2026년 11월 19일 | Global Macro Strategy

하나채권

[11월 금통위 프리뷰] 주가보다 실물

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.

- **주가 하락보다 실물 견조함에 주목. 11월 기준금리 3.25%로 만장일치 인상 전망**
- **내년 성장률과 근원물가 3.5%, 2.7%로 상향, 점도표 중간값 3.50% 예상**
- **11월 인상은 이미 반영. 최종 기준금리 3.75% 가능성이 커지지 않으면 긴축 우려 정점에 근접. 국채 투자의견 '중립'. 점차 내년 금리 하락 가능성에 대비**

11월 25bp 인상 및 최종 기준금리 3.50% 전망 유지

한국은행 금융통화위원회는 11월 26일 통화정책방향 결정회의에서 기준금리를 **3.25%로 만장일치 인상**할 전망이다 [도표 1]. **향후 6개월 점도표는 중간값 3.5%**로 추가 1회 인상을 기본 시나리오로 제시할 것이다 [도표 2]. 대다수의 점이 3.50%에 찍히는 가운데 3.25%보다 3.75%가 소폭이나마 우세할 것이다.

기준금리 인상 및 점도표 상향의 근거는 경제 전망이다. KDI와 IMF는 11월에 올해와 내년 성장률을 각 '3.8%, 3.9%', '3.9%, 3.3%'로 높였다 [도표 3]. **한은도 8월 전망(3.3%, 2.9%)에서 올해 3.9%, 내년 3.5% 수준으로 상향**이 예상된다. 내년에도 반도체 관련 수출과 설비투자가 성장을 주도하고 민간소비까지 개선된다는 점을 근거로 제시할 것이다 [도표 4].

[참고] 기본적인 시계열 경제 모델은 내년도 성장률을 3% 초반대로 예측하는 반면, 반도체 설비투자 및 수출 관련 바텀-업 전망을 결합하는 경우 4% 수준으로 급등하는 상황으로 판단된다. 컴퓨터, 전자 및 광학기기 제조업의 GDP 비중이 20%대로 이전보다 약 3배 높아진 점도 주요 기관의 전망이 급격히 상향된 요인 중 하나다.

성장률 전망이 상향되면서 물가 전망도 덩달아 높아질 것이다. 잠재 성장률을 웃도는 성장이 이어지면서 GDP 갭률은 2027년 말 2% 수준까지 확대될 전망이다 [도표 5]. 성장이 시차를 두고 근원물가에 영향을 미치는 점을 고려할 때, **2027년 근원물가 전망은 8월 2.5%에서 2.7%로 높아질 전망**이다. 목표를 웃도는 근원물가가 이어지면 11월 인상은 물론, 추가 인상이 기본 시나리오가 될 수밖에 없다. 하나채권은 **내년 2월 추가 인상**을 예상한다.

경제 전망 이외에 주목할 포인트는 두 가지다. 바로 **(1) 주가와 (2) 환율 하락의 영향**이다.

(1) KOSPI는 10월 한 달간 16.2% 하락한 데 이어 11월에도 추가 하락하여 5,000pt 부근에 머무르고 있다. 주가 조정이 소비를 위축시킬 수 있다는 우려도 있다. 그러나 한은은 주가보다 수출 가격, DRAM 가격 등 실물 지표를 중시해 왔다. 총재는 **반도체 기업 주가보다 반도체 가격 자체**를 더 중요하게 본다고 밝혔고, DRAM 수출가격은 주가 급락 국면에도 상승세를 이어가고 있다 [도표 6]. 이 스탠스에 변화가 없다면 긴축 기조는 지속될 것이다.



채권 Strategist 박준우, CFA
junoopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

