투자전략

이란 공습, 핵심은 장기화 여부

분석의 기본 가정
- 중동에서의 극단전 무력 충돌 1달 내외로 마무리
- 2022년 러시아-우크라이나 전쟁 발발시와 비교할 때 인플레이션 압력 약해

채권/FX전략
조용구, Ph.D.
T.02)2004-9520
cho.yong-gu@shinyoung.com

주식전략 이상연
T.02)2004-9045
lee.sang-yeon@shinyoung.com

예측의 범위는 아니지만 관건은 전쟁의 장기화

- 전쟁이 당사국 이외의 국가들에게도 부정적인 이유는 결국 원자재 가격 급등, 공급망 교란 등에 의한 인플레이션 장기화 때문. 전쟁이 장기화될수록 인플레이션 우려를 넘어 긴축 우려까지 프라이싱하는 최악의 시나리오로 흐를 수 있는 리스크 존재
- 이번과 유사한 미국과 중동국가의 갈등을 돌이켜봤을 때 1차 걸프전(1990년), 9.11 테러 직후의 테러와의 전쟁(2001년), 2차 걸프전(2003년)과 같은 경우는 단기 갈등이였기 때문에 자산 시장에 미치는 영향이 상대적으로 적었음
- 반면, 2022년 발발했던 러시아-우크라이나 전쟁 당시를 돌이켜 볼 필요가 있다는 판단. 당시 WTI는 $91.6/bbl → $123.7/bbl, 10년물 금리는 1.73% → 2.29%로 상승한 바 있음. 당시에는 전쟁 외에도 코로나 직후의 공급망 교란으로 인플레이션 압력이 큰 상황이였기에 2022~23년 글로벌 인플레이션 현실화되며 주식 시장 부진(S&P500 MDD -20.8%, KOSPI MDD -17.9%)

왜 한국 시장은 더 빠졌을까, 지금은 뭐가 다를까

- 최근 2일간 한국시장이 글로벌 지수 대비 언더퍼폼한 것은 1)가장 높았던 연초대비 수익률, 2)호르무즈 해협 이슈에 민감한 경제구조 때문
- 당사는 트럼프 미국 대통령의 4~6주간 지속 발언과 국제유가 상승과 지지율 하락에 대한 경계를 감안하여 국제유가는 연평균 80달러 내외로 제한적인 상승을 예상하며, 호르무즈 해협 봉쇄 조치도 장기간 지속되지는 않는 시나리오를 baseline으로 제시
- 다만, 현재와 2022년 러시아-우크라이나 전쟁 당시 미국 국채 금리와 국제유가의 흐름을 비교해 봤을 때 지금 글로벌 시장이 반영하고 있는 리스크의 크기는 다소 제한적인 상황
- 이에 당분간 국내 주식시장의 변동성 확대는 불가피하나 위험 관리를 위한 현금화의 실익이 크지 않은 레벨까지 주가가 조정을 받았다는 판단임. 전일 기준 KOSPI 의 12 개월 예상 PER 과 PBR 은 각각 8.1 배와 1.36 배 수준.

미국과 이란 전쟁의 시나리오별 국제유가 수준과 전망

4가지 시나리오별 국제유가 및 거시경제 변수 변동 분석

미국과 이란 전쟁의 시나리오별 국제유가 수준과 미국과 한국의 거시경제 변수 변동을 분석하기 위해 1) 낙관적 시나리오(국제유가 70달러 이하) 2) baseline 시나리오(국제유가 80달러 내외) 3) 비관적 시나리오(국제유가 85~100달러) 4) 극단적 시나리오(국제유가 100달러 이상)으로 분류

기본 시나리오는 국제유가 80달러 내외, 호르무즈 해협 단기간 봉쇄 물가와 금리 제한적 상승

당사는 트럼프 미국 대통령의 4~6주간 지속 발언과 국제유가 상승과 지지율 하락에 대한 경계를 감안하여 현실적인 전망을 2) baseline 시나리오로 제시. 동 시나리오에 따르면 국제유가는 연평균 80달러 내외로 제한적인 상승을 예상하며, 호르무즈 해협 봉쇄 조치도 장기간 지속되지는 않을 것으로 가정

