2026. 3. 16 (월)

길어지는 전쟁, 끌려가는 채권시장

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

RA 김영준
zerojoonk@meritz.co.kr

트럼프 지지율 하락에도 전쟁 장기화 가능할지 의문

미국-이란 전쟁 개시 후 2주가 지난 현 시점 글로벌 평균유가가 100달러를 넘어선 상황에서 트럼프의 조기 종식 발언 신뢰도 낮아지고 있음. 상대적으로 위험자산이 일부 내성이 생겼다고 하나 외환 및 금리, 원자재 시장의 높은 변동성은 금융시장을 넘어 실물경제에 부정적 충격 우려 자극 중

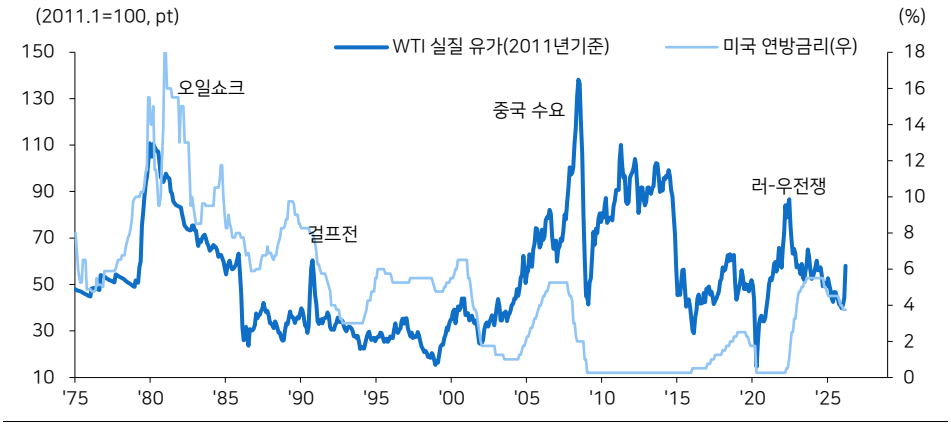
이번 주 3월 FOMC는 현재 중립기조에서 신중론 유지될 것. 다만 전쟁 장기화가 인플레 쇼크 이외 경제(growth) 쇼크로 이어질 경우 미국이 제약적 금리수준에서 금리인상을 단행하기 쉽지 않은 환경. 트럼프 지지율 하락(TACO) 여부와 함께 유가 안정이 모든 가격지표의 방향을 좌우, 미국채10년 4.3% 주요한 상단

기대인플레 통제가 중요, 그게 아니라면 국내 채권은 저평가

에너지 취약국인 한국 시장금리 충격 미국대비 높은 편. 지난 주 초반 장중 유가 120달러 육박하자 국고3년 3.5%와 국고10년 3.8% 상단 테스트. 우리는 전쟁 장기화가 기대인플레에 부담을 주지 않는다면, 한은이 금리인상을 단행할 가능성을 낮게 평가. 그럼에도 지난 주 통화신용정책 보고서 발표에도 한은 부총재보 '기대인플레 전이 여부가 중요하다'는 발언의 무게감은 인정

현재 높은 변동성 속에 일부 공급부담까지 소화해야 하는 시장부담을 알지만, 추경과 일부 공사채 공급우려는 과도하다고 판단. 우리가 최악으로 전제하는 국고10년 4.0% 상단은 유의미하며, 전쟁 위험 해소과정 지켜봐야

Chart of the Week: 유가가 오른다고 연준이 무조건 긴축을 하는 것은 아니다



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

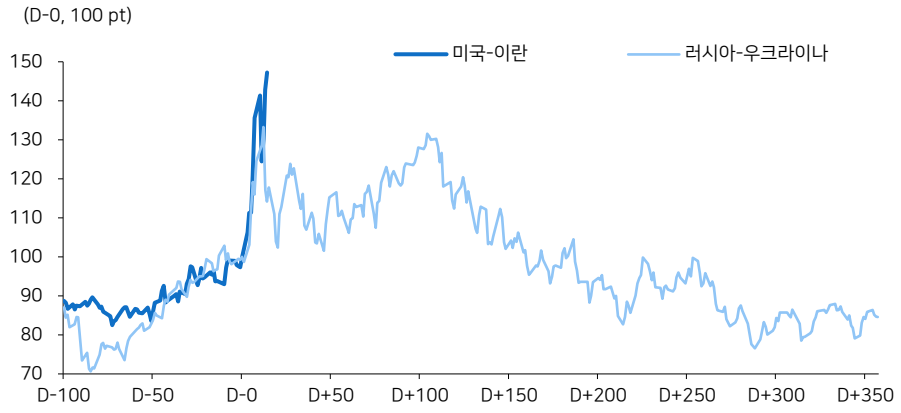
트럼프 지지율 하락에도 전쟁 장기화 가능할지 의문

- 지난 주말 브렌트 103달러, WTI 98.7달러, 두바이 현물 145달러까지 유가 고공 행진. 러-우 전쟁 발발 당시와 이번 전쟁의 발생 시점 유가를 100pt 기준으로 민감도를 추정하면, 이번 국면이 러-우 전쟁 초기보다 유가 민감도 높음〈그림 1〉

- 우리는 전쟁관련 메인 시나리오: 5~6주간 평균유가 80달러 중반에서 전쟁위험 완화를 유지. 메인 기준 유가는 미국과 한국 공히 0.2~0.3% 이내 충격으로 주요한 물가전망 변경 없어 통화정책 부담이 없는 영역

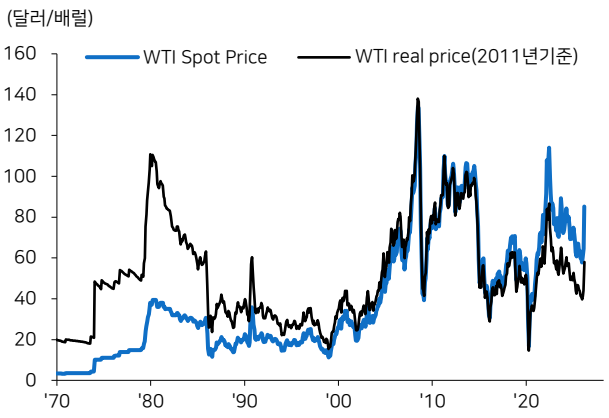
- 그러나 우리 예상과 달리 4월말까지 유가가 현 수준 100달러 내외 평균 유가를 유지할 경우 올해 미국은 0.6% 내외 한국은 0.8% 내외로 두 국가 CPI가 3%대로 반등할 위험성 높게 평가

