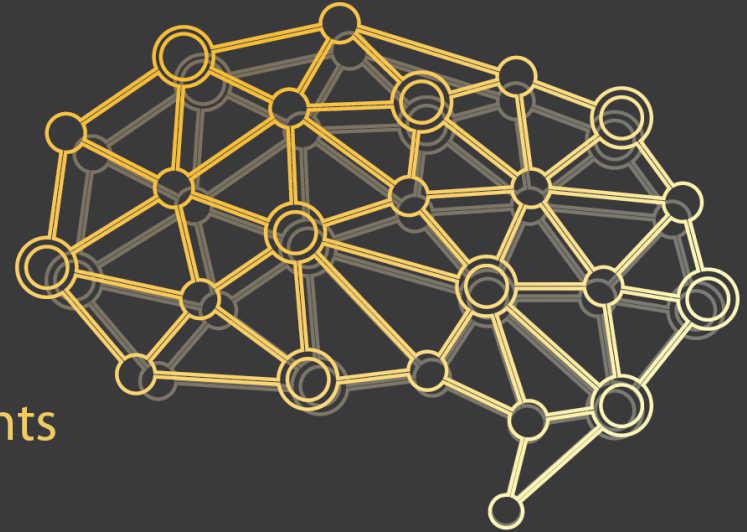


# WISE

Weekly economic Indicators & Schedule of Events

SK증권 이효석, CFA / 3773-9956 hslee@sk.com



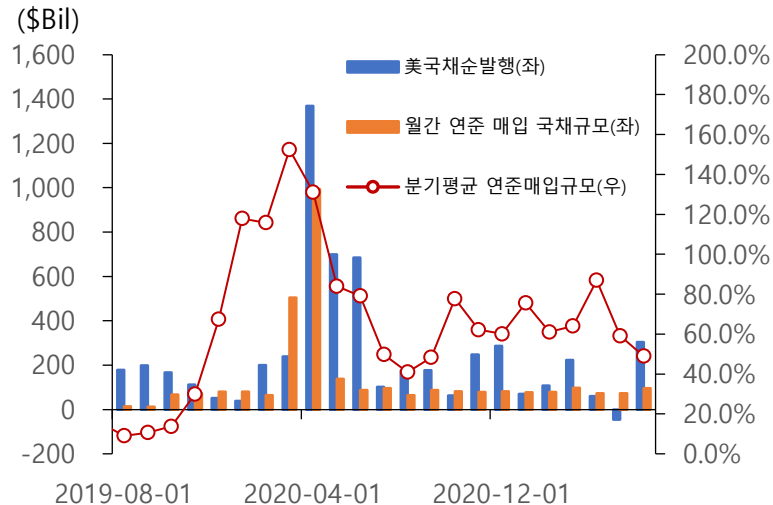
## 미국 금리 수수께끼, 무엇을 걱정하나?

- 美금리 수수께끼, 무엇을 걱정하는 것일까? 경기 둔화 vs. 통화 정책 실패 우려 vs. 단순 수급 이슈?
  - 연준 블랙아웃 진입, 연준은 어떤 실수를 선택할까? 너무 빨리 매가 될 가능성보다 비둘기(Dovish)로 남을 가능성
  - 높아진 탄소에 대한 관심, 탄소국경조정세 초안 공개를 통해 “탄소의 가격(Carbon pricing)”이 부과되기 시작
  - OPEC+ 증산 합의, 유가가 진정되는 것이 기본 시나리오. But, 오히려 유가가 진정되지 않을 경우, 리스크가 될 것
  - 이번주 부터 국내외 주요 기업 실적 발표 시작, 매크로보다는 개별 기업 실적 발표 이후 주가 반응이 중요
- [해외 논문 소개] 재택 근무를 통한 생산성 향상 + 교통 혼잡 비용 → 기후위기 및 메타버스(Metaverse)로 연결

