2026. 3. 23 (월)

Everybody's Changing, 인플레의 공포

채권전략
Analyst 윤여삼
yeosam.yoon@meritz.co.kr

RA 김영준
zerojoonk@meritz.co.kr

유가가 죽어야 채권이 산다, 최악의 시나리오 50% 반영

우리가 생각한 메인 시나리오는 미국-이란 전쟁은 5~6주 3월내 종료. 그렇지만 3주가 넘어선 전쟁은 트럼프 대통령과 네타냐후 총리의 조기종식 가능성 발언에도 긴장이 풀리지 않고 있음. 유가는 브렌트 106달러까지 급등, 인플레이션 우려 확산되며 지난 주 모든 중앙은행 회의 충격 유발 및 통화긴축 기대로 전환

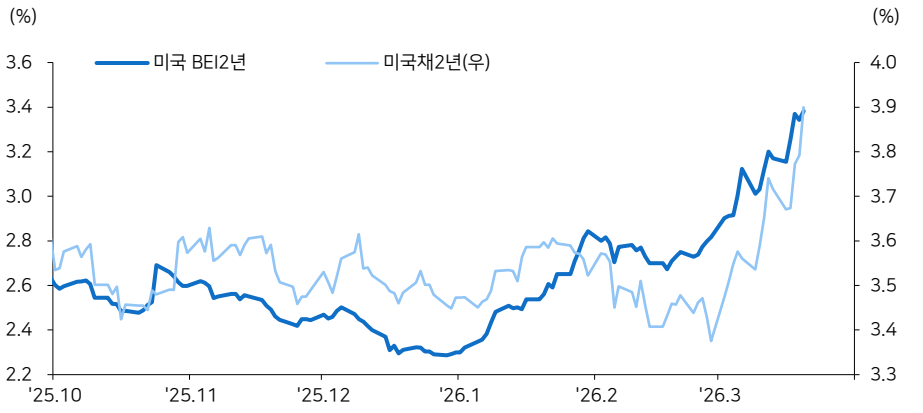
최악의 시나리오(stagflation) 20% → 50%로 상향. 현재 글로벌 채권시장으로 전이된 유가 위험은 결국 금융시장 충격을 유발 실물경제를 망가뜨릴 것. 앞으로 2주 이내 전쟁 종료 = 유가 안정을 확인하면서 금리고점 형성 과정을 주목할 필요. 미국채10년 4.3% 상단이 뚫린 현재 30년 5.0% 돌파가 중요할 것

국고10년 4.0% 상단, 전쟁이 3월을 넘어가면 트라이할 것

지난 주 Fed, BOE, ECB, BOJ까지 주요국 통화정책은 다시 인플레이션을 가장 중요한 변수로 올려놓음. 한은 역시 다르지 않은 현실을 인정하겠으나 현재 국고3년 금리가 3.4%로 1년뒤 선도금리가 3.5%까지 금리인상 기대를 반영한 영역. 자칫 불안한 의사소통은 BOE의 길트 턴트럼 같은 현상을 유발할 수 있음

낮은 확률로 보았으나 4월말까지 유가가 100달러 내외 유지할 경우 하반기 국내도 금리인상 현실화 가능성 제시. 그럼에도 기준금리 2차례 인상(3.0%)을 고려한 금리상단은 국고3년 3.5%와 국고10년 4.0%임. 통화정책 긴장감으로 3년 3.5% 뚫릴 가능성 높아졌음에도 공포를 이겨낼 용기가 필요한 영역

Chart of the Week: 미국채2년 3월 3주간 52bp 급등, 전쟁의 기대인플레 충격에 직격



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

유가가 죽어야 채권이 산다, 최악의 시나리오 50% 반영

- 3월 9일자 월간보고서 '불안! 그래도 채권은 저평가'에서 우리는 금리전망표 2개를 제시. 〈그림 1〉은 전쟁 이전 기존 당사 전망치(80%), 〈그림 2〉는 최악의 시나리오 유가 100달러가 4월까지 유지될 경우 기록할 금리경로(20%)

- 인플레 충격(전쟁)이 없다면, 올해 기준금리 동결기조 유지. 2027년까지 반도체 주도 편향된 성장탄력이 둔화되면 통화정책 기조가 다시 완화까지 갈 가능성 고려. 통화정책 중립 감안 국고3년 적정가치 2.8%, 국고10년 3.2% 정도 제시

- 유가 100달러가 2달만 가도 올해 물가 2% 중반 넘어설 전망. 4월 금통위까지 전쟁이 종료되지 않는다면, 외형적 신중함에도 한은 역시 지난 주 주요국 중앙은행과 같은 스탠스일 것. 5월말 금통위까지 전쟁 종료되지 않으면 3%대 물가 추정, 2차례 기준금리 인상 및 국고3년 3.5%와 국고10년 4.0% 상단 테스트

그림1 **주요 금리전망 테이블(기존): 예상보다 양호한 미국경제와 금리인상이 없다고 해도 고점 테스트 진행 중인 한국**

지표(평균) (%)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
기준금리(기말)	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
국고3년	2.39	2.45	2.84	3.00	2.85	2.75	2.70
국고5년	2.52	2.61	3.03	3.10	3.05	2.90	2.82
국고10년	2.73	2.83	3.20	3.40	3.25	3.10	3.00
국고30년	2.60	2.74	3.10	3.30	3.15	3.03	2.90
회사채AA-3년	2.94	2.92	3.30	3.55	3.35	3.20	3.10
미국 기준금리	4.50	4.25	3.75	3.75	3.50	3.50	3.25
미국채10년	4.36	4.25	4.09	4.10	3.90	3.80	3.75

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 **주요 금리전망 테이블(Worst): 전쟁위험 장기화, 100달러 이상 유가와 1,500원대 환율가정 물가부담 현실화 경우**

지표(평균) (%)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
기준금리(기말)	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.75	3.00
국고3년	2.39	2.45	2.84	3.20	3.30	3.50	3.60
국고5년	2.52	2.61	3.03	3.35	3.48	3.70	3.78
국고10년	2.73	2.83	3.20	3.50	3.65	3.83	4.00
국고30년	2.60	2.74	3.10	3.45	3.55	3.75	3.90
회사채AA-3년	2.94	2.92	3.30	3.80	4.00	4.20	4.35
미국 기준금리	4.50	4.25	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
미국채10년	4.36	4.25	4.09	4.20	4.35	4.50	4.55

자료: 메리츠증권 리서치센터

- 전쟁 발 인플레 충격은 미국 통화정책 경로 역시 올해 2차례 인하에서 동결 기조로 전환 충격을 유발할 것

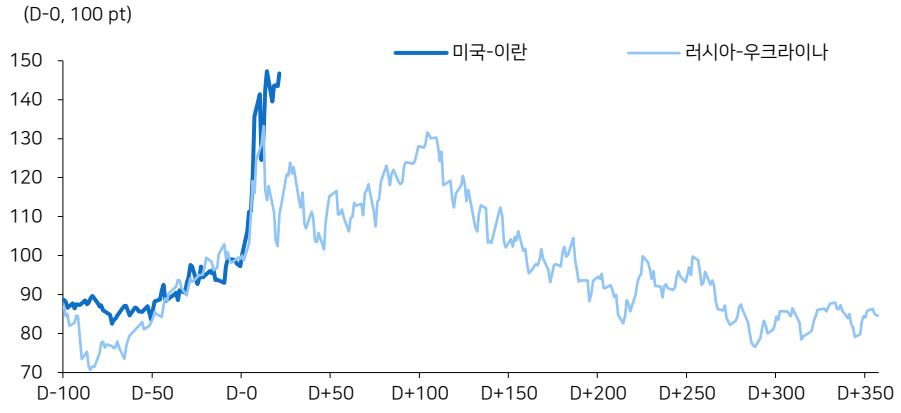
- 우리는 전쟁이 없었을 때 미국채10년 3.8% 타겟을 제시했으나 현 상황이 4월까지만 유지되어도 미국채10년 4.5%를 넘어설 것. 지난 주말 미국채10년 4.38%까지 급등, 주요하게 보았던 4.3%가 상향 돌파