그림1 **러-우 전쟁 발발 당시와 현재 유가를 같은 눈높이로 보면 지금 민감도 더 높아**



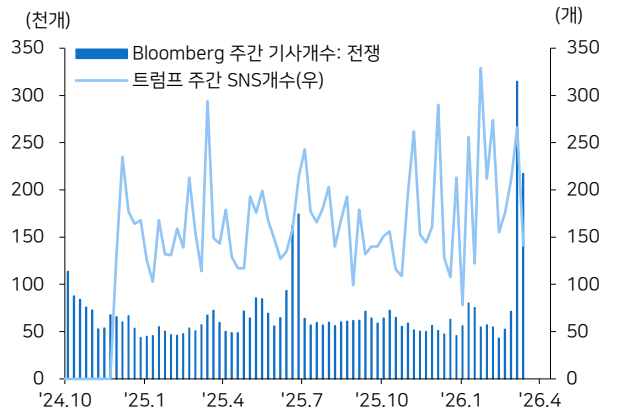
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 **장기 실질유가 기준 아직 러-우 전쟁 수준보다는 낮아**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 **트럼프 대통령, 전쟁 장기화 가능할 것인지 관건**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 현재 절대유가와 실질유가 공히 2022년 러-우 전쟁 당시보다는 아직 낮은 수준을 유지하고 있으나, 지난 주 이란 신지도부 항쟁 의지와 트럼프 대통령의 발언 신뢰성 논란으로 고유가 부담이 높아진 것은 현실로 인정. 당장 전쟁 관련 뉴스와 트럼프 대통령의 SNS 축소가 정치&정책 민감도 가늠자일 것〈그림 3〉

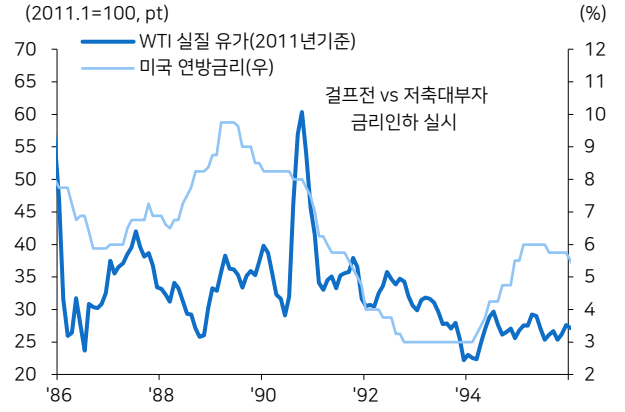
- 전쟁 2주차를 넘기면서 일부 장기화 시나리오로 연준 통화정책의 대응 여부를 가늠하는 분석이 증대. 과거 1980년 오일쇼크 당시 볼커 연준의장의 강력한 긴축은 미국 통화정책 역사상 가장 유명한 사건. 가파른 유가상승률과 미국 CPI가 15%에 육박하자 연방금리를 18%까지 가파르게 인상〈그림 4〉

- 그렇지만 1991년 걸프전 당시 실질유가가 오일쇼크 당시보다는 낮았다고 하나 단기간 유가급등에도 당시 저축대부자조합(SLA) 파산으로 경기위축 심화되자 금리인하 실시〈그림 5〉. 1991년 CPI는 5% 내외에서 3% 이하로 안정되는 구간이었다고 해도 인플레 쇼크보다 성장 쇼크대응 우선

그림4 오일 쇼크 당시는 인플레를 잡는 것이 무엇보다 중요

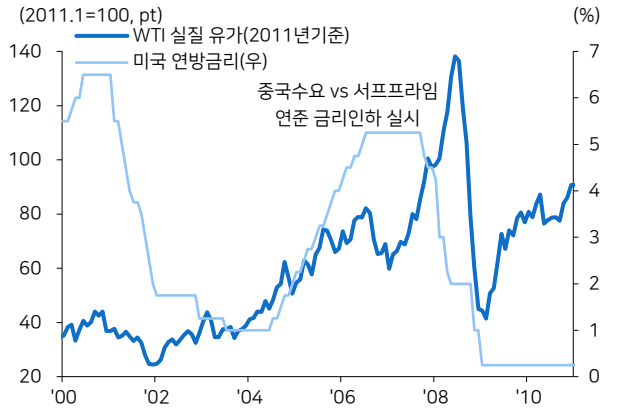
자료: Bloomberg, Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림5 걸프전 당시 미국 부동산 붕괴, 이때는 금리인하 실시



자료: Bloomberg, Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국발 유가급등, 금융위기 이전 연준 금리인하 실시



자료: Bloomberg, Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림7 2010년대 유가보다 미국 경제개선이 긴축의 요인

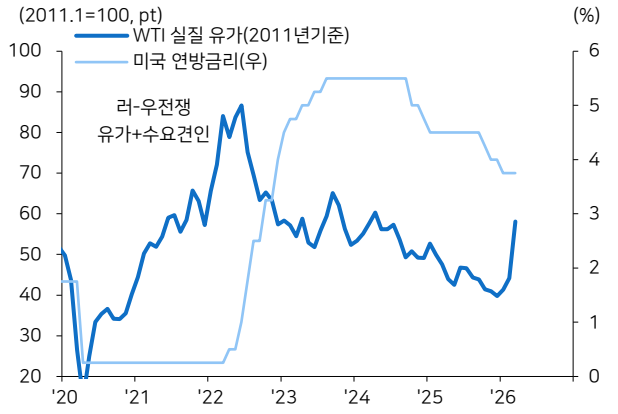
자료: Bloomberg, Fed, 메리츠증권 리서치센터

- 이와 유사한 경험이 2007년 서브프라임 금융위기로 경기위축 심화되는 과정에서 중국주도 글로벌 유가 및 원자재 가격상승 국면에서 연준 금리인하 실시〈그림 6〉. 당시 미국 CPI가 2008년 상반기 6%까지 치솟는 과정에서도 대외 수요주도의 물가충격에 연준은 미국 부동산 연착륙 위해 금리인하를 단행

