



## Fixed Income

### 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 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



채권 Strategist 박준우, CFA  
junoopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 8월 20일 | Global Macro Strategy

# 하나채권

## [8월 금통위 프리뷰] 인상을 늦출 이유가 없다

- 수요측 인플레이에 근거해 연속 인상 전망. 인상 효과 점검보다 긴축 영역에 진입할 시기
- 올해 GDP 3.3%/근원물가 2.6%로 상향, 점도표 중간값 3.25%/평균값 3.31% 예상
- 채권시장은 8월 인상 가능성 미반영. 듀레이션 축소 전략 유지
- 3~7면에는 성장, 물가, 부동산, 환율, 주가의 통화정책 영향을 핵심 차트들과 함께 점검

### 7월 금통위 이후 수요 개선이 추가로 확인. 8월 연속 인상 가능성에 무게

한국은행 금융통화위원회는 7월에 이어 8월 27일 통화정책방향 결정회의에서 기준금리를 3.00%로 **25bp 인상**할 전망이다(8, 11월, 그리고 내년 2월 인상 전망). 동결 소수의견이 1~2명 예상되나 중립금리 추정 범위가 2~3%임을 고려할 때 7월 인상의 효과를 점검하기 보다 추가 인상을 통해 **긴축적인 영역**에 본격적으로 진입할 것으로 예상된다.

인상의 핵심 근거는 **수요 측 인플레이션** 압력이다. 금통위는 지난 5월 회의부터 ‘수요 측 인플레이션’을 강조하기 시작했고, 7월에는 이를 근거로 기준금리 인상 사이클을 시작했다(‘[5월 금통위] 수요측 인플레이션을 인정한 순간’, ‘[7월 금통위] 수요측 인플레이션을 확인한 순간’). 7월 금통위 이후에 발표된 2분기 성장률이 전기비 +0.6%로 예상을 상회하는 등 견조한 성장세가 추가로 확인됐다. 8월 경제전망에서 올해 **성장률 전망을 약 3.3%**로 5월(2.6%) 대비 큰 폭 상향하고, 근원 인플레이션도 2.4%에서 2.6%로 높일 것으로 예상된다. 참고로 지난 19일, KDI는 올해 성장률과 근원물가 상승률을 각 3.2%, 2.5%로 전망했다.

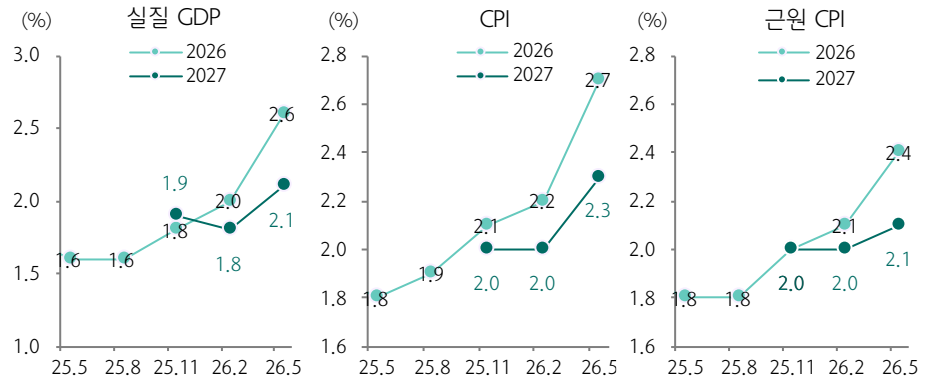
향후 6개월 점도표도 상향 조정될 것이다 [도표 2]. 5월 점도표는 중앙값과 평균값이 각각 3.00%, 2.89%였다. 2회 인상을 제시했지만 인상 폭이 작을 가능성을 열어 둔 점도표였다. 이번에는 **중앙값이 3.25%**로 상향 조정되고, 3.50%에 약 7개의 점이 찍히면서 **평균값은 3.31%**가 예상된다. 채권시장은 인상 폭이 더 커질 가능성이 열린 것으로 평가할 것이다.

