

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2022. 3. 3 (목)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

Flight to Quality, 일단 안전운전

오늘의 차트

러시아, 어디까지 갈 수 있을까?

칼럼의 재해석

멕시코 에너지 개혁, '오히려 나빠'

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



▲ 채권/자산 전략

Analyst 윤여삼

02. 6454-4894

yeosam.yoon@meritz.co.kr

Flight to Quality, 일단 안전운전

- ✓ 전쟁 공포로 안전자산 선호 강화, 아직 추세전환까지 인정할 정도 아니나 점검 필요
- ✓ 미국채10년 1.8% 하단 깨지면 연내 미국 통화정책 정상화 기대 후퇴. 러시아 외환보유고 문제가 글로벌 단기자금 시장 악영향을 미칠 경우 미국채10년 1.5% 이하로 내려갈 것. 미국보다 유럽 하이일드 스프레드 주목하면서 다른 안전자산(유가와 금, 엔화) 변화도 점검
- ✓ 일각에서 우려하는 원화 채권은 안전자산 지위에 큰 영향 미치지 않을 것으로 판단

아직 Base-line이지만 최악까지 걱정하게 하는 우크라이나 이슈

'Mankind must put an end to war, or war will put an end to mankind – John F. Kennedy' 인류가 전쟁을 끝내지 않으면 전쟁이 인류를 끝낼 것이다. 틀에 박힌 전쟁명언이 새삼 와 닿는 시기이다.

2월 24일 러시아가 우크라이나를 침공하면서 시작된 이번 사태는 기존 베이스라인으로 보았던 돈바스 지역의 이양 수준을 넘어 수도인 키예프 공방까지 사태가 장기화될 위험이 커지고 있다. 푸틴은 핵무기 사용 가능성까지 열어두었다.

나토와 유럽의 참전이 제한되면서 사태의 심각성이 최악의 시나리오까지 진행되지 않았지만 SWIFT까지 시행되는 등 물리력+금융제재까지 심각성은 높다. 협상관련 소식도 전해지고 있지만 의미 있는 결과는 아직 도출되지 않았다.

그림1 우크라이나 전쟁, 현재 국지전에서 전면전 위기 사이에서 갈등 지속

potential outcomes of a FROZEN CONFLICT	US/NATO Sanctions	US Government Policy Response	Central Bank Response	Risk-Off Market Reaction
	X	X	X	X
	US Dollar Rally	Euro Depreciation	Energy Price Spike	Risk to Other Commodity Prices
	X	X	X	X
potential outcomes of a PARTIAL INVASION	US/NATO Sanctions	US Government Policy Response	Central Bank Response	Risk-Off Market Reaction
	✓	X	X	✓
	US Dollar Rally	Euro Depreciation	Energy Price Spike	Risk to Other Commodity Prices
	✓	✓	✓	~
potential outcomes of a FULL INVASION	US/NATO Sanctions	US Government Policy Response	Central Bank Response	Risk-Off Market Reaction
	✓	✓	✓	✓
	US Dollar Rally	Euro Depreciation	Energy Price Spike	Risk to Other Commodity Prices
	✓	✓	✓	~

자료: Loomissayles 메리츠증권 리서치센터

글로벌 지정학적 리스크 장기화되지 않았던 경험

1990년 걸프전을 기점으로 글로벌 지정학적 리스크로 인한 금융시장 충격은 장기화되지 않았다. 초기 물리적 충돌지점에서 일시적 반응이 연출되면 보통 1~2주 정도에 금융시장 민감도는 낮아졌다. 특히 예상된 리스크의 영향력은 더욱 제한적이었다는 점에서 이번 또한 최악의 시나리오까지는 아닐 것으로 본다.

러-우 분쟁 격렬해지며 불확실성 확대되고 있어

그렇지만 우크라이나 향전이 예상보다 격렬해지면서 전쟁은 이렇지도 저러지도 못하는 상황에서 불확실성만 높이고 있다. 때문에 유가는 명확하게 오르고 있는 반면 안전 선호 현상으로 채권시장 강세와 더불어 주식시장도 우려보다는 하락이 제한적이다. 유가상승으로 인한 인플레이션 우려는 가중되어도 글로벌 통화정책이 금융과 실물경제 우려를 제쳐두고 유동성을 환수하기 쉽지 않을 수 있다.

최근 통화정책 기대 후퇴하며 미국채 10년 금리 하락

지금 같은 시기 안전자산 선호를 대표하는 'fight to quality'가 본격화되고 있으나 사태의 심각성만 두고 안전선호를 쫓을 수 있는 상황이 아니다. 당장이라도 러-우 합의가 도출된다면 발등의 인플레이션을 쫓아 정책이 환수될 상황도 다른 측면에서 위험이다. 연내 6차례 인상기대(150bp)를 감안 연말 연방금리 1.75% 기대는 미국채10년 금리를 2.0%까지 끌어올렸다. 그렇지만 최근 통화정책 기대의 후퇴로 10년 금리가 1.8%를 하회하여 1.7%대까지 내려왔다. 추가적인 사태의 심각성이 유입되지 않는다면 당분간 미국채10년 1.50~1.80% 레인지를 예상한다.

만일 사태가 심각해져 안전선호가 심화될 경우 미국채10년 금리는 지난해 하반기 이후 정책기대를 감안 주요한 저항선이었던 1.50%를 깨고 내려갈 것이고 위험자산 충격은 더욱 커질 수 있다. 예상외로 사태가 안정화되면 미국채10년은 1차 1.8%대로 복원되었으나 이후 통화정책 부담으로 2.0%를 넘을 때는 또 유동성 환수를 걱정해야 한다. 올해는 이리저리 리스크를 감안해 움직여야 한다.

그림2 당사 추정 우크라이나 문제 Base 시나리오에서 Worst 우려를 일부 반영한 수준 등락

	Best	Base	Worst
시나리오	<ul style="list-style-type: none"> 외교적 합의 	<ul style="list-style-type: none"> 단기전 2014년 크림반도 병합과 유사한 전개 	<ul style="list-style-type: none"> 전면전(NATO vs Russia)/장기전 러시아산 가스/원유 수입 중단
거시경제	<ul style="list-style-type: none"> 불확실성 해소: 경제주체 심리개선 EMBI spread, 신용스프레드 축소 민간 자생력 기반 성장세 복귀 	<ul style="list-style-type: none"> 인플레이 우려 고조, 불확실성 상존 경기둔화 연장 위험 원자재 조달 난항 겪는 EM 경기부진 가능성 	<ul style="list-style-type: none"> 인플레이 정점 지연, 소비심리 급랭 일방적 달러강세 심화 자원가격 급등발 스태그플레이션
증시	<ul style="list-style-type: none"> S&P500: 4,300~5,300 S&P<Nasdaq, 대형>중소형, 가치<성장 	<ul style="list-style-type: none"> S&P500: 4,100~5,000 S&P>Nasdaq, 대형>중소형, 가치>성장, 에너지 업종 강세 	<ul style="list-style-type: none"> S&P500: 3,900~4,600 S&P>Nasdaq, 대형>중소형, 가치>성장, 에너지 업종 강세
	<ul style="list-style-type: none"> KOSPI 2,700~3,300 KS<KQ, 대형>중소형, 가치<성장 	<ul style="list-style-type: none"> KOSPI 2,600~3,200 KS>KQ, 대형>중소형, 가치>성장 	<ul style="list-style-type: none"> KOSPI 2,400~3,000 KS>KQ, 대형>중소형, 가치>성장
금리	<ul style="list-style-type: none"> 미국채 10년 2.0~2.3% 연준 연내 150bp 인상 	<ul style="list-style-type: none"> 미국채 10년 1.8~2.0% 안전자산 선호, 크레딧 위험 부각 	<ul style="list-style-type: none"> 미국채 10년 1.4~1.8% 유가상승보다 실물경기 우려
유가	<ul style="list-style-type: none"> WTI 100달러 이하 안정 실물충격 제한, 러시아산 원유수급 문제 진정 	<ul style="list-style-type: none"> WTI 100~120달러까지 오버슈팅 공급망 불확실성 확대 (단기) 	<ul style="list-style-type: none"> WTI 120달러/배럴 상회 급등 이후 경기부진 우려로 급락
천연가스	<ul style="list-style-type: none"> 9월 이전(50유로/MW) 수준 수렴 	<ul style="list-style-type: none"> 100유로/MW 내외로 단기 오버슈팅 	<ul style="list-style-type: none"> 110유로/MW 상회 이후 급락

