2022. 6. 29 (수)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

What If: 경기침체가 온다면

칼럼의 재해석

바이오 연료 생산 축소에 대한 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

▲ 주식시황
Analyst 이종빈
02. 6454-4893
jongbin.lee@meritz.co.kr

What If: 경기침체가 온다면

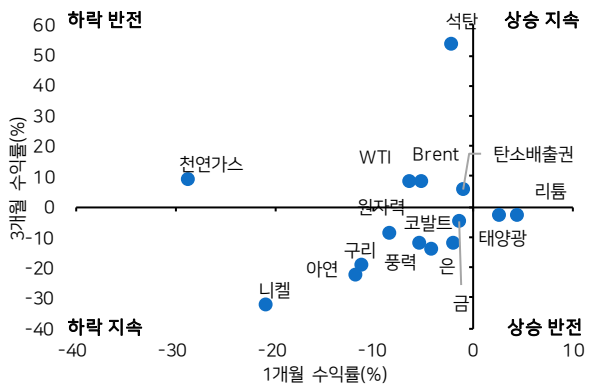
- ✓ 1950년대 이후 10번의 경기침체 주가 경로 복기: 통화완화는 회복의 필요조건
- ✓ 반등을 주도한 업종: '낙폭과대' vs. '하락장에도 잘 버틴 업종' 중 잘 버틴 업종이었던적 많아
- ✓ 전략적 시사점: 여전히 주요 이슈는 물가 + 하락장에도 잘 버틴 업종 선별

경기침체 가능성 반영하기 시작한 시장(Recession Pricing)

6월 연준의 '자이언트 스텝' 이후 시장의 온도는 또 한번 변했다. 시장은 인플레이션 장기화에서 금리인상으로 인한 총수요 감소와 경기침체 가능성을 점치기 시작했고, 이로 인한 원자재/농산물 가격의 조정은 시장금리 안정화와 더불어 역설적으로 수요 위축이 예상되는 상황에서 위험자산 수요를 늘리는 현상을 만들었다.

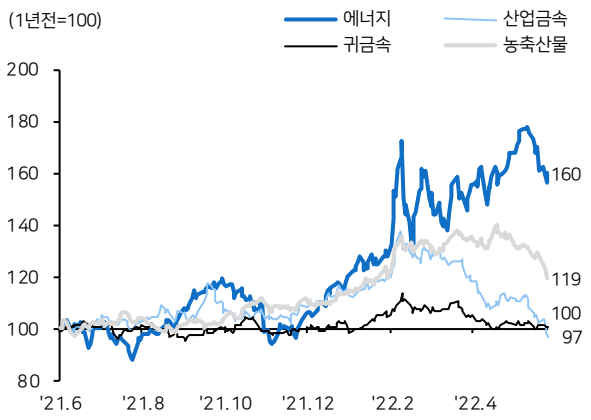
우리는 High-Frequency data의 발전으로 통화정책의 실물경기 파급의 시차를 오인해 발생하는 (실수에 가까운) 경기침체 가능성은 낮다고 본다. 다만 시장이 향후 경기침체 가능성을 시장에 어느정도 반영하고 있는 만큼, 과거 경기침체 전후 시장의 동학(Dynamics)를 복기 해두는 것은 시장 대응 전략 수립에 도움이 될 듯하다.

그림1 주요 원자재 기간별 수익률: 대부분 월간 수익률 하락



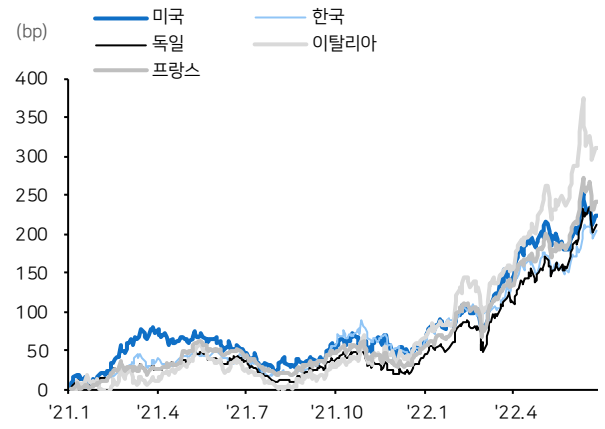
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 SGCI 인덱스로 본 부문별 원자재 가격 변동



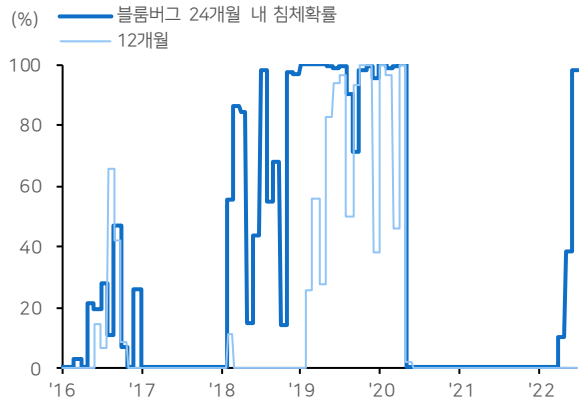
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 인플레이션 안정화 기대로 하락한 주요국 시장금리



주: 2021.1.1부터 금리 변화
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 블룸버그 모형은 24개월 내 침체 가능성을 높게 봄

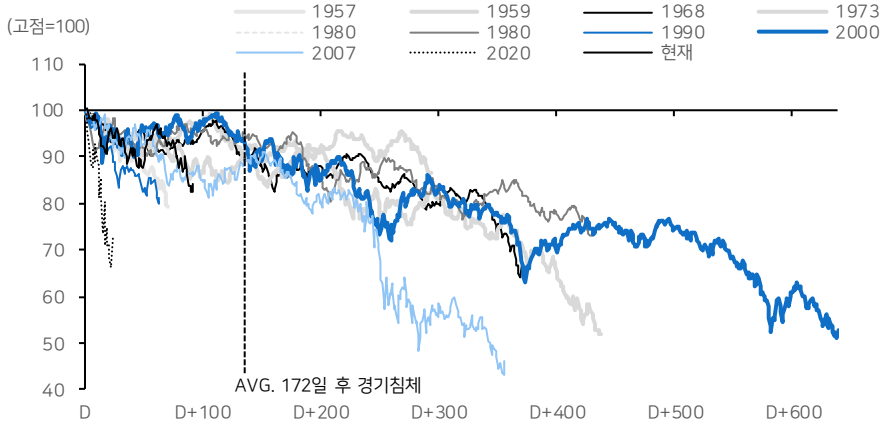


자료: 메리츠증권 리서치센터

경기침체기 주가경로 – 1950년대 이후 10번의 사례

한국전쟁 침체 이후 미국은 총 10차례의 경기침체기를 겪었다. 대부분의 사례에서 주가 지수는 경기침체에 선행했다. 1990년 10월 FOMC에서 경기침체기 진입 1달을 앞두고 당시 경제지표 상황을 긍정적으로 판단했던 것처럼 경기침체를 경제지표로 판단하기는 쉽지 않으나, 시장은 평균적으로 경기침체 진입 2분기 전 고점을 형성하고 가격 조정에 들어섰다.

그림1 시장의 선반영(?): 평균적으로 고점 통과 2분기 이후 경기침체 진입



자료: 메리츠증권 리서치센터

지수 반등의 요건
1) 경기침체의 기간
2) 기준금리 정점 시기

그리고 지수의 반등 시기를 점칠 때 중요한 건 1) 경기침체의 기간(Deep vs. Mild Recession 여부), 2) 기준금리 정점 시기(정책여력)이었다. 대부분의 증시 바닥은 경기모멘텀 저점에 2분기 가량 선행했다. 경기 반등 시기가 빨라질수록 증시 바닥 시점이 빨라졌다. 또한 1980년 한 차례를 제외하곤 지수의 저점을 기준금리 정점이 선행했다. 현재 경제지표는 여전히 긍정적인 부분이 존재하는 상황에서 인플레이션 둔화로 인한 정책여력 확대 기대가 증시 상승 요인으로 작용하는 것과 상응하는 부분이라 볼 수 있겠다.

