

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2022. 9. 20 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

9월 두 가지 시장 이슈에 대한 생각

오늘의 차트

외환시장 수급 분석: 많이 부담스러운 수준

칼럼의 재해석

더욱 빠르게 다가오는 태양광의 시대

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

9월 두 가지 시장 이슈에 대한 생각

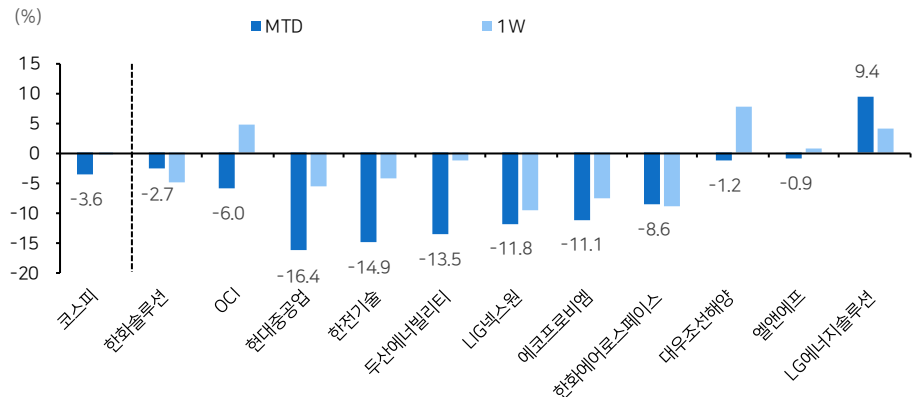
- ✓ 1) 태조이방원(?)의 부진은 천연가스 가격 급락과 연관. 다만 EU 에너지 수급 불안요인은 잔존해 에너지 공급 확대의 중장기 모멘텀 유효
- ✓ 2) CPI를 바라보는 다른 관점: 물가 상승 품목 Long - 하락 품목 Short

이슈 1) '태조이방원(?)'의 부진

9월 태조이방원의 부진

9월 국내증시 이슈 첫번째는 그간 주도주였던 태조이방원(?)의 부진이다. 8월 말 이후 태양광의 한화솔루션(-2.7%), OCI(-6.0%)을 비롯해 원전의 한전기술(-14.9%), 두산에너지빌리티(-13.5%), 조선(현대중공업, -16.4%) 방산(한화에어로스페이스, -8.6%) 등 해당 업종 내 대표주들의 부진이 이어졌다. LG에너지솔루션 등 이차전지 업종들만 상대적으로 성과가 양호했다.

그림1 주도주 태조이방원의 부진

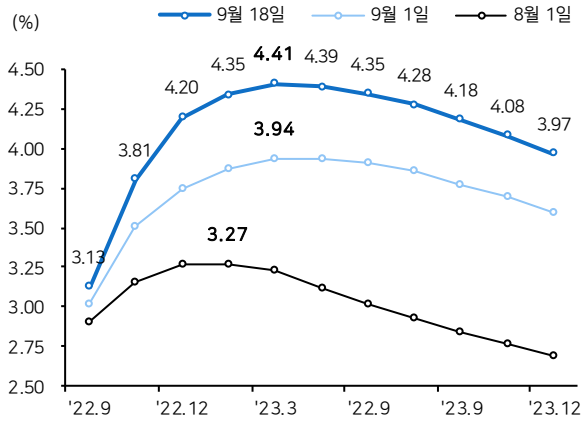


자료: 메리츠증권 리서치센터

- 1) 금리 변동성 확대,
- 2) EU 에너지장관회의

이유는 세가지로 압축된다. 1) 잭슨홀 이후 대파적 스탠스 강화, 2) 8월 미국의 핵심물가(excl. Energy, Food)의 예상치 상회로 높아진 긴축압력에 대한 우려와 함께 3) EU 에너지장관회의에서 전력&가스 가격안정화 조치로 천연가스 가격의 급락과 신재생에너지 정책불확실성이 높아진 탓이다.

그림2 잭슨홀 이후 미국 기준금리 기대 변화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 EU 에너지장관회의: 단기 신재생에너지에 부정적

방안	세부내용
황재세 (Windfall Tax) 부과	- Non-gas 발전사에 대한 1,400억 유로 규모의 초과이익세금 부과 - 해당 전력 가격 임계점은 180유로/MWh*
임시 기여금 부과	- 3년 평균 대비 20% 높은 이익 거둔 화석연료 회사에 초과이익의 1/3 징수
시장 제도 개선	- TTF 외 벤치마크 가격 설정 논의 - 장기계약 확대 논의
발전원 별 가격체계 차별화	- 발전원 별 전력 가격 상한 논의
* 가격 인상률 상한(프랑스)	- 2023년 전력 가격 인상률 15%로 상한 설정

자료: 메리츠증권 리서치센터

잭슨홀 이후 상당부분 지연됐던 미국 기준금리 정점에 대한 기대는 8월 핵심물가 발표 이후 추가로 40bp 이상 확대되었다. 금리 변동에 민감한 성장주에게 추가적인 긴축압력은 부담일 수 밖에 없었다.

