



2023. 2. 1 (수)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

2024년 모멘텀이 가장 센 한국

칼럼의 재해석

유럽 ETF, 비(非)ESG 선언

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



▲ 주식시황
Analyst 이종빈
02. 6454-4893
jongbin.lee@meritz.co.kr

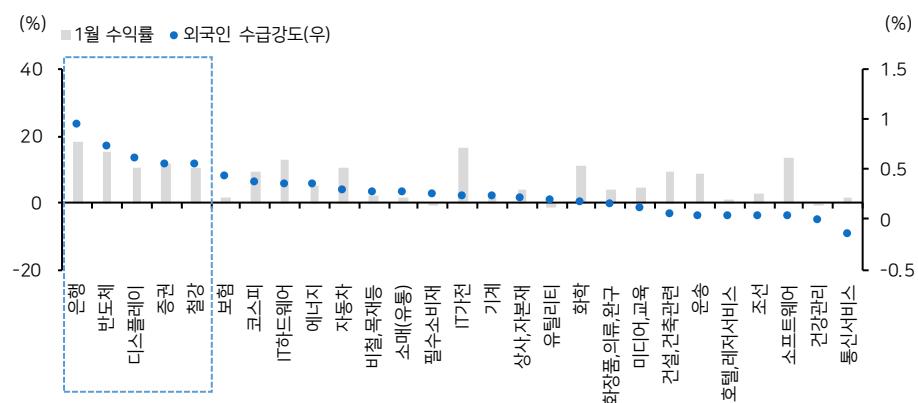
2024년 모멘텀이 가장 센 한국

- ✓ 1월 외국인 수급 위주의 국내증시 강세. 자금유입 강도는 아시아 신흥국, 그 중에서도 한국, 대만 유입 강해. 2024년 실적 모멘텀 가장 큰 국가들이기 때문
- ✓ 기대감에 의한 상승은 실제와의 괴리로 인해 상승세가 거칠게 진행되는 경향. 월초 맥크로 이벤트가 그 시작이 될 가능성 있음
- ✓ 이제 맥크로를 보는 관점은 시장 기대를 바꿀 만한 요소의 존재 여부. (1) 고용-임금 데이터 양상, (2) 유럽 핵심물가 안정과 ECB 기대 유지, (3) 중국 재화소비 회복강도 지속 여부 중요

1월, 신흥국 중에도 아시아 지역 강세

국내증시는 1월 한달 간 코스피는 외국인 매수세에 힘입어 종가 기준 전고점 (2,483.2pt)도 한 때 넘어설 만큼 탄력을 보였다(2,484.0pt, 1/23, 전월대비 +9.6%). 그동안 외국인은 약 6.8조원 가량을 순매수했는데 매수강도는 은행, 반도체, 디스플레이, 증권, 철강의 순이었다.

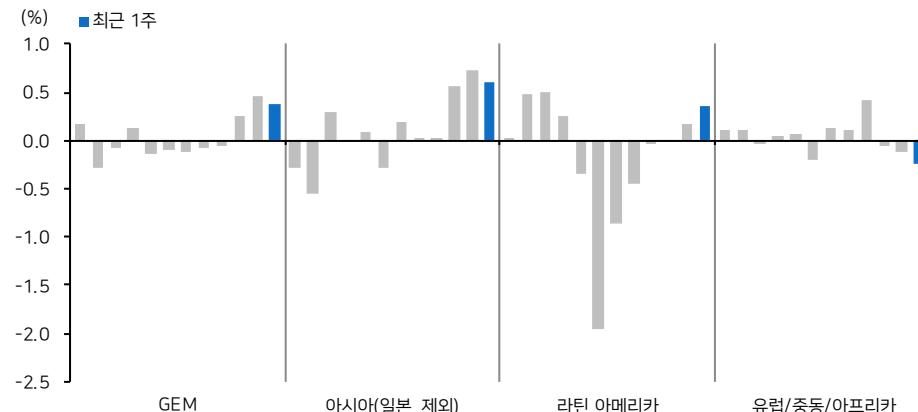
그림1 외국인 매수 수급 강도는 은행 > 반도체 > 디스플레이 > 증권 > 철강 순