## ● 일시적으로 1.3%를 하회한 미국채 10년물 금리 수수께끼를 어떻게 해석하느냐가 중요한 시점

- 1) 예상을 상회하는 인플레이션에도 불구하고, 파월은 “지속적(transitory)”이라는 단어만 반복하고 있어 정말 위험한 수준의 인플레이션이 발생할 경우, 쓰게 될 무리한 정책이 결국 경기 회복을 훼손할 것이라는 우려
- 2) 부채한도 유예기간 종료(7월말)를 앞두고 美정부 보유현금(TGA)는 '19년 8월 수준(약 1,330억불) 이어야 함. 따라서 7월말까지 정부가 보유하고 있는 현금이 소진되는 동안 발행되는 국채 규모는 제한적일 것이라는 분석. 수급 요인
- 3) 지속적으로 제기되고 있는 경기 둔화(peak out) 우려는 완전히 해소되기 전까지는 지속적으로 나올 수 밖에 없어 **투자의 관점에서 중요한 질문은 이러한 상황에서 “연준이 어떤 실수를 선택할 것이냐(Dovish vs. Hawkish)”가 될 것**

월별 국채 순발행액과 연준 매입 국채 규모, 40~80% 수준을 유지하고 있음



자료 : Bloomberg, SK증권

7월말까지 美정부가 보유하고 있는 현금은 지속적으로 하락할 전망 - 달러 유동성 풍부



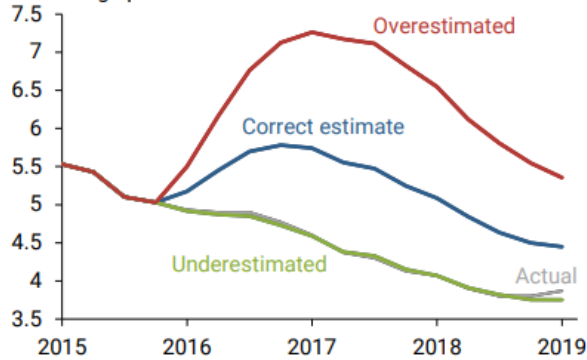
자료 : Bloomberg, SK증권

## ● The Asymmetric Costs of Misperceiving R-star, FRB, Andrea Ajello 외 3(Jan. 2021)

실질 중립금리를 지나치게 높게 추정했을 때의 경제적 비용이 반대의 경우에 비해서 훨씬 더 큰 것으로 확인  
 작년 8월 FOMC의 AIT 도입은 R-star를 잘못 추정했을 때 생길 수 있는 경제적 비용을 낮추기 위한 방안으로 이해할 수 있음