표1 경기침체 사례와 당시 지수 반응 & 조정과 회복에 걸린 기간

침체기간		개월	증시 고점	증시 저점	경기모멘텀 저점	기준금리 정점	성과(%)	조정 기간(일)	증시 회복기간	경기회복 기간(분기)
1957-08	1958-04	8개월	1957-07-15	1957-10-22	1958 1Q	1957-10	-20.7	99	328	5
1960-04	1961-02	10개월	1959-08-03	1960-09-28	1961 1Q	1960-05	-13.6	422	107	5
1969-12	1970-11	11개월	1968-11-29	1970-05-26	1970 4Q	1970-01	-36.1	543	647	6
1973-11	1975-03	1년 4개월	1973-01-11	1974-10-03	1975 1Q	1974-07	-48.2	630	2114	8
1980-01	1980-07	6개월	1980-02-13	1980-03-27	1980 3Q	1980-04	-17.1	43	109	4
1981-07	1982-11	1년 4개월	1980-11-28	1982-08-12	1982 3Q	1981-07	-27.1	622	83	7
1990-07	1991-03	8개월	1990-07-16	1990-10-11	1991 1Q	1990-09	-19.9	87	118	5
2001-03	2001-11	8개월	2000-03-24	2002-10-09	2001 4Q	2000-12	-49.1	929	1694	4
2008-01	2009-06	1년 6개월	2007-10-09	2007-10-23	2009 2Q	2007-08	-56.8	517	1480	14
2020-03	2020-04	2개월	2020-02-20	2020-03-23	2020 2Q	2019-09	-33.9	32	142	5

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

표2 침체국면 주요 경제지표

침체기간	실질 재화 소매판매	산업생산	비농업 고용	Max 실업률	물가	Capex 과잉	통화긴축	실질중립금리 상회	재정긴축	GDP
1957-08-01	-5.5%(7개월)	-12.7%	-4.2%	7.5%	O	O	O (55.4~57.10, 200bp)	X	X	-3.6%
1960-04-01	-2.1%(10개월)	-6.2%	-2.3%	7.1%	X	X	O (58.9~59.10, 225bp)	X	O(세금인상)	-1.3%
1969-12-01	-1.1%(3개월)	-5.8%	-1.2%	6.1%	O	X	O (68.12~69.5, 75bp)	X	O(세금인상)	-0.7%
1973-11-01	-13.0%(13개월)	-12.9%	-2.8%	9.0%	O	X	O (73.1~73.8, 550bp)	O	X	-3.1%
1980-01-01	-8.8%(4개월)	-6.6%	-1.1%	7.8%	O	O	O (79.12~80.3, 600bp)	O	X	-2.2%
1981-07-01	-3.5%(6개월)	-9.2%	-3.1%	10.8%	O	O	O (80.8~81.5, 1050bp)	O	X	-2.6%
1990-07-01	-7.0%(6개월)	-3.7%	-1.4%	7.8%	O	X	X (88.2~89.2, 300bp)	O	X	-1.4%
2001-03-01	-1.0%(6개월)	-3.5%	-2.0%	6.3%	O	O	O (99.6~00.5, 175bp)	O	X	-0.3%
2008-01-01	-9.6%(23개월)	-17.0%	-6.3%	10.0%	X	O	X (04.6~06.6, 425bp)	O	X	-4.0%
2020-03-01	-14.6%(2개월)	-16.9%	-14.4%	14.7%	X	X	X	X	X	-10.1%

주: 정점대비 감소폭을 나타냄
자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

하락보다 중요한 반등의 Dynamics (feat. 낙폭과대 vs. 잘 버틴 업종)

우리에게 중요한 건 주가가 어떻게 하락했는지 보단 1) 왜 반등했는지, 2) 어떤 업종이 주도했는지, 3) 바닥을 포착하기 위해 어떤 데이터에 주목해야했는지 일 것이다. 이를 위해서는 각 연도별로 세부 업종별 움직임을 살펴볼 필요가 있다.

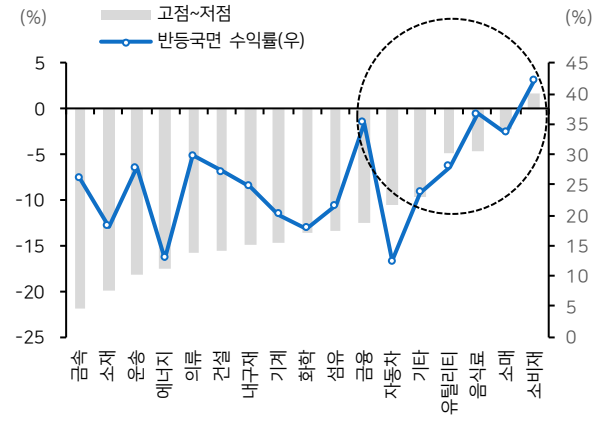
1957: 1957년은 아이젠하워 리세션은 연준의 인플레이션 방어를 위한 금리인상에서 비롯됐다. 높은 금리로 총고정자산 투자가 3분기 간 −9.5% 하락한 반면, 민간 소비는 −1.3% 감소로 일단락 됐으며 침체국면은 7개월 단기간에 마무리됐다.

경기침체 기간이 짧았던 만큼 주가 지수의 조정은 3개월 조정에 그쳤고, 실효정책금리가 하락하기 시작한 1957년 10월에 지수의 하단은 형성됐다. 반등을 주도한 업종은 무엇이었을까. 업종별 움직임을 단순화하기 위해 '낙폭과대'와 '잘 버틴 업종'으로 구분 지어 살펴보면, 1957년 침체국면은 '잘버틴 업종'이 반등도 주도했다.

(그림2)는 지수 고점~저점 사이의 업종별 수익률을 회색막대로, 저점~전고점 회복 기간 사이의 수익률을 선으로 표시한 그림이다. 고점~저점 사이의 기간동안 수익률이 방어됐던 업종들이 회복기간에도 더 수익률이 좋았던 것을 볼 수 있다. 소비재, 소매, 음식료 등의 업종 성과가 좋았다.

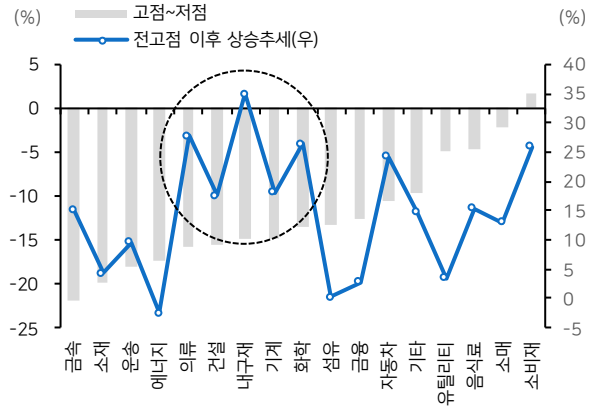
반등 이후 상승추세는 어떠한 업종이 주도주 였을까. (그림3)은 지수 전고점 달성 이후 다음 조정국면까지 업종별 수익률을 표시한 차트다. 여전히 소비재, 소매, 음식료 등이 상승을 주도하는 가운데 건설, 내구재, 기계 등 침체국면 피해 업종 중 일부 투자 회복에 편승한 업종이 강세를 보였다. 정리하면 1957년 국면에선 (그림4)와 같이 잘 버틴 업종들의 누적 성과가 좋았으며, 낙폭과대업종 중 일부 수요가 회복되는 업종들의 키맞추기가 이어졌다고 할 수 있겠다.

