

2026. 3. 31 (화)

Macro Preview와 Core View (2026년 4월)

- 전쟁이 한 달간 지속되며 글로벌 경제에 stagflationary shock을 가하기 시작
- 인플레이션의 경우, 유가/가스를 넘어 농산물, 화학제품 영향 불가피
- 중앙은행 고민 커져: 기대인플레이션 자극한다면 후생감소 감수하고 인상
- 달러/원 환율: 전쟁 소강+WGBI 전제로 4월 range 1,460~1,530원 제시

경제분석

Economist 이승훈
seunghoon.lee@meritz.co.kr

RA 박민서
mspark@meritz.co.kr

전쟁발 인플레이션과 통화정책

2월 말 시작된 이란 전쟁이 한 달을 끌고 있다. 전쟁이 시작되었을 때는 조기 종전에 대한 일말의 기대가 있었다. 그러나 그 사이 1) 호르무즈 해협 봉쇄가 이루어졌고, 2) 헤즈볼라-후티의 참전 현실화로 수송 우회로에 대한 위협이 생겼으며, 3) 이란이 아닌 중동 인근 국가 에너지 시설에 대한 타격(카타르 가스 시설, 쿠웨이트 탱커 공격 등)이 지속되면서 글로벌 경제에 상처가 생기기 시작했다. 두바이 유는 3월 한 때 160달러/배럴을 넘었고, 브렌트유는 110달러대에서 거래 중이다.

전쟁이 장기화될수록 인플레이션 압력은 거셀 수 있다. 전쟁 초기 투자자들은 유가의 흐름에만 관심을 기울였으나, 가스 가격 급등이 유로존 경제에 악영향을 끼치고 있다. 비료 원재료, 광물 수송도 영향을 받으며, 농산물 물가 상승도 불가피하다. 이렇게 비용상승형 인플레이션이 소비자 구매력 약화로 연결되면 성장세 둔화로 이어진다. 때문에 전쟁 충격은 관세처럼 글로벌 경제에 Stagflationary shock이다.

중앙은행들의 고민은 깊어질 수밖에 없다. 전쟁이 인플레이션 경로를 바꾸고 전망을 높이며 기대인플레이션을 자극하면, 후생 감소를 감수하고 금리인상을 해야 할 수 있기 때문이다. 당장 4월에 중앙은행이 이를 행동에 옮길 가능성은 낮아 보인다. 하지만 물가 민감도가 높은 유럽과 영국이 first mover가 될 개연성은 얼마든지 존재한다. 주요국의 3월 CPI 발표에 주목하는 이유이다.

높아진 달러/원 레벨; 전쟁 소강 국면 진입해야 약세 진정될 것

위험선호 위축과 차익실현 유인이 커지며 외국인은 3월 한 달 동안 국내 증시에서 무려 40조원을 순매도했다. 이는 非달러 통화의 동반 약세와 더불어 달러/원을 1,530원대로 올려 놓은 동인 중 하나였다. 전쟁 모멘텀이 소강 국면으로 진입하고, 환헤지 되지 않은 WGBI 리밸런싱 자금이 4월부터 유입된다는 전제 하에, 4월 달러/원 범위로 1,460~1,530원을 제시한다.

Macro event preview (2026년 4월)

인플레이션: 한 달 간의 전쟁 전개 만으로 주요국의 2026년 인플레이션 전망이 크게 상향 조정되고 있다. 미국의 경우 주거비 CPI disinflation 압력 심화가 유가 상승발 인플레 위험을 상쇄할 것으로 보아 2026년 CPI 전망 2.9%를 유지하지만, 유럽(1.8%→2.4%), 일본(2.1%→2.2%), 한국(2.3%→2.7%) 등 여타국 인플레이션 눈높이는 높일 필요가 있다.

한국의 경우 2.7%는 유가 상한제와 유류세 인하가 결부된 3월 소매유가 수준이 9월 정도까지 유지된다는 가정 하에 도출된 값이며, 당장 3월 CPI도 2.5%를 기록할 전망이다. 2차 충격이 있다면 어떤 국가의 전만도 추가 상향조정에서 자유로울 수 없다.

통화정책: OIS와 선물시장에 반영된 주요국 통화정책 기대는 금리인하 무산 내지는 연내 인상으로 바뀌어 있다. 선물시장 값만 보면, 연준은 연내 동결, BOE는 2회 인상, RBNZ와 ECB는 3회 인상이 반영되어 있다. 유가와 가스 가격의 고공행진이 길어지며 유럽의 인플레 압력을 크게 높이지 않는다면, ECB와 BOE가 4월에 금리인상 방아쇠를 당길 가능성은 아직 낮다고 보고 있다. 한편, BOJ는 4월 인상을 강행할 것으로 본다.

