

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2021. 5. 28 (금)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

2021년 하반기 전망 1-3 글로벌전략(해설판):

공급 Shortage의 원인과 전망

오늘의 차트

공매도 재개 영향: 5월 재개 첫 주 공매도 비중 상위종목의
평균수익률이 코스피 소폭 상승

칼럼의 재해석

다시 시작된 Standing Repo 도입 논의

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



▲ 글로벌 투자전략 - 선진국

Analyst **황수욱**
02. 6454-4896
soowook.hwang@meritz.co.kr

2021년 하반기 전망 1-3 글로벌전략 (해설판): 공급 Shortage의 원인과 전망

- ✓ 최근 부각되는 공급 쇼티지 및 원자재 가격 상승은 '원자재 슈퍼 사이클'과는 거리가 있음. 지금은 확장국면 초입의 순환적 쇼티지 현상
- ✓ 쇼티지의 강도는 올해 하반기가 정점. 인력복귀 가속화되고 이연수요 완화된 내년 1분기부터 정상상태로 복귀할 것으로 예상
- ✓ 추세적인 원자재 가격 상승은 기후변화 대응 및 에너지 전환 등 신산업 수혜를 받는 구리와 일부 산업재에서 차별적으로 나타날 것

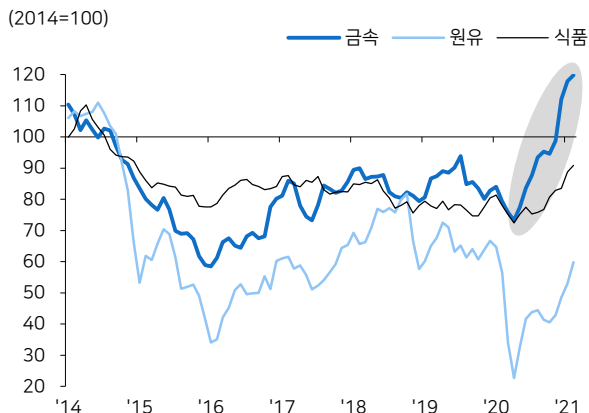
빠른 경기회복에 공급 쇼티지 문제 부각

COVID 이후 글로벌 경기는 제조업 중심으로 빠르게 회복했다. 전례없는 회복속도에 수요를 공급이 따라가지 못하며 나타난 물가 급등은 시장의 걱정거리였다. 이번 하반기 전망에서는 최근 부각된 공급 쇼티지의 원인을 진단하고 향후 궤적을 전망하며, 함께 나타났던 원자재 가격 상승의 지속 가능성에 대해서 분석했다.

공급 쇼티지 문제는 원자재 가격 급등, 교역량 차질 심화로 부각됨

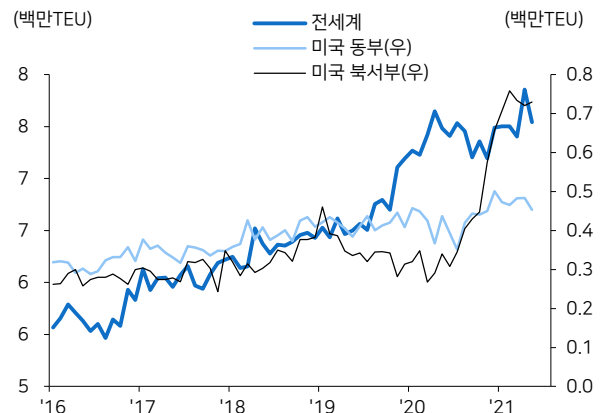
작년 하반기부터 산업재 중심으로 원자재 가격이 빠르게 상승하고, 공급측 물가압력이 심화되었다. 여기에 더해 항만에 누적된 컨테이너 물량으로 나타나는 글로벌 항만 혼잡도 지수는 4Q20 이후 급등하며 글로벌 교역량 차질 문제까지 조명되었다. 일각에서는 이를 두고 '원자재 슈퍼 사이클'이라고 진단하기도 했다.

그림1 글로벌 주요 원자재 가격 변화



자료: IMF WEO(2021.4), 메리츠증권 리서치센터

그림2 글로벌 항만 혼잡도 지수



자료: Shipping Intelligence Network, 메리츠증권 리서치센터

원자재 슈퍼 사이클 = 대규모 산업 고도화

1900년 이후 세계에서 3번의
원자재 슈퍼사이클 발생

오일쇼크를 제외하고 1900년 이후 나타난 3번의 원자재 슈퍼 사이클은 공통적으로 글로벌 핵심 경제지역의 대규모 산업 고도화를 수반했다. 첫 번째 슈퍼 사이클은 1910년대 제1차 세계대전을 동반한 미국의 산업화였다. 두 번째 사이클은 1940년대 2차 세계대전을 겪은 유럽과 일본의 도시 재건 및 산업화 과정에서 나타났다. 세 번째는 2000년대 중국의 급격한 경제성장을 동반했던 사이클이다.

공통점은 핵심 경제지역의
산업 고도화를 수반했다는 것

해당 시점들의 공통점은 <그림 3>에서처럼 글로벌 핵심 경제지역이 도시화율 50%를 돌파하는 과정에서 나타났다는 것이다. 통상적으로 도시화율 25%에서 70%까지를 도시화의 가속화 단계로 본다. 50%라는 숫자의 의미는 도시화 속도의 정점을 지나는 격변의 시기를 나타낸다. 이 시기에는 1) 인구 증가율이 정점에 도달하는 인구 팽창, 2) 1차 산업에서 2·3차 산업으로 산업 구조의 고도화, 3) 대규모 일자리 창출 등의 거대한 구조적인 변화를 수반한다.

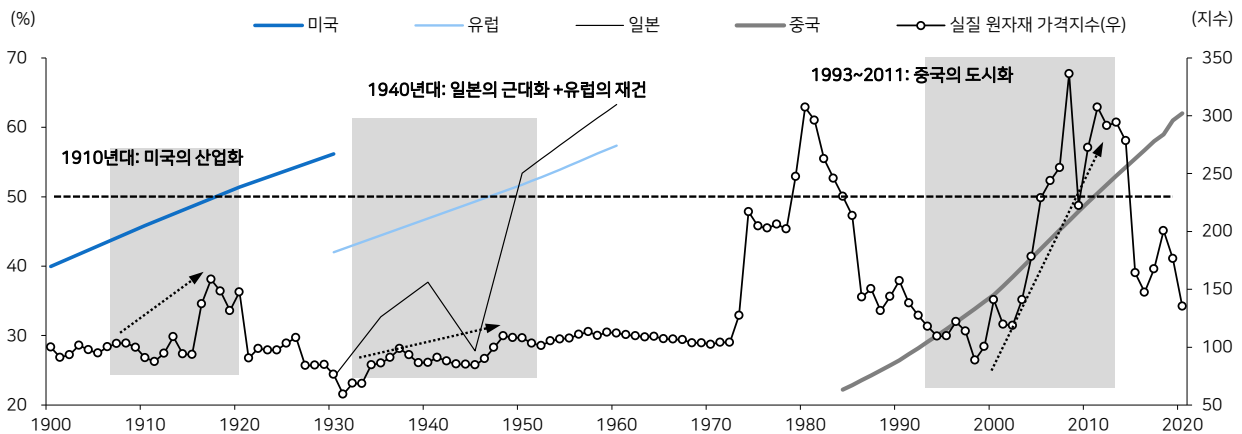
슈퍼 사이클의 핵심은 구조적
수요 모멘텀 발생 여부

즉, 슈퍼 사이클의 핵심은 대규모의 원자재 '수요'가 나타나는지 여부이다. 경제역사학자 David S. Jacks(2019)도 원자재 슈퍼 사이클의 핵심 동인은 공급보다 수요의 영향이 크다고 분석했다. 대규모 산업화와 전후 재건, 경제의 급성장과 도시화는 글로벌 원자재 수요의 구조적인 증가를 불러일으켰던 것이다.

지금은 과거와 차이, 슈퍼 사이클
아니라는 판단

경제가 빠르게 회복하고 있지만, 지금은 핵심 경제지역의 대규모 산업 고도화와 구조적인 수요 변화가 나타나고 있다고 보기는 어렵다. 후술하겠지만, 지금의 원자재 가격 급등에는 투기적 수요, 공급망 차질 등 일시적인 요인들이 작용하고 있다. 이 점은 과거 슈퍼 사이클과 현재 원자재 가격 상승 흐름이 갖는 중요한 차이이다. 따라서, 지금은 원자재 슈퍼 사이클이 아니라는 판단이다.