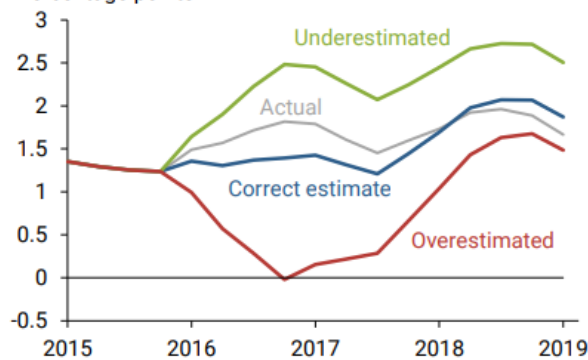
A. Unemployment

Percentage points



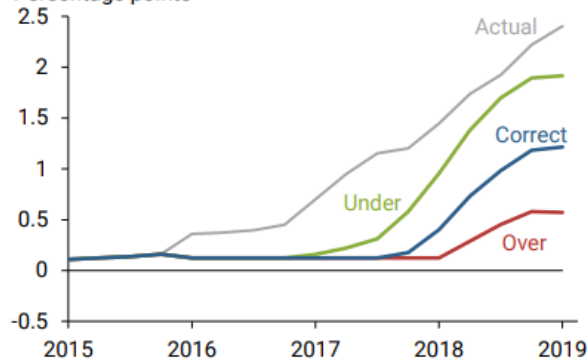
B. Inflation

Percentage points



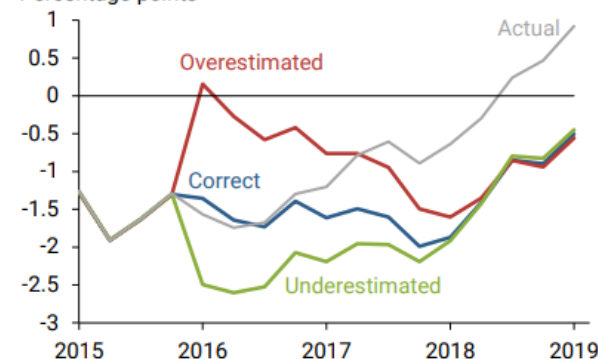
C. Federal funds rate

Percentage points



D. Real federal funds rate

Percentage points



- \* 조사기간 : 2016~19년 (美 통화정책 정상화 구간)
- \* **실질중립금리( $r^*$ )**를 부정확하게 추정(misperception)했을 경우에 생기는 효과 관찰
- \*  $r^*$ 를 2% 높게 추정한 경우, 제대로 추정한 경우에 비해서 실업률은 최대 1.7% 높아지는 것으로 나왔지만, 반대로 2% 낮게 추정한 경우에는 1.2%p 낮아지는 것으로 확인
- \* 높게 추정한 경우, 기회비용이 더 큰 것으로 확인됨
- \* **AIT 도입의 의미를 재확인**

## ● 유럽의 온실가스 배출량 55% 감소를 위한 입법 패키지: Fit for 55

- EU집행위원회는 2030년까지, 1990년 대비 최소 55%의 온실가스 감축 목표를 이루기 위한 기후, 에너지, 토지 사용, 교통, 세금 정책 등의 입법 패키지를 발표. 이 제안들은 서로 포괄적이고 상호 연결됨으로서, 향후 10년간 온실가스 배출 감소 가속화를 가능하도록 할 계획

유럽의 온실가스 배출량을 2030년까지, 1990년 대비 55% 감축하기 위한 입법 패키지 'Fit for 55'의 주요 내용

번호	주요 내용
1	<b>탄소배출권거래제도(ETS) - The EU Emissions Trading System</b> 전체 배출 한도를 더욱 낮추고, 연간 배출 감축률을 높일 것(항공부문 무료 배출 허용량 단계적 폐지/도로 운송 및 건물을 위한 새로운 배출권 거래시스템 설립)
2	EU 회원국들은 배출권 거래 수익의 전부를 기후 및 에너지 관련 프로젝트에 사용해야 함
3	<b>노력 분담 규정 - The Effort Sharing Regulation</b> -건축물, 도로 및 국내 해상운송, 농업, 폐기물 및 소규모 산업에 대해 각 회원국에 강화된 배출 감축 목표를 배정
4	<b>토지 사용, 임업 및 농업에 관한 규정 - The Regulation on Land Use, Forestry and Agriculture</b> -2030년까지 3억1천만 톤의 이산화탄소 배출량을 자연 흡수에 의한 감축을 목표 <b>유럽연합 산림 전략 - The EU Forest Strategy</b> : 2030년까지 유럽 전역에 30억 그루의 나무를 심을 계획
5	<b>재생 에너지 지침 - The Renewable Energy Directive</b> -2030년까지 재생에너지원으로 전체 에너지원의 40%를 생산을 목표 (운송, 냉난방, 건물 및 산업 분야의 재생에너지 사용에 대한 구체적인 목표 제시)
6	<b>에너지 효율성 지침 - The Energy Efficiency Directive</b> -온실가스 배출량 감소와 에너지 빈곤 문제를 해결하기 위해서, 전반적인 에너지 사용 감소의 야심찬(ambitious) 연간 목표 수립
7	<b>자동차 및 밴에 대한 보다 강력한 이산화탄소 배출 기준 - The Stronger CO2 emissions standards for cars and vans</b> <b>-2021년 대비, 신차의 평균 배출량을 2030년 까지 55% 감소, 2035년까지 100% 감소</b> <b>수정된 대체 연료 인프라 규정 - The revised Alternative Fuels Infrastructure Regulation</b> -배기가스 제로 자동차 판매 계획에 맞추어, 고속도로에 전기충전소와 수소충전소를 각각 60km, 150km 마다 설치
8	<b>대체 연료 인프라 규정 - The Alternative Fuels Infrastructure Regulation</b> - 항공기 및 선박이 주요 공항과 항구에서 깨끗한 전력과 연료를 공급 받을 수 있도록 의무화
9	<b>에너지 과세 지침 개정안 - A revision of the Energy Taxation Directive</b> - 에너지 제품에 대한 과세 시스템으로 단일 시장을 보호 및 개선하고 적절한 인센티브를 설정하여 녹색 전환을 지원
10	<b>탄소국경조정세 - The Carbon Border Adjustment Mechanism</b> - 유럽의 기후 조치가 '탄소 누출(Carbon Leakage)'로 이어지지 않도록 하기 위해, 해당 수입 제품에 탄소세를 부과