- 스테그플레이션 관련 최근 경험이 2022년 러-우 전쟁이었다면 당시 연준이 강력한 긴축을 실시했던 것은 걸프전과 금융위기 직전과는 다른 양상〈그림 8〉. 러-우 전쟁 당시 유가가 미국 물가를 견인하는 주동력〈그림 9〉으로 평가되나, 당시 미국 금리인상의 핵심 배경에는 펜데믹 이후 고용갭에 따른 높은 임금증가세도 중요〈그림 10〉. 전방위적인 공급망 충격은 유가 이외 원자재 가격전이 심화

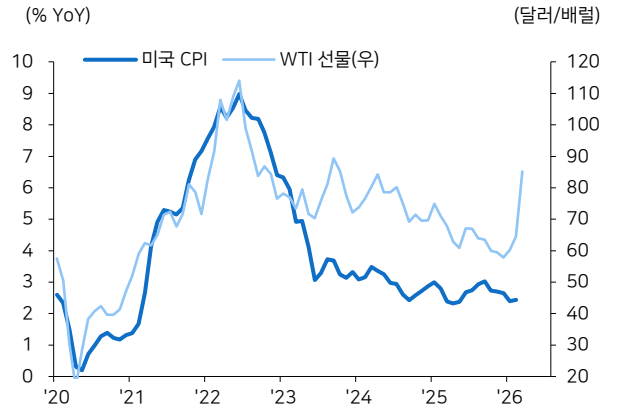
- 이는 1980년 오일쇼크 당시에도 유가상승 이외 10%대가 넘는 미국의 높은 임금상승세가 1970년 이후 장기화된 부담도 작용. 반면, 1990년과 2008년의 임금상승세는 수요견인 측면에서 연준의 부담을 높이는 재료가 아니었음. 2022년대비 현재 임금상승 속도가 비교적 안정되고 있는 것은 러-우전쟁과 다른 점

그림8 러-우 전쟁 당시 금리인상에 신중했던 연준



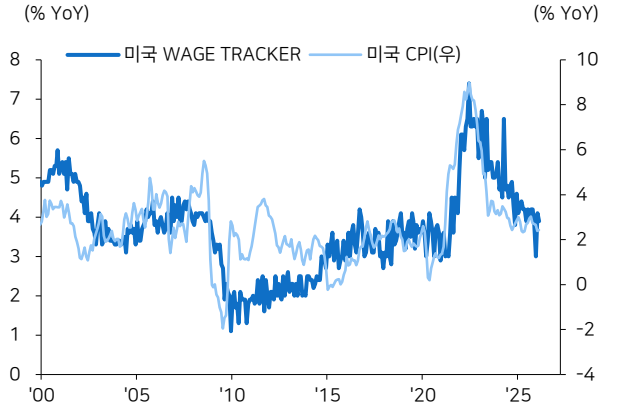
자료: Bloomberg, Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국 물가도 유가에 대한 민감도가 높았던 것은 맞다



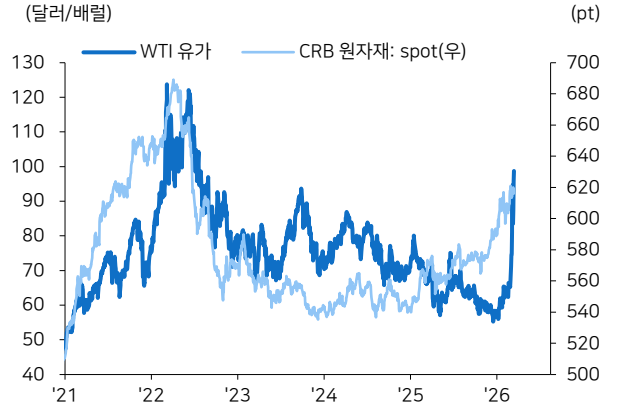
자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 2022년 긴축의 원인은 유가이외 임금상승 중요



자료: AT Fed, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림11 현재 유가보다 먼저 다른 원자재 상승, 확산 여부 중요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

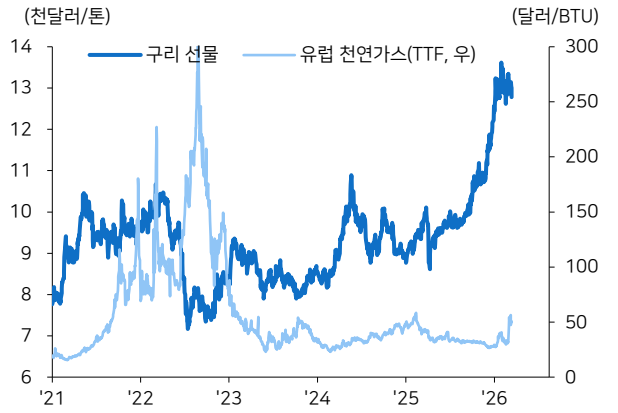
- 〈그림 12〉에서 러-우 전쟁의 민감도가 가장 높았던 유럽의 에너지가격은 현재 직접 충격이 당시보다 낮다고 하더라도 안정적인 수준. 그리고 구리 가격은 전쟁과 무관하게 일부 비철금속 수요강화로 오르다가 전쟁 발발 이후 상승세 주춤

- 〈그림 13〉에서 지난 주 2월 미국 CPI와 1월 PCE 기준 전쟁 충격이 유입된 상황은 아니나 미국 인플레 서플지수는 2022년 공급망 충격 당시보다 안정적 수준에 머물고 있음. 그리고 해상운임 역시 전방위적 공급망 충격보다 전이 과정 완만

- 2022년 러-우 전쟁 시기는 펜데믹 이후 무너진 일부 공급망 충격과 고용시장 갭의 부담이 동시에 작동, 미국은 8% 그외 주요국도 6% 내외의 높은 물가 압력을 만들었으나 현재 미국-이란 전쟁에서 전방위적 위험 확산을 이야기하기 성급함

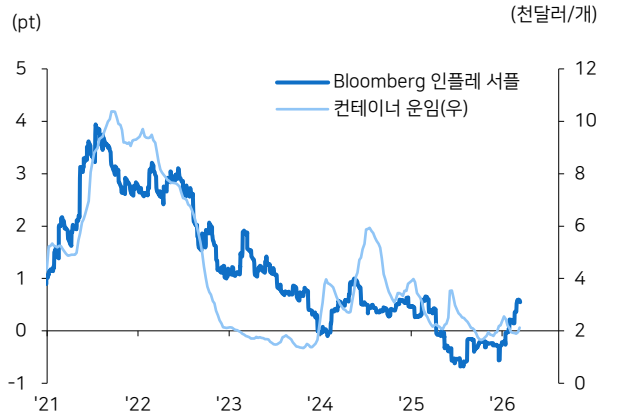
- 미국 BEI 기준 단기 기대인플레 반등에도 서베이 숫자로 연결은 아직 낮은 편〈그림 14, 15〉. 이를 종합할 때 전쟁위험이 3월 말까지 해소되지 않더라도 미국 및 주요국 통화정책에 미치는 영향을 2022년 그대로 적용하는 것은 무리