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

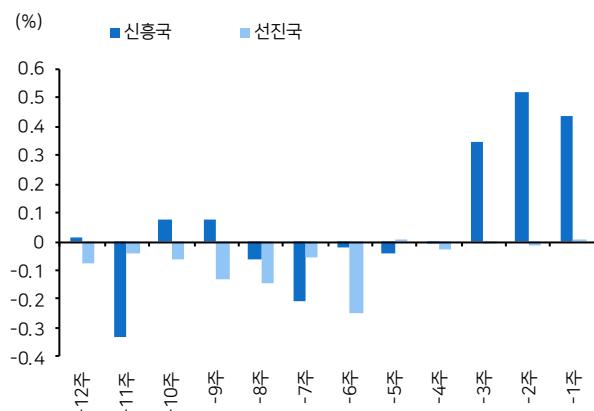
이러한 외국인 매수세 유입은 한국에만 국한된 이슈는 아니었다. 주식형 펀드 유출입을 보면 1월은 유독 글로벌 자금들의 신흥국, 그 중에서도 아시아 신흥국에 대한 선호도가 높았던 것을 알 수 있다. 이러한 자금 유입의 수혜를 국내증시도 입었던 것이라 볼 수 있다.

그림2 아시아(일본 제외) 지역 주식형 펀드 자금 유입강도



자료: Lipper, 메리츠증권 리서치센터

그림3 선진국 대비 신흥국 자금 유입 강도 강해



자료: Lipper, 메리츠증권 리서치센터

그림4 외국인은 국내 종시도 6.8조원 가량 순매수



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

왜 아시아인가? 환 쓸림의 완화와 중국 인접국 수혜

'환'의 극단적인 저평가

지수가 많이 오른 만큼 그간의 과정을 복기 해볼 필요가 있다. 최근 외국인 자금 유입의 이유는 무엇인가? 우선 글로벌 회복 모멘텀 기대의 확산으로 미국 자산(달러) 쓸림 완화라는 이유가 있다. 이전 전략공감에서 언급했듯 유럽의 천연가스 위기 완화, 중국 리오프닝, 일본 통화정책 키 맞추기 기대 확산 등이 달러로의 쓸림을 완화시켰다.

달러로의 쓸림이 가중되었을 때 아시아 종시도 극단적으로 저평가 상태였다. 달러 기준 코스피는 1,753.4pt까지 하락하기도 했다. 달러 자산 쓸림이 완화되고 있는 과정에서 외국인에게 굉장히 매력적인 가격 수준이었다.

그림5 미국에 비해 모멘텀 기대 확대되는 유럽, 중국



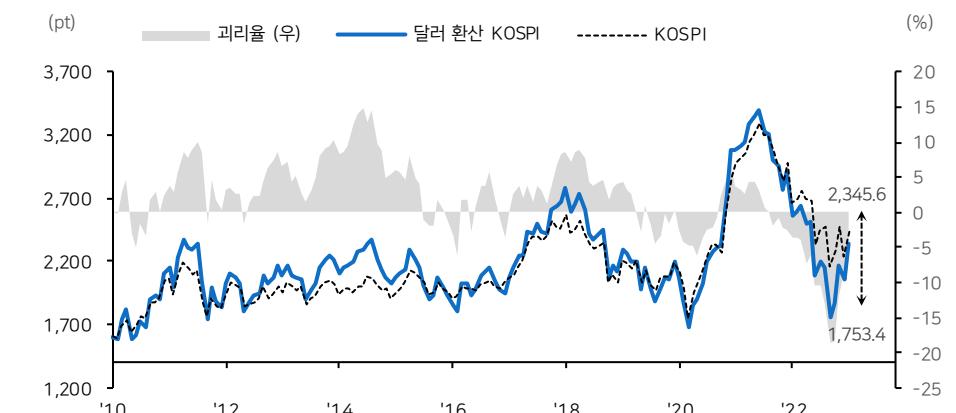
자료: Citi, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미-일 통화정책 키 맞추기 기대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 달러 환산 코스피, 저점에선 1,753.4pt

