



2022. 6. 23 (목)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

2022년 하반기 전망 시리즈 (해설판)

12. 유틸리티/철강_꿈틀꿈틀

13. 음식료/유통_新인류 소비자

오늘의 차트

연준의 자산 축소가 은행에 미치는 영향

칼럼의 재해석

미국증권위원회, MSCI 규제 시동

l

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 2022년 6월 3일 발간된

[2022년 하반기 전망 시리즈 12 – 유트리티/철강: 꿈틀꿈틀] 입



▲ 유트리티/철강

Analyst 문경원

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

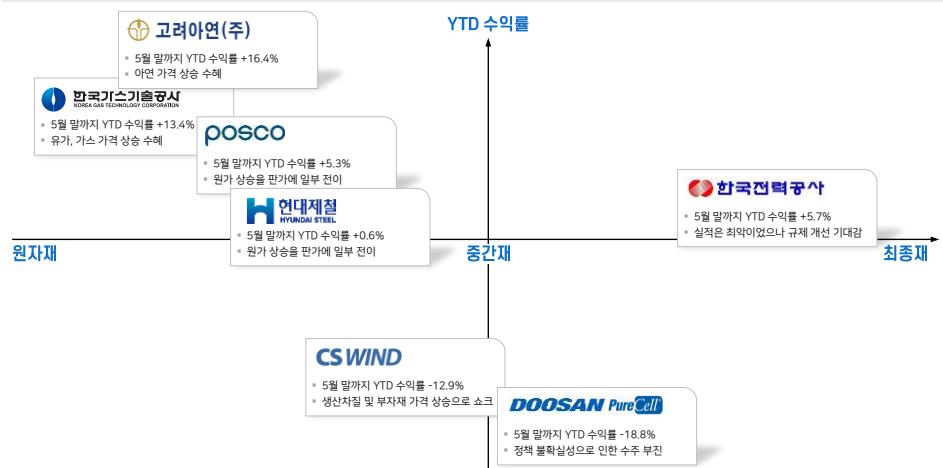
2022년 하반기 전망 시리즈 12 (해설판)

[유트리티/철강] 꿈틀꿈틀

- ✓ [1H22] 원자재 가격을 판가에 전이시킬 수 있는 기업들이 선방. SMP 상한제와 같은 규제 리스크가 큰 변수로 부각
- ✓ [유트리티] 우크라 사태 이후 재생에너지 및 수소의 역할 증대 예상, 특히 EU의 REPowerEU에 따른 재생에너지 투자 확대와 미국 BBB법안 통과 시 풍력 산업 최대 수혜 예상. 국내 역시 수소법 시행령, 4차 에기본, 12차 전기본과 신규 원전 계획 및 수출 관련 뉴스에 따른 정책 모멘텀 작용 예상
- ✓ [철강] 로컬화가 진행된 철강 산업과 달리 비철금속 산업은 중국 경기 악화 영향 받았던 피해만큼 경기 개선 시 수혜 가능 판단, 이와 함께 지속되는 스팟 TC 상승 추세에 따른 수혜 기대

Part 1 인플레이션, 당하고만 있을 수는 없다

그림1 인플레이션 영향에 따른 수익률 차별화 뚜렷했던 1H22



자료: 메리츠증권 리서치센터

인플레이션 장기화에 따른
대응 규제 변수가 중요한 시기

인플레이션은 2021년 초 이후 약 1년 반 동안 유트리티/철강 섹터 내의 주가 차별화 요인으로 작용했다. 그러나 앞으로는 금리 인상 및 경기 둔화 사이클에서 인플레이션의 지속성에 의문 부호가 붙고 있기 때문에 '인플레이션 수혜주'에 주목하는 투자 전략은 Upside보다 Downside가 크다고 판단된다.

오히려 인플레이션이 장기화되며 SMP 상한제 등 규제 변수 및 산업 내의 대응이 나타나고 있다는 점에 주목할 필요가 있으며, 이러한 인플레이션 대응 책과 그 영향이 주가의 변곡점으로 작용할 수 있는 시기가 오고 있다.

한국전력 대규모 적자에도 불구하고
요금 인상이 어려운 상황

적자폭 완화하는 방향으로의
규제 변수 기대

[한국전력] 유트리티 대형주 중 B2C 사업자는 한국전력이 유일하며 소비자와 맞닿아 있는 만큼 판가 조정도 까다롭다. 소비자 물가 상승이 예상되는 가운데, 요금 인상은 물가 부담 완화에 비해 후순위다. 사채 발행 금액이 확대되고 있으나, 최소 2023년 말까지는 전력공사법 전력채 발행 한도를 넘지 않고 자금 조달이 가능하다. 그러므로 물가 상승 부담이 완화되는 2023년 초까지는 인상 어려워 보인다.

허나 실적과 규제 변수는 개선 중이다. 1Q22 역대 최악 적자 확인 후, SMP 상한제를 포함한 각종 규제 논의가 이루어지고 있다. SMP 하락 및 상한제 효과 반영하여, 당사 영업적자 전망치는 4월을 저점으로 개선 중이다. 총괄원가 기반 정상적 이익 발생 시, 1,250원 내외의 DPS를 받을 수 있는 배당주로서의 잠재력이 있다. 이에 연내 요금 인상 뉴스 플로우에 따라 Trading은 가능하다고 판단된다.

그림2 한국전력 사채 추이: 내년까지 자금 조달 문제없을 전망

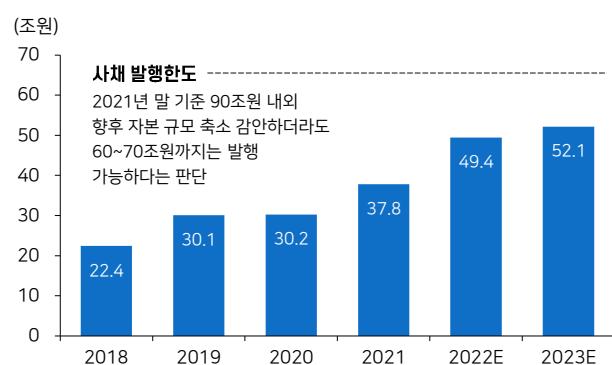
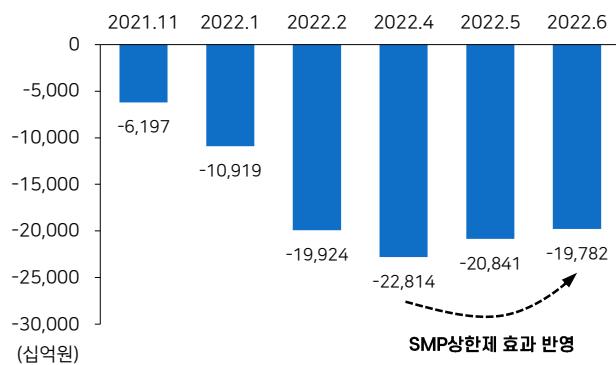


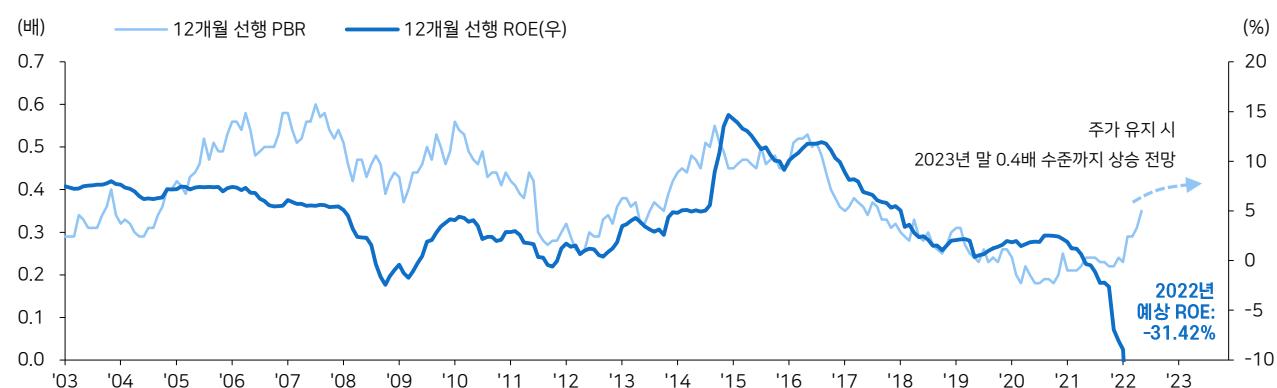
그림3 한국전력 올해 영업적자 전망: 규제 변수로 적자폭 축소



영업 정상화 시에 따르는
밸류에이션 정상화 수반 가능성
→ Upside에 대한 물음표

하지만 밸류에이션이 큰 리스크로 존재한다. 컨센서스 기준 12개월 선행 PBR은 약 0.32배, 현 주가 유지 시 2023년 말 BPS 기준 0.35배까지 확대될 전망이다. 이는 BPS 하락으로 인한 밸류에이션 상승이며, 2010년 이후 평균 PBR은 0.35~0.40배 수준이다. 악화되는 영업 상황과 달리 밸류에이션은 평균 수준이며 ROE가 정상 수준까지 개선이 되더라도 추가적인 밸류에이션 Upside는 의문이다.

그림4 한국전력 12개월 선행 PBR vs 12개월 선행 ROE: ROE가 정상화되더라도 PBR Upside는 크지 않음



원가 부담에 따른 풍력사의
마진율 저하와 선택적 수주

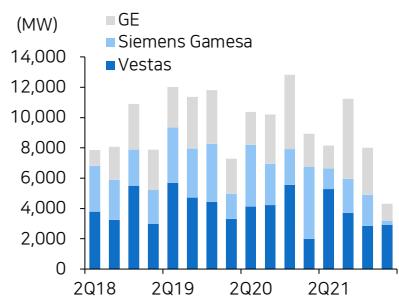
[풍력] 러-우크라 사태로 인한 원재료 가격 급등으로 글로벌 풍력 3사는 대규모 적자를 기록했다. 그리고 2022년 내에 원가 부담이 지속될 것이라는 터빈사들의 코멘트, 원가 전이 가능 계약에만 선택적 수주하여 신규 수주가 감소했다.

하지만 발전사들의 실적이 개선되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 1Q22 글로벌 발전 5개사들의 합산 EBITDA는 2017년 이후 최고치 기록했다. 이는 글로벌 경기 불황임에도 불구하고 전력 ASP 상승으로 마진이 확대되었기 때문이다.

전력 = 필수재: 꾸준한 소비
시장 가격, 원가 연동의 경우
가격 상승 불가피
→ 전력 ASP 상승과 마진 확대
→ 기자재 가격 인상 수용 기대

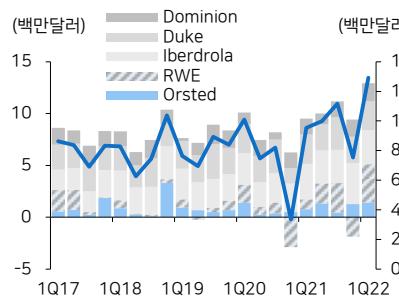
대부분의 국가에서 전력 시장은 경매 시장에서 수급을 통해 결정되거나, 원가에 연동된다. 전력은 필수재이기 때문에 가격이 비싸다고 해서 소비를 줄이기는 어렵다. 이에 유럽 지역에서 스팟 전력 가격은 2021년 초 대비 3~4배 상승했으며 미국, 유럽에서의 PPA(발전사-수요자 간 직접 계약) 가격 역시 20~40% 내외 상승했다. 이런 전력 판가 상승, 발전사 실적 개선세와 함께 기자재 가격 인상을 받아들일 수 있는 여건이 마련된 상황이다.

그림5 글로벌 풍력 3사의 신규 수주 추이



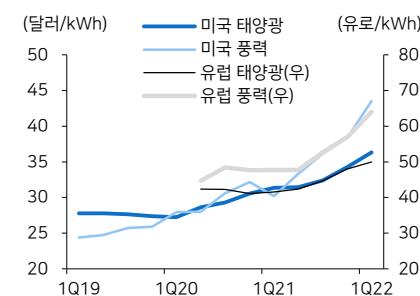
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림6 글로벌 발전사들의 EBITDA 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국, 유럽 PPA 가격 추이

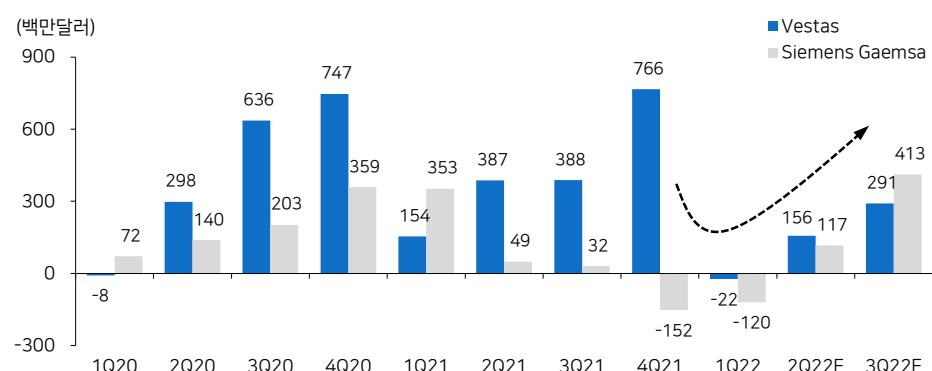


자료: LevelTen Energy, 메리츠증권 리서치센터

풍력 터빈 업체들의 실적 저점은
1Q22

최근 원자재 가격 변동성 완화와 ASP 상승에 힘입어 글로벌 풍력 터빈 업체들의 수익성은 1Q22를 바닥으로 반등할 전망이다. 2H21 이후에도 수익성 개선에 대한 기대감이 있었으나 러-우크라 사태를 비롯한 공급망 변수로 적자폭이 오히려 확대되었다. 그러나 ASP 상승이 2H21부터 본격화된 점, 금리 상승 등 인플레 완화 압력이 작용하고 있는 점을 감안할 때 실망스러운 결과가 반복될 가능성은 낮다.

