

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2021. 12. 9 (목)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

2022년 전망 시리즈 15 **화장품/섬유의복_사막에도 오아시스는 있다**(해설판)
2022년 전망 시리즈 16 **철강_높이 올라야 멀리 보인다**(해설판)

오늘의 차트

탄소배출권 강제 이어질까?

칼럼의 재해석

비트코인 ETF, 선물을 넘어 현물로 가는 길

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

본 자료의 원본은 2021년 11월 18일 발간된
[2022년 전망 시리즈 15 - 화장품/섬유/의복: 사막에도 오아시스는 있다] 임



▲ **화장품/섬유/의복**
Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

2022년 전망 시리즈 15

화장품/섬유/의복_사막에도 오아시스는 있다 (해설판)

- ✓ [2021] 자유 소비재: 1H21 동조화 vs. 2H21 차별화
- ✓ [2022E 화장품] 중국 한국 화장품 점유율 하락, 면세 중국 면세 육성, 내수 수입 선호 지속
- ✓ [2022E 섬유/의복] 내수 특수 제거, 중국 출점 기반 양적 성장, 서구 리오프닝, 베트남 수혜
- ✓ [Top Picks] F&F (Buy, 1,250,000원), 한세실업 (Buy, 35,000원)
코스맥스 (Buy, 170,000원)

시나리오별 2022년 전망

항목	변수	Worst	Base	Best
주 가 결 정 요 인	1. 중국 성과	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 중국 화장품 소매판매 성장률 : Flat 이하 ▪ 중국 의류 소매판매 성장률 : -6% 이하 ▪ 국내 면세 매출 성장률 : +5% 이하 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 중국 화장품 소매판매 성장률 : +4% ▪ 중국 의류 소매판매 성장률 : -2% 이하 ▪ 국내 면세 매출 성장률 : +12% 이하 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 중국 화장품 소매판매 성장률 : +10% 이상 ▪ 중국 의류 소매판매 성장률 : Flat 이상 ▪ 국내 면세 매출 성장률 : +20% 이상
	2. 국내 실적	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 국내 화장품 소매판매 성장률 : Flat 이하 ▪ 국내 의류 소매판매 성장률 : Flat 이하 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 국내 화장품 소매판매 성장률 : +6% ▪ 국내 의류 소매판매 성장률 : +4% 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 국내 화장품 소매판매 성장률 : +10% 이상 ▪ 국내 의류 소매판매 성장률 : +10% 이상
	3. 미국/유럽 경기	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 미국 소매판매 ▪ 유럽 소매판매 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 미국 의류 소매판매 성장률 : Flat 이하 ▪ 유럽 의류 소매판매 성장률 : +5% 이하 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 미국 의류 소매판매 성장률 : +5% ▪ 유럽 의류 소매판매 성장률 : +10%
산업 투자 전략		<ul style="list-style-type: none"> ▪ 소비재 전 업체 약세 ▪ 업태 무관 단기간 내 주가 낙폭 확대 불가피 ▪ 저베타 종목 선호도 증가 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 시장성: 서구 > 내수 > 중국 ▪ 투자성 (업태): 서구권 비중 높은 의류 OEM 매력적, 3사 모두 바스켓 접근 추천 ▪ 투자성 (업체): 역기지 영향 무관 자연 성장 실현 및 시장 성장 상회 업체 선별 필요 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 소비재 전 업체 강세 ▪ 화장품/의류 막론 전 채널 판매 고성장 실현 → 전방 브랜드 및 후방 OEM 모두 호조 ▪ 고베타 종목 선호도 증가
Top-Picks		<ul style="list-style-type: none"> ▪ 자유재 Underweight ▪ 화장품: LG생활건강 ▪ 섬유/의복: 한섬 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 자유재 Overweight ▪ 화장품: 코스맥스 ▪ 섬유/의복: F&F, 한세실업 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 자유재 Super Overweight ▪ 화장품: 아모레퍼시픽 ▪ 섬유/의복: F&F, 한세실업, 화승엔터프라이즈

2021 Review

2021년 자유 소비재 소매판매는 기저 효과, 이연 수요, 보복 소비 특수 영향으로 회복하며 전 카테고리에서 강세를 시현했다(국내 소매판매 성장률: 화장품 -18% → +6%, 의류 -18% → +11%; 9월 누적 기준).

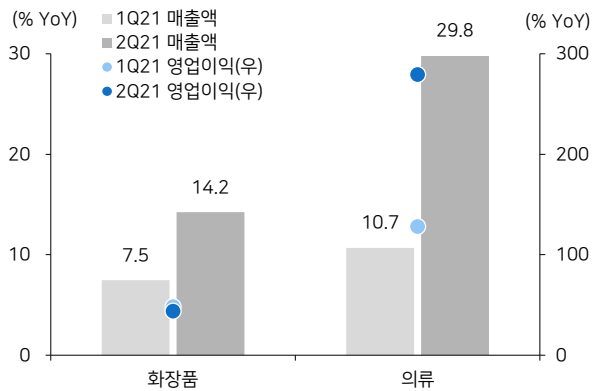
1H21 동조화

상반기에는 판매 회복에 따른 영업 레버리지 확장 효과가 두드러지며, 화장품과 의류 두 업종 모두 호조를 보였다(1H21 매출액/영업이익: 화장품 +11%/+46%, 의류 +20%/+196%). 호실적에 주가 또한 상승 수렴하며 시장 대비 초과 수익을 달성했다(1H21 수익률: 화장품 +16%, 의류 +65% > KOSPI +14%). 화장품은 음식료 시가총액을 상회하며 소비재 내 최대 시가총액 업종 위치를 탈환하였으며, 의류는 유통 시가총액을 상회하며 소비재 내 영향력을 강화했다.

2H21 차별화

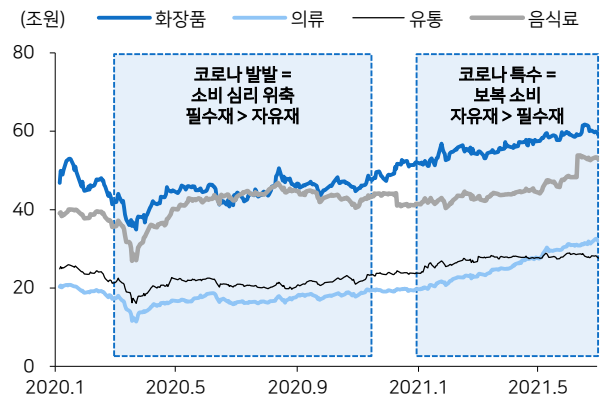
하반기에는 화장품과 의류 업종의 주가 흐름이 상이했다. 화장품은 실적 부진이 주가 약세(주가 수익률 1H21 +16% → YTD -15%)로 나타난 반면, 의류는 실적 약진이 주가 강세(주가 수익률 1H21 +65% → YTD +66%)로 이어졌다.

그림1 1H21 화장품 · 의류 실적 성장률



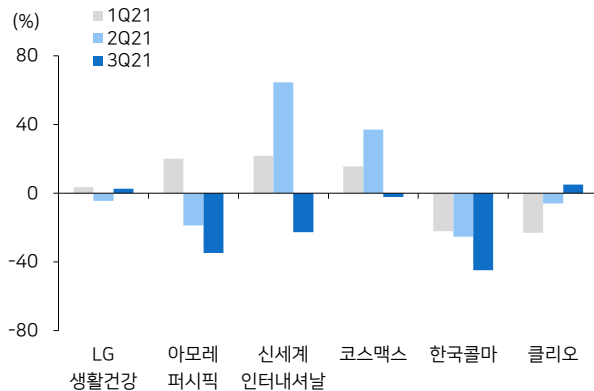
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 소비재군별 시가총액 및 상대주가



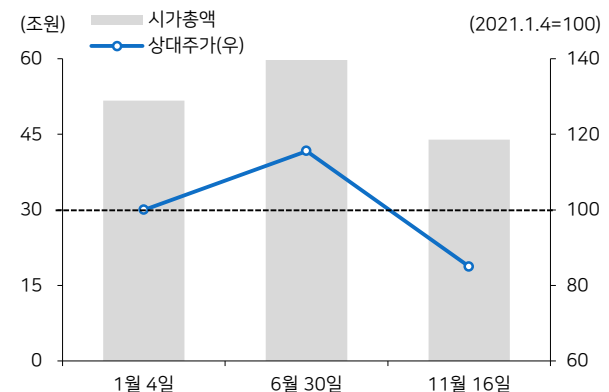
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 화장품 커버리지 영업이익 괴리율 (실제 vs. 컨센)



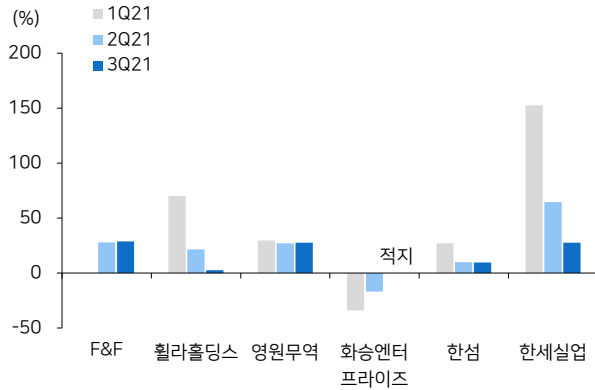
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 화장품 시가총액 및 상대주가



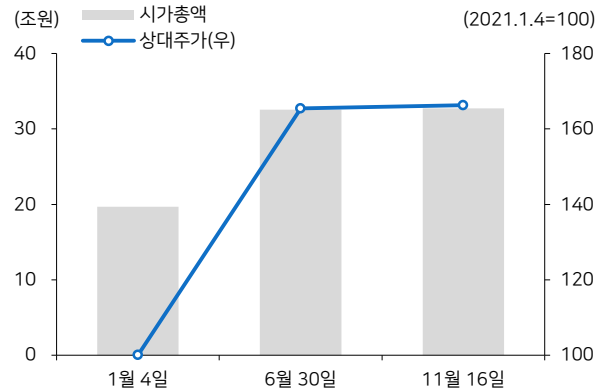
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 섬유·의복 커버리지 영업이익 괴리율 (실제 vs. 컨센)



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림6 섬유·의복 시가총액 및 상대주가



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

2022E Preview: 화장품

[화장품: 한·중 성과 핵심 (전 업체 아시아 기반)]

화장품 업종은 주력 시장의 실적 가시성 및 경쟁력 점검을 통한 투자 판단이 필요하다. 화장품은 업태 무관 아시아 의존도가 절대적(커버리지 평균 권역별 매출 비중: 아시아 95% vs. 서구권 5%)이며, 아시아 매출의 대부분은 한국과 중국 기반이다(커버리지 평균 매출 비중: 한국 50%, 중국 37%, 기타 아시아 7%).

[중국] 단기: 역기저 부담

중국 화장품 시장은 단기적으로 역기저 구간에 있다. 중국 화장품 소매판매 성장률은 2020년 +14% → 2021E +16% → 2022E +4%(+38% vs. 2019년)으로 전체 시장과 유사한 흐름을 보였다. 2Q21에 이미 역기저 구간에 진입했으며, 1Q22E 역신장 전환이 예상된다(1H21 +30% → 2H21E +6% → 1H22E -2% → 2H22E +9%). 화장품 수입 또한 2Q20에 성장 전환 후, 지난 6월 2013년 3월 이래 최초로 역성장(코로나 시기 제외)하는 등 유사한 추이를 시현하고 있다.

