문홍철의 Concise

채권/FX

26. 03. 03

국제 지정학, 신용 리스크 점증

- 미국의 이란 공격, 불확실성 확대 요소로서 관망할 필요
- 기준금리 동결시 국고3년 적정 금리차는 +25bp
- 미국 물가 안정세 지속, PPI 급등 평가는 오해에서 비롯

미국의 이란 공격, 불확실성 확대 요소로서 관망할 필요: 미국이 이란을 공격한 전략적 목표는 핵 개발능력 타격과 중국에 대한 석유 공급 제한 압박에 있는 것으로 추정된다[도표1]. 향후 이란 내 정권의 행동에 따라 불확실성이 높아질 것이다. 당장 유가와 달러에는 상방, 금리에는 하방 재료다. 불확실성 확대는 경제에 불리한 방향으로 작용할 것이며 디플레이션을 강화하는 효과를 가져올 것이다. 달러원 환율은 불확실성 하에서 단기적으로 상방압력이 있지만 미국의 고용, 물가 둔화 및 한국 수출 호조 등의 요소들은 꾸준히 환율 하락을 시사한다. 환율 상승시마다 달러 매도로 대응할 것을 추천한다. 과거 지정학 이슈에서 유가는 단기 급등 이후 하향안정되던 패턴이 있다[도표2]. 그 이유는 지정학 긴장이 경제에 부정적이어서 결국 원유 수요 둔화를 가져오기 때문이다. 국내외 금리에는 하락 재료로서 작용할 것이다.

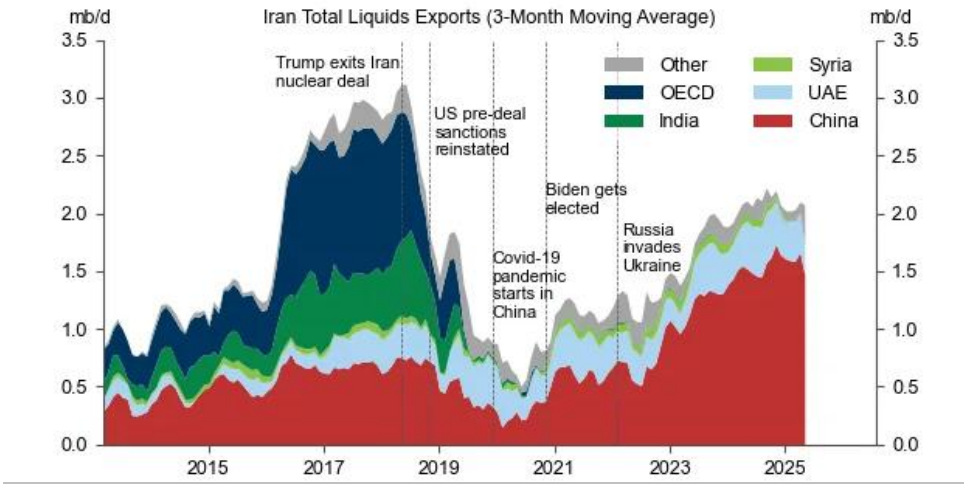
기준금리 동결시 국고3년 적정 금리차는 +25bp: 지난 주 금통위에서 기준금리 대비 국채 스프레드가 회자되었다. 우리의 주장대로라면 국고 3년은 기준금리 대비 +25bp가 적정 수준이다. 계산 방법은 1) IRS 커브를 이용해 CD 또는 KOFR의 선도금리를 뽑아내고, 2) 향후 6~12개월래 기준금리 변화 기대가 없는 시점을 따로 산출한 뒤, 3) 이 시기에 기준금리 vs 국고3년 스프레드의 평균값을 산출하는 방식이다. 동 방법론에서 지시하는 금리 수준이 현재보다 과하게 낮아 보일 수 있음은 인정하지만 과거와 금리차 패러다임이 바뀌었을 이유는 딱히 없다. 결국 현재의 국고채 금리 수준은 매력적이다. 혹시라도 금리인상은 고려사항에서 제외해도 좋다. 그 이유는 1) 국내외 총수요 둔화는 물가 압력을 낮추고, 2) 정부 부동산 대책의 효과를 지켜볼 필요가 있으며, 3) 가장 큰 불안 요소였던 환율이 하락할 여지가 크기 때문이다.

