



meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

Covid 시대에 글로벌 ESG 투자 확대,
한국도 초기 시장 형성 단계

오늘의 차트

신흥국 차별화에 주목하는 이유

칼럼의 재해석

바이든의 재정정책은 경제에 어떻게 작용할까

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



▲ 퀀트
 Analyst 강봉주
 02. 6454-4903
 bj.kang@meritz.co.kr
 RA 이정연
 02. 6454-4895
 jungyeon.lee@meritz.co.kr

Covid 시대에 글로벌 ESG 투자 확대, 한국도 초기 시장 형성 단계

- ✓ Covid 시대에 주식, 채권 모두 글로벌 ESG 투자 확대 중
- ✓ MSCI 기준의 주식 ESG 벤치마크 지수의 장기 성과 우수, 2020년에도 성과 양호
- ✓ 한국은 2021년이 ESG 투자 확대 원년, 주식, 채권 모두 ESG 펀드 규모 증가 전망

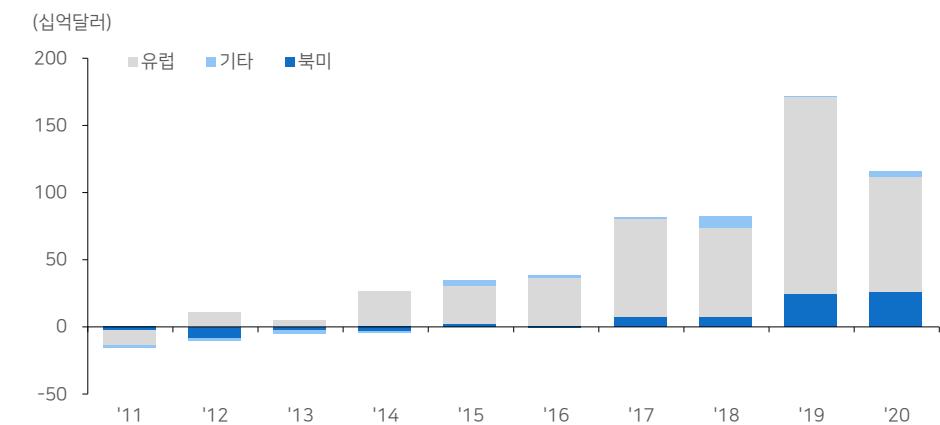
Covid 시대에 ESG 투자는 주식, 채권 모두 투자 가속화

필자는 지난 2020년 4월 28일자 보고서 'ESG 총정리'를 통해 ESG 투자가 글로벌 메가 트렌드임을 설명하고 ESG 성장 배경, 투자 방법, 성과, 최신 이슈 등에 대해 설명했다. 이후 7월 29일 전략공감 자료에서는 ESG 채권 투자의 성장 추세에 대해 설명했다. 본 자료는 이전 자료들의 연장선에서 Covid 시대에 ESG 투자의 성장이 가팔라지고 있음을 설명하고자 한다.

2019년 이후 ESG 주식형 펀드
 자금 유입 가속화, 2020년 코로나
 국면에서도 미국 중심으로 자금
 유입 증가

코로나 국면에서 많은 경제 활동이 위축되었음에도 불구하고 ESG 투자 집행 규모는 오히려 더 가속화됐다. 이미 2019년에 유럽, 미국에서 전년 대비 각각 2배, 3배 이상의 ESG 펀드 자금 유입이 기록됐다. 특히 코로나가 국면이 시작된 2020년에도 미국에서 2배 이상의 ESG 펀드 순유입이 전망되는 등 성장세가 꾸준하다. 뒤에 설명하겠지만 ESG 채권 투자 규모도 꾸준히 증가하고 있다.

