

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2021. 7. 22 (목)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

Inflation이 두렵지 않은 채권시장

오늘의 차트

액티브를 넘어 액티브즘: ESG 행동주의 ETF 'VOTE'

칼럼의 재해석

EU, 운송용 연료 탄소 저감 목표치 상향

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



▲ 채권전략

Analyst **윤여삼**

02. 6454-4894

yeosam.yoon@meritz.co.kr

Inflation이 두렵지 않은 채권시장

- ✓ 미국 물가 예상보다 고공행진 이어가고 있지만 미국채10년 금리는 급락하며 아이러니
- ✓ 래리 서머스와 래리 핑크 같은 구루(guru)들의 인플레이션 경고에도 채권시장은 1)COVID 반동요인과 2)구조적 수요요인 부재로 현재 물가상승은 일시적 요인이 지배적인 것으로 판단
- ✓ 미국 물가관련 외형적 크기보다는 내부적 지속성 요인이 명확하지 않은 채 연준의 통화정책 정상화기대만 자극하는 수준에 그칠 경우 일드커브는 평탄해지며 장기채권 매수기회

물가상승률 보다 낮은 명목금리는
금리형 자산 투자 손해로 이어져

아직 유효한 인플레이션 압력, 그렇지만 하락하는 장기금리

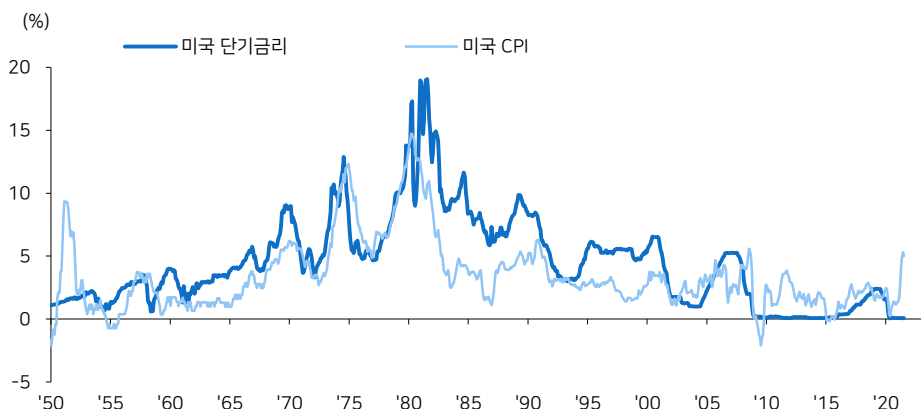
실질가치 측면에서 채권투자자들에게 인플레이션은 두려운 존재이다. 물가상승률 보다도 낮은 명목금리는 마이너스 실질금리를 통해 구매력을 훼손시켜 금리형 자산에 투자한 사람에게 실제로는 손해를 보게 만든다.

때문에 일반적으로 금리는 물가보다 높은 수준을 유지해야 하며, 인플레이션 안정을 위한 통화정책 긴축 대응으로 기준금리는 높아진다. 실제 2000년 이전까지 미국의 단기금리는 물가와 연동하면서도 물가보다 높은 수준이었다<그림 1>.

금융위기 이후 완화된 통화정책,
물가>단기금리 정당화

그렇지만 2008년 금융위기 이후 완화된 통화정책은 물가보다 낮은 단기금리를 정당화해왔다. GDP갭의 충격을 다 흡수한 이후 2016년부터 연준은 금리정상화를 진행했지만 COVID-19로 다시 단기금리는 제로수준으로 낮아졌다.

그림1 높아진 물가는 향후 미국 통화정책 정상화 압력을 높일 것으로 전망



자료: Fred by ST Fed, US BLS, 메리츠증권 리서치센터 주: 단기금리는 실제 연방금리

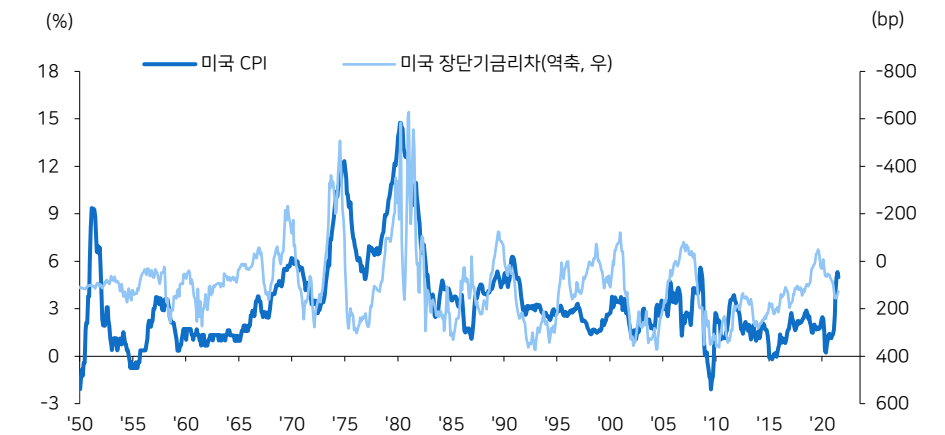
2021년 예상보다 빠른 경기회복으로 미국의 GDP갭은 연내 메워질 것이라는 전망이 우세하다. NBER은 이번 COVID 침체는 불과 3개월 이내에 마무리되었다고 선언해 역사상 가장 짧고 굵은 침체로 기록되었다. 이를 뒷받침하듯 미국의 물가 관련 지표들은 금융위기 이후 최대 1980년대 이후로도 높은 수준이다.

높은 인플레이션을 두고 많은 학자와 투자자들의 의견이 엇갈리면서 올해 내내 논란이다. '이번 물가상승은 이전과는 다르다'는 해석으로 연준이 오관하고 있으며 당장 통화정책 정상화에 나서야 한다는 주장과 '현재 물가상승은 일시적이며 구조적 요인이 지배적이다'는 해석으로 성급하게 대응해서는 안 된다는 의견이다.

높은 물가, 장단기 금리차 축소로 이어지는 경향

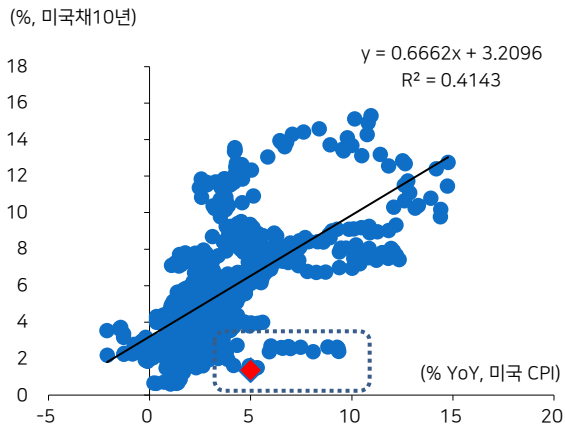
3월 1.78%까지 올랐던 미국채10년 금리가 최근 1.1%대까지 내려오면서 높은 물가에 반대되는 아이러니한 현상이 발생했다. 과거 높은 물가는 단기금리를 올리지만 선행적으로 올라간 장기금리와 차이는 줄어드는 경향을 나타냈다<그림 2>. 현재 물가대비 장기금리가 낮은 듯 보이지만 장단기금리차는 역사적 수준에서 유의성이 있으며 채권시장은 인플레이션공포를 점차 흡수하고 있다<그림 3, 4>.

그림2 채권시장은 일반적으로 인플레이션을 두려워하지만 고물가는 장단기금리차 축소 유발



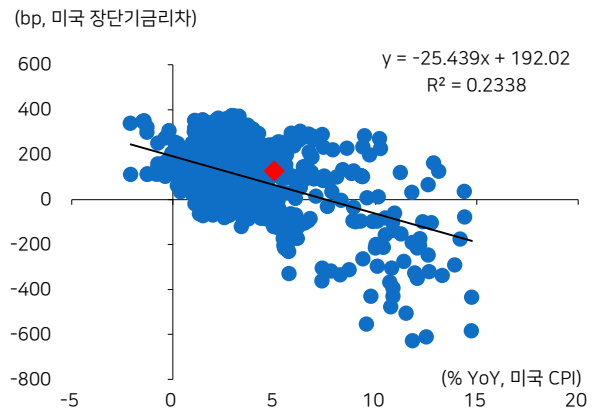
자료: US BLS, Fred by ST Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림3 높은 물가수준 대비 미국장기금리 낮은 듯 보이나



자료: US BLS, Fred by ST Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림4 장단기금리차는 현 물가수준이면 설명되는 영역