자료: 메리츠증권 리서치센터

혼재된 글로벌 금융시장 반응, 러시아 충격만 명확

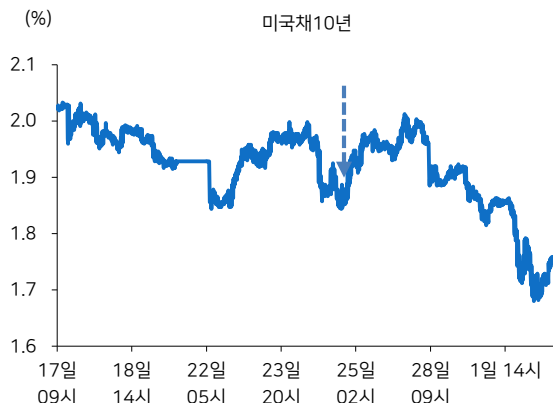
금융시장 반응 혼재되는 측면

2월 24일 러시아군이 우크라이나로 진격한 이후로 금융시장 반응은 많은 정보들이 혼재되고 상충되는 듯 보인다. 침공 당일 안전자산 선호로 미국채10년 금리가 1.8% 초반까지 내려왔지만 이내 '이슈확정=불확실성 완화'로 해석되며 미국금리와 주가가 낙폭을 대부분 회복하는 모습을 보였다<그림 3, 4>.

그렇지만 사태가 조기에 해소되지 않고 러시아의 돈바스 점령 이후 철군 정도로 해결되지 않으면서 안전자산 선호현상이 좀 더 심화되었다. 3월 들어와 전쟁장기화 우려가 부각되자 안전선호로 미국채10년 금리는 1.7%대로 레벨을 낮추었다. 반면 미국증시는 반등폭을 소폭 되돌렸지만 선방 중이다.

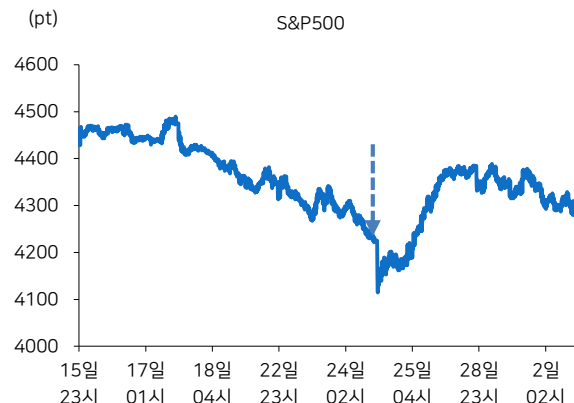
달러인덱스의 경우 전쟁반발 이후 2% 가량 절상되었지만 추세적으로 강세기조를 나타내지 못하면서 채권과 주식 사이 동상이몽을 지켜보고 있다<그림 5>. 유가만 전쟁 리스크로 인한 원유공급 충격을 고려해 WTI가 배럴당 105달러까지 치솟는 등 가장 명확한 움직임을 나타내고 있다<그림 6>.

그림3 미국채10년 전쟁 반발 이후 레벨 유지하다 하락



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 주가는 전쟁 이후 반등했다가 소폭 되돌리는 수준



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 달러강세 흐름은 유지되나 추가적 급등은 제한



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 원유 부족에 따른 우려감이 가장 크게 유입



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

러시아 금융시장 및 경제는 불안한 러시아 상황 반영

채권과 주식, 달러와 유가가 인과관계가 명확하지 않은 상황에서 러시아 금융시장과 경제에 어려움은 비교적 명확한 현실이다. SWIFT를 포함한 글로벌 금융체제는 러시아 기준금리를 9.5% → 20.0%까지 급격한 인상을 야기했고, 1998년 발행한 30년 만기의 신용도가 좋았던 러시아 고금리 달러표시 채권가격이 반토막 이상 급락할 정도의 충격을 받았다<그림 7>.

루블화 가치 급락과 1000bp에 육박할 정도의 CDS 급등만 보더라도 러시아 금융시장 신뢰도를 확인할 수 있다<그림 8>. 향후 사태의 진정은 러시아 관련된 금융시장 지표들의 민감도부터 줄여가는 과정이 전제되어야 할 것이다.

글로벌 GDP의 러시아 비중은 약 1.5%로 적은 규모가 아닌데다 6천4백억 달러가 넘는 외환보유고는 4천4백억달러인 한국보다도 큰 규모이다<그림 9>. 원유와 천연가스, 알루미늄, 니켈 등 주요 자원의 핵심국가이며 밀과 같은 식량자원에서도 중요도가 높은 국가이다<그림 10>. 러시아 경제규모대비 원자재 민감도까지 감안 시 사태장기화는 글로벌 물가상승과 성장둔화를 동시에 유발할 것이다.

그림7 러시아 기준금리 10.5%p 인상, 국채가격 반토막



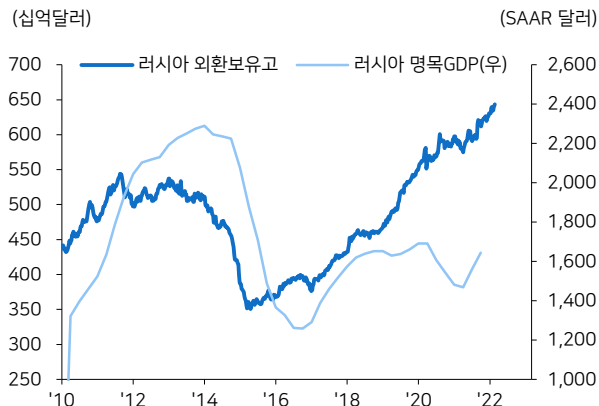
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 루블화 가치급락 및 CDS 급등으로 인한 위험증대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 글로벌 GDP 1.5% 러시아, 6천4백억 달러 외환보유



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 주요 자원국이라는 부담이 사태 장기화 우려

(%)	러시아	우크라이나
원유	12.6(2위)	-
천연가스	16.6(2위)	-
옥수수	1.2(10위)	3.1(5위)
밀	9.7(3위)	3.7(7위)
구리	3.9(8위)	-
알루미늄	5.6(2위)	-
철광석	4.0(5위)	3.2(6위)
니켈	10.1(3위)	-

자료: 한은 경제전망보고서(2022년 2월) 재인용, 메리츠증권 리서치센터

주요국 통화정책 기대의 후퇴? 안전선호와 실물경제 우려 혼재

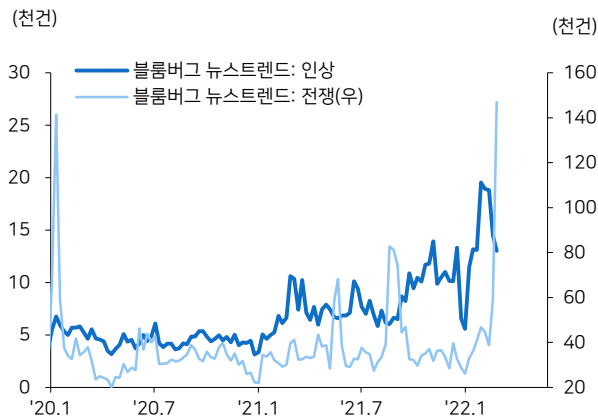
지정학적 리스크, 유동성 여건
완화 기대로 이어지는 측면

지정학적 리스크가 갖는 불확실성은 안전선호를 자극하면서도 현재 통화정책 환수에 민감했던 유동성 여건도 일부 완화시켜줄 수 있다는 기대를 자극한다. 이를 기반으로 채권과 주식이 동시에 나쁘지 않은 현 상황이 일부 설명된다. 물론 전쟁의 장기화는 연준이 금리를 올리지 않더라도 위험자산에 부담이 될 수 있다.