그림2 1957 업종별 회복경로: 방어주 아웃퍼폼



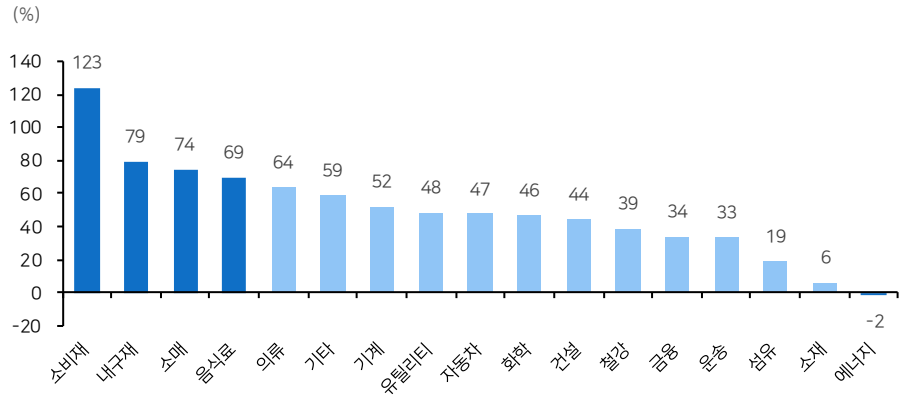
자료: CRSP, 메리츠증권 리서치센터

그림3 1957 상승경로: 내구재, 기계 등 시클리컬 강세



자료: CRSP, 메리츠증권 리서치센터

그림4 누적 수익률: 잘 버틴 업종들의 누적수익률이 우수



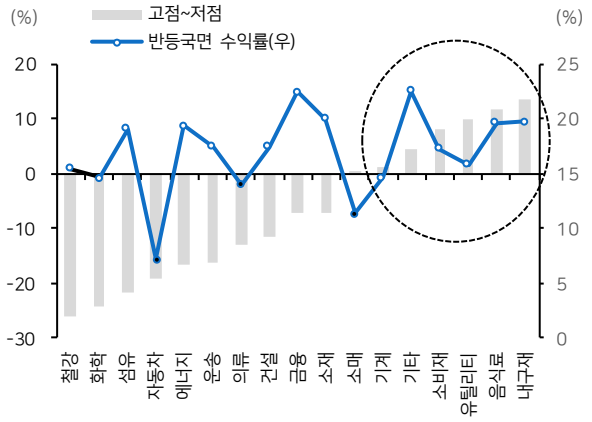
자료: 메리츠증권 리서치센터

1960: 1960년 The Rolling Adjustment Recession에서도 중기적 관점에서 '낙폭과대' 보단 '잘 버틴 업종'의 누적 수익률이 좋았다. 1960년의 특징은 증시 반등국면에선 업종별로 고루 반등한 반면, 이후 경로에선 업종별 수익률 차별화가 심화됐다는 것이다.

당시 다른 업종에 비해 자동차, 의류, 금융, 소매, 소비재 등 1960년대 미국 경제의 호황과 연관된 업종들의 강세가 두드러졌는데, 이는 케네디 대통령 이후 확장재정과 자연실업률을 밑도는 경기호황 등이 배경에 있는 '소비'가 주도하는 시장이었다고 볼 수 있다.

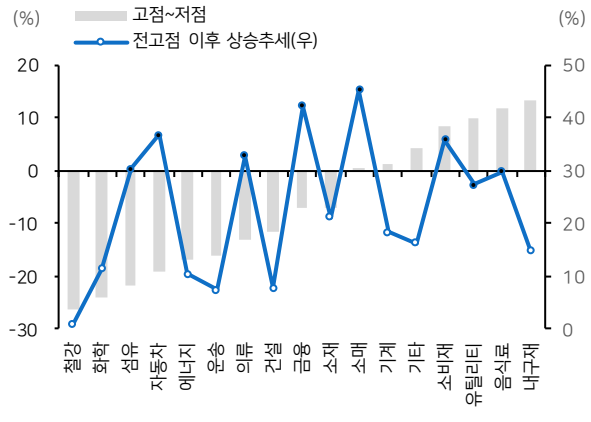
투자 전략적인 측면에선 1957년에서와 같이 잘 버틴 업종의 성과가 더 좋았다. (그림7)처럼, 증시 조정국면에서 버틴 업종은 고루 반등했던 반등장과 차별화가 진행됐던 상승장에서 모두 좋은 성과를 보여, 다른 업종 대비 누적수익률에서 큰 차이를 보였다.

그림5 1960 업종별 회복경로: 방어주 전략이 유리



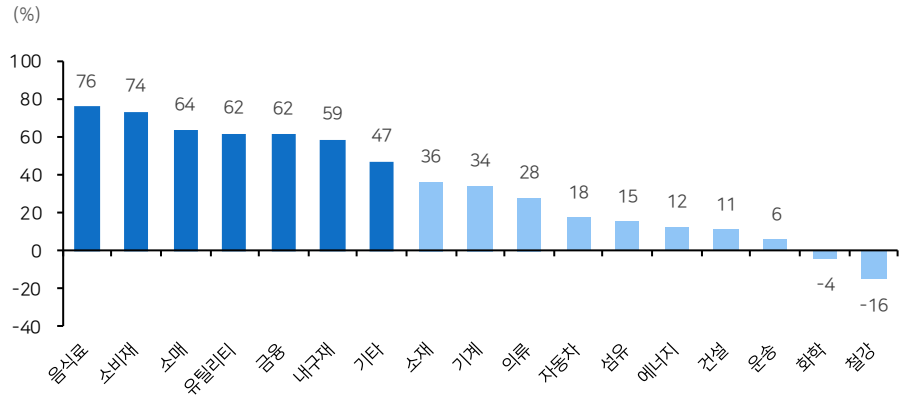
자료: CRSP, 메리츠증권 리서치센터

그림6 1960 상승경로: 업종별 차별화 뚜렷



자료: CRSP, 메리츠증권 리서치센터

그림7 누적 수익률: 하락장 아웃퍼폼한 음식료, 내구재, 소매, 유틸리티, 소비재 등 강세 지속



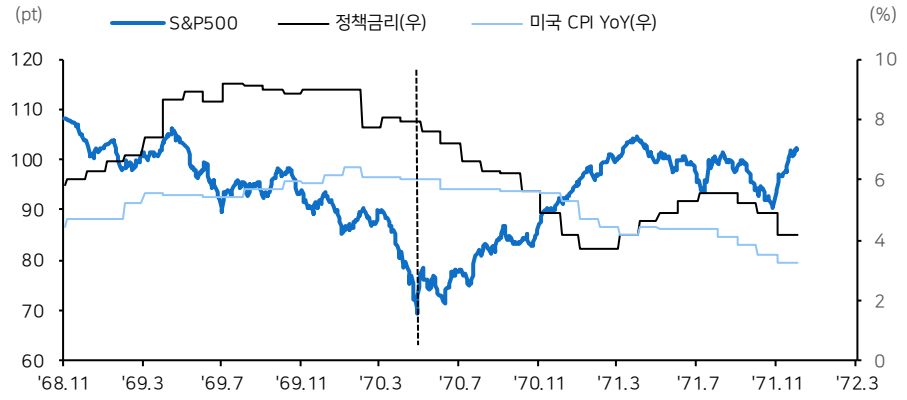
자료: CRSP, 메리츠증권 리서치센터

1970: 1970년 경기침체는 1960년대 린든 존슨(Lyndon Johnson: 1963~69 재임) 행정부 시기 베트남 전쟁과 맞물린 정부의 확장재정과 연준의 통화량 증가로 경기는 과열의 반대급부에서 발현됐다. 1960년대 후반 기대인플레이션이 이탈하기 시작했고 1969년 연간 인플레이션은 5%를 상회했다(5.5%). 이에 연준은 급격하게 긴축을 시작했고, 실효정책금리는 9%에 육박하며 증시 조정폭은 -36.1%에 달했다.

하락했던 지수의 반등 요인은 역시 물가 정점 확인과 함께 이어진 통화 완화였다. 그리고 조정 폭이 컸던 만큼 반등 구간에선 낙폭과대 업종의 반등이 강했다. 다만 전고점 이후 주도주는 이 때도 역시 '잘 버틴 업종'이었다.