경기지표: 전쟁 충격이 제한적인 구간인 1분기 GDP는 대체로 양호할 것이다. 한국과 중국은 현재 컨센서스를 소폭 상회하고, 미국은 소비 모멘텀 둔화 때문에 시장 기대를 밑돌 것으로 예상된다. 한편, 전쟁에도 불구하고 글로벌 3~4월 제조업 지표가 “의외로” 양호할 가능성이 있다. 이는 전쟁 장기화 혹은 공급망 충격에 대비하는 “safety restocking”의 일환으로 추세 변수는 아닐 수 있다.

표1 4월 주요국 통화정책회의 일정

날짜	이벤트	포인트
4월 8일	뉴질랜드 통화정책회의	4월은 2.25%에서 동결 예상. 단, 에너지 수입 의존도 높은 국가이기에 인플레 압력 심화 우려 존재 - 선물시장은 전쟁 직전(2/27) 연말 1회 인상 기대에서 현재(3/30), 7월부터 3회 인상을 반영 중
4월 10일	한국 4월 금통위	2.50%에서 동결 예상. ★ 향후 기대인플레이션 예의주시할 것이나, 일시적이라면 동결. - 구체적 스탠스는 신임 총재 취임하는 5월 금통위(+수정경제전망)에서 표면화될 것
4월 28일	BOJ 4월 통화정책회의	25bp 인상 전망. 물론 에너지 중심 공급 충격으로 인한 일시적 인플레이션이라면 통화정책 영역 아님 ★ 그러나 1) 임금-물가 선순환 구조를 위한 실질임금 타겟, 2) 중소기업 중심 임금협상 호조, 3) 최근 물가 목표치 하회는 정부 보조금 효과 등을 감안하면 인상 명분은 충분한 상황
4월 30일	미국 4월 FOMC	- 동결 전망. 선물시장에서 6월부터 연내 총 2회 인하 기대되었으나, 현재 연내 동결 전망 우세한 상황 - 노동시장 점진적 둔화 국면 지속 및 하반기 디스인플레이션 재개 전망 하에 인하 가능할 전망
4월 30일	BOE 4월 통화정책회의	★ 3.75%에서 동결 전망. 기존에 연내 2회 추가 인하 시사했으나, 전쟁 이후 현재 2회 인상 기대로 반전 - 브렌트유 가격 급등에 따라 기대인플레이션 상승 및 물가 전망치 대폭 상향 조정되었기 때문
4월 30일	ECB 4월 통화정책회의	★ 동결 전망. 선부른 인상은 경제하나 기대인플레이션 충격이 발생할 경우 인상 대응을 고려하고 있음 - 선물시장에서 전쟁 이전에는 연내 동결기조 지속을 기대했으나, 현재 연내 3.09회까지 인상 기대 상승

