

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2023. 4. 4 (화)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

잠재된 Risk: 미국 상업용 부동산

오늘의 차트

미증시 회복 중. 더 잘 나가는 게임ETF

칼럼의 재해석

CBAM, 금융기관도 선제적 대응 필요

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



▲ 채권/자산 전략
Analyst 윤여삼
02. 6454-4894
yeosam.yoon@meritz.co.kr

잠재된 Risk: 미국 상업용 부동산

- ✓ SVB 파산(미국) 및 CS 인수(유럽)로 확산된 금융불안은 정책당국의 노력과 아직은 양호한 펀더멘탈을 기반으로 안정흐름으로 전환 → 위험선호 심리 개선으로 연결
- ✓ 미실현손익이라는 금리상승 충격보다 향후 금융시장이 주목해야 하는 부분은 기초자산, 즉 담보력 자체를 책임지는 부동산 시장의 안정성 여부. 미국은 주거용 주택불안은 제한적인 편이나 상업용 부동산 관련 점검이 필요한 변수가 늘고 있어 주목할 필요
- ✓ 2008년 같은 위험은 아니겠으나 부동산 시장 약세국면 강도에 따른 금융환경 변화 중요

은행파산 이면에 숨겨진 상업용 부동산 시장의 약세흐름

너무 식상해진 문구지만 T.S 엘리엇은 '4월은 잔인한 달'이라고 했다. '혼돈의 3월'을 지나 4월은 시장이 바라는 안정을 줄 수 있을까?

금융불안 심리, 신속한 정책대응에
완화되는 흐름

연준의 통화완화 기대와 견고한 펀더멘탈 기반에 은행파산이라는 금융불안은 다소 수그러들었다. 채권과 금으로 쏠렸던 안전자산 선호는 주춤해졌고, 주가와 하이일드 같은 위험자산의 반등했다. 미약하나마 은행주도 급락 이후 소폭 반등세를 보였다. VIX와 MOVE같은 변동성 지표의 안정 또한 진행되었다.

필자는 연준의 BTFP와 같은 미시정책의 적절성을 감안, 미국 은행발 금융불안은 지난해 4분기 한국의 '레고랜드'와 유사하게 방어가 가능하다고 보았다.

그림1 미국 금융불안 은행섹터 주도했지만 이면에서 상업용 부동산 약세 심화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

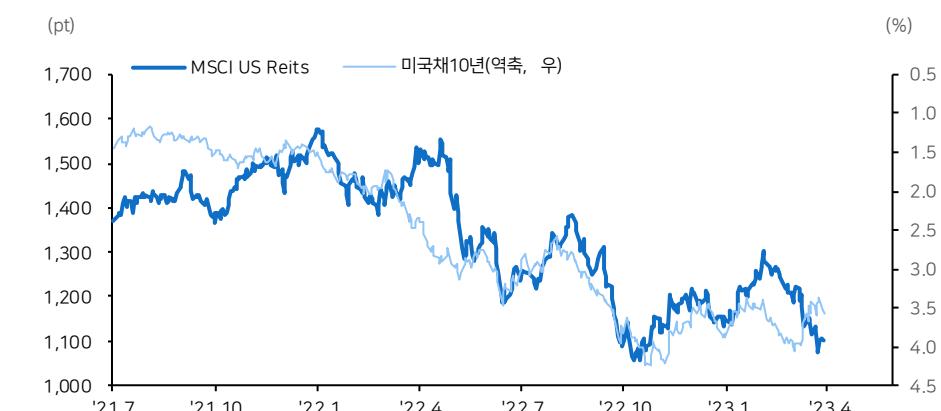
그럼에도 한번 금이 간 금융시장 여건이 단번에 회복될 것이라 기대하는 것도 무리하다. '레고랜드' 이후에도 국내 부동산 시장은 올해 2분기부터 본격적인 구조조정이 필요하다는 인식이 높다. 미국을 포함 글로벌 금융시장도 마찬가지다. 펜데믹 과정에서 과도했던 유동성 공급의 후유증이 나타날 위험이 도사리고 있다.

상업용 부동산(CRE) 관련 금융불안 리스크 모니터링 필요

그 중 대표적인 한가지가 '상업용 부동산(commercial real estate; CRE)'이다. 미 실현손익과 예금이탈로 흔들렸던 은행 불안의 이면에 미국 부동산 시장 약세도 일 조했다는 목소리가 크다. 은행들이 국채를 많이 보유했을 것으로 추정하나 까보면 MBS기준 부동산 관련 채권이 더 많다. 고금리 수익성을 위해 편입했고, SVB 또 한 전체 보유 채권의 60%가 부동산 관련 모기지 채권이었다.

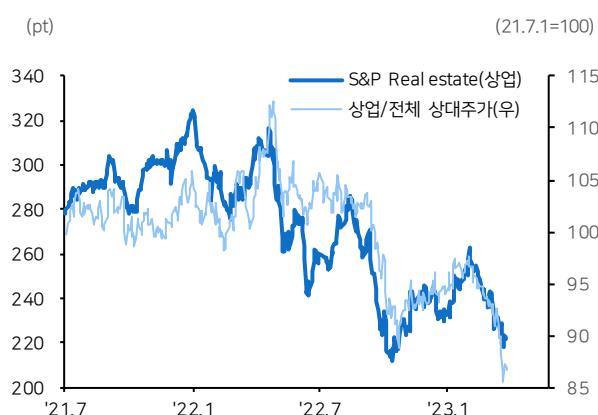
은행주만큼 타격은 아니지만 상업용부동산 관련 주가 약세도 심화되고 있다<그림 1, 3>. 금리반락에도 민감도가 높은 리츠의 약세도 무시할 수 없다<그림 2>. 견고한 주거용(homebuilders) 대비 상업용 부동산 주가(real estate)의 차별화는 안정을 찾고 있는 금융기관들의 다른 뇌관이 될 수 있다<그림 4>.

