

Strategy Idea

# 전쟁, 유가, 그리고 글로벌 통화정책



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

- ✓ 종전 합의 양해각서 전후 유가 하락 본격화: 지금보다는 2027년 Oil supply glut 가능성 반영
- ✓ 주요국 중앙은행들의 유가 가정보다 낮은 상태 지속 가능성: 유가발 인플레 우려 정점 통과
- ✓ 인플레 우려 때문에 높아졌던 선진국 통화긴축 기대를 떨어낼 필요

## 종전의 시발점: 미국-이란 양해각서(MOU) 체결과 유가 하락

6월 14일, 미국과 이란은 전쟁이 발발한지 14주 만에 종전을 포함한 해협 봉쇄, 핵 문제, 제재 해제 등을 포괄하는 양해각서(MOU)에 서명했다. 4월 7일 휴전 이후 각자의 요구사항 우선순위(미국: 핵, 호르무즈 vs 이란: 종전, 제재 해제)를 두고 평행선을 달리던 양측은, 이란이 선호하는 단계별 협상으로 가닥을 잡으며 향후 60일 동안 최종협상에 나서기로 했다.

조항	내용	비고
1.	미국·이란과 동맹국은 레바논 포함 모든 전선에서 즉각·영구 종전을 선언. 양국은 레바논의 영역과 주권을 존중.	레바논을 포함하는 문제는 이스라엘에게 민감. 레바논 주권 존중으로 가닥
2.	양국은 주권·영토보전을 존중하고 내정간섭을 삼감.	최초 Regime change를 노렸던 것에서 후퇴
3.	60일 내 최종합의 협상.	이란 핵 문제 해결방안과 재건 펀드의 구체성이 드러날 것
4.	미국은 해상봉쇄를 해제하고 최종합의 후 주변 병력 철수.	호르무즈 봉쇄 해제가 우선 병력 철수는 핵 합의 등 최종 deal이 있는 이후임
5.	이란은 페르시아만-오만만 상선 통행을 복구하고 기뢰 제거.	업데이트된 버전에서는 항행료 미징수는 60일간 한시적이며, 이후 이란/오만과 걸프 인근 국가가 해협의 운영을 논의할 것이라는 언급
6.	미국과 역대 파트너는 이란 재건과 경제개발에 최소 3,000억 달러 프로그램을 마련.	트럼프는 미국의 펀드 출자는 없을 것이라 언급. 대신 투자자들이 참여할 수 있도록 미국이 제재 해제해 주는 방식
7.	미국은 UN·IAEA·미국의 대이란 제재를 합의된 일정에 따라 종료.	이란에게 부여된 가장 큰 유인책. 대 이란 제재 해제가 이란 입장에서 매우 시급
8.	이란은 핵무기 비제조·비취득을 재확인. 농축물은 IAEA 감독하 현장 희석을 최소 방식으로 처리.	이란이 핵무기를 가지지 않는 것이 미국 입장에서 매우 중요. 이란은 농축 우라늄을 폐기할 것임을 약속
9.	최종합의 전까지 이란은 핵프로그램 현상 유지, 미국은 신규 제재·추가 병력 배치 금지.	현상 유지 = 핵 동결
10.	미국은 이란 원유·석유화학 수출과 금융·보험·운송 관련 waiver 발급.	핵을 개발하지 않게 하는 대신, 이란산 원유수출을 허용하여 경제적 이득을 취하게 함
11.	동결·제한된 이란 자산을 사용 가능하게 하고 필요한 인허가 발급.	협상 진도에 따라 동결된 1,000억 달러의 자산에 접근을 허용
12.	양국은 이행·감독 메커니즘 설치.	-
13.	1·4·5·10·11조 이행 보장 후 나머지 조항 최종합의 협상 개시.	우선 협상 대상을 정함 업데이트 버전은 레바논에서의 적대적 행위 중단을 포함하고 있음
14.	최종합의는 구속력 있는 UN 안보리 결의로 승인.	-

자료: WSJ, "An Annotated Analysis of Trump's Iran Deal", 메리츠증권 리서치센터 정리

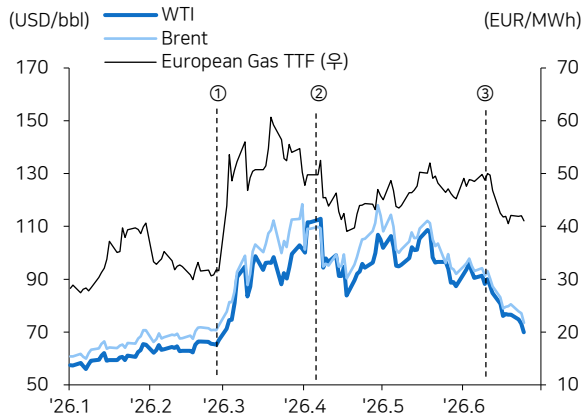
이란이 당장 핵을 동결하고, 이후 고농축 우라늄을 폐기하면서 핵무기를 가지지 않겠다는 약속 이행의 조건으로, 미국은 대이란 제재 해제, 이란산 원유수출 허용, 그리고 재건과 경제개발을 위한 자금 조성 등을 약속했다.

당초 전쟁의 명분으로 알려졌던 1) Regime change 문제 뿐 아니라, 2) 미국이 2018년 핵 합의(JCPOA) 파기 이후 일관적으로 주장해 왔던 대리 세력(헤즈볼라, 하마스, 후티)의 억제나 탄도미사일 프로그램의 폐기 등은 양해각서에 등장하지 않았다. 미국은 비핵화, 이란은 제재 해제 등 양측이 가장 시급하고 엄중하게 여겨 왔던 문제해결을 우선시하는 방안으로 합의를 시작하게 된 것으로 보인다.

