

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2022. 5. 12 (목)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

과거 미국 빅스텝과 주식시장 반응

오늘의 차트

전쟁으로 인한 원자재 가격 동조화 악화와 신흥국 충격

칼럼의 재해석

전쟁의 나비효과: 느려진 중국 탄소중립

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

과거 미국 빅스텝과 주식시장 반응

- ✓ '90년대 이전과 이후 연방기금금리 중요성 다름. 베이비스텝이라는 개념은 '94년 이후 등장
- ✓ 베이비스텝과 대비되는 빅스텝 사례는 '94년, '00년으로 볼 수 있음. 각각 인플레이 대응 의지 피력과 경기 과열에 대해 시장기대를 상회하는 금리인상을 단행
- ✓ 과거 사례에 비추다면 당분간 긍정적 실물지표 발표 이어져도 주가 반응 제한적일 수 있음. 주가 추세는 경기 침체 현실화 여부에 따라 달라졌음

빅스텝과 통화정책체계

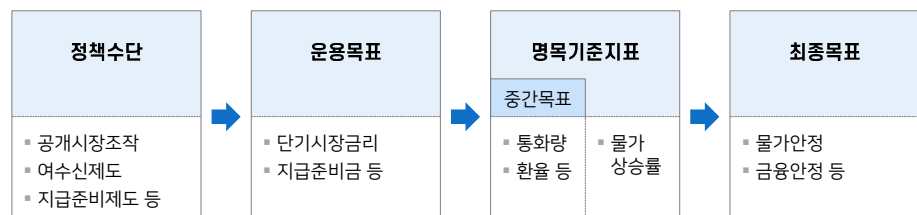
빅스텝의 구분

이번 전략공감 2.0에서는 과거 미국의 빅스텝 금리인상 시기의 주가반응에 대해 분석하고자 한다. 올해 5월 50bp 금리인상을 제외하고 1971년 이후 한 번에 50bp 이상의 금리인상을 단행한 횟수는 40차례나 된다. 그런데 통화정책체계 관점에서 본다면, 이 모든 인상을 빅스텝이라고 하기는 어려워 보인다.

일반적인 통화정책체계

통화정책의 가장 중요한 목적은 물가안정이다. 그린스펀은 물가안정을 가계와 기업 등 경제활동 참가자들이 의사결정을 할 때 물가를 고려하지 않아도 되는 환경이라고 했다. 이를 위해 운용목표를 조정하여 명목기준지표에 대한 목표를 달성하고자 한다. 예를들어 미국 통화정책의 대표적인 운용목표로는 연방기금금리가 있다. 통화정책의 큰 틀을 중앙은행이 설정하는 명목기준지표에 따라 통화량목표제, 환율목표제, 물가안정목표제 등으로 부른다.

그림1 통화정책체계



제도 (의사결정 및 집행기구, 독립성, 책임성, 투명성 등)

자료: 한국은행(2017), 메리츠증권 리서치센터

그린스펀 전후 미국의 통화정책¹

통화량목표제와 실효성의 문제

통화량목표제란 통화지표(M1, M2 등) 증가율을 명목기준지표로 하여 물가안정을 도모하는 정책이다. 배경에는 화폐교환방정식($MV=PY$)이 있다. 화폐유통속도(V)가 일정하다면, 통화량(M)과 물가(P) 사이 안정적인 관계가 지속될 수 있으며, 이를 토대로 안정적인 경제성장(Y)도 도모할 수 있다는 논리다.

미국은 '75년부터 표면적으로
통화량목표제였음

표면적으로 미국은 1975년부터 1993년까지 통화량목표제를 실시했다. 다만 대부분의 기간에서 운용목표인 연방기금금리를 중시하는 통화정책을 펼쳤다. 통화량은 거의 대부분 기간에서 목표 수준을 벗어나 있었다. Mishikin(2000)에 따르면, 이 당시 연준은 통화량과 연방기금금리 목표가 상충될 때 금리를 중시하라는 지시를 받기도 했다. 따라서 실질적인 통화량목표제가 작동한 시기는 '79~'82년 뿐이다.

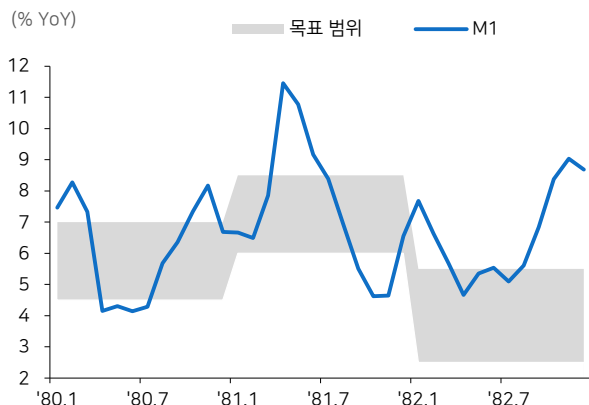
통화량목표제 집중하던 '79~'82년
에는 큰 폭의 금리변동 용인

1979년 10월 취임한 볼커 의장은, 인플레이션은 화폐적 현상이라는 통화론자의 견해를 수용하여 제대로 된 통화량목표제를 통해 인플레이션을 억제하고자 했다. 이 방법은 통화량을 목표수준에서 유지하기 위해 큰 폭의 금리변동을 용인하였다. 그러나 다시 이자율 안정을 중시하기 직전인 1982년 10월까지도 중심통화지표로 활용했던 M1 증가율은 어느 해에서도 목표치 내에서 유지되지 못했다.