그림2 시장금리 반락했음에도 상업용부동산 대표하는 리츠 가격반등 제한적



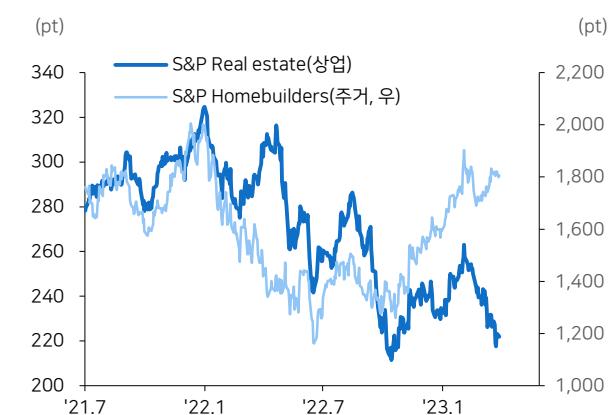
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 시장대비 상대주가 또한 약세폭이 커



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 주거관련 업체보다 상업 부동산 업체 주가 약해



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 주택가격 약세장에도 주거용 부동산은 안정적

2020년부터 2022년 중반까지 1년반 남짓한 기간 동안 미국을 포함 글로벌 부동산 경기는 역사에 손꼽을 정도로 호황이었다. 제로금리 내외의 사상 최저 금리에 양적완화와 각종 규제완화, 재정정책으로 공급된 유동성의 힘은 무거운 (미국)부동산 가격마저 전년대비 20% 넘는 증가세를 1년 이상 유지하게 만들었다.

건축의 영향으로 부동산 경기
추가적인 조정 가능성 높아

그렇지만 2022년 중반부터 본격화된 건축의 압력은 부동산 경기의 빠른 냉각을 가져왔다. 과도했던 상승에 비하면 아직 제대로 조정 국면이라고 말할 정도는 아니나, 주택시장 심리를 대표하는 NAHB 지수의 급락을 쫓아 가격은 안정을 넘어 둔화 우려가 높다<그림 5>.

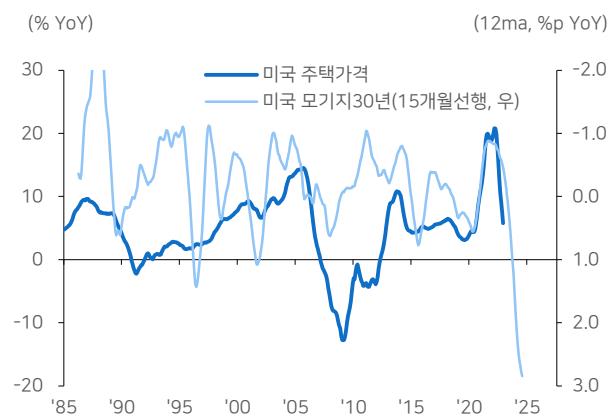
그나마 최근 금리반락으로 주택심리가 다소나마 개선되었다고 해도 NAHB 기준선인 50pt를 하회한 44pt 수준이다. 그리고 금리의 선행성을 감안하여 금리상승 충격은 추가로 가격하락을 견인할 공산이 큰데<그림 6>, 그나마 절대금리 수준 등을 고려할 때 2008년 금융위기와 비교하는 것은 선불러 보인다<그림 7>.

그림5 미국 주택시장 심리위축, 주택가격 하락으로 연결



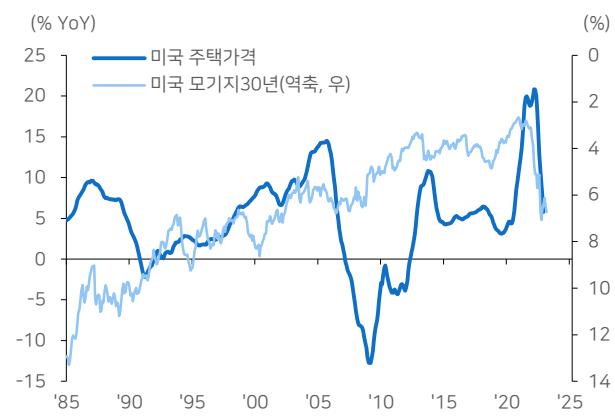
자료: NAHB, S&P Case-Shiller, 메리츠증권 리서치센터

그림6 모기지금리 충격만 감안하면 주택가격 우려 높아



자료: S&P Case-Shiller, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 절대금리 수준과 주택가격 약세는 '08년보다 안정적



자료: S&P Case-Shiller, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

금리는 다소나마 안정된데다, 아직 소비여력이 있고, 1월에만 지방소득세 감면 등으로 주택(residential) 관련 지표들은 1~2월에 둔화세가 다소 개선된 것으로 보인다. 금리부담으로 주택구입가능 지수가 악화된 점은 부담이나 추가 압력은 제한적이고<그림 8>, 펜데믹 이전 수준에서 안정을 도모하려는 분위기다.

펜데믹 과정에서 급증했던 주택허가와 착공 데이터가 질병의 공포 확산 이전 상단을 바닥으로 2개월 연속으로 반등했다<그림 9>. 주택시장 약세에도 불구하고 단기간 불편했던 공급부담이 일부 완화된 것으로 풀이된다. 실제 신규주택 판매도 금융위기 이후 최고 수준을 찍고는 펜데믹 이전으로 회귀한 이후 현재 건설중인 향후 주택재고 예정물량도 더 늘지 않는 것을 확인했다<그림 10>.

부동산 시장, 조정국면에도 견고한 펜더멘탈 기반 안정적인 흐름 보여

주택재고에 민감한 기존주택판매도 급락 이후 고개를 들었는데 중요한 것은 거래가 줄어드는 과정에서도 기존주택의 재고소진 기간은 크게 늘지 않았다는 것이다<그림 11>. 미국 부동산 시장이 냉각기를 거치고 있으나 아직은 견고한 펜더멘탈 기반이 실수요가 있는 주택을 기반으로 안정적인 흐름이다.