[중국] 장기: ① 시장 성숙화

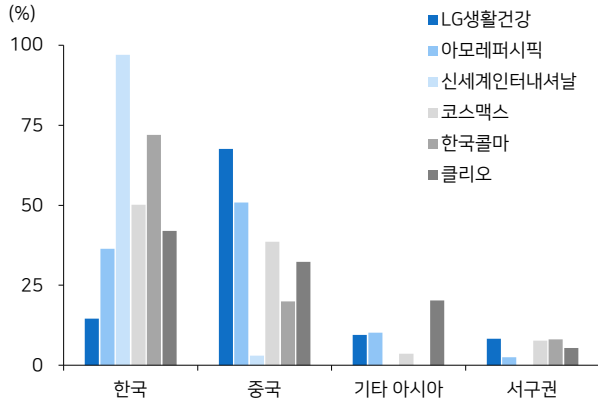
장기적으로는 고성장이 끝자락에 접어들며 저성장 국면의 도래 가능성이 상존한다(중국 화장품 소매판매 CAGR: 2004~2013년 +23% → 2013~2021E +10% → 2022E~ +한 자리 수). 양적 성장에서 질적 성장의 단계로 진입하며, P 중심 시장으로 변모하는 것이다. 전체 화장품 판매 성장과 인당 구매액 증감 간의 괴리 축소가 이를 방증한다. 중국이 준선진국화됨에 따라 인당 구매액(ASP)은 하락, 주력 소비층인 20대 여성 감소세가 두드러지며 판매량(Q) 또한 감소할 전망이다.

[중국] 장기: ② 점유율 하락

중국 화장품 소매 시장 내 한국 브랜드 선호도 또한 약화되고 있다. 한국산 화장품 점유율은 2000~2013년 0.1%를 유지하다가 2014~2019년 2.1%까지 확대된 바 있으며, 2020년 최초로 하락세를 보였다. 반면 수입 브랜드 점유율은 상승하고 있어, 중국 소비자들의 한국 화장품에 대한 수요 감소를 방증한다.

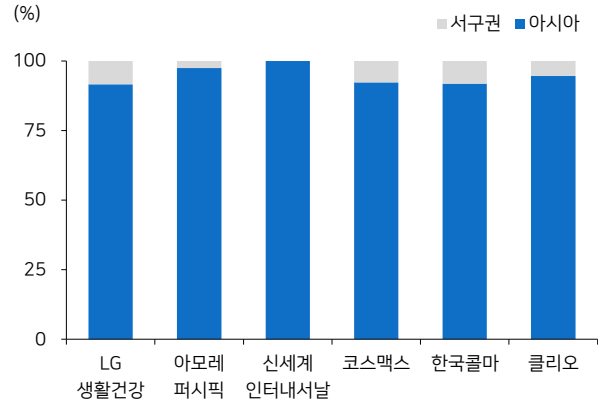
수입 시장에서도 마찬가지이다. 한국산 화장품 점유율은 2014년 본격적으로 상승하기 시작해 2016~2018년 1위, 2019년 2위를 유지하다가, 2020년부터는 3위까지 하락했다(2021년 누적 기준 점유율: 일본 > 프랑스 > 한국 > 미국 > 영국).

그림7 화장품 업체별 국가별 매출 비중 (2022E)



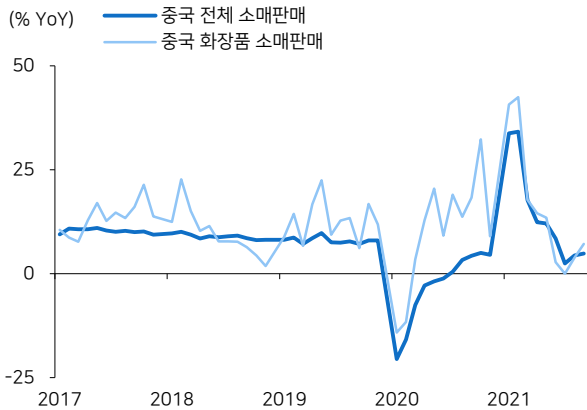
주: 면세 매출은 중국에 합산
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 화장품 업체별 권역별 매출 비중 (2022E)



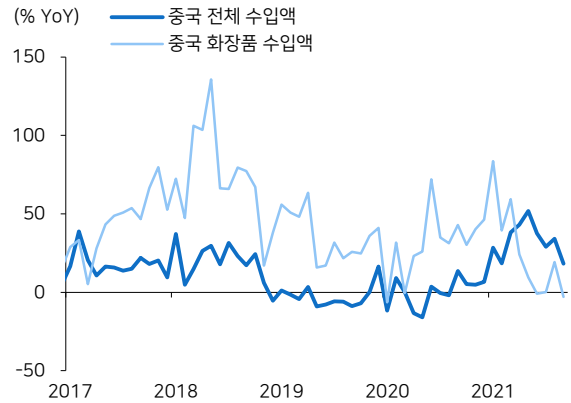
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 중국 소매판매: 전체 vs 화장품



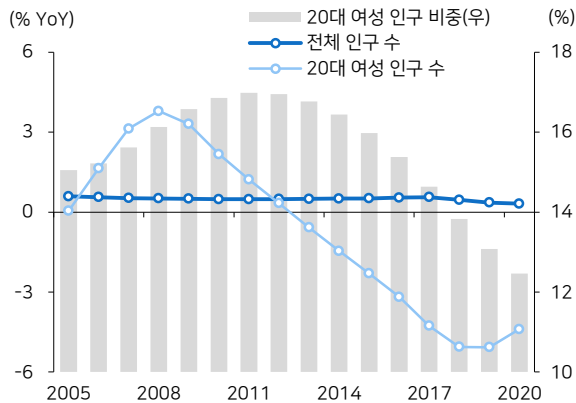
자료: 중국 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림10 중국 수입액: 전체 > 화장품



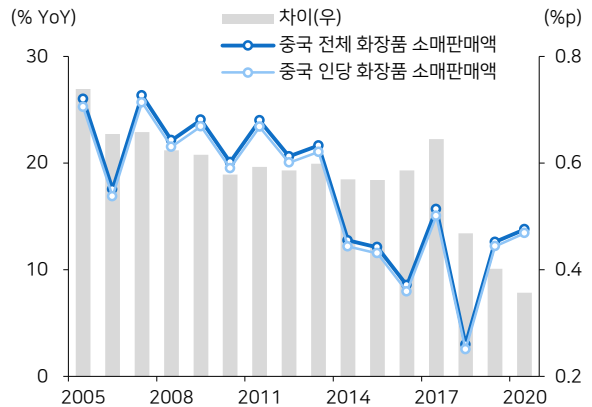
자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

그림11 중국 전체 인구 vs. 20대 여성 인구



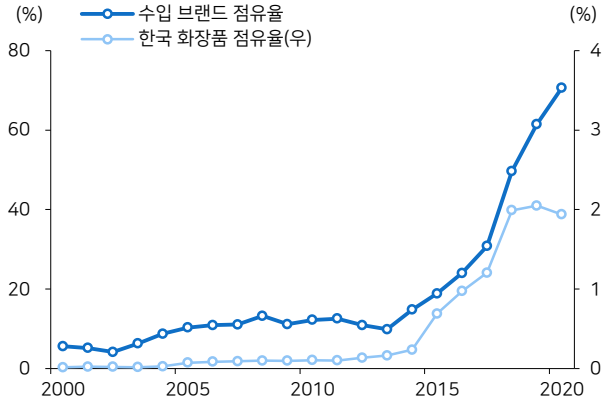
자료: World Bank, 메리츠증권 리서치센터

그림12 중국 화장품 소매판매 vs. 인당 화장품 소매판매



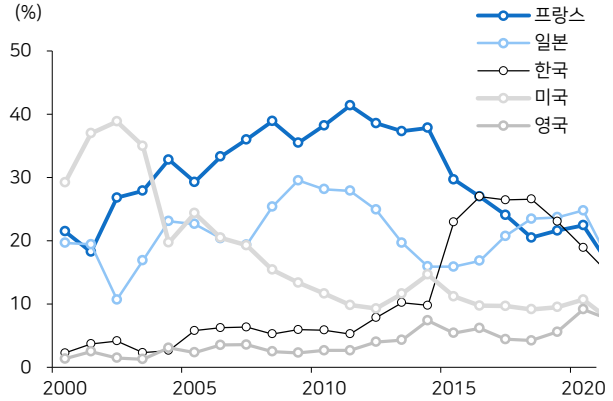
자료: 중국 통계청, World Bank, 메리츠증권 리서치센터

그림13 중국 화장품 소매 시장 점유율: 수입 vs. 한국



주: 중국 화장품 수입 전액이 화장품 소매 시장 내 판매된 것으로 가정.
공급가 대비 소매가 평균 2배수 적용, '수입액*2 / 화장품 소매판매액'으로 변환하여 산출
자료: 중국 통계청, KITA, 메리츠증권 리서치센터

그림14 중국 화장품 수입액: 국가별 점유율 추이



자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

[면세] 단기: ① 가시성 저하
② 하이난 역기저

면세 시장 또한 코로나 상황이 지속되며 객수 급감(Q↓) 및 다이코 의존 증가(P↑) 등 가시성이 저하되는 모습이다. 면세점 매출 성장률은 2020년 -38% → 2021E +17% → 2022E +12%으로, 2019년 개별 관광객 매출의 1/3가 회복된다고 가정 시 2022E 면세 매출은 2019년 대비 -17%에 불과할 전망이다. 3Q21 부터는 2020년 7월부터 폭발적인 성장을 시현한 하이난 면세점의 역기저 효과가 발생하기 시작해, 글로벌 면세 추가 효과 역시 제한적이다.

[면세] 장기: ① 중국 규제 강화
② 중국 면세 육성

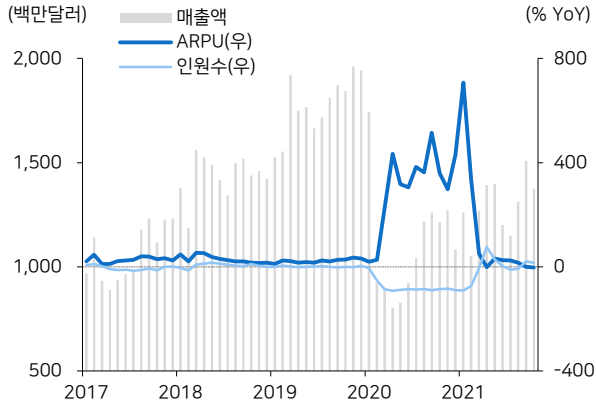
이러한 상황 속에서 중국은 '화장품감독관리조례' 등 정부 차원의 현지 브랜드 지원 정책을 내세우며 C-beauty를 강화하고 있고, 면세 산업도 적극적으로 확장 중이다. 작년 7월 신정책 도입, 면세 공급 확대, 가격 할인 등 하이난 면세점 육성 정책 또한 외화 유출을 방지하고 외국 소비를 내재화한다는 점에서 이와 궤를 같이 한다. 2025E 중국 면세 시장 규모는 약 1,820억위안(31조원)으로 5배 증가하여, 글로벌 면세 기여도는 32%에 달할 전망이다(vs. 2019년 14%).

인당 구매한도는 3만위안에서 10만위안으로, 면세 품목은 38개에서 45개로 늘리는 등 면세 체도를 완화하면서, 하이난의 면세 매출은 한국 면세의 55%까지 추격할 상태이다. 현재 하이난성 정부의 2025E 면세 매출 목표는 51조원으로, 이는 2020년 5조원 대비 10배에 달하는 높은 수치이다.