하지만 금융시장은 사실 이란이 핵을 보유하고 있는지 여부에 크게 관심이 없다. 이번 합의가 MOU의 형태일 뿐이고, 향후 60일간 협상 과정에서 불확실성이 잔존함에도 **금융시장이 긍정적 평가를 한 것은, 1) 호르무즈 해협이 개방되고, 2) 이란 원유 수출이 재개되면서 원유공급이 원활해질 가능성이 커졌기 때문이다.** 중동 전쟁이라는 위협이 축소된 것도 위험자산 선호 회복을 가능케 하는 요인이었다.

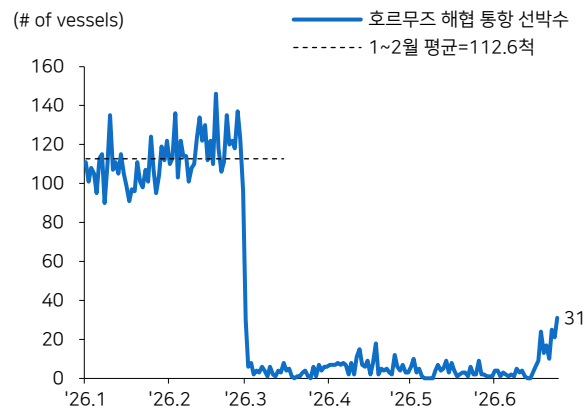
종전 MOU 체결이 임박했다는 소식이 미국과 이란에서 들려오자, WTI와 브렌트 유가는 일제히 배럴당 80달러를 하회하였고, 유럽 가스 가격의 벤치마크인 네덜란드 TTF 선물도 메가와트당 50유로 아래로 내려왔다. 6월 24일 23시 가격인 WTI 69.9달러, 브렌트유 73.5달러, 그리고 TTF 선물 41.0유로는 전쟁 직전 대비 4.3%, 1.4%, 29.9% 상승한 수준이다. 우리나라 입장에서 중요한 두바이유는 68.3달러로 전쟁 직전 대비 4% 하락했다. 그리고 6월 18일부터 호르무즈 해협 병목이 해소되기 시작하였다. 18일 23척으로 통행량이 올라온 이후 24일 31척으로 증가했다.

그림1 2026년 초 이후 국제유가와 유럽 가스 가격



주: ① 전쟁 발발(2.28), ② 휴전 합의(4.7), ③ MOU 타결 임박 (6.12)  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 호르무즈 해협 통행 선박수

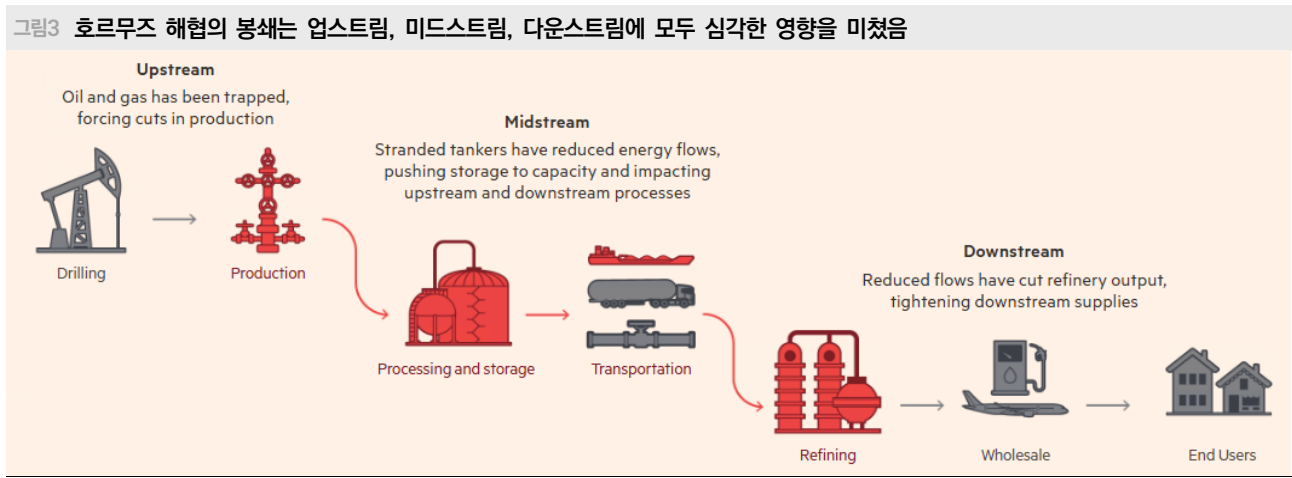


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

국제유가의 하락은 다만 호르무즈 해협 봉쇄가 가져온 수송 차질의 나비효과가 증장기 시계에서 “단계별로 해소될 수 있다”는 기대의 반영이다. 호르무즈 해협 봉쇄는 수송 차질을 일으켰고, 이로 인해 정제시설 원유 저장 창고는 빠르게 포화되었다. 정제가 어려워지니 다운스트림이 영향을 받고, 원유 저장창고가 차 버렸기에 원유 생산은 감소했다. 전쟁 이후 반복적인 OPEC 증산 결의도 호르무즈 해협의 정상화를 전제로 하는 것이었기에 해협의 봉쇄 해제는 중요하다.