자료: US BLS, Fred by ST Fed, 메리츠증권 리서치센터

표면적인 인플레이션은 금융위기 이후 최대 수준

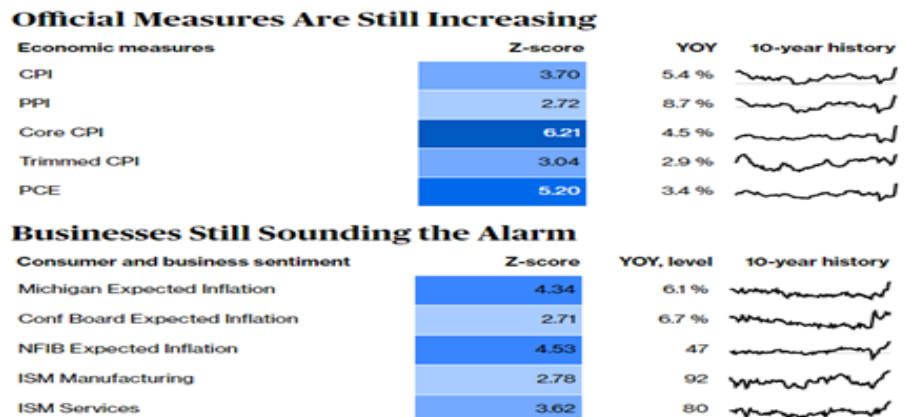
6월 미국 CPI가 발표되지 주요 외신들은 일제히 전 재무장관인 래리 서머스를 다룬 기사를 내놓았다. 전년대비 상승세가 꺾일 것이라는 시장의 예상과 달리 전년대비로 5월 5.0% → 6월 5.4%, 전월대비로도 0.9%라는 높은 수치를 기록하면서 인플레이션 경고를 높인 서머스의 전망이 현실화될 가능성을 거론했다.

물가 관련 실물지표, 규격화하여
측정 시 일반적 수준 상회 중

Bloomberg 분석 기반 CPI뿐만 아니라 물가관련 실물지표는 정규화를 통해 규격화하여 측정하면 대부분 금융위기 이후로 일반적 수준을 크게 상회하고 있다. 이는 물가 서베이 지표에도 그대로 반영되면서 인플레이션에 대한 우려는 눈 앞에 현실이라는 점은 부인하기 어렵다<그림 5>.

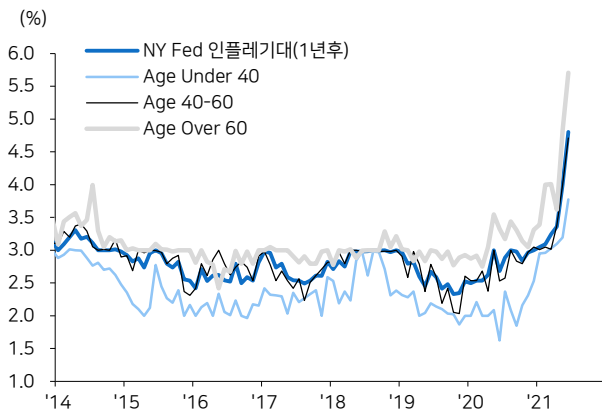
뉴욕연준이 실시한 인플레기대 결과는 2018년 실제 물가압력이 발생했던 시기에 도 3.0% 이내 일정범위에 머물렀던 것을 크게 벗어나 4.6%로 급등했다<그림 6>. 특히 1970~80년대 고물가를 실제로 경험한 60대 이상 서베이 결과가 다른 연령대보다 훨씬 높은 수준을 나타내며 'Again 1970'이라는 이야기가 나온다.

그림5 실제 및 서베이 물가지표들은 10년래 압도적으로 높은 수준



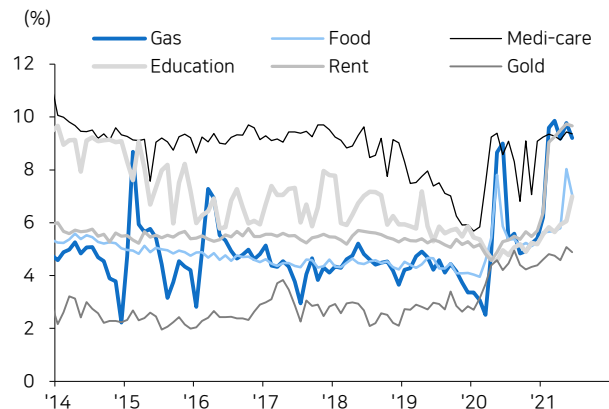
자료: Bloomberg 재인용, 메리츠증권 리서치센터

그림6 뉴욕연준 인플레기대, 과거 공포 경험자 불안 더 커



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림7 에너지, 의료, 임대 등 필수생활물가 압력 높아져



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

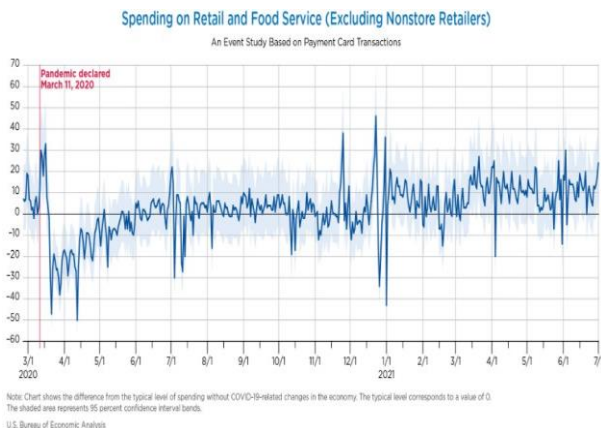
가스(에너지), 의료, 임대 등 생활물가 관련해서도 데이터 발표 이후 최고 수준을 기록하는 등 생활물가 타격이 커져 소비부담의 목소리도 높아지고 있다<그림 7>. 그나마 주간 신용카드 사용액 기준으로 미국의 소비는 여전히 양호한 수준을 기록하고 있어 큰 틀의 미국경제 회복에 의심이 없는 상황이다. 고용지표 또한 시간은 걸리겠지만 가을부터 개선세가 빨라지면서 미국경제를 지탱할 것이다.

양호한 소비와 고용여건 유지되면 물가상승 압력 지속 가능성 높아

양호한 소비와 고용여건이 이어진다면 미국의 물가상승 압력은 유지될 공산이 크다. 실제로 올해 미국 물가는 헤드라인뿐만 아니라 근원물가 전망도 큰 폭으로 상향조정이 이어지는 등 단순하게 볼 수 없다는 의견이 많다. 그럼에도 물가전망 상향대비 시장의 금리전망은 오히려 주춤하다<그림 10>.

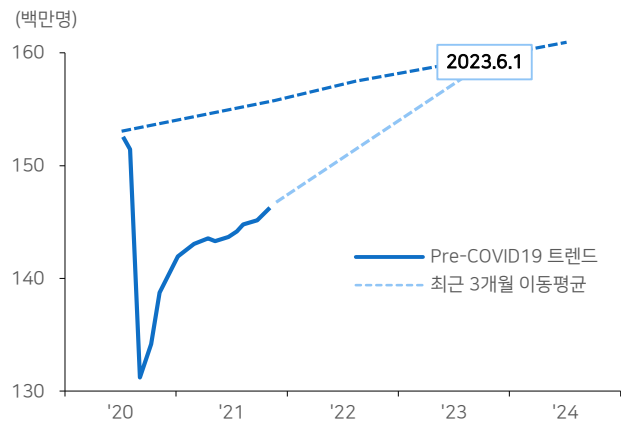
사실 물가는 경제학에서 대표적인 후행지표로 올해 성장률 전망 개선시점에서 금리전망도 대부분 상향조정이 진행되었다<그림 11>. 파월의장이 의회보고에서 '물가상승은 여전히 일시적'이라는 주장에는 현재 경기개선이 추가로 더 진행될 수 있는 여지를 점검해야 한다는 생각이 기저에 깔려 있는 것이다.

그림8 미국 신용카드 주간 사용금액, 양호한 소비여건 증명



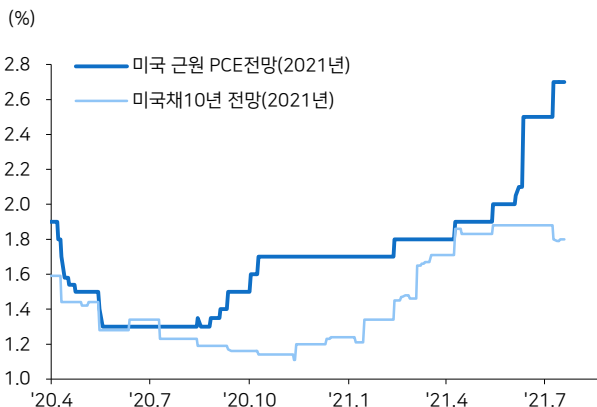
자료: Glassdoor Economics 재인용, 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국 취업자수 회복까지 시간 걸리겠지만 개선될 것



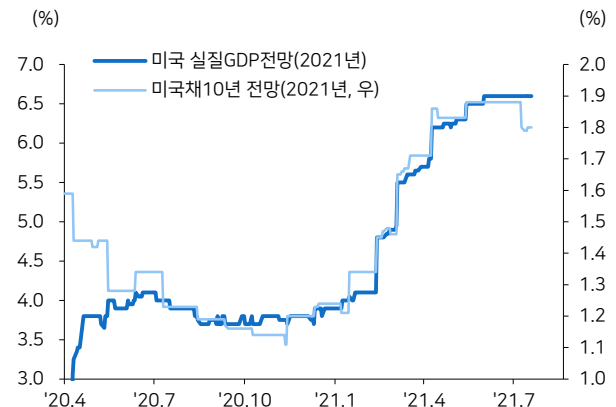
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림10 근원 PCE전망 최근 급등에도 금리전망 미온적



자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

그림11 추가적인 경기개선 모멘텀이 금리방향에 더 중요



자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

현재 물가상승 핵심 드라이버, 일시적인 COVID Bounce

미국 물가목표가 2%대비 현재 5% 물가는 과도하게 높다는 것에는 동의하면서도 우려가 높지 않은 이유는 1) 지난해 마이너스 물가의 기저효과와 2) COVID-19 완화에 따른 일시적 요인이 크다는 의견이 많기 때문이다.

