



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 당사 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.



채권 Strategist 박준우, CFA
junoopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 7월 16일 | Global Macro Strategy

하나채권

[7월 금통위] 수요측 인플레이션을 확신한 순간

- 기준금리 25bp 만장일치 인상. 긴축 기조의 핵심은 5월부터 언급한 수요측 물가 압력
- 성장, 물가, 금융안정 요인 모두 인상을 지지. 미국의 인상까지 더해지면 긴축 강화
- 올해 8, 11월, 내년 2월 추가 인상을 전망(최종 3.5%). 국채 투자 의견 '축소' 유지

긴축의 속도는 빨라지고 폭은 커질 전망. 8, 11월, 내년 2월 인상 전망

총평: 한국은행은 만장일치로 기준금리를 2.75%로 25bp 인상했다. 긴축의 핵심 근거는 유가가 아닌 수요측 인플레이션이다. 5월 금통위가 그 가능성을 열어둔 기점이었다면([\[5월 금통위\] 수요측 인플레이션을 인정한 순간](#)), 이번 금통위는 이에 대한 강한 자신감을 표명한 이벤트였다. 통방문 첫 문단에서 물가보다 성장에 대한 평가가 앞에 배치됐다. 반도체 수출 호조가 꺾이지 않으면, 한은의 내수 회복 및 수요측 물가 압력 전망도 변하지 않을 것이다. 유가가 하락하더라도 긴축이 강화될 위험을 고려해 8, 11월, 내년 2월 인상을 전망한다.

기준금리 결정: 금융통화위원회는 7월 회의에서 기준금리를 2.75%로 25bp 인상했다. 만장일치 결정이었다.

→ 작년 5월 마지막 인하 이후 약 1년여의 동결 끝에 인상 사이클을 시작했다. 이미 5월 금통위에서 '인상' 시기를 고려한다는 문구와 점도표를 통해 인상 사이클로의 전환을 알렸고, 총재의 강한 긴축 시그널로 시장은 이미 인상을 100% 반영한 상태였다.

통화정책방향문: 올해 성장률은 5월 전망(2.6%)을 '큰 폭' 상회하고, 근원 물가 상승률은 5월 전망(2.4%)보다 다소 높아질 것으로 예상했다. 5월 통방문과 비교하면 첫 문단에서 물가상방 압력 문구가 뒤로 밀리고 강한 성장세 문구가 앞에 배치됐다. 수출/투자 호조는 물론 소득여건 개선에 따른 소비 회복을 전망했다. 물가의 경우 수요측 인플레이션 압력이 확대되고 있다고 평가했다. '임금' 상승세 확산에 대한 문구도 등장했다. 결론적으로 인상 기조를 이어가겠다는 추가 인상 가이드를 제시했다.

→ 긴축 기조의 핵심 근거가 '유가'에서 '수요'로 이동하고 있다는 것이 중요하다. 유가 하락하더라도 긴축 기조가 지속되고 오히려 강해질 위험이 상당하다.

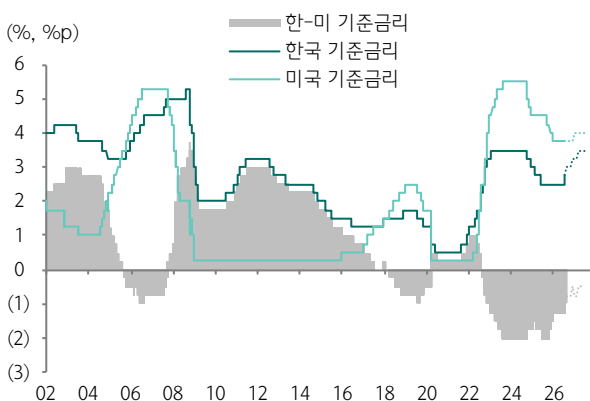
기자회견: GDP의 모든 구성요소가 견조하고 GDP 갭의 플러스 전환 속도가 당초 예상(내년)보다 앞당겨질 가능성이 있다고 평가했다. 5월 점도표를 제시할 때보다 성장세 판단이 강화됐다고 언급했다. 물가의 안정 속도는 통화정책 의존적이라고 강조하면서 긴축의 필요성을 간접적으로 시사했다. 향후 모든 회의가 live meeting으로 모든 가능성이 열려 있으며, 중요 지표로 2분기 GDP/GDI 성장률, 7월 CPI(근원과 생활물가), 반도체 가격을 강조했다.