그림1 글로벌 주식형 ESG 펀드 연도별 순유입액_2020년은 상반기만 표시



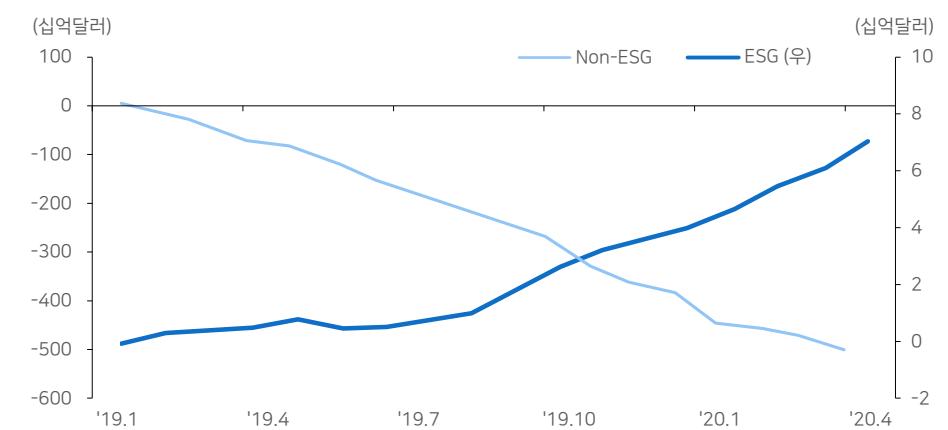
자료: Broadridge, 메리츠종금증권 리서치센터

투자자의 ESG 이슈에 대한
실질적인 관심 증가, 연기금,
운용사의 ESG 펀드 라인업 확대가
ESG 투자 규모 확대로 선순환

ESG 투자 확대의 근본적인 이유는 투자자들이 실제로 과거 보다 E(환경), S(사회), G(지배구조) 이슈에 대해 민감하게 생각하고 실제 투자에 반영하고자 하기 때문이다. 달리 말하면 탄소 배출, 근로 조건, 주주 권리 보호 등에 대해 정기적이고 계량화된 ESG 평가를 통해 투자 포트폴리오에 적극적으로 반영하고자 하는 것이다. 여기에 빨맞추어 연기금, 운용사 등이 ESG 평가 프로세스, ESG 펀드 상품 출시를 확대하며 ESG 투자 성장세가 선순환되고 있다.

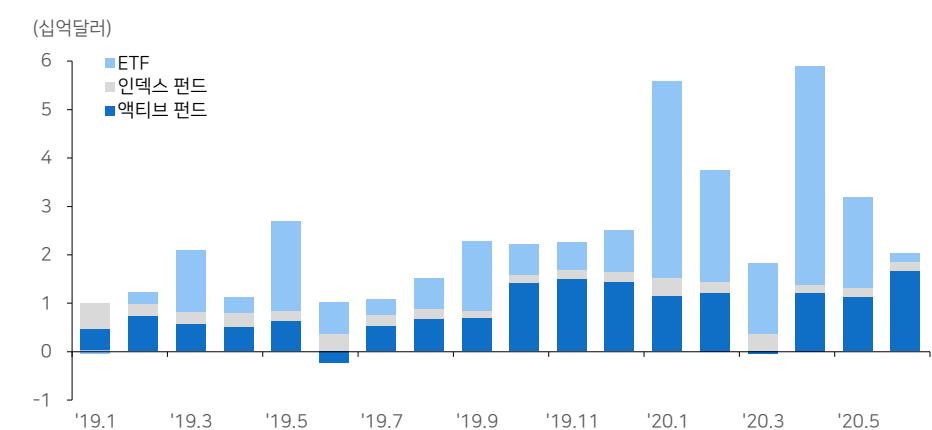
미국에서 ESG를 제외한 펀드는 자금 유출이 지속된 반면 ESG 펀드로는 자금 유입이 나타난 점도 흥미롭다. ETF를 중심으로 패시브 투자의 성장 지속, 개인 투자의 직접 투자 활성화가 미국 액티브 투자 펀드 자금 유출의 원인이다. 이에 따라 미국 주요 운용사들은 ESG 펀드 상품 라인업 확대를 통해 대응하고 있다.

