

## 한국 물가전망: 전쟁 영향은 적어도 3Q까지

- 당사는 2026~27년 한국 CPI 전망을 2.6%와 1.8%로 변경(기존 2.3%, 2.0%)
- 이는 1) 7월까지 유가상한제, 2) 3분기 두바이유 82달러, 3) 환율 4~5월 1,500원에서 연말 1,420원을 향해 수렴 등의 '가정'에 기반한 것임
- 분기별로는 3Q 3.0%가 정점. 한은이 일시적 인플레이라 여긴다면 연내 금리동결

이란 전쟁 전 당사의 2026년 한국 소비자물가 전망은 2.3%였다. 한국은행이 2월 수정 경제전망에서 제시한 2.2%보다 높았다. 당시 가정은 1) 에너지 고속도로 건설 등 공공인프라 확충 목적으로 전기/가스요금이 연내 각각 5%씩 인상, 2) 내수 회복에 시차를 두고 개인서비스 물가상승세 재개(하반기), 3) 집세 가격 상승이 하반기 중 CPI에 반영, 4) 농산물 가격의 계절성 복원(2026년 5.5%) 등이었다. 연평균 달러/원과 원유도입단가 가정은 1,406원과 65.9달러/배럴이었다.

3월 CPI는 우리가 예상했던 2.5%보다는 낮은 2.2%를 기록했다. 석유류 CPI가 전월대비 10.4% 상승하며 우리 예상치(7.4%)를 상회했지만, 농산물 가격이 하락했고, 외식제외 개인서비스 물가가 렌터카, 숙박시설이용료, 여행비, 항공료 하락 영향으로 전월대비 0.2% 내린 영향이 컸다. 외식 물가도 안정적이었다.

그러나 앞으로는 전쟁발 고유가 영향이 본격화될 전망이다. 정부가 유류세 인하와 석유 최고가격제를 도입하며 국내 소매유가가 국제시세에 곧바로 연동되는 고리를 차단하고 있기에 이 영향이 고스란히 석유류 CPI에 전이되지는 않을 것이다(그림 3). 향후 전망을 함에 있어서는 몇 가지 가정이 필요하며, 아래와 같다.

첫째, 우리는 3월 소매유가에서 5% 높아진 설정가격이 7월까지 이어지고, 그 이후 원유도입단가가 설정가격보다 낮아지는 8월에 최고가격제를 해제한다고 가정한다. 둘째, 두바이유는 올해 연말 70달러/배럴까지 내려오지만, 2~3분기 두바이유 평균은 100달러와 82달러로 가정한다. 셋째, 달러/원 환율은 4~5월 월평균이 1,500원에 머무르다가, 연말 1,420원을 향해 점차 안정화되는 궤적을 상정한다. 석유류 외의 물가에 미치는 경로는 원화 약세를 통한 수입물가 압력 확대가 시차를 두고 가공식품, 외식 물가에 영향을 미치는 것이다. 나머지는 기존과 동일하다.

상기 가정을 기반으로 당사는 올해와 내년 소비자물가 인플레이션 전망을 기존 2.3%와 2.0%에서 2.6%와 1.8%로 변경한다. 기존에 상정했던 전기/가스요금 인상은 내년으로 이연됨을 가정하였고, 27년 말 두바이유 가정도 기존 62달러에서 70달러로 높여 잡았다. 분기별로는 올해 3분기 3.0%가 정점일 것으로 예상하는데(표 1), 이는 작년 8월 통신비 인하에 따른 낮은 기저효과가 맞물린 때문이다.

