2026. 3. 4 (수)

Macro Preview와 Core View (2026년 3월)

경제분석
Economist 이승훈
seunghoon.lee@meritz.co.kr

RA 박민서
mspark@meritz.co.kr

- 전쟁이라는 돌발변수에 가려진 펀더멘털: 개전 초기 분위기 험악
- 비교적 확실한 것은 미국 AI투자 모멘텀과 반도체 중심 한국 수출 호황
- 3월 이벤트: 중국 전인대, 미-중 정상회담이 경제지표보다 중요
- 달러/원 환율도 전쟁의 전개 방향에 따라 등락. 3월 range는 1,430~1,510원

전쟁이라는 돌발변수에 가려진 펀더멘털

2월말 미국-이스라엘의 對이란 공습 현실화로 세간의 관심은 펀더멘털보다 전쟁 전개 양상에 집중되어 있다. 트럼프 대통령의 시나리오대로 한 달 안에 상황이 다소 진정될 가능성에 무게를 두고 있으나, 분위기는 험악하다. 이란은 호르무즈 해협 봉쇄와 더불어 인근 중동 지역의 석유/가스 시설까지 겨냥하고 있기 때문이다. 사실은 미국을 압박해 달라는 요구이겠지만, 에너지 가격 급등이라는 터널은 어둡다. 그럴수록 돌발변수에 가려지는 펀더멘털을 계속 주시하며 가야 한다.

비교적 확실한 것은 미국 내 AI 관련 투자 모멘텀이 확대되면서 반도체를 중심으로 한국 수출이 빠르게 성장하고 있다는 사실이다. 반면 미국 소비와 노동시장 신장세는 약화되고, 주택시장-저소득층 여건도 녹녹치 않아, 상반기 관세발 인플레 압력의 추가 전가가 지나가면 연준 금리인하를 기대해야 하는 형국이다. 문제는 3월 FOMC에서 그와 관련한 힌트를 찾기 어렵다는 것에 있다.

3월에 예정된 이벤트 중에서는 경제지표보다 정치일정이 중요하다: 1) 중국의 전인대 개막과 2) 미-중 정상회담이 핵심이다. 각각 1) 디플레 완화 정책 현실화 여부와 2) 양국간 무역합의 혹은 휴전 도출 여부가 중요하겠다.

환율이야 말로 전쟁 전개 상황이 변수일 것

연말 연초 외환시장 안정화 정책과, 일본 중의원 선거 이후 엔화 약세 진정은 달러/원 상승세에 제동을 걸어 주었다. 기업들과 금융기관이 1,480원을 유의미한 저항선으로 인식하고 보유 달러를 풀면서 수급 여건도 안정화되었다. 때문에 2월 말까지만 하더라도 1,440원을 하회한 환율이 다시 상승하기 어렵다는 견해도 등장했다. 그러나 이란 사태 이후 달러/원은 전쟁이라는 변수에 따라 움직이고 있다.

3월 한 달 간은 전쟁 전개 상황에 따라 금융변수들이 민감하게 반응할 구간이 되었다. 유가가 오를수록 달러화는 강해지고 원화는 약해질 것이며, 전쟁이 진정되면 반대 힘이 작동할 것이다. 3월 달러/원 범위로 1,430~1,510원을 제시한다.

Macro event preview (2026년 3월)

- 미국 소비-고용 여건 약화. 반면 제조업 확장국면 복귀. 물가 압력도 재부각
- 개별 지표보다는 정치 이벤트(미-일, 미-중 summit)와 전쟁 전개 양상 중요

