

Fixed Income Issue

이란 전쟁 이슈 반영한 국내 인플레이 경로 재점검

- 이란 사태로 유가, 환율 변동성 확대되며 공급측 인플레이 충격 발생. 유가와 달러환율은 1% 상승할 때 헤드라인 CPI에 각각 0.017%p, 0.12%p 정도의 상승을 초래
- 당사 베이스 시나리오는 4~5주 내 이란 사태 마무리 가정. 단기간 내 공급측 물가 충격으로 인플레이는 3%에 근접하는 수준까지 급등 후 하반기 다시 2%대로 둔화 예상
- 유가 부담, 미국 서비스 디스인플레이션 제한 등 대내외 인플레이 경계심 이어질 전망. 국내 금리 반락 시 일부 차익실현 전략 및 원화채권 듀레이션 중립 대응 유지

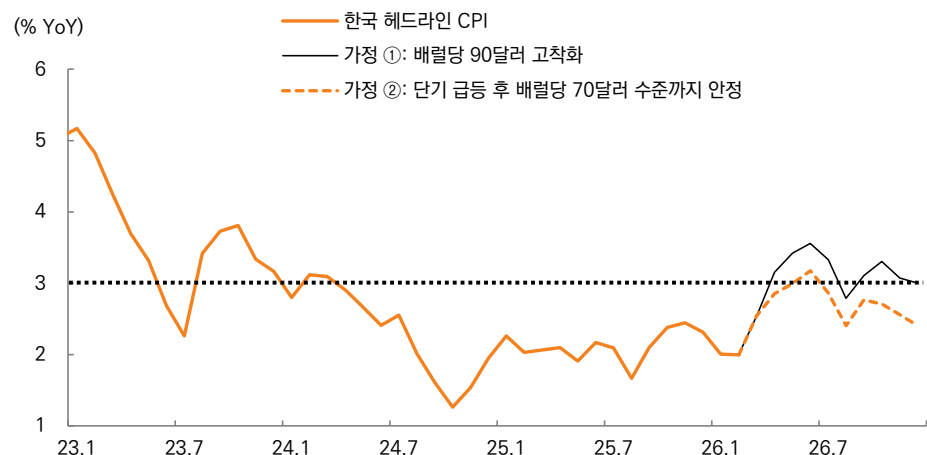
유가와 환율의 인플레이션 영향

중동 지정학적 리스크가 불거지며 유가 및 달러환율이 큰 폭 상승했다. 환율 및 유가 상승으로 국내 인플레이 경계심도 높아졌다. 브렌트유는 한은이 2월 경제전망에서 가정한 수치보다 크게 높아졌다(한은 전망 상반기: 배럴당 65달러, 하반기: 63달러로 가정).

최근 금통위에서 한은 총재는 통화정책에서 가장 중요하게 고려하는 요소로 물가, 금융안정, 성장의 순서를 언급했다. 특히 고환율이 인플레이에 미치는 영향을 점검하겠다고 밝혔다. 유가와 환율은 국내 인플레이에 밀접한 영향을 미친다. 2개 변수의 물가 영향을 점검할 필요가 있다.

브렌트유 가격과 달러환율 등 공급 요인이 헤드라인 CPI에 미치는 영향을 확인하기 위해 회귀분석을 활용했다. 헤드라인 CPI에는 공급 측면인 유가와 환율 외에도 임금률 비롯한 고용 상황, 소비 등의 수요 측면도 영향을 미친다. 분석 결과 공급측 요인과 함께 Output gap을 반영한 모형의 결정계수는 0.40이었다.

그림 1. 유가 70달러까지 하락 시 인플레이 2%대로 복귀



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주: 유가는 브렌트유(한은 전망에 활용되는 국제유가), 달러환율은 당사 전망 밴드인 1,450~1,500원 내 등락을 가정함.

〈표1〉은 2016년부터 2025년까지 10년 간 환율, 유가, Output gap과 한국 헤드라인 CPI 간의 관계를 조사한 회귀분석 결과다. Output gap 영향은 유의하지 않았다. 브렌트유와 환율은 헤드라인 CPI에 1% 유의수준에서 통계적으로 유의미한 양(+)의 영향을 미쳤다. 달러 환율이 1% 상승할 때 헤드라인 인플레이션은 0.12%p 상승하며, 브렌트유의 경우 1% 상승할 때 헤드라인 CPI에 0.017%p 상승을 견인한다는 분석이다.

