

높아진 유가 레벨, 그러나 당장 경기 침체는 없다

- \$100 대 유가가 야기할 수요 파괴(경기 침체)? 실질 유가로는 아직 아니다
- 경기 침체의 조건은 밥상 물가의 핵심인 비료와 곡물 가격의 상승 시점
- 경기 둔화 시점 고민된다면 금/구리 Ratio, 내년 3/4 분기 말까지 이상무

100달러대 유가가 야기할 수요 파괴(경기 침체)? 실질 유가로는 아직 아니다

유가가 배럴당 100달러선을 상회하면서 경기에 대한 우려가 거론되기 시작했다. 중동 공급망 사태가 격화되고 있는 가운데, 러시아의 석유 생산 시설까지 조업 차질이 빈번해지고 있다. 이 같은 상황에서 올 연말 뒤늦게 반영될 유동성 효과를 감안하면 내년 유가는 사상 최고치 돌파가 가능하다. IEA는 이렇게 높아진 가격이 수요 파괴(경기 침체)를 유발할 수 있다며 경고의 메시지를 보내고 있다.

그러나 지금 당장 경기 침체를 걱정하는 것은 시기상조이다. 분명 비용 부담은 누적되고 있다. 급등한 Crack Spread는 PPI가 상승하게 될 것을 암시하며 이는 향후 FED의 정책에도 영향을 줄 수 있는 소재이다. 하지만 유가가 단순히 배럴당 100달러선을 넘어섰다고 하여 당장 경기 침체가 발생하는 것은 아니다. 물가를 환산한 실질 유가로 보면 2009~2013년, 2005~2007년이 지금보다 더 높았지만 즉각적인 경기 침체를 유발하지 않았다. 석유 소비국들(OECD 회원국)만을 대변하는 IEA의 주장을 온전히 받아 들이기 어려운 이유이다.

경기 침체의 조건은 밥상 물가의 핵심인 비료와 곡물 가격의 상승 시점

물론 방향성에는 동의한다. 높은 에너지 가격이 스태그플레이션을 야기해 미래에 경기 침체를 유발하는 것은 분명한 사실이다. 다만, 그 과정에서 필수적인 조건이 있다. 바로 밥상 물가의 핵심인 비료와 곡물 가격 상승이다. 비료 시장의 58%를 차지하는 질소계 비료의 원료는 천연가스와 석탄이며 인산계 비료는 원유와 천연가스의 부산물인 황을 원료로 삼는다. 에너지 가격 상승은 비료를 움직이고 이것이 농가에 비용 부담을 일으켜 후행적으로 애그플레이션을 유발하는 것이다. 과거 경기 침체 직전을 살펴보면 비료와 곡물 가격 상승이 발생했던 것을 알 수 있다. 지난 자료 <내년 비료발 애그플레이션 발생 가능성 경계(9/11)>에서 살펴본 바와 같이 아직 천연가스와 석탄 그리고 질소계 비료는 본격적으로 상승하는 때가 아니라는 점에서 당장 침체를 논할 단계는 아니다.

경기 둔화 시점 고민된다면 금/구리 Ratio, 내년 3/4 분기 말까지 이상무

만일 경기 둔화가 시작되는 지점을 고민한다면 유가보다는 금/구리 Ratio가 더 유용하다. 금은 유동성이 무분별하게 팽창될 때 자산 가치를 안전하게 보호해주는 헛지 자산이다. 이 같은 특성을 갖고 있기에 경기 선행 자산인 주식(예: 반도체 업종)보다 4~6개월 먼저 유동성(금리, 양적완화 등)을 반영하곤 한다. 그런 선행성을 지닌 금/구리 Ratio를 경기의 현 위치를 나타내는 ISM 제조업 지수와 비교해서 보면 내년 7~9월경 고점에 도달한 후 둔화를 예상할 수 있다. 각종 중앙은행들의 긴축 사이클이 강화된다면 추후 발생할 침체 구간까지 확인이 가능하다. 그러한 점에서 오늘날 급등한 유가를 근거로 경기 침체를 논하는 것은 시기상조이다. 원자재 관점에서 지금은 경기 사이클에 기반해 적극적인 섹터 로테이션이 요구되는 때이다.

