2026년 2월 20일 | Global Macro Strategy

하나채권

[2월 금통위 프리뷰] 환율보다 펀더멘털

Fixed Income

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

- **2.50%로 6회 연속 동결 예상. 1월은 환율이 중요했으나 2월은 펀더멘털이 부각**
- **한은 올해 성장률과 근원 CPI 전망을 각 2.0%, 2.1%로 상향 예상**
- **펀더멘털 개선에 시장의 인상 우려는 지속. 3년물 3.0~3.2% 범위가 적정**

금통위는 2월 26일 회의에서 기준금리를 2.50%로 동결할 전망이다. 1월과 마찬가지로 만장일치 동결일 것이다. 작년 5월 마지막 인하 이후 6회(9개월) 연속 동결이다. 향후 3개월 가이던스는 올해 5월에 임기가 만료되는 신성환 위원이 인하를 제시하고, 나머지 5명의 위원은 모두 동결을 유지할 것으로 예상한다.

[관전 포인트] 이번 회의에서 주시할 내용은 중요도 순서대로 (1) 성장률 전망 상향 폭, (2) 인플레이션 리스크, (3) 금융안정 평가다. 1월 대비 금융안정보다 펀더멘털(성장, 물가)의 중요도가 높아질 것이다.

(1) 한국은행은 작년 11월 경제전망에서 2026, 2027년 성장률을 각 1.8%, 1.9%로 전망했다. IMF (26년 1월)와 KDI (26년 2월)이 올해 성장률 전망을 모두 1.9%로 높인 것과 같이 한국은행도 성장률 전망을 상향할 것으로 예상된다 [도표 2]. 건설투자를 제외한 민간 소비/투자 중심으로 상향 조정될 전망이다.

핵심은 반도체 사이클이다. 실시간으로 전망이 더 밝아지고 있는 반도체 사이클을 충분히 반영할 경우 올해 성장률 전망이 2.0%까지 높아질 가능성도 크다. 2월 실적 발표 이후 미국 빅테크 4개社의 올해 Capex 추정치가 $600bn을 넘어섰다 [도표 3]. 불과 작년 말까지 시장은 2026년 Capex 증가율이 2025년 대비 +20%대에 그칠 것으로 예상했으나, 이제 60%까지 높아졌다. AI 투자 붐에 더해 범용 DRAM 공급 부족으로 DRAM 가격도 폭등하고 있다.

이러한 반도체 업-사이클이 단순히 국내 반도체 기업의 수출 호조에 그치지 않고 설비투자와 민간소비 개선 효과로 이어질 것으로 예상된다. 수출이 반도체 산업에 편중된 점, 대미 투자가 불가피한 점 등은 우려할 부분이나 설비투자 증가 추세는 분명하다. 게다가 주가 폭등으로 민간소비가 개선되는 부의 효과(Wealth Effect)도 상당할 것이다. 연초 이후 KOSPI 상승률은 30%를 상회하며, 이는 1개 분기 시차를 두고 민간소비를 약 0.3% 높일 것으로 기대된다 (부의 효과는 '월간 하나채권 [2월]' 참고).

(2) 성장률 전망을 상향 조정하면서 인플레이션 리스크에 대한 평가가 얼마나 달라질지도 중요하다. 한국은행은 GDP 갭 (-) 환경에서 기저 인플레이션 압력은 제한적이라고 평가해

채권전략 박준우, CFA junoopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

왔다 [도표 8]. 이번에도 근원 인플레이션이 안정될 것이라는 전망은 유지할 것이며, 이전 전망(2.0%) 대비 0.1%p 상향되는 수준까지는 시장 영향이 제한적일 것이다. 그러나 성장률을 큰 폭으로 올리면서 근원 인플레이션 전망까지 2.2%p 이상으로 상향할 경우, 이는 강한 긴축 시그널이 될 것이다. 단기적으로는 이란-미국 갈등에 따른 유가 상승도 부담이다. 한국은행은 환율 상승에 따른 수입물가 상승 리스크를 주시하고 있다. 지금까지 유가 안정과 중국 디플레이션 등이 환율 상승 효과를 상쇄해왔기에 유가 상승은 큰 변수다. 올해 물가 전망을 크게 올리지 않아도, 기자회견 등에서 인플레이션의 상방 리스크를 우려하는 커뮤니케이션이 예상된다.

(3) 금융안정과 관련하여 새로 부각될 내용은 없다. 높은 부동산 가격 및 환율 '레벨'은 변함이 없어 한은의 금융안정 강조 기조는 유지될 것이다. 1월에는 환율에 이목이 집중됐는데, 지금은 달러원이 1,450원 수준에서 안정을 찾고 있다. 가계부채의 경우 부동산 가격 상승률과 가계대출 증가율의 디커플링에 대한 평가에 관심이 필요하다 [도표 10]. 아파트 가격이 꾸준히 상승하고 높은 거래량이 유지되는 가운데 은행권 가계대출은 작년 12월과 올해 1월 각 2.0, 1.0조원 '감소했다 [도표 11]. 당장 이번 금통위에서는 부동산 가격 상승에 집중하겠으나, 점차 가계대출 증가세 둔화를 강조하며 금융안정에 대한 경계감이 완화될 것으로 기대한다.