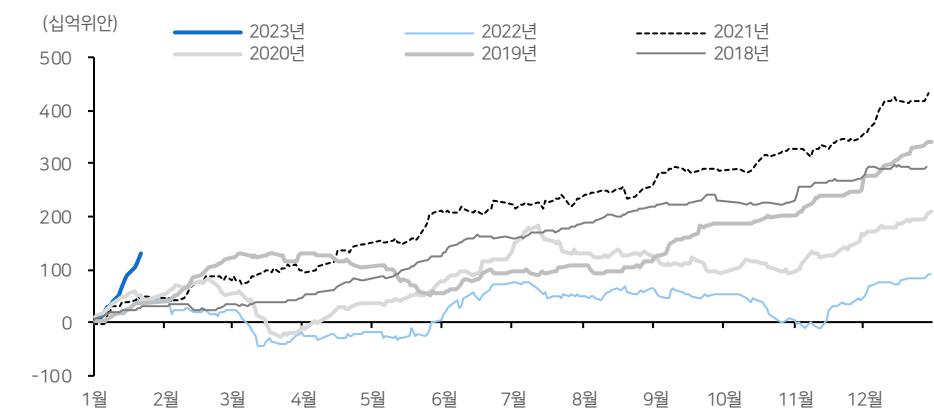


자료: Fnguide, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

중국 인접국 수혜

거기에 중국 인접국인 만큼 중국 리오프닝에 따른 외국인 자금 유입에 간접적인 수혜도 있다. 중국과 함께 아시아 신흥국 지역으로 뭉인다는 점을 고려할 때, 1월 중국으로의 자금유입이 5년래 가장 빠른 속도로 유입되고 있는 상황은 여타 아시아 신흥국 자금 유입에 분명 우호적이다.

그림8 중국 외국인 자금 유입 5년 래 가장 빠른 속도



자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

회복 모멘텀은 여타 국가 중 한국이 가장 강해

회복의 모멘텀 강도 가장 강해

무엇보다 올해를 지나 내년도 회복 모멘텀은 아시아 신흥국 지역이 제일 우수하다. 그 중에서도 한국과 대만의 전년대비 실적 상승률은 각각 39.2%, 18.0%로 가장 크다. 두 국가 모두 유이하게 올해 실적이 감익인 국가다. 이것만 보면 글로벌 매크로 환경의 가장 큰 영향을 한국, 대만 증시가 입는다 해도 과언이 아니다.

때문에 아시아 신흥국 중에서도 한국과 대만의 자금 유입 강도가 가장 세다. 대만은 1월 한 달 간 71억 달러, 한국은 55억 달러가 유입된 반면 태국은 6억 달러에 그쳤고 인도네시아는 -1.5억 달러 순유출 됐다. 그리고 인도는 -23.9억 달러 순유출을 기록했는데 2023년 실적 상향 폭이 우수함에 따라 작년 좋은 성과를 누렸지만 내년도 모멘텀이 다른 국가 대비 약화되면서 유출을 기록한 것으로 보인다.

