



2022. 3. 29 (화)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

(생각정리) 결국 어떤 주식과 국가를 고를 것인가?

오늘의 차트

엔화, 안전자산 지위가 위협받는 이유

칼럼의 재해석

전쟁과 바이러스에 가려진 숨은 위기, 기후변화

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



▲ 투자전략
Analyst 이진우
02. 6454-4890
jinwoo.lee@meritz.co.kr

(생각정리) 결국 어떤 주식과 국가를 고를 것인가?

- ✓ Growth vs. Value : 오랜 논쟁이 반복되는 이유는 '기준'의 모호함 때문일 것
- ✓ 좋은 주식 & 국가를 고르는 기준은 무엇인가? 1) GDP < 기업이익, 2) ROE
- ✓ 미국의 ROE가 높은 진짜 이유: Dupont 분석을 통해 보면 '재무레버리지(주주환원)' 때문

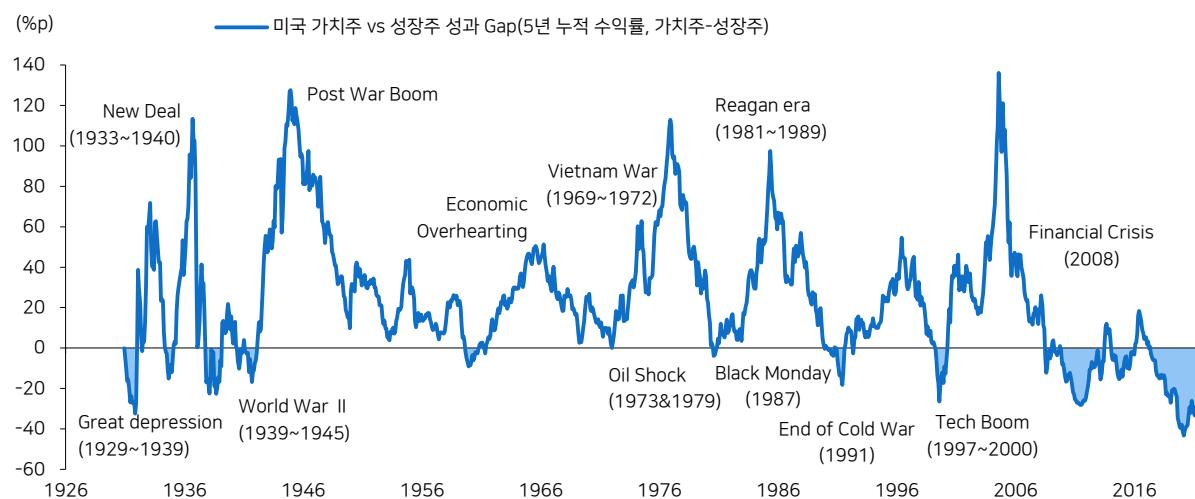
어떤 주식을 선택해야 하나? Growth vs. Value

장기 투자자들의 두 가지 질문

시장 대응에 지친 탓일까? 장기투자자 중심으로 조금 긴 시계(視界)의 전망을 요구하는 곳이 많다. 변동성이 극심한 시장에서는 무리하게 시장을 대응하는 것보다 장기적으로 어떤 주식과 국가를 중심으로 배분해야 하는지 결정하는 것이 효과적이기 때문일 테다. 당장 눈 앞의 수익이 우리가 마주한 현실임을 부정할 수 없지만 시장에 대한 생각을 정리하는 것도 필요한 시기다. 질문은 크게 두 가지다.

첫 번째 질문은 "결국 성장주인가요? 가치주인가요?"이다. 단도직입적이지만 자금 운용의 관점에서는 선택을 해야만 하는 현실적인 질문이다. 필자의 답은 이렇다.

그림1 Fama & French 모형으로 본 가치주 vs 성장주: 지난 80년은 가치주, 최근 13년은 성장주 강세. 무엇이 Normal 인가?



주: $HML = 1/2 (\text{Small Value} + \text{Big Value}) - 1/2 (\text{Small Growth} + \text{Big Growth})$

자료: Kenneth R. French/Database, 메리츠증권 리서치센터

Q. 장기적으로 성장 vs. 가치 중 무엇을 택해야 하나?

"인덱스 분류 기준으로 고른다면 장기적으로는 '성장주'입니다. 다만 인플레이션 · 금리의 높고 낮음 보다는 실제 '성장'을 주도 하는 기업이 누구인가가 핵심이고, 시대에 따라 그 주도 기업 · 산업이 바뀌어 왔을 뿐입니다. 지금은 그 기업들이 우리에게 익숙한 IT 유관분야에 많을 뿐입니다"

Style 혼돈의 배경

성장주에 대한 의구심이 오랜 기간 높게 유지된 이유는 장기적으로 가치주가 성장주를 항상 아웃퍼폼 했던 경험 때문이다(Fama and French 모형, 1993 기준). 1920년대부터 2008년 금융위기 이전까지는 그랬다. 그래서 금융위기 이후 장기화되고 있는 성장주의 강세가 Style 역사에 익숙한 투자자라면 이례적인 혹은 비정상적인 현상으로 비춰질 수 밖에 없다.

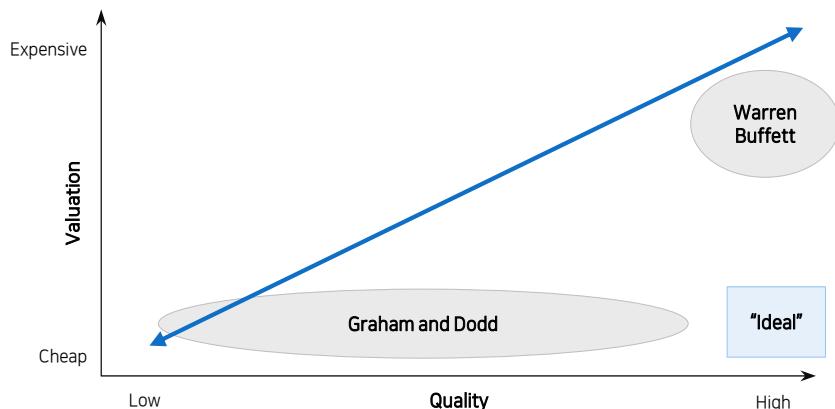
성장 그리고 가치는 무엇인가? 의 본질적 고민

그 배경에는 성장주뿐만 아니라 '가치주'의 정의에 대한 혼선도 한 몫을 하고 있다. 우리 스스로에게 '가치주, 가치투자(Value Investing)는 무엇인가?'라는 질문을 해보자. 의견은 각기 다를 듯 하다. 경험이 많은 투자자일수록 정의 내리기가 쉽지 않다. 필자는 가치주, 가치투자를 단순히 '싼(Cheap) 기업을 좋은 타이밍'에 사는 것 보다는 '성장성 대비 가격이 매력적인 기업'에 투자하는 것으로 이해하고 있다. 성장이 없는 가격만 싼 기업은 투자 가치를 높게 보기 어렵기 때문이다. 만약 이러한 기업에 투자를 한다면 시장 충격으로 극단적인 가격 레벨로 하락했을 때 투자하여 적정가치에 파는 것이 효율적이다. 장기투자 보다는 단기 집중투자의 영역이라고 본다.