그림2 미국 액티브 주식형 펀드 내 ESG와 Non-ESG 펀드의 자금 유출입



자료: Broadridge, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 ESG 펀드 유형별 자금 유출입



자료: Broadridge, 메리츠증권 리서치센터

ESG 채권 펀드의 성장도 두드러진다. ESG 채권 펀드는 2007년 유럽투자은행(EIB)이 신재생 에너지 개발, 에너지 효율성 향상을 위해 'Climate Awareness Bond'를 발행한 것을 시작으로, 2015년 파리 기후협정 이후 '그린펀드'를 중심으로 급성장했다. 녹색 채권(그린 펀드)은 신재생 에너지 등 친환경 프로젝트나 사회기반시설에 투자할 자금을 마련하기 위해 발행하는 채권이다.

코로나 시대에 각국 정부의 경기 부양 노력 및 취약 계층 지원 사업 목적으로 ESG 채권 투자 확대

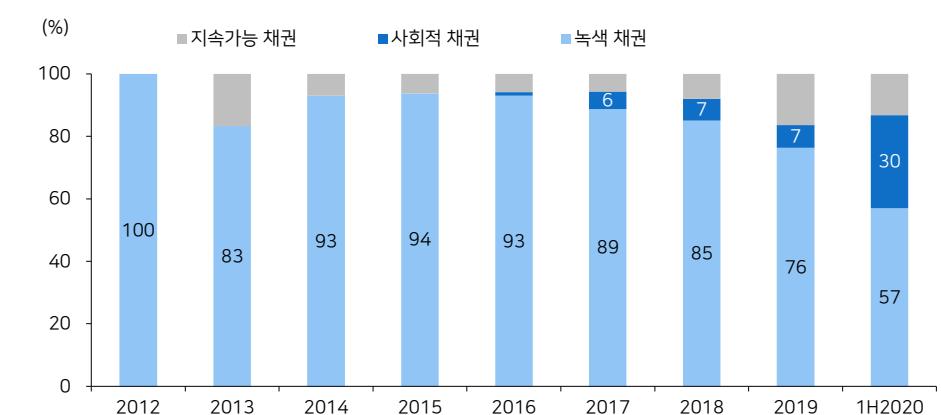
사회적 채권(소셜 펀드)은 사회가치 창출 사업에 투자할 자금을 마련하기 위해 발행하는 채권으로 취약 계층 주거 복지 사업, 저소득층 학자금 지원 사업 등 형태가 다양하다. 지속가능채권은 녹색 채권과 사회적 채권의 성격을 모두 갖춘 것이다. 즉, 환경 친화적이고 사회가치를 창출하는 사업에 투자할 자금을 마련하기 위해 발행하는 채권으로 볼 수 있다. 코로나 국면에서 각국 정부가 경기 하락 방어 및 취약 계층 지원을 위해 사회적 채권을 중심으로 ESG 채권 발행 및 투자에 매우 적극적으로 나서면서 ESG 채권 발행 규모가 크게 확대됐다.

