meritz Strategy Daily

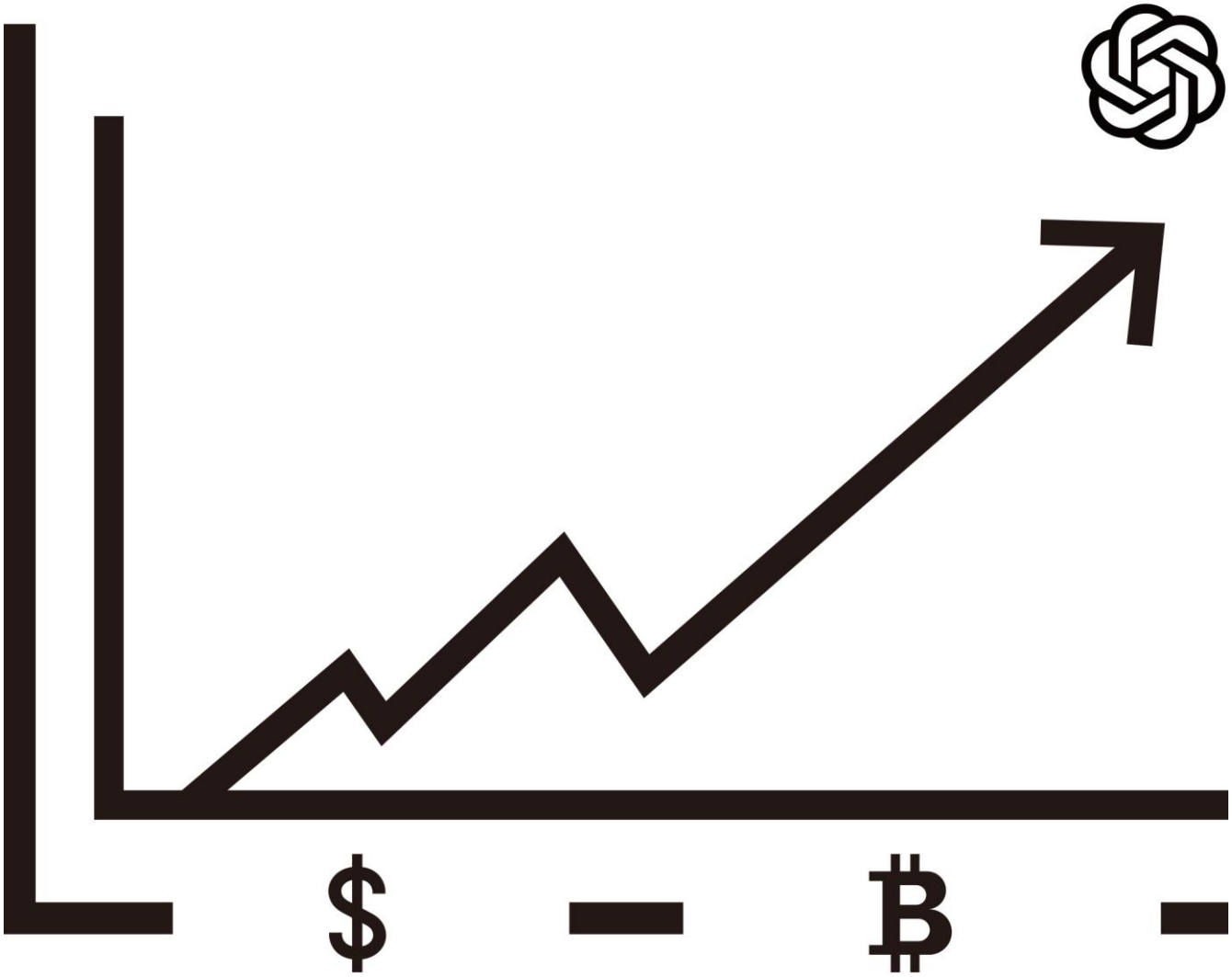
전략공감 2.0

2026. 5. 19 (화)

Strategy Idea
글로벌 통화정책 전망 업데이트

오늘의 차트
채권투자, 변동성이 줄어야 실마리가 보일 것

칼럼의 재해석
핵융합, 꿈의 에너지에서 현실로



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.

Strategy Idea

글로벌 통화정책 전망 업데이트

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

- ✓ Fed 전망: 연내 2회(9, 12월) 인하 전망을 연내 1회로 수정
- ✓ ECB: 연내 2회(6, 9월) 인상 이후 2027년 하반기 2회 인하로 수정
- ✓ BOJ: 올해 6, 12월 인상 전망 유지, BOK는 7, 10월 인상으로 전망 수정

호르무즈 해협 봉쇄 장기화와 유가 고공행진이 가져온 인플레 위험

4월 7일 휴전 선언 이후 한 달 넘게 미국-이란 협상이 평행선을 달리고 있다. 미국이 핵농축 제한과 호르무즈 해협의 전면 재개방을 골자로 하는 패키지 딜을 선호하는 반면, 이란은 미국의 공격 중단과 종전 선언, 위협 중단 후 해협 개방-종전 이후 순차적 핵협상이라는 단계적 딜을 고수하고 있다. 현재도 호르무즈 해협은 사실상 막혀 있고, 국제유가와 가스 가격은 여전히 고공 행진하면서 연초 이후 60% 이상 올라 있는 상태이다. 이는 주요국의 인플레이션을 자극하는 동시에 성장 하방 위험으로 작용하면서 중앙은행의 판단을 어렵게 하고 있다.

글로벌 통화정책 전망 변경의 주요 내용

오늘 전략공감2.0은 전쟁이 야기한 스태그플레이션(스러운) 위험에 각국 중앙은행들이 어떤 결정을 내릴 가능성이 큰 지에 대한 우리의 View를 정리한 것이다. 결론부터 말하자면, 다음과 같다: 1) Fed는 노동시장 취약성과 고금리 부작용의 부상을 전제로 올해 연말에 가서야 인하를 재개할 가능성이 커 보인다. 인하 사이클은 내년 상반기까지 점진적으로 진행되어 Terminal rate 3.25%까지 인하가 이루어질 것이다(변경). 2) ECB는 6, 9월 인상을 단행할 것으로 본다. 성장 하방 위험이 존재하지만, 당장은 기대인플레 대응이 먼저다. 물가압력이 누그러지는 내년에 다시 2%로 예금금리를 인하할 것으로 예상한다(변경).

3) BOJ는 6, 12월 인상을 단행할 것으로 보며, 내년까지 1.50%까지 콜금리를 인상할 것으로 예상한다(유지). 4) 한국은행의 경우, 5월 금통위에서 점도표 및 총재 발언 등을 통해 매파적 성향을 드러낸 이후 7월과 10월에 각각 25bp 인상을 단행할 것으로 전망한다. 전쟁에도 불구하고 반도체 호황과 내수회복으로부터 비롯되는 경기 상방 압력이 훨씬 크기 때문이다. 내년 상반기까지의 인상 사이클 연장 여부는 2027년 성장률 전망의 상향조정 폭에 달려 있다(변경). 이하는 각론이다.

표1 메리츠증권 글로벌 경제 및 통화정책 전망 요약 (new)

	GDP (% YoY)			CPI (% YoY)			정책금리 (기말, %)		
	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
미국	2.1	2.0	1.7	2.7 [2.8]	3.2 [3.0]	2.4 [2.6]	3.75	3.25→3.50	3.25
유로존	1.5	1.1→0.8	1.4	2.1	2.7→2.8	1.9	2.00	2.50	2.00
일본	1.2	0.9→0.7	1.0	3.2	2.2→2.0	1.9→2.1	0.75	1.25	1.50
중국	5.0	4.8	4.5	0.1	1.0	1.1	3.00	2.70	2.50
한국	1.0	2.6	1.8	2.1	2.6	1.8	2.50	3.00	2.75→3.00

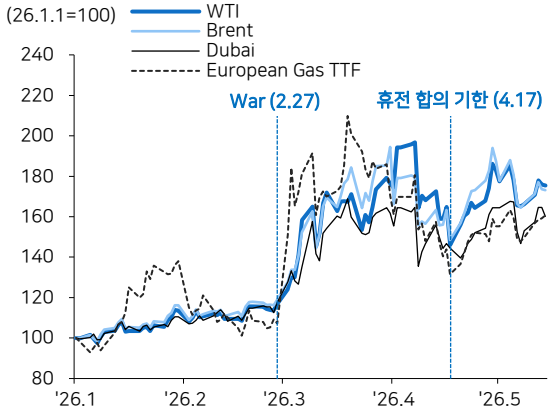
주: [ ] 안의 숫자는 연간 Core PCE 전망, 정책금리는 미국 FFR, 유로존 Deposit rate, 일본 Call rate, 중국 1Y LPR, 한국 기준금리임
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