그림3 1900년 이후 원자재 슈퍼사이클과 글로벌 핵심 경제지역의 도시화율 & 실질 원자재 가격지수



자료: Our World in Data, D.S. Jacks(2019), 메리츠증권 리서치센터

현재는 확장국면 초입의 순환적 쇼티지 상황

현재 글로벌 경기는 확장국면
초입에 있으며, 이에 따른 순환적
쇼티지 발생

우리는 현재 글로벌 경기가 회복 국면을 지나 확장 국면 초입에 들어서 있는 것으로 본다. 따라서 현재 나타나는 쇼티지는 경기변동에 따른 순환적인 현상이다. 쇼티지의 정도는 미국 ISM 제조업지수의 세부항목인 '공급자배송시간지수'로 판단할 수 있다. 이는 구매관리자가 자재 주문 시 경험하는 공급자 운송시간의 변화를 추적하고 있는 지수로, 기준선 50을 상회하면 구매관리자가 자재공급에 더 많은 시간을 기다려야 한다는 것으로 해석한다. <그림 4>에서처럼 공급자배송시간지수로 나타나는 쇼티지 현상은 경기변동과 같은 궤적으로 움직인다. 경기가 호황일 때는 자재 운송의 리드 타임이 길어지며 쇼티지가 발생하고, 불황일 때는 완화된다.

그런데 확장국면 초입에서는 쇼티지 현상이 심화된다. 그 이유는 경기순환 과정에서 나타나는 소비와 투자 행태의 변화 때문이다. 경기 변동과정에서 경기가 하강국면에서 접어들면 기업들의 투자심리가 위축된다. 수축기와 침체기를 겪으면서 수요가 줄어드는데 기업들은 여기에 맞추어 설비를 축소하고, 투자 감소가 누적된다. 시간이 지나 경기가 반등하여 상승 국면에 진입하면 소비와 투자가 회복하기 시작하고, 확장국면으로 진입할수록 속도가 가속화된다.

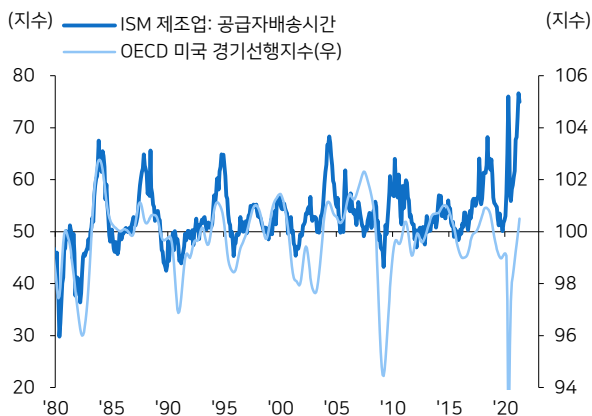
확장국면 초입에서 쇼티지 심화
이유는 소비와 투자의 시차 때문

문제는 소비와 투자의 시차이다. 소비활동은 시차없이 총수요 증가로 이어진다. 반면, 투자는 즉각적인 생산능력 향상으로 이어지지 않고 시차를 두고 공급 증가로 나타난다. 1) 초기의 투자는 마모되었던 설비의 보수 및 재고 충당의 개념으로 사용되고, 2) 설비 증설 이후 가동까지 시차가 존재하기 때문이다.

이번 국면에는 몇가지 일시적
요인이 쇼티지를 심화시키고 있음

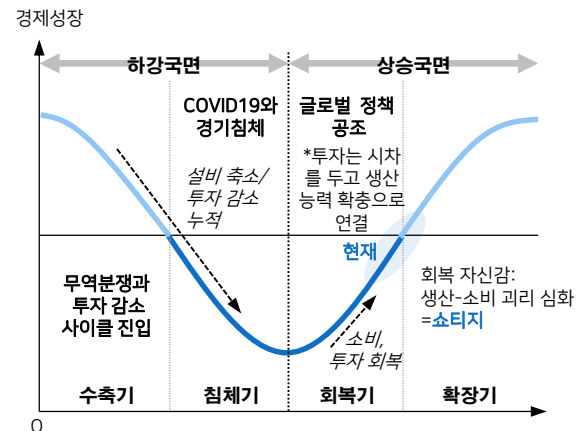
초기 확장국면은 생산능력의 실질적인 향상이 나타나기 전에 소비심리가 지속적으로 개선되어 초과수요 압력이 가장 커지는 시점이다. 그렇기 때문에 이 시기의 쇼티지 심화 현상은 경기 순환 과정에서 반복된다. 그런데 올해 미국 ISM 공급자배송시간지수(3월 76.6, 4월 75.0)가 COVID 왜곡이 있었던 작년 4월을 제외하고 1979년 이후 최고치를 기록하고 있는 것은 몇 가지 요인이 쇼티지를 심화시키고 있기 때문이다.

그림4 ISM 제조업 공급자배송시간지수와 경기선행지수



자료: US ISM, OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림5 경기순환과 순환적 Shortage 발생 원인



자료: 메리츠증권 리서치센터

일시적 요인으로 공급 쇼티지 심화

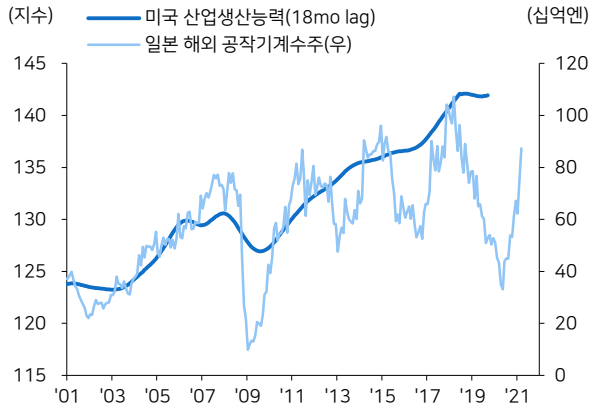
쇼티지 심화 요인 1) COVID로
노동시장 회복 지연

첫째는 COVID에 의한 노동력의 업장 복귀 지연이다. 일본 해외공작기계수주로 나타나는 글로벌 설비투자는 '18년부터 무역분쟁 영향으로 위축되기 시작했고, 이에 따른 투자 감소 누적은 COVID 이전인 '20년 1월부터 미국의 생산능력 향상 정체로 이어졌다. 여기에 수요가 빠르게 회복하고 있음에도, 설비가동률은 3월 74%로 평년 수준(77%)에 미치지 못하고 있는 것이 쇼티지를 심화시켰다.

COVID와 여기에 대응하는 보조금
지급이 사람들의 일터 복귀 방해

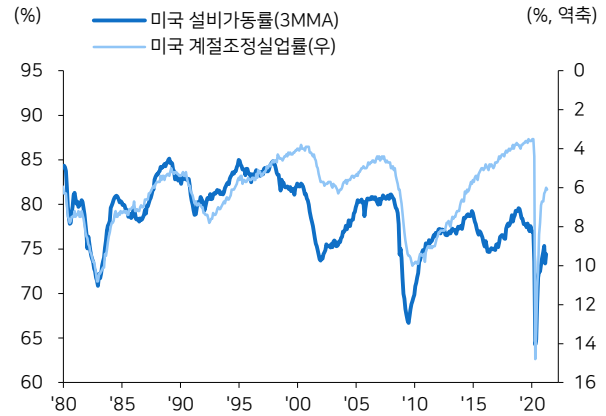
<그림 7>처럼 설비가동률은 고용의 함수인데, 가동률이 탄력적으로 회복하지 못하는 이유는 COVID가 사람들의 일터 복귀를 방해하고 있기 때문이다. 보통 확장국면에서는 구직활동을 하는 사람이 늘어나는데, 최근 업장에서 구인 어려움을 겪고 있다. 절반 이상의 이유가 COVID 지원책 때문이다. 실업수당 및 재난지원 보조금 등 직접적인 현금보조 정책은 사람들이 굳이 일할 필요를 느끼지 못하게 한다. 또한, COVID로 학생들이 등교하지 못하고 있는 상황으로 사람들은 일자리로 복귀하는 대신 가정에서 육아에 시간을 쓸 수밖에 없었다.