→ 한국은행의 현재 성장세 판단이 유지되면 8월 인상 가능성도 충분히 열린 것으로 판단된다. 증시 등 금융시장보다 **‘실물 지표’를 강조한 점은 긴축 기조가 쉽게 변하지 않는다는 의미**이기도 하다. 기업의 이익 전망 등에 비추어볼 때 단기적으로 반도체 가격, 수출 호조, 성장을 지표가 꺾일 가능성이 제한적이기 때문이다. 반면 실물 데이터는 ‘후행’ 성격이 강하므로, 실물 지표를 보고 정책을 운용하면 인상 사이클 후반기에 과잉 긴축의 리스크가 커진다. 다만 지금은 **인상 초반부이므로 강한 긴축 기조에 주목**해야 하는 시기다.

시장 반응: 국채 금리는 금주 미국의 CPI, PPI 둔화로 금통위 이전에 2~3bp 하락한 상태에서 시작했다. 통방문 공개 후 한국은행의 성장세와 물가 압력 확대 판단이 확인되면서 금리 하락 폭이 축소됐다. 기자회견 중에는 총재의 긴축적인 발언에도 금리는 다시 하락 전환했다. 시장 예상을 뛰어넘는 긴축 신호가 나오지는 않았고, 미국 물가 지표 안정과 국내 증시 부진 등이 영향을 미친 것으로 해석된다.

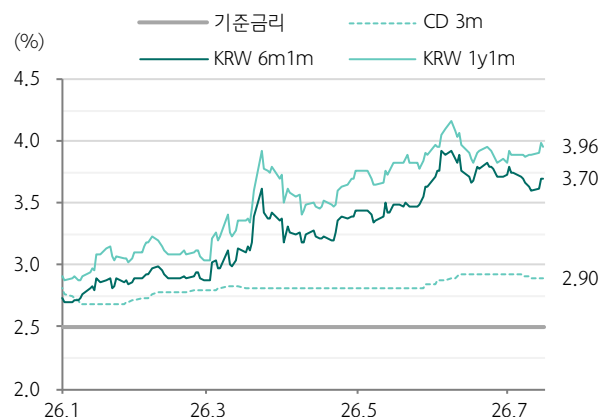
전망: 하나채권은 5월 금통위에서 한국은행이 수요 측 인플레이션을 고려하기 시작한 점을 확인한 이후 최종 기준금리 3.25%와 듀레이션 축소 의견을 제시해왔다 (**‘[5월 금통위] 수요 측 인플레이션을 인정한 순간’**). 그 이후로 당사는 올해 한국 성장률 전망은 3.3%로 상향했고, 한국은행도 성장 전망이 대폭 상향 조정될 것임을 시사했다. **수요측 물가 압력을 보다 확신하는 계기가 될 것이다.** 또한 지난 5월 대비 달라지고 있는 것은 **미국 통화정책**이다. 미국이 올해와 내년에 걸쳐 기준금리를 인상할 것으로 예상되며 이는 한국은행의 긴축 기조에 힘을 실어줄 전망이다. 한국은행이 지금 강조하고 있는 반응 함수의 변수는 (1) 성장, (2) 물가, (3) 금융안정인데, (4) 미국 기준금리까지 더해질 전망이다. 기준금리 인상 속도와 폭 모두 기존의 전망보다 빠르고 클 것으로 예상한다. **8, 11월 인상, 그리고 내년 2월 인상하여 최종 기준금리 3.50%를 전망**한다 (기존 3.25% 전망). 국채 금리는 여전히 상승 압력이 남아있다고 판단하여 **투자의견 ‘축소’를 유지**한다.

도표 1. 한미 기준금리 추이 및 전망
: 미국의 인상이 더해지면 한국의 긴축 강도 강해질 가능성



자료: 하나증권

도표 2. 한국 기준금리 및 단기금리 추이
: 금리 레벨은 연내 약 3회 인상, 총 4회 인상을 반영한 상태

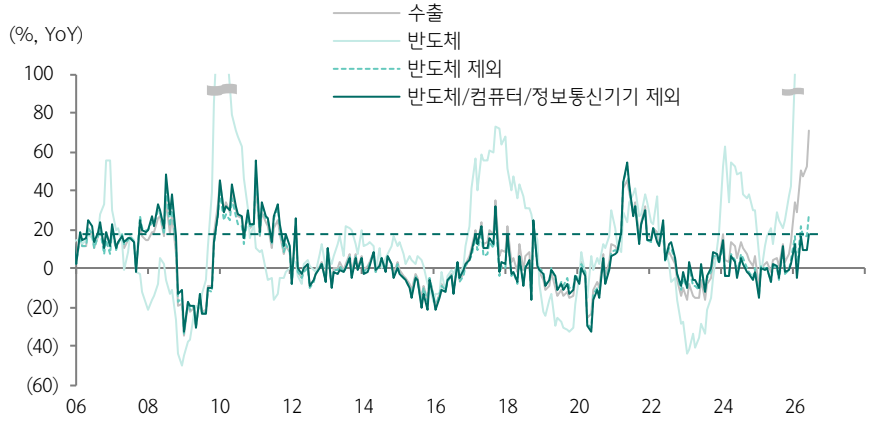


주: 7월 15일 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 3. [성장] 한국 수출 증가율, 반도체 등을 제외하더라도 경기 확장 국면에서만 볼 수 있는 수치