그림8 풍력 터빈 업체들의 EBITDA 컨센서스: 1Q22를 저점으로 수익성 반등



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

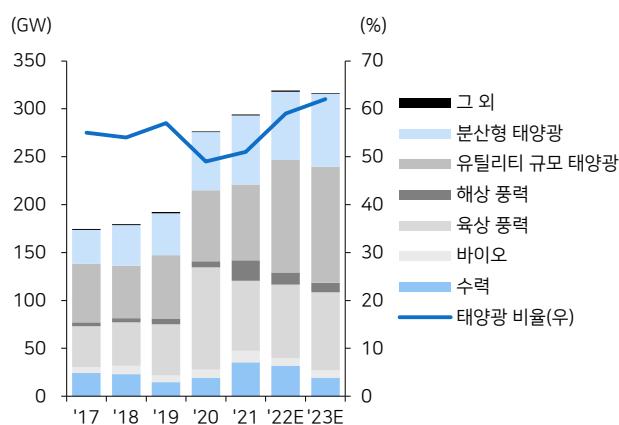
재생에너지 설치량 전망: 풍력에 비해 상대적으로 안정적인 태양광

지역별로는 유럽이 메인, 미국 시장이 변수로 작용

IEA에 따르면 수력 제외 재생에너지 설치량은 내년까지 +3.4% 증가할 전망이다. 재생에너지 설치량 중 태양광 비중은 내년까지 62%로 증가할 전망이다. 이는 태양광이 공급망 차질에 따른 재료 가격 상승 영향이 상대적으로 덜하기 때문이다. 또한 태양광은 상대적으로 기술적 성숙도, 원가 경쟁력이 높아 정책(ex. 미국의 세제혜택)에 대한 민감도가 낮기 때문이다.

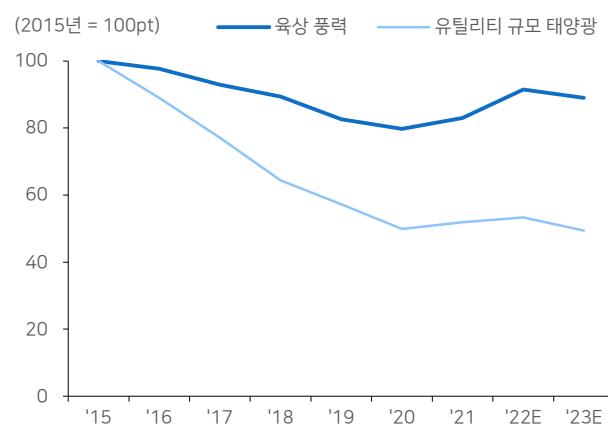
2022년 주요 지역별 재생에너지 설치량 증가율은 EU +13.4%, 미국 -12.9%이다. EU는 RePower EU 등 정책적 지원에 힘입어 성장을 이어갈 전망이나, 미국의 설치량 반등은 기대하기 힘들다. 이는 재생에너지에 대한 세제혜택 법안이 통과되고 있지 않기 때문이다. 이에 향후 Build Back Better 통과 여부 등 정책적 변수에 주목할 필요가 있다.

그림9 재생에너지 설치량 전망



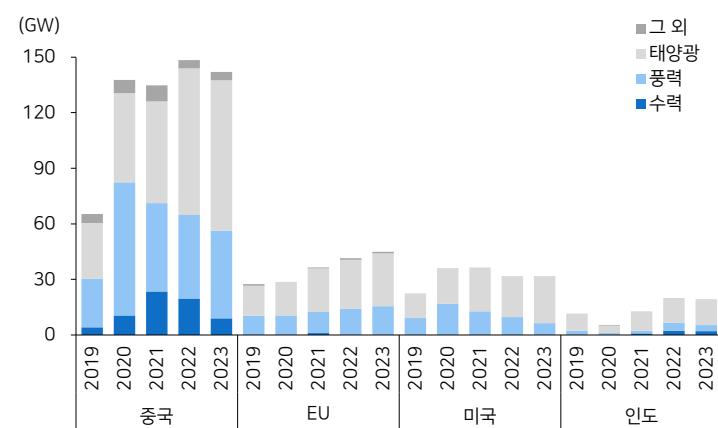
자료: IEA(2022년 5월 전망), 메리츠증권 리서치센터

그림10 재생에너지 설치비용 추이: 인플레이션 영향 더 커진 풍력

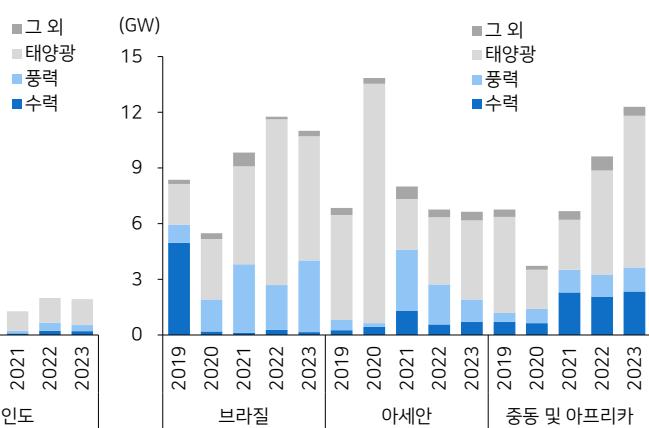


자료: IEA(2022년 5월 전망), 메리츠증권 리서치센터

그림11 지역별 재생에너지 설치량 전망



자료: IEA(2022년 5월 전망), 메리츠증권 리서치센터

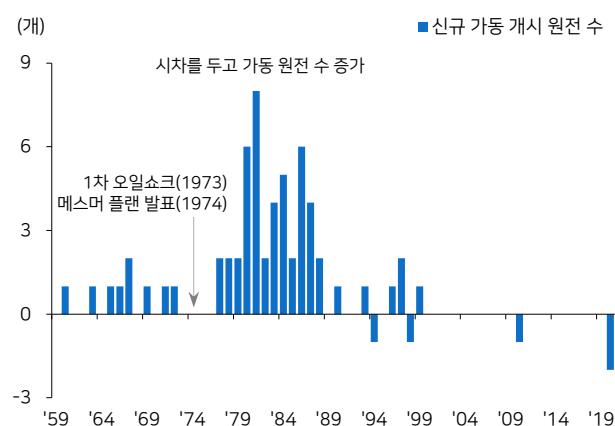


Part 2 진짜 전쟁은 이제부터 시작

에너지 전쟁으로 새로운 에너지원 출현 가속화 전망

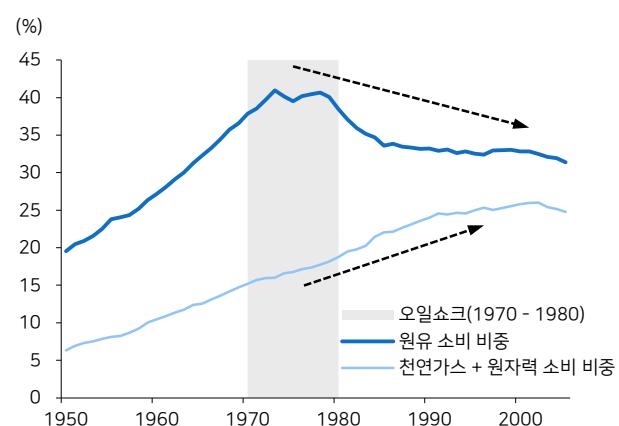
단기적으로는 공급망 차질이 기업 실적에 미치는 영향이 부각받고 있으나, 중장기적으로는 정부 에너지 정책 방향에 주는 영향에 더 주목할 필요가 있다. 1973년 오일 쇼크 이후 프랑스 '메스머 플랜' 등 정부 정책 변화를 기반으로 원전 및 원자력의 에너지 소비 비중이 증가했듯, 현 에너지 위기도 서방을 중심으로한 재생에너지, 수소 확대 정책 등을 통해 새로운 에너지원의 출현을 가져올 것이다.

그림12 1970년대 프랑스 메스머 플랜: 원자력 발전 증가



자료: World Nuclear Association, 메리츠증권 리서치센터

그림13 석유에서 천연가스/원자력으로: 에너지 정책이 주도



자료: Paolo Malanima(2018), 메리츠증권 리서치센터

RePower EU를 통해 러시아로부터의 에너지 독립 추진

[RePower EU] EU는 러시아산 화석 연료 대체를 위한 정책 패키지 'RePower EU'를 발표했으며, 이에 따라 2027년까지 2,100억 유로의 투자를 통해 러시아 화석연료에 대한 의존도를 '0'으로 낮출 계획이다. 우선 LNG 확대 등 단기적 조치를 통해 100bcm을 감축하고(vs 2021년 러시아 가스 수입량 155bcm), 이후 2027년까지 에너지 효율화와 재생에너지 확대로 67bcm 추가 감축할 계획이다.

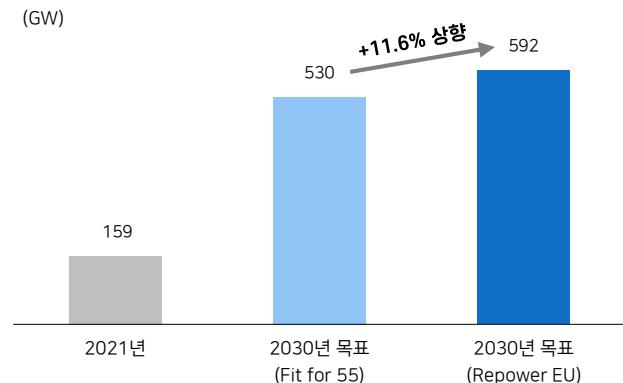
그림14 Repower EU: 유럽은 어떻게 러시아 가스를 대체하는가?



자료: 메리츠증권 리서치센터

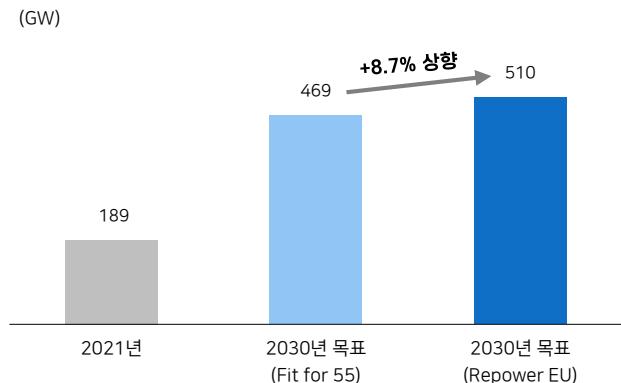
에너지 안보는 재생에너지에 대한 강력한 투자 유인이다. EU는 2021년 'Fit for 55'를 통해 재생에너지 비중 목표 2030년 40%(vs 2019년 20%)를 제시, 1년도 채 지나지 않아 금번 RePower EU를 통해 이를 45%로 상향(발전 비중 기준 69%)하였다. 2030년 기준 태양광, 풍력 발전용량 목표는 +11.6%, +8.7% 상향하였다. 수소 관련 목표는 더욱 큰 폭으로 증가했는데, 정유/화학 등 산업 내 수요 증가를 감안하여 2030년 EU 수소 수요 전망을 2,000만톤으로 약 3배 상향했다.

