2026년 3월 25일 | Global Macro Strategy

하나채권

1990년 유가 쇼크 복기: 2분기 금리 변곡점을 찾아서

- 과거 유가 급등 사례 중 1990년 이라크의 쿠웨이트 침공 사례에 주목 [도표 2]
- 당시 유가 급등 직후 기준금리 동결, 10년 금리 3주만에 70bp 급등, 주가 3개월 간 20% 급락. 이후 침체 리스크 커지자 급격한 인하와 함께 10년 금리 급락 및 주가 회복
- 2026년 3월, 10년 금리 40bp 상승, 주가 4% 하락. 고유가 속 긴축적 통화정책은 '단기적으로' 추가 채권/주식 약세를 야기할 수 있는 리스크. 아직은 리스크 관리 필요한 시점

과거 유가 급등 사례는 '73, '79, '90, '08, '22년이 대표적이다 [도표 3, 4]. 그 중 1990년에 주목한다. 이라크의 쿠웨이트 침공으로 유가가 3개월 동안 130% 이상 급등했던 사례다. 여타 시기보다 현재와 닮은 점이 많음에도 1970년대 사례보다 주목도는 낮다. 이번 사태가 1990년을 그대로 답습하지는 않겠으나 시나리오별 전략 수립에 시사점을 제공할 것이다.

핵심은 [도표 1, 2]로 요약 가능하다. 1990년 미국 경제는 이미 1980년대 중후반 1,000개 이상의 저축대부조합이 도산하면서 경기 둔화 및 신용 경색이 발생하기 시작한 시점이었다. 1990년 8월 2일 이라크의 쿠웨이트 침공으로 유가가 $17/bbl에서 10월 $40/bbl로 급등했다. 이에 CPI 상승률이 4.4%에서 6.3%로 상승했다. 이미 취약한 경제에 유가 충격이 더해지면서 1990년 4분기 성장률은 +0.6% YoY로 하락했고 1991년에 역성장에 빠졌다. 이러한 유가 충격에 대응해 당시 앨런 그린스펀 연준 의장은 긴축으로 대응하지 않았다. 유가 급등을 실질 소득을 감소시키는 일시적 세금 인상 효과로 간주하고 신용경색에 집중했다. 유가 급등 직후 기준금리를 동결하고, 유가가 정점을 찍은 10월부터 공격적으로 인하했다.

당시 **유가 급등 직후** 국채 10년 금리는 3주만에 약 70bp 급등했고, 주가는 기준금리 인하가 단행되고 국채 금리가 유의미하게 하락하기 전까지 약 3개월 동안 약 20% 하락했다. 기준금리 동결에도 금리 상승 충격과 그로 인한 위험자산 약세는 불가피했다. 그 **이후에는 침체 리스크와 기준금리 인하**로 국채 금리가 급락하고 주가는 (침체 리스크에도) 완화적인 통화정책 등으로 전고점을 빠르게 회복했다.

현재 시장 역시 **'일시적인 금리 상승 & 위험자산 약세' → '금리 반락, 위험자산 회복'** 시나리오를 상정해야 한다. 과거와 마찬가지로 기준금리 인상이 없더라도 유가 충격이 클 경우 금리는 인플레이션은 물론 리스크 프리미엄 확대를 반영해 상승할 수 있다. 1990년과 비교하면 (고용 부진, 사모신용 리스크에도 불구하고) 경제가 견조한 상황이다. 2022년 인플레이션 트라우마까지 겹치며 통화정책 스탠스가 다소 긴축적이다. 이 경우 위험자산 약세나 실물경제 불안이 커지기 전까지 금리가 추가 상승할 위험이 상존한다. 이러한 가격 조정 과정이 선행된 이후, 경기 둔화에 따른 인하 기대가 재형성되면서 금리 반락이 가시화될 전망이다. 지금은 리스크 관리에 집중하고 2분기 중 금리 하락 전환을 포착하는 전략이 필요하다.

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.

채권 Strategist 박준우, CFA
junoopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

1990년 10월 유가 충격으로 헤드라인 인플레이션이 6.3% YoY까지 상승 (90년 5월 +4.4%)