- 지난 주 종가기준 WTI는 98달러였으나 브렌트는 106달러, 두바이는 158달러로 글로벌 평균 유가 민감도는 러-우전쟁 당시보다 높게 유지되는 분위기〈그림 3〉

- 미국 국민들의 정치적 역상관이 가장 높은 휘발유와 디젤가격은 30%에 가까운 빠른 속도로 증가〈그림 4〉

- 폴리마켓에서 전쟁이 종료에 대한 베팅 확률은 전쟁초기 3월 전망이 40%에서 현재 7%로 급락, 4월 종전 기대치도 35%로 기대감 후퇴〈그림 5〉

그림3 **미-이전쟁 러-우전쟁보다 유가 민감도 높게 유지, 절대수준은 낮아도 긴장 지속**

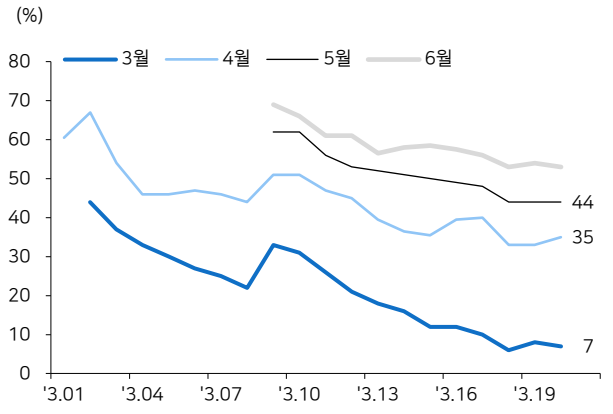


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 **휘발유 가격 20%대 상승보다 디젤 상승세 더 빨라**

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 **미-이전쟁 종료시점 베팅 3월 7%, 4월도 35%**



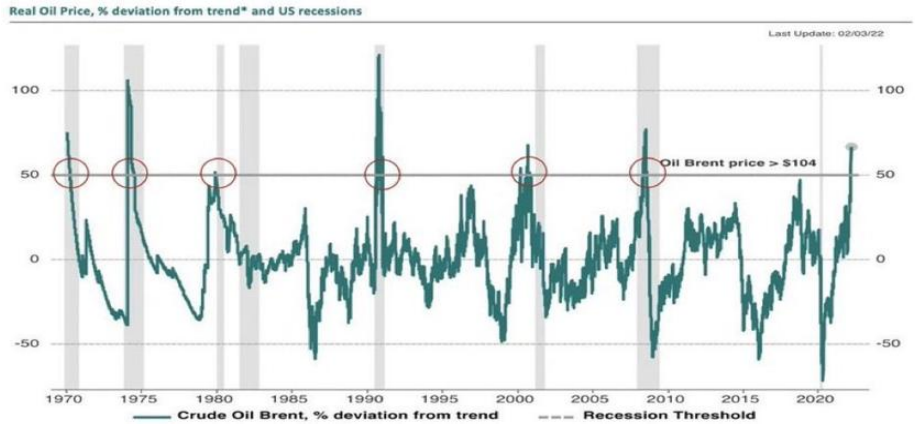
자료: Polymarket, 메리츠증권 리서치센터

- 당사도 2022년 유사한 분석을 한적이 있는데 피크테는 현재 실질유가가 추세에서 50% 넘게 이탈할 경우 경제가 침체에 빠졌다고 경고〈그림 6〉

- 현재 유가는 지정학적 위험만으로 25달러 정도의 유가 충격이 유입, 일부 안전수요까지 더해져 50달러가량 충격〈그림 7〉. 전략비축유 방출 및 중동 이외지역의 원유 생산 증가 같은 공급정책이 부진하여 유가안정 더욱 난항

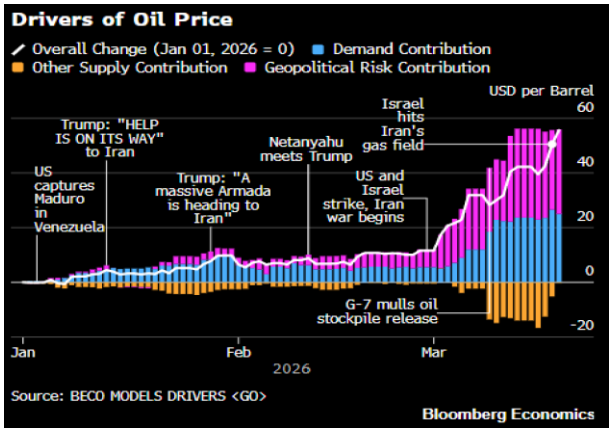
- 3월 2째주까지 러-우전쟁 당시보다 급증했던 전쟁관련 기사수보다 아직 높지 않지만 후행적으로 이번 주 급증한 스태그플레이션 기사수에 주목〈그림 8〉. 전쟁이 유발할 공급충격이 결국 경제까지 망가뜨릴 것이라는 것을 불안

그림6 **실질유가 추세에서 50% 이상 이탈할 경우 경제는 침체에 빠지곤 했음**



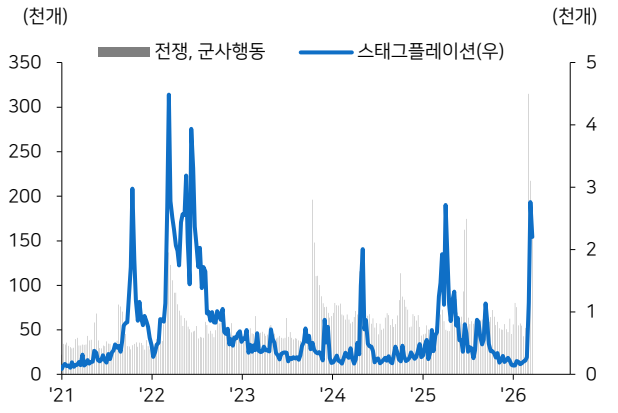
자료: Pictet

그림7 **지정학적 위험이 유발한 수요 더해져 유가 급등**



자료: Bloomberg Economics

그림8 **블룸버그 뉴스건수, 전쟁으로 스태그플레이션 공포 확산**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

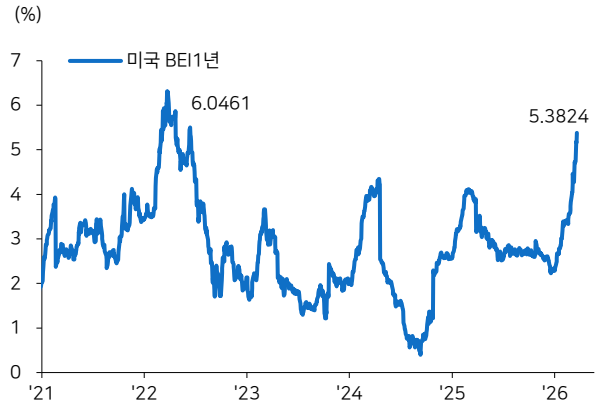
- 스태그플레이션은 장기화되지 않는다는 점에서 시장 기대인플레와 금리반응이 차별화되는 모습. 단기인 BEI1년은 이미 5.3%대를 넘어서 2022년 6.0% 정점을 향해 가파르게 오르고 있음〈그림 9〉

- 반면, 브렌트 기준 유가선물 1년후 가격은 최근 가파르게 올랐지만 이제 80달러 정도로 전쟁이 끝나면 낮아질 수 있는 정도를 가늠. 이를 반영하여 장기물가 기대를 반영하는 인플레이션스왑 5y5y는 2.5% → 2.4%로 소폭 반락〈그림 10〉

- 현재 전구간 BEI가 반등하면서 각 만기별 국채금리 견인〈표지, 그림 11〉. 인플레충격이 통화정책 경로를 긴축 쪽으로 전환, 올해 2차례 인하기대 → 동결 프라이싱으로 50bp 후퇴, 3월 들어와 미국채 2년 금리가 54bp 상승하는 충격

