정신승리도 승리?

Near the End, Far from Over

Economist 최제민

RA 조준우

Executive Summary

향후 전쟁 Base 시나리오: 전면적 합의는 아니더라도 부분 합의 도달(4월내), 호르무즈 해협 봉쇄 완화로 공급차질 점차 회복되나 유가 하방은 경직

- 트럼프는 전쟁 지속에 따른 유가 급등과 인플레이션, 시장 충격 감내할 인내심 부족. 군사적 압박 병행한 협상 유도 전략이 기본 시나리오
- 대국민 연설에서 말한 것처럼 2~3주간 공격 후에도 성과가 없다면 셀프 종전 선언 가능하나 이는 분쟁 종료라기 보다 협상 국면으로의 전환 의미
- 트럼프는 셀프 종전 보다 협상 원하지만 미-이스라엘의 공격 중단이 선행돼야 이란이 협상 자리에 앉을 공산이 큰 만큼 진행이 빠르진 않을 것
- 이란, 여전히 강경하나 호르무즈 통행료 부과 등 조건부 통행 허용 움직임이 관찰되고 있는 만큼, 공격 중단 시 해협 봉쇄는 점차 완화 예상
- 종합하면, 미국의 공습 종료 이후 협상국면으로 전환, 전면적 합의 보다는 부분 합의와 점진적 해협 봉쇄 완화가 당사의 기본 시나리오
- 동 시나리오 하에서 천정부지로 치솟은 에너지 가격과 누적된 공급 차질이 정상화되는데 시차 발생이 불가피하므로 유가 하방 지지를 가정
- 한편, 리스크 시나리오로는 미군의 지상군 투입 강행 또는 이란 에너지시설 공격 등이 있을 수 있는데 이 경우 출구전략은 매우 복잡해지고, 전쟁과 에너지 수급 차질 확대 및 장기화에 따른 스태그플레이션 위험 높아질 전망(국제유가는 배럴당 $150~$200 까지 상승 가능, 수급 차질 1mm b/d = 유가 $15~$20/bbl 상승)

에너지 가격: 오를 때는 로켓처럼, 떨어질 때는 깃털처럼

- 유가와 천연가스 가격은 비대칭적 가격전이(Asymmetric Price Transmission) 특성을 보이는 만큼 분쟁 완화 이후에도 가격 하방이 일정 수준에서 지지될 가능성이 높은 것으로 판단(두바이유 기준 연말 배럴당 $75~80, 26년 평균 약 $88로 가정)
- 전쟁 한달 경과에도 호르무즈 해협 관련 긴장 완화의 가시적 진전이 제한적인 상황이며, 에너지 인프라 차질 등으로 공급 충격이 누적되는 국면
- 단기적으로 휴전 및 해협 통행 정상화가 이루어질 경우 지정학적 리스크 프리미엄은 축소될 수 있으나, 공급 차질과 물류 병목의 잔존 영향으로 유가가 전쟁 이전 수준으로 빠르게 복귀하기는 어려울 전망
- 시간 경과에 따라 공급망 차질이 누적되고 재고가 점진적으로 소진될 경우 정상화까지의 기간은 추가적으로 지연될 가능성
- 특히 이러한 상황이 4월 이후에도 지속될 경우 에너지 가격 변동성 및 실물경제 충격이 확대될 리스크가 존재

Executive Summary

미국 경제: 상대적으로 충격 제한적이나 고물가, 고금리 부담은 누적, 경기침체 발생 가능성 제한적이나 경기 둔화 압력은 확대

- 유럽과 아시아 국가들과 비교할 때 중동 전쟁이 미국에 미치는 직접적 영향은 제한적이나 체감물가 높고, 고금리 장기화에 따른 피로도가 누적되고 있는 만큼 공급충격에 따른 인플레이션 압력 확대가 부담 요인으로 작용해 경기 둔화 압력 확대 예상(26년 성장률 2.4%에서 2.1%로 하향)
- 미국은 유가 10% 상승 시 헤드라인 소비자물가 0.15%p 상승(연준, 2024), 26년 헤드라인 CPI는 약 0.4%p~0.6%p 높아질 전망
- 러-우 사태만큼 수요측 물가 압력이 크지는 않아 공급충격발 에너지가격 상승이 기대인플레와 근원물가 상승으로 이어질 가능성은 제한적
- 재정, AI투자, 여전히 양호한 금융여건 고려할 때 인플레 압력 확대로 체감경기 악화 및 실질소득 감소해도 경기 침체 발생 가능성은 여전히 낮아
- 연준 인상과 인하 기대 모두 현재로서는 과도, 연내 기준금리 동결 전망 예상. 4분기부터는 27년 인하(2~3회) 기대 점차 반영될 것으로 예상