금융산업 고도화로 통화량 증가율
의 잦은 목표범위 이탈 발생

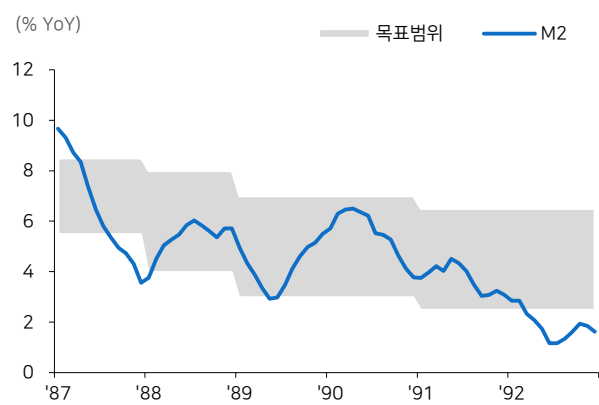
금융산업의 혁신으로 물가와 통화량의 관계가 불규칙적으로 변하면서 기존의 통화지표 운용이 어려워졌다. 이에 따라 연준은 1987년 2월 중심통화지표를 M1에서 M2로 바꾼다. 그런데 이때도 실제로 통화량의 움직임을 크게 고려하지 않고 금리 위주의 정책을 운영한 이유에서인지, M2 증가율도 목표 수준을 벗어나곤 했다.

그림2 1980년대 초반 미국 M1 증가율: 목표치와 실제치



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림3 1980년대 후반 미국 M2 증가율: 목표치와 실제치



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

¹ 이 부분은 한국은행의 『한국의 통화정책』(2017)을 참고했음

통화량목표제 폐지와 베이비스텝의 등장

'93년 통화량목표제 폐지

1987년 8월 11일 앨런 그린스펀이 연준의장으로 공식 취임했다. 이 때 연준은 관리목표를 통화와 지준금의 증가율에서 연방기금금리로 전환했다. 이후 1993년 7월에는 공식적으로 더 이상 통화량목표제를 운영하지 않겠다고 선언했다.

연방기금금리 중요성이 커지면서
현재 FOMC 형태는 90년대
중반을 거치면서 형성

통화량목표제 폐지 이후에는 운용목표인 연방기금금리의 중요성이 확대됐다. 통화량이라는 중간목표가 사라짐에 따라 목표 연방기금금리 변경이 연준의 정책의도를 전달하는 가장 중요한 수단이 되었기 때문이다. 이러한 중요성 때문에 연준은 1994년 2월부터 FOMC회의에서 연방기금금리 목표를 변경하는 경우 의결문에 공표하기로 결정했으며, 1997년 8월부터는 목표의 구체적인 수치를 명시했다.

베이비스텝 개념도 이 때 등장

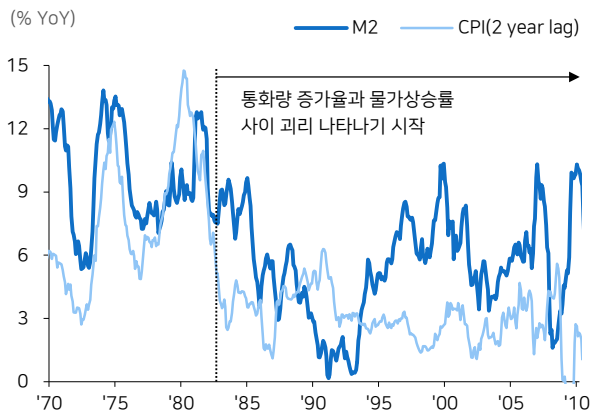
'그린스펀의 베이비스텝(Greenspan's babystep)'은 이 때 등장했다. 90년대 중반부터 정책금리를 최초로 공개하기 시작하면서, 0.25%p 단위로 금리를 조금씩 움직여 변동성을 최소화하여 물가와 경기를 조절하자는 취지였다.

1990년대에는 물가와 실업률이 동시에 하락하는 징후를 포착하여 선제적인 통화정책을 모색했다. 그린스펀은 불확실성이 높은 상황에서 금리를 큰 폭으로 조정하기보다 소폭씩 조정 후 파급효과를 점검하는 미세조정 방식을 선택했다. 향후 이 조치로 장기간의 경제안정을 가져왔다는 평가를 받고 있다. 이러한 성공적인 선례를 따라 다른 대부분의 중앙은행들도 베이비스텝으로 금리를 조정하고 있다.