표1 **3월 주요 매크로 이벤트**

날짜	이벤트		포인트
3월 1일	한국 2월 수출(기발표)	★	▪ 전년대비 29.0% 및 일평균 49.3% 증가. 특히 반도체 160.8% 및 컴퓨터 221.6%로 사상 최고 ▪ 메모리 고정가격 급등(DDR4 8Gb +863%, NAND 128Gb +452%)한 영향 컸음
3월 3일	미국 2월 ISM 제조업지수 (기발표)	★	▪ 2월은 전월과 유사(52.4 vs 1월 52.6). 1월 대비 신규주문, 생산 지수 하락했으나 확장 국면 ▪ 지역 연은 Capex 전망치가 25년 이후 상승하고 있기에 향후 점진적 개선은 기대되는 상황 ▪ 단, 가격지수 상승은 불편: 과거 관세가 PPI를 통해 최종수요/소비자들에게 전가되고 있을 가능성
3월 5일	중국 전인대 개막	★	▪ 실질 성장률보다 명목 성장률 반등이 중요: 5% 미만으로 성장목표 제시되면 저가 밀어내기 압력 완화 ▪ 내수 부진 대응 위한 적극적 재정정책 유지. 통화정책은 전면 완화보다 정책수단 통한 선별지원 예상 ▪ AI, 자율주행, 신소재, 휴머노이드 로봇, 바이오 등 신산업들의 기술자립 및 첨단 제조업 육성 ▪ 그 외 양회 후 발표될 제15차 5개년 규획 최종안 주목. 사회주의 현대화 위한 중기 로드맵 제시
3월 6일	한국 2월 CPI		▪ 전월대비 +0.46%(1월 0.4%), 전년대비 2.15%(1월 2.0%) 전망. ▪ 설 연휴 직전까지 계절적 농산물 가격 상승, 외식 및 외식 제외 서비스 가격 상승세 감안
3월 6일	미국 1월 소매판매		▪ 전월대비 역성장 폭 확대될 전망(1월 -0.02%, 시카고 연은 추정치 -0.09%) ▪ 자동차 판매량 둔화되는 가운데, 미국 전역 역대급 한파에 외식소비 타격 입었을 가능성 높음
3월 6일	미국 2월 고용동향	★	▪ 비농업취업자수 전월대비 6만 명 증가 및 실업률 4.3%로 컨센서스 부합할 전망 ▪ 1월 수치(13.0만 명) 서프라이즈 였으나, ADP 민간고용 1월 2.2만 명 및 4주평균치(2/7 마감) 12,750명 감안하면 노동시장 탄력 둔화되고 있음은 분명
3월 9일	중국 2월 물가지수		▪ 2월 CPI는 1) 춘절 연휴(작년은 1월), 2) '25.2월 -0.7% 기저에 전월치 +0.2% 대폭 상회 전망 ▪ 중국 정부에서 Q보다 P에 주목하며 업사이드 리스크 크지만 아직까지 효과는 가시화되기 이전
3월 11일	미국 2월 CPI		▪ Core CPI 기준 전년대비 +2.6%(1월 2.5%) 전망 ▪ 주거비 비중(약 35%)이 높기에 CPI만 본다면 관세 영향 미미한 것처럼 보일 수 있음 ▪ 그러나 1월 PPI가 유통 서비스업으로 반등한 것은 관세 부담의 전가가 이어지고 있음에 유의
3월 13일	미국 1월 PCE 물가지수	★	▪ Core PCE 기준 전년대비 +3.1%(1월 3.0%) 전망 ▪ 관세발 인플레 1Q에 정점을 형성할 가능성 높게 보는 가운데, 재화 물가 점진적 상승세 확인 ▪ 그 외 PCE에 반영되는 PPI인 의료비(의사/입원/간병), 항공료 1월에 일제히 상승
3월 16일	미국 3월 뉴욕 제조업지수		▪ 제조업지수 중 가장 먼저 발표되고, 반도체/장비/산업재 공장 밀집되어 있다는 점에서 주목 필요 ▪ 최근 수주잔고(1월 -8.2→2월 9.1), 자본지출 전망(1월 10.3→2월 18.2)로 반등하고 있음
3월 18일	미국 2월 PPI	★	▪ 전 가공단계에 걸친 관세발 인플레이션 부담 지속적으로 나타나고 있음 ▪ 특히 유통 서비스 PPI가 1월 전월대비 +2.5% 상승하며 소매업체로 가격 전가 가속화 확인
3월 16-19일	엔비디아 GTC		▪ 'AI 에이전트와 추론량 급증→연산량=매출→단위 연산량당 비용 절감' 논의 진전 기대
3월 19일	미-일 정상회담	★	▪ 사나에 총리, 회담을 통해 희토류 등 안보 분야에서 미국과 협력 강화 희망한다는 취지 발언 ▪ 2/17 대미투자 1차 프로젝트(360억 달러) 발표했으며, 회담 전후 2차 프로젝트 발표될 가능성
3월 19일	3월 FOMC	★	▪ 1월 FOMC 의사록 발표된 이후 인하 기대 대폭 축소 ▪ 수정 경제전망에서는 성장률과 물가전망 상향 조정 가능성. 최근 노동시장 안정화 견해 있어, 2월 고용이 크게 악화되지 않으면 실업률 전망은 유지. ▪ 점도표 중위수는 1회 인하 유지될 것으로 보나, 분포는 일정 범위로 수렴되는 분위기일 것 ▪ 결국 물가가 안정 수순 밟는 것을 확인하는 2분기 중반에 가서야 금리인하 기대가 부상할 가능성
3월 19일	BOJ 3월 금융정책결정		▪ 동결. 춘투 임금협상 결과가 확인되는 4월 BOJ 수정경제전망 발표 전까지 신중론 ▪ 사나에 총리가 금리인상에 난색, 신규 BOJ 위원에 비둘기파→추가 인상은 이르면 6월
3월 31일-4월 2일	미-중 정상회담	★	▪ 지난해 10월 한국에서 아시아태평양경제협력체(APEC) 정상회의 계기로 이뤄진 후 5개월 만 ▪ 최근 IEEPA 관세 위법 판결 후, 관세 인상 중단을 위한 추가적인 휴전 검토 기대감 형성 ▪ 무역 실무협상단은 3월 초순 파리에서 만나 회담 가질 예정 ▪ 한편, 호르무즈 해협 봉쇄되면서 중국의 에너지 수급 타격 우려→중국이 외교 관리 주력할 가능성