미국 물가상승 압력, 자동차 관련 물가가 주도 하고 있어

현재 미국물가 상승을 견인하는 핵심요인은 중고차를 중심으로 한 자동차 관련된 물가가 주도하고 있다<그림 12>. 주거나 교육, 오락관련 물가는 금융위기 이후 정규화 수준에서 위협요인이 아니나 자동차 관련 물가는 전년대비 88%나 오르고 있다. 실제로 PCE 내에서 전염병 확산 이후 일부 제품 수요급증으로 상품물가의 경우 COVID 발생 전 추세보다도 큰 폭으로 급등한 상황이다<그림 13>.

서비스업은 추세선 회복하는 정도 추세 바뀌었다고 보기 어려움

반면 서비스물가의 경우 최근 백신접종 영향으로 기울기가 가팔라지고 있지만 지수가 추세선을 이제 겨우 회복하는 수준으로 판단된다<그림 14>. 아마존 효과로 유명한 가격효율성 확대, 공산품 가격이 하락하는 구조적 문제가 재정지원으로 올라온 미국 소비기반으로 추세가 바뀌었다고 말할 수 있는지 의문이다.

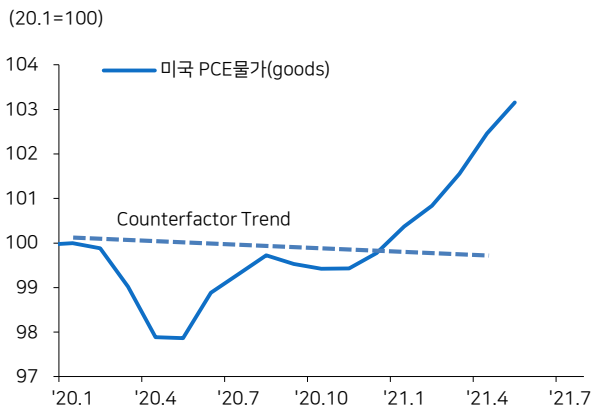
그림12 미국 CPI 주요항목 10년간 정규화 기준 자동차 관련 물가 교란 커

Sanity Returns to Some Sectors

U.S. inflation components	Z-score	YOY	10-year history
Shelter CPI	-0.73	2.3 %	
College CPI	-1.91	0.4 %	
Car Rental CPI	5.45	88 %	
Recreation CPI	-2.12	1.9 %	
Drugs CPI	-0.60	-2.0 %	

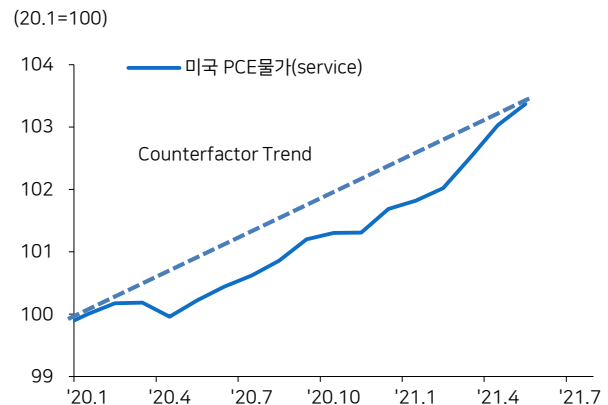
자료: Bloomberg 재인용, 메리츠증권 리서치센터

그림13 COVID 발생 전 상품물가 추세를 벗어나 급등 중



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림14 서비스물가는 이제 겨우 COVID 이전 추세 복귀



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

자동차, 백신 수혜 서비스 물가상승 기여도 높아

올해 2분기부터 전월대비 물가상승은 반도체 부족과 재정지원 영향으로 자동차 관련 물가 기여도가 급증하며 주도했다. 여기에 백신접종 확산으로 오락(영화 & 스포츠) 및 여행(비행기 & 호텔)까지 회복하고 있어 실제 COVID 관련된 영향 부분을 제외하고는 물가는 전월대비 0.3% 내외 수준이다<그림 15>.

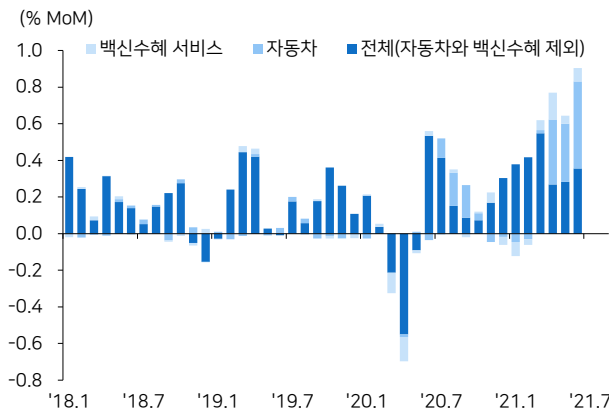
주택시장 과열 식고 있고, 중고차 가격 반락해 부담 덜어내고 있어

COVID 물가 관련 내용을 제외하더라도 물가상승 압력은 높은 편이나 최근 CPI에서 비중이 가장 큰 주거비가 주택시장 과열이 식고 있어 추가부담은 줄고 있다. 여기에 CPI보다 선행하는 실세 중고차 가격은 최근 전월대비 하락세로 돌아서는 등 현재 물가상승 동인이 줄어들 공산이 커졌다<그림 16>.

일시적으로 늘어난 소비와 경제활동이 물가상승 주도 중

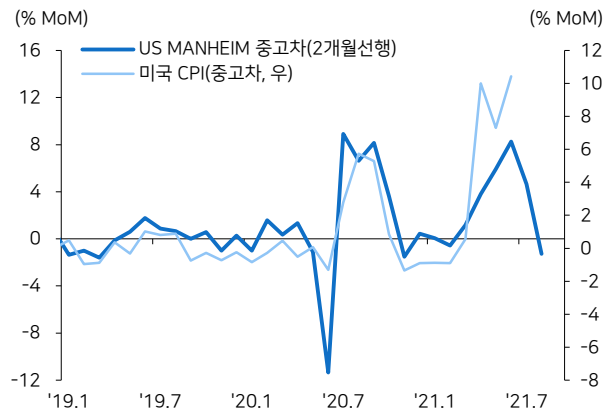
전년대비 물가의 경우 에너지 기저효과까지 반영되었다는 점에서 COVID와 에너지를 제외한 나머지 물가는 예년 수준에서 크게 높지 않다<그림 17>. 현재는 전염병 염려가 줄면서 일시적으로 늘어난 소비와 경제활동으로 인한 물가상승이 주도하는 구간이다. 달라스 연준이 발표하는 mean trim(변동성 큰 요인 제거) 물가 또한 이를 반영하여 현재 2%에도 미치지 않고 있다<그림 18>.

그림15 전월대비 CPI, 자동차 중심 COVID 기여 절반이상



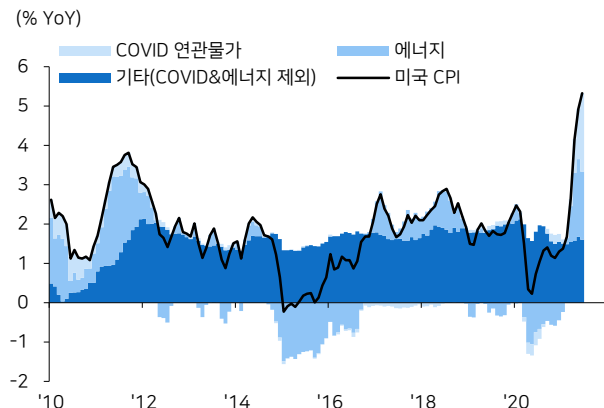
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림16 실제 중고차 거래가격은 최근 들어 반락 시작



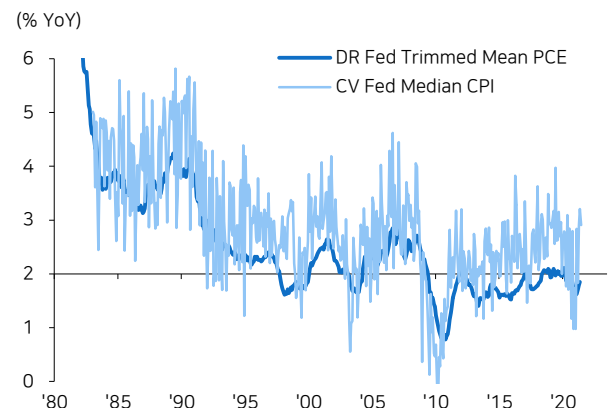
자료: Manheim, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림17 전년대비 CPI, COVID와 에너지 제외하면 무난한 편



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림18 근원물가의 근원물가인 중간물가 역시 아직 안정적



자료: DR Fed, CV Fed, 메리츠증권 리서치센터

수요견인 인플레이션을 주도한 임금상승 높지 않을 것

사실 서머스와 같은 인플레이션 우려론자는 상기한 상품가격 주도의 일시적 요인보다는 구인난에 따른 임금상승 같은 수요견인 압력에 주목하고 있다. 임금이 오르면 다시 구매력 증대로 이어지면서 소비를 이끄는 힘이 강화될 수 있다.