그림15 Repower EU: 태양광 설치 목표



자료: 유럽의회, BNEF, 메리츠증권 리서치센터

그림16 Repower EU: 풍력 설치 목표



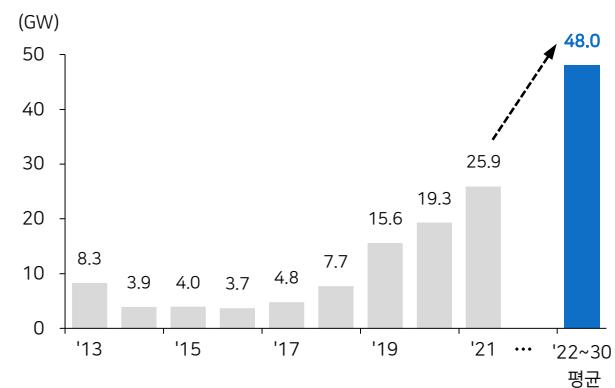
자료: 유럽의회, WindEurope, 메리츠증권 리서치센터

RePower EU 실현을 위해 태양광, 풍력 시장 2~3배 확대 필요

계획대로라면 2030년까지 EU는 매년 약 48GW의 태양광, 36GW의 풍력 설비를 설치해야 한다(2021년 태양광 설치량 23GW, 풍력은 11GW). 이는 현 EU 시장 규모 대비 각 설치량이 2~3배 커져야하는 상황이며, 단기적으로 공급망 차질이 완화된 이후에는 이러한 정책적 유인이 시장 확대로 이어질 가능성이 높다.

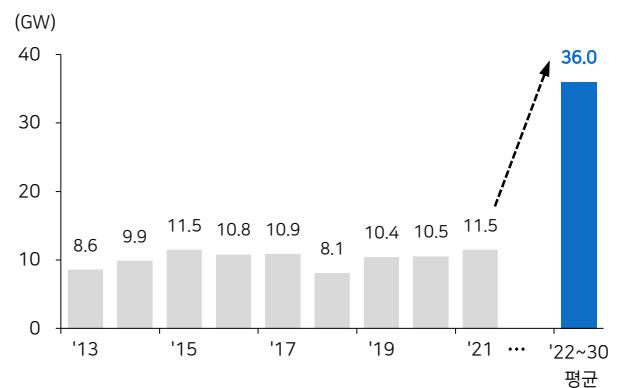
특히 설치 기간이 타 재생에너지 대비 짧은 지붕형 태양광에 대한 정책이 강력하다. 1) 인허가 기간이 최대 3개월로 단축되며, 2) 신규 공공, 상업용 빌딩은 2026년부터, 주택은 2029년부터 지붕형 태양광 설치가 의무화된다. 이는 단기적으로 러시아 가스에 대한 효과적 대책 수단이기 때문이다. 이와 함께 풍력 발전 인허가 단축을 위한 가이드라인 역시 제시하여 중단기적 대책을 마련하는 상황이다.

그림17 EU 태양광 설치량 추이 및 전망



자료: 유럽의회, IEA, 메리츠증권 리서치센터

그림18 EU 풍력 설치량 추이 및 전망



자료: 유럽의회, IEA, 메리츠증권 리서치센터

Build Back Better,
중간 선거 전, 9월까지 통과 예상

[Build Back Better] 5월 10일 바이든 대통령이 연설을 통해 인플레 대응 방법으로 기존의 Build Back Better 부양책, 에너지와 생활비 부담 완화 지속 추진, 친환경 투자 통한 에너지 효율성 개선, 그리고 육아 및 의료비 개선 등을 언급했다. 협상의 여지가 없다고 반대하던 조 맨친 상원의원은 중간 선거 전인 9월 말까지는 결론 내려야 한다는 취지의 발언을 통해 입장 전환 가능성을 보이고 있다. 이와 함께 일부 상원의원들은 6월 말까지 결론이 내려져야 한다고 발언하는 상황이다.

표1 'Build Back Better' 2차 패키지에 담길 세제 혜택 내용 정리

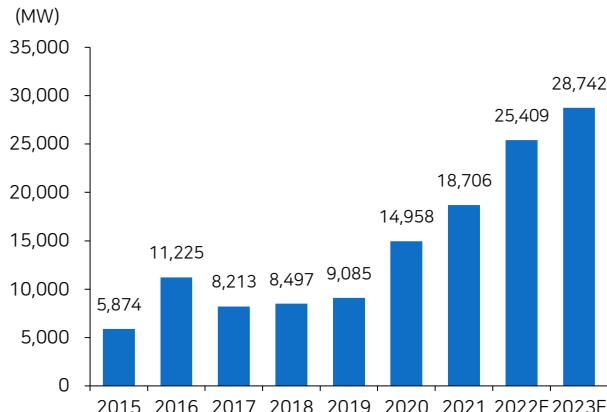
PTC	풍력	■ 0.5센트/kWh의 PTC지급(or 보너스 2.5센트/kWh)을 2031년까지 연장. 2032~33년까지는 이전의 60% 수준 지급	~2033년까지
	태양광	■ 0.5센트/kWh의 PTC지급(or 보너스 2.5센트/kWh)을 부활. 2031년까지 지급하고 2032년은 이전의 80%, 2033년에는 60% 지급	
	수력, 지열 등	■ 수력, 지열 등도 PTC 지급 대상에 포함. 2031년까지 지급하고 2032년은 이전의 80%, 2033년에는 60% 지급	
	원자력	■ 탄소 배출이 낮은 원자력 발전소에 대해 0.3센트/kWh(or 보너스 1.5센트/kWh)의 보너스 크레딧 지급.	
ITC	태양광	■ 태양광, 지열에 대한 기존 ITC 지급을 2031년까지 연장(기본 6%/or 보너스 30%). 2032년(5.2%/26%), 2033년(4.4%/22%)에 각각 하향 조정. 2034년 이후(2%/10%)로 조정	~2036년까지
	기타 친환경	■ 연료전지, 마이크로터빈, 열병합, 소형 풍력, 바이오가스, 폐기물, 해상풍력 ITC 지급을 2031년까지 연장 (기본 6%/or 보너스 30%). 2032년(5.2%/26%), 2033년(4.4%/22%)에 각각 하향 조정. 2034년 이후 크레딧 지급 없음	
	ESS, 선형발전기	■ ITC 지급을 신설. 2031년까지 기본 6%/or 보너스 30%. 2032년(5.2%/26%), 2033년(4.4%/22%)에 각각 하향 조정. 2034년 이후 크레딧 지급 없음	
	전력 인프라	■ ITC 지급을 신설. 2031년까지 기본 6%/or 보너스 30%.	
기타	탄소 포집	■ 발전, 산업 시설에서 포집: 지층 저장 시 탄소 톤당 10달러(or 보너스 50달러) 지급. 탄소 사용 시 탄소 톤당 7달러(or 보너스 35달러) 지급	~2031년까지
		■ 공기 중 직접 포집: 지층 저장 시 탄소 톤당 36달러(or 보너스 26달러) 지급. 탄소 사용 시 탄소 톤당 26달러(or 보너스 130달러) 지급	
연료	SAF	■ SAF(Sustainable Aviation Fuel) 1갤런 당 1.25달러(탄소배출 저감률이 50%를 초과할 시 1%p 당 or 0.01달러)의 보조금 지급	~2031년까지
	청정 수소	■ 10년 동안 수소 kg당 0.6달러(or 보너스 최대 3.0달러) 크레딧 지급. 보너스 지급 기준은 개질 수소 대비 탄소 배출량을 얼마나 저감했느냐	~2029년까지
에너지 절약	건물	■ 비상업적 시설의 에너지 효율 증대 시, 세제 혜택을 비용 대비 10%에서 30%로 확대. 총 크레딧은 1,200달러로 제한	~2033년까지
	주택	■ 주택 태양광, ESS, 연료전지, 소형 풍력, 히트펌프 등에 대해 2031년까지 30% 세제 혜택 제공. 2032년 26%, 2033년 22%	
운송	전기차	■ 플러그인 전기차에 인당 최대 12,500달러의 보조금 지급. 수소차에도 확대 적용 ■ 전기차 충전소에 6% 세제 혜택 제공(10만달러 초과 분에 대해서는 4%, 보너스 크레딧은 30%/20%)	~2031년까지

자료: 메리츠증권 리서치센터

Build Back Better,
민감도가 높은 섹터는 풍력

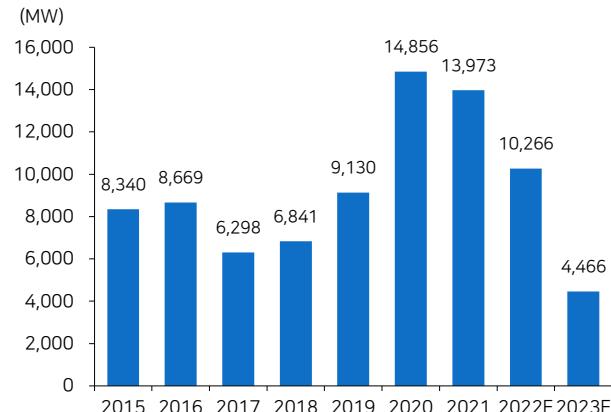
친환경 섹터 내 Build Back Better에 대한 민감도가 가장 높은 섹터는 풍력과 수소이다. 미국 EIA는 BBB 통과를 감안하지 않더라도 2022년, 2023년 미국 내 태양광 설치 규모가 지속 성장할 것으로 전망한 반면, 풍력 설치량은 2022년 약 -30% 내외로 감소할 것으로 전망한다. 거꾸로 말해서, 풍력의 원가 경쟁력이 태양광 대비 떨어지는 상황이기에 BBB 통과로 세제 혜택을 적용할 시 프로젝트 수익성 변동폭이 더욱 크기 때문에 태양광보다 풍력에 더 큰 영향을 끼칠 것이다.

그림19 EIA의 미국 내 태양광 설치량 전망



자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림20 EIA의 미국 내 풍력 설치량 전망



자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

국내 수소법 본회의 통과
→ 연말까지 구체화 예정

[국내 수소법] 국내에서의 정책 모멘텀은 수소 섹터에 주목되고 있다. 수소는 태양광, 풍력과는 달리 현 상황에서 100% 내수 산업이라고 해도 과언이 아니기 때문이다. CHPS(Clean Hydrogen Portfolio Standard)를 비롯한 수소법 개정안이 5월 29일 국회 본회의 통과, 6개월 경과한 날부터 시행이므로 11월말까지 구체화된 시행령이 발표될 전망이다. 수소법에 따르면 2023년 5월까지 인허가 받은 연료전지 사업자는 RPS에 편입 가능하므로, 2023년 수주가 집중될 가능성이 높다.

표2 수소법 개정안 주요 내용 정리

조항	내용
제25조의5 (청정수소의 판매 · 사용 의무 등)	<p>① 산업통상자원부장관은 청정수소의 보급을 촉진하기 위하여 필요하다고 인정하는 경우 대통령령으로 정하는 바에 따라 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자에게 수소 판매량 또는 사용량의 일정 비율 이상을 청정수소로 판매하게 하거나 사용하게 할 수 있다.</p> <p>1. 수소연료공급시설의 운영자, 2. 수소를 원료 또는 연료로 사용하여 온실가스 배출을 줄일 수 있는 사업을 영위하는 자로서 대통령령으로 정하는 자</p>
제25조의6 (수소발전량 구매 · 공급 등)	<p>① 산업통상자원부장관은 대통령령으로 정하는 수소발전량을 구매하게 하거나 공급하게 할 수 있다.</p> <p>② 산업통상자원부장관은 수소경제 이행 촉진을 위하여 수소발전 입찰시장을 개설할 수 있다.</p> <p>④ 제1항에 따라 구매하게 하거나 공급하게 할 수 있는 수소발전량은 다음 각 호의 사항을 고려하여 연도별로 대통령령으로 정한다.</p> <p>1. 제5조에 따른 기본계획, 2. 「전기사업법」제25조에 따른 전력수급기본계획, 3. 수소발전 관련 시설의 설치 및 가동 현황</p> <p>4. 「기후위기 대응을 위한 탄소중립 · 녹색성장 기본법」제8조에 따른 종장기 국가 온실가스 감축 목표, 5. 그 밖에 산업통상자원부령으로 정하는 사항</p> <p>⑥ 산업통상자원부장관은 구매 · 공급자가 구매 · 공급량의 이행에 소요되는 비용을 대통령령으로 정하는 바에 따라 전기사용자의 전기요금에 반영하여 회수할 수 있도록 하여야 한다.</p>
제25조의8 (과징금)	<p>① 산업통상자원부장관은 판매 · 사용의무자가 판매 · 사용의무를 이행하지 아니한 경우에는 그 부족분에 대하여 대통령령으로 정하는 바에 따라 해당 연도 최고등급 청정수소의 시장가격과 해당 연도 일반수소의 시장가격 간의 차액을 기준으로 그 금액의 100분의 150을 곱한 금액의 범위에서 과징금을 부과할 수 있다.</p>
부칙 제1조 (시행일)	이 법은 공포 후 6개월이 경과한 날부터 시행 한다.
부칙 제2조 (신 · 재생에너지 공급인증서의 발급에 관한 특례)	<p>① 이 법 시행 이후 수소에너지 및 연료전지에 대하여는 신 · 재생에너지 공급인증서(이하 "공급인증서"라 한다)를 발급하지 아니한다. 다만, 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 수소에너지등에 대하여는 그러하지 아니한다.</p> <p>1. 이 법 시행 당시 「신에너지 및 재생에너지 개발 · 이용 · 보급 촉진법」제12조의9제2항에 따라 제정된 공급인증서 발급 및 거래시장 운영에 관한 규칙에 따른 공급인증서 발급대상 설비를 통하여 생산하는 수소에너지등, 2. 이 법 시행 전 「전기사업법」제7조제1항에 따라 발전사업의 허가를 받은 자 중 이 법 시행 후 1년 이내에 「전기사업법」제61조 제1항에 따라 공사계획의 인가를 받거나 같은 조 제3항에 따라 신고한 자가 해당 인가 · 신고 등과 관련한 설비를 통하여 생산하는 수소에너지등.</p> <p>이 경우 수소에너지를 생산하는 자가 공급인증서를 발급받으려는 경우에 한정한다.</p> <p>② 제1항 단서에 따라 공급인증서가 발급된 수소에너지등에 대하여는 이 법 제25조의6제1항에 따른 수소발전량으로 인정하지 아니한다.</p>