반면, 단기간 내 원유수급이 해결될 수 있다는 기대의 반영으로는 보기 어렵다. FT(4월 10일, [링크](#))에 따르면, 사우디 아람코 파이프라인의 10%가 피해를 입었고, 이란/사우디/UAE의 오일/가스 필드 피해가 있었으며, 카타르 LNG 시설까지 피해를 받아 수입국에 대한 불가항력 선언까지 있었다. 이들 시설의 복구와 OPEC 회원국의 원유 생산 정상화에는 향후 수 개월이 소요될 전망이다.

단지 원유 공급 정상화로 예상되었던 시점이 마냥 지연되다가, 더 이상의 추가 지연이 없다는 것이 긍정적으로 평가할 내용일 뿐이다. 미국 에너지정보청(EIA)의 6월 “Short-term energy outlook”에서 전쟁 이전 수준으로 글로벌 원유공급이 되 돌아오는 시점을 2026년 말~2027년 초로 예상하고 있는 것과 같은 맥락이다. 그 전까지 OECD 회원국들은, 보유하고 있는 원유 재고(전략비축유 포함)를 소진하며 버텨야 한다. 재고 비축은 초과공급 상태가 되는 2027년에 일어나는 일이다.



자료: FT(6월 17일), “The long way back from the Iran energy shock”

**표2 중동 7개 산유국의 원유 생산량 추이 및 전망**

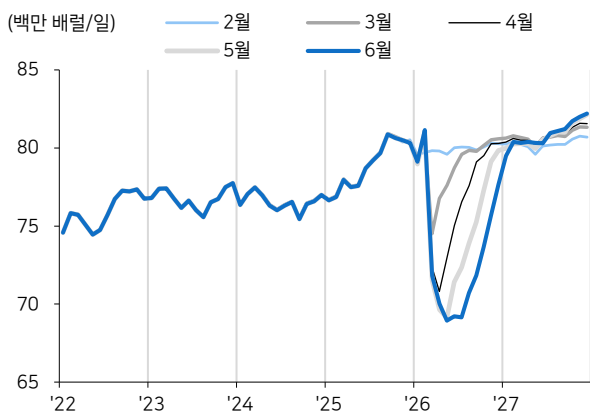
(천 배럴/일)	2월	3월	4월	5월	6월	3Q	4Q
Kuwait	2,560	1,160	510	580	-	-	-
UAE	3,600	2,150	2,500	2,250	-	-	-
Iran	3,390	3,260	3,160	2,610	-	-	-
Iraq	4,400	1,560	1,270	1,210	-	-	-
Qatar	557	107	57	57	-	-	-
Bahrain	193	73	33	33	-	-	-
Saudi Arabia	10,500	8,000	7,300	7,210	-	-	-
<b>Total</b>	<b>25,200</b>	<b>16,310</b>	<b>14,680</b>	<b>13,950</b>	<b>13,860</b>	<b>15,088</b>	<b>19,497</b>

자료: US EIA, “Short-term energy outlook” (2026년 6월)

EIA와 더불어 IEA 역시 내년 석유 생산량이 올해 대비 8백만 배럴/일 증가한 1.1억 배럴/일, 수요 증가분(+2백만 배럴/일)을 상회하며 초과공급(oil supply glut) 상태에 진입할 것으로 예상하고 있다. IEA는 이란 전쟁을 거치며 OECD 국가들의 석유재고가 1990년 이래 가장 낮은 수준까지 하락했다고 진단하고 있다. 따라서 원유 소비국들이 초과공급을 기회 삼아 재고를 쌓아야 할 유인은 크다 하겠다.

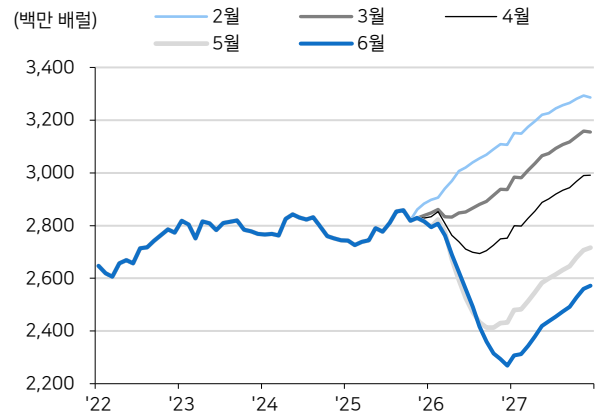
2027년 원유와 석유제품 초과공급을 주도하는 지역은 non-OPEC, 그 중에서도 미국이다. OPEC+(UAE 생산량을 포함, 그림 7)은 내년 초가 되어서야 전쟁 이전 생산량을 회복하는 정도이다. 반면, 미국은 전쟁 직전에 비해 120만 배럴/일을 추가 생산하게 될 것으로 전망되고 있다. 또한 미국의 원유 생산 전망이 상향 조정되면서 2027년의 글로벌 원유 생산량 전망 역시 계속 높아지고 있는 중이다.