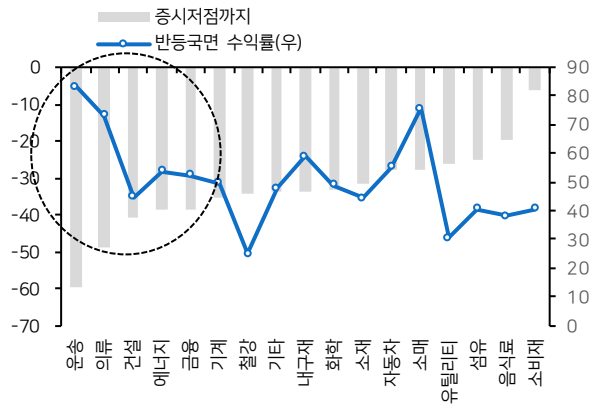
전고점 이후 상승장을 주도했던 업종은 소비재였는데, 일명 니프티 피프티로 대변되는 기업들이었다. 니프티 피프티 50개의 기업 중 28개가 소비재 기업이었다.

그림8 1970: 긴축이 야기한 침체일수록 유의미한 반등은 금리하락과 CPI 인하에서 비롯됨



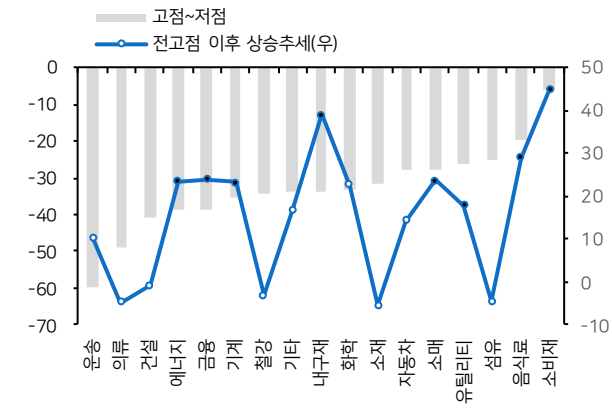
주: 정책금리는 재할인율 사용
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림9 1970 업종별 회복경로: 낙폭과대의 일시적 아웃퍼폼



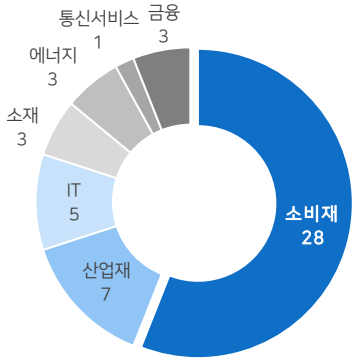
자료: CRSP, 메리츠증권 리서치센터

그림10 1970 상승경로: 니프티 피프티가 주도한 강세장



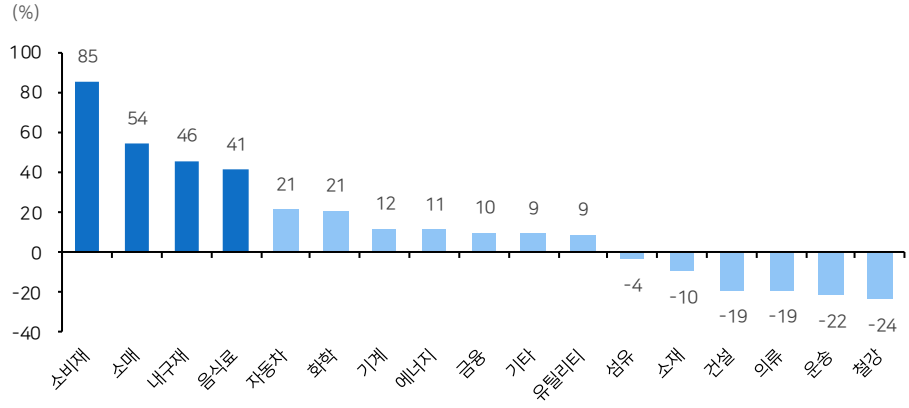
자료: CRSP, 메리츠증권 리서치센터

그림11 Nifty Fifty: 소비재 기업이 50개 중 28개



자료: CRSP, 메리츠증권 리서치센터

그림12 누적 수익률: 잘 버틴 업종들의 추세 유지



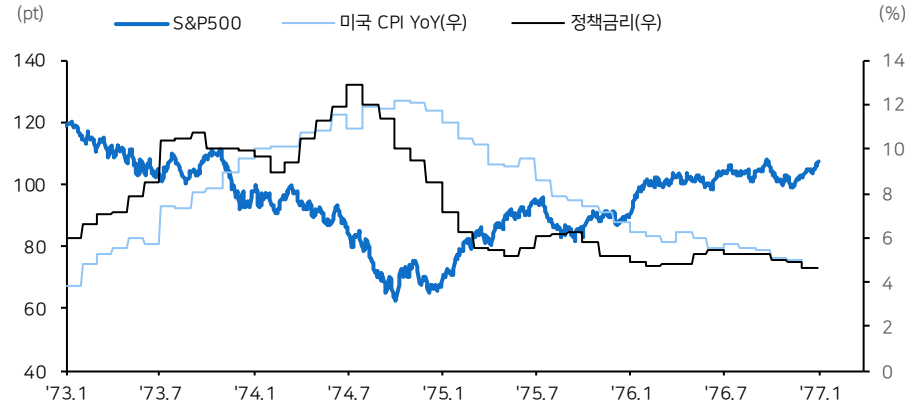
자료: 메리츠증권 리서치센터

1970: 1차 오일쇼크 시기다. 당시도 역시 CPI 상승률 둔화와 통화정책 완화시기는 곧 증시 하단을 다지는 시기와 맞물렸다. 공급발 인플레이션과 이로인한 긴축정책이 유발한 경기침체였기에, 선행된 변수들의 안정화가 우선되어야 했다.

반등 시의 특징은 반등을 주도하는 특별한 업종이 부재했다는 점이다. 그리고 전고점 수준에서 시장은 2차 오일쇼크로 인해 다시 한번 조정됐다.

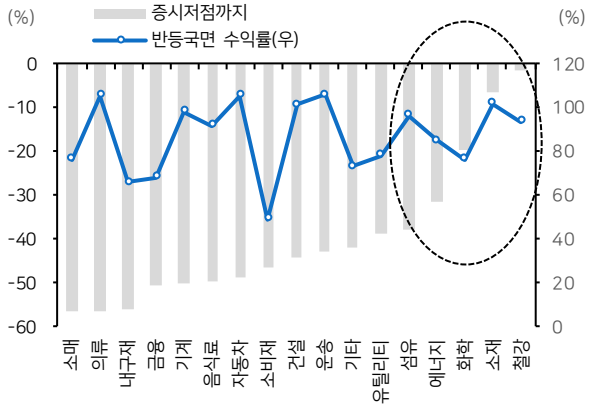
누적 수익률로서 성과가 우수했던 업종들은 원자재 관련 업종이었고, 하락국면에서 잘 버틴 업종이었다. 원자재 가격상승으로 하락장에서 잘 버티고, 반등 때 고루 올랐기 때문이었다. 그리고 소비재, 소매, 의류 등이 부진했는데, 공급측 인플레이션으로 인해 실질임금은 급격하게 약화됐고 구매력이 크게 훼손됐기 때문이다. 1차 오일쇼크 이후 주도주는 소비재에서 원자재 관련 업종으로 변화되었다.