그림8 금리부담으로 집을 사는데 부담은 높은 편이나



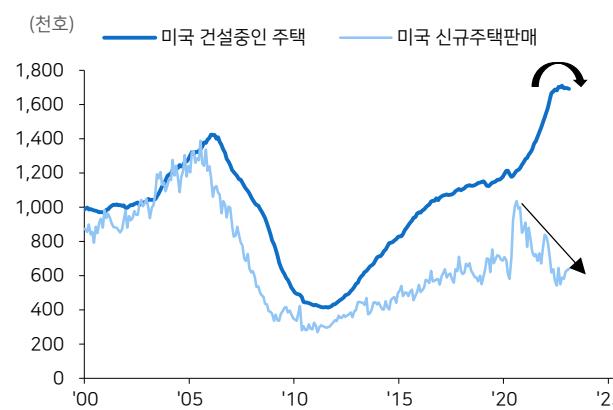
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 일시적 재정지원 효과 주택허가 착공 데이터 개선



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림10 신규주택판매 감소, 건설중인 공급부담 정점 확인



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림11 기존주택판매 재고개월수 아직 낮게 유지되고 있어



자료: US NAR, 메리츠증권 리서치센터

문제는 상업용(CRE) 부동산, 투자목적 자산의 부담

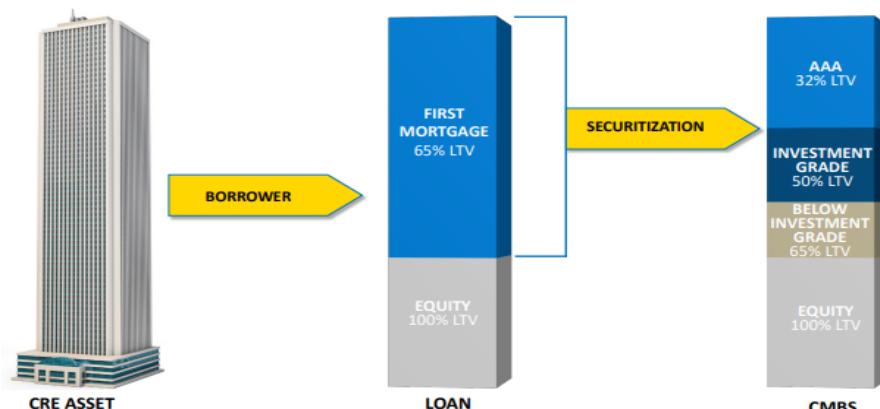
상대적인 리스크는 주거용보다
상업용 부동산이 더 커

약세장 속 상대적으로 주택관련 부동산 시장은 선방하는 편인데 최근 노이즈가 심해지는 영역이 상업용 부동산이다. 상업용 부동산은 임대사업을 위한 아파트와 오피스, 리테일(상점), 산업시설, 호텔 등으로 구성 되어있다. 가계의 실수요 기반으로 안정적인 주택대비 상업용은 투자목적이 커 경기민감도가 높은 편이다.

기초자산인 건물이 있으면, 모기지를 통해 유동화 과정을 거치면서 부동산 시장은 레버리지가 커진다. 사실 2008년 금융위기 당시에도 모기지 대출을 기반으로 MBS라는 유동화채권 발행이 급증했고, 이를 기반으로 재구조화(CDO)까지 채권 발행이 급증하면서 문제의 진원지가 되었다.

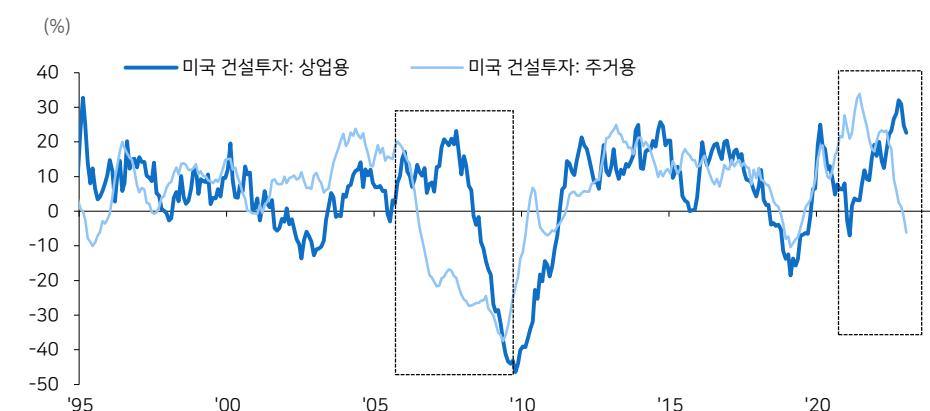
금융위기가 가계의 무리한 대출급증으로 주택가격이 급락하면서 부동산 시장에 충격이 발생한 것으로 알려졌으나 당시에도 상업용 부동산 문제 또한 심각했다. 주택시장 위축으로 건설투자가 먼저 위축되었으나, 상업용은 장부가 투자 가치로 버티다가 결국 무너지면서 부동산 경기 침체를 심화시켰다<그림 13>.

그림12 상업용부동산의 유동화(CMBS)의 구조



자료: Double-line Capital 재인용, 메리츠증권 리서치센터

그림13 주거용 투자 줄이면서 공급부담 완화, 반면 산업용은 높은 공급부담 유지



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

**상업용 부동산 가격 하락 속도
상대적으로 가팔라**

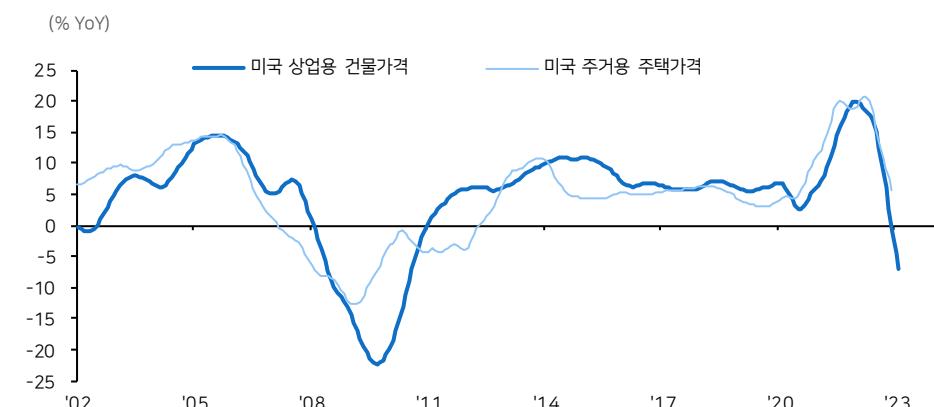
2021년부터 주택경기 과열을 식히면서 미국 주거용 건설투자는 빠른 속도로 줄어든 반면 상업용투자는 이제 정점을 형성한 점은 2008년과 유사한 패턴이다. 금융위기 당시보다 최근에 더 특징적인 부분은 주거용 주택가격보다 상업용 부동산의 가격 하락 속도가 더 가파르고 빠르다는 점이다<그림 14>.