미국 물가 안정세 지속, PPI 급등 평가는 오해: 미국의 1월 PPI MoM +0.5%p가 관세 영향이라는 평가는 잘못된 것이며 수입 서비스 항목에 대한 오해에서 비롯된 것이다. 1월 PPI 급등은 주로 무역 서비스 마진에서 기인했다. 이것은 물건이나 서비스의 가격이 아니라 도소매 유통 과정에서 발생하는 마진의 변화를 의미한다. 유통업체는 제조가 아닌 유통, 보관, 판매 등 서비스로 부가가치를 창출하기 때문이다. 이것은 월간 변동성이 매우 크고 특히 가격조정이 빈번한 연초에 널뛰기가 심하다. 무역 서비스 항목을 제외하면 PPI내에서 최종 수요재 가격은 MoM −0.3%였다. 이는 수요 둔화를 보여주며 실시간 소비자 물가 수집 자료와도 맥락을 같이 한다[도표3].

결과적으로 펀더멘털의 디플레 압력은 지속 중이고 국고채의 가격 매력도는 높다. 더불어 글로벌 지정학 리스크와 신용위험이 점증하고 있다. 저평가 자산을 통해 위험에 대비하자.

Analyst 문홍철 02 369 3436 m304050@dbsec.co.kr

도표 1. 이란산 원유는 대부분 중국으로 수출



자료: Kpler

도표 2. 과거 이란 관련 지정학 이벤트, 당일 유가는 급등하지만 이후 하향 안정되는 패턴 반복(브렌트 기준)

이벤트	시기	직후 유가 변동(브렌트 기준)	3개월 후 유가
걸프전 (이라크 쿠웨이트 침공)	1990.8	+100% → $32.9 (10월 정점)	$20~25 (1991.1, 전쟁 개시 후 급락)a
이란 핵위기 / EU 석유금수	2011.11~2012.7	+18% → $124 (2012.2)	$108~110 (2012.5, 점진 하락)
트럼프 JCPOA 탈퇴·제재	2018.5	+16% → $86.7 (2018.10)	$55.7 (2018.11, -20% 급락)
걸프 오만 유조선 피격	2019.6	+4.5% → $62.7	$58~62 (2019.9, 소폭 하락)
사우디 Abqaiq 피격(후티 반군)	2019.9.14	+15% → $69.0 (역대 최대 일일 상승)	$58.9 (10.1, 공격 전보다 하락)
솔레이마니 사령관 제거	2020.1.3	+4.4% → $69.2 (장중 $71.8)	$22~34 (2020.3~4, 코로나 폭락)
이란-이스라엘 상호공격 1차	2024.4	+5% → $90.5 (장중 $92.2)	~$82 (2024.7, 점진 하락)
이란-이스라엘 상호공격 2차	2024.1	+5% → 장중 $76~78a	~$73 (2025.1, 소폭 하락)
이스라엘 '작전 라이징 라이온' (12일 전쟁)	2025.6.12~24	+20% → $78.5 (장중 최고)	$65~70 (2025.9, 휴전 후 정상화)
미-이스라엘 '작전 에픽 퓨리' (진행 중)	2026.3.1~	+8~10% → $77~80	진행 중 (봉쇄 시 $100+ 전망)

자료: DB증권

도표 3. 최종 수요를 나타내는 CPI의 항목들은 디플레 압력을 실시간으로 보여주고 있다

자료: TRUFLATION
주: TRUFLATION은 인터넷에서 각종 CPI항목들의 가격을 실시간으로 추적하여 발표하는 민간 경제 지표 컨설팅 업체의 물가 추정치

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.