표2 협상 교착 이유: 미국-이란 협상의 쟁점들

쟁점	미국 우선순위	이란 우선순위	접점
핵	핵 = 핵심 의제 즉각적인 농축권 제한, 고농축 우라늄 반환 요구	평화적 농축권 인정 요구 종전 이후 단계별 협상 요구	매우 좁음
호르무즈	즉각 및 완전 재개방	봉쇄 및 위협이 끝나야 정상화	제한적 개방 가능
미국의 해협 봉쇄	이란을 협상 테이블로 유도하는 압박수단	"해적 행위"로 규정. 보복 위협	단계적 완화 가능
종전 선언	핵 합의 이후 가능	공식 종전이 먼저	순서 충돌
협상 방식	Big deal 선호	단계적 deal 선호	

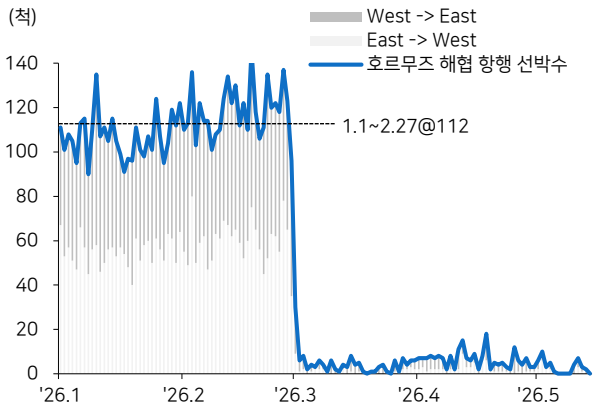
자료: ISW, Reuters, 메리츠증권 리서치센터 정리

그림1 연초 이후 국제유가와 유럽 천연가스 가격



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 호르무즈 해협 항행 선박수



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

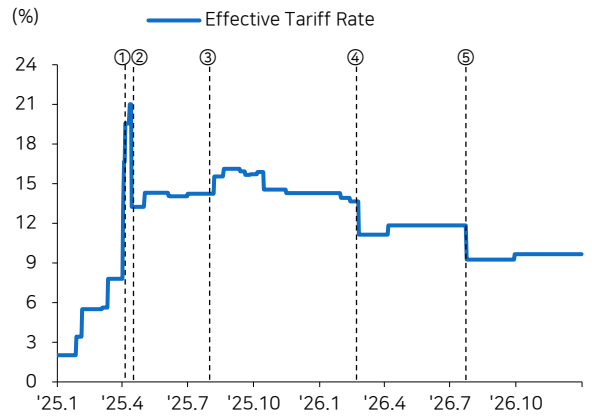
Fed: 연내 2회 인하(9, 12월) 전망을 연내 1회 인하(12월)로 변경

우리는 4월 FOMC 코멘트에서 제시했던 연내 2회(9, 12월) 인하 전망을 연내 1회(12월)로 변경하고, 내년 상반기까지 인하 사이클(3.25%)이 연장될 것으로 의견을 변경한다. 1) 관세발 인플레 압력이 줄었지만 다른 영역의 인플레이션 압력이 부각되어 인플레에 대한 가드를 당장 내리기 어려울 것이고, 2) 노동시장이 약해진 것은 맞지만 새로운 균형에서 안정을 찾고 있어 당장 노동시장을 챙길 필요성이 줄었다고 보기 때문이다. 향후 인하를 재개할 이유는 민간소비 모멘텀의 약화, 노동시장 추가 약화에 따른 실업률 상승 재개 등이다.

(1) 인플레이션 환경: 관세로부터 비롯된 물가압력은 정점을 지나는 것으로 보인다. 미국 실효관세율은 2월 말 IEEPA 관세 무효, 122조 관세 적용을 거치며 13.7%에서 11.8%로 내려왔다. 122조 관세가 일몰되는 시점(7월 24일)에 의회가 연장 동의를 해 주지 않을 가능성이 크기에 실효관세율은 10%를 하회할 것이다. 이를 고려하지 않더라도 관세발 물가압력은 올해 초를 정점으로 완화되고 있다는 시각도 있다[1]. 11월 대중 펜타닐 관세 경감 및 한국/스위스 무역협상으로 관세율이 내려갔기 때문이다.

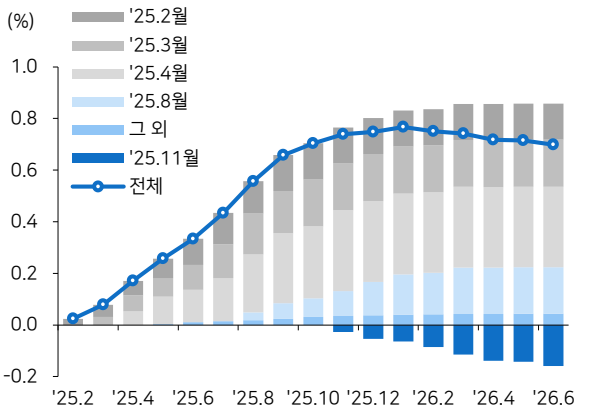
그러나 Chipflation과 전쟁이 핵심물가에 영향을 주기 시작했다. 반도체 가격 상승은 전기전자 제조업 PPI(12.3% YoY)과 컴퓨터 소프트웨어/액세서리 CPI(13.9% YoY)에, 전쟁 충격은 항공료 CPI(20.7% YoY)와 트럭 운송 PPI(15.2% YoY), 택배업 PPI(8.1% YoY, 이상 2026년 4월) 등 운송요금에 반영되고 있다. 이를 모두 포괄하는 소비 목적 최종재(서비스 포함) PPI의 경우, 전년대비 4.7% 상승하며 주거비를 제외한 Core PCE 상승 압력을 추가로 높일 가능성을 시사하고 있다.

그림3 미국 실효관세율 추이



주: ① 상호관세 발표, ② 상호관세 유예, ③ 유예 해제, 무역협상국과 15%, ④ IEEPA관세 무효, ⑤ 122조 국제수지 관세 기간 종료(7.24)
자료: Budget Lab at Yale, 메리츠증권 리서치센터

그림4 특정 시점 부과된 관세의 Core PCE 물가 영향



자료: Minton et al (2026), Federal Reserve FEDS Note

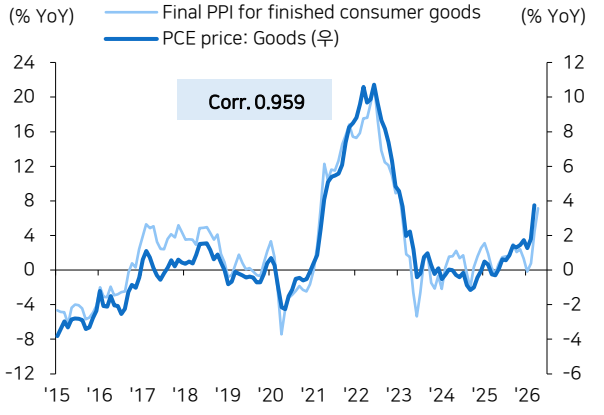
[1] Minton, Ray, and Somale (2026). "Detecting Tariff Effects on Consumer Prices in Real Time – Part II," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, April 08, 2026, https://doi.org/10.17016/2380-7172.4040.

한편, 4월 주택임대료(Rent of Primary Residence)와 자가주거비(OER: 자가로 살고 있는 주택을 임차했을 때의 비용 추정) CPI가 전월대비 0.5%나 오르며 임대료 물가상승세 둔화 흐름을 되돌렸으나 이는 일시적일 가능성이 크다.

미국의 주택임대료는 좀처럼 움직이지 않아 경직적인 물가(Sticky inflation)의 대표적인 사례였다. 그래서 BLS는 미국을 6개 권역으로 나누어, 동일한 지역에 6개월에 한 번씩 실사를 진행한다. 그리고 이렇게 취합된 특정 지역 데이터의 6개월 전 대비 값을 1/6승 하여 월간으로 변환한다(링크).작년 10월 연방정부 셧다운 때문에 특정 지역의 임대료 실사가 이루어지지 않았고, 이것이 6개월 뒤인 올해 4월에 반영되며 물가상승세를 높인 것이다.