베이비스텝과 대비되는
빅스텝의 구분이 시작된 것도
90년대 이후로 보아야 할 것

베이비스텝과 대비되는 빅스텝의 개념은 그린스펀 이후 등장했다고 봐야할 것이다. 1) 1980년대 나타났던 높은 연방기금금리의 변동성은 통화량목표를 위해 높은 이자율 변동성을 용인하던 시기에 나타난 것이고, 2) 현재처럼 연방기금금리가 연준의 정책 의도를 전달하는 중요한 수단이 아니었다. 따라서 현재 시사점을 얻기 위해 과거 빅스텝 금리인상 시기를 분석하고자 한다면 1994년 이후인 '94~'95년과 '00년 사례를 분석하는 것이 적절하다고 본다.

그림4 M2 통화량 증가율과 물가상승률 괴리



자료: Federal Reserve, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 연방기금금리 추이



자료: Federal Reserve, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

빅스텝 시기의 주가 반응

사례 1) 1994~1995년 사례

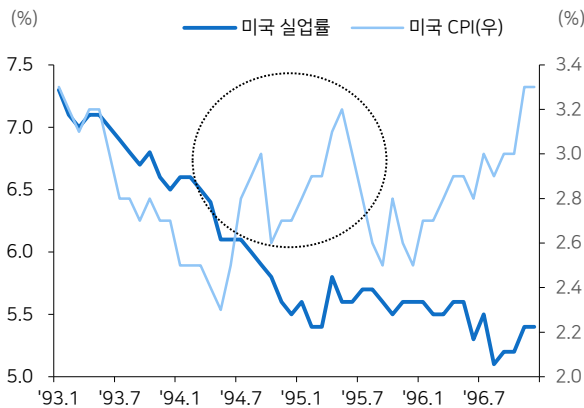
'94년 이후 7차례에 걸쳐 300bp 인상, 3번의 50bp, 1번의 75bp 인상하는 빅스텝 나타남

'94년에는 2월부터 '95년 2월까지 7차례에 걸쳐 3.00%에서 6.00%까지 300bp를 인상했다. 처음 3번은 25bp 인상행했으나, 이후 3번의 50bp와 1번의 75bp 인상 빅스텝이 있었다. 시장 기대를 앞서는, 인플레이에 선제적으로 대응하는 금리인상이었으며 인플레이 억제 의지를 보여주는 수단이었다. 빅스텝에 소수의견은 첫 금리인상을 했던 2월 FOMC부터 등장했다. 이미 FOMC 직전이었던 1월 31일 그린스펀 의장은 상/하원 의회보고에서 선제적 금리인상에 대한 의지를 피력했다.

금리인상 예고한 직후부터 증시 하락, 전고점 회복은 인상 사이클 마무리 되던 1년 뒤 회복

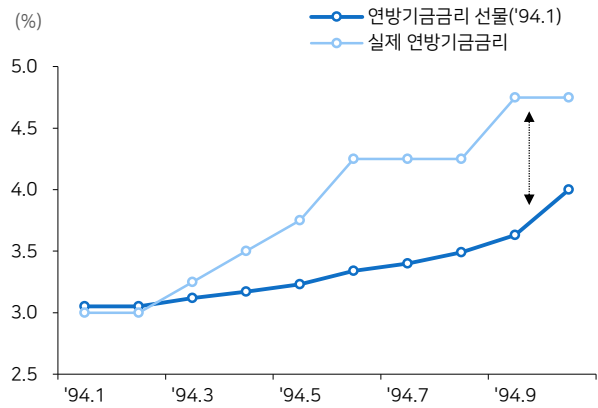
그린스펀 발언으로 증시 고점은 금리인상 시작 직전에 나타났다. S&P500 저점은 전고점 이후 62일만에 전고점대비 8.9% 하락한 438.9pt였고, NASDAQ 저점은 전고점 이후 144일만에 전고점대비 13.7% 하락한 693.8pt였다. S&P500은 첫 빅스텝 43일 전, NASDAQ은 37일 후 저점이었다. 마지막 금리인상 이후 전고점을 회복했고, 회복까지 1년 이상(S&P500 377일) 걸렸다.

그림6 '93~'96년 미국 실업률과 물가상승률



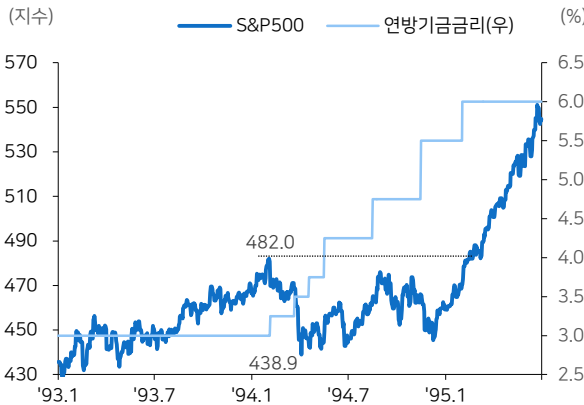
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 연방기금금리 선물과 실제 연방기금금리