현재 채권시장은 **8월 인상 가능성을 반영하지 않은 상태**다. 3개월 동안채 금리가 2.81%로 기준금리 대비 스프레드가 6bp에 불과하다. 지난 7월 금통위 이전에는 이미 2주 전부터 동안채 3개월 금리가 2.75%를 상회했다. 최소한 단기물 시장에서 8월보다 10월 인상 가능성을 훨씬 더 높게 점치고 있다는 의미다. 따라서 하나채권의 전망과 같이 기준금리를 8월에 인상한다면 금리 상승 충격은 불가피할 전망이다. 한편 미국의 사례에서 보듯, 기준금리 인상 시기를 뒤로 늦춘다고 긴축 리스크가 축소되는 상황도 아니다. 펀더멘털은 명백하게 긴축 사이클을 가리키고 있기 때문이다. 8월에 동결 시 일시적인 금리 하락이 예상되나 이는 추세 하락의 신호는 아닐 것이므로 **듀레이션 축소 의견**을 견지하길 권한다.

3~7면에는 **성장, 물가, 부동산, 환율, 주가의 통화정책 영향**을 점검했다.

도표 1. 한국은행 분기별 경제전망 추이

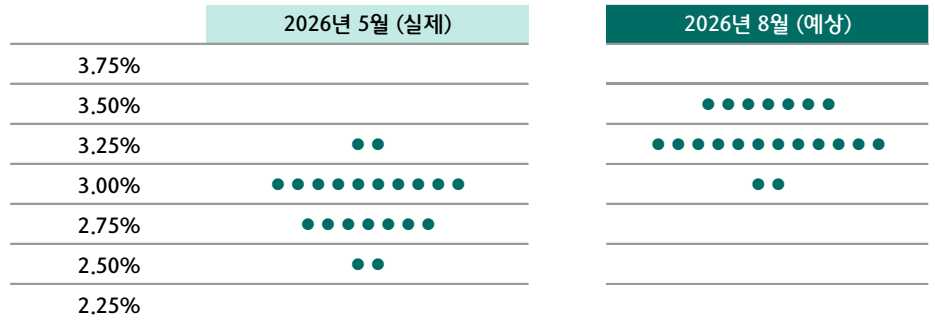
성장률 3.3%, 근원 CPI 2.6%로  
상향 조정 예상



자료: 한국은행, 하나증권

도표 2. 한국은행의 6개월(~2027년 2월) 점도표

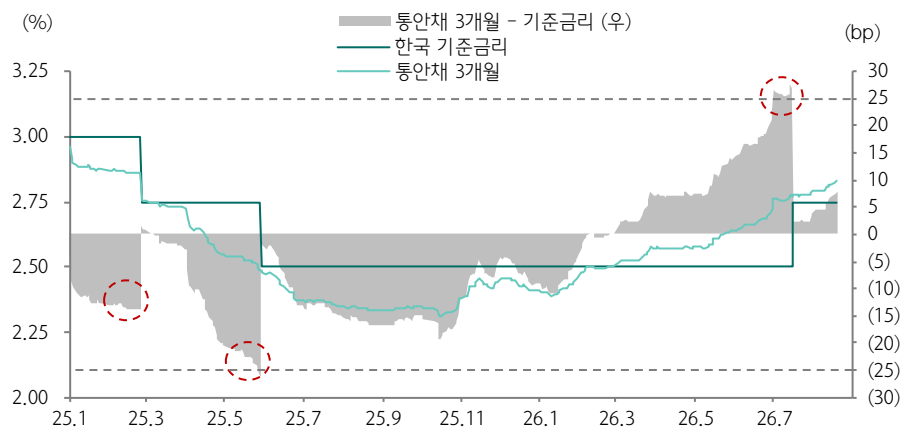
5월 중간 3.00%, 평균 2.89%  
8월 중간 3.25%, 평균 3.31%