# 탄소국경조정세(CBAM) - 탄소에 가격이 붙기 시작했다는 점이 중요!



## ● 탄소국경조정제도(CBAM) 시행 발표(2021.07.14)

- 예상보다 축소된 규모의 정책 사항들로, 주요 무역 상대국들의 반발과 WTO 제소 위험을 줄이기 위한 조치로 분석됨
- '23년부터 '25년까지 3년의 시범 기간 동안, 납부 의무는 발생하지 않지만 탄소국경조정세(CBAM)가 적용되는 품목의 수입업자는 매년 5월 31일까지, 해당 품목에 내재된 탄소배출량을 신고해야 함
- 수입량에 해당하는 양 만큼의 '**CBAM 인증서**'를 구매해야 하며, 이 가격은 ETS(탄소배출권거래제도)의 주간 단위 탄소 배출권의 평균 가격을 기준으로 책정됨

2021년 7월 14일에 발표된 탄소국경조정세(CBAM)의 주요 내용

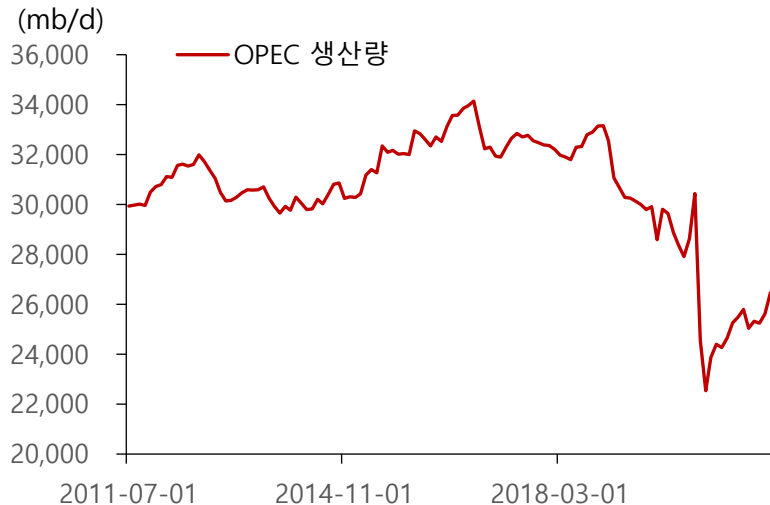
구분	시범 기간(2023~2025)	시행(2026)
탄소국경조정세 적용 방식	수입자가 수입품의 배출량과 생산국 내에서 지불한 탄소비용을 신고	수입자가 수입품의 배출량만큼 CBAM 인증서(CBAM Certificate)를 구매 (EU-ETS와 연동하여 주간 단위 평균 가격을 기준으로 책정)
배출량 Scope	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 생산과정 중의 배출량(Scope 1)</li> <li>• 투입 원자재 생산과정 중의 배출량(Scope 3)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 생산과정 중의 배출량(Scope 1)</li> <li>• 투입 원자재 생산과정 중의 배출량(Scope 3)</li> <li>• 전력소비를 통한 간접배출(Scope 2) (검토예정)</li> </ul>
적용 대상 산업	철강, 시멘트, 알루미늄, 비료, 전력 우선 시행 후 점진적 확대	
배출량 산정 방식	1. 생산국 사업장에서 측정한 실제 배출량 2. 1번이 불가능할 시, 생산국 내 동종 상품의 평균 탄소집약도 3. 2번이 불가능할 시, EU 내 동종 상품 생산자 중 배출량이 가장 높은 10%의 평균 탄소집약도	
EU-ETS 무상할당 비율 적용 여부	비용 지불 의무 없음	EU 동종 상품 생산자들이 받는 무상할당의 혜택을 수입품에도 적용
생산국 내 탄소비용 인정 여부	비용 지불 의무 없음	탄소세나 배출권거래제 운영하는 생산국의 경우, 생산국 내에서 납부한 탄소 비용만큼 할인
재원의 활용처	EU 재원으로 귀속되지 않음	EU 재원으로 귀속