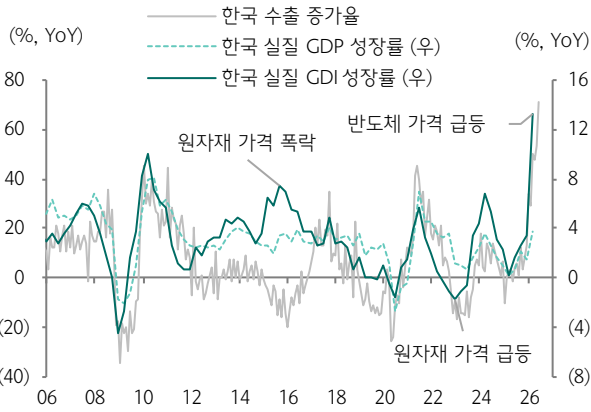
6월 반도체(+컴퓨터, IT기기) 제외
증가율이 29% YoY (18%)

한국은행의 성장 전망을 단단하게
만들어주는 요인



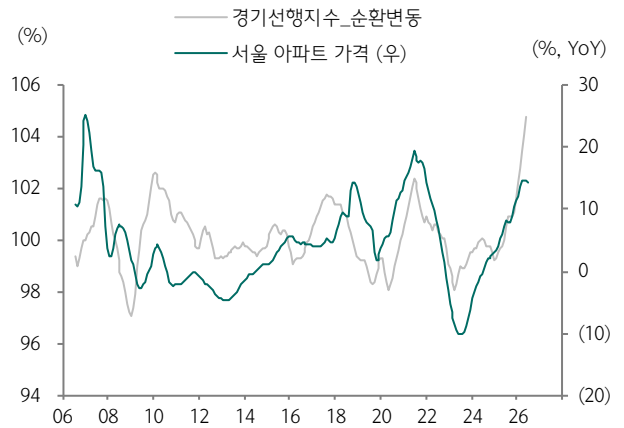
자료: LSEG, 하나증권

도표 4. [성장] 수출, GDP, GDI
: 가격 중심의 수출 호조는 현재 GDI에 반영. 점차 GDP로 확산



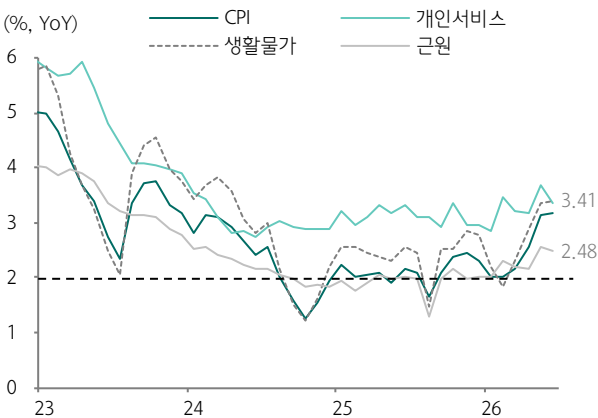
자료: LSEG, 하나증권

도표 5. [금융안정] 경기선행지수와 부동산 가격
: 가파른 경기 회복 사이클 속 부동산 가격도 추세는 상승일 수밖에



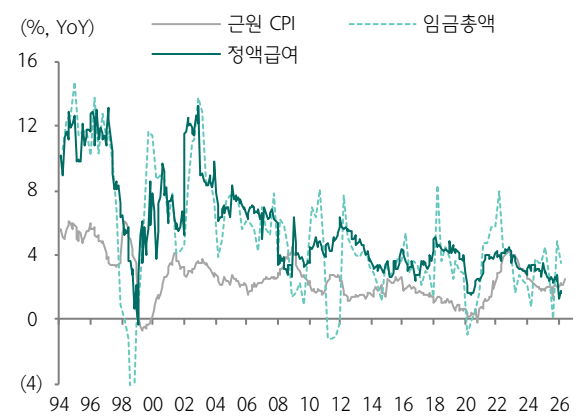
자료: LSEG, 하나증권

도표 6. [물가] 한국 소비자물가 지수
: 상당 기간 목표 수준 2%를 상회할 위험



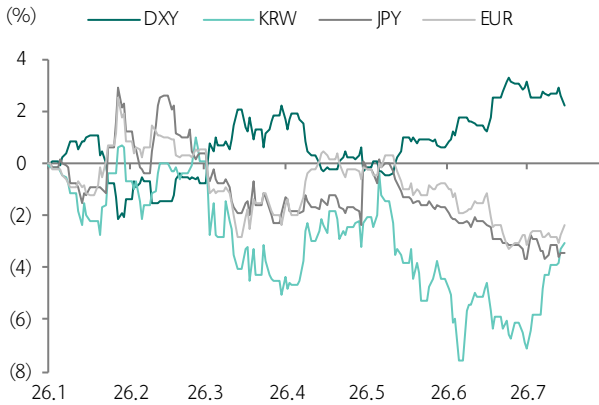
자료: 국가데이터처, 하나증권

도표 7. [물가] 한국 임금과 근원 CPI 상승률
: 정액급여 상승률 1%대이나 한은은 임금 상승세 확산을 우려



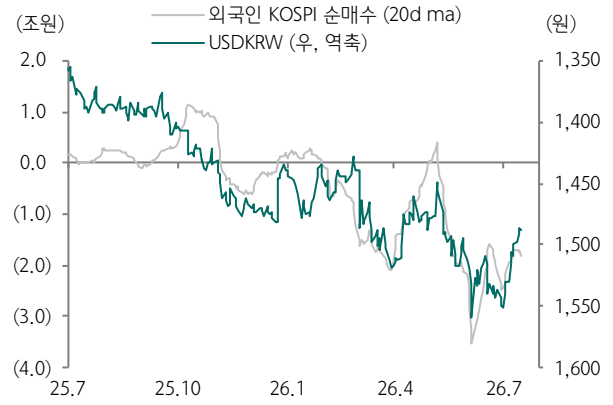
주: 임금총액은 정액급여 + 초과급여 + 특별급여
자료: 국가데이터처, 하나증권

도표 8. [금융안정] 연초 이후 주요국 통화 가치 변화율
: 최근 원화 강세로 연초 이후 주요국 통화 비슷한 수준의 절하 폭



자료: LSEG, 하나증권

도표 9. [금융안정] 외국인의 주식 순매수와 환율
: 외국인의 국내주식 순매도 규모 추구소로 환율 안정(원화 강세)



자료: LSEG, 하나증권

도표 10. 2025년 5월 마지막 인하 이후 금통위 주요 내용

일자	기준금리	성장을 평가	향후 주요 변수	정책방향