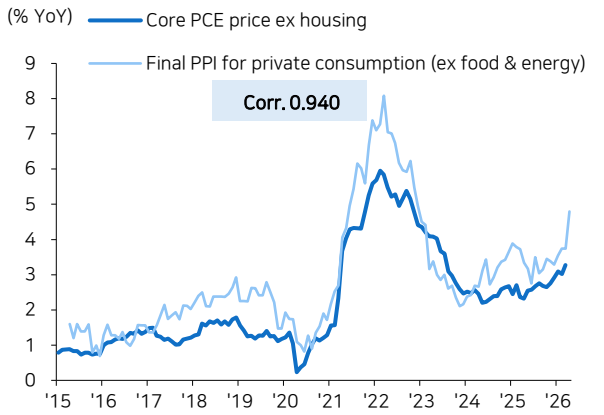
그림 7~8은 주택임대료의 전월대비, 전년대비 상승률과 10월 조사가 실재했을 때(counterfactual)를 추정하여 본 것이다. 10월 조사 부재로 주택임대료의 전년대비 상승세가 원래 있어야 할 궤적을 지난 6개월 간 밑돌았고, 4월에 조사가 재개되면서 원복 되었다는 의미이다. 주거비 물가는 하향 안정화 흐름이 이어질 것이다.

그림5 미국 최종소비재 PPI와 Goods PCE 물가



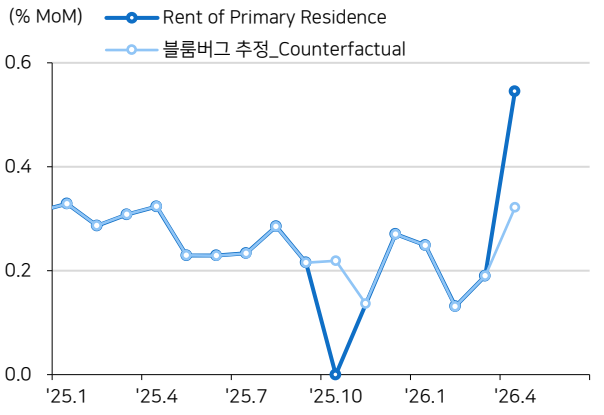
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 소비 목적 최종재 PPI(서비스 포함)와 Core PCE*



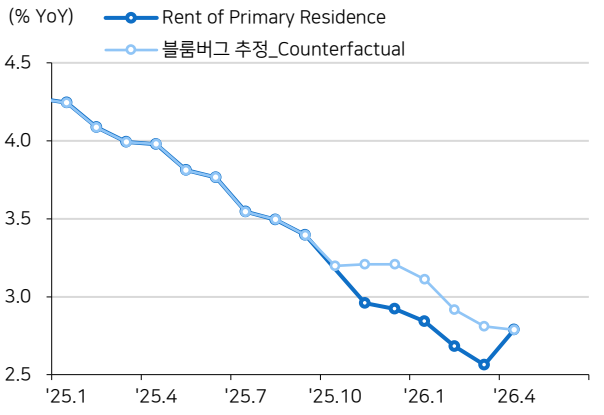
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 임대료 MoM: 실제 vs 10월 조사 있었을 경우



자료: Bloomberg Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

그림8 미국 임대료 YoY: 실제 vs 10월 조사 있었을 경우

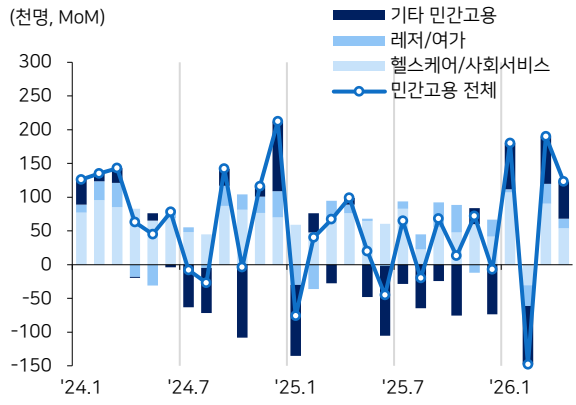


자료: Bloomberg Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

(2) 노동시장: 노동시장은 공급과 수요가 동반 위축되는 새로운 균형에 와 있다. 최근의 노동공급(경제활동인구) 감소는 이민자가 아닌 미국 출생자가 주도하고 있는데, 한참 일할 연령인 25~54세가 아닌 고령층의 은퇴 재개로 보인다. 25~54세의 경제활동참가율은 4월 83.8%로 역사적 고점 수준에 있다. 이러한 가운데 노동수요가 조금 더 위축되어 구인/실업자 배율이 1배를 소폭 밑돌고 있는 것은 자연스러우며, 코로나19 이후 동 배율이 1배를 상당 기간 상회한 것이 사실은 과열이다.

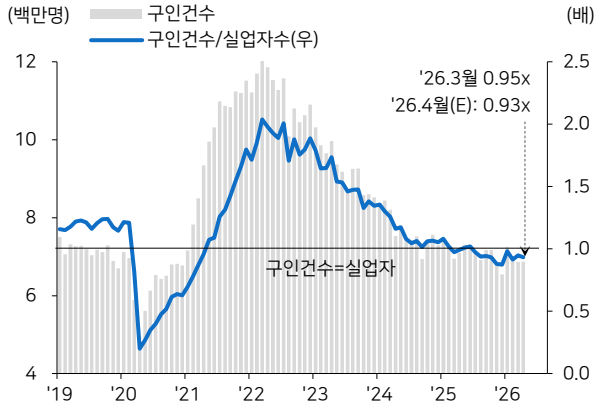
물론 취약성도 존재한다. 경제활동참가율 하락이 광의실업률(U-6) 상승을 동반하고 있다는 것인데, 이는 구직의사가 있어도 구직 시점을 계속 미루는 행태의 반영이다. 그러나 당장은 실업률이 4.3% 내외에서 안정적이고, 연초 이후 2월을 제외하면 월간 취업자수 증분이 10만 명을 넘는다. 노동시장 챙기기를 위한 금리인하의 시급성은 많이 경감된 것으로 보인다. 따라서, 이러한 환경에서는 실업률 상승 위험보다 인플레이션이 좀처럼 내려오지 못할 위험에 좀 더 집중하면서 금리동결 기간을 연장하는 것이 바람직하다. 주거비 상승 압력이 표면화될 경우라면 인상도 고려해야 할 것이나, 이는 우리의 기본 시나리오가 아니다.

그림9 **미국 비농업 민간고용 증분 분해 (24.1~)**



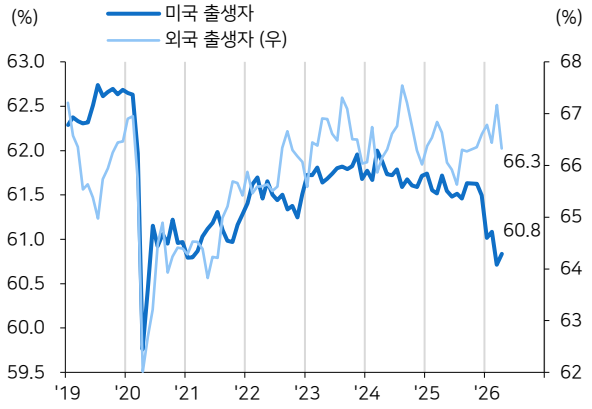
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림10 **미국 구인건수 및 실업자수 대비 배율**



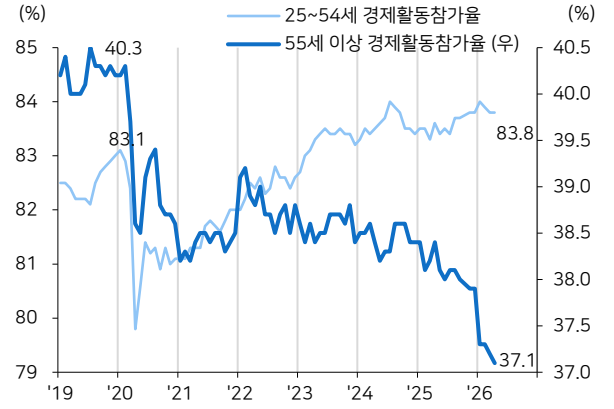
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림11 **미국 경제활동참가율: 미국 출생자 vs 외국 출생자**



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림12 **미국 경제활동참가율: 25~54세 vs 55세 이상**



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

ECB: 2026년 6, 9월 인상 이후 2027년 하반기 2회 인하 예상

유럽은 국제유가와 가스 가격의 상승으로 성장 하방과 물가상승 압력에 동반 노출되어 있는 지역이다. 1분기 GDP가 전분기대비 0.1% 성장에 그치면서 3월 ECB 전망(0.3%)을 밑돌았지만, ECB의 관심은 경기보다는 물가에 있는 듯하다. 아래 표 3은 5월 이후 금리를 결정하는 ECB Governing Council 참여자들의 발언이다. 특이한 점은 매파적 성향인 Nagel(분데스방크 총재), Kažimír(슬로바키아 중앙은행 총재) 외에도 비둘기적 성향을 띠는 Cipollone 집행이사와 Patsalides 키프로스 중앙은행 총재 마저도 금리인상을 옹호하고 있다는 점이다.