[내수] 단기: 색조 수요 확장
장기: 수입 선호 지속

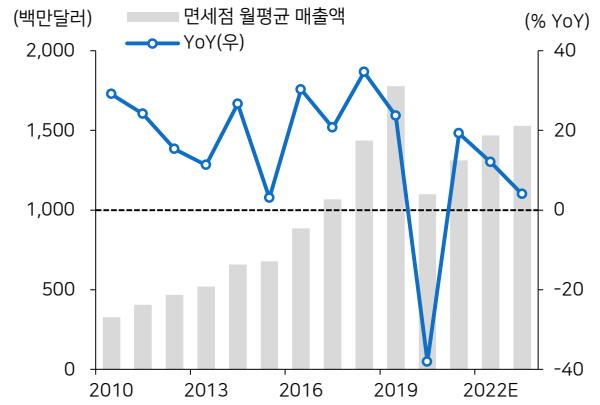
국내 화장품 소매판매는 2020년 성장률 -18%를 기록한 후, 1Q21 역기저 구간에 진입하며 2021년 2월 '+' 전환에 성공했다. 단기적으로 워드 코로나 전환에 따른 대면 서비스업 활성화로 기초 대비 색조 화장품의 선전이 기대된다. 장기적으로는 외제 강세가 지속되며, 수입 화장품에 대한 수요 쏠림이 계속될 전망이다. 화장품 업체별 내수 판매 성장률을 비교해보면, 신세계인테리어내셔널의 수입 화장품 성장률이 타 비면세 업체보다 높다. 공급 측면에서는 FTA와 백화점 입점수수료 감소가 수입 제품의 판가를 낮추어 판매량을 증가시키고, 수요 측면에서는 소비자 연소화와 소비 수준 향상이 수입 선호도를 높일 전망이다.

그림15 국내 면세점 매출액: ARPU 및 이용객 수



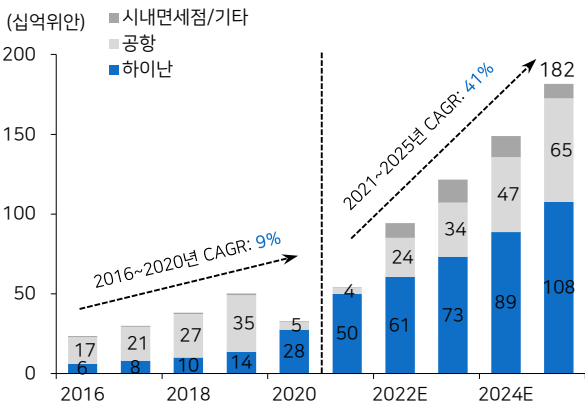
자료: 한국면세점협회, 메리츠증권 리서치센터

그림16 국내 면세점 월평균 매출액



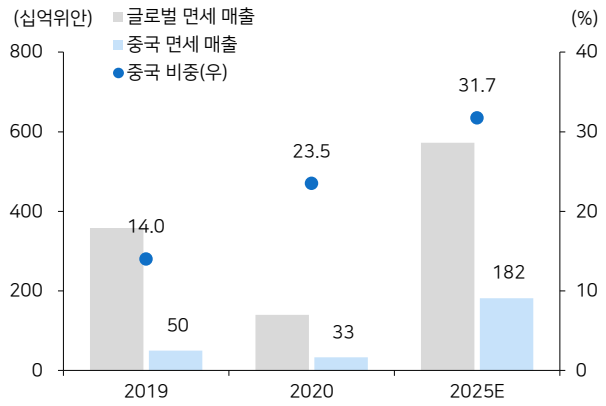
자료: 한국면세점협회, 메리츠증권 리서치센터

그림17 중국 면세 시장 규모: 2025E 하이난 비중 60%



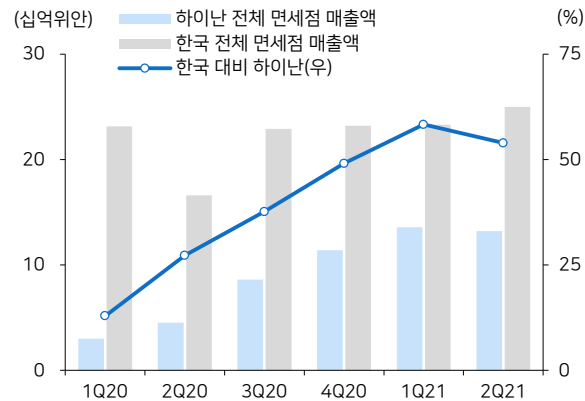
자료: Frost & Sullivan, 메리츠증권 리서치센터

그림18 글로벌 면세 vs. 중국 면세



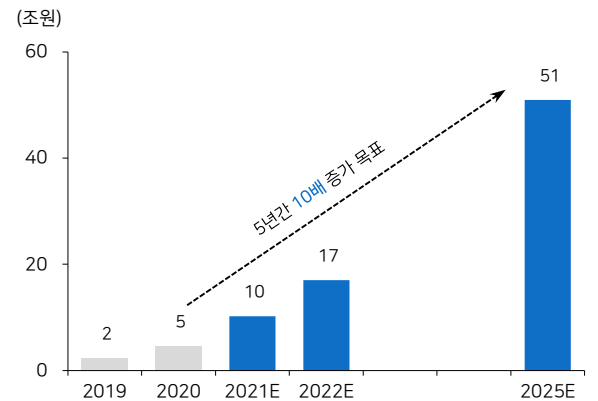
자료: Frost & Sullivan, 메리츠증권 리서치센터

그림19 하이난 면세 매출: 한국 대비 55%까지 추격



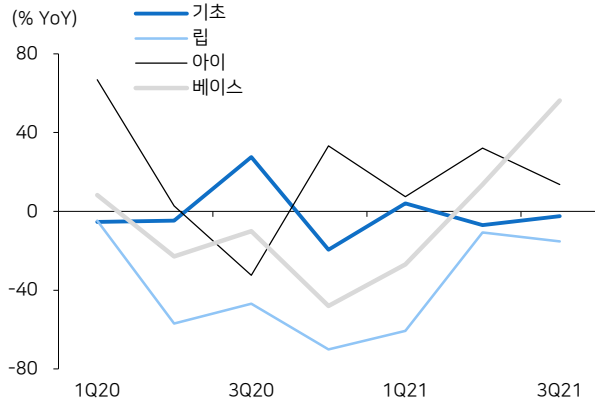
주: 월평균 매출 기준
자료: 한국면세점협회, 중국 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림20 하이난 정부, 2025년 목표 면세 매출 51조원



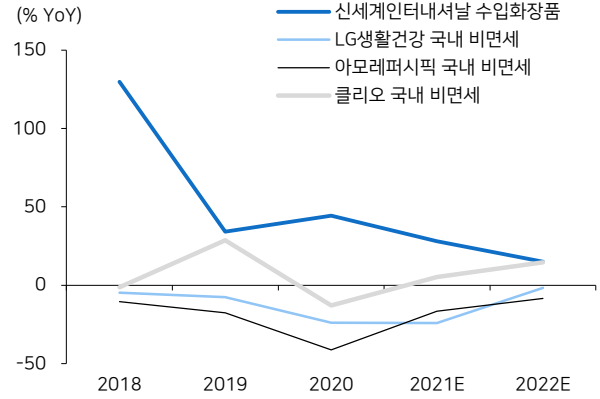
주: 적용 환율 1위안=170원
자료: 하이난성 정부, 메리츠증권 리서치센터

그림21 클리오 카테고리별 매출 성장률



자료: 클리오, 메리츠증권 리서치센터

그림22 화장품 업체별 내수 판매 성장률: 수입 > 국내



자료:각 사, 메리츠증권 리서치센터

2022E Preview: 섬유 의복

의류: 업체별 주력 시장 상이 (브랜드 한중, OEM 서구)

섬유 의복 업종 또한 주력 시장의 실적 가시성과 경쟁력 점검을 통한 투자 판단이 필요하겠다. 의류는 업태별로 매출처가 상이(커버리지 평균 권역별 매출 비중: 브랜드 아시아 81% vs. OEM 서구권 91%)하며, 동종 업태 내에서도 업체별로 주력 시장이 가지각색이다.

[내수] 단기: 특수 제거

2021년은 보복 소비 특수로 백화점형 의류 판매가 전 복종에서 강세를 보였으며, 저성장 국면의 기성복마저 역대 최고의 성장률을 시현한 이례적인 해이다. 2022E는 보복 소비 특수가 제거되며, 역기지 부담으로 인한 역신장 전환이 불가피하겠다. 특히 한섬 등 백화점 의존도가 높은 브랜드사가 위험에 노출될 가능성이 높다.

[내수] 장기: 럭셔리·스포츠 강세

해외 명품, 스포츠 의류 등 특정 카테고리에 대한 구조적 성장 기대는 유효하겠다. 코로나 특수에 따른 일시 매출 증가가 아닌, 복종 자체에 대한 수요 확대에 기반하기 때문이다. 가심비 소비 성향에 따른 명품 카테고리의 성장은 백화점 외형 성장에 중추적인 역할을 수행하며, 에슬레저 트렌드 지속에 따른 스포츠의 강세도 지속되겠다.

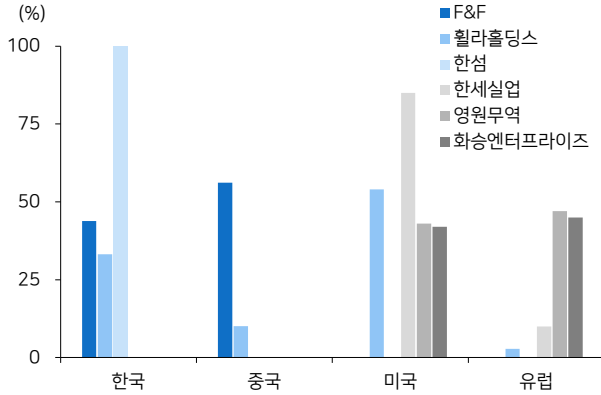
[중국] 단기: 출점 기반 양적 성장

중국은 단기적으로 의류 시장이 성숙화되며, 판매 성장률이 인당 GDP 및 가처분 소득 성장에 수렴하고 있다(중국 의류 소매판매: 2020년 -9% → 2021E +11% → 2022E -2%). 단, 국내 의류 브랜드사의 경우 중국 진출 초입으로써 출점 기반 양적 성장 실현 가능성이 가능하다.

[중국] 장기: 협업 통한 질적 성장

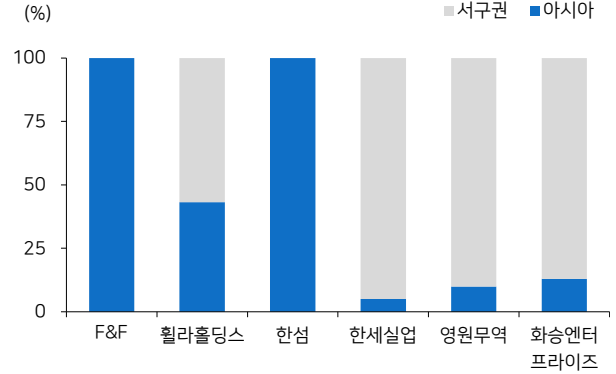
장기적으로는 국내 의류 브랜드사가 중국 업체와의 협업을 통한 간접 사업을 전개할 전망이다. 자사 현지 법인을 통해 직접 사업을 전개하는 국내 화장품사와 비교했을 때, 간접 사업 전개 시 수익성과 확장성은 더 높고 위험성은 더 낮다.

