Macro Issue

28 May. 2026

투자전략/거시경제
조병현 | bhcho@daolfn.com
연구원
박영찬 | pychan@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

5월 금통위 Review

반 클릭 정도 더 매파

5월 금통위 동결(2.5%), 소수의견 2인

- 기준금리 8회 연속 동결 결정(2.5%)
  : 25bp 인상 소수의견 2인(장용성, 유상대) 매파적
  : 물가 상승 압력 증대된 반면 성장은 예상 상회, 금융안정 리스크 지속
  : 다만, 전망의 불확실성 감안해 사태의 추이를 조금 더 점검할 필요
  : 특히 근원 물가, 기대인플레 등 2차 파급효과를 조금 더 점검할 필요

- 경제전망 매파적
  : '26년, '27년 성장률 전망치 2.0%→2.6%, 1.8%→2.1%로 상향
  : '26년, '27년 소비자물가 전망치 2.2%→2.7%, 2.0%→2.3%로 상향
  : '26년 근원물가 전망치 2.1%→2.4%, 2.0%→2.3%로 상향
  → 올해 성장률 전망치에 중동 전쟁 -0.4%p 기여. 반도체 및 IT 수출 확대, 추경, 증시 호황은 각각 +0.7%p, +0.2%p, +0.1%p 기여
  → 내년도 성장률 상향 조정에 따라 내년에도 GDP (+)갭 유지 전망

- 통방문 문구 변화 매파적
  : 성장에 대한 시각 변화. "하방 압력" → "예상 보다 확대"
  : 물가에 대한 시각 변화. "상방위험" → "상당 기간 목표수준 상회"
  : "기준금리 인상 시기 결정해 나갈 것"이라고 명시

- 6개월 점도표 매파적
  : '26년 2월 점도표, 2.75% 1개, 2.50% 16개, 2.25% 4개
  : '26년 5월 점도표, 3.25% 2개, 3.00% 10개, 2.75% 7개, 2.50% 2개
  → 연내 2회 인상을 베이스 시나리오로 제시
  → 다만, 3.25%에 2개 점이 찍히며 연내 3회까지도 인상 가능성 열어둠
  → 소수의견 2인, 내년 (+)GDP갭 전망과 함께 통화정책 불확실성 자극
  : 지난 2월과 달리 2.50%부터 3.25%까지 비교적 넓은 분포를 보이고 있다는 점에서 금통위 내부 전망의 불확실성 역시 드러난 것으로 평가

기자회견 매파적
: 정책 목적(물가, 성장, 환율) 측면에서 '가야할 길' 명확하다고 언급
: 반도체 발 성장세가 상당 기간 유지될 수 있다고 전망. 특히, 내년에도 견조한 성장세를 예상하며 이에 따른 함의를 생각해 보라고 권유
: 중동 사태 조기 해결에 따른 성장률 상향 조정 가능성을 시사한 반면, "오늘 당장 종전이 되더라도 고유가는 지속될 것"이라고 언급
: 법인세, 소득세에 따른 낙수효과 역시 긍정. 발현 시점은 내년으로 예상
: 현재 채권시장의 인상 프라이싱 정도에 대해 부적절하지 않다고 언급

• 총평

: 매파적 동결을 예상했었고 결과 역시 예상에 부합. 그러나 김진일 위원의 표현처럼 '반 클릭' 정도 더 매파적인 회의 결과로 총평할 수 있음. 비둘기의 모습은 찾아보기 어려움. 점도표 상 중위수 3.0%로 제시하며 연내 2회 인상 기정 사실화했고, 소수의견으로 3.25%에도 2개의 전망이 찍혀 연내 3회 인상까지도 가능성을 열어둔 상태. 동결 의견도 2개로 소수의견이 됨

