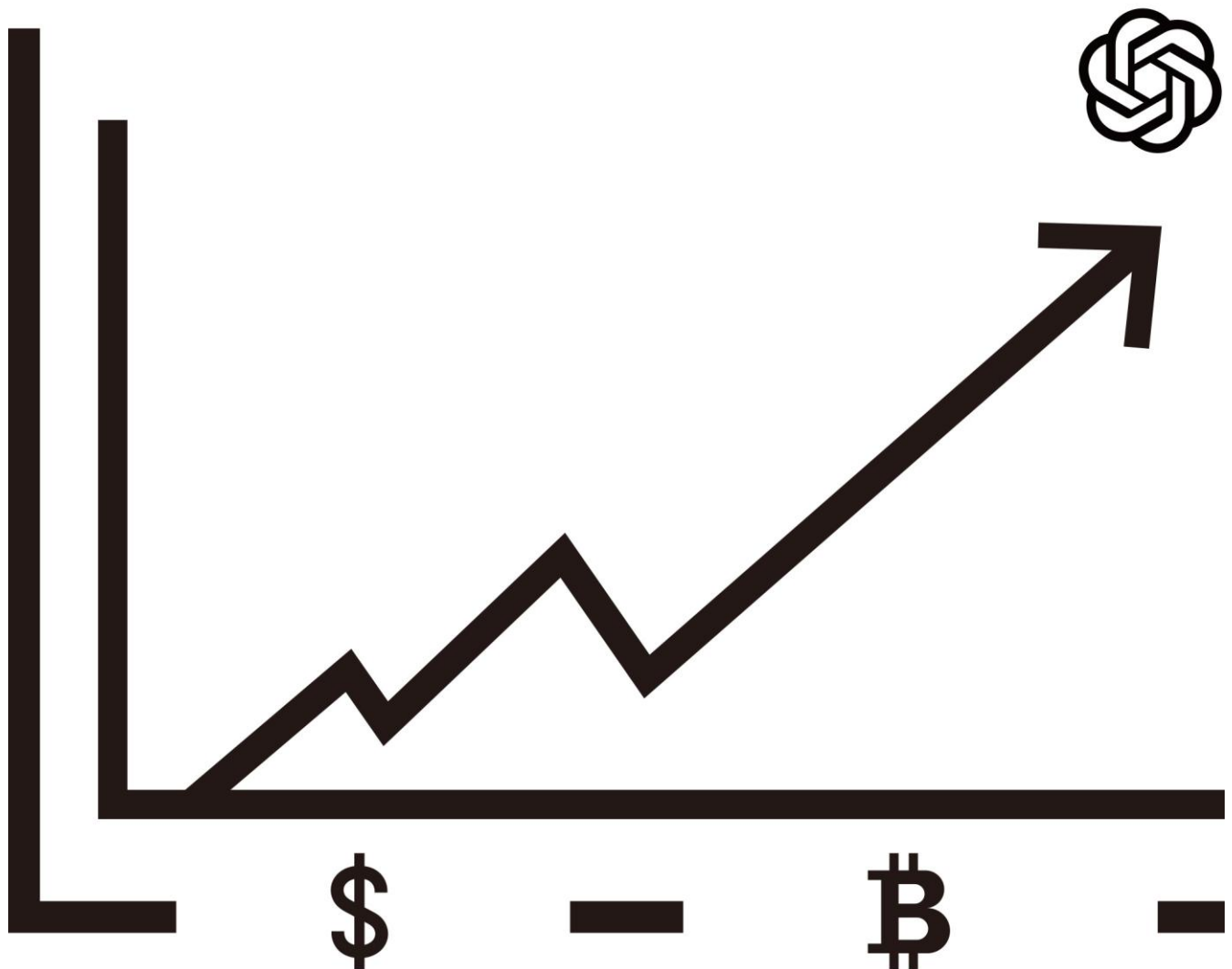


전략공감 2.0

Strategy Idea
고금리와 저환율 이야기

오늘의 차트
과거 10년으로 본 국경절 전후 중국 증시

칼럼의 재해석
미국의 디젤 수출 금지 여부 주목



본 조사분석자료는 제 3 자에게 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

고금리와 저환율 이야기



경제분석

Economist 이승훈

seunghoon.lee@meritz.co.kr

- ✓ 미국 9월 PMI로 연준 인상 기대 높아졌으나, 대기업만의 호황일 가능성이 큼
 - 향후 소비여건 악화-노동시장 전이를 우려, Dovish Bias 유지하는 당사 견해 변경 요인 아님
 - 대기업에 대한 Bias 있다면 고용호조, 인플레이 우려도 다소 과장되었을 수 있음
- ✓ 연준 인상 가속화 기대에도 원화강세 유지: 하반기 들어 달러공급 풍부해질 것이라는 기대 형성

고금리 이야기: 미국 9월 PMI 서프라이즈가 띄운 연준의 추가 금리인상 기대

추석 연휴 직전(9월 23일) 발표되었던 S&P Global의 미국 9월 종합 PMI가 58.4로 2021년 7월 이후(62개월래) 가장 높은 수준을 기록했고, 발표 직후 금융시장은 미국 경제의 견고함을 다시금 인식하기 시작했다. S&P Global은 종합 PMI를 적용할 경우 미국 3분기 GDP는 전분기대비(연율) 4%, 9월 수치만 보면 5% 성장에 준한다고 적시하였다.

내용도 흠잡을 데 없었다. 서비스 업황 개선세가 가속화된 가운데, 제조업 확장이 가세했다는 것이다. 주문이 늘어나는 속도가 빨라졌을 뿐 아니라 고용도 2022년 6월 이후 가장 크게 늘어났다. 수주잔고 증가는 주문(수요)이 늘어난 탓도 있지만, 팬데믹 이후 가장 극심한 공급망 병목까지 가세한 결과이다. 문제가 있다면, 기업 부문 투입비용(input price) 및 판매단가(selling price) 상승세가 가속화되며 시차를 두고 소비자물가를 자극할 위험이 부각되었다는 점일 것이다.

그림1 미국 PMI 고용지수

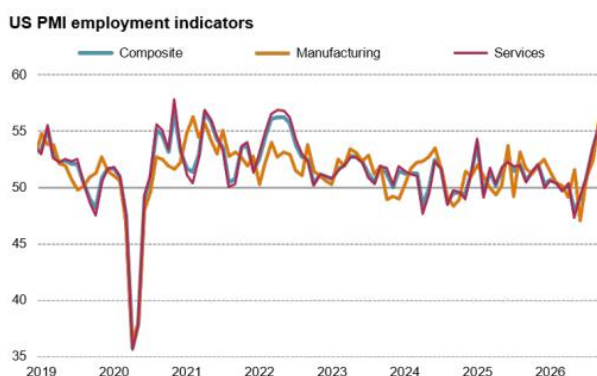
자료: S&P Global PMI 보도자료([링크](#))에서 발췌

그림2 미국 PMI 생산능력 관련 지표

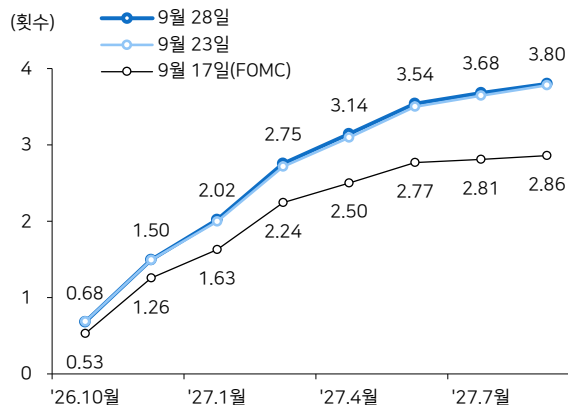
자료: S&P Global PMI 보도자료([링크](#))에서 발췌

금융시장은 이 같은 경제지표 결과를 연준의 연내 추가 금리인상 기대로 녹였다. 9월 FOMC 직후 연내 추가 1.26회, 1년 내 2.9회 인상을 반영하던 선물시장은 PMI 서프라이즈가 발생한 9월 23일부터 정책금리에 대한 기대를 높이며, 연내 추가 1.5회, 1년 내 3.8회 인상 가능성을 반영하고 있다. 10월 연속 인상 가능성도 53%에서 68%로 높여 잡았다.