그림12 천연가스 중심 에너지 가격 전이 2022년보다 낮아



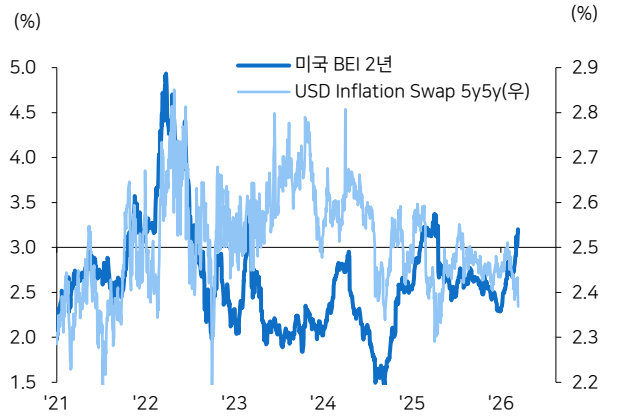
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국 물가모멘텀과 해상운임도 전이 충격 아직 제한적



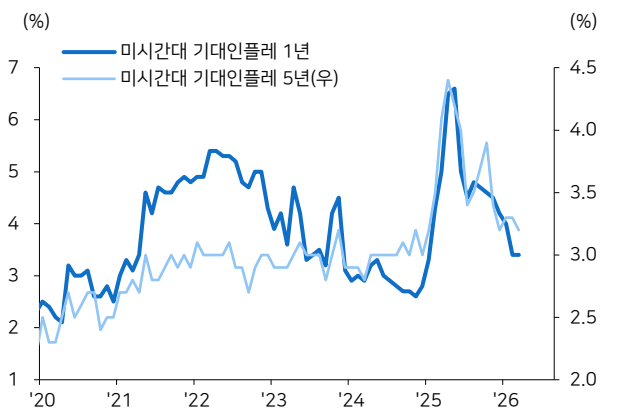
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 단기 BEI 3% 내외 러-우 당시 3.5% 이상 긴장 영역



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 서베이 기대인플레 전이도 아직은 낮은 편



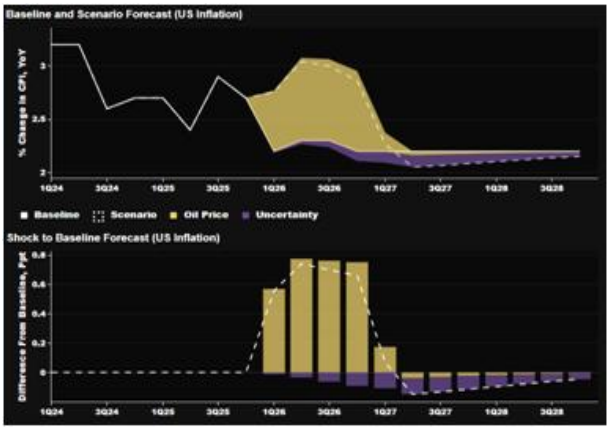
자료: UMich, 메리츠증권 리서치센터

- 유가의 단순 충격을 블룸버그 기준으로 분석해도 10달러당 미국 0.2% 내외. 현재 평균 유가 기준으로 연환산할 경우 아직 10달러 올랐다고 할 수준은 아님. 그래도 현 30달러 이상 상승한 유가가 연간으로 유지될 경우 0.6% 정도의 인플레 충격이 유입될 것이라는 추정〈그림 16〉

- 유가상승이 인플레에 미치는 영향도 중요하지만, 양호하다고 평가되던 미국 성장률이 얼마나 취약해질 수 있는지도 점검. 통계국 추정 가솔린 가격 기준으로 유가가 10% 정도 오르면 평균 0.2% 내외 소비가 위축, 취약계층은 0.9%나 줄어든다고 추정. 30% 가까운 유가 충격이면 0.6% 이상 소비도 줄어〈그림 17〉

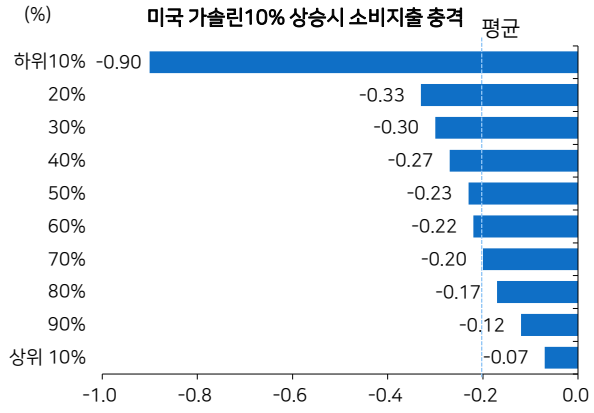
- 역사상 미국 대통령 지지율에 높은 역(-)의 상관관계를 나타내는 지표가 휘발유 가격〈그림 18〉. 지난해 연말보다 20% 넘게 휘발유 가격이 오른 트럼프 대통령의 정치적 부담은 크게 증가한 것으로 평가〈그림 19〉

그림16 **유가 30달러 오르면 미국 CPI 0.6% 정도 충격**



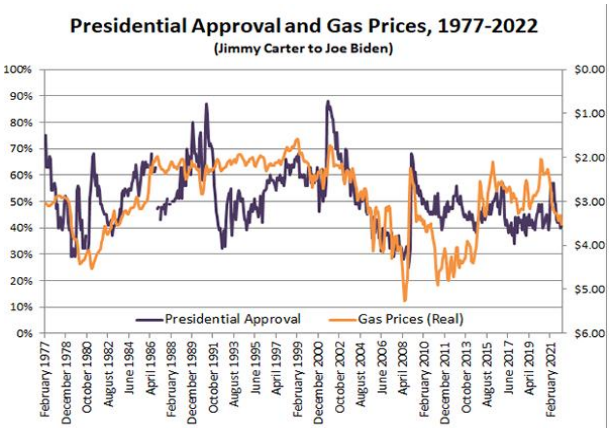
자료: Bloomberg Economics(SHOK)