올해 들어와 블룸버그 뉴스트렌드를 점검해보면 '전쟁'관련 기사가 급증하면서 '인상'관련 기사는 줄어든 것을 확인할 수 있다<그림 11>. 실제로 최근 미국채10년 금리가 2.0% → 1.7%로 30bp 가량 하락한 것 대비 2년 금리는 1.5% → 1.3%대로 20bp 정도 반락했지만 3월 50bp 인상기대는 완전 후퇴했다<그림 12>.

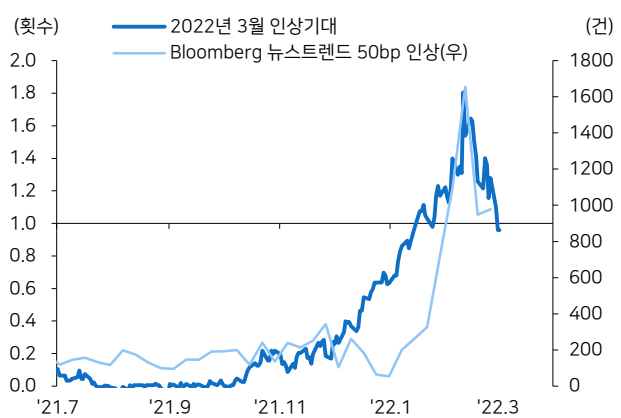
3월 연준이 첫인상을 단행한다는 기대는 유지되고 있지만 연내 6차례 이상의 인상기대는 5차례 정도로 낮아졌고<그림 13>, 내년 상반기까지도 8차례에서 6차례 정도로 낮아졌다<그림 14>. 실제 중앙은행 의지와 시장금리에 반영된 기대치는 차이가 있을 수 있으나 정책당국은 여러 변수를 같이 봐야 한다.

그림11 전쟁관련 기사급증 반대로 인상관련 기사 축소



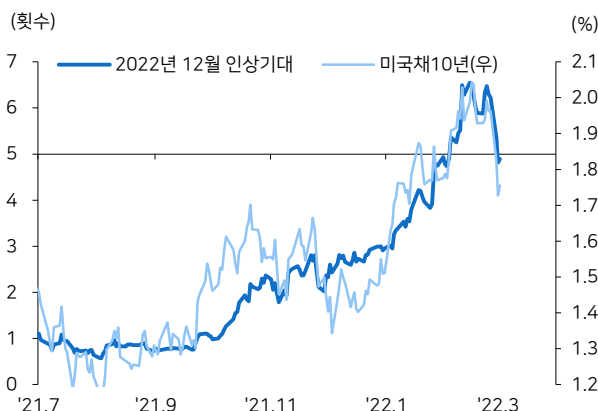
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 3월 50bp 인상기대 후퇴, 첫 인상 단행 정도 기대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 연내 6차례 인상기대가 5차례 수준으로 낮아져



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 바이든 물가안정 발언, 내년까지 정상화 기대는?



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

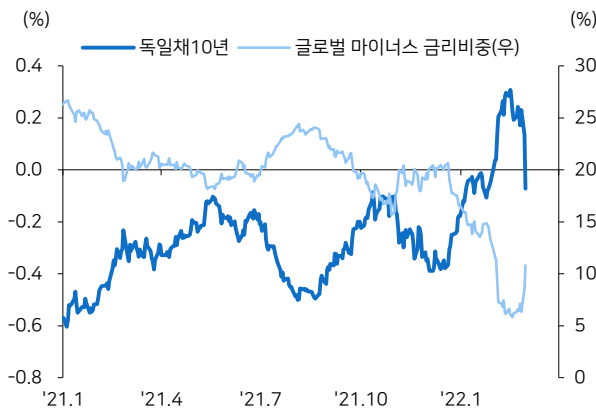
3월 1일 바이든 대통령 국정연설에서 '최우선 과제는 물가안정'이라는 발언을 통해 전쟁의 위협 속에서도 내년까지 연준이 통화정책 정상화를 가져갈 기본 경로 정도는 지킬 수 있을 것이다. 그렇지만 러시아 경제위축에 따른 글로벌 경제둔화 여파까지 고려한다면 지정학적 리스크 이전에 기대치 복원은 무리일 수 있다.

전쟁 리스크로 인해 유럽지역 안전 선호심리 심화

현재 전쟁 리스크가 미국보다 가까운 유럽지역의 안전 선호 역시 심화되고 있다. 독일채10년 금리는 0.3%까지 올랐다가 다시 마이너스대로 내려왔고, 글로벌 마이너스금리 채권비중도 늘었다<그림 15>. 높은 물가부담에도 향후 2년간 ECB 통화정책 정상화기대도 상당부분 후퇴했다<그림 16>.

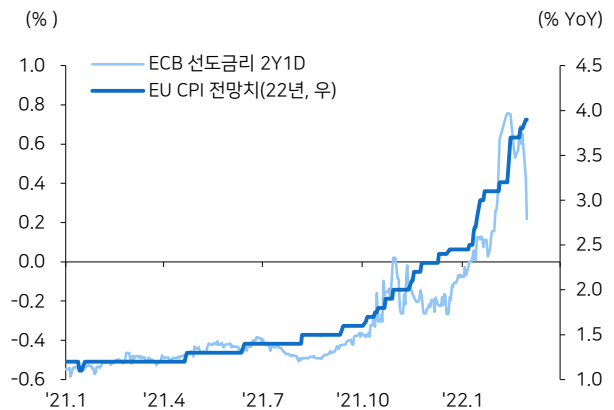
독일금리가 미국대비 스프레드 역전이 확대되면 완화적 금융환경으로 유럽증시에 긍정적이었으나 최근 안전 선호 심화로 미국증시대비 성과도 부진하다<그림 17>. 유로화는 ECB 정책전환을 기반으로 달러보다 강해질 수 있다고 투기적 포지션이 늘어났으나 실제로는 전쟁위험으로 약세를 나타냈다<그림 18>.