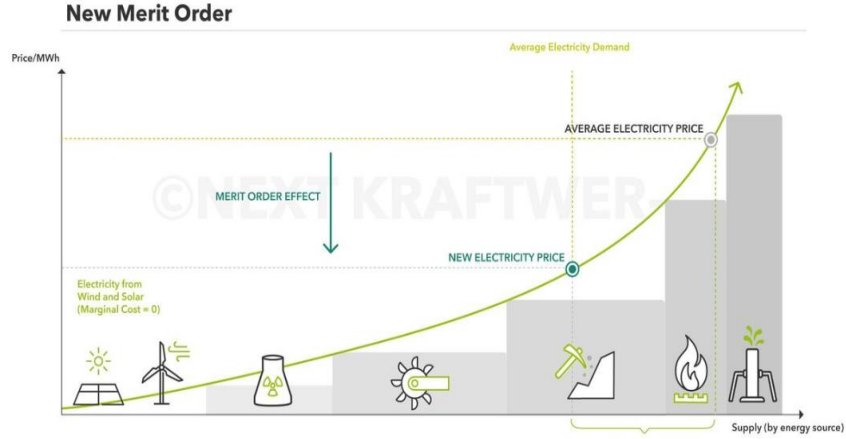
다만, 높아진 긴축압력에 대한 우려보단 EU 정책변화에 따른 불확실성 확대가 해당 업종들에 대한 펀더멘탈 우려를 더 높인 것으로 보인다. EU 긴급에너지장관회의(9일, 현지시간)에서는 각종 에너지 가격 안정화 조치가 논의되었고 14일 긴급 시장개입 제안서를 공개했다.

EU 에너지 장관회의
Non-gas 발전 제재가 주요인

제안서 내용은 1) 2023년 3월까지 전체 전력 수요를 최소 10% 줄이고, 2) Gas 발전이 아닌 신재생에너지, 원자력 및 석탄 발전 전력에 대한 수익 상한선(180유로/MWh)를 설정하고, 3) 3년 평균 대비 20% 높은 이익을 거둔 화석연료 회사에 초과이익의 1/3의 기여금을 징수하겠다는 것이다.

제안서의 법안 발의 여부는 9월 30일 추가 논의가 개진될 것으로 생각되는데, 우려스러운 부분은 2), 3)번이다. (그림 4)와 같이 유럽연합이 전력가를 한계비용 산정체제로 설정한 이유는 저탄소에너지원 투자에 대한 메리트 확보였기 때문이며, 화석연료 회사들 또한 앞으로 추가 투자를 위한 Cashflow가 줄어들 수 있다는 우려 탓이다.

그림3 유럽 전력요금의 한계비용 산정 체계: 초과이익이 신재생에너지 발전 메리트



자료: German Renewable Energies Agency, 메리츠증권 리서치센터

때문에 9월부터 한동안 정책불확실성은 높아질 수 있다. 다만 방향성을 바꿀 요인은 아니다. 해당 업종에 대한 투자심리는 천연가스 가격 변동과 연동될 수 밖에 없는데, 천연가스 수급은 단기적, 중장기적으로도 해결이 필요한 부분이 있다.

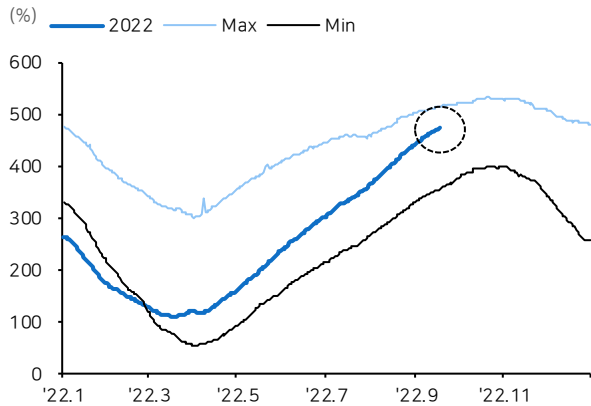
재고(Stock) 충분하나, 유량 (Flow) 불확실성 속에선 완전히 해소된 것 아냐

일각에선 겨울 재고가 충분하다고 하나, 5년 평균치 재고라 함은 1) 겨울철 영국 전력 수입이 온전하고, 2) 러시아 수급이 안정적이었던 기간을 포함한다. 실제로는 이보다 더 높은 수준의 재고가 필요할 수 있음을 의미하며 본질적인 수급 불확실성의 해결책은 천연가스 수요 감축(그림 6)이다.