그림4 글로벌 원유 생산량 추이 및 전망치 변화 (26.2~6월)



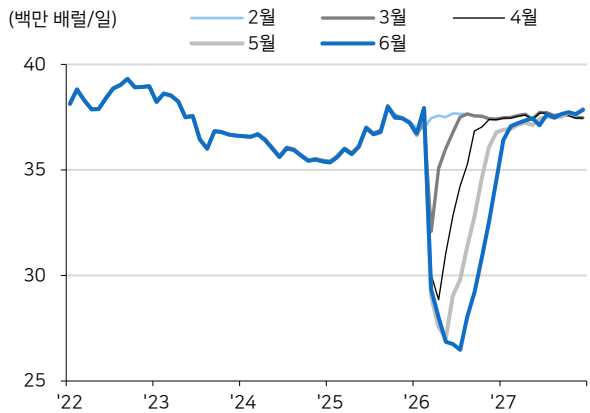
자료: US EIA, "Short-term energy outlook" 각 호, 메리츠증권 리서치센터

그림5 OECD 원유 상업재고 추이 및 전망치 변화 (26.2~6월)



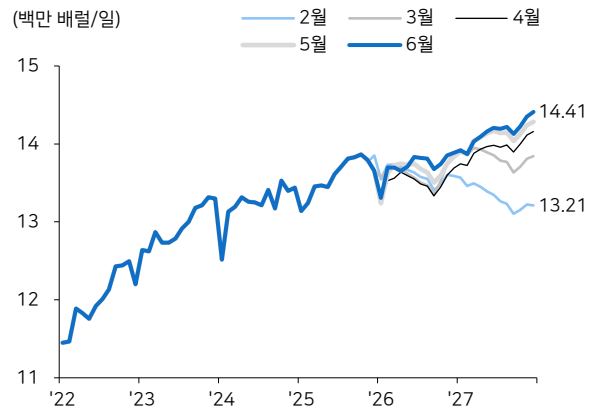
자료: US EIA, "Short-term energy outlook" 각 호, 메리츠증권 리서치센터

그림6 OPEC+(UAE 포함)의 원유 생산량 추이 및 전망 변화



자료: US EIA, "Short-term energy outlook" 각 호, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국의 원유 생산량 추이 및 전망 변화

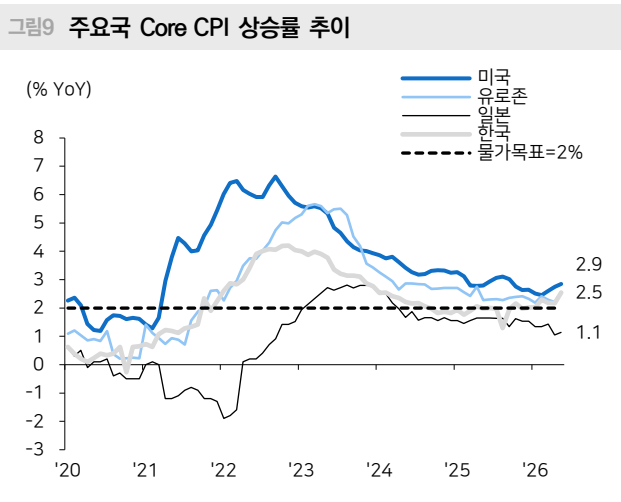
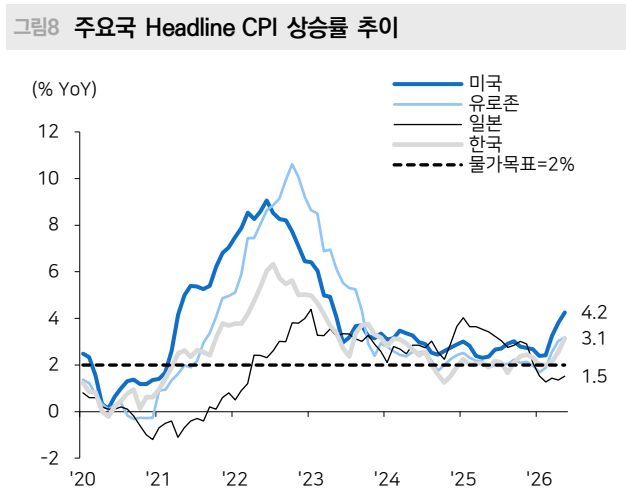


자료: US EIA, "Short-term energy outlook" 각 호, 메리츠증권 리서치센터

### 인플레이션과 통화정책

유가가 내려오고 있지만, 지난 3개월 간 주요국의 인플레이션 압력이 커진 것은 부인할 수 없다. 올해 2월, 각각 2.4%, 1.9%, 2.0%였던 미국, 유로존, 한국의 소비자물가 상승률은 3개월 만인 올해 5월 4.2%, 3.2%, 3.1%로 높아지며 일제히 물가 목표표를 상회하고 있다. 다만 Core CPI 영향은 아직 제한적인 편이다. 각국의 Core CPI 상승률 변화폭은 미국 0.4%p(2.5%→2.9%), 유로존 0.2%p(2.4%→2.6%), 한국 0.2%p(2.3%→2.5%)에 불과하다.

그리고, 일본(4월)과 독일/프랑스(5월)의 경우 차량연료 CPI가 하락하였다. 이는 급격한 유가충격이 민간에 곧바로 전이되는 것을 완충하기 위한 주요국의 유가 안정 정책 덕분이다. 전략비축유 방출을 통한 공급완충에 집중한 미국을 제외하면, 독일(4~5월)과 한국(4월 이후)은 유류세 인하를 선택했고, 프랑스와 한국은 취약계층 혹은 에너지 비용 노출 업종에 대한 선별지원을 택했다. 우리나라는 유가 상한제도 시행 중이다. 일본은 작년 11월부터 유가 보조금을 점차 확대해 나가는 과정에서 전쟁이 터졌다. **전쟁이 길어졌다면 정부의 재정/준재정 소요를 통한 정책도 길어지면서 물가상승세를 제한했을 것이다.**