그림23 섬유 의복 업체별 국가별 매출 비중 (2022E)



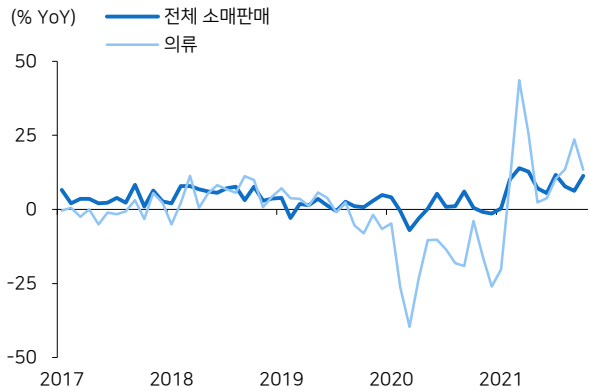
주: 면세 매출은 중국에 합산
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림24 섬유 의복 업체별 권역별 매출 비중 (2022E)



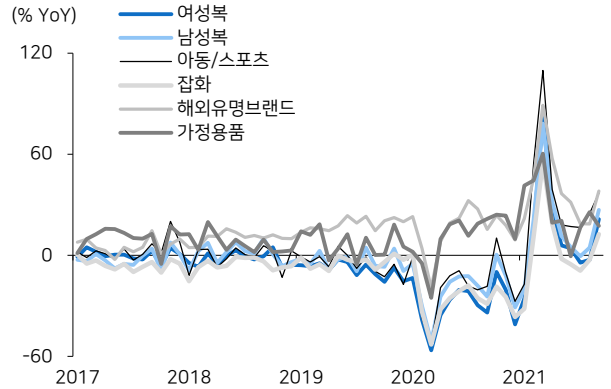
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림25 국내 의류 소매판매



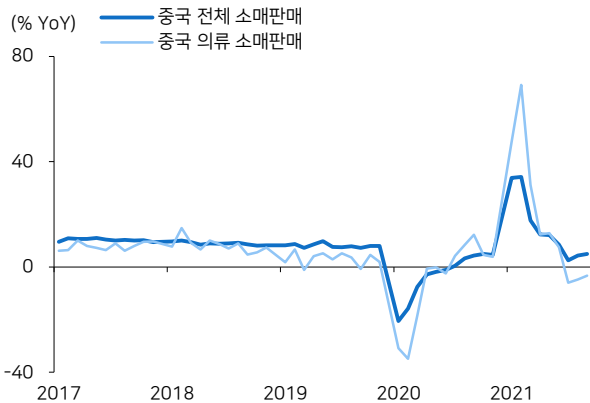
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림26 백화점 품목별 판매액



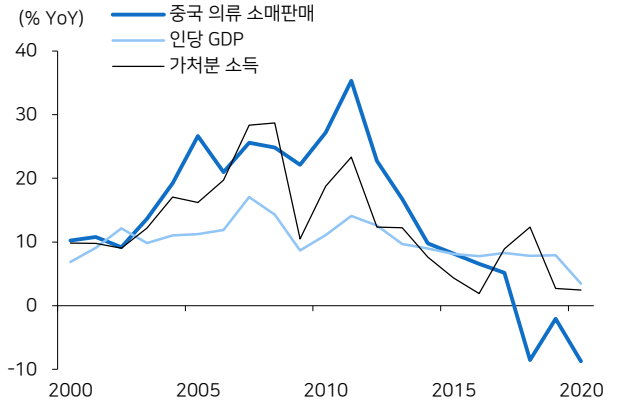
자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림27 중국 전체 소매판매 vs. 의류 소매판매



자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림28 중국 의류 소매판매, 인당 GDP, 가처분 소득



자료: 중국통계청, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

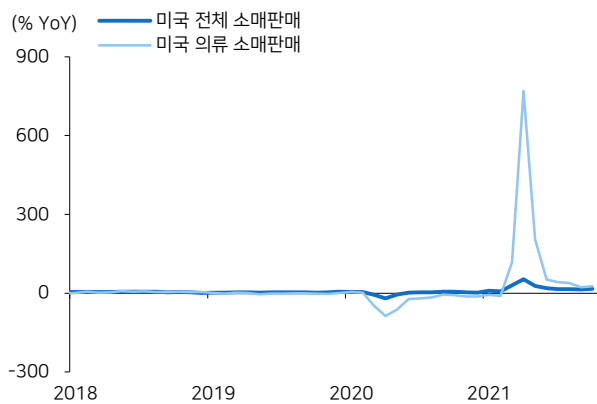
[서구] 단기: ① 리오프닝 수혜 서구권에서는 미국 성장이 재개되고 유럽 회복이 시작되면서 리오프닝 수혜를 기대한다. 특히 미국 의류 판매 회전율(2021년 의류 판매: 2020년 대비 154%, 2019년 대비 110%)은 역대 최고치인 반면 재고율(2021년 의류 재고, 2020년 대비 80%, 2019년 대비 84%)은 역대 최저치를 기록하고 있어, 재고 비축 수요 확대에 따라 후방OEM사 수주가 증가할 전망이다.

[서구] 단기: ② 베트남 가동 재개 베트남 록다운 해제도 의류 시장에 긍정적으로 작용하겠다. 지난 10월 베트남 정부 남부 18개성에 대한 록다운이 해제되면서 후방OEM사 가동이 재개되었다. 다만 경쟁사들의 월매출 추이에서 회복세를 확인할 수 있으며, 상대적으로 베트남 CAPA 비중이 높은 한세실업과 화승엔터프라이즈의 모멘텀 강화가 기대된다. 주요 지역 내 사회적 거리두기 및 이동 제한은 여전하기 때문에 Full Capa 전환까지는 3개월 가량 소요될 전망이다(베트남 의류 공장 평균 가동률: 11월 70% → 12월 80~90% → 1월 100% 이상).

[서구] 단기: ③ 단가 협상력 증대 글로벌 의류 공급 불균형 속에서 전방 수요는 폭발적으로 확대되면서, 후방 원부자재 가격 인상(원가 부담)이 단가 상승으로 전가되겠다. 미국은 2021년 들어 이례적으로 전 생산지향 의류 단가를 인상했다(2021년 9월 vs. 2020년 수입 의류 단가: 베트남 +9%, 방글라데시산 +7%, 중국산 +3%, 평균 +2%). 후방사업자인 한세실업 또한 저가 캐주얼 생산 위주로 원자재 가격 인상이 판가로 전가되기 어려움에도 불구하고, 단가 인상이 지속적으로 발생하고 있는 모습이다.

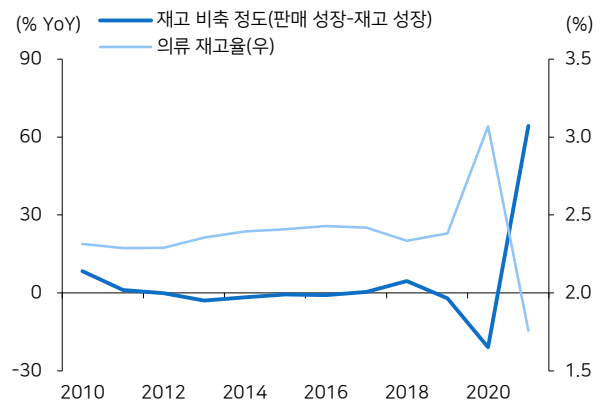
[서구] 장기: ① 무관세 지역 확충
② 베트남·방글 집중
③ 수직 계열화
 장기적으로는 서구권향 무관세 지역을 생산 기지로 활용함에 따라 거래선 선호가 증가할 전망이다. 또한, 미·중 무역 갈등 및 중국 노무비 인상 영향으로 베트남과 방글라데시 대형사의 물량 증가가 지속되겠다(2010년 vs. 2021년 미국 의류 수입 비중: 베트남 8% → 19%, 방글라데시 5% → 9% vs. 중국 비중: 39% → 23%). 마지막으로 후방 산업의 수직계열화를 통해 구조적 원가 절감 및 협상력 증대, 본업 봉제와의 시너지 효과도 창출 가능하겠다.

그림29 미국 소매판매: 의류 소매판매 전체 시장 성장 상회



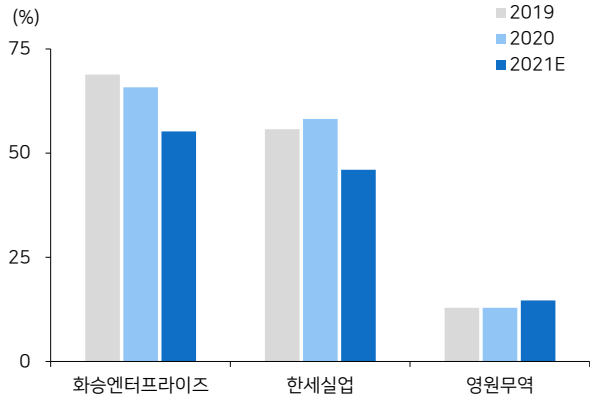
자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림30 미국 소매판매: 재고 비축 정도 vs. 의류 재고율



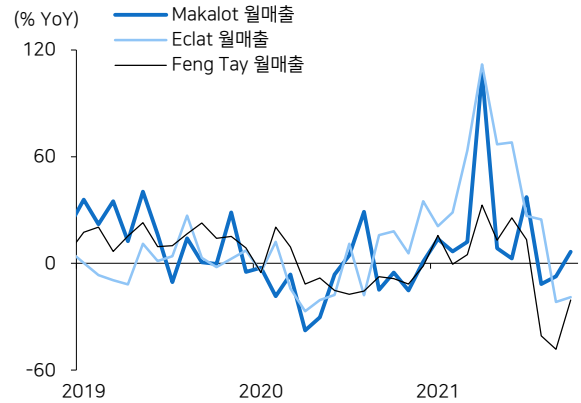
주: 2021년은 10월 누적 기준
 자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림31 국내 OEM 업체 베트남 CAPA 비중



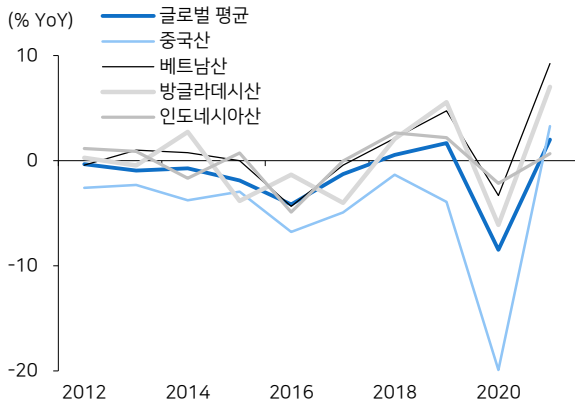
주: 2021E는 3Q21 누적 기준
 자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림32 대만 OEM 업체 월매출 성장률



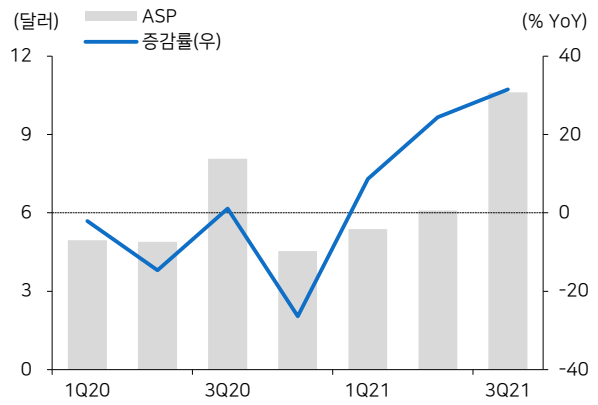
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림33 미국 생산지별 수입 의류 단가



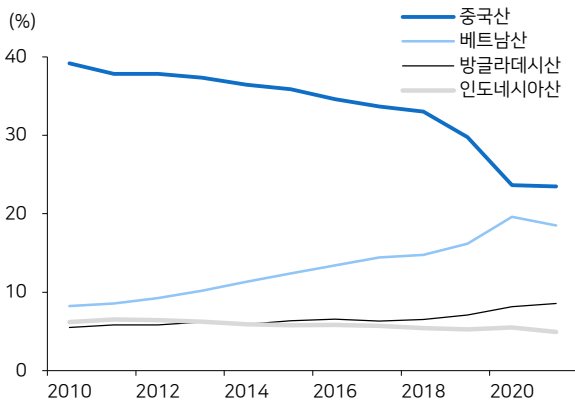
주: 2021년은 9월 누적 기준
 자료: U.S. General Imports, 메리츠증권 리서치센터