중장기적 공급확대 방향성도 유효

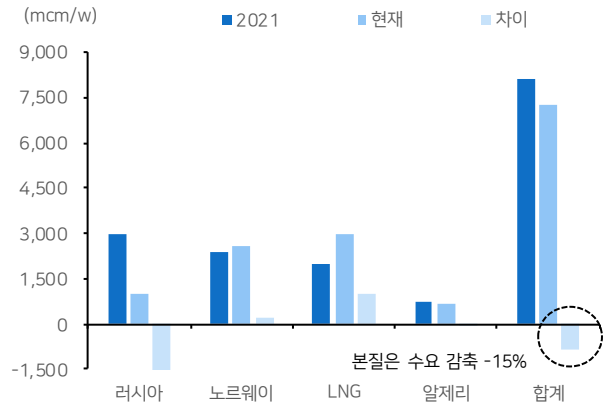
그러나 중장기적으로 에너지 사용량과 경제규모가 동행한다 하면 에너지 수요 감축은 대체에너지의 필요성이나 천연가스 공급망 확대의 동기가 될 수밖에 없다고 생각된다. 단기적 정책불확실성에 중장기적 에너지 활용의 방향성이 바뀔 가능성은 낮아보인다.

그림4 유럽 천연가스 재고(Stock) 충분한 듯 하나



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림5 러시아 수급(FLOW)가 안정적 이었을 때, 현재는?



자료: GIE, 메리츠증권 리서치센터

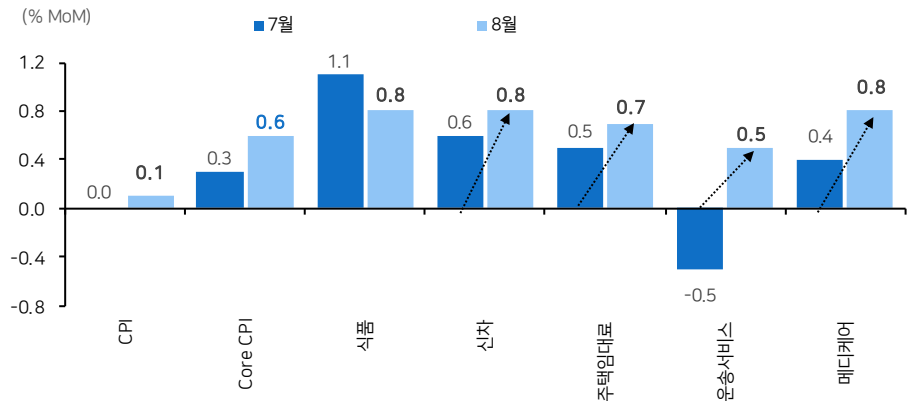
이슈 2) 8월 핵심물가 예상치 상회

두 번째 이슈는 8월 미국의 핵심물가가 예상치를 상회했다는 점이다. 매크로 반응은 앞선 (그림 2)로 정리된다.

물가
 상승 품목 Long
 하락 품목 Short

다만 기준금리 기대를 비롯한 향후 물가압력의 향방과 9월 FOMC 등의 고민 외로, 8월 핵심물가 품목별로 분해한 것의 특징은 상승 품목과 하락 품목이 뚜렷하다는 점이다. 물가상승을 초과수요의 현상의 방증으로 본다면 물가를 견인하는 품목에 대한 Long, 물가가 하락하고 있는 품목에 대한 Short 관점을 가지는 것도 업종 선별의 팩터로 고려해볼 수 있다는 의미다. 그리고 물가상승을 견인하고 있는 업종의 Peak-out은 업종 순환매와 함께 시장의 반등, 긴축 압력의 약화와 동행할 공산이 크다.

그림6 8월 CPI 주도 업종: 식품, 신차, 임대료, 운송서비스, 메디케어



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

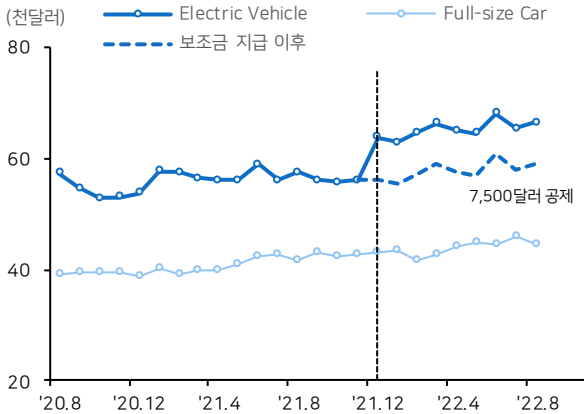
핵심 품목 물가 상승은
 초과수요 국면을 시사

이번 물가지표에서 핵심물가 주도 품목은 신차, 주택임대료, 운송서비스, 메디케어가 대표 품목이었다. 운송서비스가 차량 보험료 및 취득등록비 상승이 주를 이뤘기 때문에 신차가격 상승과 연관이 높다고 한다면 꾸준한 물가 압력을 보여주고 있는 품목이기도 하다.