2008년 주택경기 위축 초기에는 주택가격 하락이 앞서가다가 위축국면에서 상업용 부동산 충격이 결정타가 되었는데, 이번에는 상업용 하락의 속도가 빠르다. 물론 지난 2년의 과열이 있었기에 현재 조정 정도가 심각한 수준은 아니라고 할 수 있으나 고금리 여건이 쉽게 해소되지 않을 경우 민감도가 높은 상업용 부동산의 추가 약세는 불가피할 수 있다.

**오피스 중심의 높은 공실률,
향후 상승 기울기 모니터링 필요**

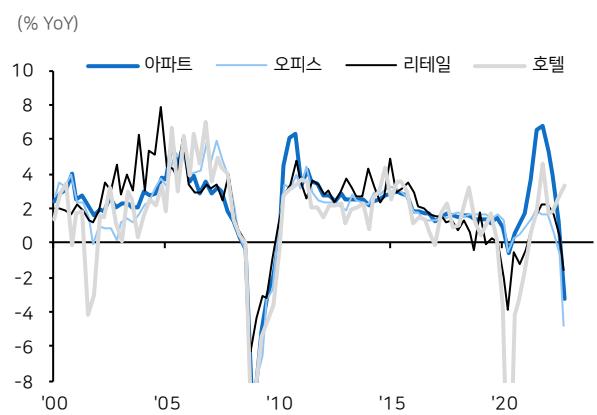
호텔을 제외하고는 상업용 아파트와 오피스, 소매관련 상점의 가격하락률은 유사하게 약세를 기록 중인데<그림 15>, 공실률의 경우 오피스가 높아 향후 관련된 뉴스 점검이 필요한 상황이다<그림 16>. 여기에 CMBS의 연체율의 1월 2.94%에서 3.12%로 올라섰고, 사무용 상승속도가 빠르다.

그림14 같은 악세장이라고 해도 상업용 부동산은 이미 전년대비 마이너스 영역



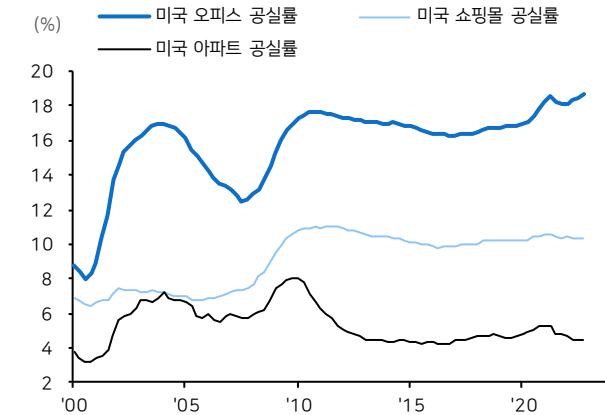
자료: RCA, S&P Case-Shiller, 메리츠증권 리서치센터

그림15 상업용 업종별 가격, 호텔제외 대부분 마이너스



자료: NCREIF, 메리츠증권 리서치센터

그림16 오피스 중심 공실률 또한 지속적으로 늘고 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

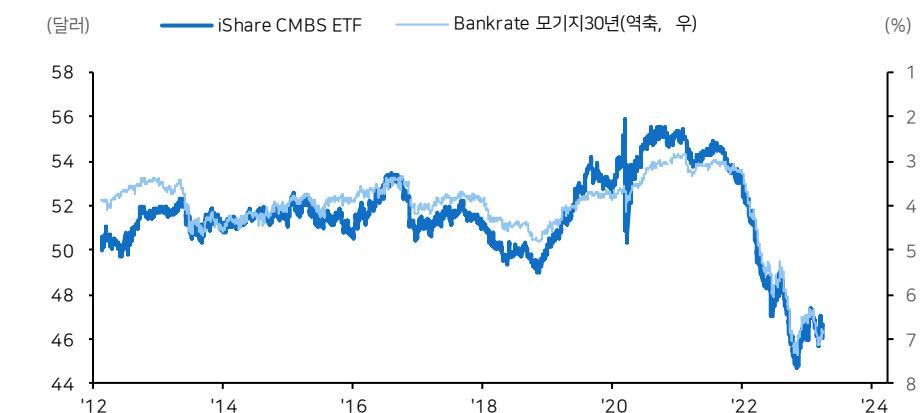
골드만삭스 중심 주요 IB들 추정은 현재 연체율이 2008년 금융위기 당시 10.3% 보다 많이 낮은 수준이나 높아진 금리부담을 반영하면서 연체율 상승세가 이어질 것을 우려하고 있다. 게다가 올해와 내년까지 CMBS 중심 만기도록 금액이 1.1조 달러(MBA 추정) 대규모로 예정되어 있다는 점 또한 부담이다.

실제 상업용부동산 가격의 proxy로 볼 수 있는 CMBS ETF 가격을 보면 모기지 금리 충격을 그대로 쫓아서 약세를 기록중이다<그림 17>. 이는 현물 CRE 시장에 부담을 줄 것이다. 실제 최근에만 LA와 뉴욕 오피스를 중심으로 9개가 넘는 사업장이 채무불이행을 기록하는 등 현실적인 문제이다.

부동산 투자 심리는 위축, 높아진 금리도 부담 요인

BofA에서 매월 실시하는 Global Fund Manager Survey 조사를 보면 최근 미국 부동산 시장관련 투자자들의 의견은 2008년 이후 가장 위축된 수준까지 내려온 상황이다<그림 18>. 2018년 긴축국면 이후 펜데믹과 유사할 정도로 부동산 투자 심리가 얼어붙은 상황에서 금리부담이 해소되지 않는다면 부담이 크다.

그림17 주거보다는 투자목적이 큰 상업용 부동산, 금리민감도 당연히 높을 수 밖에 없어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 상업용 부동산 관련 투자자들 심리는 2018년 이후 바닥수준으로 진입



자료: BofA GFMS 재인용, 메리츠증권 리서치센터

미국 중소형 은행, 상업용 부동산 노출도 관리 필요할 것

미국 부동산 경기와 관련해서 금융위기 당시는 가계의 무리한 대출이 금융기관 부실로 이어졌으나, 현재 미국 가계는 디레버리징을 거치면서 대차대조표가 건전한 편이다. 최근 금융불안은 미실현손익을 기반으로 한 금융기관 자체의 위험이다. 여기에 높아진 원가부담으로 기업활동 위축이 CRE에는 더 어려운 환경이다.