그림13 반등 트리거 경기의 반등보단 물가 안정화와 이후 통화완화



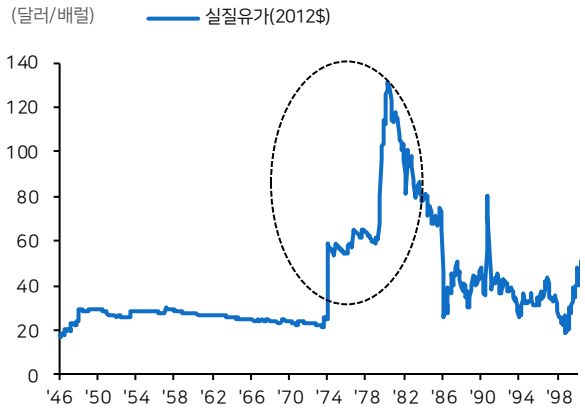
주: 정책금리는 재할인율 사용
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림14 1973 업종별 회복경로: 업종별 특이사항은 없어



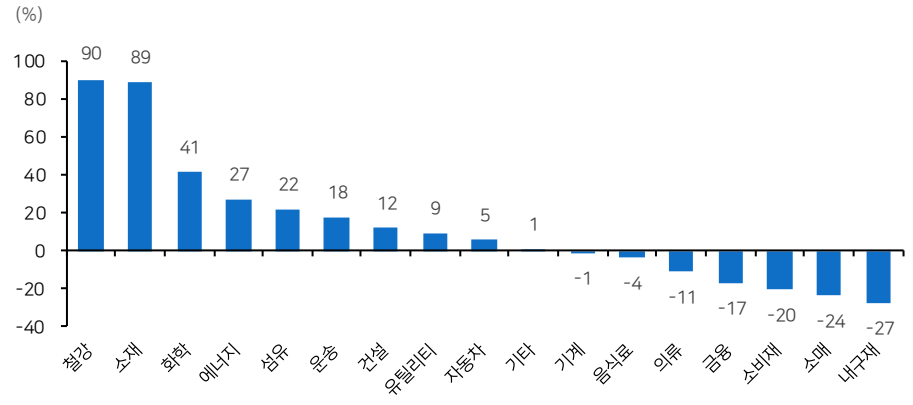
자료: CRSP, 메리츠증권 리서치센터

그림15 원자재 가격 상승으로 원자재 관련 업종 강세



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 공급 충격發 침체에서는 원자재가 결국 승자

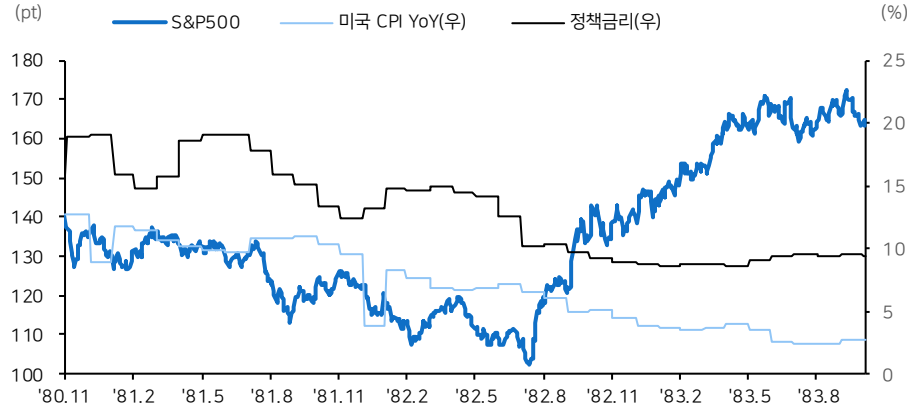


자료: CRSP, 메리츠증권 리서치센터

1980: 2차 오일쇼크 시기다. 역시 물가와 정책금리 안정이 주가지수 안정에 선행됐다. 다만 금리가 20%에 육박했던 만큼 지수 반등과 금리 안정사이에는 다른 시기와 비교해 시차가 컸다.

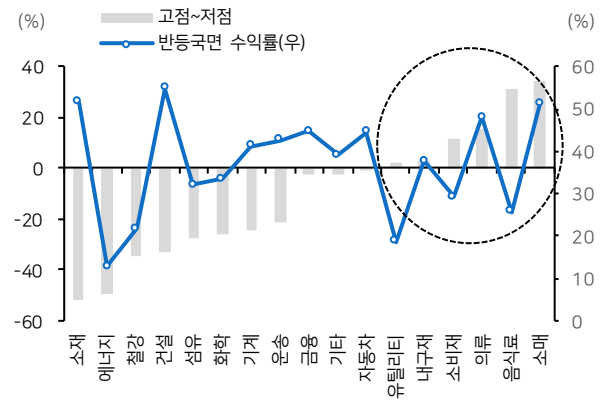
그리고 공급발 인플레이션이 걷히고 소비자들의 구매력이 회복되기 시작하면서, 에너지 외 업종들이 다시 지수의 반등을 이끌었다. 따라서 같은 오일쇼크 기간이었지만 반등장에서의 주도 업종은 정반대였다(그림20). 1980년대 들어 다시 주도주의 손바뀜이 일어난 것이다.

그림17 2차 오일쇼크에서도 물가와 금리안정화가 선행: 다만 시차가 존재했음



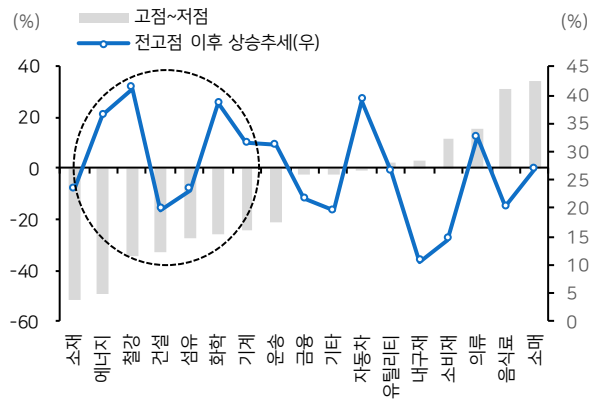
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림18 1980 업종별 회복경로: 소비재의 반등



