MACRO
VIEW

2026. 4. 1.

MACRO팀

양지성 Analyst
jisung.yang@samsung.com

한성민 Research Associate
sungmin0108.han@samsung.com

본 자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보 제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료는 합리적인 정보를 바탕으로 작성된 것이지만, 투자권유의 적합성이나 완전성을 보장하지 못합니다. 따라서 투자 판단의 최종 책임은 투자자 본인에게 있으며, 본 자료는 어떠한 경우라도 법적 책임소재의 증빙으로 사용될 수 없습니다.

삼성증권

I 4월 I 유럽 매크로/전략 Monthly

중동 전쟁 초기 충격 확인

유럽 매크로/전략 Key views

유럽 매크로/전략 Key views

1 유럽 Macro: 중동 전쟁 초기 충격 확인

- 3월 중 발표된 주요 데이터는 시장이 우려했던 경제적 타격이 빠르게 나타나고 있음을 보여줌
- 최근 공급 충격으로 인해, 인플레이션 상승 압력은 올해 하반기까지 이어질 것으로 예상됨
- 다만, 인플레이션 및 노동시장 압력은 2022년 대비 낮으며, 인플레이션 2차 파급 가능성 또한 제한적

2 ECB 통화정책: 기본 전망은 금리 동결

- 공급 충격에도 불구하고, 2022년과 같은 추세적 금리 인상이 요구되는 상황은 아님
- 4월 중 신속한 갈등 완화가 나타나는 경우 금리 동결, 공급 충격 지속되는 경우 2회 금리 인상을 전망
- 금리 인상 전환 시 최초 인상은 4월보다는 6월 가능성이 높음. ECB는 기대인플레이션 추이에 주목할 것

3 유럽 주식시장: 4월 전술적 매수

- Eurostoxx50 4월 레인지를 5,400~5,900p로 제시. 단기적으로는 반등 시도가 나타날 가능성
- 정책 금리 기대감이 급격히 상향 조정되며 증시 하락을 견인했으나, 향후 큰 폭 추가 상향은 어려움
- 주요국 정책 금리가 이미 중립 이상이라는 점, 시장 물가 전망이 최악의 시나리오를 반영하고 있다는 점에 주목

자료: 삼성증권

REPORT
CONTENTS

01 유럽 Macro 04p

02 유럽 금융시장 전망 19p

PART 01

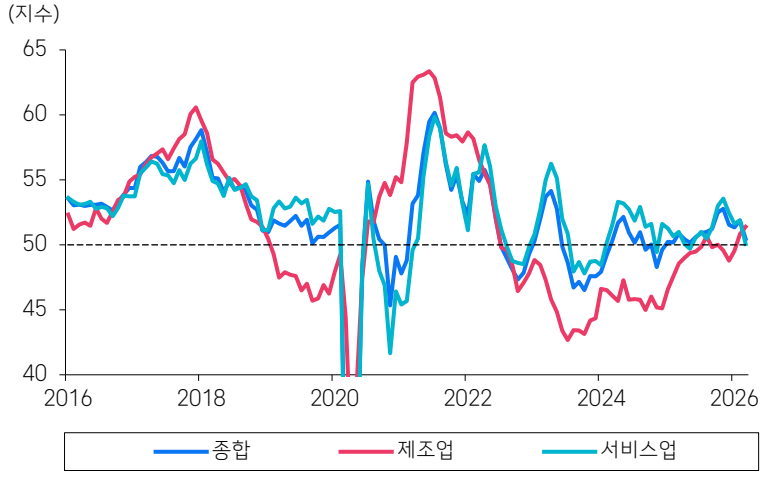
유럽 Macro

유로존 경제, 중동 전쟁 이후 둔화

▶중동 전쟁 이후 발표된 초기 데이터는 유로존 경제가 둔화되고 있음을 보여줌

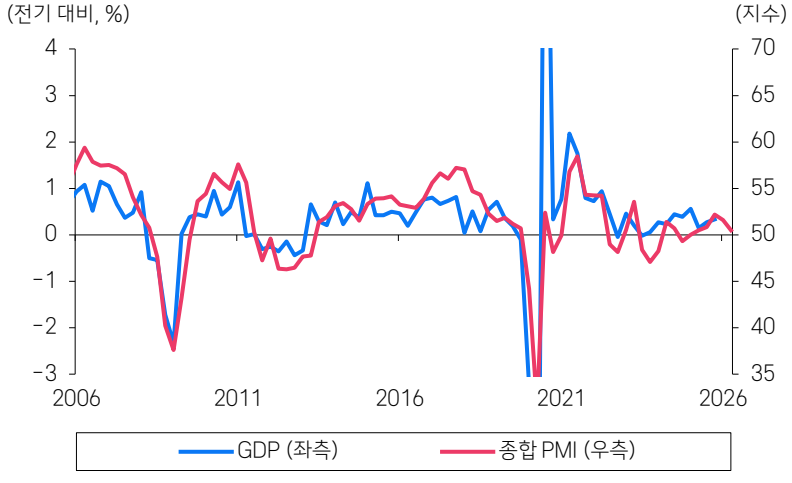
- 3월 유로존 PMI는 시장이 우려했던 경제적 타격이 빠르게 나타나고 있음을 보여줌
- 종합 PMI는 50.5, 제조업 PMI는 51.4, 서비스 PMI는 50.1을 기록했는데, 제조업을 제외하면 모두 2월 대비 하락한 것 – 2월은 종합 51.9, 제조 50.8, 서비스 51.9를 기록
- 현재까지의 상황만으로도 연간 성장률은 기존 전망(당사 전망 1.4%) 대비 0.2%p 이상 낮아질 것으로 예상됨

유로존 PMI: 종합 PMI, 2월 대비 하락



자료: S&P Global

유로존 PMI, 2Q 전기 대비 성장률 0.1% 수준에 해당



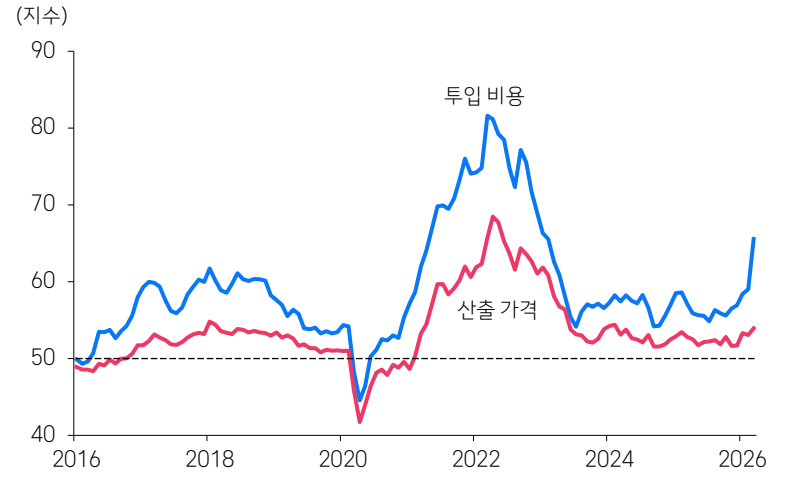
자료: S&P Global, Eurostat, 삼성증권

투입 비용 급등에 주목

▶ 빠르게 높아지고 있는 유로존 인플레이션 압력

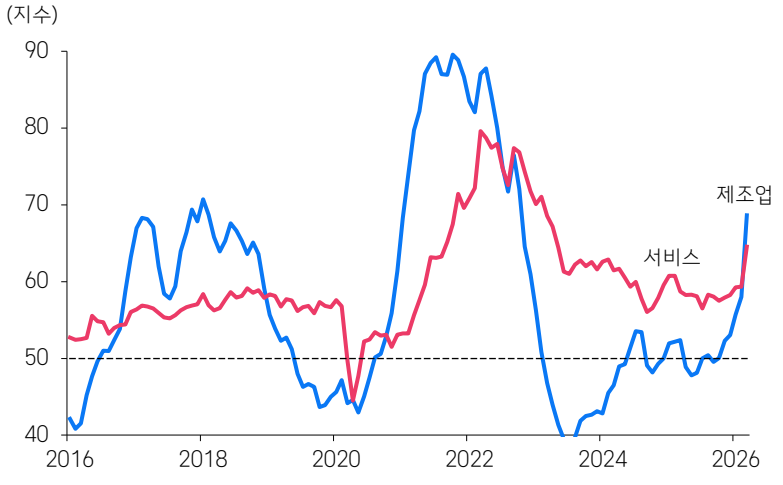
- 3월 PMI에서 주목해야 할 것은 투입 비용의 급등. 종합 PMI의 투입 비용 지수는 65.5를 기록해 2월(59.0) 대비 큰 폭으로 상승
- 제조업 투입 비용이 68.6을 기록해 2월(58.0) 대비 10p 이상 높아졌으며, 서비스 투입 비용은 64.5를 기록해 2월(59.3) 대비 5p 이상 높아짐
- 반면 인플레이션에 보다 직접적인 영향을 미치는 산출 가격 지수의 상승 폭은 상대적으로 크지 않았음. 종합 산출 가격 지수는 53.9를 기록해 2월(53.1) 대비 소폭 증가. 이는 기업들이 투입 비용 급등에도 불구하고, 즉각적인 판매 가격 인상 결정을 내리지 않았음을 보여줌
- 그러나 중동 전쟁이 장기화되고 공급 충격이 지속된다면, 결국 판매 가격 인상을 통한 인플레이션 상승은 불가피