자료: European Commission(2021.7), Next group(2021.7), SK증권

## ● 사우디와 UAE의 갈등 봉합, OPEC+ 점진적 증산에 합의

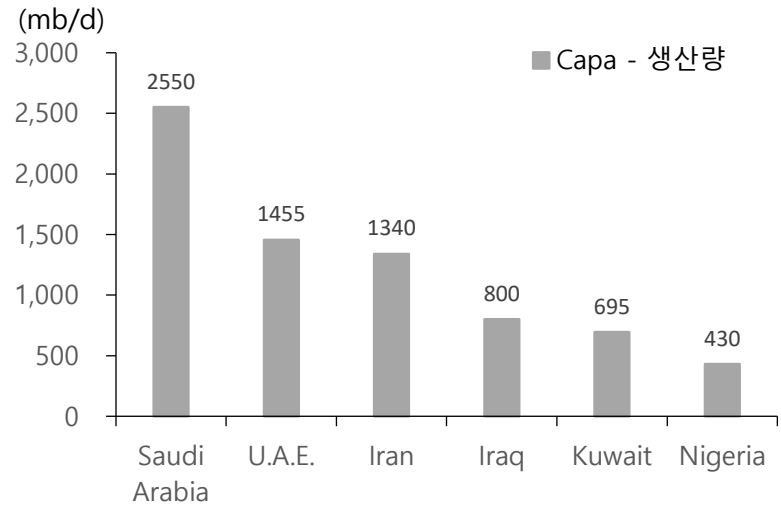
- 최근 유가 상승의 배경에는 바이든 정부 집권 이후, 美생산량이 억제되고 있는 상황에서 백신 보급에 따른 수요 회복 기대가 반영되었기 때문. 게다가 최근 2주 동안 사우디와 UAE가 증산 과정에서 합의에 실패한 것도 상승 요인 중 하나.
- 7/18일, OPEC+의 감산분을 모두 되돌릴 때까지 8월부터 매달 40만b/d 증산에 합의. 올해 말 총 200만b/d 공급 증가
- 향후 원유 생산에 대한 불확실성은 사실상 해소되었다고 판단됨. 델타변이가 확산되는 수요 전망은 보수적으로 반영중.
- 유가는 진정되어야 하는 상황. 진정될 경우, 시장에 미치는 영향은 제한적일 전망. 투자의 관점에서는 이미 공급 관점에서 호재는 다 나온 상황이기 때문에 유가가 진정되지 않을 경우, 생길 수 있는 리스크를 생각해야 함.

OPEC+ 실질 생산량 추이 - 2021년말까지 생산량 정상화 예상



자료 : FEDS notes, SK증권

국가별, 생산Capa 대비 실질 생산량. 즉, 추가 생산할 수 있는 규모



자료 : FEDS notes, SK증권

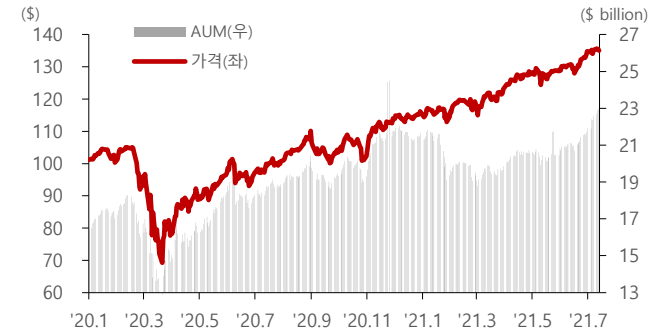
# iShares MSCI USA Quality Factor ETF(QUAL)