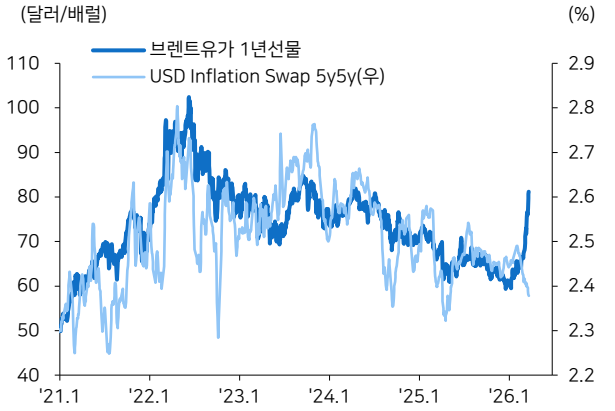
- 그나마 전쟁 이후 유가안정룸을 기대하는 부분과 스태그플레이션 충격으로 통화긴축이 실시되더라도 단기금리가 더 많이 오르고 장기 성장충격을 대비하는 수요로 일드커브가 일부 플랫해짐〈그림 12〉

그림9 BEI1년 단기인플레는 이미 러-우 전쟁 수준 육박



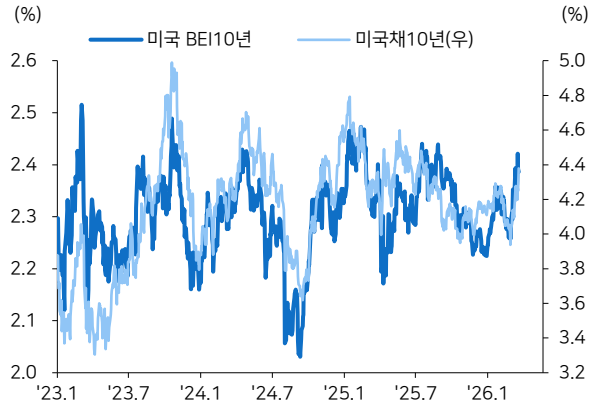
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 인플레스왑 기대인플레는 경제충격 감안 아직 정체



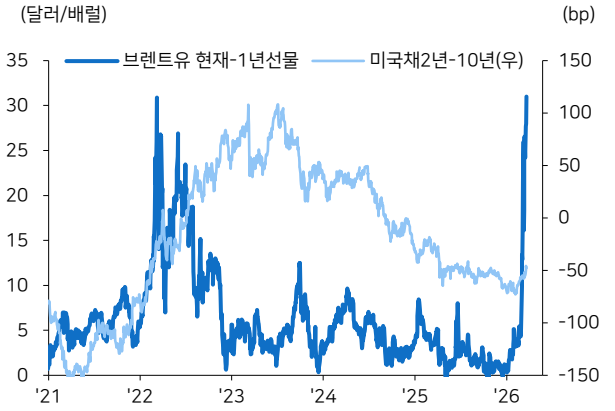
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 중장기 기대인플레 반영 미국채10년 4.3%대 상승



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 전쟁 위험 미래유가 안정 기대, 일단 커브는 플래트닝



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

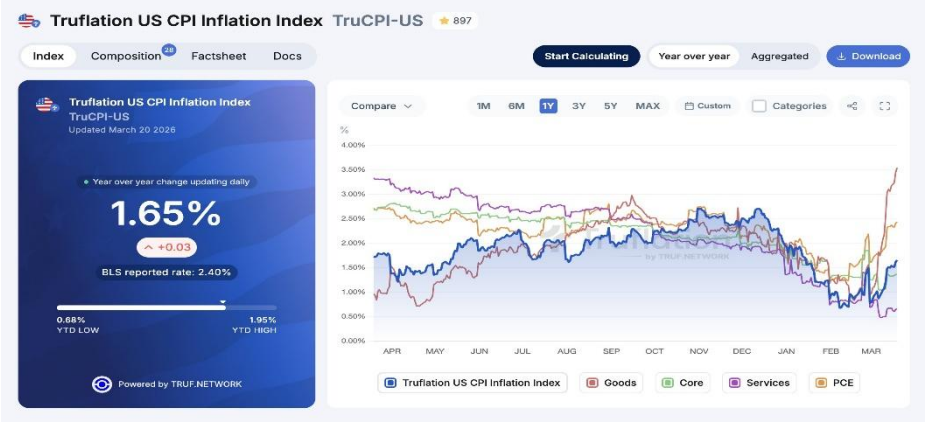
- 그러나 지난주 막판 주요국 장기금리마저 오르면서, 인플레 공포가 전반적으로 확산되는 분위기. 트럼프 대통령과 네타냐후의 전쟁 조기종식 가능성 언급 반응은 3월 19일 하루에 그치면서 20일 글로벌 대부분 지역 금리가 10bp가량 상승

- 인플레이션에 유가 영향력이 가장 높은 것을 인정하더라도 아직 전쟁 충격은 3주차임. 러-우전쟁 당시보다 절대유가 및 실질유가 수준이 낮고, 다른 에너지 가격으로 전이도 본격화되었다고 말할 단계는 아님〈그림 14, 15〉

- 파월의장은 이번 FOMC에서 주거비를 제외한 재화물가가 상승하는 것에 대해 '관세충격까지 고려'하여 유의해야 한다고 강조. 트루플레이션 추정 미국 일간 CPI는 1%를 하회하다 재화중심 1.6%대로 반등〈그림 13〉. 일간 PCE는 주거비 비중이 낮고 의료비와 재화비중이 높아 2%대 중반을 기록

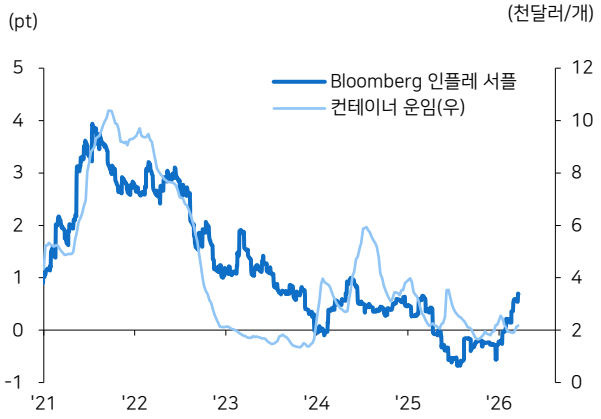
- 연준은 아직 유가상승 리스크를 전면적으로 고려하지 않는다는 수준에서 미국 통화정책도 동결 정도로 후퇴, 시장금리 충격도 상대적 제한적인 편

그림13 **미국 주거비중심 서비스는 안정이나 재화물가 급등, 인플레압력 증대**



자료: Truflation

그림14 **그나마 아직 인플레 모멘텀과 해상운임 정도 버텨줘**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 **2022년보다 에너지 및 원자재 가격전이 정도 낮아**

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

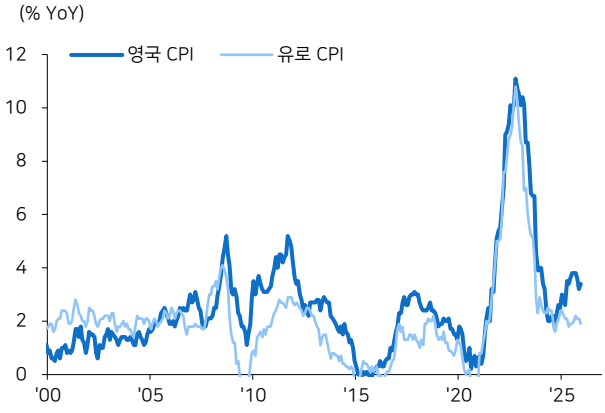
- 그렇지만 2022년 전쟁의 직접 충격이 컸던 유럽은 이번에도 물가상승에 대해 민감한 모습을 나타냄. 지난 주 19일 BOE 정책회의는 예상대로 3.75% 현수준에서 동결을 결정했으나 당일 영국채2년 금리가 40bp 급등하는 턴트럼 기록