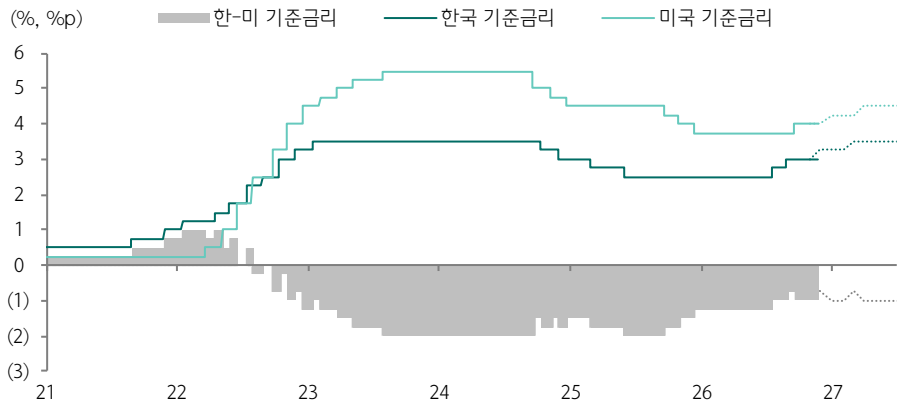
(2) USDKRW 환율은 7월 고점(1,554.4원) 대비 10% 넘게 하락했다. 환율 급등기라면 외환시장 안정을 위한 인상 논리가 성립하지만 지금은 그 논리가 약해졌다. 그러나 한은이 펀더멘털을 강조한다면, 환율이 인상에 걸림돌로 작용하기는 어렵다. 환율 하락은 수입물가를 낮추지만 경상수지 흑자 등 강한 대내 펀더멘털의 결과이며, **과거 인상 사이클에서도 환율이 하락하는 경우가 일반적**이었다 [도표 7]. 최근 환율 급락에도 인상은 불가피하다.

금융시장은 11월 인상을 이미 반영하고 있다. 통안채 3개월 금리가 기준금리를 25bp가량 웃돌아 7월과 마찬가지로 11월 인상을 사실상 100% 가격에 반영한 상태다 [도표 8]. 따라서 이번 회의의 관건은 인상 여부보다 2027년 성장률 전망 상향 조정 폭과 점도표다. 성장률 전망을 상향하고 추가 인상을 시사하더라도 점도표에서 3.75% 가능성이 크게 반영되지 않는다면, 올해 연말은 **긴축 기대가 정점을 지나는 시기일 가능성**이 높다.

하나채권은 높은 성장세가 이어지되 모멘텀은 시간이 지날수록 약화된다는 가정하에 기준금리 2회 인상을 전망하고 **한국 국채 투자의견을 '중립'**으로 제시하고 있다. 리스크는 성장 재가속화 시나리오다. 한은의 2027년 성장률 전망이 KDI 전망과 같이 3% 후반대로 높아지거나, 점도표를 통해 3.75% 가능성을 강하게 시사할 경우 국채 금리는 내년 초 추가 인상 시점까지 상승 리스크가 커질 수 있다. 이러한 리스크가 확대되지 않는다면 '중립' 포지션을 유지하고 **내년 금리 하락 가능성에 대비할 필요**가 있다.

도표 1. 한미 기준금리 추이 및 전망

한국 11, 2월 인상,
미국 12, 3월 인상 전망



자료: 한국은행, Fed, 하나증권

도표 2. 한국은행의 향후 6개월(~2027년 5월) 점도표

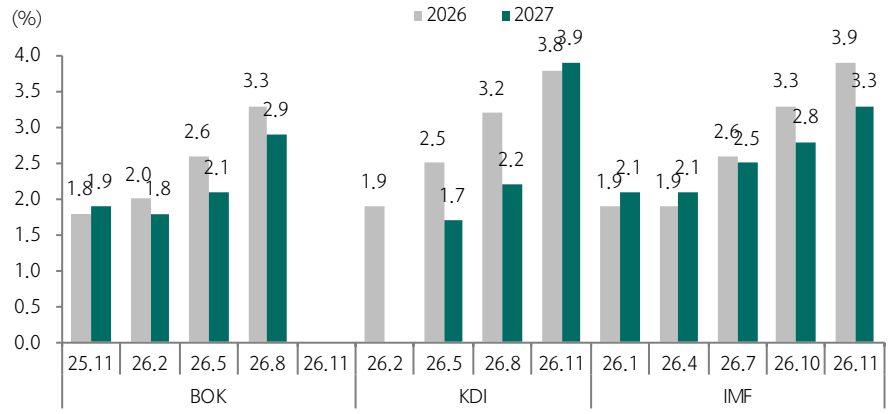
11월 인상 후 6개월 내
추가 1회 인상이 기본 시나리오

	2026년 8월				2026년 11월 (예상)			
	중간	3.25	평균	3.26	중간	3.50	평균	3.51
4.00%								
3.75%						●●●●●		
3.50%		●●●●●●				●●●●●●●●●●●●		
3.25%		●●●●●●●●●●				●●●●		
3.00%		●●●●●						
2.75%								

