Conviction Call

김용구 Strategist
yg.kim@yuantakorea.com

미국/이란 무력 충돌과 투자전략 함의 판단

유안타증권이 2/26일 제시했던 미국/이란 무력 충돌 관련 시나리오는, 1) 이란의 백기투항식 평화적 협상 타결(미국/이스라엘측 핵 프로그램 폐기, 미사일 능력 제한, 헤즈볼라 등 중동지역 내 대리 세력 지원 중단, 정권교체 등의 요구 조건 수용, WTI 단기 부침 이후 60$대 안착) 확률 30%, 2) 양측간 국지전/원격전 교환 이후 중장기적 협상 테이블 구축(이란 내부 반정부 시위 확산 및 현 정권의 점진적 몰락, WTI 80~90$대로 상승) 확률 50%, 3) 미국측 지상군 투입을 통한 현 이란 지도부/군부 종말작전 착수에 이란은 호르무즈 해협과 이란/걸프지역 내 에너지 시설을 인질 삼고 옥쇄 및 맞불작전으로 맞서는 최악의 전면전 현실화(이란 정권의 신속한 몰락, WTI 100$ 이상으로 속등) 확률 20%

이번 이란 공습이 민심에 이반하는 결정이며, 3월초부터 중간선거 예비선거가 본격화된다는 점을 고려할 경우, 미국이 대규모 지상군 투입으로 전면전에 나설 여지는 지극히 희박한 것으로 평가. 3/1일 로이터/입소스 여론조사에 따르면, 이란 공습에 찬성하는 미국민은 전체 27%에 불과했고, 무당층 60%가 이번 공습에 반대했으며, 공화당 지지자 42% 역시 미군 사상자 발생시 반대 입장으로 선회할 것임을 시사. 이란은 이번 공습으로 하메네이 등 지도부 48명 사망 및 주요 군사시설 타격 등의 심대한 위기상황에 봉착. 단, 내우외환 이중고 타개를 위한 선택지가 마땅치 않으나 장기간 서방측 경제제재를 버텨왔을 만큼 충분한 수준의 자급자족식 경제구조를 확보한 이란은 우선 내부 체제결속을 위해서라도 대외 강경대응에 매진할 개연성이 높음. 당장은 평화적 협상 시나리오가 배제된 채, 국지전과 전면전 사이를 오가는 강대강 무력충돌 가능성이 크게 앞선다 판단하는 이유

현 무력 충돌 및 교착상태 지속 가능성은 국제유가의 추가 상승 가능성을 시사하는 명징한 부정요인. 글로벌 원유 소비 대비 잉여/잠재 생산능력은 3~5% 수준에 불과하고, 관련 생산능력 대부분은 걸프지역 산유국이 보유. OECD 상업용 원유 재고의 절반 가량은 미국측 제재 대상인 러시아/이란의 해상 부유식 재고가 점유. 3/1일 OPEC+가 4월부터 일 평균 20.6만 배럴 증산에 합의했다고는 하나, 원유 공급/가격 충격을 누그러뜨릴 수 있는 증산/재고 여력 모두 제한적 상황이란 의미

통상 WTI 유가의 6개월 이전 대비 등락률이 +40%선을 넘어서는 시점을 전후해 글로벌 경기침체 압력이 구체화. 현 사태 영향이 WTI 유가의 평균 80$(3/2일 현재 71.9$) 이상의 상승세로 반영될 경우 올 6월께, 90$ 이상의 상승세로 반영될 경우엔 곧장 3월 중 동 임계선 통과가 가능. WTI 유가와 미국 기대인플레이션간 상관관계는 0.75로 절대적. Capital Economics 분석에 따르면, 국제유가 전년 대비 +5% 상승은 글로벌 인플레이션 +0.1%Pt 상승을 자극. WTI 유가 80~90$대 이상으로의 상승시 +0.6~1.0%Pt 추가 물가 자극이 불가피. 국내외 매크로 충격 전면화의 마지노선으로서 WTI 90$선 돌파 여부를 주목하는 이유

(Continued on the next page)

