

2026. 5. 4 (월)

Macro Preview와 Core View (2026년 5월)

- 전쟁 10주차: 대화는 이어지지만 점점 부재하며 해협 봉쇄 연장-유가 고공행진
- 인플레이션과 통화정책에 대한 가드를 더욱 올려야 하는 단계로 진화 중
- 5월 말까지 유의미한 국면 전환 없다면, ECB/BOE의 first move 불가피
- 원화 약세는 최악을 통과: 1) 외인 주식 매수, 2) 개인 국내주식 복귀, 3) WGBI

경제분석

Economist 이승훈
seunghoon.lee@meritz.co.kr

RA 박민서
mspark@meritz.co.kr

전쟁발 인플레이션과 통화정책 (II)

전쟁이 어느덧 10주차에 접어들면서, 잠정 휴전과 물밀 대화 국면으로 바뀌어 있다. 예상대로 전쟁 발발로부터 한 달이 조금 넘는 시점에 대화가 시작되었지만, 1) 요구 조건의 차이를 좁히지 못하는 가운데 2) 호르무즈 해협 봉쇄가 길어지며 유가가 고공 행진하고 있음은 기존 전망과 다른 것이다. 4월 말 브렌트유는 장중 배럴당 126달러까지 치솟았다. 인플레이션에 대한 가드를 더욱 올려야 하는 단계로 판단, 우리는 미국, 유럽 인플레이션을 추가 상향조정했다.

통화정책 전망 변화에 가장 민감한 지역은 유럽과 한국이다. 특히 유럽의 경우 원유뿐 아니라 가스도 문제이다. 기대인플레이션이 장기 영역까지 꿈틀대고 있다는 점도 걱정이다. 5월 말까지 해협 정상화 혹은 유가 하락 전환이 부재하다면, ECB와 BOE가 6~7월 중 인상을 감행할 가능성에 대비해야 한다. 한국은 유류세 인하와 유가 상한제로 물가압력을 억제 중이나, 3분기 물가상승률이 3.0% 내외까지 높아질 개연성과 이에 대한 한국은행의 평가에 주목해야 한다.

전쟁이 장기화될수록 고통받는 자산은 채권이다. 인플레이션에 민감한 국가들을 중심으로 통화긴축 전환 우려가 있고, 여기에 더해 재정으로 유가 충격을 완충하고자 한다면 장기물 공급 확대 요인일 것이기 때문이다. 반면 주식은 교전 재개 등 전쟁 모멘텀이 재차 고조되지 않는다면 기업실적에 관심이 집중될 것이다.

4월 원화는 주요 아시아 통화대비 선방: 5월에도 1,500원 아래에서 등락

4월 중 원화는 비교적 선방한 통화였다. 외국인이 3월 중 국내주식을 대량 매도(-40조원)한 것과 달리 4월에는 0.5조원 샀고, 서학개미가 과거 수 개월간의 추세처럼 적극적인 해외주식 투자에 나서지도 않았기 때문이다. 환헤지 되지 않은 WGBI 리밸런싱 자금도 4월부터 유입되며 원화 약세 진정에 일조했다. 5월의 경우 4월보다는 좁은 범위 등락을 예상하며, 전쟁 협상 교착이 긴장 고조로 바뀌지 않는다는 것을 전제로, 5월 달러/원 범위로 1,450~1,490원을 제시한다.

Macro event preview (2026년 5월)

통화정책: 4월 7일 휴전이 있기 이전에는 유가 급등으로 당장 ECB와 BOE가 4월 중 인상할 수 있다는 공포가 있었으나, 유가가 정점에서 다소 안정되며 4월 중 first mover가 나타날 수 있다는 우려는 줄어 들었다. 다만 4월 주요국의 통화정책 회의 내용을 보면 조금씩 결이 다르다. BOE가 향후 인상에 가장 전향적이고, 그 다음이 이미 인상을 예고해 왔던 BOJ이다. Fed와 ECB는 이들 보다는 관망을 좀 더 오래할 태세이며, RBNZ는 생각보다 dovish 했다.

