

Strategy Idea

올해 한국은 금리인상을 할 것인가?



채권/자산배분

Analyst 윤여삼

yeosam.yoon@meritz.co.kr

- ✓ 미-이 전쟁 장기화 우려, 주요국 통화정책 일제히 여로부터 금리인상 가능성 반영 중
- ✓ 당사 20% 이내 보았던 인상 시나리오, 50%로 상향. 현재 국고3년 3.6%와 국고10년 3.8%는 연내 125bp 인상 기대를 반영한 영역으로 진입. 실제 인상을 단행하더라도 과도한 영역
- ✓ 공급충격이 일시적이라면 통화정책으로 대응하는 것은 불필요. 앞으로 2~3주가 중요할 것

‘설마’해도 고려치 않던 한국 연내 금리인상, 이제는 진지한 고민

3월 9일자 3월 월간보고서 ‘불안! 그래도 채권은 저평가’에서 우리는 메인 시나리오로 전쟁위험이 3월 안에 종료될 가능성을 80% 정도로 높게 제시했다. 그럼에도 자칫 불거질 수 있는 20%의 확률로 장기화 위험이 강화될 경우 올해 3분기부터 한은이 2차례 50bp 금리인상에 나설 수도 있는 가능성을 제시했다.

유가가 4월말까지 100달러 이상을 넘어설 경우 올해 한국 물가는 2% 중반을 넘어 2%대 후반, 5월말 금통위까지 이어진다면 연 3%대를 각오해야 한다. 신임 한은총재 내정자인 신현송 BIS 국장은 ‘공급충격이 일시적이라고 하면 통화정책으로 대응하지 않아도 된다’고 발언했으나 사태가 심상치 않은 형국이다.

우리가 2차례 인상기대를 감안 최악의 시나리오에서 제시한 국고3년 3.5%가 뚫렸다. 아직 10년 4.0%까지 넘어서진 않았지만, 채권시장의 불안은 심화되고 있다.

그림1 선도금리 향후 1년뒤 기준금리 3.75%까지 125bp 인상 반영



자료: Bloomberg, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

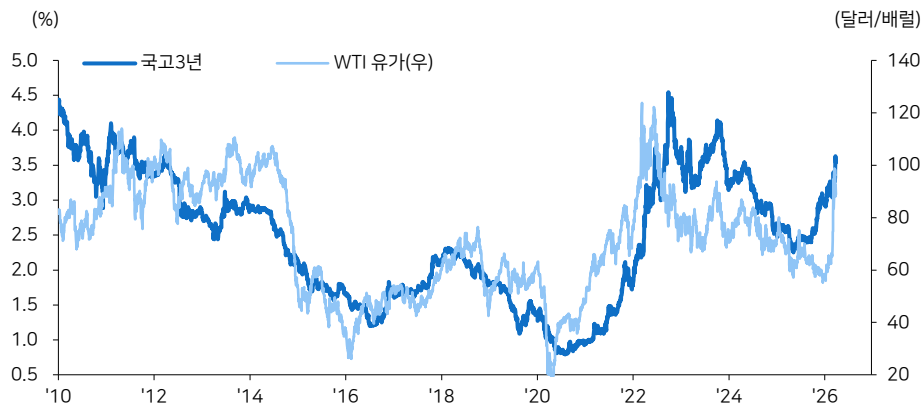
인플레이션 유가 민감도 높다고 해도, 공급충격만 볼 수 없다

3월 20일(금) 트럼프 대통령은 지상군 투입 가능성까지 열어두면서 이란에 최종 48시간 통첩을 전하자 내성을 확보하던 금융시장은 충격이 확산되었다. 미국채10년 금리가 장중 최악의 시나리오로 제시한 4.5% 부근인 4.4% 중반까지 치솟았고, 미국증시는 2%대 하락을 기록했다.

23일(월) 미국보다 자원에 취약한 아시아 국가 민감도가 높았다. 그중 한국은 주식시장이 -6.5% 하락했고, 국고3년 금리가 22bp 급등한 3.63%, 국고10년 15bp 오른 3.88%를 기록했다. 3월 9일 장중 유가 120달러 터치하던 순간 일시적 충격보다 적었지만, 증가기준으로는 당시보다 더 큰 약세(가격하락)이다.