유로존 종합 PMI 세부지수: 투입 비용 급등



자료: S&P Global

PMI 투입 비용 지수: 제조업 중심으로 투입 비용 급등



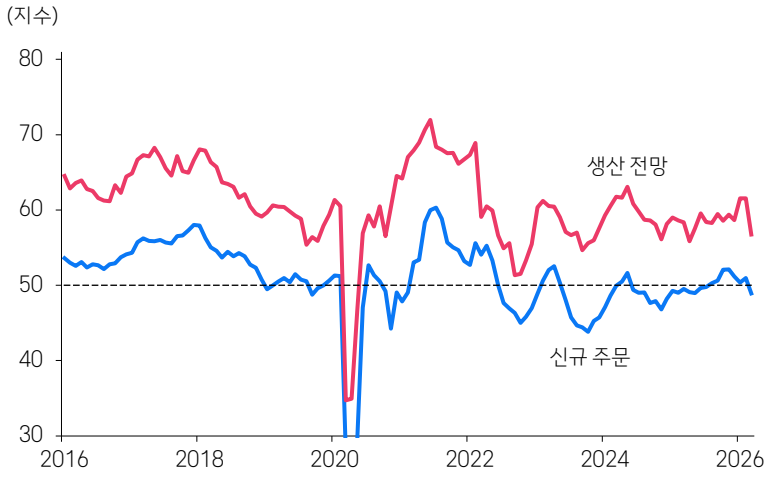
자료: S&P Global

스태그플레이션 내러티브 확산

▶ 인플레이션 압력이 높아지는 가운데, 수요는 둔화

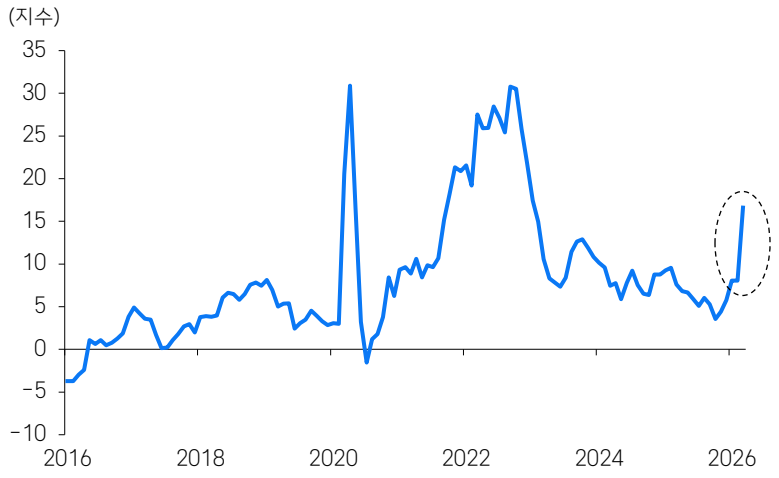
- 종합 PMI의 신규 주문 지수는 2월 51.0에서 하락한 48.9를 기록해 수축 국면으로 전환됨. 보다 두드러지는 것은 생산 전망 악화
- 생산 전망은 56.7을 기록해 2월(61.6) 대비 큰 폭 하락했으며, 고용과 생산 지수는 각각 49.6과 50.5를 기록해 전월(각각 49.9와 51.9) 대비 하락 – PMI 세부지수로 재구성한 스태그플레이션 proxy 또한 크게 상승. 우크라이나 전쟁 초기 수준에 근접하는 흐름
- 종합하면, 3월 PMI는 수요 둔화와 비용 증가가 함께 나타났다는 점에서 시장이 우려한 경제적 타격이 빠르게 나타나고 있음을 확인시켜 줌

유로존 PMI 세부지수: 신규 주문, 생산 전망 악화



자료: S&P Global

스태그플레이션 proxy*: 우크라이나 전쟁 초기 수준에 근접



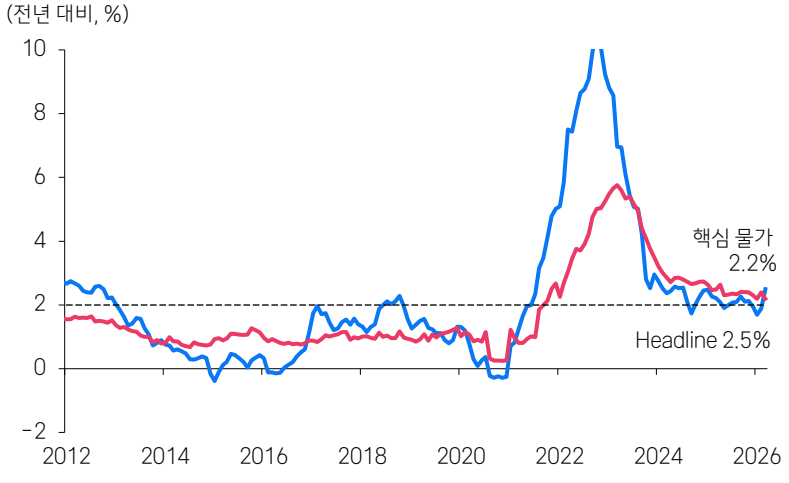
참고: * PMI 투입 비용 지수 – 신규 주문 지수
자료: S&P Global, 삼성증권

인플레이션 우려, 올해 하반기까지 이어질 것

▶3월 CPI는 예상을 하회했으나, 물가 압력은 오히려 하반기에 두드러질 것

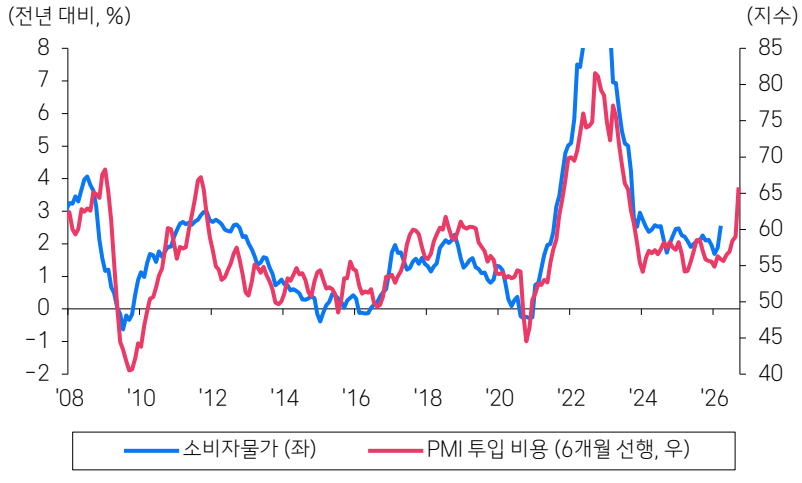
- 3월 유로존 소비자 물가는 전년 대비 2.5%를 기록해 시장 예상을 하회. 핵심 물가 또한 2.3%로 2월(2.4%) 수준을 유지
  - 에너지 부문이 2월 -3.1%에서 3월 +4.9%로 상승했음에도 불구하고, 서비스 물가가 전년 대비 3.4%에서 3.2%로 둔화되며 상승 폭을 제한
- 보다 중요한 것은 투입 비용의 급등이 6개월 내외 시차를 두고 유로존 소비자 물가에 전이된다는 것 (우측 차트)
- 과거 경험대로라면, 최근의 공급 충격으로 인한 인플레이션 상승 압력은 올해 9월 이후에도 영향을 미칠 것. 공급 충격이 빠르게 해소되더라도, 하반기 소비자 물가는 3%를 상회할 가능성이 높아짐

3월 유로존 소비자 물가: 전년 대비 2.5%



자료: European Central Bank

투입 비용의 급등, 시차를 두고 소비자 물가 상승으로 이어질 것



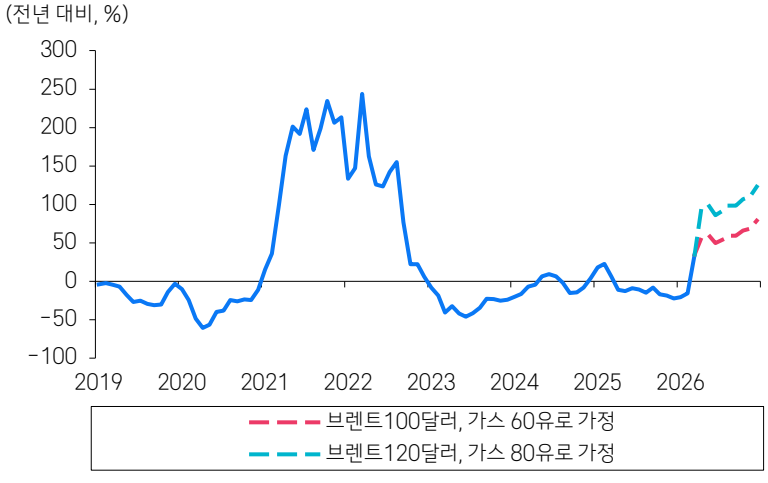
자료: European Central Bank, S&P Global, 삼성증권

극단적인 공급 충격을 가정한다면, 물가는 연말 4% 상회

▶ **올해 말까지 브렌트유 120달러, 유럽 천연가스 가격 100유로를 가정한다면, 소비자 물가는 연말에 전년 대비 4%를 상회**

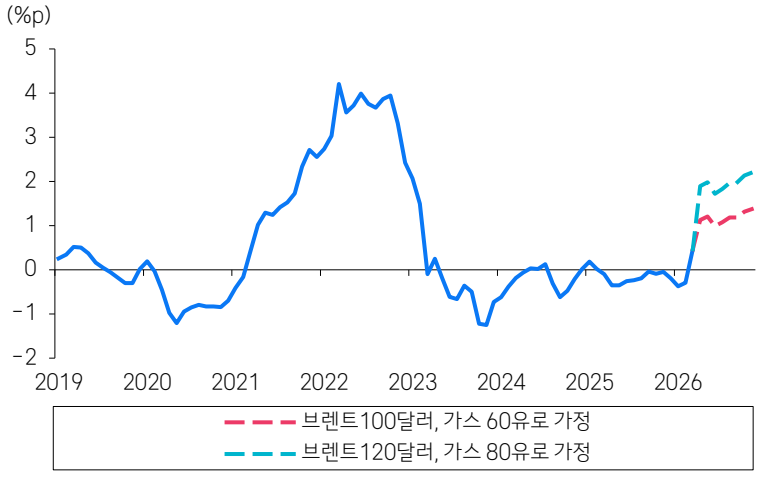
- 1) 유럽 에너지 가격이 연말까지 현 수준을 유지할 경우(하단 차트 붉은 실선), 에너지 가격은 전년 대비 +75% 수준을 기록하고 연말 에너지 물가 기여도는 +1.4%p를 기록할 것으로 예상됨. 다른 조건이 일정하다면, 연말 소비자 물가는 전년 대비 3.5% 내외를 기록
- 2) 유럽 에너지 가격이 더욱 상승한 뒤 연중 유지될 경우(극단적인 공급 충격 가정, 하단 차트 녹색 실선), 에너지 가격은 전년 대비 + 120%를 기록하고, 연말 에너지 물가 기여도는 +2.2%p를 기록할 것으로 예상됨. 이 경우 연말 소비자 물가는 전년 대비 4.2% 내외를 기록