그림17 **유가의 구매력 훼손, 가계소비 평균 0.2% 이상 둔화**



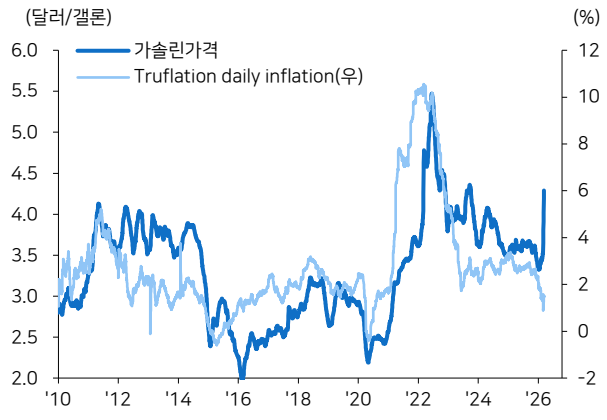
자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림18 **휘발유 가격과 미국 대통령 지지율 높은 역상관성**



자료: Virginia Univ. The Center for Politics

그림19 **작년말대비 20% 이상 급등한 휘발유 가격**



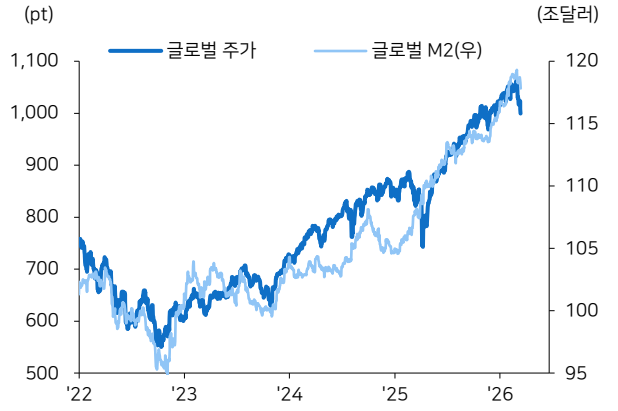
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 유가의 인플레 충격 및 성장률 둔화 위험보다 직접적인 부담은 금융시장의 불안임. 지난주 초 유가가 120달러를 위협하자 '트럼프 대통령 전쟁 조기종료' 발언이 나오고, 이내 유가반락 및 금융시장 안정 심리 회복되는 듯 보임

- 반면 주후반 전쟁 장기화 위험 속 유가가 계속 오르자 글로벌 위험선호도 주춤〈그림 20〉. 유가상승이 인플레 불확실성을 높이면서, 통화긴축 및 시장금리 상승을 자극하면서 유동성 여건 위축. 미국채 변동성은 2025년 이후 안정 흐름을 회복하다가 큰 폭으로 반등했으나, 달러 역시 변동성 높게 증가〈그림 21〉

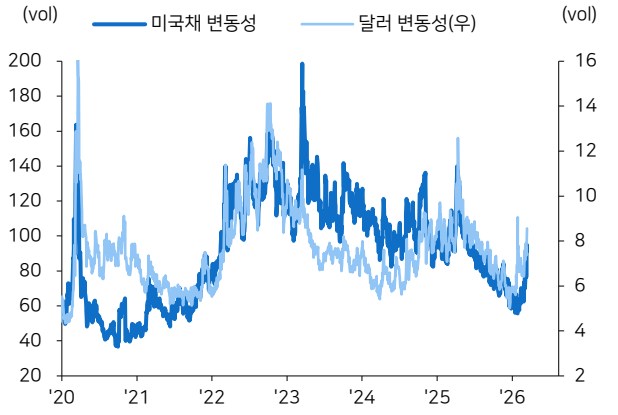
- 위험&안전자산 공히 유동성 여건 위축 등으로 흔들리면서, 최근 불거지고 있는 사모대출 시장의 불안심리를 더욱 자극. BofA Private Credit Proxy 기준 70pt까지 급락, 관련된 위험성이 지속〈그림 22〉. 일각에서는 사모대출은 장부가&실사의 어려움 등 특수성 '심장마비'가 아닌 '암'과 같다고 평가(우리 역시 동의)

그림20 **글로벌 유동성 공급도 주춤, 위험선호에 저항**



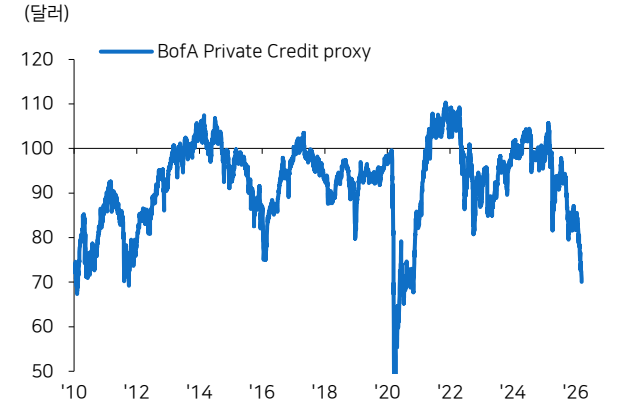
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 **미국채와 외환시장 변동성, 금융시장 스트레스**



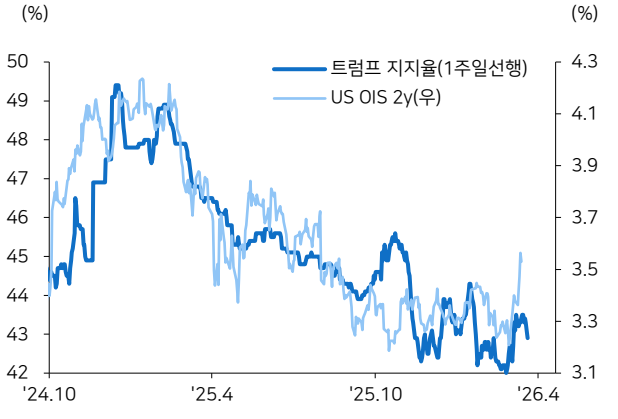
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 **불붙은 사모대출 위험성, 추가로 더 자극하는 것 부담**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 **트럼프 지지율 반락, 연준의 통화완화 기대 소멸 수준**



