

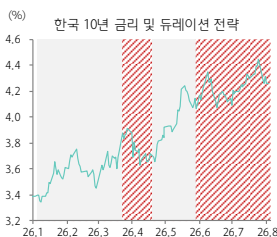
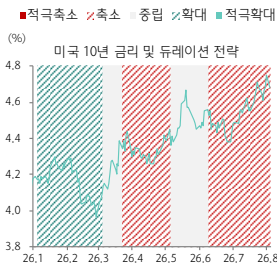


Fixed Income

국채 투자의견

	축소	중립	확대
미국			
한국			

주: 6/8 기준, ●는 직전(6/4) 전망



2026년 8월 4일 | Global Macro Strategy

월간 하나채권

[8월] 긴축의 정점은 아직

- 금리의 추세적 하락은 AI 투자가 위축되거나 금융환경이 긴축돼야 가능하나 어느 쪽도 아직. 금리 '레벨'보다 긴축 '추세'에 집중해 국채 투자의견 '축소' 유지
- 미국: 말보다 행동이 필요. 완만한 인상이 오히려 장기금리 급등을 막는 길
- 한국: GDP 갭 (+) 전환에 미국의 인상까지. 주가 하락만으로는 금리 하락이 어려움

Monthly Viewpoint: 금리가 '추세' 하락하려면

금리는 유가와 방향성을 같이하지만, 1~2개월 단위로 보면 레벨이 이전보다 높아지는 패턴이 반복되고 있다. 인플레이션만의 문제가 아니라 성장률 전망 상향의 영향이 상당하다는 판단이다.

금리의 추세적 하락은 성장세가 꺾여야 가능하다. 한미 성장의 공통 측은 AI 투자다. 빅테크의 실적 개선과 Capex 가이드스 상향을 고려하면, AI 투자가 자발적으로 위축될 가능성은 낮고, 주가지수와 크레딧 스프레드가 보여주듯 금융환경은 이를 강제로 꺾을 만큼 긴축적이지 않다. 금리가 추가로 상승하며 경제가 그 충격을 얼마나 견디는지를 시험하는 단계가 전개될 것이다.

미국은 기준금리 인상이 현실화될 가능성에, 한국은 미국이 인상을 시작하면 긴축 강도가 더 강해질 수 있다는 점에 대비해야 한다. 금리 '레벨'보다 긴축 '추세'에 집중하여 듀레이션 '축소' 전략을 유지한다.

미국: 완만한 인상이 장기금리 급등을 막는 길

- 1) 매크로 - 투자 사이클은 강해지고, 실업 리스크는 감소하고
- 2) 통화정책 - Cheap Talk. 행동 없는 물가안정
- 3) 채권시장 - 2회 인상 반영 시 10년 금리 적정 레벨은 4.7%

한국: 이제 미국의 인상 리스크도 반영해야

- 1) 매크로 - 금융시장과 달리 실물경제는 견조
- 2) 통화정책 - GDP 갭 플러스에 미국의 인상까지 덮이면
- 3) 채권시장 - 주가 하락만으로 금리 하락이 어려운 이유

투자 전략 및 금리 전망

- 1) 국채 투자의견 - 미국 '축소' (6/8 제시), 한국 '축소' (5/28 제시) 유지
- 2) 미국 9, 3월 인상, 한국 8, 11, 2월 인상 전망. 연말 미, 한 10년 금리 각 4.70%, 4.40%



채권 Strategist 박준우, CFA
junoopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

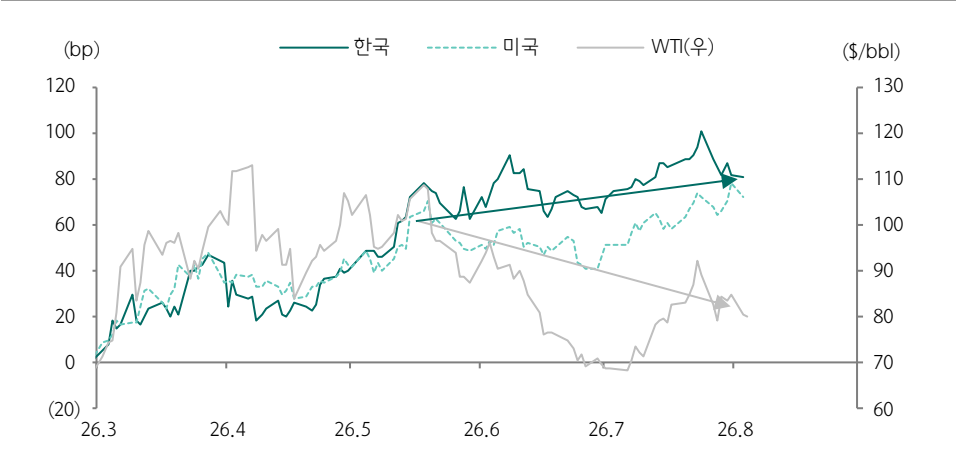
Monthly Viewpoint: 금리가 ‘추세’ 하락하려면

금리의 하단이 높아지고 있음

7월 이후 유가 변동성이 커지면서 금리도 그 영향에 따라 움직이고 있다. 그러나 5월 중순 이후 유가가 \$100 아래로 급락하기 시작할 때 장기금리는 급락하기보다 하단을 높여 갔다는 점에 주목해야 한다. 미국 10년 금리는 6월 중 저점이 4.38%로 이란 사태 직전 3.97%에 비하면 40bp 이상 높은 레벨이다. 같은 기간 한국 10년 금리도 4.07%까지 하락했는데, 2월말 3.45%와 비교하면 60bp 이상 높았다. 일간, 주간 단위로는 금리가 유가와 같은 방향으로 움직이지만, 1~2개월 지나고 보면 금리 레벨은 이전보다 더 높아지는 패턴이 반복되고 있다. 하나채권은 이 현상이 단순히 인플레이션 리스크에 따른 통화정책 긴축 때문만은 아니며, ‘성장을 전망 상향’의 영향이 상당하다고 본다. 7월에 발표된 한미 2분기 성장률이 견조한 성장세를 시사하고, 연준과 한은 모두 수요가 강한만큼 물가안정에 집중하겠다는 기조를 보이고 있는 점도 이를 뒷받침한다 (경제지표들에 대한 평가는 미국, 한국 페이지 참고).

도표 1. 이란 전쟁 이후 한국, 미국 국채 10년 금리 및 WTI 변화

단기적 금리의 등락은 유가에 연동
다만 금리 레벨은 꾸준히 상승



자료: LSEG, 하나증권

금리가 ‘추세’ 하락하려면,
(1) AI 투자 위축 or (2) 금융환경
긴축이 필요

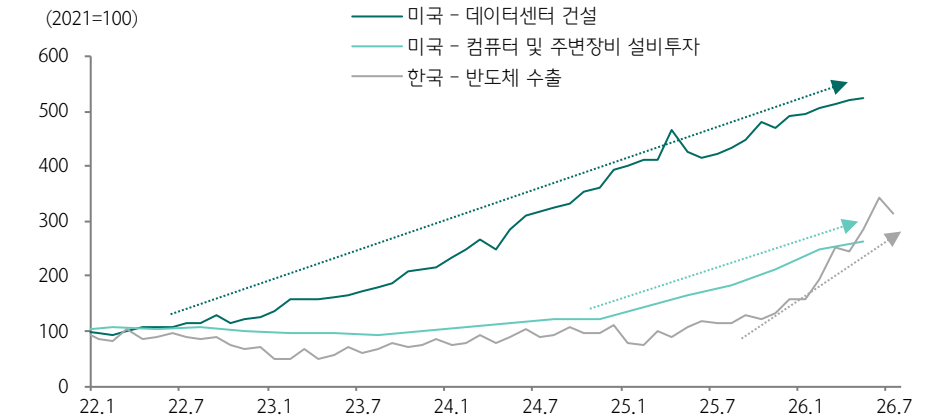
그러나 둘 다 가능성 낮음

금리의 레벨이 높아지는 원인이 ‘성장’이라면, 결국 금리의 추세적 하락도 성장세가 꺾여야 가능하다. 현재 미국의 성장은 AI 관련 투자가 핵심 축을 담당하고 있다. 데이터센터 건설과 이를 채우는 컴퓨팅 장비 투자는 2021년 12월(혹은 4분기) 대비 각각 약 5.2배, 2.6배 증가했다(명목 기준) [도표 2]. 한국도 성장의 원천을 짚어보면 미국의 AI 투자에 대한 의존도가 높다. AI 발전 과정에서 반도체에 수요가 집중되면서 같은 기간 한국의 반도체 수출은 3배 이상 증가했다.