유럽 에너지 가격*: 고유가 유지되는 경우 연말에는 전년 대비 100% 상회



참고: * 브렌트유와 유럽 천연가스 가격을 가중평균
자료: Bloomberg, 삼성증권

유로존 에너지 물가 기여도: 고유가 유지되는 경우 물가 기여도는 2%p 상회



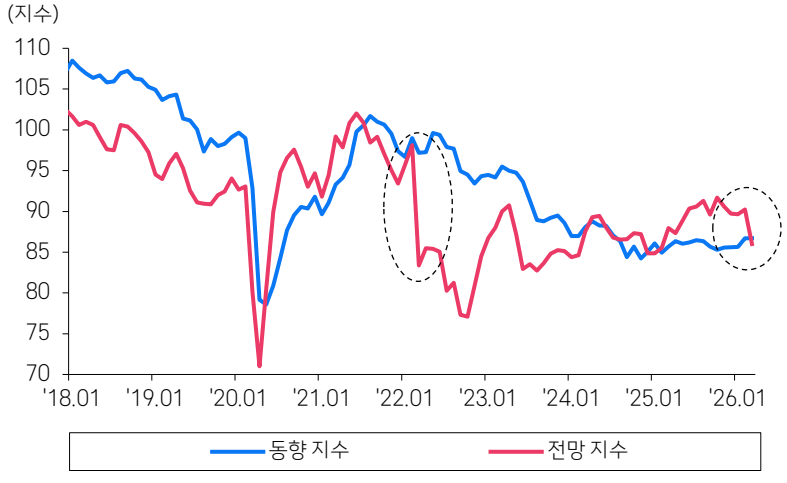
자료: European Central Bank, 삼성증권

전쟁 직후 soft data 약화도 확인됨

▶2분기 경제 지표, 일시적인 둔화를 보일 가능성이 있음

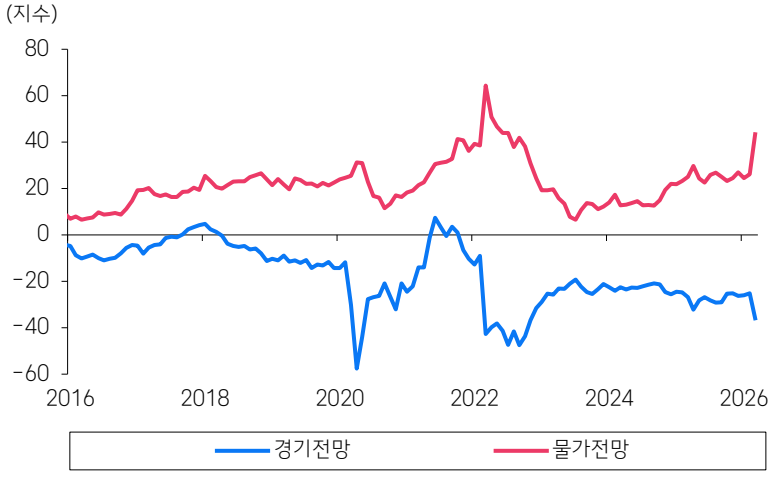
- 3월 독일 Ifo 지수는 2월 88.4에서 하락한 86.4를 기록. 이는 최근 몇 달간 나타났던 독일 경제의 회복세에 제동이 걸릴 수 있음을 시사
- 2025년 말부터 본격화된 재정지출로 인해, 독일 경제는 2022년보다 훨씬 잘 버틸 것이나 올해 중반에는 일시적으로 GDP가 정체될 수 있음.
- 유럽 집행위의 소비자신뢰 지수 또한 2월 -12.3에서 3월 -16.3으로 크게 하락. PMI와 마찬가지로 경기 전망의 하향, 물가 전망의 상승이 나타남

독일 Ifo 지수: 전망 지수 하락



참고: 점원은 각각 2022년 우크라이나 전쟁, 2026년 이란 전쟁 발발 시점
자료: Ifo Institute

유럽집행위 소비자신뢰지수: 경기 전망은 하향 vs 물가 전망은 상향



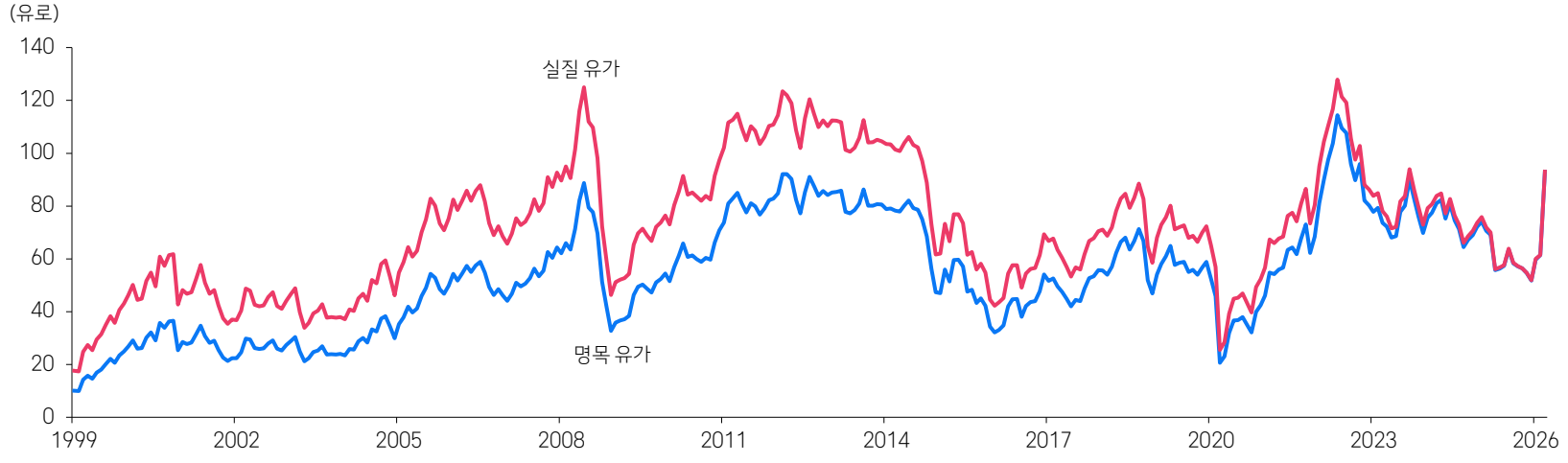
참고: 향후 12개월 전망
자료: 유럽 집행위

그러나 2022년과 비교하면, 실질 유가 충격은 제한적

▶ 과거 주요 구간과 비교하면, 실질 유가는 높지 않은 편

- 브렌트유 가격이 90~120달러(약 80~110유로) 내에서 등락하며 시장 불안이 확대되고 있으나, 실질 유가 충격은 과거 주요 위기 구간 대비 제한적인 것으로 판단함
- 실질 유가(과거 가격을 현재의 인플레이션 데이터를 활용해 보정) 기준으로 보면, 과거 주요 공급 충격 구간 브렌트유는 120유로를 상회한 경험
- 공급 충격으로 인한 초기 타격이 확인되기 시작했지만, 주요국 성장/물가/통화정책 전망을 대폭 수정하기에는 이른 시점

브렌트유 실질 유가 vs 명목 유가: 실질 유가는 여전히 과거 주요 고유가 구간을 하회



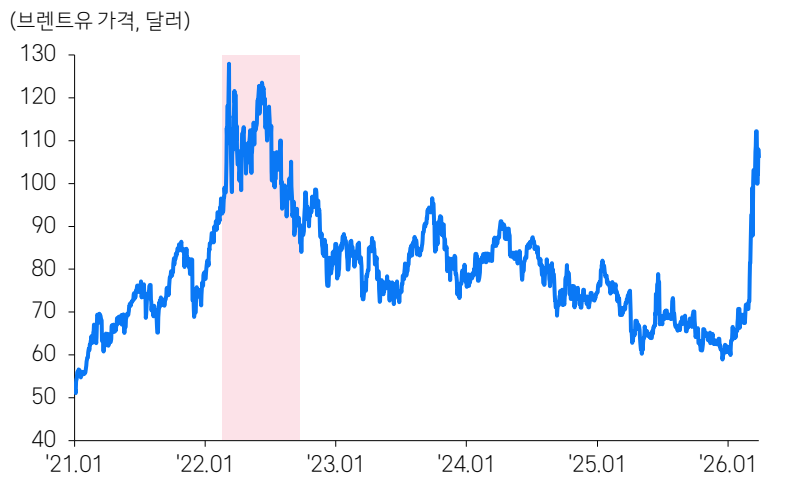
자료: Bloomberg, 삼성증권

공급 충격의 지속 기간도 중요

▶ 우크라이나 전쟁 이후 유가 및 천연가스 가격은 장기간 높은 수준을 유지

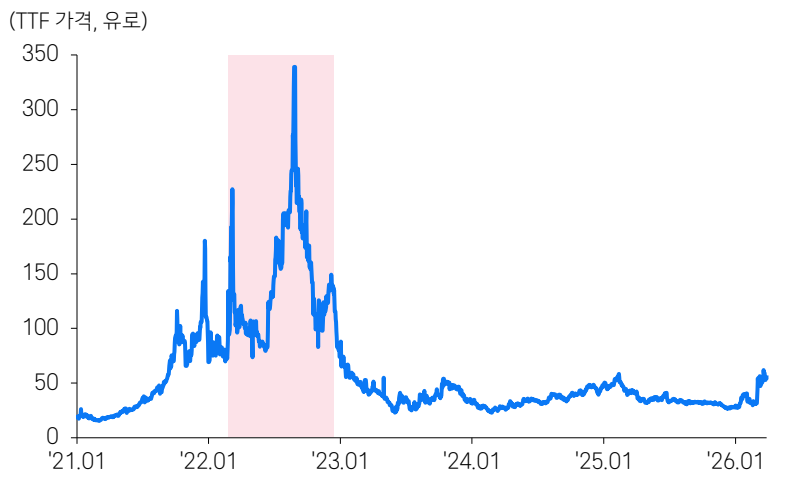
- 인플레이션과 통화정책 전망에 보다 중요한 것은 공급 충격의 지속 기간
- 우크라이나 전쟁 이후 브렌트유는 6개월 이상 100달러를 상회했으며, 유럽 천연가스(TTF)는 2022년 말까지 100유로를 상회한 바 있음
  - 현재 유럽 천연가스는 최근 급등에도 불구하고 2022년 대비 크게 낮아진 50~60유로 내외에서 등락. 가스 공급이 과잉에 가까웠기 때문
- 중동 전쟁이 2분기 중 완화된다면, 공급 충격의 강도와 기간은 우크라이나 전쟁 대비 제한적일 것