표1 Growth 강도 가장 강한 한국, 그 다음이 대만과 중국 순

국가	PER(x)				EPS Growth			PBR(x)			FY1	ROE		
	2023	2024	12M Fwd.	Pre COVID AVG.	2023	2024	12M Fwd.	2023	2024	12M Fwd.		2023	2024	12M Fwd.
전세계	15.4	14.0	15.2	14.8	1.9	9.9	3.0	2.3	2.1	2.3	2.7	15.1	15.4	15.2
선진국	15.9	14.6	15.7	15.4	2.1	9.1	3.3	2.5	2.3	2.5	2.5	15.8	15.9	15.8
신흥국	12.2	10.6	12.1	11.6	0.4	14.8	1.2	1.5	1.4	1.5	3.6	12.2	12.8	12.2
미국	17.9	16.1	17.6	16.8	2.7	10.9	4.3	3.5	3.2	3.4	2.1	19.4	19.7	19.4
한국	12.9	9.3	12.5	9.5	-19.1	39.2	-15.1	0.9	0.8	0.9	2.5	7.0	9.1	7.2
유럽	12.9	12.1	12.8	13.6	0.9	6.6	1.3	1.8	1.7	1.8	3.2	14.0	13.9	14.0
중국	11.3	9.9	11.2	11.4	14.7	14.0	14.6	1.3	1.2	1.3	3.2	11.5	11.9	11.6
대만	13.8	11.7	13.6	14.2	-16.1	18.0	-14.3	2.0	1.8	2.0	4.4	14.3	15.6	14.6
태국	18.1	16.3	17.9	14.8	12.1	11.1	11.7	1.9	1.8	1.9	2.4	10.6	11.1	10.6
인도	20.6	17.9	21.2	16.3	21.4	14.1	19.3	3.1	2.8	3.1	1.4	14.9	15.5	14.7
인도네시아	13.2	12.3	13.0	14.8	4.3	6.6	4.6	2.2	2.0	2.2	2.4	17.0	16.6	17.1

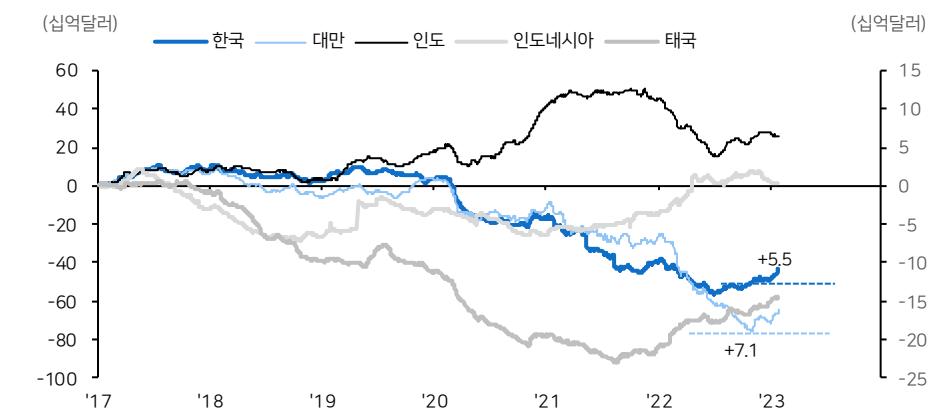
자료: I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

그림9 아시아 신흥국(중국 제외) 수급 반등



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 자금 유입 강도도 대만과 한국이 이끄는 중



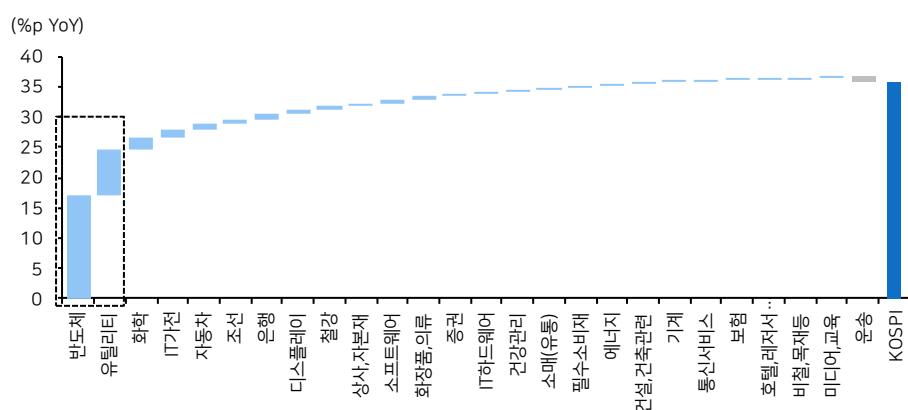
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

