

Market Issue

교착 상태에 접어든 이란 전쟁

- 미국과 이란과의 갈등은 교착 상태에 접어든 상황. 이란이 제시한 호르무즈 해협 재개방 조건은 미국이 수용하기 어려움. 미국은 해상 봉쇄를 비롯한 경제적 압박만 이어갈 계획
- 관건은 인플레이션에 대한 영향. 현재 인플레 환경은 긍정적이나 호르무즈 우회 통행이 호르무즈 수준으로 차단될 경우를 경계
- 한편 빅테크 CDS 프리미엄이 하락하는 등 테크 펀딩 환경은 양호. 교착 환경에도 불구하고 테크 반등 지속 전망. 엔비디아를 중심으로 한 순환투자 관련 이슈는 모니터링 필요

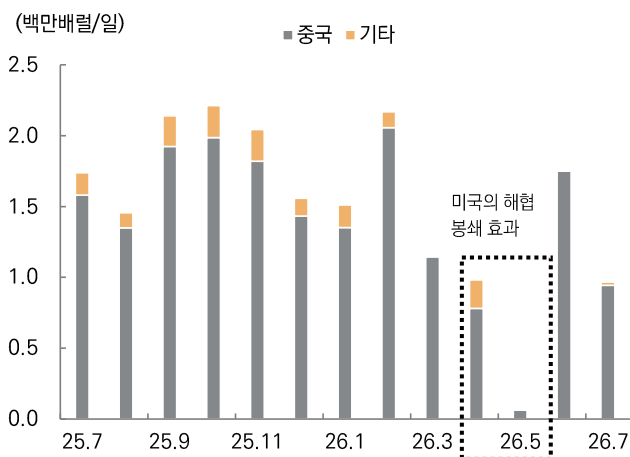
교착 상황에 접어든 이란 전쟁: 호르무즈 우회 통로 차질 심화 경계

8월 들어 이란에 대한 미국의 공격이 중단되고 호르무즈 해협 통행을 둘러싼 이란과 오만의 협상이 활성화되며 해협 정상화 기대가 고조됐다. 하지만 지난 주말 이란이 해협 통행이 재개되기 위한 요구를 발표했다. 미국이 이란과 레바논, 가자, 예멘, 이라크내 이란 동맹 세력에 대한 전쟁을 영구적으로 종료하고 이란 주변에서의 미군 철수, 해상 봉쇄를 비롯한 경제적 제재 해제, 전쟁 배상금 등을 요구했다. 6월 MOU보다 요구 수위가 높아졌다.

미국으로서는 해당 요구를 수용하기 어렵다. 해당 요구들을 모두 받아주면 사실상 패배를 인정하게 되기 때문이다. 비록 이란 전쟁이 유권자들의 지지를 못하고 있지만, 이대로 요구를 수용하고 철수하면 지지율에 더 큰 타격을 줄 수 있다.

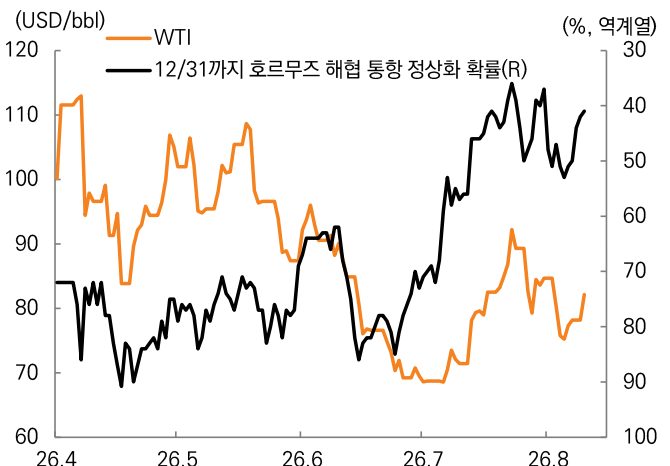
이에 트럼프 대통령은 군사적 수단은 배제하지만 해상 봉쇄를 비롯한 경제적 압박은 이어가는 'low-key' 전략을 사용하겠다고 밝혔다. 이란이 경제적 고통을 감내하지 못하고 요구들을 일부 철회할 것이라는 계산이다. 미국으로서는 군사적으로 원하는 목표를 달성하고 전쟁을 끝내기 어려운 만큼, 가장 합리적인 선택이다. 실제로 지난 4월 미국이 해상 봉쇄를 개시한 후 이란의 원유 수입이 급감해, 해상 봉쇄의 경제적 타격 효과는 입증됐다.