기준금리의 proxy(대용치)인 선도금리는 1년후 값이 3.8% 부근까지 치솟았다. 125bp 금리를 올릴 수 있다는 공포가 유입된 것이다. 우리는 아직 조건부(4월말까지 유가 100달러)로 금리인상을 언급했으나 씨티와 ING같은 일부 외사는 이미 연내 2차례 3.0%까지 50bp 인상 전망을 메인으로 제시하고 있다.

그림2 유가 중심 인플레이션에 취약한 시장금리, 전쟁 리스크에 끌려가고 있어



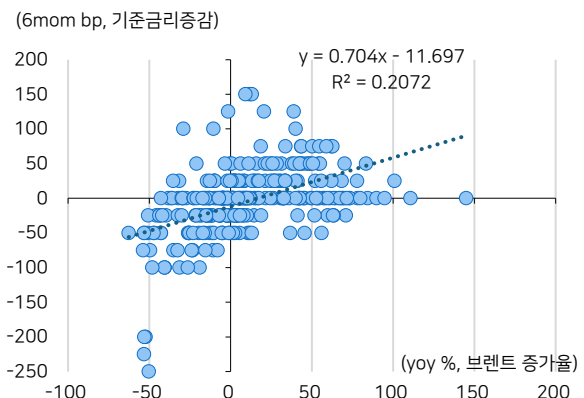
자료: 금융투자협회, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 유가상승률과 한국 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림4 역사적 유의미한 상관관계 존재



자료: Bloomberg, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

한국 채권시장이 유가에 민감하다는 것은 익히 알려진 사실이다(그림 2). 2022년 러-우전쟁 공급망 충격으로 일제히 긴축에 나선 이후 미국은 막대한 재정적자와 인플레이 안정이 지연되면서 아직도 10년 금리가 4%대 머물고 있지만, 한국은 유가 안정과 내수경기 둔화를 반영하며 금리가 2%대까지 안정되었다.

지난해 하반기 통화정책 과잉 기대 소멸 및 일부 확대재정 부담으로 미리 금리가 올랐다고 하나 최근 유가급등의 충격이 과하게 유입되고 있다. 한국 인플레이션에서 변수로 결정력이 가장 높은 것이 유가이나 둘의 상관관계는 0.18에 그친다(그림 3). 통화정책 증감의 민감도로 해야 0.21 정도의 설명력을 갖는다.

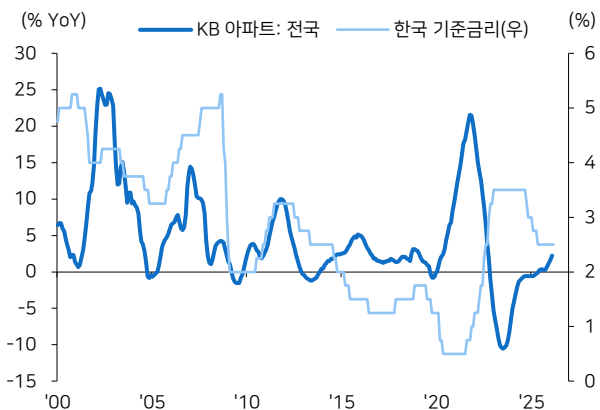
〈그림 5〉를 보면 금융위기 이전 우리는 물가가 높을 때 금리를 올리는 것보다 물가가 정점을 치고 피크아웃할 때 금리를 낮추는 고물가 경제충격 대응에 더 재빨랐다. 그러다 금융위기 이후 저금리 시대 유가가 유발한 인플레이션에 대한 민감도는 러-우전쟁까지 설명력을 높였다. 이번 미-이 전쟁 역시 유가 반응만 보면 하반기 금리인상을 주장하는 것이 설득력이 높을 수 있다.