그림4 연간 ESG 채권 펀드 유형별 발행 규모



자료: Unicredit, JP Morgan, IMF, 메리츠증권 리서치센터

그림5 ESG 채권 발생 시장 내 녹색 채권 vs 사회적 채권 vs 지속가능 채권 비중



자료: Unicredit, JP Morgan, IMF, 메리츠증권 리서치센터

ESG 펀드 투자 성과 : Non-ESG 투자 성과보다 우수, 장기 성과 중요

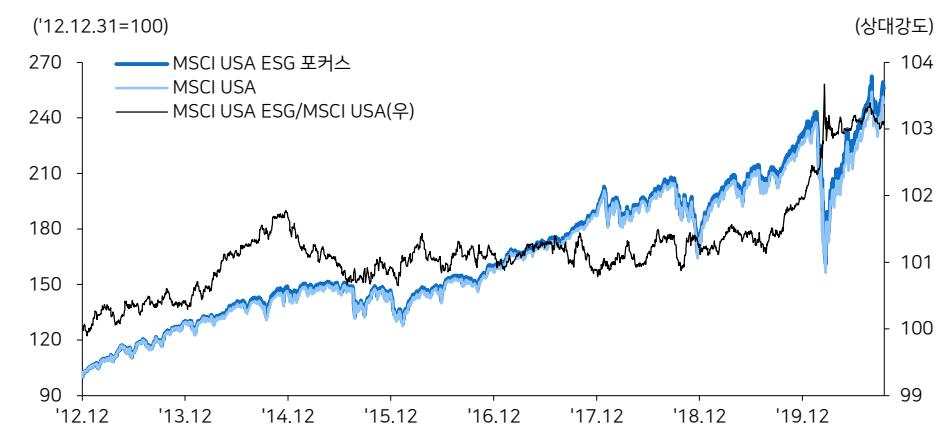
ESG 투자가 확대된 배경에는 ESG가 추구하는 명분(환경 및 사회적 가치 향상, 지배구조 개선) 외에도 투자 수익률이 개선된다는 공감대가 형성됐기 때문이다. ESG 투자의 대표적인 벤치마크 지수라 할 수 있는 MSCI ESG Focus 지수의 성과는 Non-ESG 지수에 비해 장기적으로 우수했다. 2013년 이후 글로벌 및 미국의 ESG 지수가 일반 지수 성과를 각각 6.3%, 3.1% 상회했다. 올해 코로나 국면에서도 양호한 성과를 기록하는 긍정적인 모습이다.

그림6 MSCI ACWI ESG 포커스 vs MSCI ACWI



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 MSCI USA ESG 포커스 vs MSCI USA



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

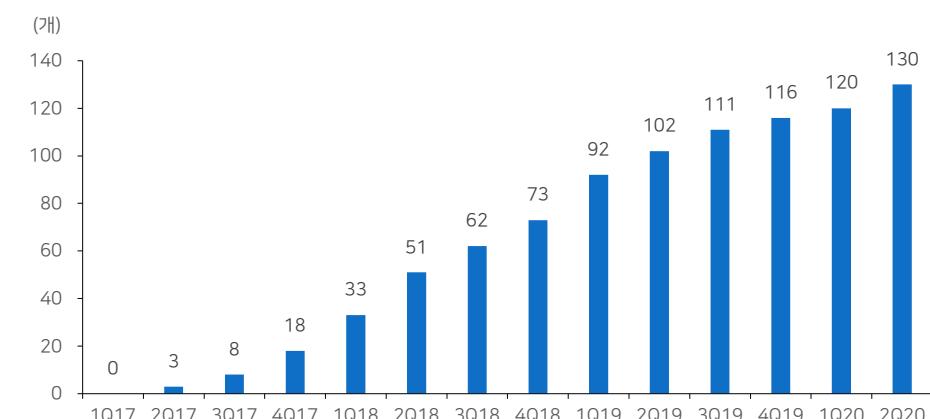
한국도 ESG 투자 초입 단계, 2021년은 ESG 투자 확대 원년이 될 전망

그동안 한국을 포함한 아시아는 유럽, 미국에 비해 ESG 투자가 본격적으로 시작되지 않은 상황이었다. 예외적으로 일본이 최근 3년간 GPIF(일본 공적연금 펀드)를 중심으로 ESG 투자를 크게 확대했으나 유럽, 미국에 비해 규모가 아직 작다. 한편, 한국은 기존에 ESG 투자의 직전 단계라고 할 수 있는 스튜어드십 코드 도입 확대, SRI(사회 책임 투자) 투자가 꾸준히 확대되어 왔다.

