



무역분쟁을 통해서 본 코로나 바이러스

1. 증시보다 더 큰 영향을 받고 있는 원자재 시장

- 국제유가는 신종 코로나바이러스의 영향이 본격화 된 1/17일 이후 -15.3% 하락. 전년대비로는 -9.1% 하락한 수익률 기록 중
- OPEC+의 추가 감산목표량이 많지 않다는 점, 미국의 산유량이 지속 증가하고 있다는 점, 원유선물에 대한 투기포지션 유입이 어려운 상황이라는 점 등을 고려할 때 유가의 빠른 회복을 기대하기는 어려운 것으로 판단

2. 물가하락을 방어하기 위한 선제적 조치가 기대되는 시점

- 유가 하락은 최근 회복되는 조짐을 보였던 물가상승률을 재차 둔화시킬 수 있는 소재. 이를 방어하기 위한 중앙은행들의 정책대응이 예상
- 현재 연방기금선물에 반영된 '20년 연준의 기준금리 조정폭'은 -42bp. 올해 처음으로 기준금리 인하를 기대하기 시작

3. 증시의 높아진 밸류에 대한 부담은 완화될 전망

- 작년 글로벌 교역과 제조업 경기 위축에도 불구하고 증시가 신고가를 경신할 수 있었던 것은 중앙은행들의 완화적인 통화정책이 있었기 때문. 작년 증시 EPS는 -2.3% 하락했지만 PER은 +26.2% 상승(ACWI 기준)
- 연초 진행됐던 시중금리의 상승은 높아진 밸류에이션에 대한 부담을 자극할 수 있는 요인이었으나, 향후 우려가 낮아질 것으로 예상

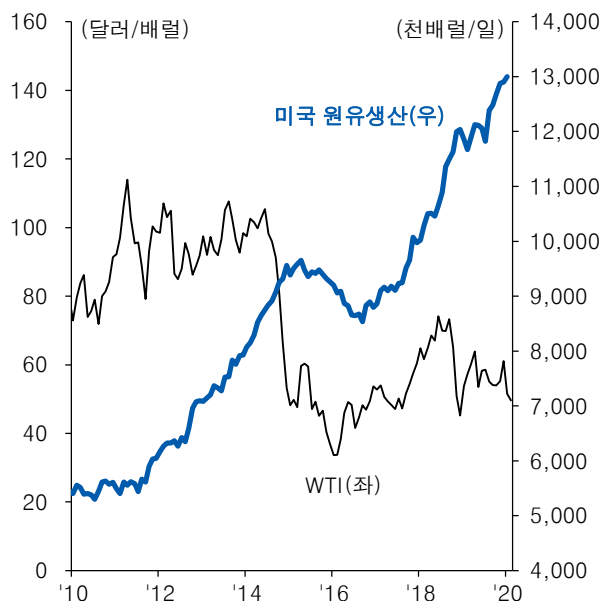
1. 증시보다 더 큰 영향을 받고 있는 원자재 시장

신종 코로나바이러스가 확산되면서 원자재와 국제시장에서는 주식시장만큼이나 큰 변동성이 발생했다. 국제유가의 경우 '약 13개월'만에 최저치로 하락(코로나의 영향이 본격화 된 1/17일 이후 -15.3% 하락)했는데, 이것은 전년대비 유가가 마이너스권에 위치하게 되었다는 것을 의미하기도 한다. 4일 기준 국제유가는 전년대비 -9.1% 하락한 수익률을 기록하고 있다.

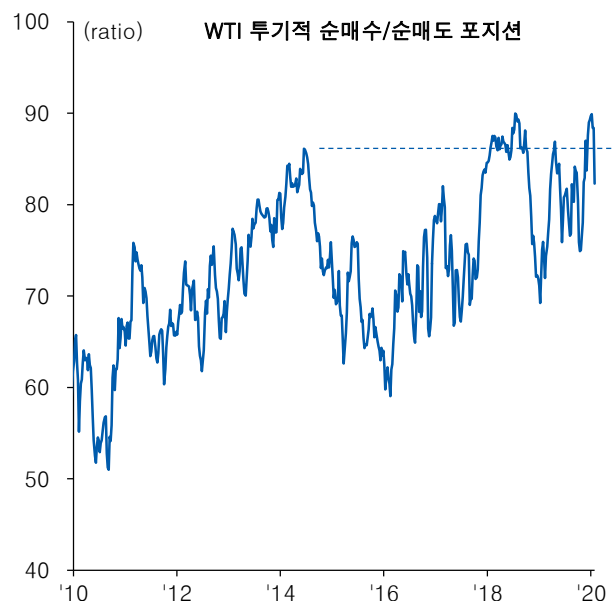
유가 하락의 원인은 최대 원유 순수입국(미국은 작년 12월부터 월간 기준 순수출 전환)인 중국의 원유수요량이 1월 중순 이후 약 300만 배럴/일 감소한 것으로 보도(Bloomberg)되고 있기 때문이다. 현재 OPEC+가 긴급회의를 통해 약 50~100만 배럴/일에 해당하는 물량을 추가로 감산하겠다는 의지를 표명하고 있지만, 중국의 수요감소분을 상쇄하기는 부족해 보이는 것이 사실이다. OPEC+ 협의체의 일원인 러시아가 감산을 반대하고 있다는 점도 남아있는 불확실성이다.

