문홍철의 Concise

채권/FX

26. 03. 09

혼란스러울수록 단순하게

- 수요 악화중에 유가만 오르면 경기 둔화가 심해져. 과거 패턴상 3개월 후 디플레 심화
- 이럴 때일수록 외면받는 펀더멘털에 더 집중해야
- 미국 고용과 물가 둔화세 지속, 특히 역사적 관세 디플레는 보다 명확해지는 중

기자: 현재 리먼브러더스의 파산으로 비롯된 금융위기가 언제쯤 마무리될 것으로 보십니까?
워렌 버핏: 1962년에도, 지금도 스니커즈가 가장 잘 팔리는 초코바입니다.
기자: 네??

– 2009년 워렌 버핏과의 인터뷰

수요 악화 중에 유가만 오르면 경기 둔화가 심해져, 펀더멘털에 더 집중해야: 미국은 2차 대전 이후 90%의 기간동안 전쟁, 국지전을 수행해 온 나라다. 이란 사태가 전면전으로 장기화된다면 인플레 영향이 있겠으나 전쟁=인플레라는 인식은 분쟁 강도에 따라서 달리 가져가야 한다. 대규모 장기 전면전이 아닐 경우 3개월내에 인플레와 금리는 다시 기존의 펀더멘털에 수렴하는 패턴을 보인다[도표1]. 총수요가 둔화되는 국면에서 유가만 오를 경우 이는 수요를 더욱 위축시키며 전쟁 불확실성은 경제 활동을 줄인다. 이것이 과거 국지적 이란 분쟁 이후 3개월래 다시 디플레가 심해지며 금리가 더 하락한 이유다[도표1]. 인본주의 관점에서 펀더멘털 악화에 보다 초점을 두고 단기적 금리, 외환 흐름을 거래에 이용할 것을 추천한다. 사족을 붙이자면 우리가 제시하는 이란 사태의 시나리오는 미국이 3개월래 명분을 만들어 발을 빼고 이스라엘+사우디 연합의 지원에 집중하는 것이다. 그 이유는 다음과 같다. 루비오 장관의 발언은 이번 전쟁의 주인공이 정치 이벤트를 앞둔 네타냐후이며 미국 주도가 아님을 시사했다. 베네수엘라와 달리 이번 전쟁에서 미국이 얻을 전략적 이점이 불분명했기 때문에 국무장관 발언이 보다 설득력 있다. 미래에는 불확실성이 있지만 현정보로 판단하면 과거 이란 이벤트들과 유사하게 진행될 가능성이 있다.

펀더멘털은 고용과 물가의 꾸준한 둔화를 보여주는 중: 버핏은 "불확실한 이벤트를 예측하려 애쓰기보다는 10년 후에도 건재할 기업을 찾고, 공포로 가격이 싸졌다면 즐겁게 사들인 뒤 발 뻗고 주무십시오" 라고 말했다. 이럴 때일수록 외면받는 펀더멘털을 톺아보자. 미국 2월 고용 쇼크는 간호사 파업의 영향이 꽤 있기는 하지만 다른 지표와 지속적으로 하향되는 속보치 등을 고려하면 고용 둔화는 지속되고 있다고 판단된다. 우리는 과거의 잘못된 고용 속보 지표를 참고로 결정된 통화정책은 오류였으므로 수정해야 한다는 입장이다. 역사적으로는 연준이 실수를 스스로 수정하지는 않았고 경기 악화라는 명분이 올 때 한번에 금리를 변경하는 패턴이었다. 반복될 지는 지켜볼 일이다. 한편, 우리의 극소수 주장인 관세가 야기하는 역사적 디플레를 다시 한번 증명하는 논문이 또 발표되었다[도표2]. 인간의 인과율적 뇌로는 관세 디플레를 선뜻 이해하기 어려울 수 있지만 복잡계의 역사는 일관되게 이를 보여주고 있다. 이란 전쟁에 따른 유가급등, 전쟁 비용 우려 등은 펀더멘털을 고려할 때 채권을 싸게 매입하고 달러를 매도할 기회일 수 있다.