국내외 증시 원유 공급/가격 리스크 관련 허용한계는 WTI 유가 100$ 수준에 해당. 2000년 이후 WTI 유가가 100$선 상향돌파에 나섰던 것은 '08년 2/29일, '11년 3/4일, '13년 7/5일, '22년 3/4일 이후 등 총 네 차례였고, 당시 국내외 증시 공히 WTI 유가 100$선 상향돌파를 경계로 강세장에서 약세장으로 추세가 변화. 단, 한국증시는 글로벌 대표 하이 베타 마켓이자 Reflation 트레이딩 환경의 본산인 까닭에, WTI 100$ 내외의 고유가 부담에 맞서는 내성이 여타국 이상으로 컸음을 주목할 필요

특히, 현 글로벌 매크로 환경은 '13년 7월 전후 사이클과 유사하게 글로벌 경기/수요/교역 호조가 유가 상승 압력을 흡수하고(수요 견인 인플레이션, Reflation 트레이딩 환경 또는 유가 관련 물가 압력을 상쇄하는 AI發 생산성 혁신 및 디스인플레이션 추세화), 소재/산업재 등의 유가 민감주와 Tech/자동차 등의 Core 수출 소비재가 원가 상승 영향을 즉각적인 판가 인상으로 가격 전가가 용이하단 공통점 및 특수성을 확보. 향후 중동 지정학적 불확실성 관련 적극적 사주경계를 유지하더라도, WTI 100$ 이내의 상승이라면 증시 측면에선 능히 통제 및 헤지가 가능한 리스크로 한정될 공산이 크다는 의미

과거 KOSPI 4년 고점 대비 최대 하락률(MDD, Maximum Drawdown)로 보면, 1) 중동 지정학적 리스크 심화 등의 글로벌 순환적 위기 현실화 파장은 KOSPI 4년 고점 대비 -10% 내외 하락, 2) 글로벌 및 주요국 경기침체 임박 등의 추세적 위기 전면화 파장은 KOSPI 4년 MDD -20% 내외 하락, 3) 글로벌 금융/외환 위기 및 코로나 팬데믹 등 미증유의 시스템 리스크 발발 영향은 4년 MDD -30%선 이상의 하락으로 계층화. 미국/이란 무력 충돌 양상이 장래 최악의 장기 전면전 시나리오로 비화될 경우, 국내 증시는 -10% 수준의 급속한 가격조정 내홍에 휩싸일 수 있다는 의미인 것

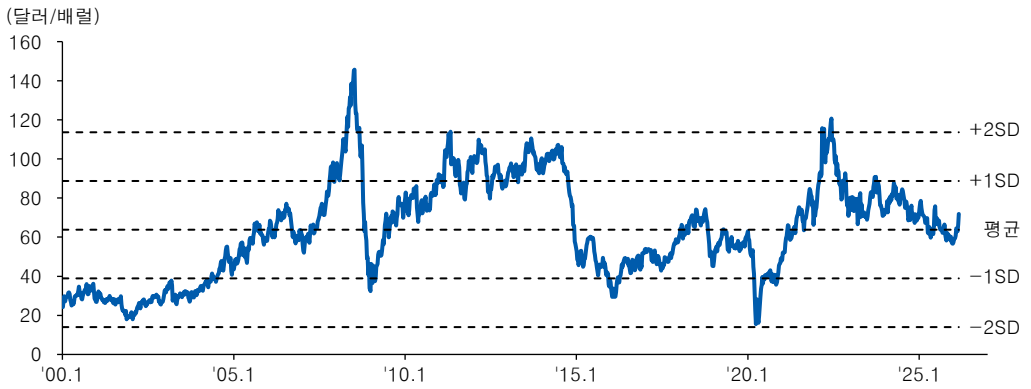
단, 1) 글로벌 경기/교역/이익 모멘텀 선순환 삼중주, 2) AI Capex 슈퍼 사이클이 뒷받침하는 한국 반도체 수출/실적 퀀텀점프 행렬, 3) 이재명 정부 경기/증시 활성화 및 체질개선 총력전, 4) '25년 이래로의 성공 투자 학습효과와 드높아진 정부/정책 신뢰도로 중무장한 동학개미의 귀환 등의 순환적 부정요인 관련 파장을 완충 및 상쇄하는 추세적 긍정요인의 힘은 여전. 현 KOSPI 12개월 선행 P/E(2/27일 현재 10.7배)의 역사적 평균(10.4배) 수준의 하방 지지 및 되돌림 여지 등을 고려할 경우, 미국/이란 무력 충돌 및 원유 공급/가격 충격 관련 국내증시 영향은 -5% 내외의 기간조정 또는 단기 숨 고르기 수준으로 한정될 소지가 다분. 중동 지정학적 리스크 관련 사태 추이를 보다 면밀히 살필 필요가 있겠으나, KOSPI 6천Pt선 이하 구간에선 중장기 시각하 시장 및 전략대안 비중확대 전략이 전적으로 유리하다 판단하는 이유