샌프란시스코 연은이 집계하는 “Treasury Yield Premiums([링크](#))”를 통해서도, 9월 FOMC(16일) 이후 24일까지의 미 국채 2년 및 10년 수익률 급등(공히 16bp)이 대부분 단기금리 인상 기대에서 비롯되었음을 확인할 수 있다.

다만, 여기에서 몇 가지 의문이 남는다. 첫째는, 동일한 2026년 9월을 대상으로 하는 지역 연은 서베이 지표와 S&P Global이 집계하는 PMI간의 차이이다. 제조업은 괴리가 크지 않지만, 서비스업은 7월부터 방향이 완전히 어긋나는 모양새이다. 둘째는, 경기가 양호하여 금리인상을 감내할 수 있는 환경이더라도 반드시 그것이 금리인상으로 연결되는가에 대한 문제이다.

그림3 9월 FOMC 이후 선물시장의 금리인상 기대 변화



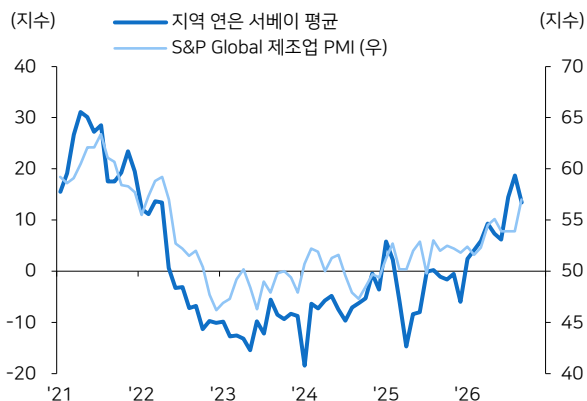
자료: Bloomberg (WIRP), 메리츠증권 리서치센터

표1 미 국채 2년, 10년 수익률 상승 요인 분해

	Most Recent (2026-09-24)	Last FOMC (2026-09-16)	1 year ago (2025-09-25)
Treasury Yield (Observed)			
2-year	4.86	4.70	3.65
10-year	5.17	5.01	4.22
Average Expected Overnight Rate			
2-year	4.62	4.45	3.52
10-year	3.84	3.73	3.10
Term Premium			
2-year	0.24	0.25	0.13
10-year	1.33	1.28	1.12

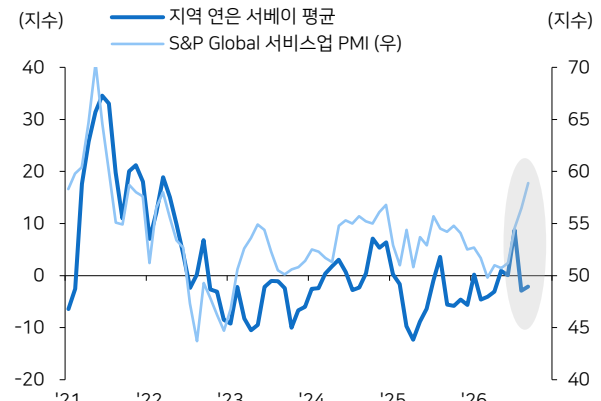
자료: 샌프란시스코 연은, “Treasury Yield Premiums”

그림4 지역 연은 제조업 서베이 평균과 S&P Global PMI



주: 뉴욕, 필라델피아, 리치몬드, 캔자스, 텍사스 평균
자료: 각 지역 연은, S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

그림5 지역 연은 서비스업 서베이 평균과 S&P Global PMI



주: 뉴욕, 필라델피아, 리치몬드, 캔자스, 텍사스 평균. 9월은 텍사스 제외.
자료: 각 지역 연은, S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

1) 월간 서비스업 지표 간 괴리가 커진 이유

S&P Global과 지역 연은 서베이 간의 괴리가 커진 이유는 크게 세 가지로 볼 수 있다. 첫째, 지역 연은 서베이는 ISM 서비스업 지수와 같은 “비제조업” 서베이 형태를 띤다. 이는 S&P Global에 포함되지 않는 건설업, 광업의 영향이 반영되고 있을 가능성을 보여 준다.

둘째, S&P Global PMI는 대부분 서비스업을 망라하지만 유독 도소매업은 빠져 있다(링크). 소비와 직결되는 숙박/외식업이 있지만 B2C 부문의 부진이 나타날 경우 이를 온전히 반영하지 못할 가능성이 존재한다.

셋째, 지역 연은 서베이는 1개 기업을 1개의 응답으로 간주하지만, S&P Global의 서비스업 PMI 지수는, 해당 기업이 속한 산업의 크기, 그리고 기업의 크기로 가중 평균하여 계산한다. 따라서 큰 섹터의 회사일수록 더 큰 가중치를 부여하면서 GDP에 가까운 형태로 집계하는 것이다.

시사점은 다음과 같다: 1) S&P Global PMI는 소비부진 위험을 과소평가하는 반면, 빅테크나 하이퍼 스케일러들의 영향이 비대해진 부분을 고스란히 반영하고 있을 가능성이 크다. 2) 총계(aggregate)에 충실한 S&P Global PMI와 달리, 업황 개선이 얼마나 광범위하게 퍼져 있는가를 측정하는 지역 연은 서베이 지표들이 일제히 악화되고 있음은, 현재의 호황이 IT, 금융 등 일부 대기업이 영위하는 서비스업에 집중되었을 가능성을 시사하는 것이다. 더 나아가, 3) 대기업의 고용환경 개선을 전체 취업자수 증가와 동일시할 수 없다. 노동집약적인 산업은 도소매, 레저/여가 등 소비와 직결된 것들이기 때문이다.

당사는 S&P Global PMI의 사각지대에 있는 소비 부진 장기화 위험 및 노동시장 전이 가능성을 염두에 두고 있다. 따라서 9월 PMI 호조 만으로 우리의 View(12월 인상 이후 내년 인하 재개)를 수정할 이유는 아직 없다는 판단이다.