사우디를 제치고 최대 원유생산국으로 등극한 미국의 산유량이 지속적으로 증가하고 있다는 구조적인 변화(현재 1300만 배럴/일, 1년전 1190만 배럴, 2년전 991만 배럴)와, 원유선물에 대한 투기적 순매수/순매도 포지션 비율이 역사적 고점에 도달해 있었다는 점도 빠른 유가의 회복을 기대하기 어렵게 만드는 요인이다.

[차트1] 유가 하락에도 불구하고 역대 최고치를 경신중인 미국의 원유생산량. 유가 상승을 억제하는 구조적인 요인



[차트2] 원유에 대한 투기적 순매수는 더 이상 유입이 어려워 보이는 상태. 최근 유가 하락으로 인한 포지션 청산에 유의



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2. 물가하락을 방어하기 위한 선제적 조치가 기대되는 시점

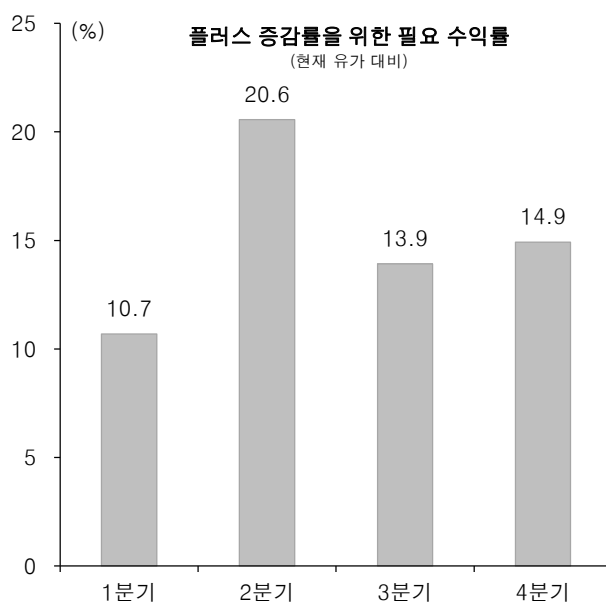
작년 1분기 평균 유가는 54.9달러, 2분기 평균은 59.8달러였다. 현재의 유가보다 각각 +10.7%, +20.5% 높은 수준인데, 해당 수준 이상의 유가가 달성되지 못할 경우, 최근 2~3개월간 회복되는 조짐을 보였던 물가(미국, 독일, 일본 등 주요 선진국 기준)에도 악영향을 미치게 된다.

기대인플레이션이 하락할 경우 물가상승률 둔화가 장기간 지속될 수 있다는 점(주가와는 차이)에서, 각국 중앙은행들이 이를 사전에 차단하기 위한 대응에 나설 가능성이 높아 보이는 상황이다.

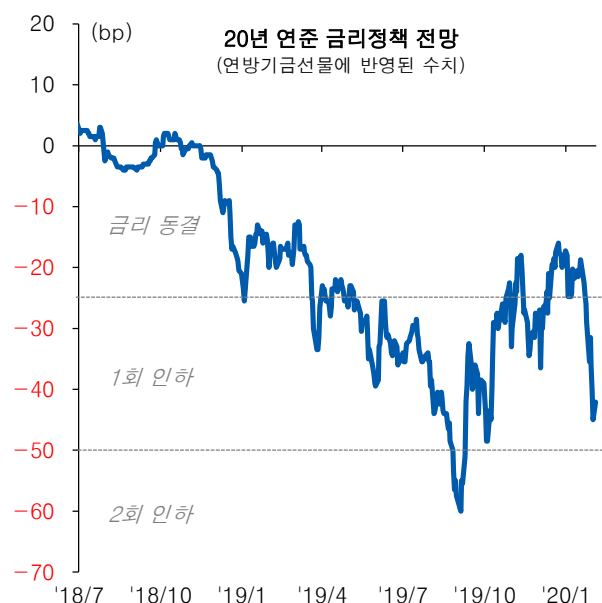
1월말 미국의 장단기금리차(10년물-3개월물 기준)가 다시 한번 역전되는 모습을 보이고 있다는 점과, 1월 글로벌 제조업 PMI 에서 확인된 전세계 제조업 경기의 회복세가 아직 미약(50.4pt. 최근 5년 평균값은 51.6pt 수준)하다는 점, 게오르기에바 IMF 총재가 금융완화를 통해 경기하방 위험을 차단해야 한다고 권고하고 있다는 점도 중앙은행들의 대응 가능성을 높이는 요인들이라 판단된다.