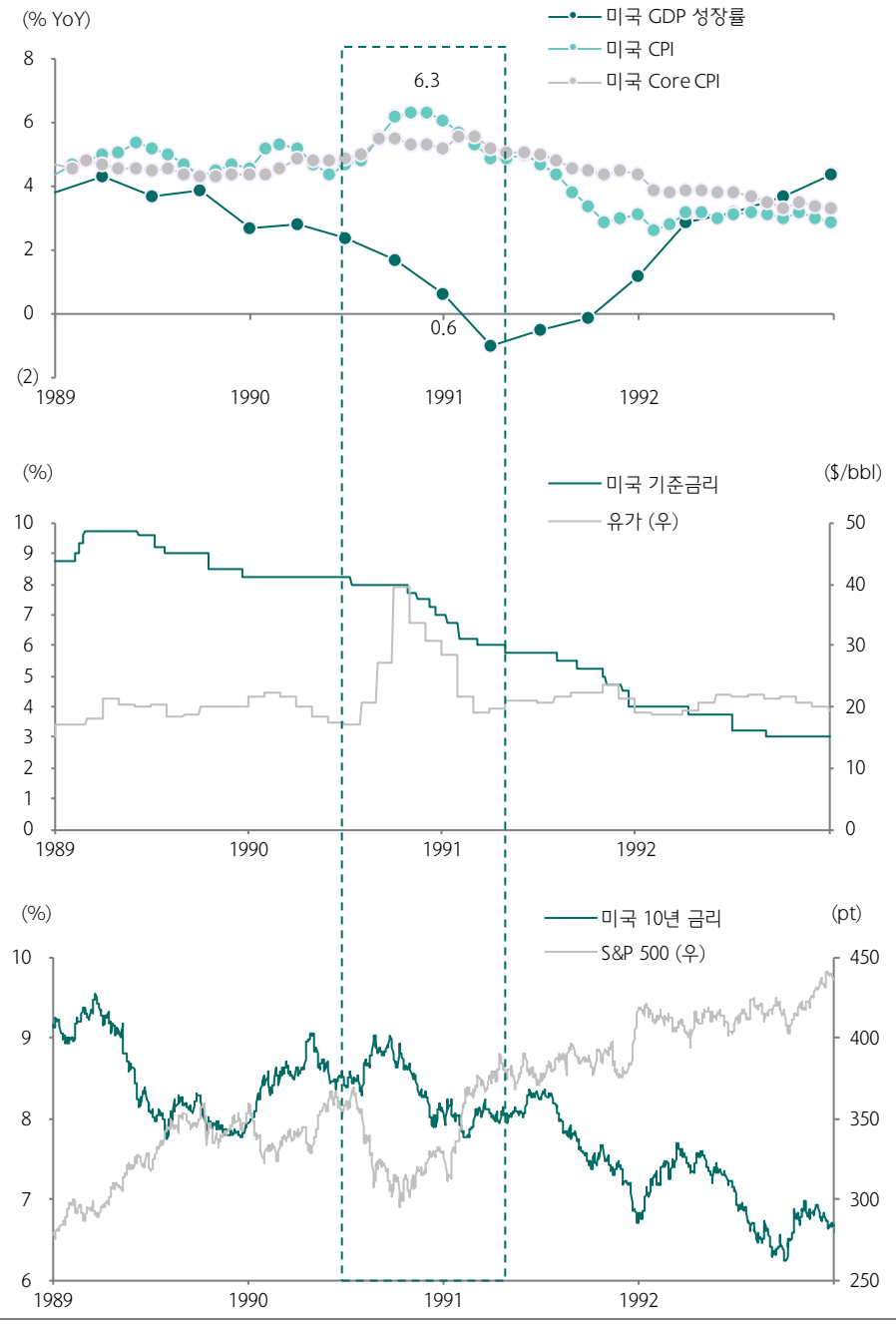
GDP 성장률은 이미 1990년 이전부터 저축대부조합 위기 등 신용경색으로 하강 국면. 유가 상승으로 경제 침체 우려가 급격히 확대

이라크의 쿠웨이트 침공으로 유가가 3개월 동안 130% 이상 급등. 그린스펀은 기준금리를 인상하지 않고 '동결'. 이후 침체 리스크 커지자 급격히 인하

유가 충격 발생하자 기준금리를 동결하더라도 일시적으로 금리 급등. 10년물 기준 8월 초 8.3%에서 3주만에 9.0% 상회. 주가는 3개월 동안 약 20% 급락