자료: 한국은행, 하나증권

도표 3. 한국 기준금리 및 통안채 3개월 금리

과거 인하, 인상 시기와 비교하면,  
현재는 8월 인상 리스크 미반영

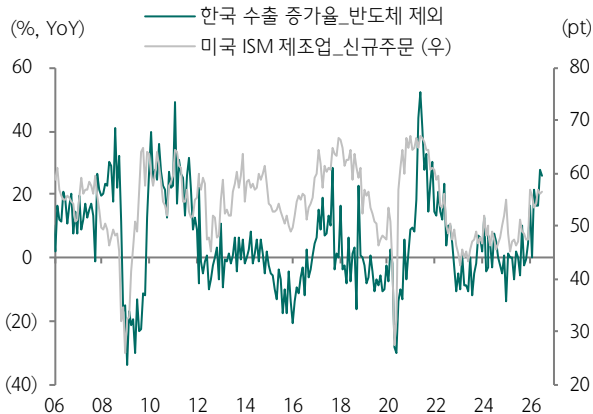


자료: 인포맥스, 하나증권

## #1. 성장: 반도체 수출의 온기가 확산. GDP 갭도 당장 올해부터 (+)

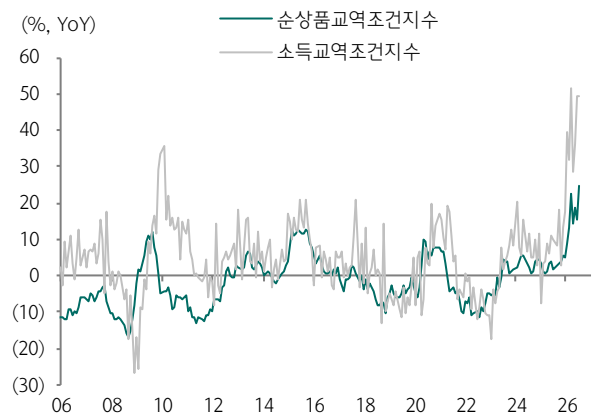
- 한국 성장세를 판단할 때 중요한 것은 (1) 반도체 사이클의 지속성과, (2) 그것이 얼마나 경제 전반으로 확산되는지 여부
- 7월 반도체 수출은 전년동월비 +176%. 증가율이 정점을 지나더라도 내년 상반기까지 반도체 수출 사이클에 대한 의심을 갖기 어려움
- 같은 기간 반도체 제외 수출 증가율도 +26%. 주력 수출 품목의 대부분이 개선되는 흐름. 이는 미국 등 대외 수요가 뒷받침되고 있기 때문 [도표 4]
- 수출 호조를 바탕으로 교역조건 개선세도 지속. 이는 소득여건 개선을 통해 전반적인 성장세에 기여할 것으로 예상 [도표 5]
- 결과적으로 올해 3% 이상의 성장률이 가시화됐으며, 이 경우 GDP 갭은 (+)로 전환 [도표 6]. 한국은행 입장에서 물가안정에 온전히 집중할 수 있는 성장 환경

**도표 4. 반도체 제외 수출 증가율**  
: 미국 등 대외 수요 확대에 수출 온기가 반도체 이외로도 확산



자료: 산업통상부, LSEG, 하나증권

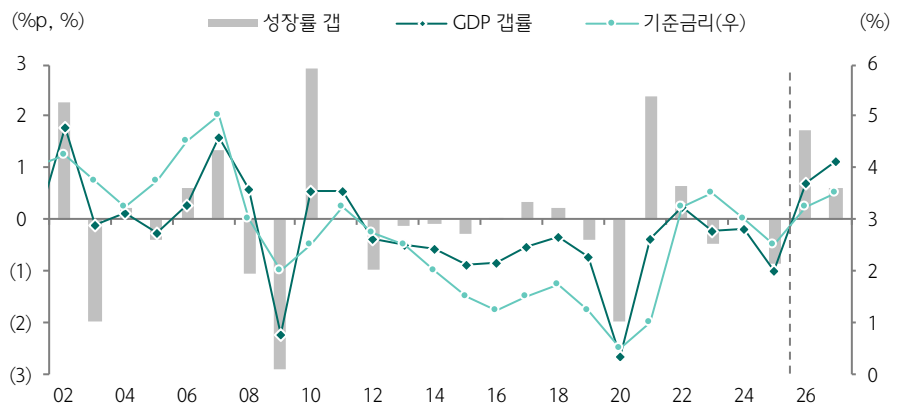
**도표 5. 순상품 및 소득 교역조건**  
: 교역조건 개선이 지속, 궁극적으로 소득여건 개선이 성장세에 기여