수급 반응이 빠른 이유는 반도체 업종의 선행성 때문

외국인 수급 반응 빠른 이유

한국, 대만의 모멘텀이 센 이유는 단연 반도체 업황 회복 기대감 때문이다. 코스피를 기준으로 보면 순이익 상승의 48%를 반도체가 차지할 만큼 반도체 업황 턴어라운드 기대감이 크다 볼 수 있다. 내년도 기대임에도 불구하고 지금부터 수급이 움직이기 시작한 이유 또한 반도체 업종의 주가 자체가 선행성이 강한 데 있다. (그림 12)처럼 반도체 업종 주가는 반도체 업황을 5~6개월 반년 가량 선행한다.

그림11 2024년 순이익 증감 기여도(2023년 추정치 대비)



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림12 반도체 수출과 반도체 업종 주가 – 주가가 업황을 반년 가량 선행



자료: 한국무역협회, Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

단기 기대 – 실제 간 괴리 소화 구간 예상

기대감 소화하는 과정
거칠 필요도 있어

다만 기대감이 앞선 주가 상승에서는 변동성이 따라 오듯 기대-실제의 괴리를 소화하는 구간을 거칠 필요도 분명 있다. (그림 13)에서 보듯 애플 주가는 코로나19 이전에는 변동성과 역(-)의 관계를 보이다 코로나19 이후 성장 기대감이 앞서가며 변동성이 주가 상승과 함께 확대된 바 있다. 우리나라 반도체 업종은 그 선행 성 덕에 변동성과 주가는 거의 항상 동행해왔다.

그림13 애플 주가와 내재변동성: 코로나19 이후 동행



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림14 우리나라 반도체 업종의 선행성과 변동성



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

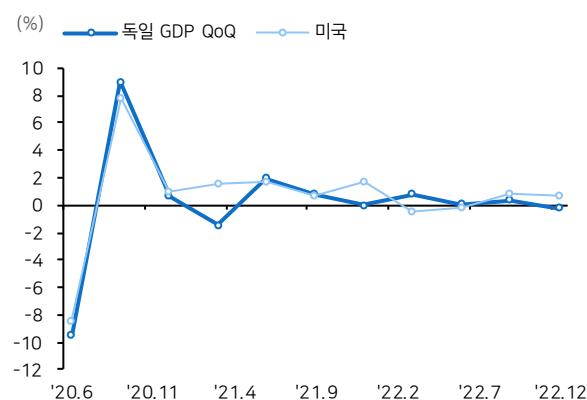
시장 기대와 배치되는 부분도
분명 있어

특히 1) 연내 인하를 일정부분 기대하고 있는 시장과 연준의 줄다리기, 2) 시장이 유럽 모멘텀 > 미국 모멘텀을 기대하고 있는 것, 3) 반도체 재고 조정이 곧 마무리 된다는 기대, 4) 미국 경기 연착륙 기대 확산으로 중시가 반등한 가운데, (1) 2월 FOMC, (2) 독일 GDP 성장률의 예상치 하회와 미국의 상회/스페인 소비자물가 예상치 상회, (3) 당장의 메모리 반도체 감산 기대감 축소, (4) 한국 4분기 실적 하향조정과 2월 초 미국 실물/고용 지표 이벤트는 지수의 속도조절 요인으로 작용할 공산이 크다.

2월 시장 관전포인트는 3가지

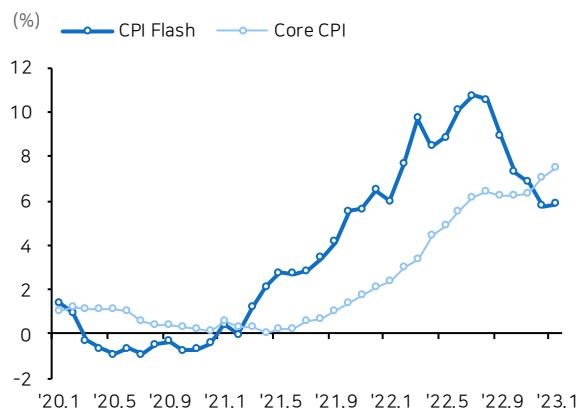
이와 연결 지어 지수 탄력 회복에는 (1) 1월과 같이 우호적인 고용/물가 데이터로 연준-시장 줄다리기 완화되는지 여부, (2) 유럽 핵심물가 불확실성 해소와 3.5% ECB 기대 유지 여부, (3) 중국 재화 소비의 회복의 지속이 가장 중요할 것이다.