‘AI 투자 → 성장 → 금리 상승’의 연결고리가 끊어지려면, (1) AI 투자 사이클이 자체적으로 위축되거나, (2) 금융환경 등 외부 요인에 의해 AI 투자 혹은 그 외 부문이 위축돼야 한다. 그러나 (1)의 가능성은 낮고, (2)가 실현되기에는 금융환경이 여전히 완화적이다. 지금의 성장세가 과열로 이어지지 않으려면(근원 물가가 안정되려면), 통화정책 긴축과 장기금리 상승을 통한 금융환경 긴축이 필요하다는 판단이다.

도표 2. 미국 데이터 센터 건설 → 미국 컴퓨터 등 장비 설비투자 → 한국 반도체 수출

미국의 데이터 센터 건설과 그곳에 들어가는 컴퓨터 등 장비, 그리고 장비의 핵심인 반도체

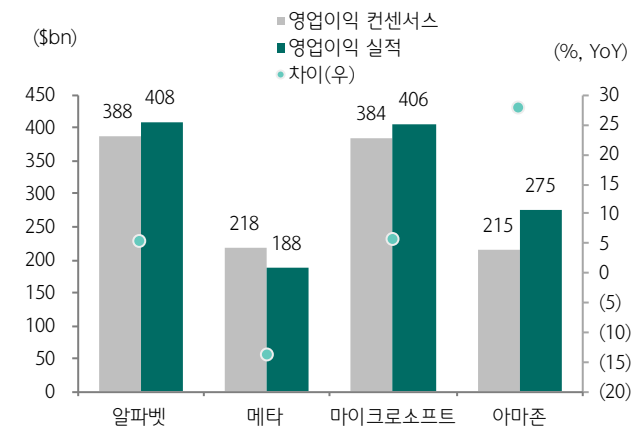


주: 기준점은 2021년 12월, 4분기, 명목 기준
자료: 미국 인구조사국, BEA, 산업통상부, LSEG, 하나증권

(1) AI 투자가 자발적으로 축소될 가능성은 낮음

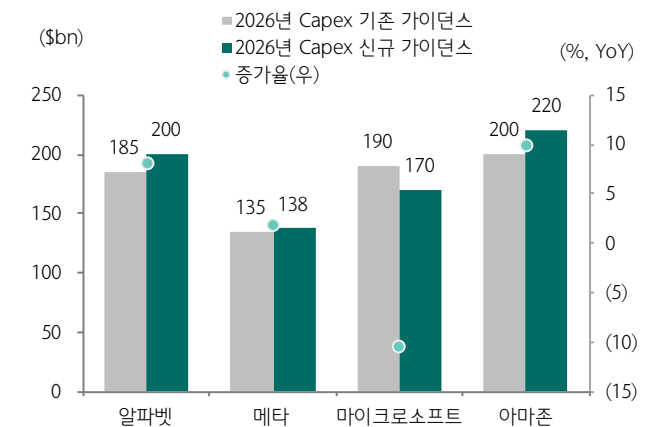
AI 투자는 빅테크들의 의사결정에 달려있다. 올해 2분기 실적 발표에 따르면, 빅테크 4개사의 영업이익은 컨센서스를 대체로 상회했고, 올해 Capex 가이드선도 기존 가이드선 대비 상향 조정됐다 [도표 3, 4]. 잉여현금흐름 감소, 부채 의존도 확대 등의 우려가 있으나, **빅테크들의 실적은 개선되고 투자 의지는 더 강해지고 있다**. 이른 시일에 빅테크의 투자 사이클이 자발적으로 꺾일 가능성은 상당히 낮아 보인다. AI 투자를 줄이는 순간 경쟁에서 영원히 밀려난다는 인식이 커질 것이므로 무리해서라도 회사의 명운을 걸 수밖에 없는 상황이다.

도표 3. 미국 빅테크의 2분기 실적 - 영업이익 : 메타 제외하면 이익 서프라이즈



자료: 각 사 및 언론보도, 하나증권

도표 4. 미국 빅테크의 2분기 실적 - Capex 가이드선 : 올해 투자 규모는 또다시 증가



주: 마이크로소프트는 리스 방식 변경으로 회계적으로만 감소. 실질적 투자 규모는 동일
자료: 각 사 및 언론보도, 하나증권

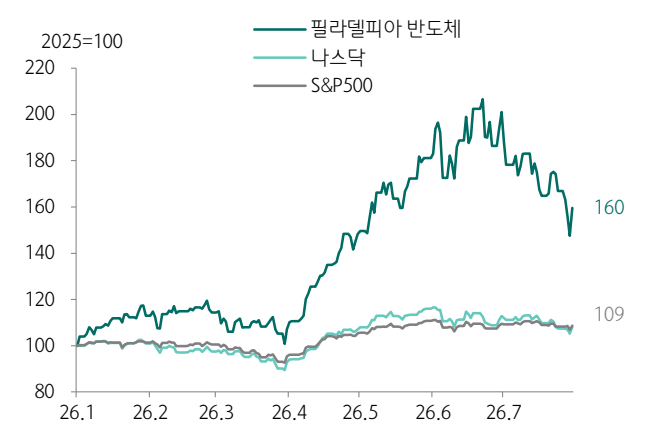
(2) 금융환경도 아직은 충분히 긴 축적이지 않음

AI 투자가 자발적으로 위축되지 않는다면, 그 다음은 강제로 꺾일 가능성을 점검해야 한다. 최근 반도체 가격 폭락, 오라클 등 일부 기업의 신용 위험 확대 등이 AI 투자 사이클의 정점을 알리는 신호라는 시각이 존재한다. 그러나 S&P500 등 주가지수가 견조하고, 미국 하이일드 크레딧 스프레드는 300bp를 하회하고 있다 [도표 5, 6]. 즉, **취약한 고리는 존재하나 금융환경이 타이트하다고 볼 수 없다**. 연준이 발표하는 'FCI-G' 금융환경 지수도 증가, 주택가격, 금리(기준금리, 국채, 회사채, 모기지)가 상당히 완화적임을 시사하고 있

다. AI 투자를 포함해 전반적인 경제 활동을 위축시킬 만한 상황이 아니다. 빅테크들의 부채 조달은 높은 금리에도 지속되고 있는데, 이는 채권 투자자가 빅테크의 상환 능력을 높게 평가하는 동시에 기업들 입장에서 금리가 부담이 될 정도로 높지는 않다는 뜻이다.

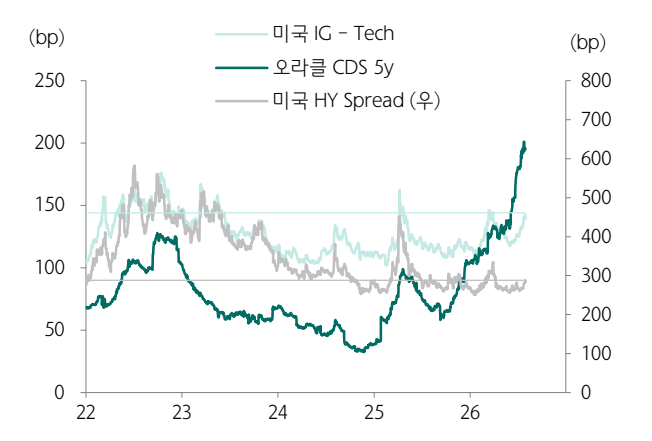
앞으로 (1) 금리가 추가로 상승하거나, (2) 위험자산 약세로 금융환경이 긴축돼야 물가안정이 가능할 전망이다. 지금은 전월 ‘[7월] 고유가 다음은 고금리 테스트’에서 제시한 것처럼 금리가 추가적으로 상승하고, 경제가 그 충격을 얼마나 견딜 수 있는지를 시험하는 단계로 판단한다. 미국은 기준금리 인상이 현실화될 가능성에, 한국은 미국이 기준금리 인상을 시작할 때 긴축 강도가 더 강해질 수 있다는 점에 대비해야 한다. 금리 레벨보다 긴축 추세에 집중하여 듀레이션 ‘축소’ 전략을 유지한다.

