

# 3월 글로벌 투자전략

Global Market Analyst

민병규



02 3770 3635

byungkyu.min@yuantakorea.com

## 원자재의 방향성과 속도에 대한 고민

### 1) 슈퍼사이클을 말하기 시작한 원자재 시장

국제유가는 약 13개월 만에 배럴당 60달러선을 돌파. 최근에는 중동 지역 내 지정학적 리스크와 미국 주요 산유지의 원유 생산설비 가동 중단이라는 모멘텀이 더해진 양상

산업금속 가격도 상승세를 이어가는 중. 확장적 재정정책이 견인하는 전통적 수요와, 신재생에너지, 전기차 등으로 대표되는 신수요가 맞물린 결과

원자재 가격 상승은 국가별 수익률 차별화로도 연결. MSCI 기준 2월 페루 증시는 +12.4%, 칠레는 +8.4%, 남아공은 +7.5% 상승. 전세계 지수의 수익률(+5.2%)과 상당한 격차

CRB 원자재 지수/MSCI 전세계 지수의 비교값은 최근 5년 range의 하단에 위치. LatAm지수의 밸류에이션 부담 역시 낮은 상태. 당분간 양호한 흐름을 이어나갈 것으로 판단

### 2) 조금씩 상황이 변하고 있는 가격결정 요인

작년 전세계 중앙은행들이 경쟁적으로 시행한 통화완화 정책은 물가상승으로 연결. 최근 이러한 흐름을 반영한 시중금리의 상승은 증시에 큰 부담 요소로 작용 중

물가와 높은 상관관계를 가지는 유가의 작년 3월 평균 가격은 30.5달러/배럴. 현재 수준이 유지될 경우 yoy는 +107.6%

그러나 원자재 가격의 추가 급등(속도) 가능성은 크지 않은 것으로 판단

1) 경기민감 원자재로 분류되는 원유, 산업금속, 철광석 등이 동반 상승한 배경에는 최대 수요자인 중국의 '확장적 재정정책'과 '재고 축적'이라는 두 가지 요인이 작용

그러나 강도높은 조달/생산사이클이 반년 이상 진행되면서, 이제 중국은 평년을 넘어서는 수준의 재고를 확보. 국가통계국 PMI에서 확인되는 중국의 완성품 및 원자재 재고는 18년 이후 최고치

2) 유가 상승이 지속되면서 미국 셰일 기업들은 활동을 재개하기 시작

최근 미국 셰일기업들의 BEP는 41.2달러/배럴까지 하락. 현재 국제유가가 60달러/배럴 내외에서 등락을 보이고 있다는 점을 고려하면 당분간 증산 기조가 유지될 가능성

3) 작년 원자재가 달러 약세로 얻었던 혜택도 올해는 기대하기 어려운 변수

최근 진행되고 있는 물가의 상승과 자산시장에서 관찰되는 과열 조짐은 연준의 보폭을 제한하는 변수가 될 것. 아틀란타 연준에서 추정하는 미국의 1분기 경제성장을 추정치는 1월말 +5.2%에서 현재 +9.6%로 급등. 작년 12월 미국의 주택가격상승률은 92년 통계작성 이후 최고치 기록

## 슈퍼사이클을 말하기 시작한 원자재 시장

### 여전한 모멘텀을 보이는 원자재 가격

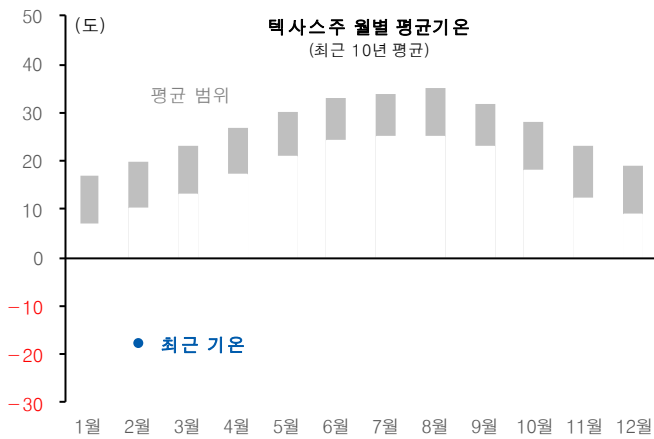
최근 국제유가는 약 13개월 만에 배럴당 60달러선을 돌파했다. OPEC+의 감산 연장 합의 실패와 코로나19 초기 확산 충격이 있었던 작년 초의 가격대를 회복한 것이다.

그동안 원자재 가격 상승은 코로나19 치료제 개발, 중국의 수요회복, 달러 약세 등이 견인해 왔는데, 원유는 최근 중동 지역 내 지정학적 리스크(예멘 후티 반군의 사우디 공항 공격)와 미국 주요 산유지의 원유 생산설비 가동 중단(텍사스주 한파)이라는 모멘텀이 더해진 양상이다.

특히 최근 이슈의 중심에 선 텍사스주의 경우 기온이 영하 18도까지 강하한 것으로 전해지는데, 한파 대비에 소홀할 수밖에 없는 지역(2월 평균 기온 영상 10~20도 수준)이었다는 점에서 피해가 커지고 있다.