그림6 미국 생산능력과 글로벌 설비투자 사이클



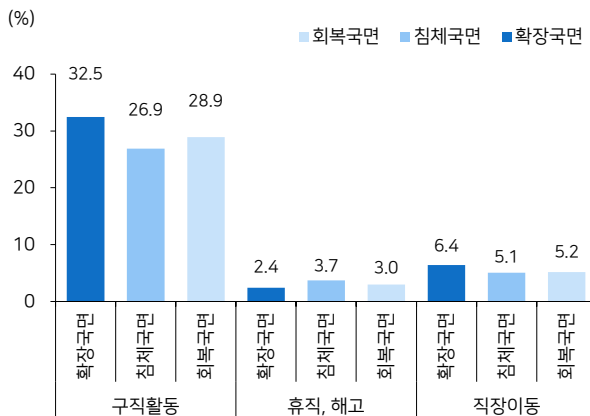
자료: Federal Reserve Board, 일본 공작기계협회, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 설비가동률과 계절조정실업률



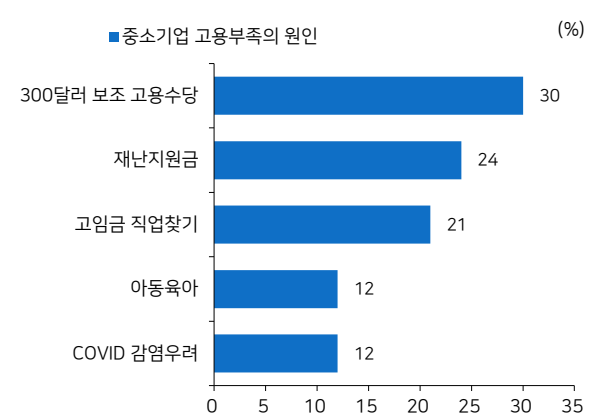
자료: Federal Reserve Board, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림8 경기 국면별 평균적인 고용 상태



자료: IMF WEO (2021.4), 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국 식당&소매업 대상 구인 부족 원인 서베이



자료: Alignable (2021.5.8~10 서베이), 메리츠증권 리서치센터

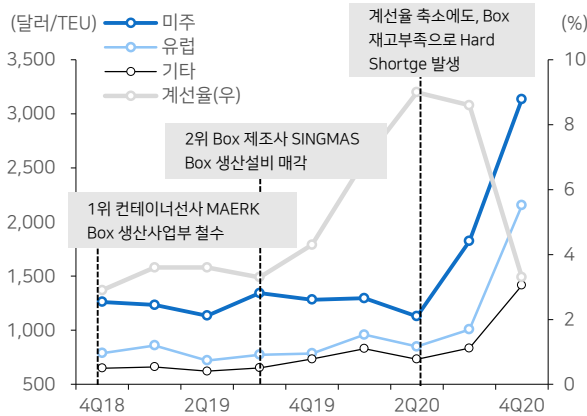
쇼티지 심화 요인 2) 일시적 컨테이너 박스 부족으로 교역 차질

두 번째 이유는 컨테이너 박스 부족이다. 장기간 지속된 해운 업황 부진은 투자감소와 구조조정으로 이어졌다. 2011년 이후 해운 업황의 장기 침체에 기업들은 1) 계선을 상향, 2) 컨테이너박스 투자 축소, 3) 기타 Capex 축소에 대응했다. 그래서 작년 3분기 이후 제조업과 글로벌 교역 회복에도 공급이 탄력적으로 대응할 수 없었다. 또한 전세계 박스 생산의 88%를 차지하는 중국이 시장지배력을 활용해 생산량을 조절할 수 있다는 개연성도 박스 쇼티지 압력을 키운 요인이다.

쇼티지 심화 요인 3) 소비 부양 중심의 경기부양에 따른 초과수요 압력 확대

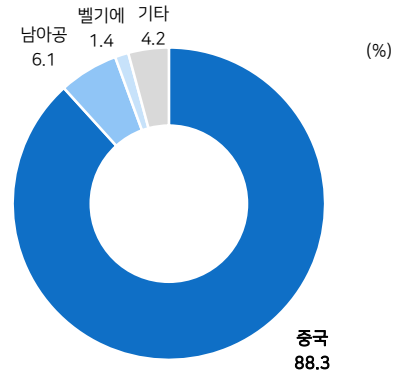
세 번째 이유는 글로벌 재정정책 공조가 확대시킨 초과수요 압력이다. IMF에 따르면, 글로벌 공히 올해에도 작년과 비슷한 수준의 재정적자를 수반한 부양책을 이어갈 것으로 추정된다. 이처럼 전례없는 규모의 재정부양정책은 대규모 유효수요를 유발한다. 특히 미국의 American Rescue Plan은 54%가 직접적인 유동성 지급으로 소비를 유발하는 정책으로 구성되어있다. Brookings 연구소(2021)에 따르면, 올해 말과 내년 초 사이 소비 부양 효과가 정점을 지날 것으로 예상되는데, 이는 초과수요 압력을 키워 쇼티지 해소를 지연시키는 요인으로 작용한다.

그림10 글로벌 운임지수와 계선을



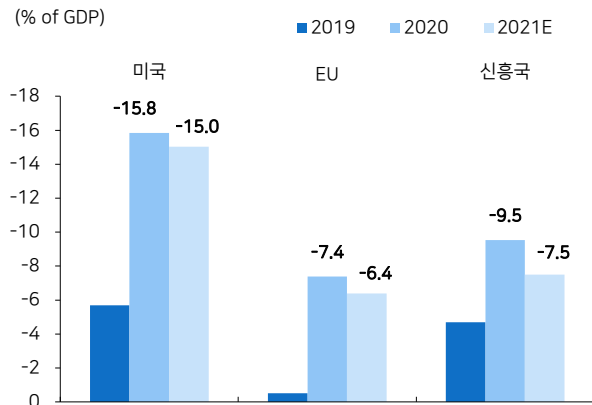
주: 계선율=유통선대비용, 가동률의 반대개념
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림11 국가별 글로벌 컨테이너 생산 비중(2020)



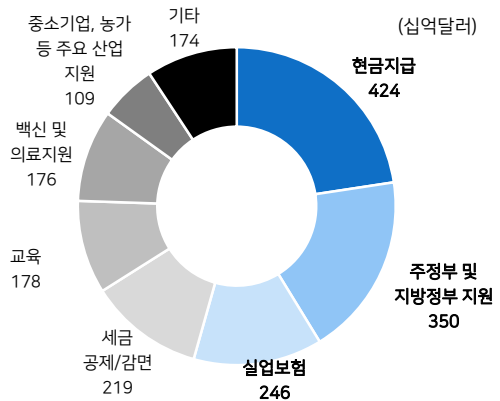
자료: ITCO(2021), 메리츠증권 리서치센터

그림12 글로벌 주요국 재정적자 규모



자료: IMF WEO(2021.4), 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국 American Rescue Plan 구성



자료: CBO(2021), 메리츠증권 리서치센터

쇼티지의 지속 기간은?

과거 사례에 비추었을 때, 쇼티지
정상화 시점은 올해 8월 전후

관건은 공급 쇼티지가 얼마나 지속될 것인지에 대한 판단일 것이다. 미국 ISM 제조업 공급자배송시간지수 기준으로 판단할 때, 해당 지수가 60을 넘으면 쇼티지가 심화된 것으로 본다. 쇼티지 심화는 1980년 이후의 시계에서 4번의 리세션 이후 회복기를 포함한 총 6번의 케이스가 있었다. <그림 14>의 짙은 선은 해당 시점들의 평균 궤적을 나타낸다. 과거 사례에서 배송시간지수가 60 이하로 떨어지는 정상상태로 진입하기까지는 평균 10개월이 걸렸다. COVID로 지수가 왜곡되었던 작년 4~5월을 제외하고, 이번 확장 국면에서 쇼티지가 심화되기 시작한 시점은 작년 10월이다. 과거 경험을 대입하면 정상상태 진입 시점은 올해 8월 전후가 된다.

