

Equity Strategy

금리 발작보다 무서운 중국의 전력난

Equity Strategy Overview

국내 주식시장의 조정 국면이 3개월째 길어지고 있다. 에너지 가격 상승과 중국의 전력난 등 스태그플레이션 우려가 높아지고 있기 때문이다. 현 국면은 이익 마진이 낮은 산업에게 불리하다. 변동성이 낮은 산업과 4Q Reopening 및 인프라 투자 관련 산업이 대안이 될 것으로 예상된다.

Strategist 허재환_02)368-6176_jaehwan.huh@eugenefn.com

중국 정책 불확실성과 스태그플레이션 우려

추석 연휴 떠들썩 했던 중국 헝다그룹 사태보다 센 약재가 나타났다. 미국 금리 발작과 중국 전력난이다. 다행히 주말을 지나면서 지난 2~3월에 경험했던 미국 금리 발작은 진정되었다. 비용 상승에 따른 금리상승 추세는 한계가 있다. 주식시장 추세를 반전시키는 요인은 아니다.

더 무서운 약재는 중국의 전력난이다. 전력난은 석탄/석유 수입만으로 해결하기 어렵다. 현재 중국 정부의 정책 기조를 감안할 때 정책 실수 또는 오판 가능성이 있다. 하반기 중국 성장률이 예상보다 가파르게 하락할 위험이 있다. 스태그플레이션 우려는 미국이 아니라 중국에서 발생할 수 있다. 국내 주식시장의 상승 추세가 흔들리는 주요 요인일 가능성이 높다.

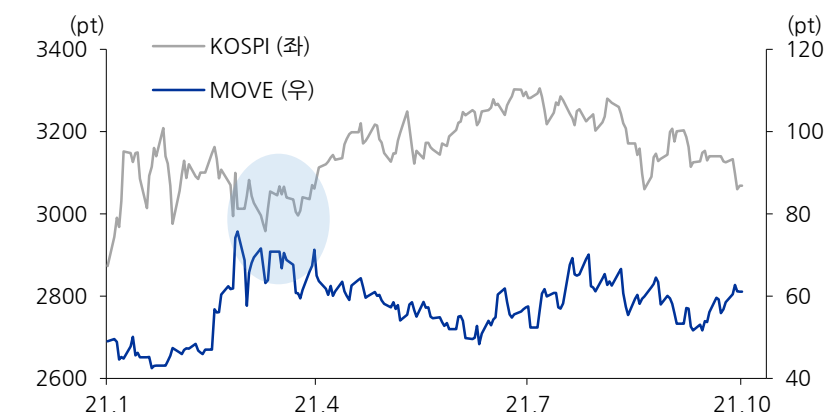
7월에 시작된 국내 주식시장의 조정 국면이 3개월째 길어지고 있다. 이제 KOSPI는 3천선까지 위협받고 있다. 미국 주식시장의 상승추세도 9월 들어 약해졌다. 미국 증시는 지난해 11월 이후 -5% 이상 조정 없이 오래동안 상승해왔다. 피로가 쌓여 있다. 3Q 실적시즌을 앞두고, 중국 전력난과 스태그플레이션 등 비용 상승 부담을 반전시킬 계기가 뚜렷하지 않다.

주식시장에 대한 희망의 끈을 놓을 필요는 없다. 코로나19 영향력은 약해지고 있다. 병목현상이 지속될수록 이후 재고를 쌓아야 한다. 다만 스태그플레이션 우려가 해소되는데 시간이 걸린다. 이익마진이 낮은 기업에 불리하다. 실적 변동성이 낮은 고배당, REIT 등이 유리하다. 4Q 약해진 수요를 회복시킬 Reopening과 인프라 산업에 대한 관심이 필요하다.

Equity Strategy Check Point

- 7월에 시작된 국내 주식시장의 조정 국면이 길어지고 있음. 9월 들어서는 미국 증시도 약해짐. 그동안 상승에 따른 피로와 함께 최근 중국 전력난과 유럽 천연가스 상승 등 공급부족 우려를 반영.
- 헝다그룹 부채위기보다 중국 전력난 해소는 더 쉽지 않음. 석탄 및 천연가스 가격 상승은 환경정책과 코로나19 이후 공급부족에 기인함. 중국 정책 대응이 늦어질수록 중국 및 글로벌 성장률기대가 한 차례 더 떨어질 위험이 높음.
- 기업이익 마진에 대한 압박이 높은 만큼 변동성이 낮은 고배당/REIT 등에 대한 관심이 필요함.
- 다행히 코로나19 영향력은 서서히 감소 중임. Reopening 관련 산업(여행/레저)과 4Q 성장을 둔화 위험을 상쇄할 수 있는 인프라 투자에 대한 관심이 유호.