ECB는 조사국(Staff)이 제안한 금리결정안을 동의하는 방식을 주로 띤다. 때문에 이를 발제하는 Philip Lane 수석 이코노미스트의 입장도 중요하다. Lane은 전쟁이 다음의 경로로 전이되면 적극적 대응(인상)이 필요할 것이라고 했는데, 이는 충격이 ① 임금과 가격 결정에 영향을 미치는 경우, ② 현재 인플레이션이 이미 높아지는 물가상승세를 가속화시킬 경우, ③ 경제주체들이 인플레이션 목표 달성에 대한 믿음을 바꾸는 경우, ④ 금리동결 자체를 이해하기 어려워지는 경우에 해당한다고 했다. 이 중 ①(가격)과 ③(인플레 기대)에 부합할 가능성이 커지고 있다.

임금 상승률은 미국과 유럽 공히 둔화되고 있지만, 일반인(향후 1년 4.0%)과 전문가 기대인플레이션(향후 1년 2.7%)이 오르고, 에너지 물가상승 압력이 커지고 있는 것은 우려 요인이라 하겠다. 5월 말까지 국제유가가 배럴당 100달러를 상회할 경우, 6월과 9월에 ECB 예금금리가 각각 25bp씩 인상될 가능성이 큰 것으로 예상한다. ECB 전망대로, 유가 상승이 일시적이고, 기저효과로 내년 HICP가 2%를 밑도는 것을 전제로 내년 하반기에 올해 인상을 되돌리는 50bp 인하를 전망한다.

표3 **4월 ECB 회의 이후 통화정책 위원 발언**

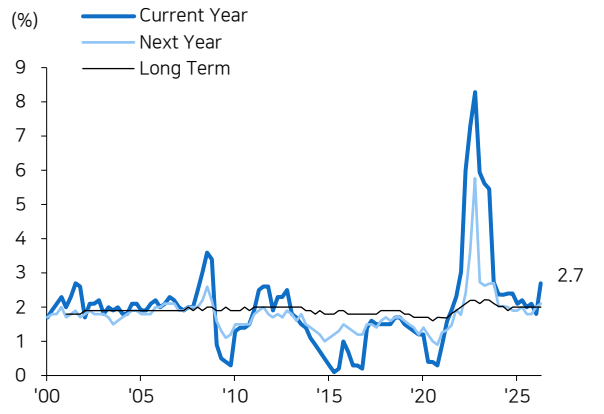
날짜	발언한 사람(국가)	분류	발언내용
5월 3일	Yannis Stournaras, 그리스	Neutral	충격이 일시적이고 2차 효과 없이 끝난다면 통화정책 조정은 불필요
5월 4일	Peter Kažimír, 슬로바키아	Hawk	현 상황에서는 6월 정책 긴축이 사실상 불가피하다고 언급.
5월 4일	Madis Müller, 에스토니아	Hawkish	현재 금리가 대체로 중립 수준에 있어, 추가 상황 전개를 기다릴 수 있는 여지를 줌
5월 5일	François Villeroy de Galhau, 프랑스	Neutral	2차 효과 확인시 광범위한 인플레 확산을 막기 위해 금리인상. 아직은 충분한 징후가 없음
5월 6일	Piero Cipollone, 집행이사	Dovish	현 상황이 3월 기본 전망에서 벗어나고 있어 금리를 조정해야 할 가능성이 커지고 있음
5월 7일	Isabel Schnabel, 집행이사	Hawk	에너지 가격 충격이 확산되어 2차 효과와 중기 물가안정을 위협하면 긴축해야 함
5월 7일	Joachim Nagel, 독일	Hawk	전망이 뚜렷하게 개선되지 않는다면 6월 금리 인상을 예상한다고 언급.
5월 8일	Luis de Guindos, 부총재	Neutral	6월 회의 핵심 변수는 갈등의 전개, 특히 호르무즈 해협 재개방 여부가 될 .
5월 9일	Christine Lagarde, 총재	Neutral	너무 빨리 vs 늦게 대응할 위험 사이 균형을 잡아야. 2% 목표로 가는 올바른 경로 찾아야
5월 11일	Martin Kocher, 오스트리아	Hawk	상황이 크게 개선되지 않으면 가까운 미래에 금리 인상이 불가피할 것이라고 발언.
5월 11일	Luis de Guindos, 부총재	Neutral	휴전이나 평화합의가 있어도 인프라 훼손 때문에 경제에 흔적이 남을 것
5월 12일	Joachim Nagel, 독일	Hawk	인플레이션 그림이 근본적으로 바뀌지 않는 한 금리인상 가능성이 점점 커지고 있음
5월 12일	Christodoulos Patsalides, 키프로스	Dovish	상황은 금리 인상 쪽을 가리키고 있다고 언급.
5월 13일	Philip R. Lane, 수석 이코노미스트	Neutral	복잡한 여건에서 적절한 통화정책 기조를 정하는 것은 판단의 문제
5월 13일	Martin Kocher, 오스트리아	Hawk	6월 회의에서 논의할 것은 동결할지, 금리 인상이 필요한지라고 발언.
5월 13일	Olli Rehn, 핀란드	Neutral	스태그플레이션 징후 현실화. 1분기 성장률이 소폭 플러스. 인플레이션은 3%로 가속
5월 14일	Mārtiņš Kazāks, 라트비아	Hawkish	인플레이션 기대가 악화되기 시작하면 ECB는 금리를 인상할 수밖에 없음

자료: Bloomberg ECB Watch, 메리츠증권 리서치센터 정리

2011년 실책의 반복 여부: 과거에 금리를 올렸다가 단기에 되돌렸던 "2011년 실책" 경험과는 차이가 있을 것으로 판단한다. ECB는 재정위기 한 가운데인 2011년 4월과 7월, 유가 상승으로 HICP(소비자물가) 상승률이 3%를 상회하고 바닥에서 인플레 기대가 올라오자 정책금리를 각각 25bp 인상한 적 있었다. 비록 재정위기 한 가운데였지만, 2010년 유로존 GDP는 2.0%, 2011년 1분기에는 전년대비 3.2%나 성장하면서 마이너스 Output gap 축소 및 중립금리 상승을 유발했던 시기였다.

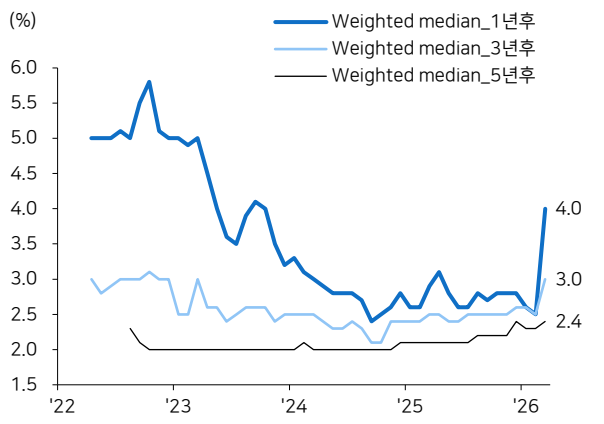
2011년 4월 금리인상 결정 직전까지 성과만을 본다면 비록 당시 인플레이션 압력이 에너지 부문에 집중되었음에도 금리를 인상할 수 있는 환경이었던 것이다. 그러나 재정위기가 이탈리아(2011년 8월), 스페인(2012년 4월)으로 확산되고 경기하강이 심화되자, 2011년 11월 태세를 전환하여 금리를 25bp 낮추고 인하 기조에 진입한다. 2014년 6월 정책금리는 (-) 영역에 진입했다. 만약 ECB가 실업률의 상승세와 재정위기 확산이라는 이슈에 집중했다면 2011년 금리인상으로 경기를 악화시키는 실책을 범하지 않았을 수 있다(그림 16, 19).