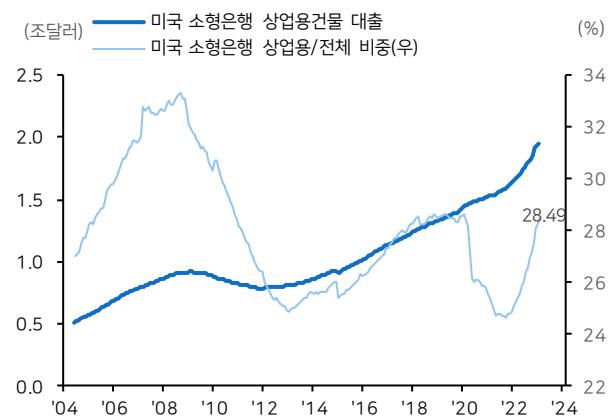
MBS, 국채 대비 환금성 떨어져

중소형 은행, CRE 대출 관련 취약성 상대적으로 높아

실제 SVB 사태만 보더라도 다수 투자자들이 위험한 '국채(?)'에 투자를 해서 문제가 된 것으로 알고 있지만, 보유채권의 67% 정도가 상대적으로 환금성이 떨어지는 MBS였다. 일단 금리급등으로 평가손실의 부담도 있지만, 모기지채권은 크레딧 물건으로 국채보다는 유통이 적을 수 밖에 없다.

모기지대출의 대부분은 미국 은행들이 소화한 상황에서 상업용 부동산 관련 대출이 이번에 문제가 된 중소형은행에 집중되어 있는 점도 문제다. 연준 데이터만 확인해도 CRE대출 절반 이상이 소형은행에 집중되어 있는데 전체자산대비 비중이 28%로 대형은행에 비해 취약성이 높은 편이다<그림 19, 20>.

그림19 미국 소형은행 상업용 부동산 대출 규모와 비중



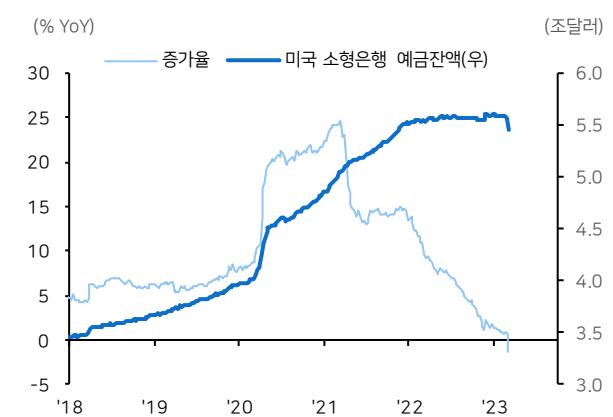
자료: FBR, 메리츠증권 리서치센터

그림20 미국 대형은행 상업용 부동산 대출 규모와 비중



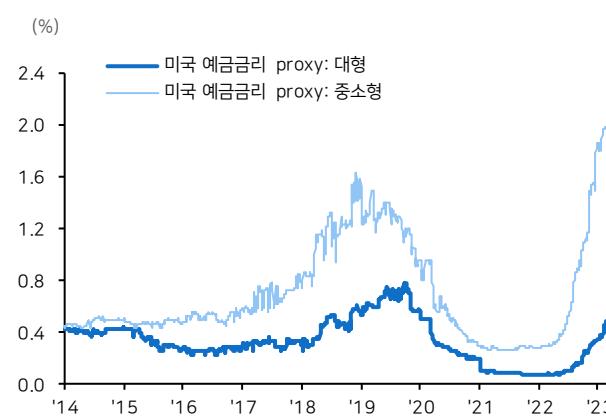
자료: FBR, 메리츠증권 리서치센터

그림21 SVB 사태로 소형은행 예금 대규모 이탈



자료: FBR, 메리츠증권 리서치센터

그림22 대형은행 대비 중소형 은행 높은 예금금리 부담



자료: Bankrate, 메리츠증권 리서치센터

**상업용 부동산 위축에 따른
소형은행 예금이탈 위험 상존**

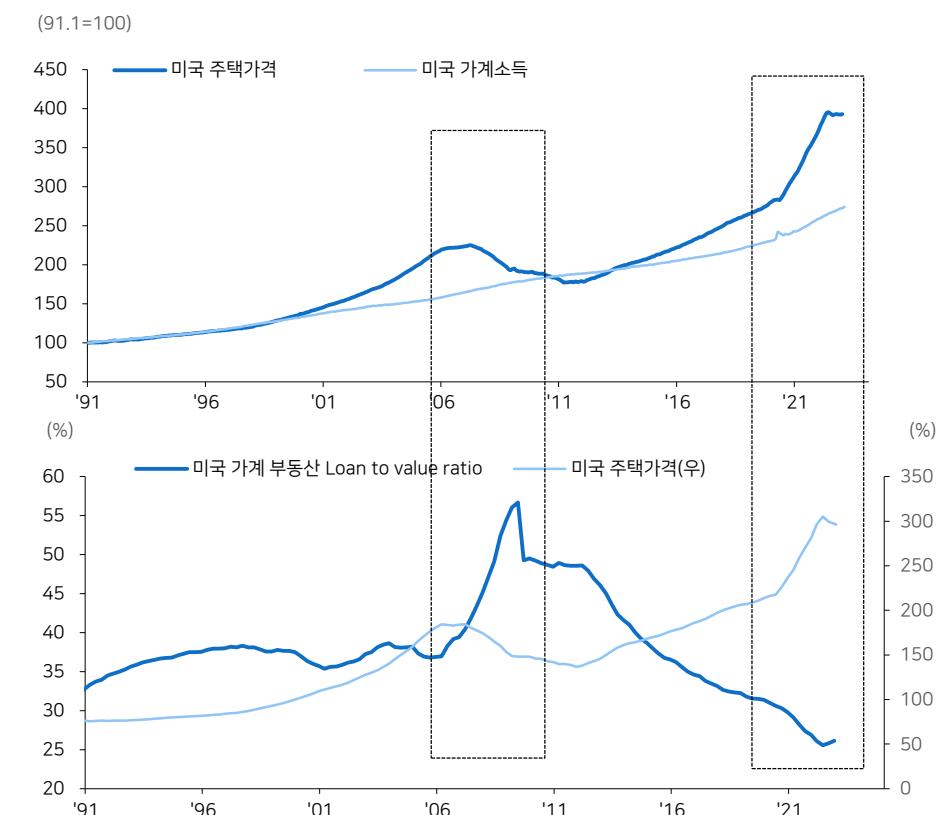
**중소형 은행들의 예금금리
높아지고 있어**

금리가 급등하고 매도가능 이외에 장부가 채권마저 미실현손익으로 손실부담을 반영한 상태에서 소형은행들의 예금이탈 위험은 상업용 부동산 경기의 추가 위축에 따라 경계가 필요한 상황이다<그림 21>. 가뜩이나 연준 서베이상 은행들의 대출태도 위축은 다시 펜데믹 수준으로 돌아갈 정도로 부담이 있다.