도표 5. 금융환경 - 미국 주가지수
: 필라델피아 반도체 지수 급락. 그러나 전반적인 주가는 양호



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 금융환경 - 미국 크레딧 스프레드
: 오라클 스프레드 확대에도 하이일드 스프레드는 매우 안정적

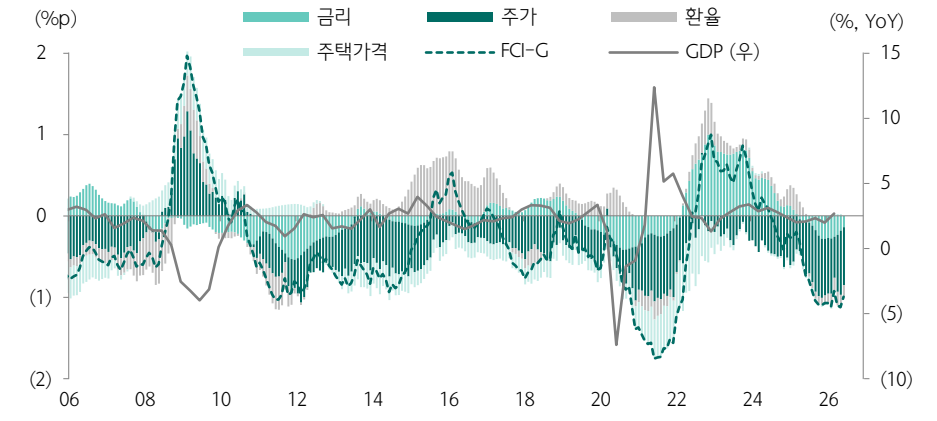


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 미국 금융환경 지수와 GDP 성장률
: 금융환경은 완화적. 금리 상승이나 주가/주택가격 하락이 나타나야 성장세 둔화

FCI-G는 Financial Conditions Impulse on Growth의 약자
— 지난 3년 동안 금융변수가 성장률에 미치는 강도를 나타낸 지표

금리, 주가, 환율, 주택가격 모두
금융환경에 완화적으로 작용 중



주: 금리는 연방기금금리, 국채 10년, 모기지 30년, 회사채 금리를 포함한 수치
자료: Fed, BEA, 하나증권

1. 미국: 완만한 인상이 금리 급등을 막는 길

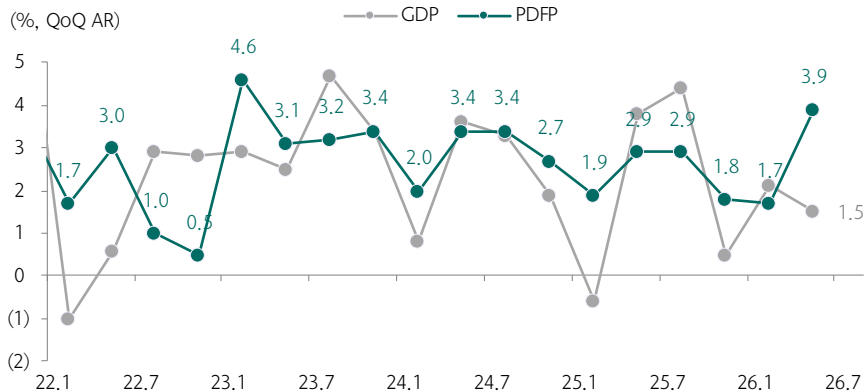
1-1) 매크로 – 투자 사이클은 강해지고, 실업 리스크는 감소하고

성장을 추세는 여전히 2%대

미국의 2분기 GDP 성장률은 전기비 연율 기준으로 +1.5%를 기록했다. 1분기 +2.1% 대비 낮아졌다. 그러나 대내 수요를 나타내는 민간의 고정투자과 소비(PDFP)는 1분기 +1.7%에서 2분기 3.9%로 높아졌다(민간 고정투자과 소비의 전체 성장률 기여도는 각 +2.12%p, 1.20%p) [도표 8]. 고유가, 고금리 부담에도 투자와 소비가 모두 꺾이지 않고 있으며, 미국의 성장 ‘추세’는 1%대로 하락하지 않고 2%대를 유지할 것으로 예상된다.

도표 8. 미국 헤드라인과 내수 성장률 추이
: 헤드라인 2.1%에서 1.5%로 낮아졌으나, 민간 소비/고정투자(PDFP)는 3.9%로 강한 성장

2분기 미국 성장률, 헤드라인과
달리 기초 체력은 매우 견조



주: PDFP = Private Domestic Final Purchases. 순수출, 재고, 정부지출 제외하여 대내 수요를 보여주는 지표
자료: BEA, LSEG, 하나증권

자본재 주문/출하 급증은
투자 사이클 지속을 의미

앞서 언급한 바와 같이 미국의 성장의 핵심 축 중 하나는 AI 관련 투자다. 미국의 자본재 주문과 출하 추이는 기업의 투자 사이클이 매우 강할 것임을 시사한다. 6월 국방과 항공기를 제외한 자본재 주문과 출하는 각 전년동월비 +14.3%, 11.0% 증가했다 [도표 9]. 상당 부분이 컴퓨터, 전기 장비 등의 영향이 컸던 것으로 보인다. 원자재 가격과 금리 상승이 주거용 투자의 침체를 야기하고 있으나, 신산업 투자가 이를 모두 상쇄하는 양상이다.

도표 9. 미국 자본재 주문 및 출하
: 기업들의 Capex 동향을 보여주는 자본재 주문과 출하 모두 가파르게 증가

미국의 투자 사이클이 견조

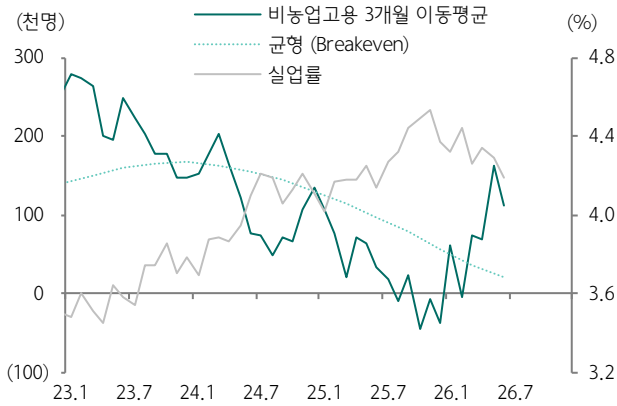


자료: 인구조사국, LSEG, 하나증권

노동시장도 하방 리스크 감소

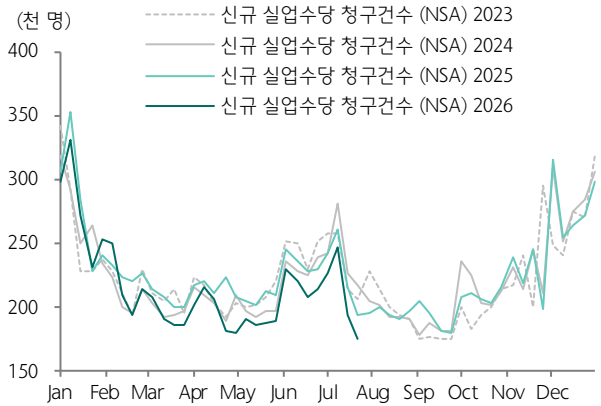
노동시장은 '신규' 고용의 모멘텀이 둔화되고 있으나, 실업률을 유지하는 균형 고용 레벨(약 5만 명)을 상회하고 있으므로 고용 회복 추세는 유효하다고 본다. 노동시장 회복을 보수적으로 보더라도 신규 실업수당 청구건수가 매우 낮게 유지되고 있으므로 실업 증가의 리스크는 낮다고 판단한다.

도표 10. 미국 신규 고용 모멘텀은 둔화. 그러나 균형 이상의 고용 지속



자료: Fed, BLS, LSEG, 하나증권

도표 11. 미국 신규 실업수당 청구건수. 해고 리스크 낮음을 시사



자료: DoL, LSEG, 하나증권

1-2) 통화정책 – Cheap Talk. 행동 없는 물가안정

유가 하락을 고려해도 기준금리 방향성은 인하보다 인상

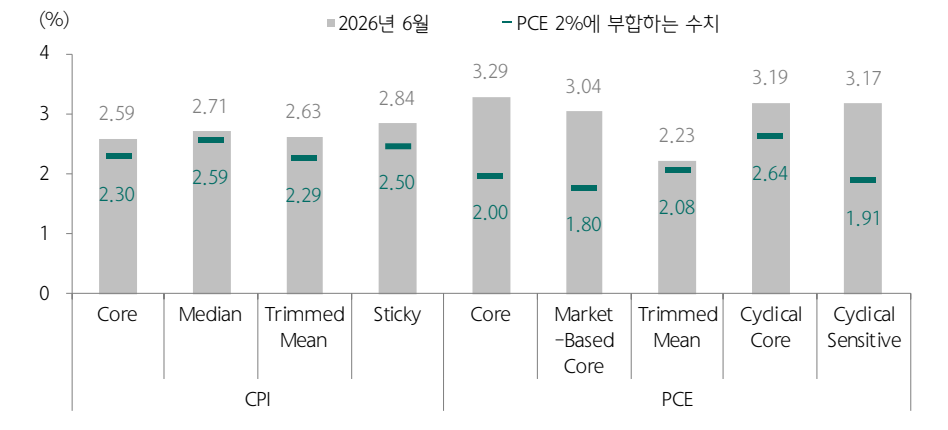
연준은 7월 FOMC에서 정책금리를 3.50%~3.75%로 동결했다. 투표권자 12명의 위원 중 해맥, 카시카리, 로건 총재가 25bp 인상에 투표했다. 케빈 워시는 2% 이상의 느슨한 (soft) 물가 목표는 없고 물가안정을 반드시 달성하겠다고 주장했다. 그러나 물가안정의 수단으로 기준금리 인상을 선호하지 않는 듯한 발언들을 반복했다. 국채 금리 상승이 긴축 역할을 대신하고 있으며 기준금리 인상이 물가안정의 유일한 도구가 아니라고 설명했다. 그러나 채권시장은 베어 스티프닝으로 반응하면서, 연준이 **긴축하지 않으면 장기금리 급등 위험이 커진다는 신호**를 보냈다.