2025-05-29	인하(2.50%)	2월 전망(1.5%) 큰 폭 하회하는 0.8% 전망	가계부채, 외환시장 변동성	금리인하 기조
2025-07-10	동결	성장 부진이 다소 완화. 매우 높은 불확실성	무역협상, 주택시장 및 가계부채, 외환시장 변동성	금리인하 기조. 인하 시기 및 속도 결정
2025-08-28	동결	5월 전망(0.8%) 소폭 상회하는 0.9% 전망	관세정책, 주택시장 및 가계부채, 외환시장 변동성	금리인하 기조. 인하 시기 및 속도 결정
2025-10-23	동결	8월 전망에 대체로 부합	무역협상, 반도체 경기, 부동산 대책 효과, 환율 변동성	금리인하 기조. 인하 시기 및 속도 결정
2025-11-27	동결	8월 전망 상회 전망 ('25 1.0%, '26 1.8%)	주택가격 및 가계부채, 환율 변동성	<u>금리인하 가능성을 열어두되... 인하 '여부' 및 시기 결정</u>
2026-01-15	동결	반도체 경기, 주요국 성장 등 상방 리스크가 다소 중대	물가 흐름, 금융안정 상황	<u>성장세 회복을 지원</u>
2026-02-26	동결	11월 전망(1.8%) 상회하는 2.0% 예상	물가 흐름, 금융안정 상황	<u>성장세 회복을 지원</u>
일자	기준금리	성장률/인플레이션 평가	향후 주요 변수	정책방향
2026-04-10	동결	성장을 2월 전망(2.0%) 하회 물가는 2월 전망(2.2%) 상당폭 상회	중동전쟁, 금융안정 상황	중동전쟁 영향 등을 면밀히 점검
2026-05-28	동결 (인상 2인)	성장을 2월 전망 상회하는 2.6% 물가는 올해 2.7% 및 <u>상당기간 목표 상회</u>	<u>물가상승 압력</u> 의 확대 정도, 경기 개선흐름, 금융안정 상황	<u>기준금리 인상 시기 결정</u>
2026-07-16	인상 (만장일치)	성장을 5월 전망(2.6%) 큰 폭 상회 근원 물가 5월 전망(2.4%) 다소 상회	물가상승 압력의 정도, 경기 개선 흐름, 금융안정 상황	<u>금리인상 기조 지속</u>