자료: 한국은행, 하나증권

**도표 6. 한국 성장률 갭, GDP 갭, 그리고 기준금리**

한국은행이 중시하는 GDP 갭은  
2026년에 완전히 플러스로 전환



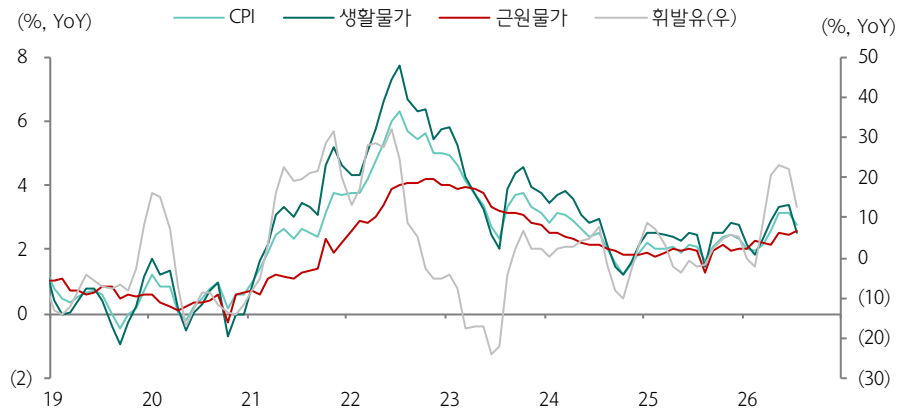
주: 잠재 GDP는 IMF 기준, 2026년 성장률/GDP는 하나증권 전망  
자료: 한국은행, IMF, 하나증권

## #2. 물가: 생활물가보다 근원물가 추세가 중요

- 7월 소비자물가의 특징은 '헤드라인/생활물가 안정 vs. 근원물가 상승' [도표 7]. 한은이 강조한 생활물가와 근원물가가 엇갈리는 양상
- 그러나 생활물가는 헤드라인 물가와 상관계수가 0.9 이상으로 사실상 동일한 지표에 불과. 즉, 휘발유 등 비근원 항목에 큰 영향을 받는 항목. 최근 유가 반등 등을 고려할 때 하락 추세로 단정하기 어려움
- 따라서 인플레이션의 추세를 판단할 때 근원물가에 큰 비중치 두고 판단할 필요
- 대표적인 근원 항목은 (1) 개인서비스, (2) 내구재, (3) 집세 [도표 8]. 세 지표가 모두 오름세. 개인서비스와 내구재는 에너지 가격 상승에 뒤늦게 영향을 받는 특징이 있으며, 성장세에도 영향을 받는 항목. 집세는 전월세 가격에 후행하므로 추가 상승 불가피

도표 7. 헤드라인, 생활, 근원 소비자물가 상승률

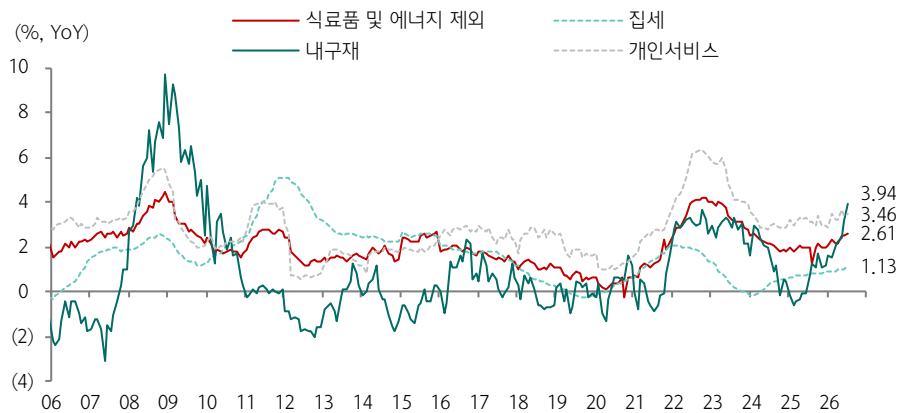
: 생활물가는 헤드라인과 사실상 동일한 지표로 에너지 가격에 큰 영향을 받음. 근원 추세에 주목할 필요