: 성장에 대한 강한 자신감을 피력한 것이 특징적. 당초 2026년의 상고하저 성장 패턴에서 27년까지 성장세 둔화가 이어지는 것이 컨센서스였으나, 이번 회의에서 한은은 반도체 업황의 지속성에 대한 기대감을 숨기지 않았고, 나아가 여기서부터 파생될 수 있는 성장 동인의 확산에 대해서도 긍정적으로 평가. 올해 성장률 상향과 함께 내년에도 잠재성장률을 상회하는 2.1%의 성장률 전망을 제시. 고유가에서 파생된 인플레이션 압력을 언급했지만, 경제 전망과 함께 보면 이 부분에 대해서는 크게 고민하지 않는 뉘앙스. 오히려 반도체 수출이 내수로 확산되는 과정에서 발생하는 수요 측 인플레이션 동인에 보다 주목하는 모습. 이 같은 회의 결과는 최종금리(Terminal Rate) 수준에 대한 불확실성을 자극할 수 있음. 시장에서 기존에 컨센서스로 형성되고 있던 2회 인상을 초과하는 전개에 대한 고민이 유입될 수 있기 때문

: 당사는 연내 2회 인상으로 최종금리 3.0% 도달 전망을 유지하고자 함. 금리 정책은 폭도 중요하나 타이밍도 중요한 요소. 조기에 금리 인상을 시작할 경우 최종 금리 인상의 폭과 trade-off가 발생하는 효과를 기대할 수 있으며, 내년 성장률의 절대값이 올해에 비해서는 둔화될 가능성이 높은 만큼 연말 이후 미국 정책 동향과 환율 그리고 성장의 지속성을 가늠하려는 니즈가 생길 가능성도 충분. 금일 전체적인 내용을 고려 시 당초 8월로 예상했던 인상 시점을 7월 인상 시작으로 변경

: 시중금리는 이미 금리 인상을 기정사실화하고 있었으며, 때문에 약 2.5회 인상을 선반영한 수준에서 움직이고 있었다고 판단. 상반기 중 운용주체들의 비중 축소와 보수적 운용 기조가 진행된 만큼, 금리 인상 방향성만으로 시중 금리 추가 상승을 예상하기는 어려움. 전일 장 중 국고채 금리의 상승 흐름이 나타났으나, 이를 온전히 금통위의 매파적 톤에 의한 것으로 해석할 필요는 없음. 시간상 금통위 시점까지 안정적이었던 금리 흐름이 미국-이란 간 노이즈 재확산과 함께 확대된 것으로 판단. 단기적으로 금리 동향에 가장 강한 영향을 미치는 소재는 결국 중동 상황과 유가 방향성이라는 점이 다시 한번 확인됐으며, 해당 이슈 해소 시 시중 금리는 상단이 제약되는 움직임을 보일 가능성이 크다고 판단. 3분기까지는 국고채 금리의 추세적 하락보다 박스권 내에서 단기 고점을 모색하는 관점에서 접근할 필요가 있어 보임. 6월 국고 3년물 기준 3.60%~3.95%를 range로 추정. 이란 발 호재 등장과 WTI 85$ 하회 시 3.50%대 진입 기대

금통위 기자회견 주요 발언

1) 물가 판단 가치사슬을 통한 간접효과, 2차 파급 효과(기대인플레이션 및 근원물가 자극) 등이 중요. 4월 근원물가에서는 아직 상방 압력이 관찰되고 있지 않으나 다른 지표를 보면 이미 상방 압력 관찰. 특히 생활물가를 보면 이를 알 수 있음

2) 1분기 성장은 아주 양호. 1분기의 성장 추세가 앞으로도 지속될 것이라는 판단 하 경제 전망치를 상향 조정

3) 중동 사태 조기 해결 시 올해 2.6%보다 더 좋은 수치 가능

4) 통상 통화정책 목적이 상충될 때 어디로 가야할지에 대한 어려움이 있는데, 이번에는 갈길이 비교적 명확했음

5) 인상의 시기, 속도, 레벨 측면에서는 점도표를 참고하면 어느 정도 해답이 보일 것이라고 생각

6) 내년에도 견조한 성장세를 예상하고 있으며, 이에 따른 함의도 생각해 볼 필요

7) 1분기 GDP가 시사하는 점이 많음. 특히 반도체 가격 상승으로 GDP 대비 GDI가 크게 상승한 점에 주목하며, 반도체 가격의 높은 수준이 오래 유지될 수 있을 것으로 예상. 즉 높은 경제 성장세가 상당 기간 오래 유지될 가능성