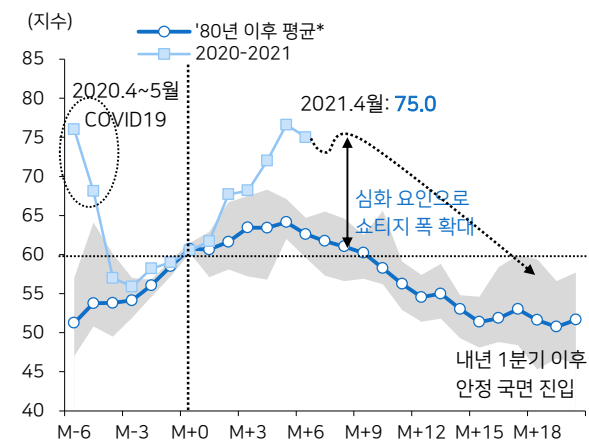
쇼티지 심화요인으로 정상화 지연.
쇼티지는 올해 하반기 정점, 내년
1분기 이후 정상상태 진입

그런데 전술한 것처럼 최근 나타났던 쇼티지 심화 요인들을 고려할 때, 과거 평균보다 1~2분기 정상화 시점이 지연될 가능성이 좀 더 높다. 먼저, 1) 사람들의 일자리 복귀를 지연시켰던 COVID 추가보조금 지급 기한인 9월 전후가 되어서야 노동시장이 정상화될 것으로 예상된다. 여기에 2) 컨테이너 부족 문제가 올해 4분기와 내년 1분기 사이부터 완화된 가능성과, 3) 부양책 효과가 올해 말과 내년 초 사이에 집중될 것으로 고려한다면, **공급 쇼티지는 올해 하반기 중 정점을 지나 내년 1분기부터 정상 상태로 진입할 가능성이 커 보인다.**

공급측 물가상승 압력도 같은
궤적으로 안정화될 것

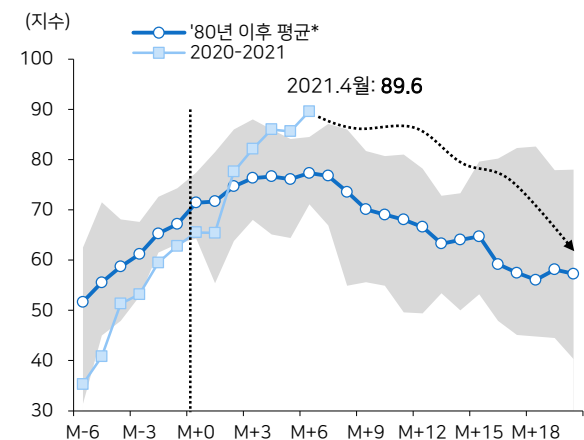
<그림 15>는 앞서 같은 기준인 공급 쇼티지가 부각되기 시작했던 시점의 물가지수의 평균 궤적과 현재 궤적을 비교해 나타낸 것이다. 과거에도 쇼티지 문제가 심화되었던 시점에 공급물가 상승압력이 커지다가, 쇼티지가 완화되며 함께 안정화되는 모습이 나타났다. 현재는 과거 평균수준을 상회하는 공급측 물가상승 압력이 나타나고 있지만, 이 또한 일시적 요인들에 의해 심화된 것으로 분석된다. 따라서 공급측 물가 압력도 쇼티지가 완화되는 것과 같은 궤적으로 평년 수준으로 안정화될 가능성에 무게를 둔다.

그림14 미국 ISM 공급자배송시간: 과거와 '20~'21년 비교



주1: 공급자배송시간 60을 처음 상회한 월(M+0) 기준
주2: 2020년은 10월이 기준월. *평균치는 1980년 이후 6번 사례의 월별 평균
자료: US ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림15 미국 ISM 물가지수: 과거와 '20~'21년 비교



주1: 공급자배송시간 60을 처음 상회한 월(M+0) 기준
주2: 2020년은 10월이 기준월. *평균치는 1980년 이후 6번 사례의 월별 평균
자료: US ISM, 메리츠증권 리서치센터

원자재 가격은 새로운 산업수요 나타나는 산업재 중심으로 차별화

전반적인 원자재 가격도 공급 쇼티지 완화와 함께 안정화되는 흐름일 것으로 예상된다. 2021년 하반기 전망 전반부에서 밝히고 있는 것처럼, 우리는 지금과 유사한 Pandemic 이후의 경제환경과 기술확산이라는 공통분모를 가지고 있는 1920년대를 주목하고 있다. 역사적으로 1920년대를 원자재 슈퍼사이클이 나타났던 시기로 보지 않는다. 1921년부터 1926년까지 실질 원자재 가격은 연평균 2.81% 상승하는 데 그쳤다.

1920년대의 경험: 혁신과 에너지 전환의 수혜를 받았던 고무, 석유 가격의 차별화

그런데 당시에 새로운 기술 등장에 수혜를 받은 일부 원자재 중심으로 가격 차별화가 나타났다(그림 16, 17). 1910년대 운송혁명에 따른 자동차 산업 호황에 이어 1920년대에는 타이어 산업도 호황을 맞았다. 여기에 수혜를 입은 고무 가격은 1921년 이후 최대 453%까지 급등했다. 한편, 1920년대는 핵심 에너지 원자재가 석탄에서 석유로 세대교체를 하던 시기였다. 이 가운데 1921년부터 1926년까지 실질 석유 가격은 36% 상승한 반면, 석탄 가격은 28% 하락했다.

지금도 새로운 산업수요 나타나는 원자재 중심으로 차별화될 것

여러 요인이 혼재하면서 원자재 가격의 동반상승이 나타나고 있지만, 이번에 나타나는 원자재 가격 흐름도 이와 유사한 모습일 것으로 예상된다. 즉, **원자재 가격은 지금 같은 전반적인 원자재 가격의 동반상승보다는 새로운 산업 수요의 수혜를 받는 원자재 중심으로 차별화될 가능성에 무게를 둔다.**

기후변화/에너지 전환 관련 원자재 중심의 차별적 강세 연장

2021년 주목할만한 변화는 기후변화 대응과 에너지 전환

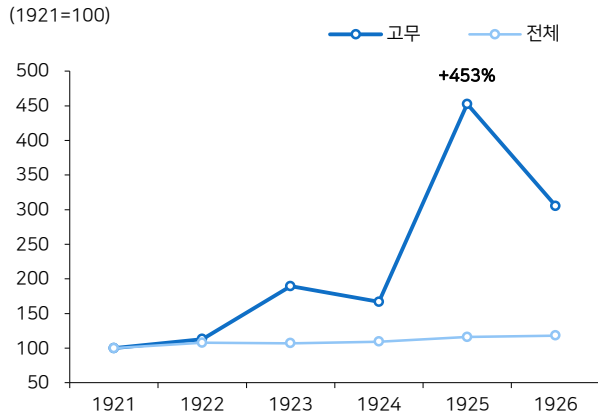
올해부터 주목되는 구조적인 산업 변화는 기후변화 대응과 에너지 전환 노력일 것이다. 2015년 채택된 파리 기후변화협약은 2020년 만료 예정이었던 교토 의정서를 뒤잇는 대응안이다. 올해부터는 본격적인 파리협정 체제에 돌입하면서, 글로벌 공히 탄소 배출 감축과 신재생 에너지 비중을 높이기 위해 의무적으로 노력하기 시작한 원년인 것이다.

탄소배출 저감과 관련한 노력은 이미 파리협약이 채택된 직후인 2016년부터 나타나기 시작한 것으로 보인다. 미국 설비투자 추이를 보면, 온실가스 배출 비중이 높은 산업인 에너지, 철강 등 금속 가공 산업에 대한 설비투자 증가 추세가 배출비중이 낮은 IT나 전자산업에 비해 둔화되고 있음이 확인된다.

