

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2022. 12. 20 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

Post-Covid19: 중국의 소비 회복 경로

오늘의 차트

다시 돌아오는 미국 부채한도 협상

칼럼의 재해석

미국 ESG 투자자산 감소 중, Name Rule 영향?

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



▲ 글로벌 투자전략-신흥국
Analyst 최설화
02. 6454-4883
xuehua.cui@meritz.co.kr

Post-Covid19: 중국의 소비 회복 경로

- ✓ 중국의 집단면역 예상 과정: 내년 3월까지 3차례의 감염 확산 구간을 거칠 것
- ✓ 1차 집단감염이 경기에 주는 충격이 가장 크며, 빠르면 2월부터 점진적 경기 회복 기대 가능
- ✓ 중국 리오프닝에 따른 소비 회복 순서와 강도: 여행 등 서비스 소비 > 재화 소비
- ✓ 최근 중국증시 조정 구간을 매수 기회로 활용: 여행 관련주, 가전 및 플랫폼 선호

Post-Covid19: 중국의 집단면역 예상 과정

중국은 집단면역 진행 중

중국은 12월 7일부터 사실상 위드 코로나로 전환했지만 경기는 아직 리오프닝 전이다. 지난 3년 간의 엄격한 방역 통제로 코로나 감염자수가 적어 빠르게 집단면역 과정을 거쳐야 했기 때문이다.

문제는 중국 정책당국이 PCR 검사 폐지로 무증상자에 대한 통계를 중단하며 집단감염 과정을 트래킹할 수 있는 데이터가 부재하다는 것이다. 이에 중국 내 코로나 확산 진도 파악이 어렵고, 소비 회복 시점도 예상하기 어려워졌다.

내년 3월까지 3차례 확산 경과 거칠 것

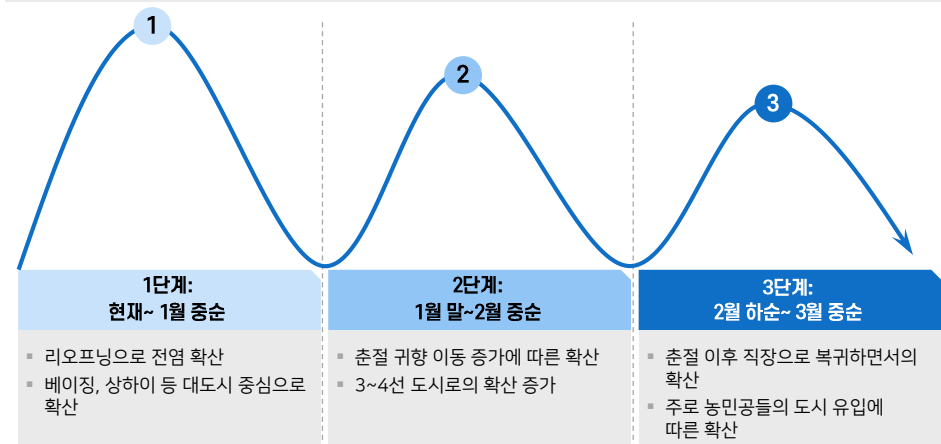
이런 배경에서 최근 중국 질병관리센터의 수석 전염병 분석가는 중국의 집단감염은 앞으로 3개월 내 3번의 확산 과정을 거치며 진정될 것으로 전망했다(그림 1). 첫 번째 확산 기간은 지금부터 내년 1월 중순까지로 대도시 중심의 확산이고, 두 번째 기간은 1월 말부터 2월 중순까지 춘절 귀향 이동에 따른 중소형 도시 내 확산이다. 세 번째 기간은 내년 2월 말부터 3월 중순까지 농민공을 비롯한 사람들의 일자리 복귀에 따른 확산으로 마무리가 될 것이다.

이에 따라 전국 감염률 30%, 약 67만명 사망자 발생

그는 이런 과정을 통해 내년 3월 말까지 전국의 평균 감염비율은 30%에 달할 것으로 전망했다. 체감대비 낮은 수준으로 보이지만, 지난 1년간 홍콩, 대만, 일본, 한국의 감염 비율이 각각 30~50%에 달했다는 점을 감안하면 저평가 되었다고 보긴 어렵다. 물론 대도시 감염비율은 전국 평균보다 높을 것이다.

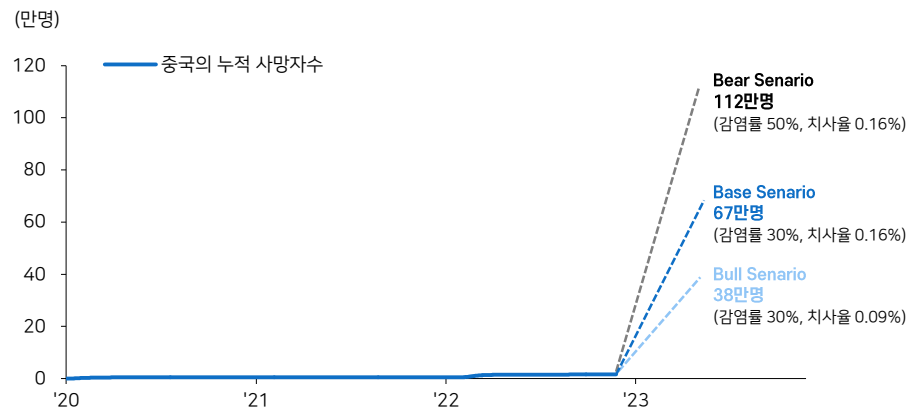
이에 따라 약 67만명 전후의 사망자가 나타날 것으로 추산된다(그림 2). 올해 일본, 한국, 대만의 평균 치사율이 0.13%이라는 점을 감안해 0.09~0.16%의 치사율을 적용한 값이다(그림 4). 물론 감염비율이 50%까지 높아진다고 가정하면 약 112만명의 사망자가 발생할 수 있다.

그림1 '22~'23년 동절기 중국 내 3차례 오미크론 확산 과정



자료: 중국 질병통제센터, 메리츠증권 리서치센터

그림2 기본 시나리오에서 코로나 사망자수 67만명, 최대 112만명까지 가능할 전망



자료: 중국 질병통제센터, 메리츠증권 리서치센터

그림3 '22년 주요 아시아 국가들의 코로나 감염 비율 비교

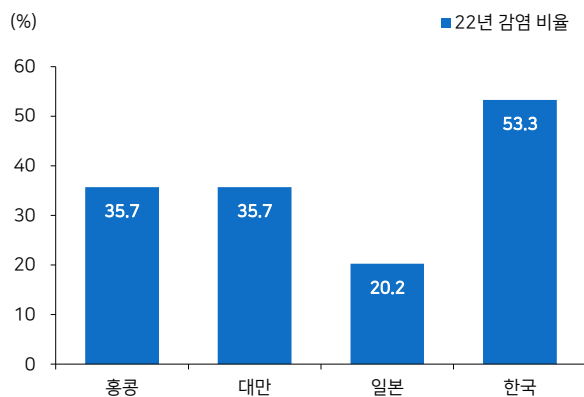
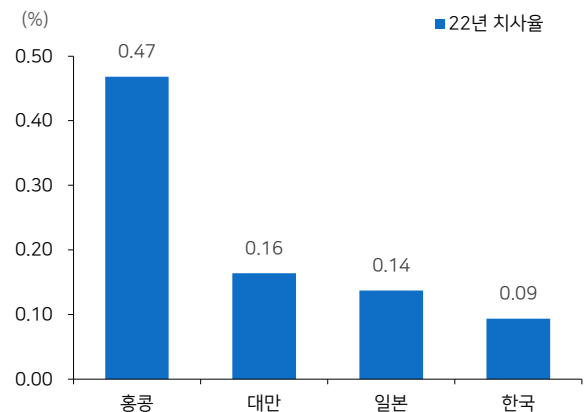
주: 22년 감염 비율 = 연간 신규 확진자 / 인구수
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림4 '22년 주요 아시아 국가들의 치사율 비교