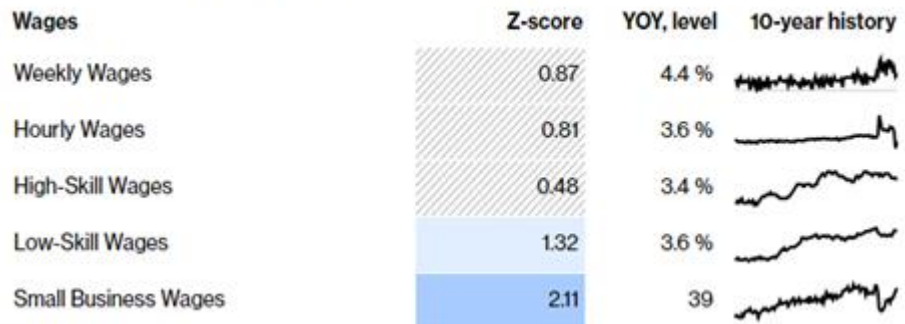
익히 알려졌듯이 최근 미국 일자리 증가가 부진했던 이면에는 단순서비스업 직군이 전염병 우려와 재정지원(실업수당, 재난지원금)을 기반으로 일자리를 적극적으로 찾지 않았기 때문이다<그림 20, 21>. 때문에 미국의 임금은 저기술자와 소기업을 중심으로 큰 폭의 상승세를 기록하고 있다<그림 19>.

단순서비스업 일자리 늘어나며
임금협상력 낮아지게 될 것

필자의 4월 월간보고서부터 몇 번에 걸쳐 자료에서 강조했듯이 미국의 고용지표는 백신접종이 늘고 실업수당이 종료되는 3분기 말 이전부터 예상보다 빠른 개선세를 나타낼 것으로 전망해왔다. 단순서비스업의 일자리가 늘어난다는 것은 현재 실업수당으로 임금협상력을 높이는 행위가 마무리되는 것이고, 현재 일자리 증가 속도는 낮아짐에 임금이 올라가는 반대현상이 나타나는 것으로 볼 수 있다.

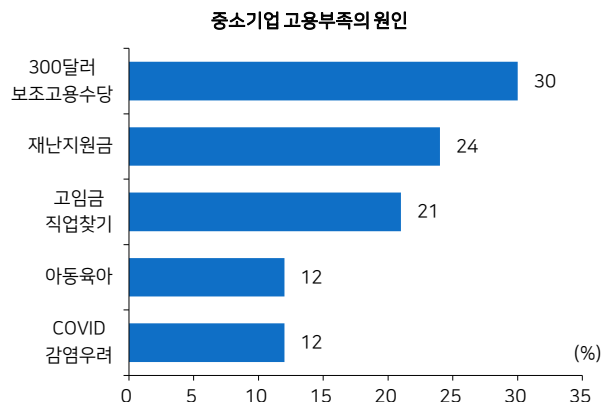
그림19 저기술자 및 소기업 중심 임금상승 압력 높은 편

Low-Skilled Wages Are Picking Up



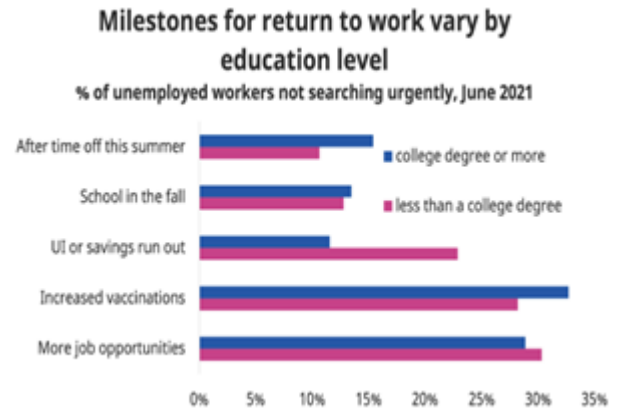
자료: Bloomberg 재인용, 메리츠증권 리서치센터

그림20 바이든 행정부 재정지원, 적극적 구직의사 낮춰



자료: Alignable(5월 20일), 메리츠증권 리서치센터

그림21 저학력 백신접종 못지않게 실업수당 줄면 구직할 것



자료: Indeed(6월 18일), 메리츠증권 리서치센터

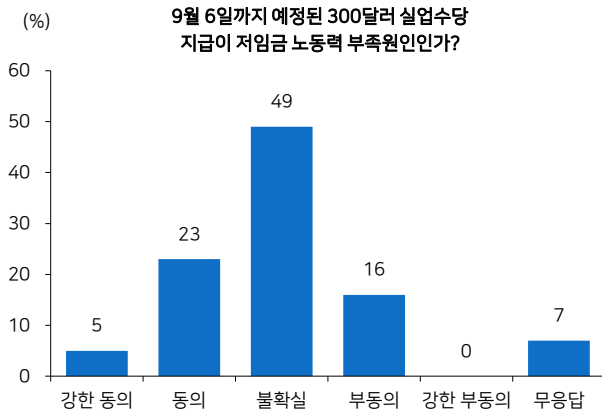
시카고 대학의 조사에서는 '현재 실업수당으로 저임금 노동자들이 일자리를 적극적으로 찾지 않는다고 보는가' 질문에 '불확실하다'는 의견이 49%로 가장 많았다. 28%는 '실업수당이 영향이 있다', '아니다'는 의견은 16%에 그쳤다<그림 22>. 실제 실업수당이 종료되는 시점까지는 임금관련 논란의 여지는 남아있다.

구인난으로 기업들 인센티브 높이는 점은 임금상승 기대 지지

고용관련 연구기관은 Indeed의 조사에서는 최근 기업들이 구인난으로 취업자들의 인센티브를 높이는 경향이 늘고 있다는 전망은 향후에도 임금상승 기대를 지지하는 내용이다<그림 23>. 특히 인센티브를 강하게 제시하는 업종들이 '운전', '의료 서비스', '미용' 등으로 몰리면서 COVID 수혜를 나타내고 있다.

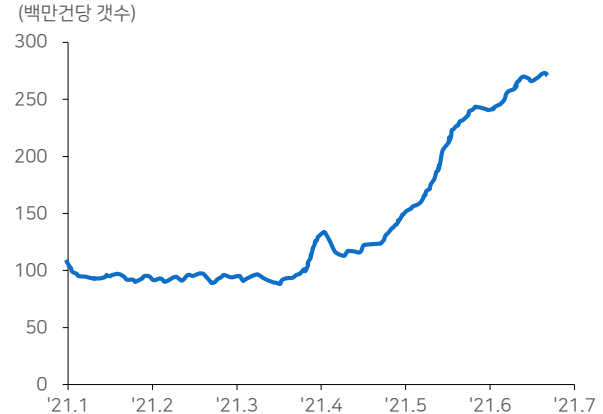
인센티브 제공은 실제 임금상승으로 이어지면서 COVID 발생 이전보다 레저보건, 운송창고, 소매, 건설 업종 종사자들의 임금상승이 두드러진다<그림 25>. 이는 일시적으로 자동차 관련 물가와 백신접종 수혜 산업과도 연관성이 있는 내용이라는 점에서 일시적 물가상승 동인이 약화될 때 임금에 영향이 미칠 것이다.