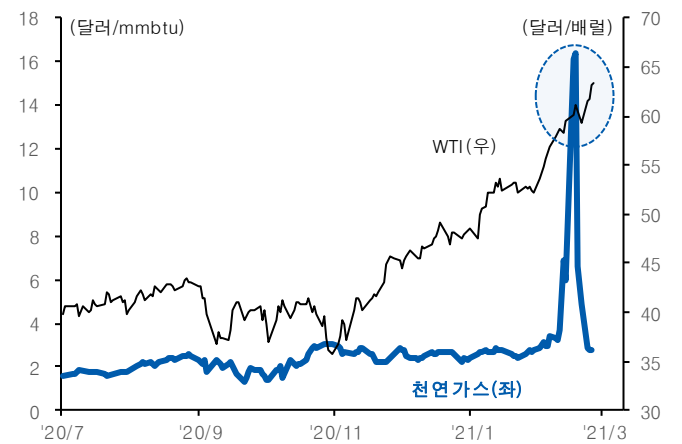
한파 사태의 심각성을 잘 보여주는 사례는 미국 내 천연가스와 전기값 급등으로, 천연가스의 경우 2월초 2.9달러/mmbtu 에서 최근 15.8달러, 전기값은 텍사스주 평균 12센트/kWh 에서 최대 9달러/kWh 까지 상승하는 현상이 나타났다.

[그림 1] 최근 유가 상승의 원인이 됐던 텍사스주는 한파에 취약할 수 밖에 없는 지역



자료: Current results, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 천연가스 가격은 일시적으로 5 배 이상 급등하는 현상이 발생



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

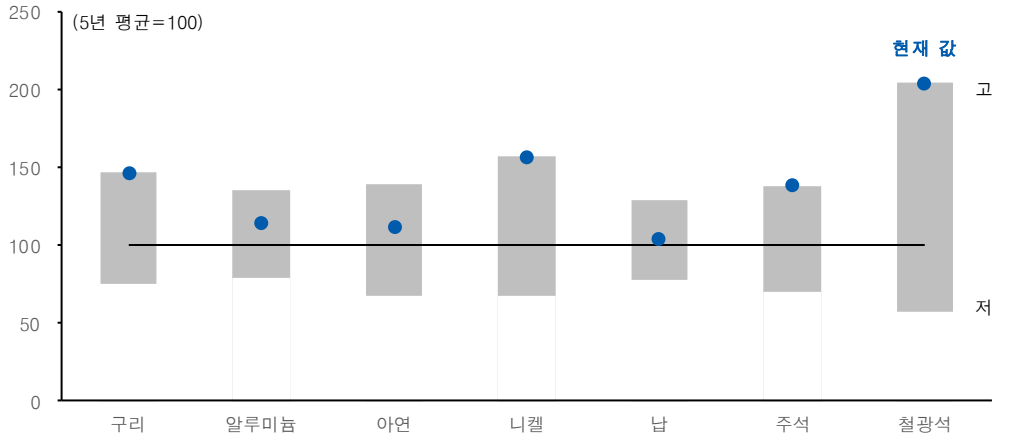
### 전통적 수요와 신수요의 조화

구리로 대표되는 산업금속 가격도 상승세를 이어가고 있다. 특히 구리와 니켈의 가격은 약 10년 만에 최고치를 기록하고 있는데, 전세계 국가들의 확장적인 재정정책이 견인하는 전통적 수요(인프라건설 등)와, 신재생에너지, 전기차 등으로 대표되는 신수요가 맞물린 결과로 보인다.

구리의 경우 전체 수요 중 30%가 건설, 이외 가전제품이 16%, 인프라건설/유틸리티가 15% 비중을 차지하는 등 다양한 산업에 고루 사용되는 것으로 잘 알려져 있고, 니켈은 스테인레스 스틸 수요가 전체의 63%, 배터리 수요가 7%를 차지한다.

원자재 가격이 의미있는 상승세를 보이면서 최근에는 2000년대 중국의 고성장 시기에 나타났던 원자재 슈퍼사이클의 재도래 가능성도 제기되는 양상이다.

[그림 3] 주요 산업금속 가격은 대부분 5년 고점 부근에 도달. 구리와 니켈은 10년래 최고치를 달성



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

### 원자재 수출국으로 옮겨간 증시 모멘텀

원자재 가격 상승은 국가별 수익률에도 차별화를 가져오고 있다.

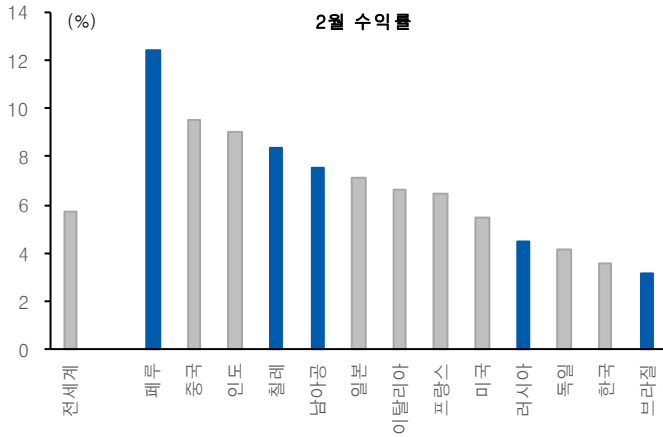
2월 MSCI 전세계 지수는 +5.7% 수준의 상승세를 보이고 있다. 전체 49개국 중 43개국 증시가 전월대비 상승했고, 섹터별로는 유틸리티를 제외한 10개 섹터가 플러스 수익률을 기록했다.

수익률 측면에서 특히 돋보이는 것은 원자재 수출국이다. MSCI 기준 2월 페루 증시는 +12.4%, 칠레는 +8.4%, 남아공은 +7.5% 상승해 전세계 지수의 수익률(+5.2%)과 상당한 격차를 보였다. 그동안 금속가격 상승의 수혜는 대부분 브라질에 집중되는 모습을 보였지만, 올해는 주변국으로도 관심이 확산되는 양상이다. 칠레와 페루는 각각 전세계 구리 광석 생산량의 1,2위 비중(칠레 29.6%, 페루 11.4%)을 차지하고 있고, 남아공은 백금, 석탄, 철광석 등의 주 생산지다.