3월 WTI 유가가 70$ 이상으로 상승할 경우, 국제유가 전년 대비 증감률은 플러스로 전환('25년 3월 WTI 유가 평균 68.2$). 국제유가 및 한국 수출 전년 대비 동반 상승 국면 내 KOSPI 대비 초과성과 확보가 가능했던, 시장 안전지대격 업종대안은 조선, 상사/자본재(방산), 정유, 화학, 비철 등의 유가 민감주와 반도체, 자동차 등의 유가 리스크 둔감/무관 Core 수출 소비재. 유가 Play 대표주 옥석 가리기와 전차군단 압축대응으로 중동 지정학적 리스크 재점화 파고를 돌파할 필요

그림 1. 미국/이스라엘측 이란 공습으로 시작됐던 무력 충돌 양상은 이란의 걸프 지역 전반에 대한 무차별적 미사일/드론 반격으로 전면전 양상으로 확전

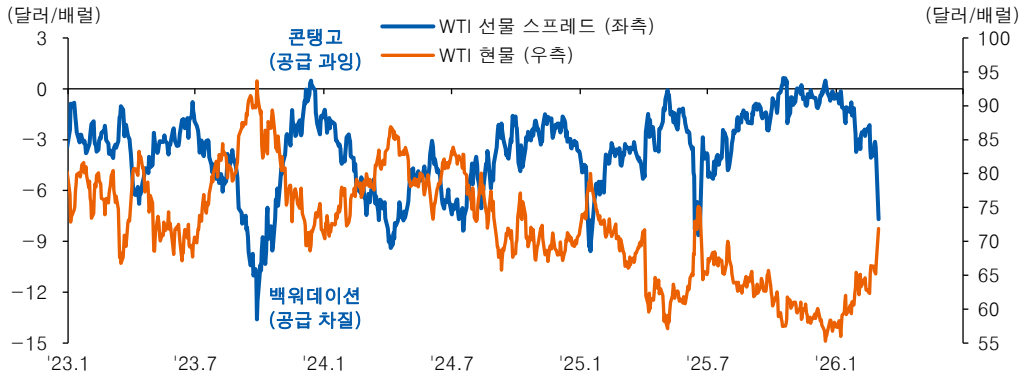
자료: iran.liveuamap.com(3/2 일)