(1) 은행 대출 증가에 따른 신용 팽창, (2) 기저 인플레이션 상방 압력, (3) AI 발전의 단기적인 수요/물가 압력, (4) 중립금리 추정치 상향 가능성 등을 고려할 때 인상 압력은 불가피하다. (1)~(3)에 대한 구체적인 내용은 [‘7/23, 워시가 인상을 막기 어려운 세 가지 이유’](#)을 참고하길 바란다.

이번 자료에는 (2) 기저 인플레이션과 (4) 중립금리 추정 관련 차트만 첨부했다. [도표 12]는 6월 기저 인플레이션을 PCE 인플레이션 2%에 상응하는 기준선과 비교한 것이다. 사실상 **모든 기저 인플레이션 지표가 목표를 상회**하고 있다. 7월 근원 PCE 인플레이션이 전월비 0.2% 이상 상승할 경우 긴축 압력은 더욱 심화될 전망이다. [도표 13]은 연준과 시장의 중립금리 추정을 보여준다. 6월 시장의 중립금리 추정 중간값은 3.13%로 이전과 동일하지만, 75백분위수에 해당하는 수치가 3.50%로 상향됐다. 이는 현재 기준금리 수준에서 경기 둔화의 조짐이 보이지 않고 투자가 오히려 강해지는 점 등을 고려해 **균형금리 눈높이가 높아지는 과정**으로 해석된다.

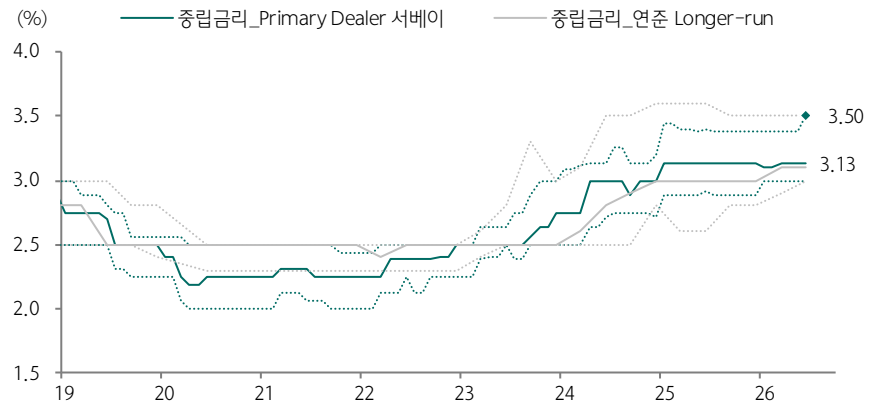
도표 12. 미국 주요 기저(Underlying) 인플레이션 지표와 목표치

‘모든’ 기저 인플레이션 지표는 목표를 상회하고 있는 상태



주: 각 지표별로 PCE 물가 2%에 부합하는 수치를 녹색 수평선으로 표기
자료: BEA, BLS, FRB of Dallas & Cleveland & Atlanta & SF, 하나증권

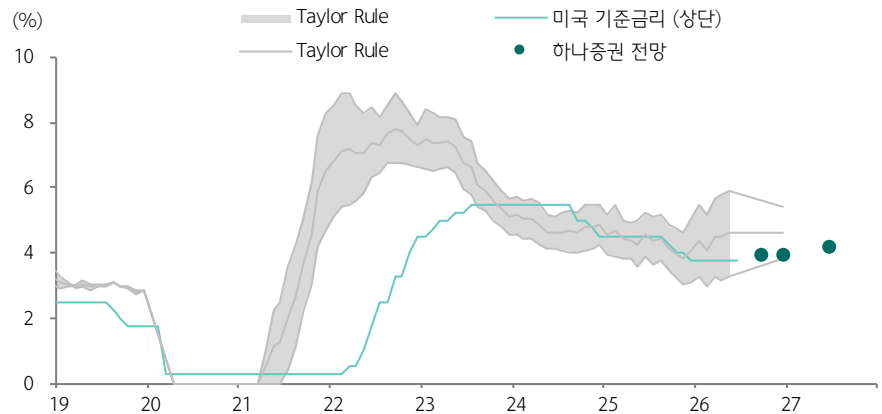
도표 13. 연준과 시장의 중립금리 추정
: 시장의 중립금리 추정 상단(75%ile)이 3.50%로 상향



주: 회색 점선은 central tendency 상하단, 녹색 점선은 25, 75백분위수
자료: Fed, FRB of NY, 하나증권

결론적으로 현재 매크로 환경에 비추어볼 때 기준금리는 충분히 긴축적이지 않다. 기준금리를 동결하면서 장기금리까지 낮추는 방안은 현실성이 낮다. 위시는 차선택으로 완만한 인상을 통해 장기금리 급등 리스크를 제어하는 방법을 선택할 전망이다. **올해 9월, 내년 3월 인상 전망**을 유지한다. 테일러 준칙에 따르면, 이 정도 폭과 속도의 인상은 적정 기준금리 범위의 하단에 해당한다.

도표 14. 미국 적정 기준금리 추이
: 중립금리 1~2%, 월간 근원 인플레이션 0.2% 고려 시 인상해도 강한 긴축은 아님



자료: BEA, 하나증권

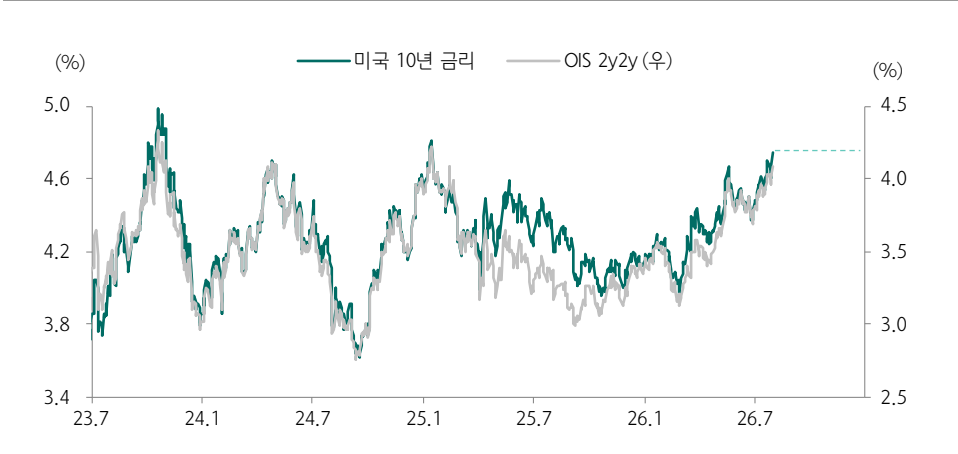
1-3) 채권시장 – 2회 인상 반영 시 10년 금리 적정 레벨은 4.7%

10년 금리 적정 레벨은 4.7%

수익률 곡선의 레벨은 매크로, 기울기는 통화정책이 결정할 전망이다.

고유가와 고금리 충격에도 불구하고 수요 파괴 현상은 발견되지 않고 있다. 시장의 기준 금리 인상 프라이싱과 이에 따른 국채 수익률 곡선의 ‘레벨’ 상승은 타당하며, 추가 상승 리스크가 여전히 남아있다고 판단한다. 10년 금리는 당장 9월 인상 여부보다 최종 기준금리 전망에 의해 좌우된다. 시장의 기준금리 전망은 지금보다 약 2회 높은 수준에서 형성될 전망이다. OIS 2y2y 금리가 4% 초반대에서 머무를 경우, 미국 10년 금리의 적정 레벨은 현재보다 소폭 높은 4.70%이다.