광산 기업들의 주가 상승은 전세계 주요국에서 동일하게 관찰되고 있는 현상이다. 2월 영국의 글렌코어는 +24.6%(FTSE100 +4.2%), 중국의 장시동업은 +51.3%(상해종합 +2.9%), 국내 관련 기업인 풍산은 +28.1%의 상승세(코스피 +4.1%)를 보이고 있다.

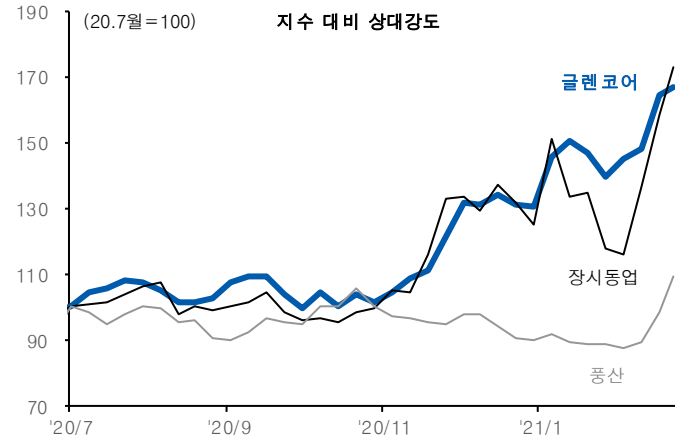
특징적인 것은 주요 산유국의 증시의 경우 시장수익률을 하회하는 성적을 기록했다는 것인데, 2월 선진국의 대표국인 노르웨이 증시의 수익률은 +1.8%, 신흥국의 러시아는 +4.5%에 그치고 있다.

[그림 4] 원자재 수출국 증시가 돋보인 2월 글로벌 증시 수익률



주: MSCI 기준 수익률. 자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 지수를 크게 아웃퍼폼 하기 시작한 관련 기업들의 주가



주: 글렌코어 vs FTSE100, 장시동업 vs 상해종합, 풍산 vs 코스피. 자료: Bloomberg, 유안타증권

## 원자재와 관련국 투자는 여전히 매력적인 컨셉

원자재와 관련 국가들의 증시는 당분간 양호한 흐름을 이어나갈 것으로 판단된다. 당사는 브라질, 칠레, 페루 등이 포함된 LatAm 을 1분기 최선호 지역으로 제시하고 있다.

최근 원자재 가격의 상승세가 가파른 것은 사실이지만 증시와 비교할때 아직 그 레벨이 부담스러운 수준은 아니라 판단된다. 상대강도로 보면 CRB 원자재 지수/MSCI 전세계 지수의 비교값은 최근 5년 range 의 하단에 위치해 있다.

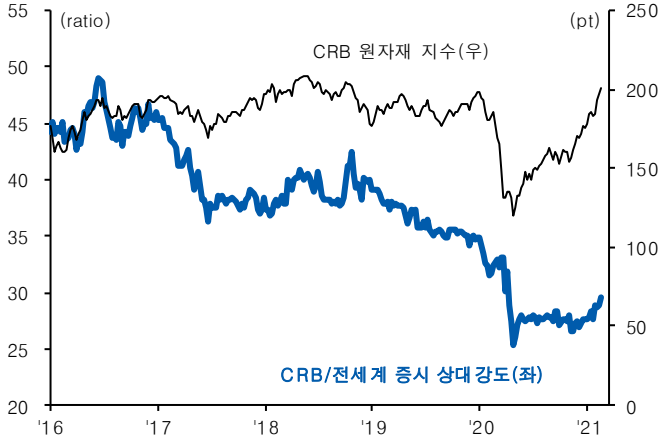
최근 국채금리가 상승하면서 증시 밸류에이션에 대한 우려의 목소리가 높아지고 있다는 점도 투자 대안으로서 원유, 구리와 같은 경기민감 원자재의 상승 동력이 될 수 있다. 실제로 전체 원유 선물거래 중 투기적 매매가 차지하는 비중은 18.1%, 구리는 43.3%에 달한다.

관련 국가로 보면 LatAm 지수의 4개 대표국(브라질, 멕시코, 칠레, 페루. 시가총액 순)과 남아공 모두 밸류에이션 부담이 낮다는 장점을 가지고 있다.

작년 전세계 중앙은행들이 경쟁적으로 펼친 통화완화 정책은 글로벌 전반의 밸류에이션이 높아지는 결과로 연결됐는데, 해당 국가들의 주식은 오히려 평년대비 낮은 수준에서 거래되고 있다.

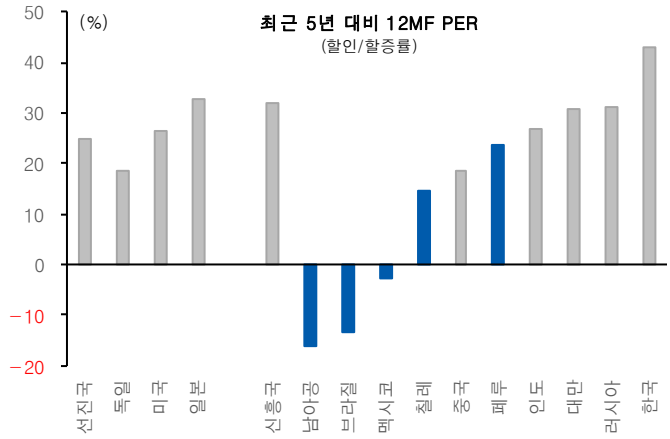
MSCI 신흥국 지수의 12MF PER 은 최근 5년 평균값 대비 +31.9% 할증되어 있다. 브라질의 경우 -13.5%, 멕시코는 -2.6%, 남아공은 -16.2% 할인되어 있고, 칠레는 +14.6%, 페루는 +23.6% 수준이다.