Style의 '정의'도 바뀌고 있다

시장이 진화를 하듯 가치투자의 정의도 변하고 있다. Benjamin Graham이 Low Value & Low & Mid Quality 기업에 투자하는 것을 선호했다면, Warren Buffett은 Mid Value & High Quality를 선호한다. 이론적으로는 High Quality & Low Value가 이상적이지만 현실에서 찾기 어렵다는 것이 문제다. 고품질 제품을 싸게 파는 것은 매우 드문 것과 같은 이치다. 가장 피해야 할 영역은 단순하다. Low Quality & Low Value 기업 또는 Low Quality & High Value 기업에 투자하는 것이다. 전자는 장기 주가 정체(소외), 후자는 큰 폭의 가격 조정 가능성이 높다.

그림2 가치투자(Value Investing)의 유형: 벤저민 그레이엄형, 워렌버핏형

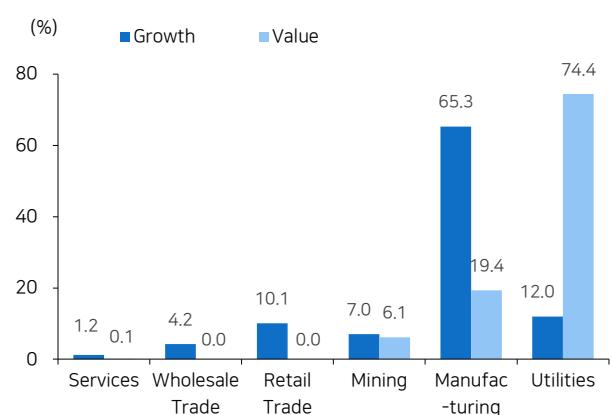


자료: Richard Bernstein, 메리츠증권 리서치센터

우리는 인덱스 분류 탓에 성장주와 가치주로 구분하지만 '실질'은 성장 산업과 기업에 의해 결정되어 왔다. 지금의 성장주는 IT플랫폼 기업으로 대변되지만 1920년대~1940년대는 제조업이 성장주로 분류됐고 가치주는 '철도' 등과 같은 유트리티 산업이었기 때문이다. 1926년에서 1941년간 S&P500 기업 중 성장주의 65%가 제조업, 가치주의 74%는 유트리티였다.

시대는 돌고 돈다. 1960~70년대는 기계(Machine), 1980~2000년대는 통신과 PC가 주력 성장 산업이었고 지금은 S/W 중심의 투자가 주된 성장동력일 뿐이다.

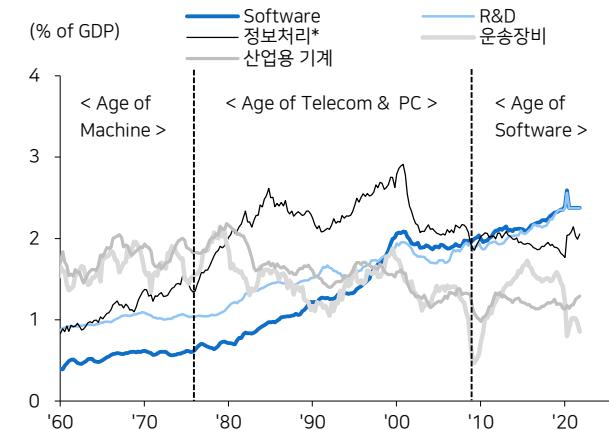
그림3 S&P500 내 성장주, 가치주 비중(1926~1941)



주: 1926~1941, B/P 기준 분류

자료: CHRIS MEREDITH(2019), 메리츠증권 리서치센터

그림4 Machine → 통신(PC) → Data의 시대로



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

어떤 국가가 매력적인가? 미국 vs. Non US (ex. 중국 등)

좋은 '국가'를 고르는 기준

투자 국가를 고르는 것도 고민의 본질은 같다. 많이 오른(혹은 비싸 보이는) 미국과 못 오른 국가(저렴해 보이는) 중 어떤 선택을 할 것인가의 문제이기 때문이다. 두 가지 기준을 예로 들어보자.

1) 기업이익 성장을 > 명목 GDP 성장을

하나는 경제성장률과 기업이익간의 격차다. 특정 국가가 투자처로서의 가치를 가지려면 최소 경제성장률(명목 GDP 성장률) 이상의 기업이익이 창출되어야 한다. 과거 고성장에서 저성장 국면에서 경제성장률이 낮아지더라도 주식시장이 오르는 이유는 경제구조의 선진화 등으로 기업이익이 그 이상으로 창출되기 때문이다.

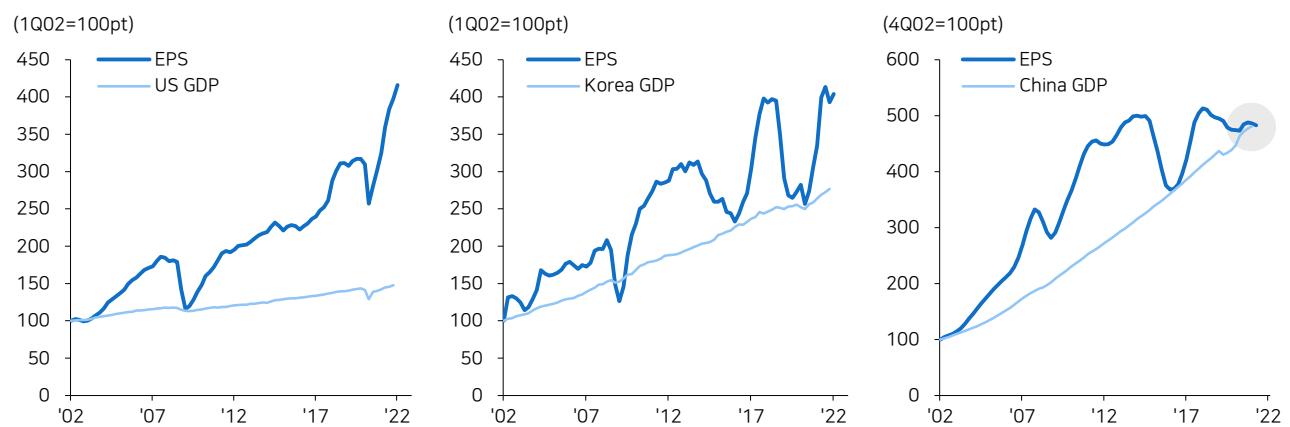
매년 3%대의 GDP 성장을 보이는 국가라면 기업이익 성장률은 평균 3% 이상은 되어야 한다는 의미이며, 5% 이상의 GDP 성장률을 보이는 국가라 할 지라도 기업이익 성장률이 이에 못 미친다면 주식투자 측면에서는 비효율적인 시장이다. 차라리 해당 국가에서 다른 성장 자산을 찾는 것이 합리적이다.

우리가 고민하고 있는 비싼 미국과 저렴한 중국은 어떤 위치일까? 또 한국은 어디쯤 있을까?

지난 20년을 되돌아 보자. 미국의 경우 2002년 이후 명목 GDP는 47.8% 늘어난 것에 그쳤지만 기업이익은 316% 급증했다. 경제성장을 대비 6.6배 가량 기업이익 증가 속도가 빨랐다는 얘기다. 반면 중국은 같은 기간 기업이익이 382% 급증했지만 명목 GDP(2002년 대비 +381%)와 큰 차이가 없다. 2018년 이후 중국 기업이익이 정체 및 감소가 지속된 결과다. 추세를 감안 시 경제성장률에도 못 미치는 기업이익을 기록할 가능성성이 높아졌다. 중국은 경제는 성장하지만 기업이 그 이익을 공유하지 못하고 있거나 돈 버는 기업의 자본화(상장)가 아직 부족하다는 의미이다. 미국이 비해 투자 가치 매력(신뢰성)은 떨어질 수 밖에 없다.

