

작성자:

Michelle Cluver, CFA

날짜: 2022년 3월 14일

주제: 거시경제



러시아-우크라이나 갈등: 원자재, 인플레이션, 포트폴리오 포지셔닝

우크라이나 전쟁과 관련한 포트폴리오 포지셔닝에서 중요하게 고려해야 하는 부분은 인플레이션과 인플레이션이 실질 경제 성장률에 미치는 영향입니다. Bloomberg Commodity Index는 올해 들어 현재까지(YTD) 33.7% 상승했는데, 그중 러시아의 우크라이나 침공 이후 상승분이 15.1%에 달했습니다. 에너지 및 기본 식료품 관련 원자재는 급등세를 보이고 있습니다. WTI 원유는 배럴당 \$120를 상회하는 수준으로 상승했고, 밀은 올해 들어 현재까지 85% 상승해 사상최고치를 기록했으며, 대용 곡물 역시 급등세를 보이면서 Bloomberg Grains Index는 러시아의 우크라이나 침공 이래 13.6% 상승했습니다.¹ 식료품 및 에너지 가격은 일상생활에서 체감하기 가장 쉬운 편이기 때문에 기대인플레이션을 측정하는 데 있어 중요한 역할을 합니다.

소비자 물가 끌어올리는 원자재 가격

미국은 지난 3월 8일 러시아산 에너지 수입 제재를 단행했고, 기업들에게는 45일의 유예기간이 주어졌습니다. 이로 인해 WTI 원유 가격은 한때 배럴당 \$130에 육박했습니다.² 모든 서방 국가들이 러시아산 석유 수입을 중단하지 않는 이상, 미국의 제재는 러시아에 의미 있는 타격을 주지 못할 것으로 보입니다. 러시아의 석유 수출에서 미국이 차지하는 비중은 약 1.3%에 불과하기 때문입니다.³ 영국과 유럽은 러시아산 에너지 수입 규제를 올해 단계적으로 시행함으로써 원유 공급에 미칠 즉각적인 타격을 줄이고 시장이 적응할 수 있는 시간을 확보하고 있습니다. 미국의 러시아산 에너지 제재 이전에 기업들은 이미 스스로 제재에 들어감으로써 평판 리스크나 제재 위반을 피하고자 했습니다. 따라서 이번 가격 충격의 일부는 이미 발생했던 것으로 볼 수 있습니다.

에너지 공급 계약에 빚어진 차질로 인해 WTI 및 브렌트유 근월물이 원월물 가격보다 더 빠른 속도로 상승하면서 백워드이션 현상이 나타나고 있습니다. WTI 최근월물과 2022년 8월 계약물의 가격 차이는 올해 초 배럴당 \$2.1에서 현재 \$16.9로 상승했습니다.⁴ 이는 러시아 우랄산 원유를 꺼리는 분위기에 따른 일시적인 공급 압박을 반영하고 있으며, 우랄산 원유는 현재 WTI 및 브렌트유보다 크게 낮은 수준에서 거래되고 있습니다.



이번 주 유가 상승은 미국 소비자들의 휘발유 가격 급등으로 이어졌습니다. 휘발유 가격이 전국적으로 갤런당 \$0.50 상승하면서 국내 평균 휘발유 가격은 갤런당 \$4.00를 상회하고 있습니다.⁵ 이는 소비자들의 선택에 직접적으로 영향을 미쳐 관광 등의 재량적 이동 및 소비를 위축시키고 있습니다.

이에 더해 주요 식료품들의 가격이 상승하면서 우려가 가중되고 있습니다. 2020년 미국의 지출 설문조사에 따르면, 식료품과 에너지는 지출에서 각각 평균 11.9%, 3.4%를 차지했습니다.⁶ 임금이 인플레이션과 보조를 맞출 가능성이 낮아 구매력은 타격을 입을 것으로 보입니다. 당사는 낮은 소득 소비에 대한 잠재적 타격을 우려하고 있습니다. 소비자 부문은 식료품 및 에너지 가격 상승에 가장 많이 노출되어 있으면서도 충격을 흡수해줄 완충장치가 적기 때문입니다.