[그림 6] 최근 급등에도 불구하고 원자재 가격에 느끼는 부담은 크지 않은 편



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 밸류에이션 메리트를 보유한 원자재 수출국 증시



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 조금씩 상황이 변하고 있는 가격결정 요인

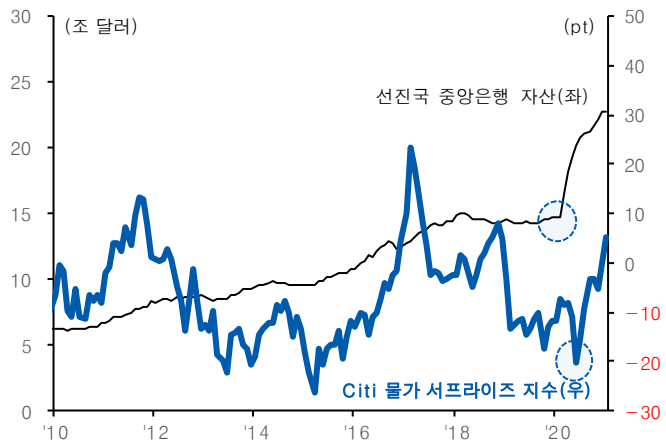
### 원자재 가격 상승이 증시에 미치는 부담

방향성 전망과 함께 고려해야할 부분은 움직임의 속도다. 작년 전세계 중앙은행들이 경쟁적으로 시행한 통화완화 정책은 물가상승이라는 결실을 맺고 있는데, 최근 이러한 흐름을 반영한 시중금리의 상승은 증시에 큰 부담 요소로 작용하고 있다.

물가와 높은 상관관계를 가지는 유가의 경우 작년 3월 평균 가격이 30.5달러/배럴이었고, 2분기 전체로 보면 27.8달러/배럴이었다. 현재 유가의 레벨이 63달러/배럴임을 고려하면 각각 +107.6%, +127.0% 수준의 yoy 상승률이다. 구리는 작년 3월 평균 5195달러/톤, 2분기 평균 5375달러/톤으로, yoy 계산시 +78.3%, +72.3%가 된다.

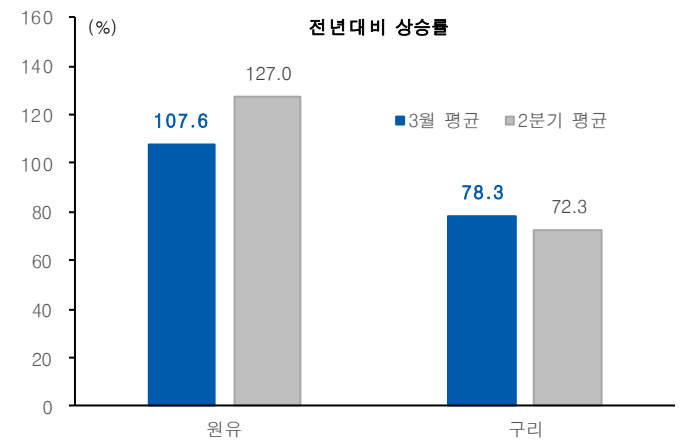
다만 이러한 속도와 관련한 부분에서는 변화를 줄만한 내용이 발견되고 있다.

[그림 8] 결실을 맺기 시작한 중앙은행들의 통화완화 정책



주: 선진국 중앙은행은 Fed+ECB+BOJ. 자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 원자재 가격의 추가 급등은 물가와 금리 상승이라는 부담을 줄 수 있는 소재



주: 유가 63.2 달러/배럴, 구리 가격 9261 달러/톤 유지 가정. 자료: Bloomberg, 유안타증권

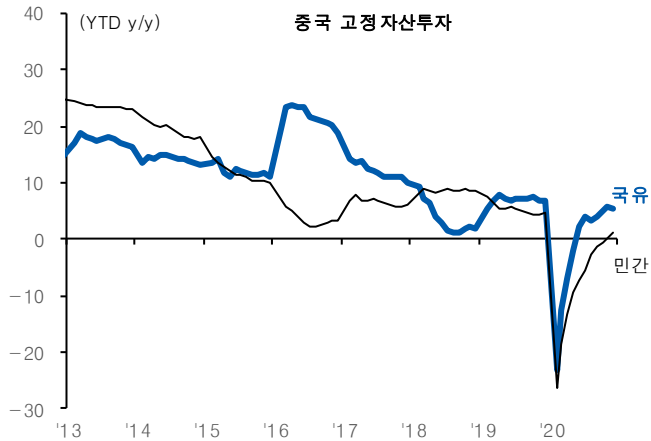
### 과거의 성장정책을 다시 꺼내든 중국

경기민감 원자재로 분류되는 원유, 산업금속, 철광석 등이 동반 상승한 배경에는 최대 수요자인 중국의 수요회복이 근본적인 역할을 한 것으로 판단하고 있다. 전세계 수입금액의 14%(19년 연간 기준)를 차지하는 중국은, 특히 금속 수요에 있어서는 철광석 62.6%, 구리 61.5%, 알루미늄 55.6% 등 대부분의 품목에서 절반 이상의 비중을 차지하고 있다.

작년 중국의 수요가 급증한 배경에는 '확장적 재정정책'과 '재고 축적'이라는 두 가지 요인이 있었다.