- 기존 올해 2차례 인하가 컨센이었던 BOE 통화정책 기대가 2차례 인상으로 급전하는 모습. 강성 비둘기파조차 동결에 나설 정도로 인플레 우려 인정

- 현재도 다른 주요국보다 영국은 물가 부담이 높은 편인데〈그림 16〉, 올해 2.0%까지 안정될 것으로 기대했던 물가경로가 다시 3%대로 반등할 위험성이 커졌기 때문〈그림 17~19〉

- 영국은 브렌트 산유국임에도 불구 에너지 기업들의 민영화로 일부 에너지가격 급등의 충격이 그대로 물가에 전이되는 민감도가 높음. 게다가 브렉시트 이후 유럽 다른 국가들과 교역조건까지 취약성이 늘어 인플레이션 불안감 가중

그림16 **물가 부담 높았던 영국, 3월 BOE 회의에서 충격 유발**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

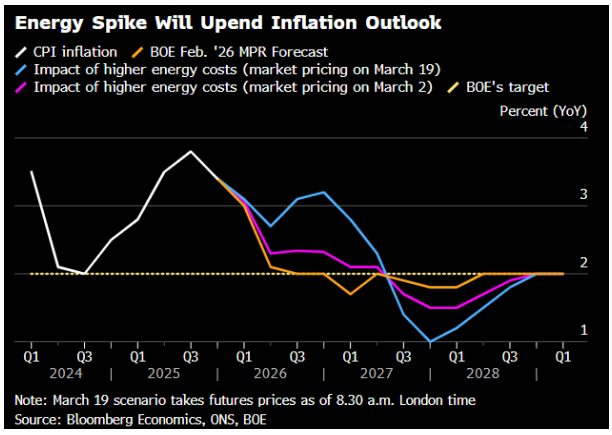
그림17 **BOE 메인 시나리오상 올해 물가는 안정되는 경로**

Table A1.B: Wages and prices (a)

	Average 1998–2007	Average 2010–19	2025 Q4	2026 Q4	2027 Q4	2028 Q4
Private sector regular average weekly earnings (b)	4.1	2.2	3.4 (3.5)	3.3 (3.2)	2.7 (2.9)	3.0 (3.2)
Private sector regular pay-based unit wage costs (c)	1.9	1.6	3.9 (3.6)	3.0 (1.9)	1.6 (1.7)	1.8 (1.9)
UK import prices (d)	-0.5	1.3	2.2 (1.6)	-0.6 (0.1)	0.1 (0.6)	-0.2 (-0.1)
CPI (e)	1.6	2.2	3.4 (3.5)	2.0 (2.5)	1.8 (2.0)	2.0 (2.1)
Energy prices – direct contribution to CPI inflation (f)	0.3	0.2	0.1 (0.1)	-0.3 (0.2)	0.1 (0.1)	0.0 (0.1)

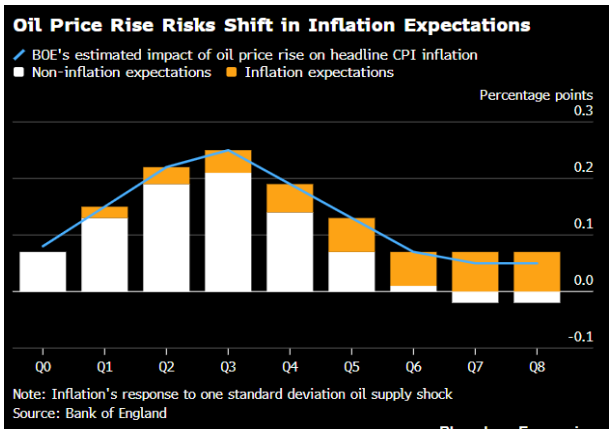
자료: BOE

그림18 **그렇지만 유가충격 장기화, 인플레 경로 바꿀 것**



자료: Bloomberg Economics, BOE

그림19 **유가충격이 다시 3%대 물가 유발하면, 긴축 불가피**



자료: Bloomberg Economics, BOE

- 이는 영국뿐만 아니라 다른 유럽국가에도 공히 적용. 같은 날 ECB 회의에서 역시 동결을 결정했음에도 향후 통화정책 경로에 대해서는 인플레이션 위험이 높아진 점을 강조

- 유럽 역시 영국과 유사하게 올해 2%대 중반 내외의 물가경로 추정, 현 기준금리 2.0%에서 추가인하는 제한하는 정도를 기대〈그림 20〉

- 그렇지만 유가상승 충격이 마일드할 경우 2.6%, 4월까지만 가도 3.5%, 1분기 정도 장기화될 경우 4.4%까지 우려의 경로를 제시〈그림 21〉. 사실 3% 중반의 물가만 해도 공급충격 때문이라고 하나 통화정책이 대응할지 고민해야 할 영역

- FOMC와 BOE, ECB 모두 현재 인플레이션은 높은 전쟁 불확실성으로 좀 더 지켜봐야 한다는 원론적 입장임에도 '필요시 대응'한다는 BOE 의견은 올해 남은 모든 회의가 'live(금리변경)'라는 인식을 강화

그림20 **ECB 역시 메인 시나리오에서 물가는 2% 중반 정도라고 보고 있지만...**

ECB's Staff Forecasts - March 2026

	2026	2027	2028
Real GDP	0.9	1.3	1.4
(December)	1.2	1.4	1.4
HICP	2.6	2	2.1
(December)	1.9	1.8	2
Core HICP	2.3	2.2	2.1
(December)	2.2	1.9	2

Source: European Central Bank

Bloomberg Economics

자료: Bloomberg Economics, ECB

그림21 **사태가 악화될 경우 올해 4.4%까지 유로존 물가 오를 것을 걱정**

Growth and inflation projections for the euro area

(annual percentage changes)

			March 2026 - baseline projections and alternative scenarios			
		December 2025 baseline	Baseline	Adverse scenario	Severe scenario	Projections with cut-off date of 4 March
Real GDP	2025	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
	2026	1.2	0.9	0.6	0.4	1.0
	2027	1.4	1.3	1.2	0.9	1.4
	2028	1.4	1.4	1.6	1.9	1.5
HICP	2025	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
	2026	1.9	2.6	3.5	4.4	2.3
	2027	1.8	2.0	2.1	4.8	1.9
	2028	2.0	2.1	1.6	2.8	2.0

자료: ECB

- 지난 주말(20일) 기준 주요국 선도금리 기준 통화정책 기대는 미국은 2차례 인하에서 올해 동결로 상향, 유럽은 동결에서 2차례 인상, 스웨덴은 1번에서 3차례, 영국은 2차례 인하에서 2차례 인상, 호주 뉴질랜드는 2차례 이상, 심지어 스위스마저 인상 가능성을 반영〈그림 22〉

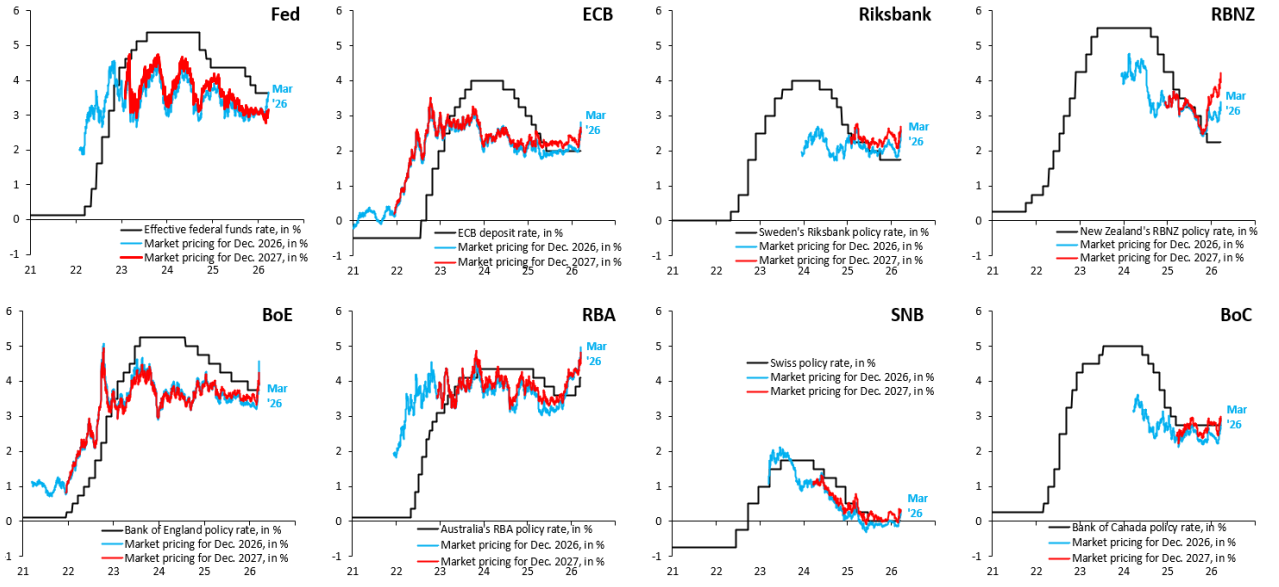
- 주요 선진국 2% 내외 물가목표에 적어도 1~2%짜리 물가충격은 1~2차례 이상의 금리인상을 필요로 할 수 있다는 기대