자료: 한국은행, 하나증권

BOK는 26년 3.9%, 27년 3.5%으로 상향할 전망

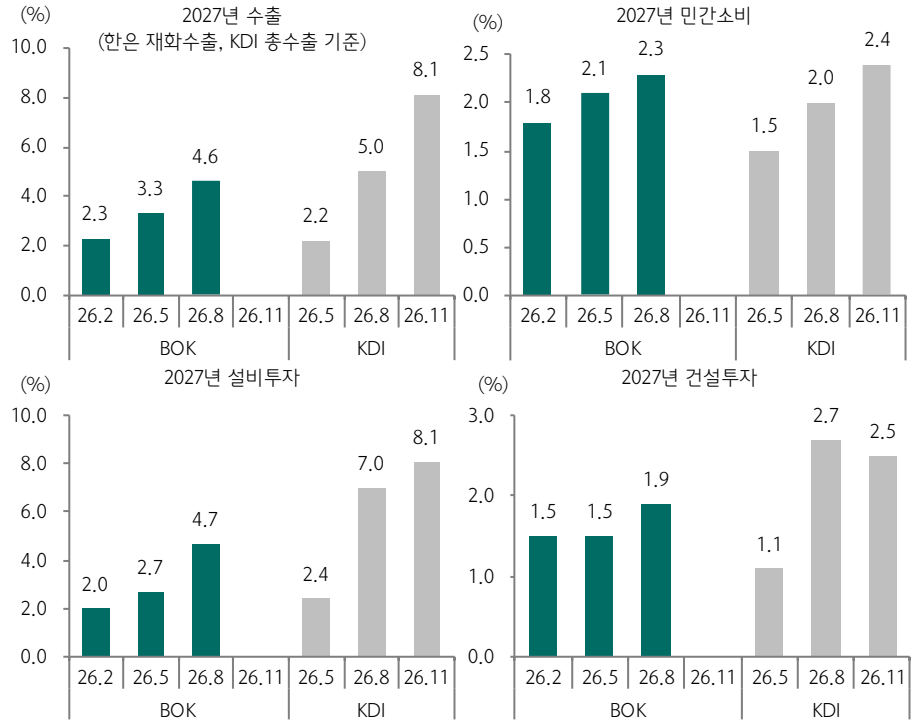
도표 3. BOK, KDI, IMF의 한국 실질 GDP 성장률 전망 추이



자료: 한국은행, KDI, IMF, 하나증권

2027년도 수출, 설비투자가 주도. 민간소비도 점진적 개선

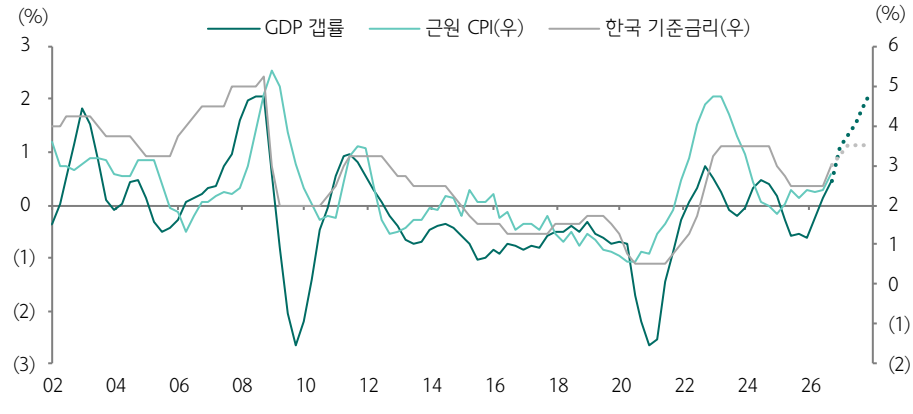
도표 4. BOK, KDI의 2027년 주요 지출 항목별 성장률 전망 추이