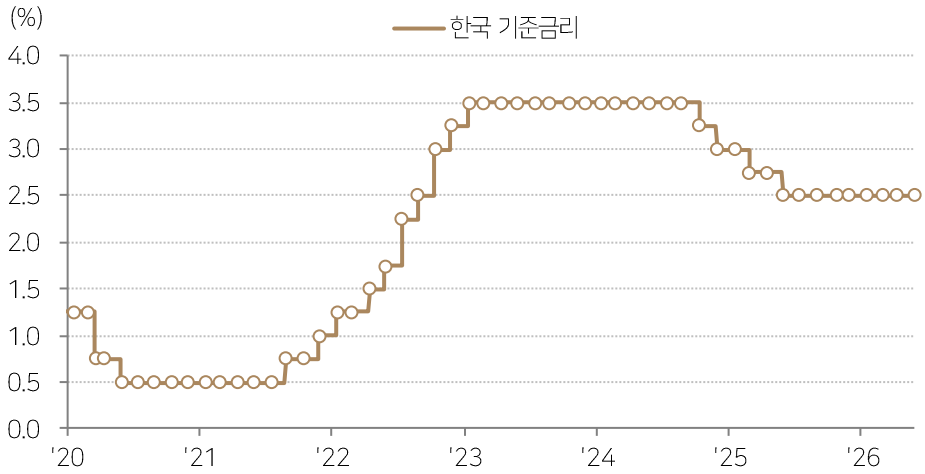
8) 임금도 성장에 상당히 중요. 반도체 성과급 등으로 임금 발 수요 물가 압력이 생길 수 있고 이를 면밀히 지켜볼 것

9) 반도체 기업 법인세, 성과급에 따른 소득세로 세수 증가 예상되며 내년을 중심으로 가능. 이에 따른 낙수효과 역시 가능함

10) 가격(채권 금리)은 시장참여자들 간 가격결정에 의해 결정되는 것이 바람직. 원칙적으로 시장 매커니즘이 작동하지 않을 경우 개입하겠으나 현재는 그렇지 않은 상황이라고 판단 중

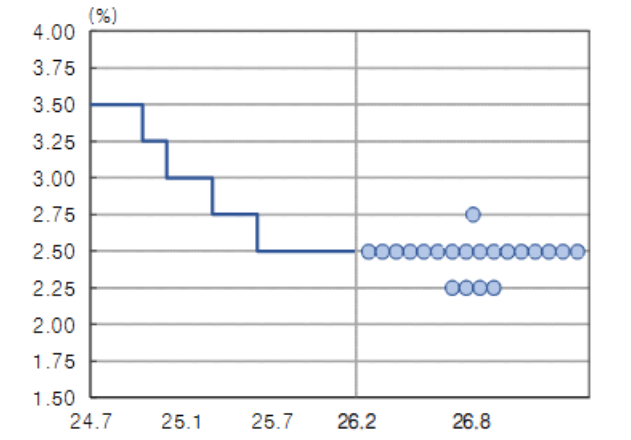
11) 환율 약세는 원유 수입 국가의 특징 중 하나. 추후 중동 사태 진정 시 원화가 강세로 갈 여지가 있다고 생각