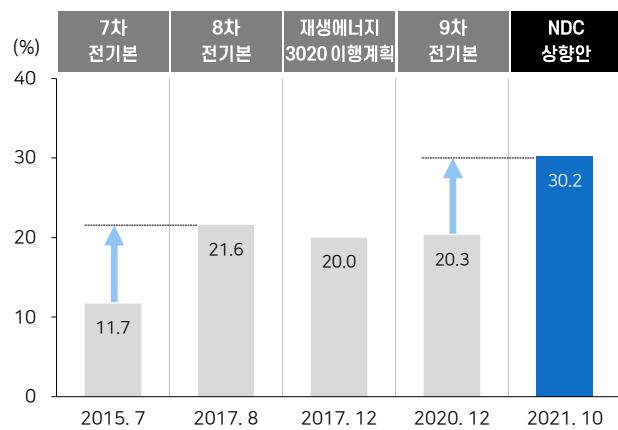
자료: 법제처, 메리츠증권 리서치센터

발표 예정인

4차 에기본, 10차 전기본 통해
원자력 관련주 모멘텀 작용 가능

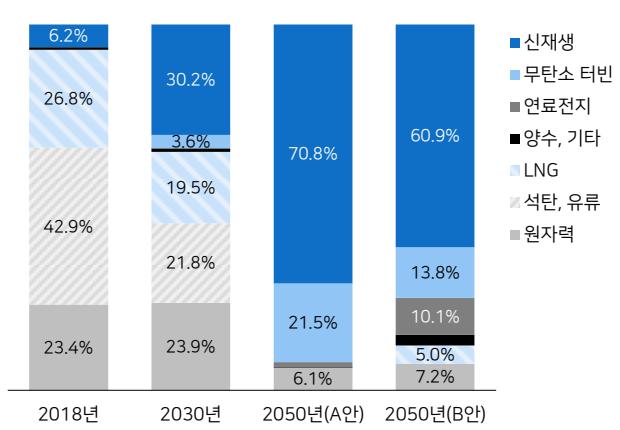
[국내 4차 에기본, 10차 전기본] 수소법 외에도 4차 에너지기본계획(7월 예상), 12월 발표된 10차 전력수급기본계획에도 주목할 필요가 있다. 그동안 재생에너지 발전량 비중 목표가 지속적으로 상향되어왔으나, 이 두가지 계획안을 통해 하향 조정되고, 반면 원자력 발전 비중이 상향될 가능성이 높다. 10차 전력수급기본계획에 포함이 될 신규 원전 프로젝트에 관련된 일자와 규모에 대한 구체적 내용이 원전 관련주들의 주가 모멘텀으로 작용 가능할 것으로 보인다. 그 외에도 수소법의 기반이 되는 수소터빈 및 연료전지 설치량 목표에도 주목할 필요가 있다.

그림21 2030년 기준 재생에너지 발전 비중 목표 상향 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림22 NDC 상향안의 발전 믹스 전환 계획 (2021.10)



자료: 메리츠증권 리서치센터

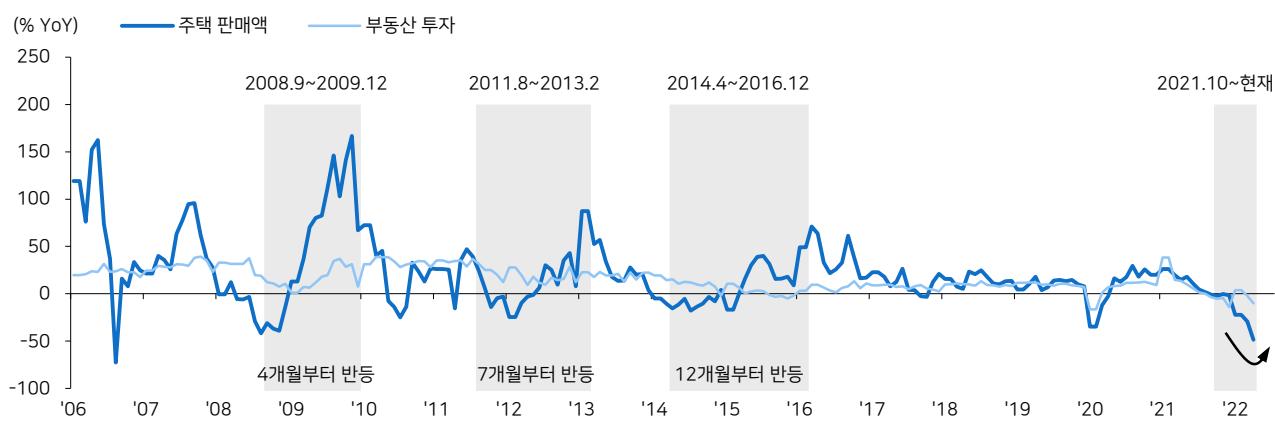
이러한 내수 시장과 별개로, 원전 수출 시장은 에너지 위기 대응, 러시아로부터의 에너지 독립 관점에서 확대 중이다. 이에 하반기 동안 영국, 카자흐스탄, 네덜란드, 필리핀 프로젝트 관련 뉴스 플로우가 계속해서 구체화될 전망이다.

Part 3 철강: 시장을 읽는 문법이 달라졌다

중국 경기 부양책에 따른 중국 부동산 투자 및 판매 반등 기대

[철강] 철강 산업 최대 투자포인트는 중국 정부의 경기부양책이라고 할 수 있다. 5월 15일부터 전국 모기지 기준금리를 사실상 35bp 인하, 2020년 부동산 규제 이후의 첫 완화 움직임을 보였다. 과거 부양책 실시 이후 4~12개월 이후 부동산 투자 및 판매가 반등했었으며, 디벨로퍼들의 신용 문제와 제로 코로나 정책으로 반등 강도가 과거보다 약할 수 있으나, 2021년 말부터 부양이 본격화된 점을 고려했을 때 보수적으로 4분기부터 부동산 거래량 확대가 예상된다.

그림23 과거 3차례 부동산 부양 기간과 거래량 반등 시사점: 빠르면 하반기부터 개선 기대

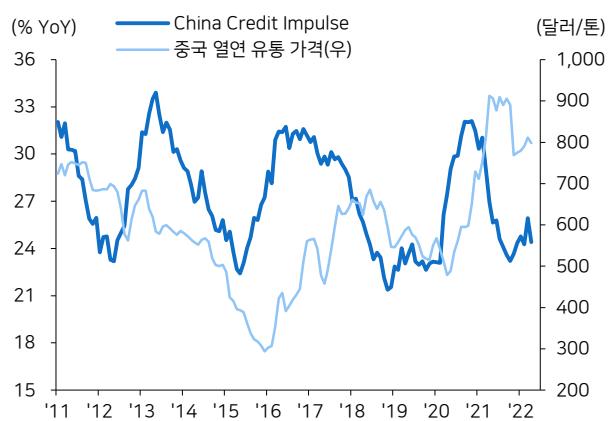


자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

경기 부양책의 효과는 6개월 후에 철강 가격에 영향 예상

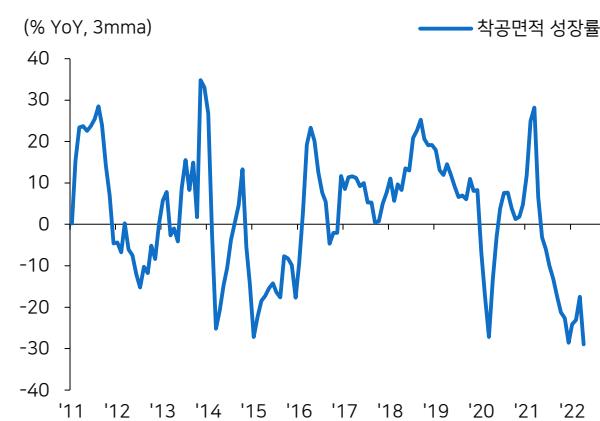
경험적으로 중국 철강 가격은 유동성 공급에 약 6개월 후행하여 변동한다. China Credit Impulse는 11월을 바닥으로 12월부터 소폭 반등했다. 이에 중국 철강 가격은 5월 이후 본격적인 상승이 예상되며, 현재 착공면적이 -20~30% 감소하는 등 건설 업황은 좋지 않으나 4Q22부터 개선세가 예상된다.

그림24 유동성에 약 6개월 후행해 움직였던 중국 철강 가격



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 중국 착공면적 추이: 올해 -20~30% YoY 감소 중



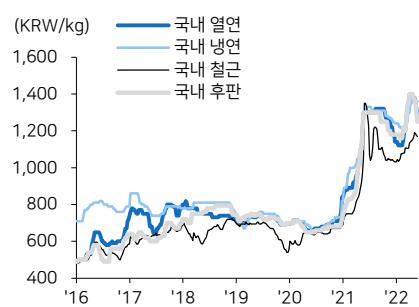
주: 3개월 이동평균

자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

국내-중국 Decoupling이 철강주들의 견조한 실적으로 연결

이처럼 완만한 개선세가 예상되는 중국 부동산 경기, 철강 가격이 국내 시장에 호재로 작용할지는 의문이다. 국내 철강 시장은 중국 경기 침체기였던 2H21 이후에도 높은 수준을 유지해왔다. 이는 중국의 수출량 감소로 중국 경기가 국내 시장에 미치는 영향력이 감소했기 때문이다. 이런 수출량 감소는 중국 정부의 수출 통제와 해상 운송 차질 때문인 것으로 파악된다. 이에 1Q22 POSCO, 현대제철은 실적 서프라이즈를 기록하기도 했다. 중국 경기가 안좋을 때 영향을 덜 받았기 때문에, 경기가 개선됐을 때의 수혜도 제한적일 것이다. 그리고 6월 이후 경기 부양을 통해 수출이 늘어나다면 국내 시장에 대한 영향력이 확대될 전망이다.

그림26 국내 강종별 유통 가격 추이



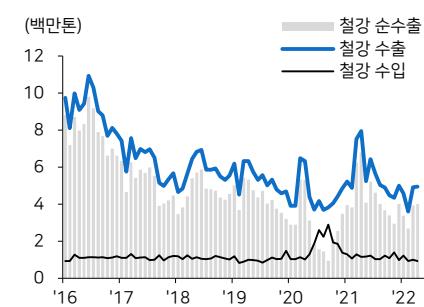
주: 각 강종별 대표 제품 기준
자료: SteelDaily, 메리츠증권 리서치센터

그림27 중국 강종별 유통 가격 추이



자료: SteelDaily, 메리츠증권 리서치센터

그림28 중국 철강 순수출 추이



주: 반제품 수출입 제외
자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

중국 철강사들의 수출 확대 유인은 충분한 상황

중국 철강사들의 열연 스프레드는 100달러를 소폭 웃도는 수준으로, 고정비 및 부자재 가격을 고려할 때 상당수의 철강사들은 적자를 기록하고 있을 것으로 판단된다. 이런 상황에서 정책 측면, 물류 측면에서의 제한이 없어진다면 중국 철강사들이 타 국가로의 수출 물량을 늘릴 유인은 충분하다고 보여진다.

2021년 업황을 도왔던 감산 정책, 지금은 일시 중단 상태

현재 중국의 고로 가동률은 90% 수준으로 상승했으며, 이는 2021년 감산 정책 실행 이전 수준으로 회귀한 것이다. 수익성 악화에도 고로사들은 최소한의 고정비 커버를 위해 고로를 가동 중이다. 2022년 조강 생산량은 전년 대비 감소하고 있으나, 이는 감산 정책이 아닌 수요 감소 때문이다. 친환경 정책이 경기 부양에 비해 후순위로 밀린 상황에서 공급 측면의 도움은 없다고 볼 수 있다. 이러한 수요 부진이 지속된다면 중국 시장 내 재고는 확대될 전망이다.