2021년은 한국 ESG 투자 확대의 원년이 될 전망

여기에서 국민연금을 중심으로 2021년부터는 연기금이 ESG 투자에 대한 벤치마크 지수를 개발하고 본격적으로 위탁 투자를 확대할 계획에 있다. 아직 한국은 ESG 투자의 초기 단계이지만 2021년이 투자 확대 원년이 될 것이다. 이에 따라 대형 상장사들도 ESG 평가에 필요한 공시 활동을 강화할 전망이다. 국내 운용사는 ESG 펀드 출시 확대, 증권사는 ESG 관련 리서치 확대를 통해 ESG 투자 생태계 형성에 참여할 것으로 예상한다.

그림8 스튜어드십 코드 참여기관 수



자료: 한국기업지배구조원, 메리츠증권 리서치센터

표1 국민연금 ESG 투자 확대 동향

날짜	내용
2018년 7월	■ 2018년 7월 스튜어드십 코드 도입을 발표
2019년 11월	■ 2019년 11월 '책임투자 활성화 방안'을 통해 주식과 채권 등 전 범위에서 책임투자를 늘릴 것을 명시 ■ 또한 ESG 평가 결과에 따른 투자 배제 또는 적극적 주주 행사 방식을 검토하겠다고 밝힘
2020년 6월	■ 책임투자형 국내주식 위탁운용에 ESG평가를 강화한 벤치마크지수를 이르면 연말까지 개발 계획 ■ ESG 평가기관들의 평가 정보를 종합적으로 활용해 지수사업자의 용역을 받아 준비 작업을 진행
2020년 9월	■ 국내 주식 및 채권 투자에 ESG 관점 적용하기 위한 '평가체제 구축'을 위한 용역 과제 발주 ■ 신규 종목 편입 및 비중 조정의 기준이 되는 평가체제를 개편(주식)하거나 신설(채권)할 계획
2020년 10월	■ 4,000억원 규모의 국내 석탄 관련 대체투자를 만기 도래 때 연장하지 않기로 결정

자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

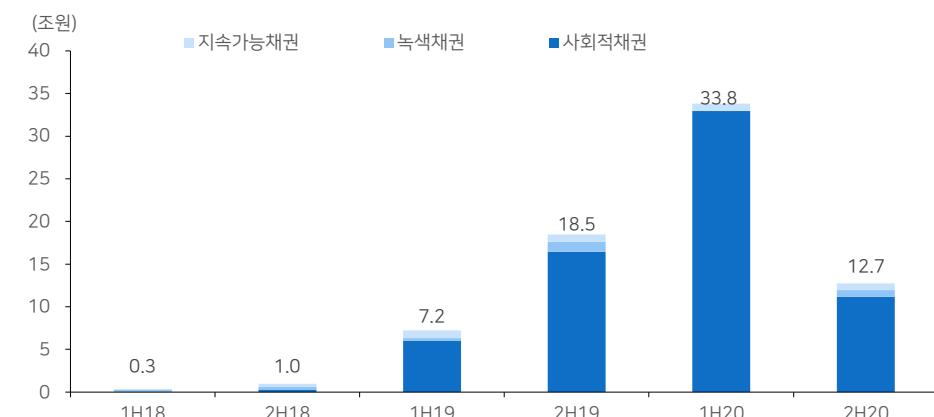
2020년에 한국 ESG 채권 발행 규모 크게 증가

정부의 경기 부양 노력, ESG 채권의 저금리 발행 구조, 금융 업종의 ESG 투자 확대 등으로 ESG 채권 생태계 확장 중

올해 한국 ESG 채권 발행량 급증도 흥미롭다. 한국 거래소에 따르면 올해 국내 ESG 채권 발행금액은 총 46.6조로 2018년 1.3조, 2019년 25.7조에 비해 급증했다. 다만, 여기에는 기존에 정부 기관 및 금융 기관에서 집행하던 기존 사업들이 ESG 사회적 채권으로 분류된 데 따른 재분류 차시 효과가 존재한다. 그렇다고 하더라도 2020년에 ESG 성격의 채권 발행이 크게 증가한 것은 분명하다.