2022년 브렌트유는 6개월 이상 100달러 상회



참고: 음영은 브렌트유 100달러 상회구간
자료: Bloomberg

2022년 유럽 천연가스 가격은 연중 100유로를 상회



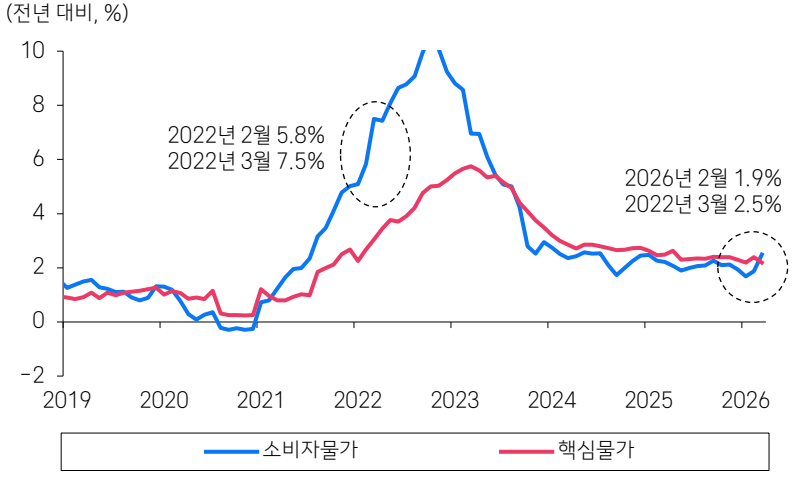
참고: 음영은 TTF 100유로 상회구간
자료: Bloomberg

인플레이션과 통화정책 환경 역시 2022년과는 큰 차이

▶2022년, ECB는 우크라이나 전쟁이 아니었더라도 공격적으로 금리를 인상해야 했음

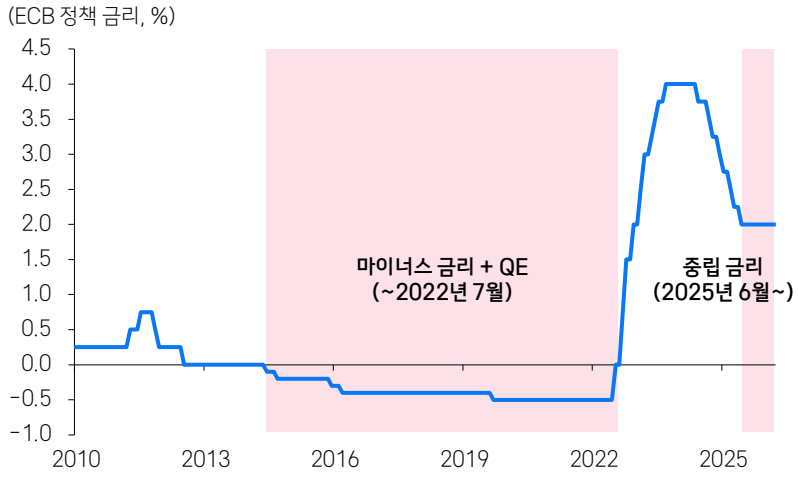
- 2022년 2월 유로존 소비자 물가는 전년 대비 5.8%를 기록했으며, 2022년 3월에는 7.5%를 기록
  - 러시아가 우크라이나를 공격하지 않았더라도, ECB는 금리를 공격적으로 인상했어야 함
  - 심지어 ECB는 마이너스 금리와 양적 완화를 2022년 6월까지 유지했으며, 7월부터 뒤늦게 금리 인상으로 전환
- 이와는 대조적으로, 2026년 2월 유로존 소비자 물가는 전년 대비 1.9%를 기록했으며 2026년 3월에는 2.5%를 기록
  - 중동발 공급 충격이 나타나지 않았더라면, ECB는 금리 동결 기조를 유지했을 것
  - ECB 정책 금리 또한 완화적이었던 2022년과는 달리 중립 수준(2.0%)에서 유지 중. 긴축 수준까지 필요한 금리 인상분은 2022년 대비 작음

유로존 소비자 물가(HICP): 2022년 대비 물가 상승 압력은 제한적



참고: 차트 내 물가상승률 표기은 headline 소비자 물가 기준
자료: European Central Bank, 삼성증권

통화정책 기조: 매우 완화적이었던 2022년 vs 중립 금리 수준의 2026년



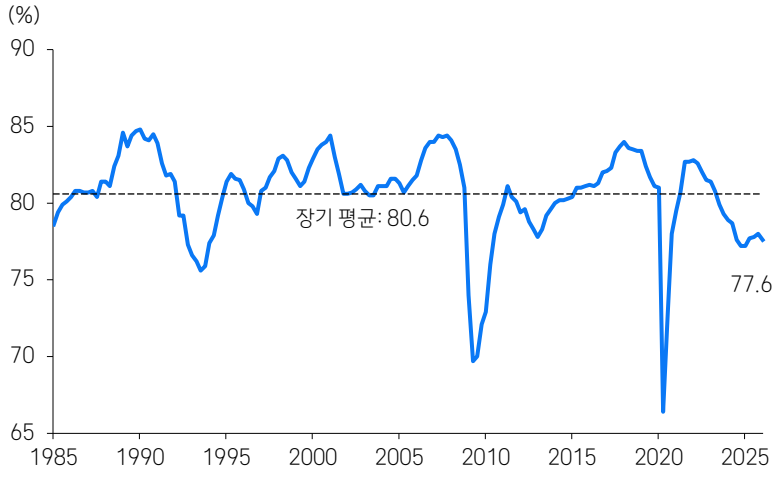
자료: European Central Bank, 삼성증권

제조업 업황과 재정정책 여건도 2022년과는 다름

▶2022년은 경기 과열 및 확장 재정 상태에서 공급 충격이 발생

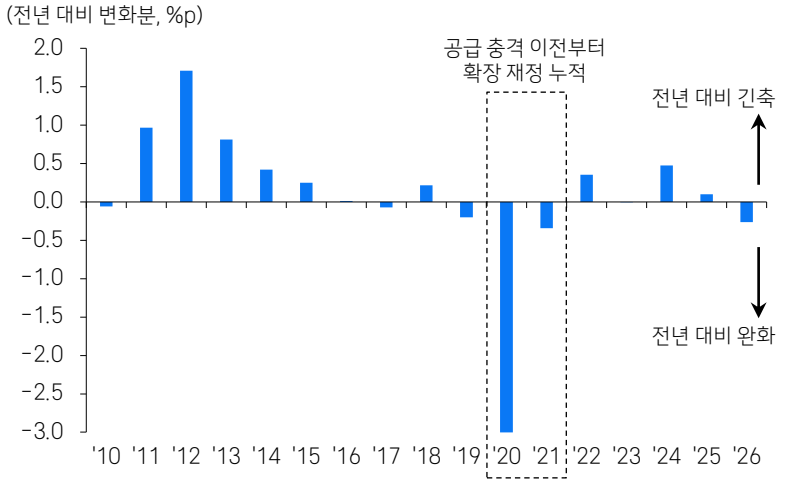
- 2022년과 비교하면, 제조업 업황과 재정정책 여건에서도 큰 차이가 나타남
  - 2022년 초, 제조업은 호황(설비가동률은 장기 평균을 상회)이었고, 주요국 정부는 지난 2년간 대규모 확장 재정을 시행함
  - 2026년 현재, 제조업은 호황과는 거리가 있고(설비가동률은 장기 평균을 하회), 주요국 정부는 지난 2년간 긴축함
- 공급 충격이 인플레이션의 2차 파급 효과로 이어질 가능성은 2022년 대비 낮아짐

유로존 제조업 설비 가동률: 2022년과 달리 장기 평균 하회



자료: European Commission

구조적 재정수지: 2022년은 재정 확대 누적된 이후 공급 충격이 발생



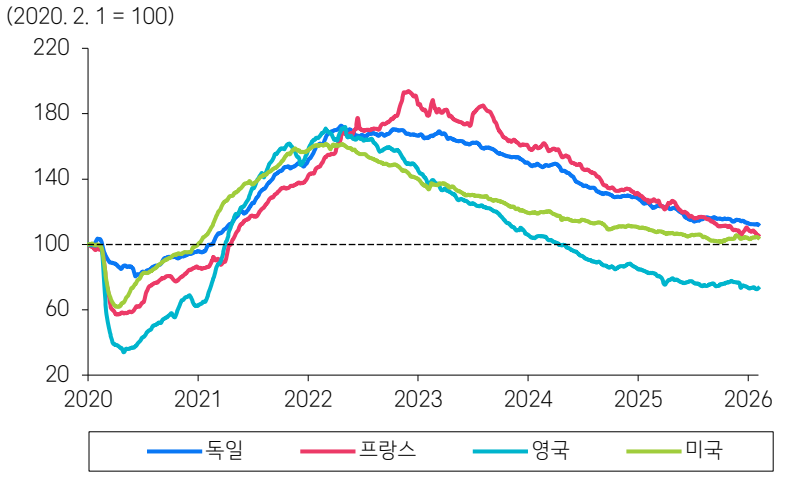
참고: 계산 방법에 따라 기관별(ECB, 유럽집행위 등) 추정치는 상이. 여기서는 IMF 데이터 활용
자료: IMF