기술력이 뒷받침된 친환경 에너지 경제성은 변화 가속화 요인

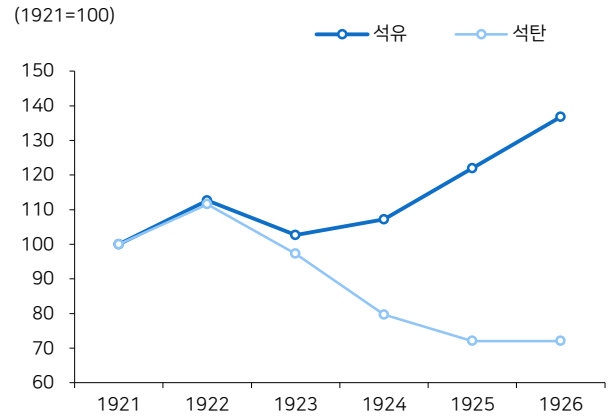
특히 에너지 전환 노력이 가속화될 수 있는 이유는 기술이 발전하면서 경제성이 확보되어왔기 때문이다. <그림 19>와 같이 태양광과 해상풍력 등 발전단가가 비교적 높았던 신재생 에너지 발전의 단위전력당 발전단가가 지속적으로 하락하면서, 비교적 값 싼 화석연료 발전단가 수준까지 도달했다. 더 이상 발전비용을 이유로 화석연료를 이용할 필요가 없게 된 것이다. 여기에 탄소배출비용까지 고려한다면, 신재생 에너지 발전은 경제성 측면에서 선택하게 될 수밖에 없다.

그림16 1920년대 고무 vs 전체 원자재 실질가격 비교



자료: D.S. Jacks(2019), 메리츠증권 리서치센터

그림17 1920년대 석유 vs 석탄 실질 가격 추이



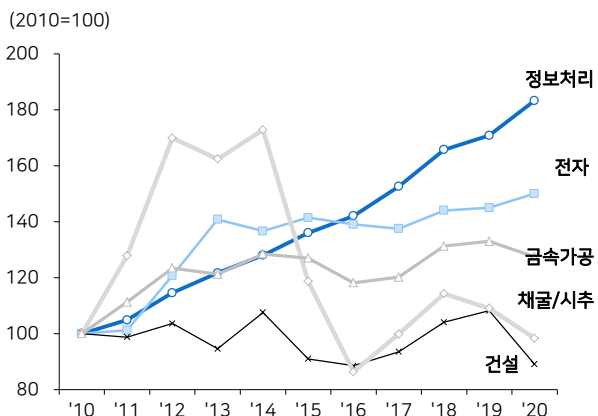
자료: D.S. Jacks(2019), 메리츠증권 리서치센터

표1 글로벌 섹터별 온실가스 배출 비중(% , 2016년 기준)

| 에너지 (73.2) | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|----------------|---------|-----------|------|-------|-----|------|------------|-----|-----|-----|-------|-----------|-----|-----|-----|-----|--|--|
| 산업용 에너지 (24.2) | | | | | | | 운수업 (16.2) | | | | | 건물 (17.5) | | 기타 | 비산 | 농어업 | | |
| 철강 | 화학/석유화학 | 식품/담배 | 비철금속 | 제지/펄프 | 기계 | 기타 | 육상 | 항공 | 수상 | 철도 | 파이프라인 | 주거용 | 상업용 | 7.8 | 5.8 | 1.7 | | |
| 7.2 | 3.6 | 1.0 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 10.6 | 11.9 | 1.9 | 1.7 | 0.4 | 0.3 | 10.9 | 6.6 | | | | | |
| 농림업 (18.4) | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 축산업 | 농지 | 작물연소 | 벌목 | 경지 | 미작 | 초지 | | | | | | | | | | | | |
| 5.8 | 4.1 | 3.5 | 2.2 | 1.4 | 1.3 | 0.1 | | | | | | | | | | | | |
| 산업 (5.2) | | 폐기물 (3.2) | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 시멘트 | 화학 | 매립 | 오수 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 3 | 2.2 | 1.9 | 1.3 | | | | | | | | | | | | | | | |

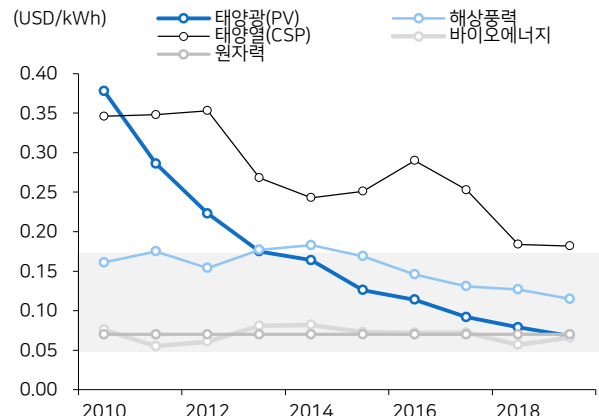
자료: Our World in Data(2020), 메리츠증권 리서치센터

그림18 미국 업종별 설비투자 추이



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림19 글로벌 발전원별 단위전력당 발전원가(LCOE)



주: 음영부분은 화석연료 발전단가 범위로 0.05~0.177USD/kWh

자료: IRENA, 메리츠증권 리서치센터

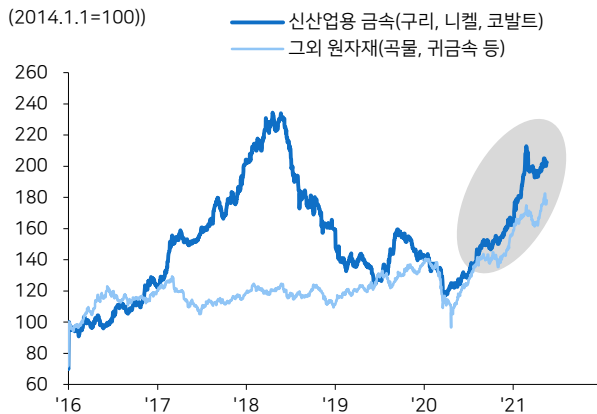
기후변화/에너지 전환 수혜를 받는 산업재 중심의 차별적 강세

구리, 니켈, 코발트 등 에너지전환/기후변화 대응과 관련한 산업 수요가 높은 산업재 가격은 이미 작년 하반기부터 차별화되기 시작했다. IEA의 보고서(The Role of Critical Minerals in Clean Energy Transitions, 2021.5)에 따르면, 기존 화석연료인 석탄 수요는 2030년까지 2020년대비 10년간 31% 감소할 것으로 추정되지만, 구리, 니켈을 핵심적으로 포함한 에너지 전환 관련 광물자원 수요는 동기간 286% 증가할 것으로 예상된다.

신경제, 구경제 수요 맞물리며 초과수요 압력 지속될 구리 주목

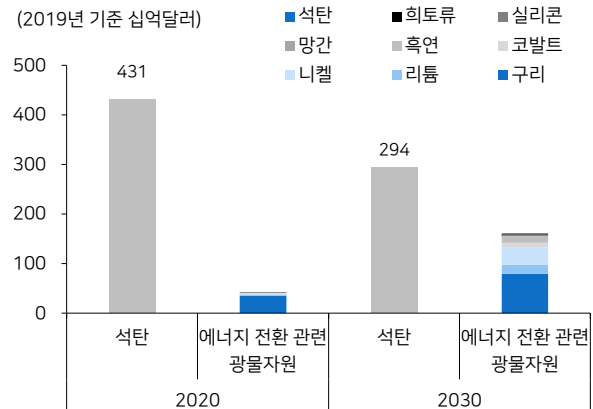
특히 구경제와 신경제 수요가 맞물리는 구리를 중심으로 차별적 강세가 연장될 수 있을 것으로 예상된다. 2030년까지 전기설비, 저탄소발전, 전기차 등 친환경 관련 구리 수요는 2020년대비 106% 증가하는 등 수요 압력은 지속적으로 확대될 것으로 예상된다. 그런데 친환경 이슈에 따른 광산 개발 지연 문제로 공급은 비탄력적으로 조정될 것으로 보여, 중기 시계에서 초과수요 압력이 확대되며 구리 가격의 추세적 상승을 지지할 가능성에 주목할 필요가 있다.