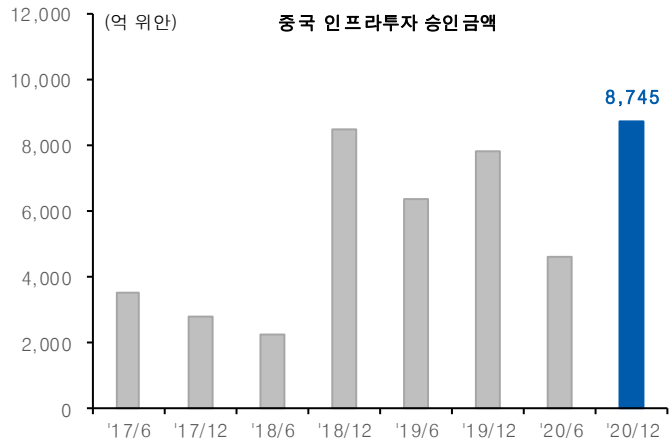
중국 정부는 코로나19 대응을 위해 11조 위안 규모의 고강도 경기부양책을 내놓았고, 고정자산 투자는 국영과 민간기업에서 동반 회복세를 보여왔다. 지난 하반기 중국 정부가 승인한 인프라투자 금액이 17년 이후 최고치(8745억 위안, 매 하반기 기준)에 해당한다는 점을 고려하면 이러한 회복 흐름은 당분간 지속될 것으로 보인다.

[그림 10] 중국의 고정자산투자는 국유기업과 민간기업에서 동반 회복



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 작년 하반기 인프라투자 승인금액은 17년 이후 최고치



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

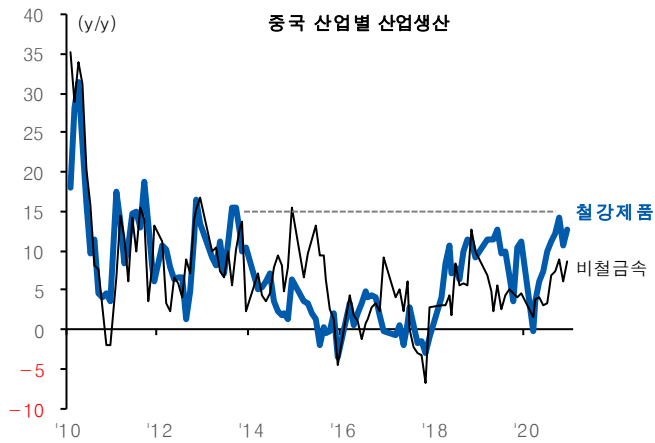
### 충분한 재고를 확보한 중국

한편 코로나19 기간 소진된 재고를 재확보하려는 노력은 보다 단기간에 중국의 수요가 급증한 원인이 되었다. 이러한 활동은 특히 철광석, 구리 등 원자재 관련 산업에 집중됐고, 자연스럽게 해당 품목에 대한 수입 수요도 크게 증가했다. 지난 4분기 중국의 구리 수입증감률은 +9.1%, 철광석은 +40.6%에 달했다.

그러나 강도높은 조달/생산사이클이 반년 이상 진행되면서, 이제 중국은 평년을 넘어서는 수준의 재고를 확보했다. 국가통계국 PMI에서 확인되는 중국의 완성품 및 원자재 재고는 18년 이후 최고치를 기록하고 있고, 중국의 원자재 수입금액은 증감률이 낮아지고 있다.

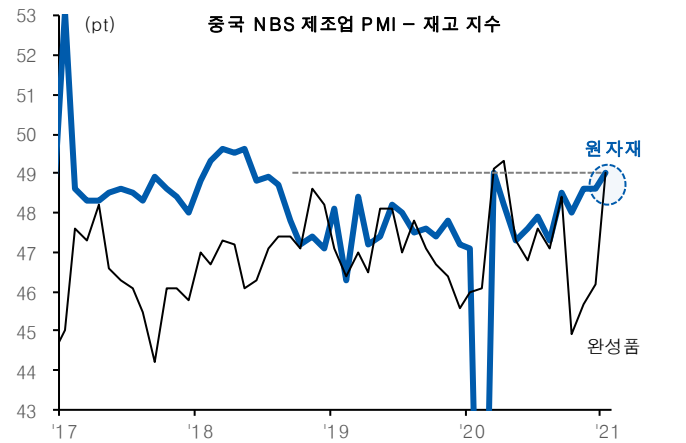
작년 2월을 저점으로 강도높은 회복세를 보인 중국의 제조업 경기는 이제 정점을 지난 것으로 보인다. 중국의 제조업 PMI는 최근 2개월 연속 모멘텀이 둔화(NBS & Caixin)되는 양상이며, 글로벌 제조업 PMI 역시 9개월만에 첫 하락세를 기록했다. 결국 작년과 같은 중국의 폭발적 수요를 기대하기는 어려워진 상황이다.

[그림 12] 그동안 중국의 생산활동은 원자재 관련 산업에 특히 집중



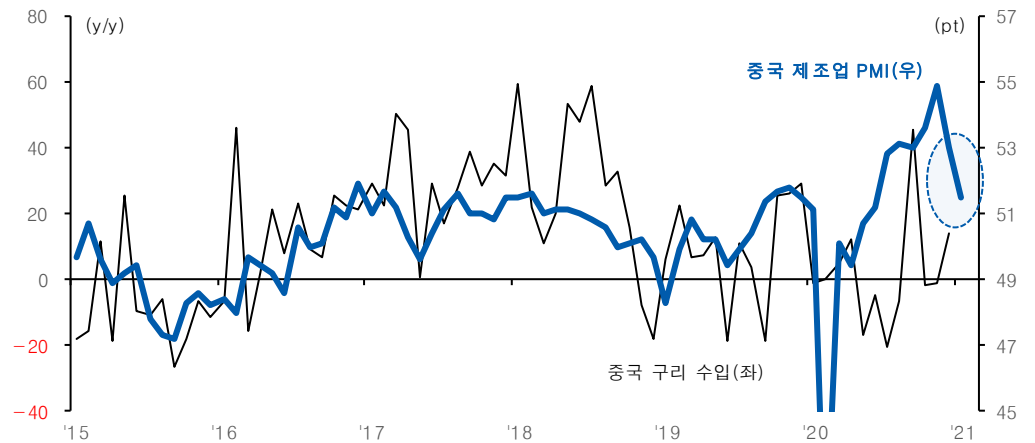
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 중국은 이제 평년을 넘어서는 수준의 재고를 확보한 상태



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 14] 중국의 제조업 경기는 정점을 지난 모습. 원자재 수입금액도 증감률이 낮아지기 시작



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 예상보다 더딘 수요 회복과 증산에 나선 미국의 셰일기업

중국의 수요 비중이 상대적으로 낮은 원유(14.0%)는 글로벌 전반의 수급이 더 중요한 변수로 작용하는데, 코로나19로 인해 깨진 균형은 예상보다 더디게 회복되고 있는 것으로 보인다.