그림 1. 이란의 원유 수출량: 미국 해상 봉쇄 효과



자료: United Against Nuclear Iran, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 호르무즈 해협 정상화 가능성과 WTI



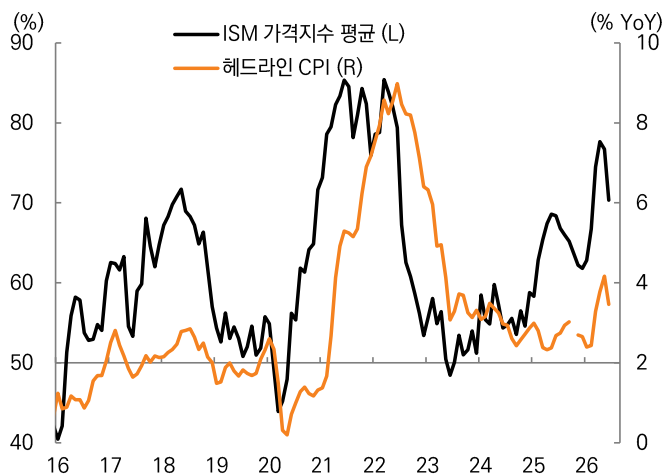
자료: Bloomberg, Kalshi, 미래에셋증권 리서치센터

결국 이란이 요구 조건을 낮추지 않는 이상 현재의 교착 상황은 더 지속될 가능성이 높다. 이란도 GDP의 40%로 추정되는 전쟁 피해를 복구 해야 하는 만큼 결국에는 요구 조건을 변경할 것으로 예상된다. 다만 시간은 다소 소요될 수 있는데, 최근 이란내 강경파가 힘을 얻고 있는 정황이 포착된 영향이다. 개편된 안보 지도부의 수장(SNSC)직에 임명된 이란혁명군 출신 레자이는 이란의 요구가 수용되기 전까지 해협 재개방은 없다는 입장이다.

교착 상황이 이어지면 인플레이션 경계도 커질 수 있는데, 호르무즈 해협의 대안 통로인 홍해 통행의 차질 정도가 관건이다. 현재로서는 후티 반군이 통행을 방해하고 있지만, 홍해 바브엘만덱 통행은 이어지고 있다. 만약 홍해 통행도 호르무즈 해협 수준으로 막히게 되면 에너지 가격에 대한 상승 압력도 한층 높아질 수 밖에 없다.

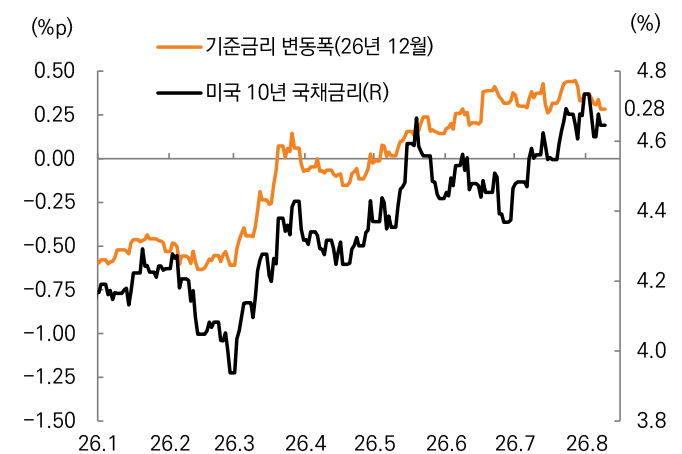
다행히 현재 인플레이션 환경은 긍정적인 만큼, 전쟁 여파로부터의 완충 효과를 일정 부분 기대할 수 있다. 헤드라인 인플레이션을 선행하는 ISM 가격 지수는 지난 5월을 계기로 하락세를 이어가고 있고, 7월 고용지표에서도 비농업고용자수가 전월 대비 2.3만명이 감소해 고용 시장으로 인한 인플레이션 압력도 적다는 신호를 줬다. 고용 시장 발표에 힘입어 선물 시장에 반영된 연내 미국 금리 인상 폭도 7월 중 0.45%p에서 0.28%p로 낮아졌다.

그림 3. ISM 가격지수와 헤드라인 CPI 추이



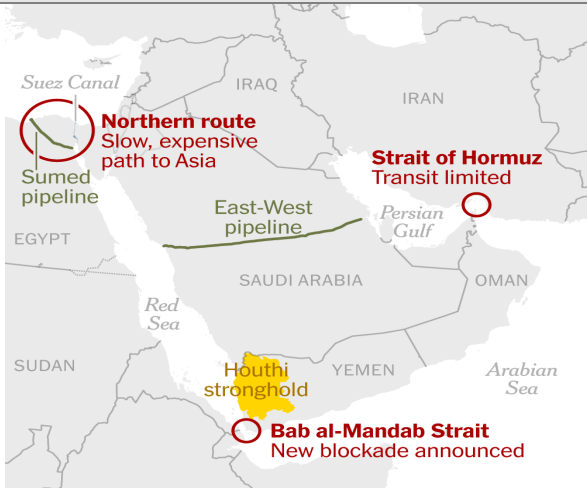
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 선물시장에 반영된 연내 연준 금리 인상 폭