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 4월 주요 매크로 이벤트

날짜	이벤트	포인트
4월 중	WGBI 편입 자금 유입	4-11월 8개월간 평균 77억 달러 유입 예상. 이는 해외 투자 관련 자본 유출을 일부 상쇄해줄 것 - 약 20-30bp 내외에서 시중금리 안정 및 연헤지 비중 높다면 1,400원 대로 환율 안정 재료
4월 1일	한국 3월 수출	- 전년대비 44.9% 증가 전망. 3월 1-20일 전체 50.4%, 반도체 163.9%, 컴퓨터 269.4% 증가 - 한편 국제유가 및 원자재 가격 상승에 따라 석유제품 및 철강제품 수출도 증가 전환할 것
4월 1일	미국 2월 소매판매	- 전월대비 0.5% 내외 반등 전망(1월 -0.16%)이나, 실질 구매력 개선 여부는 불확실 - 자동차 판매 회복보다는 유가 상승에 따른 주유소 명목 판매액 증가 때문일 것
4월 1일	미국 3월 ISM 제조업지수	- 전월치(52.4) 상회하는 52.7 예상. 지역 연은 Capex 전망치 개선은 IT에 편중. 다른 한편에서 전쟁으로 인한 safety restocking(공급 차질 심화 전 발주-인도) 수요 발생했을 가능성 - 한편, 물가지수 상승세 높아질 것(1월 59.0→2월 70.5→3월은 2월치 상회). 관세와 원자재 복합 충격 - 유가 상승으로 전월대비 0.7%(2월 0.3%, 컨센 0.5%), 전년대비 2.5%(2월 2.0%, 컨센 2.4%) 예상 - 주유소 가격 인상(유가 상한제는 3월 셋째주부터 영향) + 외식제외 서비스 및 집세 상승 감안 - 만약 2월 두바이유 도입단가 및 달러/원 1,440원 적용했다면 전년대비 2.2-2.3% 수준이었을 것
4월 2일	한국 3월 CPI	- 주유소 가격 인상(유가 상한제는 3월 셋째주부터 영향) + 외식제외 서비스 및 집세 상승 감안 - 만약 2월 두바이유 도입단가 및 달러/원 1,440원 적용했다면 전년대비 2.2-2.3% 수준이었을 것
4월 3일	미국 3월 고용동향	- NFP +5만 예상: 2월 의료파업(-3.1만), 날씨(레저/여가 -2.7만)에 따른 고용감소 압력 일단락 - 이들 두 섹터에서 +6만, 다른 섹터 감소(-1만) 및 정부고용 영향(0) 고려 - 실업률은 소수점 둘째자리 반올림한 4.5%로 상승 예상: 경제활동참가율 상승이 실업률 상승으로 귀결
4월 9일	3월 FOMC 의사록	- 전쟁 영향에 대한 의견 확인하는 이벤트. 인플레이션 압력이 일시적이라는 가정 하에 연내 인상 주장 자체 3월 SEP에서 인플레이션 전망치가 높아진 것은 전쟁보다는 관세 영향 시차라는 인식이 대부분일 것
4월 9일	미국 2월 PCE 물가지수	- Core PCE 기준 전년대비 +3.1%(2월 3.1%) 전망 - 관세발 인플레이션 1Q에 정점을 형성할 가능성 높게 보는 가운데, 재화 물가 점진적 상승세 확인 - 그 외 PCE에 반영되는 PPI인 의료비(의사/입원/간병) 오름세 지속 + 유가 부담으로 항공료 상승 위험 3월 CFI 제조업 가격지수 63.9로 '22.4월 이후 최고치. 이는 PPI +0.9% MoM에 상응 3월 PPI +0.6% YoY로 '22.9월 이후 처음으로 (+) 전환, Non-food CPI는 0.8% YoY로 추춤할 전망 - 유가 및 원자재 가격발 인플레이션, 생산자물가 디플레이션 탈출에는 주요
4월 10일	중국 3월 물가지수	- Core CPI 기준 전년대비 +2.6%(1~2월 2.5%) 전망 - 주거비 비중(약 35%)이 높기에 CPI만 본다면 관세 영향 미미한 것처럼 보일 수 있음 - 그러나 PPI가 유통 서비스업에서도 반등한 것은 관세 부담 전가가 이어지고 있음을 시사 - 전 가공단계에 걸친 관세발 인플레이션 부담 지속적으로 나타나고 있음 - 특히 소매유통업 서비스 PPI(판매가-비용)가 12월 이후 월평균 +0.7%씩 상승하며 관세 충격의 소비자 전가가 이어지고 있음을 시사 중
4월 10일	미국 3월 CPI	- Core CPI 기준 전년대비 +2.6%(1~2월 2.5%) 전망 - 주거비 비중(약 35%)이 높기에 CPI만 본다면 관세 영향 미미한 것처럼 보일 수 있음 - 그러나 PPI가 유통 서비스업에서도 반등한 것은 관세 부담 전가가 이어지고 있음을 시사 - 전 가공단계에 걸친 관세발 인플레이션 부담 지속적으로 나타나고 있음 - 특히 소매유통업 서비스 PPI(판매가-비용)가 12월 이후 월평균 +0.7%씩 상승하며 관세 충격의 소비자 전가가 이어지고 있음을 시사 중
4월 14일	미국 3월 PPI	특히 소매유통업 서비스 PPI(판매가-비용)가 12월 이후 월평균 +0.7%씩 상승하며 관세 충격의 소비자 전가가 이어지고 있음을 시사 중
4월 16일	중국 1Q26 GDP	1~2월 내수/수출 데이터 양호하고, 3월 제조업 PMI도 기준선 상회. - 작년 4분기(1.2% QoQ) 경기 모멘텀 우위. 1Q GDP는 4.7% YoY/1.3% QoQ 전망(컨센서스 4.6% YoY).
4월 21일	미국 3월 소매판매	- 유가 고공행진으로 주유소 판매액 증가할 것이나, 구매력 악화로 연결될 소지 - 자동차와 주유소 매출 제외한 소매판매 역성장 위험
4월 22일	영국 3월 CPI	- BOE의 2월 전망: 3월 CPI까지는 3.0% 유지하다가 4월 이후 2%대 초반으로 안정 - 그러나 전쟁발 유가 급등으로 3월 CPI는 3%대 중반까지 상승하고, 2분기 이후 3%대 유지 가능성
4월 23일	한국 1Q26 GDP	2.5% YoY/0.8% QoQ 전망(컨센서스 2.4%). 1Q까지는 내수와 수출의 동반 모멘텀 개선 기대. - 수출이 반도체 단가 중심이지만, 생산/수출물량 지표도 개선 - 소비는 심리개선, 설비투자는 반도체 장비, 건설기성은 토목공사 착수 영향으로 호전 중 0.3% QoQ 전망(컨센서스 0.3%)하나, 3월 전쟁 발발로 하방 위험 존재 - 가계와 기업여건 개선 중이었으나, 금리 동반 급등으로 인한 자금 조달 리스크 - 유가와 가스 가격에 민감한 유로존의 경기하방 위험이 주요 지역 중 가장 큼
4월 30일	유로존 1Q26 GDP	2.2% QoQ saar 전망(컨센서스 3.1%). 1Q tax refund가 있었으나, 유가 상승으로 긍정적 효과 상쇄 - AI 투자붐이 이어지지만, 노동시장 취약성 확대, 인플레이션에 따른 구매력 훼손 등 소비 모멘텀 약화 - 연방정부 섣다른 영향이 복원되었으나, 민간 내수 모멘텀이 추춤 가능성
4월 30일	미국 1Q26 GDP	2.2% QoQ saar 전망(컨센서스 3.1%). 1Q tax refund가 있었으나, 유가 상승으로 긍정적 효과 상쇄 - AI 투자붐이 이어지지만, 노동시장 취약성 확대, 인플레이션에 따른 구매력 훼손 등 소비 모멘텀 약화 - 연방정부 섣다른 영향이 복원되었으나, 민간 내수 모멘텀이 추춤 가능성