한국은 미국과 중국의 중간 정도의 위치다. 이익의 변동성은 심하지만 명목 GDP 보다 기업이익 증가 속도가 1.7배 가량 빠르다(2002년 이후 명목 GDP +177%, 기업이익 +304%).

그림5 미국, 한국, 중국의 명목 GDP와 기업이익(2002년 이후): 미국은 GDP성장을 보다 기업이익 증가율이 6.6배 빨라. 중국은?



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

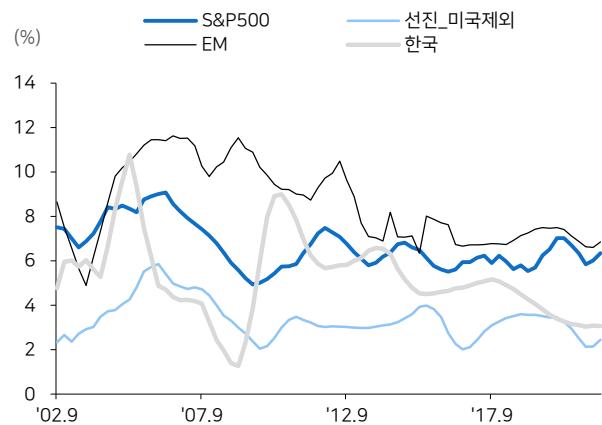
2) ROE: 높은 금리에 장기간 투자하는 것

또 다른 기준은 'ROE'이다. 투자자 입장에서 ROE는 주식 기대수익률과 유사하며, 장기 ROE가 높게 유지될수록 성과가 유리할 수 밖에 없다. 낮은 예금금리에 장기간 저축하는 것 보다 높은 예금금리에 저축할수록 복리효과의 격차가 거치는 것과 같다.

특이한 점은 미국뿐만 아니라 대부분의 국가에서 마진의 Proxy 중 하나인 투자자 본수익률(ROIC: Return On Investment Capital)이 금융위기 이후 줄곧 하락 추세라는 점이다. 제조업 기반 사업의 기대수익률이 낮아지고 있다는 의미이고, 설비 투자가 과거와 같이 활성화되기 어려운 여건이 길어지고 있음을 것을 시사한다.

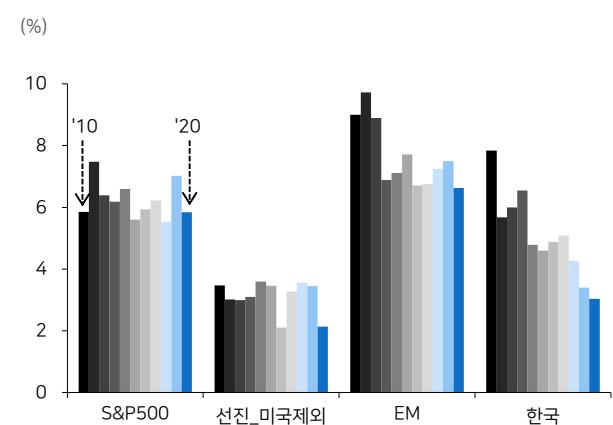
그런데 의외의 현상은 미국의 ROE는 다른 국가에 비해 유독 높고 안정적으로 유지되고 있다는 점이다. 2010년 이후 미국 시장의 ROE는 15% 이상으로 유지되고 있고, 여타 미국 제외 선진국, 신흥국의 ROE가 하락 추세라는 점을 감안할 때 눈에 띄는 현상이다.

그림6 국가별 ROIC_2002년 이후: 2012년 이후 정체 지속



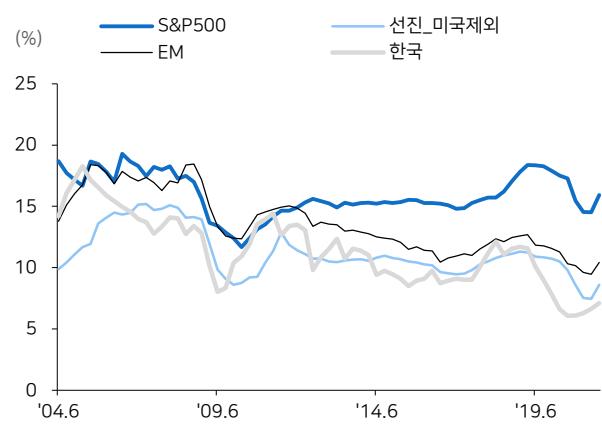
주: 12M Trailing 기준 ROIC, 1년 평균
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 국가별 ROIC_2002년 이후: 한국 ROIC 감소가 뚜렷



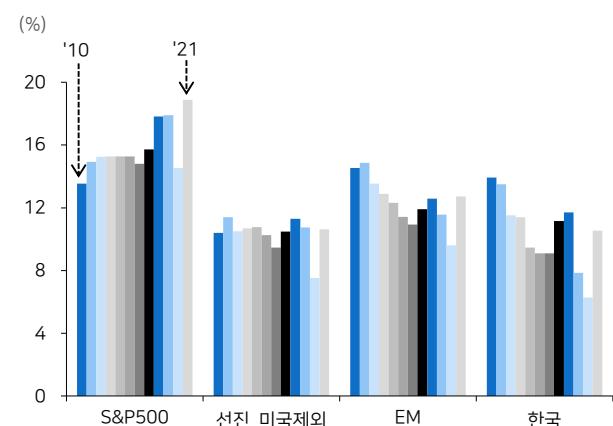
주: 12M Trailing 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 국가별 ROE_2004년 이후



주: 12M Trailing 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 국가별 ROE_2010년 이후



주: 12M Trailing 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권

미국 고ROE의 비결은?

미국의 높은 ROE의 원인은 무엇일까? ROE에 대한 고전적인 접근법인 듀퐁 (Dupont) 분석을 해보면 대략적인 윤곽을 잡을 수 있다. ROE를 도해하면 1) 순이익률(얼마나 마진을 남겼는지)과 2) 총자산회전율(얼마나 자산을 효율적으로 운영해 매출을 올리고 있는지) 그리고 3) 재무레버리지(타인자본 활용 및 주주환원 여부)의 곱으로 표현할 수 있다.

Dupont분석을 통해 보면 '재무레버리지' 개선 때문

결론적으로 금융위기 이후 미국 ROE 개선의 가장 큰 원인은 재무레버리지의 개선이다. 플랫폼 기반의 높은 순이익률 영향뿐만 아니라 적극적인 주주환원(ex. 자사주매입소각)이 진행된 탓이다. 재무레버리지의 분모에 해당되는 Equity를 감소 시켰기 때문이다. 즉 기업 본업의 성장 국면에서 높은 ROE가 창출되기도 하지만 성장이 정체되는 국면에서 적극적인 주주환원을 통해 ROE를 유지시키고 있는 셈이다.