후행지표이나
 불확실성 높은 상황에선
 안정적 실적에 대한 기대 중요

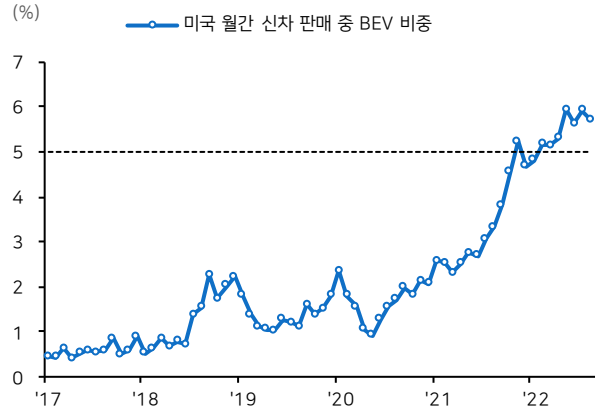
앞선 관점에서 신차가격 상승은 하반기 안정적인 실적 기대요인이다. 물가지표가 후행지표이기는 하나 지금과 같이 전반적인 실적 불확실성이 높아진 시기에는 충분히 매력적인 요소다. 신차가격 상승 요인은 차량용 반도체로 공급차질 및 비용 상승(공급측 압력)도 있지만, EV와 신차 믹스개선과 등과 대중교통 기피현상 등 수요측 요인도 혼재하고 있기 때문이다. EV의 경우 7,500 달러의 세액공제가 있기 때문에 소비자에게 가격상승 압력도 상대적으로 덜 하며 EV 판매 비중은 연내 우상향 중이다. 오히려 연간 보조금 한도(브랜드 당 20만 대)가 정해져 있어 소비를 앞당기는 요인이 되었을 가능성이 크다.

그림7 7,500달러/대의 EV 보조금 고려 시 명목가 Flat



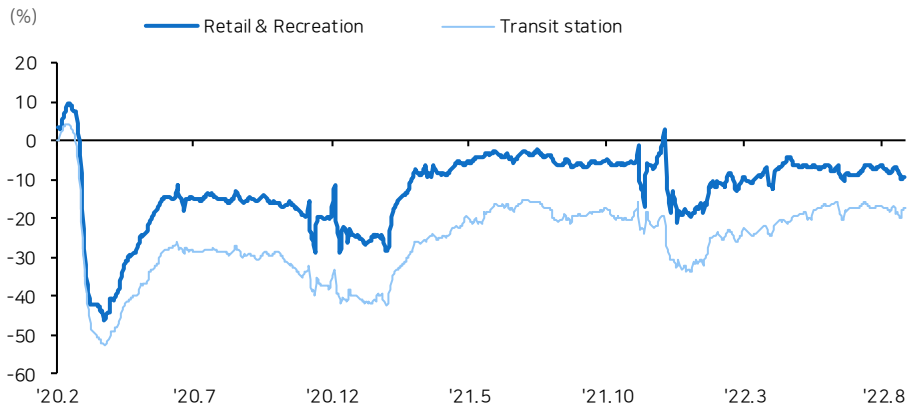
자료: Kelley Blue Book, 메리츠증권 리서치센터

그림8 EV VS. Non-EV



자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국 Google Mobility: 대중교통 기피, 수요요인