Fig. 1: 한국 기준금리 추이



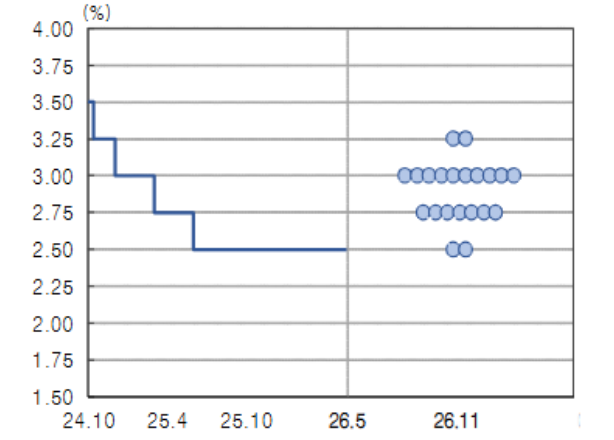
Source: 한국은행, 다올투자증권

Fig. 2: (2월 금통위) 향후 6개월 기준금리 전망 점도표



Source: 한국은행, 다올투자증권

Fig. 3: (5월 금통위) 향후 6개월 기준금리 전망 점도표



Source: 한국은행, 다올투자증권

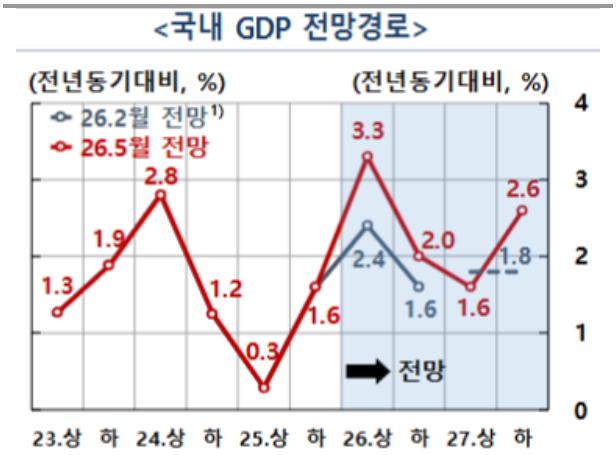
Fig. 4: (5월 금통위) 한국 성장률 전망

<국내 성장률 전망[1]>

(%)	2025	2026[e]	2027[e]
GDP	1.0	2.6 [2.0]	2.1 [1.8]
• 민간소비	1.3	2.0 [1.8]	2.1 [1.8]
• 재화수출	3.2	4.9 [2.1]	3.3 [2.3]
• 건설투자	-9.8	0.6 [1.0]	1.5 [1.5]
• 설비투자	2.0	4.4 [2.4]	2.7 [2.0]