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Macro Core View: 지역별 경제전망의 핵심

미국: AI투자 붐이 이어지지만, 유가 상승까지 겹치며 실질 구매력은 약화. 1월 소비반등은 생계비 보조금 증액 효과일 뿐. 노동시장은 수요 둔화 속에 실업률이 느리게 오르는 구조로 보이며, 관세의 PCE물가 전이도 현재 진행형. 생산성 개선을 고려하더라도 작년 대비 올해 경기 좋게 보기 어려움. 연준은 하반기 인하 착수.

유럽: 제조업/서비스업 확장과 더불어, 독일 중심 국방지출로 경기모멘텀이 지지되는 그림임. 변수는 전쟁에 따른 원유/가스 수급. 장기화될 수록 Headline 물가 상승세 확대→구매력 위축, 보조금 지급 소요→일부 국가 재정부담 가중 위험. 금리인상을 한다면 ECB가 가장 먼저 움직일 것이나, 기본 시나리오는 아직 동결.

일본: 일본은행의 데이터 재추계로 Output gap이 22년 이후 4년 연속 (+)임을 보여 주었음. 확장재정, 임금 상승, 엔화 약세와 유가 상승은 일본 내 공급/수요측 인플레이 압력 공존 시사. 정책 요인 제외한 Core CPI는 1~2월 2.3%와 2.2%. 이상은 BOJ 4월 인상 가능성 높이는 요인임. Terminal rate는 1.5% 전망.

중국: 올해만큼은 정부가 내수부양, 질적 성장, 디플레이 탈피에 진심인 정책조합을 보여 주었고, 1~2월 내수/수출 지표도 양호한 흐름. 정책 가시성 고려하면 4.8% 성장 가능해 보이며, 전쟁이 아니어도 올해 말 PPI 바닥 통과할 그림이었음.

한국: 올해는 1) 증시 호황발 소비심리 호조, 2) 준재정 효과-설비투자 개선, 3) 건설기성 회복 등 내수 개선의 해. 반도체 중심으로 수출이 버티고 있으나, Q보다 P의 영향. 한편, 유가 급등에 대응한 유류세 인하, 유가 상한제 지속을 전제해도 올해 물가 상승률은 2.5%를 상회할 가능성 농후. 일시적이라 본다면 한은은 동결.

표3 메리츠 경제전망 요약 및 변경 내용

	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]	2.9 [2.9]	2.4 [2.6]	3.75	3.25	3.25
유로존	1.5	1.3→1.1	1.5	2.1	1.8→2.4	2.0→1.9	2.00	2.00	2.00
일본	1.2	1.0→0.9	1.0	3.2	2.1→2.2	2.0→1.9	0.75	1.25	1.50
중국	5.0	4.6→4.8	4.3	0.1	0.8→1.0	1.2→1.1	3.00	2.70	2.50
한국	1.0	2.1	1.7	2.1	2.3→2.7	2.0→1.9	2.50	2.50	2.25

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

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.