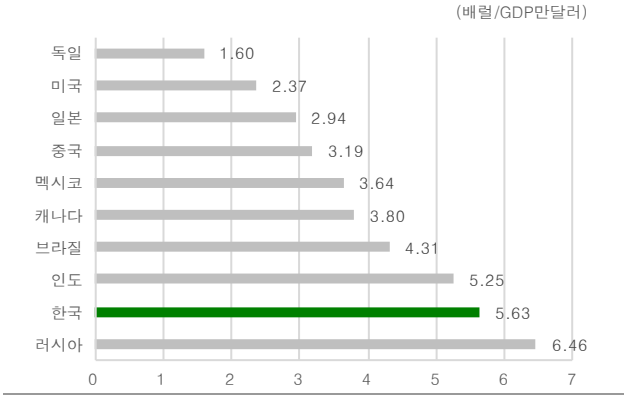
한국이 미국보다 비관적 시나리오 이상에서 부정적 영향 클 것 긴축과 환율 상승 우려

한편 성장률과 물가상승률에 미치는 영향은 한국이 미국보다 클 것으로 예상. 한국은 1인당 원유 소비량(20.4배럴)과 경제의 원유 의존도(5.63배럴)가 OECD 회원국 기준 최상위권에 위치해 있고, 중동발 에너지 수입 의존도 또한 원유 70%, 천연가스 30% 이상으로 높게 나타나고 있기 때문. 특히 시나리오 3) 비관적 시나리오 이상으로 상황이 악화될 경우 중앙은행도 긴축으로 전환될 우려가 높아질 것이며 환율도 상방압력이 강화될 수 있음

2022년 러-우 전쟁 대비 전 세계적인 영향은 제한적일 것으로 예상

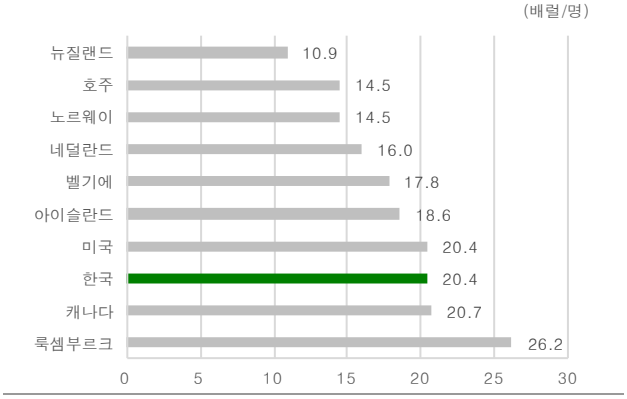
2022년 러-우 전쟁과 비교했을 때 공통점은 에너지가격 상승 우려에 있지만 당시 팬데믹 이후 과잉 유동성 상태에서 재정 확장과 통화 완화(초저금리)로 인플레이션 압력이 극대화되었던 측면과 다르게 현재 주요국 정책금리는 중립금리 내외에서 운용되고 과잉 유동성도 상당부분 축소되었음. 또한 러-우 전쟁이 농산물가격 등 전방위적인 물가 상승압력을 유발했던 점에 비해 현재 중동 전쟁은 주로 에너지에 국한될 것으로 보임

도표 1. 주요국 경제의 원유의존도(경제규모 대비 원유 소비량)