그림 1. 유가, 오늘날 공급망 사태 + 뒤늦게 반영될 유동성 고려하면 내년 ATH 가능



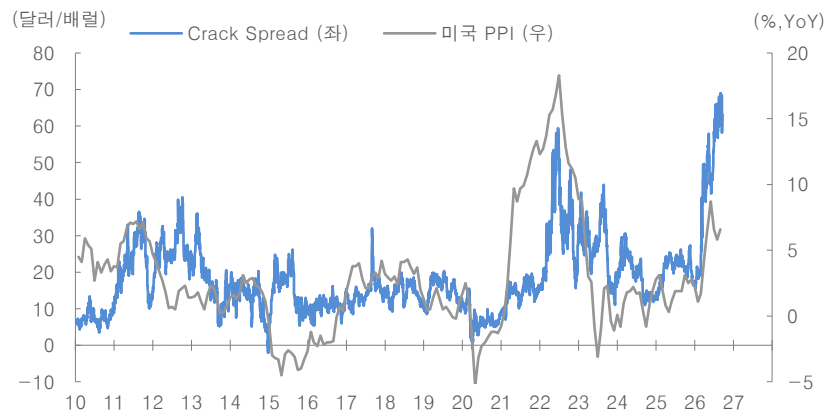
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. 그런 에너지 가격 방향을 두고 경기 둔화(수요 파괴) 가능성 경고한 IEA



자료: IEA, 대신증권 Research Center

그림 3. 그러나 높아진 비용은 미래 경기 둔화 유발하지만 그것이 당장인지는 의문



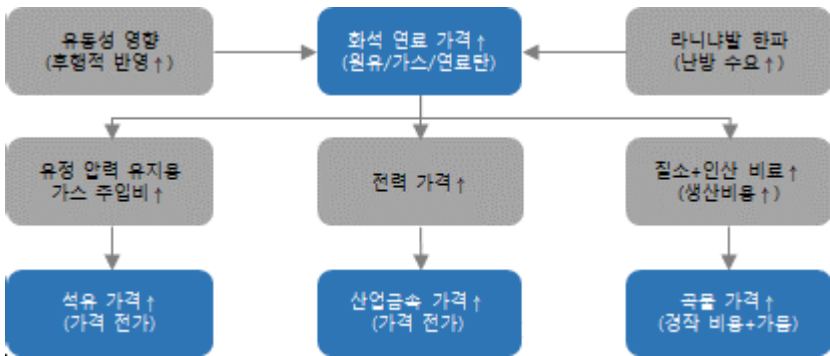
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 4. 실질 유가로 보면 어느 지점부터 경기 둔화가 발생하지 판단하기 쉽지 않다



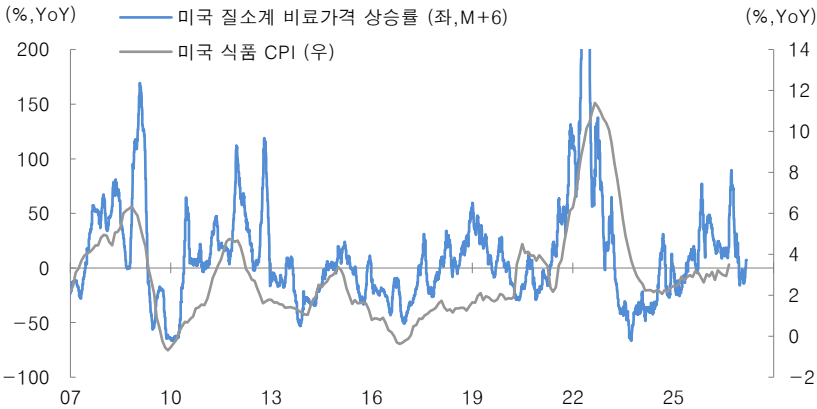
자료: EIA, FRED, 대신증권 Research Center

그림 5. 오히려 높은 에너지 가격이 야기할 파생 효과가 경기 침체 유발



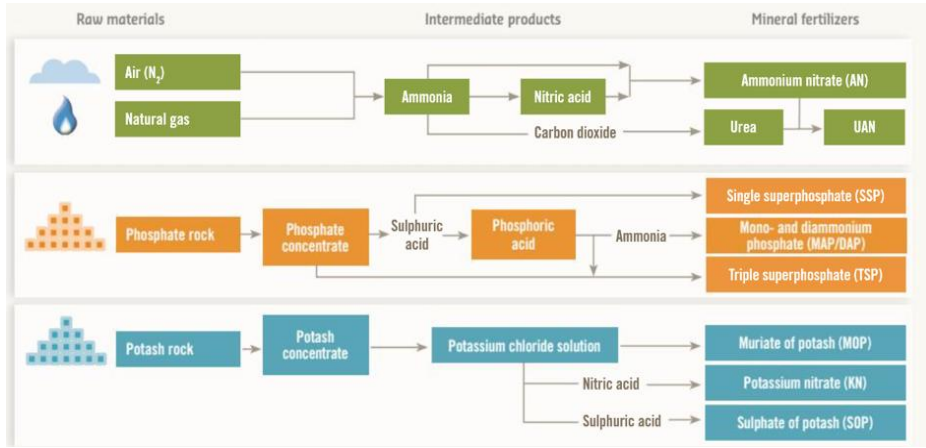
자료: 윤지호,신중호,최광혁,정다운,최진영,2023년 2월, 《한국형 탐다운 투자 전략》,에프앤미디어,p.263, 대신증권 Research Center