- 그럼에도 2022년의 강력한 긴축대비 현재 시장 프라이싱이 강하지 않은 이유는 수요견인 측면에서 1)펜데믹 당시 노동부족에 따른 임금상승 및 2)과잉유동성이 유발한 부동산+주식 등 자산효과(wealth effect)가 상대적으로 덜함.

- 3)대부분 국가들이 금리를 일부 낮췄다고 해도 중립금리 내외의 높은 수준을 유지하고 있어 제로수준의 낮았던 금리보다 현재 전반적 금리수준이 높은 점 또한 긴축의 강도 제한적 평가

- 4)당시 perfect storm 인플레이션 충격으로 미국 9%, 유럽 10% 내외, 아시아 한자릿수 중반대 물가상승대비 현재는 4% 내외 정도의 물가충격을 염려하고 있다는 점도 2022년대비 긴축 강도를 높이지 않을 이유

그림22 **지난 주 슈퍼 위크 다수 중앙은행들의 통화정책 기대는 긴축 방향으로 자극**



자료: Zerohedge

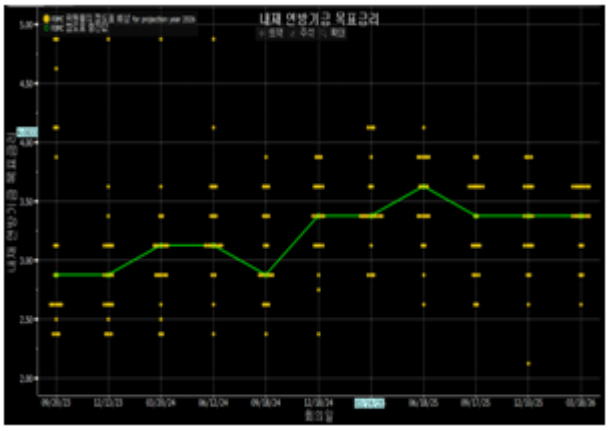
- 미래는 안다고 말하는 것이 거짓이겠으나 현재 전쟁 시나리오를 전제한 통화정책 경로는 매우 불확실성이 높은 것도 현실. 3월 FOMC에서 파월의장이 가장 많이 한 말이 'I'm not certain'이었음

- 연준의 올해 점도표는 1차례 인하를 유지했음에도 시장은 유가에 무게를 두고 동결에서 소폭 인상까지 프라이싱하는 수준으로 금리를 끌어올림

- 2023년 연준의 점도표는 2022년 3월에는 3.0%, 6월에도 4.0% 정도에서 인상이 멈출 것이라고 제시했으나 5.5%까지 인상이 단행〈그림 24〉

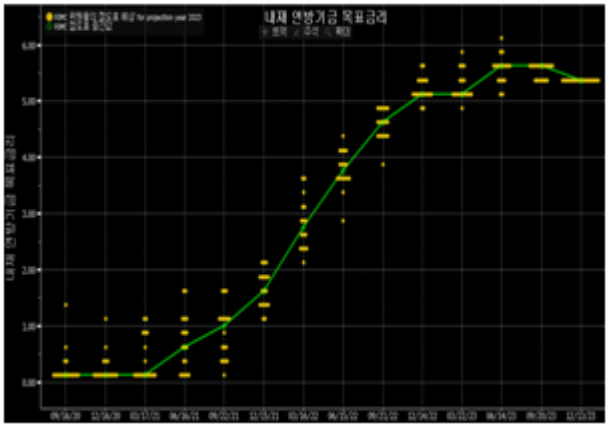
- 반대로 2024년은 6월 FOMC만 해도 높은 물가부담으로 연내 1차례 인하 실시를 제시했지만, 실업률 급등(Sahm-rule)으로 9월 빅컷을 단행 연말까지 100bp 인하〈그림 25〉. 2025년 6월 점도표 역시 당해 관세부과 물가 부담으로 1차례 인하를 제시했지만, 결국 9월 이후 3차례 연속 인하〈그림 26〉

그림23 **2026년 점도표 올해 1차례 인하는 겨우 유지**



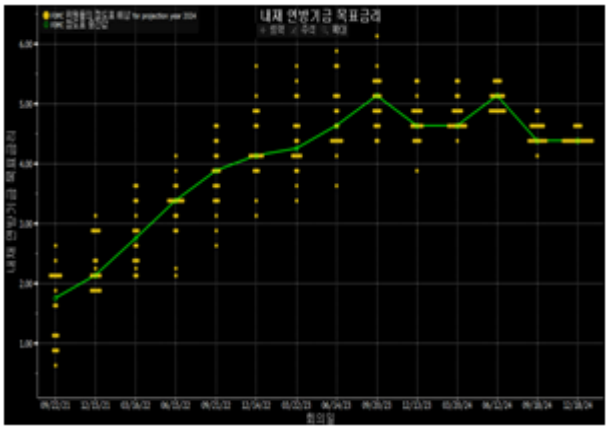
자료: Bloomberg Economics, Fed

그림24 **2023년 점도표, 매우 가파르게 상향되었던 경험**



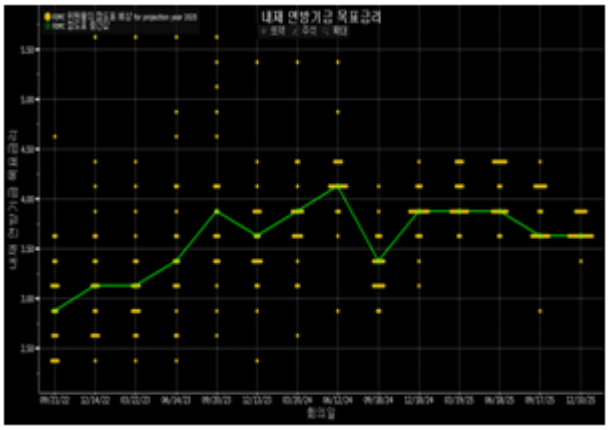
자료: Bloomberg Economics, Fed

그림25 **2024년 점도표, 6월까지 1번 인하 현실 100bp 인하**



자료: Bloomberg Economics, Fed

그림26 **2025년 점도표, 관세부담 2차례에서 현실 3차례 인하**



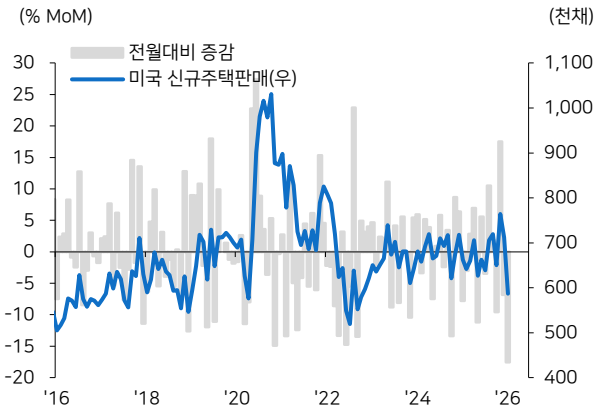
자료: Bloomberg Economics, Fed

- 2월말까지만 해도 인하를 반영했던 미국과 영국의 통화정책이 전쟁이 끝난다고 바로 인하를 프라이싱할 수 있을지는 지켜봐야 하나 전쟁의 충격 이외에 경제의 하방위험이 많다는 점은 주의할 필요