## ● 지속적으로 강조하고 있는 Quality

- Quality 는 안정성, 성장성, 신뢰의 함수
- 최근 미국과 중국의 빅테크 주식의 디커플링이 시사하는 점은 단순히 실적 뿐만 아니라, 주주가치에 대한 신뢰(Trust)가 중요한 변수가 될 수 있다는 것을 의미
- 꾸준하게 자금이 유입되고 있는 QUAL us equity에도 관심 필요

iShares MSCI USA Quality Factor ETF



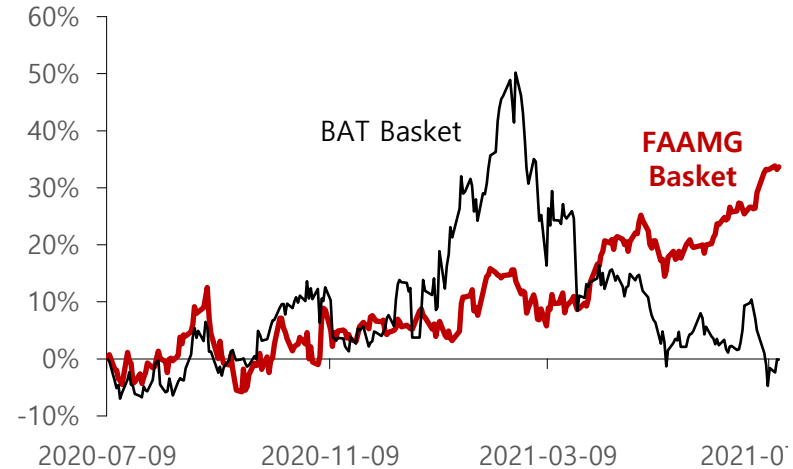
자료 : Bloomberg, SK증권

iShares MSCI USA Quality Factor ETF 보유 종목

보유 종목	보유 비중(%)
Facebook, Inc. Class A	4.78
NIKE, Inc. Class B	3.96
Apple Inc.	3.57
Microsoft Corporation	3.54
BlackRock, Inc.	3.05
Johnson & Johnson	2.98
NVIDIA Corporation	2.85
Target Corporation	2.74
Mastercard Incorporated Class A	2.74
UnitedHealth Group Incorporated	2.42
Visa Inc. Class A	2.42
Alphabet Inc. Class C	2.41
Alphabet Inc. Class A	2.39
Walmart Inc.	2.03
Adobe Inc.	2.02

자료 : ETFdb.com, SK증권

美빅테크 주식과 中빅테크 주식 간의 디커플링

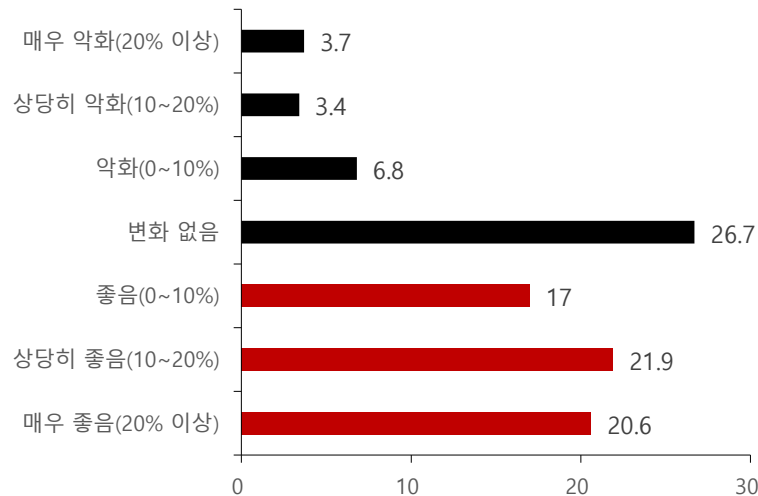


자료 : Bloomberg, SK증권 / FAAMG(Facebook, Amazon, Apple, Microsoft, Google) BAT(Baidu, Alibaba, Tencent)