노동시장 압력 또한 2022년 대비 낮아

▶2022년과 달리 노동시장 과열 징후 없음

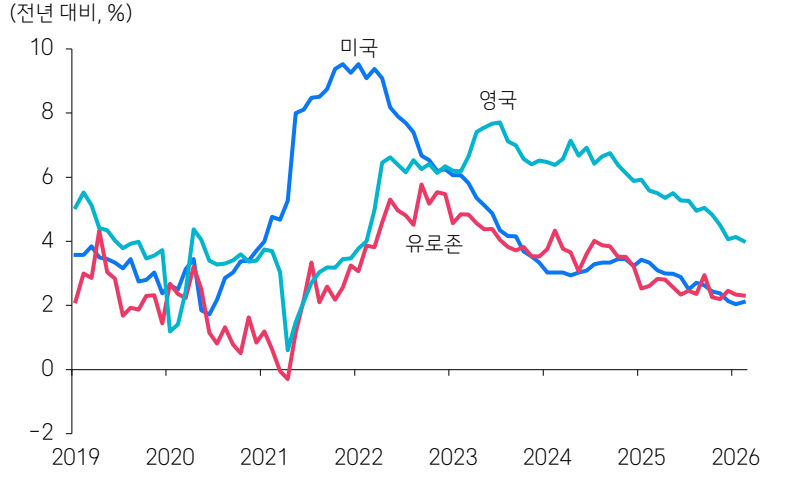
- 우크라이나 전쟁이 발발했던 2022년 주요국의 노동시장은 과열 국면에 있었던 것으로 평가됨
  - 주요국 구인공고 건수가 팬데믹 이전 대비 50% 이상 급증했으며, 임금상승률 역시 4% 이상을 기록하기 시작
- 2026년 현재, 주요국 구인공고 건수는 팬데믹 이전 수준으로 낮아졌으며 임금상승률은 2% 수준에 머무름. 이는 중동발 공급 충격이 노동시장의 인플레이션 추가 급등을 유발할 가능성이 낮아졌음을 의미
- 종합하면, 유로존의 경제 및 통화정책 여건은 오히려 2022년보다 여유 있는 상황. 이란 전쟁이 장기화되는 것이 아니라면, 2022년과 같은 추세적 금리 인상이 요구되는 상황이 아님

각국 구인공고 건수: 2022년 대비 노동 수요는 제한적



자료: Indeed

각국 채용 공고상 임금: 2022년과 달리 2% 내외에서 안정



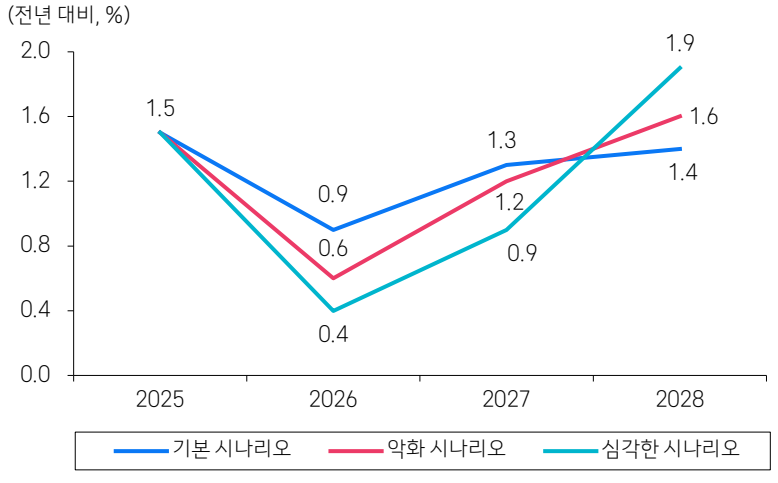
자료: Indeed

ECB, 인상하더라도 추세적 인상이 아닌 2회 내외 금리 인상으로 대응할 것

▶ECB는 연말까지 공급 차질이 지속되는 경우가 아니라면, 경제 충격은 2026년에 한정

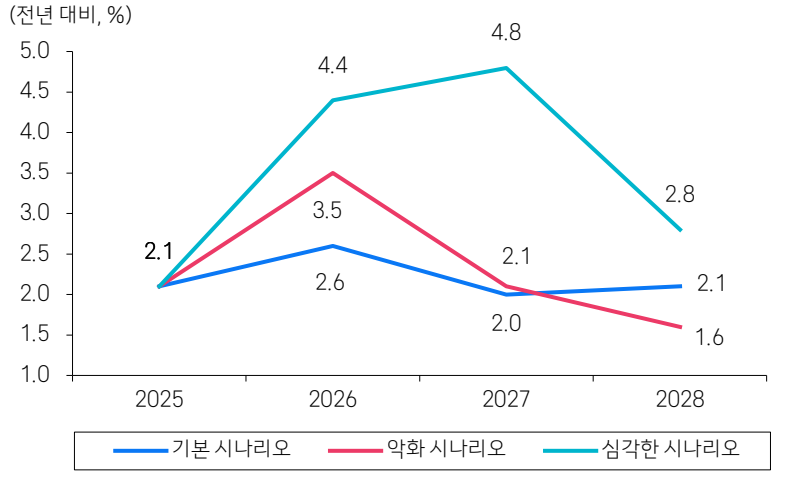
- ECB는 2026년 3월 통화정책회의에서 수정 경제 전망을 제시. 기본 시나리오에서도 성장률은 하향, 물가 전망은 상향됨
- 주목해야 할 것은 대안 시나리오. ECB는 중동 전쟁으로 인한 공급 차질의 강도와 기간에 따라 1) 악화 시나리오와 2) 심각한 시나리오를 제시
  - 1) 악화 시나리오 가정: 3분기까지 공급 차질 지속, 2분기 호르무즈 원유 및 LNG 수송 40% 감소, 4분기 물량 및 가격 정상화
  - 2) 심각한 시나리오 가정: 4분기까지 공급 차질 지속, 에너지 인프라추가 파괴, 2분기 호르무즈 원유 및 LNG 수송 60% 감소, 2027년 정상화
- 상호 파괴적 전쟁이 연중 지속되는 심각한 시나리오가 아니라면, 인플레이션 및 성장 충격은 2026년에 한정된다는 것이 ECB 판단
- 공급 충격이 이어지는 경우라도, ECB의 추세적 인상 전환 허들은 매우 높음. ECB는 2회 내외 인상으로 대응할 것

ECB 경제 전망(2026년 3월): 경제성장률



자료: European Central Bank

ECB 경제 전망(2026년 3월): 소비자 물가



자료: European Central Bank

2022년의 인플레이션 경험은 ECB의 선제적 대응 가능성을 높임

▶2022~2023년 인플레이션 경험은 ECB의 정책 전환이 2022년 대비 빠르게 나타날 가능성을 높임

- 2022년 ECB 정책 전환은 늦었음. 물가 압력이 급등하고 있음에도 불구하고 ECB는 상당기간 '공급 충격은 일시적인 현상'이라는 프레임을 유지
- 당시 ECB 및 분석가들 사이에서는 2011년(일시적 충격에 금리 인상으로 대응)과 같은 정책 실패를 반복하면 안된다는 의견이 주류였기 때문 – 이는 과거 경험이 다음 사이클에서의 통화정책 결정에 큰 영향을 미침을 보여줌
- 2022년 늦은 대응으로 인한 인플레이션 급등을 경험한 ECB는, 역설적으로 현 사이클에서 늦지 않게 대응할 가능성이 높음

(참고) 2022년 우크라이나 전쟁 전후 ECB의 통화정책 판단: ECB 금리 인상 전환은 늦었음

날짜	인물	핵심 메시지	브렌트유 가격	TTF 가격	HICP (YoY, %)	종합 PMI 투입비용 지수
2021-11-03	Lagarde 총재	2022년 ECB 금리 인상은 '매우 가능성이 낮다'고 하며 시장의 조기 인상 기대를 제어	84.7	67.6	4.1	73.2
2021-11-17	Schnabel 이사	스태그플레이션보다는 reflation에 가깝다는 시각을 제시 공급병목과 에너지 충격이 있더라도 중기적 전망을 고려해야 한다고 주장; 섣부른 긴축 경계	82.4	94.2	4.1	73.2
2021-12-16	Lagarde 총재	2022년 금리 인상은 여전히 매우 가능성이 낮다고 재차 강조	73.9	132.3	4.9	76.0
2022-02-07	Lagarde 총재	큰 폭의 긴축이 필요하지 않다고 발언. 인플레가 고착되기 전에 둔화될 수도 있다는 시각을 유지	93.3	82.7	5.1	74.2
2022-03-02	Lane 이코노미스트	중기적 시각에 기반한 통화정책 결정을 재강조. 단기 공급 쇼크에 기계적으로 반응하지 않겠다고 설명	105.0	121.7	5.9	74.8
2022-03-17	Lagarde 총재	전쟁 이후에도 ECB는 금리 인상을 서두르지 않을 것이며, 인상이 있더라도 점진적일 것이라고 강조	98.0	102.6	5.9	74.8
2022-04-14	Lagarde 총재	APP 순매입이 3분기 중 종료될 가능성을 높였지만, 점진적이고 유연한 정책 시행을 시사 금리 인상 시점은 순매입 종료 후("some time after")로 시사	108.8	105.3	7.4	81.6
2022-05-23	Lagarde 총재	1) APP 순매입 3분기 초 종료, 2) 7월 금리 인상 가능성을 제시. ECB의 실질적 정책 전환 시점	112.6	87.9	7.5	81.1
2022-05-24	Lagarde 총재	9월까지 금리가 0% 또는 그보다 약간 높아질 수 있다고 부연. 7월·9월 연속 인상 기대를 강화	113.4	83.3	7.5	79.2
2022-06-20	Lagarde 총재	7월 25bp 인상 시사, 9월에는 더 큰 폭 인상 가능성을 제시	113.1	117.7	8.1	79.2
2022-06-28	Lagarde 총재	인플레이션 압력이 너무 높아, 필요한 만큼 통화정책을 정상화(금리 인상) 해야 한다고 선언. ECB의 catch-up tightening을 공식화한 핵심 발언	115.1	129.5	8.1	78.5
2022-07-21	Lagarde 총재	첫 인상을 25bp가 아닌 50bp로 시작. Catch-up 긴축 본격화.	106.9	155.0	8.6	78.5