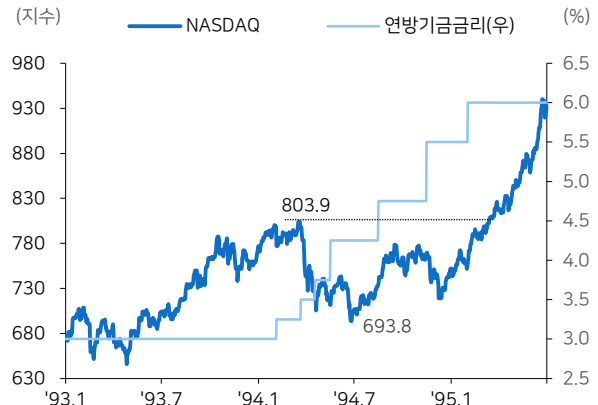
자료: Bloomberg, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림8 '94~'95년 미국 S&P500과 연방기금금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 '94~'95년 미국 NASDAQ과 연방기금금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

사례 2) 1999~2000년 사례

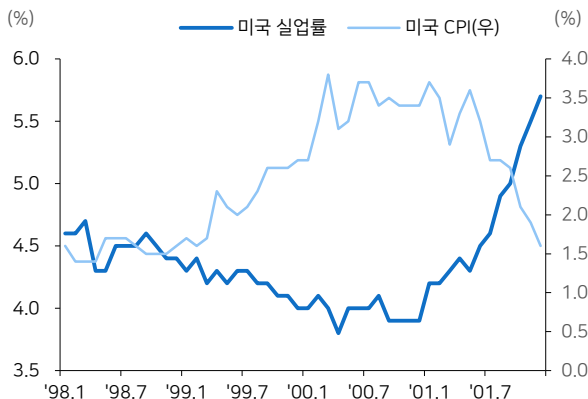
'00년 5월 50bp 금리인상, 배경은
이례적인 경기 과열이라는 판단

'99년 6월부터 '00년 5월까지 6차례에 걸쳐 4.75%에서 6.50%까지 175bp를 인상했다. 이중 처음 5번은 25bp 인상을 단행했으나, 마지막 금리인상에서 50bp를 인상하는 빅스텝이 있었다. 2000년 5월 FOMC 의사록에 따르면, 위원들은 50bp 금리 인상은 잠재적인 공급(잠재성장)을 증가하는 이례적이고 지속적인 강한 수요와 여기에 수반되는 타이트한 노동시장에 비추어 볼 때 적절하다고 판단했다.

빅스텝 전후 단기 조정 나타남.
나스닥의 낙폭이 상대적으로 컸음

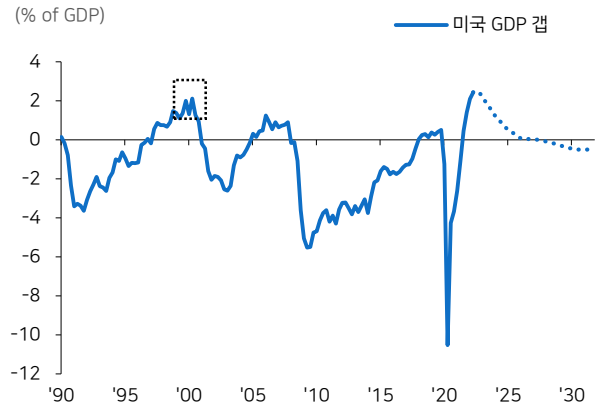
S&P500과 NASDAQ의 고점은 각각 50bp 금리인상 하기 약 2개월 전이었다. 빅스텝 이후 단기 저점은 S&P500은 7일 후인 5월 23일 전고점대비 10.1% 하락한 1,373.9pt였고, NASDAQ도 같은 날 단기 저점 형성, 전고점대비 37.3% 하락한 3,164pt를 기록했다(전고점 이후 각각 60일, 74일 후). 이후 IT버블 붕괴와 경기침체가 이어지며 곧바로 금리인하 사이클 시작되었다. 2001년 4월 4일까지 S&P500과 NASDAQ은 전고점 대비 각각 27.7%, 67.5% 하락했으며 S&P500은 2007년, NASDAQ은 2015년에 가서야 전고점을 회복했다.

그림10 '98~'01년 미국 실업률과 물가상승률



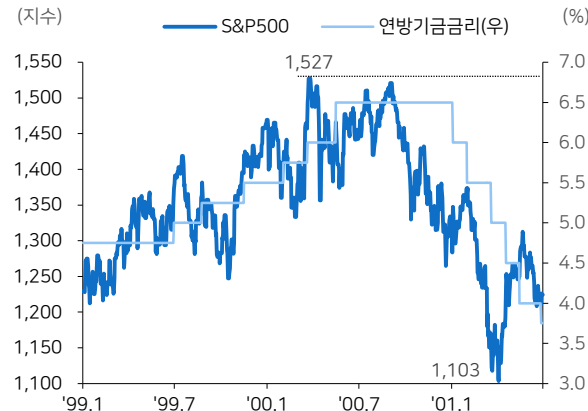
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국 실질 GDP 갭