### 경제분석

Economist 이승훈  
seunghoon.lee@meritz.co.kr

RA 박민서  
mspark@meritz.co.kr

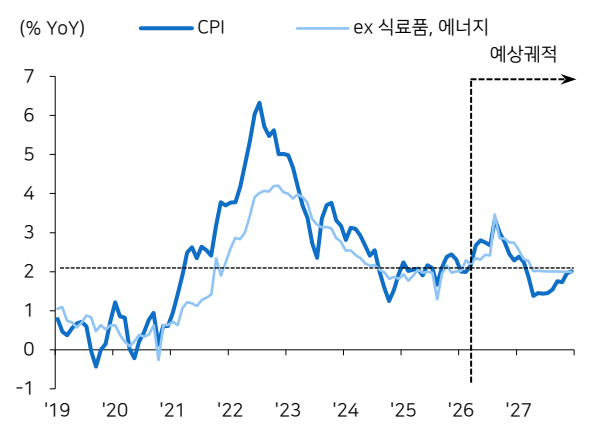
## 물가전망 상황에 따른 한은 View 변경 여부

올해 소비자물가 상승률 2.6%와 1,500원을 웃도는 환율은, 당사가 한국은행 연내 금리인상 조건으로 제시했던 수준과 유사하다(연간 CPI > 2.5%, 달러/원 1,550원). 따라서 전망이 이렇게 바뀌면 우리가 한국은행의 연내 인상을 인정하는 지 여부에 대한 질문이 필연적으로 제기될 수밖에 없다고 생각한다.

연내 인상을 전면 부인할 수는 없지만, 현재의 인플레이션이 일시적(transitory)이라는 판단이 선다면, 금리인상 없이 지나갈 가능성이 있다고 생각한다(현재 당사의 기본 시나리오임). 4월 금통위에 한정해 보면, 3월 물가상승률도 2.2%이고, 3월 소비자동향조사에서 향후 1년과 3년 기대인플레이션이 전월대비 0.1%pt만 오른 2.7%와 2.6%에 불과하기에 인상을 시사할 가능성이 낮다고 생각한다(그림 4).

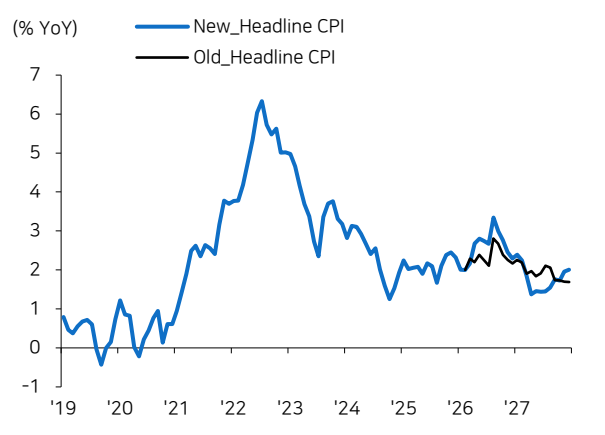
물론, Upside risk는 많다. 고유가 및 고환율이 우리 생각 이상으로 장기화되거나, 그렇게 높아진 원자재 가격이 소비자물가에 2차 충격을 미칠 경우이겠다. 고유가, 고환율은 수도광열비 인상 재료이고, 이는 다시 농산물, 공업제품에 영향을 미친다. 또한 최근 비료가격 상승은 농산물 가격을 높일 요인이다. 이처럼 전방위적 인플레이 압력이 고조될 경우, 기대인플레이션이 증폭되며 인플레이션의 지속성(persistence)이 커지게 된다. 바로 이 때가 공급측 물가압력임에도 기대인플레이션을 꺼뜨리기 위해 중앙은행이 대응에 나서는 시점이다(그림 5, 6).

그림1 한국 소비자물가 전망: Headline, Core CPI 상승률



자료: 국가데이터처, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림2 한국 Headline CPI 전망: New vs Old