미국 대형은행들의 예금금리는 남아있는 지준과 SLR(보완적 자본규제)로 예금금리를 아직 0%대 초중반에서 잡아둘 정도 수준이나, 중소형 은행들은 평균 2%를 넘어서 예금이탈이 심각한 문제 금융기관은 연방금리 수준인 5%대까지 치솟은 상황이다<그림 22>. 향후 CRE에 문제가 심각해지면 추가 연방금리 인상이 없어도 중소형 은행들의 예금금리 상승추세가 이어질 위험이 있다.

이번 SVB 파산 이후 연준이 실시한 BTFP는 유동성 위험을 커버하는데 적시성과 효과가 있었으나 CRE 충격은 기초자산, 즉 담보력 훼손의 문제에서 사태의 심각성이 커질 수 있다. 현재도 미국 가계소득 기준으로 미국 주택가격 상승이 과도했다는 지적만 해도 불안은 높은 편이다<그림 23>. 그나마 LTV 기준 가계의 레버리지 부담이 낮다는 점은 긍정적인 부분이나, 상업용 부동산은 가계가 주로 투자하는 자산이 아니라는 점에서 관심을 유지할 필요가 있다.

그림23 미국 부동산 시장 2008년대비 가격부담 높지만, 레버리지 부담은 낮은 혼재된 상황

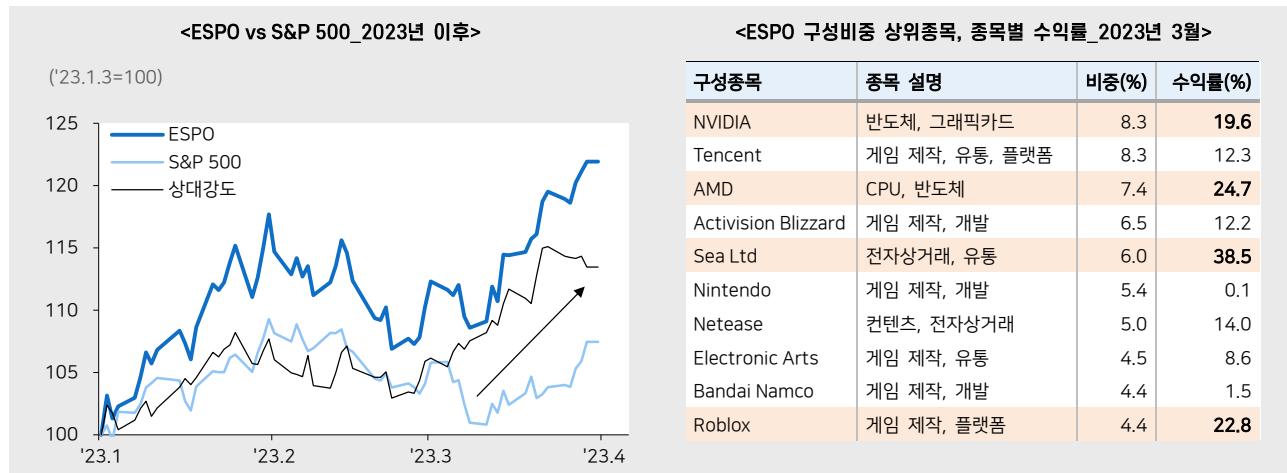


자료: Bloomberg, US BEA, FRB, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

최병욱 연구원

미증시 회복 중, 더 잘 나가는 게임ETF



자료: Refinitiv, ETF.com, 메리츠증권 리서치센터

게임 ETF ESPO 수익률 부각

최근 SVB로 인한 은행 시스템 위기 우려가 있었으나 최근 1개월 S&P 500은 3.5%, 나스닥은 6.7% 상승하며 불안 이후 회복 중이다. 이 중에서도 수익률이 부각되는 테마형 ETF가 있다. 바로 게임이다. 미국에 상장된 대표적인 게임 ETF ESPO는 최근 1개월 수익률 13.6%를 기록하며 S&P 500을 10.1%p 앞섰다. 세부 종목을 살펴보며 이와 같은 성과의 배경을 알아보고자 한다.

1. AI 관련 반도체 종목 강세

수익률의 첫 번째 이유는 가장 큰 비중을 차지하고 있는 엔비디아, AMD 등 반도체 종목 성과가 좋았다는 것이다. 엔비디아 및 AMD는 게임에 준필수적인 그래픽 카드를 생산해 ETF에 편입돼 있다. 재미있는 점은 높은 연산력을 가지고 있어야 하는 그래픽카드 제품 특성상 인공지능 학습에도 활용된다는 것이다. 이에 연초 이후 챗 GPT의 부각으로 가장 큰 수혜를 입으며 ETF 수익률에 기여했다. 다른 순수 게임 ETF 대비 성과가 좋은 것도 이 때문이다.

2. 개별 종목 이슈

두 번째로는 개별 종목 이슈다. 대형 게임제작사 액티비전 블리자드(12.2%)는 마이크로소프트와의 인수합병에 대한 반독점 규제 완화 기대감에 상승했으며. 이외에는 동남아의 아마존이라 불리는 Sea Ltd(38.5%)가 실적 서프라이즈 이후 지속적으로 가격이 상승했다. 로블록스(22.8%) 또한 2월 활성 이용자 수 전년 대비 19% 증가 발표 이후 주가가 상승하고 있는 상황이다.

종목별 이슈 모니터링 이후 대처

결론적으로 게임 산업 전반적인 공통 이슈가 산업 수익률을 상승시켰다기보다는 챗 GPT에 대해 각 종목별 개별 이슈가 해당 ETF 강세에 영향을 주었다고 판단한다. 그렇기 때문에 3월과 같은 전반적인 상승세가 지속될 것이라 단정할 수는 없다. 여전히 AI 등 이슈가 긍정적으로 작용할 여지가 남아있으나 이후로는 각 이슈에 대해 시장이 어떻게 반응하는지 종목별로 살펴보면서 대응할 필요가 있다.