주: 22년 감염 비율 = 연간 신규 확진자 / 인구수
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

중국 경기는 빠르면 2월부터 점진적 회복, 2분기부터 본격 회복 가능

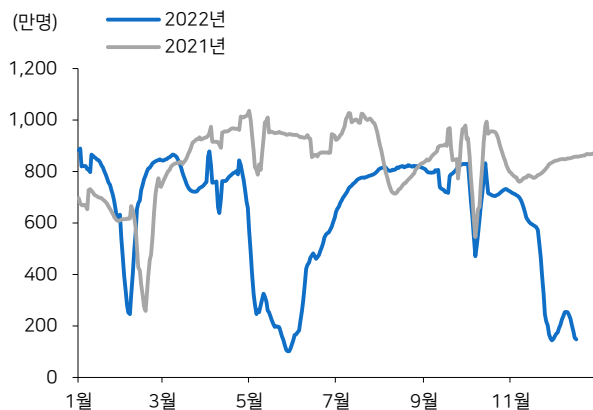
1차 확산이 경기에 미칠 충격이 가장 클 것

상기 질병통제센터의 3가지 감염 경로를 가정하면 1차 확산 구간이 중국 경기에 주는 충격이 가장 클 것으로 판단된다. 중국이 백신 접종 등의 준비 없이 바로 전면완화에 돌입하면서 사람들이 스스로 자발적인 사회적 거리두기에 나서기 때문이다. <그림 5~8>에서 볼 수 있듯이 11월 이후 베이징, 상하이, 선전 및 광저우 등 4개 대형 도시의 지하철 탑승자수는 오히려 감소 중이다.

내년 1월까지 경기둔화 지속

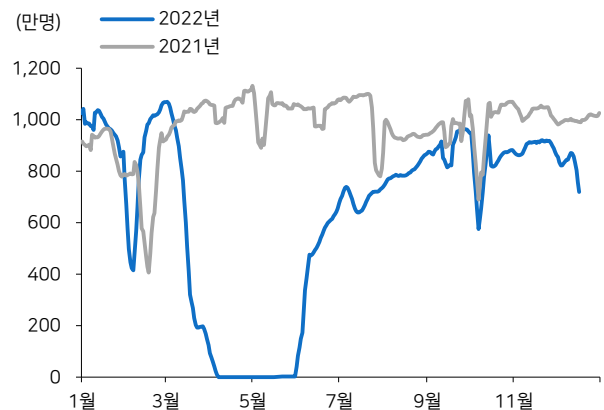
이런 추세는 '23년 1월까지 이어질 전망이다. 도시별 1차 감염이 1월 중순에 진정 되겠지만 오는 1월 21일부터 27일까지 중국은 춘절 연휴에 돌입하기 때문이다. 또한 현재 중국의 ICU 병상수는 5만 개에 불과해, 67만명에 달하는 사망자를 감당하기 어려울 것이고 사회적 혼란이 가중될 가능성이 높다. 자발적 사회적 거리두기에 의한 생산, 소비의 충격은 내년 1월 경제지표 둔화까지 연결될 전망이다.

그림5 베이징 지하철 탑승객수: '21년의 17% 수준



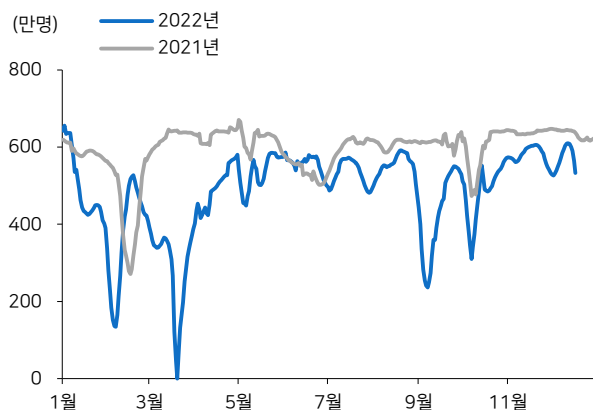
주: 7일 이동평균, 12/17일 기준
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림6 상하이 지하철 탑승객 수: '21년의 73% 수준



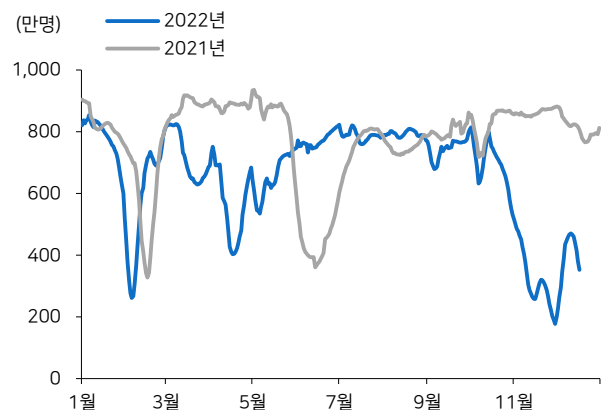
주: 7일 이동평균, 12/17일 기준
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림7 선전시 지하철 탑승객수: '21년의 84% 수준



주: 7일 이동평균, 12/17일 기준
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림8 광저우시 지하철 탑승객수: '21년의 44% 수준



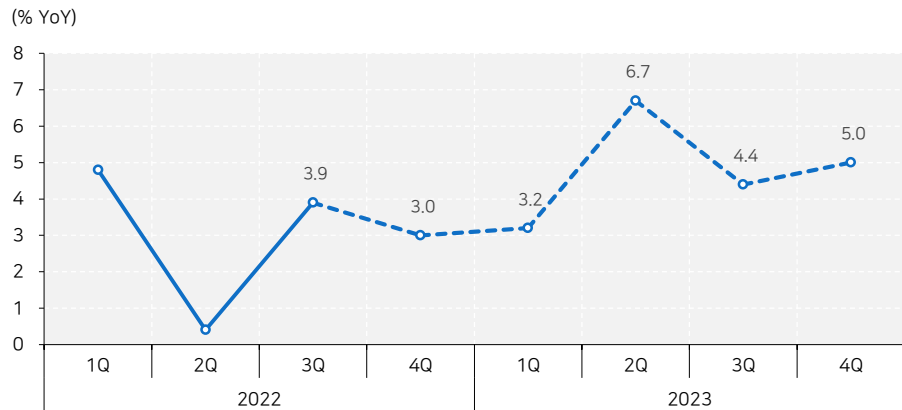
주: 7일 이동평균, 12/17일 기준
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

단 2월부터 점진적 회복 예상,
2분기부터 본격적 경기 반등 기대

그러나 2월부터는 점진적인 회복이 기대된다. 기존 감염자 중심으로 직장 복귀가 가능해지면서 이동, 소비 및 생산이 다시 점진적으로 늘어날 것이기 때문이다. 물론 2차와 3차 감염 확산이 남아있겠지만 경기에 주는 충격은 점차 약화될 것이다.