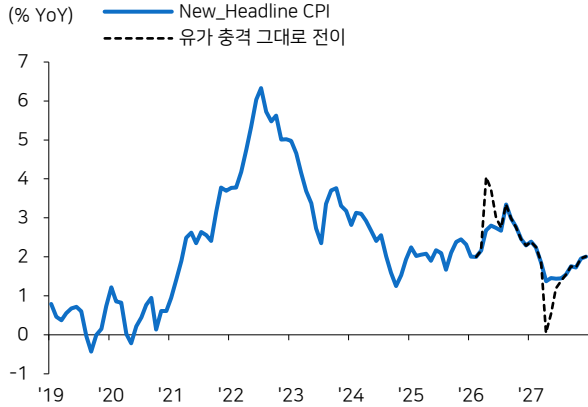
자료: 국가데이터처, 메리츠증권 리서치센터 추정

표1 한국 CPI: 분기별 전망과 환율 및 유가 가정

(분기평균)	Headline CPI	Core (ex 식료품, 에너지)	달러/원	두바이유 (달러/배럴)	도입단가 (달러/배럴)
1Q26A	2.1	2.2	1,464	86.2	69.7
2Q26E	2.7	2.4	1,493	100.0	118.7
3Q26E	3.0	2.9	1,460	81.7	89.0
4Q26E	2.5	2.8	1,430	72.7	79.3
2026E	2.6	2.6	1,462	85.1	89.2
2027E	1.8	2.1	1,420	70.0	72.9

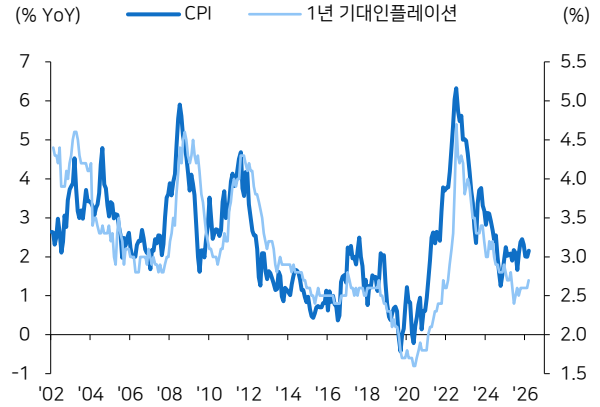
주: 4~7월까지의 정책 영향으로 석유류 CPI 지수가 147.6에서 고정된다고 가정하였음 (3월: 140.6)  
 자료: 국가데이터처, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림3 한국 Headline CPI: 유가 상한제 없을 경우의 경로



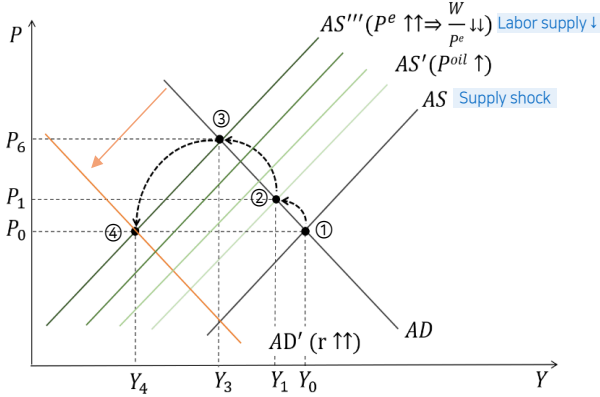
자료: 국가데이터처, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림4 한국 CPI 상승률과 향후 1년 기대인플레이션



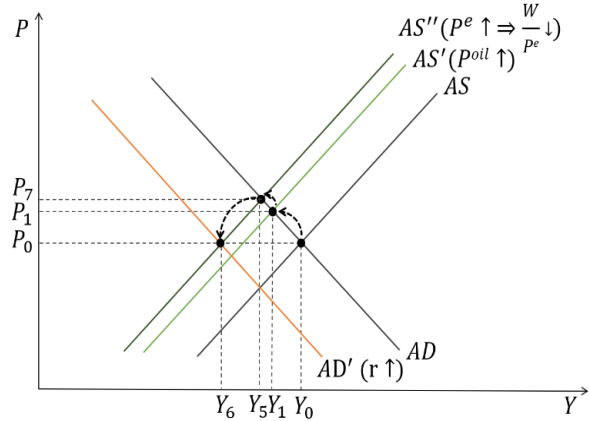
자료: 국가데이터처, 한국은행 소비자동향조사, 메리츠증권 리서치센터

그림5 유가 충격시의 총수요-총공급 곡선 (늦은 대응)



주: "국제원자재 물가상승에도 통화정책으로 대응해야 하는 이유"  
 자료: 한국은행 블로그(2022년 7월), 메리츠증권 리서치센터

그림6 유가 충격시의 총수요-총공급 곡선 (선제적 대응)



주: "국제원자재 물가상승에도 통화정책으로 대응해야 하는 이유"  
 자료: 한국은행 블로그(2022년 7월), 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.