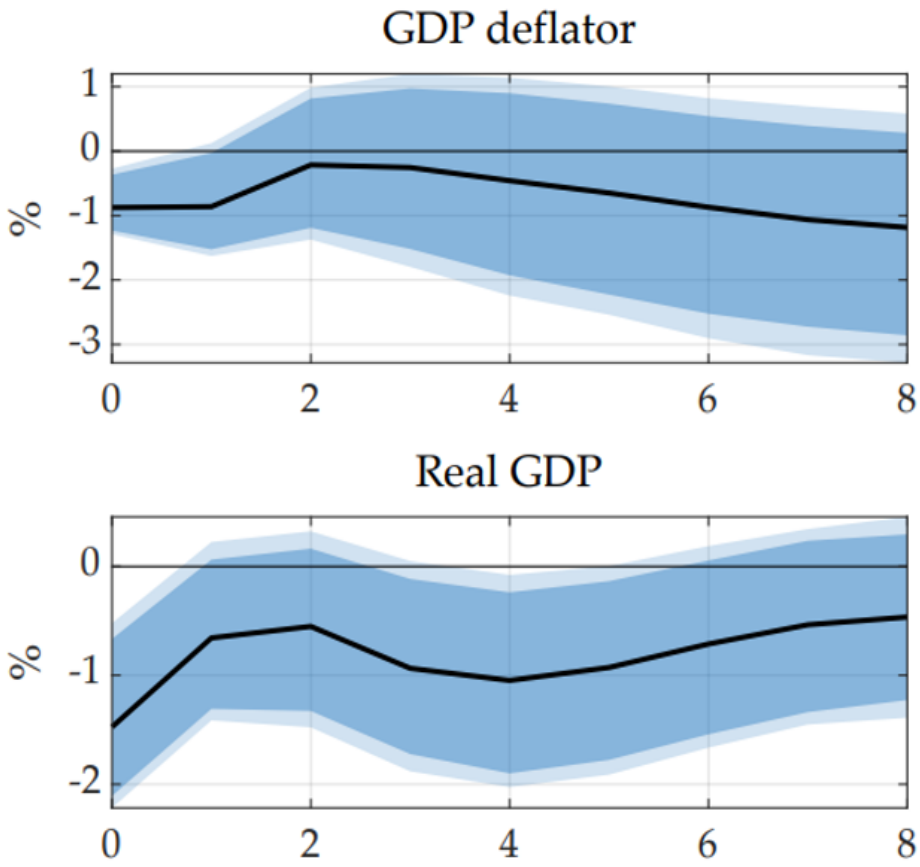
Analyst 문홍철 02 369 3436 m304050@dbsec.co.kr

도표 1. 과거 이란 사태 당시 미국채 10년의 사건 직후와 3개월후 금리 변화. 대부분의 경우 경기 부진 등으로 3개월 후에는 금리가 하락 하는 경우가 일반적

이벤트	시기	직전 금리	사태 직후 금리 변동	3개월 후 금리	비고
걸프전 (이라크 쿠웨이트 침공)	1990.8	~8.4%	상승 → 9.17% (+~80bp)	~7.9% (**하락, 경기침체**)	개전시 금리 상승+채권 매도, 인플레이션 공포
이란 핵위기 / EU 석유금수	2011.11~2012.7	~2.0%	하락 → ~1.8% (-20bp)	~1.7% (**지속 하락**)	QE 진행 중, 유로존 위기 겹침
트럼프 JCPOA 탈퇴·제재	2018.5	~2.97%	상승 → 3.24% (+27bp, 10월)	~2.68% (12월, **-56bp 급락**)	Fed 인상 사이클 → 4Q 경기 둔화로 역전환
걸프 오만 유조선 피격	2019.6	~2.12%	하락 → ~2.10% (-2bp)	~1.53% (9월, **대폭 하락**)	미중 무역전쟁 + Fed 인하 기대 주도
사우디 Abqaiq 피격(후티 반군)	2019.9.14	~1.90%	하락 → ~1.84% (-6bp)	~1.77% (12월, 소폭 추가 **하락**)	Treasury·금·엔 동반 급등, 전형적 risk-off
솔레이마니 사령관 제거	2020.1.3	~1.88%	하락 → 1.79% (-9bp)	~0.70% (3월, **코로나 폭락**)	한 달 최대 금리 낙폭, 이후 코로나로 초저금리
이란-이스라엘 상호공격 1차	2024.4	~4.58%	하락 → ~4.51% (-7bp)	~4.20% (7월, **점진 하락**)	인플레 우려보다 risk-off 선호 우세
이란-이스라엘 상호공격 2차	2024.1	~3.80%	하락 → ~3.72% (-8bp)	~4.25% (2025.1, **반등**)	당일 안전자산 매수 후 30일간 금리 상승 지속
이스라엘 '작전 라이징 라이온' (12일 전쟁)	2025.6.12~24	~4.35%	초기 하락 후 상승 → 4.43% (+9bp)	~4.2% (9월, **소폭 하락**)	유가 급등 → 인플레 우려로 초기 하락 반전
미-이스라엘 '작전 에픽 퓨리' (진행 중)	2026.3.1~	~3.97%	초기 하락 후 상승 → 4.05% (+9bp)	진행 중	호르무즈 봉쇄 → 유가 급등, 인플레 우려 중

자료: DB증권

도표 2. 아래 그림은 2차 대전 이후 현재까지 변동환율제도 하에서 물가(=GDP디플레이터)와 실질 성장이 관세 인상이벤트(= 시점 '0') 이후 가로축(년)의 기간 경과에 따라 미치는 영향을 보여주는 것. 물가와 성장이 모두 '0' 시점에서 (-)충격을 받는 디플레 압력에 노출되며 이는 향후 수년간 지속되는 경향을 보인다.



자료: 2026년 2월 NBER 발표, 'The Macroeconomic Effects of Tariffs: Evidence From U.S. Historical Data' Tamar den Besten & Diego R. Känzig
PDF논문: https://dkaenzig.github.io/diegokaenzig.com/Papers/dbk_tariffshocks.pdf

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.