Strategy Weekly

글로벌 불확실성 확대 국면, 연준에 쏠리는 눈

Strategist 김재승
jaeseung.kim@hmsec.com

- 미국과 이란 전쟁 불확실성 지속, 전쟁 장기화 우려 커지는 중
- 핵심은 유가. 물가 상승 압력 높여 중앙은행 긴축적 통화정책 환경 유도
- 글로벌 증시의 승자와 패자 분명해지고 있음. 시클리컬 증시가 더 많이 떨어짐
- 아직 코스피 업종별 성과 차이 크지 않음, 전쟁 장기화시 차별화 확대될 가능성
- 시장 불확실성 커질수록 연준의 행보에 주목할 필요

미국과 이란 전쟁 불확실성 지속, 전쟁 장기화 우려 커지는 중

미국과 이란간 전쟁 불확실성이 이어지고 있다. 이란에 대한 작전을 수행 중인 미국 중부사령부는 14일 SNS를 통해 이란 하르그섬에 대한 군사작전 수행을 밝혔다. 하르그섬은 이란 원유 수출의 약 90%를 책임지는 이란의 경제적 생명줄로 미국과 이란 모두 하르그섬에 대한 공격을 '레드 라인'으로 삼아 왔다. 미군은 이번 작전에서 하르그섬의 군사시설을 대상으로 정밀 타격을 실시했고, 석유 인프라와 수출시설은 제외된 것으로 알려졌다. 이는 미국이 공세 수위를 높여 언제든 이란의 핵심 석유시설을 타격할 수 있음을 보여줌으로써 이란 혁명수비대가 막고 있는 호르무즈 해협 통행을 확보하기 위한 압박 수단으로 삼고 있다. 또한, 미 해병대가 중동으로 이동 중이라는 소식에 지상군 투입 가능성도 점쳐지고 있다. 일본에서 출발한 미 해병대가 이란 부근에 도착하는데 일주일 정도 소요될 것으로 전망된다. 이란에 대한 압박을 위해 하르그섬에 대한 지상군 점령 가능성이 제기되는 것이다. 미 지상군이 투입되고, 하르그섬의 석유시설이 공격받을 경우 이란의 군사적 반격은 더욱 강렬해질 것이고, **금융시장이 전망하는 지정학적 리스크 완화 시점이 기존 4~6주에서 2~3개월 이후로 후퇴될 것이다.** 이는 글로벌 증시의 추가 하방 압력으로 작용할 수 있다.

핵심은 유가. 물가 상승 압력 높여 중앙은행 긴축적 통화정책 환경 유도

미국과 이란 전쟁에 따른 **유가 급등은 글로벌 물가 상승 압력을 높여 주요 중앙은행들의 긴축적인 통화정책 환경을 만든다.** 미국 금리선물 시장에서 가격에 반영된 연준의 기준금리 인하 시작 시점은 올해 7월에서 12월로 후퇴했다**(그림1)**. 글로벌 주요 중앙은행들의 올해 12월까지 기준금리 변화 전망도 큰 폭 상향 전환되었다**(그림2)**. 중앙은행들의 긴축적인 통화정책 전망은 금리 상승 요인으로 작용하고 있다. 미국채 금리는 전쟁 이후 상승 중이다**(그림3)**. 미국 채권시장의 변동성을 나타내는 MOVE 지수도 작년 4월 해방의날 이후 가장 높은 수준을 기록하고 있다**(그림4)**. 유가 상승에 채권시장이 크게 반응하고 있는 것이다.

유가와 주가의 상관계수가 역전되었다(그림5). 유가와 주가의 상관관계가 플러스를 기록하는 시기는 경기 기대감에 유가가 높아지면서 주가도 함께 상승하는 리플레이션 트레이딩 시점이다. 코스피에서 작년 12월부터 올해 2월까지 나타났다. 하지만 전쟁 이후로는 마이너스 전환했다. 코스피가 상승하기 위해서는 유가의 안정화가 필요한 것이다.

글로벌 증시의 승자와 패자 분명해지고 있음. 시클리컬 증시가 더 많이 떨어짐

글로벌 증시의 승자와 패자 분명해지고 있다. **작년 강세를 보였었던 한국, 일본, 유럽 증시가 약세를 보이고 있다(그림6).** 이들 국가는 에너지 수입 의존도가 높고, 작년부터 진행된 글로벌 리플레이션 트레이딩(경기 및 물가 상승)에 수혜를 받은 국가들이다. 글로벌 투자 환경이 리플레이션에서 스태그플레이션으로 변화하면서 경기에 민감하면서 작년 많이 올랐던 증시 중심으로 조정을 받았다. **반면 견조한 중국 증시가 눈에 띈다.** 중국은 원유 수입국이지만, 이번 전쟁에서 수혜를 보고 있다. 러시아산 에너지에 대한 접근성을 유지하고 있고, 호르무즈 해협에서 이란의 공격 가능성도 친서방권 국가 대비 낮다. 에너지 안보가 중요해진 상황에서 중국의 신재생, 이차전지, 원전에 대한 산업적인 우위도 눈에 띈다. **미국 증시도 비교적 견조하다.** 미국은 높아진 유가가 물가를 자극하지만, 에너지 순수출 국가라는 점에서 에너지 안보를 갖고 있다. **에너지 안보에 취약한 시클리컬 중심의 증시들이 더 취약한 상황이라고 할 수 있다.**