그림5 그렇다고 물가가 높다고 무조건 금리를 올리는 것은 아니야



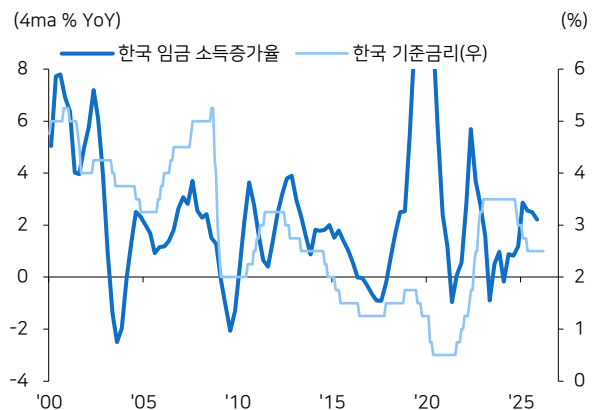
자료: 통계청, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림6 부동산 상승세 국내 통화정책 민감도 더 높아



자료: KB은행, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림7 수요견인 측면에서 임금상승세 역시 중요 변수



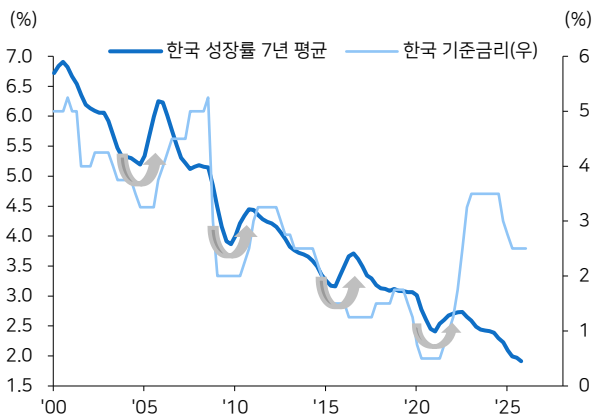
자료: 통계청, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그렇지만 다수 외국계들이 지난해 어려운 한국경제 여건을 전제하에 1%대 기준금리 예측을 제시했지만, 실제 금리인하는 부동산과 환율 등 금융안정에 막혀 2.5%에서 멈추었다. 중앙은행이 가장 중요하게 여기는 물가충격이 위로 작동하고 있기 때문에 금리를 올릴 가능성을 인정해도, 과거 금리인상의 트리거였던 부동산과 임금 같은 수요견인 압력이 높지 않다는 점도 고려해야 한다(그림 6, 7).

부동산은 최근 세제개편 등 정책대응으로 안정 흐름을 나타내고 있고, 팬데믹 이후 일부 개선되는 듯 보였던 임금상승세도 다시 점점이 필요하다. 반도체 중심 수출 기업이익이 좋다고 하나 화학 같은 구조조정 산업 부담과 건설투자 부진으로 내수경기의 어려움은 이어지고 있다.

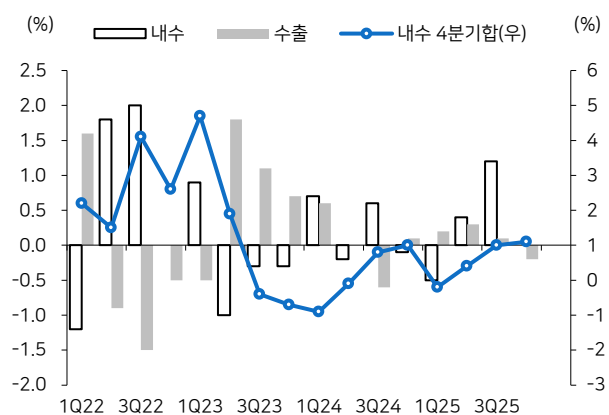
실제 한국의 중장기 성장률인 7년 성장률 이동평균 값이 그나마 의미있는 반등이 있는 구간에서 한은의 건축의 설명력이 높았다(그림 8). 그렇지만 2022년 일시적 반등했던 중기성장추세는 2022년 이후 올해 2%대 성장률을 감안해도 5년간 1.9%에 불과 하향 흐름이 우세하다.