그림34 한세실업 단가 추이



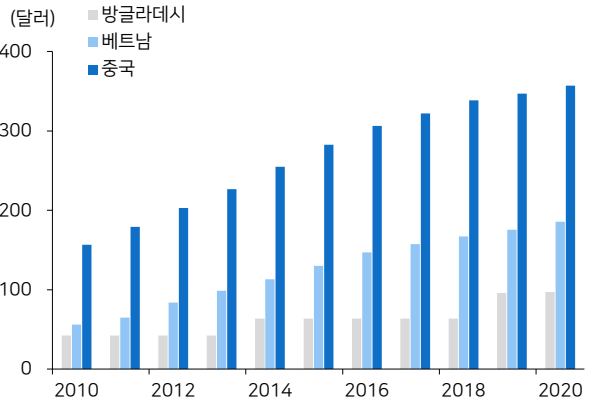
주: 달러 매출을 생산 수량으로 나누어 산출
 자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림35 미국 의류 수입 국가별 의존도



주: 2021년은 9월 누적 기준
 자료: U.S. General Imports, 메리츠증권 리서치센터

그림36 국가별 봉제 종사자 최저 월급여



주: 비교 편의상 2020년 평균 환율 일괄 적용
 자료: TRADING ECONOMICS, 메리츠증권 리서치센터

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2021년 11월 18일 발간된
[2022년 전망 시리즈 16 - 철강: 높이 올라야 멀리 보인다] 임



▲ 유틸리티/철강
Analyst **문경원, CFA**
02. 6454-4881
Kyeongwon.moon@meritz.co.kr

2022년 전망 시리즈 16 철강_높이 올라야 멀리 보인다 (해설판)

- ✓ 추세적인 변수인 중국 철강 수요는 정책과 시차를 두고 2Q22 이후 반등 가능
- ✓ 단기적으로는 귀금속 가격 상승, TC 반등을 통해 중국 경기 하락을 방어할 수 있고, 배당 매력은 높은 고려아연에 주목. 하반기부터 현대제철, POSCO의 강한 Re-rating 기대
- ✓ 수요 반등이 나타나면 중국 감산, 수출 제한이라는 구조적 변수에 대한 재평가도 이루어질 것으로 기대. 중국의 영향력은 중장기적으로 지속 감소할 전망

시나리오별 2022년 전망

항목	변수	Worst	Base	Best	
주 가 결 정 요 인	1. 중국 철강 가격	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 중국 부동산 경기 ▪ 감산 규제 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 헝가리 등 대형 디벨로퍼의 대규모 디폴트, 연내 철강 가격 하락 지속 ▪ 5% 이상의 조강 생산량 증가 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2Q22부터 점진적으로 부동산 규제 완화. 하반기 철강 가격 상승세 전환 ▪ 전년과 비슷한 수준의 조강 생산 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 1Q22부터 완화적인 통화 정책으로 부동산 경기 부양 ▪ 전년 대비 증산
	2. 국내 철강 가격	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 중국 순수출 ▪ 내수 경기 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 20% 이상의 순수출 증가 ▪ 건설 및 설비 투자 감소 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 전년과 비슷한 수준의 순수출 ▪ 건설투자 중심으로 GDP 3% 성장 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 순수출 물량 감소 ▪ 예상을 뛰어넘는 건설 및 설비 투자 증가
	3. 기타	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 원재료 수급 ▪ 신사업 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 호주, 브라질 등에서의 생산량 감소로 철광석 가격 120달러 이상 유연탄 가격 200달러 이상에서 변동 ▪ POSCO 리튬, 폐배터리 사업, 고려아연 동박 사업 지연 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 호주, 브라질 등에서의 증산으로 철광석 가격 90달러 내외 유연탄 가격 160달러 내외에서 변동 ▪ 2023년부터 POSCO 리튬, 폐배터리 사업, 고려아연 동박 사업 본격화 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 호주, 브라질 등에서의 증산 폭 증가로 철광석 가격 60달러 내외 유연탄 가격 120달러 내외에서 변동 ▪ 고려아연 폐배터리, 전구체 등 2차전지 공격적 투자. 현대제철도 분리판 증설 계획 발표
산업 투자 전략		<ul style="list-style-type: none"> ▪ 중국 부동산 경기가 악화일로를 걷는다면 구조적 변화는 나중의 문제. 경기방어주인 고려아연에 주목 ▪ 철강사 중에서는 베타가 낮은 POSCO가 상대적으로 선방 가능성 높음 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 단기적으로는 경기 방어 가능한 고려아연 주목 ▪ 철강사들도 밸류에이션 하방 제한적. 하반기 개선 기대감으로 점진적 매수 가능 ▪ 4Q21 증익, 자동차강판 협상 기대감이 있는 현대제철 추천 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 중국 경기에 가장 민감하게 반응할 수 있는 POSCO에 집중 ▪ 고려아연은 신사업 추진 속도에 따라 급격한 Re-rating 가능성 존재 	
Top-Picks		고려아연 POSCO, 현대제철	현대제철, 고려아연 POSCO	POSCO 고려아연, 현대제철	

거스르기 힘든 추세

중국 철강 시장의 구조적 변화

2021년 중국 철강 가격 흐름은 2가지 측면에서 해석이 가능하다. 추세적인 측면에서는 최근 부동산 경기 악화로 중국 철강 가격 하락세로 접어들었다는 점에 주목해야 하고, 구조적인 측면에서는 수요 악화에도 불구하고 여전히 높은 철강 가격 레벨을 유지하고 있다는 측면에 주목해야 한다. 이는 '탄소 중립', '철강 산업 내 수화' 라는 중국 시장의 구조적인 변화에서 기인한다.

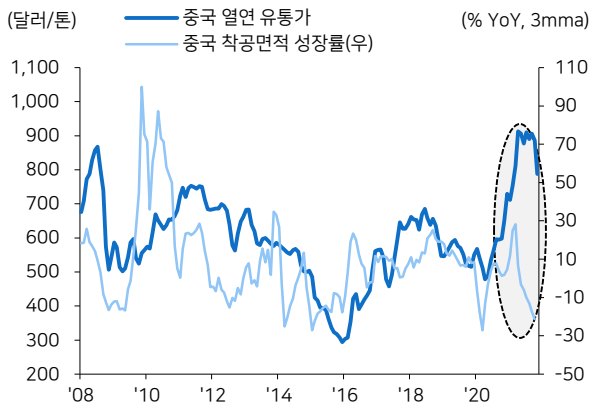
구조적 성장성 미반영된 현재 주가

철강주의 최근 주가 하락은 높아진 가격 레벨을 반영하고 있지 못하다. 왜 주요 벤치마크인 중국 철강 가격 대비 국내 철강주가 Underperform하고 있을까? 국내 철강주의 밸류에이션은 추세적인 요인(수요 변동)은 반영하고 있으나, 구조적인 요인(감산 정책 및 중국 수출 제한)은 Pricing하고 있지 않기 때문이다. 이를 Pricing 하기 위해서는 1)우선 추세적 요인이 반전해야 하고, 2)공급 조절의 지속성이 확인이 되어야 할 필요가 있다.

철강 투자 의견: Overweight

2022년 업황은 상저하고로, 단기적 추세 반전은 어려우나 현재 밸류에이션 상에서 추가적인 하락 폭은 제한적일 것으로 판단한다. 하반기 추세 반전 시 밸류에이션 Re-rating이 가능하다는 판단 하에 산업 투자 의견 Overweight를 제시한다. 단기적으로는 경기민감도가 낮은 고려아연이 나올 수 있으나, 6개월 이상의 투자 시계열에서는 Upside가 열려 있는 POSCO와 현대제철의 성과가 더 좋을 것이라는 판단이다. 이 중 4Q21 실적 개선 여력이 있고, 자동차강판 협상 기대감이 있는 현대제철을 Top-pick으로 제시한다.

그림1 최근 부동산 경기 악화로 중국 철강 가격 하락 중



자료: CEIC, Steeldaily, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 높아진 가격 레벨을 반영하고 있지 못한 밸류에이션



자료: Steeldaily, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

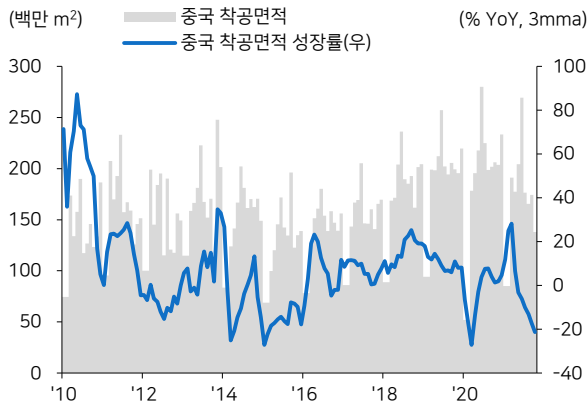
중국 부동산 De-leveraging 감소

우선 수요의 추세적 변화에 대해 살펴보면, 주요 변인인 부동산 시장은 최악을 지났다는 판단이다. 10월 이후 중국 정부는 부동산 시장 De-leveraging에 있어 속도 조절을 시작했다. 부동산 연관 산업이 GDP에서 차지하는 비중이 40%에 가까운 점을 감안 시 급격한 De-leveraging은 부담이기 때문이다. 최근 주택 가격이 하락세로 전환한 점도 긍정적인 신호이다. 중국 정부는 과거 주택 가격이 하락한 시점부터 금리를 인하시켰던 경험이 있다.

경기부양책 본격화 시기는 춘절

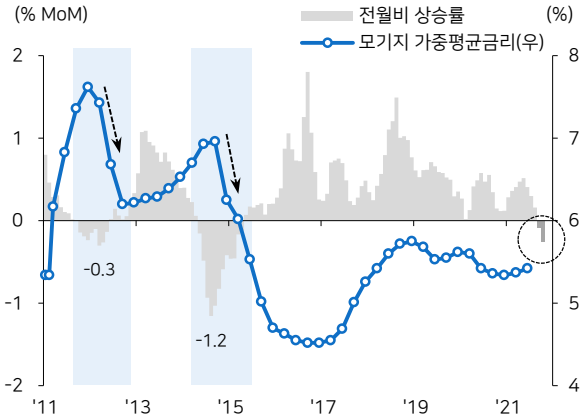
다만 여전히 부동산 디벨로퍼들의 디폴트 리스크 우려와 인플레이션 부담을 감안 하면 1Q22까지는 급격한 부동산 정책의 선화를 기대하기는 어렵다. 춘절 이후 경기부양책이 본격화될 것으로 기대한다. 이는 1)석탄 수급이 정상화되는 등 인플레이션 우려가 1Q22 이후 완화될 것으로 예상되며, 2)춘절 이후 중국 수출이 둔화되며 경기 부양책의 필요성이 강화되기 때문이다. 결과적으로, 2022년 중국 GDP 성장은 상저하고의 패턴을 그릴 전망이다.