칼럼의 재해석

조아해 수석연구원

CBAM, 금융기관도 선제적 대응 필요 (Financial Times)

EU의 탄소국경제도(CBAM)를 시작으로 각국에서 역외 탄소세를 추진하려는 움직임이 나타나고 있다. 국가마다 환경 규제에 차이가 있어 탄소누출이 발생할 수 있는데, 이를 방지하고자 수입품에 대해 EU 생산제품과 동일한 수준의 탄소비용을 부과하겠다는 것이다. 이와 더불어 각국 정부에서는 기후 위기 대응에 대한 내용을 반영한 ESG 정책과 법안을 잇달아 발표하는 중이다. 관련 법과 제도가 증가함에 따라 탄소집약적 산업에는 타격이 예상된다. 금융사는 직접적인 적용 대상은 아니지만, 차주의 건전성에 미치는 영향을 파악하기 위한 시스템을 미리 구축할 필요가 있다.

글로벌 탄소국경제도 도입 추진 확산

CBAM, Carbon Border Adjustment Mechanism

탄소국경제도(CBAM)를 도입하려는 국가가 늘고 있다. EU 등 주요국은 중장기 탄소중립 비전과 추진 방안을 발표하고, 2050년 전후로 탄소중립 달성을 위한 구체적인 탄소저감 정책을 입법화하고 있다.

EU: CBAM

영국: Powering Up British

EU에 이어 영국도 추진한다. '23.3.30 영국 정부는 '탄소 국경세'를 도입하고, 재생 에너지와 수소 산업 생태계, 원자력 발전 등에 투자를 확대하는 내용을 담은 '에너지 및 산업 정책안(Powering Up British)'을 발표했다. 총 1000페이지에 달하는 이번 정책안은 2050년 영국 경제의 탄소 배출량 'Net-Zero' 목표를 전제로 방대한 투자 및 제도 개편 방안을 담고 있다.

탄소국경제도:

EU 국경 통과 시, 수입자에게 탄소배출에 대한 부담 부과

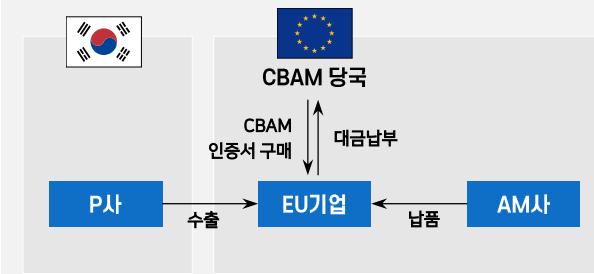
탄소국경제도는 탄소 누출 문제를 방지하기 위해 EU가 도입하려는 제도이다. 국가별 환경규제 차이를 이용해, 탄소를 많이 배출하는 산업이 규제가 강한 국가에서 덜한 국가로 생산시설을 이전하는 식으로 탄소배출을 이전하는 문제를 막겠다는 것이다. 일반적으로 '탄소국경세'라 부르기도 한다. 탄소국경제도 설명에 'tariff'라는 용어는 한번도 나오지 않지만, 비용 부과 성격이 EU 국경을 통과하는 시점에 수입자가 탄소배출에 대한 부담을 부담하고, 이후 관할당국에 신고하는 절차가 국경을 통해 수입 시 부과되는 관세의 성격과 유사하기 때문이다.

표1 영국 'Powering Up British' 일부 발췌

We are determined that our efforts to decarbonise industry and reduce emissions are not undermined by carbon leakage. The consultation *Addressing Carbon Leakage Risk to Support Decarbonisation*, published alongside this plan, is a significant step forward in setting a new framework to mitigate this risk and considers a range of domestic policy options to protect against carbon leakage, including both a carbon border adjustment mechanism (CBAM) and mandatory product standards.

자료: 영국 정부, 메리츠증권 리서치센터

그림1 EU 탄소국경제도(CBAM) 도식도



자료: 전국경제인연합회, 메리츠증권 리서치센터

10월, EU CBAM 시범 운영 시작

2023.10.1 시범기간 시작

2026.1.1 본격 시행

EU의 CBAM은 '23.10.1~'25.12.31을 시범기간으로, '26.1.1부터 본격 시행된다. 시범기간 동안은 EU 회원국 내로 제품 수입 시, 제품의 탄소배출량 보고 의무만 발생한다. 2026년부터는 수입자는 인증서 구매해 CBAM 당국에 제출하여야 한다.

적용 대상 및 배출 범위:

철강, 알루미늄, 시멘트, 비료, 전력, 수소로 확장

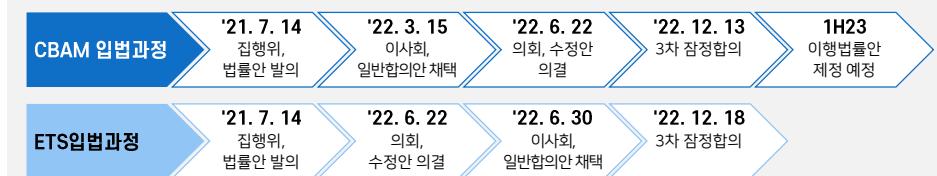
적용 대상 및 배출 범위는 여러 차례 변경된 바 있다. 잠정합의안에서는 6개 제품군과 원재료로서 철망간 등과 일부 철강제품이 추가됨으로써 업스트림, 다운스트림으로도 대상 품목이 증가했다. 즉, 탄소집약적이고 배출량 측정이 용이한 산업에 대해 먼저 시행 후 전체 제품으로 확장한다는 것이다.

인증서 구매 금액:

주간 평균 탄소배출권 가격(P) X
탄소배출량(Q)

탄소 국경세는 탄소배출권 가격(P)과 탄소배출량(Q)로 결정된다. 가격의 경우, 탄소배출권 거래제와 연동하여 선정하도록 했으며, 매주 EU 탄소배출권 거래 가격에 따라 인증서 구매 금액이 달라진다. EU 연평균 탄소배출권 가격은 매년 상승 중(20년 26 vs. 21년 55 vs. 22년 84유로)으로, '23.3.31 기준 92유로(YoY +14.5%)이다. 따라서 대상 업계의 경우, 비용 부담에 따른 타격이 우려된다.