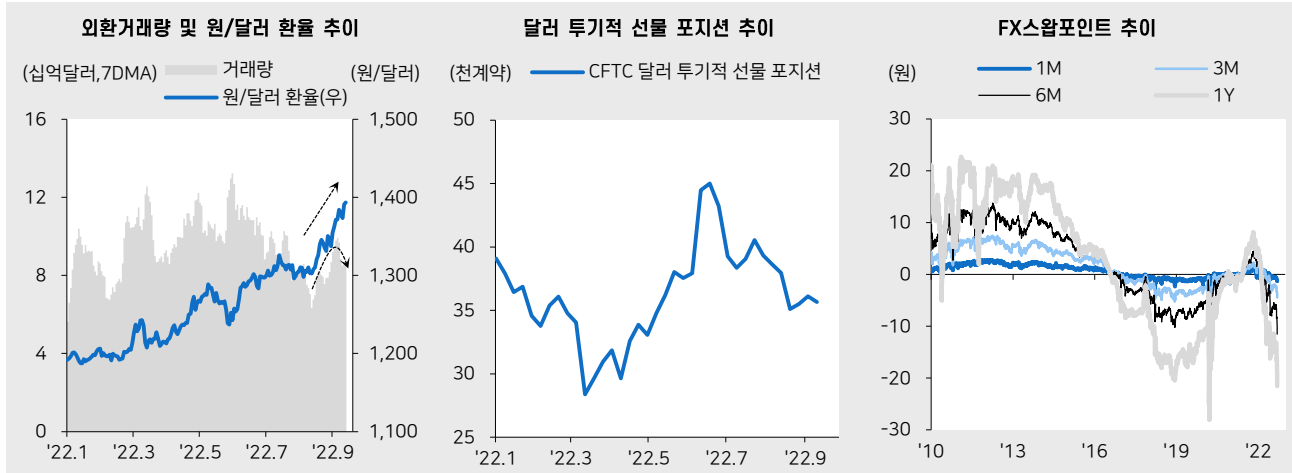
자료: Google, 메리츠증권 리서치센터

하반기 그 이후는 IRA 보조금 협상 과정에 따라 달려있을 것

하반기 이후의 모멘텀은 추가적인 보조금 기준 협상 가능성에서 엿볼 수 있다. 8월 IRA 통과로 차종 기준이 엄격해지면서 보조금 수혜가 감소할 수 있다는 우려에 미국 자동차혁신연합과 자동차 제조업체들, 조지아 주 상/하원 의원들이 규제 완화 및 회피 방안을 촉구 중이다. 관련 노이즈가 어떻게 해결 되느냐에 따라 하반기 이후의 자동차 투자심리도 결정될 것으로 보인다.

오늘의 차트 박수연 연구원

외환시장 수급 분석: 많이 부담스러운 수준



주: FX스왑포인트 = 선물환율 - 현물환율
 = 내외금리차 - 달러프리미엄
 자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

위안/달러 환율이 7.0위안을 돌파하면서, 원/달러도 1,400원을 넘어설지 여부에 시장이 주목하고 있다. 펀더멘탈 상 미국 경기 모멘텀과 연준의 공격적 금리인상을 고려하면 강달러 우위 환경은 명확하다. 따라서 이번에는 수급 측면에서 살펴보고자 한다.

연초 이후 외환거래량 추이:

1) 1,350원 이하: 외환거래량이 증가하며 환율 상승

연초 이후 외환거래량 추이는 원/달러 환율 1,350원을 기준으로 구분된다. 1,350원을 하회할 때, 환율은 대체로 외환거래량에 동행했다. 달러매수세가 주요한 환율 결정 기준으로써, 거래량이 늘어나면 환율이 상승(원화 절하)하고, 감소하면 환율이 하락(원화 절상)했다.

2) 1,350원 초과: 환율은 상승하나, 달러 투기적 포지션 축소로 외환거래량 감소

하지만 1,350원을 넘어서면서는 양상이 바뀌었다. 원/달러 환율은 계속해서 상승했으나, 외환거래량은 오히려 감소세로 돌아섰다. 이는 달러의 투기적 포지션이 감소한 영향으로 보인다. 실제로 CFTC에서 발표하는 달러의 투기적 선물 포지션은 6월말을 고점으로 하락세를 그려왔다. 결국 현재의 달러 거래에는 실수요 비중이 크다는 생각이다.

문제는 외화자금시장 내 달러 수급 악화 가능성 나타난다는 점

우려되는 점은 외화자금시장에서 달러 수급 악화 가능성이 나타나고 있다는 것이다. FX스왑포인트는 (내외금리차)-(달러프리미엄)으로 계산된다. 즉, 스왑포인트는 미국 금리가 우리나라보다 빠르게 상승하거나, 달러 가치가 높아질 것으로 예상되면 하락하는데, 이는 달러 유동성 축소를 의미한다. 현재 1년 미만 스왑포인트는 코로나19 수준보다도 낮다. 최근 외환당국의 시장개입이 늘어나는 이유다. 하지만 현재의 외환거래 대부분이 실수요 중심이고, 펀더멘탈 개선이 동반되지 않음을 고려할 때, 외환당국의 시장개입은 속도조절에 주로 기여할 가능성이 높다. 이 과정에서 당분간 환율 변동성은 지속될 것으로 예상된다.

칼럼의 재해석 이지호 연구원

더욱 빠르게 다가오는 태양광의 시대 (Bloomberg)

2022년은 화석연료에서 벗어나 새로운 에너지원이 필수적임을 깨닫는 시간이 되었다. 국제유가는 14년만에 최고치를 기록했으며, 러시아-우크라이나 사태로 인해 유럽 내 천연가스 가격은 지난 2년 사이 18배 가량 상승하는 모습을 보였다. 지난 몇 년간의 신재생 에너지 육성정책에도 불구하고, 국제 사회는 화석연료에 대한 의존도를 획기적으로 낮추는 데에 실패했고 결과적으로 화석연료 재사용을 검토, 혹은 사용량을 다시 늘리는 선택을 하게 되었다.

