

# IBKS Bond Inside

## 임도林道, 통화정책 프레임워크를 걷는 인플레이션

채권/크레딧

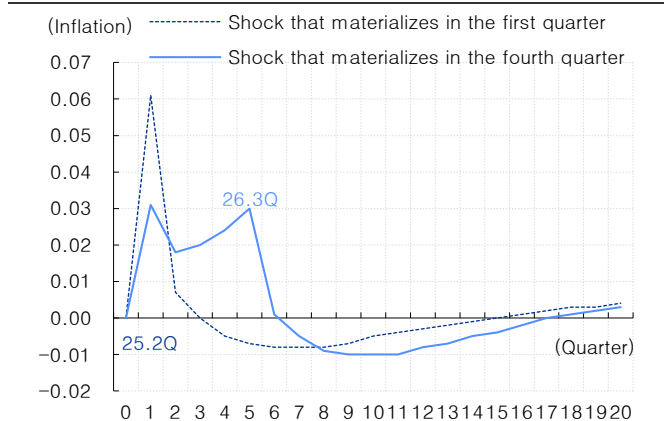
정형주 연구위원

hj.jeong@ibks.com

중동전쟁이 길어지면서 글로벌 채권시장에 인플레이션이 전진배치됐다. 인플레이션은 2026년 상반기 핵심 이슈로 떠오른 어떤 것Some Thing이다(25/11/19 연간전망). 정녕 모든 것이 예상 밖일까. 트럼프 행정부의 관세부과(26.4)에 따른 통상환경 악화, 그로 인한 인플레이션 충격, 중앙은행 정책기조에 대한 추계는 중동전쟁이 발발하기 전부터 주어졌다(IMF, 2025). 트럼프 행정부 관세충격은 오래 전부터 인플레이션에 기름을 먹였다. IMF의 전망이 비껴간 지점은 '고용시장 냉각+美연준의 기준금리 인하' 조합이 인플레이션에 불을 당긴 것이 아니라, 외계세계의 전쟁이 추가 충격으로 작용한 것이다. 전쟁은 잔불처럼 남은 관세충격과 겹치면서 수익률에 적립됐다. 시장대응에 관세/전쟁/인플레이션을 한번에 반영할 수 있을까. 모형은 관계를 담고, 언제나 '가장 가능성 높은 패턴(관계)'을 기술한다. 모형을 통해 '내가 가늠할 수 있는' 대략적인 경로Path를 알 수 있다. 예를 들어서, 전쟁은 어찌할 수 없다. 하지만 인플레이션은 통화정책을 통해 관리할 것이다. 통화정책 커뮤니케이션은 관측 가능하다. 시장대응도 인플레이션이 통화정책 채널을 타고 번지는 경로에 집중하자.

출발은 해방의 날이다. 2025년 10월 IMF는 해방의 날(25.2Q) 이후 인플레이션 압력이 약 6~8개 분기 시차를 두고 커질 것이라 보았다. 2026년 3분기까지 압력이 점진적으로 상승하는 경로 Projection다(그림 1). 중동사태는 공급궤 인플레이션을 유도하면서 점진적으로 작용할 관세-인플레이션 추계경로의 정점을 더욱 뾰족하게 만든다. 시계열 데이터의 뾰족함은 단기적/일시적/충격이라는 의미다. 2026년 4월 FOMC 기자회견에는 패턴의 정성적 분해에 대한 힌트가 있다(26/4/30 발간자료). 관세에 따른 인플레이션 압력이 수개월내 둔화할 것으로 보았다. 아래 그림과 같이 추계에서 관세충격이 사라지는 속도는 매우 빠르고, 약간의 디플레이션이 따른다.