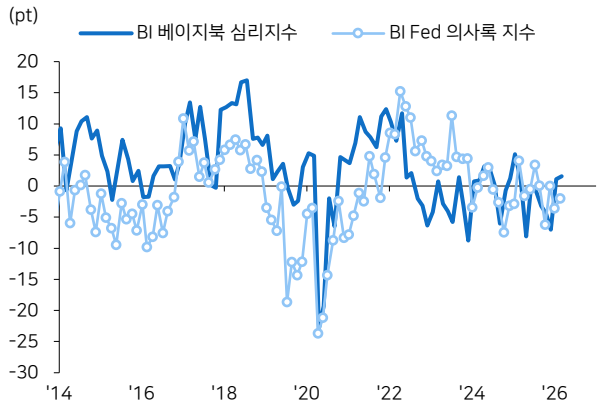
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 전쟁초 일시적 반등했던 트럼프 대통령의 지지율이 재차 반락하기 시작하면서, 추가 조치에 대한 고민이 커질 것〈그림 23〉. 휘발유 가격상승, 주가하락, 사모대출 위험 등을 고려할 때 트럼프가 다시 TACO에 나설 수밖에 없다는 주장 증가

- 이번 주 18일(수) 3월 FOMC가 예정되어 있으나 전쟁 리스크로 인해 관심도가 매우 낮아진 상황. 케빈 워시 연준의장 지명자 청문회 시기조차 정해지지 않은 상황에서 아직까지 양호한 미국경제 기반 유가상승 위험까지 통화정책 중립기조 및 신중론 지속될 것으로 판단〈그림 24〉

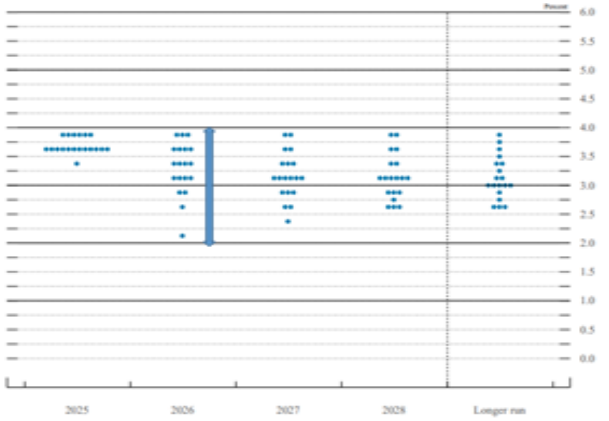
- 점도표 상 분화되어 있는 연준인사들의 의견이 더욱 심화될 가능성이 높아 통화정책의 혼란도 가중〈그림 25〉. 지난 주 전쟁 위험 중간에도 '파월은 당장 금리를 낮춰라'는 SNS를 했던 트럼프 대통령 발언이 무색하게 현재 선도금리 올해 금리인하 기대는 대부분 소멸 수준까지 후퇴하고 있는 상황〈그림 26〉. 연내 1차례 인하도 쉽지 않다고 해도 미국채10년 4.3%는 기술적 중요한 상단〈그림 27〉

그림24 **아직은 양호한 경기와 매파적인 연준의 스탠스**



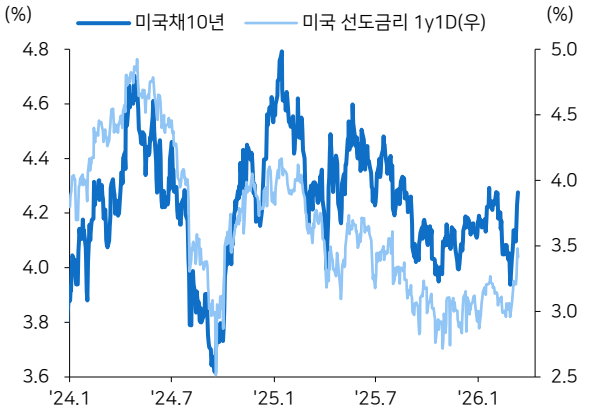
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 **분화된 연준 인사들의 마음, 3월 회의 더 분화될 듯**



자료: Fed

그림26 **전쟁 위험 벗어나야 통화완화 기대도 회복할 것**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 **미국채10년 4.3% 아직 중요한 상단 역할**

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

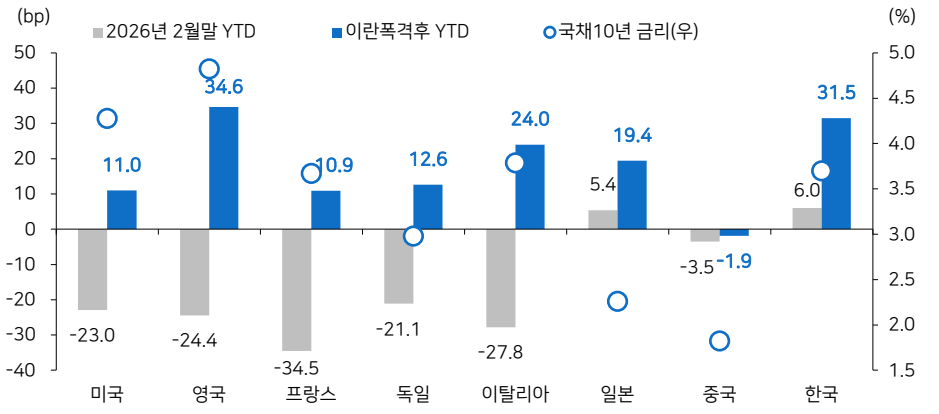
기대인플레 통제가 중요, 그게 아니라면 국내 채권은 저평가

- 국내 채권시장은 전쟁 위험 유입 이후 글로벌 채권시장에서 가장 취약한 모습을 나타내고 있음. 유가 및 에너지 가격의 취약함이 있다고 해도 지난해 하반기 이후 생산적 금융차원에서 늘어난 공급우려 + 추경 불확실성이 동시에 작용

- 글로벌 주요국 중 에너지의 인플레 민감도가 높은 영국이 단기간 급격한 금리상승을 나타낸 것을 제외하고, 올해 한국이 일본보다도 더 높은 금리상승세를 나타내는 흐름은 이어지고 있음〈그림 28〉