그림 2. WTI 국제유가: 3/2 일 현재 71.9$, 역사적 평균 63.8$, +1SD 권 88.7$, +2SD 권 113.6$



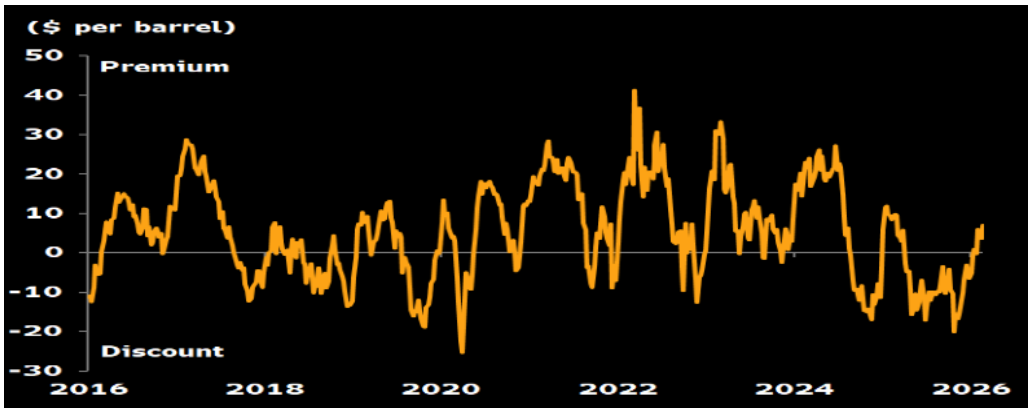
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 3. WTI 유가 선물 스프레드와 현물가: 공급 차질 리스크를 반영한 백워데이션 심화는 현물가 추가 상승 가능성을 시사



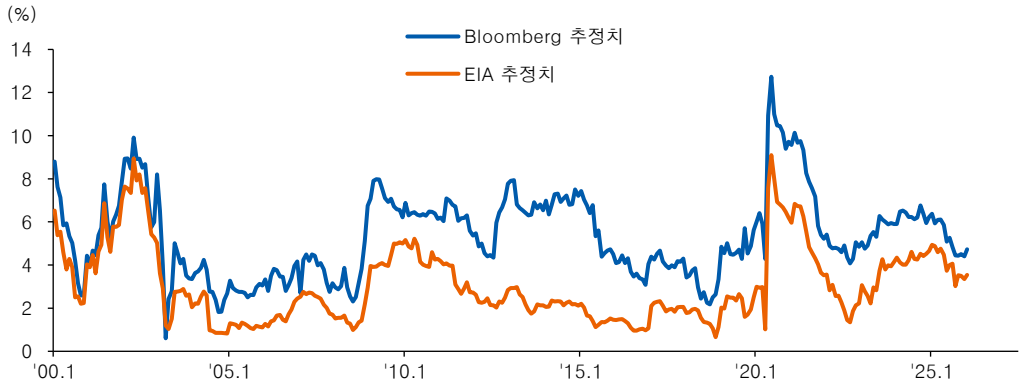
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