한국 경제: 고유가, 고환율 이중부담 속 물가 충격 시차 두고 가시화, 수출과 내수 양극화 속 재정 부담 확대

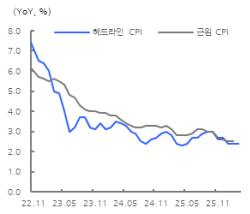
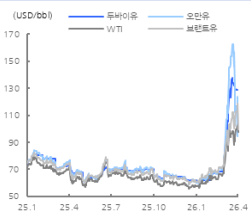
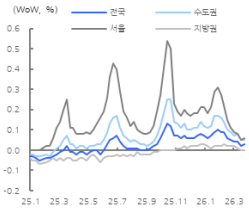
- 높은 에너지 수입 의존도 + 고환율과 고유가 이중으로 부담, 소비자물가는 4월 2% 후반, 5월 3% 진입 이후 3분기 정점 도달 예상
- 연간 소비자물가 상승률 전망치는 2.8%로 상향, 정부 가격 통제 강도와 기간에 따라 낮아질(2.6~2.7%) 가능성도 있으나 정상화 지연, 유가, 천연가스 뿐만 아니라 운임, 식품가격, 제조업 생산원가 등 다방면에서 비용 압박 확대 예상되는 만큼 3% 상회할 가능성도 배제 어려워
- 26년 한국 경제성장률은 반도체 수출 호조에 따른 1분기 GDP 서프라이즈 가능성, 정부 경기 부양 기조 등 고려할 때 2% 성장 가능할 전망

4월 금통위 Preview & 한은 통화정책: 인플레이션 경계감 높아질 금통위, 상반기 동결해도 하반기 인상 편향 강해질 것, 인상 사이클 장기화는 X

- 인플레이션 리스크가 크게 확대됨에 따라 금통위 매파 편향 강화 불가피. 단, 사태 향방의 불확실성 크고 우리 경제 구조 특성상 원유 수급 차질이 물가 상승 뿐만 아니라 수요와 생산활동 위축으로 연결될 가능성이 높은 만큼 한은은 2분기 중에는 정책 대응을 유보(look-through)할 전망
- 누적된 인플레 압력으로 물가 상방 리스크가 확대됨에 따라 금통위 하반기 기준금리 1회 인상 예상. 인플레갭 확대와 GDP 갭의 음(-)의 확대가 동시에 나타나는 점 고려할 때 연속적인 금리 인상이나 인상 사이클 장기화 가능성은 제한적
- 정부의 재정 대응과 반도체 수출 호조가 경기 하방을 일정 부분 완충해 통화정책은 성장보다는 물가 안정에 상대적으로 더 높은 비중을 둘 가능성