작년 12월 EIA 는 올해 글로벌 원유수급 불균형이 약 -70만 배럴/일(공급부족)에 달할 것으로 예상했다. 그러나 최근 확인된 보고서에서는 약 절반인 -40만 배럴/일로 전망치가 낮아졌다.

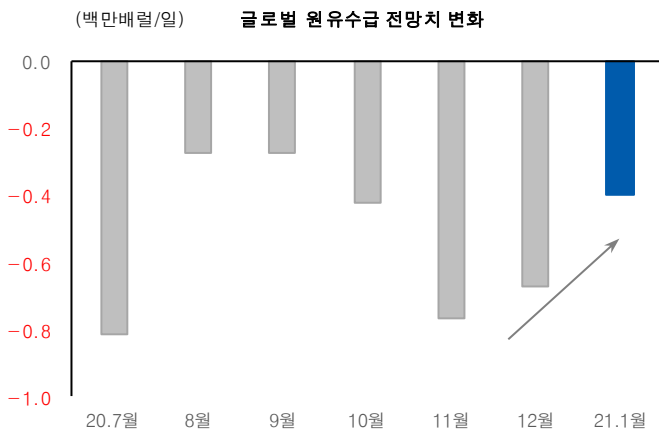
세부적으로 공급 전망치는 기존 971만 배럴/일에서 973만 배럴/일로 증가했고, 수요 전망치는 978만 배럴/일에서 977만 배럴/일로 하향조정 됐는데, 공급 측면에서는 이미 주요 산유국들의 태세 전환이 확인되고 있다.



최대 산유국인 미국의 셰일 시추공수는 19년말 677개에서 20년 8월 172개로 급감했으나, 최근에는 305개 수준을 회복했다. 셰일오일 생산량은 지난 5월 715만 배럴/일에서 801만 배럴/일로 증가했다.

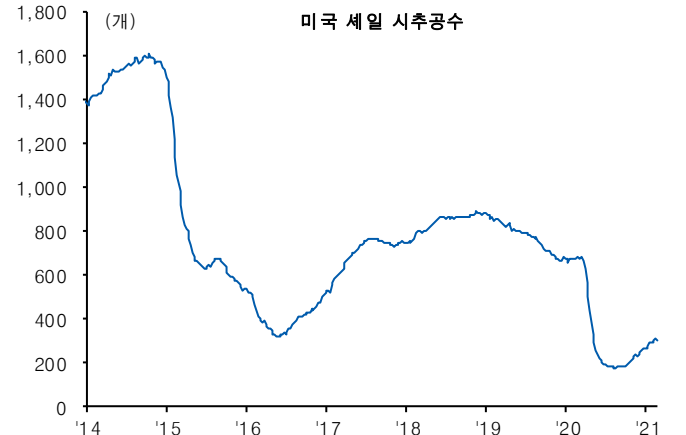
미국 셰일기업들의 BEP 는 최근 41.2달러/배럴까지 하락한 것으로 조사된다. 현재 국제유가가 60달러/배럴 내외에서 등락을 보이고 있다는 점을 고려하면 당분간 증산 기조는 유지될 가능성이 높아 보인다.

[그림 15] 글로벌 원유수급 전망치는 점차 상향되는 추세(공급부족→균형)



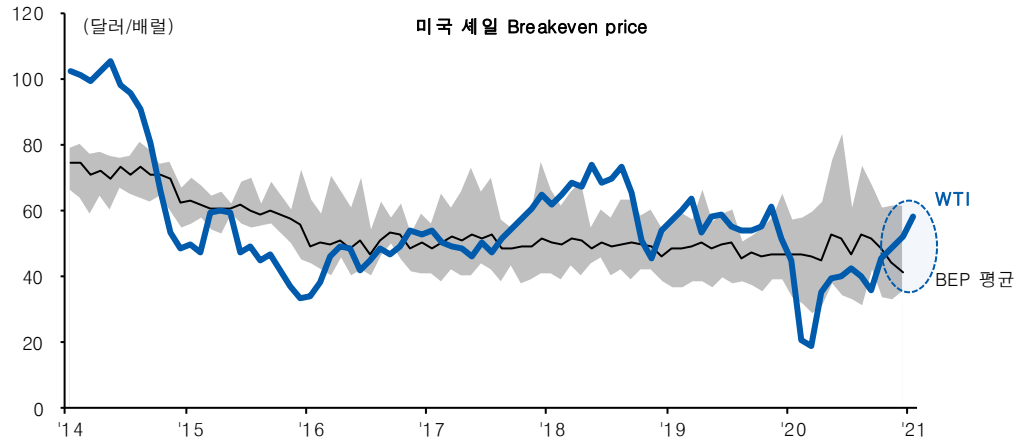
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 16] 유가 상승이 지속되면서 미국 셰일산업의 활동도 재개되기 시작



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 17] 최근 국제유가는 대부분의 셰일기업들이 수익을 낼 수 있는 수준에 도달