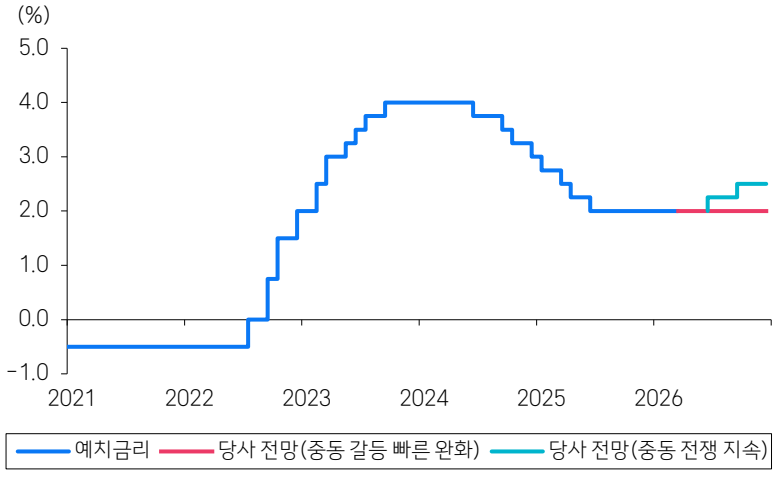
자료: 삼성증권 정리

ECB 전망: 기본 전망은 연내 금리 동결, 공급 충격 지속 시 6월, 9월 인상

▶금리 인상으로 전환하는 경우, 6월부터 2회 인상 전망

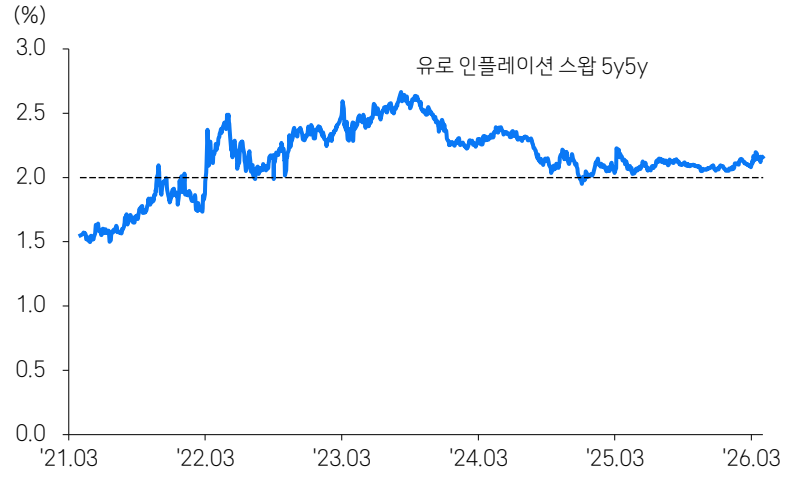
- 현재의 공급 충격은 상당하지만, 공급 충격으로 인한 2차 파급 효과 가능성은 2022년 대비 낮아짐
- ECB는 한동안 상황을 지켜볼 여유가 있음. 4월 인상보다는 6월 인상 가능성이 높은 것으로 평가
  - 3월 CPI가 시장 예상을 하회하는 2.5%에 그쳤다는 점도 ECB 내 관망론을 지지할 것
- 향후 주목해야 할 핵심 변수는 기대인플레이션. 라가르드 총재는 최근 *"만약 충격이 더욱 심해진다면, 기업과 노동자들의 대응은 지난번보다 더 빠를 수 있다. 임금 등의 초기 반응은 비교적 느렸지만…(중략)…2022년의 경험은 흔적을 남겼다. 한 세대가 처음으로 고인플레이션을 경험했고, 두 번째에는 그만큼 느리게 반응하지 않을지도 모른다"*고 발언. 기대인플레이션이 반등하기 시작한다면 ECB는 적극적으로 개입할 것

ECB 금리 추이 및 전망: 공급 충격 지속 시 6월 인상 전환



자료: European Central Bank, 삼성증권

유로존 장기 인플레이션 기대, 아직까지는 안정적인 수준 유지



자료: Bloomberg

PART 02

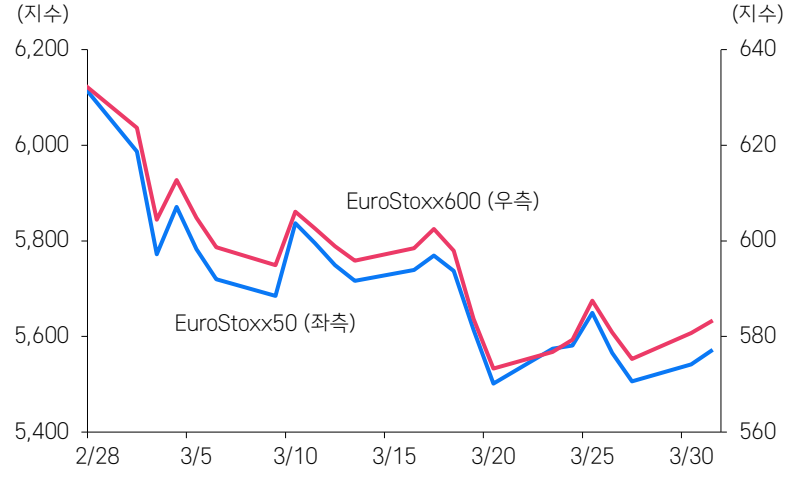
유럽 금융시장 전망

3월 유럽 증시 Review

▶ 중동 전쟁 여파로 에너지 강세, 증시 전반 약세

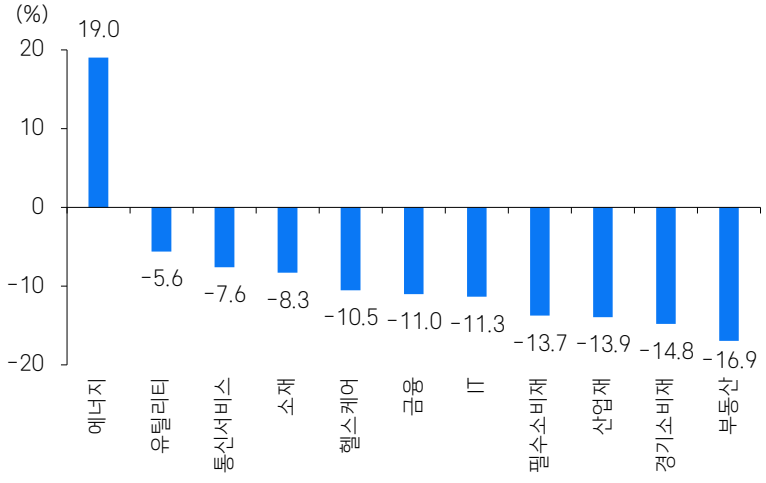
- 유럽 증시는 하락. EuroStoxx50은 -9.3%, EuroStoxx600은 -8.0%, MSCI Europe은 -10.3% 기록
- 중동 리스크로 유가가 급등하며 에너지 업종은 상승했으나, 전쟁 장기화에 따른 스태그플레이션 내러티브가 확산되며 증시는 전반적으로 하락
- 섹터별로는 에너지(+19.0%)와 유틸리티(-5.6%) 등이 부동산 (-16.9%)과 경기소비재(-14.8%) 등을 아웃퍼폼

3월 유럽 주가 지수 추이



자료: Bloomberg

3월 MSCI Europe GICS1 섹터별 수익률



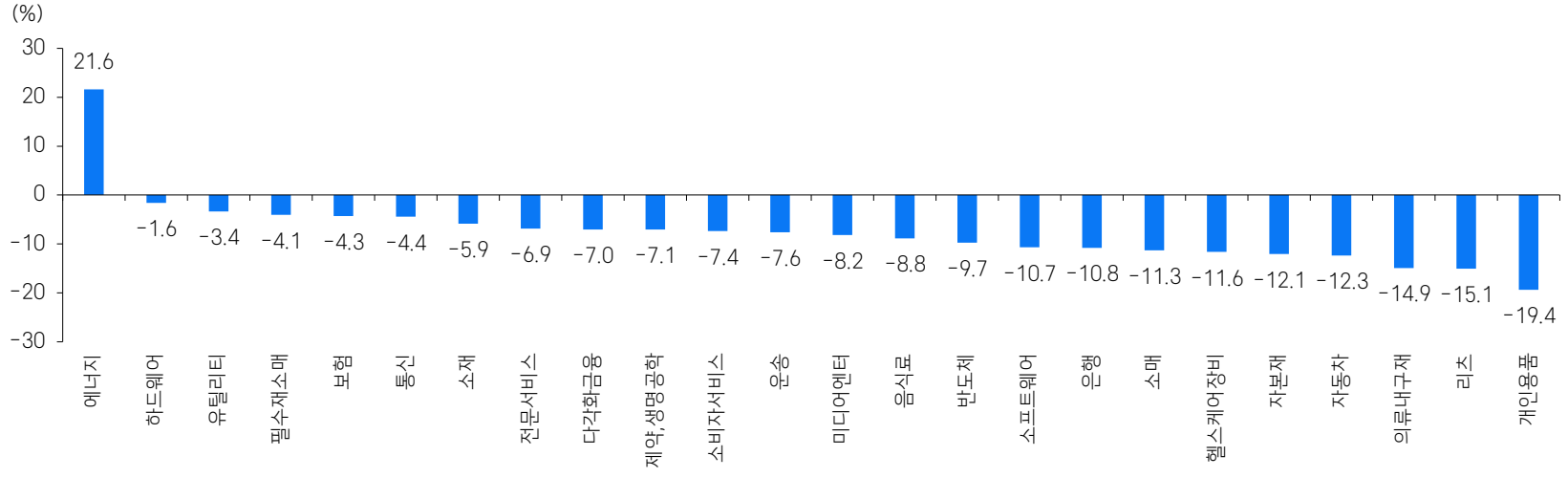
자료: Bloomberg

3월 유럽 증시 Review

▶ 경기 둔화 우려 속 경기민감주 부진

- 세부 산업별로는 에너지(+21.6%), 하드웨어(-1.6%) 등이 아웃퍼폼한 반면, 개인용품(-19.4%), 의류내구재(-14.9%) 등은 부진
- 유로존 경기 둔화와 소비 위축 우려가 반영되며 의류내구재, 자본재, 자동차 등 경기민감 업종 중심으로 낙폭 확대