한편 2분기부터는 본격적인 소비 회복을 기대할 수 있겠다. 과거와 달리 중국은 '23년의 경제운영정책을 '내수 회복'으로 결정했고, 주요 과제 중 1번으로 제시했다<표 1>. 이에 따라 전인대 이후에는 본격적인 내수 부양책까지 집행될 수 있다. 게다가 낮은 기저효과까지 더해지면서 내년 2분기 중국의 GDP 성장률은 6.7%까지 반등이 가능할 것으로 전망된다(그림 9).

그림9 중국의 분기별 GDP 성장률 회복 경로:2분기부터 본격 반등 예상



주: 블룸버그 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 중국 경제공작회의 주요 내용 비교: '21년 vs. '22년

	2021년 12월	2022년 12월	21년 대비 22년 표현의 변화
현단계 경기 판단	<ul style="list-style-type: none"> 수요 위축, 공급 충격, 기대 약화 3중고에 직면 대외 불확실성도 심화 	<ul style="list-style-type: none"> 수요 위축, 공급 충격, 기대 약화 3중고 지속 대외 불확실성도 지속 	<ul style="list-style-type: none"> 변화 없음 (22년 경기부진 지속)
경제정책 기초	<ul style="list-style-type: none"> 경제 안정화가 우선순위, 온중구진 기조 유지 각 정부부처는 정책의 출범시점을 적절히 앞당길 것 	<ul style="list-style-type: none"> 경기 안정화가 중요, 온중구진 기조 유지 내수 확대 우선주의 정책 펼칠 것 	<ul style="list-style-type: none"> 내수 활성화 강조
통화정책	<ul style="list-style-type: none"> 안정적인 통화정책은 유연성을 갖출 것 재정정책과 통화정책은 조화롭게 연동될 것 소형기업, 기술혁신, 그린발전에 대한 금융지원 확대 	<ul style="list-style-type: none"> 온건한 통화정책 유지 M2와 사회용자총액 증가율은 명목 GDP 성장률과 비슷하게 유지할 것 소형기업, 기술혁신, 친환경 기업 대출 증가 	<ul style="list-style-type: none"> 전년도와 비슷
재정정책	<ul style="list-style-type: none"> 적극적인 재정정책은 실효성 제고 재정지출 속도 가속화, 새로운 감세정책 시행 인프라투자를 적절히 앞당길 것 지방정부의 신규 음성 부채 증가를 억제 	<ul style="list-style-type: none"> 적극적 재정정책 유지 재정적자율, 특별채권, 여유할인을 적절하게 사용 지방정부의 부채 리스크 통제 	<ul style="list-style-type: none"> 재정정책 조기집행 문구 삭제 확장적 기조 유지하나, 강도는 소폭 약화
주요 과제	<ol style="list-style-type: none"> 거시정책의 안정성 및 유효성 강조 미시정책은 기업활력을 극대화할 것 구조적 정책은 국민경제 순환을 원활히 할 것 기술정책은 시행되어 효과를 발휘할 것 개혁개방정책은 성장 동력을 활성화할 것 지역정책은 균형적이고 조화로운 성장을 추진할 것 사회정책은 민생 문제 해결에 집중할 것 	<ol style="list-style-type: none"> 국내 수요 확대에 집중 현대화 산업체계 구축 가속화 국영 및 민영경제 발전 지원 입장 견지 고강도의 외자유치 실현 중대한 금융리스크를 효과적으로 방지 	<ul style="list-style-type: none"> 내수 활성화 의지 강조 플랫폼을 포함한 민간기업의 성장 지원 의지 확인 부동산은 실수요는 지원하나, 투기 억제 기조는 유지

자료: 중국 국무원, 메리츠증권 리서치센터

소비 회복의 순서와 강도: 여행 소비 > 선별적 재화소비

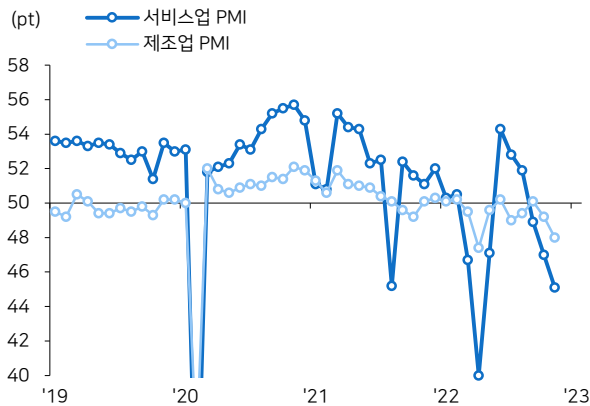
리오프닝의 순서:

여행 등 서비스 소비가 가장 먼저
폭발할 전망

중국에서 본격적인 리오프닝이 전개된다면 어떤 소비가 가장 빠르게 회복할까? 당 연하겠지만 내년 2분기부터 외식, 여행, 영화관 등 서비스업 소비가 가장 강도 높 게 회복될 전망이다. 제로코로나 정책으로 서비스업 소비가 가장 크게 억눌렸기 때문이다(그림 10, 11). 특히 지역간 이동제한으로 지난 3년간 중국 연휴 기간의 여행 소비액은 코로나 직전의 44%에 불과해 회복 잠재력도 크다(그림 12).

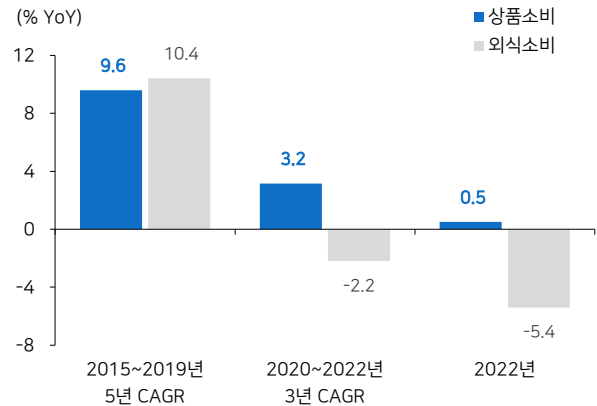
한편 중국 민항국은 내년 3월 25일까지 국내외 항공편을 코로나 직전 수준까지 회복하는 로드맵을 제시했고, 5월 노동절(4.29~5.3), 10월 국경절(9.29~10.6) 등 장기 연휴까지 예정되어 있다. 또한 빠르면 오는 1월 9일을 전후로 중국은 해 외로부터의 입국 격리도 기존 5+3일에서 0+3일로 전환할 가능성이 높다. 규제 완화와 집단감염을 거치면서 중국인들의 국내외 여행 수요가 가장 빠르게 늘어날 전망이다.