그림29 중국 열연 스프레드 추이



주: 철광석(호주 수출가), 유연탄(중국 내수 유통가)
자료: SteelDaily, 메리츠증권 리서치센터

그림30 중국 고로 가동률 추이



주: 당산은 126개, 전국은 247개 고로 대상 표본 조사
자료: My Steel, 메리츠증권 리서치센터

그림31 중국 조강 생산량 추이



자료: WSA, 메리츠증권 리서치센터

중국 수요 회복에 베팅한다면
철강보다는 비철금속

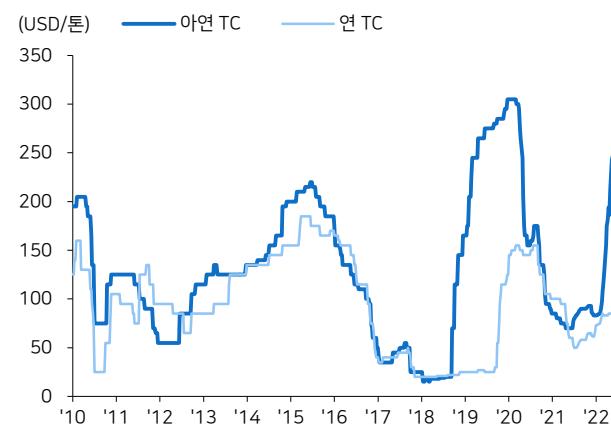
[비철금속] 중국 부동산 경기 회복에 투자한다면 아연을 비롯한 비철금속 밸류체인에 주목할 필요가 있다. 로컬화된 철강 산업과 달리 비철금속 가격은 국제적으로 표준화되어 있고, 제련소들의 에너지 수급 차질로 가동률 하락과 스팟 TC 상승 추세도 지속되고 있다. 4월 이후 최대 비철금속 소비처인 중국의 경기 하강과 비철금속 가격이 동반 하락한 바 있던 만큼 개선 시 수혜도 가능하다.

그림32 아연 및 중국 열연 가격 추이: 4월 이후 동반 하락



자료: 광물자원정보서비스, SteelDaily, 메리츠증권 리서치센터

그림33 아연/연 스팟 TC 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

철강, 비철금속 전반적으로
밸류에이션 부담은 없는 상황

철강, 비철금속 대표 종목들의 12개월 선행 PBR을 살펴보면, POSCO와 현대제철은 역사적 평균을 밑돌며 고려아연 역시 역사적 평균 수준이다. 시클리컬 산업 특성상 단기적 투자전략은 밸류에이션 매력보다는 주요 지표(가격, 스프레드) 추세에 따라 결정하는 것이 현명하기에 고려아연이 궁정적이다. 특히 고려아연은 재생에너지, 수소, 2차전지(동박) 사업에서 자체적 역량 확대, 더불어 LG화학과의 JV를 통해 사업 영역을 확대하고 있어 중장기적 밸류에이션 Re-rating이 전망된다.

그림34 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

Strategy Idea



▲ 음식료/유통

Analyst 김정욱

02. 6454-4874

6414@meritz.co.kr

RA 이성우

02. 6454-4868

sungwoo-lee@meritz.co.kr

본 자료의 원본은 2022년 6월 9일 발간된
[2022년 하반기 전망 시리즈 13 - 新인류 소비자] 입

2022년 하반기 전망 시리즈 13 (해설판)

[음식료/유통] 新인류 소비자

- ✓ [음식료] Overweight. 주류/외식업 실적 고성장 본격 확인 국면 돌입
- ✓ [유통] Neutral. 온라인 경쟁 심화의 변화를 거스를 수는 없으나 차별화된 오프라인 컨텐츠 제공 및 소비자 세대 변화 대응 여부로 채널간 매력도 결정. 업태별 선호도는 백화점>편의점>대형마트>홈쇼핑
- ✓ Top Picks: 하이트진로: 新인류의 세대 변화, 제품 변화도 지속된다, CJ프레시웨이: 新인류의 식생활, 배달에서 다시 외식으로

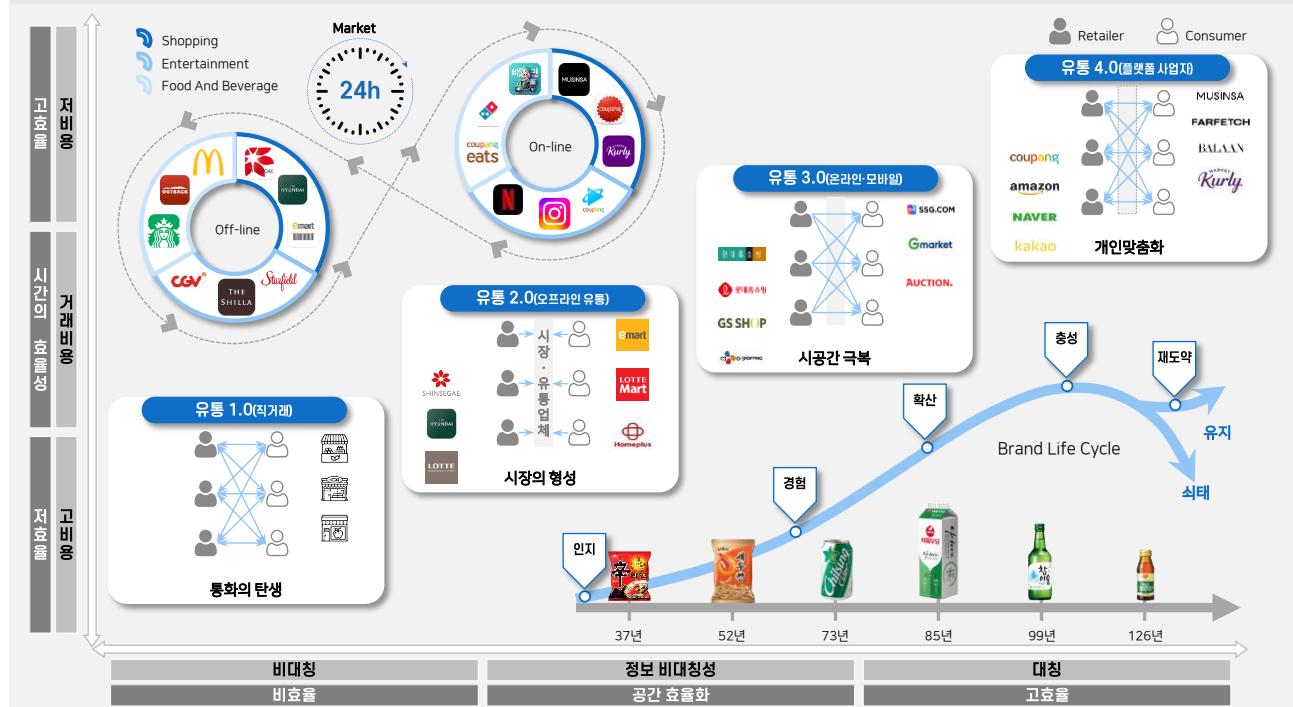
Part 1 소외된 유통업, 세대 변화에서 기회 찾기

2022년 하반기 유통

투자의견 Neutral 제시

22년 하반기 유통 투자의견 Neutral 제시하며 커버리지를 개시한다. 온라인 확대에 따른 경쟁 심화는 거스를 수는 없으나, 차별화된 오프라인 컨텐츠 제공 및 소비자 대응 여부에 따른 채널 집중화가 나타날 것으로 판단한다. 업태별 선호도는 백화점>편의점>대형마트>홈쇼핑 순으로 제시한다.

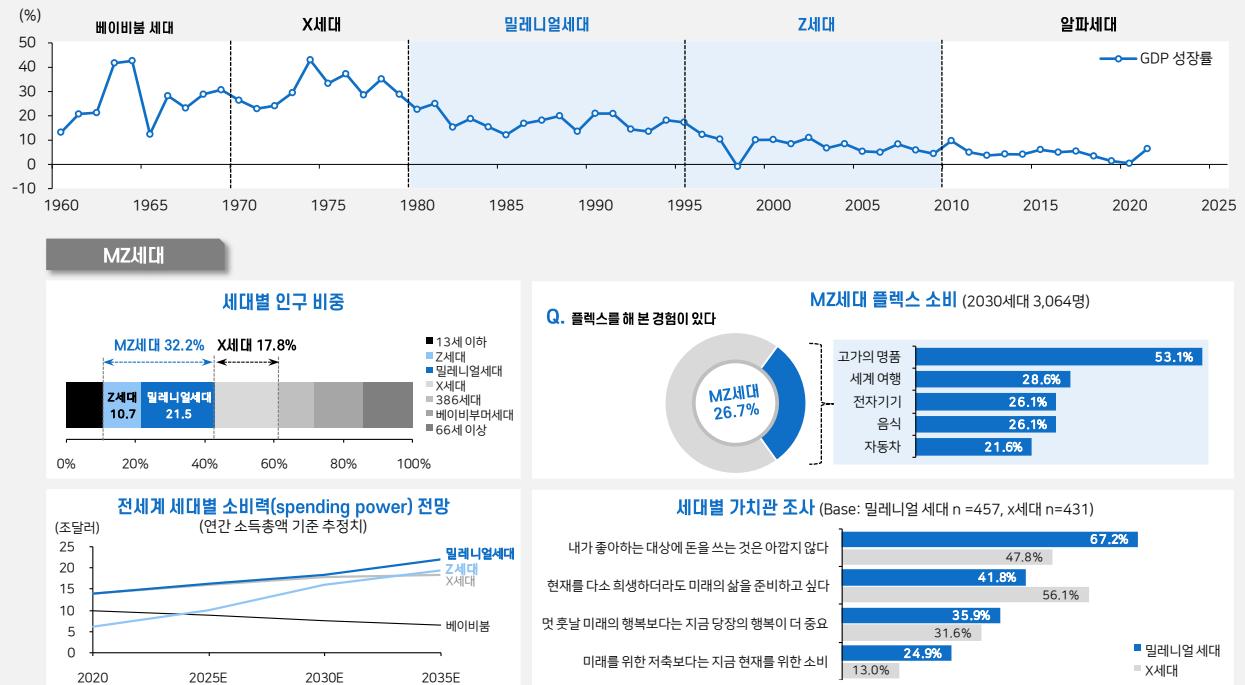
그림1 유통업이 어려운 이유: Shopping은 영원하고, Retailer 경쟁은 무한하다.