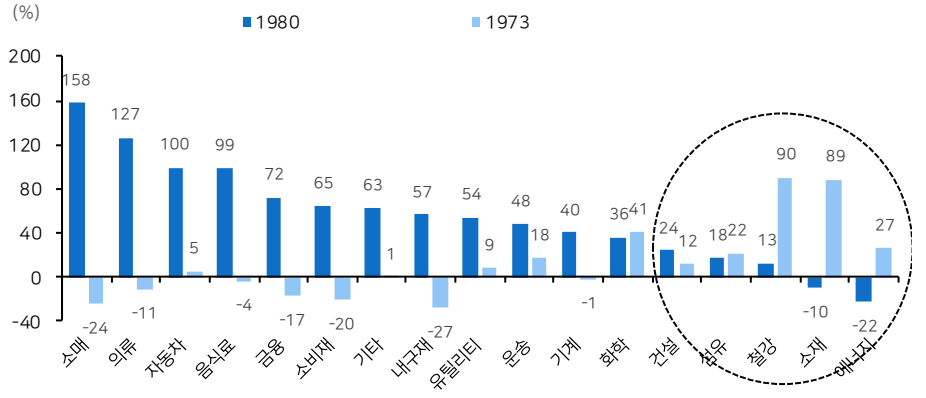
자료: CRSP, 메리츠증권 리서치센터

그림19 1980 상승경로: 에너지 일부 반등했지만,



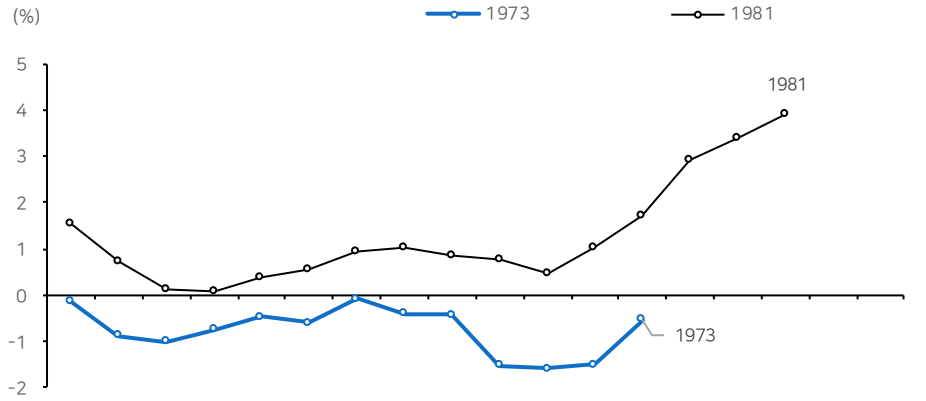
자료: CRSP, 메리츠증권 리서치센터

그림20 누적수익률에 나타난 공급충격 완화 손바뀜: 구매력 회복에 따른 반등



자료: CRSP, 메리츠증권 리서치센터

그림21 1973 vs. 1981: 실질소매판매 전년대비 증가율 추이

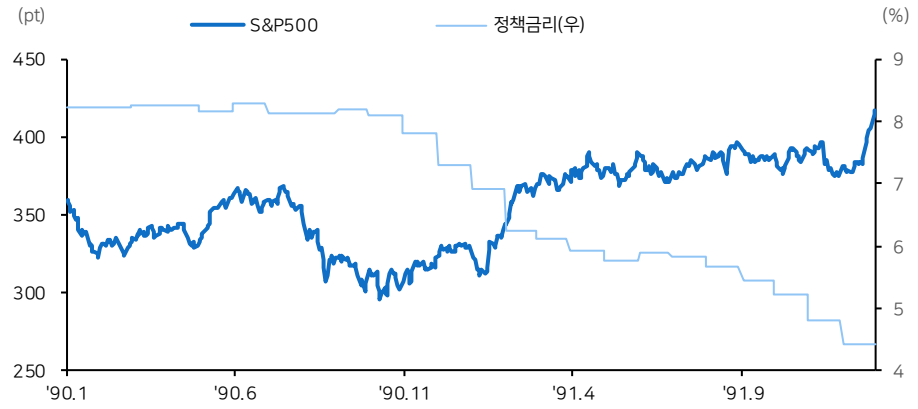


자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

1990: 1990년 경기침체는 1988년 초반~1989년 초반까지 긴축정책으로 경기가 위축된 가운데, 걸프전으로 인한 유가 급등, 저축대부조합 사태에 따른 신용경색 등이 주된 요인이었다. 여기에 연준은 경기침체 돌입 한달 전까지 경제지표를 긍정적으로 평가하고 있어 대응이 늦은 감도 있었다.

지수는 경기침체로 '90년 7월 고점 이후 정책금리가 완화되기 시작한 '90년 10월까지 −19.9%의 단기간 조정을 맞이했다.

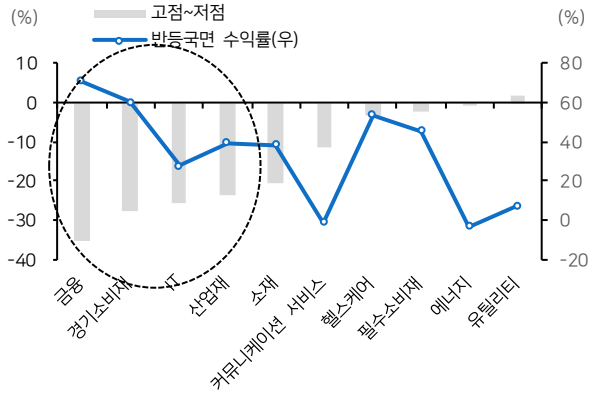
그림22 정책금리 완화와 증시 하단을 다지는 시기는 반복



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

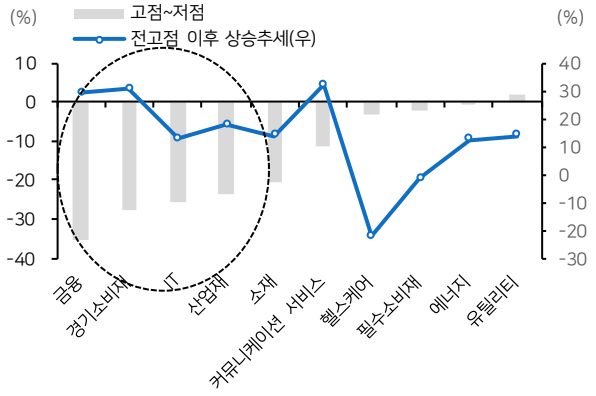
회복에 4개월여 소요 됐을 만큼 단기 충격 이었는데, 낮은 고용감소(전 고점대비 −1.4%)와 완화정책을 기반으로 경기가 회복되면서 금융, 경기소비재, 산업재, 소재 등 낙폭과대 업종이 반등을 주도했다. 아울러 전 고점 이후의 상승장에서도 해당 업종들의 성과가 좋았다. 경기가 회복되면서 경기민감업종에 대한 수요가 회복됐기 때문이다. 1950년대 이후 낙폭과대 업종이 강세를 지속한 첫 사례다.

그림23 1990 업종 회복경로: 침체 시 낙폭과대가 지속선전



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

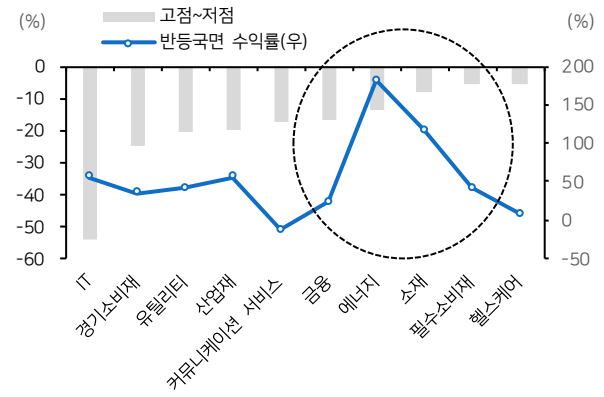
그림24 1990 상승경로: 침체 시 낙폭과대가 지속선전



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

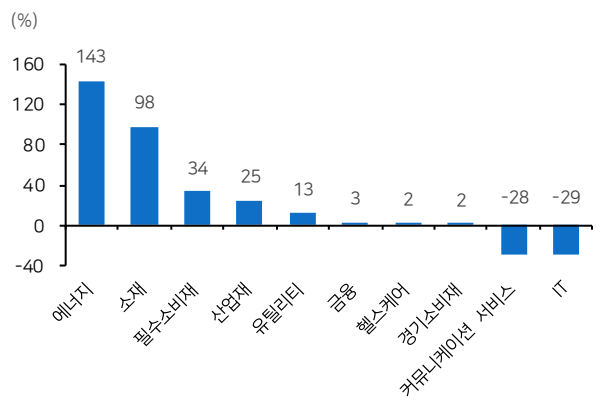
2001: IT 버블은 자산가격 붕괴가 역으로 경기침체를 유발한 사례다. 특수한 사례로 지수 하락폭이 커 경기침체 회복 이후에도 지수는 전고점을 쉽게 회복하지 못했다. 다만 반등시기 주도주는 하락국면에서 잘 버틴 에너지, 소재 등의 업종이었다. 그리고 이들 업종은 중국의 성장과 글로벌 경기호황, 원자재 가격 상승에 힘입어 금융위기 전까지 주도주의 지위를 이어갔다.