아직 코스피 업종별 성과 차이 크지 않음, 전쟁 장기화시 차별화 확대될 가능성

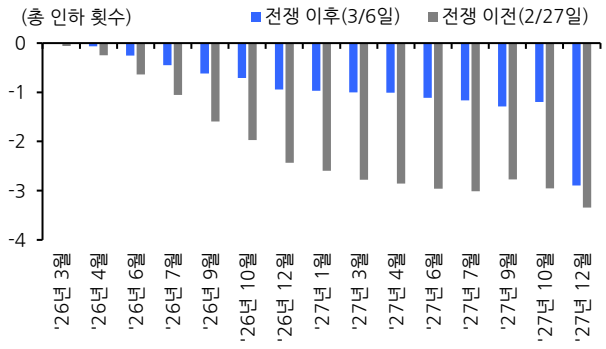
2022년 2월 24일 오전 러시아의 우크라이나 침공이 시작되면서 유가는 5개월가량 100달러를 상회했고, 코스피는 7개월 뒤인 2022년 9월 30일에 전쟁직전 대비 -20.4% 하락하며 저점을 기록했다. 업종별로 보면 러-우 전쟁 발발 당시부터 저점까지 7개월 동안 업종별 성과는 차이를 보였다**(그림7)**. **반면 2022년 대비 이번 전쟁에서 코스피의 업종별 성과 차이는 크지 않다.** 코스피 전체 조정 폭은 -12% 수준으로 작지 않으나, 업종과 관계없이 동시에 빠진 것이다. 시장이 전쟁 장기화 전망을 반영하고 있지 않기 때문에 위험자산 회피 과정에서 비슷하게 빠진 것으로 보인다. **하지만 전쟁이 장기화될 경우 2022년처럼 업종별 수혜주와 피해주 성과 차이가 확대될 수 있다.** 2022년을 참고해 전쟁이 장기화될 경우 **필수소비재, 상사·자본재(방산), 통신, 조선, 헬스케어 업종이 비교적 선방할 것으로 전망된다.**

시장 불확실성 커질수록 연준의 행보에 주목할 필요

이번주 연준의 행보에 주목할 필요가 있다. 연준은 오는 18~19일 FOMC에서 기준금리를 결정할 예정이다. 전쟁과 고유가가 미국의 고용과 물가에 미치는 영향을 확인하기에는 시간이 짧기 때문에 이번 FOMC에서 연준의 기준금리 변화는 없을 것으로 전망되지만, 전쟁 장기화 우려에 **시장의 불확실성이 확대될 경우 파월의 입을 주목해야 한다.**

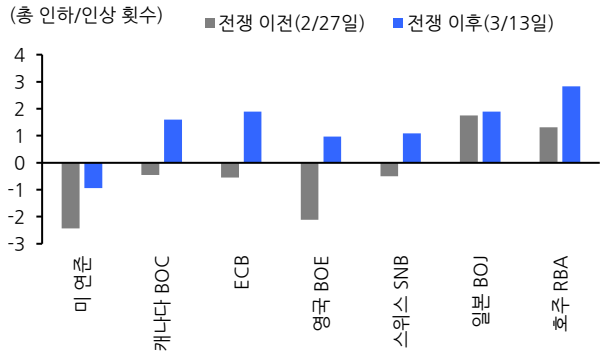
연준은 핵심 목표는 물가 안정과 최대 고용이다. 전쟁으로 인한 물가 상승은 연준이 대응하기 쉽지 않다. 반면 미국의 고용시장은 둔화되고 있다. 여기에 사모대출이라는 금융시스템 리스크도 불거지고 있다. 전쟁으로 인한 고유가는 고용과 경기를 더욱 악화시키는 요인이다. 여기에 유가 급등으로 인한 인플레이션 우려에 금리가 오르며 금융 환경은 긴축적으로 변화하고 있다. 금융시장 환경이 불안정한 상황에서 시장 변동성이 확대될 경우 금융시장 안정에 책임이 있는 연준의 행동을 기대해볼 수 있는 것이다.