3월 MSCI Europe GICS2 섹터별 수익률



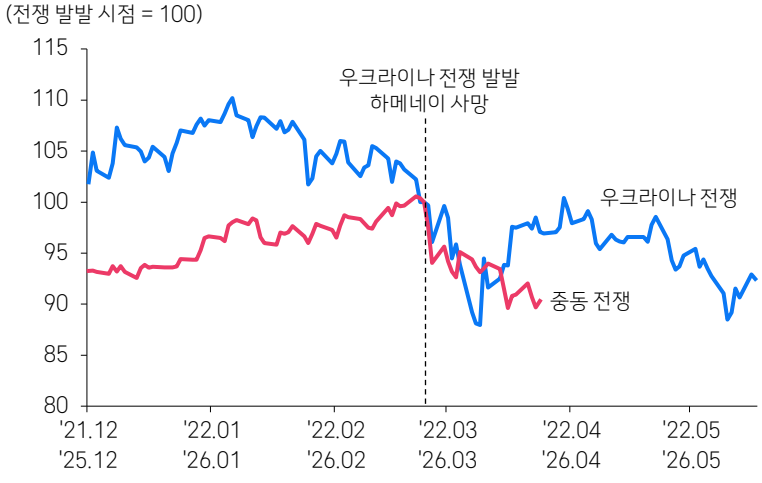
자료: REFINITIV

4월 Eurostoxx50: 5,400p~5900p 전망, 전술적 매수

▶ 단기적으로는 매도 실익 낮아, 전술적인 매수로 대응해야

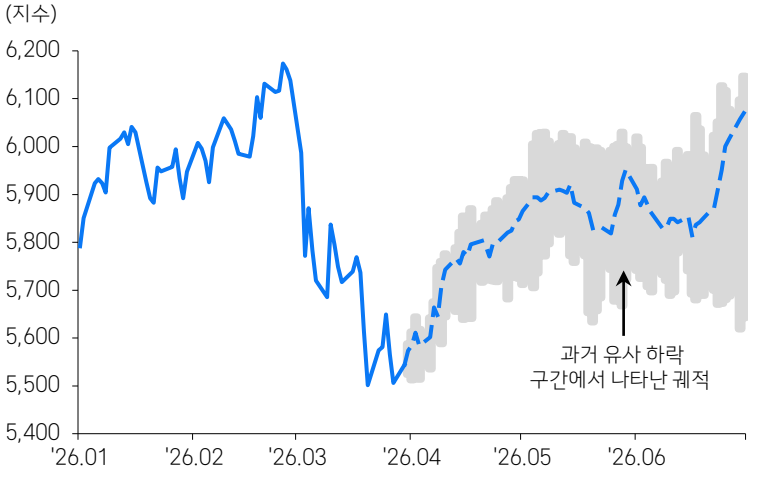
- 3월 유럽 증시 조정은 매우 빠르게 진행. 1980년대 후반 이후, 주가 지수가 2년 고점 대비 10% 이상 하락한 사례는 총 19번
  - 그중 현재보다 조정 속도가 빨랐던 것은 2020년 팬데믹 등 3차례에 그침
- 과거 하락 사례에 기반하면, 장기적으로 추가 하락이 나타난다 하더라도 단기적으로는 기술적인 반등 시도가 나타날 것. 매도 실익 낮은 구간
- 과거 극단적 하락 사례를 적용하면, 4월 중 Eurostoxx50 저점은 5000p까지 낮아져야 하나 극단적 하락 사례는 배제: 1) 미국-이란 간 부분적 합의 또는 갈등 완화 가능성이 남아 있고, 2) 시장이 주요국 중앙은행 금리 전망을 공격적으로 pricing한 것으로 판단하기 때문

Eurostoxx50 지수 추이: 우크라이나 전쟁과의 비교



자료: REFINITIV, 삼성증권

Eurostoxx50: 과거 하락 사례에 기반하면, 단기적으로는 반등 시도



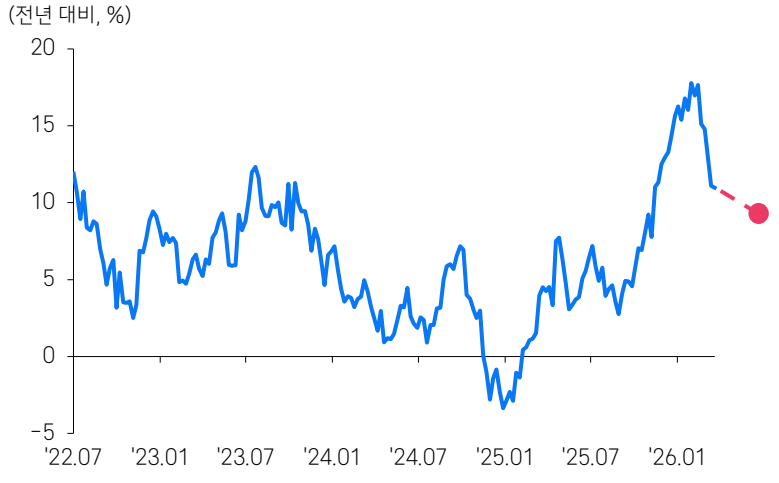
참고: 음영은 극단 사례를 제외한 구간 (25~75% 구간), 점선은 중간값
자료: REFINITIV, 삼성증권

상반기 Eurostoxx50 target 6,200p로 하향

▶ 다만, 단기간 내 중동 갈등 완화되더라도 기업 이익은 소폭 둔화될 것

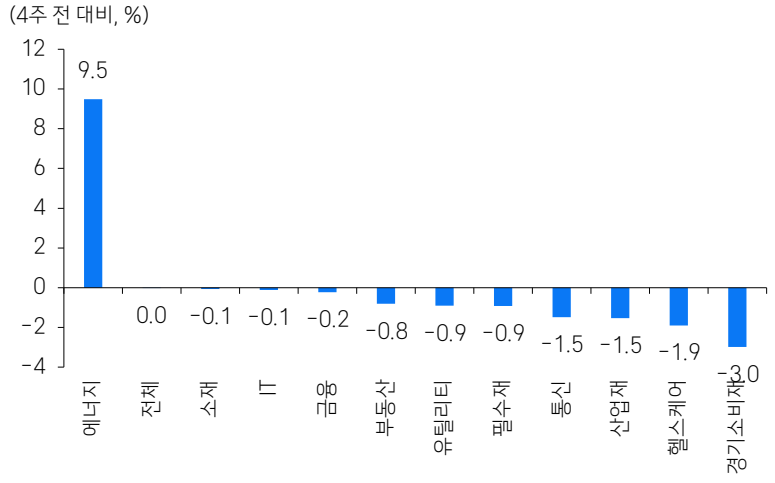
- 상반기 Eurostoxx50 target을 6,200p로 하향(기존 전망 6,600p); 트레이딩 레인지는 5,200~6,200p 로 제시
- 상반기 공급 차질 지속 이후 점진적 회복 가정 시 유로존 성장률은 소폭 하락, 물가는 단기적인 상승을 보일 것으로 예상되며 2026년 기업 이익은 전년 대비 +9%를 기록할 것으로 예상됨(기존 전망 12%)