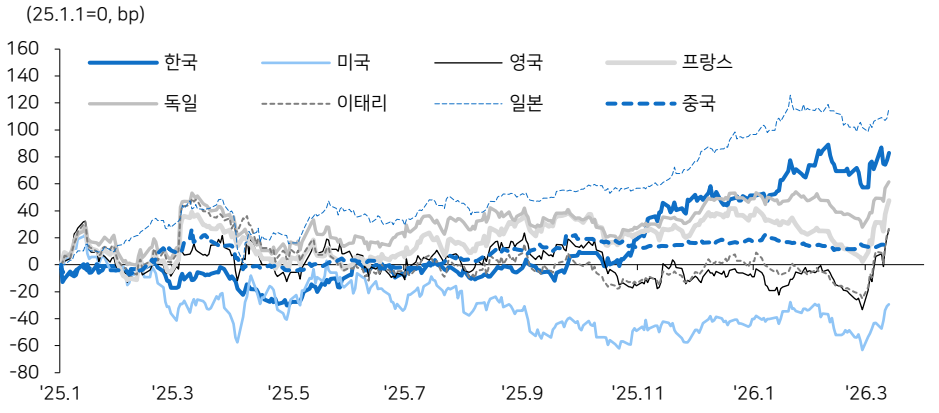
- 지난해 3분기 이후 급격하게 한국 채권시장이 약세를 보인 이후 최근 전쟁 충격에서 유럽 주요국보다 금리민감도를 더 높이지 않았다고 해도 올해 1~2월 중 한국 채권시장이 취약했다는 것은 부인하기 어려움〈그림 29〉

그림28 **자원 취약국이라고 해도 올해 YTD 한국 금리가 많이 오른 편**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림29 **최근 유럽 주요국 에너지 민감도 반영 시장금리 충격 한국만큼 빨라**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 반도체 주도로 경기개선 기대가 유효한데다 환율과 부동산 등 금융안정 부담까지 반영했다고 해도 국고3년 3.3%와 국고10년 3.7%는 전쟁 이전에도 기록한 금리 고점

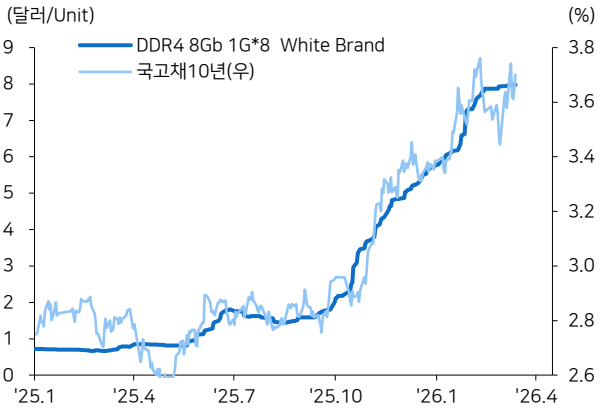
- 일부 통화정책에 대한 오해가 있었던 것은 2월 금통위를 통해 해소한 듯 보였으나 전쟁으로 인한 유가상승이 다시 불안해진 국내 채권시장〈그림 30〉. 반도체 가격상승세도 일시적 주춤한데다 단기간 주가변동성도 높다고 하나, 환율 1500원에 높은 외환변동성 고려하면 안전자산으로 채권을 주목하기 쉽지 않음

- 관건은 지난 주 발표된 통화정책신용 보고서 발표에서도 언급되었듯 기대인플레이션 통제여부임. 공급충격을 금리인상으로 대응하는 것은 정책에서 하수대응으로 평가되나, 기대인플레 경로를 통해 물가안정을 위협할 경우 2022년처럼 강한 긴축의 원인이 된다는 점을 강조

그림30 **안정세를 찾고 있던 한국 물가, 다시 반등한다면 채권시장 최대 악재**

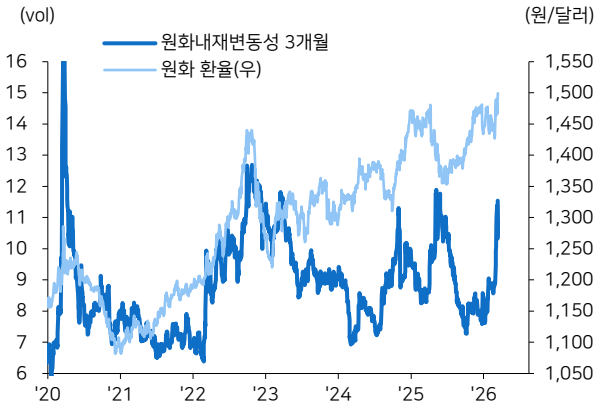
자료: 통계청, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림31 **일단 3월까지도 칩가격 상승세는 일단 지켜볼 필요**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림32 **외환시장 높은 변동성, 통화정책 긴장모드**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

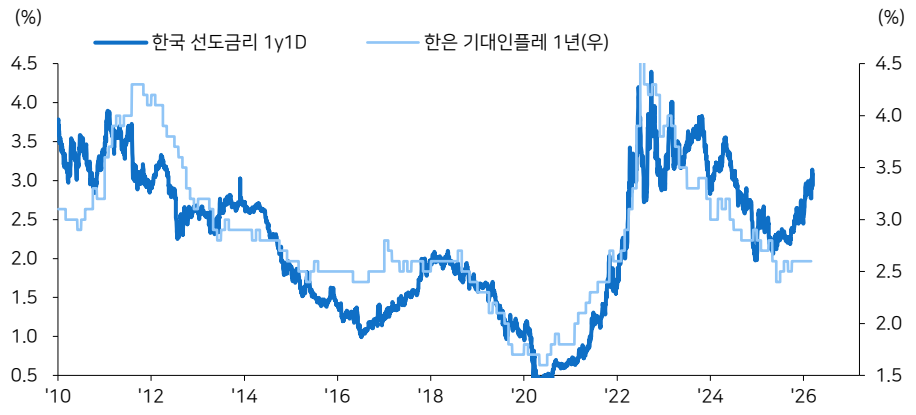
-

- 우리가 3월 월보에서도 제시했듯이 올해 2분기가 끝날 때까지 유가가 100달러를 넘어선 상황이 유지될 경우 한은이 금리인상에 나설 수 있다는 전제를 제시. 우리 역시 유가상승은 금리인상으로 대응이 한계가 있다는 것을 잘 알고 있으나 핵심은 기대인플레 지표로 전이되면 안정을 회복하는데 오래 걸린다는 것

- 현재도 실제 인플레지표들은 목표수준 2% 내외에서 안정되어 있음에도 1년 후 기대인플레는 반락하면서도 펜데믹과 공급망 충격 이전 2% 중반 아래까지 반락 제한〈그림 33〉. 물론 역사적 기대인플레 평균이 2% 중반 내외라는 점에서 현재 수준에서 통화정책이 민감하지 않아도 되는 영역이나, 사태 장기화로 인해 기대인플레 지표가 반등하는 강도에 따라 한은의 실제 액션 여부 결정될 수 있어