5월은 RBA(호주)와 BOK(한국) 회의가 예정되어 있다. 한국은 1분기 GDP 서프라이즈-경기확장 스토리가 가세하며 매파적 금통위가 열릴 가능성을 주목하고 있다.

경기지표: 전쟁 충격이 본격화되면서 주요국의 4월 인플레이션율은 3월 대비 추가 상승했을 것으로 예상된다. 미국을 비롯한 주요국의 노동시장 확장세가 완화되며 임금상승률이 둔화되고 있기에 비용상승형 인플레이션이 수요측 압력으로 곧바로 전이될 가능성은 낮다고 본다. 이보다는 각국 소비자동향 및 전문가 조사에서 기대인플레이션이 얼마나 크게 움직이는지 여부가 통화정책 대응 여부를 가늠하는 데 더욱 중요하겠다. 미국의 경우, AI 관련 설비투자 확대가 이어지는 가운데, 민간소비/노동시장 유관 지표들은 계속 부진할 것으로 예상된다.

표1 4월 주요국 통화정책회의 Review

날짜	이벤트	포인트
4월 8일	뉴질랜드 통화정책회의	- 석유 가격 급등으로 인해 단기 인플레이션이 상승하는 것은 불가피 - 기대인플레이션, 임금, 핵심물가의 경우 수요 약화 및 경제 내 과잉 생산능력 고려시 제한적일 것
4월 10일	한국 4월 금통위	- 중동 전쟁 이후 유가가 급등하며 물가 상방 압력이 확대되었고, 동시에 성장 하방 위험 확대 3개월 내 금리를 어떻게 가져 가자는 것에 대한 논의는 크게 없음 - 충격이 일시적이고 2차 파급효과가 크지 않으면 통화정책이 가급적 반응하지 않는 게 맞음
4월 28일	BOJ 4월 통화정책회의	- 물가전망이 대폭 상향 조정 (FY26 Core CPI: 1.9%→2.8%) 되었음에도 성장 전망 하향(1.0%→0.5%) - 동결 6, 인상 3으로 인상 소수의견이 많았음. 총재는 인상 의견을 경청할 필요 있음을 강조 - 총재는 임금과 물가의 선순환 유효, 경기둔화 심하지 않으면 인상 가능하다고 발언
4월 30일	미국 4월 FOMC	- 성명서가 향후 통화정책 방향이 완화(easing bias)임을 시사하는 것에 대한 3명의 반대 의견 있었음 - 향후 30~60일간 전쟁의 전개 방향이 문구 변화를 좌우할 것이고, FOMC 참여자 의견의 중간값이 완화에서 중립 방향으로 이동했다고 언급, 매파적 Fed로 인식됨
4월 30일	BOE 4월 통화정책회의	- 금리 동결(3.75%)했으나, 1명의 인상 소수의견 존재. - 에너지 가격 상승에 가계와 기업부문의 기대인플레이션이 반할 경우, 금리인상이 필요해질 수 있음
4월 30일	ECB 4월 통화정책회의	- 인플레 전망은 대체로 기존 판단과 부합하지만, 물가 상방 리스크와 성장 하방 리스크가 동시에 확대. - 중동 전쟁, 에너지 가격, 공급망, 2차 효과를 면밀히 검토할 예정 - Data-dependent / Meeting-by-meeting / No pre-commitment 기조 유지

