

'중간재-원재료 스프레드'로 바라보는 한국증시는?

2021/ 7/ 20

Strategist

곽병열

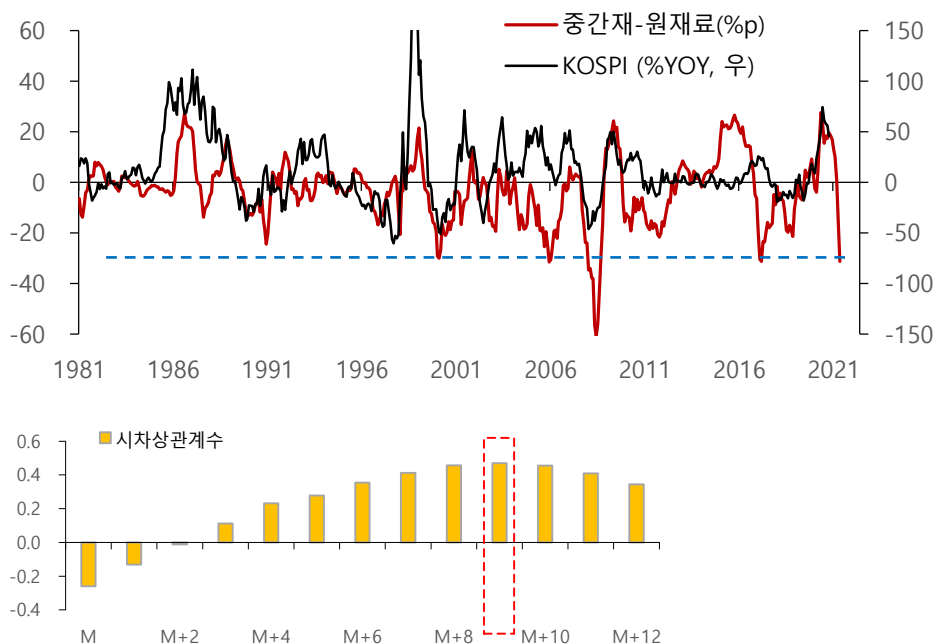
(2009-7148)

brkwak@leading.co.kr

I. 공급물가 상 '중간재-원재료 스프레드'의 의미와 시사점

국내증시 주류를 형성하는 수출기업 관점에서 '물가변수'는 곧 '가격변수로 인한 수익성 개선 여부'를 좌우하는 중대한 문제이다. 특히 우리나라 전체 수출에서 중간재 비중이 약 70% 수준이란 점에서 최근 국제유가로 촉발된 원재료 가격급등은 중기적으로는 국내 중간재 수출기업의 매출원가 상승으로 인한 수익성 저하로 연결될 수 있다. 이러한 가설을 기반으로 '중간재-원재료 스프레드(국내공급물가지수의 전년동월비차)'를 수익성 대용치(proxy)로 활용하여 코스피지수와 선후행 관계를 살펴본 결과, 동 스프레드는 국내증시를 9 개월 선행(2006 년 이후 상관계수 0.47)하는 것으로 나타났다.

<그림 1> '중간재-원재료' 스프레드: 코스피지수 9 개월 선행



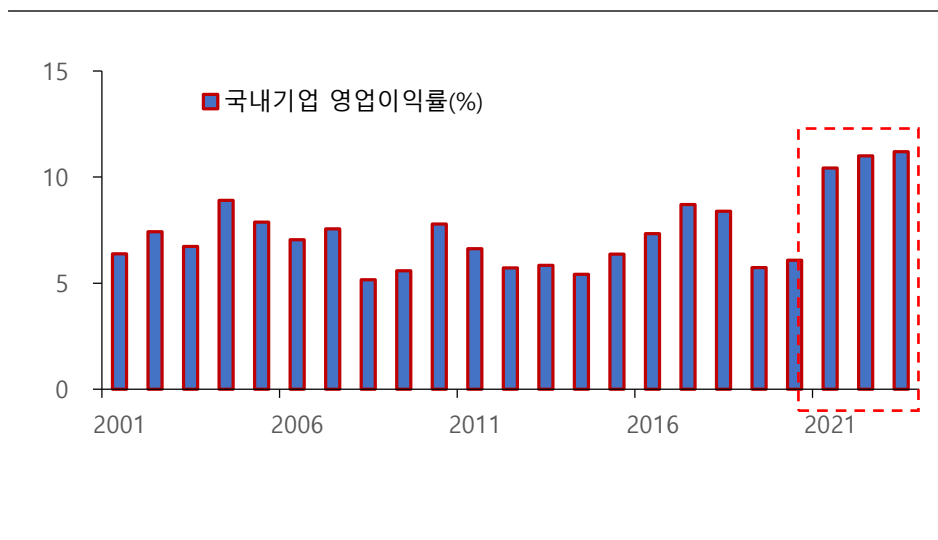
그러면 <그림 1>은 어떻게 해석해야 하는가?