그림13 **전문가 조사(SPF): 인플레이션 전망**



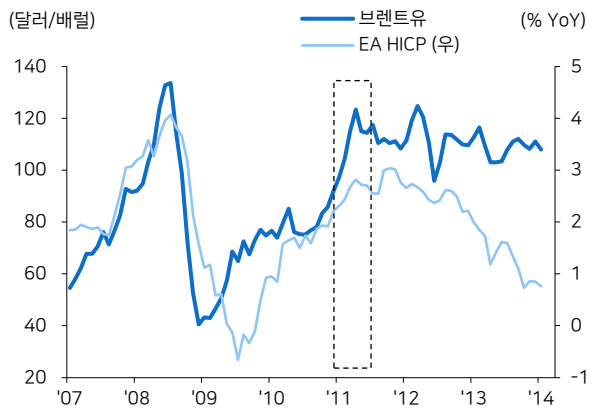
자료: European Central Bank, 메리츠증권 리서치센터

그림14 **ECB 소비자기대조사(CES): 인플레이션 기대**



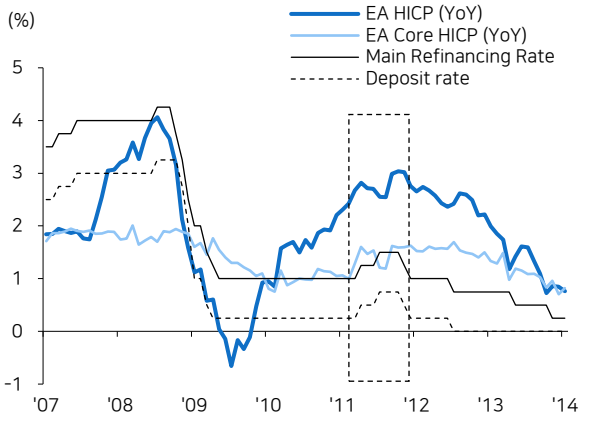
주: 11개국 가중평균 (DE, IT, ES, FR, NL, BE, FI, AT, GR, PT, IE)
자료: European Central Bank, 메리츠증권 리서치센터

그림15 **브렌트 유가와 유로존 소비자물가 상승률 (2007~14)**



자료: Bloomberg, Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

그림16 **유로존 소비자물가와 ECB 정책금리 (2007~14)**



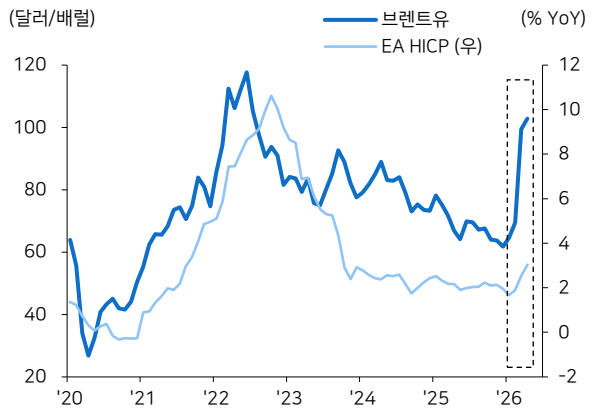
자료: Eurostat, European Central Bank, 메리츠증권 리서치센터

현재는 2011년 당시에 비해 상황이 안정적이기에 연내 금리인상이 실책으로 귀결될 가능성은 낮다. 유로존 경제가 상반기 중 유가 상승의 부정적 충격으로 0.8% 성장에 그치겠으나, 하반기 이후 내년까지의 시계에서는 유로존 전역에 걸친 국방 지출 확대와 에너지 인프라 투자로 1%대 중반 성장으로 복귀할 가능성이 크다.

또한 당시와 달리 실업률이 6.2%로 유로존 출범 이후 사상 최고치 전후 수준에서 움직이는 등 노동시장 환경도 양호하다. 인플레이션 전개 방향을 확인하고 이후 안정화될 때까지 기다릴 수 있는 여력이 있다. 2027년 하반기 금리인하 재개 명분은 물가안정에 따른 통화정책 재조정(recalibration)이 될 것이다.

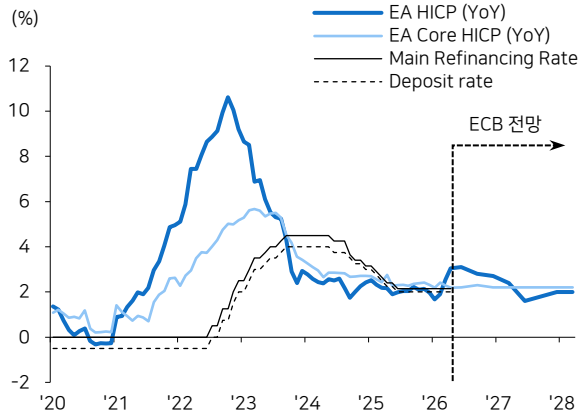
한편, 2월까지만 해도 ECB보다 매파적이었던 영란은행(BOE)이 6월 중 금리인상을 강행할 가능성은 되려 높지 않다. 4월 동결이 8-1로, 인상 소수의견 1명(Huw Phil)이 있었지만, 정작 Bailey 총재의 기자회견 취지는 경제에 잉여(slack)가 존재하여 유가 상승의 2차 충격이 번질 가능성이 낮다는 것이었기 때문이다.

그림17 **브렌트 유가와 유로존 소비자물가 상승률 (2020~26)**



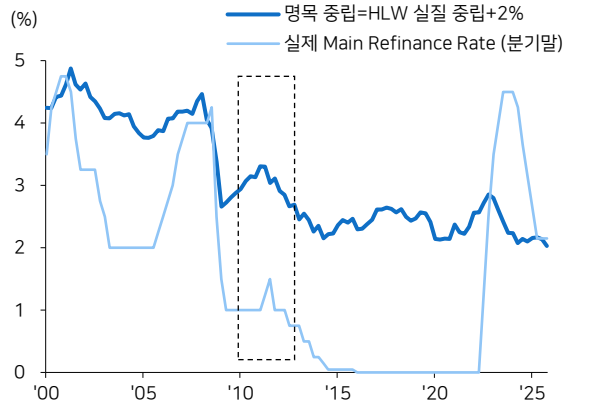
자료: Bloomberg, Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

그림18 **유로존 소비자물가와 ECB 정책금리 (2020~27E)**



자료: Eurostat, European Central Bank, 메리츠증권 리서치센터

그림19 **ECB 중립금리와 실제 정책금리 (Main Refi Rate)**



자료: San Francisco Fed, European Central Bank, 메리츠증권 리서치센터

그림20 **유로존 계절조정 실업률**

자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

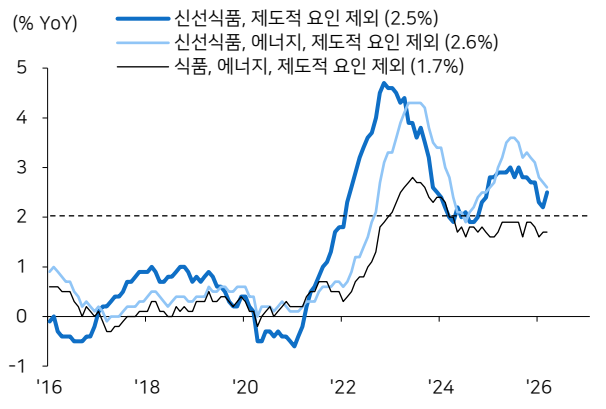
BOJ: 올해 6월, 12월 인상 전망 유지 (4월 BOJ comment 링크)

당사는 일본은행(BOJ)이 4월에 금리인상을 했어야 한다고 생각한다. 우선, 1) 정책 요인을 제외한 신선식품 제외(core)와 신선식품, 에너지 제외(core-core) 소비자물가 상승률이 상당 기간 2%를 상회하고 있기 때문이다. 여기에, 2) 최근 기업부문의 기대인플레이션(단칸 조사)도 향후 1년 2.6%, 3~5년 2.5%로 상승하였다. 3) 수 년간 경제성장률이 잠재성장률을 웃돌며 Output gap이 4년 연속 (+) 영역에 있다는 것도 펀더멘털이 금리인상을 감내할 정도로 양호함을 보여 준다.

우리는 BOJ의 4월 동결이 전쟁발 경기하강 위험을 과하게 우려한 결과로 해석하고 있다. 교역조건 악화는 불가피하지만, 가계소득 악화를 당장 유발할 요인은 아니다. 노동시장도 2026년 1분기 구인/실업자 배율이 1.42배에 달할 정도로 타이트하다. 따라서 추가적인 경기둔화 위험이 크지 않다는 것을 확인한 BOJ는 6월에 인상을 재개하고, 6개월 뒤인 12개월에 다음 인상을 단행할 가능성이 높아 보인다.

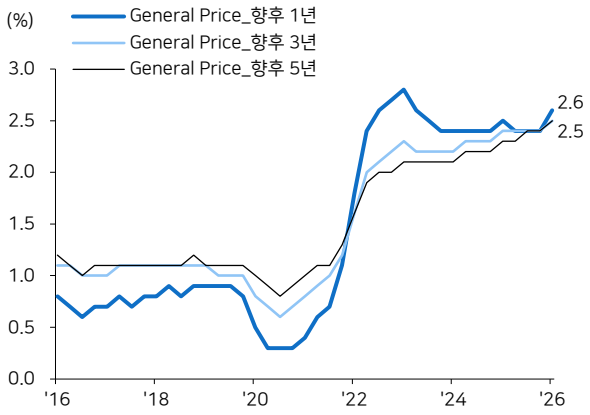
한편, JGB 10년 수익률은 1996년 이후 최고치인 2.8%까지 올라 있다. BOJ가 할 수 있는 금리 하락 유도 카드는 1) 강한 기대인플레 통제 의지 표명, 2) 시장 안정화를 위한 비정례 매입 등에 국한되어 있다. 사실은 유가 하락이 먼저다.