그림8 한국 장기성장성 개선 통화긴축의 중요한 확인점



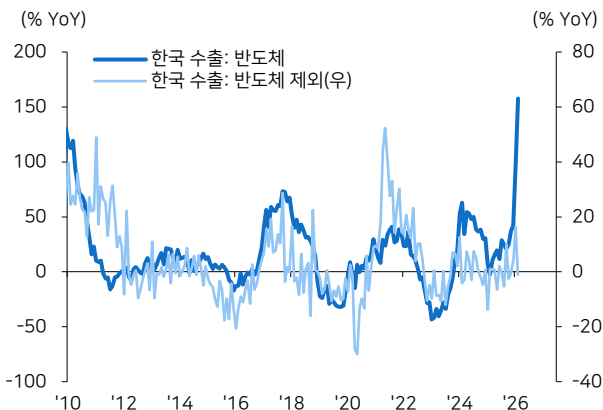
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림9 2022년 건설투자 위축, 여전히 내수경기 위축 지속



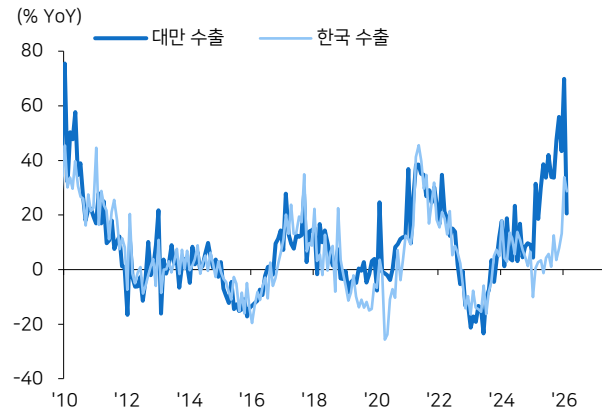
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림10 반도체를 제외하면 3개월 한국 수출 5% 내외 증가



자료: 산업통상부, 메리츠증권 리서치센터

그림11 반도체 주도 한국 수출의 미래를 보여주는 대만



자료: 산업통상부, 메리츠증권 리서치센터

2023년 이후 4분기 합산 1%를 넘기지 못해 내수가 부진한데<그림 9>, 현재 반도체 수출이 yoy 160%를 기록해도 반도체 제외 수출은 5% 내외로 차별화가 심하다<그림 10>. 대만이 지난해 4분기 반도체 주도 전체 수출이 yoy 60%까지 찍었다가 기저효과로 20%대로 하락하면서, 칩가격 상승이 주도하고 있는 수출증가율의 가파른 기울기를 유지하기 쉽지 않다는 것을 보여줬다<그림 11>.

인플레이션이 통화정책의 중심이나 금리를 올릴 때 적어도 심리적 부분과 경기순환을 감안해야 한다. 공급 이외 수요쪽 인플레이에 영향을 미칠 수 있는 변수로 경제주체들의 여건을 점검해야 하는 것이다. 2022년 한은의 고도 긴축의 배경에는 그래도 심리지표 개선 및 내수경기 안정 뒷받침되었다<그림 12, 13>.

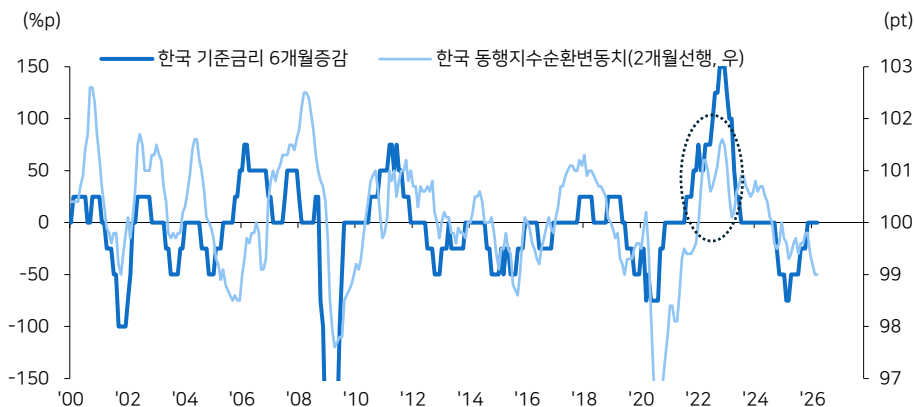
당시 한은이 2021년 8월부터 주요국 중 금리인상이 빠른 편이었던 것은 부동산 가격상승 및 경제심리 강화, 내수개선을 기반 0.5% 기준금리에서 2%대 인상을 검토하다 러-우전쟁 공급망 충격으로 3.5%까지 금리를 인상한 것이다. 이번에는 경제주체의 심리도 내수경기의 안정성도 2021~2022년대비 좋지 않다.