그림2 탄소국경제도(CBAM) 및 ETS 입법 현황



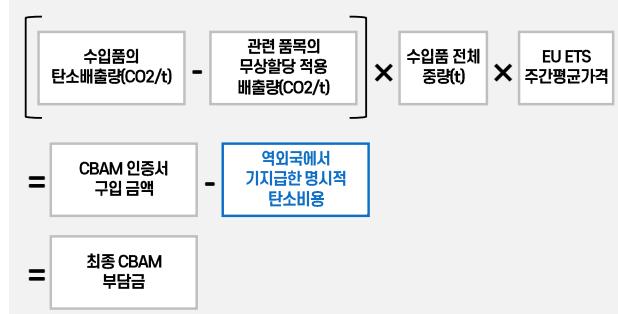
자료: European Council of the European Union, 메리츠증권 리서치센터

표2 탄소국경제도(CBAM) 법률안 및 잠정 합의안 주요 내용

구분	집행위안('21.7.14)	유럽의회안('22.6.22)	잠정합의안('22.12.18)
대상품목	철강, 알루미늄, 시멘트, 비료, 전력(총 5개)	집행위안 5개 +플라스틱, 유기화학물, 암모니아, 수소(총 9개)	철강, 알루미늄, 시멘트, 비료, 전력, 수소(총 6개)
과도기간(보고의무)	2023~2025	2023~2026	2023. 10~2025
본격 시행(인증서 구매)	2026. 1	2027. 1	2026. 1(품목 확대 가능)
배출범위	직접배출	직접배출+간접배출	직접배출+간접배출(특정상황)

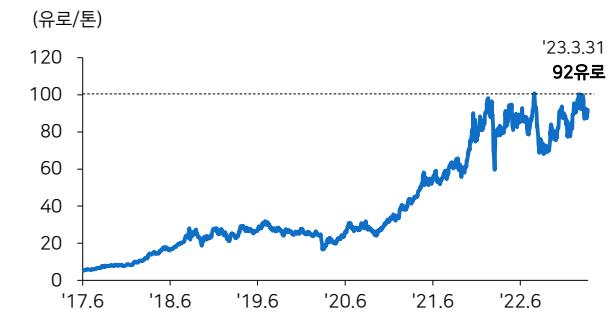
자료: European Council of the European Union, 메리츠증권 리서치센터

그림3 CBAM 인증서 금액 산출방법



자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그림4 EU 탄소배출권 가격 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

금융기관, 남의 일이 아니다

잠재 리스크: 온실가스 배출권 가격 상승, 소송 발생 등

금융기관도 대응이 필요하다. 탄소세, 배출권거래제 등의 대상 기업 수익에 영향을 줄 수 있는 사항들이 금융기관의 운영이나 법적 측면에서의 리스크로 작용할 수 있기 때문이다. 잠재적 재무 영향으로는 ① 운영 비용 증가(컴플라이언스 비용 증가, 보험료 증가), ② 정책 변화로 인한 상각, ③ 자산 손상 및 기존 자산의 조기 처분, ④ 벌금 및 판결로 인한 비용 증가 또는 제품 및 서비스 수요 감소가 있다.

차주 재무건전성에 영향

또한, 차주의 재무건전성과 직결되어 금융사의 리스크 또한 증가할 수 있다. 향후 3년 내 급격한 배출량 감축 목표가 기업들에게 부과될 것이며, 대응이 미흡한 기업의 배출권 가격 상승에 대한 부담은 커지게 될 것으로 예상된다.

탄소세 상승에 따른 시나리오 분석 필요

신한금융지주의 경우, 자체적인 탄소가격을 책정 중이다. 측정한 가격을 금융 자산의 스트레스 테스트 및 시나리오 분석에 활용한다. 탄소배출권 가격이 2025년 톤당 87.5달러에서 2050년까지 717.9달러까지 상승할 수 있다고 판단하며, 가상의 비용을 통해 기업 고객들 대상으로 발생할 수 있는 영향과 부도율, 신용등급의 변화를 추정하고 있다.

탄소 관련 세제 논의 활발, 선제 대응 필요

탄소국경제도의 잠정 합의안을 시발점으로 전 세계적으로 탄소 관련 세제에 대한 논의는 증폭될 것으로 예상된다. 따라서 CBAM의 직접적인 적용 대상이 아니더라도 배출량 측정 시스템, 리스크 관리 체계 구축 등 선제적인 대응이 필요하다.

표3 신한금융지주, 탄소 가격 측정 시스템 도입

탄소 가격 측정

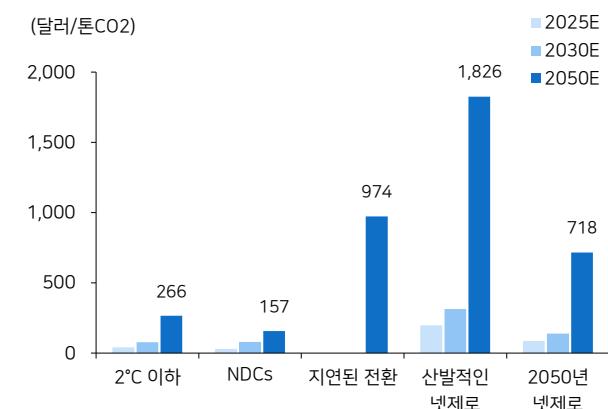
탄소 가격을 측정하는 것에는 외부와 내부, 두 가지 형태가 있습니다. 신한금융그룹은 GHG 기준에 따라 Scope 1, 2, 3을 모두 구분하여 공시하고 있으며, Scope 1, 2의 경우 외부 탄소 가격을 적용하고 Scope 3의 경우 대부분을 차지하고 있는 금융배출량에 한 분석을 위해 내부 탄소 가격을 적용합니다. 외부 가격의 경우, 한국은 국가 단위의 배출권 거래제를 운영하고 있으며 배출권 거래를 통해 상쇄할 수 있는 '배출권 거래제' 시장 가격으로 설정합니다.

KAU²¹⁾ 가격 범위 톤 당 2만 원 ~ 3만 원

(배출권시장 정보플랫폼 공개자료 참고, ets.krx.co.kr)

자료: 신한금융그룹, 메리츠증권 리서치센터

그림5 시나리오별 국내 탄소배출권 가격 추정



자료: NGFS, 신한금융그룹, 메리츠증권 리서치센터

원문: UK and EU boost co-operation over new carbon border tax (Financial Times)

Compliance Notice

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 간접 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.