주: BP, IMF 2024년 기준
자료: 현대경제연구원, 신영증권 리서치센터

도표 2. OECD 1인당 원유 소비량 상위 10개국



주: BP, OECD 2024년 기준
자료: 현대경제연구원, 신영증권 리서치센터

도표 3. 주요 시나리오별 국제유가 및 거시경제 변수 전망

시나리오	전제	국제유가	주요 거시경제 변수
낙관적 시나리오	- 전쟁 조기 종결 - 미국-이란 협상 타결	70달러 이하	- 성장률에 미치는 영향 0.1%p 이하, 물가는 0.1~0.2%p 상방압력 - 연준 하반기 2~3회 금리 인하 재개, 한은 연내 동결 기조 지속 - 미국 10년물 금리 4%대 초반 등락 이후 하반기 소폭 하락. 한국 10년물 금리 3%대 중반에서 점진적 하향 안정 - 원/달러 환율 상반기말 1,400원 초중반으로 반락, 하반기 1,400원 하회 시도
baseline 시나리오	- 간헐적 공습 지속 및 협상 재개 - 호르무즈 해협 4~6주 봉쇄	80달러 내외	- 한국 성장률에 0.15~0.2%p, 미국 성장률에 0.1%p 하방압력, 물가는 0.4%p 상방압력 - 연준 연말 금리 인하 재개 가능성(인하 폭 축소), 한국 연내 동결 속 긴축 전환 우려 강화 - 미국 10년물 금리 4.2~4.3% 등락, 한국 10년물 금리 당분간 3%대 중반 이상 지속 - 원/달러 환율 1,400원대 중후반에서 등락 이후 일정수준 반락
비관적 시나리오	- 공습 장기화 및 장기전 돌입 - 호르무즈 해협 수개월 봉쇄	85~100달러	- 한국 성장률에 0.3%p, 미국 성장률에 0.2%p 수준 하방압력, 물가는 0.6%p 수준 상방압력 - 연준 동결 장기화 또는 제한적인 금리 인상 가능성, 한은 점진적 인상 기조로 전환(1~2회) - 미국 10년물 금리 4.4~4.5% 등락, 한국 10년물 금리 최대 4% 근접 이후 3%대 중후반 등락 - 원/달러 환율 1,500원 상회 후 1,400원대 후반 수준에서 등락
극단적 시나리오	- 미국 또는 연합군의 지상군 투입 - 호르무즈 해협 봉쇄 장기화	100달러 이상	- 한국 성장률에 0.4%p 이상, 미국 성장률에 0.3%p 이상 하방압력, 물가는 0.8%p 이상 상방압력 - 연준과 한은 2~3회 수준의 금리 인상 기조로 전환 - 미국 10년물 금리 4.7% 이상, 한국 10년물 금리 4.2%까지 상승 이후 등락 - 원/달러 환율 1,500원대 이상 수준에서 장기간 등락

주: 현대경제연구원 시나리오 분석 참조, 당사 재구성 및 거시경제 변수 추정
자료: 신영증권 리서치센터

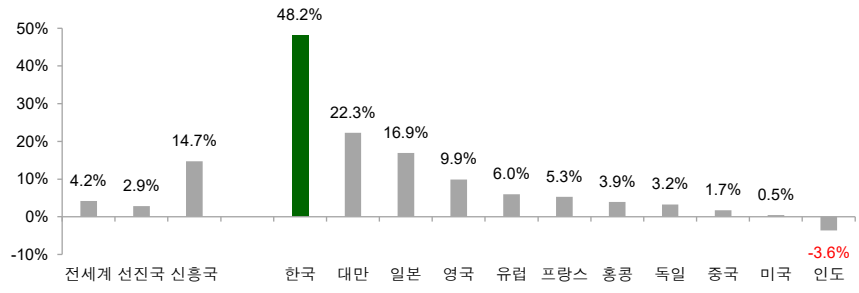
왜 한국 시장은 더 빠졌을까, 지금은 뭐가 다를까

높았던 산만큼
깊을 수 밖에 없는 골

최근 2일간 한국시장이 글로벌 지수 대비 언더퍼폼한 가장 큰 이유는 1)2월 종가 기준 글로벌 주요국 증시 중 가장 높았던 연초대비 수익률(+48.2%)과 2) 호르무즈 해협 이슈에 민감한 경제구조 때문으로 해석 가능