4월 Macro Calendar

현대차증권

SUN	MON	TUE	WED	THU	FRI	SAT
			1 한국 세계국채지수(WGBI) 편입 한 3월 수출/입 3월 S&P 제조업 PMI 3월 무역수지 EU 2월 실업률 3월 S&P 제조업 PMI[F] 미 2월 소매판매 3월 S&P 제조업 PMI[F] 3월 ISM 제조업 PMI 3월 ADP 비농업부문 고용 변화 일 3월 S&P 제조업 PMI[F] FED 슈미드(캔자스시티) 경제전망 발언 바(연준 부의장) 스테이블 코인 규제 발언 무살렘(세인트루이스) 통화정책 발언	**2** 한 3월 CPI 3월 근원 CPI 미 2월 수출/입 2월 무역수지 3월 Challenger 해고자 지수 FED 로건(댈러스) 은행 콘퍼런스 발언	**3 미국 고용보고서** 미 3월 평균 시간당 임금 3월 비농업고용자수 3월 실업률 3월 S&P 종합 PMI[F] 3월 S&P 서비스업 PMI[F] 한 2월 경상수지 일 3월 S&P 종합 PMI[F] 3월 S&P 서비스업 PMI[F] 휴장 미국, 독일, 영국, 홍콩 채권 한국 물가연동채 입찰 FED 보우먼(연준 이사) 은행 컨퍼런스 발언	**4 한국 CPI**
5 4월 국고채 발행 계획(전월대비) 4월 국고채 발행 18조원(-1.0조원) 2년물 3.0조원(-0.2조원) 3년물 3.1조원(-0.2조원). 5년물 2.9조원(-0.2조원) 10년물 2.9조원(-0.1조원) 20년물 0.5조원(-0.1조원) 30년물 4.8조원(-0.2조원) 50년물 0.7조원(-0.1조원) 물가연동국채 0.1조원(+0.1조원)	**6** 미 3월 ISM 서비스업 PMI 휴장 영국, 독일, 중국, 홍콩 채권 국고채 3년물 입찰	**7** 미 3월 뉴욕 연준 1년 기대 인플레이션 EU 3월 S&P 종합 PMI[F] 3월 S&P 서비스업 PMI[F] 4월 Sentix 투자자신뢰지수 일 2월 선행지수[P] 2월 동행지수[P] 휴장 홍콩 채권 미국채 3년물 입찰	**8 지준일** 한 2월 경상수지 EU 2월 소매판매 2월 PPI 채권 미국채 10년물 입찰 FED 굴스비(시카고) 통화정책 발언	**9 옵션만기일, 미국 PCE** 미 2월 PCE 2월 근원 PCE 4Q GDP[T] 4Q GDP 물가지수[T] 일 3월 소비자심리지수 채권 미국채 30년물 입찰	**10 한은 금융통화위원회, 미국 CPI** 미 3월 CPI 3월 근원 CPI 4월 미시간대 1년 기대인플레[P] 4월 미시간대 5년 기대인플레[P] 4월 미시간대 소비자신뢰지수[P] 중 3월 CPI 3월 PPI 일 3월 PPI 채권 국고채 50년물 입찰	**11 미국 CPI** 
12 미국 기대인플레이션 	**13** 한 4월 1~10일 수출/입 미 3월 기존주택매매 채권 국고채 10년물 입찰	**14 미국 PPI** 미 3월 NFIB 소기업 낙관지수 3월 PPI 3월 근원 PPI 중 3월 수출/입	**15** 한 3월 수출/입 물가 3월 실업률 미 3월 수출/입 물가 4월 뉴욕 엠파이어스테이트 제조업지수 4월 NAHB 주택시장지수	**16 연준 베이지북** 미 3월 산업생산 4월 필라델피아 연준 경기 전망 4월 뉴욕 연준 서비스업 경기활동 중 3월 산업생산 3월 실업률 3월 기존/신규 주택가격 1Q GDP EU 3월 CPI[F] 3월 근원 CPI[F] FED 보우먼(연준 이사) IIF 포럼 발언	**17** EU 2월 경상수지 2월 무역수지 FED 연준 대외 커뮤니케이션 블랙아웃(~5/1)	**18 국제 유가** 
19 원/달러 환율, 달러인덱스 	**20** EU 2월 건설생산 채권 국고채 5년물 입찰	**21 신현송 한은 총재 취임** 한 4월 1~20일 수출/입 미 3월 소매판매 4월 필라델피아 연준 서비스업 활동지수 EU 4월 ZEW 경기 전망지수 채권 국고채 20년물 입찰	**22** 한 3월 PPI 일 3월 수출/입 EU 4월 소비자기대지수[P] 채권 미국채 20년물 입찰	**23** 한 1Q GDP[A] 4월 소비자심리지수 미 4월 S&P 제조업 PMI[P] 4월 S&P 서비스업 PMI[P] EU 4월 S&P 제조업 PMI[P] 4월 S&P 서비스업 PMI[P] 일 4월 S&P 제조업 PMI[P] 4월 S&P 서비스업 PMI[P]	**24** 미 4월 미시간대 1년 기대인플레[P] 4월 미시간대 5년 기대인플레[P] 4월 미시간대 소비자신뢰지수[P] 4월 댈러스 연준 제조업 활동지수 4월 캔자스시티 연준 서비스업 활동지수 일 3월 CPI	**25 국고채 금리**
26 주간 주택가격지수 	**27** 중 3월 산업생산 채권 미국채 2년물 입찰	**28 BOJ 금융정책위원회** 미 2월 FHFA 주택가격지수 4월 CB 소비자기대지수 4월 댈러스 연준 서비스업 활동지수 4월 리치몬드 제조업지수 일 3월 실업률	**29** EU 4월 소비자기대지수[F] 미 3월 주택착공건수 휴장 일본	**30 연준 FOMC, ECB 통화정책회의** 한 3월 산업생산 미 3월 PCE 3월 근원 PCE 3월 개인소득 1Q GDP[A] 1Q GDP 물가지수[A] 1Q 개인소비[A] 일 3월 산업생산[P]	**★ 4월 주요 이벤트** 한국 세계국채지수(WGBI) 편입(4/1) 한국은행 금융통화위원회(4/10) 연준 베이지북 공개(4/16) 신현송 한은 총재 취임(4/21) BOJ 금융정책위원회(4/28) ECB 통화정책회의(4/30) BOE 통화정책회의(4/30) 연준 FOMC(4/30)	**★ 5월 주요 이벤트** RBA 통화정책회의(5/5) MSCI 분기 리뷰(5/12) 미-중 정상회담(5/14~15) 파월 연준 의장 임기 만료(5/15) 한국은행 금융통화위원회(5/28) OECD 경제전망(5월중)

Compliance Notice

▶ Compliance Notice

- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료 작성자 최제민의 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.