<그림 1> 연준 기준금리 인하 전망, 큰 폭 후퇴



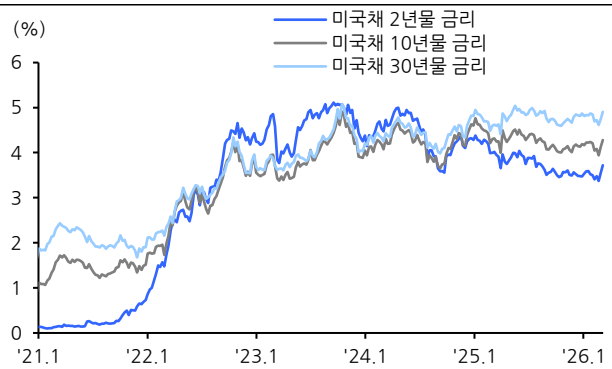
주: 미국 금리선물 가격에 반영된 연준의 기준금리 변화 전망
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 2> 주요 중앙은행들의 올해 12월까지 기준금리 변화 전망



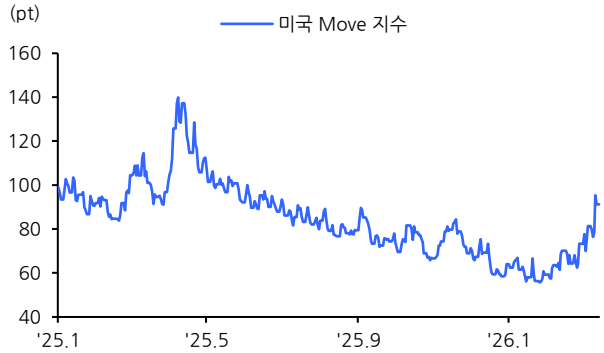
주: 미 연준은 금리선물, 나머지는 OIS에 반영된 올해 12월까지 기준금리 변화 전망
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 3> 상승 중인 미국채 금리



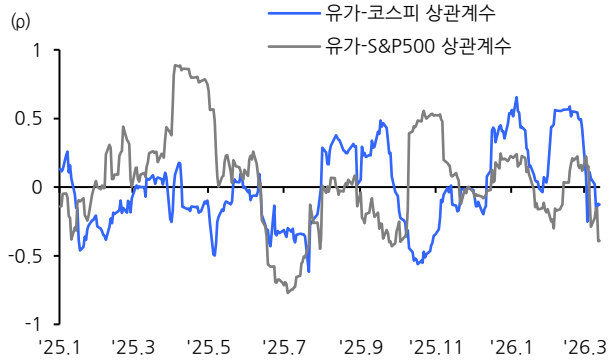
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 4> 미국 채권시장 변동성 지수 상승



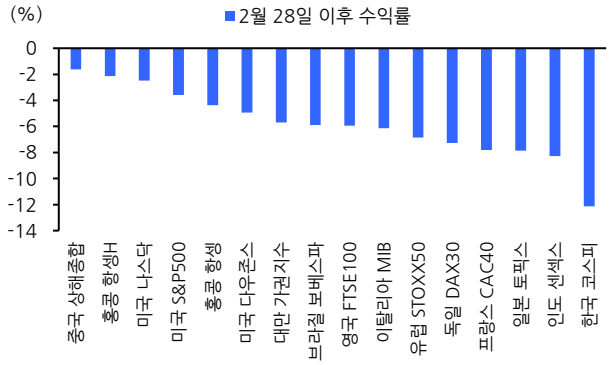
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 5> 유가와 코스피, S&P500 상관계수 하락



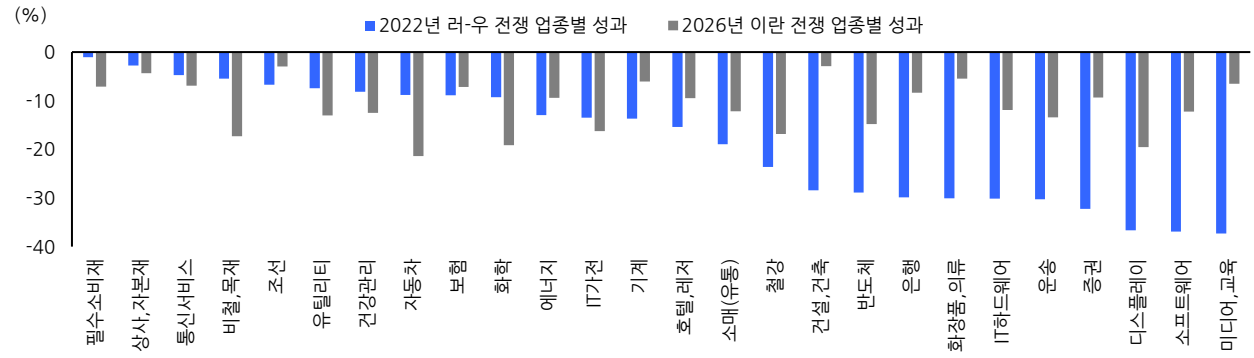
주: 유가와 코스피, S&P500 로그수익률의 20거래일 상관계수
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 6> 작년 좋았던 한국, 일본, 유럽 증시 부진



자료: 에프앤가이드, 현대차증권

〈그림 7〉 코스피 2022년 당시에 비해 업종별 성과 편차 작음. 전쟁 장기화시 업종별 차별화 확대 가능



주1: 2022년 러-우 전쟁 성과는 2월 23일 이후 9월 30일까지 업종별 수익률 기준
주2: 2026년 이란 전쟁 성과는 2월 27일 이후 3월 13일까지 업종별 수익률 기준
주3: 코스피 WICS 26개 업종 기준
자료: 에프앤가이드, 현대차증권

▶ Compliance Notice

- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료 작성자 김재승의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.