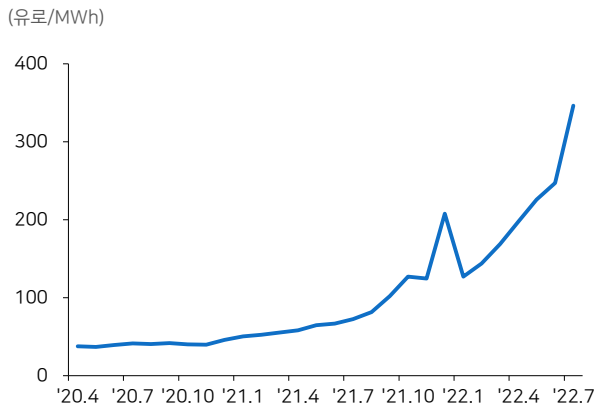
태양광은 신재생에너지 업종 내에서 가장 빠르게 성장하는 모습을 보여주고 있다. 최근 유럽 내 전력 가격이 상승함에 따라 기존에는 낮은 가격경쟁력으로 인해 주목 받지 못하던 태양광 패널의 판매가 증가했다. 또한, 최근 미국에서 IRA(Inflation Reduction Act) 법안이 통과되면서, 향후 태양광 산업에 보조금 혜택과 중장기적인 투자 진행이 예상된다. 우호적인 대외환경에 더해 태양광 밸류체인 내에서 병목현상의 주범으로 평가되는 폴리실리콘 또한 대규모의 증설이 예정되어 있어 태양광은 빠른 시일 내에 화석연료에 대한 의존도를 낮추는데 기여할 전망이다.

우호적인 대외환경을 바탕으로 성장하는 태양광 산업

다년간의 신재생에너지 육성 정책에도 불구하고, 화석연료에 대한 의존도는 여전히 높게 유지되고 있다. 친환경 정책의 중심인 유럽에서도 강도 높은 탄소배출량 저감 정책에 대한 완화 요청이 증가했으며, 높은 전력 가격을 감당할 수 없는 기업 및 국가는 화석연료 사용을 재개하거나 이를 검토하는 모습을 보이고 있다. 이처럼 신재생에너지 전환의 어려움이 드러난 가운데 유독 빠른 성장세를 보이는 것이 바로 태양광이다.

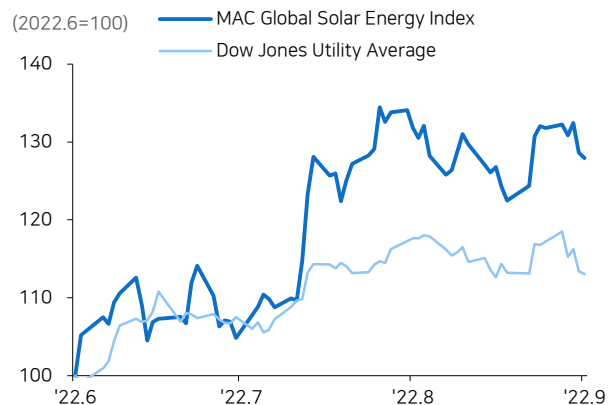
최근 유럽을 중심으로 한 높은 전력가격으로 인해 태양광은 기존의 발전 단가 열위에서 벗어나는 모습을 보이고 있다. 더 나아가, 미국의 IRA 법안이 통과됨에 따라 보조금 및 투자가 예정되어 이러한 추세는 지속될 것으로 보인다. 대외환경의 개선에 이어 그간 병목현상을 주도했던 소재인 폴리실리콘의 공격적인 증설 계획은 가격 안정화 및 공급망 안정화를 가져올 것으로 기대된다.

그림1 유럽 내 전력 가격 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 유틸리티 지수 Vs. 글로벌 태양광 지수



자료: eikon, 메리츠증권 리서치센터

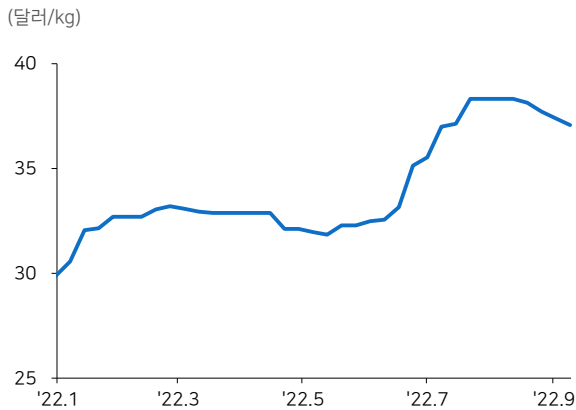
태양광 원재료 병목현상 해소의 실마리

공격적으로 증설을 계획하는
태양광 Upstream

폴리실리콘은 태양광 산업 밸류 체인 중 제일 앞에 위치한 핵심 기초소재로 지속적인 부족현상으로 인해 관심이 높은 원재료이다. 폴리실리콘 가격은 최근 안정화 추세를 보이고 있는데 이는 병목현상을 해소할 수 있을 정도의 증설 계획이 발표되고 있기 때문이다.