- 지난 주 메인 이벤트에 묻혔지만 2월 미국 신규주택판매는 2월 mom -17%를 기록〈그림 27〉. 유가급등으로 전반적 금리가 오르면서 모기지30년 금리는 2월말 일시적으로 6%를 하회하기도 했지만 다시 6.3%대로 반등

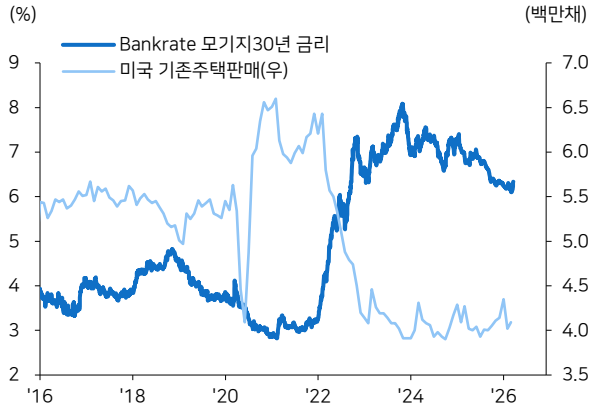
- 긴축이 5년이 넘어서면서 전반적인 부채의 평균만기를 넘어서자 고금리의 부담이 본격화〈그림 29, 30〉. 우리는 전쟁 위험이 완화되면 현재 미국 부동산 시장을 중심으로 신용위험에 대해 주목해야 한다는 의견을 지속적 제시

그림27 **미국 2월 신규주택판매 mom -17%로 급감**



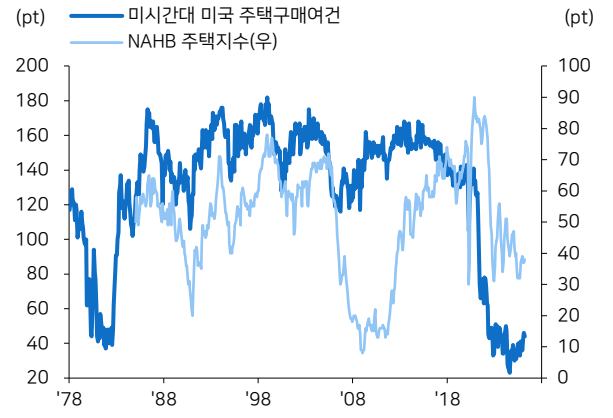
자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림28 **모기지금리 다시 6% 중반 주택거래 큰 폭 위축**



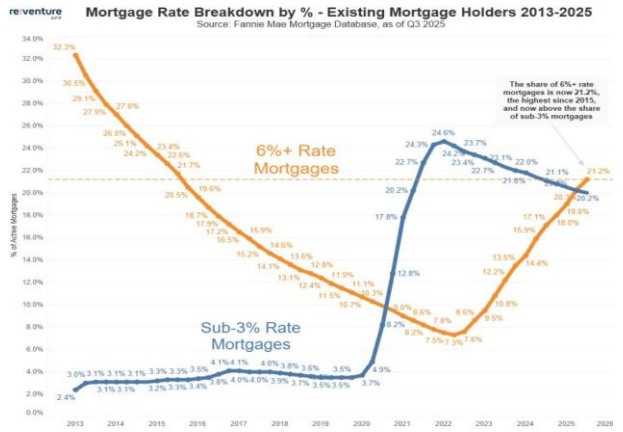
자료: Bloomberg, US NAR, 메리츠증권 리서치센터

그림29 **최악에서 회복되지 않는 미국 부동산 심리**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림30 **고금리>저금리 구조는 신용위험도 높이고 있어**



자료: Fannie Mae

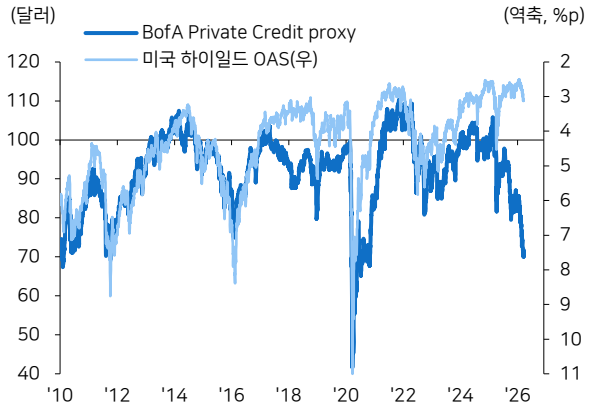
- 현재 전쟁이 유발한 채권시장 약세가 최근 불거진 사모대출 중심의 신용시장 위축으로 이어질 위험성 높음〈그림 31〉. 제도권인 하이일드 시장으로 전이되지 않은 점은 긍정적이나 사모대출 위축은 더욱 심화

- 전쟁의 종료와 함께 유가중심 에너지가격이 얼마나 빠르게 안정될지 여부가 글로벌 채권시장 안정의 전제조건인 것은 모두다 아는 사실. 다시 지지율이 하락중인 트럼프 대통령에게 중요한 현실, 연준의 금리인하 후퇴 역시 악재〈그림 32〉

- 미국증시가 올해 고점에서 6% 조정 정도에 그쳤다고 해도 금리상승 불안. 우리는 전쟁 장기화시 미국채10년 4.5%까지 상단을 제시했으나 적절히 수급될 경우 4.3%정도에서 방어할 것으로 언급

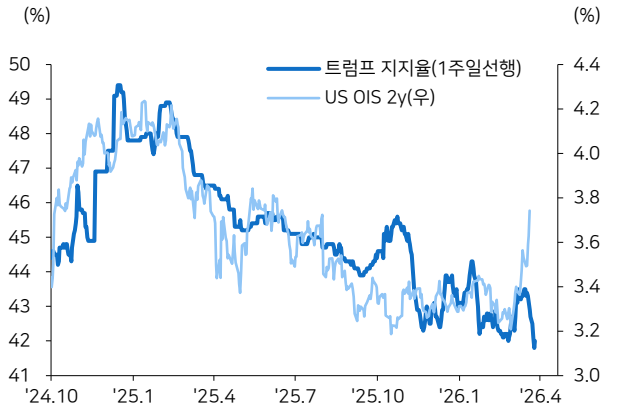
- 지난 주말 10년 4.38%까지 상승으로 주요해진 것은 미국채30년 5.0% 상방돌파 여부. 현재 4.94%로 30년금리가 5%를 넘어섰을 때 주식시장 불안심리를 더 자극했던 경험 주목〈그림 33〉

그림31 **하이일드 전이 안되었지만, 미국 사모대출 위축 지속**



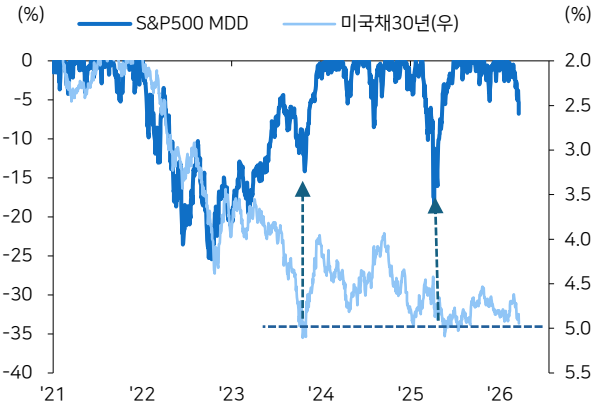
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림32 **트럼프 지지율 급락, 연준 통화긴축 우려 부담 커져**