그림21 기조적 인플레이션: 정책 요인 제외



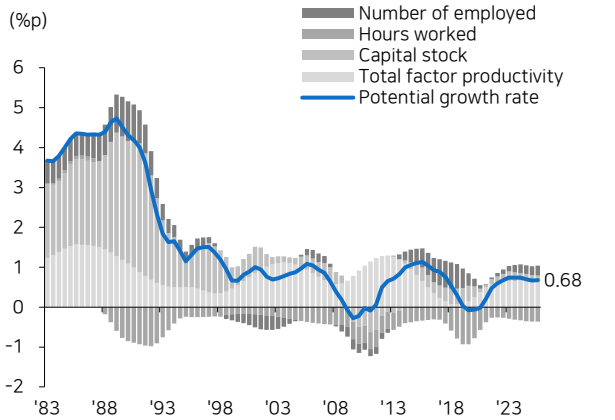
주: ( )은 26년 3월 기준. 자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림22 단칸 조사: 향후 1, 3, 5년 General Price에 대한 기대



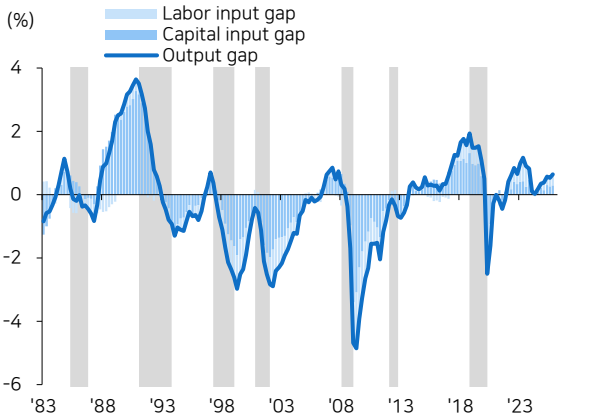
자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림23 일본 잠재성장률



자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림24 일본 Output gap



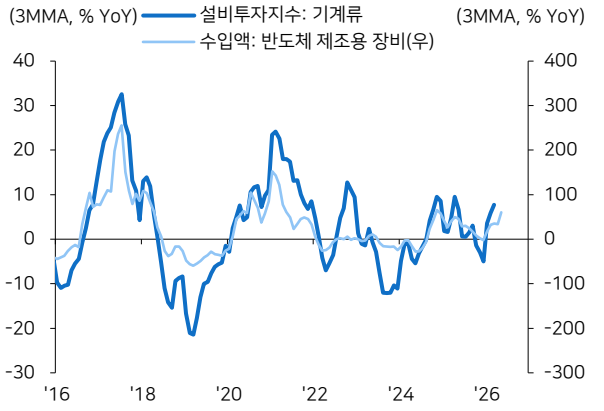
자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

BOK: 연내 2회 인상. 인상 시점 전망은 7월과 10월로 변경

우리는 지난 5월 6일, "한국: 수요측 인플레와 연내 금리인상 가능성(링크)"을 통해 올해 8월 한국은행이 금리인상에 착수할 가능성을 제기하였다. 한국은행 금리 정책에 대한 기본 시나리오를 8월 인상, 11월(optional)에서 7월, 10월 인상으로 변경한다. 이는 1) 한국은행이 3분기 3.0% 내외까지 높아질 수 있는 물가상승세를 좀 더 경계할 가능성이 크고, 2) 예상보다 2분기 내수가 양호할 가능성을 반영한 변화이다. 후자는 당사 2026년 경제전망에 upside risk가 있음을 인정하는 것이다.

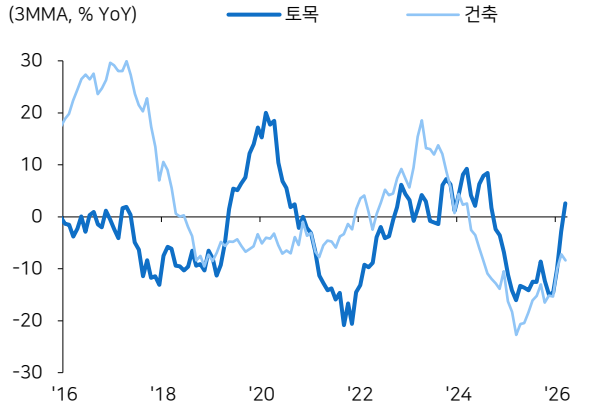
최근 내수지표 개선 징후들은 다음과 같다: 1) 반도체 제조용 장비 수입 증가세 확대(1분기 35%→4월 60%, 5월 1~10일 115%)와 2분기 설비투자 증가세 개선 요인. 2) 2026년 SOC 예산 증액 영향으로 토목기성 증가 전환, 3) 소매판매와 서비스업 생산의 3월 증가세가 1~2월 실적치를 상회하였고, 이후에도 수출 개선-실적 개선 기대-증시 호황발 심리호조 영향권. 4) 월간 외국인 관광객수 200만 명 상회.

그림25 한국 기계류 설비투자와 반도체 제조용 장비 수입



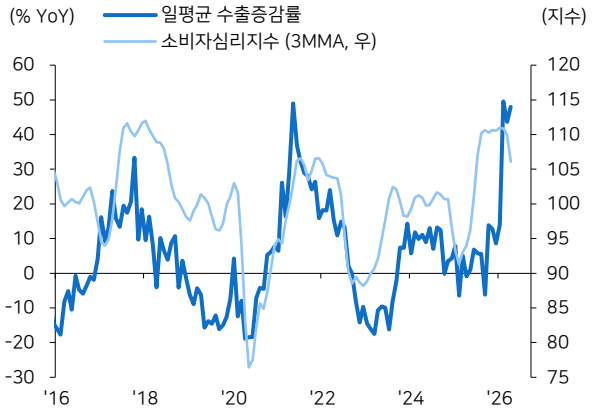
자료: 국가데이터처, 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림26 한국 실질 건설기성: 토목 vs 건축



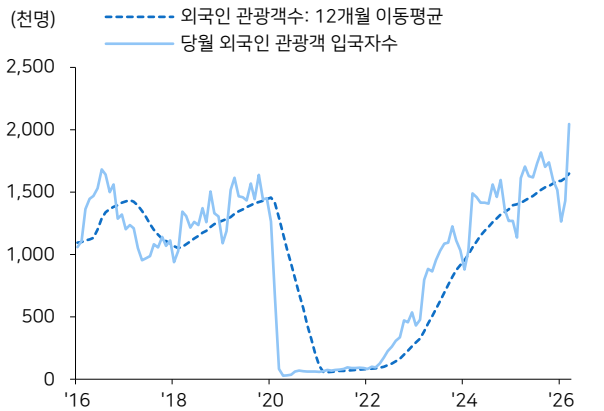
자료: 국가데이터처, 메리츠증권 리서치센터

그림27 한국 일평균 수출과 소비심리: 4월 위축 일시적일 것



자료: 한국무역협회, 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림28 한국으로의 외국인 관광객 입국자수: 당월 vs 12MMA

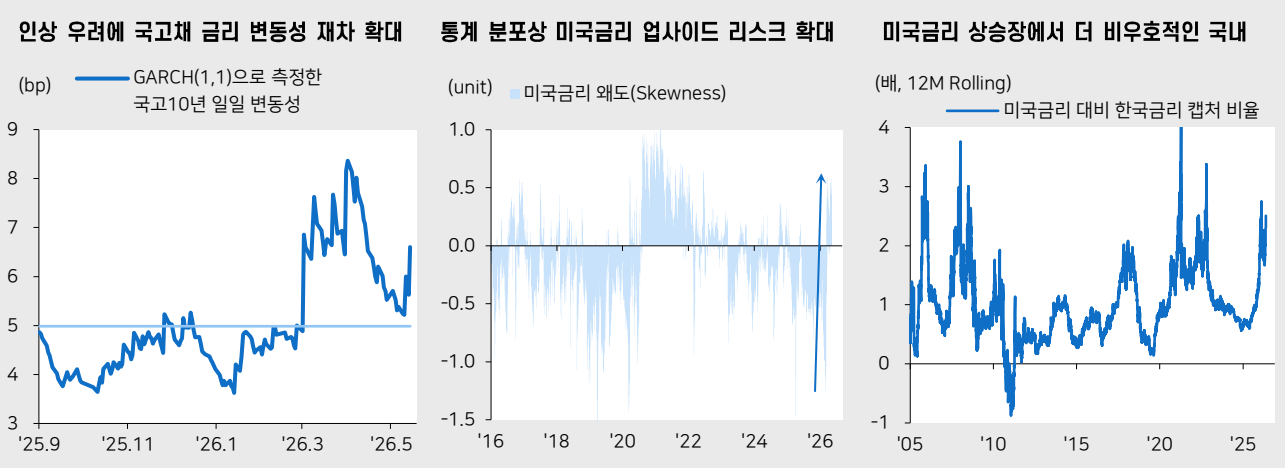


자료: 한국관광공사, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

김영준 연구원

채권투자, 변동성이 줄어야 실마리가 보일 것



주: (좌) 대상기간은 긴축 우려가 확대되기 시작한 9월부터 시산, (중) UST Notes의 국채선물 및 옵션 가격으로부터 수익률 분포를 도출, (우) 미국 10년 금리 상승/하락일 기준 한국금리 업사이드/다운사이드 캡처 비율

자료: Bloomberg, SF Fed, 메리츠증권 리서치센터

MOVE라는 채권 변동성 지수가 있는 미국과 달리 국내는 채권 변동성을 측정하는 별도의 지수가 없다. 그래서 시계열 모델인 GARCH를 통해 국내금리의 최근 변동성 현황을 파악해보았다. 과거 관측치를 동일 가중으로 부여해 단순 평균으로 계산되는 표준편차와 달리, GARCH는 직전 시장의 충격과 이전 변동성의 지속성 등을 고려해 현재 변동성을 동적으로 추정한다.