그림22 높은 불확실성에도 28% 재정지원 구직의사 낮춰



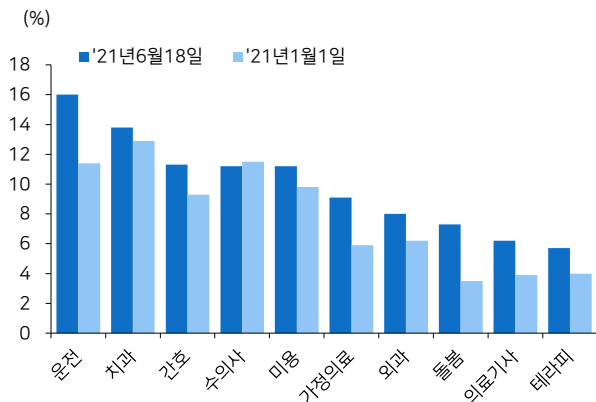
자료: Chicago Booth, 메리츠증권 리서치센터

그림23 업종별 고용 인센티브 상향 압력 높아지고 있어



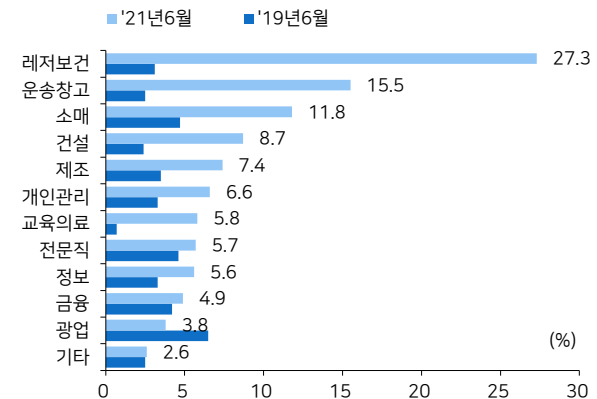
자료: Indeed, 메리츠증권 리서치센터

그림24 인센티브 확대는 COVID 관련 서비스업종 주도



자료: Indeed, 메리츠증권 리서치센터

그림25 해당 업종들의 실제 임금상승으로 연결되고 있어



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터 주: 시간당 임금 분기상승률 연율화

전반적인 임금 상승압력은 크지 않아

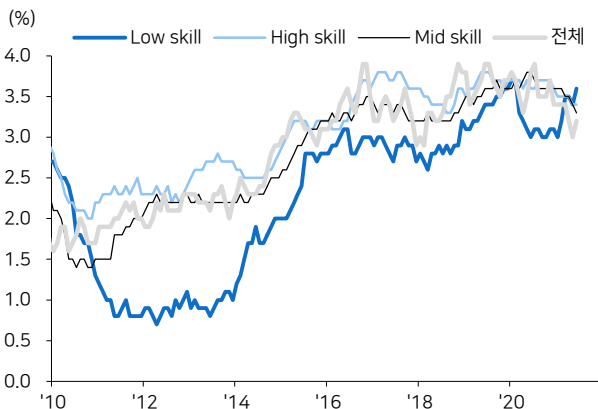
임금이 올라가는 압력은 현존하는 재료이지만 애틀란타 연준에서 발표하는 wage tracker에서 임금상승 주도력은 저기술자들이 주도하고 있으나 전반적압력은 높은 편은 아닌 것으로 나타난다<그림 26>. 달러스 연준이 조사하는 임금전망 서베이는 금융위기 이후로 비교할 수 없을 정도로 높은 수준이나 지난해 감소분까지 감당한 평균값은 wage tracker 경로와 크게 다르지 않다<그림 27>.

기업 생산성은 향상되나 임금은 하락하는 구조적 문제 상존

우리의 인플레이션 전망이 '우려' 단계로 넘어가려면 미국 일자리가 예상을 상회함에도 임금이 전월대비 0.3% 이상 속력을 유지해야 한다. 그렇지만 안 에크호트의 저서 'The profit paradox'에서는 1980년 이후 기업들의 효율성 추구로 생산성의 기울기는 유지되었으나 임금은 오르지 못한 것을 꼬집었다<그림 28>.

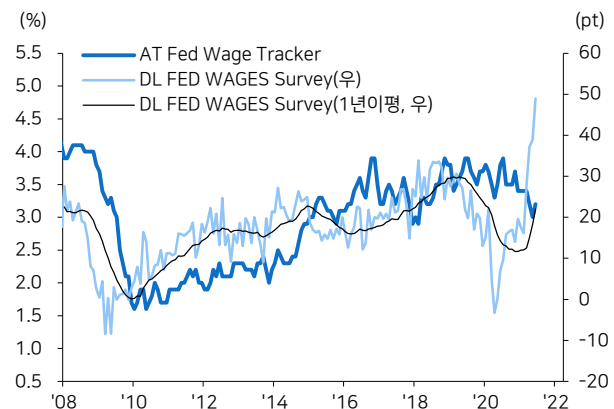
자본주의의 큰 문제로 부상된 세대간 갈등, 양극화 문제는 현재 밀레니얼들에게 '소득은 정체, 재산은 감소, 부채는 증가'라는 문제를 안겨주고 있다<그림 29>. 현재 막대한 정책이 만들어진 경제활성화가 전염병을 완전히 극복하지 못한 상황에서 이전에도 해소가 안된 구조적 문제를 해결했다는 것은 납득하기 어렵다.

그림26 저기술자 주도 전체적 임금 상승압력 높지 않아



자료: AT Fed(wage tracker), 메리츠증권 리서치센터

그림27 높은 임금상승 서베이, 1년 평균 wage tracker 수준



자료: AT Fed, DR Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림28 높아지는 생산성대비 정체되는 임금은 구조적 문제



자료: Jan Eeckhout 'The Profit Paradox', 메리츠증권 리서치센터

그림29 밀레니얼, 소득은 정체, 재산은 감소, 부채는 증가



자료: FRB 재인용, 메리츠증권 리서치센터

공급물가(원자재) 압력은 전통적인 일시적 요인

COVID 반작용 수요와 임금상승의 기저에는 가장 쉬운 인플레이션인 공급물가, 원자재 가격에 대한 논란도 점검해야 한다. 최근 유가급등이 시장의 관심을 받았지만 사실 지난해부터 가격이 가장 강하게 오른 원자재는 구리 등 비철금속과 건설자재인 목재이지 유가는 이들보다 많이 오른편이 아니다<그림 30>.

BEI, 최근 유가 하락하자 반락이 심화되는 경향

원자재 가격은 물가지표의 선행지표로 채권시장의 민감도를 높이는데 BEI같은 기대인플레이션 반응은 컸던 것에 비해 중장기인플레이션 기대나 실제 금리, 장단기금리차에 미치는 영향은 제한적이었다. 특히 CPI에 선행하는 BEI는 최근 유가가 오름에도 산업재인 비철금속 가격이 횡보하자 제자리 걸음을 이어가다가 OPEC 증산합의로 유가가 급락하자 반락이 심화되고 있다<그림 31>.

뉴욕 연준 서베이에서 물가에 대한 금리 민감도 낮은 편

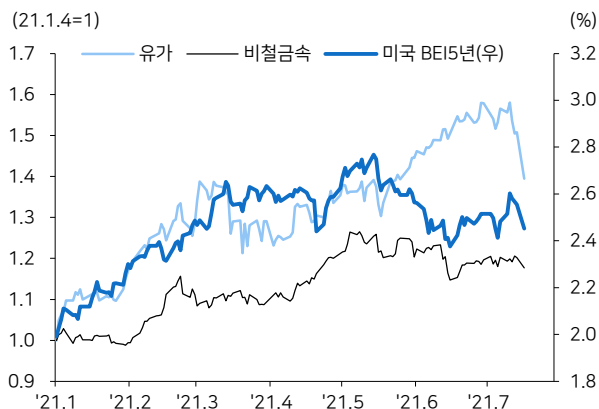
뉴욕연준의 인플레이션 서베이 조사항목 중 1년 뒤에 금리 전망에 대한 시각은 올해 들어와 많이 올라왔음에도 2019년 무역분쟁 이후로 레벨과 비교할 때 아주 높은 수준이 아닌 것으로 보아 물가에 대한 금리민감도는 낮은 편이다<그림 32>.