그림20 신산업용 금속과 그 외 원자재 가격 차별화



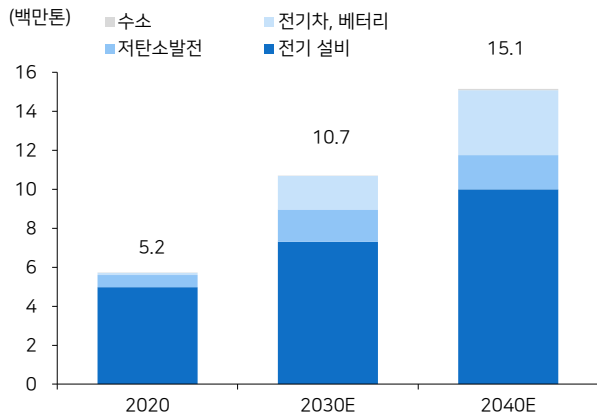
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 석탄 vs 에너지전환 관련 광물자원 수익



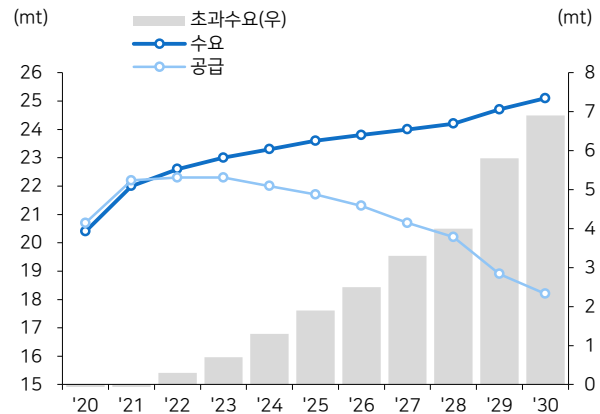
자료: IEA(2021.5), 메리츠증권 리서치센터

그림22 친환경 관련 구리 수요



자료: IEA(2021.5), 메리츠증권 리서치센터

그림23 중장기 구리 예상 수요, 공급 궤적

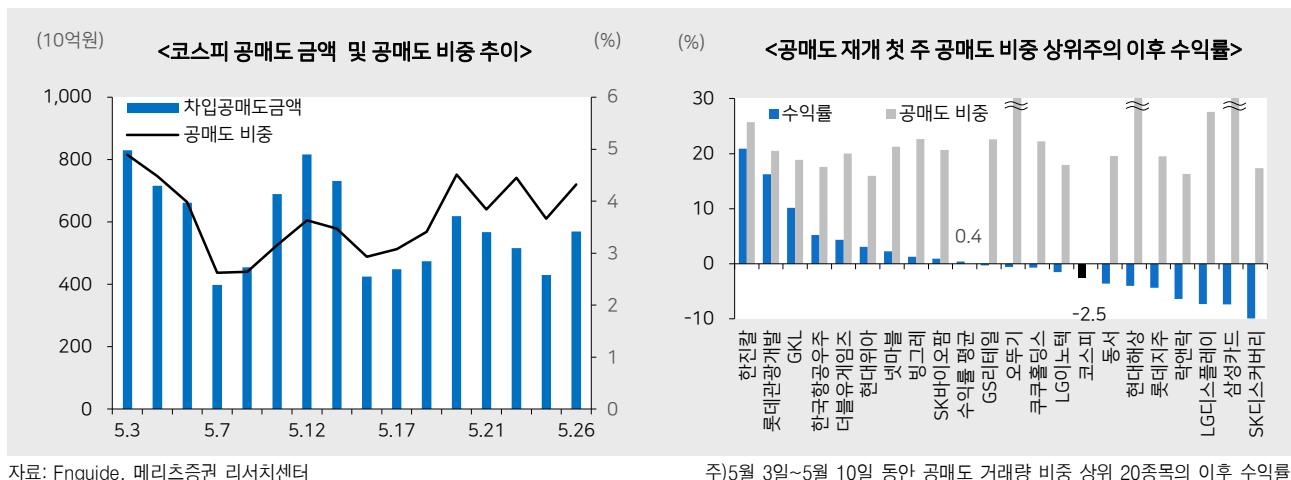


자료: IEA(2021.5), 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

강봉주 연구원

공매도 재개 영향: 5월 재개 첫 주 공매도 비중 상위종목의 평균수익률이 코스피 소폭 상회



2021년 5월 3일 공매도 재개 후
코스피 기준 일간 6천억 전후
공매도 기록됨

2021년 5월 3일 코스피200지수와 코스닥150지수에 편입된 종목들에 한해 공매도가 재개되었다. 5월 3일 8,300억원의 규모로 공매도가 거래됐으나, 이후 일간 6,000억원 전후로 축소된 흐름이다. 공매도 비중 측면에서는 재개일 4.9%로 가장 높았고 이후에는 4% 전후로 하향 안정화된 모습을 보여주고 있다. 공매도금액이 감소했지만 코스피 거래대금 또한 감소하면서 비중 감소폭은 작았다.

공매도 비중 상위종목
: 미들캡, 업종혼재

공매도 재개 후 첫 5거래일인 5월 10일 기준, 5일 평균 공매도 비중(5일평균 차입공매도금액/거래대금)이 높은 20개 상위 종목들은 시가총액 기준 코스피200지수 중하위 종목들이다. (50위내 종목 3개, 50위~100위 종목 5개, 100위밖 종목 12개) 업종별로 살펴보면 필수소비재, 소프트웨어, 호텔, 은행, IT하드웨어, 디스플레이 등 다양한 업종이 혼재되어 있다.

상위종목 20개 특징
: 코스피 수익률 소폭 상회

상기한 공매도 비중 상위 20개 종목들은 -10%~20%까지 넓은 수익률 범위를 보여주고 있다. 상위 20개 종목 중 5월 10일 이후의 수익률이 코스피 수익률보다 높은 종목은 13개이며, 20개 종목 전체의 평균 수익률은 0.4%로 해당 기간 코스피 수익률(-2.5%)보다 높은 수준이다.

공매도 과한 걱정은 불필요
하지만 꾸준한 모니터링 요망

종합하자면 공매도 규모는 첫 날 이후 소폭 하락하며 안정화됐으며 5월 첫 주에 한정된 공매도 상위 종목의 수익률을 살펴봤을 때 일각의 우려와는 달리 수익률 추이는 코스피 수익률을 소폭 상회하는 수준이었다. 결론적으로 공매도로 인한 주가 하락에 대해 지나치게 걱정할 필요는 없어 보인다. 다만 최근 증시의 상승세가 둔화된 점, 외국인 매도세 지속 등을 고려할 때 공매 거래에 대한 꾸준한 모니터링이 필요하며 **중요사항**이 발생하면 면밀히 확인할 수 있도록 하겠다.

칼럼의 재해석

윤여삼 연구위원

다시 시작된 Standing Repo 도입 논의 (St.Louis Fed)

4월 FOMC 의사록에서 언급된 자산매입에 대한 논의 외에 대기성 레포제도(Standing Repo Facility) 구축에 대한 논의가 이루어졌다는 점에 주목할 필요가 있다. 스탠딩 레포란 은행이 보유한 국채를 은행의 지급준비금과 상시 교환할 수 있도록 하는 제도이다. 즉, 은행들은 필요시 정해진 금리로 보유한 국채를 기준으로 교환할 수 있는 것이다. 스탠딩 레포 구축의 이점은 두 가지이다. 1) 은행이 급작스러운 충격에서 보유 자산을 활용해 빠르게 필요자금을 유동화할 수 있다는 점. 그리고 2) 연준의 입장에서 직접적인 자산매입을 진행하지 않고도 시중에 유동성을 공급할 수 있다는 점이다. 중앙은행의 입장에서 정책 개입을 더 세분화할 수 있다. 가령 100의 충격과 200의 충격에 모두 직접 자산매입을 통해 정책을 시행해야 했다면, 스탠딩 레포 창구가 개설되면 작은 충격엔 일시적인 환매조건부거래로 대응할 수 있다. 처음 동 제도의 도입 논의(2019년)에선 이에 대해 정부 자금조달을 지원하는 수단으로 인식될 수 있다는 비판을 받았다. 그러나 이번 회의에서 상당수의 위원들은 대기성 레포거래를 도입하는 것의 잠재적 이익이 비용보다 크다고 판단했다. 도입 가능성을 논하기는 이르나 이러한 논의가 제기된다는 것은 자산매입이나 금리인하 말고도 연준에게 단기자금 시장을 컨트롤할 수 있는 도구가 존재한다는 것을 시사한다. 그리고 정책이 정상화 되는 국면에서 발생할 수 있는 노이즈를 관리할 수 있는 요소다.

