

국제유가 급등, 한국증시는 어디로 가는가

2021/ 10/ 13

Strategist

곽병열

(2009-7148)

brkwak@leading.co.kr

I. 국제유가와 한국증시는 상극인가

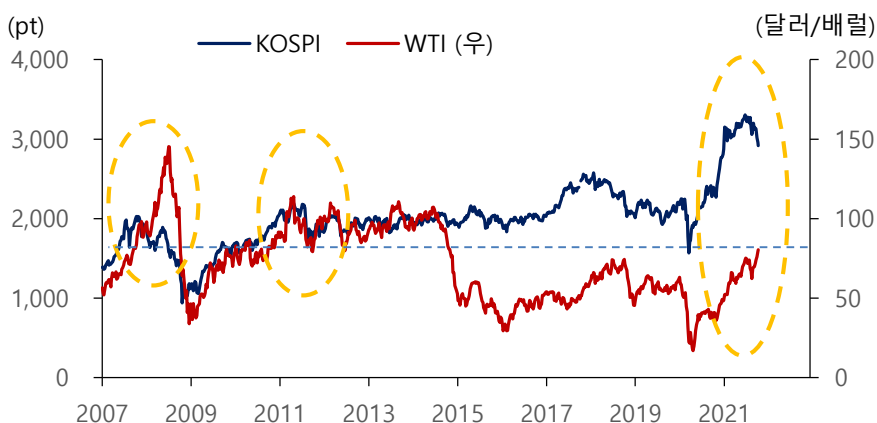
- 지난 5 년간 국제유가(WTI)와 한국증시(KOSPI)는 높은 정(+)의 상관성(0.5)을 나타내는 동행성을 보였으나, 최근 유가급등은 물가상승 압력을 강화시키며 정책금리 인상 문제 및 무역수지 악화에 따른 성장 둔화 우려로 해석되면서 시장 불안을 가중하고 있음

- 지난 15 년간 국제유가의 100 달러 돌파 국면은 2 번의 사례에서 관찰됨.

- 1) 2008 년 사례: '중국 등 신흥국의 고성장 및 베이징올림픽 수요 + 미국 허리케인 악재' 등으로 촉발되었고, 미국 금융위기로 인해 해소됨
- 2) 2011 년 사례: '아랍의 봄'에 따른 중동의 정정 불안으로 공급불안 우려로 발생했고, 이후 미국 셰일가스 개발로 인한 중기적인 공급개선으로 점차적으로 안정화

- 금번 국면은 1)보다는 2)와의 유사성이 크다고 판단하는데, 당시 금융위기 이후 V 자 회복 이후 성장둔화 우려가 있는 상황에서 발생했던 공급 측면의 불안정에서 기인했다는 점임. 현 국면 역시 경제성장률 예상치는 하향조정되면서 성장둔화 우려가 상존하고 ESG 전환에 따른 전통 에너지원의 공급문제 등 2)와의 유사성이 크다고 판단함