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 5월 주요 매크로 이벤트

날짜	이벤트	포인트
5월 1일	한국 4월 수출 (기발표)	- 전년대비 48.0% 증가하며 당사 예상치에 부합(3월 49.2%). 일평균 기준도 48.0%로 양호(3월 41.3%) - 반도체/컴퓨터 증가세 이어지는 가운데 유가 상승에 따른 석유제품 수출 단가 상승까지 가세한 영향
5월 1일	미국 4월 ISM 제조업지수 (기발표)	- 전월과 같은 52.7 기록. 주문(+0.6%p)은 늘었으나 생산(-1.7%p) 감소 및 공급자배송시간(+1.7%p) 지연 - 원자재 가격 상승발 물가지수 상승세 확대(1월 59.0→2월 70.5→3월 78.3→4월 84.6); PPI 추가 상승 재료 - 전쟁이 생산 및 물류차질 유발하며 제조업 생산가격 끌어올리는 요인으로 작용 중
5월 5일	미국 3월 JOLTs 구인건수	3월 Indeed 구인공고 지수 하락(2월말 대비 -1.48%). 구인건수는 전월치(688만건) 하회하는 678만건 예상 - 단, 3월 경제활동인구 감소로 인한 실업자 감소를 고려시 구인/실업자 비율은 전월치(0.91x)보다 높은 0.94x
5월 6일	한국 4월 CPI	- 전월대비 0.54%(3월 0.34%) 및 전년대비 2.64%(3월 2.16%) 상승 전망 - 석유류 물가 전월대비 8% 상승 + 온난한 날씨에 농산물 전월대비 2% 하락 → 공급 측면 물가 압력 제어
5월 6일	미국 4월 ADP 민간고용	- 전월치(6.2만 명)를 상회하는 15만 명 예상. 비농업 고용에 반영된 3월 취업자 급증은 4월 ADP에 후행적으로 반영. ADP와 비농업 고용 간의 일시적 시차 발생했을 것으로 추정 - 주간 고용 4주 평균(3/28 40,250명 → 4/4 40,250명 → 4/11 39,250명)의 트렌드에 부합하는 것
5월 8일	미국 4월 고용동향	- 비농업 6.3만 명(3월 17.8만) 및 실업률 4.3%로 컨센서스 부합 전망. 전월은 파업종료/날씨로 취업자 급증 - 헬스케어, 사회서비스, 레저/여가에서 7만 명, 정부와 여타 민간에서 -0.7만 명 예상. - 실업률 안정화는 경제활동참가율 하락 때문이며 4월도 크게 다르지 않을 것. 노동시장 취약성은 여전히 존재
5월 11일	중국 4월 물가지수	- PPI 추가 상승 전망(3월 +0.5% YoY). 유가/원자재 가격 상승으로 예상보다 빠른 생산자 물가 디플레이 탈출 - CPI의 경우 1.0% 하회 가능성. 아직 소비자 가격으로 전가는 제한적이며, 전년동월 높아진 기저의 영향
5월 12일	미국 4월 CPI	- Core CPI는 2.7% YoY 상승하며 전월 2.6% 대비 높아질 전망 - 관세발 인플레이는 CPI보다 PCE 물가에서 두드러지나, 추가 상승압력 있을 것이고, 유가 상승에 따른 항공료 인상 등이 Core 서비스 물가에 반영. PCE보다 주거비 비중이 높아 인플레이 압력이 비교적 제한적으로 보일 것
5월 13일	미국 4월 PPI	- 전월치(0.5%)가 예상(1.1%) 하회했던 것은 유통 서비스 물가 하락, 즉 기업이 마진 축소로 대응했을 가능성 - 그러나 관세 영향 계속 들어오는 바, 가공단계별 재화 및 유통기업 마진 지지 등 PPI 상승 재료 다수.
5월 14일	미국 4월 소매판매	- 전월치(1.66%) 하회할 것. 전월 수치는 에너지 충격에 따른 주유소 명목 판매액 일시적 증가 영향 컸음 - 유가 상승으로 인한 구매력 약화 소지, 실질 소매판매 데이터는 둔화 흐름 지속
5월 15일	파월 의장 임기 종료	- 임기 종료 후에도 이사회직 수행 예정. 또한 존재감 드러내지 않고(low profile) 새로운 의장 존중하겠다고 언급 - 케빈 워시는 대차대조표 축소, 인플레이션 데이터 개혁 등을 언급했으나 급진적일 가능성 낮음
5월 18일	중국 4월 실물지표	- 소비/생산 전월 수준 보합 전망. 최근 중국은 내수보다 해외 수출이 견인하는 비대칭 구조 나타나고 있음 - 투자/부동산은 저점 통과하며 낙폭 축소 중이지만 아직 본격적인 회복이라고 보기는 어려운 단계
5월 19일	일본 1Q26 GDP	1.2% QoQ saar 전망(4Q25 1.3%). 전쟁/엔 약세에 민간소비 주춤할 것이나, 순수출기여도 (+)는 유지할 것 2Q24 이후 민간소비 기여도 (+) 흐름, 임금-물가 선순환 구조 유효하다는 점에서 연간 0.8-0.9% 성장 가능
5월 21일	4월 FOMC 의사록	- 현재 금리 동결에 대해서는 이견이 없었으며, 1) 관세 1-2개 분기 후 소멸, 2) 에너지 충격 정점 아님도 유지 - 성명서 'Easing bias' 문구에 대한 3명의 반대 의견이 매파적 반응 유발 → 해당 맥락 확인 가능
5월 28일	한은 5월 금통위	2.50%에서 동결 전망. 4월 금통위에서 성장 하방 위험 강조한 것과는 달리 1Q GDP 서프라이즈 이후 성장률 전망 상향 조정 불가피. Output gap (+) 전환을 고려, 인상 시사 등 매파적 스탠스 견지 가능성 커지고 있음 - 한은 내년 성장률 전망 2.0%를 상회할 경우, 사실상 연내 인상 현실화를 시사하는 시그널로 해석 가능