그림 4. WTI 유가에 프리미엄(생산/재고 감소 및 중동 지정학적 불확실성 심화)이 반영



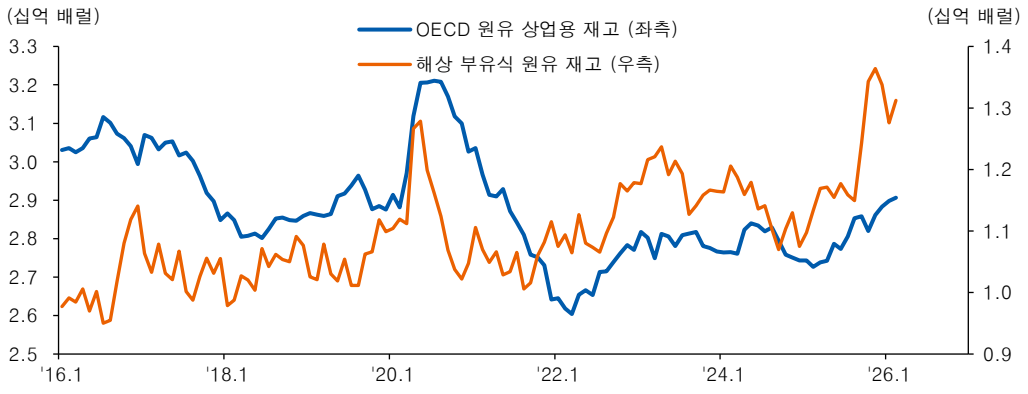
자료: Bloomberg

그림 5. 글로벌 원유 소비 대비 잉여 생산능력 변화 추이: 현재 3~5% 수준으로 즉각적 공급 증산 능력은 제한



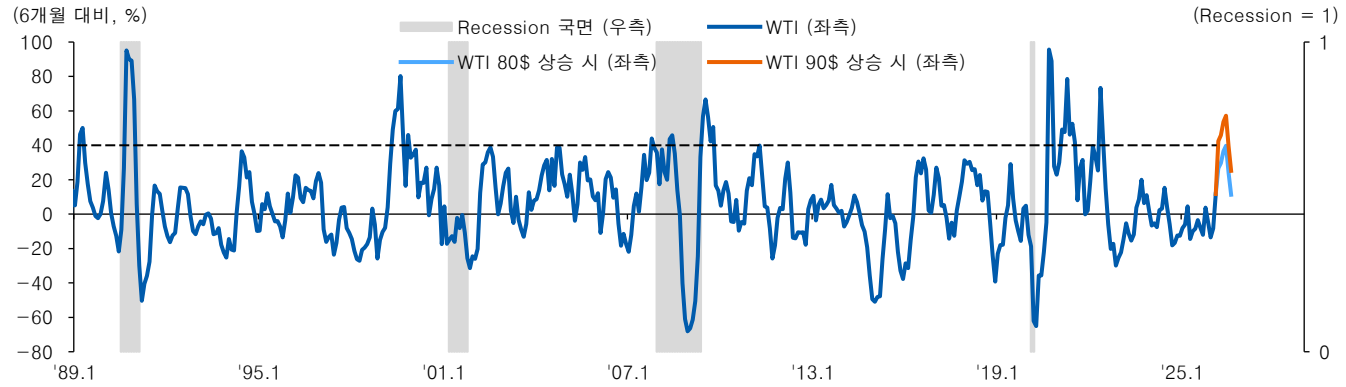
자료: Bloomberg, EIA, 유안타증권 리서치센터

그림 6. OECD 원유 상업용 재고와 해상 부유식(On Water) 재고 변화 추이: 상업용 재고의 절반 가량은 이란/러시아 해상 재고



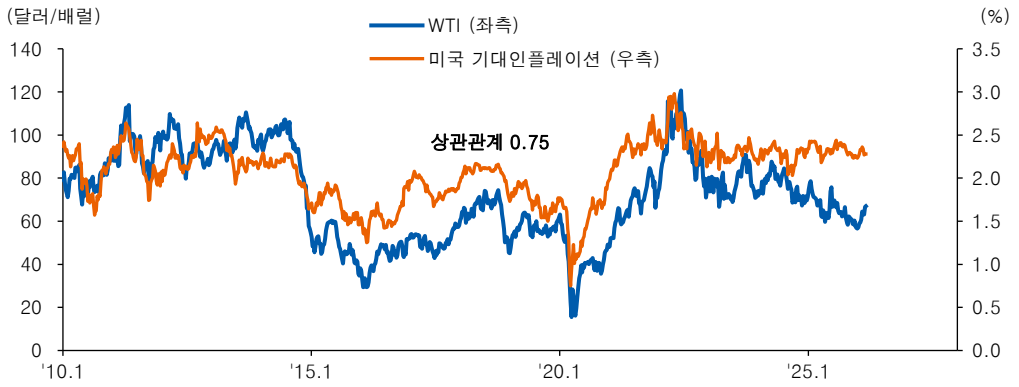
자료: LSEG Workspace, EIA, 유안타증권 리서치센터

그림 7. 원유 공급/가격 충격 관련 국내외 실물경기 타격은 WTI 국제유가의 6 개월 대비 +40% 이상 속등 시부터 구체화. 매크로 마지노선으로 WTI 90$선을 설정