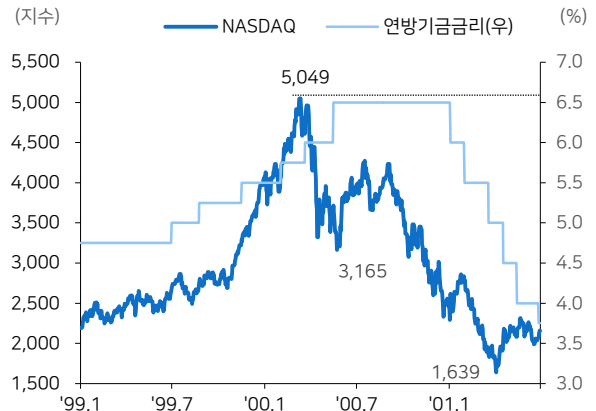
자료: CBO, 메리츠증권 리서치센터

그림12 '99~'00년 미국 S&P500과 연방기금금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 '99~'00년 미국 NASDAQ과 연방기금금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

요약 및 정리

경기 과열 및 높은 인플레이션
대응이라는 점에서 현재와 과거의
빅스텝 목적 유사

두 사례에서는 각각 1) 인플레이션 억제를 위한 선제 대응, 2) 경기 과열 대응이라는 목적으로 빅스텝 금리인상을 단행했다. 지금은 과거 사례들보다 압도적으로 높은 물가 압력과, GDP 갭으로 나타나는 경기 또한 상당한 초과수요가 나타나고 있다는 점에서 그 필요성이 확인된다. 이를 억제하기 위해 기존에 시장이 기대하던 물가 궤적보다 빠르게 금리를 인상하는 방법으로 빅스텝을 선택하고 있다는 것은 비슷해 보인다. 또한, 이에 따라 주가 조정이 나타나는 것도 유사하다.

'94년 사례에 비추다면
긍정적 지표 이어져도 주가반응
제한적일 가능성

'94년 사례에 비추어 본다면, 과열을 억제하기 위한 빅스텝에 따른 조정 국면에서 긍정적인 실물지표가 이어져도 정책 가속화 우려가 더 커서 주가 반응은 제한적일 수 있다. 스티븐 베크너의 'Back from the Brink: The Greenspan Years(1997)'에서는 '94년에 강한 고용지표 발표 이후 주가 하락이 나타났으며, 연준 위원들도 인플레이션이 실질적인 위협이며 오히려 높은 공장가동률과 주문 리드타임 상승이 나타나는 것에 대해 잠재능력을 초과한 생산에 우려를 표시했다고 묘사하고 있다. 당시 주가는 금리인상 사이클이 끝날 무렵에서야 전고점에 도달하여 상승추세로 회복했다.

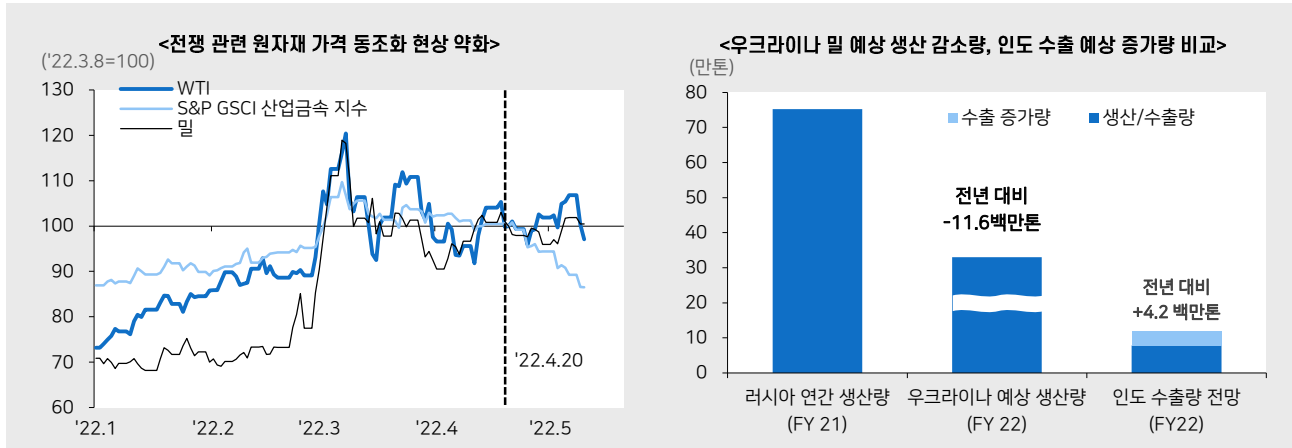
추세 차이는 침체 현실화 여부에
따라 다르게 나타남

두 사례에서 빅스텝 이후 주가 추세가 꺾이는 지 여부는 침체 현실화 여부에 따라 달라졌다. '94년 조정 국면 이후 '99년까지 주가 상승 추세는 이어졌다. 중간에 아시아 외환위기, LTCM 사태 등이 나타났으나, 연준의 선제적 금리인하가 경기침체로 이어지는 것을 방지했다. 이번 국면에서도 경기 둔화 조짐이 나타날 때 연준이 선제적으로 대응하여 인상 기조를 시장기대보다 빠르게 조정한다면, 인상 사이클이 끝나면서 증시 회복의 계기로 작용할 수 있다.