자료: 국가데이터처, 하나증권

도표 8. 근원 CPI와 주요 구성 항목들의 물가 상승률

: 서비스, 내구재, 집세 모두 오름세

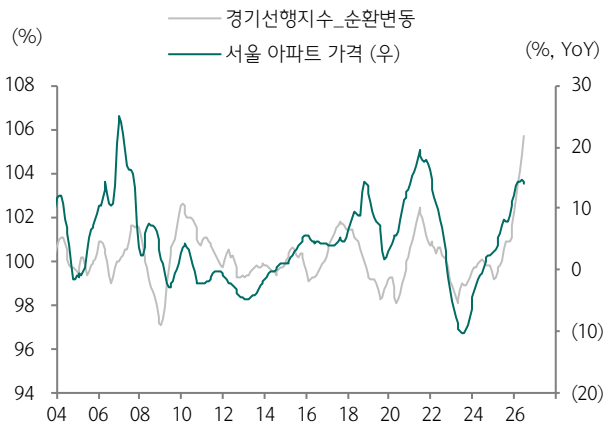


자료: 국가데이터처, 하나증권

### #3. 부동산: 매크로 요인은 가격 상승을 지지. 대출까지 다시 증가

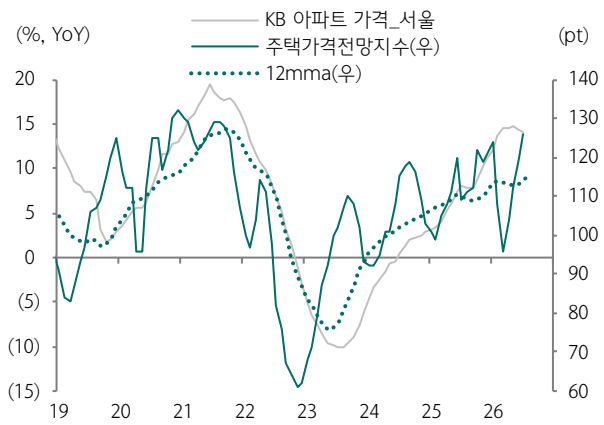
- 매크로 관점에서 부동산 가격 상승은 불가피한 측면. 경기 사이클 확장 국면에는 GDP, 주가와 함께 부동산 가격도 상승하는 것이 상식적 [도표 9]
- 최근 가계의 주택가격전망 지수도 120pt를 다시 회복하면서 주택가격 안정을 위해서는 고강도 거시건전성 정책이 필요함을 시사 [도표 10]
- 또한 주택 관련 대출 뿐만 아니라 신용대출도 큰 폭으로 증가 [도표 11]. 연초까지 고강도 규제 등으로 대출을 억제했으나, 거래량 증가 등과 함께 대출 증가세. 특히 신용대출도 함께 증가하면서 금융안정 리스크 요인이 확대
- 정부가 은행의 대출 총량규제를 완화(증가율 1.5%→3.0%)한 가운데 한국은행은 금융안정 측면에서 정부와 정책 공조가 필요한 상황