표2 S&P Global과 지역 연은 서베이의 집계 방식 차이

	S&P Global Services PMI	NY Fed: Business Leaders Survey	Philly Fed: Non-Mfg Business Outlook Survey	Richmond Fed: Non-Mfg Survey	Kansas City: Services Survey
Panel 구성 시 Sector 고려	강하게 고려	고려	느슨하게 고려	고려	고려
Panel 구성 시 Company size 고려	명시적으로 고려	다양한 규모 포함; 규모조정 산식은 없음	별도로 공개된 규모조정 산식은 없음	명시적으로 고려	명시적으로 고려
Sector weight 적용?	YES	명시적 weighting 없음	NO	NO	NO
Company-size weight 적용?	YES	명시적 weighting 없음	NO	NO	NO
기본 index 산식	응답율 섹터×고용 사이즈로 가중한 확산지수 형태임	% increase – % decrease	% increase – % decrease	% increase – % decrease	% increase – % decrease
큰 기업 1곳 vs 작은 기업 1곳	큰 기업이 일반적으로 더 큰 weight	기본 D상 대체로 1 firm = 1 response	1 firm = 1 response에 가까움	1 firm = 1 response	1 firm = 1 response
무엇을 가장 잘 측정?	가중평균 모멘텀	업황 회복범위(breadth)	업황 회복범위(breadth)	업황 회복범위(breadth)	업황 회복범위(breadth)

자료: S&P Global, 각 지역 연은, 메리츠증권 리서치센터

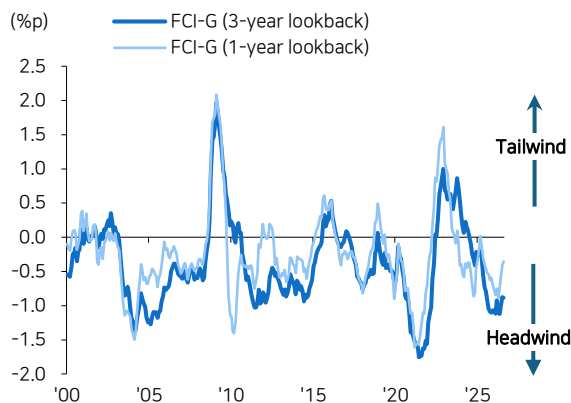
2) 양호한 경기는 금리인상 여력이 있다는 의미. 실제 인상은 물가에 달려

경기가 양호하다는 것을 금리인상 가속화와 동치로 볼 수 없다고 생각한다. 경기가 호조라는 것은 정책금리 인상 여력이 있거나, 고금리를 감내할 체력이 있다는 의미로 해석함이 바람직하다. 추가적인 금리인상 여력이 있다는 점은 2023년 6월, 연준 FEDS Note에서 최초로 소개된 FCI-G(Financial Condition Index on Growth) 지표에서 확인할 수 있다. 지난 3년과 1년간 누적된 금융여건이 성장에 우호적이면 부호가 (-)이며, 부정적이면 (+)이다.

지난 3년간 금융여건 변화는 향후 1년간 GDP에 0.89%p 순(net)기여한다는 의미이며, 지난 1년간의 변화는 향후 1년간 GDP에 0.35%p 순 기여한다고 읽는다. 이는 통상의 금융환경 지수와 다르다. FRB/US 모형에 근거한 동태적 승수(dynamic multiplier)를 사용하여 GDP에 미치는 시차 효과를 고려한 것이다. 위시 의장이 현재의 금융여건을 두고 “제약적이지 않다”고 평가한 것의 대표적인 사례가 되겠다. 추가 인상 여력이 있는 것으로 판별된다.

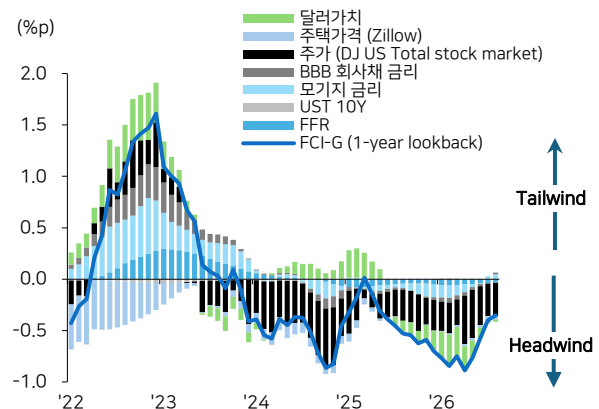
지난 1년간 금융여건 변화를 부문별로 분해해 보면, 정책금리(FFR) 변화는 아직도 향후 1년간 성장을 0.03%p 끌어올리는데 기여하고 있다. 모기지 금리와 투기 등급 회사채 금리만이 아주 소폭의 제약성을 보인다. 금융여건 완화에 결정적으로 기여한 항목은 다름 아닌 주가 상승이다. 향후 금리 상승이 시차를 두고 완화 정도를 덜어낼 것으로 예상되지만, 주가 상승세가 이어진다면 큰 폭의 정책기조 변화를 기대하기는 어려울 것이다.

그림6 FCI-G: 3년간, 1년간 누적 금융여건 변화의 성장기여도



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림7 FCI-G (1-year lookback)의 부문별 기여도

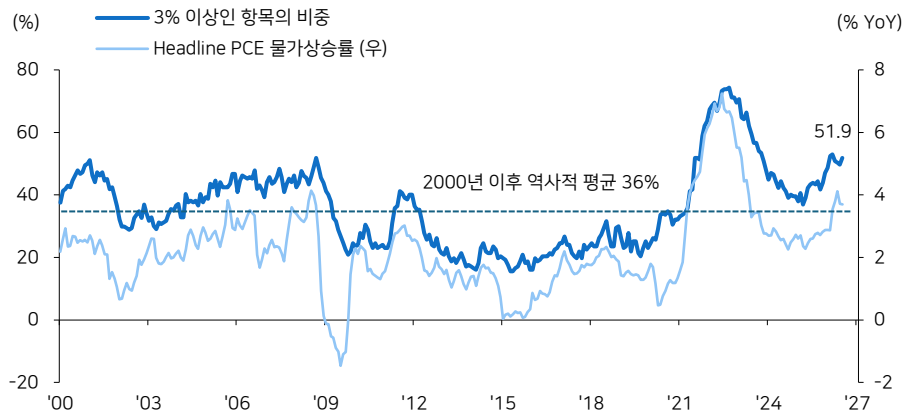


자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

다음으로, 인상 속도의 시급성은 물가압력의 방향과 속도에 달렸다고 생각한다. 노동시장에 큰 문제가 없는 가운데, 인플레이션율이 높아졌고, 여기에 대응할 필요성이 있기 때문이다. 향후 금리인상 속도를 가늠하는 데 있어서는, 지난 잭슨홀 기조연설에서 워시 의장이 언급한 Inflation Breadth(심도, 그림 8) 외에 기초적 인플레이션의 여러 잣대들이 우하향 추세를 이어가는 지 여부가 중요할 것이다.