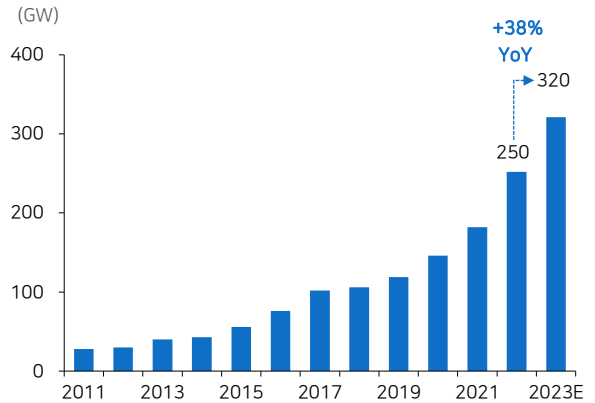
현재 발표된 폴리실리콘 증산 계획을 합산할 경우, 2025년에는 250만톤/년의 생산능력을 달성할 수 있다. 이는 연간 940GW의 태양광 패널 생산에 사용 가능한 양으로, 지난 20년간 누적 설치량이 970GW라는 점을 감안했을 때, 매우 큰 수치이다. 940GW는 글로벌 전력 수요량의 약 6% 가량을 충족 시킬 수 있는 수준으로, 연간 원자력 발전소 260곳을 짓는 것과 동일한 효과를 갖고 있다.

그림3 폴리실리콘 가격 추이



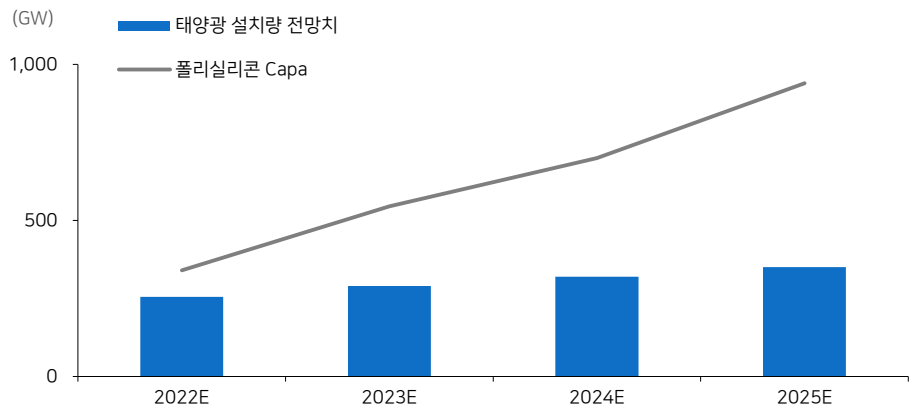
자료: PV Info, 메리츠증권 리서치센터

그림4 연간 태양광 패널 설치량 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 폴리실리콘 생산 Capa 확보 계획과 태양광 패널 설치량 전망의 괴리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