도표 9. 경기선행지수와 아파트 가격  
: 확장 국면에서 부동산 가격 상승은 자연스러운 현상



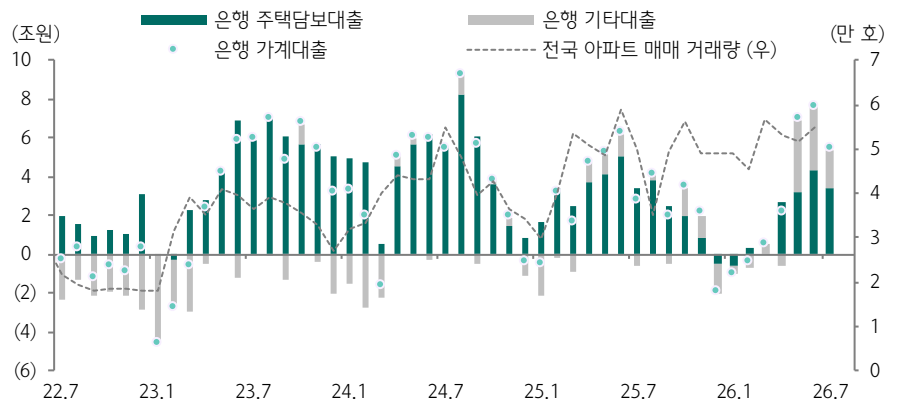
자료: 국가데이터처, 국민은행, 하나증권

도표 10. 주택가격 전망지수  
: 부동산 대책에도 가격 상승 심리 회복



자료: 한국은행, 국민은행, 하나증권

도표 11. 은행권 가계대출 증감과 아파트 매매 거래량



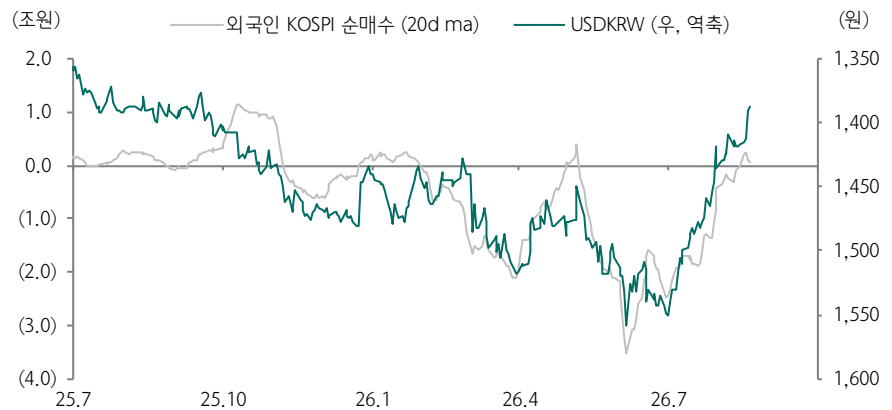
자료: 한국부동산원, 한국은행, 하나증권

#### #4. 환율: 환율 하락은 동결의 근거가 아님. 어쩌면 인상의 근거

- 그동안 환율 상승이 수입물가 상승 리스크와 금융안정 리스크를 유발하면서 기준금리 인상을 부추긴 측면. 이는 애초에 금융안정 리스크가 큰 신흥국의 통화정책 선택법으로 한국은행의 핵심 인상 근거는 아님
- 최근 환율 급락이 동결의 근거가 될 수는 없음. 환율 급락은 외국인의 주식 순매도 완화 등 수급 요인이 해소되면서 한국 경제의 견조한 펀더멘털은 반영한 결과이기 때문 [도표 12]
- 과거 인상 사이클에 환율 하락이 동반되는 경우가 다반사 [도표 13]. 환율 하락에 따른 수입물가 안정보다 견조한 펀더멘털이 정책 결정에 더 중요한 변수
- 따라서 지금 수요 측 인플레이션을 핵심 근거로 내세우고 있는 한국은행 입장에서 환율 하락은 동결의 근거가 아님. 커뮤니케이션에 혼란을 야기할 수 있겠지만 따지고 보면 인상의 환경이 조성됐다고도 볼 수 있음

도표 12. 외국인의 KOSPI 순매수와 USDKRW

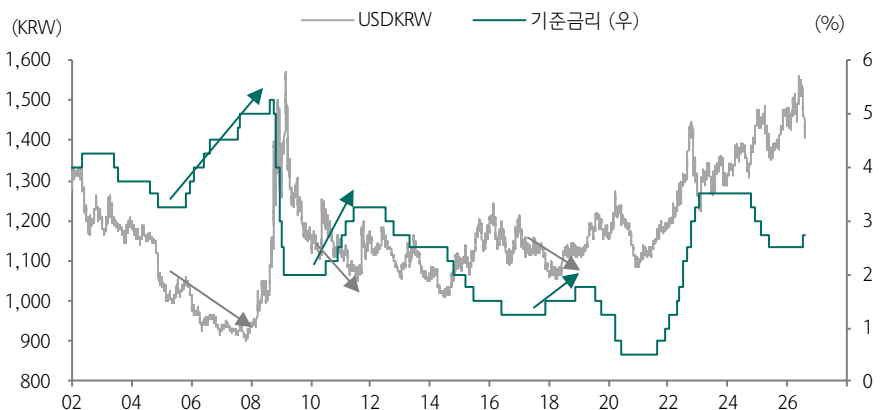
외국인의 주식 순매수/순매도에 따라 환율 급등락



자료: LSEG, 하나증권

도표 13. 한국 기준금리와 USDKRW 환율

과거 기준금리 인상의 근거가 수요 요인이란 환율이 하락하는 경우가 일반적 (2021년은 공급 충격)