그림3 중국 주택 착공면적 추이



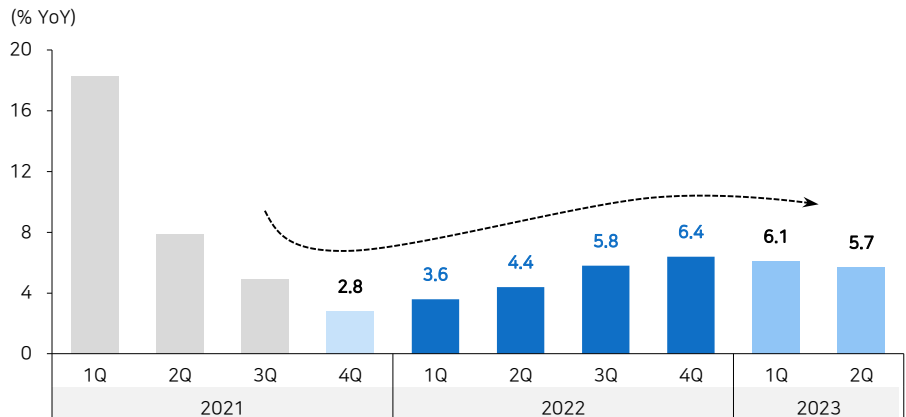
자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림4 중국 주택 가격 상승률 vs 모기지 금리 추이



자료: 인민은행, 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림5 중국 GDP 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

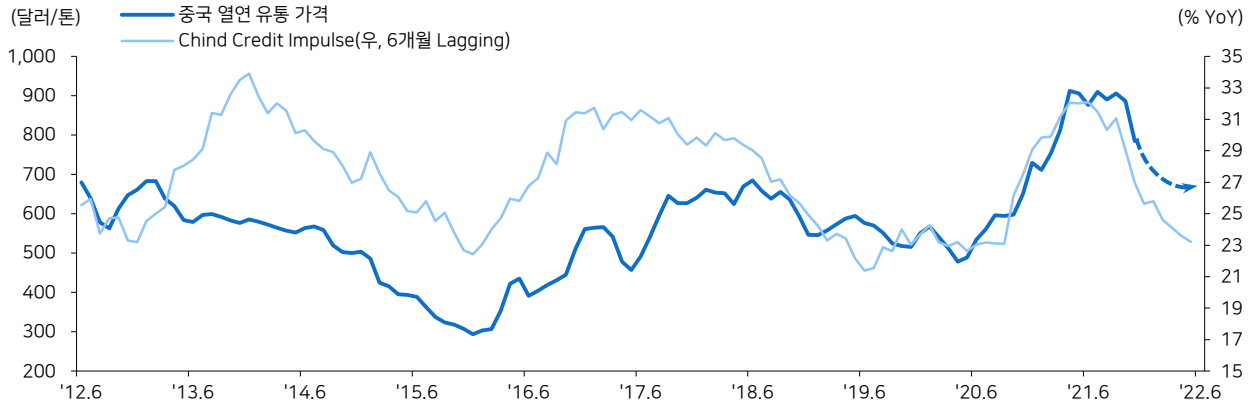
하반기 열연 철강 가격 반등 전망

춘절 이후 중국 정부의 완화적인 조치가 일부 나오기 시작한다면 중국 열연 철강 가격 반등은 하반기부터 기대 가능하다. 유동성 증가와 실물 수요 사이의 시차 때문이다. 경험적으로 중국의 유동성을 나타내주는 지표인 China Credit Impulse와 중국 열연 유통가격 사이에는 6개월 간의 시차가 존재했다. 공급 감축은 구조적인 요인이지만, 그 강도가 2H21 대비 1H22 더 강해진다고 보기 힘들기 때문에 추세 반전 요인은 아니라는 판단이다.

평균 Downcycle 대비 제한적으로 나타날 가격 조정

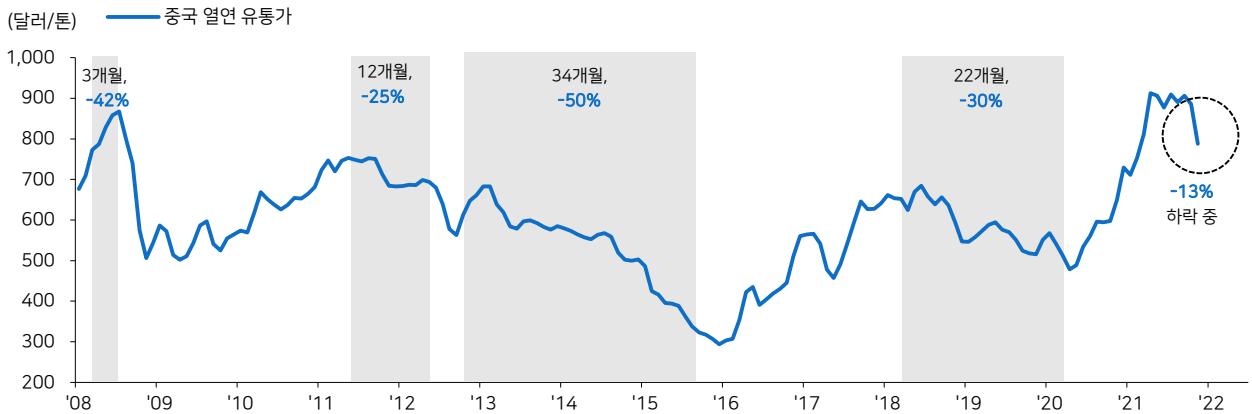
남은 질문은 하락 강도에 대한 부분이다. 과거 사례를 살펴보면, 2008년, 2012년, 2013년, 2018년 Downcycle의 중국 가격은 평균 35% 내외 하락했다. 수요 감소와 과잉 공급이 겹쳐 최대 34개월 동안 50% 하락한 경험이 있으나(2015년), 최근의 공급 감축을 감안하면 2022년의 가격 조정은 이보다는 더 나은 상황이다. 2022년 조정은 1H22까지 12~14개월 동안 -25% 내외의 하락 폭에서 마무리될 가능성이 높다는 판단이다.

그림6 China Credit Impulse vs 중국 철강 유통가



자료: Bloomberg, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림7 과거 철강 Down cycle 시 중국 철강 가격의 하락 폭



주: 월평균 가격 기준
자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

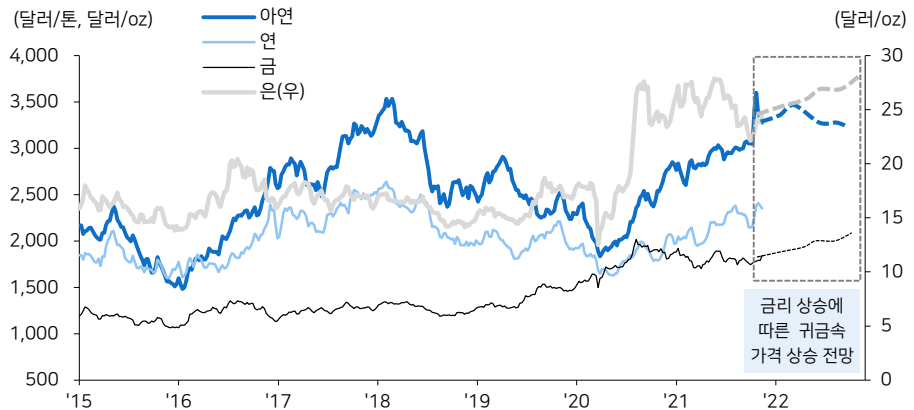
기대 인플레이션 & 금리 상승
→ 귀금속 가격 상승

1Q22까지는 철강 수요의 추세적 악화가 예상되는 상황에서, 단기적으로는 귀금속 가격의 상승 가능성에 주목해야 한다. 귀금속 가격은 기대 인플레이션 및 금리 상승 시기에 같이 상승하는 경향이 존재하기 때문이다. 고려아연의 귀금속 매출 비중은 40%에 달한다.

아연, 연 제련수수료 반등 전망

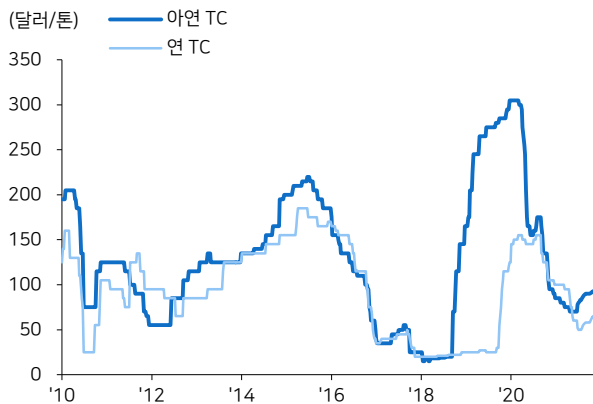
고려아연은 아연, 연 TC 반등 관점에서도 매력적이다. 아연 TC는 2021년 내 저점인 60달러/톤에서 최근 90달러 초반에 머물고 있다. 아연 가격 상승으로 제련소 가동률 하락 제한적인 반면 정광 수급은 쉽지 않은 상황이 지속되고 있기 때문이다. 만약 금속 가격이 하락한다면 아연 제련소 가동률이 하락하고, 아연 TC가 반등할 가능성이 높다는 판단이다. 특히 2022년은 광산 공급량 증가가 예상되는 한 해이다. ILZSG는 2022년 아연 광산 생산량이 +4.2% YoY 증가하며 6년래 가장 크게 상승할 것으로 전망하고 있다.

그림8 주요 비철금속 및 귀금속 가격 추이



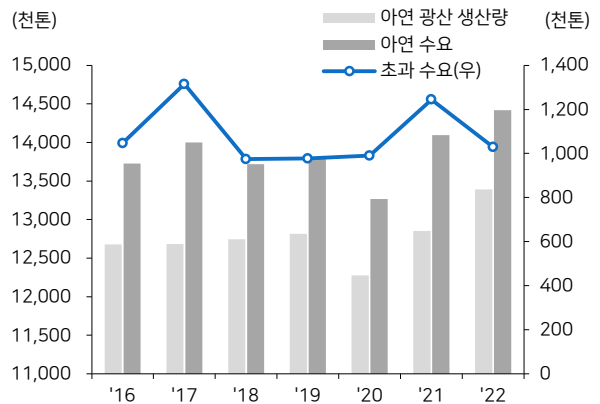
자료: 자원정보서비스, 메리츠증권 리서치센터

그림9 아연 TC 및 연 TC 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 아연 광산 생산량 및 수요 전망



자료: ILZSG, 메리츠증권 리서치센터

추세 뒤에 가려진 큰 그림

추세적인 변수(중국 수요)의 악화와는 달리 국내 시장 상황 및 국내 철강사들의실적은 호황 국면이다. 중국 철강 가격의 하락은 국내 시장에도 분명 악재로 작용하고 있으나, 그 영향은 이전처럼 강하지 않다.

중국 열연 시장과 디커플링 발생

지난 10년 간 중국 열연 유통 가격에 민감하게 반응해왔던 국내 열연 유통 가격은 최근 높은 수준을 유지하고 있다. 스프레드 측면에서도 중국 가격 기준 스프레드는 10년 래 저점 수준까지 하락했으나, 국내 가격 기준 스프레드는 2021년 상반기를 제외하면 역사적 고점 수준이다. 중국과 한국을 같은 권역으로 인식해왔던 지난 철강 산업의 흐름과는 확연히 다른 모습이다.

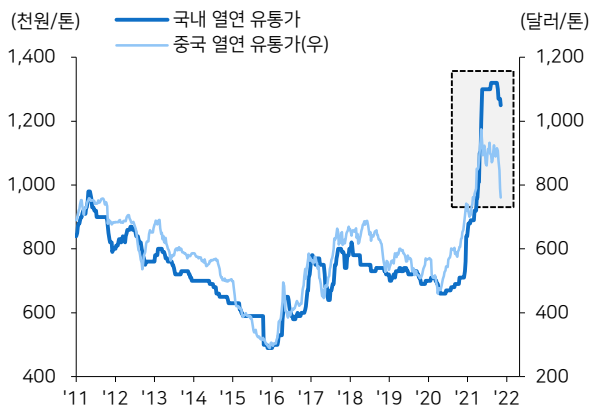
중국 철강 순수출 물량 하락 추세

이러한 모습이 나타나는 원인은 이전 Downtcycle과 달리 중국의 순수출 물량이 줄어들고 있기 때문이다. 과거 2015~2016년 철강 산업 불황 동안 중국의 순수출은 월간 천만톤 내외로 2014년 대비 2배 증가했다. 당시 중국 내수 수요가 부진하여 해외 시장에 저가로 물량을 밀어낸 탓이다. 그러나 최근의 Downtcycle에서는 중국 정부 주도의 감산 및 수출 제한 조치로 인해 오히려 순수출 물량이 지속 하락했고, 중국 시장 내 수요 부진이 해외 시장에 미치는 영향이 확연히 줄었다.