그림10 Dupont 분석을 통한 ROE 도해: 금융위기 미국 ROE의 개선 원인은 '재무레버리지'

$$ROE (\text{Return on Equity}) = \frac{NP}{Sales} \times \frac{Sales}{Asset} \times \frac{Asset}{Equity}$$



자료: 메리츠증권 리서치센터

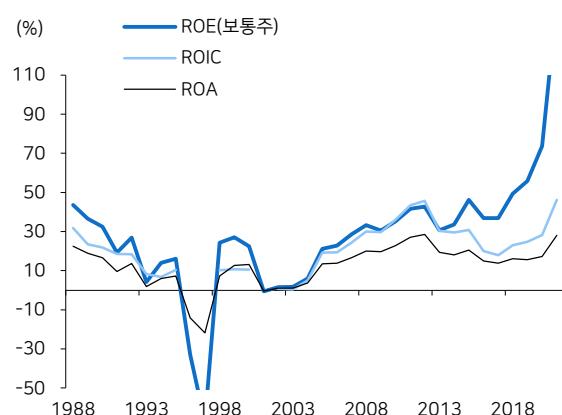
애플의 공격적인 주주환원

대장주인 '애플(Apple)'만 봐도 직관적이다. 애플의 ROIC는 2012년에 정점을 확인한 이후 하락추세가 장기화되었지만 ROE(보통주)는 오히려 개선되고 있다. 2012년 전후로 애플의 주가 설명변수가 달라졌다는 의미다.

2012년 이후 애플의 유동주식수 감소는 37.5%에 달하고, 그 결과 재무레버리지는 2012년 1.5배에서 2021년 5.26배로 급등했다. 마진율과 총자산회전율은 큰 변화가 없었다는 것을 감안하면 2012년 애플 ROE의 대부분은 주주환원으로 설명된다. 애플은 2012년 이후에도 여전히 20%대의 높은 순이익률을 유지하고 있는 것도 괄목할 만하지만, 주주환원을 통한 ROE유지 및 개선은 미국기업 특유의 강점이라 불릴만하다.

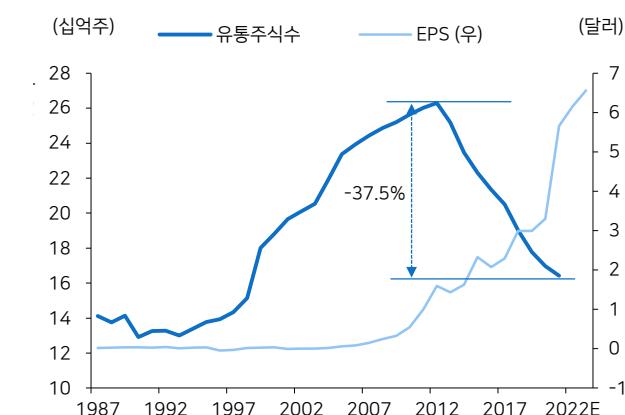
그래서일까. 미국 시장 Style 중 가장 안정적인 수익률은 보인 팩터는 '고 ROE군'이기도 하다. 최근 성장 팩터 내 '매출액' 증가 기업의 디스카운트가 빠르게 진행되고 있음을 감안하면 성장주 내에서도 차별적인 모습이다.

그림11 애플의 ROIC는 2012년 정점, ROE는 큰 폭 개선 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 배경은 적극적인 주주환원, 2012년 이후 가속화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 애플 ROE Dupont 분석: ROE 개선 배경은 주주환원에 따른 '재무레버리지' 변화

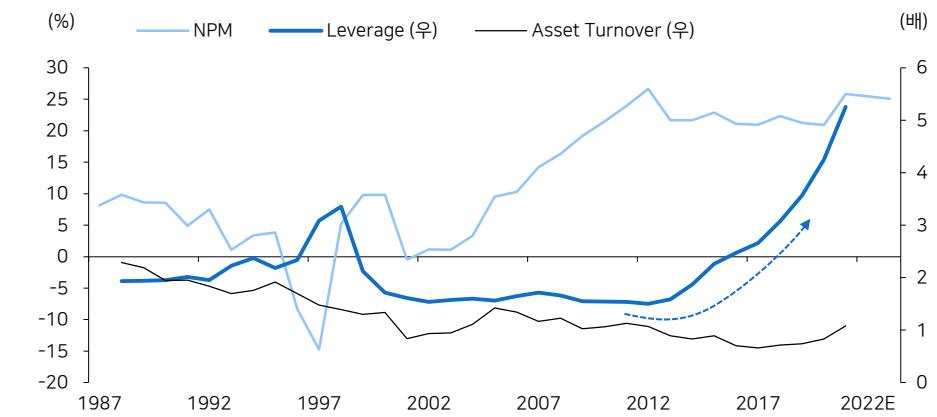
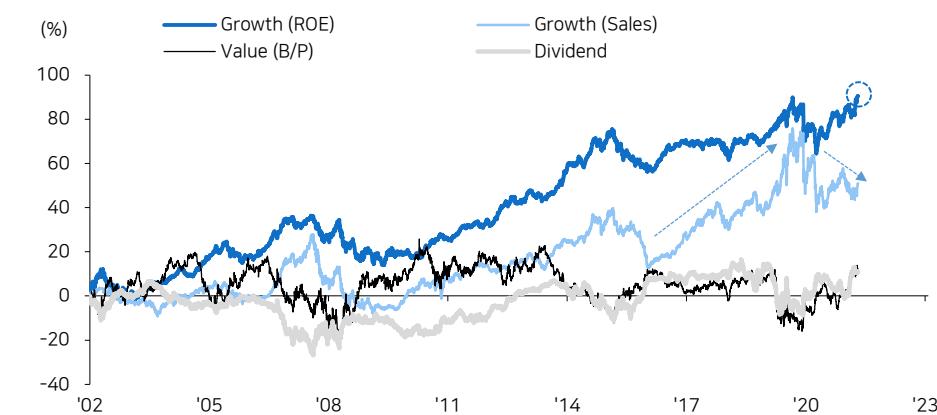


그림14 지난 20년간 미국 주요 Style Factor 성과: 고ROE 기업이 결국 핵심



주식 수 감소는 미국 시장 전반의 현상

이러한 적극적인 주주환원은 애플만의 현상은 아니다. 미국 기업 고유의 문화일지는 모르겠으나 시장 전반에 걸쳐있는 현상이기도 하다. 주식 수 감소는 추세적으로 진행형이고, 길게 보면 2000년 이후부터 훌러온 추세이기도 하다.

Index Divisor는 지수 구성종목의 재무이벤트(ex. 상장, 유상증자 등 주식수 증감 등)를 보정하기 위해 만들어진 지표다. 예컨대 유상증자와 같은 주식 수 증가 이벤트가 발생할 경우 Index Divisor가 늘어나고, 자사주 매입소각과 같은 이벤트에는 감소한다. 대형주격인 S&P500, 중형주인 S&P400 지수의 Index Divisor는 추세적으로 줄어들고 있다. 주주환원이 지속되고 있다는 뜻이다.

그림15 S&P500 지수 산출 방법: Index Divisor는 상장 주식의 재무 이벤트를 조정

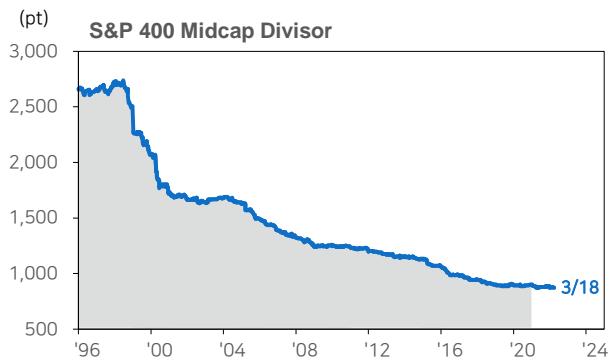
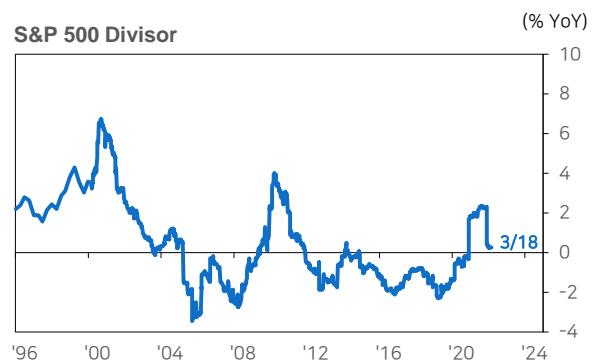
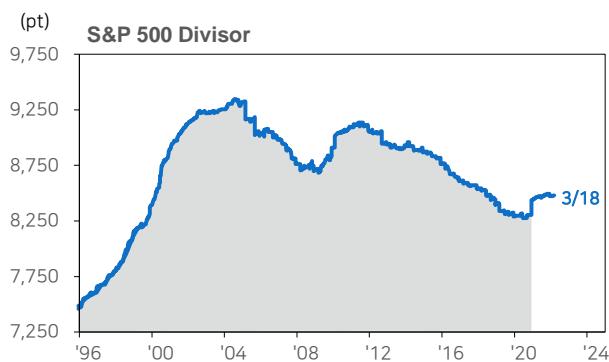
S&P 500 Index Level Formula