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Macro Core View: 지역별 경제전망의 핵심

미국: 관세와 전쟁 영향으로 상반기 인플레이션은 3%대 불가피. 이에 반해 성장은 취약. 1분기 GDP 0.49% QoQ 성장 중 AI 연관투자 기여도가 0.44%p. 재화소비 는 부진하며, 노동시장도 경제활동참가율 하락, 실업기간 연장 등 취약성 존재. 1 월 생계 보조금, 4월 Tax refund 등 일시적 부양 효과도 지나간 일. 하반기 모멘텀 둔화 가능성이 커 보이며, 연준은 하반기 인하 착수할 것으로 예상.

유럽: 전쟁의 부정적 영향이 경제전망 하향 조정뿐 아니라 1Q GDP 실망으로 귀결 (0.1% QoQ). 반면, 유가와 가스 가격에 민감한 특성상 인플레이션은 가장 민감. 전쟁 이 장기화될 수록 Headline 물가상승세 확대→구매력 위축, 보조금 지급 소요→일부 국가 재정부담 가중 위험. 가장 급해 보이는 중앙은행은 BOE, 그 다음으로 ECB. 전쟁 교착으로 현 수준 유가 지속되면 6월 인상 가능성 열어야 할 것.

일본: Output gap이 22년 이후 4년 연속 (+)인 것으로 재추계되고, 정책 요인 제 외한 Core inflation은 상당 기간 2% 상회 중. 반도체는 아니지만 일본 수출물량 증가세가 유지되고, 임금-물가 선순환도 진행 중이기에 성장 하방 위험이 제한될 것. 올해 일본 GDP성장률 0.9% 예상하며, 6월 인상에 무게.

중국: 올해만큼은 정부가 내수부양, 질적 성장, 디플레이 탈피에 진심인 정책조합을 보여 주었고, 1Q도 수출 중심이긴 했으나 5.0% 성장. 정책 가시성 고려하면 4.8% 성장 가능해 보이며, 전쟁이 아니어도 올해 말 디플레이 탈출 가능한 환경.

한국: 반도체발 수출과 설비투자가 전쟁의 부정적 효과를 지우며 1Q GDP 서프라이즈 유발. 유류세 인하, 유가 상한제 덕에 물가가 눌릴 것이나 연간으로 2.6% 상정할 환경. Output gap (+) 전환으로 연내 인상을 배제할 수 없는 환경.

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→3.2 [2.9→3.0]	2.4 [2.6]	3.75	3.25	3.25
유로존	1.5	1.1	1.5	2.1	2.4→2.7	1.9	2.00	2.00	2.00
일본	1.2	0.9	1.0	3.2	2.2	1.9	0.75	1.25	1.50
중국	5.0	4.8	4.3→4.5	0.1	1.0	1.1	3.00	2.70	2.50
한국	1.0	2.1→2.6	1.7→1.8	2.1	2.7→2.6	1.9→1.8	2.50	2.50	2.25→2.50

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.