그림25 2001 업종 회복경로: 침체에도 잘 버틴 경기민감업종



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

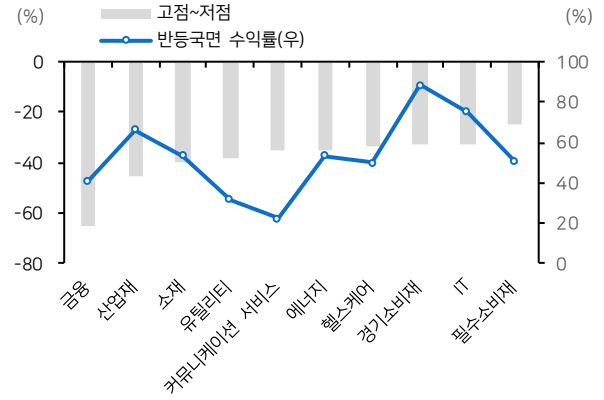
그림26 침체에도 잘 버틴 경기민감업종은 주도주로



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

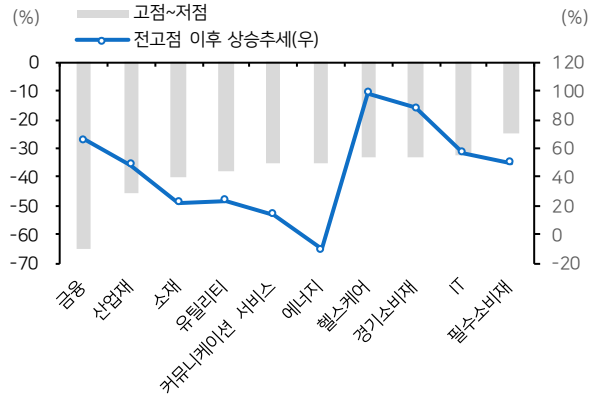
2008: 2008년 금융위기 사례에서도 잘 버틴 업종들이 다음 강세장을 이끌었다. 이어진 유럽재정위기, 중국 모멘텀 둔화로 글로벌 경기가 급격하게 둔화됨에 따라 IT, 필수소비재, 헬스케어 등 전통적인 경기방어주가 하락장에서도 잘 버텼고, 이후에도 강세를 이끌었다.

그림27 2008 업종 회복경로: 전통 경기방어 업종의 반등



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림28 2008 업종 회복경로: 잘 버틴 업종의 강세 지속



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

정리(경기침체와 반등, 그리고 반등의 주도 업종 패턴)

10차례 경기침체 국면의 시사점
1) 통화정책 스탠스 변화 필요성
2) 잘 버틴 업종의 매력 높아

1950년대 이후 10차례의 경기침체국면 주가 반등의 경로에서 현재 도출할 수 있는 전략적 시사점은 2가지다.

1) 1950년 이후 경기침체에서 지수가 전고점을 회복할 만큼의 유의미한 반등은 연준의 통화 완화와 인플레이션 정점 이후다. 이번에도 미국은 경기과열과 인플레이션, 긴축 문제로 불거진 이슈이기에 각 변수들의 정점을 확인하고 정책의 명시적인 스탠스 변화가 나타날 때 유의미한 반등을 기대해볼 수 있음을 시사한다.

2) 경기침체 이후 반등을 이끄는 업종과, 또 한번의 상승추세를 이끄는 업종은 달라지는 경우가 있다(1970, 1980 두 차례). 다만, 잘 버티는 업종들의 누적 성과가 더 좋았다(1990년 제외 모두). 현재도 하락국면에서 잘 버티는 업종들의 가격 매력도가 높아졌을 때 비중을 높이는 전략의 기대 수익률이 높다고 볼 수 있다.

낙폭과대 업종이 상승추세 마저 주도주가 된 경우는 1990년 한차례에 불과하다. 그 이유는 침체의 깊이가 얕기 때문으로 생각된다. 당시 침체가 짧아 가격조정 기간도 3개월에 불과해 낙폭이 컸던 업종 펀더멘탈에 경기침체가 미치는 영향이 제한적이었다 판단된다.

칼럼의 재해석

이성우 연구원

바이오 연료 생산 축소에 대한 논의 (FINANCIAL TIMES)

우크라이나-러시아 전쟁 이후 글로벌 곡물 가격이 연초 대비 +20~30% 상승함에 따라 바이오 연료 사용 비중 축소에 대한 논의가 부각되고 있다. 전쟁으로 인한 수출 감소분을 바이오 연료에 사용되는 곡물을 줄임으로써 곡물가격 상승을 억제하겠다는 논지이다. 다만, 바이오연료 생산 축소가 곡물 가격 하락 요인으로 작용할 수 있다는 주장에는 논란의 여지가 있는 상황이다. 종합식품업체들은 지난 2007~2008년 글로벌 식량위기 당시 바이오 연료 생산 확대가 주요 곡물 가격 상승에 20~50% 기여했다는 학술 연구를 기반으로 생산 축소를 주장하고 있다. 반면에 바이오연료 업계는 연료 생산에 사용되는 대부분의 곡물이 사료용 사용되는 낮은 등급의 곡물이기 때문에 단순 비교가 어렵다는 것이다.

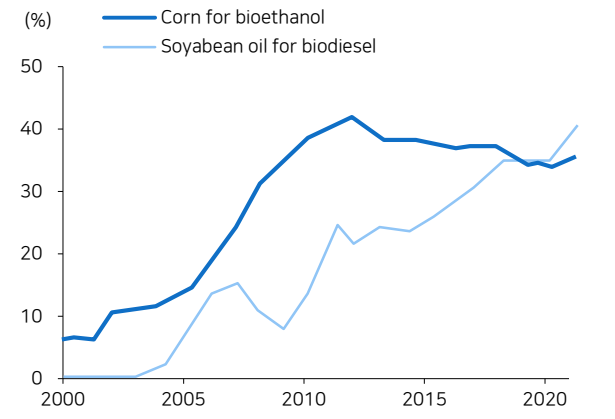
유럽연합의 움직임은 식품업계 입장에 무게를 실어주고 있는 상황이다. 유럽연합은 독일을 중심으로 바이오 연료 혼합 의무 완화 방안을 추진 중에 있다. 독일의 경우 2020년 기준, 전체 연료 사용량의 6.5%를 바이오연료를 통해 조달했었는데, 2023년까지 바이오 연료 사용 상한선을 2.5% 수준으로 낮추고, 2030년 0% 달성을 목표로 하고 있는 상황이다. 바이오연료 사용 축소로 인해 곡물 가격이 안정화될지 투자자들의 관심이 높아지고 있다.

바이오 연료 생산 축소 논의 부각

연초 이후 곡물 가격 +20~30% 상승

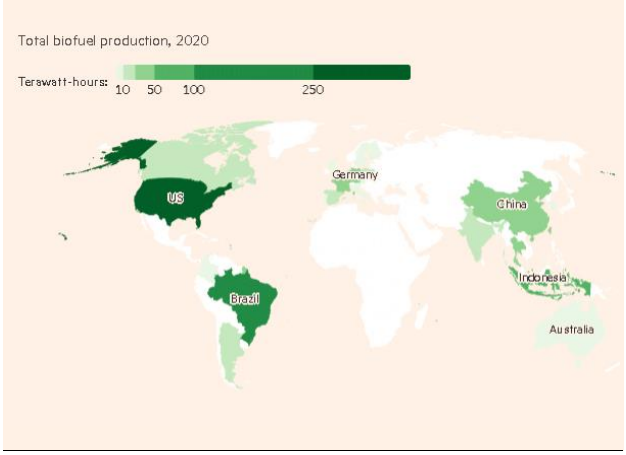
우크라이나-러시아 전쟁 이후 글로벌 곡물 가격이 연초 대비 +20~30% 추가적으로 상승함에 따라 바이오 연료 사용 비중 축소에 대한 논의가 부각되고 있다. 21년 기준 러시아-우크라이나는 전세계 옥수수 수출의 19%, 해바라기씨유 수출의 78%를 차지했는데, 전쟁으로 인한 수출 감소분을 바이오 연료에 사용되는 곡물 사용을 줄임으로써 곡물가격 상승을 억제하겠다는 논지이다. 21년 기준, 전세계 옥수수, 대두 생산량의 각각 36%, 40%가 바이오연료 생산에 사용되었다는 점을 고려해봤을 때 상당량의 곡물이 바이오연료 생산에 사용되고 있는 것이 사실이다.