그림30 일부 원자재 물가압력, 당장 BEI만 민감하게 반영하는 수준



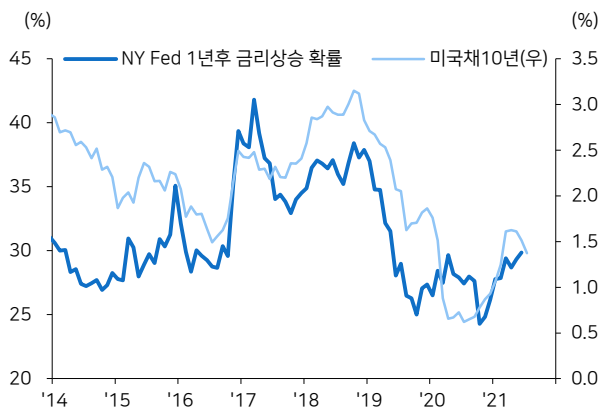
자료: Bloomberg 재인용, 메리츠증권 리서치센터

그림31 비철금속 정체에 유가하락까지 더해진 상황



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림32 인플레이션 서베이에 반영된 금리기대와 실제 10년 금리



자료: NY Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

최근 물가상승, 일시적 요인이
주도하는 유연성 부분 영향 커

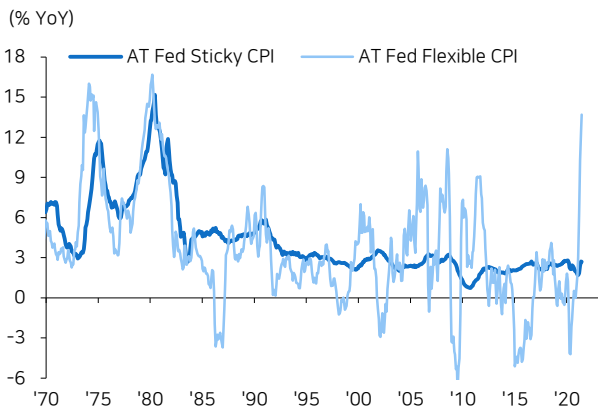
실제 애틀란타 연준은 CPI 안에서 변동성이 낮아 경직성(sticky)이 높은 변수와 유연성(flexible)이 높은 변수로 구별하여 분석하는데 최근 물가상승은 대부분 일시적 요인이 주도하는 유연성 부분이 주도하고 있다<그림 33>. 일각에서 1970년대와 같은 물가상승 우려를 걱정하려면 경직적 물가도 큰 폭으로 올라야 하는데 현재 그런 압력은 높지 않은 편이다.

단기 인플레이기대는 높으나
중장기 인플레이기대는 확대 제한적

샌프란시스코 연준은 유사하게 인플레이기대 조사에서 1년 이후 단기 인플레이기대는 높지만 5-10년 중장기 인플레이기대는 움직임이 제한적인 점을 주목했다<그림 34>. 특히 원자재가격이 인플레이기대에 미치는 영향은 단기적 압력에 그친다는 점에서 현재 물가압력의 지속성이 높지 않을 것으로 보았다<그림 35>.

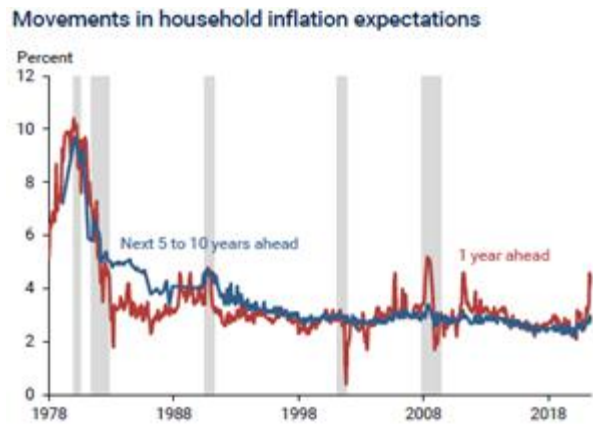
민감도 분석으로는 원자재 가격이 인플레이기대에 미치는 영향도가 중장기뿐만 아니라 1년 이후 단기영역에서도 꾸준히 낮아져 온 것을 제기했다<그림 36>. 최근 유가 반락이 일시적일지 확인이 필요하나 중국 구조조정 이슈와 맞물려 공급 쪽 물가부담은 줄어갈 것으로 전망된다.

그림33 70~80년대와 달리 일시적대비 경직적 물가 경직적



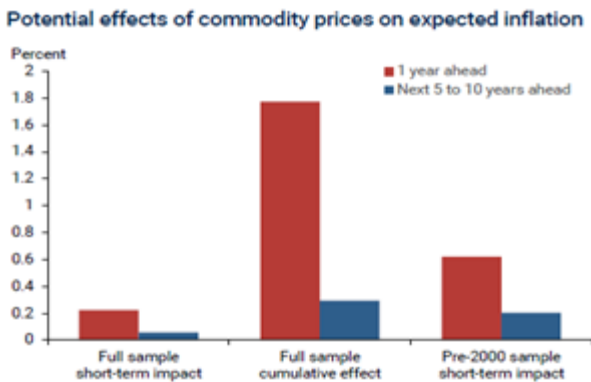
자료: AT Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림34 인플레이기대 역시 단기만 높고 장기기대는 통제



자료: SF Fed 'Do Households Expect Inflation When Commodities Surge?', 메리츠증권 리서치센터

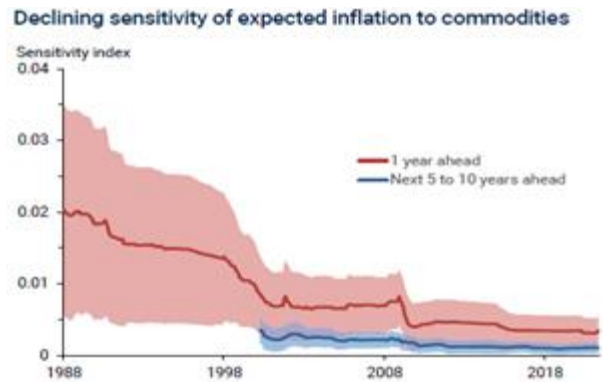
그림35 원자재 가격이 미치는 인플레이기대는 단기영역 국한



Note: Recent commodity price increase refers to change from April 2020 through April 2021.

자료: SF Fed 재인용, 메리츠증권 리서치센터

그림36 원자재가 기대인플레 미치는 민감도가 낮아지고 있어



Note: Data account for lagged unemployment, lagged actual core CPI, and lagged CPI expectations.

자료: SF Fed 재인용, 메리츠증권 리서치센터

남아있는 인플레이션 압력 채권매수 기회로 활용해야

20일자 포브스는 '바이든 대통령의 물가압력은 일시적일 것이라는 발언은 위험하다'라고 했다. 파월의장을 비롯한 정책당국자들은 현재 어려운 여건을 핑계로 금융 불균형을 용인하고 있다는 주장이다. 우리도 고민하는 바이지만 현재 미국금리 급락은 향후 인플레이션 우려가 지속된다는 의견과 반목하는 현상이다.

미국채 10년금리, 3분기 중
1% 중반까지 반등할 여지 있어

때문에 현재 미국 채권시장 움직임이 과도하다는 의견이 늘고 있으며, 우리 역시 1.2% 내외까지 내려와 있는 미국금리는 3분기 중 1% 중반까지 반등할 여지가 있다고 보고 있다. 그렇지만 분명한 것은 실제 높은 물가를 확인하기 전 공포가 컸던 3월 미국채10년이 기록했던 고점을 경신하기 쉽지 않다는 것인데 경기정점 인식과 인플레이가 궤를 같이 한다는 의미이기도 하다.

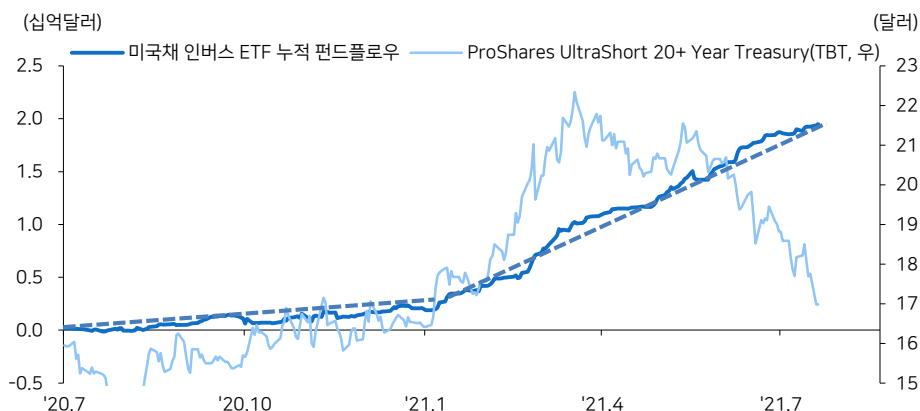
매니저의 커브 스티프닝 전망 정점은 곧 장기금리 정점과 맞물리면서 플랫닝의 전환점이었다<그림 37>. 최근 미국채 인버스 잔고가 늘어도 금리하락은 기술적 요인으로 볼 수 있으나 금리상승이 쉽지 않다는 반증이기도 하다<그림 38>.

그림37 BofA 펀드매니저 서베이 스티프닝 기대 정점 확인, 이제 플랫닝 전환?