첫째, 국내증시 방향성은 물가변수로 인한 수익성 개선 여부에 상당히 민감하다는 것을 방증하는 것이다. '중간재-원재료 스프레드'는 순환주기 상 역사적 저점 수준까지 악화되었는데, 중기적으로 국내증시는 기업실적의 마진 압박에 대한 경계감으로 연결될 수 있다. 동 스프레드의 고점 이후 하강국면(peak out)이 12 개월 진행 중인데, 코스피지수는 이제 1/3 수준인 4 개월 기진행되었다. 나머지 1/3 기간은 하강국면 중기에 해당하는데 동 스프레드의 플러스 국면이고, 최종 1/3 기간은 마이너스 우려까지 상존한다. 이에 근거하여 최소 1 개 분기는 인플레이션 압박에 따른 수익성 저하 우려가 주가 변동성 확대로 연계될 수 있음을 경계해야 할 것이다.

둘째, '중간재-원재료 스프레드'는 2008 년 금융위기 국면을 제외하면 단기적으로 급격하게 역사적 저점수준까지 악화되면서 순환주기 상 '저점확인 이후 반등(bottom out)' 국면의 모색 가능성도 관심포인트이다. 우리는 하반기 중 기저효과 소멸에 따른 경기회복 속도조절, 산유국들의 생산량 증가로 인한 수급불균형 완화, 중국 정부의 원자재 가격 통제정책 등의 영향으로 동 스프레드의 'bottom out'은 점차적으로 가능할 것으로 예상된다.

셋째, '원가부담을 판매가격으로 전이시킬 수 있는가'에 대한 시장 지배력에 따른 가격 협상력(bargaining power)은 과거보다 상당히 개선되었을 것으로 추정한다. 또한 시장 전체적으로 동 스프레드 대한 민감도가 크지 않는 플랫폼-게임-엔터 등 무형자산 중심의 기업들이 국내증시에서 차지하는 비중이 커진 점 역시 과거보다 시장충격을 완충시킬 수 있는 점이다. 현재까지 2021 년 이후 국내기업 영업이익률 전망치를 살펴보면 10%대로의 레벨업을 나타내며 원재료 가격급등에 따른 마진악화 우려는 크게 반영되지는 않은 상황이다. 물론 애널리스트 컨센서스의 낙관적 편향 가능성, 즉 전망치에서 비용부담을 과소하게 추정했을 가능성은 경계해야 할 것이다.

<그림 2> 국내기업 영업이익률: 2021 년 10%대 진입 예상



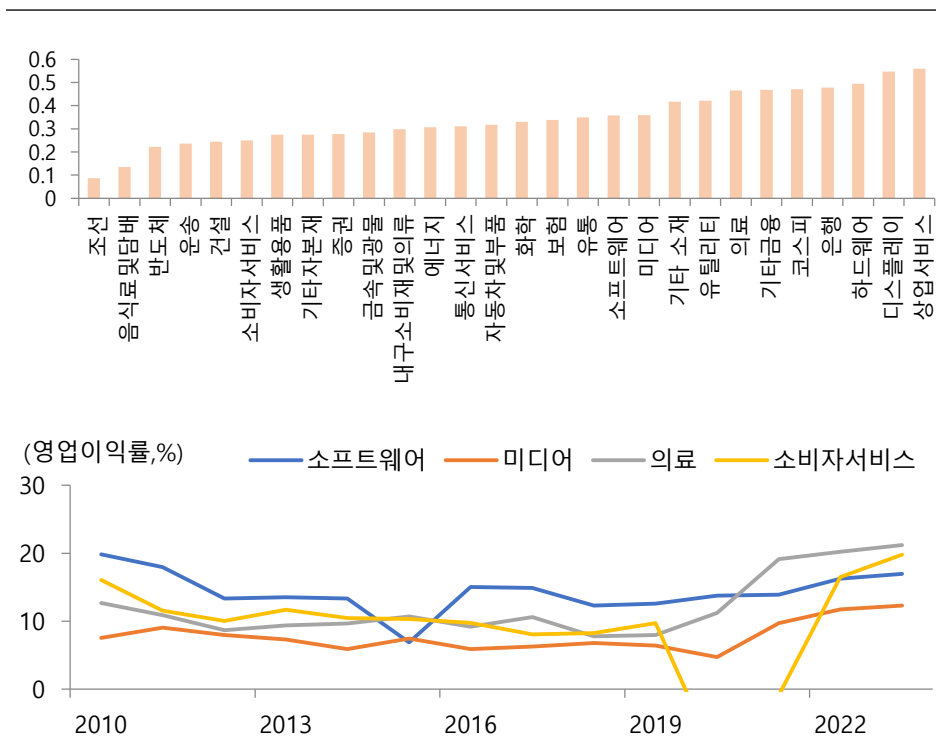
자료 : Dataguide, 리딩투자증권

주: MKF500 기업군으로 산출된 결과값임

II. 현 국면의 대응전략은?

앞에서 살펴본 수익성 대용치(proxy)인 '중간재-원재료 스프레드'와 코스피 대비 주가 상관성이 낮은 업종은 동 스프레드의 'Peak out' 중기 국면에서 과거 데이터 기준으로 대안이 될 것이다. 이와 함께 펀더멘털 상 원재료 가격급등과의 실적 연계성이 약한 무형자산 중심의 소프트웨어-미디어-의료-소비자서비스(플랫폼-게임-엔터-헬스케어) 업종의 경우 원재료 가격상승에 따른 원가부담이 상대적으로 낮아 현재의 영업이익률 전망치의 신뢰도는 양호한 것으로 판단한다.

<그림 3> '중간재-원재료' 스프레드와 업종지수와의 상관계수 및
무형자산 중심기업의 영업이익률 추이



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

▶ 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 3자에게 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.