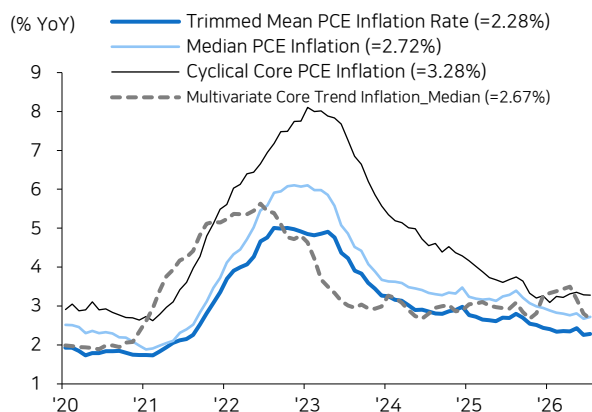
그림 10의 숫자는 현재 컨센서스 예상대로 8월 Core PCE 물가가 전년대비 3.3% 상승했을 때의 3개월 전, 6개월 전 대비 변화율을 연율화한 것이다. 새로운 인플레이션 압력은 적게 들어오고 있을 가능성이 커 보인다.

그림8 Headline PCE 물가상승률과 PCE 내 물가상승률 3% 이상인 항목들의 비중



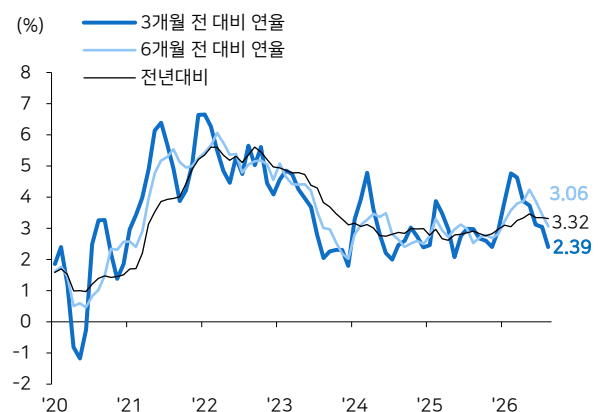
주: 비영리단체와 중복계상 부분 제외한 187개 항목 대상임
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림9 기초적 인플레이션: PCE 물가



자료: Dallas, Cleveland, SF, NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림10 Core PCE 물가: 3m, 6m, 12m 변화분의 연율 값



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

저환율 이야기: 매파적 연준에도 원화 강세

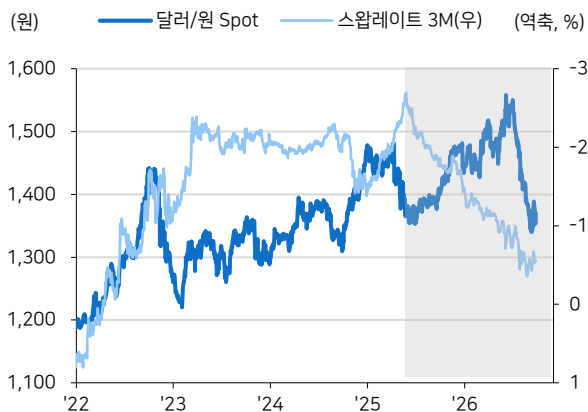
연준 금리인상 종착점 상향조정과 금리인상 가속화 기대 부각은 원화 약세 재료로 인식되어 왔다. 그러나 이번 경우는 유로화 대비 달러화 강세가 있었을 뿐, 원화를 비롯한 아시아 통화는 거의 등락이 없었다. 9월 초순 1,340원을 하회한 원화는, 9월 FOMC 금리인상 이후 1,389원까지 절하되었으나, 이내 1,350원으로 되돌려졌다. 그리고 미국 9월 PMI 서프라이즈 이후 연휴 기간동안 1,371원까지 절하되었다가, 결제/월말 수요 등으로 1,350원대를 지켜내는 모습이다.

1) 원화 급등락 에피소드 복기

그간의 원화 급등락 에피소드를 간단히 요약하면 다음과 같다. 2025년부터는 달러 조달이나 헤지비용 상승 문제가 아니었다. 스왑레이트는 마이너스 폭을 줄이며, 시중에 달러화가 풍부해지고 있음을 보여 주고 있었다. 또한, 한-미 정책금리차의 확대와 축소도 2025년 중반 이후 달러/원을 설명하지 못한다. 금리차 변수를 압도하는 수급 요인이 자리했기 때문으로 판단한다.

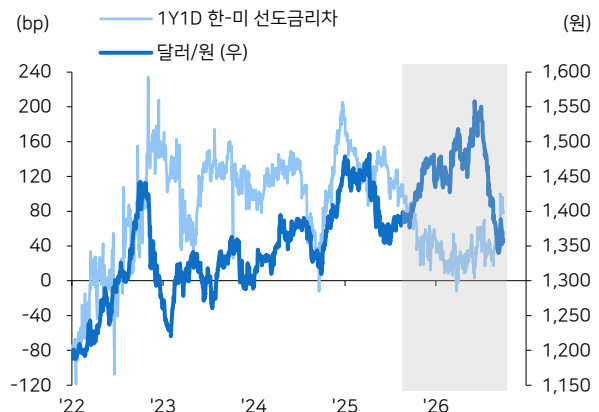
2026년 상반기까지는 막대한 경상흑자에도 불구하고, 경제주체들의 환전 자제(달러 공급 위축) 속에 외국인 증권투자 순유출이 (달러화 자체적인 상승과 함께) 원화 약세를 심화시켰다. 반면, 7월 SK하이닉스 ADR 발행자금이 국내로 넘어와 달러 공급을 확대하고 달러/원 환율을 끌어내리기 시작하면서, 경제주체들의 원화 수요가 재개되었고, 원화 절상을 가속시켰다. 하반기 한국은행의 선제적이고 연속적인 금리인상은 원화 강세에 부분적으로만 일조한 것으로 보인다.

그림11 달러/원 현물과 3개월 스왑레이트



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림12 1년 후 한-미 정책금리 기대의 차이 vs 달러/원



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2) 달러공급이 많아질 수 있다는 인식의 변화(The regime change)

더욱 중요한 것은, 반도체 기업들이 벌어들인 달러를 외환시장에 공급하여 원화로 바꾼 후 Capex, 임직원 성과급 지급, 주주환원 등에 사용할 것이라는 기대가 커진 부분이다. 그간 막대한 경상흑자 누적에도 달러공급이 제한적일 것이라는 우려에서 달러공급이 상당히 많아질 수 있다는 기대로 전환된 것이다. 결정변수의 Regime change이다.

반도체 2사의 Capex의 35%를 원화 수요로 보고(나머지는 외국산 장비 구입이므로 달러 결제), 영업이익의 10%가 성과급 재원이며, 잉여현금 흐름의 50%를 주주환원에 쓴다고 가정하고, 당사의 추정 재무제표를 이용하여 2026년부터 2028년까지 원화 수요를 계산해 보면, 2027년은 458조원으로 올해의 두 배가 되며, 연간 경상흑자의 60%가 원화 수요로 전환되는 것으로 계산된다.