$$\text{Index Level} = \frac{\sum_{i=1}^n P_i \times Q_i}{\text{Divisor}}$$

Where: P_i = Price Q_i = Free-float Shares

자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

그림16 미국 주요 지수의 Index Divisor: 자사주 매입소각 등을 통한 주식 수 감소는 추세적으로 진행. 미국 주식이 오르는 이유?



자료: Yardeni Research, 메리츠증권 리서치센터

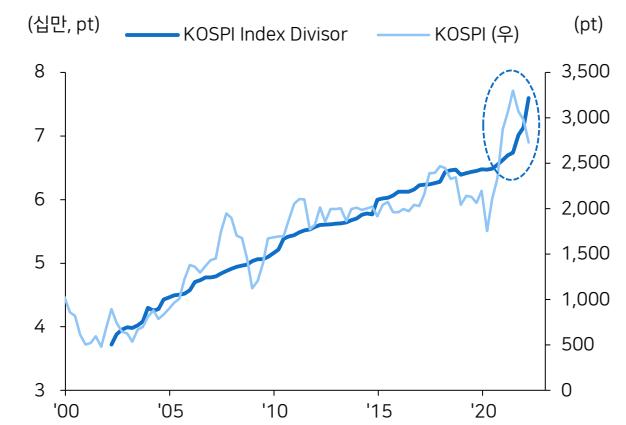
미국을 통해 본 한국의 현실

재무학에서 기업 주식 상장의 의미 혹은 목적은 '자본조달'이다. 이후 사업이 안정궤도에 올라서면(산업 성숙기) 주주환원이 자연스러운 현상이다. '주주자본주의의 핵심'이기 때문이다. 그런 의미에서 미국은 이러한 문화가 잘 자리잡은 시장이다. 미국 시장을 선호, 신뢰하는 이유인 듯 하다. 이런 관점에서 보면 국내는 아직 부족한 점이 많다. 기업이익은 견고하게 성장하고 있지만 주가 상승 시 '주식 공급 급증' 패턴은 투자자에게는 직접적인 고충이다. 미국과는 반대되는 현상이다.

남겨진 과제

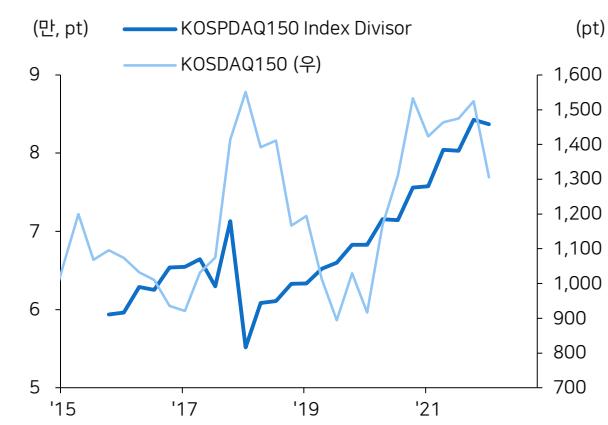
모든 기업이 고성장을 할 수는 없다. 장기간 성장하는 것도 매우 어려운 일이다. 하지만 그 성장을 투자자와 최소한 공유하거나, 보전하고자 하는 노력은 우리시장에게는 필요한 듯 하다. 투자자의 예상치인 '예상 ROE'에는 기업에 '신뢰'도 포함되어 있기 때문이다. 다행히 국내 대장주인 삼성전자나 일부 업종 대표주의 주주환원 정책의 변화가 있다는 점은 긍정적이지만 일회성이 아닌 추세적인 흐름으로 이어지는 것이 국내 ROE를 높게 유지시키는 방법이 아닐까 한다.

그림17 한국(KOSPI)은 오히려 주가 상승 시 '주식수 급증'



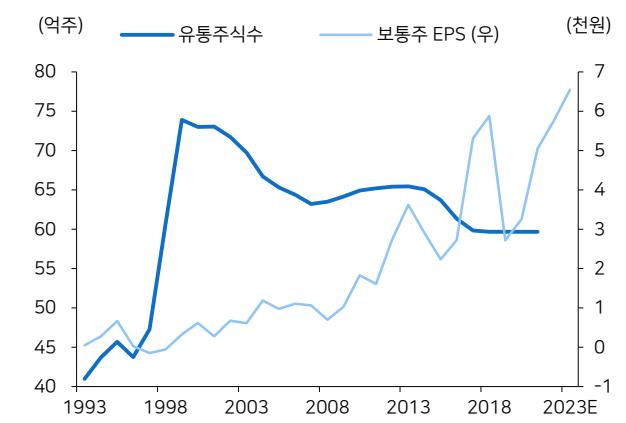
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 KOSDAQ도 유사한 흐름이 반복 중



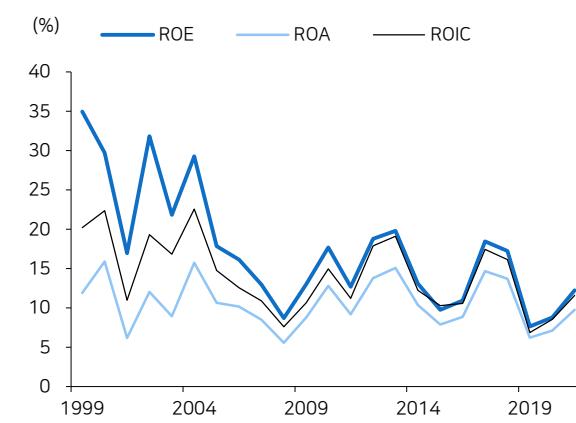
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 삼성전자의 자사주 소각은 긍정적이나



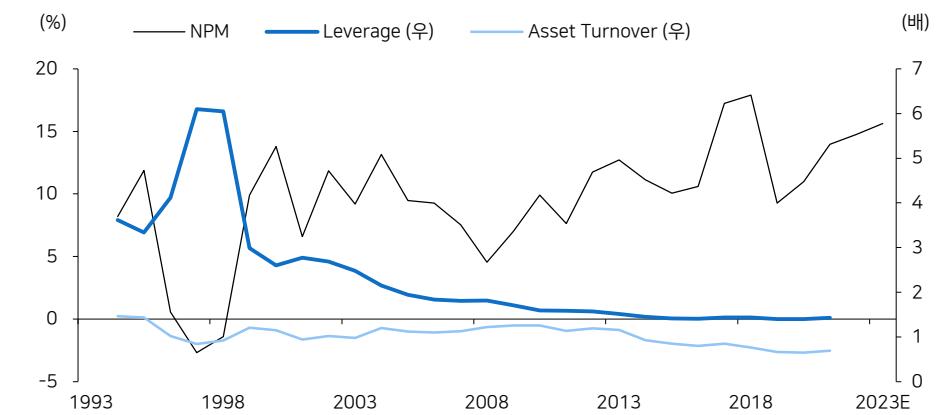
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 유의미한 ROE 개선으로 연결되기에에는 부족