그림10 중국의 서비스업과 제조업 PMI 추이



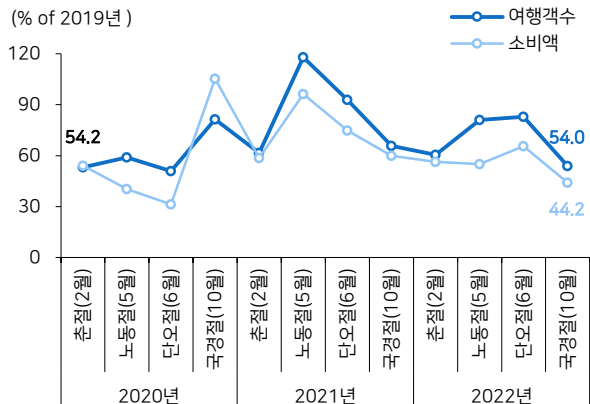
주: 22년은 11월 데이터 기준
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림11 지난 3년간 상품 대비 외식 소비 부진 심화



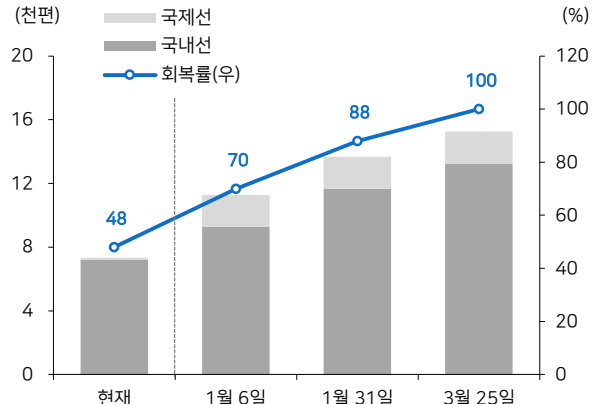
주: 22년은 11월 데이터 기준
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림12 3년간 여행 소비는 코로나 직전의 50~60%에 불과



자료: 상무부, 문화여행부, 메리츠증권 리서치센터

그림13 내년 3월까지 중국의 항공편 정상화 계획



자료: 중국 민항국, 메리츠증권 리서치센터

재화 소비에서는 선별적 접근

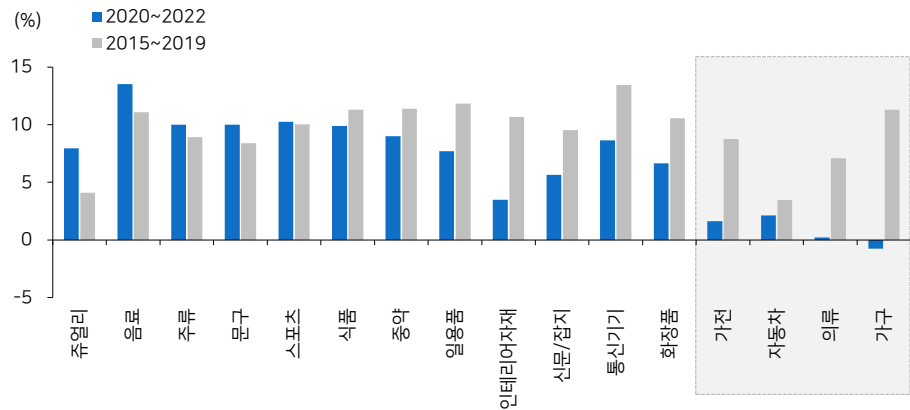
반면 상품 소비에서는 차별화 양상이 나타날 전망이다. 코로나 기간에도 주얼리, 음료, 주류, 문구, 식품 등의 소비는 양호했기 때문이다. 따라서 리오프닝 이후에는 코로나 직전 대비 소비가 크게 부진한 가구, 의류, 자동차, 가전 등의 빠른 회복을 기대할 수 있을 수 있겠다(그림 14).

의류 및 내수 부양책이 뒷받침되는 가전/가구, 전기차의 회복 기대

의류는 리오프닝이 본격화되면 자연스럽게 늘어날 품목이다. 가전과 가구는 사실 리오프닝보다는 부동산 경기 회복에 달려있다. 중국 정책당국은 12월의 경제공작 회의에서 교체를 포함한 주택의 실수요는 적극 지원한다는 입장을 밝혔다. 부동산 경기 부양을 위해 내년 중국은 모기지 금리를 추가 인하하고, 지역별 구매제한도 추가 완화할 가능성이 높다. 이에 내년 하반기부터 부동산 경기가 뚜렷하게 회복된다면 가전, 가구의 소비 개선도 견인할 수 있다.

자동차에서는 전기차에 대한 부양이 내년에도 이어질 가능성이 높다. 경제공작 회의에서 내수 확대의 수단으로 전기차 소비를 언급했기 때문이며, 취득세 감면, 산업 보조금 지원 등의 정책을 기대해 볼 수 있겠다. 더욱이 높은 침투율(올해 28%)로 내년 전기차 판매에 대한 눈높이가 낮아, 부양책이 예상보다 상회할 경우 전기차 판매에는 긍정적으로 작용할 수 있다.

그림14 코로나 직전에 비해 가전, 자동차, 의류, 가구 등 재화의 소비가 부진



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

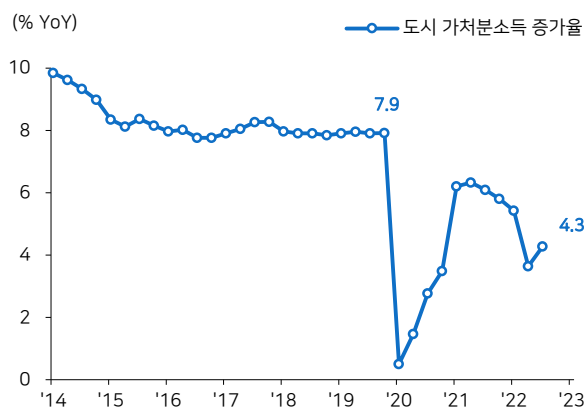
단 해외에 비해 소비 여력이 낮아, 소비의 회복 강도는 추후 모니터링 대상

다만 중국 리오프닝 이후 소비의 회복 강도에 대한 모니터링은 계속 필요하다. 해외의 리오프닝에 비해 중국의 리오프닝 환경이 다르기 때문이다.