그림15 전쟁에 인접한 유럽, 독일채10년 다시 마이너스 진입



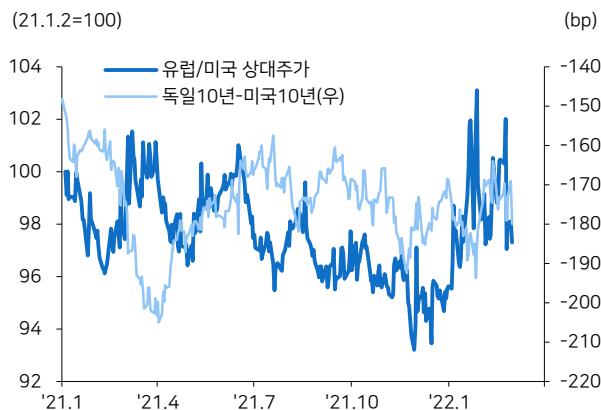
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 유럽 높은 물가부담에도 통화정책 기대 역시 후퇴



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 미국대비 금리차와 상대주가 공히 유럽이 약세



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 유로화 강세에 대한 기대대비 전쟁 우려로 약세



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

추가적인 안전선호가 강화될 경우 주의가 필요

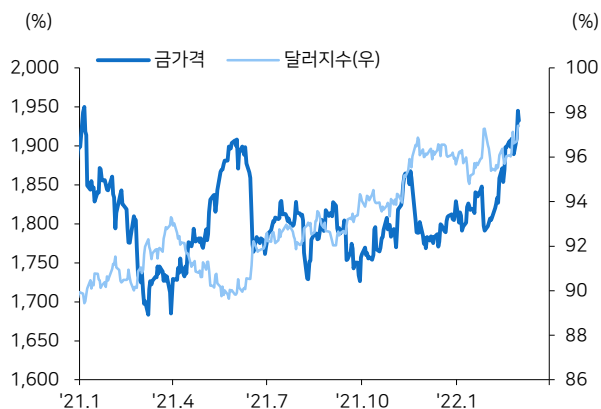
미국과 유럽 공히 물가부담이 높아 금리를 올려야 하지만 전쟁의 불확실성이 타이밍과 레벨기대를 다소 낮추는 과정에 있다. 사태가 아직 심각해지지 않으면서 현재 통화정책 환수기대 약화는 위험자산에도 나쁘지 않은 정도로 해석되나 추가적인 안전선호가 강화될 경우 주의가 필요하다.

역사적으로 안전자산인 금과 달러는 평시 상대가치상 역상관성을 나타내나 위기국면에서는 지금처럼 정(+)의 상관관계를 나타낸다<그림 19>. 여기에 유가상승으로 중장기 인플레이기대가 역지로 끌려갔지만 실물경제 우려가 커질수록 고유가는 중장기인플레이기대 반락으로 이어질 수 있다<그림 20>.

금융환경 지수의 추가적인 위축은 부담 구간

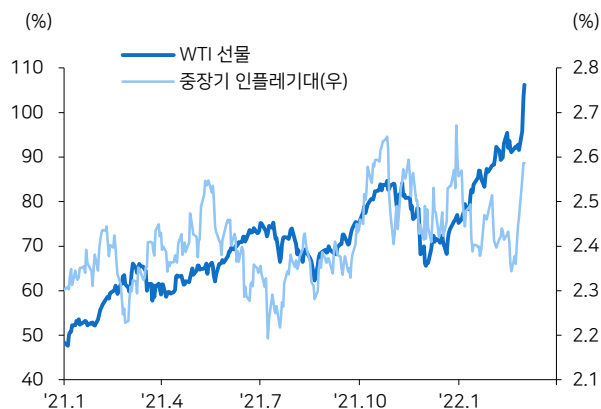
팬데믹 이후 엔화의 안전자산 지위가 예전 같지 않은 가운데 최근 중립국 통화가치로 스위스프랑이 유로화대비 강해지는 현상도 안전선호의 과정으로 해석된다<그림 21>. 그리고 가장 심플하게 글로벌 금융환경지수가 2021년 이후로 가장 위축국면까지 내려왔다는 점에서 현재 레벨부터 아래는 부담 구간이다<그림 22>.

그림19 금과 달러의 동행은 안전선호 대표적 국면



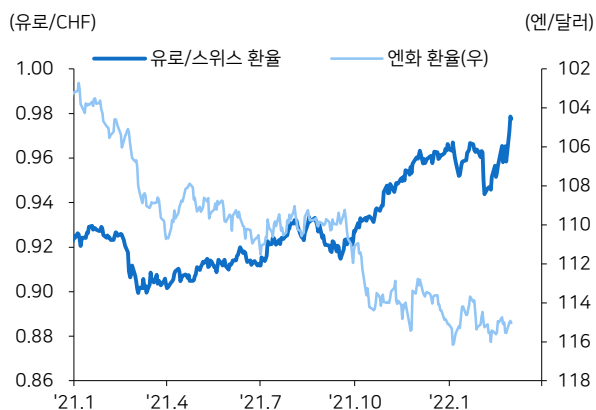
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 유가 급등으로 인해 중장기인플레도 일부 끌려가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 스위스프랑 강세, 상대적 엔화 안전자산 역할 약화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 글로벌 금융환경 위축 심화됨에 따른 불안



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

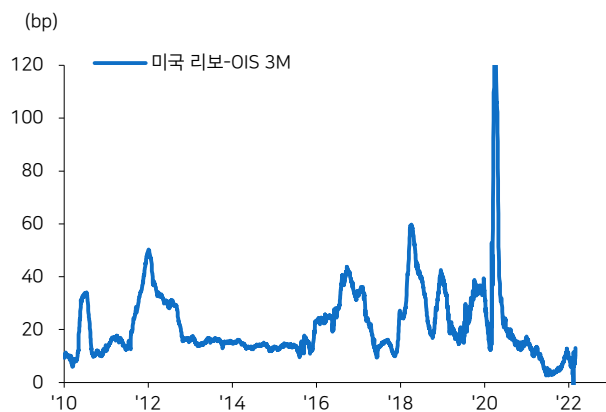
SWIFT로 인해 6천4백억 달러 규모 러시아 외환보유고(유로화 비중 35%와 달러 비중 15%)의 절반이 선진국 자금시장에 묶일 수 있는 위험이 있다. 3천억 달러 규모의 자금이 단기자금시장에서 동결될 경우 2008년 3월 베어스턴스가 파산할 때 정도 스트레스를 유발할 수 있다고 크레딧스위스가 언급했다.

단기자금 시장 여건 살펴볼 필요

실제 미국 리보-OIS 스프레드는 아직 10bp대 수준으로 심각성이 높지는 않으나 유리보와 유럽국채간 스프레드는 20bp대로 조금씩 확대되고 있다<그림 24>. 향후 단기적 전쟁심각도가 높아지거나 장기화 우려가 커질 경우 미국과 유럽의 단기 자금시장 민감도가 커지면서 현재 잘 버티는 위험선호가 흔들릴 것이다.

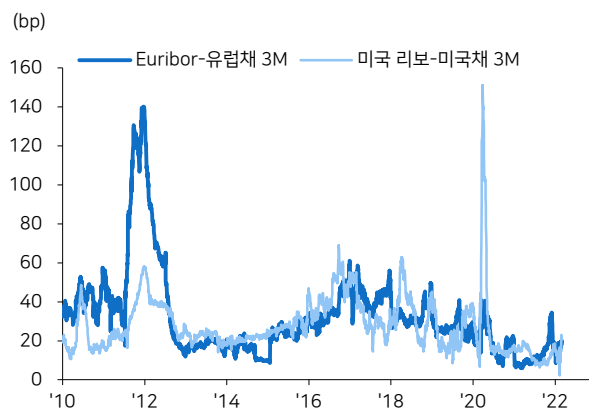
여기에 역시나 절대레벨은 아직 낮지만 전쟁민감도가 높은 유럽 하이일드가 미국 보다 확대 속도가 빠른 점도 유의해야 한다<그림 25>. 유럽은 과거 위기국면 대비 낮은 400bp대이나 기울기가 가파르다. 여기에 러시아 채권충격이 상당부분을 차지하고 있지만 EMBI 스프레드 확대도 주의구간이다<그림 26>.