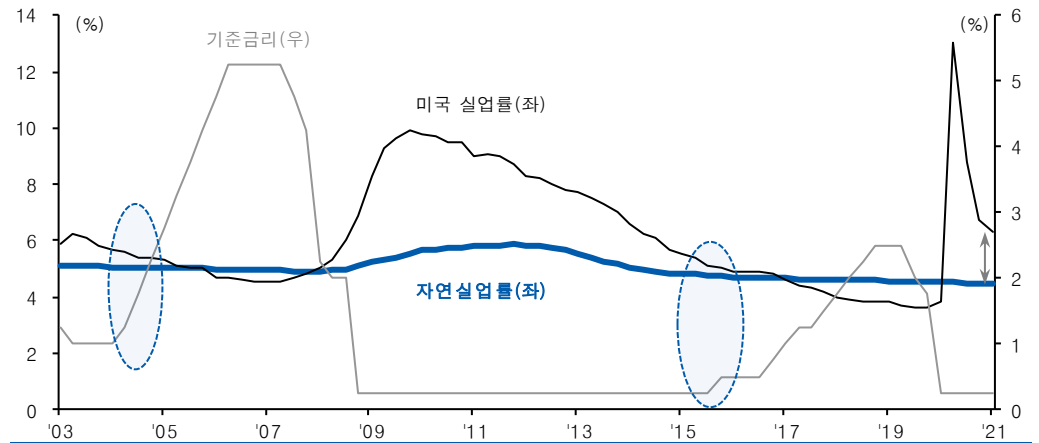


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

바이든 대통령의 친환경 정책이 미국 에너지 기업들에 대한 증세와 BEP 상승(원유 생산 감소)으로 연결될 개연성이 높은 것은 사실이다. 그러나 이러한 증세 정책은 미국의 고용이 정상화 된 이후에나 실현될 가능성이 높아 보인다. 실업률이 대표적인데, 미국의 1월 실업률은 여전히 6.3%에 달한다. 19년 말의 3.6%, 자연실업률인 4.5%를 크게 상회하는 수준이다.

최근 엘런 재무장관은 1.9조 달러 규모의 추가부양책 실행을 전제로 22년에 완전고용이 가능할 것이라는 전망을 제시했다. 결국 기업의 회생과 고용 안정에 부담이 될 증세 정책이 빠르게 현실화 될 가능성은 크지 않은 것으로 판단된다.

[그림 18] 바이든 행정부의 에너지 기업 증세 정책은 당분간 실현되기 어려운 변수



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 다시 선택의 기로에 놓인 OPEC+

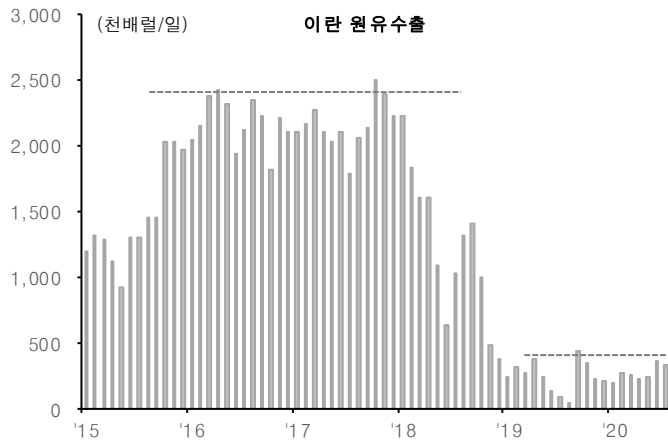
역대 최대 규모의 감산을 결의했던 OPEC+ 내부에서도 변화가 나타나고 있다.

1월 자발적 감산(100만 배럴/일 추가 감산)을 결정했던 사우디는 국제유가의 상승세가 지속됨에 따라 4월부터 해당 정책을 철회할 방침이다. 러시아는 이미 1월 OPEC+ 회의에서 6.5만 배럴/일 증산을 허가받았으나, 3월 초에 추가 증산을 요구할 계획인 것으로 전해진다.

3월 OPEC+ 회의에는 바이든 행정부와 핵 합의 복원을 논의 중인 이란도 참석할 예정이다. 이란의 복귀는 향후 유가에 상당한 변동성을 초래할 가능성이 있는데, 미국의 제재로 인해 원유수출량이 기존의 15% 수준으로 급감(200만→32만 배럴/일)한 상태기 때문이다.

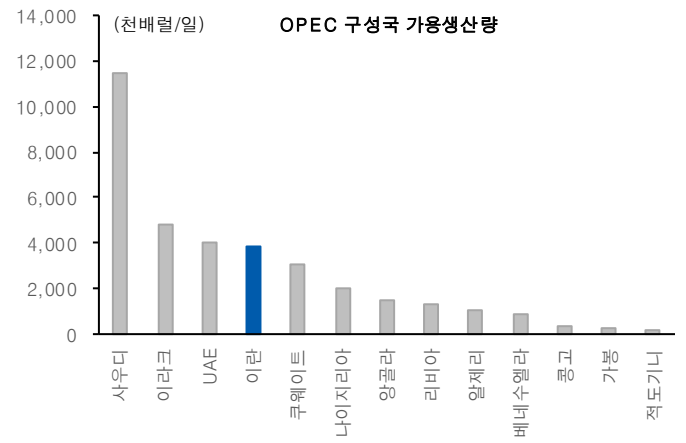
현재 이란의 가용생산량(30일 내 생산, 6개월 간 유지 가능한 물량)은 383만 배럴/일이다. OPEC 내 4위(사우디, 이라크, UAE, 이란 순)에 해당하는 물량으로, 미국의 제재가 해제될 경우 즉시 핵심 플레이어로 복귀할 수 있다.

[그림 19] 미국의 제재 이후 원유수출량이 급감한 이란



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 20] 이란은 여전히 OPEC 4위에 해당하는 생산능력을 보유



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 달러 약세 역시 기대하기 어려운 변수

연준의 공격적인 유동성 공급정책이 중단됨에 따라 약세 기조를 멈춘 달러 역시 향후 원자재 가격 전망에 고려할 필요가 있는 변수다.