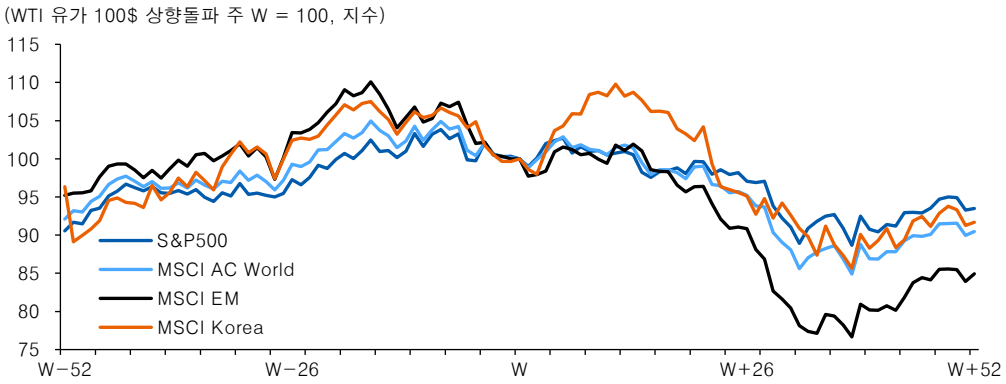
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 8. WTI 국제유가와 미국 기대인플레이션은 0.75 의 절대적 상관관계를 형성



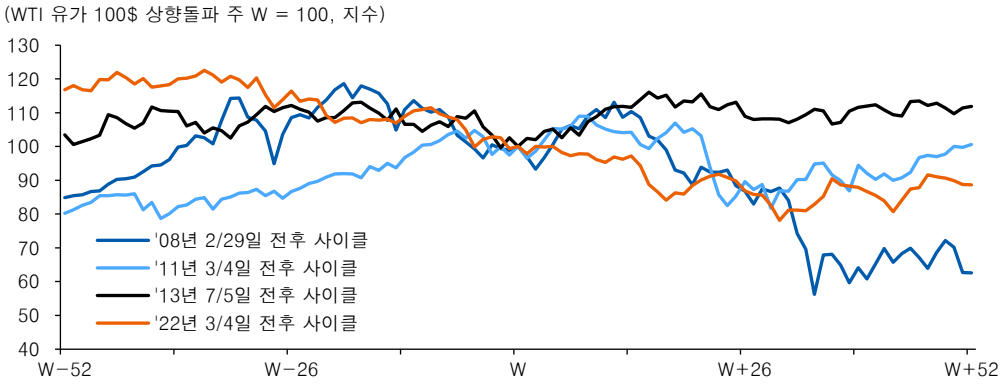
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 9. 2000 년 이후 WTI 국제유가 100$ 돌파 시점 전후 기간 국내외 증시 등락 추이(평균)



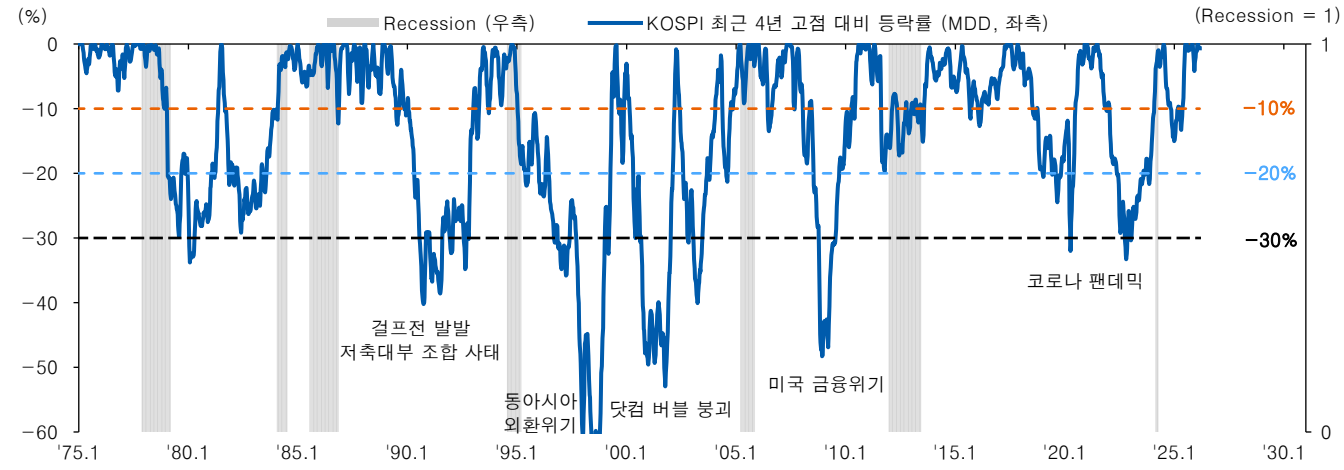
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 10. 2000 년 이후 WTI 국제유가 100$ 돌파 시점 전후 MSCI Korea 지수 등락 추이