[대응 전략] 종합하면 금융안정 리스크가 더 커지지 않는 반면 펀더멘털 개선은 지속되고 있다. 한은의 2026년 성장률과 근원 인플레이션 전망이 2.0%, 2.1%로 상향 조정이 예상된다. 매파적 동결로 시장의 인상 '우려'는 지속될 전망이다. 인상 우려를 반영한 3년물 금리의 적정 수준은 3.0%~3.2%로 판단한다. 금리가 3.0% 수준으로 안착하려면, 성장률 상향 조정 추세가 끝나야 하는데 아직 진행형이다 [도표 12]. 3.0%~3.2% 범위 내 트레이딩 전략이 유효하다.

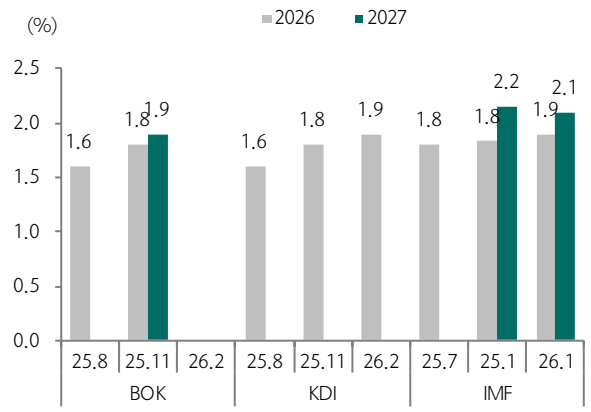
이 외에 고려할 금리 상승 리스크는 (1) 2027년 성장률도 1.9%에서 추가로 상향하거나, (2) 근원 인플레이션 전망이 2.2% 이상으로 높아지는 경우다. 반면 금리 하락으로 작용할 수 있는 포인트는 (1) 환율 안정에 대한 기대감을 내비치거나, (2) 기준금리 대비 현재 국고채 금리가 높은 편이라고 발언할 경우다.

도표 1. 주요 변수에 대한 한국은행의 완화/긴축 논리
: 1월은 환율에 집중했다면, 2월은 펀더멘털이 보다 중요해질 전망

	완화적	긴축적	2월 금통위 관전 포인트
(1) 성장	GDP 갭 (-) 지속 올해 성장률 상고하저	잠재 수준을 상회하는 성장률	2026년 성장률 2.0로 상향될 경우 GDP 갭 (-)보다 잠재 이상의 성장률에 관심이 집중
(2) 물가	기저 인플레이션 압력 제한적	환율 상승에 따른 수입물가 압력	한은의 인플레이션 안정 '전망'은 지속. 다만 최근 유가 상승에 대한 우려가 커질 가능성
(3) 가계부채	가계부채 증가 속도 둔화 정부 거시건전성 대책 기대	부동산 가격 오름세 지속	11월과 같이 수도권 가격 '모니터링 필요'하다는 입장 유지
(4) 환율	정부 대책 등으로 환율 안정 기대	환율 레벨이 과도하게 높아진 상태	긴축 근거이나, 1월 대비 변동성 완화

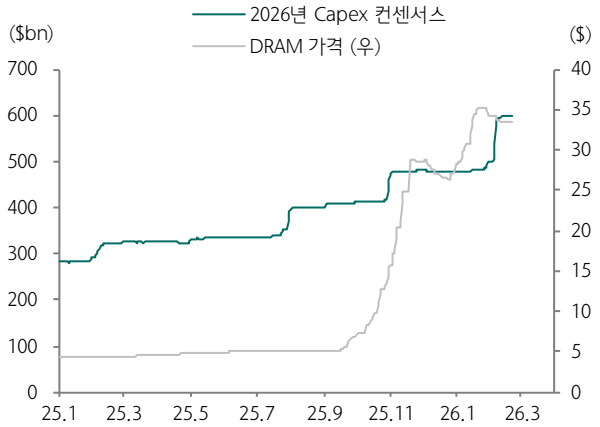
자료: 하나증권

도표 2. 한국 '26, '27 실질 성장률 전망
: 한은, 2.0%까지 상향할까?