중국 부동산 시장 저성장 국면 → 철강 증산 가능성 낮아

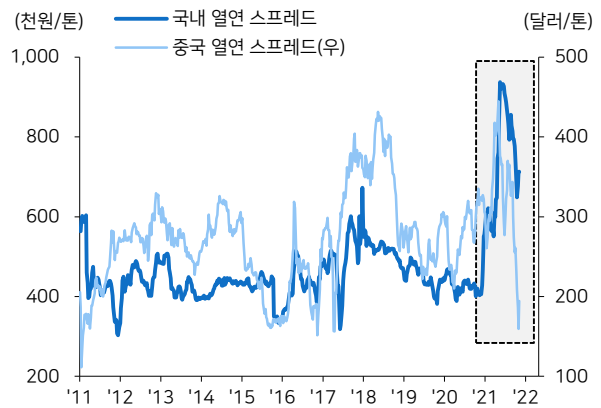
그러나 아직 이러한 변화는 구조적인 변화로 인식이 되지 않고 있으며, 이는 근본적 배경이 되는 중국 정부의 감산 정책의 지속성에 대한 의문이 있기 때문이다. 과거 중국 정부가 경기를 부양하는 과정에서 철강 등 부동산 연관 산업의 규모를 키웠던 경험이 있어 시장에는 2022년 춘절 이후 경기를 부양하는 과정 속에서 철강 생산량이 늘어날 것이라는 우려가 존재한다. 그러나 최근의 경기 부양 기조는 부동산 연관 산업이 아닌 신성장 산업에 초점을 맞추고 있다. 2021년 이후 중국 부동산 시장은 장기적 저성장 국면에 진입했으며, 이는 곧 더 이상 철강 생산량을 늘릴 필요가 없음을 뜻한다.

그림11 국내 열연 판가 vs 중국 열연 판가



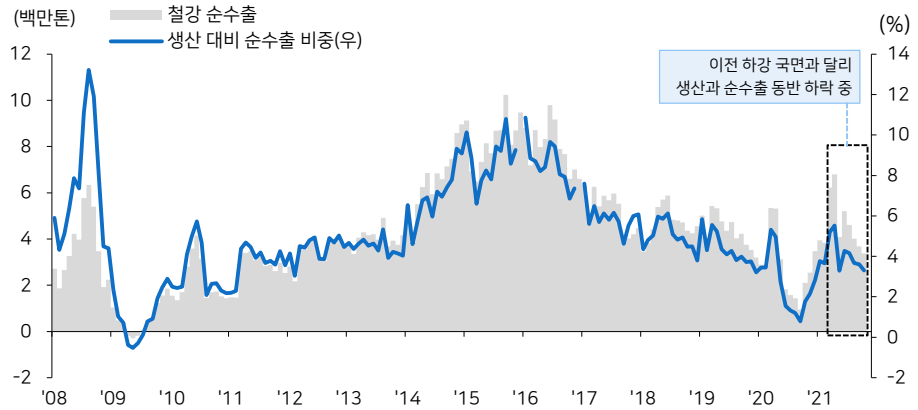
자료: Steeldaily, 자원정보서비스, 메리츠증권 리서치센터

그림12 국내 열연 스프레드 vs 중국 열연 스프레드



주: 래깅을 고려하지 않음. 철광석은 둘 모두 중국 유통 가격 사용. 유엔탄은 한국은 호주 수출가, 중국은 중국 내 유통가 사용
자료: Steeldaily, 자원정보서비스, 메리츠증권 리서치센터

그림13 중국 철강 순수출 추이



자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

중장기적 정책 방향 = 탄소중립
→ '25년 철강 탄소배출 정점 목표

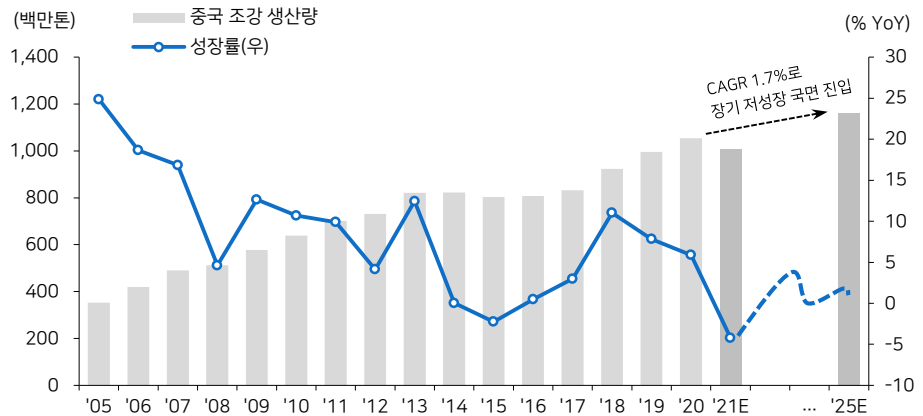
앞으로 중국 내 철강 산업은 육성할 필요가 없을 뿐만 아니라, 오히려 탄소 중립이라는 중장기적 정책 목표에 방해가 되는 사업이다. 중국 정부는 2030년이 탄소 배출량이 정점이 되는 시기로 계획하고 있으며, 철강 산업에 있어서는 2025년을 정점 시기로 보고 있다. 또한, 1, 2위 사업자인 Baowu와 HBIS의 탄소배출 정점 시기 목표는 2023년과 2022년으로 계획되어 있다.

이에 따라 중국 정책 자문 기관인 야금산업계획연구소에 따르면 중국의 조강 생산량은 2025년 11.6억 톤에서 정점에 달할 것으로 보고 있으며, 이는 2020년 대비 8.9% 증가(CAGR 1.7%)한 수준에 불과하다.

올림픽 이후 감산 기조 유지가 관건

베이징 올림픽을 전후로 한 1Q22 단기적 감산에 대한 믿음은 시장 내에 이미 존재하기에, 2Q22 감산 유지 여부가 재평가 여부를 결정할 전망이다. 또한 해당 시기는 경기 부양이 본격화되는 시기로서, 경기 부양 과정에서 증산이 관찰되지 않는다면 감산 정책의 지속성에 대한 믿음도 한층 더 커질 것이다.

그림14 중국 조강 생산량 추이 및 전망: 2025년이 정점. 이미 저성장 구간에 진입



자료: WSA, 중국 야금산업계획연구소, 메리츠증권 리서치센터

높이 올라야 멀리 보인다

높은 수익성에도 불구하고, 평균을 하회하는 밸류에이션

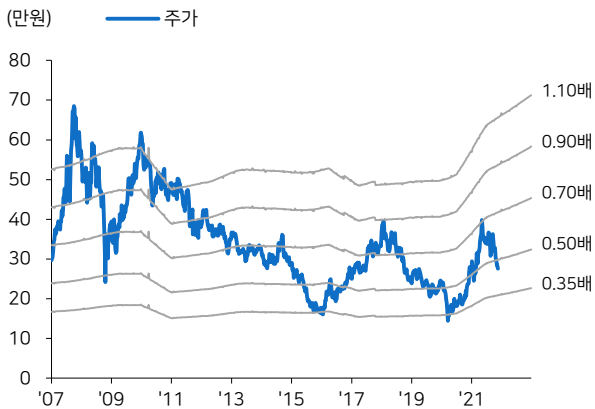
실제 평가, 스프레드 측면에서는 국내-중국 간 Decoupling 현상이 나타나고 있는 것과 달리, 국내 철강 기업의 주가는 기존 그레왔던 것처럼 중국 유통 가격과 Coupling되어 움직이는 중이다. 철강 기업의 실적은 최근 업황 둔화에도 불구하고 역대 가장 높은 수준의 수익성을 기록 중인 반면, 철강 기업의 밸류에이션은 역사적 평균, 혹은 그 이하로 하락한 상황이다.

철강주 Re-rating 조건:

- 1) 수요의 상승 전환
- 2) 중국 내 감산 기조 유지

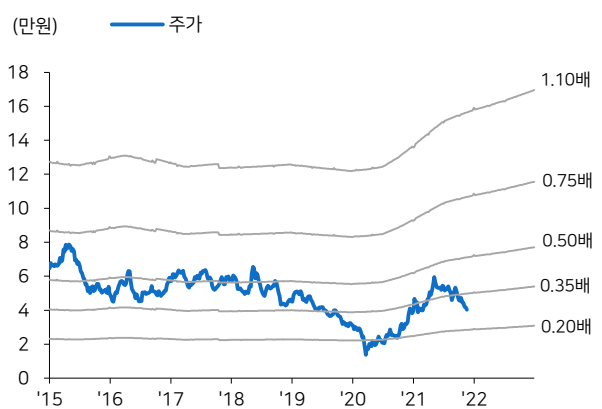
결국 이러한 실적-주가 간 괴리를 극복하기 위해서는 1)추세 변수(수요)의 상승 전환으로 투자 심리가 개선되어야 하며, 2)중국 감산 정책의 지속성에 대한 믿음이 있어야 한다. 이러한 측면에서 경기 부양책이 본격화되고, 공급 지속성을 확인할 수 있는 2Q22가 매수 적기로 판단되며, 그 이전까지 후행적인 수요 둔화로 철강 산업은 어려움을 겪겠지만 이후 가파른 Re-rating을 예상한다.

그림15 POSCO 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

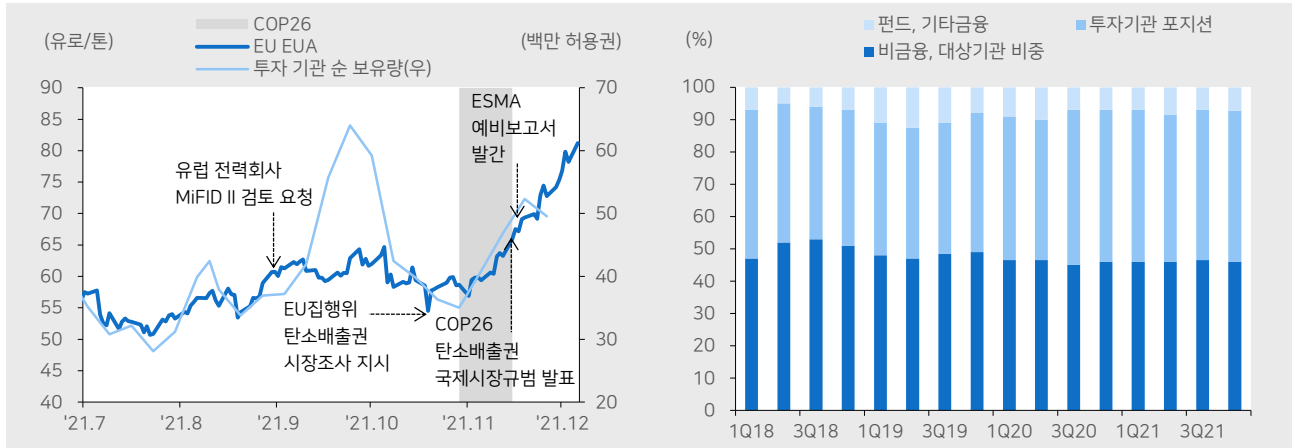
그림16 현대제철 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 이종빈 연구원

탄소배출권 강세 이어질까?



자료: Bloomberg, ESMA, 메리츠증권 리서치센터

유럽 탄소배출권 가격 급등

유럽 탄소배출권(EU EUA) 가격의 우상향 추세가 지속되고 있다. 11월부터 배출권 가격은 +38.4% 상승해 이와 관련해 우려도 존재하는 상황이다. EU 집행위 프랑스 팀머만 부위원장은 에너지 가격 상승에 배출권 가격 상승이 20% 기여했다 언급했고, 스페인, 폴란드 등 유럽 내 중진국은 탄소배출권 가격과 관련한 비용상승과 에너지 빈곤 문제에 대해 경각심을 드러내기도 했다.