자료: 언론보도, 삼정KPMG, 필립 코틀러 – 리테일 4.0, 메리츠증권 리서치센터

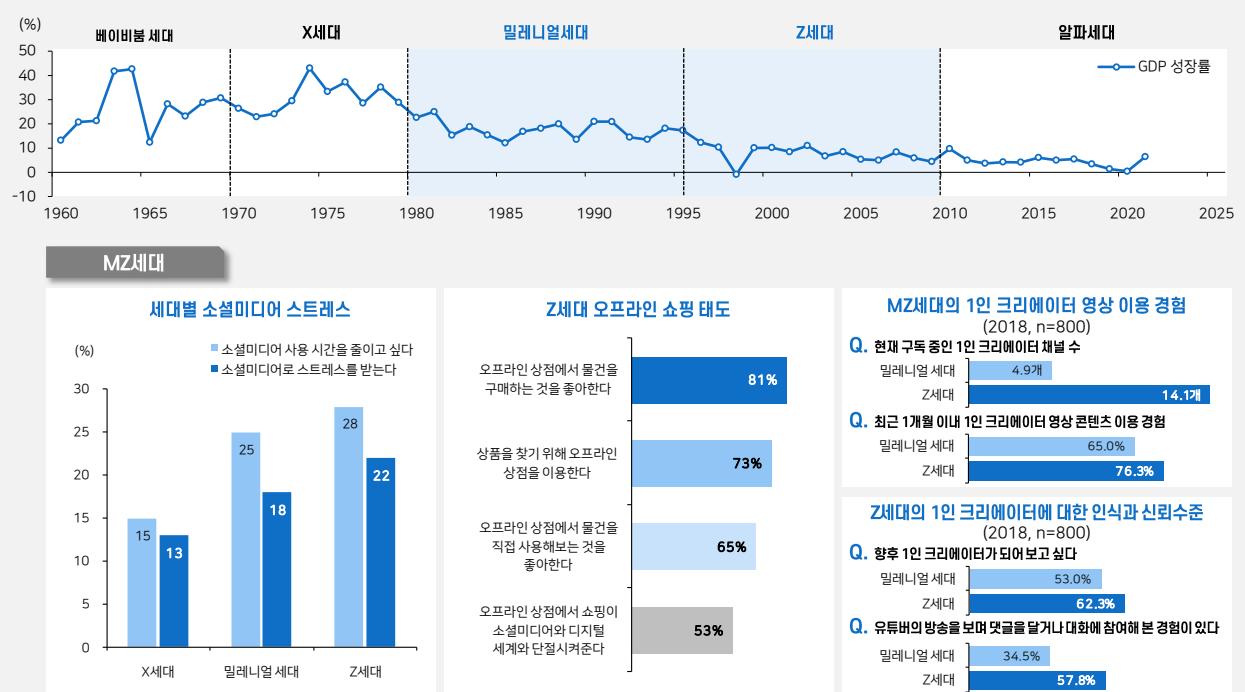
브랜드 라이프 사이클의 5단계	일반적인 브랜드 라이프 사이클의 경우, 인지, 경험, 확산, 충성, 재도약 순의 5단계를 거쳐 진행된다. 음식료 히트 제품이 긴 브랜드 라이프 사이클을 가져가는 것과 달리, 유통의 경우 제품이 아닌 채널이기 때문에 기술 발달 및 소비 성향 변화에 따라 새로운 경쟁자들이 시장에 새롭게 진입하고 기존 채널이 축소되는 사이클이 반복된다.
매력적인 오프라인 채널 장기 성장 가능	온라인 채널의 확장에도 불구하고, 매력적인 오프라인 채널은 업태를 확장해 나갈 것으로 판단한다. 소비자들은 24시간에 걸쳐 온라인과 오프라인에서 소비 생활을 영위해 나간다. 온라인의 대표적인 세가지 컨텐츠로는 쇼핑, 엔터테인먼트, F&B로 분류할 수 있으며, 쿠팡은 이 3가지 분야에서 모두 사업을 영위해 나가며 온라인 시장을 장악해 나가고 있는 상황이다. 하지만 소비자들이 24시간 내내 온라인에 머물지는 않기 때문에 오프라인에서도 앞서 언급한 3가지를 분야를 잘하는 업태는 경쟁력을 가져갈 수 있다고 판단한다.
新인류 MZ세대에 주목	유통의 장기 성장 네리티브를 확인하기 위해서는 세대 및 인구 변화를 주의 깊게 살펴볼 필요가 있다. 결국 소비자들이 어떠한 성향을 가지고 있는지에 따라 어떤 채널을 이용할 것인가가 결정되기 때문이다. 新인류인 MZ세대의 경우, 기성세대와 다르게 높은 수준의 소비 성향과 과시적 소비 행태를 중장기적으로 지속해 나갈 가능성이 높다고 판단한다.
MZ세대 모두 플렉스 소비 성향을 가지고 있는 상황	이는 세대별 차이에 기인하는데, X세대의 경우, 최초로 경제적 고성장 문화 속에서 자란 세대로서 개인화/과시 소비가 발현된 세대이다. X세대의 특징 중 하나는 자녀 세대인 Z세대와 유대감이 높다는 점에 있다. 이러한 높은 유대감은 Z세대가 자연스럽게 X세대의 고급화된 소비 성향을 물려받는 것으로 연결됐다. 반면에 밀레니얼 세대의 경우, 어린 시절 IMF를 겪음에 따라 어려운 시기를 경험했으며, 명품 소비를 통해 보상을 받고자 하는 심리가 강하다. 결과적으로 MZ세대 모두 과시적 소비 성향을 가지고 있고, 이는 고가의 명품, 여행, 전자기기 등의 소비로 연결되고 있는 상황이다.
인스타그램, 1인 미디어 소비 성향 확대 요인으로 작용	여기에는 인스타그램을 중심으로 한 SNS와 1인 미디어의 영향이 컸다. 인스타그램은 이미지/영상 등을 주로 업로드하게 되는데, MZ세대들의 과시적 소비가 주로 표출되는 채널로 21년 기준, 국내 소셜미디어 플랫폼 중 인스타그램만 유일하게 1인 평균 월 이용 시간이 증가하는 모습을 보였다. 1인 미디어의 확산도 과시적 소비를 강화하는 요인으로 작용했다.

그림2 차별화를 위해 브랜드에 민감한 M, 합리적인 프리미엄 소비자 Z



자료: 통계청, PLAY D, 메리츠증권 리서치센터

그림3 新인류: SNS에 친숙하며 동시에 강한 스트레스, 1인 크리에이터에 높은 신뢰



자료: 통계청, PLAY D, 메리츠증권 리서치센터

Part 2 新인류, 팍팍한 지갑에도 늘어나는 소비

新인류 소비성향 확대 요인

1. 결혼 시기의 지연

2017년 이후 29세 이하 가구의 소비는 다른 세대화 차별화되는 모습을 보이며 연평균 +5.3% 성장했다. 세 가지 이유가 작용했다고 판단한다. 첫째로 혼인 건수 감소이다. 코로나 이전부터 감소하기 시작한 혼인건수는 현재 연 20만 건을 하회하고 있으며, 평균 초혼 나이 역시 5년에 1세씩 지연되고 있다. 결혼 시기가 지연됨에 따라 과거 대비 높은 소비 성향이 장기간 유지되는 것이다.

2. 주택가격의 상승

주택가격의 가파른 상승이 역설적으로 소비 성향 확대 요인으로 작용하고 있다. 2022년 5월 기준, 서울 아파트(전용 84m²) 평균 PIR은 24.7년이며 이를 20~30대로 한정할 경우 31.7년으로 증가한다. 즉 20~30대의 경우 실질적으로 집을 구매하기까지 60년정도 시간이 걸리기 때문에 주택 구매를 연기, 포기하고 소비 확대 요인으로 작용하고 있다.

3. 최저임금의 상승

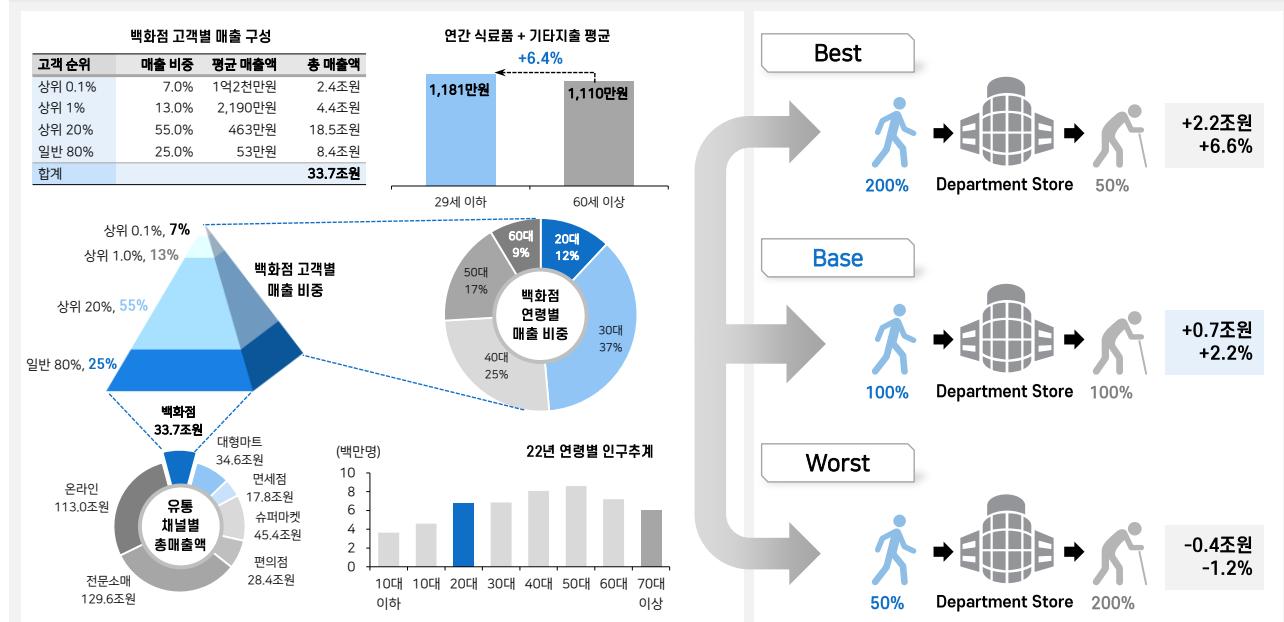
최저임금의 가파른 상승도 소비 여력 확대 요인으로 작용했다. 올해 최저임금은 월 191만원으로(209시간 근무 기준) M세대 평균 최저임금의 2.1배 수준이며, X세대의 6.9배 수준이다. 상대적으로 높은 최저임금으로 타 세대 대비 20대 기간 동안 높은 소비 여력 확보했기 때문에 명품 소비 여력이 높다. 특히 한국의 경우, 소셜미디어 활성 이용자 비율이 89.3%로 전세계 평균 대비 1.7배 높은 수준이며 이는 과시적 소비 강화 요인으로 작용하고 있다.

세대교체만으로도

백화점 매출 +2.2% 상승 가능

MZ세대의 인구 비중은 현재 35.2%에서 10년 후 46.9%로 상승하며 인구 절반을 차지할 전망이다. MZ세대의 높은 소비 성향을 고려한 시나리오 분석 시, 백화점 매출은 세대변화만으로도 연평균 +2.2%의 성장이 가능할 것으로 판단한다.

그림4 세대 변화에 따른 백화점 시나리오 분석 Base-Best Case 매출성장 +2.2~6.6%



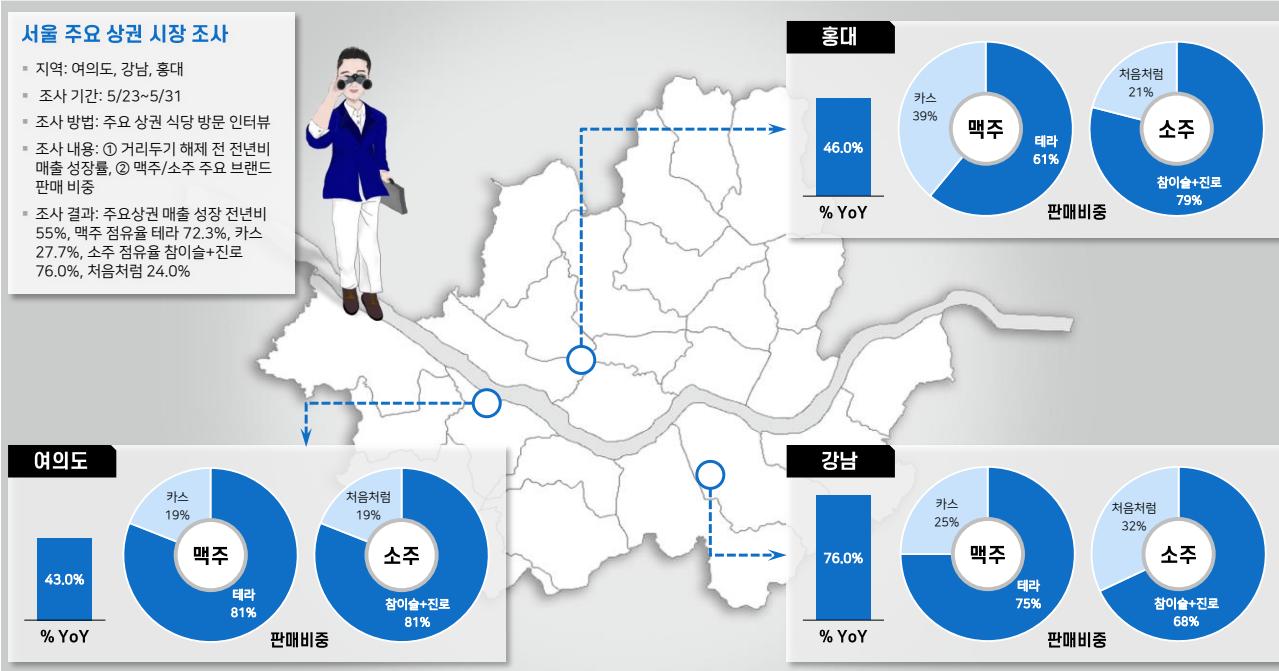
자료: 언론보도, 통계청, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

Part 3 현장에서 살펴본, 新인류 외식 소비

서울 주요 상권 매출
전년비 +55% 성장

우리는 지난 2022년 연간전망을 통해 리오프닝 컨셉의 음식료 종목을 탑픽으로 제시한 적이 있다(2022년 전망 시리즈17 – '폐자부활전' 참조). 현재 시장참여자들의 궁금증은 거리두기 해제 이후 오프라인 상권이 얼마만큼 좋아졌는지에 대한 궁금증이 있다는 점이다. 이에 따라 여의도/강남/홍대 주요 상권 오프라인 대면 조사 결과, 코로나 해제 이후 매출액이 점포별로 적게는 +30%에서 많게는 +100%로 사회적 거리두기 전 대비 평균적으로 +55% 매출 성장을 한 것으로 파악할 수 있었다.

그림5 서울 주요 상권 매출 전년비 +55% 성장, 테라/참이슬 + 진로 점유율 우세



자료: 메리츠증권 리서치센터

테라 점유율의 구조적 상승을
보는 이유

특징적인 점은 '테라' 100%로 운영하는 점포 수가 전체 조사 점포 수 대비 20~30% 가량 있었다는 점이다. 과거 2006년 밀레니얼 세대가 주류 시장에 부상했을 때 OB맥주는 OB 제품을 포기하고 카스에 집중하는 전략을 구사하면서 점유율을 구조적으로 끌어올린 사례가 있다. 또한 주류 제품의 경우 경험적으로 세대 교체와 맞물리면서 점유율이 올라온다는 특징을 가지고 있는 제품이다. 즉, 기성세대와 다른 제품을 소비하려는 20대들이 테라와 진로를 마시면서 시장에 유입되고 있기 때문에 이러한 트렌드는 이들이 사회의 주력 소비 계층이 될 때까지 지속될 가능성이 높다고 판단한다.