자료: 한국은행, KDI, 하나증권

경기 확장이 인플레이션 리스크를 확대. 한은의 추가 인상 불가피

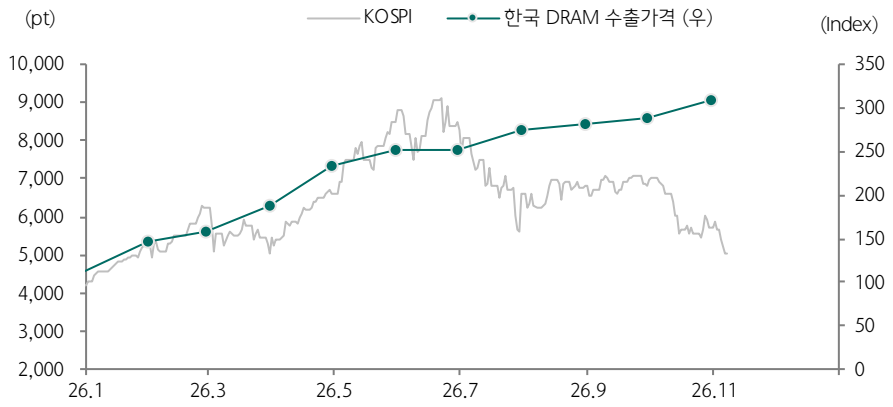
도표 5. 한국 GDP갭률과 근원 인플레이션, 그리고 기준금리



주: 2027년 잠재성장률 2.5% 가정 / 자료: 한국은행, 국가데이터처, IMF, 하나증권

도표 6. 관전 포인트 (1) 주가 하락의 영향. 한은은 반도체 주가보다 반도체 가격을 중시

한은은 주가 하락보다 수출 가격, DRAM 가격 등을 중시. 해당 스탠스 변화 없다면 긴축 기조 지속



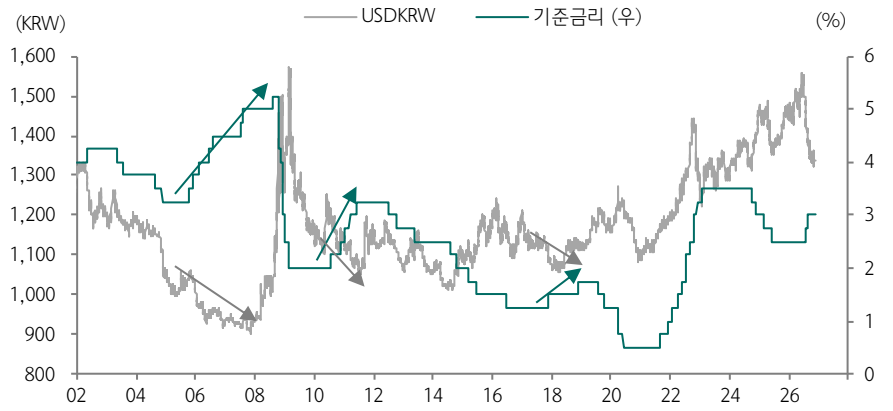
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 관전 포인트 (2) 환율 하락의 영향. 일반적으로 인상 사이클에 환율은 하락

환율 하락은 수입물가를 낮추지만, 강한 대내 펀더멘털의 결과

과거 기준금리 인상 사이클 과정에서 환율이 하락하는 경우가 일반적

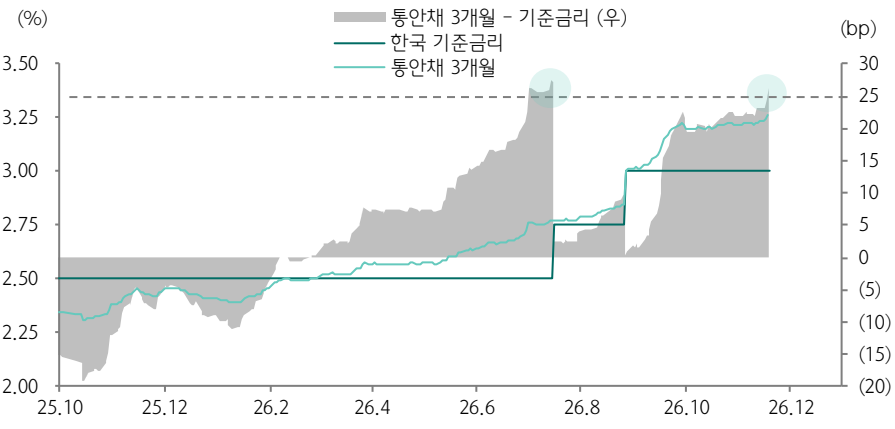
최근 환율 급락에도 인상이 적절



자료: LSEG, 하나증권

도표 8. 한국 기준금리 및 통안채 3개월 금리

7월과 마찬가지로 11월 인상은 사실상 100% 프라이싱 상태



자료: 인포맥스, 하나증권