자료: 메리츠증권 리서치센터

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 이란 전쟁 이후 주요국이 채택한 유가 안정 정책

국가	핵심 정책수단	가격 안정 방식	직접 지원 대상	재정/비용 부담 주체
미국	<ul style="list-style-type: none"> <li>전략비축유 방출</li> <li>IEA 공동 비축유 방출 참여</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>공급물량 확대로 국제유가 충격 완충</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>직접 유류보조는 제한적</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>재정이나 비용 소요 X</li> <li>SPR 재비축 필요</li> </ul>
독일	<ul style="list-style-type: none"> <li>휘발유, 경유 에너지세 한시 인하(5~6월)</li> <li>주유소 가격인상 횡수 제한</li> <li>카르텔 감시 강화, 비축유 방출</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>유류세 인하: 주유소 가격 ↓</li> <li>주유소 가격행태 규제</li> <li>감세분 전가 유도</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>운전자 전반: 취약계층 보다는 광범위한 지원</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>연방정부 세수 감소 16.2억 유로 (감세)</li> </ul>
프랑스	<ul style="list-style-type: none"> <li>장거리 운전자 100유로 지원</li> <li>운송업, 농업, 어업, 건설업 대상 보조금 지원 (4~5월)</li> <li>동 업종에 대한 대출 납부유예</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>가격 자체를 낮추기보다 피해가 큰 계층·업종을 선별 지원</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>장거리 통근 운전자</li> <li>운송업, 농업, 어업 및 건설업 종사자</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>정부 재정 (1,500만 유로)</li> <li>공적금융기관 융통성 지원</li> </ul>
일본	<ul style="list-style-type: none"> <li>가솔린 보조금</li> <li>전기·도시가스 요금 지원</li> <li>민간·국가 비축유 방출</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>가솔린 전국 평균 170엔/L을 기준으로 초과분을 원매자에 보조, 전기·가스는 단가 차감</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>일반 가계, 전기·가스 소비자, 운송업 종사자 및 항공 연료 사용자</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>중앙정부 보조금</li> <li>정유 원매자를 통해 가격 억제</li> </ul>
한국	<ul style="list-style-type: none"> <li>석유 최고가격제, 유류세 인하</li> <li>고유가 피해지원금, 에너지바우처</li> <li>대중교통 환급, 주유소 단속</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>정유사 공급가격 상한제</li> <li>주유소 가격 및 물량 모니터링</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>취약계층, 소득하위 70%</li> <li>등유·LPG 사용자</li> <li>농어민·운송부문</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>정부 재정</li> <li>정유사 가격상한 부담 (일부)</li> </ul>

자료: IEA, Bruegels, 기획재정부, 메리츠증권 리서치센터 정리

그러나 주요국 중앙은행들은 유가 충격이 비단 Headline CPI에만 그치지 않고, Core CPI를 장기간 높게 유지시키며 지속적인 인플레이(inflation persistency)로 귀결될 가능성을 우려하고 있다. 주요국 중앙은행 경제전망에서 뚜렷하게 드러난다.

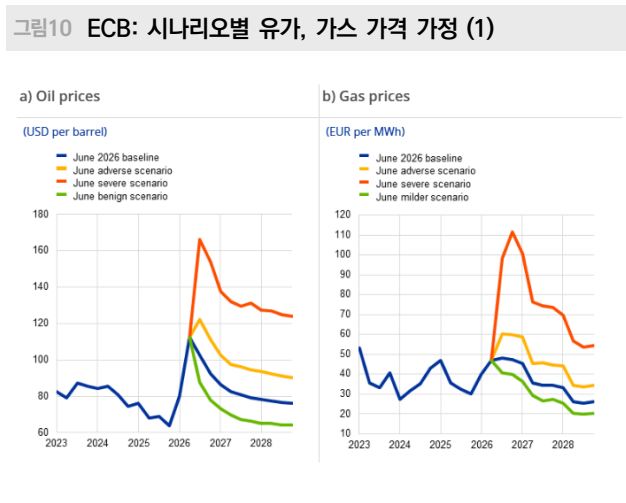
**미국:** 연준은 6월 수정 경제전망을 통해 2026년 4분기 Core PCE 물가상승률을 2.7%에서 3.3%로 높여 잡았다. 이는 가장 최근월(4월)의 3.1%를 상회하는 수치로 유가의 2차 파급 가능성이 반영된 것이다. 2027년 4분기 전망치도 기존 2.2%에서 2.5%로 상향 조정하며 인플레이션이 지속될 위험을 고려했다. 이를 기반으로 연내 금리인상이 바람직하다는 것이 점도표 중간값이 시사하는 바이다.

**유로존:** ECB는 수정 경제전망(6월)의 기본 시나리오에서 2026년 연평균 브렌트유를 96.9달러/배럴로 가정하고, 2027~28년 연평균도 82.2달러와 77.1달러로 설정했다. 전쟁 충격이 단기에 그칠 가능성을 반영한 “Milder” 시나리오가 올해 3분기와 내후년 4분기 유가를 88달러와 64달러로 가정할 뿐이다. 기본 가정 하에서 Core HICP는 2027년 2분기가 되어야 인플레이 목표인 2%에 재차 수렴하는 경로를 띤다. 이들은 2026~27년 Core HICP 상승률 전망을 공히 2.5%에 두고 있다.