Key Chart: 대체로 금리 변동성이 정점을 지난 후 주식시장의 회복 시작



자료: Refinitiv, 유진투자증권

지난 2월 금리발작 국면과 유사점과 차이점

요즘 날씨가 쾌청하다. 하지만 주식시장에는 어두운 그림자가 있다. 금리 발작과 중국 전력난이다.

지난 9/20 일 이후 미국 10년 국채금리는 23bp 이상 올랐다. 지난 2~3 월과 유사하다. 당시 주요국 금리가 상승하면서 2020년 11월 이후 랠리를 구가하던 주요국 주가지수는 하락했다. 반면, 원자재 가격은 강했다(도표 1).

지금과 두 가지 차이점이 있다. 우선, 2~3 월에는 글로벌 경기 회복, 즉 Reopening 기대로 구리 가격이 다른 원자재보다 강했다. 지금은 공급부족과 환경정책 영향으로 국제 원유와 석탄, 천연가스 등 에너지 가격이 더 강하다.

또 다른 차이점은 2~3 월에는 금리급등이 주가 De-Rating의 요인이었다. 이번에는 금리가 오르기 이전부터 주가 조정이 진행되고 있었다. KOSPI는 7월초, S&P500은 9월초 이후 상승추세가 약해졌다. 주식시장에 피로가 누적된 결과다. 이는 올해 많이 오른 종목/산업 주가에 부담이다.

도표 1. 최근 금리상승 국면은 지난 2월 하순 이후와 매우 유사

	2021년 2/16일	2021년 2/25일	변화 (bp, %)	2021년 9/20일	2021년 10월초	변화 (bp, %)
미국 10년 국채금리	1.299	1.515	0.22	1.309	1.536	0.23
독일 10년 국채금리	-0.348	-0.231	0.12	-0.315	-0.199	0.12
한국 10년 국채금리	1.85	1.881	0.03	2.066	2.265	0.20
다우지수	31,523	31,402	-0.4	33,970	33,843	-0.4
S&P500	3,933	3,829	-2.6	4,358	4,300	-1.3
Nasdaq	14,048	13,119	-6.6	14,714	14,255	-3.1
KOSPI	3,163	3,100	-2.0	3,141	3,019	-3.9
KOSDAQ	978	936	-4.2	1,046	983	-6.0
구리	8,423	9,456	12.3	9,049	8,944	-1.2
WTI	60	63	6.6	70	75	6.8
DXI	91	90	-0.4	93	94	1.0
한국 원달러	1,108	1,119	1.1	1,187	1,189	0.1

자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 2. 지난 2월에도 미국 국채금리가 급등하는 국면에서 미국 주가 하락



자료: Refinitiv, 유진투자증권

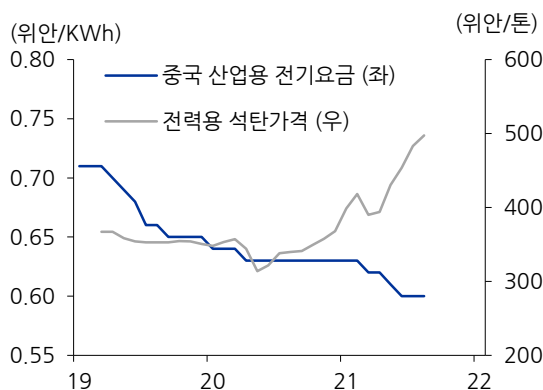
스태그플레이션 위험을 높이는 중국 전력난

또다른 악재는 중국 전력난이다. 중국 전력난이 위험한 이유는 해결이 쉽지 않다는 점과 정책 실수 가능성이 높다는 점 때문이다. 경기와 기업이익의 안정성을 위협한다.

중국 전기요금은 정부가 통제한다. 반면 석탄가격은 시장에서 형성된다(도표 3). 석탄 가격이 급등할수록 전력업체들의 손실이 커진다. 전력 생산이 감소한다. 그런데 중국 전력의 70%를 차지하는 석탄 수입을 늘리는데 한계가 있다. 중국은 2020/10 월 이후 호주와의 외교 갈등으로 호주산 석탄 수입을 금지했다. 인도네시아가 대안이지만 최근 이상기후로 생산에 차질을 빚고 있다. 전세계가 석탄과 천연가스 가격 상승으로 에너지원 확보에 비상이 걸렸다(도표 4).