그림 6. 침체의 척도는 밥상 물가 핵심인 비료와 곡물 가격



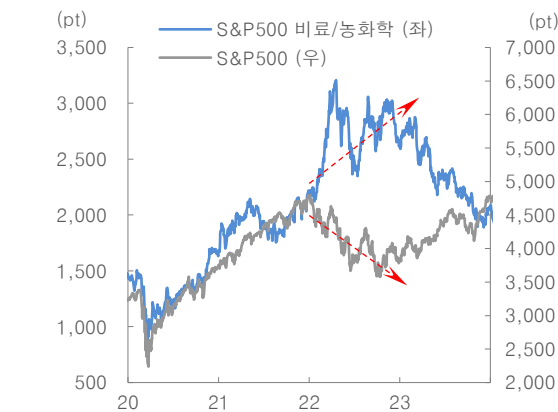
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 7. 화석 연료를 원료로 삼는 질소계와 인산계 비료, 이 때문에 에너지 가격에 민감



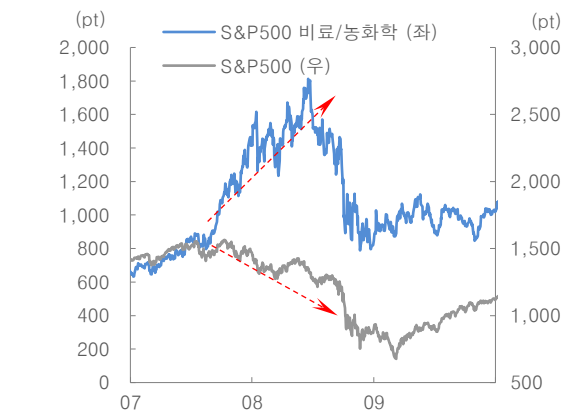
자료: Fertilizers Europe, 대신증권 Research Center

그림 8. 과거 경기 침체 직전에도 비료가 먼저 경고



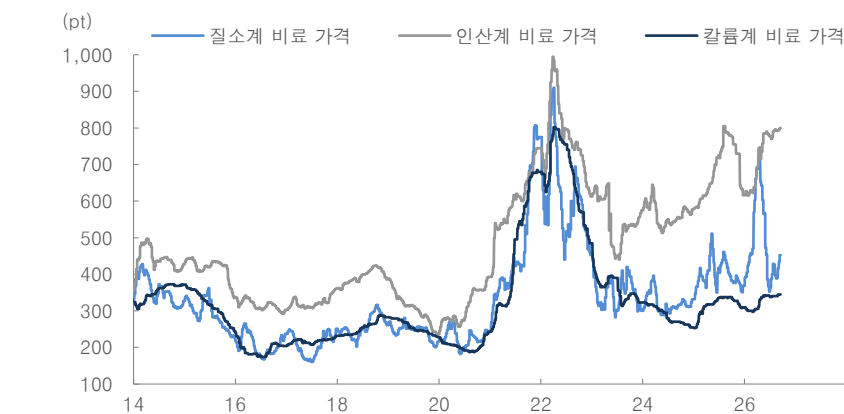
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 9. 이는 그 이전 사례에서도 확인 가능



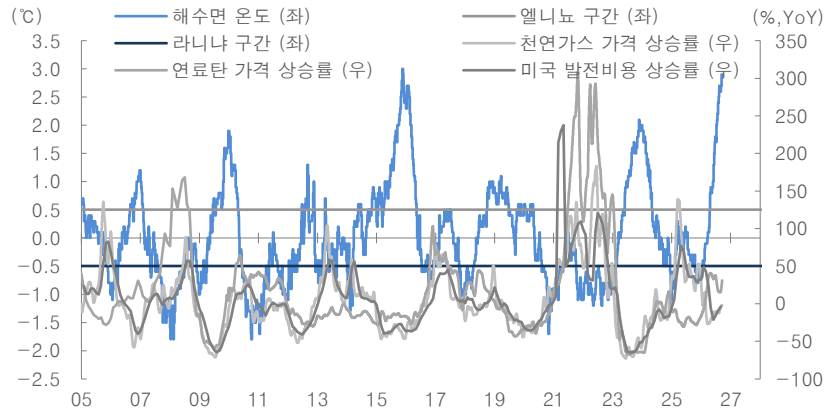
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 10. 인산계는 수출 차질로 반등했지만 핵심인 질소계는 잠잠