그림15 독일 – 미국 GDP 성장률(Hard data)



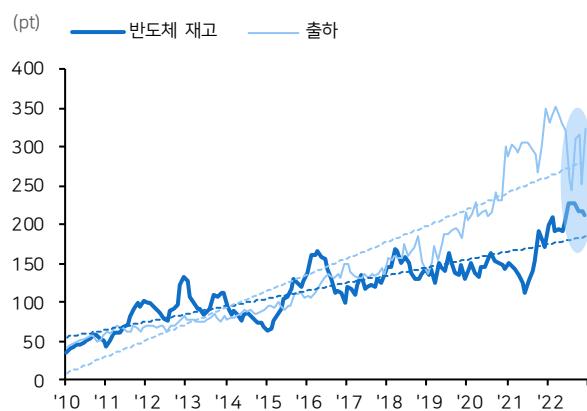
자료: Refinity, 메리츠증권 리서치센터

그림16 스페인 소비자물가 상승률: 핵심물가 상승 지속



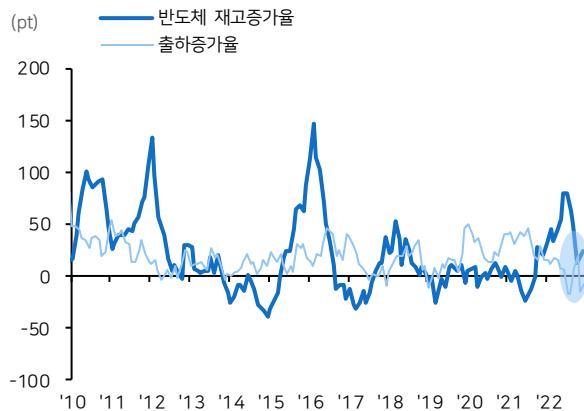
자료: National Statistics Institute, 메리츠증권 리서치센터

그림17 반도체 재고 레벨은 둔화되고 있지만



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림18 증감율은 여전, 반도체 감산 기대 축소는 부정적



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

칼럼의 재해석

최병욱 연구원

유럽 ETF, 비(非)ESG 선언 (ETFStream)

유럽의 지속가능성 펀드 분류 SFDR에서는 ETF를 지속가능성 특성을 촉진하는 8조 펀드, 지속가능한 투자를 목표로 하는 9조 분류, 기타 6조 펀드로 분류한다. ESG ETF 입장에서는 ESG 홍보효과, 금전적 혜택 요인 등 이유로 9조 펀드로 분류받고 싶은 동인이 충분하다

그러나 최근 유럽 ESG ETF 운용사들 사이에서 9조 펀드에서 8조 펀드로 스스로 강등하는 현상이 일어나고 있다. 이 대규모 재분류의 자세한 내용과 현상의 이유를 살펴보는 것이 목적이다.

2023년 1월 기준 SFDR 대비 보다 엄격한 SFDR 레벨 2 적용이 예고돼 이를 앞두고 PAB, CTB ETF들의 등급을 8조 펀드로 하향한 것으로 보인다. 하향조정한 ETF에는 블랙록의 INRG와 같이 명시적인 ESG ETF인 신재생에너지 테마 ETF가 포함된다.

그렇다면 이와 같은 현상의 원인이 된 SFDR 레벨 2는 레벨 1과 어떻게 다를까? 기초적인 금융상품의 ESG 분류를 제시한 레벨 1과 달리 레벨2는 기후 및 환경 관련 악영향에 초점을 맞춘 일련의 지표를 개략적으로 제시한다는 점에서 차이가 있다. 하지만 제시한 지침에 9조 펀드 분류기준의 명확성 부족에 자산운용사들이 미리 9조 펀드를 8조 펀드로 강등한 것이다.