대표적으로 1) 코로나19 직전에 비해 중국인들의 가처분소득 증가율이 크게 낮아졌고(코로나 직전 8% vs. 현재 4.3%), 2) 소비의 주력층인 청년들의 실업률이 17%로 심각하며, 3) 미국 등 서방국가처럼 중국은 자국민을 대상으로 직접적인 재난 지원금을 지급하지 않아 소비여력이 약하다.

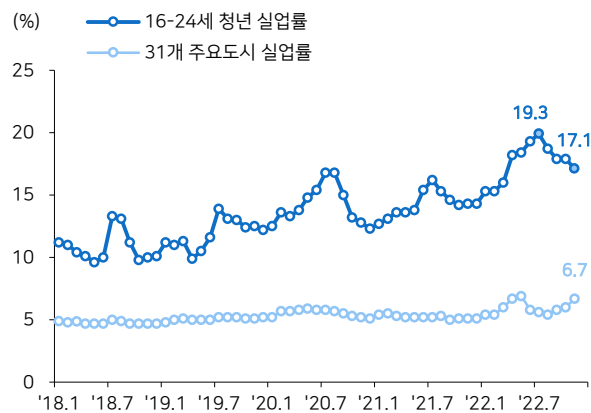
물론 내년 양회에서 내수 확대를 위한 세부적인 정책들을 확인할 필요가 있겠지만 중국의 일반적인 소비 부양 방식은 주로 정부 주도의 투자 확대, 법인세 절감 등의 간접적인 방식이 많다. 게다가 현재 국민들의 투자심리도 상당히 위축되어 있어 정상화에는 시간이 필요하다는 생각이다. 블룸버그 컨센서스도 23년 소비 증가율(6.3%)보다는 '24년의 소비 증가율(7.0%)을 더 높게 전망하고 있다.

그림15 중국의 도시주민 가처분소득: 코로나 직전보다 낮아



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림16 '22년 16~24세 청년 실업률 19%, 구직난 심각



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

중국 소비재 투자전략: 여행, 가전(부동산), 플랫폼

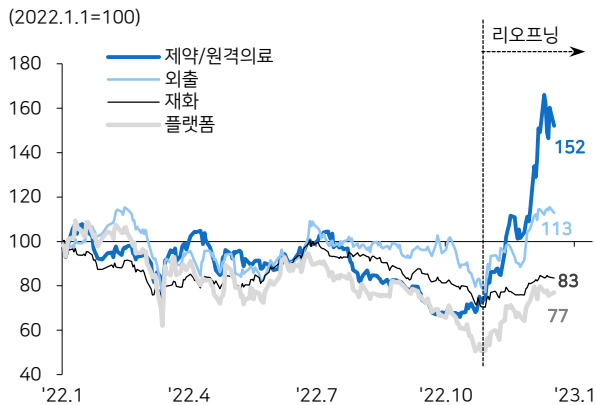
11월 이후 중국 리오프닝 급등

리오프닝 기대감으로 11월부터 중국 주식시장에서 소비재들의 주가가 빠르게 상승했다. 이 중 가장 많이 오른 섹터는 단연 제약/원격의료이다(그림 17). 빠른 감염 속도 대비 부족한 병원 인프라에 대한 공포심리에 감기약 사재기와 원격의료에 대한 수요가 늘었기 때문이다. 11월 이후 감기약 관련주의 주가는 평균 117% 급등했고, 알리헬스 등 원격의료 주가도 55% 상승했다.

리오프닝의 최대 수혜주는 제약,
다음으로 외출>플랫폼>재화

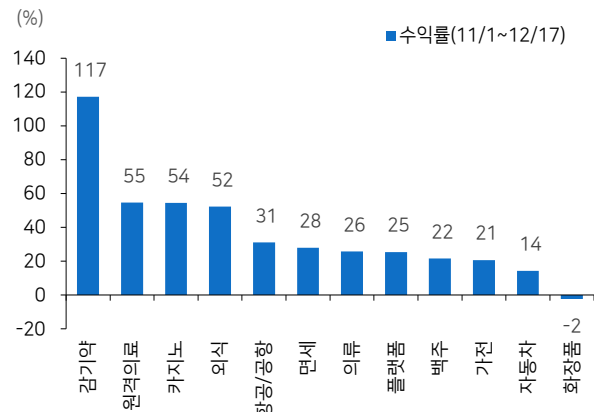
다음으로 카지노(54%), 외식(52%), 항공/공항(31%) 등 외출 관련 소비재들의 수익률이 높았다. 위드 코로나로 전환하면서 외출 수요가 폭발적으로 늘어날 것이라 기대가 반영되었다. 플랫폼도 규제 완화 기대감에 평균 25% 이상 올랐다. 반면 백주 가전, 자동차 등 일반 재화 소비재들은 회복 탄력이 낮을 것으로 예상되면서 주가 상승폭은 제한적이었다(그림 18).

그림17 현재 중국 리오프닝 최대 수혜는 제약/원격의료



주: 각 세부 산업의 대표 상장사 주가를 단순 평균하여 계산
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림18 中 리오프닝 소비재 수익률: 제약>카지노/여행>상품



주: 각 세부 산업의 대표 상장사 주가를 단순 평균하여 계산
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

중국증시 당분간 조정 구간,
경기회복 감안하면 매수 기회

11월부터 급등한 중국 주식시장은 당분간 쉬어갈 것이다. 앞서간 (리오프닝과 경기부양) 정책 기대와 실물경기 부진 간의 괴리를 좁혀가는 과정이 필요하기 때문이다. 최근 상승에도 상해종합지수와 홍콩H지수의 12개월 예상 PER이 각각 10.4배, 5.2배로 여전히 1표준편차 수준으로 낮아 지수의 하방 경직성은 확보된다.

투자 아이디어1:
진짜 리오프닝 수혜-여행 관련주

단 내년 2월부터 경기가 점진적으로 회복되고 2분기부터는 정부의 부양책까지 더해질 수 있다는 점에서 이번 조정은 오히려 소비재 매수의 기회로 활용해야 할 것이다. 중국 소비재 중에서 2가지 아이디어를 제공한다.

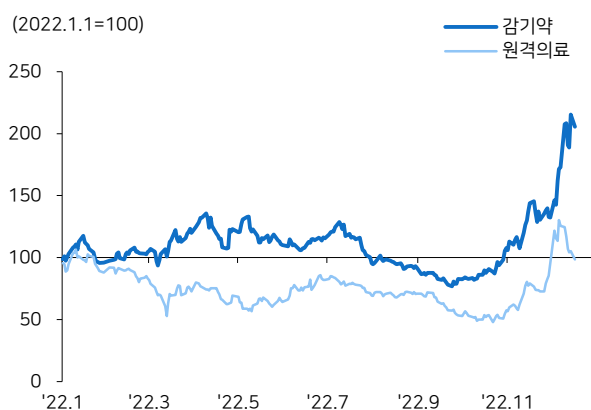
하나는 중국 리오프닝의 진짜 수혜가 예상되는 여행 관련 소비재이다. [그림 20]에서 볼 수 있듯이 외식, 항공, 카지노 등 업종 주가가 많이 올랐지만 리오프닝으로 해당 산업은 '23년 흑자로 전환될 수 있고 예상보다 강한 회복 소비가 나올 수 있다는 점에서 추가 상승 여력이 있다.