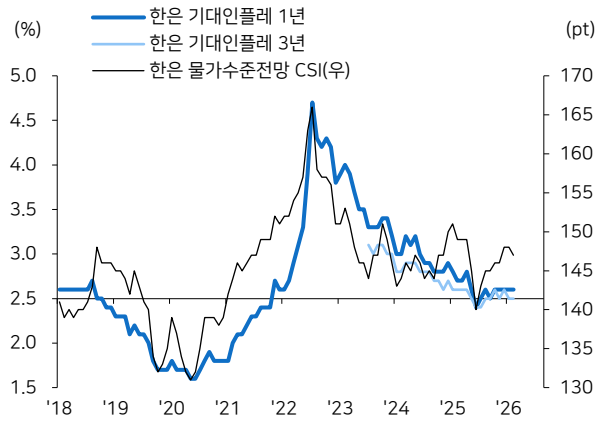
- 우리는 올해 한은 통화정책은 동결전망이 메인이며, 현재까지는 금리인상 가능성에 대해 20% 이내 낮은 확률로 언급. 이를 기반 현재 국내 시장금리는 30~50 bp가량 저평가 영역이라는 주장을 하고 있음. 매수에 나서야 할 영역이나 높은 변동성에 대응이 어렵다는 점을 인정

그림33 기대인플레가 얼마나 안정적으로 유지되느냐가 실제 통화정책 액션을 좌우할 것



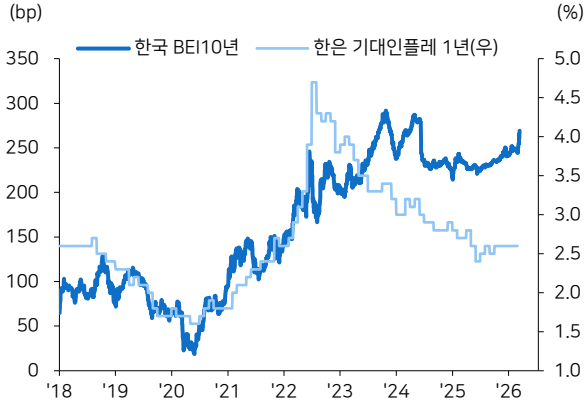
자료: Bloomberg, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림34 아직은 통화긴축을 고민할 단계는 아니라는 판단



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림35 높은 BEI가 다시 고개를 들고 있는 현실 주목



자료: 한국은행, 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

주간 이벤트 및 평가(3월 16일 주간)

- 중동 긴장감 지속되는 가운데 주요국 통화정책 일정 대기. 물가 상방 리스크가 확대된 만큼 이란 사태에 대한 통화정책 당국자의 의견이 기대 인플레이션에 영향을 미칠 것

표1 **금주 이벤트 프리뷰**

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
3월 16일	미국	엔비디아 GTC (16일 ~ 19일)	★★★	—	현재 위험선호 위축 분위기를 반전시킬 모멘텀 재료가 나올지 여부에 주목. AI 에이전트와 추론량 급증→연산량=매출→단위 연산량당 비용 절감' 논의 진전 기대. GTC에서의 Scale-up CPO 신기술 공개 가능성은 산업 전반의 구조적 성장 스토리를 한층 강화하는 요인
3월 17일	호주	RBA 금리결정	★★★	3.85%	에너지 가격 충격과 타이트한 노동시장으로 인상 예상. 경참율 하락에 NAIRU 역시 낮아졌을 가능성 존재. 인플레 우려를 통제하고자 긴축 기조 유지하겠으나, 효과를 평가하기 위해 연속 인상 가능성은 낮음. 또한, 에너지 가격 상승으로 인한 실질소득 감소와 불확실성 증대는 향후 성장에 부담을 주기 때문
3월 18일	미국	2월 헤드라인 PPI	★★	0.5% MoM/ 2.9% YoY	전 가공단계에 걸친 관세발 인플레이션 부담 지속적으로 나타나고 있으며 칩 플레이션 징후 포착. 특히 유통 서비스 PPI가 1월 전월대비 +2.5% 상승하며 소매업체로 가격 전가 가속화 확인, 향후 추가적 상승 압력 시사
3월 19일	미국	FOMC 금리결정(상단)	★★★	3.75%	완화 시그널 통제 예상. 점도표 중위수는 1회 인하 유지될 것으로 보나, 분포는 이전보다 분산되어 의견 대립 심화. 수정 경제전망에서는 성장률과 물가전망 상향 조정에 무게. 2월 고용 악화 및 노동시장의 구조적 둔화 징후에도 실업률 전망은 유지. 한편 전쟁 리스크는 통화정책 결정에 부차적. 금리결정 문구에 이란 사태를 직접적으로 언급하기 보다는, 경제 전망의 불확실성이 높아졌다는 선에서 언급할 것으로 예상. 이외 사모신용 등 금융안정 변수 거론 여부 주시
3월 19일	미국	미 · 일 정상회담	★★★	—	양국은 희토류 등 주요 광물에 대한 중국 의존도를 낮추고자, 공급처를 다각화하는 정책 수단을 명시할 계획(일본 희토류 확보사업 공동 출자 및 중국 외 지역 생산시 보조금 지급 등). 또한, 자위대 군함 중동 파견설에 대한 각국 정상의 입장정리 조명
3월 19일	영국	BOE 금리결정	★★★	3.75%	이전보다 인하표결 축소되며 동결 전망. 물가 상방 리스크에 대한 민감도가 높은 만큼 당분간 완화 시그널 통제 예상
3월 19일	유럽	ECB 금리결정	★★★	2.00%	동결 전망. 원자재 가격 급등에 시장은 긴축 베팅을 확대하고 있지만, 이전에 통화정책 여력을 확보한 만큼 리가르드 총재는 필요한 경우 행동에 나서겠다는 등의 신중한 입장을 내비칠 것으로 예상. 한편 새로운 경제 전망 발표 과정에서 유가의 극단적인 변동성을 고려한 시나리오 분석 기대
3월 19일	일본	BOJ 금리결정	★★★	0.75%	동결 전망. 춘투 임금협상 결과가 확인되는 4월 BOJ 수정경제전망 발표 전까지 신중론. 사나에 총리가 금리인상에 난색, 신규 BOJ 위원에 비둘기파→추가 인상은 이르면 6월

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.