물론 이와 같은 상황이 오래 지속되지는 않을 것이지만 한동안 불확실성 회피 국면은 지속될 것으로 보인다.

유럽 ESG ETF, 자발적 ESG 등급 다운그레이드

유럽자산운용사, 9조 → 8조펀드 강등 ETF 증가

유럽의 지속가능성 펀드 분류 SFDR에서는 ETF를 지속가능성 특성을 촉진하는 8조 펀드, 지속가능한 투자를 목표로 하는 9조 분류, 기타 6조 펀드로 분류한다.

이 SFDR을 통한 분류는 EU 금융기관의 투자, 금융상품 등을 공시할 때 지속가능성 정보를 공시하도록 의무화하는 제도다. ESG ETF 입장에서는 ESG 브랜드 가치 및 신뢰도 제고 등 이유로 9조 펀드로 분류되고 싶은 동인이 충분하다.

그러나 Fund Data Service를 제공하는 Morningstar에 따르면 최근 유럽 ESG ETF 운용사들 사이에서 9조 펀드에서 8조 펀드로 스스로 강등하는 현상이 일어나고 있다고 한다. 9조 펀드의 70% 이상의 많은 ETF들이 이런 추세를 보여 이에 Great reclassification이라는 명칭이 붙었다. 이 대규모 재분류의 자세한 내용과 현상의 이유를 살펴보는 것이 목적이다.

그림1 SFDR에 따른 유럽 ESG 펀드 분류체계

펀드분류	SFDR 펀드 분류체계_상세
제 6조	모든 자산운용사가 지속가능성 위험의 통합과 그들이 제공하는 금융상품의 수익에 미칠 수 있는 영향에 대해 공시할 것을 요구
제 8조	지속가능성 특성을 촉진하는 펀드가 계약 전 공시에서 환경 또는 사회적 특성, 또는 둘의 조합을 촉진하는 방법, 그리고 그들이 투자하는 기업이 모범적인 거버넌스 관행을 따르는 방식을 명시하도록 요구
제 9조	지속가능성 목표를 가진 펀드가 계약 전 공시에서 그러한 목표를 달성하는 방법과 지수가 참조 벤치마크로 지정되었는지 여부를 명시하도록 요구

8, 9조 제외 기타 펀드 지속가능성을 촉진하거나 지속가능투자가 목표는 아닌 펀드 지속가능투자가 목표인 펀드

공시에 요구되는 정보량 →

자료: 자본시장연구원, 메리츠증권 리서치센터

어떤 ETF들이 주로 강등됐나?

블랙록, 아문디 등 PAB, CTB ETF 들 주로 강등

유럽 ESG ETF는 주로 블랙록, Amundi 등 자산운용사들의 운용규모가 크다. 이들은 파리기후조약 (Paris-Aligned Benchmark, PAB) ETF, 기후변화 (Climate Transition Benchmark, CTB) ETF를 운용한다. 그러나 2023년 1월 기준 SFDR 대비 보다 엄격한 SFDR 레벨 2 적용이 예고돼 이를 앞두고 해당 PAB, CTB ETF들의 등급을 8조 펀드로 하향한 것이다.

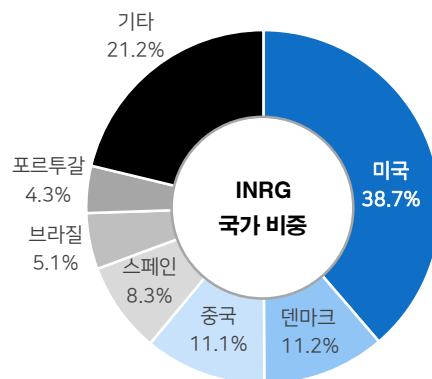
하향조정한 ETF들을 예시로 살펴보자. 블랙록의 INRG 같은 경우는 Global Clean Energy UCITS라는 이름답게 대부분 종목이 친환경 에너지 종목으로 구성돼있다. Enphase Energy, Vestas Wind System, Adani Green Energy 등 미국, 유럽 대형 신재생에너지 발전 종목 및 소재 종목들이다. 이와 같이 명확한 ESG 지향 ETF들도 다운그레이드가 된 상황이다.