주: 향후 주요 변수는 중요한 변수만 표기. 단 변수 표기 순서는 통방문과 동일. 이하 동일
자료: 하나증권

도표 11. 통화정책방향문 주요 내용 및 주요 변화

	2026년 5월 28일	2026년 7월 16일	주목할 내용
정책 결정	- 기준금리를 2.50% 수준에서 유지 - 중동전쟁으로 물가 상방 압력. 반면 <u>수출 호조</u> 등에 성장세는 확대 - 불확실성이 높은 만큼 현재 기준금리 수준 유지	- 기준금리를 <u>2.75%로 인상</u> - 성장세가 수출과 투자 중심으로 강화 - 물가 상승률은 상당기간 목표수준 상회 예상	- <u>기준금리 인상 전환</u> - <u>성장세 강화에 방점</u>
세계 경제	- 성장세가 둔화되겠으나 물가상승 압력은 상당폭 확대	- 불확실성에도 견조한 AI 투자로 <u>완만한 성장</u>. 물가도 시차를 두고 오름세	- 성장 전망 개선
국내 경제	- 반도체 중심으로 수출 호조 및 투자 확대, 양호한 소비 흐름 지속에 <u>성장세 크게 확대</u> - 반도체 경기 호조, 추경 등으로 개선세 지속 예상 - 올해 성장률, 지난 2월 전망치(2.0%) 큰 폭 상회하는 2.6% 예상	- 반도체 부문을 중심으로 수출과 투자 호조 지속 - 고용은 서비스업 증가, 제조업 감소 - 수출/투자 증가세, 소득 여건 개선에 따른 소비 회복 전망 - 올해 성장률, <u>5월 전망(2.6%) 대비 큰 폭 상회</u>	- <u>'26 성장을 전망 5월(2.6%) 대비 큰 폭 상회 예상</u>
국내 물가	- 4월 물가상승률은 석유류 영향으로 높아졌으나, 근원은 2.2% 유지 - 단기 기대인플레이션율은 2% 후반 - 유가 상승의 파급영향 확대되고, <u>소득 증가에 따른 수요측 압력도 점차 중대</u> - 2월 전망치 2.2%를 크게 상회하는 2.7% (근원 2.4%) 예상	- 앞으로 물가 상승률은 유가 하락에도 높아진 비용 및 환율 영향, 그리고 소득 개선에 따른 <u>수요측 압력 확대</u>로 상당기간 높은 수준 예상 - 향후 유가, 환율, 내수 개선 속도, 임금 상승세 확산 등과 관련한 불확실성이 큼 - 근원물가는 5월 전망(2.4%)보다 다소 높아질 것	- <u>수요측 인플레이션 압력 확대 지속</u> - <u>임금 요인도 언급</u>
금융 안정	- 가격변수의 높은 변동성 지속 - 수도권 주택가격은 오름세 다시 확대, 주택관련대출 증가폭 다소 확대	- 환율이 외환수급 개선으로 1,400원대로 하락 - 가계대출은 주택/기대대출 모두 증가했고, 수도권 주택가격 오름세 확대	- 환율 리스크 완화, 가계부채/부동산 리스크 지속
정책 방향	- 물가상승률이 상당기간 목표수준을 상회, <u>성장은 견조한 개선세 지속</u> - 금융안정 측면에서는 환율 변동성, 수도권 주택가격, 가계부채 유의 - 향후 통화정책은 물가상승 압력의 확대 정도와 경기 개선흐름, 금융안정 상황 등을 점검하며 <u>기준금리 인상 시기</u> 등을 결정	- 반도체 경기 호조로 수출과 내수 모두 견조한 개선 흐름 전망 - 물가는 비용 압력에 더해 수요 측 압력도 점차 확대해 상당기간 목표 수준 상회 - 금융안정은 환율/주택가격/가계부채에 모두 유의 - <u>금리인상 기조</u>를 이어나갈 필요. 인상 시기와 속도는 물가상승 압력의 정도, 경기 개선 흐름, 금융안정 점검하며 결정	- <u>금리인상 '기조'</u> - 수요측 물가 압력 확대

자료: 한국은행, 하나증권