분석결과 일간 기준 6bp 이상의 금리 변동 가능성을 시사하고 있으며, 향후 30일 후에도 5bp를 상회할 것으로 추정되었다. 국내 채권시장은 4월 이후 전쟁 리스크가 줄어들며 안정을 되찾아가는 듯했다. 그러나 고유가 등 공급물가 부담이 계속되고, 반도체 중심으로 성장 기대치가 높아짐에 따라 긴축 우려를 자극했고 이는 곧 금리 변동성 확대로 연결되고 있다.

금리레벨 말고는 뚜렷한 매수재료가 부재한 가운데 변동성까지 높아졌다. 시장 참가자들은 채권 약세장에서 저가매수를 하기보다는 관망을 택하는 모습이다. 그렇다보니 별다른 재료가 없어도 수급상 매도물량이 출회되면 계속 밀릴 수밖에 없는 환경이다. 대외요인인 미국금리에 기대어 안정을 바라기도 어려운 실정이다. 최근 미국금리 분포는 금리상승 방향인 우측으로 급격하게 이동하기 시작했고, 투자심리가 위축된 만큼 미국금리에 대한 한국금리의 반응도 녹록지 않다.

변동성은 회귀한다는 성질을 가지고 있다. 그래서 예년대비 높은 변동성은 오히려 장기 관점으로 접근해야 하는 채권 투자자 입장에서 기회이다. 그러나 그 변동성이 얼마나 지속될지는 미지수다. 캐리 관점에서 접근하더라도, 변동성 완화 여부를 확인한 이후 진입하는 전략이 위험관리 측면에서 적절할 것이다. 분수령은 인상이 본격화되는 올해 3분기로 생각한다.

칼럼의 재해석

이동석 연구원

핵융합, 꿈의 에너지에서 현실로 (Financial Times)

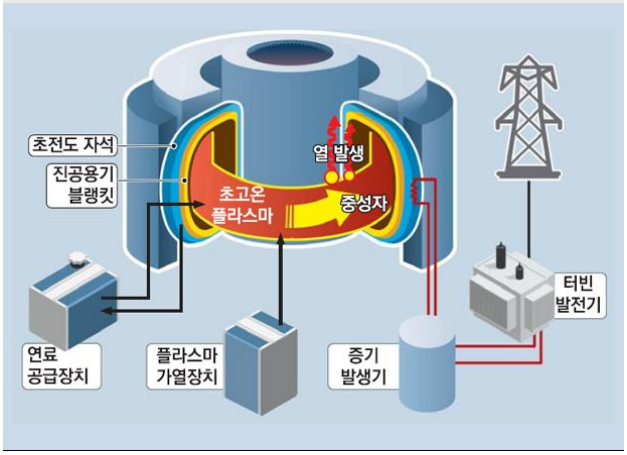
항상 "30년 뒤의 기술"로 불리던 핵융합이 달라졌다. 구글, 엔비디아, 빌 게이츠에 이어, 도널드 트럼프 대통령의 Trump Media Group까지 핵융합에 베팅하고 있다. 변화의 핵심은 기술 그 자체가 아니라 수요, 계약, 자금이 동시에 움직이기 시작했다는 점이다. AI 데이터센터는 24시간 무탄소 전력을 필요로 하고, 빅테크는 이미 장기 PPA를 체결했으며, 민간 기업들은 실증로 건설 자금을 조달했다. 이르면 2028년 첫 상업 발전소가 가동되고, 2030년대 초·중반에는 다수의 핵융합 발전소가 전력을 생산할 전망이다.

핵융합 발전: 1억℃ 인공 태양을 지구에

탄소 배출이 없고, 1g의 수소 연료만으로 석유 8톤과 맞먹는 에너지 생성이 가능하며, 기존 원전처럼 폭발 위험이 없는 에너지원이 있다면 어떨까? 기술을 보유한 국가는 에너지 부족 문제에서도 에너지 안보 문제에서도 자유로울 수 있을 것이다. 바로 핵융합 이야기다. 항상 30년 뒤의 기술로 불리던 핵융합 발전, 최근 상용화까지의 속도가 빨라지고 있다.

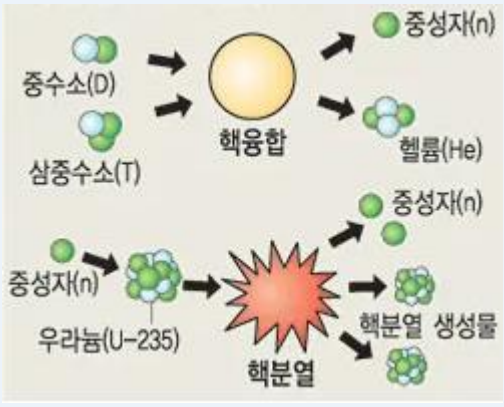
기술이 낯설기 때문에 우선 핵융합에 대해 간단히 짚으려 한다. 핵융합을 한 단어로 표현하면 바로 인공 태양이다. 태양 내부에서 일어나는 반응을 지구에서 구현해, 수소 동위원소를 연료로 막대한 에너지를 만들어내는 기술이다. 즉, 관건은 초고온의 플라즈마를 얼마나 오래 유지하느냐다. 전자와 원자핵이 마구 흩어져 날아다닐 정도로 고온의 물질 상태를 플라즈마라고 하며, 목표 온도는 1억도다. 연료로는 바닷물에서 쉽게 얻을 수 있는 중수소와 자연계에 거의 없는 삼중수소의 융합 반응을 활용한다. 다만, 삼중수소가 희귀해 리튬 블랭킷(핵융합 토카막 벽)에서 자체 생산하거나 헬륨3을 대체 연료로 연구중인데, 헬륨3는 달의 표면에 100만톤 이상 깔려있다고 한다. 달 탐사가 중요한 또 하나의 이유가 핵융합에도 있다.

그림1 **핵융합 발전소 구조**



자료: 국가핵융합에너지연구원, 메리츠증권 리서치센터

그림2 **핵융합와 핵분열 비교**



자료: 이투데이, 메리츠증권 리서치센터

2028년 전력 공급 목표, 엄청 빨라진 타임라인 과연 가능할까?

2020년만 해도 핵융합 발전의 전력 공급은 대체로 2040년 이후의 과제로 여겨졌다. 그러나 현재 가장 앞선 기업의 목표는 2028년이다. 10년 가까운 시간이 당겨진 것이다. 실증 속도가 빨라진 요인은 결국 AI 데이터센터의 전력 갈증 때문이다. 24시간 공급 가능한 무탄소 전원에 대한 수요가 폭발적으로 늘었고, 핵융합은 이 갈증을 해소시켜줄 수 있는 신규 발전원이다. 태양광처럼 설치에 넓은 부지가 필요하지도, 원전처럼 사고의 위험이 있지도 않기 때문이다. Google, Microsoft 등 빅테크가 장기 PPA와 협력 계약 형태로 스타트업들을 직접 지원하기 시작한 배경이다.

선두 기업들의 기술 방식은 다양하다. 가장 많은 연구가 진행된 도넛형 자기밀폐 방식인 토카막, 도넛 구조를 비틀어 외부 코일만으로 자기장을 만드는 스텔러레이터, 자기장으로 형성한 플라즈마를 반복적으로 압축하는 방식인 FRC 펄스형 등이 있다. 방식은 여러 가지지만 결국 봐야 할 부분은 상용화 목표 시점과 고객사다.