투자 아이디어2:

경기부양 수혜 -가전, 플랫폼

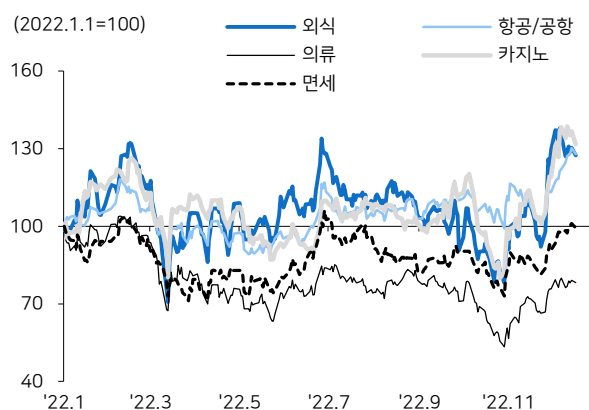
다른 하나는 내년 연말까지 내수 확대의 정책 수혜가 예상되는 소비재에 주목해야 한다. 이들은 대표적으로 ▲ 부동산 경기 회복과 관련된 가전, 가구, ▲인터넷 플랫폼 기업(게임, 콘텐츠), ▲ 전기차이다. 특히 이 중에서 부동산과 플랫폼 규제 완화는 내년 중국 정부의 경기 부양에서 중요한 역할을 할 수 있다. 최근 주가가 올랐지만 여전히 연초 수준을 회복하지 못해 추가 상승 여력이 있다고 본다(그림 21).

그림19 집단감염에 의한 수요 증가를 제약주 선반영



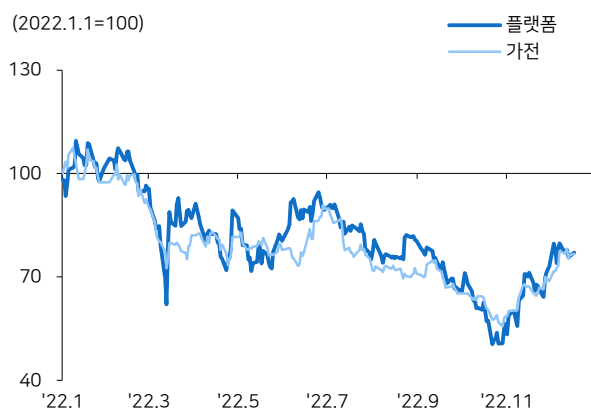
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림20 외출 관련 소비재는 본격적 리오프닝에 추가 상승 기대



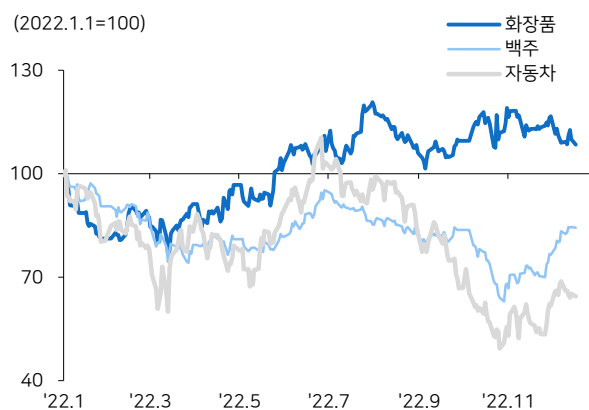
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림21 내수 부양을 위한 정책지원 소비재: 상승 여력 확보



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림22 상품 소비: 백주와 자동차의 추가 상승 예상

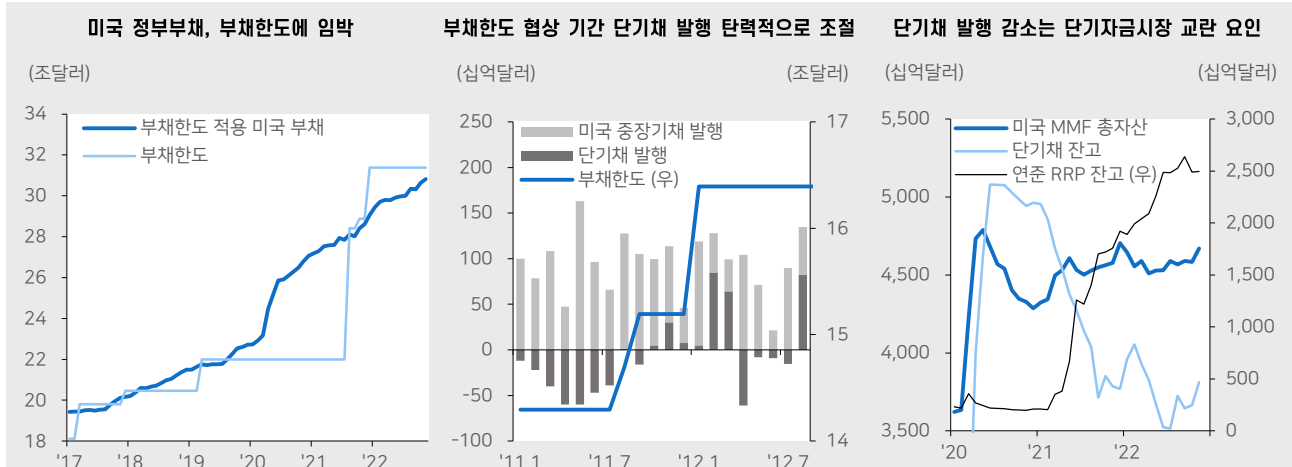


자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

임제혁 연구원

다시 돌아오는 미국 부채한도 협상



경기 부진으로 세수 감소 우려
확대되고 있어

지난 11월 미국 중간선거에서 공화당이 예상외로 선전하면서 재정 확대에 대한 관심이 높는데, 미 재무부에 따르면 지난달 대비 11월 세수는 290억 달러 줄어드는 가운데 긴축으로 이자 비용 및 재정 지출은 늘어나 재정적자가 확대되었다.

다시 돌아오는 부채한도 협상,
합의 불발 가능성은 낮으나
과정에서의 교란 요인 점검해야

이로 인해 2021년 12월, 29조→31.4조달러로 늘어난 미국의 부채한도에 정부부채가 예상보다 빠르게 도달할 수 있다는 우려가 커지고 있다. 부채가 이 한도에 도달하는 시기부터 재무부는 부채 총량을 늘릴 수 없고, 쌓아놓은 현금 잔고를 활용하거나 기금에 대한 투자를 중단하는 등 '특별조치'를 사용해야 한다. 지난 7월 초당적 정책센터(Bipartisan policy center)에 따르면 특별조치가 모두 고갈되는 시기는 내년 7월 정도로 예상되는데, 경기 부진이 가속화되며 세수가 줄어드는 경우 앞당겨질 가능성 크다. 다만 이전의 사례들이 보여주듯, 특별조치가 모두 소진되기 전까지 의회는 합의에 이르지 못할 가능성은 매우 제한적이지만, 그 과정에서 생기는 금융시장 교란요인들을 검토할 필요가 있다.