표 1. 유가, 환율, Output gap이 한국 CPI에 미치는 영향

	계수	표준 오차	t 통계량	p값
Y 절편	1.642***	0.116	14.18	0.000
브렌트유(USD/bbl)	0.017***	0.003	6.95	0.000
달러환율(USD/KRW)	0.120***	0.017	6.84	0.000
Output gap	0.072	0.094	0.76	0.447

자료: 미래에셋증권 리서치센터/ 주: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

공급 충격과 관련해 다음의 2가지 시나리오를 고려했다. 1) 전쟁 장기화로 인해 고유가 및 고환율 국면 지속, 2) 전쟁이 4~5주 내 마무리돼 환율 및 유가 변동성이 완화되는 경우다.

회귀분석 결과와 함께 당사 환율 전망을 참고해 유가 경로에 따른 국내 인플레이션 경로를 재추정했다(그림1). 달러환율은 반도체를 제외한 국내 성장 모멘텀 약화, 연준 금리 인하 여력 축소 등을 반영해 연내 1,450~1,500원 수준에서 등락하는 흐름을 가정했다. 3/9일 브렌트유는 배럴당 110달러를 상회한 뒤 트럼프 대통령의 조기 종전 시사 발언에 90달러 수준으로 반락했다.

이란 사태가 장기화될 경우 유가 수준이 배럴당 90달러에서 고착화되는 경로를 배제하기 어렵다. 호르무즈 해협 봉쇄 등에 따른 걸프국들의 감산 우려에 유가 하락 안정이 제한될 가능성이 높다. 이때 인플레이션도 3%대로 급등하며 2%를 크게 상회하게 된다. 인플레이션이 재차 3%대로 반등해 높은 수준을 유지한다면 채권시장의 금리 인상 경계심이 강화될 수 있다.

당사 베이스 시나리오는 2)번에 가깝다. 이란의 전력이 약화됐고, 유가 변동성이 과도하게 높아질 경우 미국도 스태그플레이션 우려가 심화될 공산이 크다. 이는 중간선거를 앞둔 트럼프 정부에 불리한 요소다. 미국 내 전쟁에 대한 여론이 좋지 않은 점도 트럼프 정부가 전쟁을 장기적으로 끌고가는 데 부담스러운 요인이다.

호르무즈 해협 봉쇄 장기화 우려가 일부 완화되면 유가 상승 속도는 점진적으로 조절될 수 있겠다. 올해 중반을 지나며 인플레이가 다시 2%대로 둔화되면서 금리도 점차 안정될 전망이다.

인플레이 위험은 금리 안정을 제한

공급 측면에서 발생한 충격은 인플레이 오버슈팅을 초래한다. 다만, 고유가에 따른 소비심리 부진, 민간고용 위축 장기화 등은 공급측 인플레이 상승 압력을 일부 완화시킬 수 있다. 또 현재 정부에서 유류세 인하폭 확대 등의 물가 안정 대책을 고려하고 있는 점도 유가 부담 완화에 기여할 수 있다.

90달러 부근에서 유가가 몇 개월 간 고착화되는 경우가 아니라면 3%대 인플레이가 지속될 가능성은 제한적이다. 한국의 K자형 양극화 경제도 지속되고 있는 만큼 단기간 내 급등한 인플레이에 한은이 금리 인상으로 대응할 가능성은 낮다고 본다.

지정학 우려에 국고채 3년 금리가 3.4%를 상회하며 급등하자 당국은 시장 안정화 대책을 연이어 발표했다. 그러나 유가 및 환율이 단기간 내 급등한 만큼 인플레이 경계심과 지정학 리스크 관망세는 당분간 지속될 수 있다. 미국도 서비스 물가의 디스인플레이션이 제한되고 있어 상반기 중 유가 부담에 따른 글로벌 인플레이 경계심이 이어질 가능성이 높다.

정부는 최근 유가 급등에 대응하기 위한 조치로 추경 가능성을 검토할 수 있다고 언급했다. 지방선거 전까지 재정지출 확대 가능성도 고려해야 한다. 당국의 시장 안정 조치에 힘입어 금리 반락 시 일부 차익 실현 전략을 추천하며 원화채권 듀레이션 중립 대응이 유효하다.

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.