도표 15. 미국 10년 금리. 시장의 중기 기준금리 전망이 4% 초반대라면, 4.7% 수준이 적정

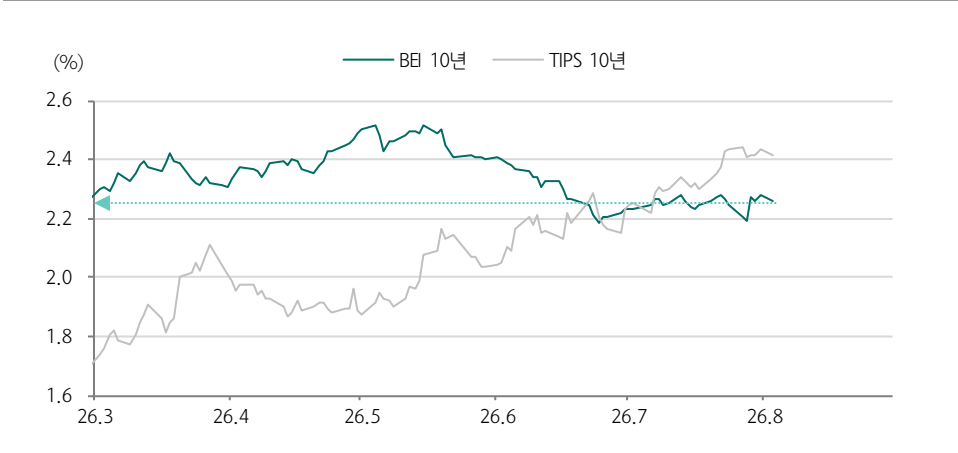


자료: LSEG, 하나증권

미국 10년 금리를 BEI와 TIPS로 분해하면 각 2.2%, 2.4%대다. BEI는 유가 안정으로 헤드라인 인플레이션이 반락할 것이라는 기대를 반영하고 있으며, TIPS 금리는 건조한 성장과 긴축 리스크를 반영하고 있다. 금리가 유의미하게 하락하려면 유가가 큰 폭으로 하락하거나, 성장세 및 긴축 기조가 꺾여야 한다. 그러나 지금은 유가 변동성 국면이 이어지고, 건조한 성장에 긴축 리스크는 강화되는 시기다. 금리 하락 여력이 제한적이다.

도표 16. 미국 10년 금리. BEI 10년은 이란 사태 직전까지 낮아진 상태. 반면 실질금리가 급등

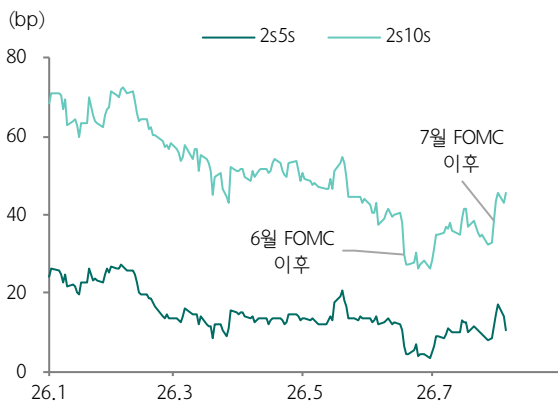
채권시장은 (1) 헤드라인 인플레이션 안정, (2) 건조한 성장 및 통화 긴축 가능성을 반영한 상태



자료: LSEG, 하나증권

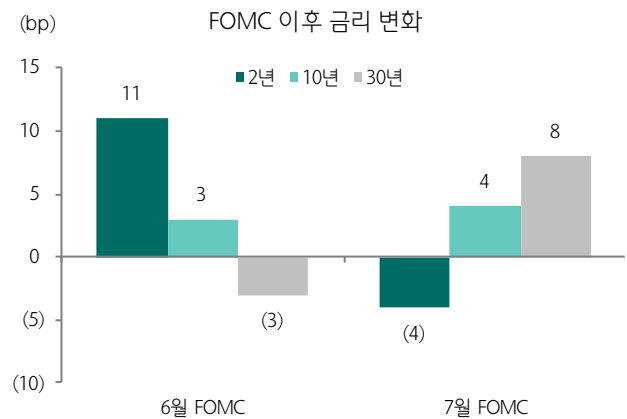
한편 연준이 기준금리 인상을 통해 수요 둔화를 유도한다면 장기금리의 상승 폭은 제한적(기울기 축소)일 것이다. 반면 동결을 고수하면서 인플레이션 리스크를 키운다면 정반대로 기울기가 가팔라질 가능성이 높다. 이는 6, 7월 FOMC에서도 확인됐다. 6월 FOMC에서는 점도표가 매파적으로 해석되면서 단기금리가 큰 폭 상승한 반면 30년 금리는 하락했다. 7월 FOMC는 케빈 워시의 도비쉬한 발언에 2년 금리는 하락한 반면 중장기 금리가 급등했다. 금리 레벨은 펀더멘털을 반영해 상승 압력이 지속되는 가운데 연준의 긴축 강도 등에 따라 장단기 스프레드 방향성이 결정될 전망이다.

도표 17. 미국 국채 장단기 스프레드



자료: LSEG, 하나증권

도표 18. 6, 7월 FOMC 이후 만기별 금리 변화



주: 6월은 FOMC 직전부터 익일 아시아장까지의 변화. 7월은 한국시간 6시까지의 변화
 자료: 인포맥스, 하나증권

2. 한국: 이제 미국의 인상 리스크도 반영해야

2-1) 매크로 – 금융시장과 달리 실물경제는 견조

순수출 호조에서 내수 개선까지

한국의 2분기 성장률은 전기비 +0.6%로 예상(당사: 0.4%)을 상회했다. 2분기는 유가 충격이 본격화된 시점이고, 1분기 성장률이 전기비 +1.8%로 기저효과도 컸던 점을 감안하면 상당히 견조한 성장세다. 순수출(기여도 +0.3%p)뿐만 아니라 내수(+0.3%p) 성장세도 양호했고, 내수에서도 정부지출이 역성장한 반면 ‘민간’의 소비와 고정투자의 성장 기여도는 각 0.2, 0.6%p로 강했다. 순수출 호조가 내수 개선으로 점차 확산되는 양상이다.

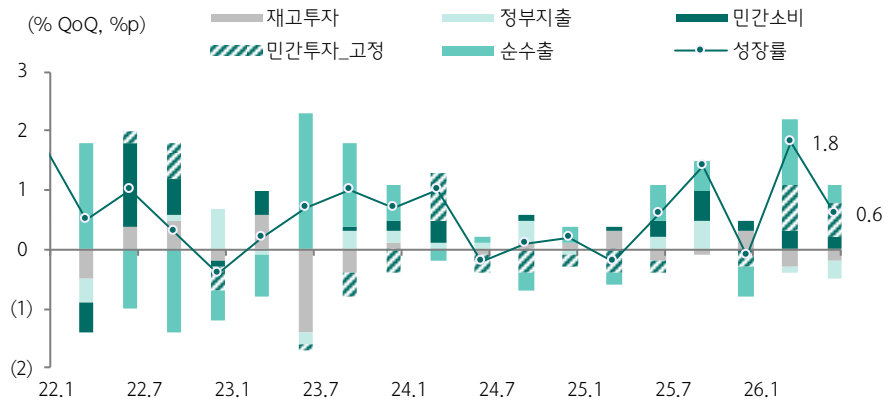
도표 19. 한국 실질 GDP 성장률. 1분기 1.8%, 2분기 0.6%로 견조한 성장세 지속

2분기 성장률 기여도

민간소비: 0.2%p

민간고정투자: 0.6%p

순수출: 0.3%p



자료: 한국은행, 하나증권

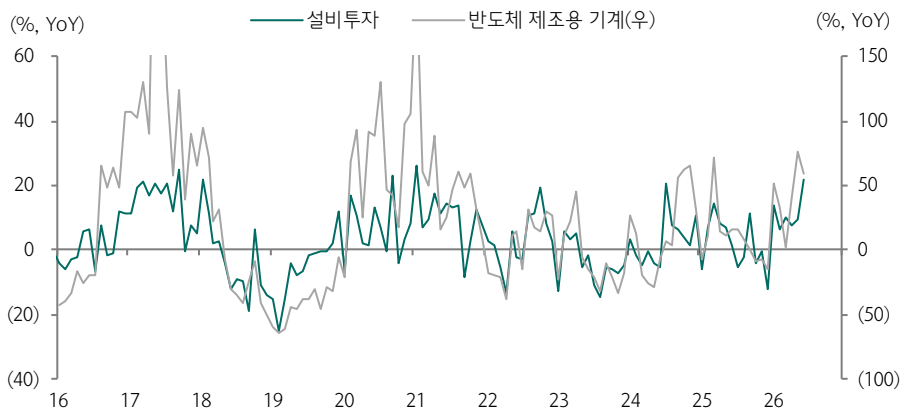
미국의 AI 투자는 꺾일 기미가 보이지 않고, 내년까지 반도체 공급 부족은 기정 사실이다. 이는 한국의 교역조건 개선과 설비투자 증가에는 구조적 요인이 크게 작용하고 있다는 의미로, 향후 성장세도 지속적일 가능성이 높다. 2분기 GDI는 1분기보다 상승률은 낮아졌으나 전기비 3.6%를 기록했다. 반도체 수출 가격 상승 효과로 교역조건이 우호적이며, 장기 공급계약으로 향후 반도체 수출 가격의 하방 리스크가 제한된 점도 긍정적이다. 한편 6월 설비투자는 전년동월비 22% 증가했는데, 특히 반도체 제조용 기계가 약 59% 급증했다. 메모리 투자 사이클이 본격화되는 시기로 고정투자의 성장률 기여도가 높아질 전망이다.