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 11. KOSPI 4 년 고점 대비 Maximum Drawdown(MDD, 최대 하락률): 1) 순환적 위기 당시 -10%, 2) 추세적 위기 당시 -20%, 3) 시스템 리스크 발발시 -30% 하락



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 12. KOSPI 12 개월 선행 P/E(현 10.7 배): 역사적 평균권(10.4 배) 하방 지지에 따를 경우, 국내증시 파장은 -5% 내외의 기간조정 및 숨 고르기 수준으로 한정될 것

자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

표 1. 2010년 이후 WTI 국제유가와 한국 수출 전년 대비 증감률로 도출한 네 가지 국면 내 WI26 업종별 KOSPI 대비 초과성과

구분	1국면(2월): WTI(-) & 수출(+)		2국면(3월 예상): WTI(+) & 수출(+)		3국면: WTI(+) & 수출(-)		4국면: WTI(-) & 수출(-)	
	상대 수익률 (%)	Hit ratio (%)	상대 수익률 (%)	Hit ratio (%)	상대 수익률 (%)	Hit ratio (%)	상대 수익률 (%)	Hit ratio (%)
반도체	2.6	60.5	0.5	55.0	-0.1	41.2	0.8	60.3
상사,자본재	1.4	65.8	0.4	53.8	-0.5	41.2	-0.4	44.8
유틸리티	1.1	47.4	-0.7	51.3	0.8	52.9	-0.8	36.2
증권	1.0	55.3	-0.7	33.8	1.6	64.7	0.0	50.0
비철,목재등	0.5	50.0	0.8	55.0	-0.2	35.3	-0.6	51.7
통신서비스	0.5	57.9	-0.1	42.5	-0.4	52.9	-1.1	39.7
건강관리	0.4	57.9	-0.1	45.0	-1.3	35.3	1.7	50.0
IT 가전	-0.2	44.7	-0.2	48.8	-1.1	41.2	0.3	48.3
호텔,레저서비스	-0.4	52.6	0.1	52.5	0.4	41.2	-0.8	34.5
소프트웨어	-0.4	50.0	-0.1	48.8	-0.7	41.2	0.4	56.9
기계	-0.5	42.1	0.3	53.8	-0.8	41.2	0.4	44.8
은행	-0.6	44.7	-0.2	47.5	1.9	70.6	-0.9	37.9
보험	-0.7	52.6	0.1	47.5	2.1	64.7	-1.0	41.4
조선	-0.8	34.2	1.3	51.3	0.1	52.9	-0.3	39.7
IT 하드웨어	-0.9	39.5	-0.4	46.3	-2.2	29.4	0.7	63.8
운송	-1.0	50.0	-0.4	46.3	0.8	70.6	-0.8	32.8
자동차	-1.1	36.8	0.7	50.0	-0.9	35.3	0.6	48.3
필수소비재	-1.2	52.6	0.0	47.5	-0.1	52.9	0.0	53.4
화장품,의류,완구	-1.7	34.2	-0.1	48.8	1.1	52.9	0.4	48.3
미디어,교육	-2.0	39.5	-0.3	43.8	0.1	41.2	-0.1	48.3
소매(유통)	-2.0	36.8	-0.4	50.0	1.0	52.9	-1.4	39.7
에너지	-2.1	23.7	1.1	57.5	-0.1	35.3	-0.2	43.1
철강	-2.3	34.2	-0.5	46.3	0.7	47.1	-0.3	37.9
건설,건축관련	-2.4	34.2	0.0	48.8	0.1	41.2	-0.7	46.6
디스플레이	-2.5	28.9	-0.4	41.3	-1.5	35.3	-0.2	39.7
화학	-2.6	31.6	0.7	47.5	-0.9	41.2	1.1	50.0

자료: LSEG Workspace, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터
참고: 2/20 일 종가 기준 현재

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김용구)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자 판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.