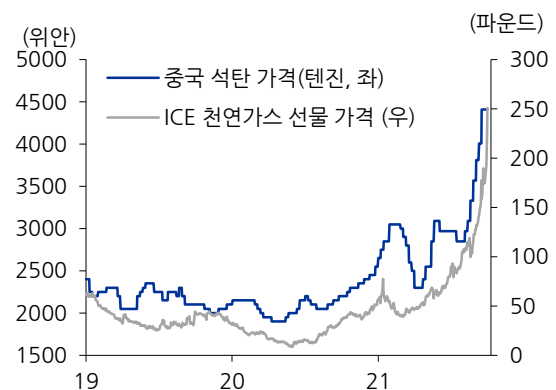
반면 중국 정부는 석유/석탄 확보에 주력하면서도 경기 위험에 대해 별다른 대응이 없다. 최근 지표 부진에도 중국 고용이 심하게 나빠지 않는다(도표 5). 하지만 중국 정부의 개입이 늘어질수록 실물 수요는 중국뿐만 아니라 전세계적으로 타격을 받을 가능성이 높다(도표 6).

도표3. 중국 석탄가격 상승 불구, 전기요금은 하락



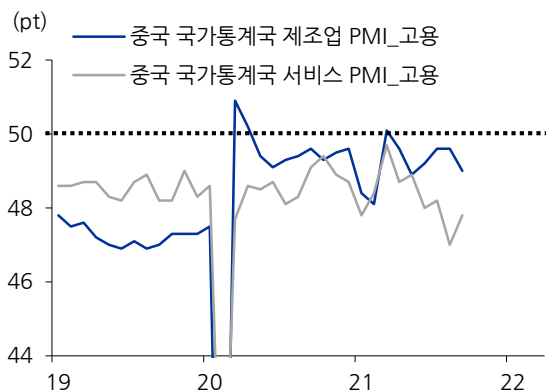
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표4. 중국 석탄가격과 천연가스 가격 급등



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표5. 중국 PMI 고용 지표는 심하게 나빠지 않아



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표6. 정책개입이 늘어질수록, 실물 경제 악화 가능성



자료: Refinitiv, 유진투자증권

조정다운 조정이 없었던 피로까지 겹쳐

자금을 스테그플레이션으로 단정짓기는 이르다. 그러나 적어도 금융시장 반응은 비용상승 부담을 반영 중이다. 금리가 오르는데도 베타가 낮은 일부 업종들 주가가 괜찮다. 그동안 주식시장의 상승에 대한 피로까지 겹쳤기 때문이다.

예컨대 올해 1Q 당시 미국 10년 국채금리는 1월말 이후 3월말까지 +66bp 상승했다. 동 기간 한국 10년 국채금리는 +45bp 올랐다(도표 7). S&P500 지수는 금리 변동성이 높아진 2월 중순 이후 조정을 보였으나, 17일 동안 4% 조정에 그쳤다. 반면 나스닥지수는 3주 동안 -10.5% 하락했다. KOSPI는 1월 주가 급등 이후 -7.8% 하락했다(도표 8).

최근 금리 상승 폭은 2~3월과 유사하다. 하지만 주가 조정 폭과 기간이 길다. S&P500은 9월초 고점 이후 -5.1% 하락했다. KOSPI는 7/6일 고점 이후 3개월 동안 -8.7% 하락했다(도표 9). 최근 병목현상과 중국 전력난 해소가 쉽지 않다는 점도 반영 중이다. 여기에 글로벌 주식시장이 그동안 큰 조정 없이 상승해온 피로도 반영된 것으로 판단된다.

도표 7. 지난 2월~3월 금리 급등 국면

	1~2월 저점 (%)	2월 저점 날짜	당시 고점 (%)	고점 날짜	변화 (bp)	기간 (일)
미국 10년 국채금리	1.09	2021-01-20	1.75	2021-03-31	0.66	70
독일 10년 국채금리	-0.55	2021-01-14	-0.30	2021-03-31	0.26	76
한국 10년 국채금리	1.70	2021-01-20	2.15	2021-03-15	0.45	54

자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 8. 2021년 2~3월 금리 급등 국면에서 주가 조정 폭