참고로 한국은 중동산 에너지원의 높은 수입비중과 더불어 호르무즈 해협 봉쇄의 충격도도 높은 국가 중 하나. EIA에 따르면 호르무즈 해협을 통과하는 원유의 도착지 비중은 중국(37.7%), 인도(14.7%), 기타 아시아(13.9%), 한국 (12.0%), 일본(10.9%), 유럽(3.8%), 미국(2.5%) 순. 에너지 자급이 가능한 지역의 증시 낙폭이 제한적인 이유

도표 4. 2월 종가 기준 주요국 증시 YTD 수익률 비교



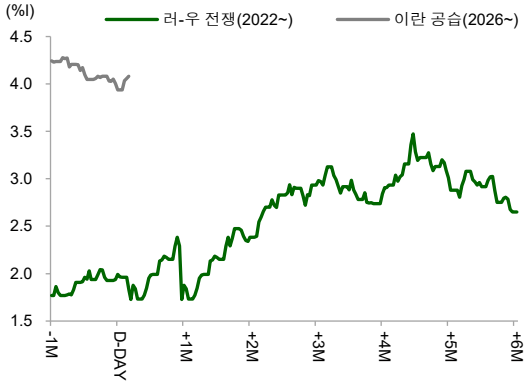
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

주식 시장 측면에서 결국 중요한 것은 전쟁의 '장기화' 여부. 전쟁이 장기화될수록 인플레이션 우려를 넘어 긴축 우려까지 프라이싱하는 최악의 시나리오로 흐를 수 있는 리스크가 존재하기 때문. 이에 가장 최근 전쟁이 장기화된 사례인 2022년 러시아-우크라이나 전쟁 당시를 돌이켜 볼 필요가 있다는 판단

그러나 그때의 글로벌 증시 부진은 고유가 지속에 따른 인플레이션 압력 상승으로 인한 미 연준의 긴축 전환이 주된 원인이였다는 차이 존재. 하지만 아직까지 현재의 채권시장과 상품시장에서는 러-우 전쟁 당시만큼의 변화가 포착되지 않는 상황. 참고로 당시 WTI는 $91.6/bbl → $123.7/bbl, 10년물 금리는 1.73% → 2.29%로 상승. 현재와 2022년 러시아-우크라이나 전쟁 당시 미국 국채 금리와 국제 유가의 흐름을 비교해 봤을 때 지금 글로벌 시장이 반영하고 있는 리스크의 크기는 다소 제한적인 것으로 판단

이에 당분간 국내 주식시장의 변동성 확대는 불가피하나 현 레벨에서는 매도의 실익이 크지 않아 시장을 떠날 시점은 아니라 판단. 추가적인 조정 국면에 진입하더라도 적극적인 포지션 축소보다는 시장 관망을 권고

도표 5. 러-우 전쟁 당시 1달간 약 50bp 상승했던 미 국채 10년물



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

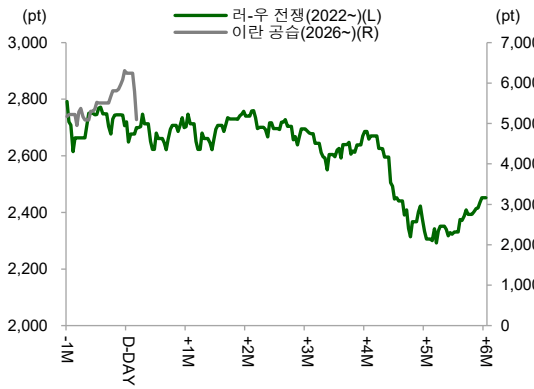
도표 6. 러-우 전쟁 당시 $91→ $123로 상승했던 WTI

자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 7. 러-우 전쟁 기간 동안 S&P500 MDD -20.8%

자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 8. 러-우 전쟁 기간 동안 KOSPI MDD -17.9%



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.