오늘의 차트

이승훈 연구위원

전쟁으로 인한 원자재 가격 동조화 악화와 신흥국 충격



자료: Bloomberg, S&P Global, USDA, 메리츠증권 리서치센터

러시아-우크라이나 전쟁에 뒤이은 서방 국가들의 제재는 여러 경로를 통해 금융 시장에 부정적 영향을 미쳤다. 시장 참여자들이 우려하는 부분은 원유, 밀과 같은 원자재 가격 급등과 이로부터 비롯되는 인플레이션 장기화 가능성이다.

4월 중순 이후 전쟁 관련 원자재들의 가격 동조화 악화

흥미로운 사실은 4월 중순 이후 전쟁에 따른 수급차질이 우려되는 원자재들 간 가격 동조화가 다소 악화되고 있다는 점이다. 전쟁이라는 가격상승 요인이 존재하는 가운데, 4월 20일 이후 원유, 천연가스, 산업금속 가격이 조정된 데에는 수요위축, 특히 중국 봉쇄 장기화 가능성이 크게 반영된 것으로 보인다. 반면 밀의 경우 중국 요인과 거리가 있다. 중국의 밀 수입량은 글로벌 전체의 4.7%이며 러시아와 우크라이나의 대중 밀 수출비중(물량기준)의 경우 전체의 1% 미만이기 때문이다.

인도의 밀 수출 증가, 그러나 전쟁으로 인한 생산차질분 에는 미치지 못하는 수준

농산물은 글로벌 경기보다는 개별 작물의 수급에 민감하다. 밀 가격 조정은 세계 2위 생산국인 인도가 4월 중 사상 최고치인 140만 톤을 생산했다는 소식이 전해진 이후에 진행되었다. 또한 S&P Global에 따르면, 작물 공급부족이 장기화될 경우 향후 1년간(FY22: 22년 4월~23년 3월) 1,100~1,200만 톤을 수출(FY21의 785만 톤 대비 40~50% 증가)하여 수급안정에 기여할 수 있다는 낙관론도 제기된다. 다만 이는 전쟁으로 인한 생산차질분(11.6만톤)을 완전히 상쇄하지 못하는 규모이기에 전쟁 이전으로 밀 가격이 회귀하지는 못하고 있는 것으로 보인다.

일부 국가들에게는 지금의 가격도 부담이 될 수 있어 유의할 필요

곡물가격의 정점 통과 기대는 반길 일이다. 그러나 일부 국가에게는 지금의 높은 가격도 부담이 될 수 있다. 예를 들어 러시아, 우크라이나산 밀에 대한 수입 의존도가 높은 이집트(80%)는 팬데믹 이후 관광산업 충격이 더해져 최근 IMF와 구조개혁 논의를 진행 중이다. 스리랑카도 유사한 이후로 구제금융 신청을 했다. 대부분의 국가는 높은 곡물가격을 감내하면서 이번의 파고를 넘을 것이나, 일부 국가들에게는 충격의 시발점이 될 수 있음을 유의할 필요가 있겠다.

칼럼의 재해석

박수연 연구원

전쟁의 나비효과: 느려진 중국 탄소중립 (Caixin)

러시아-우크라이나 전쟁 발생 이후, 글로벌 에너지 가격이 크게 상승했다. 에너지 가격 급등은 에너지 수입 의존도가 높은 국가들의 부담을 가중시켰는데, 그 중 하나는 중국이다. 이로 인해 중국의 '이중 탄소(dual carbon)' 목표 달성이 늦춰질 수 있다는 전망이 등장했다. 이유는 간단하다. 탄소중립을 실천하기 위해서는 석탄 소비가 줄어야 하는데, 석탄을 대체할 에너지원 가격이 급등하면서 석탄 사용 비중이 증가할 것으로 보이기 때문이다.

문제는 한번 주된 에너지원이 바뀌면 쉽사리 돌아오기 어렵다는 데 있다. 따라서 석유/LNG 시장이 활발하게 유지되는 것이 중요하다. 그러나 이미 시장 분위기는 좋지 않다. 중국 정부가 주요 에너지원 및 전력 가격을 통제하면서 정유업체나 천연가스 화력발전소에서 마진 축소가 발생하고 있기 때문이다.

결론적으로 전쟁이 발생하면서 중국의 탄소중립 달성 속도는 느려질 것으로 보인다. 비단 중국만의 문제는 아니다. 각국에서 에너지/식량 안보 중요성이 부각되고 있다. 안정적인 원자재 공급과 원활한 경제 발전을 우선시하는 과정에서 환경보호 움직임 둔화는 불가피해 보인다.