현재 연방선물기금에 반영된 '20년 연준의 금리정책 전망'은 -42bp 로, 시장은 작년 12월 이후 처음으로 올해 연준이 기준금리를 인하할 것이라는 기대를 갖기 시작했다.

[차트3] 상반기 물가에 마이너스 영향을 주지 않기 위해서는 현재보다 약 20% 이상 높은 유가가 필요



[차트4] 시장은 작년 12월 이후 처음으로 20년 연준의 금리 인하를 기대하기 시작



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

3. 증시의 높아진 밸류에 대한 부담은 완화될 전망

작년 무역분쟁으로 인해 글로벌 교역이 역성장하고, 제조업 경기가 약 7년만에 위축 국면에 진입했음에도 불구하고 증시는 역사적 신고가를 경신했다. ACWI 지수의 연간 수익률은 +24%로 금융위기 이후 최대 수준이었고, 연간 플러스 수익률을 기록한 국가의 수는 전체 49개국 중 46개국에 달했다(대표지수 기준 자국통화 수익률).

강세의 원인은 중앙은행들의 완화적인 통화정책에 있었다는 판단인데, 이것은 작년 ACWI 지수의 EPS가 연초 35.1pt에서 34.3pt로 하락한 반면, PER은 13.0배에서 16.4배로 상승했다는 점에서 잘 드러난다($EPS \times PER = \text{지수}$).

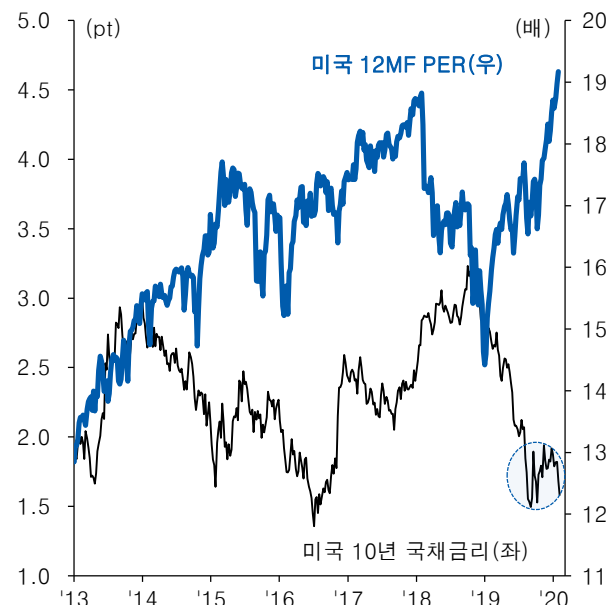
즉 작년 글로벌 증시의 기록적인 강세는 유동성 확장으로 인한 밸류에이션 상승에 있었던 것으로 해석되는데, 아직 경제의 회복세가 미약했던 상태에서 나타났던 금리의 상승은 높아진 밸류에이션에 대한 부담을 자극할 수 있는 요인이었다. 특히 미국 증시의 경우 12MF PER이 19.2배에 달하고 있는 상태다(최근 5년 평균은 17.1배).

그러나 그 원인이 무역분쟁이 됐든, 신종 바이러스가 됐든 금리인하를 통한 완화적인 유동성 환경이 조성된다는 것은, 밸류에이션 측면에서 부담을 안고 있었던 증시에도 도움이 되는 변수가 될 것으로 보인다.

[차트5] 글로벌 산업경기 둔화에도 불구하고 역사적 신고가를 경신했던 전세계 지수. 유동성 공급이 중요한 역할을 담당



[차트6] 금리상승은 높아진 증시 밸류에이션에 대한 부담을 자극할 수 있었던 요인



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