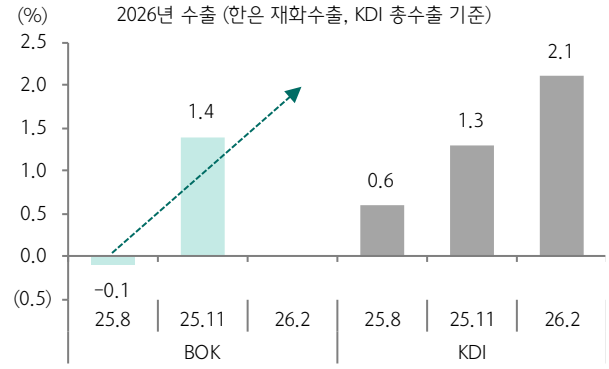
자료: 한국은행, KDI, IMF, 하나증권

도표 3. 빅테크 Capex 컨센서스 및 DRAM 가격
: Capex 2025년 대비 60% 증가 예상



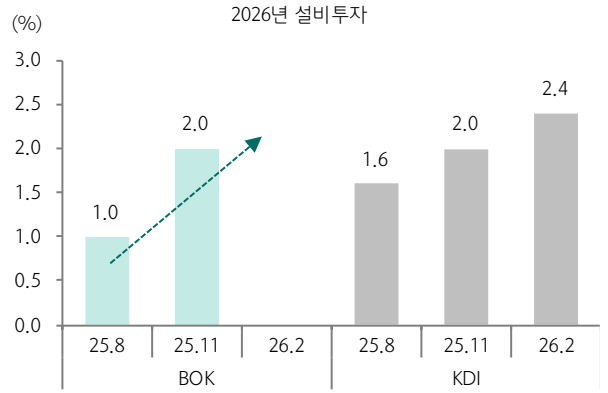
주: 빅테크는 구글, 마이크로소프트, 아마존, 메타 4개사. DRAM은 DDR5 16GB 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 한국은행과 KDI의 성장률 전망 추이 (1) 수출