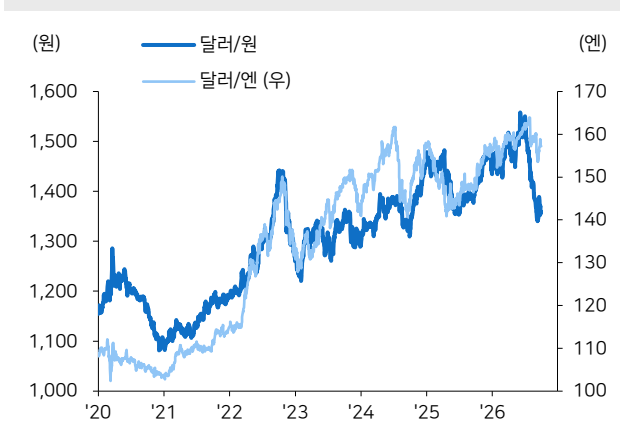
내국인의 해외 증권투자가 재개되고 외국인 차익실현이 있다고 가정해도, 이 정도의 달러 공급은 완만하지만 기조적인 원화 강세를 충분히 설명할 수 있다고 본다. 여기에 더해, 일본 당국의 엔화 방어 노력 및 GPIF 포트폴리오 변화 가능성을 고려하면 엔화도 강세로 전환될 것으로 예상한다(9월 BOJ 코멘트 참고: [링크](#)). 이는 역내 통화 동조화 채널을 통한 원화 강세 재료이다(2020년 이후 양 통화 상관관계 수 0.935).

표3 반도체 2사 합산 원화 수요 추정

(조원)	2026E	2027E	2028E
Capex의 35%	47.0	49.4	49.8
성과급 재원 (영업이익의 10%)	64.6	99.3	113.1
주주환원 (FCF의 50%)	107.4	309.7	398.9
계	219.0	458.4	561.8
연간 경상흑자 대비 (%)	37.0	63.3	81.6
Assumptions			
경상수지 흑자 (십억달러)	410.9	550.3	529.6
경상수지 흑자 (조원)	590.9	723.6	688.5
연평균 달러/원 가정	1,438	1,315	1,300

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림13 달러/원과 달러/엔



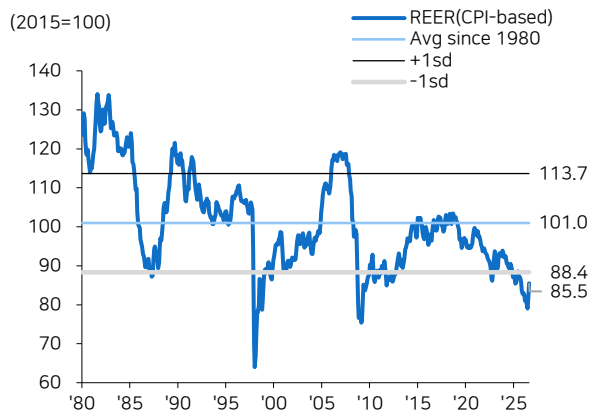
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

3) 원화가치는 역사적 평균 수준으로 복원 중

1,300원대 환율이 낮아보이지만 역사적 관점에서 보면 그렇지도 않다: 1) CPI를 디플레이터로 쓴 실질실효환율을 기준으로 보면 1980년대 이후 장기평균 대비 2026년 8월 값은 15.3% 저평가되어 있다. 2) 단위노동비용을 디플레이터로 쓴 실질실효환율을 기준으로 하면 2026년 2분기 값은 14.3% 저평가이다.

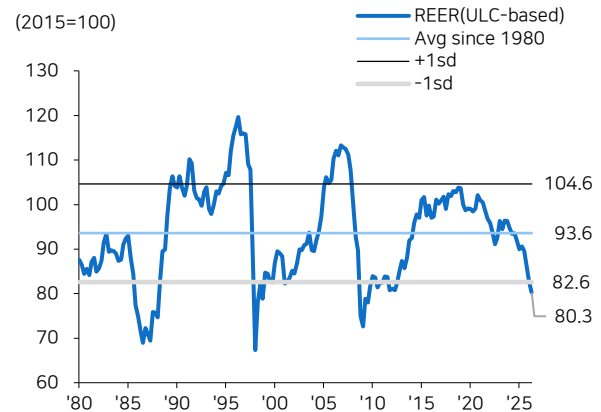
저평가된 만큼 역사적 평균으로 되돌린다고 보고, 절상폭이 달러/원에 그대로 반영된다고 가정하면 1)과 2)의 역사적 평균은 각각 1,190원과 1,288원에 달한다. 원화는 과도한 저평가 상태에서 벗어나 역사적 평균수준으로 복원되는 과정에 있다는 판단이다.

그림14 실질실효환율: 디플레이터가 CPI인 경우



주: 월간 데이터이며, 최근값은 2026년 8월임
자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림15 실질실효환율: 디플레이터가 단위노동비용인 경우

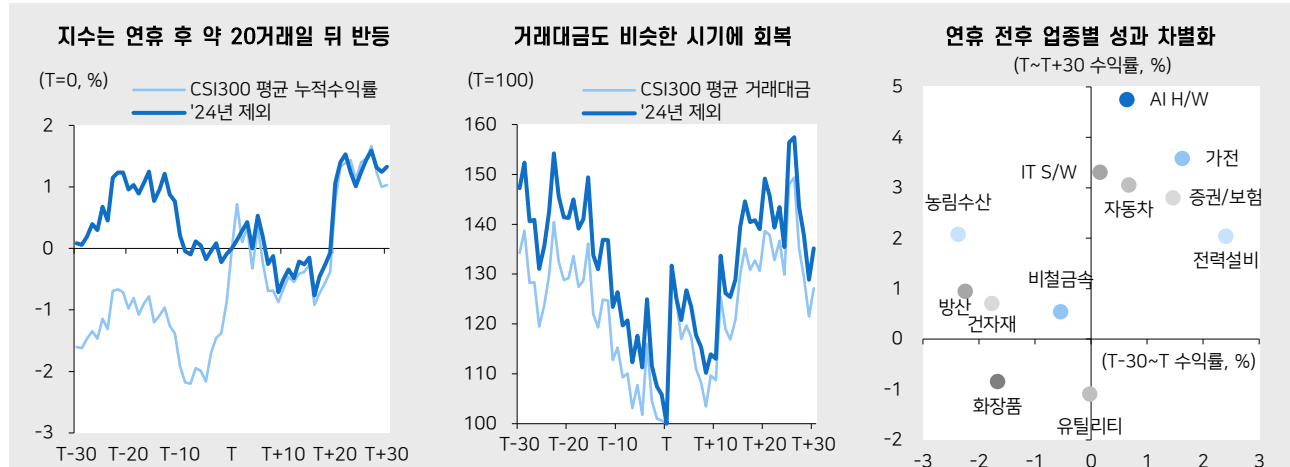


주: 분기 데이터이며, 최근값은 2026년 2분기임
자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

최선휘 연구위원

과거 10 년으로 본 국경절 전후 중국 증시



주: T는 국경절 연휴 직전 거래일, 2016~2025년 평균. 업종은 T-30~T+30 수익률 기준 상·하위 6개 표시

자료: Bloomberg, Wind, 메리츠증권 리서치센터

중국 본토 증시는 10월 1일부터 7일까지 국경절 연휴로 휴장하고 8일 거래를 재개한다. 2016~2025년 연휴 전후 각 30거래일의 CSI300 수익률과 거래대금, 업종별 수익률을 분석한 결과, 두 가지 특징이 확인됐다.

첫째, 지수 반등은 연휴 후 약 20거래일의 시차를 두고 나타났다. 금리·지준을 인하 등 부양책 발표로 연휴 직전 이례적으로 급등한 2024년을 제외하면, CSI300은 연휴를 사이에 두고 약세를 보이다가 연휴 후 20거래일 전후 반등해 연휴 직전 대비 최대 1.5% 안팎 상승했다. 거래대금도 비슷한 시기인 15~20거래일 이후 연휴 전 수준을 회복했다.