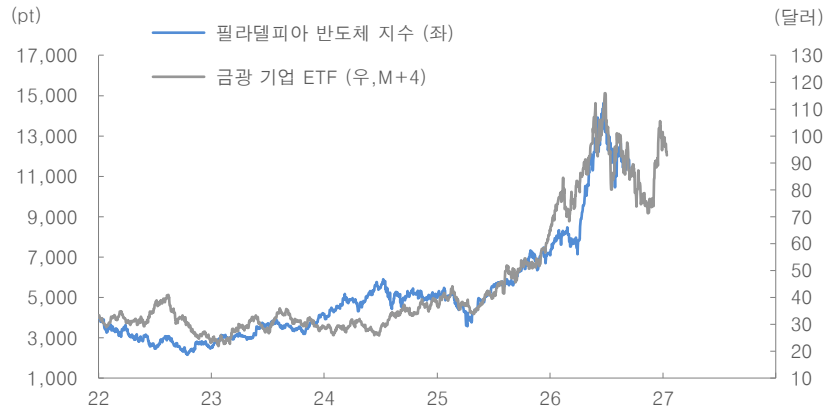
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 11. 엘니뇨 후퇴하는 때가 비료 가격 본격 상승 시기, 아직 침체 논의는 시기상조



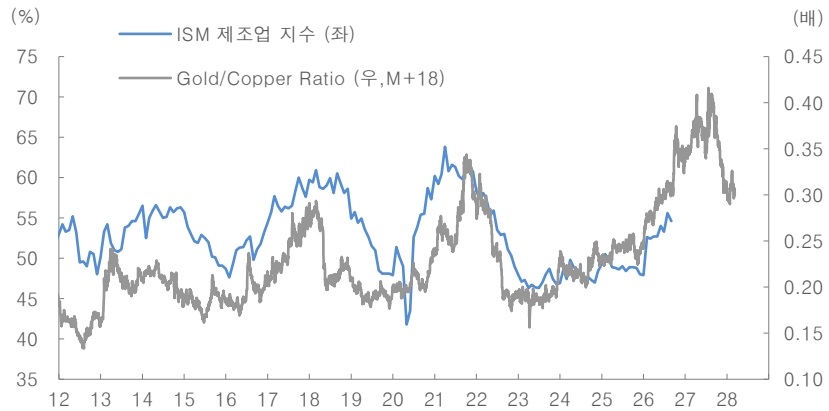
자료: NOAA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 12. 경기 둔화 시점 알기 위해서는 유가보다 유동성 선반영하는 금을 활용 필요



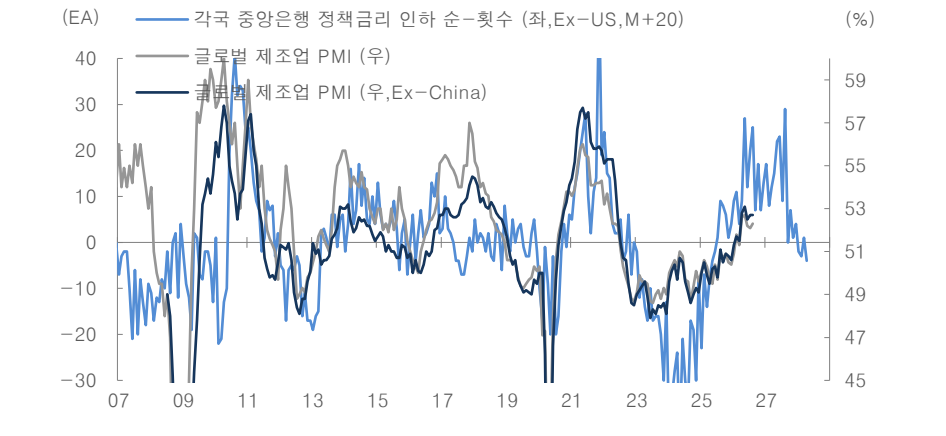
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 13. 선행 지표인 금/구리 Ratio, 이를 보면 내년 7~9월 경기 고점, 이후 둔화



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 14. 긴축 강화 시 침체 구간 명확해지겠지만 그 전까지는 침체 논의 시기상조



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 최진영)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.