그림23 사태 좀 더 심화될 경우 단기자금시장 여파 점검



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림24 유럽 단기자금 시장 교란 확산여부 중요



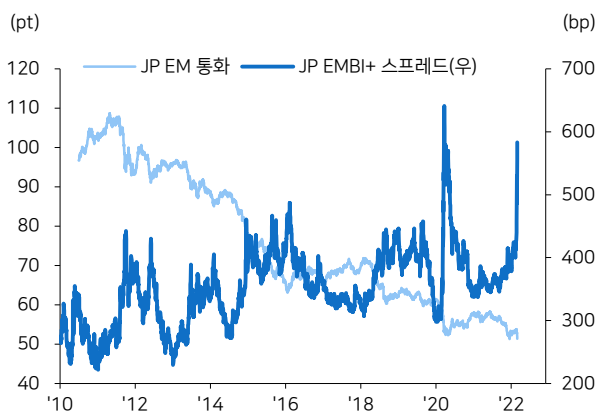
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 미국보다 유럽 하이일드 스프레드 확대 빠를 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 러시아 영향 크지만 이머징 채권시장 안정 중요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국채 10년 1.5% 합의와 한국국채는 안전자산 지위 유지

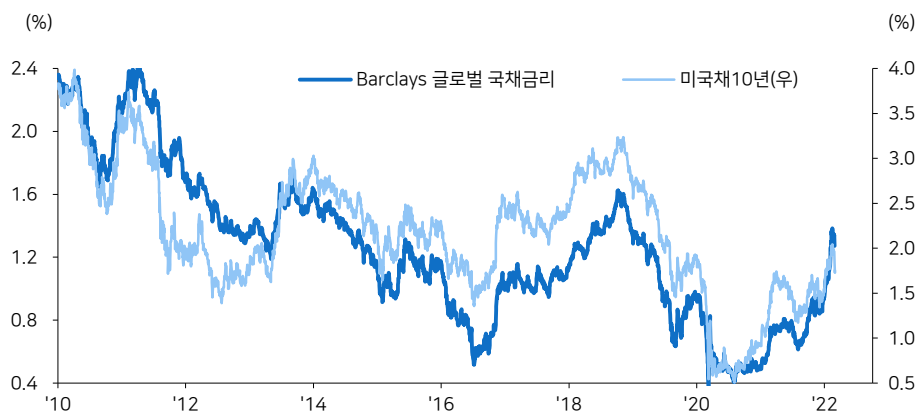
미국채 10년 1.5%가 갖는 의미

글로벌 통화정책 기대가 다소 완화되었다고 하나 안전선택이 강화되는 국면의 점검이 중요하다. 가장 단순하게는 미국채10년 금리가 1.8% 아래로 내려오면서 타격을 받은 연준의 정책기대가 1.5%까지 뚫리는 과정으로 밀린다면 올해 4차례 인상도 어려워지고 성장에 대한 기대는 낮아질 것이다.

그렇지만 현재 채권과 주식의 혼재된 정보는 미국채10년 1.50~1.80% 레인지는 위험자산에는 지정학적 리스크를 경기위험으로 온전히 반영하지 않는 적정라인 정도로 해석할 수 있겠다. 때문에 현재 이슈만 가지고 본격적으로 안전자산 편입을 늘리고 위험에 대비하는 것 역시 추천하지 않는다.

오히려 미국채10년 1.5%대까지 지키면서 차후 금리가 반등할 환경이 구축된다면 단기금리 반락을 채권투자 위험관리 기회 정도로 여기고 대응하는 것이 옳다고 본다. 현재 미국채10년 금리 반락대비 평균적 만기를 감안한 글로벌금리 레벨 자체는 그렇게 많이 떨어지지 않았다는 점도 고려해야 한다<그림 27>.

그림27 미국채10년 반락대비 글로벌금리 하락폭은 아직 제한적



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 미국 장단기 스프레드 축소 압력이 실물경제 우려 점검자



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

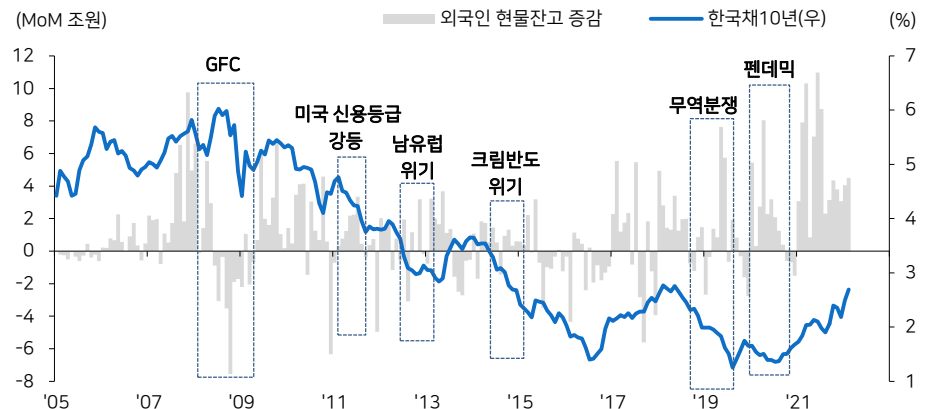
지정학적 리스크 완화 이후 장단기 금리차 확대 확인해야

연준 정책기대가 다소 후퇴되더라도 실물경제에 대한 우려를 반영하여 장단기금리차가 줄어들었다면 위험선호의 일부 회복도 안심할 수 없다는 점을 명심해야 한다. 현재도 미국채10년과 2년 금리차는 30bp대까지 축소되었다<그림 28>. 향후 지정학적 리스크 완화 이후 금리차 확대가 얼마나 진행될 수 있을지 중요하다.

현재 전쟁위험이 자칫 한국 국고채도 위험자산으로 매도될 위험은 없는지 질문이 많다. 우리는 기축통화국이 아니라는 약점이 있지만 2008년 금융위기 당시 일부 외국인 이탈에도 시장금리가 하향 안정화된 건전성이 높은 국가이다<그림 29>. 이후 미국 신용등급 강등이나 남유럽 위기, 크림반도 위기와 브렉시트, 미중 무역분쟁, 이번 팬데믹까지 금리는 하락하고 외국인 투자자금은 오히려 유입되는 안전자산의 지위를 확인해왔다. 이번 국면에서도 크게 다르지 않다는 생각이다.

글로벌금리 반락대비 국내금리 하락폭이 다소 제한적이라고 해도 최근 외국인 투자유입지속과 금리하향 안정은 유지되고 있다. 올해 국내 통화정책 기대 자체의 큰 변화는 아니나 기준금리 2.00%보다 1.75% 가능성은 높아졌다.

그림29 전쟁 위험 속에 한국채는 안전자산인가? 금융위기 이후 지위를 유지 중



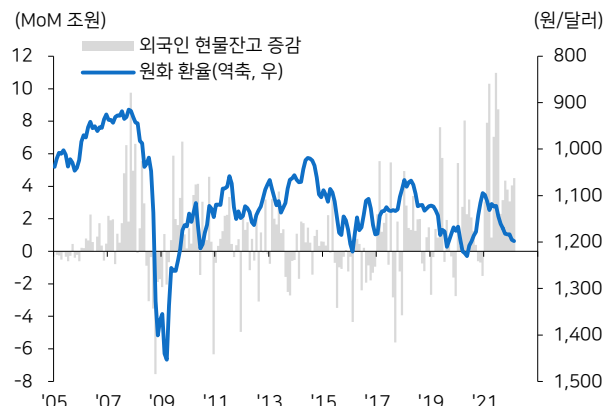
자료: 연합인포맥스, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