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Macro Core View: 지역별 경제전망의 핵심

미국: 4Q25 GDP(1.4% QoQ SAAR) 부진은 정부 셧다운 때문이며, 민간 내수는 선방. 소비 모멘텀은 11~12월 둔화되었으나, AI 관련 투자 모멘텀이 힘을 받으며 성장 지지 중. 1월 NFP가 MoM 기준 13만 명 증가했으나, 헬스케어+일시적 건설업 고용증가로, 노동시장 안정화라 보기 어려움. 한편, PPI와 PCE가 오름세를 확대하며, 적어도 1분기까지 물가 우려 있을 가능성 시사. 연준은 6월 인하 재개.

유럽: 관세 충격에도 금리인하의 영향이 실물에 미치면서 제조업 회복; 금리 하락은 하반기 이후 소비확대로 연결. 올해부터는 독일 중심으로 국방지출 확대/설비-건설투자 개선 도모 차원의 재정지출 확대가 가세하며 모멘텀이 지지될 것.

일본: 작년 하반기 경기둔화로 Output gap이 (-)와 (+)를 반복. 추경 편성과 확장재정 고수라는 다카이치 정책에 힘이 실리는 모습. 1월 Core와 Core-core 물가상승률이 2.0%와 2.6%로 둔화되어 추가 인상에 여유가 생겼으나, 엔화 약세발 수입물가 압력과 경제성장세 지탱에 따른 수요측 인플레 가세 유의. BOJ 금리인상은 기조적. 다음 인하 6월, Terminal rate 1.5% 전망.

중국: 4Q25 내수 위축 심화에도 수출물량 개선으로 4.5% 성장. 올해는 확장재정, 소비 부스팅, 수출 신장 조합으로 4.5% 이상 성장 가능할 것으로 예상. 원자재 가격 상승과 소비 부스팅 영향으로 디플레에서 점차 벗어날 전망. PPI는 바닥 통과.

한국: 올해는 1) 증시 호황발 소비심리 호조, 2) 준재정 효과-설비투자 개선, 3) 건설기성 회복 등 내수 개선의 해. 관세 영향에도 반도체 중심으로 수출이 버티고 있으나, Q보다 P의 영향. 모멘텀은 상반기가 정점이나, 연간 2% 이상 성장 가능.

표2 **메리츠 경제전망 요약 및 변경 내용**

	GDP (% YoY)			CPI (% YoY)			정책금리 (기말, %)		
	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
미국	2.2	2.0	1.7	2.8 [2.8]	2.9 [2.9]	2.4 [2.6]	3.75	3.25	3.25
유로존	**1.4→1.5**	**1.2→1.3**	1.5	2.1	1.8	2.0	2.00	2.00	2.00
일본	**1.2→1.1**	1.0	1.0	3.0	2.1	2.0	0.75	1.25	1.50
중국	5.0	4.6	4.3	0.0	0.8	1.2	3.00	2.70	2.50
한국	1.0	2.1	1.7	2.1	2.3	2.0	2.50	2.50	2.25

주: [ ] 안의 숫자는 연간 Core PCE 전망, 정책금리는 미국 FFR, 유로존 Deposit rate, 일본 Call rate, 중국 1Y LPR, 한국 기준금리임
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

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, 배포 될 수 없습니다.