ESG 채권 발행의 급증에는 여러 요인이 있다. 우선, 코로나 국면에서 각국 정부가 경기 부양 목적으로 사회적 채권, 녹색 채권 발행을 크게 늘리고 있다. 한국의 그린 뉴딜, 디지털 뉴딜 정책의 상당 부분도 ESG 채권 투자로 분류될 수 있다. 여기에 일반 기업체들의 환경 관련 사업 투자 증가, ESG 채권의 저금리 발행 가능성, 금융기관들의 ESG 투자 확대, ESG 투자를 통한 금융기관 자체의 ESG 등급 향상이라는 선순환 구조 등이 전부 복합적인 원인이다.

그림9 한국 ESG 채권 발행 규모 추이



자료: 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

표2 주요 금융기관 ESG 채권 발행 현황

금융기관	내용
KDB산업은행	<ul style="list-style-type: none"> ■ 올해 1조원 규모의 사회적 채권 발행 ■ 코로나19 피해 중소기업 지원 및 고용불안 해소 목적
	<ul style="list-style-type: none"> ■ 10월 20일 5,000억원 규모의 신종자본증권 형태 ESG 채권 발행 ■ 친환경 및 사회적 가치창출 사업에 대한 금융지원 목적
KB금융	<ul style="list-style-type: none"> ■ 10월 호주 채권시장에서 4억 호주달러 규모의 ESG 채권 발행 ■ 친환경 및 사회적 가치창출 사업에 대한 금융지원 목적
우리은행	<ul style="list-style-type: none"> ■ 10월 호주 채권시장에서 4억 호주달러 규모의 ESG 채권 발행 ■ 일자리 창출, 친환경사업 등 지속가능 활동에 사용될 목적
신한은행	<ul style="list-style-type: none"> ■ 4억 호주달러 규모의 5년 만기 외화 캐거루 사회적 채권 발행 ■ 코로나19 피해 기업 지원과 감염 확산 방지 활동 지원으로 특정한 ESG 캐거루채권
	<ul style="list-style-type: none"> ■ 10월 미화 4억달러 규모의 사회적 채권을 공모 형태로 발행 ■ 중소기업 지원과 일자리 창출, 취약 계층 지원 등 사회문제 해결을 위해 발행한 특수목적 채권

자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

ESG 투자는 환경, 사회적 가치, 주주 가치를 투자 평가의 기본 프로세스로 통합시키는 패러다임 시프트

ESG 투자는 재무지표 중심의 기업 평가에서, E(환경), S(사회적 가치), G(주주 가치)라는 비재무, 비정형 데이터를 투자 평가의 기본 프로세스로 통합시키는 대전환이며 패러다임 시프트이다. 그 과정에서 평가 방식에 대한 논쟁, 투자 성과 해석, ESG 채권으로 발행된 자금의 사후 집행 내역 모니터링 등 다양한 이슈가 제기될 것이다. ESG 투자는 이미 글로벌 메가 트렌드이며 많은 논쟁 사항들을 보완해 가며 발전해나갈 것이다.