수도권 점유율은
전국 점유율 선행 지표

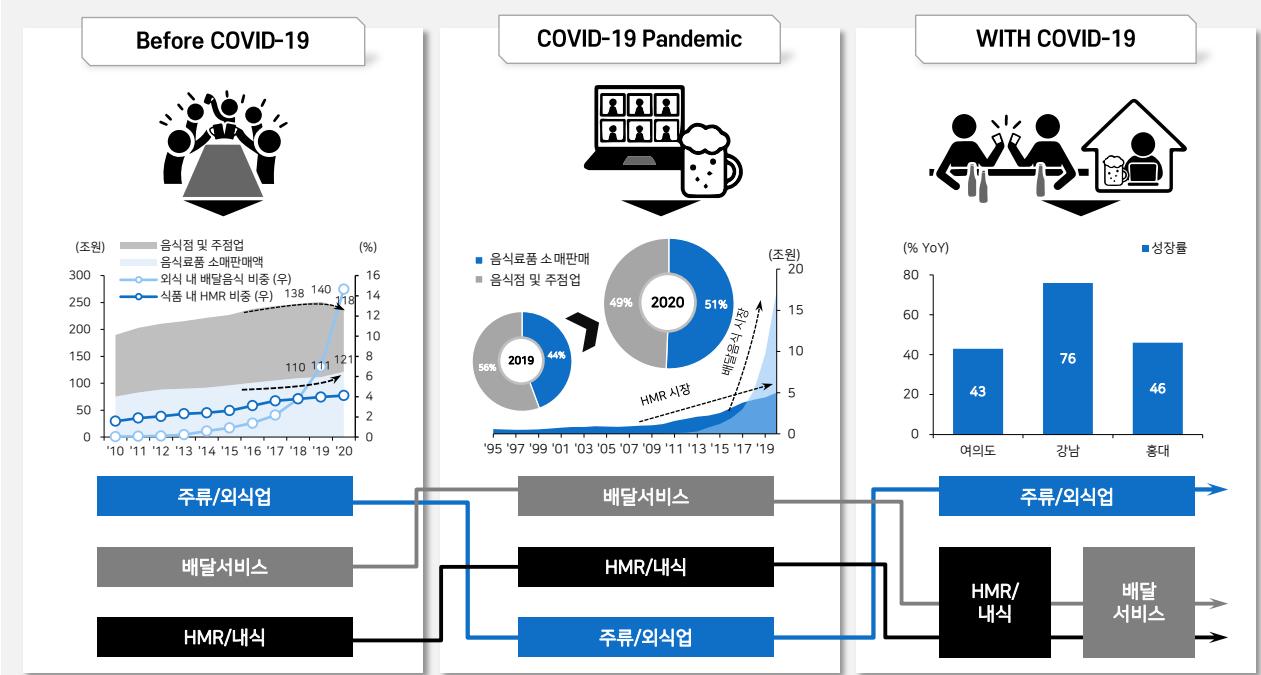
시장 참여자들은 테라의 점유율이 코로나 시기를 거치면서 정체되었다는 점을 우려 요인으로 꼽고 있는 상황이다. 하지만 이러한 시장 상황은 올해부터 변화가 가능하다는 판단이다. 2020년~2021년을 거치면서 하이트진로의 테라 점유율 상승이 제한되었던 이유는 강력한 수도권 봉쇄 정책 때문이었다. 하지만 올해부터는

봉쇄 정책이 해제됨에 따라 전반적인 시장 회복이 나타나고 있으며 특히 수도권 중심으로 강한 반등세가 나타나고 있는 상황이다. 수도권 점유율이 일반적으로 전국 점유율을 선행한다는 점을 고려해 보았을 때 추가적인 점유율을 가져갈 가능성 이 높다고 판단한다.

리오프닝 컨셉의 음식료 종목 집중

이에 따라 2022년 하반기도 실적 성장 가시성이 높은 리오프닝 컨셉의 음식료 종목에 집중하는 전략이 유효할 것으로 판단한다. 주류/외식업의 지속적인 회복을 예상하며, HMR, 내식 서비스는 고베이스 부담이 하반기에도 지속될 것으로 판단 한다. 실제로 오프라인 식당들의 BC카드 결제 데이터 추이를 살펴보면, 22년 초 코로나 확산 때 바닥을 형성한 이후 강한 반등세를 보이고 있는 상황이다. 외식업 경기/고용지수 모두 긍정적인 상황이며 대면/모임 관련 카테고리가 강한 회복 세를 보이고 있는 점도 주목할 만 하다.

그림6 2022년 하반기 음식료 전망: 주류/외식업 실적 고성장 본격 확인



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

Top Picks

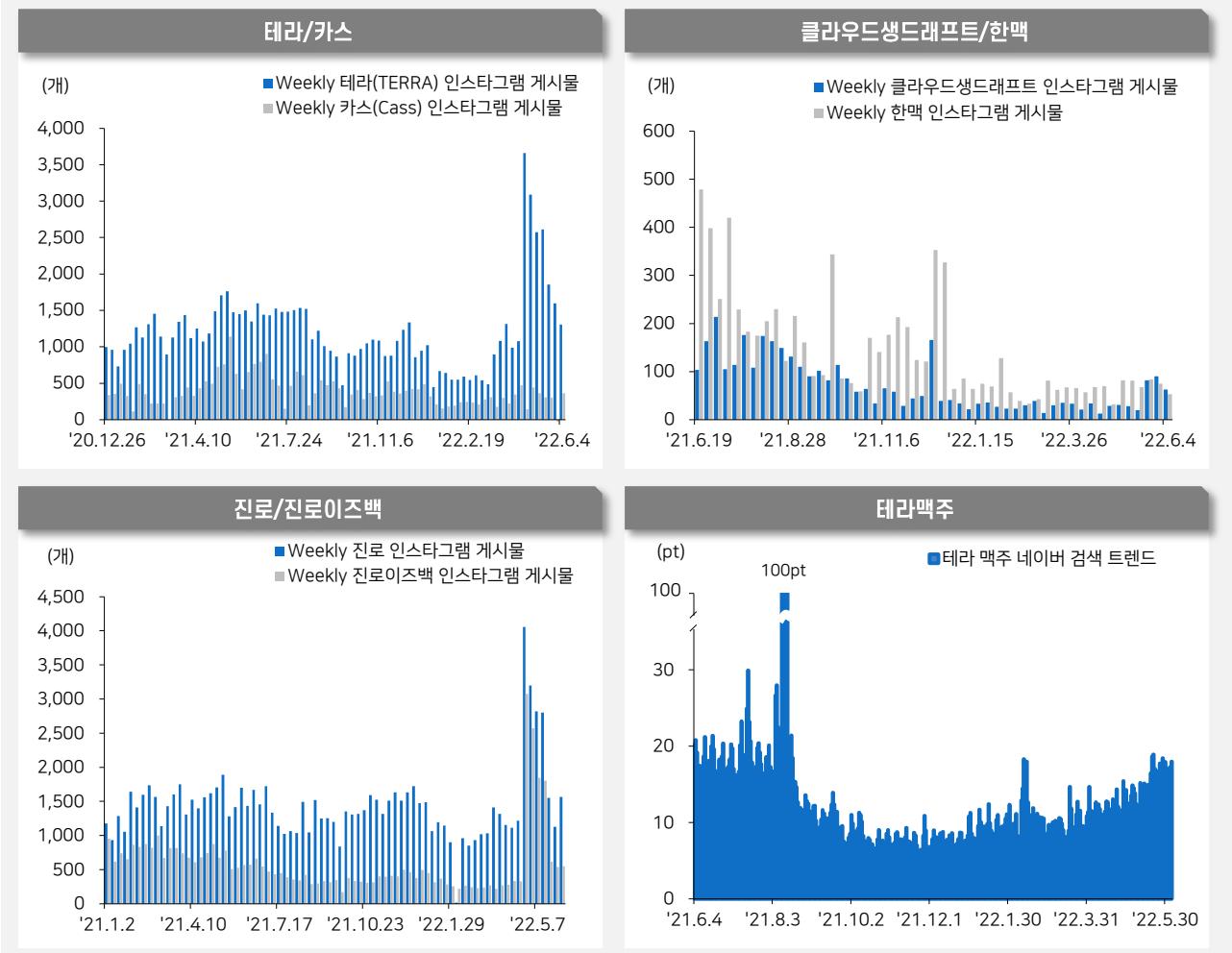
하이트진로, CJ프레시웨이 제시

인스타그램 주류 게시물 추이 역시 동행하고 있는데, 리오프닝 이후 주류게시물 수가 급격하게 증가한 이후, 2020년~2021년 대비 높은 수준의 게시물 수가 유지되고 있는 상황이다. 주류 음용 트래픽이 양호한 상황으로 하반기에도 전년비 양호한 실적 성장이 기대된다. 이에 따라 하반기 Top Picks으로 하이트진로, CJ프레시웨이를 제시한다.

종합식품업체 반등 시기는 지연

반면, 곡물가의 경우 하반기에도 여전히 공급우려가 있는 상황이다. 라니냐 이슈도 비우호적인 상황으로 이는 북미, 남미 지역이 7~8월 가뭄 이슈로 연결될 가능성이 높다. 따라서 종합식품업체의 원가 부담 해소는 다소 지연될 것으로 판단한다.

그림7 주류 인스타그램 게시물로 살펴보는 주류업황, 거리두기 해제 후 강한 반등

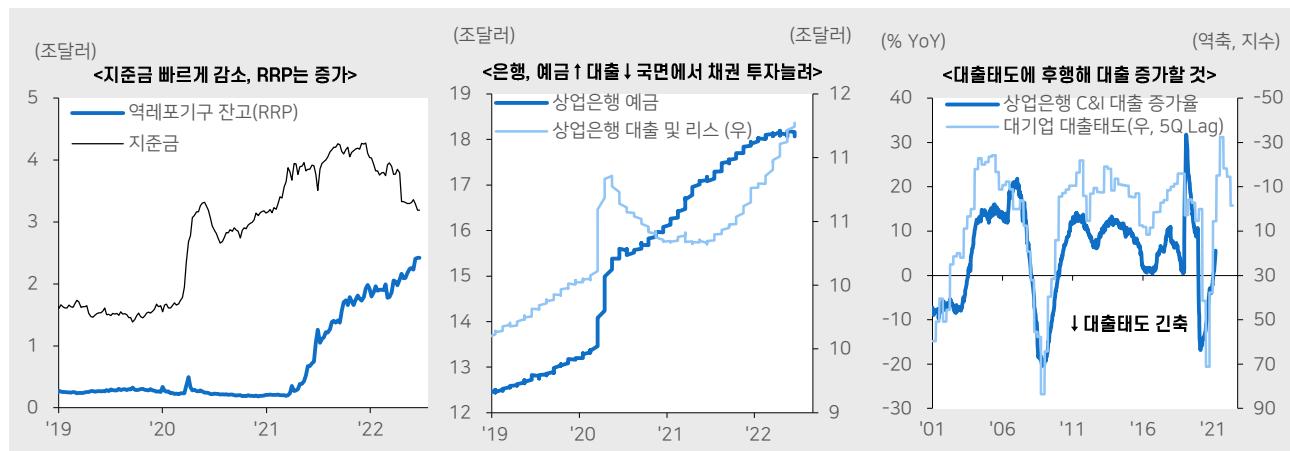


자료: Instagram, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

임제혁 연구원

연준의 자산 축소가 은행에 미치는 영향



자료: FED, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

QE 국면에서 역레포기구(RRP),
은행 지준금 크게 늘어나

자산축소, RRP 잔고의 감소보다
지준 축소로 이어질 가능성

지준금 축소에도 대출이 늘어나며
실질적인 유동성은 양호할 가능성

물가, 긴축 우려 재부각되는 경우
금리 하락폭 빠르게 되돌릴
가능성 존재

6월부로 늘어났었던 연준의 자산 축소가 시작되었다. QE 국면에서 자산 증가에 상응해 부채 항목에서 역레포기구(RRP), 은행 지준금은 '20년 초 대비 2.1조, 1.6조 달러 늘어났다. RRP는 연준이 일부 금융기관에게 미국채를 담보로 차입을 하는 형태로, MMF가 차지하는 비중이 빠르게 늘어나 RRP의 80%를 차지하고 있다.

연준이 자산을 줄이는 과정에서 RRP가 완충 역할을 해줄 경우, 지준금이 더디게 줄어들며 유동성 환수의 부정적인 영향력이 상쇄될 수 있다. MMF는 투자대상이 1년 미만의 미국 단기채, 환매조건부채권(Repo)로 제한되어 있는데, 1) 미국 단기채는 지난해부터 순상환 기조가 이어지고 있어 물량이 부족하고, 2) 단기자금시장에 자금공급이 몰리며 Repo금리가 연준이 제공하는 RRP금리보다 낮기 때문에 MMF에서 RRP 투자가 줄어들 유인은 제한적인 것으로 보인다. 5월 재무부 자금조달계획에서도 단기채 발행이 늘어나지 않는 것을 확인할 수 있었다.