그림2 ICLN vs INRG 주가 추이_2022년 이후



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림3 iShares Global Clean Energy UCITS (INRG) 국가비중



자료: iShares, 메리츠증권 리서치센터

표1 INRG 구성비중 상위종목 및 비중

종목명	내용	비중 (%)
Enphase Energy	태양광 인버터, 에너지 관리 솔루션 제공	7.0
First Solar	미국 소재 태양광 패널 제조업체	6.5
Solaredge Tech.	태양광 인버터솔루션 제공, 이스라엘 소재	6.4
Iberdrola	풍력 발전 자회사 보유. 스페인 본사	6.0
Consolidated Edison	뉴욕 전기서비스 제공. 태양광 발전	5.8
Vestas Wind Systems	풍력발전 타빈 생산, 설치, 서비스 제공	4.1
Plug Power	전기차용 수소 연료 전지 시스템 개발	4.0
Centrais Eletr Bras-El.	브라질 최대전력회사. 신재생에너지 발전	4.0
Orsted	해상풍력 발전. 덴마크 다국적 전력회사	2.9
Adani Green Energy	인도 재생 에너지 회사	2.5

자료: iShares, 메리츠증권 리서치센터

SFDR 레벨 2란?

그럼 이와 같은 대규모 재분류를 유발한 SFDR 레벨 2에 대해서 살펴보자. 레벨1은 주로 실사 정책 및 인권, 반부패 관련 보고에 중점을 두고, 기초적인 금융상품의 ESG 분류를 제시했다. 이에 대비해 레벨2는 기후 및 환경 관련 악영향에 초점을 맞춘 일련의 지표를 개략적으로 제시한다. 그에 더해서 기존 ESG 펀드 분류기준을 보다 엄격하게 적용한다.

SFDR 레벨 2, 9조 펀드 기준
모호성

이 중에서도 2022년 6월 발표한 성명의 "9조 펀드는 지속가능한 투자만 해야 한다"는 구절의 모호성이 문제가 됐다. 이것이 ETF가 보유한 단 한 종목이라도 ESG에 위배되는 종목이면 9조 펀드에 포함되지 않는 것인지, 혹은 ETF 목표가 ESG 지향적이면 되는 것인지 명확하지 않다는 것이다. 이런 명확성 부족으로 자산운용사들은 다수의 9조 펀드를 8조 펀드로 강등하게 됐다.

반응 및 향후 전망

이런 SFDR 레벨2에 대해서는 대부분 부정적인 반응을 보이고 있다. 이런 모호함이 투자자들에게도 혼란을 줄 수 있어 집행위원회가 조속히 명확성을 제고한 가이드라인을 제시해야 한다는 입장이다. Macfarlanes의 자산관리 책임자 Gavin Haran은 이와 같은 지침 하에서는 그 어떤 ETF도 9조 펀드에 포함되지 못할 수도 있다고 강하게 비판했다.

물론 이와 같은 상황이 오래 지속되지는 않을 것이다. 레벨2 적용 이후 시간이 지나고 펀드 분류기준에 대한 명확한 가이드라인이 제시되면 다시 Article9으로 복귀할 수 있다. 하지만 유럽 규제 당국이 작년부터 보여준 강한 규제에 대한 의지와 올해가 글로벌적으로 ESG 규제 가이드라인이 막 확립되기 시작하는 시기라는 점을 감안하면, 한동안 이와 같은 불확실성 및 혼란 국면이 계속될 것으로 보인다.

원문: Over 70% of Article 9 ETFs downgraded to Article 8