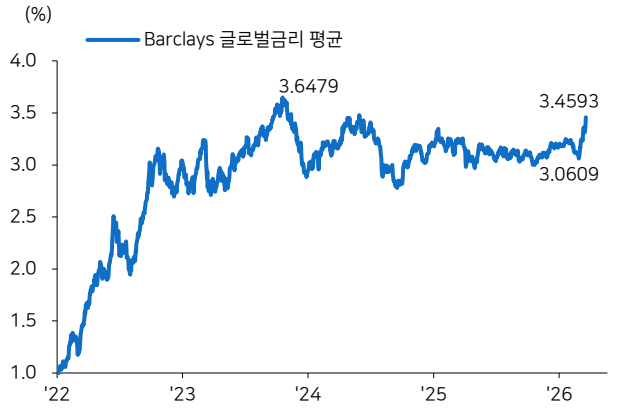
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림33 **미국채30년 5% 넘어설 경우 위험자산 충격 커질 것**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림34 **글로벌 평균금리 2023년 긴축 정점을 향해 반등**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

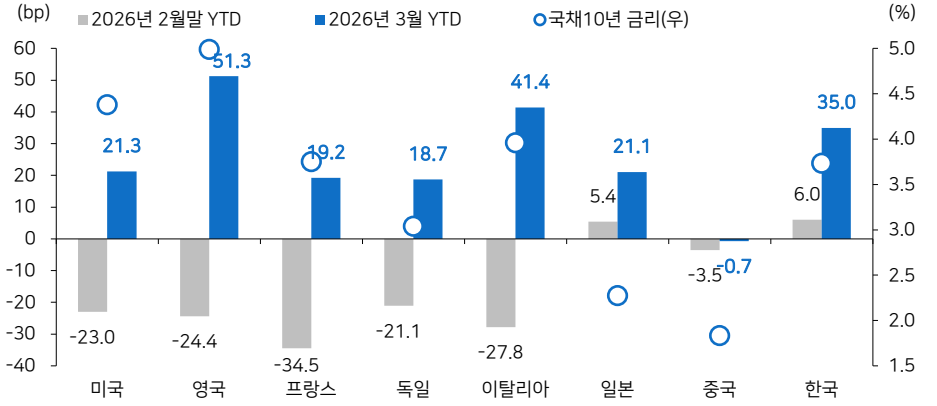
국고10년 4.0% 상단, 전쟁이 3월을 넘어가면 트라이할 것

- 글로벌 금리충격, 한국 역시 크게 휘둘리고 있지만 3월 상승분은 주요국대비 무난한 수준. 국내 금리가 통화정책 전환 및 일부 수급(추경+정부보증채)의 오해로 인해 다른 지역보다 미리 많이 올라와 이는 상태였기 때문

- 2월까지 미국과 유럽 주요국은 작년말대비 20bp 내외 정도 금리가 하락했으나, 3월까지 YTD로 20~50bp까지 상승 전쟁발발후 충격이 크게 유입. 미국은 2월말 대비 44bp, 영국은 무려 75bp, 프랑스 53bp, 독일 40bp, 이탈리아 69bp 충격

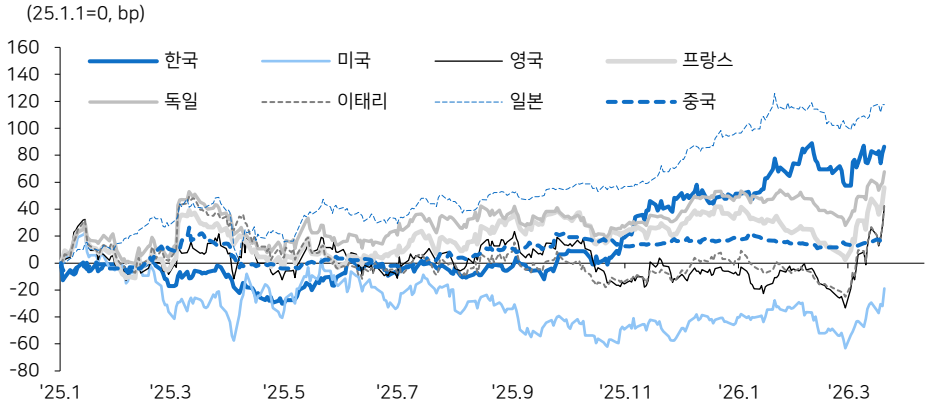
-반면 통화긴축 우려가 선제적 반영된 일본은 2월총선 이후 금리가 안정 전쟁 이후 16bp, 중국은 3bp, 한국은 29bp 정도가 상승함. 이제부터 인플레이션 현실화 정도에 따라 통화정책 기대를 재정비해야겠으나 한국금리는 선제적 많이 오름

그림35 **2월말까지 안정적이던 금리, 작년말보다 평균 20bp 이상 큰 폭으로 급등**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림36 **국채10년 금리추이: 3월 이후 자원취약국 민감도 증대, 한국은 미리 올라있어 제한**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

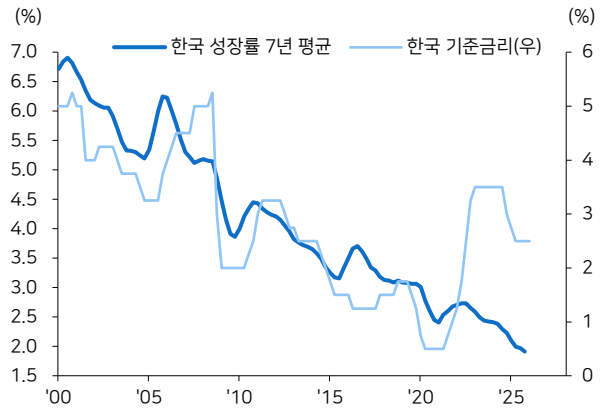
- 한국의 장기성장추세에서 펜데믹 이후 하향추세가 잠시 주춤한 구간도 있었으나 현재 2%를 하회할 정도로 둔화압력이 높다는 점을 고려할 때 일부 경기개선으로 금리인상을 언급했던 시각은 앞서간 시각〈그림 37〉

- 반도체(yoy 160%)중심 한국 수출증가율이 30%에 육박하며 양호한 편이나 이 기울기를 유지하기는 쉽지 않음. 한국보다 먼저 반도체 수혜로 전체수출이 작년 4분기 yoy 60%까지 늘었던 대만은 기저효과 등이 감안 yoy 20% 둔화〈그림 38〉

- 반도체 칩수유가 여전히 양호한 편이라고 해도 3월 들어와 전쟁과정에서 반도체 가격상승 기울기가 일부 완만해지는 모습〈그림 39〉. 오버부킹을 고려할 때 재차 반도체 가격이 오를 수 있겠으나 유가 중심의 인플레충격은 공히 다른 투자위축 및 경기둔화를 유발할 수 있음

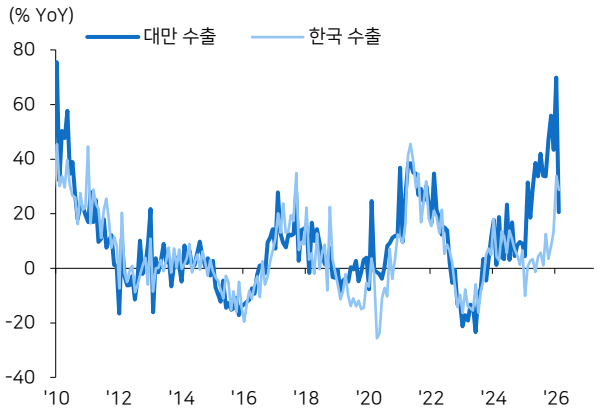
- 카타르 타격으로 LNG관련 한국 에너지 수급에 차질이 생겼는데, 또 한가지 반도체 생산에 중요한 헬륨까지 타격〈그림 40〉