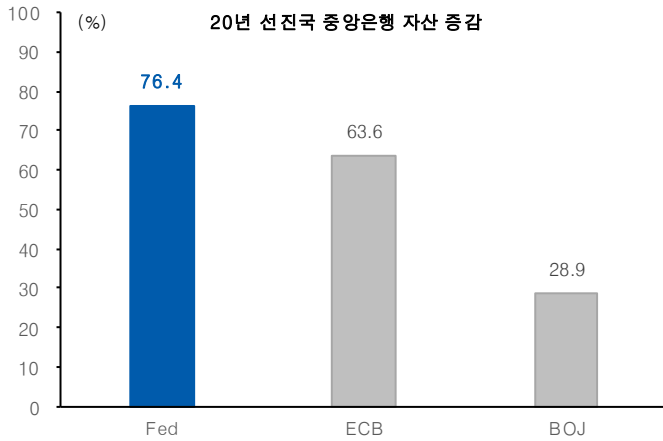
작년 연준의 대차대조표는 연초 4.17조 달러에서 7.36조 달러로 증가했고, 이는 규모뿐만 아니라 증감률 측면에서도 주요국 중앙은행들을 압도하는 규모였다. 작년 한해 연준의 자산규모는 +76.4%, ECB의 경우 +63.6%, BOJ는 +28.9% 증가했는데, 이러한 유동성 공급속도의 차별화는 통화가치의 차별화(달러 약세)로 연결됐다.

연준은 미국 경제의 정상화를 뒷받침하기 위해 장기간 완화정책을 유지할 것임을 시사하고 있다. 그러나 최근 진행되고 있는 물가의 상승과 자산시장에서 관찰되는 과열 조짐은 연준의 보폭을 제한하는 변수가 될 것으로 판단된다.

아틀란타 연준에서 추정하는 미국의 1분기 경제성장률 추정치는 1월말 +5.2%에서 현재 +9.6%로 급등했다. 뉴욕 연준의 Nowcast는 +8.3%다. FHFA에서 집계한 작년 12월 미국의 주택가격 상승률은 +11.4%로, 92년 통계작성 이후 최고치를 기록했다.

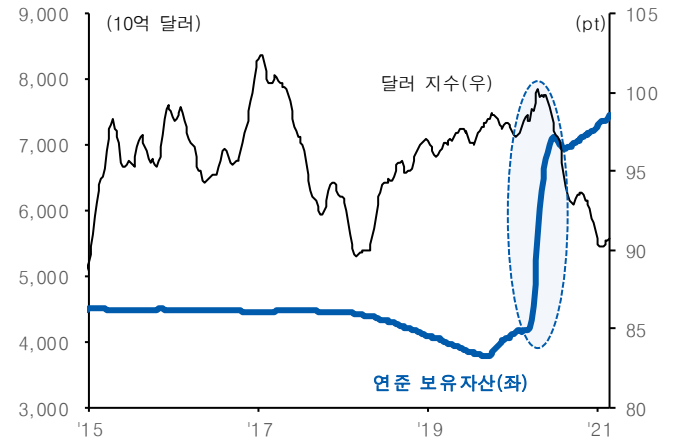
연준은 이미 방향성을 돌린 경제의 추가적인 회복을 도모하기 보다는 이미 집행한 정책의 효과를 지켜보는 스탠스를 유지할 가능성이 높아 보인다. 작년 원자재가 달러 약세로 얻었던 혜택도, 올해는 기대하기 어려울 것으로 판단된다.

[그림 21] 기타 선진국 대비로도 공격적인 완화정책을 펼쳤던 연준



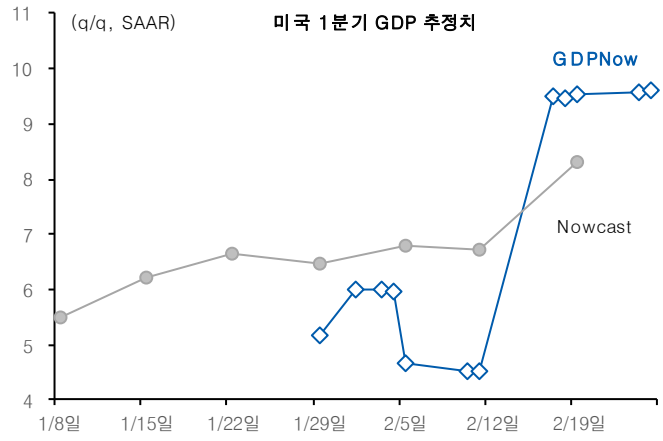
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 22] 정책의 차별화는 통화가치의 차별화로 연결



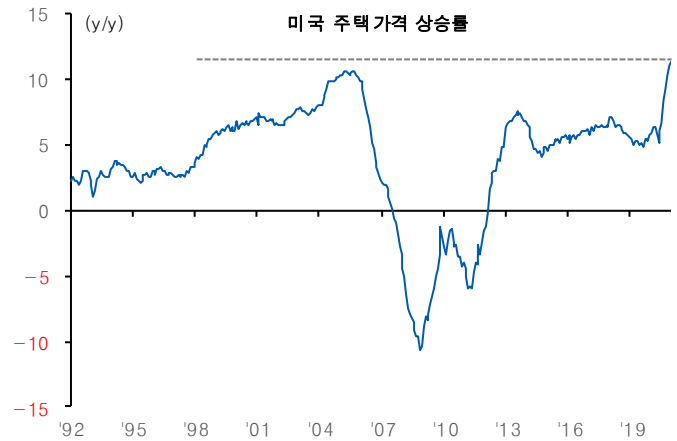
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 23] 예상보다 강한 회복세를 보이고 있는 미국의 경제



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 24] 부동산 시장의 과열 조짐도 연준의 보폭을 제한하는 변수



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

# MEMO

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함(작성자: 민병규).
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.