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 삼성전자 ROE Dupont 분석: 마진율에만 기댄 ROE 개선에는 한계



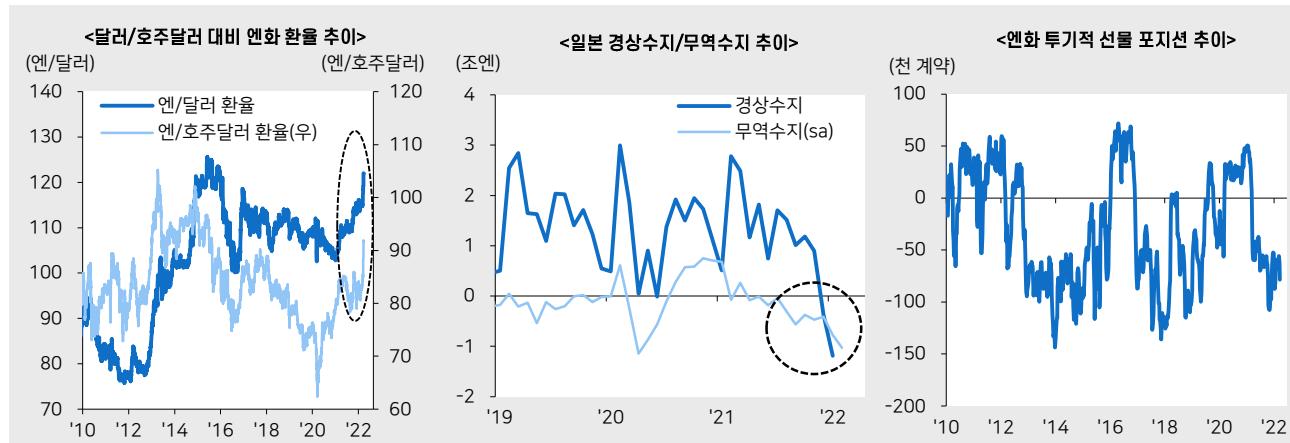
주: NPM = Net Profit Margin

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

황수욱 수석연구원

엔화, 안전자산 지위가 위협받는 이유



자료: Refinitiv, BOJ, 일본 재정부, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

연초 이후 지정학적, 정책적
리스크 확대에도 안전자산인
엔화 달러대비 5.5% 절하

최근 지정학적, 정책적 리스크에도 엔화가 지속 절하되면서 엔화의 안전자산 지위에 의문이 제기되고 있다. 연초 이후 달러대비 엔화 가치는 5.5% 절하되며 3월 24일 종가 기준 122.06엔/달러를 기록했다. 글로벌 위험선호심리의 proxy로 사용되는 엔/호주달러 환율 또한 러시아-우크라이나 전쟁 발생 이후 오히려 급격히 상승하면서 90엔/호주달러를 넘어섰다.

엔화가 안전자산이었던 이유:

- 1) 경상수지 흑자국
- 2) 캐리트레이드 수요

엔화가 안전자산이었던 이유는 일본의 큰 경제규모 하에서 달러, 엔화 수급이 안정적으로 유지되었기 때문이다. 1) 일본은 지속적인 경상수지 흑자국이기 때문에 달러 수급이 원활했고, 전 세계 2위 외화보유액 규모를 자랑한다. 또한 2) 장기간 저금리 정책을 펼치면서 엔화를 이용한 캐리트레이드가 활성화되어 있었다.

그러나 상기한 조건이 바뀜:

- 1) 2개월 연속 경상수지 적자
- 2) 다른 국가의 완화적 통화정책

하지만 상기한 두 가지 수급환경은 팬데믹 이후 급격한 대외여건 변동으로 인해 바뀐 것으로 보인다. 우선 국제유가 상승과 자동차 반도체 수급 차질로 인해 일본은 2021년 4월 이후 무역적자를 지속, 지난 12월부터는 2개월 연속 경상적자를 시현했다(계절조정: 12월 -0.37조, 1월 -1.2조 엔). 그리고 다른 국가들 역시 완화적인 통화정책을 펼치면서 엔화의 캐리 트레이드 수요가 감소했다. 선물시장에서 엔화는 2021년 3월 이후 투기적 순매도포지션이 이어지고 있다.

BOJ-주요 중앙은행 간 정책 차별화 전망은 엔화 추가 약세 압력

한편, 더딘 경기 회복과 낮은 물가상승률로 인해 BOJ와 주요국 중앙은행 간 정책 차별화가 전망되는 점은 엔화 추가 약세 압력이다. 일본은 2020년 4.5% 역성장 이후 2021년 1.8% 성장하면서 아직 코로나19 이전 잠재성장경로로 회복하지 못했다. 또한 2월 CPI는 전년대비 0.9% 상승에 그쳤고, 그마저도 식료품/에너지를 제외할 경우 1.0% 하락을 기록했다. 이에 3월 통화정책회의 이후 구로다 총재는 엔화 약세가 일본의 경제성장에 긍정적이라는 기준 견해를 재확인했다. 엔화 약세가 지속될 또 다른 이유다.

칼럼의 재해석

문경원 수석연구원

전쟁과 바이러스에 가려진 숨은 위기, 기후변화 (IEA)

세계 각국들이 탄소중립 로드맵을 발표하고 이와 관련한 예산을 설정하는 것이 무색하게 탄소배출량은 오히려 증가한 것으로 관측되었다. 2021년 탄소배출량은 역대 최고치를 기록, 팬데믹 이전 수준보다 탄소배출량이 증가한 것으로 나타났다. 이에 대한 가장 큰 원인 두 가지는 1) 석탄 대체 수요의 증가, 2) 중국의 에너지 집약적인 경제 성장으로 보인다.

러시아-우크라이나 전쟁 이전부터 천연가스 가격은 높은 수준을 유지했고, 이로 인해 발전 및 연료용 석탄의 대체 수요가 급증했다. 석탄은 환경오염의 우려 때문에 꾸준히 사용량이 감소하고 있었으나, 지난 해 2014년 이후 가장 많은 탄소를 배출한 것으로 관측되었다. 중국 또한 작년 전력수요가 10% 증가했고 이를 충족시키기 위해 석탄 발전을 크게 늘렸다. 중국은 상당한 에너지 집약적인 성장을 보여주는 국가로, 이는 타 국가와 GDP 성장 대비 전력 사용량을 비교할 시 확인해 드러난다. 빠르게 성장하는 중국의 1인당 탄소배출량은 선진국 평균을 추월한 상황으로 관심을 기울일 필요가 있다.

최근 지정학적 리스크로 인한 글로벌 인플레이션 압박이 심해짐에 따라 친환경 에너지로의 전환 속도가 감소하고 탄소중립에 대한 관심도가 많이 낮아진 것을 체감할 수 있다. 이에 대해 IPCC 보고서는 기후변화는 더 이상 미래의 일이 아니라 이미 발생했으며 추가적인 기온 상승에 대해 경고하고 있다. 지구 온난화는 일정 수준을 벗어난 뒤에는 돌아오더라도 그 부작용이 심할 것으로 예상된다. 코로나바이러스와 전쟁을 겪으면서 흐트러진 탄소중립에 대한 목표를 다잡는 계기가 필요한 시점이다.