그림37 한국 장기성장추세 개선되지 않아 금리인상 부담



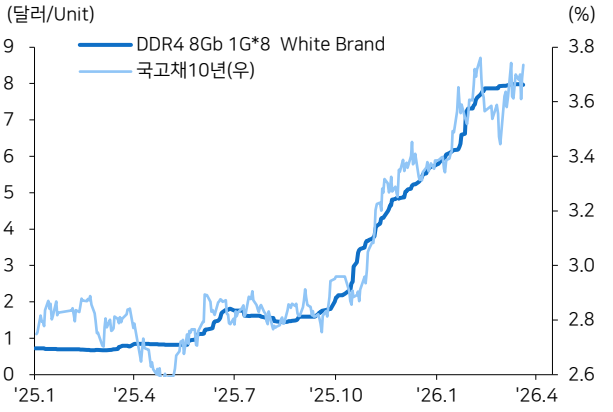
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림38 현재 수출증가율 기울기 지속될 수 없어 (feat 대만)



자료: 산업통산부, 메리츠증권 리서치센터

그림39 칩가격 상승 기울기 3월 들어와 일단 플랫



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림40 카타르 타격, LNG 이어 반도체 중요한 헬륨까지 부족

자료: Visual Capitalism

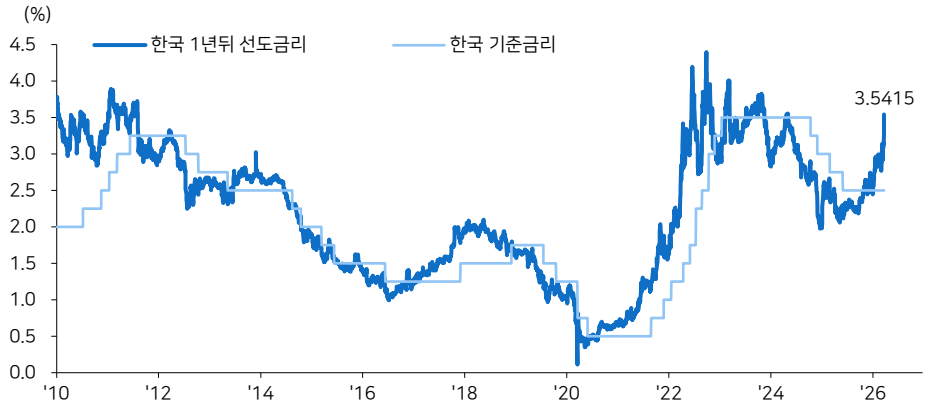
- 지금은 물가에 초점을 맞춘 금융시장 상황이 전제, 채권금리는 다시 3년이 3.4%대 10년이 3.8%를 육박. 그럼에도 현재 선도금리가 1년 이후 기준금리 3.5%까지 반영한 수준은 과도하다고 판단〈그림 41〉

- 우리는 4월 금통위까지는 한은이 일부 인내심을 발휘하더라도 원론적 대응의 필요성은 지난 주 다른 중앙은행의 발언과 유사하게 나설 것으로 판단. 절대물가 부담이 5%를 위협할 정도가 아니라면, 현재 내수경기 위축까지 고려할 때 금리인상은 2차례 정도까지 반영이 적절한 수준일 것

- 이를 고려할 때 현재 시장금리 수준은 물가충격을 감안해도 8부능선을 넘어선 수준. 2022년 레고랜드 사태와 2023년 미국채10년 5% 돌파구간에서 국고3년과 10년이 4% 중반대에서 만나기도 했지만, 현재 그 상황을 전제하에 대응하는 것은 아직 좀 더 신중하게 접근

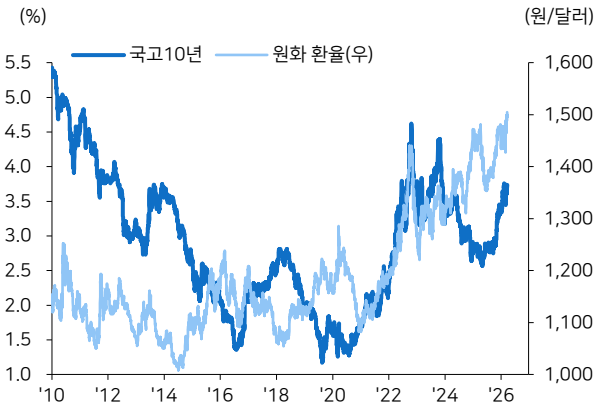
- 최악의 시나리오 확률을 20% → 50%까지 상향한 것은 현재 상황임

그림41 **1년뒤 선도금리 3.5%, 100bp 인상기대를 반영하는 영역**



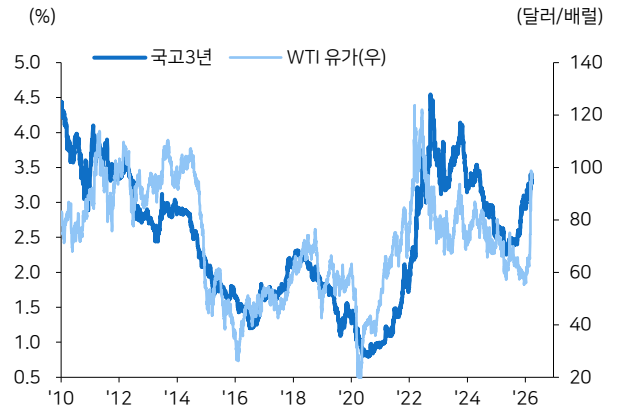
자료: Bloomberg, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림42 **원/달러 환율 1500원 이슈도 중요하지만**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림43 **유가가 죽어야 채권, 아니 모두가 산다**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주간 이벤트 및 평가(3월 23일 주간)

- 시장에 영향을 줄 경제지표 발표 및 통화정책 이벤트 소강 상태. 모든 관심이 중동에 집중되어 있으며, 지상군 투입 현실화 및 해협 확보 가능성 등을 가늠해 나갈 것. 전쟁 상황에서는 주요 인사의 발언이 전략적 의도를 반영한 블러핑 성격을 띨 수 있음에 유의, 섣부른 판단 지양 및 신중한 접근 요구. 한편 양측이 주요 에너지 인프라를 공격하는 방식으로 확전 양상을 보일 경우 채권 약세 심화

표1 **금주 이벤트 프리뷰**

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
3월 24일	영국/유로	S&P PMI 지수(합산) /HCOB PMI 지수(합산)	★★	53.7/51.9	이란 사태 영향을 가늠할 초기 단서 제공. 전쟁에서 비롯된 불확실성이 새로운 성장 하방 압력을 만들어 낼 지 확인
3월 25일	독일	IFO 기업환경지수	★★	88.6	이란 사태 영향을 가늠할 초기 단서 제공. 기업 생산설비가 직접적으로 타격을 받은 것은 아니기 때문에 ZEW처럼 당장 급격하게 악화되지는 않을 것으로 예상
3월 25일	영국	2월 소비자물가	★★	3.0% YoY	상황이 급변하여 컨센서스 3.0%를 하회해도 본전. 에너지 외 항목에서 상승세 확대될 경우 인플레 우려 심화시킬 것
3월 26일	미국	2월 수입물가	★★	0.2% MoM	통상 수입물가 지표는 채권시장에 미치는 영향이 크지 않지만, 비에너지 재화 가격 상승세로 미국-이란 충돌 전 인플레가 억제되지 않음이 확인될 경우 숏재료로 부각될 수 있다는 의견
3월 26일	한국	4월 국고채발행계획	★★	19조원	수급 여건 감안 당국에서 시장 안정화 의지를 가지고 유연성을 발휘하고 있지만, 상반기 목표치 하단인 55%와 발행 진도율 감안시 19-20조원 발행 예상. 한편 바이백 윤곽 주목
3월 28일	미국	3월 미시간대 소비심리 (확정치)	★★	55.5	미국-이란 전쟁 지속되며 예비치에서 추가로 악화될 전망. 설문 특성상 1년 기대 인플레뿐만 아니라 장기 기대 인플레에도 상승으로 응답했을 가능성. 인플레 스왑 흐름과 차별화된 모습 나타날수도

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 정리

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포될 수 없습니다.