둘째, 업종별로는 연휴 전후 성과가 뚜렷하게 갈렸다. 연휴 전후 60거래일 수익률 상위 업종은 연휴 후 30거래일에도 AI 하드웨어(+4.7%)·가전·IT 소프트웨어·자동차·증권/보험·전력설비 순으로 강했다. 반면 하위 업종은 연휴 후 반등도 제한적이었다. 농림수산이 2%대 올랐을 뿐 방산·전자재·비철금속은 1% 미만에 그쳤고, 화장품과 유틸리티는 하락했다.

과거 패턴이 반복된다면 올해 지수 반등 시점은 연휴 후 20거래일째인 11월 초다. 3분기 실적 공시가 마무리되고 연말 정책 기대가 형성되는 시기와의 겹침이다. 다만 올해 연휴 전 업종 흐름은 과거와 다르다. 9월 28일까지 연휴 전 28거래일 동안 과거 상위 업종은 모두 하락한 반면, 하위 업종인 농림수산(+2.6%)·화장품(+2.4%)은 상승했다. 과거 연휴 전 상위 업종이 하위 업종보다 부진했던 해가 네 번 있었고, 이 중 세 해는 연휴 후 30거래일 동안 상위 업종이 다시 앞섰다.

칼럼의 재해석

황현식 연구원

미국의 디젤 수출 금지 여부 주목 (Bloomberg)

트럼프 대통령이 미국의 디젤 수출 금지를 진지하게 검토한다고(very seriously looking at diesel export ban) 언급했다. 미국은 2025년 기준 글로벌 디젤 수출물량의 15.4%를 차지한 최대 수출국으로서 수출 중단 시 파급효과는 적지 않을 전망이다.

미국의 디젤 수출 금지 검토 배경으로는 (1) 미국 내 높은 디젤 가격, (2) 미국 내 낮은 디젤 재고, (3) 수요 성수기 도래 등을 꼽을 수 있다. 미국 디젤 소매 가격은 갤런당 6.5달러를 돌파하면서 사상 최고치를 갱신했다. 반면 높은 가동률에도 불구하고 낮은 재고를 기록했다. 수출량이 증가했기 때문이다. 또한 가을 수확기에는 농기계 가동과 농산물 운송으로 디젤 소비가 늘고, 겨울에는 난방유 수요가 증가해 디젤과 난방유가 속한 중간유분 재고를 압박한다.

러시아는 2025년 글로벌 디젤·가스오일 수출의 9.5%를 담당한 세계 2위 수출국이지만, 우크라이나의 정유시설 공격으로 수출 여력이 크게 축소됐다. 이에 러시아 정부는 국내 연료 부족과 가격 상승을 억제하기 위해 7월 8일 생산업체까지 디젤 수출 금지를 시행했다. 러시아가 2023년 9월 국내 유통 차질에 대응해 휘발유·디젤 수출을 제한했을 당시, 시행 이후 러시아 거래소의 디젤 현물가격은 약 21% 하락했지만 발표 직후 유럽 ICE 가스오일 선물은 약 4.5% 상승했다.

미국의 디젤 수출 금지가 시행될 경우 한국·인도 등 미국 외 지역의 정유사가 수혜를 받을 가능성이 높다. 2025년 경유 수출물량을 유지하면서 배럴당 판매마진이 5달러 개선된 상태가 1년간 지속될 경우 국내 정유 4사의 연 환산 추가 마진은 약 10억달러로 계산된다. 트럼프의 발언이 여전히 큰 영향력을 지니는 상황에서 미국의 디젤 수출 금지가 시행될지 주목할 필요가 있다.

트럼프의 디젤 수출 금지 발언

트럼프 대통령이 미국의 디젤 수출 금지를 진지하게 검토한다고(very seriously looking at diesel export ban) 언급했다. 해당 이슈는 9월 중순 논의가 본격화되었고 9월 22일 트럼프 대통령이 디젤 수출금지 검토 발언을 하면서 본격적으로 떠올랐다. 미국은 2025년 기준 글로벌 디젤 수출물량의 15.4%를 차지한 최대 수출국으로서 수출 중단 시 파급효과는 적지 않을 전망이다.

표1 트럼프 및 주요 인사들의 디젤 수출금지 관련 발언

날짜	인사	주요 발언 및 입장
9월 13일	도널드 트럼프 대통령	젤렌스키에게 러시아 디젤 시설 공격을 중단하라고 요구. 러시아 정유시설 공격이 세계 디젤 부족을 유발한다고 주장
9월 14일	더그 버검 내무장관	"수출 금지가 가격을 내린다면 검토하겠지만, 그렇지 않다." 보복 조치로 캘리포니아 등 수입 의존 지역이 피해를 볼 수 있다며 반대
9월 15일	존 톰 상원 공화당 원내대표	"미국에 공급이 있는데 수출하고 있다면 해결책 중 하나가 될 수 있다"며 수출 금지 검토에 개방적 입장
9월 17일	팀 버렛 하원의원	2027년 1월까지 디젤 수출을 금지하는 법안과, 전국 평균가격이 \$5를 넘으면 수출 제한을 발동하는 법안 제출
9월 19일	척 그래스리 상원의원	"1970년대 농산물 금수처럼 디젤 수출을 막아야 한다. 높은 디젤 가격이 농가 소득을 죽이고 있다"며 트럼프에게 금지 요구
9월 21일	애슐리 힌슨 하원의원	디젤 수출 일시 중단과 농민·트럭 운전자를 위한 디젤 지원 프로그램 요구
9월 22일	트럼프 대통령	"디젤을 해외로 보내지 말자고 내부에 지시했다. 결정을 빠르게 내리겠다." 다만 휘발유 가격 상승 가능성도 인정
9월 22일	스콧 베슨트 재무장관	정제능력을 고려해 전면 금지와 부분 금지 중 어느 방식이 가능한지 검토 중이라고 설명
9월 23일	크리스 라이트 에너지장관	전면 금지는 효과가 없고 휘발유·항공유 가격을 높일 수 있다며 부정적. 정유사들과 자율적인 수출 감축 논의
9월 27일	트럼프 대통령	수출 금지를 "매우 진지하게 검토하고 있으며 시행할 수도 있다"고 발언

자료: 메리츠증권 리서치센터

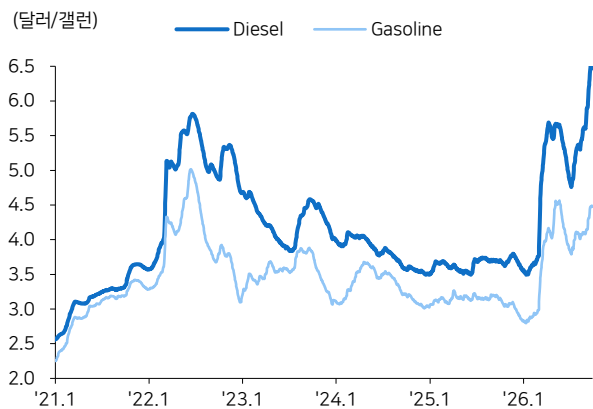
미국이 디젤 수출 금지를 고려하는 배경

미국의 디젤 수출 금지 검토 배경으로는 (1) 미국 내 높은 디젤 가격, (2) 미국 내 낮은 디젤 재고, (3) 수요 성수기 도래 등을 꼽을 수 있다. 디젤 가격 상승은 가장 직접적인 압력 요인이다. 미국 디젤 소매 가격은 갤런당 6.5달러를 돌파하면서 사상 최고치를 갱신했다. 올해 초 가격이 갤런당 3.5달러였던 점을 감안하면 YTD 86% 증가한 셈이다. 디젤은 운송, 농산물, 산업 등과 연관되어 물가에 미치는 영향력이 높다. 실제 디젤은 도로 화물과 운송 부문에서 약 70%를 차지하고 농업과 산업 분야에서 각각 8%가량 소비된다.