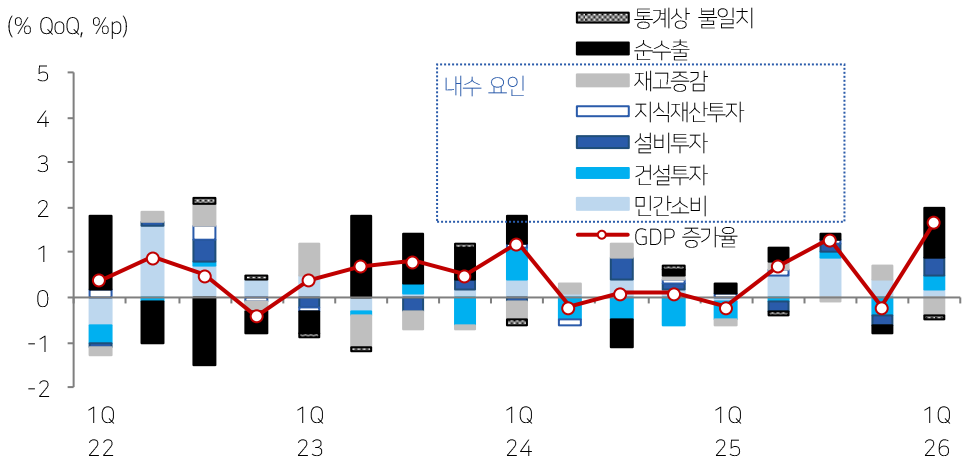
Source: 한국은행, 다올투자증권

Fig. 5: (5월 금통위) 한국 성장률 전망



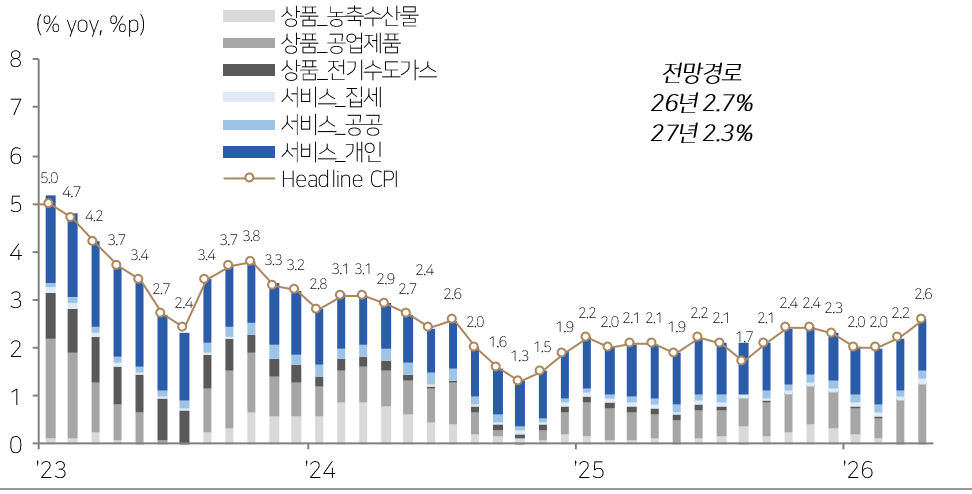
Source: 한국은행, 다올투자증권

Fig. 6: 한국 GDP 성장률 기여도



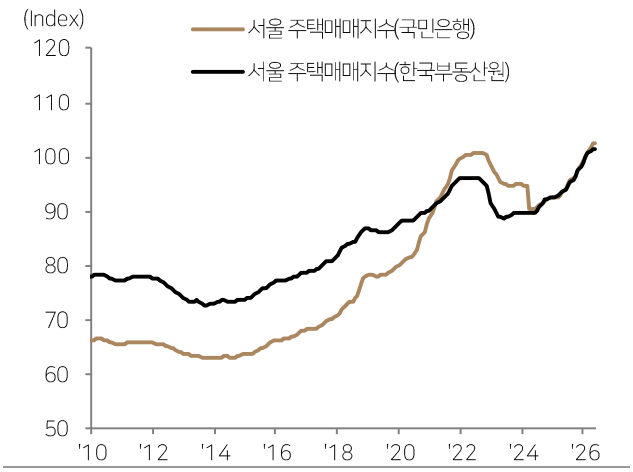