**표4 Federal Reserve: Summary of Economic Projections (June 2026)**

(4Q/4Q)	Median				Central tendency			
	2026	2027	2028	장기	2026	2027	2028	장기
GDP	2.2	2.3	2.2	2.0	2.0-2.3	2.0-2.4	2.0-2.3	1.8-2.0
3월 전망	2.4	2.3	2.1	2.0	2.2-2.5	2.0-2.4	2.0-2.3	1.8-2.0
실업률 (4Q)	4.3	4.3	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.3	4.0-4.3
3월 전망	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3-4.5	4.2-4.4	4.0-4.4	4.0-4.3
PCE 물가	3.6	2.3	2.0	2.0	3.5-3.7	2.2-2.5	2.0-2.1	2.0
3월 전망	2.7	2.2	2.0	2.0	2.6-3.1	2.0-2.3	2.0	2.0
Core PCE 물가	3.3	2.5	2.1	-	3.2-3.5	2.3-2.6	2.0-2.2	-
3월 전망	2.7	2.2	2.0	-	2.5-2.8	2.0-2.4	2.0	-
FFR (4Q)	3.8	3.6	3.4	3.1	3.6-4.1	3.1-3.9	3.1-3.6	3.0-3.5
3월 전망	3.4	3.1	3.1	3.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.9-3.6	2.9-3.5

자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터



자료: ECB Staff Macroeconomic Outlook (2026년 6월)

**표5 ECB: 시나리오별 유가, 가스 가격 가정 (2)**

(Annual average)		2025	2026	2027	2028
Baseline	Oil (USD/bbl)	69.1	96.9	82.2	77.1
	Gas (EUR/MWh)	36.2	45.6	37.5	27.9
Scenario		3Q26		4Q28	
		Price	Deviation*	Price	Deviation*
Baseline	Oil prices	103	0	76	0
	Gas prices	48	0	26	0
Milder	Oil prices	88	-15%	64	-16%
	Gas prices	41	-16%	20	-22%
Adverse	Oil prices	122	19%	90	19%
	Gas prices	60	25%	34	31%
Severe	Oil prices	166	62%	124	63%
	Gas prices	98	104%	55	109%

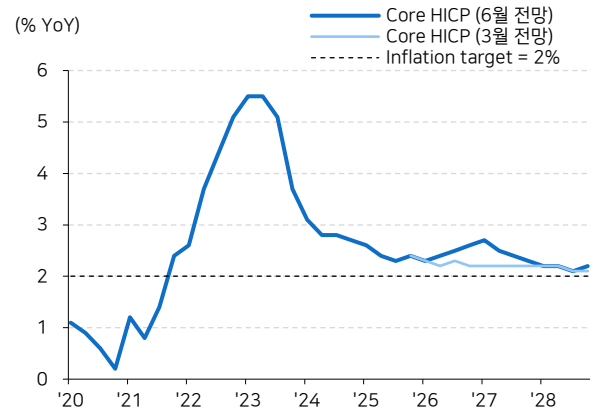
주: Baseline 으로부터의 deviation (편차) 크기를 나타낸 것  
 자료: ECB Staff Macroeconomic Outlook (2026년 6월)

표6 ECB 경제전망: 3월 vs 6월 (시나리오별)

	3월	6월 전망			
		Baseline	Milder	Adverse	Severe
Real GDP	2025	1.5	1.5	1.5	1.5
	2026	0.9	0.8	0.7	0.5
	2027	1.3	1.2	0.9	0.4
	2028	1.4	1.5	1.6	1.6
HICP	2025	2.1	2.1	2.1	2.1
	2026	2.6	3.0	3.3	4.0
	2027	2.0	2.3	3.0	5.3
	2028	2.1	2.0	2.3	3.0
Core HICP	2025	2.4	2.4	2.4	2.4
	2026	2.3	2.5	2.5	2.5
	2027	2.2	2.5	2.7	3.8
	2028	2.1	2.2	2.3	2.9

자료: ECB Staff Macroeconomic Outlook (2026년 6월)

그림11 ECB의 유로존 Core HICP 상승률 전망



자료: ECB Staff Macroeconomic Outlook (2026년 6월)

**한국:** 한국은행도 고유가 장기화 위험을 경제전망 기본 시나리오에 담고 있다. 한국은행의 2026~27년 브렌트유 가정은 배럴당 93달러와 80달러이다. 그리고 전망의 상/하방 위험으로 전쟁의 조기 진정(ECB의 milder 시나리오와 유사)과 교착 장기화(adverse 시나리오와 유사)를 들고 있다. 현재의 상황이라면 이들의 기본 가정보다는 조기 진정 시나리오에 가깝다. 그렇다면 2026~27년 소비자물가 상승률은 기본 가정의 2.7%, 2.3%보다는 2.5%와 2.0%에 가까워질 수 있다.

표7 한국은행 경제전망 (5월): 시나리오별 소비자물가 전망

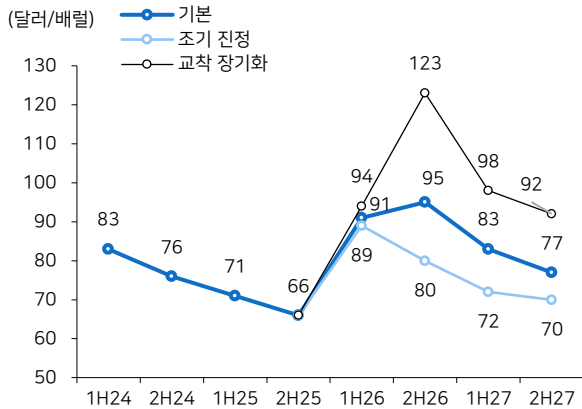
		'25A	'26E	'27E
브렌트유 가정 (달러/배럴)	기본	69	93	80
	조기 진정	69	82	71
	교착 장기화	69	108	95
소비자물가 (% YoY)	기본	2.1	2.7	2.3
	조기 진정	2.1	2.5	2.0
	교착 장기화	2.1	3.0	2.8

자료: 한국은행, "경제전망보고서" (2026년 5월)

다음으로, 유가 충격의 2차 파급 형태이다. 이에 대해서는 지난 6월 17일, 한국은행 “물가안정목표 운영상황 점검” 보도자료에 상세히 기술되어 있다. 한국은행이 2000년 이후 기간을 대상으로 1) 유가 충격이 컸을 때(상위 20% case)와 2) 유가 충격이 장기화될 때(3개월 이상)를 구분하여 근원물가에 미치는 영향을 시산했을 때, 1)은 5개월 동안 통계적으로 유의한 파급을 지속(최대 0.06%)하고 2)는 7개월 간 0.1%이상 근원물가를 끌어올리는 효과가 있다고 추정되었다.