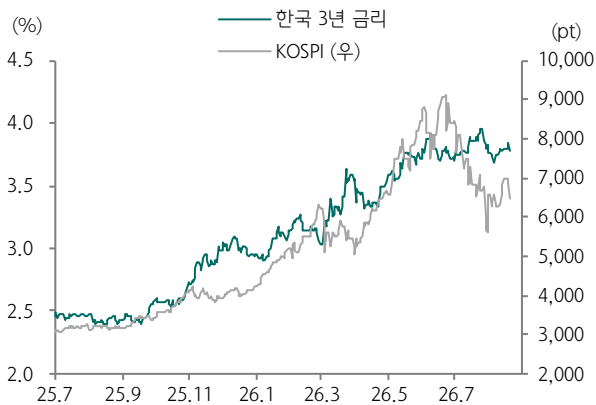


자료: LSEG, 하나증권

## #5. 주가: 펀더멘털 악화가 동반되지 않은 주가 하락

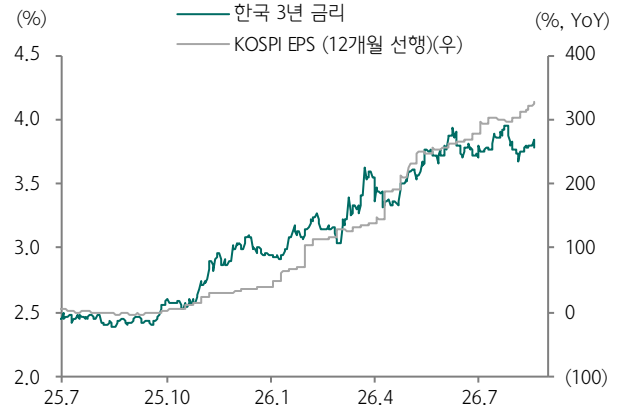
- 6월 중순 이후 주가 급락으로 기준금리 동결 및 금리 하락 기대가 일부 형성. 지난 1년 동안 주가와 금리가 동반 상승했기 때문 [도표 14]
- 그러나 주가 하락만으로 긴축 기조를 누그러뜨리기에는 역부족. 주가와 금리의 동반 상승은 근본적으로 (1) 기업 이익, (2) 한국 수출, (3) 경제 성장률이라는 '펀더멘털' 개선에 기인했다는 점이 중요 [도표 15, 16, 17]
- 만약 최근 주가 하락이 (1)~(3)의 하락을 동반한 현상이었다면 기준금리 인상 사이클을 악화시키고 금리 하락 전환도 가능. 그러나 세 지표 모두 상승 추세가 지속(12개월 선행 EPS 증가율 300% 상회, DRAM 수출 가격 상승률 240%, 한국 성장률 전망 3% 상회)
- 물론 주가 상승은 그 자체로 부의 효과 경로를 통해 경제에 영향. 그러나 한국은행은 주가 변동에 따른 부의 효과를 비교적 작게 평가. 또한 연간 기준으로 주가는 여전히 큰 폭으로 상승한 상태이며, 한국 경제에 보다 중요한 주택가격 상승까지 고려 시 부의 효과를 부정적으로 볼 상황이 아님

도표 14. KOSPI는 6월 중순부터 반락했으나...



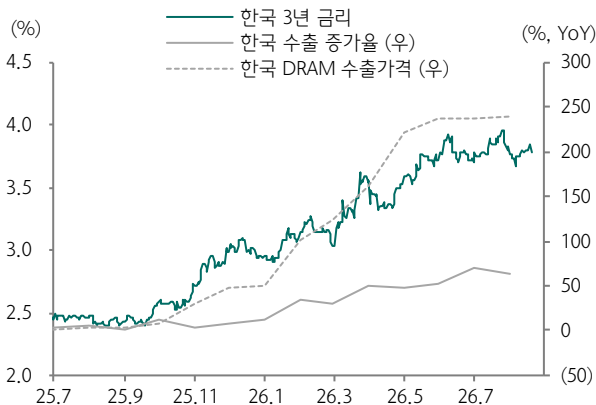
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 15. KOSPI EPS 증가율은 상향 조정 추세 재개



자료: Bloomberg, Quantwise, 하나증권

도표 16. 수출 및 DRAM 수출 가격 증가율도 높은 수준이 지속



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 17. 2026년 성장률 전망도 빠른 속도로 상승



자료: Bloomberg, 하나증권