미국 내 낮은 디젤 재고도 배경이다. EIA에서 주 단위로 공개하는 데이터에 따르면, 현재 미국 내 디젤 재고는 1.1억 배럴로 최근 10개년 평균치를 하회한다. 반면 미국 정유사 가동률이 10개년 평균치를 상회하는 점을 고려하면, 낮은 재고는 생산량 감소가 아닌 수출량 증가로 이어졌음을 유추할 수 있다. 실제 미국 디젤 수출은 미국-이란 전쟁으로 공급 차질이 발생하면서 평년 대비 물량이 증가했다. 월별 수출량을 살펴보면, 4월 160만 b/d (YoY 41%), 5월 166만 b/d (YoY 25%)를 기록하면서 대폭 증가한 모습을 확인할 수 있다. 연중으로도 올해 수출량은 147만 b/d로 작년 수출량 126만 b/d 대비 확연히 늘어났다.

또한 가을·겨울철 내수 수요에 대비해 공급을 확보하려는 움직임이 있다. 가을 수확기에는 농기계 가동과 농산물 운송으로 디젤 소비가 늘고, 겨울에는 난방유 수요가 증가해 디젤과 난방유가 속한 중간유분 재고를 압박한다. 재고가 이미 평년보다 낮은 상황에서 재고 확충의 필요성이 제기된다.

그림1 디젤 소매가격은 사상 최고치 경신



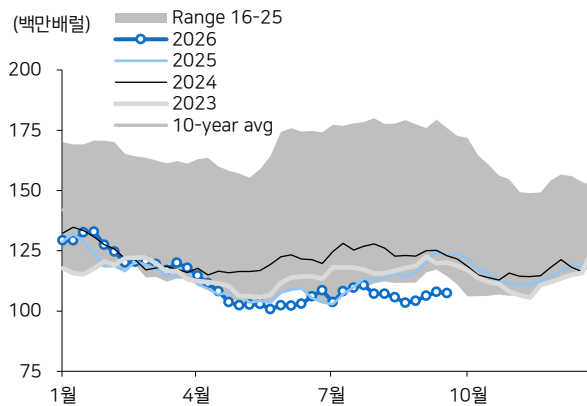
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 WTI 유가를 상회하는 디젤 스프레드



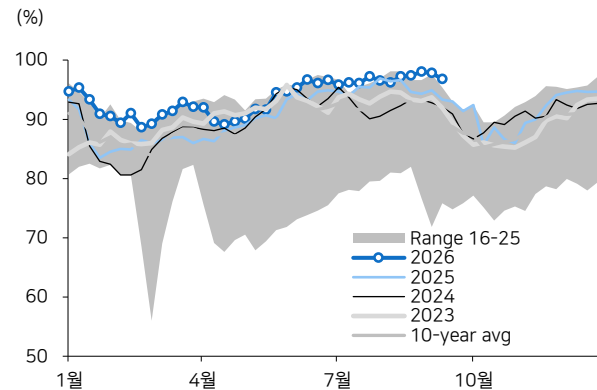
자료: Bloomberg Opinion

그림3 미국 디젤, 난방유 재고는 최근 10년내 최저 수준



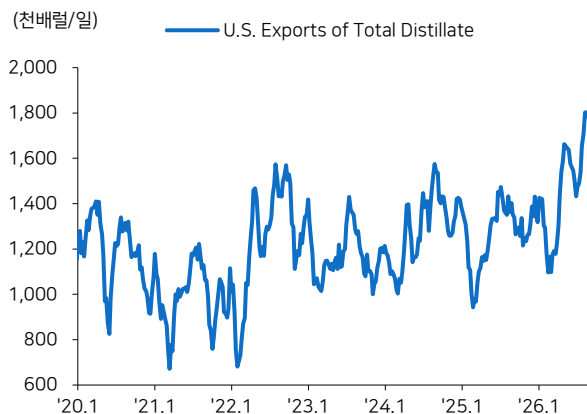
자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 정유사 가동률은 최근 10년내 최고 수준



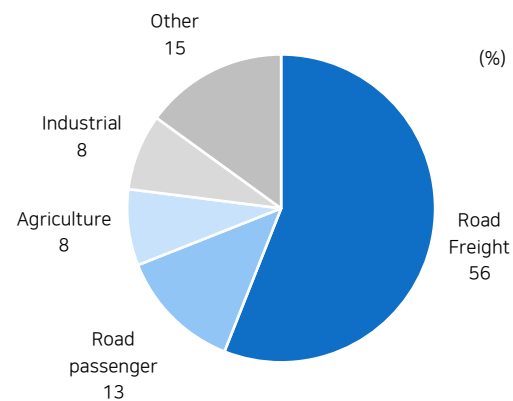
자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림5 디젤, 난방유 수출량은 미국-이란 전쟁 이후 급증



자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림6 디젤은 운송, 농업, 산업분야에 주로 활용



자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

러시아의 수출 금지 사례와 공급 차질

러시아의 디젤 수출 금지는 정유시설 피격에 따른 생산 감소와 내수 공급 부족이 배경이다. 러시아는 2025년 글로벌 디젤·가스오일 수출의 9.5%를 담당한 세계 2위 수출국이지만, 우크라이나의 정유시설 공격으로 수출 여력이 크게 축소됐다. IEA 전망에서도 러시아의 원유 정제량은 2024~2025년 500만~550만b/d 수준에서 2026년 중반 380만~400만b/d 수준으로 낮아지는 흐름이다. 이에 러시아 정부는 국내 연료 부족과 가격 상승을 억제하기 위해 7월 8일 생산업체까지 디젤 수출 금지 대상을 확대했으며, 이후 적용 기간을 9월 말까지 연장했다.

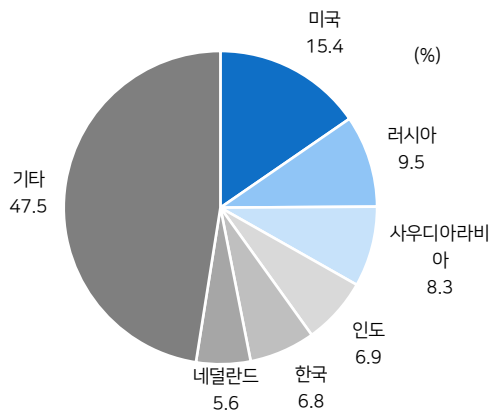
과거 사례는 수출 금지가 자국과 국제시장의 가격에 상반된 영향을 줄 수 있음을 보여준다. 러시아가 2023년 9월 국내 유통 차질에 대응해 휘발유·디젤 수출을 제한했을 당시, 시행 이후 러시아 거래소의 디젤 현물가격은 약 21% 하락했지만 발표 직후 유럽 ICE 가스오일 선물은 약 4.5% 상승했다. 다만 저장공간 부족에 따

른 정유시설 감소 우려가 커지면서 러시아는 약 2주 만인 10월 6일 주요 디젤 수출 경로의 제한을 완화했다.