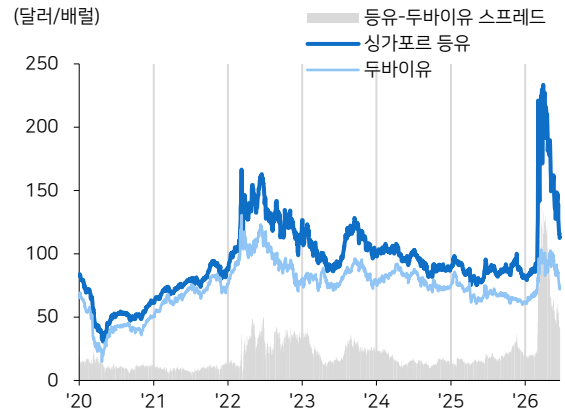
전쟁이 3개월을 넘었다는 점에서 후자의 위험이 있는 것은 사실이나, 현재는 유가 상한제, 유류세 인하 등 정부정책이 가세한 상태이기에 이와 직접적인 영향이 있는 항공료나 택배운송료 등을 제외하고 전방위적으로 물가압력이 퍼질 가능성은 낮아 보인다. 이마저도 항공료의 경우, 최근 싱가포르 항공유 가격 급락으로 유류할증료 부담이 급격히 경감될 가능성이 커지고 있다.

그림12 한은 경제전망: 시나리오별 브렌트유 가정



자료: 한국은행, "경제전망보고서" (2026년 5월)

그림13 두바이유와 싱가포르 등유(Jet Kerosene) 가격 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

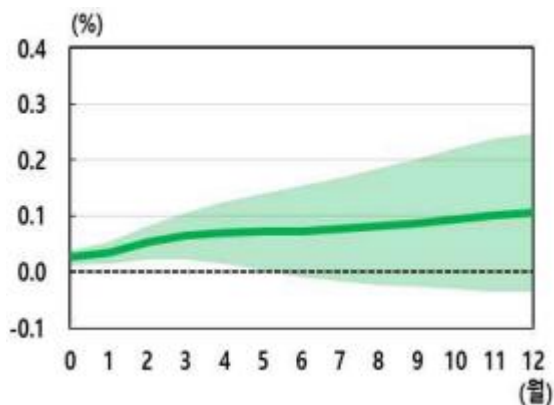
표8 연초 이후 유류 할증료 적용 단계 및 추정

발권월	적용 단계	싱가포르 등유 가격 (Cents/gallon)	
		MOPS 기준 구간	기준 유가*
2026년 1월	7단계 (추정)	210~219	212.9
2026년 2월	4단계	180~189	194.3
2026년 3월	6단계	200~209	204.3
2026년 4월	18단계	320~329	311.4
2026년 5월	33단계	>470	503.5
2026년 6월	27단계	410~419	415.6
2026년 7월 (추정)	19단계(추정)	330~339	334.1

주: \* 전전월 16일~전월 15일 등유 가격 평균

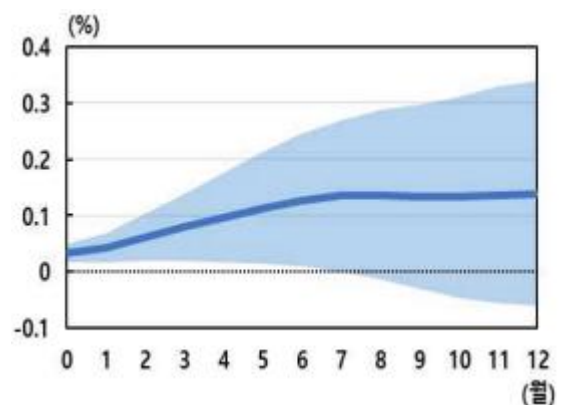
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 한은: 유가 충격이 컸을 때 근원물가 누적반응



주: 상위 20% 충격 강도 case, 국제유가 10% 충격시. 음영은 68% CI  
 자료: 한국은행, "물가안정목표 운영상황 점검" (6월 17일)

그림15 한은: 유가 충격 장기화시 근원물가 누적반응



주: 3개월 이상 지속 case, 국제유가 10% 충격시. 음영은 68% CI  
 자료: 한국은행, "물가안정목표 운영상황 점검" (6월 17일)

한국 소비자물가 전망에 있어 당사와 한국은행의 결정적인 차이는 유가 전망에 있다. 우리는 호르무즈 해협의 정상화와 관련해서는 미국과 이란의 이해관계가 어느 정도 일치한다고 보는 시각이기에 유가의 하향 안정화에 대한 확신이 한은보다는 강하다. 이에 전쟁 이후 높아잡았던 내년 연평균 두바이유 전망 70달러/배럴을 유지하고, 내년 초부터 Headline CPI 상승률이 2%를 하회한다는 견해이다.