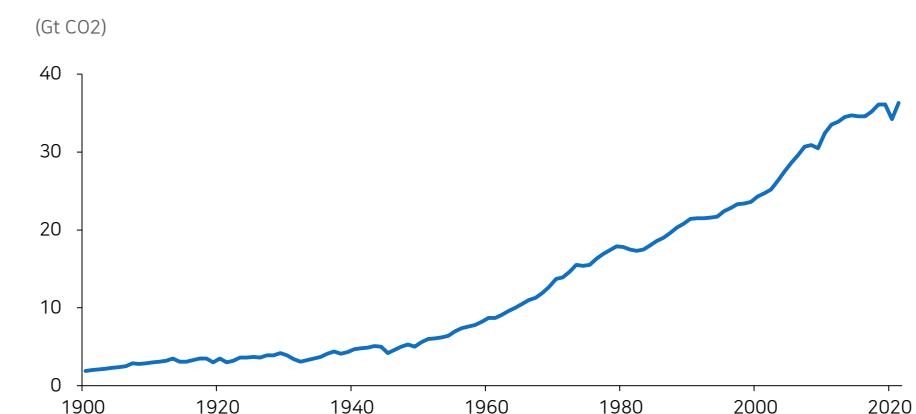
역대 최고치를 기록한 탄소배출량

증가하는 탄소 증립 정책

그럼에도 줄지 않는 탄소배출량

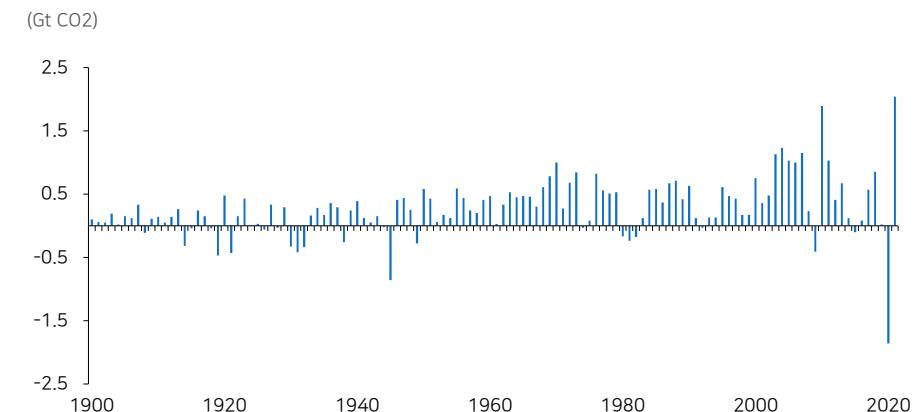
2021년 탄소배출량이 역대 최고치를 기록했다. 그 규모는 2020년 대비 6% 증가한 36.3기가톤으로 팬데믹 이전 수준보다 높은 수치이다. 이를 바탕으로 알 수 있는 것은 2020년 감소했던 탄소배출량은 Net-Zero 정책 덕분이 아니라 글로벌 경제 위축 때문이었다는 것이다. 2021년 10월 기준, 전 세계적으로 4,700억 달러 수준의 예산이 탄소 증립을 위해 배정되어 있다. 이를 바탕으로 재생에너지 발전량은 사상 최고의 연간 성장률을 기록했다. 하지만 이러한 시도가 무색하게 동기간 석탄 사용량은 오히려 증가하는 모습을 보였다. 탄소중립이 단기간에 달성이 힘든 점은 모두가 동의하고 있지만 그 속도에 대해서 의문이 드는 시점이다.

그림1 글로벌 탄소배출량 추이



자료: IEA, 매리츠증권 리서치센터

그림2 에너지 및 산업 부문 CO2 배출량의 연간 변화 추이



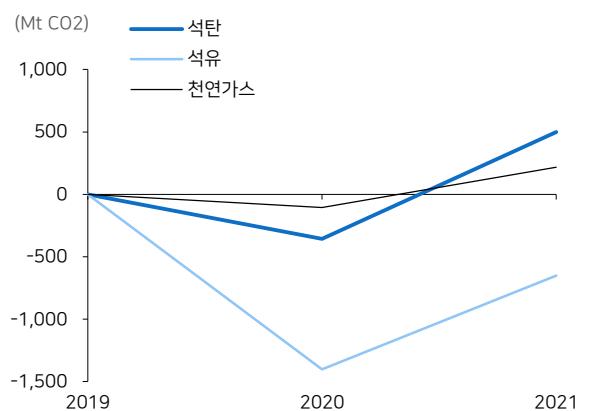
자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

탄소배출량 급증의 주범 - 1) 급증한 석탄 수요

팬데믹 이전보다 증가한
석탄의 탄소배출량

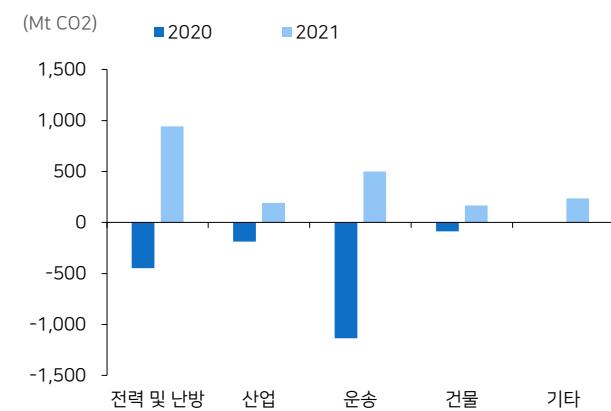
지난 해 탄소배출량이 증가하게 된 첫 번째 원인은 석탄으로 밝혀졌다. 2021년 급격히 증가한 전력 발전 및 난방용 수요를 충족하기 위해 화석연료가 대량 사용되었고, 결과적으로 석탄은 2014년 이후 최고 탄소배출량을 보였다. 거기에 더하여 천연가스 가격 급등으로 인한 석탄의 대체수요 증가가 크게 기여한 것으로 보인다. 천연가스 또한 팬데믹 이전 수준을 상회하는 배출량을 기록했다. 석유의 경우 2021년 제한된 세계 운송 활동으로 인해 팬데믹 이전 수준에 비해 낮은 모습을 보였다. 그러나 운송 활동의 정상화를 가정했을 경우에는 팬데믹 이전과 동일한 수준의 탄소배출량을 보였을 것으로 추정된다. 결과적으로 주요 화석연료 3종의 탄소배출량이 감소 추세에 돌입하지 않았음을 알 수 있다. 탄소중립 정책을 바탕으로 한 신재생에너지의 공급이 전통적인 화석연료의 수요 감소까지 이어지지 못하고 있는 상황이다.