## ● 생산성이 빠르게 회복될 수 있었던 이유는 디지털화, 자동화, 유연근무 방식 등이 도입되었기 때문

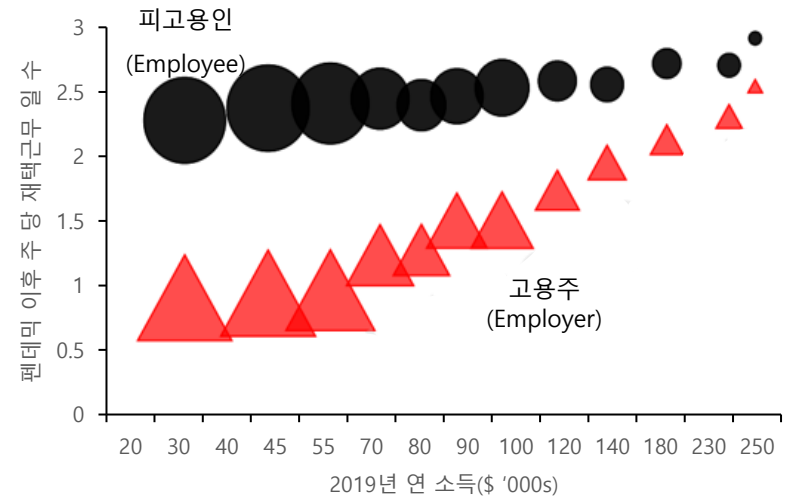
- *Why Working From Home Will Stick, (Jose Maria Barrero 외 2, Apr 2021)*
- 3만명 이상의 미국 노동자들에게 설문 조사한 결과, 재택근무를 실시했을 때, 펜데믹 이전의 기대치보다 실제 생산성이 향상되었다고 평가(59.5%). 또한, 회사에서 근무하는 것 대비 재택근무의 효율성이 높았다고 평가(39.7%)
- 하지만, 소득별로 나누어 봤을 때 상승 속도에 있어 차이점을 보임. 고용자는 연소득이 증가할 수록 가파른 속도로 재택근무 일 수를 계획하지만, 피고용자가 원하는 재택근무 일 수는 보다 점진적으로 증가
- 고용자 입장에서 높은 수준의 교육을 받고, 소득이 높을 수록 재택 근무의 필요성을 더 많이 느끼는 것으로 나타나

재택근무 시, 코로나 이전(2019)의 기대치 대비 생산성 평가



자료: Barrero, J. M., Bloom, N., & Davis, S. J. (2021), SK증권

펜데믹 이후, 연소득별 고용자와 피고용자의 주 당 재택근무 일 수 계획과 기대



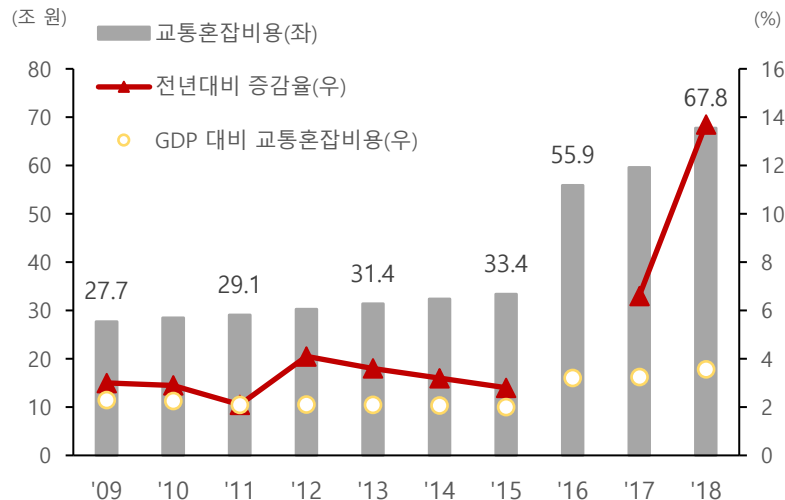
자료: Barrero, J. M., Bloom, N., & Davis, S. J. (2021), SK증권