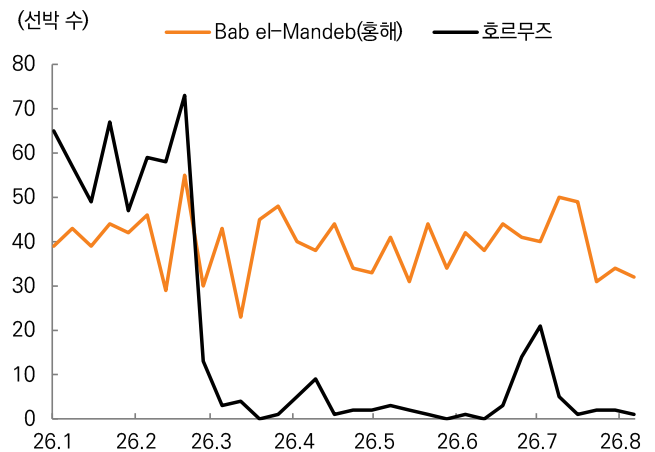
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 후티 반군 위치와 홍해 통행 경로



자료: NY Times, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 홍해와 호르무즈를 통과하는 탱커 수



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

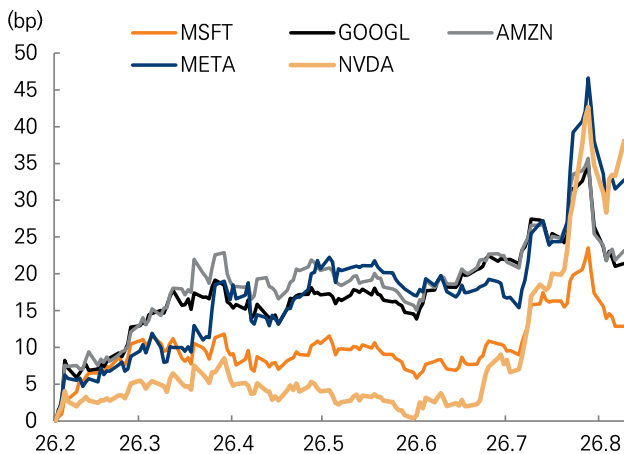
테크 펀딩 환경 긍정적이나 엔비디아 순환 출자 우려 잔존

테크 환경도 양호하다. 7월말 시장에 우려를 안겼던 펀딩 관련 리스크 지표들은 안정적이다. 마이크로소프트와 아마존 실적 발표 후 CDS 프리미엄, 회사채 스프레드는 하락해 펀딩 비용 우려는 완화됐다. 해당 기업들이 capex 가이드를 유지하고 클라우드 매출이 전분기 대비 높아져 capex를 감당할 수 있다는 신호를 줬기 때문이다. 7월 고용 지표 발표 후 완화된 금리 인상 우려도 긍정적이다. 이런 점들을 감안하면 이란 전쟁 교착 상황에도 불구하고 테크 밸리는 앞으로 더 지속될 전망이다.

그러나 엔비디아를 필두로한 순환투자자에 대한 우려는 아직 잔존해 있다. 엔비디아는 7월말 OpenAI에 대해 2,500억달러 규모의 신용보증을 검토한데 이어 전날에는 Apollo, Blackstone, Goldman 등과 함께 5,000억달러 규모의 펀드를 구성하기로 합의했다. 자사 고객들의 자금 조달을 돕기 위한 조치로 풀이된다. 문제는 이와 같은 신용보증, 펀드를 구성하면 고객사들에 대한 신용 리스크에 노출되고, 엔비디아의 실적에 대한 의구심이 늘어날 수 있다는 점이다. 고객들이 결국은 엔비디아의 자금을 받아 엔비디아 제품을 구매하는 구조가 형성돼 순환투자 영향에서 벗어난 실제 판매량은 더 낮을 수 있기 때문이다.

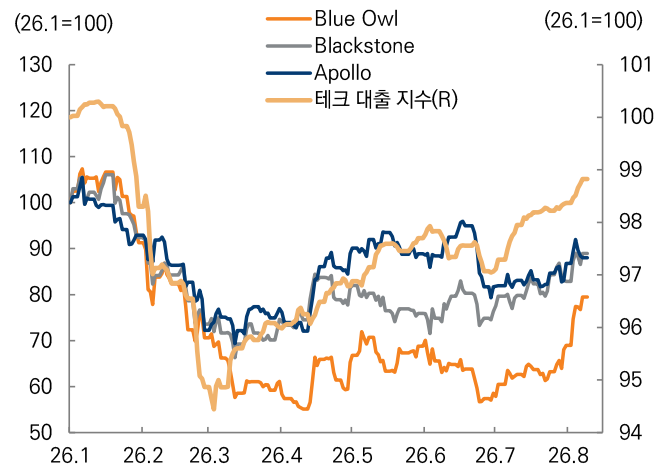
순환투자 관련 이슈로 인해 이번주 다른 하이퍼스케일러 기업들의 CDS에는 큰 변화가 없었지만 엔비디아의 CDS만 5.6bp 상승했다. 5,000억달러 관련 사모 크레딧 펀드(Apollo, Blackstone 등)의 주가는 상승하고 있어 순환투자가 당장 문제가 되지는 않겠지만, 순환투자 상황도 테크 자금 조달 이슈의 일환으로 지속적인 모니터링이 필요하다.

그림 7. 빅테크 기업들의 5년 CDS 프리미엄



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. BDC 기업들의 주가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.