자료: BofA GRFS 재인용, 메리츠증권 리서치센터

그림38 미국금리 반락구간 인버스로 자금유입 심화, 현재 금리하락 충격 재원

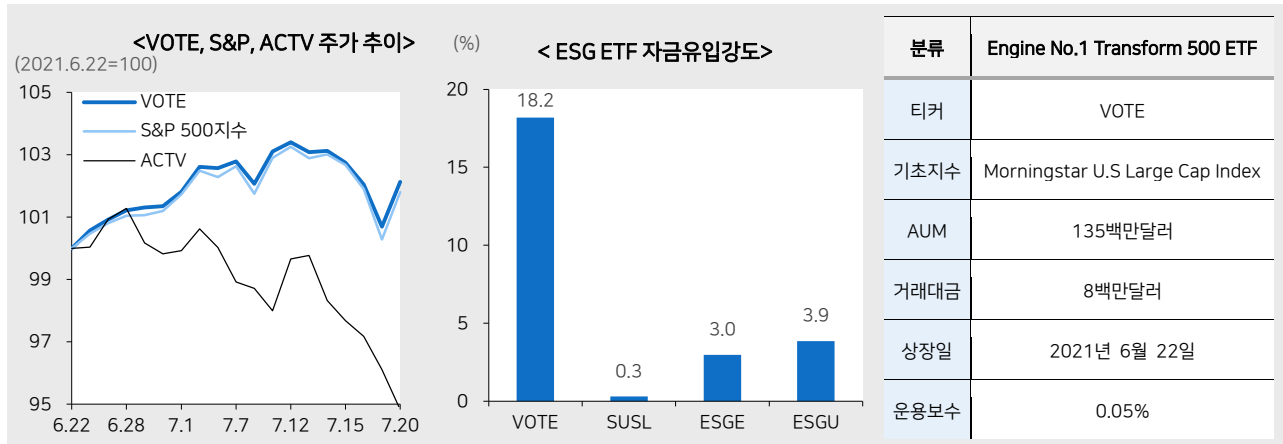


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 주: 인버스 ETF 펀드플로우는 대표 8개 인버스 etf 기준임

오늘의 차트

이정연 수석연구원

액티브를 넘어 액티비즘: ESG 행동주의 ETF 'VOTE'



주: ETF 자금유입강도는 6월 28일부터 7월 20일까지의 순유입 자금을 7월 20일 펀드 총자산으로 나눈 값

자료: ETF.com, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

행동주의 ETF 출시 경영참여, ESG 의결권 행사

ESG 투자가 최근 큰 관심을 모으고 있다. 이와 동시에 ESG ETF 역시 투자대상으로써 주목 받고 있다. 이들은 크게 ESG 지수를 추종하는 패시브 ETF와 유망한 ESG 종목을 선택하는 액티브 ETF로 나뉜다. 그런데 최근 이들과는 달리 직접적인 경영참여, ESG 가이드라인에 따른 의결권 행사 등을 통해 주주권을 행사하는 행동주의 ETF VOTE가 상장돼 이를 소개하고자 한다.

행동주의 펀드 엔진멤버원이 출시한 ETF:

VOTE는 행동주의 펀드 엔진멤버원에서 출시한 ESG 행동주의 ETF이다. 엔진멤버원은 지난 5월 엑손모빌에 환경에 끼치는 악영향을 비판하며 친환경 인사 임명을 요구해 결국 이사회 12석 중 3석을 확보한 이력이 있는 펀드다. 이 ETF 역시 기업의 ESG 환경 개선에 직접 참여하는 것을 표방한다. 이들은 적극적으로 보유 종목의 온실가스 저감과 근로자 노동환경을 감시할 것을 천명했다.

기본적으로 미국 대형주를 추종 안정적인 수익률+ESG 환경 개선 등으로 추가적 추가 상승 목표

VOTE 이외에 행동주의를 표방하는 ETF로 ACTV가 존재한다. 두 ETF의 투자 전략은 크게 다르다. ACTV는 주요 행동주의 투자자들이 투자한 종목들을 스크리닝하여 투자하는 액티브 전략을 사용한다. 이에 반해 VOTE는 미국 대형주 지수를 추종한다. 기본적으로 미국 대형주 추종 ETF와 큰 차이 없는 안정적인 수익률을 확보하고 그에 더해 개별 종목의 ESG 환경 개선 등으로 추가적인 추가 상승을 꾀하는 전략이다.

행동주의 ESG ETF의 등장 : ESG 대응 및 준비가 미흡한 기업들에 시사점

엑손모빌 건의 광고 효과와 ESG 투자 유행에 부합하는 목표에 해당 ETF에 관심이 모이고 있다. 이는 상장 이후 동기간 타 ESG ETF 대비 강한 자금유입강도(해당기간 펀드 순유입 자금/펀드 총자산)에서도 나타난다. ESG 투자에 시선이 집중되고 있는 현재 행동주의 ETF VOTE의 상장 및 주목은 아직 ESG 경영 및 대처 준비가 미흡한 기업들에게 시사하는 바가 크다.

칼럼의 재해석

노우호 수석연구원

EU, 운송용 연료 탄소 저감 목표치 상향 (Argus Media)

EU에서 2030년까지 탄소 배출 55% 감소 목표와 함께 육상 운송용 연료에 대한 규제를 강화하는 조치가 발의되었다. 이번 발의안에는 온실가스(Green House Gas, GHG) 저감 목표를 현재 29%에서 40% 이상으로 상향, 2025년까지 더욱 강화된 탄소 배출 거래(Carbon Emissions Trading System, ETS)에 대한 내용이 포함되었다. 재구성된 RED II (Renewable Energy Directive II)는 2030년까지 고급 바이오연료의 하한 비율을 2.2%로 설정함과 동시에 비생물학적으로 생산된 신재생연료의 비율 상향(2.6%)을 제안했다. 추가적으로 재생 수소와 암모니아, 그리고 고급 바이오연료 및 바이오LNG는 약 10년간 세제 혜택을 받을 전망이다. 또한, 지속가능한 항공연료(Sustainable Aviation Fuel, SAF)에 대한 기준을 상향하여 2025년 혼합 목표 2%에서 최종적으로 2050년 혼합 목표수준 63%를 설정했다.

이번 운송용 연료 탄소 저감 목표치 상향은 전반적인 바이오연료 시장의 성장을 촉진할 것으로 보여진다. 하지만, 즉각적인 탈 탄소화가 어려움에도 불구하고, 기존 사용되던 바이오디젤과 같은 전통적인 바이오연료에 대한 정책적인 지원이 포함되지 않아 비현실적이라는 비판의 목소리 또한 존재하는 상황이다. 하지만 폐기물을 기반으로 한 바이오연료 업계 및 비식용 농산물을 원료로하는 고급 바이오연료 생산 업체들은 이번 조치를 환영하는 모습을 보이고 있다.

탄소 중립의 일환으로 사용되는 바이오연료

즉각적인 탈 탄소화 어려운 장거리
운송 분야

탄소 중립을 선언하는 국가들이 많아지면서 다양한 분야에서의 신재생에너지 사용이 장려되고 있다. 발전된 기술을 바탕으로 탄소 중립 로드맵이 구체화 됨에 따라 다양한 분야에 적용이 시작되고 있다. 하지만 장거리 운송 분야는 즉각적인 탈 탄소화가 어렵고, 적용 가능한 재생에너지 사용법이 한정적이기에 바이오 연료를 통해 일정 부분 탄소 배출을 줄이려는 노력이 기울여지고 있다.

바이오연료 의무 사용의 확대

유럽에서는 2009년 Renewable Energy Directive(RED)를 시작으로 운송 부문에서 재생에너지 사용에 대한 국가 목표를 설정했다. 동시에 바이오연료와 기타 대체 연료의 사용 장려 및 의무화가 시작되었다. 국내에서는 2002년 BD20 시범 보급을 시작으로 바이오연료의 사용을 시작했다. 현재 신재생에너지 연료 혼합의무화제도(RFS) 하에 혼합의무자(석유정제업자)는 바이오디젤이 혼합된 제품을 공급하도록 하고 있으며, 이번 달 1일부터 기존의 혼합비율인 3%에서 0.5%p 상향하여 3.5%의 혼합 비율을 지키도록 하고 있다.

표1 글로벌 주요 국가 탄소 중립 최종 목표

국가	중간 목표	탄소중립 시기
EU	2030년 탄소배출 55% 감축, 2050년 탄소중립	2050년 탄소중립
중국	2030년 탄소정점	2060년 탄소중립
한국	2030년 온실가스 24% 감축	2050년 탄소중립
일본	2030년 태양광 발전 60%	2050년 탄소중립
미국	2030년 풍력발전 2배로 확대	2050년 탄소중립

자료: 각국 발표 내용, 메리츠증권 리서치센터

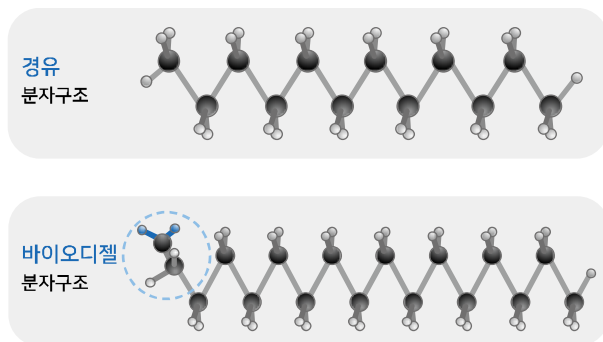
바이오연료란?

바이오연료는 바이오매스에서 추출한 모든 연료를 뜻한다. 식물 혹은 폐기물 등을 원료로 하고 있어 석유, 석탄, 천연가스와 같은 화석연료에 비해 탄소 배출이 적은 재생에너지로 평가 받고 있다.