그림30 국내 채권금리 반락, 외국인 현물잔고 증가 중



자료: 연합인포맥스, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

그림31 원화약세 국면에도 외국인 채권투자 유지되고 있어

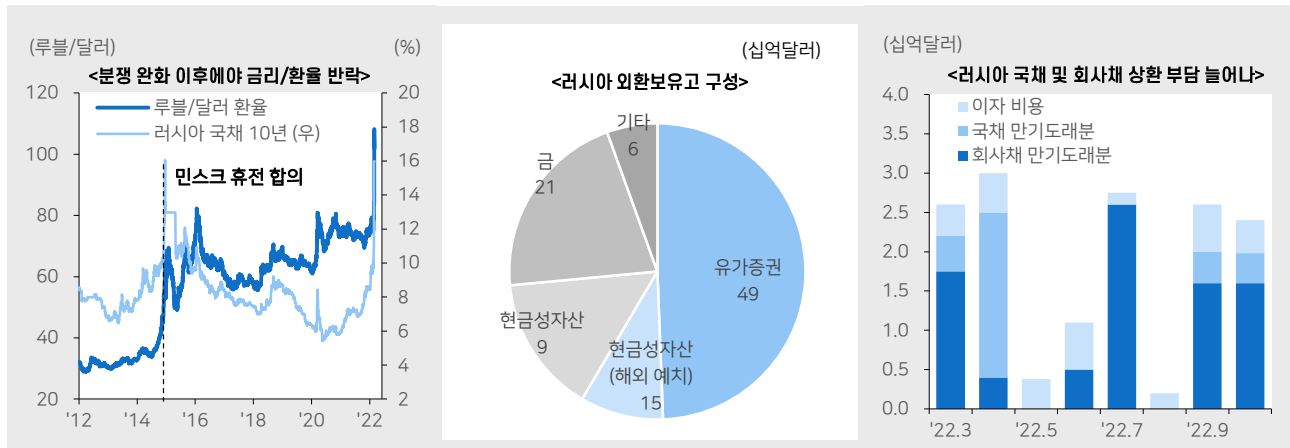


자료: 연합인포맥스, KRX, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

임제혁 연구원

러시아, 어디까지 갈 수 있을까?



자료: Bloomberg, CBR, 메리츠증권 리서치센터

러시아, 경제 제재의 영향으로
금융시장 리스크 확대

우크라이나-러시아 분쟁이 격화되면서 러시아 금융시장에 경고등이 들어오고 있다. 미국의 러시아 국채의 매입 규제 강화에 이어 SWIFT 배제, 외화보유액 사용 제약 등 경제 제재가 강화되자 루블화는 1월 이후 달러대비 30% 이상 평가절하되었으며 CDS Premium 또한 126bp→405bp로 급등했다. 러 중앙은행은 이에 대응하기 위해 기준금리를 10.5%p 인상하였으나 영향력은 제한적이었다.

과거 사례, 분쟁 완화 이후에야
금융시장 안정화

이는 과거 2014년 3월, 러시아아가 크림 반도를 합병할 때의 흐름과 비슷한 측면이 있다. 당시에 환율 방어를 위해 러 중앙은행은 2014년 기준금리를 11.5%p 인상함과 동시에 외환보유액을 활용했으나, 루블화 평가절하와 국채 금리의 상승세는 지속되었으며 글로벌 신용평가사 S&P는 러시아의 신용등급을 투자 부적격 등급으로 강등했다. 환율과 금리가 하락 반전한 것은 2015년 3월 우크라이나에서의 휴전으로 러시아에 대한 추가제재에 대한 우려가 완화된 시점이었다.

늘어난 외환보유고 활용하기
어려울 가능성

과거와 비교했을 때 외환보유고가 크게 늘어나 대응의 여지가 있다는 주장이 있으나, G7이 자국에 예치된 러시아의 외환보유고 자산을 동결한다고 밝히며 이 또한 여의치 않을 것으로 보인다. 외화보유고는 현금성자산 외에도 미국채와 같은 유가증권과 같은 자산으로 구성되어 있어 현금화하기 위해서는 일련의 과정이 필요하며, 여러 국가의 중앙은행 등 금융기관에 나누어 예치되어 있다. 예금과 같은 현금성 자산의 60% 이상은 타국의 중앙은행이나 BIS, IMF에 예치되어 있는 것으로 확인된다. 외화 조달이 경제 제재로 어려워지는 상황에서, 금리가 급등하며 6개월 내에 만기 도래하는 100억 달러 규모의 외화 표시 국채와 회사채 규모와 이자비용은 부담요소로 작용할 것이다.

전쟁 장기화될수록 금융시장
부담 가중될 수밖에 없어

유럽연합이 2일(현지시간) 발표한 SWIFT 제재 은행 중 국영 가스기업 가스프롬 계열사인 가스프롬뱅크가 포함되어 있지 않아 러시아 입장에서는 숨통이 트인 부분이 있으나, 전쟁이 장기화될수록 외환 조달 부담은 가중될 수 밖에 없을 것으로 보인다.

칼럼의 재해석

오정하 연구원

멕시코 에너지 개혁, '오히려 나빠' (The Economist)

지난 12월, 멕시코 국영석유회사 PEMEX는 2022년 수출량을 절반으로 줄이고, 2023년에는 수출을 전면 중단한다고 발표했다. 신규 법안에 따르면 멕시코 정부는 안보를 이유로 언제든지 연료·석유 수출입, 저장, 배분 허가를 효력 중지시킬 수 있다. 멕시코는 민간 에너지산업이 발달하며 전세계 최저가 수준에서 에너지공급을 할 수 있었다. 이러한 이점은 많은 해외기업의 공장들이 설립되는 등 멕시코의 경제성장에 기여하게 했다. 그러나 에너지산업이 국영화된다면 상황은 달라질 것이다.

멕시코 싱크탱크 IMCO는 금번 에너지개혁안을 '재앙'으로 표현했다. 멕시코는 현재 원유 정제시설이 부족하고, 국영전력청 CFE는 발전역량이 부족한 상태로 에너지 국영화는 놀라운 일이다. 그린에너지에도 반대되는 행보로 미국, 글로벌 기업 등에 반대에 부딪히고 있다. 현재 멕시코의 에너지 개혁안은 2021년 10월 발의된 이후 3분의 2 다수결이 필요해 멕시코 의회에서 현재 계류 중이다. 에너지개혁안이 통과되고 본격적 에너지국영화가 시작되면 탱커시장 물동량 감소는 불가피해 귀추가 주목된다.

멕시코 에너지 국영화

멕시코 에너지 판뒤집기:

2013년~: 에너지 민영화

2021년~: 에너지 자립

멕시코 오브라도르 대통령은 강한 의지를 갖고 에너지국영화를 추진하고 있다. Pemex에 대한 정부의 투자를 확대하고, 기존 정유소의 현대화 및 신규 정유소 건설을 통해 정제유 수입의존도를 줄여 에너지 주권을 회복한다는 방침이다. 이는 페냐 니에토 전 정권의 에너지 개혁과 정반대 행보이다. 페냐 니에토 정부는 에너지 개혁을 통해 석유 및 전력 산업을 민간 부문에 개방했다. 과거 에너지 개혁의 주된 목적은 국영석유 기업 Pemex와 국영전력청인 CFE가 독점하던 석유 및 전력산업을 민간에 개방함으로써 전기요금 인하, 에너지산업의 경쟁력 강화, 경제성장 촉진을 일궈내는데 있었다.