그림 1. 인플레이션 압력, 이미 장기간에 걸쳐 고른 배분을 예상

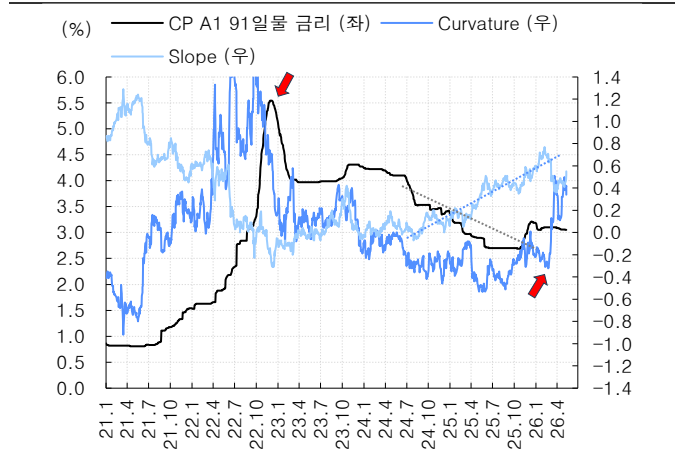


자료: IMF(2025), IBK투자증권

국가마다 이유는 다르지만, 2026년 상반기 글로벌 중앙은행이 가장 민감하게 반응할 것은 인플레이션이다. 중앙은행의 예민함은 무엇으로 측정할 수 있을까. 모형의 계수와 민감도다. 전망값(종속변수)이 아니라, 계수값을 살펴야 한다. 당사는 2026년 2월

과 2026년 4월 금통위 조항을 통해 커뮤니케이션 프레임워크 변화에 주목한다. 최근 금통위원들의 실명으로 인플레이션 코멘트가 이어지고 있다. 신성환 前금통위원의 뒤를 이은 김진일 금통위원도 언론보도를 통해 통화정책 방향성에 대한 단서를 남겼다. 물가기대를 관리할 통화정책 코멘트는 한동안 당연히 매파적일 것이다. 인플레이션 우려가 커지면서 다시 틀리기 위한 전망이 시작됐다(25/1/15 연간전망). 중요한 것은 민감도다. 한국형 점도표가 도입된 마당에 매/비둘기 구분은 정밀한 대응이 어렵다. 모델에 추가되는 정보가 거의 없기 때문에 민감도를 측정하기 힘들다. 데이터가 1(매), 1(매), 1(매)... 방식으로 입력되면서, 매/비둘기 세계관은 AI와 함께해도 효율적인 정보가 없이는 매한가지다. 금융당국의 커뮤니케이션을 경쟁자보다 더 정밀하게 측정하는 것이 중요하다Private Signal. 금통위원들의 연구/코멘트에서 민감도(계수)를 역산할 수 있다. 한국은행의 커뮤니케이션 체계가 크게 변하고 있다. 변화할 프레임워크에 맞춰 운용주체는 채권 포트폴리오, 수익자는 벤치마크 리부에 계량분석을 결합해야 한다(예:  $\beta_{\pi} = 1.5, \beta_{gap} = 0.5$ ). 2026년 韓채권시장에 던져진 것은 터미(매/비둘기)가 아니라, 매둘기 확률분포다. AI에 적합한 질문을 던지고, 민감도(관계)를 역산해야 한다.

그림 2. 각 상황마다 트리거 다르지만, 시차를 두고 부러질 크레딧물



자료: 인포맥스, IBK투자증권

주: Slope는 10년-2년물, Curvature는 2x(2년물)-(3월물+10년물)

우리나라에서는 수요측면에서 인플레이션 압력이 강해지고 있다. 통화정책의 영역이다. 중장기물 시장금리도 이를 반영해 급등했다. 지금까지 금융시장에서 자본차익을 얻는 것에 집중했다면(주식), 앞으로는 '조달가능성'에 주목해야 한다(대출/채권). 통화정책이 변곡점에 들어섰기 때문이다. 특히 주식시장 상승세가 둔화한 상황에서 한국은행이 기준금리를 인상하면, 주목할 것은 초단기물 크레딧이다(그림 2). 연초이후 채권시장 이자부담은 주식시장의 '속도'와 함께했다(3/16 발간자료). 향후 주식시장이 부진할 때 시차를 두고 부러질 지점은 신용시장이다. 연초이후 초단기물 차환은 무난하게 이뤄졌는데, 2025년말 이후 기간프리엄'만' 빠르게 증가했기 때문이다. 한국은행이 본격적인 기준금리 인상 패이즈에 돌입하면, 초단기물 차환부담이 빠르게 높아질 것이다.

본 조사는 분석자료는 고객의 투자를 돕기 위한 정보제공의 목적으로 작성되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.