	1~2월 고점 (pt)	날짜	당시 저점 (pt)	날짜	변화율 (%)	기간 (일)
다우지수	31,458	2021-02-15	30,924	2021-03-04	-1.7	17
S&P500	3,935	2021-02-15	3,768	2021-03-04	-4.2	17
Nasdaq	14,095	2021-02-15	12,609	2021-03-08	-10.5	21
KOSPI	3,209	2021-01-25	2,958	2021-03-10	-7.8	44
KOSDAQ	999	2021-01-25	890	2021-03-10	-10.9	44

자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 9. 지난 7~9월 고점 이후 최근 저점까지 주요 주가지수 조정 폭

	올해 고점 (pt)	날짜	최근 (pt)	날짜	고점 대비 현재 (%)	기간 (일)
다우지수	35,625	2021-08-16	33,843	2021-09-30	-5.0	45
S&P500	4,537	2021-09-02	4,300	2021-10-04	-5.2	32
Nasdaq	15,374	2021-09-07	14,255	2021-10-04	-7.3	27
KOSPI	3,305	2021-07-06	3,019	2021-10-01	-8.7	87
KOSDAQ	1,060	2021-08-09	983	2021-10-01	-7.2	53

자료: Refinitiv, 유진투자증권

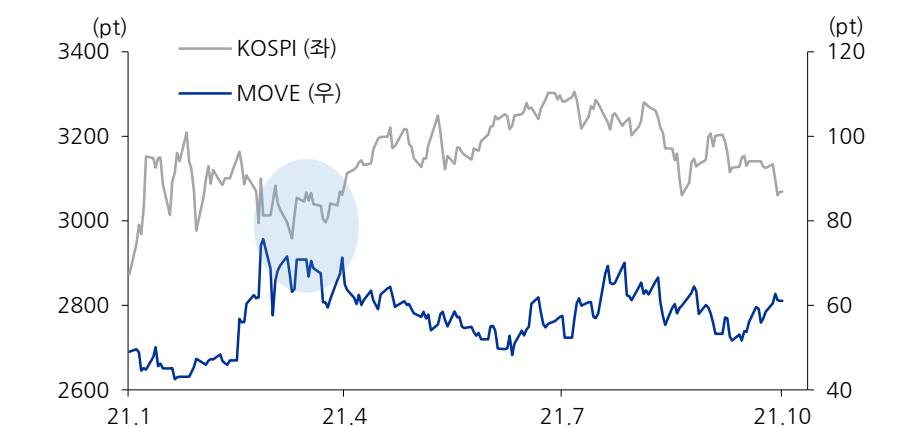
금리 변동성이 감소한 이후 주가 회복 예상

너무 비관적일 필요는 없다. 스태그플레이션 우려는 중앙은행들의 정책 결정을 어렵게 만든다. 그러나 결국 수요가 둔화될 가능성이 높다. 통화정책 긴축도 더디게 진행될 가능성이 높다.

관전 포인트는 주가와 채권 변동성이 정점을 기록하는 시점이다. 지난 2~3월에도 미국 국채금리가 하락세로 돌아서기 전(3월 말), 주식시장은 저점을 지났다(도표 10). 현재 주가와 금리 변동성은 아직 정점(Peak)을 보지는 않았다. 그러나 점차 접근 중이 다.

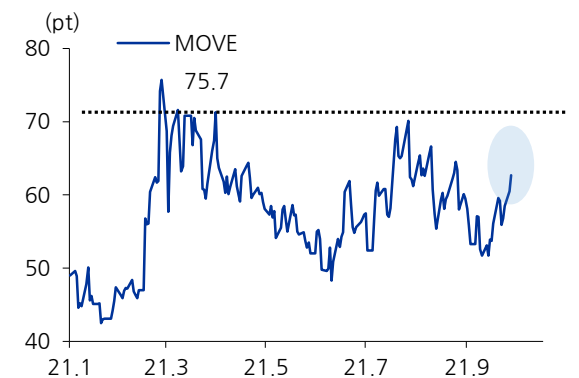
2021년 이후 미국 금리 변동성을 나타내는 MOVE 지수는 과거에 비해 높은 수준에서 움직이고 있다. MOVE 지수는 70~80 선에서 올해 정점을 지났다(도표 11, 9월 말 63). S&P500 지수 변동성을 의미하는 VIX 지수는 올해 20 후반대에서 30 후반대에서 정점을 기록했다. 10/4 일 24pt 수준이다. 주식시장 조정이 끝났다고 보기는 이르다(도표 12). 하지만 금융시장 불안의 정점(Climax)이 아주 멀지 않았다.