Source: 한국은행, 연합인포맥스, 다올투자증권

Fig. 7: 한국 CPI 상승률 기여도



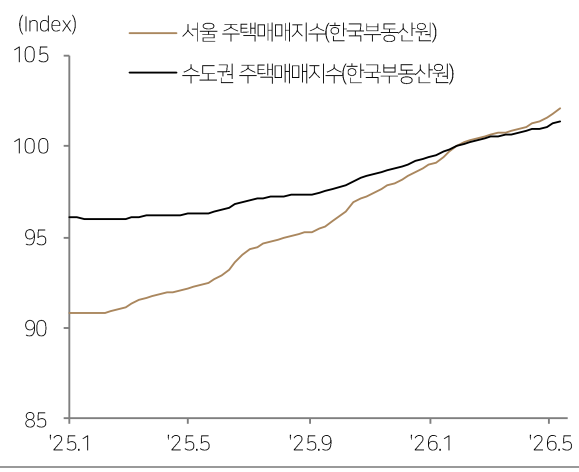
Source: 연합인포맥스, 다올투자증권

Fig. 8: 서울 월간 주택매매지수



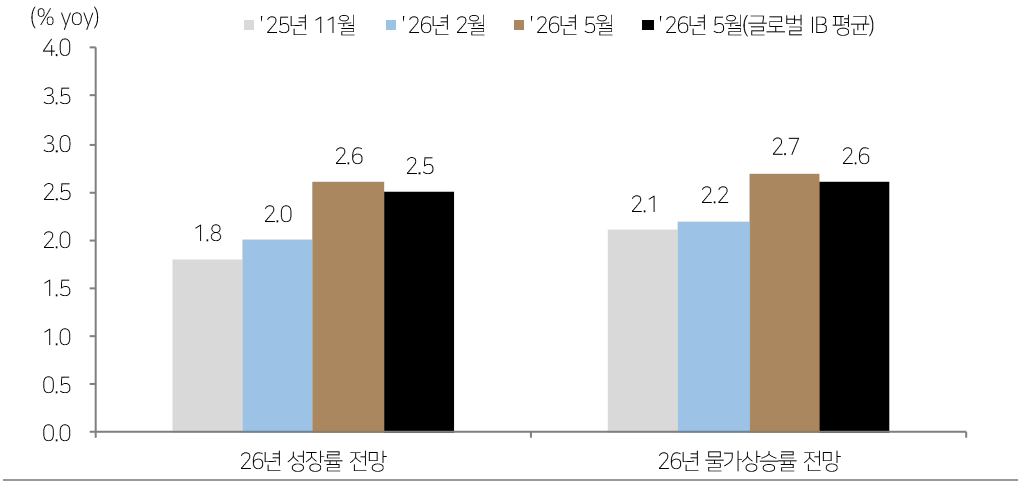
Source: 연합인포맥스(KB부동산, 한국부동산원 데이터 제공), 다올투자증권