바이오연료의 대분류 :
에탄올, 바이오디젤, HVO

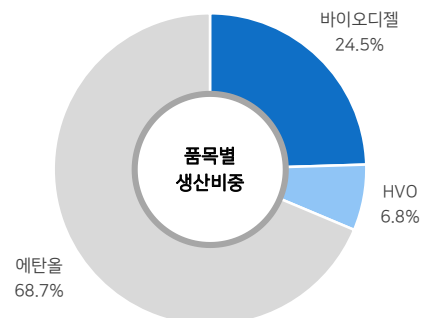
가장 대표적인 바이오연료로는 에탄올이 있다. 주로 옥수수를 원료로 만들어지며 100% 에탄올 연료로 사용되거나, 휘발유에 혼합하는 형태로 사용이 되고 있다. 다음으로 바이오디젤은 주로 팜유와 같은 식물성 기름 혹은 폐유로 만들어지며, 인위적으로 탄소 사슬에 산소를 덧붙인 형태로, 디젤에 혼합하여 사용된다. 디젤은 일반적으로 연소과정에서 CO2를 대량 배출하게 되는데 바이오디젤이 혼합 될 경우, 포함된 산소 덕분에 부분적으로 완전연소가 일어나 탄소 배출량이 감소되는 효과를 갖게 된다. 마지막으로 수소화 식물성 오일(Hydrotreated Vegetable Oil, HVO)이 있다. HVO는 바이오디젤로 분류되지만 그 생산 방식에서 차이가 존재하며, 바이오디젤에 비해 탄소저감에 더욱 효과적이기 때문에 주목 받는 바이오연료 중 하나이다.

그림1 바이오디젤의 분자 구조



자료: 제이씨케이칼, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2020년 바이오연료 품목별 생산 비중



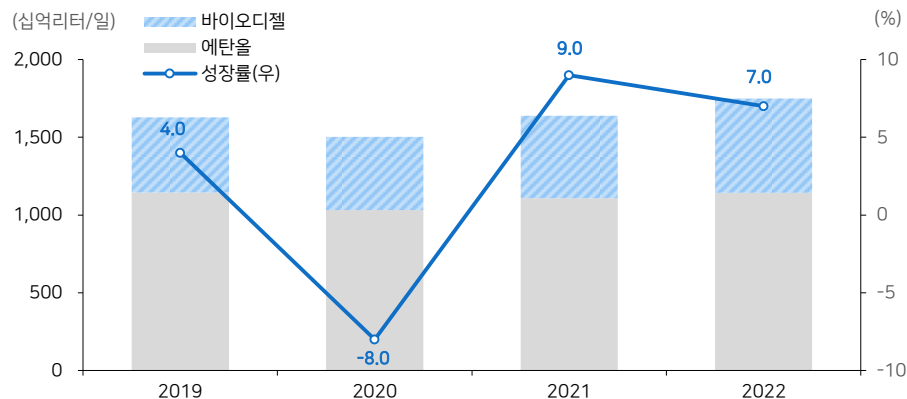
자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

코로나바이러스로 인한 운송용 바이오 연료 시장의 축소

2030년까지 꾸준한 성장 필요한
바이오연료 시장

바이오연료는 일반적으로 기존 화석연료와 혼합하여 사용하는 비율이 높아, 화석 연료 사용 증가와 함께 성장했다. 화석연료 수요와 동반 성장한 바이오연료 시장은 코로나바이러스로 인해 20년만에 처음으로 시장이 축소되었다. 2020년 일간 바이오연료 생산량은 1,503억리터로, 2019년 생산량인 1,629억리터 대비 -8% 감소했다. 하지만 운송용 연료 수요는 예상보다 빠른 회복을 보이고 있다. 따라서, 2021년 해당 생산량은 2019년 수준으로 반등할 전망이다. IEA는 SDS (Sustainable Development Scenario)를 달성하기 위해 2030년까지 일간 바이오 연료 생산량이 매년 10% 수준으로 성장해야 한다고 전망하고 있다.

그림3 2022년 글로벌 바이오연료 생산량 전망



자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

운송용 수요 증가에 따른 바이오연료 소비 증가

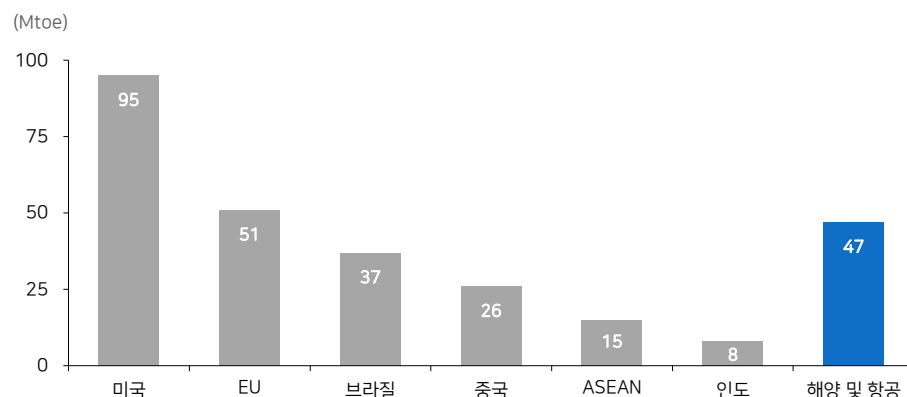
다양한 바이오연료 정책 등장

유럽은 2021년부터 개정된 RED II 를 통해 2030년까지 운송용 연료 수요 중 고급 바이오연료(Advanced-Biofuel) 비중을 2.2% 수준으로 끌어올리겠다고 발표했으며, 미국 또한 재생가능연료표준(Renewable Fuel Standard)을 발표하며 바이오연료 정책을 제시 중이다.

항공, 선박용 수요는 꾸준히 증가

이처럼 정책적인 지지를 받고 있는 바이오연료의 다음 과제는 항공유 및 선박유 시장으로의 진출이다. 2018년 연간 항공용 바이오연료의 생산량은 1500만 리터로 연간 항공유 수요량의 0.01% 수준에 그쳤다. 해상 운송용 바이오연료 또한 높은 비용으로 인해 입지가 좁은 상황이다. 항공 및 선박용 바이오연료는 기술적으로 생산이 가능하나, 정책적 지원이 없을 경우 수익성이 낮아 현재 대규모 생산이 이루어지지 않고 있다. IEA는 2030년 선박 및 항공 업계의 바이오연료 소비량이 47Mtoe에 달할 것으로 전망한다. 이는 현재 생산되는 바이오연료의 50% 수준에 해당하는 양으로 이 수준을 충족하기 위해서는 정책적인 지원이 필요한 상황이다.

그림4 2030년 바이오연료 사용량 전망



자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

바이오연료에 대한 오해와 직면한 과제

원료 생산 과정에서도 탄소 저감
이루어지는 중

현재 탄소 중립의 초점은 단순히 최종 소비단계에서의 탄소배출 감축에서 더 나아가 밸류체인 전 분야에서의 탄소배출 감축으로 확장되었다. 이에 따라, 바이오연료의 원재료인 옥수수과 팜나무의 재배과정에서 배출되는 탄소의 양을 고려하자는 의견 또한 존재한다. 하지만 EU와 인도네시아의 WTO분쟁 과정에서 밝혀진 바에 의하면 팜유 생산 과정에서 발생하는 탄소의 양은 팜나무가 흡수하는 탄소의 양의 1/9 수준으로 밝혀졌다. 더불어 국제기후변화협약기구인 IPCC는 경유 1킬로리터가 바이오디젤로 대체되었을 경우, 2.6톤의 CO₂ 감축의 효과를 보인다고 정의하고 있다. 따라서, 바이오연료가 오히려 탄소 배출을 가속화 한다는 오해는 차츰 약화될 것으로 보인다.

바이오연료의 단점 보완 시급

하지만 바이오디젤은 현존하는 디젤 기관의 부식을 가속화시켜 차량의 교체주기를 빠르게 만들며, 이는 곧 새로운 형태의 자원낭비라는 지적을 피해갈 수는 없다. 또한, 바이오연료의 원료로 사용되는 식물이 대부분 식용작물이기에 기아 문제를 야기한다는 주장 역시 꾸준히 제기되고 있다. 그럼에도 불구하고, 현재 운송 과정에서의 탄소 배출 저감을 위해서 바이오연료의 사용은 필수적이다. 운송수단의 내용연수가 수익성에 큰 영향을 미치는 운송업계의 특성을 고려했을 때, 엔진 기관에 무리를 주지 않는 방식의 바이오연료 개발이 필수적으로 보인다. 더 나아가, 식용농산물의 정당한 분배가 이루어질 수 있도록 비식용 농산물을 원료로 하는 고급 바이오연료 시장의 확대가 시급한 과제로 보인다.

원문: EU Plans Tougher Renewables, CO₂ Targets for Road Fuels