추가적인 공급망 차질에 따른 기대인플레이션 상승

원자재 가격 상승만 기대인플레이션을 높이고 있는 것은 아닙니다. 코로나19로 인한 제약이 완화되면서 공급망이 2022년 정상화될 것으로 예상되고 있었습니다. 그러나 러시아-우크라이나 전쟁에 따른 공급 병목 현상의 심화로 인해 특정 원자재(니켈, 팔라듐, 티타늄)와 기타 핵심 부품들을 조달하기가 어려워지고 있습니다. 석유 및 가스 운송이 파이프라인보다는 대형 선박을 통해 주로 이뤄지므로 운송 루트도 타격을 입고 있으며, 특히 발트해를 통한 곡물 등의 운송은 이번 전쟁으로 직접적인 피해를 입었습니다.

수입인플레이션에 고심하는 중앙은행

러시아의 우크라이나 침공은 전 세계적인 인플레이션 충격을 가져왔습니다. 미국의 인플레이션은 2022년 높은 수준으로 유지될 전망입니다. 올해 초 3.4%였던 미국 1년 만기 국채 손익분기 인플레이션율은 러시아의 우크라이나 침공을 앞두고 5.2%로 상승했고, 현재 5.9%를 기록하고 있습니다.⁷ CPI 인플레이션은 2월 7.9%를 기록했는데, 에너지 및 원자재 가격 급등으로 3월 추가 상승할 가능성이 높습니다.

기대인플레이션 급등에도 불구하고, 금리 전망치는 러시아의 우크라이나 침공 및 성장 전망 약화로 인해 하향 조정되었습니다. 골드만삭스는 유가가 배럴당 \$20씩 지속적으로 상승한다면 미국과 중국의 GDP 모두 0.3% 감소하고, 유로존의 경우 성장률이 0.6% 감소할 것으로 추산하고 있습니다. 그러나 만일 러시아에서 유럽으로의 가스 수출이 중단된다면 유로존 GDP는 2.2%의 타격을 입을 수 있습니다.⁸ 유럽은 러시아산 에너지에 크게 의존하고 있고, 달러 강세로 원자재 가격의 변동은 한층 더 심화되고 있습니다. 이는 재량적 소비를 위축시켜 유럽의 경기 후퇴 리스크를 높일 수 있습니다.

현재 시장은 연준(Fed)이 3월 중순 FOMC 회의에서 25bp 인상과 함께 금리 인상 사이클을 시작하고, 유럽중앙은행(ECB)은 채권 매입 종료 시기를 앞당길 것으로 예상하고 있습니다. 각국 중앙은행은 인플레이션 압력을 관리하기 위한 노력과 경기 후퇴를 막기 위한 노력 사이에서 아슬아슬한 줄타기를 이어가고 있습니다.

불확실성을 위한 포지셔닝

2월에 확대된 시장의 불확실성이 3월까지 이어지면서 VIX Index는 30을 상회했습니다.⁹ 변동성은 주식 시장 약세와 주로 관련이 있지만, 시장 혼란기에 가장 우수한 성과를 기록하는 경우도 일부 있습니다.

전쟁이 장기화되면 인플레이션 및 경제 성장률에 대한 관심이 증폭될 가능성이 높은 반면, 이른



시기에 종결되면 경기순환주에 대한 전망이 개선될 수 있습니다. 종합적으로, 당사는 경기방어주 및 퀄리티주 포지셔닝을 확대하면서 인플레이션을 방어하는 것이 중요하다고 보고 있습니다.