도표 20. 산업활동동향 중 설비투자와 반도체 제조용 기계. 설비투자 사이클은 이제 시작

6월 설비투자 증가율 21.7% YoY

반도체 제조용 기계는 +58.5%

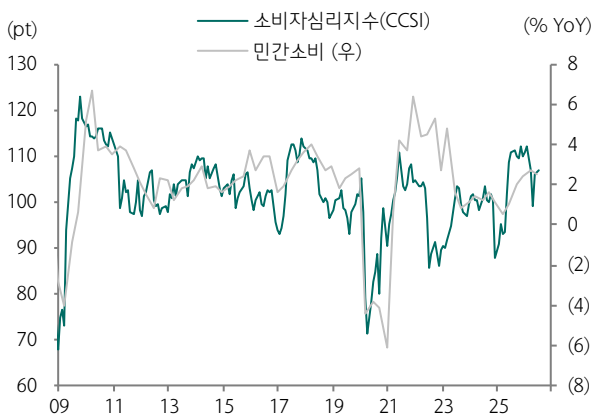
(3개월 평균도 58%)



자료: 국가데이터처, 하나증권

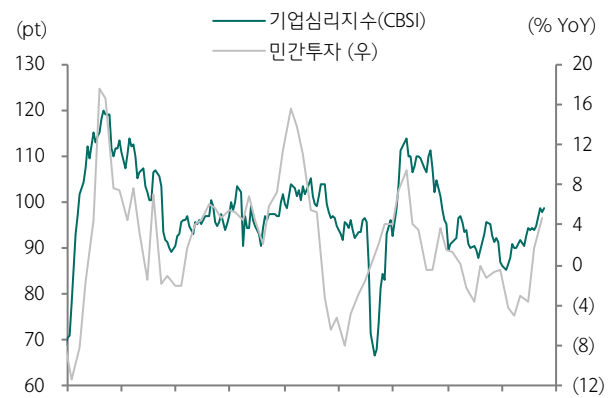
리스크 요인은 주가 폭락의 경제적 영향이다. 다만 주가 급락 이후 경제 주체들의 심리가 위축되기보다 개선 흐름이 지속되고 있는 점에 비추어보면, 아직 실물 경제 성장세를 꺾을 정도는 아니다. 7월 소비자, 기업 심리지수는 조사기간이 각 7월 13~21일과 14~22일로 KOSPI가 6000pt대로 하락한 시기였다. 해당 지수는 각 106.8, 98.5로 전월비 0.2, 0.8p 상승했다. 소비자 심리 중 '현재생활형편'은 주가 하락 등의 영향을 받아 0.3p 하락한 반면 생활형편이나 가계수입 '전망'은 개선됐다. 기업의 경우 비제조업은 소폭 부진했으나, 제조업 심리가 신규 주문 등을 중심으로 개선됐다. **가계와 기업의 심리 개선은 향후 소비와 투자 회복세가 지속될 가능성이 높음을 시사한다.**

도표 21. 한국 소비자심리지수와 민간소비



자료: 한국은행, 하나증권

도표 22. 한국 기업심리지수와 민간투자



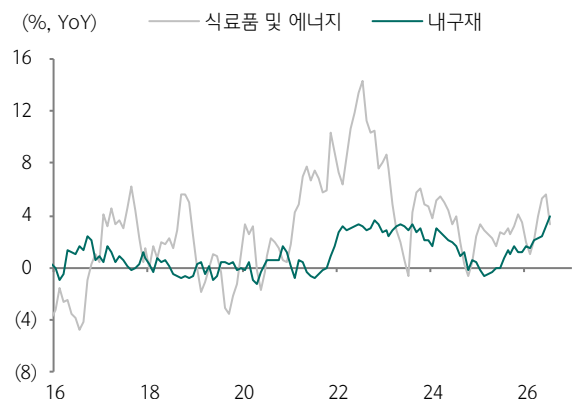
자료: 한국은행, 하나증권

인플레이션, 헤드라인 안정되나 근원 물가 압력 점증

인플레이션은 헤드라인 물가 상승률은 소폭 안정되나 근원 물가 상승률은 오름세가 지속되고 있다. 7월 CPI는 전년동월비 2.79%로 전월(3.16%)보다 하락한 반면, 근원 CPI 상승률은 2.61%로 전월보다 0.13%p 상승했다. 농산물 가격 하락과 석유류 물가 상승을 둔화가 헤드라인 안정에 기여했다. 그러나 견조한 성장세가 지속되는 가운데 내구재의 물가 상승률은 3.94%로 가파르게 오르고 있다. **유가 하락 추세가 일단락되고 근원 물가 압력이 지속되는 환경에서 인플레이션은 상당 기간 목표 수준을 상회할 것으로 예상된다.**

도표 23. 한국 소비자물가 상승률
: 헤드라인 반락, 근원 오름세

자료: 국가데이터처, 하나증권

도표 24. 한국 소비자물가 주요 항목
: 식료품 및 에너지 상승률 둔화. 그러나 내구재는 꾸준히 상승

자료: 국가데이터처, 하나증권

2-2) 통화정책 – GDP 갭 플러스에 미국의 인상까지 덮치면

올해 8, 11, 내년 2월 인상 전망

한국은행의 긴축 기조는 분명하다. 8, 11월, 그리고 내년 2월 인상하여, 최종 기준금리가 3.50%에 이를 것으로 전망한다.

한은은 5월에 성장률 전망을 대폭 상향 조정하면서 수요 측 인플레이션 압력을 언급하기 시작했다. 그리고 점도표를 통해 연내 2회 인상 가능성을 시사했다. 7월 금통위에서 기준금리 인상을 시작했다. 성장률 전망이 또 큰 폭으로 상향 조정될 것으로 예상하고, 유가보다 수요 측 물가 압력을 강조했다(7/16, 수요측 인플레이션을 확신한 순간).

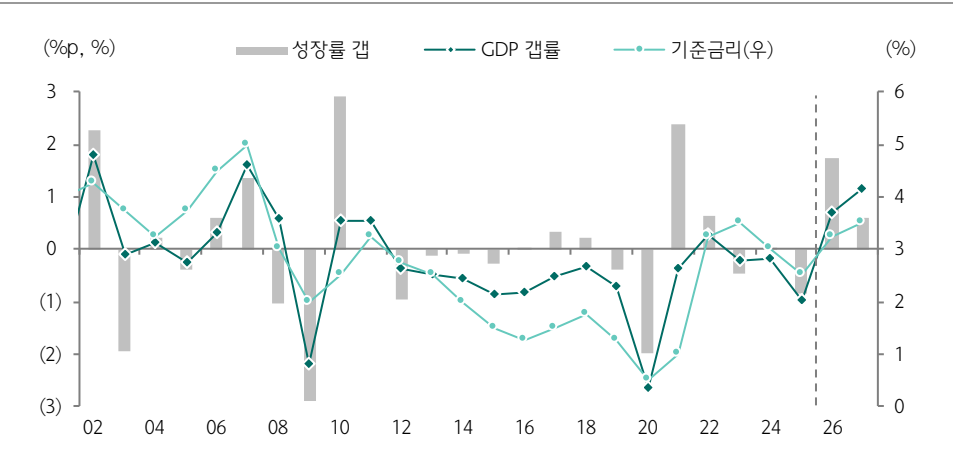
이후에도 신현송 총재는 금리 인상 기조를 이어갈 필요가 있다는 입장을 유지하고 있다. 이러한 긴축 가이드선의 배경에는 향후 경제전망에 대한 상당한 확신이 있는 것으로 판단된다 (자세한 내용은 다음 페이지 [참고]에 설명).

GDP 갭 (+) 확실. 긴축 영역 (3.0% 이상)으로 인상 필요

7월 금통위 이후 발표된 2분기 성장률도 긴축 기조를 뒷받침한다. 한은의 성장률 전망이 3%를 넘을 가능성이 분명해 보인다(하나채권은 3.5% 전망). GDP 갭은 당장 올해부터 (+)로 전환되는데, 그 폭이 2022년보다 클 것으로 예상된다 [도표 25]. 앞서 살펴본 것과 같이 근원 물가상승률이 지속적으로 높아지고 있는데, 수요 회복이 지속될수록 상승 압력은 장기화될 가능성이 높다.