Fig. 9: 서울, 수도권 주간 주택매매지수



Source: 연합인포맥스(한국부동산원 데이터 제공), 다올투자증권

Fig. 10: 한국은행은 기존 컨센 대비 높은 성장과 물가를 전망



Source: Bloomberg, 한국은행, 다올투자증권

Fig. 11: 한은 통방문 변화

	2026-02-26	2026-04-10	2026-05-28
정책결정	기준금리 동결(2.50%)	기준금리 동결(2.50%)	기준금리 동결(2.50%)
세계경제	(동향) 미국 관세정책 관련 불확실성에도 불구하고 AI 관련 투자 확대, 주요국의 확장적 재정정책 등에 힘입어 양호한 성장세를 이어갈 전망이며, 물가경로는 국가별로 차별화될 전망 (국제금융시장) 전반적인 위험회피심리가 다소 강화. 장기 국채금리가 주요국 재정건전성 우려, 미 연준통화정책에 대한 기대 변화 등에 영향받으며 상승하다가 하락하였으며, 미 달러화는 엔화 강세, 미 연방대법원의 상호관세 무효판결 등으로 약세 (전망) 주요국 통화·재정정책 및 통상환경 변화, AI 투자 및 지정학적 위험의전개 상황 등에 영향받을 것	(동향) AI 관련 투자 및 주요국의 재정 확대 등으로 비교적 양호한 성장세를 이어왔으나, 중동 전쟁에 따른 에너지 가격 상승 및 공급 차질의 영향으로 성장세가 약화되고 인플레이션은 확대될 전망 (국제금융시장) 위험회피 심리가 강화되면서 주요 가격변수의 변동성이 크게 확대. 장기 국채금리가 인플레이션 확대 우려 및 이에 따른 통화정책에 대한 기대 변화로 큰 폭 상승한 가운데 미 달러화는 강세로 전환되고 주가가 크게 하락. 다만 미국·이란 간 임시휴전 이후에는 일부 되돌림 (전망) 중동사태의 전개양상, 주요국 통화·재정정책및 통상환경 변화, AI 투자 흐름 등에 영향받을 것	(동향) AI 관련 투자 확대에도 중동전쟁에 따른 에너지·원자재 가격 상승 및 공급 차질의 영향으로 성장세가 둔화되겠으나 물가상승 압력은 상당폭 확대될 전망 (국제금융시장) 미국·이란 간 협상 지연, 주요국의 통화정책 기조 전환 가능성 등에 영향받아 국채금리가 큰 폭 상승하고 미 달러화는 강세를 보임 (전망) 중동사태의 전개양상 및 AI 투자 흐름, 주요국 통화·재정정책 및 통상환경 변화 등에 영향받을 것
국내경제	(동향) 소비 회복과 수출 호조에 힘입어 개선세를 지속 (고용) 서비스업을 중심으로 증가 흐름 지속 (전망) 건설투자 부진 이어지겠으나 소비 회복세가 지속되고 수출 및 설비투자 증가세도 반도체 경기호조 및 양호한 세계경제 성장세 등으로 당초 예상보다 확대될 것. 이에 따라 금년 성장률은 지난 11월 전망치(1.8%)를 상회하는 2.0%를 나타낼 것으로 예상된다. 다만 이러한 성장경로에는 반도체 경기 및 내수회복 속도, 주요국 통화·재정정책 및 미 관세정책, 지정학적 위험 등과 관련한 상·하방 리스크가잠재해 있다	(동향) 수출 호조와 소비 회복에 힘입어 개선세를 지속, 다만 중동사태 이후에는 경제심리가 약화되고 일부 업종에서 생산차질이 발생하는 등 성장의 하방압력이 증대 (고용) 취업자수 증가 흐름을 이어감 (전망) 반도체 수출 호조 및 추경에도 불구하고 에너지 가격 상승 및 공급차질의 영향으로 성장세가 당초 예상보다 둔화될 것. 금년 성장률이 지난 2월 전망치(2.0%)를 하회할 것으로 예상	(동향) 반도체를 중심으로 한 수출 호조 및 투자 확대, 양호한 소비 흐름등이 지속되면서 ~~중동사태로 인해 성장의 하방압력이 증대~~ 성장세가 크게 확대 (고용) 취업자수 증가 흐름이 이어졌으나 서비스업을 중심으로 증가 폭은 축소 (전망) 원자재 가격 상승 및 수급 차질 영향이 다소 확대되겠지만 반도체 경기 호조, 추경 등의 영향으로 ~~당초 예상보다 둔화될 것~~ 개선세를 이어갈 것으로 전망. 이에 따라 금년 성장률은 지난 2월 전망치(2.0%)를 큰 폭 상회하는 2.6%를 나타낼 것으로 예상
물가	(동향) 소비자물가 상승률이 석유류가격 및 농축수산물가격 오름세 둔화등으로 1월 중 2.0%로 낮아졌으며, 근원물가(식료품 및 에너지 제외 지수) 상승률은 전월과 같은 2.0%를 유지 (전망) 금년 소비자물가와 근원물가 상승률은 전자기기 등 일부 품목의 비용상승 압력으로 지난해 11월 전망치(각각 2.1%, 2.0%)를 소폭 상회하는 2.2% 및 2.1%로 전망	(동향) 3월 중 소비자물가 상승률(2.2%)은 석유류가격이 큰 폭 상승하면서 전월보다 높아졌으나, 근원물가(식료품 및 에너지 제외 지수) 상승률(2.2%)은 개인서비스 가격 오름폭 둔화 등으로 소폭 하락. 단기 기대인플레이션율(일반인, 2.7%)은 전월보다 소폭 상승 (전망) 국제유가 상승의 영향으로 상방 압력이 크게 확대되겠지만 정부의 물가안정 대책이 이를 일부 완화하면서 2%대 중후반 수준으로 높아질 것. 금년 소비자물가 상승률은 지난 2월 전망치(2.2%)를 상당폭 상회할 것으로, 근원물가 상승률도 당초 전망(2.1%)보다 다소 높아질 것으로 예상	(동향) 소비자물가 상승률은 석유류 가격이 큰 폭 상승하면서 2.6%로 상당폭 높아졌으나, 근원물가(식료품 및 에너지 제외 지수) 상승률은 2.2%를 유지 (전망) 물가 오름세는 국제유가 상승의 파급영향이 확대되는 가운데 소득증가에 따른 수요측 압력도 점차 증대되면서 좀 더 확대될 것으로 전망. 이에 따라 금년 소비자물가 및 근원물가 상승률은 지난 2월 전망치(각각 2.2% 및 2.1%)를 크게 상회하는 2.7% 및 2.4%로 예상