- 원자재 익스포저와 에너지, 소재, 부동산 등 특정 핵심 섹터들이 인플레이션을 어느 정도 방어할 수 있을 것으로 보입니다.
- 경제 성장이 요구되는 경기순환 섹터가 역풍에 직면할 수 있는 한편, Fed의 한층 더 신중한 기조는 고속 성장 부문을 지지하므로 가치주와 성장주의 균형을 맞출 필요가 있습니다.
- 필수소비재, 헬스케어, 유틸리티 등 방어주 섹터는 갈등의 장기화를 상대적으로 잘 견뎌낼 수 있습니다.
- 퀄리티주는 경기 확장 후반부에 아웃퍼폼하는 경우가 많습니다. 당사는 이를 현재 시장에서 주목해야 할 중요한 부분으로 보고 있는데, 이는 변동성 확대, 지정학적 불확실성, Fed의 한층 더 강경한 기조, 기업 실적 상승세 둔화라는 요인들 때문입니다. 기업 가이던스는 2014년 이래로 가장 낮은 수준이며¹⁰ 기업들의 러시아 철수가 단기 실적에 부정적인 영향을 미칠 수 있습니다.
- 당사는 유럽에 비해 미국의 경제와 시장이 이번 혼란을 잘 헤쳐 나갈 가능성이 더 높다고 보고 있습니다. 마진 압박은 미국보다 유럽에서 더 높을 것으로 전망되는데, 이는 지난 수년 동안 임금 상승률이 더 낮았고 인플레이션 압력이 훨씬 더 큰 상황이기 때문입니다.

혼란은 기회가 될 수 있습니다. 이번 에너지 위기로 에너지 자립에 대한 관심이 확대돼 재생 에너지 및 대체 에너지원에 대한 투자가 늘어날 수 있습니다. 또한 이번 위기로 취약한 사이버보안 시스템 및 프로세스 관련 도외화된 리스크에도 관심이 집중되고 있습니다. 이는 사이버보안 강화 및 사이버보안에 대한 관심 증가로 이어질 가능성이 높습니다.

시장의 변동성 속에 기회가 있습니다.

각주:

- 1 2022년 3월 8일 기준 블룸버그 데이터
- 2 2022년 3월 8일 기준 블룸버그 데이터
- 3 2022년 3월 7일, 스태티스타, '러시아의 가장 중요한 석유 수출 파트너들'
- 4 2022년 3월 8일 기준 블룸버그 데이터
- 5 2022년 3월 8일, 월스트리트저널(WSJ), '휘발유 가격 사상 최고치 기록'
- 6 2020년, 미국 노동통계국(BLS), 소비자 지출 조사
- 7 2022년 3월 8일 기준 블룸버그 데이터



⁸ 2022년 3월 7일, 블룸버그, '일제히 급등하는 물가로 우려되는 스태그플레이션 및 경기 후퇴'

⁹ 2022년 3월 8일 기준 블룸버그 데이터

¹⁰ 2022년 3월 8일, 뱅크오브아메리카 증권(BofA Securities), 'RIC 보고서: 힘을 통한 평화'

용어 정의

소비자물가상승률(CPI): CPI는 소비자들이 정해진 상품 및 서비스에 지불하는 가격의 평균적인 변화를 측정합니다.

VIX: 흔히 VIX로 알려진 시카고옵션거래소 변동성지수(Chicago Board Options Exchange SPX Volatility Index)는 내재 변동성의 가중 평균에 기반하여 미래 변동성에 대한 시장의 추정치를 나타냅니다.

투자에는 원금 손실 가능성을 포함한 리스크가 수반됩니다. 분산투자를 통해 이익이 발생하거나 손실이 발생하지 않는다는 보장은 없습니다.

본 자료는 특정 시점의 시장 환경에 대한 평가를 나타내는 것으로 미래의 사건을 예측하거나 미래의 결과를 보장하려는 것이 아닙니다. 이 정보는 개인 또는 개인 맞춤형 투자 또는 세무 자문이 아니며, 매매 목적으로 이용할 수 없습니다. 본인의 투자 및/또는 세무 상황에 관한 더 자세한 정보는 재무상담사 또는 세무전문가와 상담하시기 바랍니다.

Global X Management Company LLC 제공 정보.