표1 핵융합 기술 기업들의 상용화 일정 및 파트너사들 정리

기업	기술 방식	파트너사 & 투자 상황	상용화 목표 & 특징
Helion Energy	FRC 펄스 + 직접변환	2025년 seriesF로 소프트뱅크 포함 4.25억 달러 조달, 기업가치 54억 달러	**2028년 Microsoft에 전력공급 목표** 중수소+헬륨-3을 연료로 사용
Commonwealth Fusion (CFS)	고자기장 토카막	**구글과 200MW PPA 체결(2025.6)** Eni도 10억 달러 이상의 PPA 체결	SPARC 실증기 2027년 가동 목표 **400MW 상업로 ARC 2030년대 초 공급**
TAE Technologies	빔구동 FRC + 수소-붕소 연료	Trump Media와 합병 추진 (올해 여름 마무리) 구글, Chevron, 쿠웨이트 투자청 등에서 투자	**2026년 첫 50MW 발전소(Da Vinci) 착공** 2031년 전력 운전, 이후 350~500MW까지 확장
General Fusion	자화표적 핵융합 (Magnetized Target Fusion)	Spring Valley Acquisition Corp. III와 SPAC 상장 발표(2026.1) 제프 베이조스가 10년 넘게 투자	**2026년 중반 나스닥 상장 예정 (티커: GFUZ)** 2030년대 중반 발전소 목표
Type One	스텔러레이터	Tokamak Energy, AECOM과 UK Infinity Fusion Consortium 결성 (2026.5)	TVA와 Infinity Two 350MW LOI체결 2030년 중반 전력 공급 목표

자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

Helion의 목표가 가장 공격적이다. 2028년 워싱턴주에 세계 최초의 상업용 핵융합 발전소를 가동해 Microsoft에 전력을 공급한다는 계획이다. 1년 램프업 후 50MW 이상 발전을 목표로 한다. 2023년 Nucor와는 500MW 규모의 핵융합 발전소를 철강 공장에 2030년까지 가동하는 협력도 체결했다.

Commonwealth Fusion은 2025년 6월 Google과 200MW PPA를 체결했고, 2030년대 초 전력 공급을 계획 중이다. 2026년 4월에는 PJM에 계통연계 신청서를 제출했는데, 핵융합 발전소 최초의 신청 사례다

TAE Technologies는 2025년 12월 Trump Media & Technology Group과 60억 달러 이상 규모의 전액 주식교환 합병 계약을 발표했다. 합병 법인 가치는 약 60억 달러이며, 양측 주주가 각각 50%씩 지분을 보유하는 구조다. 50MW급 발전소를 2026년 착공해 2029년 첫 플라즈마, 2031년 전력 운전을 목표한다.

General Fusion은 이 중 가장 빨리 상장사가 될 전망이다. 2026년 중반 나스닥 상장, 2030년대 중반 첫 발전소 운전을 목표하고 있다.

Type One은 2025년 2월 TVA와 협력 합의 후, 350MW급 발전소 배치의향서(LOI)를 체결했다. 빠르면 2030년대 중반 테네시밸리에 전력을 공급할 예정이며, 파트너사들과 영국 내 400MW 발전소 개발도 추진 중이다.

경제성은 남은 숙제: 작아져야 싸진다

많은 기업들이 2030년 전후 상용화를 목표하고 있지만 상용화가 된다해도 경제성 확보까지는 시간이 필요해보인다. IAEA에 따르면 2035년 핵융합 발전소 건설비용은 kw 당 11,000달러로 체코 두코바니 5, 6호기 대형원전의 건설비 대비 한참 높은 수준이다. 이 격차는 2050년은 돼야 좁혀질 것으로 보인다. 건설비만 반영한 MW 당 비용에서도 2050년 이후에서야 약 100달러 내외인 대형 원전 LCOE와 유사해질 전망이다.

즉, 향후 핵심은 건설비를 낮추는, 핵융합 발전소의 크기를 줄이는 일이 될 것이다. KSTAR가 높이10m × 직경10m, ITER가 약 30m × 30m 규모이며, ITER급은 돼야 안정적인 전력 생산이 가능하다는 게 통설이다. 다만 크기를 키울수록 건설 기간과 비용이 폭증한다. CFS, Tokamak Energy 같은 민간 기업들이 토카막 크기를 줄이는 대신 자기장 세기를 끌어올려 효율을 보강하는 방향으로 가는 이유다.

표2 대형 원전과 비교한 핵융합 발전소의 건설비 (Overnight Cost)

구분	CAPEX 기준	비고
체코 두코바니 5,6호기	약 $8,815/kW	체코 두코바니 원전 5,6호기 기준
핵융합 2035 기본 시나리오	$11,000/kW	상업적 이용 가능 시점
핵융합 2050 기본 시나리오	$8,000/kW	
핵융합 2050 낙관 시나리오	$2,800/kW	
핵융합 2050 비관 시나리오	$11,300/kW	

자료: IAEA, 메리츠증권 리서치센터

표3 핵융합 발전단가 추정

구분	CAPEX	이용률	CAPEX만 반영한 단순 비용
2035 기본 초기 핵융합	$11,000/kW	40%	약 $236/MWh
2035 기본 초기 핵융합	$11,000/kW	85%	약 $111/MWh
2050 기본 핵융합	$8,000/kW	85%	약 $81/MWh
2100 기본 핵융합	$4,300/kW	85%	약 $43/MWh
2050 낙관 시나리오	$2,800/kW	85%	약 $28/MWh
2050 비관 시나리오	$11,300/kW	85%	약 $114/MWh

주: 7% 할인율, 40년 수명 가정. 건설비 외 O&M, 연료비, 이자율 등의 영향으로 비용보다 $50~100 이상 높아질 가능성
자료: MIT, IAEA, 메리츠증권 리서치센터

기술력만큼 중요한 공급망

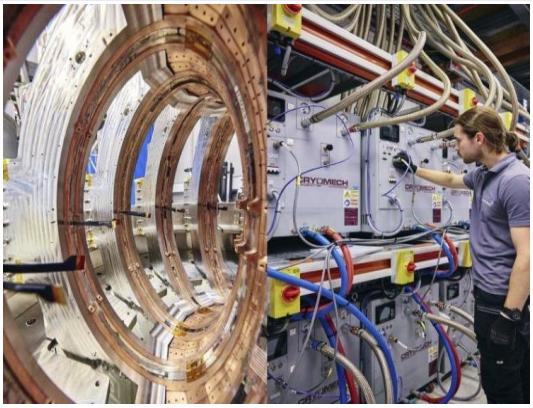
핵융합 기업들의 상용화 시점과 함께 고민해야 할 부분은 공급망이다. 핵심 부품들에는 고온초전도(HTS)선재, 전력공급장치가 있는데 실증로를 짓는 과정에서 밸류체인이 먼저 형성될 수 있기 때문이다.

1) 고온초전도(HTS) 선재 - 1억도 이상의 플라즈마를 물리적 벽으로 가둘 수 없기 때문에, 강력한 자기장으로 공중에 띄우듯 가둬야 한다. 이 자기장을 만들려면 일반 구리선으로는 발열이 너무 커서 전기저항이 없는 초전도 선재가 필수다. 대표 사례로 일본 Furukawa Electric의 자회사 SuperPower가 Tokamak Energy에 수백 km 공급 계약을 맺었고, 미국 MetOx는 DOE로부터 8,000만 달러를 지원받아 초전도 선재 생산시설을 구축 중이다.

한국에서는 서남이 2세대 고온초전도 선재를 양산하는 유일한 기업이다. 2025년 2월 영국 UKAEA의 STEP 핵융합 프로그램 HTS 선재 공급사로 선정됐으며, 초기 샘플 공급은 약 25억 원 규모이고 본격 발주는 2030년 전후로 예상된다. 이트륨이라는 희토류를 쓰긴 하지만, 0.001mm 두께를 수 km에 걸쳐 균일하게 입히는 제조 공정 자체의 난이도가 훨씬 더 큰 진입장벽이다.

2) 전력공급장치 - 핵융합 장치는 짧은 시간에 큰 전력을 만들어 정밀하게 제어해야 한다. 놀랍게도 한국의 LS머트리얼즈가 올해 미국 핵융합 기업에 울트라커패시터를 공급한 사례가 있다. 0.06초 만에 15MW급 전력을 출력하는 대형 울트라커패시터 모듈 1,000개 이상을 상용화 실증 프로젝트에 공급한다. 고객사와 수주 금액은 비공개로 정확한 추정은 어려우나 새로운 발전원에서 한국 밸류체인이 형성되기 시작했다는 점에 의미가 있다(2025년 UC부문 매출 291.5억원).

그림3 **Tokamak사의 고온 초전도 자석**



자료: Tokamak Energy, 메리츠증권 리서치센터

그림4 **LS머트리얼즈의 울트라커패시터**

자료: LS머트리얼즈, 메리츠증권 리서치센터

원문: *The fusion power race is heating up (Financial Times)*