부채한도 협상 기간에서의 단기채
발행 감소→지준금 축소로 이어져
향후 QT 프로세스 리스크 요인

과거 부채협상 시기, 미 재무부는 채권시장에 미치는 장기적인 영향력을 최소화하고, 이자비용을 조절하기 위한 차원에서 중장기채 발행은 일정하게 유지하는 가운데 1년 미만의 단기채 발행을 조정하는 방식으로 대응해왔다. 2011년 오바마 행정부 시기, S&P가 미국의 부채한도를 강등되었던 때에도 중장기채는 순발행 기조를 이어가는 가운데, 단기채 발행은 탄력적으로 줄어들었다. 현재 QT가 진행되는 국면에서 연준이 특정 금융기관에게 미국채를 담보로 단기자금을 빌려주는 RRP에 단기자금이 묶이며 지준금이 빠르게 줄어들었으나, 단기채 발행 증가→단기금융시장펀드(MMF)의 RRP 잔고가 단기채 투자로 옮겨가며 지준금 감소가 주춤하고 있다. 예상보다 부채한도 합의가 길어지며 특별조치 소진일까지 노이즈가 지속될 경우 단기채 잔고가 감소가 지준금의 급격한 감소로 이어져 향후 QT 프로세스의 리스크로 작용할 가능성을 고려해야 한다.

칼럼의 재해석

최병욱 연구원

미국 ESG 투자자산 감소 중, Name Rule 영향? (Barron's)

ESG 투자는 2000년대 이후 사회책임투자 개념 및 원칙이 등장했으며, 2020년 이후 본격적으로 투자상품이 확대됐다. 그러나 2021년 하반기 이후 경기침체 우려, 에너지 가격 급등 등 이유로 ESG에 대한 관심이 축소되고 있는 실정이다.

이와 같은 관심도 하락, 그리고 투자 부문 반ESG 움직임 확산 등 여러 이유로 ESG 투자는 감소하고 있다. 이에 대해 최근 US SIF에서는 실제 감소 규모 및 그 원인이 무엇인지 등에 대한 보고서를 발표했다. 이 보고서를 살펴보고자 한다

US SIF에 따르면 ESG 투자자산은 2020년 초 17.1조 달러에서 2022년 초 8.4조 달러로 51% 감소했다. 이와 같은 AUM 축소에 대해서 해당 보고서에서는 SEC의 그린워싱 단속 규제가 큰 요인으로 보인다고 언급했다. 펀드 및 자산운용사에 대해서 ESG 라벨을 사용하기 위해서 Name Rule 등 기존보다 훨씬 엄격한 규정을 적용해야 하는 것이 원인이라는 것이다.

재밌는 점은 이와 같은 그린워싱 방지법 이후의 AUM 축소가 이전 유럽에서 ESG 규제 강화를 요구한 이후 지속가능투자 AUM이 감소한 것과 비슷하다는 점이다

양적으로 증가했던 ESG투자는 2023년을 기점으로 질적인 개선을 경험하게 될 것이고, 그 첫 번째이자 가장 가시적인 결과가 현재 나타나고 있는 ESG 투자자산 AUM의 축소라고 볼 수 있다. 한국 또한 이에 대한 대비가 필요해 보인다.

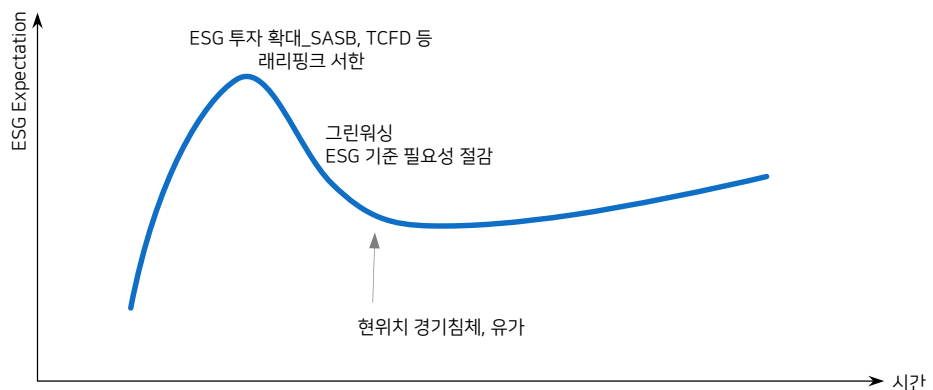
미국 지속가능투자자산 감소

2020년 이후 ESG 투자 급증
최근 재정비 시기

ESG 투자는 2000년대 이후 사회책임투자 개념 및 원칙이 등장했으며, 2020년 이후 본격적으로 투자상품이 확대됐다. 2020년 블랙록 등 대형 자산운용사들과 연기금 등 기관들이 장기적인 리스크 관리 차원에서 ESG 원칙을 세우고, 투자를 집행하는 등 메가 트렌드로 자리잡았다. 그러나 2021년 하반기 이후 경기침체 우려, 에너지 가격 급등 등 이유로 ESG에 대한 관심이 축소되고 있는 실정이다.

이와 같은 관심도 하락, 그리고 투자 부문 반ESG 움직임 확산 등 여러 이유로 ESG 투자는 감소하고 있다. 이에 대해 최근 US SIF(미국 지속가능책임투자 포럼)에서는 실제로 미국 내에서 어느 정도로 ESG 투자가 감소했으며, 그 원인이 무엇인지 등에 대한 보고서를 발표했다. 이 보고서의 내용을 통해 향후 ESG 전망, 그리고 한국 ESG 시장에 줄 수 있는 시사점에 대해서 살펴보고자 한다.

그림1 현재 ESG 투자는 2021년 하반기~2022년 혼란기를 겪어 재정비 시기에 진입



자료: Nossa Data, 메리츠증권 리서치센터

투자자산감소 규모 및 원인

투자자산 감소

'20: 17조 달러->'22: 8조 달러

미국 지속가능책임투자 포럼은 2022년 12월 미국 지속가능 투자자산 규모의 축소에 대해 발표했다. 2020년 초 17.1조 달러에서 2022년 초 8.4조 달러로 51% 감소한 수치다. 또한 해당 달러는 Management 하에 있는 미국 자산 66.9조 달러 중 12.6%에 해당한다. 이 수치는 해당 그룹이 2년 연말마다 실시하는 자산운용사 대상 설문 조사를 통해 작성된다.