수요 측 인플레이션이 커질 수 있는 매크로 환경이 가시화됐다면, 기준금리를 긴축 영역으로 높이는 것이 적절하다. 현재 기준금리는 2.75%로 중립금리 범위(약 2~3%) 이내다. 한은은 최소한 3.0%로 인상한 이후에 ‘긴축’의 효과를 평가하며 점진적인 인상 사이클을 이어갈 전망이다. 8월 금통위에서 성장률, 근원 인플레이션 전망 모두 5월 대비 상향하면서 기준금리를 인상하고, 점도표 중간값도 3.25%로 높아질 전망이다

도표 25. 한국 GDP 성장률 갭과 GDP 갭
: GDP 갭이 올해부터 대폭 (+)로 전환



주: 2026년 이후는 하나증권 전망
자료: IMF, 한국은행, 하나증권

미국의 인상 리스크도 반영해야

한편 최종 기준금리를 판단할 때 미국의 기준금리 인상 가능성도 고려할 필요가 있다. 한국은행의 7월 통방문 중 마지막 부분은 ‘추가 인상의 시기와 속도는 물가상승 압력의 정도와 경기 개선 흐름, 금융안정 상황 등을 점검하면서 결정해 나갈 것’으로 통화정책 반응 함수가 대내 요인에 집중되어 있다. 그러나 2017년 11월 첫 인상을 단행하면서 향후 통화

2-3) 채권시장 – 주가 하락만으로 금리 하락이 어려운 이유

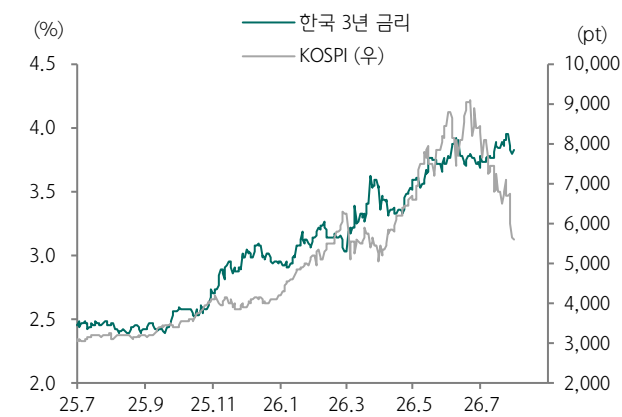
주가 하락만으로 금리 추세 하락은
어려움

국고채 금리가 지난 1년 동안 가파르게 상승하여 캐리 매력도가 높아졌다. 그러나 여전히 금리 상승 리스크에 유의할 시기로 판단해 듀레이션 ‘축소’ 의견을 유지한다.

금융시장의 가장 큰 이슈는 주가 급락이다 [도표 27]. 그 동안 한국 금리 상승의 원인 중 하나가 주가 급등이었으므로, 자연스럽게 ‘주가 하락이 금리 하락으로 이어질 수 있을까?’라는 질문이 뒤따른다. 이 질문에 대해 주가 하락만으로 금리를 끌어내리기에는 역부족이라고 판단한다.

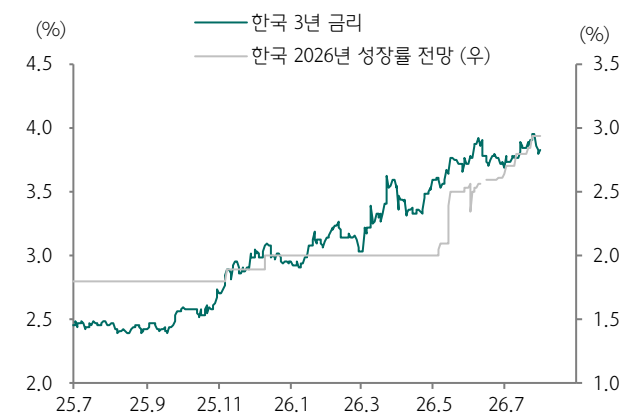
지난 1년 동안의 금리 급등은 급격한 성장을 및 인플레이션 리프라이싱에 기인한다 [도표 28]. 메모리 기업의 수출 급증이 한국 기업의 이익과 한국의 성장을 전망 상승을 이끌었다 [도표 29, 30]. 물론 이 과정에서 상승한 주가는 부의 효과 경로를 통해 성장을 전망을 더 높이는 데 일정 부분 기여했으나 본질은 아니다.

도표 27. 주가 급락... 금리도 하락할까?



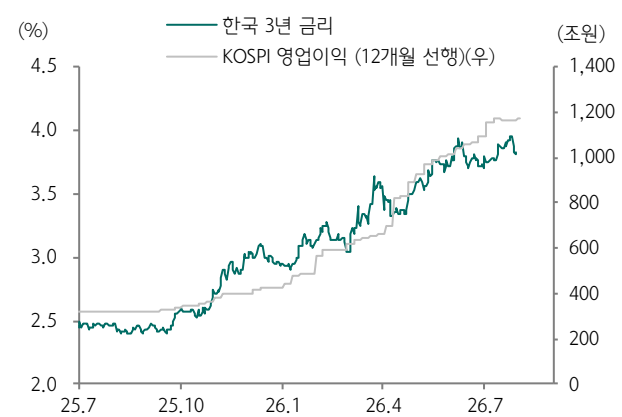
자료: LSEG, 하나증권

도표 28. 금리 상승의 본질적인 원인은 주가 상승보다 성장을 재평가



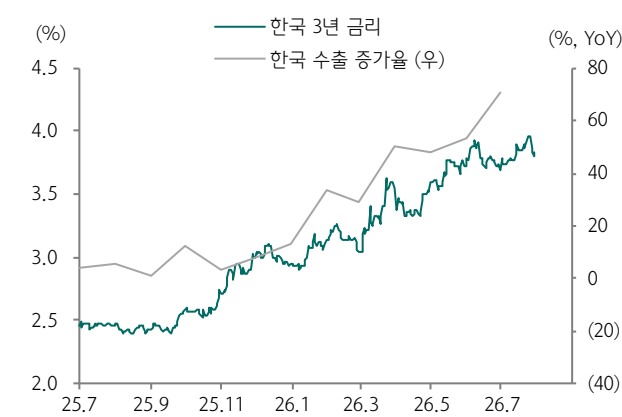
자료: 한국은행, LSEG, 하나증권

도표 29. 한국 기업의 이익이 꺾이지 않으면, 그리고...



자료: Quantwise, LSEG, 하나증권

도표 30. 한국 수출 호조가 꺾이지 않으면, 금리 하락 여력은 제한적



자료: LSEG, 하나증권

이익, 수출, 성장 전망이 꺾이지 않으면
금리 낙폭도 제한적

만약 주가 하락이 실적 전망 악화에 기인한 것이라면, 성장을 전망 하향으로 이어질 수 있는 변수다. 그러나 당사는 메모리 기업의 실적 전망이 하향될 이유가 없고, 성장을 상향 추세도 유효하다고 판단한다. 주가 하락이 심화되어 소비 심리에 큰 타격을 입으면 성장을 상향 폭이 제한될 수 있겠으나 7월 중 소비자 심리는 오히려 개선됐다. 결론적으로

기업의 이익과 한국의 수출 및 성장을 둔화를 동반하지 않는 주가 하락이라면, 금리 낙폭도 제한적일 전망이다.