그림12 경제심리 개선되고 있다고 해도 긴축할 정도로 양호한 편 아님



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림13 내수를 대표하는 동행지수 역시 2022년 긴축기 대비 위축 구간 이어지고 있어



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

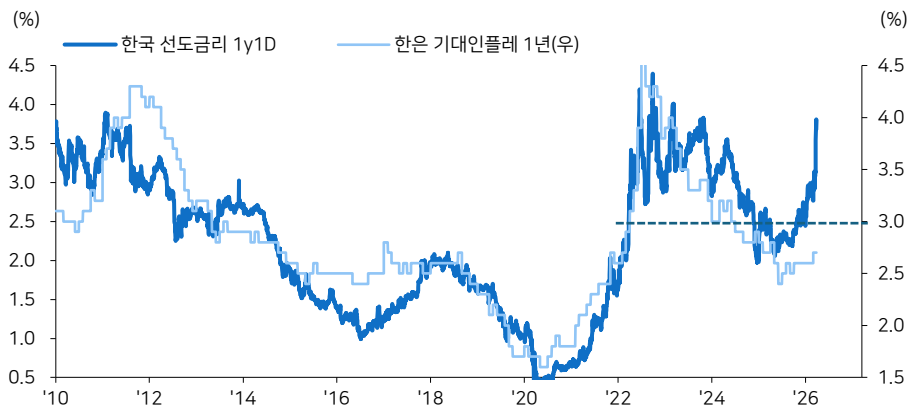
기대인플레로 전이 여부가 핵심, 4월 금통위까지 신중 5월이 관건

당장 유가충격만 보고 금리인상으로 대응해야 할 것처럼 보이거나 전쟁 발발 이후 아직 한달도 지나지 않았다. 그리고 유가가 급등한 것도 맞지만, 러-우전쟁 당시 명목 120달러 실질기준으로는 당시보다 낮은 유가다. 유럽 천연가스 가격과 다른 원자재 전이 충격도 아직 제한적이며, 해상운임 민감도도 높지 않다.

러-우전쟁 종전도 선언되지 않은 상태에서 미-이 전쟁의 가세는 2022년 금리급등의 트라우마를 자극하고 있다. 그렇지만 당시 제로금리 시대를 탈피하는 충격대비 현재 주요국 통화정책은 일부 완화를 했다고 해도 중립금리 내외이며, 미국과 영국은 고금리 부담이 일부 신용여건 위축까지 유발하는 수준이다.