대기성 레포 제도(Standing Repo Facility)의 의의

4월 FOMC

대기성 레포제도 도입 논의

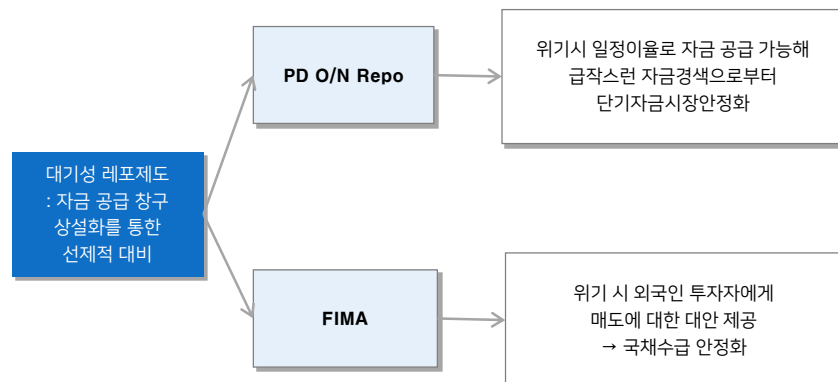
4월 FOMC 회의에서 2019년 9월 개시된 연준 Primary dealer와의 익일물 레포 거래(연준에게 국채 담보 제공 후 현금을 차입)와 2020년 3월 한시적으로 도입한 FIMA(Foreign and International Monetary Authorities) 레포제도의 상설화 방안이 논의되었다. 일명 대기성 레포제도(Standing Repo Facility)라는 것이다. 두 제도가 상설화 되면 단기자금시장에서 발생할 수 있는 잠재적인 압박에 신속하게 대응할 수 있다는 장점이 있다.

대기성 레포제도는

상설 유동성 공급기관의 역할

위기는 예상하기 어려운 측면이 있어 재량적 운영으로는 신속한 대처가 어려운 경우가 많다. 코로나19 위기와 같이 말이다. 2020년 3월 FIMA 레포제도가 시행되었더라면 역외에서 갑작스런 달러자금 수요로 야기된 시장압력이 완화되었을 가능성이 크다. 이러한 점에서 레포제도의 상설화는 연준의 금융 안전판(Backstop)이 견고해지는 것이라 볼 수 있다.

그림24 4월 논의된 대기성 레포제도와 동 제도의 장점



자료: 메리츠증권 리서치센터

스탠딩 레포 도입 논의의 시작 – 2019년 3월

대기성 레포 설치의 필요성은 2019년 3월 세인트루이스 연준의 데이비드 안도팔 토와 제인 이리그 연구원이 처음 제기했다. 양적완화로 인한 풍부한 지준환경(Ample Reserve Regime) 속에서 은행들의 과도한 지준 보유는 중앙은행의 효율적인 통화정책 수행을 제한하는데, 대기성 레포는 지급준비금 수요를 줄이면서 효과적인 통화정책 경로를 확보할 수 있다는 것이다.

초기 대기성 레포 설치 논의는
2019년 은행 지준 과다로 인한
단기자금시장 노이즈에서 시작

왜 과도한 지급준비금은 통화정책에 방해가 될까? 금리가 높은 수준일 때 은행은 낮은 이율의 지급준비금 예치보다 시장에 대출을 해주는 것이 이득이나, 시중에 유동성이 풍부해져 금리가 지급준비금을 예치했을 때 받는 초과지준부리에 근접하게 되면 은행은 위험한 크레딧 리스크를 지는 것 보다 중앙은행에 예치하는 것이 더 이득이다. 따라서 시중금리가 낮아질수록 초과지준금을 예치하고자 하는 동기는 늘어나고 은행은 이를 활용해 초단기 익일물 시장에서 운용할 경우 실효연방기금금리가 연준이 설정하는 목표수준을 하회할 가능성이 높아진다.

QE Problems? 연준 역레포 수요 급증세 지속중

지금 단기자금시장 이슈를 되짚어
보면 시중의 넘치는 유동성이
단기금리 하방 압력으로 작용중

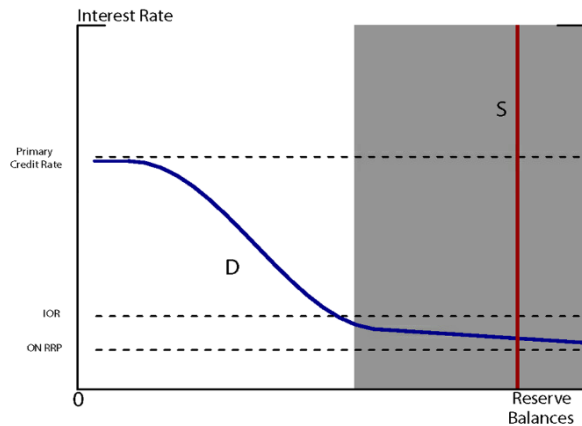
상반기 자금시장의 주요 이슈를 되짚어 보자. 재무부는 7월 31일 부채한도협상 만료를 앞두고 협상안에 제시된 바에 따라 만료전까지 2019년 8월 수준인 1,330억 달러 수준으로 맞추기 위해 약 1.6조 규모의 연준에 예치된 재무부 일반 계정(TGA)의 잔액을 방출하기 시작했다(5월 18일 기준 약 7,400억 달러) 그리고 이는 연준의 매월 1,400억 달러 자산매입(MBS: 800억 달러, 국채: 400억 달러)과 더불어 시장에 대규모의 현금을 공급했다. 이렇게 방출된 현금은 은행에 예금과 지준금의 형태로 예치된다. 그리고 이러한 지준금의 증가는 SLR 규제 하 자본확충 부담을 높일 수 있다. 이에 시장은 올 2월 은행들의 SLR(Supplementary Leverage Ratio)규제완화를 연장하지 않으면 은행 예금이 아닌 MMF로 자금이 흘러 들어가게 되고 레포 거래 수요가 늘어나 레포금리가 (-)로 갈 수 있어 동규제의 완화와 함께 초과지준부리(IOER)의 인상이 필요하다 지적했다.

그러나 연준은 3월 10년물 특정담보 레포금리가 (-)를 터치했음에도 SLR을 연장하지 않았다. 대신 Overnight Reverse Repo Facility 한도를 300억 달러에서 800억 달러로 늘렸다. O/N RRP 창구에선 은행과 MMF 등은 현금을 하루 예치한 후 일정한 수익을 거둘 수 있는데, 시중의 현금을 흡수할 수 있는 창구의 여력을 늘려준 것이다.

시장은 유동성 주입을 줄여야
하는 신호라 지적

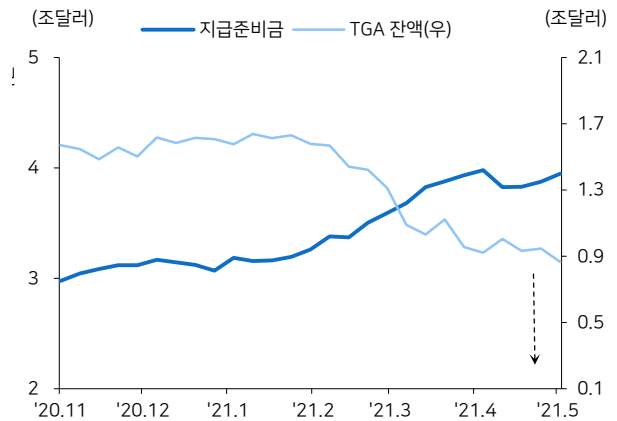
4월 이후 O/N RRP 예치 금액은 치솟았다. 3월 17일 대비 4,000억 달러가 늘었는데, 몇몇 시장 참가자들은 이것이 곧 유동성 주입을 줄여야 하는 신호라 이야기하고 있다.