표1 멕시코 에너지 규제 타임라인

	일자	내용
[2012~2018] 페냐 니에토 정권 에너지 민영화	2013. 10. 01	▪ 페냐 니에토 대통령이 75년간 유지되던 국영기업 Pemex 에너지 독점 시대를 끝내고 시장 개방. 해외 석유기업의 멕시코 진출 시작
	2014. 08. 01	▪ 탄화수소법 발효. 인프라투자, 프로젝트 개발 등을 통해 석유 산업 활성화 추진
[2018~] 오브라도르 정권 에너지 자립	2019. 12. 22	▪ 재생에너지에 집중되어 있는 민간 업체들에 대한 투자위축 규제안 마련 ▪ 멕시코 전력 운용담당 기구인 국립에너지통제센터(CENACE)와 에너지 시장 규제기구인 CRE의 독립성을 낮춰 정부가 통제할 수 있도록 함 ▪ 민간 전력생산 업체를 압박하기 위한 수단으로 전력망 이용료를 높이는 방안 ▪ 전력업체들과 민간 고객 간에 맺은 계약을 파기토록 하고, 이들에 대한 인허가를 취소하며, 재생에너지 업체간 합병 장벽을 높임
	2021. 03. 04	▪ 국영기업에 전력 판매 우선권을 주는 전력산업법 개정안의회 통과
	2021. 05. 05	▪ 탄화수소법 개정안 발효. 안보의 사유로 민간기업의 조업 허가중에 대해 효력 정지 가능
	2021. 12. 28	▪ Pemex, 2022년 원유 수출량 절반 이상 감축, 2023년 전면 중단 발표

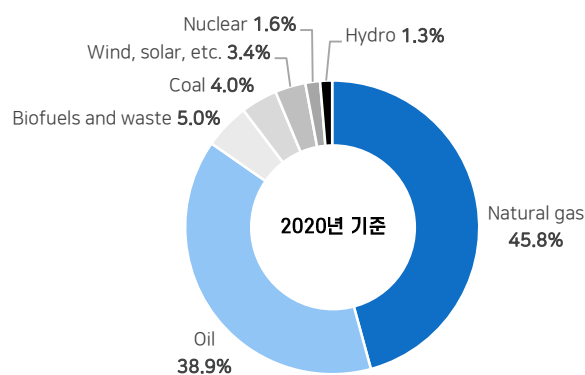
자료: 언론종합, KOTRA, 메리츠증권 리서치센터

오브라도르 대통령의 목표는 에너지 개발 및 공급의 자립이며, 멕시코 역내 에너지 공급을 확대해 경제 발전의 토대로 삼으려 한다. 그러나 문제는 그간 멕시코 발전산업의 민영화가 큰 성공을 거두었다는 점이다. 기업들이 민간업체에서 에너지를 공급받으며 멕시코 에너지가격은 계속 하락했고, 이를 토대로 미국 등지에서 글로벌 제조기업들이 멕시코로 몰려들었다. 세계은행에 따르면 지난 2014년에는 중국, 브라질보다 비쌌지만, 2016년, 전세계 최저 수준에 도달했다.

성공적인 에너지 민영화: 저렴한 에너지 가격으로 일궈낸 경제발전

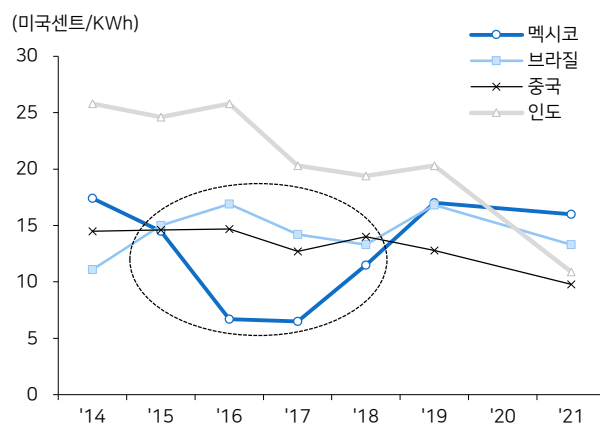
멕시코는 저렴한 에너지가격을 바탕으로 경제발전을 일궈낼 수 있었다. 저렴한 에너지, 노동력을 바탕으로 해외기업들이 멕시코에 공장을 세워 마킬라도라(Maquiladora), 조립 가공업 및 노동집약적 산업이 발달했다. 그러나 에너지 국유화로 공급이 조정된다면 상황은 달라진다. 저렴한 에너지비용이라는 장점이 소실되고, 에너지 가격 신뢰도가 하락할 것이다. 즉, 해외자본이 멕시코에 생산기지를 둘 이유가 없어진다. 실제로 미국 자동차회사 GM은 그린에너지를 장려하지 않는다면 멕시코에 더 이상 투자하지 않겠다고 언급했다.

그림1 멕시코 에너지 사용 믹스



자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

그림2 주요국 생산기지 에너지 가격 추이



주: 2021년은 6월 기준

자료: The World Bank, Global Petrol Prices, 메리츠증권 리서치센터

2023년 원유 수출 중단 예고

에너지 국영화 정책

- CFE 전력공급권 집중화
- Pemex 투자를 통한 설비 확충, 수출 제한

멕시코 정부는 에너지 주도권을 확보하는 차원에서 CFE에 전력공급권을 집중시키고, 원유 수출도 제한할 계획이다. 우선, 헌법 개정안은 CFE가 최종소비자에게 판매권을 독점할 수 있게 한다. 즉, 자체 소비를 위해 전력을 생산하거나 민간 발전 회사에서 직접 구매는 금지된다. 민간 기업이 전력망에 전력을 판매하는 것은 여전히 허용되지만, 비용이 아무리 비싸더라도 CFE의 출력이 우선된다.

둘째, 원유 수출이 제한된다. 그간 멕시코는 정유능력이 국내 연료 수요에 미치지 못해 원유를 수출하고 미국 정유업체로부터 휘발유와 경유 같은 값비싼 정제제품을 수입해왔다. 이에 오브라도르 대통령은 국내 원유 생산과 정제를 늘려 원료 자급률을 높이는 목표를 제시했다. 국영석유회사 PEMEX는 정부 방침에 따라 모든 원유를 자국 내에서 정제하려는 움직임을 보이는 한편, 2021년 100만배럴/일 수준인 원유 수출량을 2022년 43.5만배럴로 절반 이상 줄이고, 2023년 전면 중단한다고 발표했다. 멕시코의 에너지믹스는 원유, 천연가스가 약 85%를 차지한다. 멕시코는 현재 소비하는 정유제품 대부분을 미국 정유회사로부터 구입하고 있다. 발전용 원유사용은 15년간 대폭 감소했지만, 여전히 다른 IEA 가입국보다 높은 비중을 차지한다.

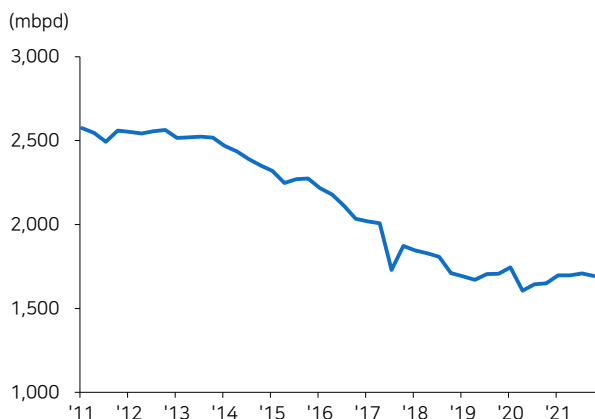
국유화의 실효성

- 1) 그린에너지 포기
- 2) 발전, 정제 역량 부족
- 3) 재정 문제

멕시코 쥘크탱크 IMCO(Mexican Institute for Competitiveness)는 멕시코 정부 에너지 개혁안을 '재앙'이라고 표현했다. 첫째, 신재생에너지 투자액 260억달러를 포함 440억달러규모 민간 에너지업계를 없애는 격이기 때문이다. CFE는 친환경 설비가 부족하다. 현재 멕시코에서 직접 기업고객들에게 전력을 공급하고 있는 민간 발전소는 239개인데, 이 발전소들은 대다수 신재생 에너지거나 천연가스 발전소이다. 둘째, CFE는 멕시코 전체 수요를 충족할 발전역량을 갖추지 못해 정전 사태가 예상된다. 생산량을 충족시키더라도 에너지 가격 상승은 피할 수 없다. 현재 CFE와 민간업체 모두 발전업을 영위하고 있지만, CFE 설비는 노후화되어 비효율적인 상황이다. 현재 CFE가 1킬로와트시를 생산하는데 민간업체 대비 최소 40% 이상의 추가비용이 든다. Pemex도 충분한 정제시설을 갖추지 못해 미국 걸프만 정제시설을 이용해왔다.