2026년에는 러시아의 지중해 디젤·가스오일 수출이 4월 하루 50.8만배럴에서 8월 9.2만배럴로 감소했고, 미국, 인도산 물량으로 공백을 채우는 흐름이 나타났다. 같은 기간의 유럽 디젤 가격은 7월 1일 톤당 953.5달러에서 8월 28일 1,314.7달러로 약 38% 상승했다. 이는 수출 제한이 수입국의 대체 조달과 지역별 가격 격차 확대로 연결되었다.

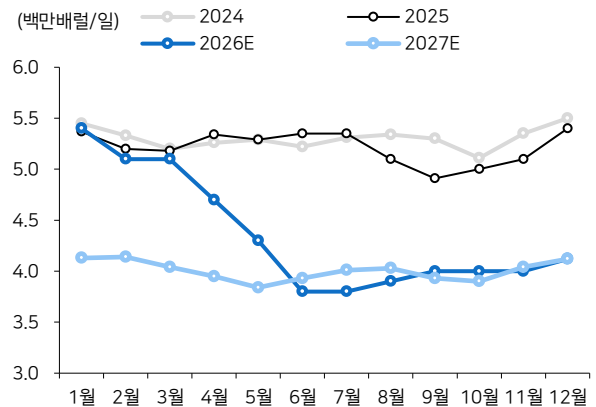
현재는 중동의 정유시설 피해와 수송 차질도 무시할 수 없다. 사우디에서는 9월 동서 송유관의 펌프장 3곳이 공격을 받아 홍해 연안 안부항으로의 원유 공급과 선적이 차질을 빚었다. 9월 22일 부분 재가동이 보도됐지만 완전 복구에는 6~8주가량 필요하다고 언급되었다. 지난 3월부터 호르무즈 공급 차질이 누적되면서 중동의 3~8월 디젤 수출은 전년 동기 대비 약 절반으로 감소해 글로벌 수급 부담을 가중시켰다.

그림7 글로벌 디젤 주요 수출국 비중



주: 2025년 글로벌 디젤·가스오일 수출량 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 러시아 원유 정제량은 평년 대비 약 30% 감소 전망



자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

표2 러시아의 석유제품 수출금지 내역

국가·기간	대상 및 방식	시장 영향
러시아 2023년 9월~11월	"휘발유·디젤 수출 금지(EAEU 등 일부 국가 제외) 파이프라인 디젤은 10월 6일 대부분 해제, 휘발유는 11월 17일 해제"	"약 2주간 도매 디젤 -21%, 휘발유 -10%, 다만 소매가격 하락은 훨씬 작고 느렸음 발표 직후 ICE 가스오일 선물 최대 +4.5%, 11월물 디젤 크랙 \$37/b 이상 부분 해제 때 선물은 장중 최대 3.7% 하락"
러시아 2024년 3~12월	"휘발유 수출 금지 5월 20일~7월 말 생산자 수출을 한시 허용한 뒤 재금지"	"정유소 피격·정기보수·농번기 수요에 대응 재고가 쌓이면 금지를 잠시 해제해 정유사 감산을 방지, 금지와 해제를 반복한 것은 장기간 규제가 오히려 재고 적체와 가동률 하락 우려에서 기인"
러시아 2026년 7월~	휘발유·디젤·항공유, 이후 선박유·가스오일까지 확대. 생산자·정부 간 협정국은 일부 예외	"정유설비 자체가 부족해 수출금지만으로 내수 정상화에 실패 8월 말까지 러시아 휘발유 가격은 연초 대비 19%, 디젤은 18% 상승. 글로벌 디젤 크랙은 9월 미국·유럽에서 \$100/b 이상"

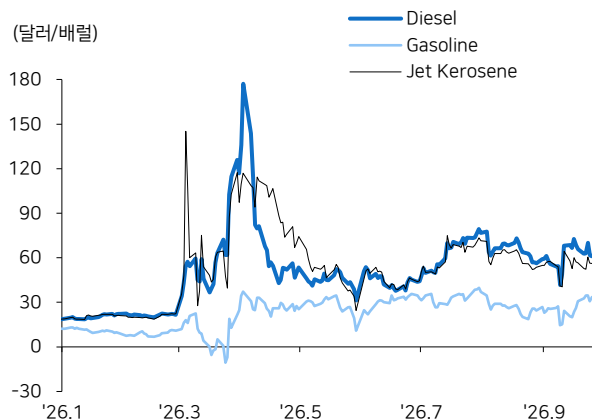
자료: 메리츠증권 리서치센터

수출 금지 수혜는 국내 정유사?

미국의 디젤 수출 금지가 시행될 경우 한국·인도 등 미국 외 지역의 수출형 정유사가 수혜를 받을 가능성이 높다. 특히 한국은 세계 5위 수준의 정제능력과 높은 경유 수출 비중을 갖추고 있어 글로벌 공급 부족에 따른 판매마진 개선을 기대할 수 있다. 대한석유협회에 따르면 국내 정유 4사의 작년 경유 수출량은 약 55.4만 b/d를 기록했다. 경유는 전체 석유제품 수출량의 약 42%를 차지해, 경유 스프레드 상승이 국내 정유업계의 수출 수익성에 미치는 영향도 크다.

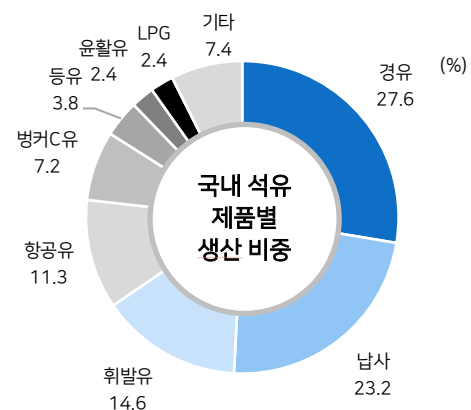
현재 높은 스프레드는 러시아·중동 공급 차질을 반영하고 있으며, 미국의 추가 수출 제한은 강세를 연장하는 요인이 될 수 있다. 2025년 경유 수출물량을 유지하면서 배럴당 판매마진이 5달러 개선된 상태가 1년간 지속될 경우, 국내 정유 4사의 연 환산 추가 마진은 약 10억달러로 계산된다. 이는 단순 정제마진 민감도로 계산한 수치지만, 추가 스프레드 확대 시 마진 개선을 기대할 수 있다. 트럼프의 발언이 여전히 큰 영향력을 지니는 상황에서 미국의 디젤 수출 금지가 시행될지 주목할 필요가 있다.

그림9 아시아 석유제품 단순 스프레드 YTD 추이



자료: Petronet, 메리츠증권 리서치센터

그림10 국내 석유제품별 생산 비중



자료: 한국석유공사, 메리츠증권 리서치센터

원문: Diesel Comes for Trucking, Your Home and Midterms (Bloomberg)