따라서 연준의 자산축소는 예상보다 빠른 지준금의 감소로 이어질 가능성이 있으며, 이는 1) 유동성의 과도한 축소 우려 2) 은행의 국채투자 감소로 이어질 수 있다. 1)의 경우 과거 자산축소 국면에서도 화폐와 지준을 포함한 본원통화는 줄어들었으나, 대출이 늘어나며 실질적인 유동성인 광의통화는 위축이 제한적이었다. 이번에도 대출태도가 완화된 이후 대출은 지속적으로 늘어나고 있다.

2)의 경우 지준금이 감소하는 가운데 예금의 증가세가 주춤하고, 반대로 대출은 증가하며 은행의 국채 투자는 축소될 가능성이 높다. 은행은 펜데믹 국면에서 예금이 늘어났으나 대출 수요가 적어 미국채 투자를 늘렸었다. 이외에도 환헷지비용 상승으로 외국인 공적기관의 미국채 잔고 또한 줄었다. 최근 유가가 하락하는 등 경기로 초점이 옮겨가며 금리가 하락하는 추세를 보였으나, 물가 우려가 재부각될 경우 금리가 민감하게 반응할 수 있는 리스크는 상존하는 것으로 보인다.

칼럼의 재해석

최병욱 연구원

미국증권위원회, MSCI 규제 시동(ETFStream)

ETF 등 지수 성과를 추종하는 패시브 투자의 비중이 증가함에 따라 패시브 투자에 필수적인 지수 제공업체, Index Providers 규모 또한 꾸준히 성장했다.

그러나 6월 16일 SEC는 이런 지수 제공업체들에게 규제를 가하기 위해 이들을 투자자문업자로 정의하고, 그에 맞는 법안을 적용시키고자 하는 의견을 제시했다. SEC가 이런 안건을 꺼내든 배경, 규제 내용, 향후 규제로 인한 영향 등에 대해서 살펴보는 것이 본 자료의 목적이다.

SEC가 지수제공업체를 투자자문업자로서 규정하고자 하는 근본적인 원인은 특정 증권의 지수포함 여부 결정이 매매에 영향을 주고 있다는 것이다. 종목의 지수포함여부가 종목매매결정에 영향을 주기 때문에 이것을 단순히 정보제공이라고 보기는 힘들다는 판단이다. 또한 이들이 관리하는 자산 규모가 크게 증가했다는 것 또한 추가적인 규제 배경으로 작용한다.

SEC는 상기한 바와 같은 문제점을 언급하면서 이로 인한 피해를 방지하기 위해 지수제공업체를 투자자문업자로 규정하고, 이에 맞는 법안을 적용하고자 한다. 그 규정에는 내부자거래 규제, 정보 공시, 보수율 감독, 정기 감사 및 조사가 있다.

SEC의 의도대로 법안이 추진된다면 패시브 투자 및 ETF 산업에 긍정적인 영향을 줄 것으로 보기는 힘들다. 전체적으로 규제가 강화되고, 정보 공개에 따른 부담도 증대될 것이며, 지수 구성 방법론 측면에서도 지금보다 자율성이 떨어질 가능성이 있다. SEC의 이와 같은 움직임은 패시브 투자자에 막대한 영향을 미칠 수 있어 모니터링을 통해 지속적으로 업데이트하도록 하겠다.

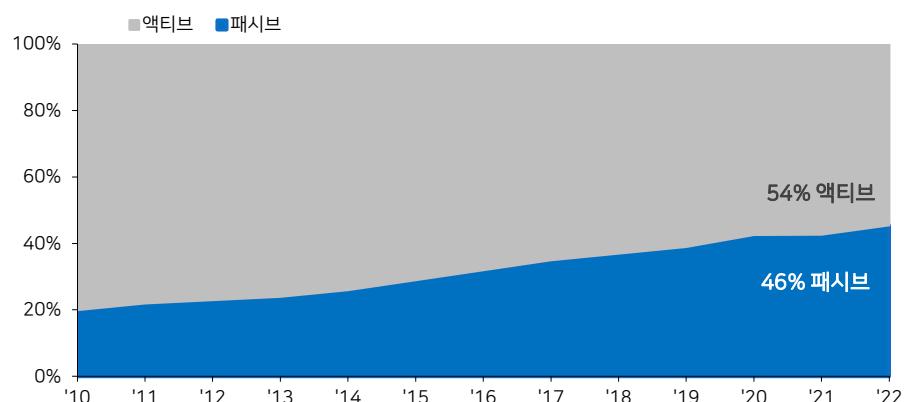
지수제공업체에 대한 규제 시동

MSCI, S&P Global 등
지수제공업체 규제 시동

ETF 등 지수 성과를 추종하는 패시브 투자의 규모 및 비중이 증가함에 따라 패시브 투자에 필수적인 지수제공업체, Index Providers 규모 또한 꾸준히 성장했다. MSCI, S&P Global, Moody's 등 대표적인 지수 제공업체들은 지난 10년 각각 시가총액이 5~10배 이상 증가했다.

6월 16일 SEC는 이런 지수제공업체에게 규제를 가하기 위해 시장참여자들의 데이터들을 수집하기 시작했다고 밝혔다. 골자는 지수제공업체들을 투자자문업체로 정의하고, 그에 맞는 투자자문법을 적용시키는 것이다. SEC가 이런 안건을 제출한 배경, 규제 내용, 향후 규제로 인한 영향 등에 대해서 살펴보고자 한다.

그림8 패시브 투자 규모 및 비중 추이_2010년 이후



자료: Morningstar, 메리츠증권 리서치센터

SEC가 규제를 추진하는 배경

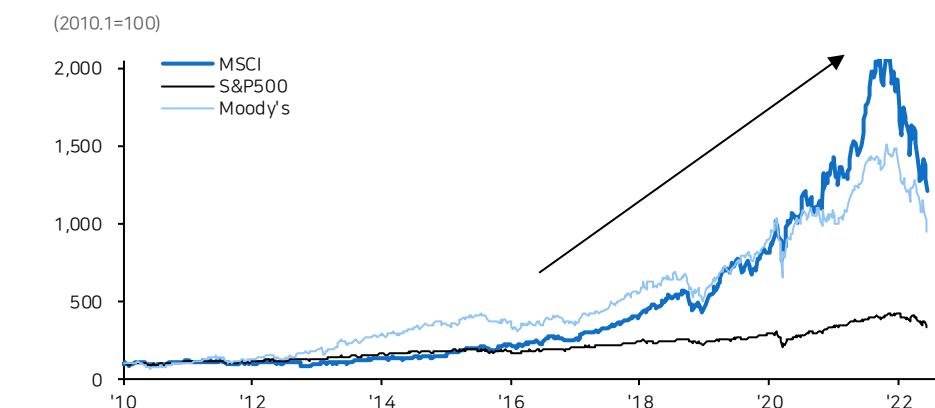
SEC 규제 추진 배경:

1. 지수포함여부의 주식 영향력
2. 지수제공업체의 급성장

SEC가 지수제공업체를 투자자문업자로서 규정하고자 하는 가장 큰 원인은 특정 증권의 지수포함 여부 결정이 매매에 영향을 주고 있다는 것이다. MSCI 리밸런싱을 예로 들어보자. 리밸런싱 시 종목의 편입, 편출 여부는 주가에 영향을 주며, 투자자들의 매매 결정에도 큰 영향을 준다. 이를 단순 정보제공이 아니라 고객을 대상으로 한 적극적인 투자자문행위로 봄아 한다는 것이다.

이들이 관리하는 자산 규모가 크게 증가했다는 것 또한 추가적인 규제 배경으로 작용한다. 패시브 투자의 증가에 따라 Broad-based Index부터 Specific Index까지 다양한 지수가 개발됐다. 개리 겐슬러 의장은, 이들이 관리 중인 자산이 10조 달러 이상으로 성장하면서 지수제공업체가 시장에 가지는 영향력이 점점 커지고 있으며, 커진 영향력에 의해 당국의 규제가 미흡하다고 설명한다.

그림9 지수제공업체 vs S&P 500 주가추이_2010년 이후



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

투자자문업자법 내용

투자자문업자법 내용:

내무자거래, 공시, 보수 규제, 검사 및 조사 등 적용

상기한 바와 같은 문제점을 언급하면서 이로 인한 피해를 방지하기 위해 지수제공업체를 투자자문업자로 규정하고, 이에 맞는 법안을 적용한다는 것이 SEC의 입장이다. 상기 법안은 투자자문업을 영위하는 업체들에게 몇 가지 규제, 검사를 받을 의무를 부여한다. 해당 법안 중에서 지수제공업체들에게 적용될 수 있는 것들은 다음과 같다.

먼저 내부자거래 규제다. 투자자문업자는 본인 또는 관계인에 의한 '중요한 미공개 정보'의 오용을 방지하기 위해 적절한 정책과 절차를 마련하고, 유지 및 시행할 의무를 진다는 내용이다. 여기서 말하는 '중요한 미공개정보'의 범주는 그간 판례에 따라 결정해왔다. MSCI 등 지수 리밸런싱이 주가에 주는 영향력을 생각했을 때, 리밸런싱 대상 종목 리스트는 충분히 중요한 미공개정보로 취급될 가능성이 있다.

두 번째는 공시 및 정보 기록의무다. 사업설명서, 재무정보 및 규제정보 등을 빠짐 없이 공시해야 한다. 또한 성과수수료나 투자성과 측정기간, 비교측정치 등 투자계약과 관련된 중요한 정보를 고객에게 공시할 의무를 가진다. SEC 논평에서 지수 구성 방법론을 특정해 언급한 것에서 미뤄볼 때 종목 선정 방법론 관련 규제가 있을 수 있다.

세 번째는 자문보수에 대한 규제다. 미국 투자자문업자법에서는 원칙적으로 성과보수제를 불허한다. 고객투자자금의 평가이익에 근거하거나 기금의 일정비율에 따라서 산정할 수 없다는 것이다. 현재 MSCI 등 지수제공업체는 해당 지수를 사용하는 ETF의 AUM 및 거래대금 기반 License Fee를 수취하고 있다. 이와 같은 보수율 또한 SEC의 감독에 따라서 변화할 수도 있다는 것이다.

마지막으로 상기한 규제 내역들을 적절히 준수하고 있는지 검사를 정기적, 비정기적으로 시행한다. 검사 주요 대상분야로는 자기거래, 위탁거래 배분, 내부정보의 이용 등이 있다. 또한 이해상충관계의 미공시, 자료기록 요건 미준수 등에 대해서 조사를 시행한다. 검사 및 조사에 의하여 위반사실이 밝혀질 경우 SEC는 민사소송, 시정명령, 행정조치 등 강제적 조치를 취할 수 있는 권한이 있다.

표3 미국 투자자문업자법 조항_지수제공업체 적용 예상 내용

	조항	주요내용
제80b-2항	정의	(11) 투자자문업자라 함은 증권의 가격 또는 증권의 매수 또는 매도에 대한 투자의 타당성에 관하여 직접적으로든 출판물이나 서면을 통해서든 유상으로 다른 자에게 자문을 행하는 업무에 종사하는 자
제80b-4항	투자자문업자에 의한 보고	(총치) 투자자문업자의 모든 기록은 수시로 위원회의 대표자에 의해 정기적 조사, 특별조사 또는 위원회가 필요하다고 간주한 바에 따른 조사를 받아야 한다
제80b-5항	투자자문계약	(규정)기금 자본이득의 분배 또는 기금의 자본 평가 및 고객의 기금의 일부에 근거하여 보수를 규정한 경우

주: 각 항 번호 및 내용은 개정연도에 따라 상이할 수 있음

자료: 세계법제정보센터, 한국증권연구원, 매리츠증권 리서치센터

향후 영향

패시브 투자 및 ETF에 긍정적인 영향을 주긴 힘들 것
추후 면밀한 모니터링 필요

아직 추후 결정을 위해 시장참여자들의 데이터를 수집하는 단계다. 실제 지수제공업체가 투자자문업자로 규제를 받을 때 어떤 영향이 있을지 정밀한 추정은 어렵다. 하지만 SEC의 의도대로 법안이 추진된다면 패시브 투자 및 ETF 산업에 긍정적인 영향을 줄 것으로 보기는 힘들다. 전체적으로 규제가 강화되고, 정보 공개에 따른 부담도 증대될 것이며, 지수 구성 방법론 측면에서도 지금보다 자율성이 떨어질 가능성이 있다.

SEC의 이와 같은 움직임은 패시브 투자 시장에 막대한 영향을 미칠 수 있어 주의를 기울여야 할 사안이라고 판단한다. 추후 면밀한 모니터링을 통해 지속적으로 업데이트하도록 하겠다.

원문: SEC examines role of index providers in investment decisions