# 교통 혼잡비용에 대한 고민 - 기후 위기를 극복하려면 덜 움직여야 한다



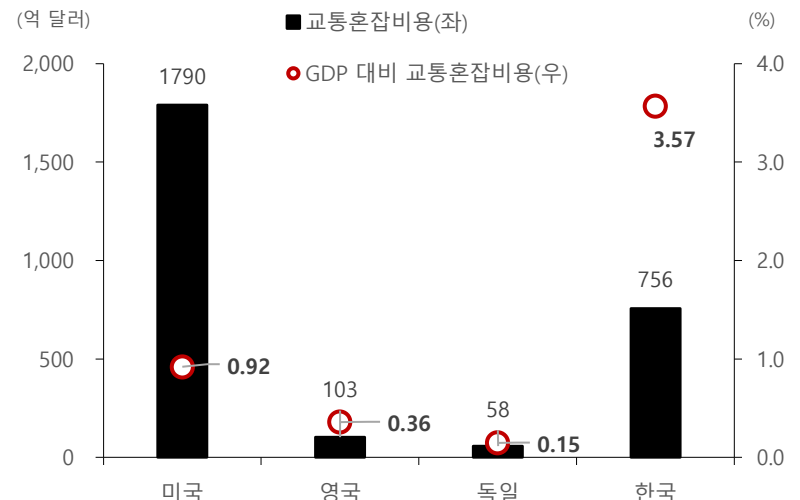
- 최근 자료에 따르면, 우리나라의 교통혼잡비용은 GDP의 3.6% 수준(vs. 미국 0.92%, 독일 0.15%)
  - 2018년 전국 교통혼잡비용은 전년 대비 13.7% 증가한 67.8조원 수준(vs. 2018년 KOSPI 확정 순이익 130.2조원)
  - 특히 경기, 서울, 인천 등 수도권 지역에서의 비용이 35.4조원(총 52%), ※출처 - 한국교통연구회(2021.6)
- 코로나19 사태가 <탄소 배출량을 얼마나 줄일 수 있는 지에 대한 거대한 실험>이었다면...
  - 코로나19가 있었던 2020년, 비자발적 재택근무 및 해외여행 자제를 통해 이산화탄소 배출량은 11% 감소하였음
  - 기후위기를 극복하기 위한 방법中 하나가 “덜 움직이는 것”이라면, 재택근무가 필요한 또 하나의 이유라고 할 수 있음

대한민국 연도별 교통혼잡비용 추이



자료: 한국교통연구회(2021.6), SK증권  
주) 16년도 전년대비 증감율은 방법론 변경으로 제외

주요국 교통혼잡비용 비교



자료: 한국교통연구회(2021.6), SK증권  
주) 환율 및 미국을 제외한 각국 교통혼잡비용은 2018년 기준, 미국 2017년 기준

# Weekly Economic Indicators & Events



Economic indicators & Events		Spot comment	
주중	Fed 블랙아웃 기간(7/17~29)		7월 FOMC 회의 이전까지 연준위원의 발언 확인(X), 테이퍼링 논란은 눈치보기 지속될 듯
7/19 月	美 7월 NAHB 주택시장지수		미국 주택시장에 대한 심리를 알 수 있어 테이퍼링에 대한 중요한 힌트가 될 전망
	英 코로나19 제한 조치 해제		마스크 전면 해제는 아니고, 실내에서는 마스크 착용 권고
7/20 火	中 7월 1년 만기 대출 우대금리		최근 중지준율 인하로 '부양'으로 스탠스가 바뀐 것인 지 여부를 판단할 수 있는 이벤트
	美 6월 주택 착공 및 허가 건수		미국 주택 시장 과열이 진정될 수 있는 지를 판단하는 것이 중요
7/21 水	<b>韓 7월 20일 수출입 속보치</b>		<b>10일 속보치 기준 수출(14%)보다 수입(33%)이 증가 / 유가 등 원자재 가격 상승 영향</b>
	국내 : 한국조선해양/현대미포조선		
	해외 : 넷플릭스, ASML		
7/22 木	ECB 통화정책회의		기후(Climate change)를 반영한 첫번째 ECB 회의
	국내 : NAVER, 현대차, POSCO, LG생건, KB금융		국내 대표 기업 실적 발표 / 양호한 실적 예상되는 가운데, 실적 발표 이후, 시장 반응 중요
7/23 金	유로존/미국 7월 Markit PMI 지수		
	도쿄 올림픽 개막		여느 올림픽과는 너무나도 다른 상황
<p>&lt; 향후 주요 일정 &gt;</p> <p>* 주요 기업 실적 : 테슬라(26일), 애플/구글/마이크로소프트(27일), 페이스북(28일), 아마존(29일)</p> <p>* 중앙은행 일정 : FOMC(7/28일), 잭슨홀 미팅(8/26일) 예정</p> <p>* 기타 : 미국환경청(EPA) 연비규제 강화(7월말), 美부채한도 이슈(7월중), 도쿄올림픽(7/23일~8/8일), 테슬라 AI Day(7월중)</p>			
	위험자산 선호 이벤트	중립 이벤트	안전자산 선호 이벤트

자료 : SK증권