- 1) COP26 이후 기대감
- 2) 규제 불확실성 일부 해소 때문

배출권 가격은 11월부터 상승추세로 복귀했는데 COP26 회의의 영향을 미루어볼 수 있는 부분이다. COP26에서는 국제 탄소시장 지침이 채택되어 1) 탄소배출 감축의 이중계상을 방지하고, 2) 감축 실적 인정 기간 설정, 3) 국제탄소시장 세부시행규칙 수립 등의 탄소 시장 선진화 조치가 배출권 시장에 대한 기대를 더했다.

더불어 탄소배출권의 MiFID II(금융상품시장지침) 내 파생상품 보유한도 조건과 관련한 불확실성도 일부 해소되는 모습이다. 9월 유럽 전력회사의 배출권 투기거래 관련 이의제기로 시작된 불확실성은 10월 EU 집행위가 시장조사 지시로 확대되었는데, 11월 ESMA(유럽 증권 시장 감독청)가 예비 보고서에서 1) 투자 기관 포지션 비중은 크게 변화 없다는 점, 2) 배출권 실수요자의 헤지 수요를 금융기관에서 소화해준다는 점을 들어 시장의 기능이 정상적이라 발표했다. 투기적 거래에 따른 가격 왜곡 의혹을 일축한 것이다.

공급에 대한 불확실성 주의
필요하나, 오히려 공급
감소폭은 확대 결정

이렇듯 추가 규제 불확실성도 축소된 상황은 탄소배출권 가격에 우호적 요소다. 여기에 EU는 배출권 공급량을 2.2% 감소하기로 한 기존 계획을 4.2%로 확대해 향후 공급은 계속 감소할 예정이다. 공급자가 규제당국인 만큼 정책 불확실성에 대한 주의는 필요하나, 친환경이라는 장기 트렌드 하에서 당분간 탄소배출권에 대한 관심은 지속될 것으로 보인다.

칼럼의 재해석 이정연 수석연구원

비트코인 ETF, 선물을 넘어 현물로 가는 길(Forbes)

비트코인 현물 ETF 출시 승인에 대해서 자산운용사와 SEC가 대립하고 있다. 자산운용사는 빠른 출시를 요구하는 반면, SEC는 기존 입장을 고수해 이를 반려하고 있다. 이에 대한 배경 및 현황, 자산운용사와 SEC 양측의 입장을 살펴보자.

먼저 자산운용사가 선물ETF 대신 현물 ETF를 선호하는 두 가지 이유를 설명하고자 한다. 먼저 첫 번째로 기초자산의 실시간 가격을 온전히 추종하지 못할 가능성이 있다는 점이다. 두번째로 선물 ETF는 콘탱고, 포지션 청산 등 선물 투자에 대한 비용이 발생해 성과가 저조하고 선물 과세 부담도 커 투자자들에게 높은 수익을 보장하지 못한다는 점이다.

자산운용사의 요구에도 SEC가 현물 ETF 승인을 반려하는 이유는 두 가지다. 첫 번째로 비트코인 현물시장의 가격 조작 가능성이다. 최근 제출된 현물 ETF 계획 또한 사기 및 가격 조작 위험에 대한 투자자 보호 장치가 미흡하다는 이유로 반려했다. 두 번째는 입법 기준이 미비하다는 점이다. 비트코인은 글로벌 범위의 거래로 미국 규제 밖에 있으며, 거래소와 대출 플랫폼들이 규제 안으로 들어와 함께 협의해 기준을 정한 후에야 현물ETF에 대해 논의해볼 수 있을 것이란 의견을 피력했다.

자산운용사 측 또한 두 가지 이유로 현물 ETF 출시를 촉구했다. 먼저 비트코인 선/현물의 위험수준은 거의 비슷한데 이미 동일한 위험수준의 선물 ETF를 승인한 상황에서, 위험성을 이유로 현물 ETF 승인을 반려하는 것은 어불성설이라는 주장이다. 두 번째로는 이미 유럽, 캐나다에서는 비트코인 현물 ETF가 승인돼 성공적으로 운용되고 있다는 점이다.

자산운용사 이외에도 친 암호화폐 인사 팻 투미를 비롯한 미 상하원의 의원들이 SEC에 현물ETF 승인을 요구하는 등 압박이 거세지고 있다. 그러나 아직 SEC에서 제시한 투자자 보호, 입법 기준 등 선결 과제가 남아있기 때문에 아직 이 비트코인 현물 ETF의 출시 일자를 가늠하기는 이르며 선물ETF의 운용 결과 및 연준과 SEC의 입장 변화를 확인할 필요가 있다.

비트코인 선물 ETF는 출시됐으나 현물 ETF는 다시 반려

비트코인 현물 ETF 출시 승인에 대해서 자산운용사와 미국증권거래소(이하 SEC)가 첨예하게 대립하고 있다. 자산운용사는 빠른 출시를 요구하는 반면, SEC는 기존 입장을 고수해 이를 반려하고 있다. 비트코인 현물 ETF 출시에 대한 배경 및 현황, 자산운용사와 SEC 양측의 입장을 살펴보도록 한다.

**자산운용사 현물ETF 출시 촉구
SEC 반려 기조 유지**

2021년 10월 19일 Proshares 사의 비트코인 선물 ETF BITO가 출시가 승인됐다. 이는 미국 최초의 비트코인 ETF로 자산운용사 측은 곧 현물 ETF 또한 승인될 것으로 기대했다. 하지만 SEC는 BITO 승인 당시 못을 박은 것처럼 여전히 "선물 ETF 승인, 현물 ETF 반려" 기조를 유지해 이후 승인을 요청한 현물 ETF는 모두 반려됐다, ETF 출시를 요청한 자산운용사들은 이에 반발하는 중이다.

티커	자산운용사	선/현물 분류	승인(반려)일자	승인/반려
BITO	Proshares Advisors	선물	2021-10-19	승인
BTF	Valkyrie Funds	선물	2021-10-22	승인
N/A	VanEck	현물	2021-11-12	반려
BITS	Global X	선물	2021-11-15	승인
XBTF	VanEck	선물	2021-11-15	승인
N/A	Bitwise	선물	2021-11-12	철회
N/A	Wisdomtree	현물	2021-12-03	반려

자료: ETF.com, 메리츠증권 리서치센터

자산운용사가 비트코인 현물 ETF를 선호하는 이유

- 선물 ETF 비선호 이유
1. 온전한 가격지수 추종 어려움
 2. 비용 문제로 성과 낮음

먼저 자산운용사가 선물ETF 대신 현물 ETF를 선호하는 이유를 짚고 넘어가고자 한다. 두 가지 이유가 있다. 비트코인 선물 ETF는 현물이 아닌 선물계약을 통해 가격지수를 추종한다. 따라서 기초자산의 실시간 가격을 온전히 추종하지 못할 가능성이 있다는 점이 첫 번째 이유다.

두 번째 이유는 비용 문제다. 지난 11월 22일 비트코인 선물 ETF 승인 요청을 스스로 철회한 Bitwise에 따르면 선물 ETF는 콘탱고, 포지션 청산 등 선물 투자에 대한 비용이 발생한다. 따라서 현물 비트코인에 비해 성과가 저조하고 선물 과세 부담도 커 투자자들에게 높은 수익을 보장하지 못한다는 것이다.

SEC가 현물 ETF 승인을 반려하는 이유

1. 시장의 위험성
2. 관련 법안 미비

자산운용사의 요구에도 SEC가 현물 ETF 승인을 반려하는 이유는 두 가지다. 첫 번째로 비트코인 시장의 조작 가능성이다. 최근 제출된 현물 ETF 계획 또한 사기 및 가격 조작 위험에 대한 투자자 보호 장치가 미흡하다는 이유로 반려했다. 비트코인 선물은 SEC 산하 시카고 상품거래소에서 거래돼 최소한의 관리 및 규제가 가능하지만 현물은 민간 거래소에서 거래되기 때문에 감독이 어렵다는 주장이다.

두번째, 관련법안이 미비하다는 점이다. 게리 겐슬러 SEC 위원장은 WisdomTree의 현물 ETF승인을 반려하면서 연방 증권법에 따른 법적 기준과 절차가 명확히 확인되지 않았다고 밝혔다. 비트코인은 글로벌 범위의 거래로 미국 규제 밖에 있으며, 거래소와 대출 플랫폼들이 규제 안으로 들어와 함께 협의해 기준을 정한 후에야 현물ETF에 대해 논의해볼 수 있을 것이란 의견을 피력했다.

그림1 게리 겐슬러 SEC 위원장



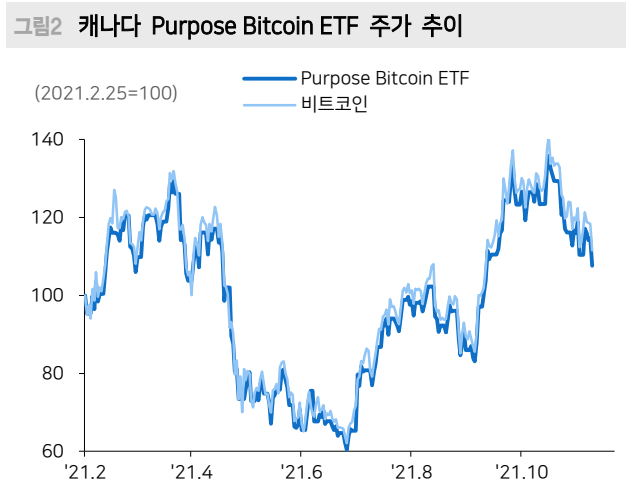
자료: 블록체인뉴스, 메리츠증권 리서치센터

자산운용사가 현물 ETF 출시를 촉구하는 근거

- 1. 선물과 현물의 위험수준은 사실 상 동일
- 2. 타국가의 성공적 운용 사례

자산운용사, 현물ETF 찬성론자들은 두 가지 근거로 현물 ETF 출시를 촉구했다. 먼저 시장조작 위험성에 대한 반론이다. 자산운용사 Grayscale에 따르면 선/현물 ETF 모두 비트코인이라는 동일자산을 기초로 지수를 추종하기 때문에 변동성 및 조작 위험은 거의 동일하다. 이미 동일한 위험수준의 선물 ETF를 승인한 상황에서, 위험성을 이유로 현물 ETF 승인을 반려하는 것은 어불성설이라는 주장이다.

두 번째로는 이미 유럽, 캐나다에서는 비트코인 현물 ETF가 승인돼 성공적으로 운용되고 있다는 점이다. 특히 캐나다는 올해 초 Purpose Bitcoin ETF 출시 이후 Galaxy Bitcoin ETF 등 현물 비트코인 ETF나 이더리움에 투자하는 ETF인 Evolve Ether ETF 등 다양한 ETF가 출시됐다.



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 Purpose Bitcoin ETF 기본 정보

분류	Purpose Bitcoin ETF
티커	BTCC
기초지수	기초지수 없음
AUM(백만달러)	11
거래대금(백만달러)	1,253
상장일	2021년 2월 25일
운용보수	1.0%

자료: Bloomberg, PurposeInvest, 메리츠증권 리서치센터

향후 전망

앞서 출시된 선물ETF 운용 결과 확인 필요

자산운용사 외에도 친 암호화폐 인사 팻 투미를 비롯한 미 상하원 의원들이 SEC에 현물ETF 승인을 요구하는 등 압박이 거세지고 있다. 그러나 아직 SEC에서 제시한 투자자 보호, 입법 기준 등 선결 과제가 남아있기 때문에 아직 비트코인 현물 ETF의 출시일자를 가늠하기는 이르다. 비트코인 선물ETF의 운용의 실험 결과와 연준 및 SEC의 입장 변화를 계속해서 확인해나가는 것이 필요하다.

원문: *Why The SEC's Stance On Bitcoin ETFs May Need To Change*