그림3 2019년 대비 화석연료 종류별 CO2 배출량 증가 추이



자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

그림4 부문별 CO2 배출량 변화 (2020 ~ 2021)



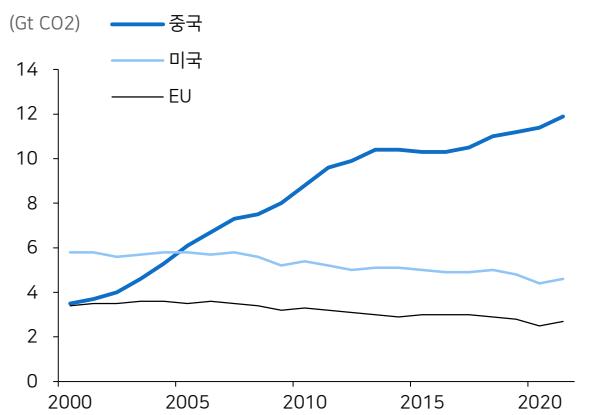
자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

탄소배출량 증가의 주범 - 2) 중국의 에너지 집약적 성장

증가하는 중국의 탄소배출량

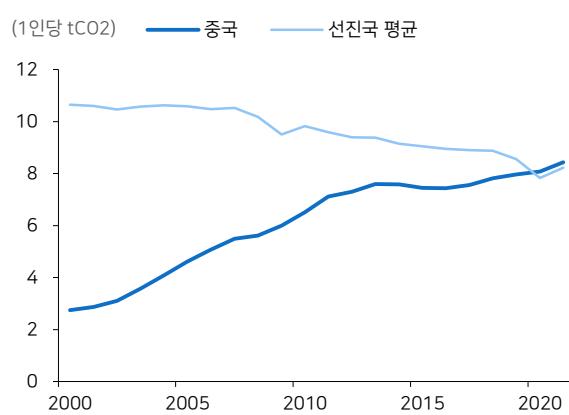
탄소배출량이 급격하게 증가한 두 번째 이유는 바로 중국이다. 중국의 경제 성장은 상당히 에너지 집약적으로, 타 국가와 비교해 보았을 때 GDP 성장 대비 전력 사용량 비교에서 압도적인 에너지 집약도를 보이고 있다. 지난 해 중국 내 전력 수요 증가율은 경제 성장률을 앞질렀고, 초과 전력 수요 중 56%가 석탄 발전을 통해 이루어졌다. 연간 증가한 전력 수요량이 아프리카 전체 사용량과 맞먹을 정도로 크다는 점을 고려했을 때 중국이 글로벌 탄소배출량 증가에 기여하는 부분을 짐작해볼 수 있다. 이러한 중국의 1인당 탄소배출량은 최근 선진국을 추월했다. 선진국의 1인당 탄소배출량은 8.2톤, 중국의 1인당 탄소배출량은 8.4톤으로 나타났다. 선진국 평균 내에서 미국은 인당 14톤으로 아직 중국보다 높은 수준을 유지하고 있으나, 그 증가 속도를 감안했을 때, 글로벌 탄소중립 달성을 위해 중국의 1인당 탄소배출량 감축이 필수적임을 알 수 있다.

그림5 주요 국가별 CO2 배출량



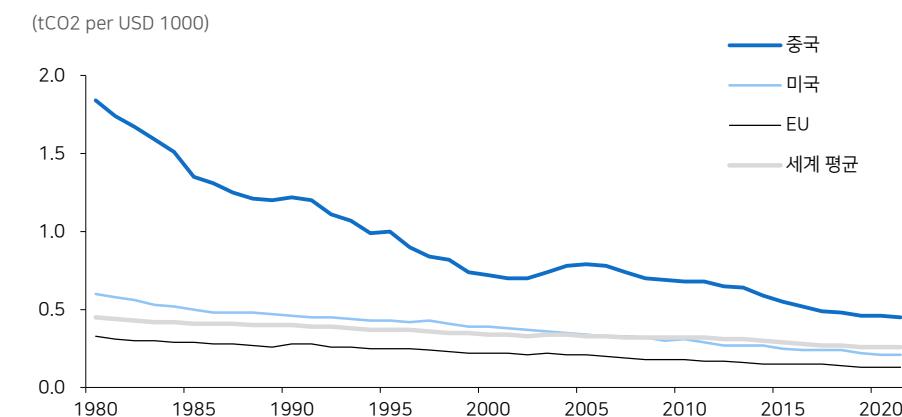
자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

그림6 주요 국가별 1인당 탄소배출량



자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

그림7 주요국가 별 GDP 성장 대비 전력 사용량 비교



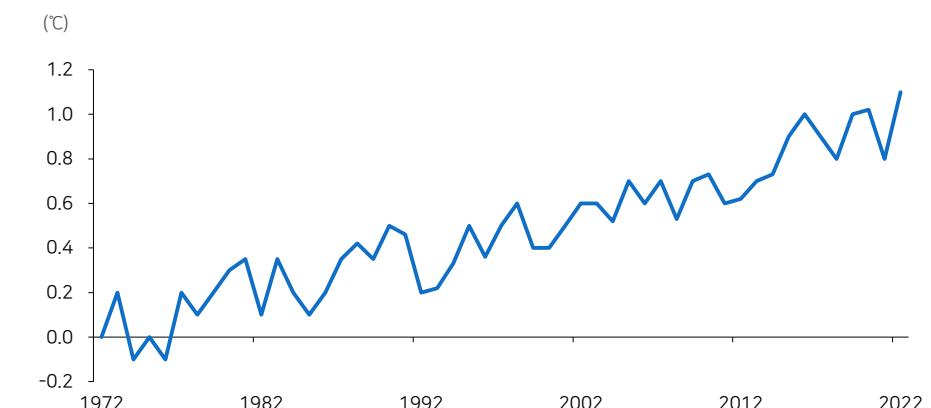
자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

지정학 리스크에 가려진 기후 대응의 필요성

현재 수준의 노력으로 기후변화를 막기엔 역부족

이러한 글로벌 탄소배출량의 증가를 반영하듯 IPCC(Intergovernmental Panel on Climate Change) 보고서의 발간 주기 또한 짧아지고 있다. 지난 발표에 이어 6개월이 지나지 않았음에도 추가 보고서가 발간되었고, 올해 말까지 2개의 추가 보고서가 예정되어 있다. 이번 보고서에서 생태계는 변화하는 기후에 적응하는 능력의 한계에 도달했다고 주장하며, 기후 변화는 더 이상 미래의 일이 아닌 이미 일어난 일로 보는 것이 타당하다고 밝혔다. 현재 지구의 기온은 산업화 이전 수준 보다 섭씨 1.1도 높은 수준으로, 과학자들은 산업화 이전 수준 대비 1.5도 증가를 "오버슛" 구간으로 설정하고 이 구간을 통과할 시, 미래에 지구 온도를 낮춘다고 해도 회복 불가능한 손상이 남을 것을 경고하고 있다. 현재 발표된 정책을 기준으로 할 시 2100년까지 2.7도, 공식 목표를 모두 달성 시 2.4도 수준까지 낮출 수 있으나 여전히 너무 높은 수준이다.

그림8 50년간 이어진 기온 상승 추세



자료: NASA GISS, 메리츠증권 리서치센터

기후변화에 대한 경각심 필요한 시점

코로나바이러스로 인해 위축되었던 경제가 빠르게 회복되면서 낮은 조달금리를 바탕으로 다양한 탄소중립 정책 수립 및 신재생에너지 투자가 이루어졌다. 하지만 막연한 정책과 투자가 화석연료 수요 조절로 이어지지 못하고 있는 상황이다. 더하여 최근 러시아-우크라이나 침공으로 인해 발생한 화석연료 공급 차질과 이로 인한 가격 상승은 탄소중립 달성을 걸림돌이 되고 있다. 기후변화는 당장 체감되지 않을 뿐 바이러스와 전쟁보다 더욱 큰 위험으로 다가올 수 있다. 탄소중립과 신재생에너지에 대한 투자가 단순히 ESG트렌드 아래에서 그린 워싱 용도로 사용되지 않게 적극적이고 실효성 있는 논의가 이루어져야 할 시점이다.

원문: Reducing the impact of extractive industries on groundwater resources (IEA)