중국은 불편하다, 에너지 가격 고공행진

전쟁 이후 에너지 가격 급등

러시아-우크라이나 전쟁 발생 이후, 글로벌 에너지 가격은 크게 상승했다. 연초 이후 WTI 가격은 31.1%, 네덜란드 TTF 천연가스 선물 가격은 48.1% 상승했다 (5월 10일 종가 기준).

에너지 수입 의존도가 높은 중국 또한 부담이 커짐

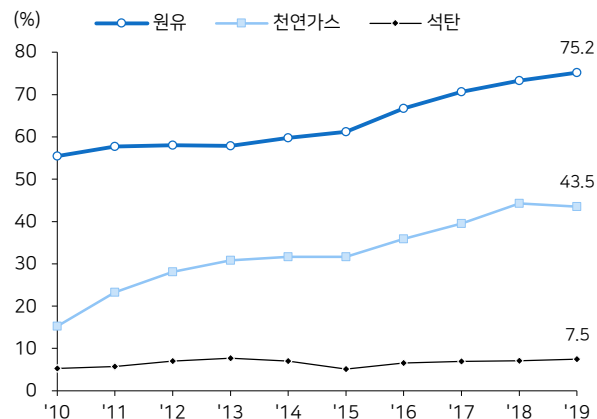
당연하게도 에너지 가격 급등은 에너지 수입 의존도가 높은 국가들의 부담을 가중시킨다. 그 중 하나가 중국이다. 2019년 중국은 원유 소비량의 75%, 천연가스 소비량의 44%를 수입했다. 중국석유유통협회(CPCA)는 전쟁이 6개월 이상 지속될 경우, 중국이 올해 원유 수입을 위해 1,000억 달러를 더 지출할 것으로 전망했다.

그림1 중국 에너지 수입가격 상승률 추이



자료: 중국 해관총서, 메리츠증권 리서치센터

그림2 중국 에너지 수입 의존도



주: 수입 의존도 = 수입량/소비량

자료: 중국 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그렇다면 '이중 탄소' 목표 달성은 나중 문제

이로 인해 '이중 탄소' 목표 달성
늦춰질 수 있다는 전망

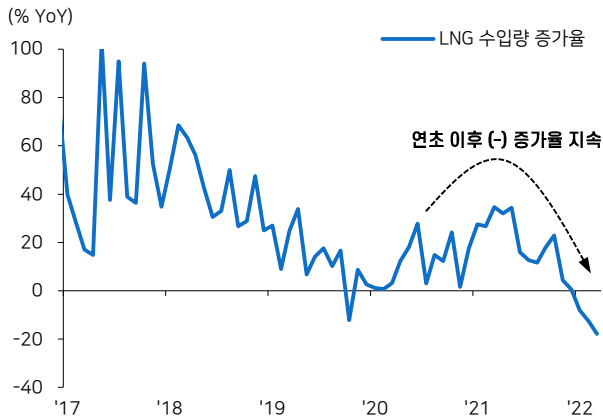
에너지 가격 급등으로 인해 일명 '이중 탄소(dual carbon)'로 불리는 중국의 탄소 중립 달성이 늦춰질 수 있다는 전망이 등장했다. 이중 탄소 목표란 1) 2030년 탄소 배출량 peak-out, 2) 2060년 탄소 중립 달성을 골자로 한다.

석탄을 대체할 에너지원 가격이
급등했기 때문

이유는 간단하다. 탄소중립을 실천하기 위해서는 석탄 소비가 줄어야 하는데, 석탄을 대체할 에너지원 가격이 급등했기 때문이다. 실제로 연초 이후 중국의 LNG 수입량은 전년대비 (-) 증가율을 지속 기록하고 있다(3월 -17.9% YoY). 에너지 컨설팅 그룹 BSC는 천연가스 가격 상승으로 인해 중국내 천연가스 생산량 증가율이 2021년 12.7%에서 2022년 6% 수준으로 둔화될 것이라 전망했다. 중국 전력 발전원의 63.2%를 차지하고 있는 석탄 비중이 더 커질 것으로 보는 이유다.

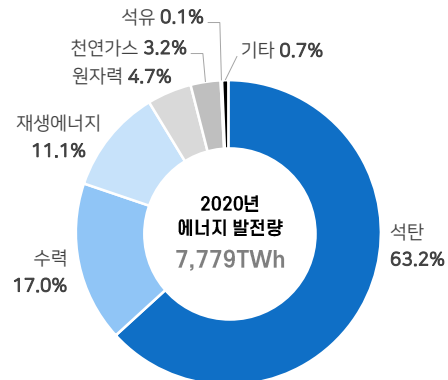
정책 당국 또한 석탄 소비 증가를 어느 정도 용인하는 것으로 보인다. 예년과 달리, 3월 전년대에서 올해 석탄 소비량 및 생산량 목표는 제시되지 않았다. 오히려 안정적인 에너지 공급을 보장하기 위한 석탄의 중요성이 역설되었다. 지난해 중앙 정부의 강도 높은 탄소저감 정책으로 인해 석탄 공급이 원활하지 못한 결과, 2021년 9~10월에 전력난이 발생했던 점도 일정 부분 영향을 미치는 것으로 보인다.