원인은 그린워싱 단속 강화

이와 같은 AUM 축소에 대해서 상기한 바와 같은 국제적인 ESG 관심도 하락, 반 ESG 움직임의 확산 등이 대표적인 요인으로 꼽힌다. 하지만 해당 보고서에서는 SEC의 그린워싱 단속 규제가 이와 같은 AUM 축소를 주목할 만한 요인으로 언급했다. 펀드 및 자산운용사에 대해서 ESG 라벨을 사용하기 위해서 기존보다 훨씬 엄격한 규정을 적용해야 하는 것이 원인이라는 것이다.

Name Rule

올해 초 SEC에서는 펀드의 그린워싱을 방지하기 위해 Name Rule을 제정했다. Name Rule은 1) ESG 관련 펀드로 분류되기 위해 충족해야 하는 기준을 제정하고, 2) 해당기준을 충족하지 못한 펀드가 ESG 관련 이름을 사용할 시 벌금 등 패널티를 부과하는 룰이다. ESG 요소를 주요사항으로 고려하는 ESG 중점펀드로 분류되기 위해서는 요약설명서, 연차보고서 등에 보다 상세한 정보기재가 요구된다.

표1 ESG Name Rule 정리

		통합펀드	ESG 중점 펀드
정의		하나 이상의 ESG 요소를 고려하나 펀드 설계에 큰 영향을 주지 않음	펀드를 설계할 때, 하나 이상의 ESG 요소를 주요사항으로 고려하는 펀드
등록 펀드	요약설명서	펀드가 ESG 요소를 투자 과정에 통합하는 방법 및 요소를 몇 문장 내로 요약	ESG 전략 개요 ESG 통합 방법 ESG 문제에 대한 의견권 상기 요소 정보 제공
	투자설명서	펀드가 고려하는 ESG 요소 및 해당 요소를 투자전략에 통합하는 방법 설명 온실가스 배출량을 투자요소로 고려할 경우, 온실가스 배출량 평가 방법론 구체적으로 설명	펀드가 고려하는 ESG 요소 및 해당 요소를 투자전략에 통합하는 방법 설명 1) 펀드 추종지수 방법론, 2) 내부 방법론, 3) 제3자 평가 시스템, 4) 모든 포함, 제외 심사에서 적용되는 요소, 5) 제 3자 ESG 프레임워크 설명, 6) 의견권 행사 모든 활동의 목적에 대한 설명
	연차보고서	해당 사항 없음	ESG 참여가 주요 전략일 시, 참여활동 공개
투자 자문사	ADV Part 2A	각 전략에 대해 ESG 요소 통합되는 방법 및 고려되는 요소 설명 ESG 요소를 고려해 투자를 평가, 선택, 제외하는데 사용되는 기준 또는 방법론 설명	각 전략에 대해 ESG 요소 통합되는 방법 및 고려되는 요소 설명 전략이 하나 이상의 ESG 요소에 초점을 맞추고 있는지 혹은 방법을 설명

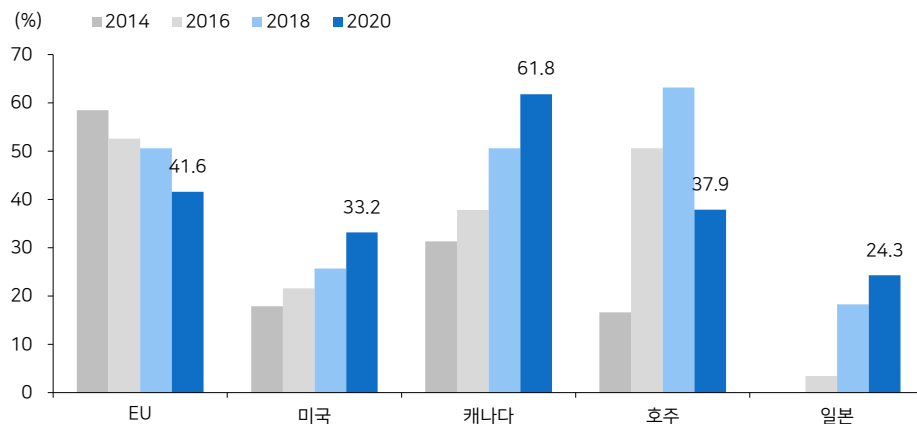
자료: SEC, 법률신문, 메리츠증권 리서치센터

과거 유럽 ESG 규제 강화 시기와 유사성

과거 SFDR 등 유럽 규제 강화 시기와 유사한 움직임

재밌는 점은 이와 같은 그린워싱 방지법 이후의 AUM 축소가 이전 유럽에서 ESG 규제 강화를 요구한 이후 지속가능투자 AUM이 감소한 것과 비슷하다는 점이다. SFDR은 2018년 EU가 발표한 지속가능금융 행동계획의 일환으로 2018년 지속가능 투자자산의 총 투자자산 대비 비율이 50.6% 에서 2020년 41.6%로 감소했다. ESG 자산 기준을 이전보다 엄격하게 적용한 결과다.

그림2 지역별 총 투자자산 대비 지속가능 투자자산 비율



자료: GSIA, 메리츠증권 리서치센터

유럽은 글로벌 대비 ESG 관련 투자가 먼저 진행됐으며 이에 그린워싱에 대한 문제점도 보다 이른 시간에 대두됐다. 이에 따라 SFDR, CSRD, EU Taxonomy 등 다양한 기준이 마련되고 있고, 엄격한 ESG 기준 적용에 따라 도이체뱅크 그린워싱 의혹에 따른 검찰 압수수색 등 규제 및 실제 조치들이 시행되고 있다.

US SIF는 향후 미국도 이런 전철을 밟을 것으로 생각한다고 언급했다. 아직 유럽에 비해서 ESG 시장이 본격화된 시간이 길지 않은 미국의 ESG 시장은 유럽과 유사하게 지속가능투자자산의 AUM 감소, 지속가능펀드의 엄격한 재분류 등 진통이 나타날 가능성이 있다는 시각이다.

향후 영향

질적개선 나타나는 시기
한국 또한 이와 같은 질적개선
준비할 필요

2022년은 2020~2021년 폭발적으로 증가했던 ESG 시장을 재정비하는 시기였다. 2023년은 미국에서 비재무정보 공시, ESG 펀드에 대한 Name Rule 등 ESG 관련 규제가 본격적으로 적용될 예정이다. 양적으로 증가했던 ESG투자는 2023년을 기점으로 질적인 개선을 경험하게 될 것이고, 그 첫 번째이자 가장 가시적인 결과가 현재 나타나고 있는 ESG 투자자산 AUM의 축소라고 볼 수 있다.

이와 같은 영향은 한국에서도 똑같이 나타날 가능성이 있다. 한국거래소에도 ESG 관련 펀드가 2021년 이후 상당한 숫자가 상장됐다. 하지만 글로벌적으로 ESG Name Rule 적용 등 엄격한 기준이 적용되면, 국내 ETF에 투자하는 외국인 투자자 및 펀드에 투자하는 투자자들 또한 국내 펀드에도 엄격한 기준을 요구할 가능성이 있다. 한국 자산운용사 또한 ESG에 대한 단속이 필요한 이유다.

원문: U.S. Sustainable Investments Plunge 51% from 2020