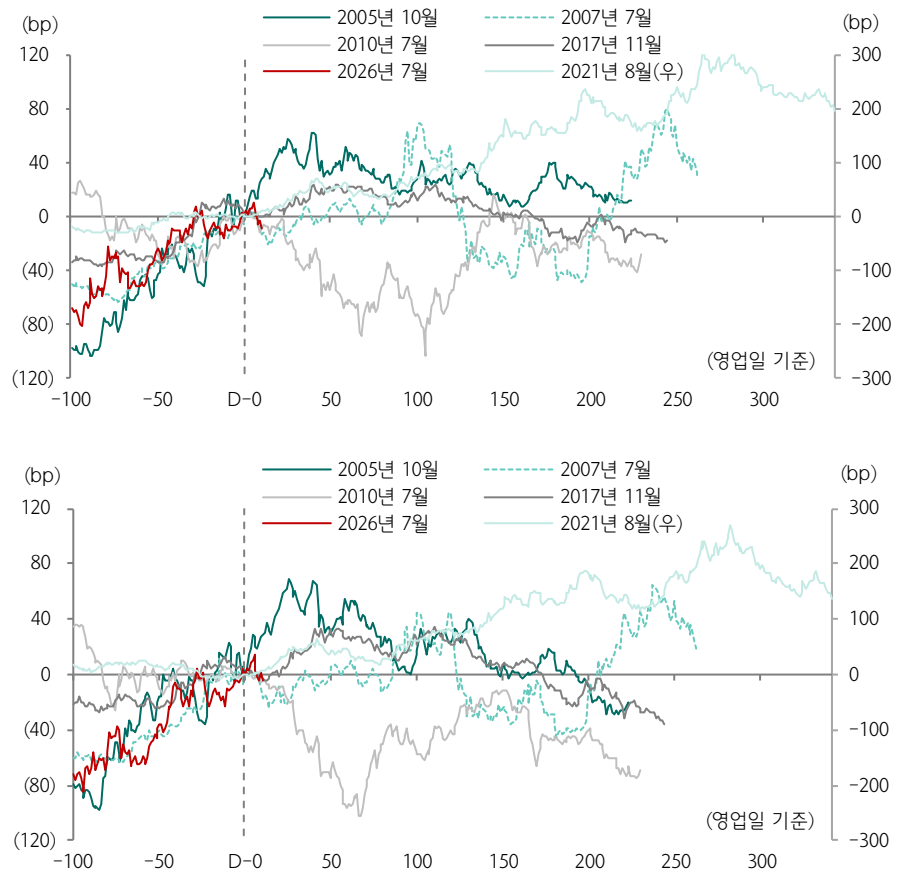
첫 인상 이후 금리 상승세 이어지는 경우가 일반적. 특히 미국 인상이 겹친다면 더욱 그러함

한편 과거 한국은행의 첫 기준금리 인상 시기 전후로 국고채 금리의 움직임을 돌아해보면, 첫 인상 이후 금리 상승 추세가 지속되는 경향이 강하다. 국고채 3년 금리는 첫 인상 이후 고점을 형성하는 데에 102 영업일(약 4~5개월)이 소요됐다 (중간값 기준) [도표 31].

한국 금리의 추가 상승 여력을 판단할 때 미국 기준금리 인상 여부도 매우 중요하다. 첫 인상 이후 금리가 비교적 빠르게 하락한 사이클은 2007년과 2010년이다. 2007년은 미국의 인상 사이클이 이미 종료됐고, 2010년은 금융위기 이후 제로 금리가 유지됐다. 반면 2005년, 2017년, 2021년은 모두 미국의 인상 사이클이 같이 진행된 시기다. 만약 미국 기준금리가 당사 전망과 같이 인상으로 전환될 경우 한국 최종 기준금리 눈높이가 높아지면서 국채 금리가 상승할 위험은 더 커진다. 당사는 최종 기준금리를 3.50%로 전망한다.

기준금리 인상 사이클이 정점을 지나기 전까지 국채 금리가 오버슈팅하는 경향도 고려해야 한다. 최종 기준금리 대비 3, 10년 금리가 각각 60, 100bp 이상 높아지는 패턴이 확인된다. 최종 기준금리 3.50% 기준으로 각 4.1%, 4.5% 수준이다. 기준금리 인상 사이클 초반부에는 금리 '레벨'보다 긴축 '추세'에 집중하여 보수적인 대응이 필요하다. 올해 4분기 중 3, 10년 금리 4.0%, 4.4% 수준에서 듀레이션을 확대할 수 있는 기회를 찾아야 할 것이다.

도표 31. 첫 기준금리 인상 시점 전후 국고 3년(위), 10년(아래) 금리 변화



자료: 금융투자협회, 하나증권

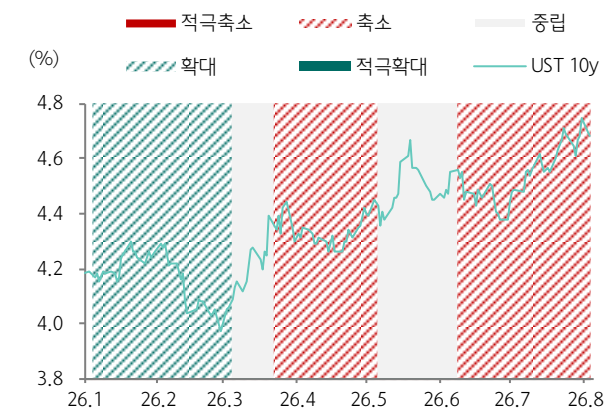
3. 투자 전략 및 금리 전망

3-1) 국채 투자의견



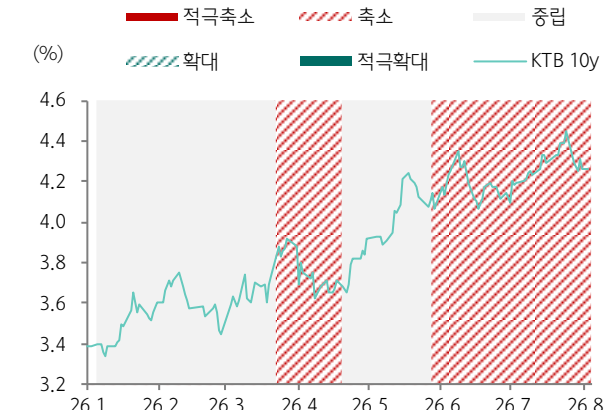
- 미국: 10년 금리 4.7% 중심으로 등락. 리스크는 여전히 상방. 듀레이션 축소 유지
근거는 (1) AI 수요, (2) 실업 감소, (3) 기저 인플레이 압력, (4) 금융환경 긴축 필요성
- 한국: 10년 금리 4.4% 다시 상회할 전망. 인상 초기에는 듀레이션 축소 대응
근거는 (1) 수출에 이은 내수 회복, (2) GDP 갭 (+), (3) 근원물가 상승, (4) 미국 인상

도표 32. 미국 국채 투자의견(듀레이션 전략)



자료: 하나증권

도표 33. 한국 국채 투자의견(듀레이션 전략)



자료: 하나증권

3-2) 금리 전망

- 미국: 기준금리 올해 9월, 내년 3월 인상 전망. 10년 금리는 연말 4.7%를 전망하며 연말 즈음 정점 예상. 리스크는 하방보다 상방이 더 큼
- 한국: 기준금리 올해 8, 11, 내년 2월 인상 전망. 3, 10년 금리는 4.0%, 4.4%를 다시 상회할 전망. 정점은 4분기 중, 미국보다는 이른 시점에 형성될 전망. 장단기 스프레드는 8월 연속 인상 시 점진적인 축소 흐름을 예상

도표 34. 한미 기준금리 및 국채 금리 전망

(%, 기말)		2025	2026				2027			
		4Q	1Q	2Q	3Qf	4Qf	1Qf	2Qf	3Qf	4Qf
미국	기준금리	3.75	3.75	3.75	4.00	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25
	UST 2y	3.47	3.79	4.10	4.30	4.40	4.30	4.30	4.25	4.20
	UST 10y	4.18	4.30	4.38	4.70	4.70	4.60	4.50	4.40	4.30
한국	기준금리	2.50	2.50	2.50	3.00	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50
	KTB 3y	2.95	3.56	3.74	3.90	4.00	4.00	3.80	3.75	3.70
	KTB 10y	3.39	3.88	4.14	4.40	4.40	4.25	4.00	3.90	3.80

자료: 하나증권

‘월간 하나채권’ 보고서 및 국제 투자 의견 히스토리

일자	국제 투자 의견		보고서
	미국	한국	
2026-06-30	축소	축소	[7월] 고유가 다음은 고금리 테스트
2026-06-08	축소	축소	[6월 2주] 성장이 받쳐주는 인상, 그렇지 못한 인상
2026-06-04	중립	축소	[6월] 글로벌 금리의 차별화가 시작됐다
2026-05-28	중립	축소	[5월 금통위] 수요측 인플레이션을 인정한 순간
2026-05-19	-	-	[하반기] 지금은 유가, 결국엔 성장
2026-05-06	중립	중립	[5월] 유가와 함께 금리 상승도 일단락
2026-04-20	축소	중립	[4월 4주] 금리와 주가의 회복 속도가 다른 이유
2026-03-31	축소	축소	[4월] 5번의 유가 쇼크가 남긴 교훈
2026-03-23	축소	축소	[3월 4주] 무엇인가 부러질 때까지
2026-03-04	중립	중립	[3월] 미국은 제 갈 길, 한국은 유가 충격 불가피
2026-02-02	확대	중립	[2월] 숨 고르는 미국, 인상 걱정하는 한국
2026-01-05	확대	중립	[1월] 같은 동결, 다른 의미

주: 2026년 1월 5일부터 투자 의견(듀레이션) 제시. 월간 보고서 외에는 투자 의견이 변경된 자료만 표기
자료: 하나증권

Compliance Notice

본 조사항목은 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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.