그림1 옥수수의 36%, 대두의 40%가 바이오 연료 생산에 사용



자료: Financial Times, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국, 브라질, 유럽에서 바이오 연료 사용 비중이 높음

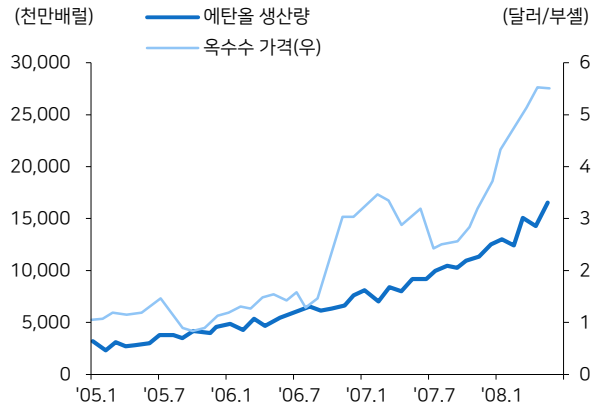


자료: Financial Times, 메리츠증권 리서치센터

바이오연료 생산량 확대와 곡물가 상관관계에 대립된 입장

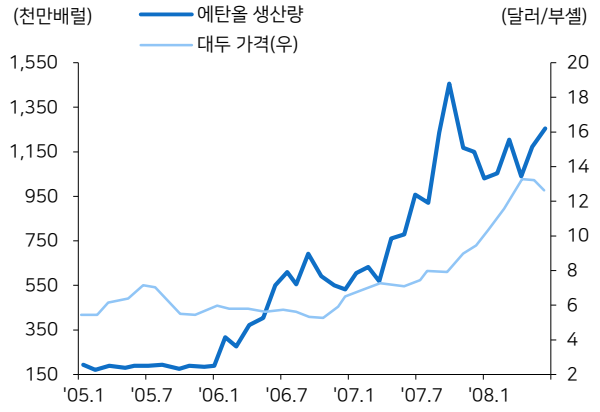
다만, 바이오연료 생산 축소가 곡물 가격 하락 요인으로 작용할 수 있다는 주장에는 논란의 여지가 있는 상황이다. 원재료 부담에 시달리고 있는 종합식품업체들은 지난 2007~2008년 글로벌 식량위기 당시 바이오 연료 생산 확대가 주요 곡물 가격 상승에 20~50% 기여했다는 연구를 기반으로 생산 축소를 주장하고 있다. 반면에 바이오연료 업계는 연료 생산에 사용되는 대부분의 곡물이 가축 사료용 사용되는 낮은 등급의 곡물이기 때문에 단순 비교가 어렵다는 점을 강조한다.

그림3 2007~2008 옥수수 가격 및 에탄올 생산량 추이



자료: Biofuels Impact on Crop and Food Prices, 메리츠증권 리서치센터

그림4 2007~2008 대두 가격 및 에탄올 생산량 추이



자료: Biofuels Impact on Crop and Food Prices, 메리츠증권 리서치센터

유럽은 이미 바이오연료 생산 축소 중

유럽 연합의 움직임은 종합식품업체 주장에 무게를 실어주고 있는 상황

이러한 대립된 입장에도 불구, 유럽연합의 움직임은 종합식품업체 주장에 무게를 실어주고 있는 상황이다. 유럽연합은 독일을 중심으로 이미 바이오 연료 혼합 의무 완화 방안을 추진 중에 있다. 독일은 2020년 기준, 전체 연료 사용량의 6.5%를 바이오연료를 통해 조달했었는데, 2023년 바이오연료 사용 상한선을 2.5% 수준으로 낮췄으며, 2030년 기준 0% 달성을 목표로 하고 있는 상황이다. 또한 연초 대비 40%가량 상승한 팜오일의 경우, 2023년부터 바이오연료 사용 원재료에서 배제된 상황이다.

표1 EU 국가별 바이오연료 혼합 비중 의무 완화 및 폐지

국가명	방법
독일	바이오연로 기존 비중 4.4%에서 2023년 2.5%로 조정, 2030년까지 0%로 조정
벨기에	곡물 기반 바이오연료 블랜딩 의무 폐지
핀란드	2022~2023년 바이오연료 의무 혼합 비중 7.5%로 인하
스웨덴	2023년 환경오염물질 저감 비중 2022년 수준으로 동결
노르웨이	전반적인 바이오연료 의무 비중 완화, 다만 그린가스 배출 의무는 강화

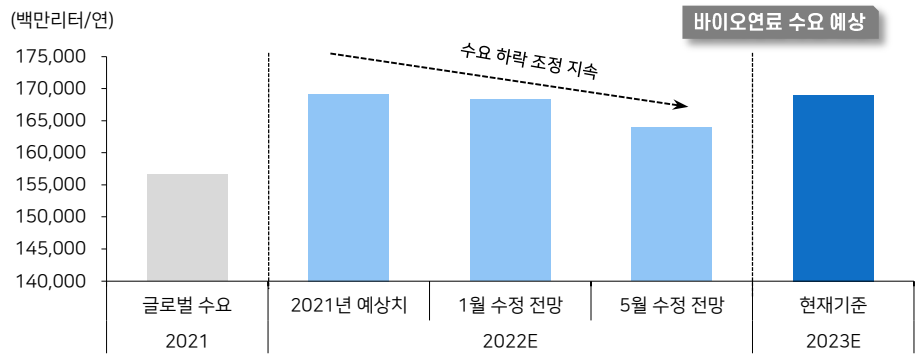
자료: Stratas Advisors, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 바이오연료 수요 전망치 연초 이후 하락 조정 지속

바이오연료 총수요 연초 이후 하락 조정 지속 중

이러한 시황을 반영하여 2022년 바이오연료 수요 전망치는 지속적으로 하락 조정 중에 있다. 22년 5월 국제에너지기구(IEA)는 중국 봉쇄 조치 및 글로벌 경기 둔화를 반영하여 바이오연료 수요 전망치를 기존대비 -20% 가량 추가적으로 하향 조정했다.

그림5 바이오 연료 수요 전망 지속 하락 조정 중



자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

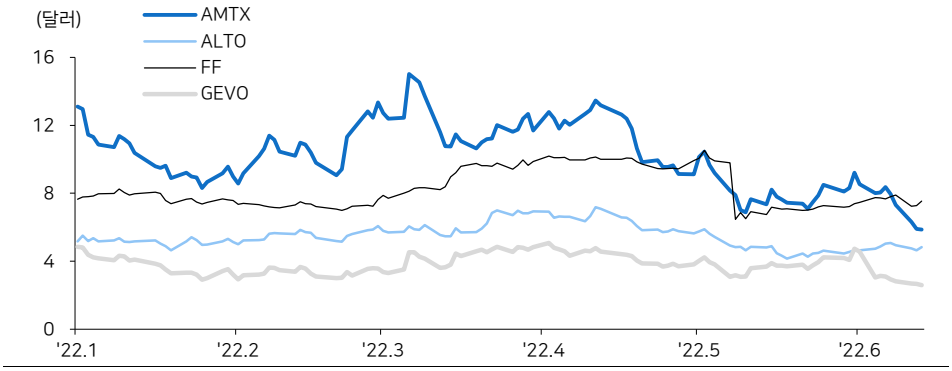
바이오연료 사용 축소는 종합식품업체 마진 확대로 작용할 것

바이오연료 업계 약세는 종합식품업체에게 긍정적

이에 따라 바이오연료 생산업체들의 주가는 연초 이후 약세 흐름을 보이고 있는 상황이다. 바이오연료 생산 축소로 탑라인 성장이 제한적일 수 있다는 시장의 우려가 반영된 결과이다.

바이오연료 생산업체의 주가 약세는 종합식품업체에게는 긍정적인 뉴스로 판단한다. 종합식품업체의 경우 지난 2년간 적극적으로 가격인상을 해왔는데, 바이오연료 생산 축소로 곡물 가격이 하락 안정화된다면 추가적인 마진 확대로 연결될 가능성이 크기 때문이다.

그림6 바이오연료 생산업체들 주가 약세 지속 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: *Food vs fuel: Ukraine war sharpens debate on use of crops for energy (Financial Times)*