생산 능력 확보에도 불구하고, 여전히 불안한 공급망

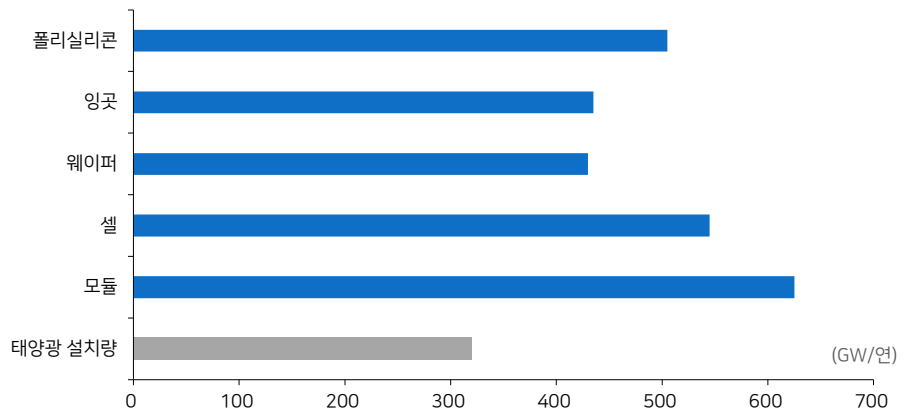
확산되는 탈세계화의 움직임

이처럼 빠르게 생산 Capa가 늘어나는 점은 고무적이거나, 한가지 경계해야 할 점은 바로 탈세계화(Deglobalization)이다. 현재 글로벌 폴리실리콘 물량의 절반은 중국 내 신장 지역에서 생산되며, 이는 현재 미국이 수입 금지 조치를 취한 지역이다. 이러한 추세는 미국에 이어 사우디, 인도네시아 등으로 확장되고 있는 추세로 여전히 태양광 원재료 공급의 불확실성으로 작용하고 있다.

태양광 전 밸류체인에 걸쳐 높은 중국 의존도

이는 비단 폴리실리콘만의 이야기는 아니다. 태양광 패널용 웨이퍼의 중국 의존도는 90%에 육박하며 셀과 모듈 또한 70% 이상을 기록하고 있다. 따라서, 태양광 밸류체인 내의 원재료의 생산 능력이 확대되에도 불구하고, 불안감이 완벽하게 해소되지 못하고 있다. 또한 지난 몇 년간의 태양광 설치량 예상치가 실제 설치량 대비 큰 폭으로 하회했던 것을 감안했을 때, 추가적인 Capa 확보의 필요성도 소수 제기되고 있다.

그림6 태양광 밸류체인 내 소재 별 생산 Capa 비교



자료: Jinko Solar, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터
주: Capa는 2022년 말 기준, 태양광 설치량은 2023년 예상치

원재료 확보, 그 다음은 규제 완화

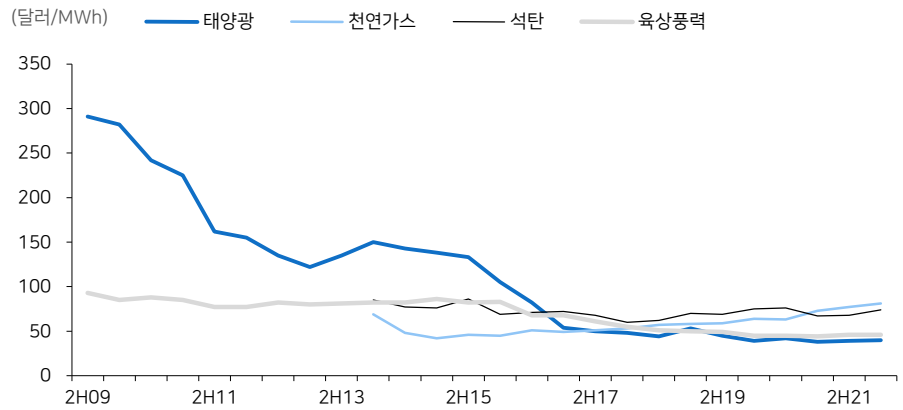
규제 확립 및 완화를 통한 태양광 산업 성장 가속화

탈세계화로 인한 자원의 비효율적 분배 문제만큼이나 중요한 것은 바로 규제이다. 미국의 대표적인 전력시장 중 하나인 PJM Grid에서 지난 5년간 화석연료 관련 프로젝트의 승인 비율이 24%인 반면, 신재생에너지 프로젝트의 승인 비율은 0.4%에 불과하다. 국내에서도 태양광 패널의 입지규제 및 이격 거리 규제 완화 요구가 꾸준히 제기되고 있다. 그러나 이러한 규제가 점차 해소될 것이라는 점에는 이견이 없어 보인다. 미국에서 IRA가 통과됨에 따라 당분간 태양광 산업에 친화적인 정책이 꾸준히 등장할 것으로 전망되기 때문이다.

결국 가장 중요한 것은 발전 단가

이처럼 태양광 소재의 효율적인 배분의 어려움과 규제 해소의 문제가 남아있음에도 불구하고, 투자에 속도를 올리는 이유는 바로 태양광이 화석연료의 주도권을 뺏어 올 것이라는 확신 때문이다. 전력 사용자들은 언제나 가장 저렴한 발전원을 선택해 왔다. 현재 태양광의 LCOE(Levelized Cost of Electricity)는 꾸준히 낮아지고 있으며, 가장 가파른 하락폭을 보이고 있다. 이미 태양광 발전은 경쟁력 있는 가격대 구간에 돌입했으며, 이후 추가적인 발전 단가 하락과 적은 탄소 배출량을 앞세워 화석연료에 대한 의존도를 회기적으로 낮출 수 있을 것으로 전망된다.

그림7 발전원 별 LCOE 비교



자료: BNEF, 메리츠증권 리서치센터

원문: The Supply Chain That Will Beat Climate Change (Bloomberg)