그림3 중국 LNG 수입량 증가율



자료: 중국 해관총서, 메리츠증권 리서치센터

그림4 중국 전력 발전원 비중(2020년 기준)



자료: BP Statistical Review of World Energy(2021), 메리츠증권 리서치센터

하지만 에너지를 다시 전환하려면 긴 시간이 필요하다

문제는 시장 분위기가 얼어붙으며
에너지원 전환에 긴 시간이
필요할 것으로 보인다는 점

문제는 한번 주된 에너지원이 바뀌면 쉽사리 돌아오기 어렵다는 데 있다. 궁극적으로 탄소중립을 추구해야 하는 중국 입장에서 석유/LNG 시장 분위기가 얼어붙으면 안 되는 이유다. 그러나 이미 시장 분위기는 좋지 않다. 중국 정부가 주요 에너지원 및 전력 가격을 통제하면서 정유업체나 천연가스 화력발전소에서 마진 축소가 발생하고 있기 때문이다.

마진 축소된 산업:

1) 정유, 2) 발전소

정유업체: (정부) 원유 가격 상승률 > (시장) 석유제품 가격 상승률

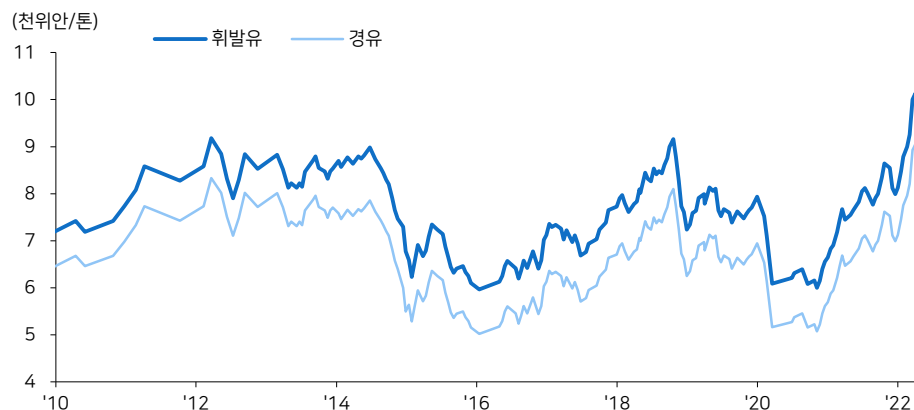
정유업체들은 중국 정부의 휘발유/경유 가격 상한가 인상에 영향을 받았다. 중국 국가발전개혁위원회는 연초 이후 휘발유/경유 가격 상한을 8차례 인상했다. 정유업체들은 석유제품에 가격을 전가시키고 있음에도, 제품 가격상승률은 휘발유/경유 가격 상승률보다 작은 상황이다. 대표적으로 시노펙은 2022년 3월 진행된 어닝콜에서 제품으로의 가격 전가가 어려워 이익 마진이 줄어들고 있다고 언급했다.

천연가스 화력발전소: (시장) LNG 가격 상승률 > (정부) 전기요금 상승률

천연가스 화력발전소는 전력가격 상한제로 인해 감익을 넘어 손실까지 발생하고 있다. 중국에서 발전용 천연가스 가격은 시장가로 결정되는 반면, 전기요금은 정부가 설정한다. 문제는 천연가스 쇼티지로 인해 발전용 천연가스 가격이 급등하면서 전기요금을 뛰어넘게 되었다는 것이다. 4월 13일 기준, 천연가스 가격은 1.5위안/kWh였으나 전기요금은 0.55위안/kWh였다.

화력발전소 적자폭 축소를 위해서는 충분한 천연가스 공급이 뒷받침됨으로써 천연가스 가격 인하가 선행되어야 할 것이다. 그러나 문제는 LNG 수입업체가 해외에서 수입한 LNG를 유럽에 되파는 가격이 중국 내 공급 가격보다 높다는 데 있다. 칼럼에 따르면 LNG를 중국 내 발전소에 팔면 최대 500달러/톤을 받을 수 있지만 유럽에 되팔 경우, 1,875달러/톤을 벌 수 있다고 한다.

그림5 중국 휘발유/경유 가격 상한 추이



자료: 중국 국가발전개혁위원회, 메리츠증권 리서치센터

결론적으로 전쟁이 발생하면서 중국의 탄소중립 달성 속도는 느려질 것으로 보인다. 이는 비단 중국에 국한되는 문제는 아니다. 글로벌 에너지/식량 가격 급등으로 각국의 에너지/식량 안보 중요성이 더욱 부각되었기 때문이다. 신흥국을 중심으로 안정적인 원자재 수급과 원활한 경제 발전을 우선시하면서, 환경보호를 도모하고자 하는 움직임이 전반적으로 둔화되는 것을 피하기 어려울 것 같다는 생각이다.

원문: How the War in Ukraine Is Rattling China's Energy Transition (Caixin)