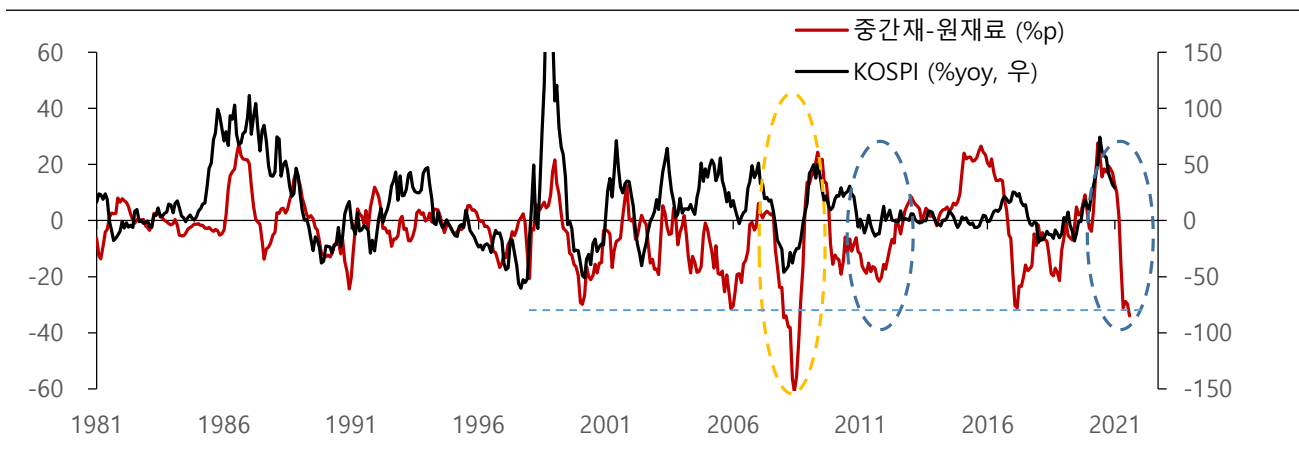
<그림 1> 국제유가와 한국증시의 관계



II. 한국증시는 원재료비 상승을 어떻게 극복할 것인가

- 국내기업의 입장에서 유가급등 등으로 촉발되는 원재료비 상승은 수익성을 좌우하는 중대한 문제임. 실제 수익성 대용치(proxy)로 중간재-원재료 스프레드(국내공급물가지수의 전년동월비차)를 활용하여 코스피지수와 선형 관계를 살펴본 결과, 동 스프레드는 KOSPI 를 9 개월 선행(2006 년 이후 상관계수 0.48) 하는 것으로 나타남
- 1)의 경우 중간재-원재료 스프레드는 -50%p 전후 수준까지 악화되는 큰 폭의 수익성 악화를 겪었고, 실제 국내기업의 영업이익률은 2007 년 7.56%, 2008 년 5.16%로 1 년 간 -2.40%p 로 악화됨. 주가도 비교적 큰 폭의 동조화 경향을 보이는 약세를 기록함
- 2)의 경우 중간재-원재료 스프레드는 -15%p 전후 수준까지 악화되는 중 폭의 수익성 악화를 겪었고, 당시 국내기업의 영업이익률은 2010 년 7.79%, 2011 년 6.63%로 1 년 간 -1.16%p 로 악화됨. 영업이익률 훼손이 1)보다는 제한되면서 주가 조정 폭은 제한적이었음
- 금번의 경우 중간재-원재료 스프레드는 -30%p 전후 수준까지 악화되는 1)와 2) 중간 수준에 위치하는 수익성 악화가능성을 내포하고 있고, 최근의 주가약세는 상당부분 이를 반영한 기업이익의 하향조정 우려를 반영한 것으로 해석함
- 다만 현 수준은 2008 년을 제외하면 과거 다운사이클의 최하단 수준에 위치한 점을 감안하면 추가적인 악화보다는 원재료 부문에 대한 각국의 정책적인 관리 시도(미국의 전략비축유 방출 및 OPEC 의 증산 압력 등), 올해 이상기후의 정상화 과정(유럽의 풍력가동률 저하 등)을 통해 점차적인 'bottom out' 가능성도 모니터링할 시기로 판단함. 또한 일정 시차를 두고 원재료 가격상승은 중간재로의 가격전가를 통해 극복된다는 점도 감안해야 함

<그림 2> '중간재-원재료' 스프레드와 KOSPI



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

III. 영업이익률 훼손 가능성이 적은 업종 중심으로

- 1)과 2) 국면에서 평균적으로 전년대비 영업이익률 훼손이 적었던 업종은 하드웨어, 금속및광물, 자동차및부품, 생활용품, 보험, 유통, 에너지, 화학, 기타소재, 소프트웨어, 미디어, 내구소비재 등이었음. 해당 업종은 원재료비 상승에 대한 판매가격 전가가 비교적 순조롭거나, 영업의 특성상 원재료 가격급등과 실적 연계성이 약한 무형자산 중심임

<그림 3> 2008 년 및 2011 년 전년대비 영업이익률차



자료 : fnguide, 리딩투자증권

주: fnguide 유니버스로 산출한 업종지수를 활용함

- 2021 년 및 2022 년 영업이익률 전망치가 높은 업종일수록 후행적인 이익 하향조정에 취약할 수 있음은 경계해야 할 것으로 판단함

<그림 4> 2021 년 및 2022 년 영업이익률 전망치



자료 : fnguide, 리딩투자증권

주: fnguide 유니버스로 산출한 업종지수를 활용함

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.