2026년 기업 이익, 전년 대비 +9% 기록 전망



자료: REFINITIV, 삼성증권

최근 4주 이익 전망(12m fwd EPS) 변화: 에너지 전망 상향 두드러져



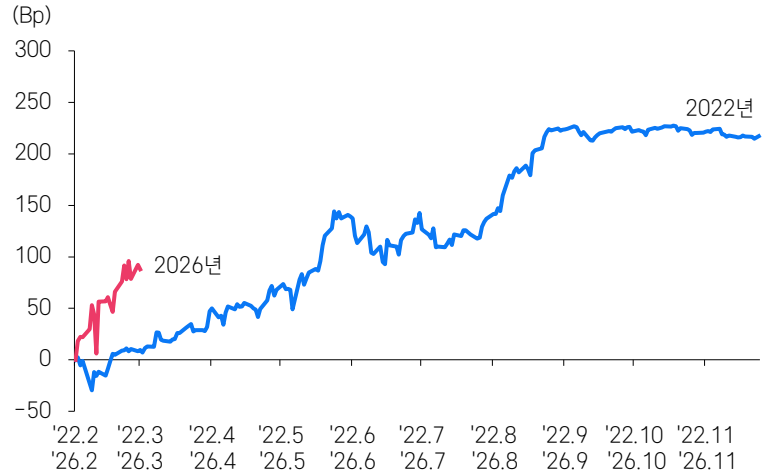
자료: REFINITIV, 삼성증권

시장은 2022년보다 공격적으로 금리 기대감을 조정

▶ 연초 시장은 1회 인하를 반영했으나, 현재는 3회 이상 인상을 반영

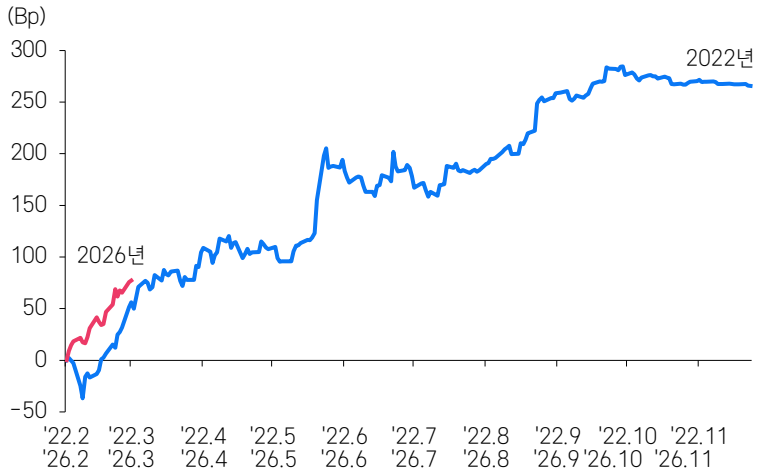
- 최근 주식시장 매도세의 주 원인 중 하나는 스태그플레이션 내러티브 확산과, 그로 인한 통화정책 기대감의 급격한 조정
- 공급 충격에 대응해 주요국 중앙은행이 금리를 인하하지 못하게 되거나(Fed), 오히려 공격적으로 금리를 인상해야 한다는 것(ECB)
  - ECB는 연내 1회 인하하는 것이 컨센서스였으나, 현재는 3회 이상의 금리 인상이 컨센서스
  - Fed는 연내 2회 인하하는 것이 컨센서스였으나, 현재는 금리 동결이 컨센서스
- 2022년 우크라이나 전쟁 때와 비교하면, ECB의 경우 100bp에 가까운 눈높이 상향이 나타나는데 불과 한 달 소요됨

ECB 정책 금리 기대 변화: 최근 한 달간 100bp에 가까운 눈높이 상향



자료: Bloomberg, 삼성증권

Fed 정책 금리 기대 변화: 인하 기대감 소멸



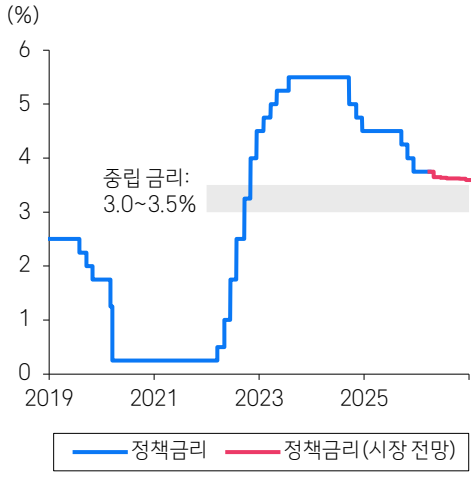
자료: Bloomberg, 삼성증권

주요 중앙은행 정책 금리가 이미 중립 수준 이상이라는 점에 주목해야

▶ 2022년과 비교하면, 필요한 금리 인상 폭은 크지 않음; 긴축 우려가 정점을 통과할 가능성

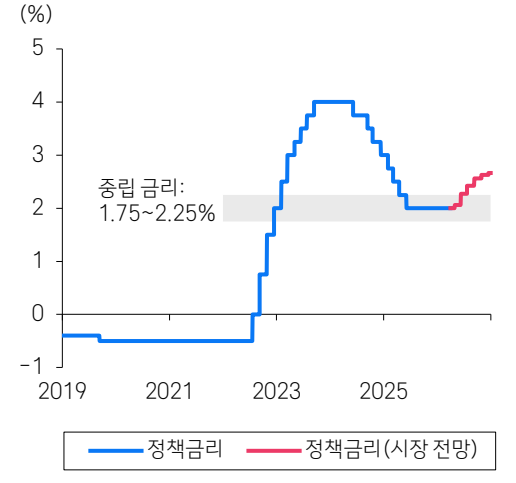
- 전쟁 장기화를 가정하더라도, 각국에 요구되는 금리 인상의 폭은 2022년 대비 크지 않음. 과거와 달리 주요국 금리가 중립 수준 이상이기 때문
- 2022년 주요국 정책 금리는 0% 수준이었기에 중립 수준을 넘어 긴축적인 영역까지 도달하기 위해 수백bp를 인상해야 했음
- 현재는 주요국 금리가 중립 수준(ECB) 혹은 그 이상(Fed, BOE 등)에 있기 때문에, 공급 충격이 발생하더라도 추세적인 인상이 필요하지 않음
- 에너지 시설의 대규모 파괴, 전쟁의 대규모 확장이 아니라면, 급격한 긴축 우려는 정점을 통과할 것

미국 정책 금리 추이와 시장 전망



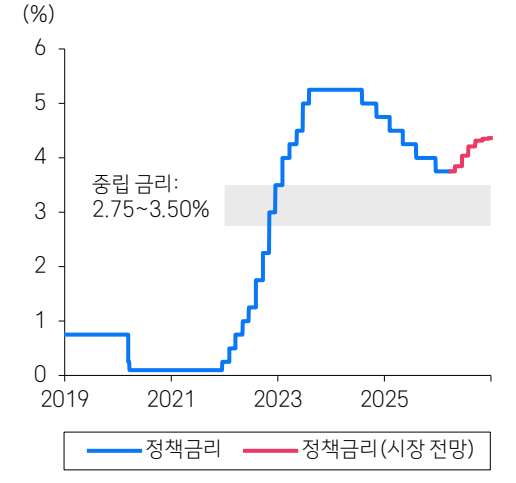
자료: Federal Reserve, Bloomberg

유로존 정책 금리 추이와 시장 전망



자료: European Central Bank, Bloomberg

영국 정책 금리 추이와 시장 전망



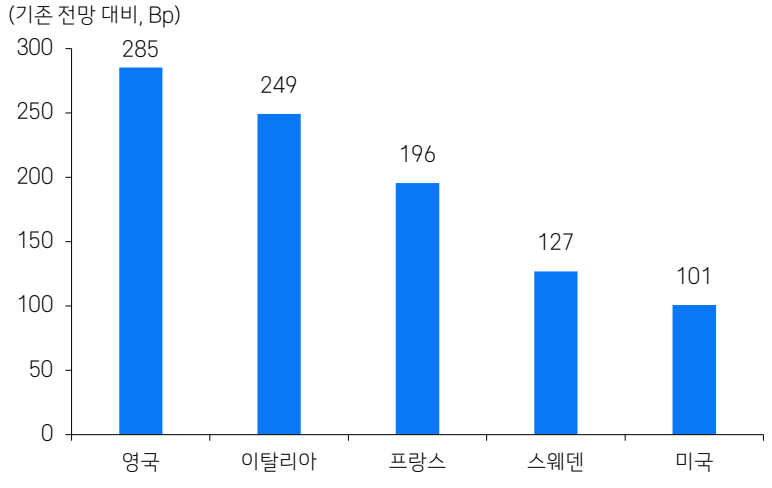
자료: Bank of England, Bloomberg

시장에 반영된 물가 전망, 이미 최악의 시나리오를 반영

▶시장의 물가 전망, 전쟁 장기화를 가정하고 있음

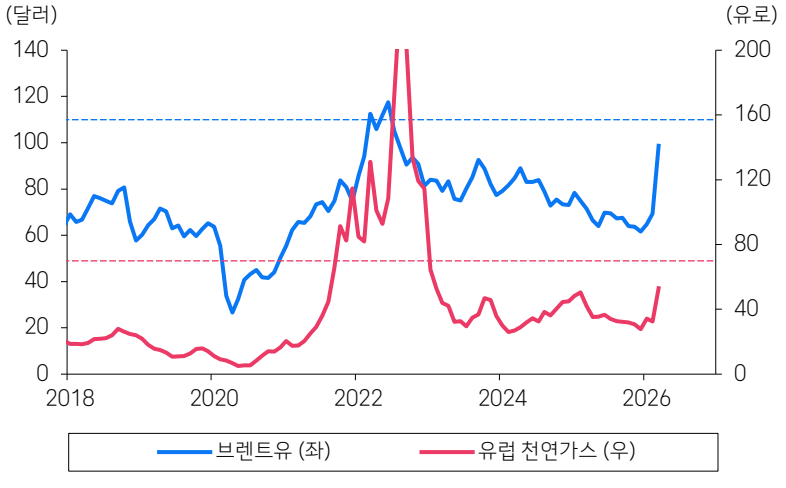
- 시장에 반영된 물가 전망 역시 최악의 시나리오를 이미 반영하고 있다는 판단
- 시장은 올해 유럽 인플레이션이 기존 전망 대비 200bp 이상 높아질 것으로 예상하고 있음(2년 BEI 기반으로 당사 계산)
- 이러한 전망이 현실화되려면, 올해 남은 기간 브렌트유와 유럽 천연가스가 각각 110달러와 70유로를 상회해야 함 (우측 차트 및 9페이지 참고)
- 중동 전쟁과 그로 인한 공급 충격이 올해 말까지 지속되는 시나리오가 아니라면, 위와 같은 가정은 과도
- 향후 인플레이션/통화정책 부문에서 시장의 추가 패닉 가능성은 3월 대비 낮아질 것

시장은 올해 유럽 인플레이션이 기존 전망 대비 200bp 이상 높아질 것을 반영



참고: 2년 Breakeven inflation 기반으로 당사 계산
자료: Bloomberg, 삼성증권

시장 전망이 현실화되려면, 남은 기간 브렌트유가 110달러를 지속 상회해야



참고: 점선은 각각 브렌트유 110달러, 천연가스 70유로 선
자료: REFINITIV, 삼성증권

Compliance Notice

- 본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
  따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확히 반영되었습니다.

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA