

2022/ 2/ 23

Strategist

곽병열

(2009-7148)

brkwak@leading.co.kr

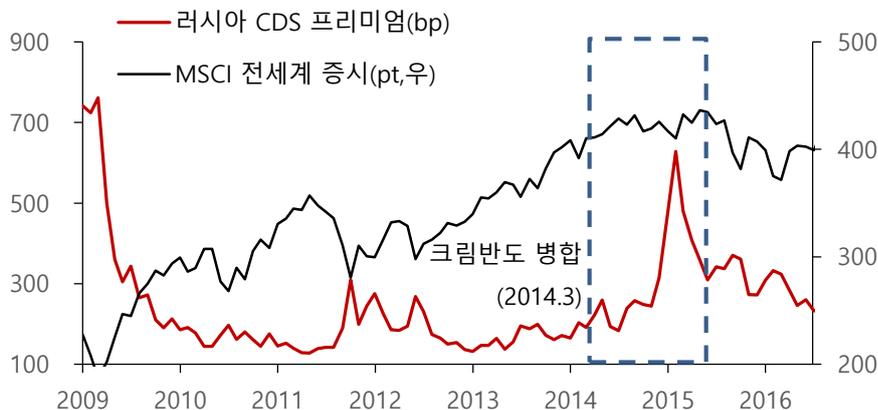
러시아-우크라이나 사태 긴급점검

I. 기본 시나리오: 2014년 크림반도 병합 수순과 유사한 경로

- 2014년 크림반도 병합 사례와 현 국면의 유사성은 큰 것으로 판단함. 크림반도 사태 당시처럼 우크라이나 내 친러시아 세력(돈바스 지역)의 분리독립을 지원하는 평화유지군 형식을 취하며 국지전 수준의 무력개입을 선택한 것으로 볼 수 있음. 러시아는 전면적인 침공설은 부인하면서도 일부 전략적 완충지대를 확보하여 서방(NATO)의 지속적 확장을 견제한다는 명분으로 일정한 긴장관계를 유지할 것으로 예상함. 이를 통해 국제사회의 경제 제재압력은 협상을 통해 제한적인 수준으로 관리할 것으로 예상됨

- 2014년 당시 금융시장 반응은 러시아 및 우크라이나 내부에만 한정되었고, 글로벌 전염효과는 제한됨. 당시 분쟁 당사국의 CDS 프리미엄과 통화약세 현상은 1년여에 걸쳐 나타났으나 여타국으로의 확산되지는 않았음(그림 1 참조). 다만 당시와는 차별화된 점은 코로나팬데믹에 따른 공급망 병목현상에 추가하여 양국 분쟁에 따른 에너지 및 농산물 공급 문제로 인한 인플레이션 부담이 커졌다는 점임. 또한 미국의 매파적 통화정책 변경에 따른 이중긴축 우려가 큰 상황이란 점에서 글로벌 전염효과는 2014년 국면보다는 커질 수 있을 것으로 판단함

<그림 1> 2014~2015년 크림반도 병합 당시의 금융시장 반응



- 양국 및 서방과의 군사적 충돌우려가 경감되는 것을 확인하면서 기간조정 중심의 변동성 장세 예상하나 큰 폭의 추가적인 가격조정은 수반되지 않을 것으로 조심스럽지만 전망함. 미-러 간의 정상외교 시도, 북반구의 봄철 도래로 인한 양국 접경지대의 연결성 약화, 기온 상승에 따른 북반구의 난방수요 감소, 이란산 원유공급 재개 가능성 등으로 악재는 점차적으로 약화될 수 있음. 따라서 시장 관심은 3 월 중국 전인대, 3 월 미국 FOMC 등으로 이전될 것임

II. 사태 악화 시나리오: 돈바스 이외 추가적인 친러 지역 병합

- 금번 긴장구도를 보다 중기화 시키려는 의도로 친러시아 지역 1~2 곳을 추가적으로 병합할 수 있음. 우크라이나의 정치적 내분 상황을 활용하여 향후 강화될 서방의 경제 제재를 만회할만한 경제적 실리를 챙기기 위해 자원 요충지 등을 선점할 수 있음. 특히 최악의 경우 친러계 성향의 야누코비치 대통령이 승리했던 우크라이나 동부지역을 사실상 장악하고 친러 정권 중심으로 우크라이나를 분단시켜서 군사적인 완충 지대 및 구소련 지역에 대한 본보기로 활용할 수 있음

- 기존 민스크협정(2015)을 무력화되고, NATO 회원국인 폴란드, 루마니아, 헝가리 등과도 지리적으로 근접하게 되며, 사실상 구소련 지역에 대한 러시아의 군사적 영향력 확대로 외교 및 군사적 측면에서 제 2의 냉전구도가 형성될 수 있음. 러시아-유럽 송유관의 사실상 장기 폐쇄, 서방의 고강도 경제제재에 대응할 러시아의 추가적인 자원 봉쇄조치 등으로 자원가격 상승에 따른 인플레이션 압력은 중기화될 우려가 있음

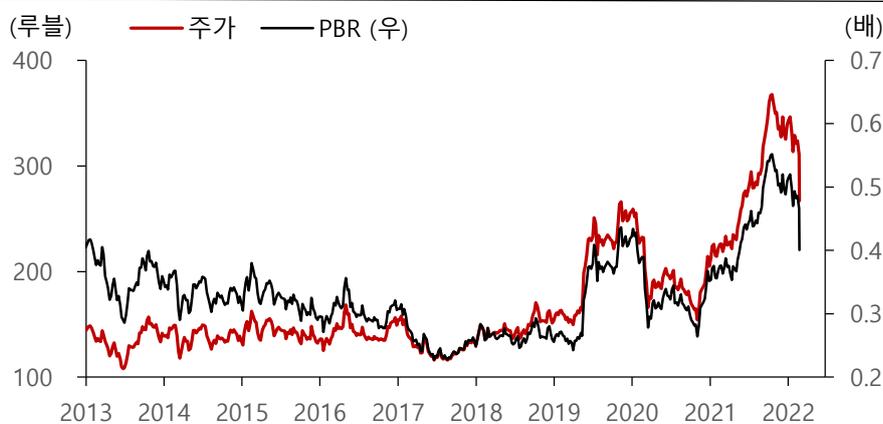
<그림 2> 우크라이나의 정치적 내분 상황



자료: 언론보도(New1), 리딩투자증권

- 금번 침공이 인접지역으로 확산된다는 측면에서 일부 자원의 공급란에 따른 가격급등은 피하기 힘들고, 관련된 공급망 병목현상은 장기화될 수 있어서 글로벌 금융시장의 전염효과는 보다 중기화될 것이고, 추가적인 가격조정(S&P500 기준 군사적 충돌 시 평균 조정폭 -5%)도 우려됨. 다만 러시아 역시 장기적으로는 가스프롬과 같은 주요 에너지 기업의 재무악화가 심화되고, 경상수지 악화로 인한 외환보유고 감소로 인해 외환위기 우려가 커진다는 점에서 현실화 가능성은 제한적이라고 생각함
- 따라서 가스프롬 등 러시아 에너지 기업의 주가흐름, 국제유가(WTI)의 흐름 등은 현 사태의 중장기화를 예측하는 중요한 잣대가 될 것으로 판단함. 전세계 천연가스 1 위 기업인 가스프롬은 PBR 0.4 배 수준까지 조정 받은 상황임

<그림 3> 러시아 가스프롬의 주가 및 PBR



자료: Bloomberg, 리딩투자증권

III. 결론

- ▷ 러시아-우크라이나 기본 시나리오(2014년 사례)의 전염효과는 제한적 수준으로 예상함
- ▷ 국제질서 재편성 과정의 국지전 수준 변동성은 이미 상당부분은 반영된 것으로 파악함
- ▷ 조정 이후 시장 관심은 3월 중국의 전인대, 3월 미국 FOMC 등으로 이전될 것임
- ▷ 원달러 환율 및 한국물 CDS 프리미엄 수준으로 살펴보는 우리나라 국가위험은 안정적인 편임

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.