그림1 금리에 따라 은행의 대출/지준금 예치 동기는 달라짐



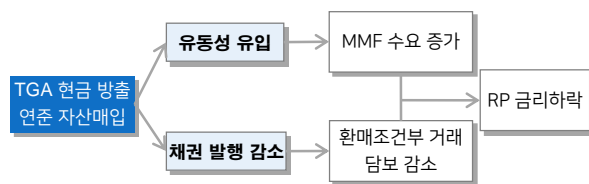
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림2 4조 달러까지 상승한 지준 보유 규모



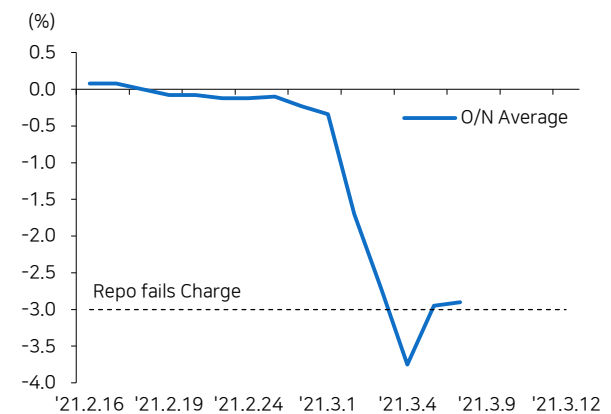
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림3 유동성 공급과 TGA 이슈가 RP금리에 미치는 영향



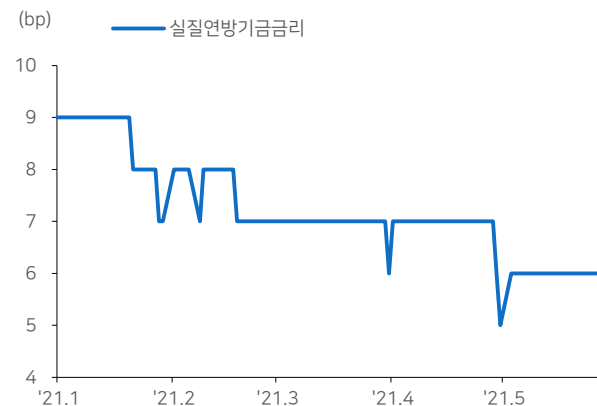
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림4 한 때 (-)로 떨어지기도 한 레포금리



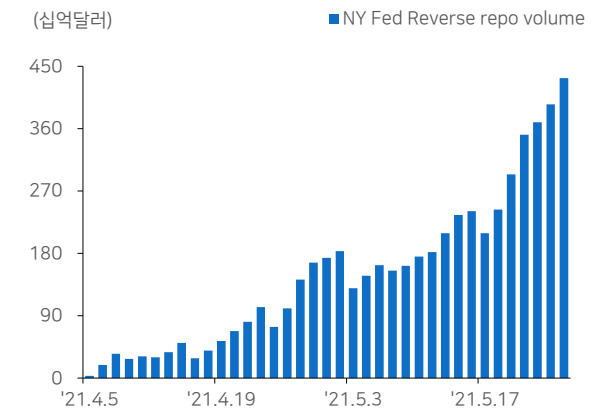
자료: Curvature, 메리츠증권 리서치센터

그림5 실질연방기금금리는 하한선에 근접



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림6 O/N RRP 한도 증액으로 대응: 예치 금액 급증



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

대기성 레포는 현 상황 기준 흡수 효과 가져올 수 있어

대기성 레포는 과도한 기준
보유를 막을 수 있음

대기성 레포와 기준 흡수 효과는 LCR(유동성 커버리지 비율, Liquidity Coverage Ratio) 규제를 매개로 한다. LCR은 순자산 현금흐름 대비 HQLA(High Quality Liquidity Asset)의 비율인데, 국채는 기준과 동일하게 고유동성 자산으로 취급되나, 은행은 금융불안 상황에서 유동화가 용이한 기준을 선호한다. 스트레스 상황에서 대량의 국채 매도가 이어지면 그 가치가 손상될 가능성이 높기 때문이다. NY Fed는 현재 미국 대형은행의 자산 익스포저에 스트레스 테스트를 진행했을 때 약 7,840억 달러의 현금을 필요로 할 수 있다고 밝힌 바 있는 것처럼 말이다.

또한 기술적으로 채권시장 안정화
가능도 존재

그런데, 대기성 레포제도가 구축될 경우 스트레스 상황에서 은행은 언제든지 국채를 담보로 현금을 창출할 수 있게된다. 따라서 대기성 레포제도는 기술적으로 은행의 기준 수요를 낮추고 국채 수요를 높일 수 있는 요인이다.

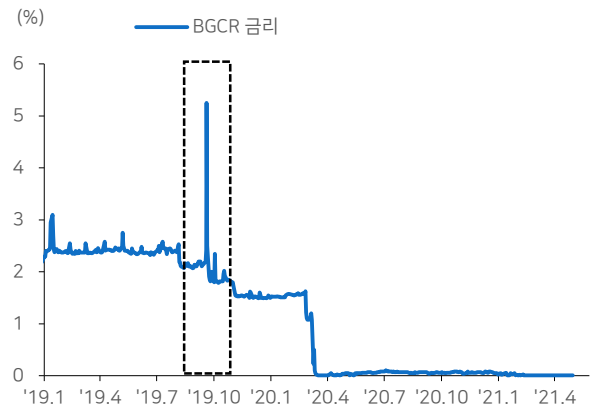
대기성 레포제도 구축은 이와 같이 기준 수요 감소로 금리 하한을 관리할 수 있을 뿐만 아니라, 금융기관간 레포 금리의 상단의 역할을 해 금리 상한 관리 또한 용이하게 한다. 은행이 대기성 레포 금리보다 높은 금리로 차입할 이유가 없기 때문이다. 동 제도가 신설된다면 2019년 9월 '레포 발작' 사태와 같은 일 또한 미연에 방지할 수 있다.

표1 NY Fed가 실시한 스트레스 테스트 결과

| (백만달러) | Base | Reduced Outflows | Enhanced Outflows |
|--------------|---------|------------------|-------------------|
| BOA | 136,548 | 101,447 | 163,244 |
| BNY Mellon | 61,913 | 44,624 | 72,037 |
| Citi | 158,417 | 117,570 | 187,884 |
| GS | 61,457 | 45,245 | 77,195 |
| JPM | 175,925 | 134,660 | 207,645 |
| MS | 53,842 | 39,510 | 67,697 |
| State Street | 37,218 | 28,158 | 43,665 |
| Wells Fargo | 98,735 | 76,055 | 114,585 |
| Total | 784,054 | 587,269 | 933,951 |

자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림7 2019. 9월 레포 발작



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

좋은 것만 있을까? 1) 민간 시장의 구축, 2) 위험선호 유인 강화

단점은 도덕적해이 유발가능성
시장의 유동성 공급을 구축

대기성 레포가 이처럼 장점만을 가진다면 시행하지 않을 이유가 없을 것이다. 일부(a few) 위원들은 대기성 레포거래가 미국 국채에 대한 자금조달을 지원하는 수단 또는 비예금기관에 대한 연준의 영구적인 유동성 안전망으로 인식될 수 있고, 이는 더 많은 유동성 위험을 부담케하는 유인이 될 수 있다고 지적했다.

또한 연준이 직접적인 대출창구를 상시 운영한다는 것은 민간시장의 유동성 제공원을 구축시킬 위험이 있다. 자유로운 시장거래가 침해된다는 것이다. 때문에 소수의 연준위원들은 금리 등 가격체제와 대출구조에 신중을 기해야 한다고 언급했다.

테이퍼링을 앞둔 연준 안전판으로서 대기성 레포 설치할까

장단을 결합할 때
위원들은 이익이 비용보다 크다고
판단

테이퍼링을 앞둔 연준 입장에서 대기성 레포는 시장 안전판 설치를 통해 지준수요 감소 및 은행의 국채수요를 늘려 채권시장 안정화를 꾀할 수 있다. 또한, 혹시나 일어날 수 있는 신용위험 등에 발빠르게 대응할 수 있어 정책 정상화에도 불구하고 금융시장의 불확실성은 경감되는 효과를 가질 수 있을 것이다. 이번 회의에서 상당수의 위원들이 대기성 레포거래를 도입하는 것의 잠재적 이익이 비용보다 크다고 판단한 만큼 동 제도의 신설 가능성은 높아 보인다.

단기자금시장 노이즈 지속가운데
대기성레포 도입은
시장 불확실성을 경감시킬 수 있는
안전판 역할 할 수 있을 것

현재 단기자금시장 노이즈로 인한 유동성 축소 필요성 논란이 제기되는 가운데 클라리다 부의장 등 연준인사들이 하나 둘 테이퍼링이란 단어를 입에 올리기 시작했다. 이는 시장에게 다소 두려울 수 있는 부분이며 시장이 인식하는 불확실성은 확대될 것이다. 즉, 시장의 변동성이 확대될 수 있는 요소다. 그러나 대기성 레포가 설치된다면 정책 정상화를 향한 교두보로써 정책 정상화 국면에서 시장의 불확실성은 한층 경감될 수 있을 것이다.

원문: *The Fed and a Standing Repo Facility: A Follow up - St.Louis Fed*