그 이후 침체 리스크로 인하 가시화되자 금리 급락, 주가 급반등

도표 1. 1990년 전후 (1) GDP/CPI, (2) 유가/기준금리, (3) 10년금리/주가

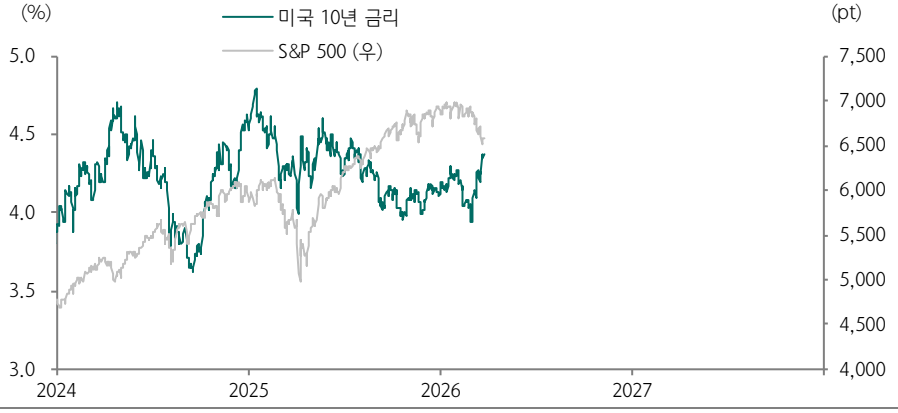


자료: Bloomberg, 하나증권

연초 이후 유가 70% 이상 급등 (고점 기준). 10년 금리는 2월 3.9%대에서 4.4%까지 50bp 급등. 주가는 약 4% 하락

1990년대와 비교하면 단기적으로 추가 금리 상승과 주가 하락 리스크는 상존

도표 2. 미국 10년 금리와 S&P 500 주가

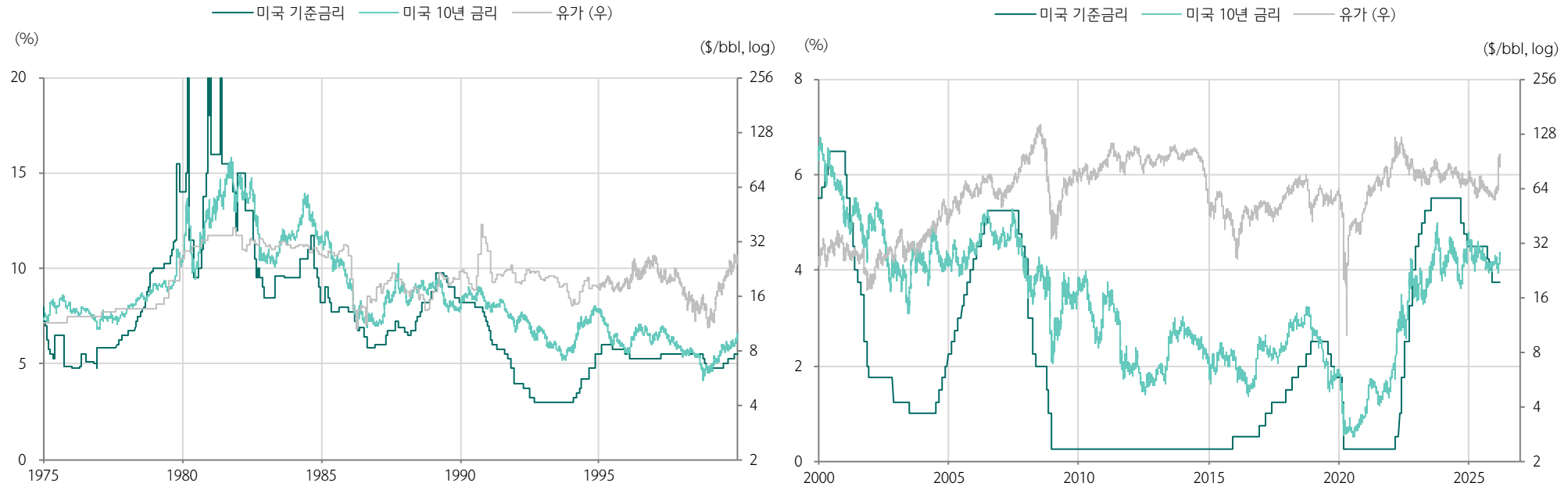


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 과거 유가 급등 사례

	1973 – 4 차 중동전쟁	1979 – 이란 혁명	1990 – 걸프 전쟁	2008 – 중국 수요 & Peak Oil	2022 – 러시아-우크라이나 전쟁	2026 – 미국-이란 전쟁
이벤트	욤 키푸르 전쟁 (10/6) OPEC 의 석유 금수 조치 (10/17)	이란 석유 수출 중단 (78 년 12/26) 팔레비 국왕 망명 (1/16) 이란-이라크 전쟁 (9/22)	이라크의 쿠웨이트 침공 (8/2)	중국 등 신흥국의 수요 급증	러시아의 우크라이나 침공 (2/24) 러시아산 석유 수입 금지 (3/8)	미국의 이란 공습 (2/28) 호르무즈 해협 봉쇄 (3/2)
유가	73 년 10 월: $3.07 74 년 1 월: $11.65 **(3 개월 동안 +280%)**	79 년 1 월: $13.7 80 년 12 월: $34.4 **(23 개월 동안 +151%)**	90 년 7 월: $17.1 90 년 10 월 $39.6 **(3 개월 동안 +132%)**	07 년 1 월: $50.5 08 년 7 월: $145.3 **(18 개월 동안 +188%)**	21 년 12 월: $65.6S 22 년 3 월: $123.7 **(3 개월 동안 +88%)**	25 년 12 월 $55.3 26 년 3 월 $96.3 **(3 개월 동안 +74%)**
연준 의장	아서 번즈 (1970~1978)	폴 볼커 (1979~1987)	앨런 그린스펀 (1987~2006)	벤 버냉키 (2006~2014)	제롬 파월 (2018~)	제롬 파월 (2018~)

도표 4. 유가, 미국 기준금리, 국채 10년 금리 (좌: 1975~1999, 우: 2000~2026)



주: 미국 기준금리는 연방기금금리 기준, 유가는 ~1983년: Gulf Arab Light Crude 현물, 1984~1950: WTI 현물, 1995~: WTI 선물 기준. 유가는 log고 음수 값이 제대로 표현되지 않음.
자료: Bloomberg, 하나증권