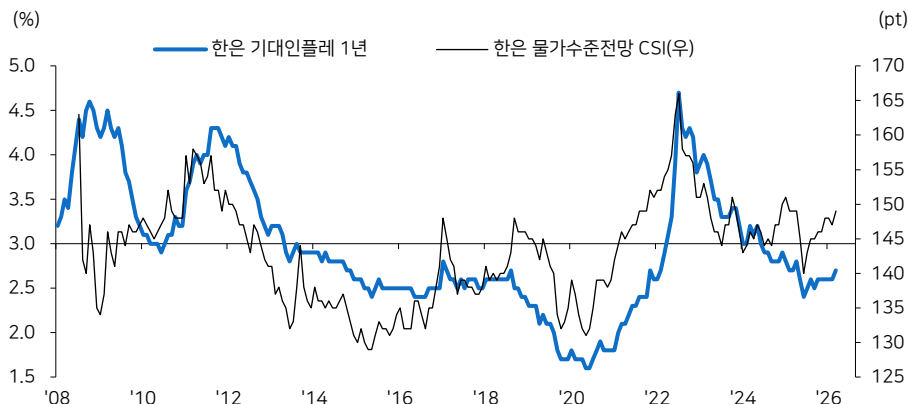
이런 이야기를 아무리 해도 현재 앞서간 선도금리를 쫓아 한은이 조사하는 기대인플레 지표가 의미있게 오르기 시작하면 한은은 '어쩔 수가 없다'고 이야기할 것이다(그림 14). 그러면 우리 역시 2022년보다 수요견인 압력이 높지 않아 2차례 정도에 그치겠으나 금리인상을 인정할 수밖에 없을 것이다.

그림14 3월 한은 기대인플레 0.1%p 상승한 2.7%, 향후 금리인상을 정당화할 핵심 재료



자료: Bloomberg, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림15 한은 기대인플레보다 CSI내 인플레 기대심리 선행성 존재, 150pt 넘으면 주목



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

현재 125bp까지 인상을 반영한 시장금리 여건에 2차례 정도 금리인상을 단행해도 오히려 금리상승분이 되돌려져야 하는 영역이라는 생각이다. 3월 CSI에서 한은 기대인플레이는 러-우전쟁 발발 당시 0.2%p 오른 것보다 낮은 0.1%p 상승한 2.7%, CSI 물가전망은 2pt 오른 149pt를 기록했다. 유가상한제 등 정책효과를 반영할 때 4월말 CSI까지 한은은 좀 더 인내심을 유지할 수 있을 것이다.

우리는 여전히 올해 금리인상은 신중해야 한다는 생각이다. 때문에 앞서 수요전인 쪽 이슈와 내수경기 부진 등을 정리한 것이다. 그럼에도 우리 이외 유럽과 캐나다 같은 국가들이 통화긴축 우려 + 인상 단행은 기대인플레이션의 확산에서 우리에게 주는 시사점이 클 것이다(그림 16).

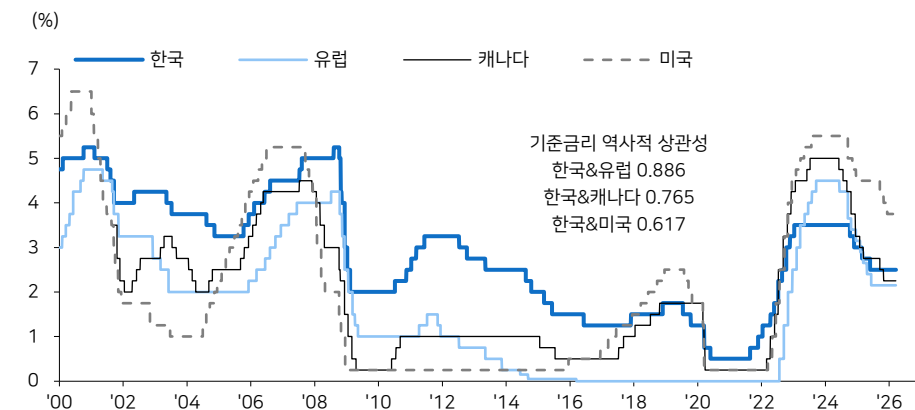
3월내 전쟁이 큰 실마리가 잡히면서 유가가 85달러 이내로 안정된다면, 올해 금리 인상에 대해서 신중한 입장으로 전환될 수 있다. 우리는 4월 금통위까지 현 신임 총재 성향이 파악될 때까지 한은이 신중할 것으로 생각하고 있다. 진정한 승부처는 5월 금통위 신임총재 취임 이후가 될 것이다.

그림16 3월 CSI에서 물가상승 기대 석유류를 제외한 나머지 전분야는 위축



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림17 미국 올해 인상까지는 아닐 전망, 한국은 유럽과 캐나다 통화정책 전환 주목



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포될 수 없습니다.