Core CPI 상승률 전망은 한은보다 다소 높은 편이다. 우리가 한은보다 경제성장률 전망을 높게 봄에 따라(2026~27E: 2.9%, 2.2%), 내수회복 및 임금 상승 압력 영향으로 수요측 물가압력이 커질 수 있다는 입장이다. 여기에 우리는 에너지 고속도로 건설을 위한 자금조달 목적으로 내년 중 5~10% 내외의 전기료, 가스요금 인상 가능성을 반영하였다. 전기/가스 요금 인상이 부재할 경우 내년 CPI와 Core CPI 상승률 전망은 1.7%와 2.3%로 낮아진다. 이 경우 2027년 Core CPI 전망이 한은과 같아지지만 유가 충격의 파급 효과(항공료, 운송비 등)는 크게 고려하지 않았다.

표9 한국 소비자물가 전망: 메리츠증권 vs 한국은행						
(% YoY)	메리츠증권 (2026년 6월)			한국은행 (2026년 5월)		
	CPI	Core CPI	두바이유 (달러/배럴)	CPI	Core CPI	브렌트유 (달러/배럴)
1H26	2.5	2.3	94	2.5	2.3	91
2H26	2.8	2.9	77	3.0	2.6	95
1H27	1.9	2.6	70	2.4	2.4	83
2H27	1.8	2.3	70	2.1	2.2	77
2026	2.6	2.6	85	2.7	2.4	93
2027	1.9	2.4	70	2.3	2.3	80

자료: 한국은행 경제전망보고서 (2026년 5월), 메리츠증권 리서치센터

### 글로벌 통화정책에 대한 우리의 견해

현재 선도금리에 반영된 주요국의 정책금리 기대는 다음 페이지 표 10과 같다. 선도금리에 따르면, 미 연준은 연말까지 1.5회, ECB, BOE, BOJ 정책금리는 추가 1회 인상을 반영 중이다. 한국은행의 경우 연말까지 3회 인상, 내년 상반기까지 4.25회 인상이 반영되어 있다.

유가가 하락하면서, 인플레 지속성을 크게 우려하였던 중앙은행들에 대한 긴축 기대는 덜어낼 필요가 있다는 생각이다. ECB와 BOE가 여기에 해당한다. 라가르드 ECB 총재는 22일 유럽 의회 증언에서 추가적인 강력한 조치가 불필요할 가능성을 시사했다. 영국의 경우 총리 사임 등 정치 불확실성이 경기에 부정적인 영향이 있을 수 있다. Headline 물가 충격이 Core 물가로 쉽게 전이되지 못하는 환경이라는 것이다. 유가 하락은 적응적 기대 경로(adaptive expectation)를 통해 기대인플레이션을 끌어내리는 요인이 될 수 있다는 점도 고려해야 한다.

반면, 일본은 정책 요인을 제외한 기초적 인플레이션의 2% 상회 문제가 있다. 이들은 6개월에 한 번씩 느린 속도로 “금리 정상화”를 해야 하는 지역이다.

미국은 현재 지표가 견고하지만, 연초 생활비 보조 조정분(COLA; 2.8% vs 2025년 2.5%), 4월 세금환급, 5~7월 월드컵 특수 등이 반영되어 있다고 본다. 이전소득 제외한 실질소득이 전년대비 감소세로 돌아선 점은 하반기 미국 경기 취약성을 노정한다고 보며, 이에 따라 시장에서 생각하는 것처럼 연내 인상 카드를 꺼내 들기는 쉽지 않다고 본다.

한국은행의 경우, 우리는 올해 7월과 10월에 금리를 인상하고, 내년 초에 3.25%까지 인상할 가능성을 높게 본다. 만약 원화 약세 심화 및 이에 따른 수입물가 압력의 가중, 그리고 경제전망의 대폭 개선이 수반된다면, 이는 내년의 인상폭 전망에 영향을 미칠 것으로 사료된다.

국가	회의일	현행 금리 (%)	내재 정책금리 (%)					내재 정책금리-현행 (bp)			
			1M	3M	6M	1Y	2Y	3M	6M	1Y	2Y
<b>미주</b>											
미국	07/29	3.63	3.68	3.85	4.05	4.12	3.89	22	42	49	26
캐나다	07/15	2.25	2.22	2.24	2.37	2.67	2.97	-1	12	42	72
멕시코	06/25	6.50	6.63	6.68	6.84	7.24	7.92	18	34	74	142
칠레	07/28	4.50	4.50	4.54	4.45	4.47	4.76	4	-5	-3	26
브라질	08/05	14.25	14.26	14.18	14.56	14.94	14.97	-7	31	69	72
<b>EMEA</b>											
유로존	07/23	2.25	2.26	2.40	2.53	2.60	2.48	15	28	35	23
영국	07/30	3.75	3.76	3.82	3.99	4.11	3.98	7	24	36	23
스위스	09/24	0.00	-0.06	-0.03	0.00	0.09	0.20	-3	0	9	20
노르웨이	08/13	4.25	4.19	4.34	4.51	4.41	3.89	9	26	16	-36
스웨덴	08/20	1.75	1.77	1.77	1.90	2.12	2.27	2	15	37	52
<b>아시아 태평양</b>											
호주	08/11	4.35	4.36	4.43	4.49	4.38	4.13	8	14	3	-22
뉴질랜드	07/08	2.25	2.39	2.61	2.83	3.15	3.41	36	58	90	116
일본	07/31	1.00	1.00	1.04	1.21	1.46	1.89	4	21	46	89
중국	-	1.40	1.27	1.29	1.27	1.25	1.30	-11	-13	-15	-10
인도	08/05	5.25	5.16	5.17	5.42	5.85	5.96	-8	17	60	71
한국	07/16	2.50	2.41	2.73	3.23	3.57	3.68	23	73	107	118

자료: Bloomberg (MIPR), 메리츠증권 리서치센터

**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.