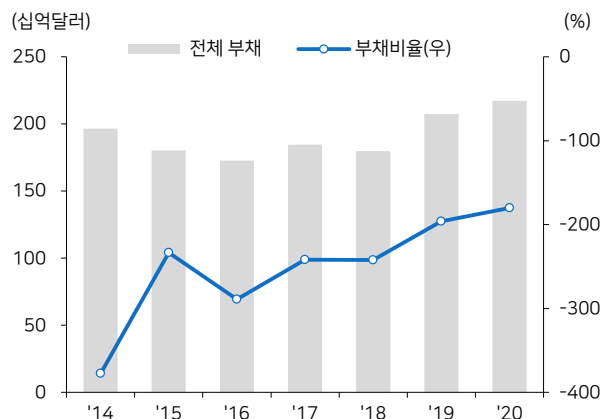
마지막으로, 비용문제가 발생한다. 국영석유회사인 Pemex는 2021년 기준 1,150억달러의 차입금으로 세계에서 가장 많은 부채를 지닌 에너지회사이다. 정부가 2022년 예산에서 Pemex에 배정한 금액은 교육부 예산의 두 배이다. Pemex는 이자비용과 자본지출로 고군분투하면서 탐사 및 신규 생산을 위한 투자까지 하고 있다. 게다가 Pemex의 생산량은 2003년 350만bpd에서 2022년 현재 170만bpd까지 감소하며 생산성도 악화되고 있다. 2017년 Siemens, Marubeni, Mitsui, Valero 등 여러 글로벌 기업들이 정제시설 업그레이드에 나섰지만 실패했다. CFE도 생산성이 뒷받침되지 않는데, 전문가들은 신규 투자를 제외하고도 CFE가 필요한 양의 전력을 생산하는데 연간 최소 30억달러가 필요하다고 지적했다. 에너지 국영화를 위해선 막대한 자금이 필요하다.

그림3 Pemex 분기별 생산량 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Pemex 재무건전성 악화



주: 2012년부터 완전자본잠식

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

국제사회 반응

멕시코의 에너지개혁은 2024년 그린에너지 전환 약속이 지켜지지 못할 것을 시사한다. 이에 더 많은 청정에너지를 사용하려는 기업의 품력 및 태양광 발전 투자를 저해할 것이라는 비판이 확산되고 있다. 법안이 통과되면 많은 장기 에너지 공급 계약과 청정에너지 우선 구매 프로그램을 취소하고 외국 기업에 영향을 줄 것으로 전망된다. 미국은 멕시코에 청정에너지에 대한 투자를 늘리라며 압박하고 있다. 특히 멕시코에서 활동하는 많은 미국기업이 청정 발전소에 직접 투자하거나 발전소에서 생산하는 저렴한 에너지에 의존하고 있어 불만이 크다. 이에 미국 정부는 기후 특사를 멕시코에 파견해 멕시코 전력시장 공개 유지를 촉구하고 있다. 회유책은 자금 지원과 기술적 지원 제공이다.

탱커 시장 영향

멕시코 탱커 선형 구성비:

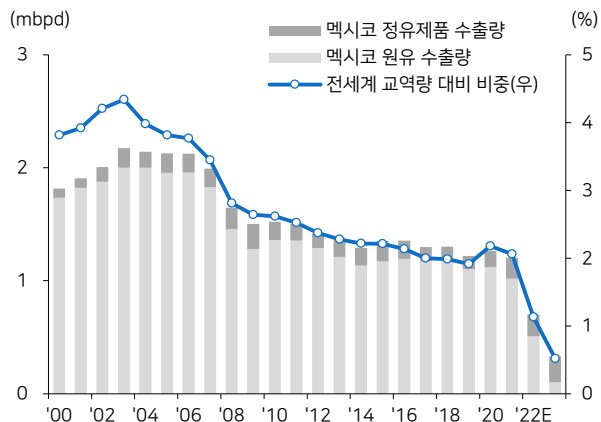
- Aframax 55%
- Suezmax, VLCC 21%
- 기타 소형선 3%

현재 멕시코의 에너지 개혁안은 2021년 10월 발의된 이후 3분의 2 다수결이 필요해 멕시코 의회에서 현재 계류 중이다. 에너지개혁안이 통과된다면, 탱커시장 물동량 감소는 불가피하다.

원유 수출 감축 계획이 연기된다 하더라도, 멕시코의 정유 수입량은 지속적으로 줄어들 전망이다. 멕시코는 Pemex의 정제역량을 키우기 위해 집중하고 있다. Pemex CEO에 따르면 2022년에는 151만bpd, 2023년에는 200만bpd규모로 원유정제 규모를 늘리면서 수출 감소세가 나타날 전망이다.

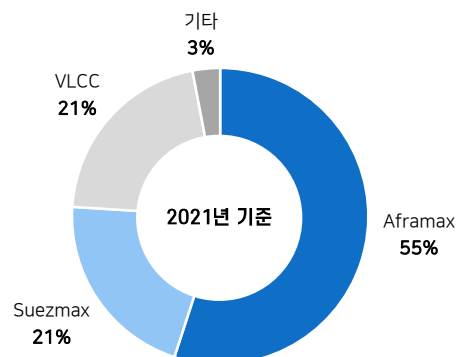
Poten&Partners는 에너지개혁 성공 시 원유뿐만 아니라 석유제품 수출 물동량까지 없어질 수 있다고 경고했다. 멕시코의 Seaborne 원유 수출량은 2016년 이후 평균 110만bpd 수준인데, 현재 미주(미국, 캐나다) 향 수출량이 가장 많다. 2016년 이후 멕시코 평균 수출량인 110만bpd 중 미국 걸프만 정제업체가 절반 이상을 수입했다. 선형별로 보면, 2021년기준 Aframax가 수출량의 55%를 운송했고, Suezmax, VLCC가 각각 21%를 맡았다. 나머지 3%는 더 작은 선박이었다. Aframax는 인접한 미국 걸프만으로, Suezmax는 스페인, 포르투갈로 향한다. 인도는 Suezmax · VLCC, 가장 먼 한국은 VLCC가 사용된다. 2022년 수출량이 50% 감소하면, 어느 항로에서 감소하는지 주목해야 한다.

그림5 멕시코 원유·정유제품 수출량



주: 2022, 2023년은 Clarksons 전망치
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림6 탱커 선형별 멕시코 원유 수출 비중



자료: Tradewinds, 메리츠증권 리서치센터

멕시코산 원유의 주 고객인 미국 기업들(Chevron, Houston Refining, Phillips66, Valero)등은 대안을 찾아야 한다. 후보로는 콜롬비아 Castilla, 브라질 Marlim, 사우디아라비아 Arab Heavy, 캐나다 서부가 손꼽힌다. 미국 기업들의 선택에 따라 Suezmax, VLCC 등 선종의 수혜가 나뉠 것이다. 미국 기업이 캐나다 파이프라인, 한국 기업이 아랍만을 선택한다면 톤마일수요에 부정적으로 작용한다.

COVID-19 이전 멕시코는 평균 90만bpd의 정제상품을 수출했다. Pemex는 기존 정제시설 활용률을 2022년초 기준 50%에서 2023년 75%로 확대하고, 34만 bspd급 Dos Bocas 정제시설을 추가할 계획이다. 2022년 2월 Shell로부터 텍사스 Deer Park 정유공장도 인수 완료했다. 만일 멕시코의 계획대로 진행된다면 미국 걸프만의 MR 사용처는 급격히 감소하게 된다. 미국에서 운항하는 Aframax · MR탱커 선주들의 긴장이 필요한 시점이다.

원문: Mexico's energy reforms will damage the economy and the rule of law (The Economist)