도표 10. 금리 변동성 정점 이후 주식시장은 회복 시작



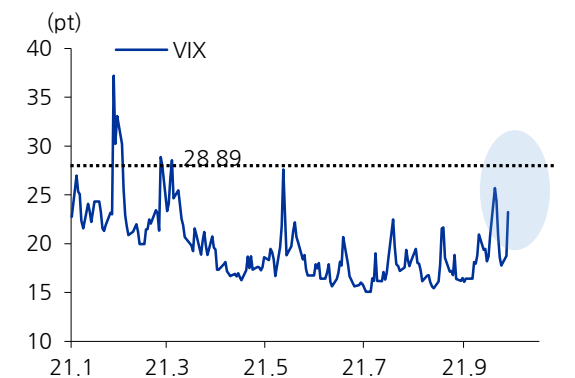
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 11. 미국 국채금리 변동성은 70 근처에서 정점



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 12. VIX도 30 근처에서 정점을 기록할 듯



자료: Refinitiv, 유진투자증권

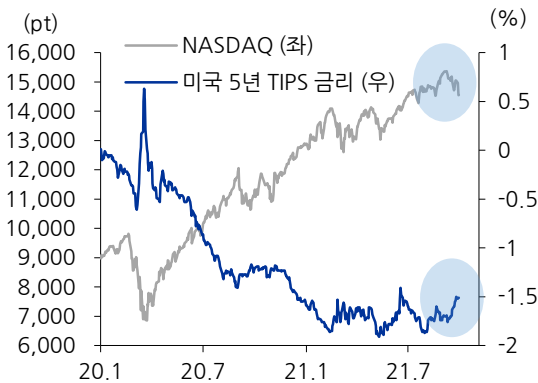
저변동성에 초점, 4Q 전체로는 Reopening 과 인프라

스태그플레이션 위험이 높아지는 국면에서 투자대안을 찾기는 어렵다. 그동안 주가 상승 국면에서 저평가된 종목들이나 산업들이 사라졌다. 기업이익과 향후 정책에 대한 불확실성이 높다. 포트폴리오의 변동성을 줄이는데 초점을 맞출 필요가 있다.

최근 미국 실질금리를 의미하는 TIPS 금리가 상승했다. 나스닥 등 Valuation 부담이 상대적으로 높은 성장주에 비우호적인 환경이다(도표 13). 실질금리 상승은 달러 강세 요인이다. 신흥국 자산과 외국인 투자자들에게 악재다(도표 14).

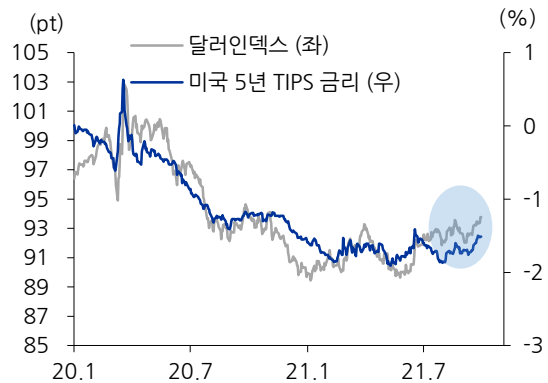
증시 주변 여건이 불안한 만큼 고배당/REIT 등 저변동성 관련 산업들이 나올 것이다. 다만 좀더 긴 관점에서 보면 여행/레저 등 Reopening 과 인프라 테마가 유망할 것으로 예상된다. 실제 위드코로나 관련해 여행/레저 산업주가지수는 견고하다(도표 15). 공급부족 이후 이를 해소하기 위해 중국과 미국 모두 인프라 투자를 늘릴 것으로 예상된다(도표 16).

도표 13. 실질 금리 상승은 성장주에는 비우호적 환경



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 14. 실질금리 상승은 미국 달러에 우호적



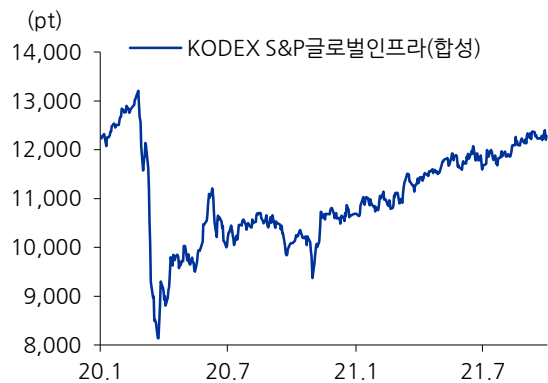
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 15. 여행레저 지수도 아직 견고



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 16. 글로벌 인프라 관련 주가는 상승추세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	7%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2021.09.30 기준)