금융시장	(동향) 주요 가격변수의 변동성이 확대. 원/달러 환율은 거주자 해외증권투자, 외국인 주식매도 등 수급부담과 엔화 등 주변국 통화 움직임에 영향받으며 등락하다가 최근 상당폭 하락. 주가는 주요 업종 실적호조 전망, 자본시장 제도개선 기대 등에 힘입어 큰 폭의 상승 흐름을 이어갔으나, 글로벌 증시 움직임에 영향받아 변동성 확대. 국고채 금리는 금리인하 기대 약화, 머니무브 등에 따른 수급부담으로 상당폭 상승 후 일부 되돌림 (주택가격) 정부 대책 등의 영향으로 오름세가 둔화되었지만, 향후추이를 좀 더 지켜볼 필요 (가계대출) 정부의 거시건전성정책 강화 기조 지속으로 소폭 증가	(동향) 원/달러 환율은 중동전쟁에 따른 미 달러화 강세와 외국인 주식 순매도 등으로 1,500원대로 높아졌다가, 미국·이란 간 임시휴전 이후 하락. 국고채 금리는 국내외 인플레이션 우려 및 이에 따른 통화정책에 대한 기대 변화로 큰 폭 상승 후 하락, 가파른 상승세를 이어오던 주가도 조정을 받다가 일부 반등하는 등 큰 폭으로 등락 (가계대출) 정부의 거시건전성 정책 강화 기조 지속으로 낮은 증가세를 지속 (주택가격) 정부 대책 등의 영향으로 오름세가 둔화되고 가격상승 기대도 약화되었지만, 추세적 안정 여부는 좀 더 지켜볼 필요	(동향) 국고채 금리가 국내외 인플레이션 우려 및 통화정책에 대한 기대 변화 등으로 큰 폭 상승하였고, 다소 하락하였던 원/달러 환율도 미 달러화 강세, 외국인 주식 순매도 지속 등으로 1,500원 내외 수준으로 다시 상승. 주가는 중동사태 전개상황 등에 영향받으며 크게 등락하는 가운데서도 기업실적 개선 기대로 가파른 상승세를 지속 (가계대출) 제한적인 증가세를 이어갔으나 주택 관련 대출 증가폭은 다소 확대 (주택가격) 오름세가 다시 확대된 가운데 추가 상승 기대도 높아짐
정책방향	- 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것 - 국내경제는 물가상승률이 소폭 높아지겠지만 목표수준 근처에서의 안정적 흐름을 이어갈 것으로 예상되고 성장은 개선세를 지속할 것으로 전망 - 금융안정 측면에서는 수도권 주택가격 및 가계부채 리스크, 환율 변동성의 영향 등에 계속 유의할 필요 - 따라서 향후 통화정책은 성장세 회복을 지원해 나가되, 이 과정에서 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 물가흐름, 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 결정해 나갈 것	- 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표 수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것 - 국내경제는 중동전쟁으로 물가의 상방위험과 성장의 하방위험이 모두 증대된 가운데 전망의 불확실성도 매우 높은 상황 - 금융안정 측면에서는 환율 변동성 확대의 영향에 유의하는 한편 수도권 주택가격 및 가계부채의 안정 흐름이 지속될지 계속 살펴볼 필요 - 따라서 향후 통화정책은 중동 전쟁 등 대내외 여건 변화와 이에 따른 물가 및 성장 흐름, 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 결정해 나갈 것	- 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것 - 국내경제는 물가상승률이 상당기간 목표수준을 상회할 것으로 전망되고 성장은 중동전쟁의 영향에도 불구하고 ~~성장의 하방 위험~~ 반도체 경기 호조에 힘입어 견조한 개선세를 지속할 것 - 금융안정 측면에서는 높은 환율 변동성과 수도권 주택시장 및 가계부채 상황에 계속 유의해야 하는 상황 - 따라서 향후 통화정책은 물가상승 압력의 확대 정도와 경기 개선 흐름, 금융안정 상황등을 점검하면서 기준금리 인상 시기 등을 결정해 나갈 것

Source: 한국은행, 다올투자증권

www.daolsecurities.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.