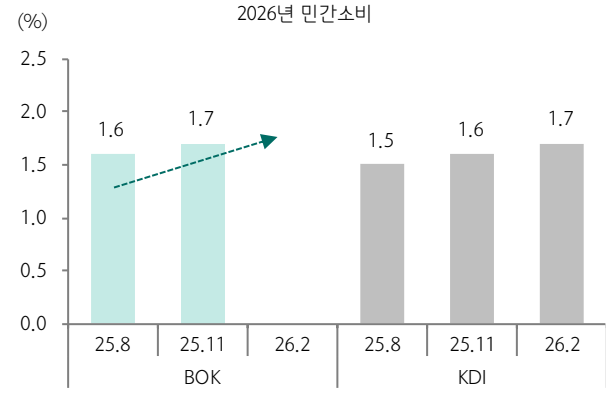
자료: 한국은행, KDI, 하나증권

도표 5. 한국은행과 KDI의 성장률 전망 추이 (2) 설비투자



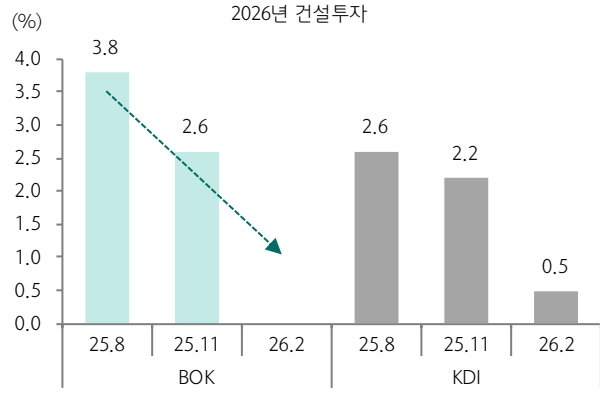
자료: 한국은행, KDI, 하나증권

도표 6. 한국은행과 KDI의 성장률 전망 추이 (3) 민간소비



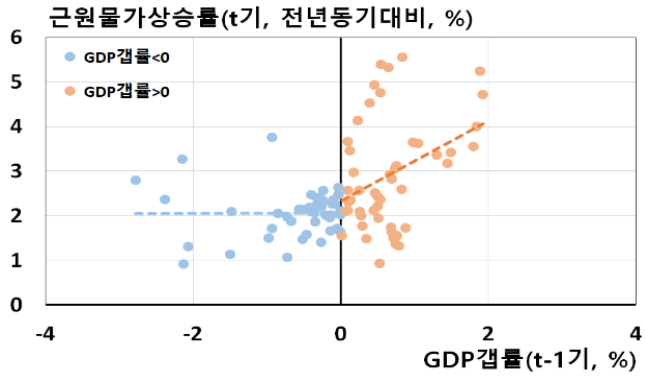
자료: 한국은행, KDI, 하나증권

도표 7. 한국은행과 KDI의 성장률 전망 추이 (4) 건설투자



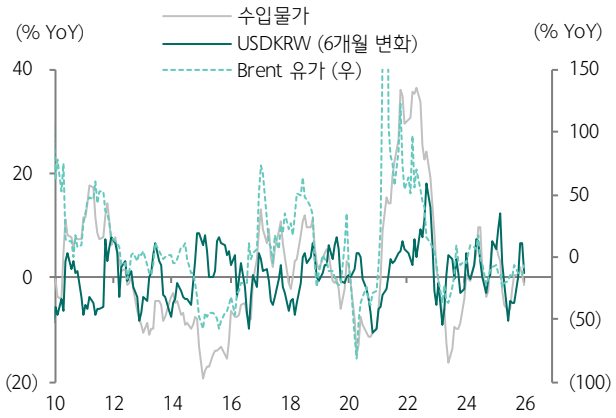
자료: 한국은행, KDI, 하나증권

도표 8. GDP 갭률과 근원 CPI 인플레이션
: 한은의 기존 시각은 'GDP 갭 (-)면, 인플레이션 압력은 제한적'



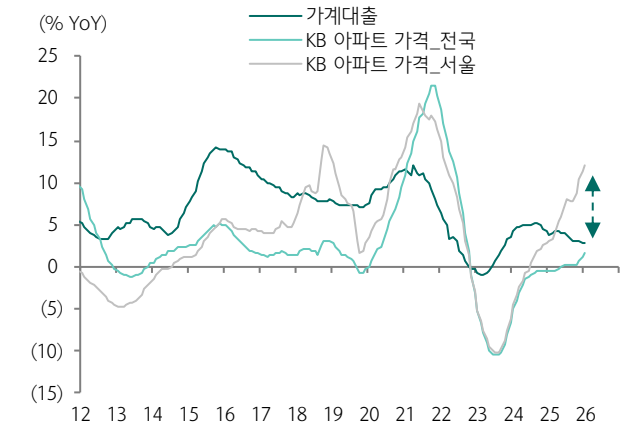
자료: 한국은행

도표 9. 환율, 유가, 수입물가 상승률
: 수입물가는 환율보다 유가가 보다 중요. 유가 상승은 잠재적 리스크



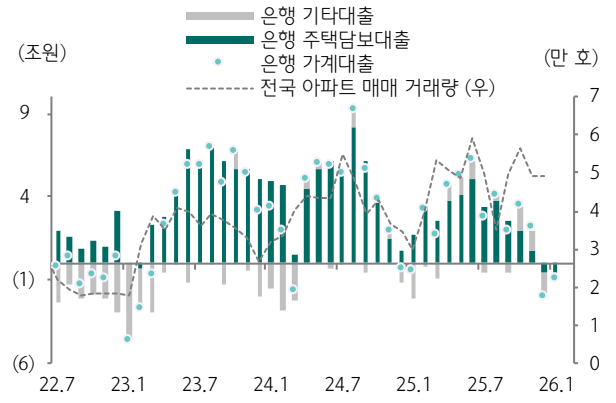
자료: LSEG, 하나증권

도표 10. 아파트 가격과 가계대출 증가율의 디커플링



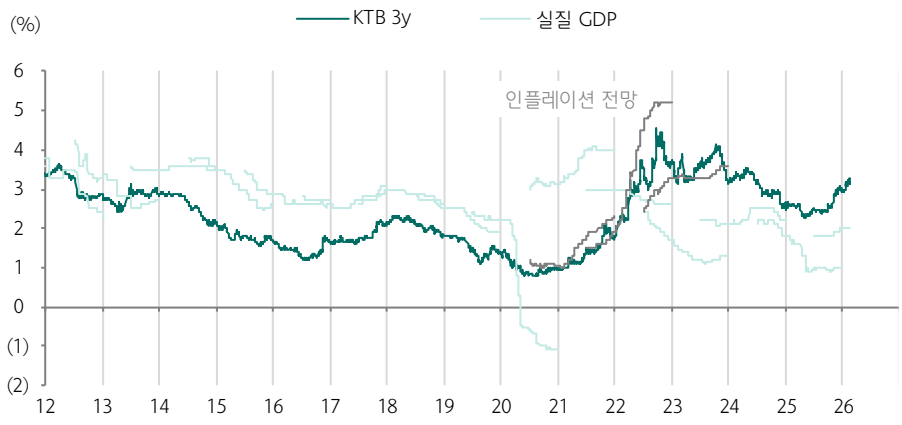
자료: 국민은행, 한국은행, 하나증권

도표 11. 은행 가계대출과 아파트 거래량
: 거래량 꾸준하나 대출 억제 정책으로 가계대출은 순감



자료: 한국부동산원, 한국은행, 하나증권

도표 12. 한국 성장률 컨센서스와 국고채 금리



주: 2025년 성장률 컨센서스는 2024년 7월~2025년 12월까지 표기
자료: Bloomberg, 하나증권.