표3 ESG 채권 발행 현황_최근40개 표시

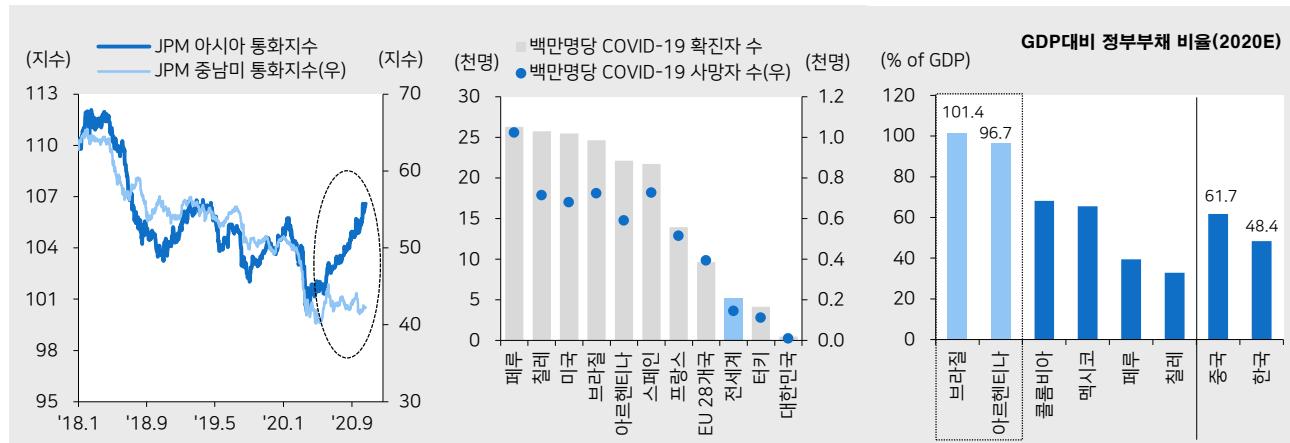
발행사	종류	발행일	발행금액 (십억)	발행사	종류	발행일	발행금액 (십억)
KB금융	지속가능채권	2020/10/20	500	우리은행	지속가능채권	2020/08/06	300
신한캐피탈	지속가능채권	2020/10/16	200	한국주택금융공사	사회적채권	2020/07/28	1,098
현대캐피탈	녹색채권	2020/10/16	200	한국장학재단	사회적채권	2020/07/22	40
예금보험공사	사회적채권	2020/10/16	180	한국주택금융공사	사회적채권	2020/07/21	1,202
한국주택금융공사	사회적채권	2020/10/13	1,523	티에스케이코퍼레이션	녹색채권	2020/07/14	110
산업은행	녹색채권	2020/09/28	200	우리은행	지속가능채권	2020/07/13	200
한국주택금융공사	사회적채권	2020/09/22	759	한국주택금융공사	사회적채권	2020/07/10	705
한국장학재단	사회적채권	2020/09/16	50	한국장학재단	사회적채권	2020/07/09	40
한국주택금융공사	사회적채권	2020/09/15	1,621	한국주택금융공사	사회적채권	2020/07/03	701
현대카드	녹색채권	2020/09/10	450	한국주택금융공사	사회적채권	2020/06/26	861
한국장학재단	사회적채권	2020/09/08	50	한국주택금융공사	사회적채권	2020/06/23	1,429
한국주택금융공사	사회적채권	2020/09/04	808	한국주택금융공사	사회적채권	2020/06/16	1,401
롯데지주	지속가능채권	2020/09/02	50	현대캐피탈	지속가능채권	2020/06/11	230
한국장학재단	사회적채권	2020/08/26	50	한국주택금융공사	사회적채권	2020/06/09	1,310
현대커머셜	지속가능채권	2020/08/24	250	케이비카드	사회적채권	2020/06/09	100
한국주택금융공사	사회적채권	2020/08/21	1,616	신한카드	사회적채권	2020/05/27	100
한국장학재단	사회적채권	2020/08/20	50	한국장학재단	사회적채권	2020/05/27	40
한국주택금융공사	사회적채권	2020/08/14	710	한국주택금융공사	사회적채권	2020/05/26	1,208
한국장학재단	사회적채권	2020/08/11	100	한국주택금융공사	사회적채권	2020/05/22	503
한국주택금융공사	사회적채권	2020/08/07	714	한국주택금융공사	사회적채권	2020/05/19	861

자료: 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

황수욱 연구원

신흥국 차별화에 주목하는 이유



주: 백만명당 COVID-19 확진자 수/사망자 수는 10월 19일까지 집계 기준

자료: Bloomberg, Worldometer, IMF WEO(2020.10), 메리츠증권 리서치센터

COVID-19 충격 이후 통화가치에 반영되는 신흥국가 차별화 지속

전염병 충격 이후 통화가치에 반영되는 아시아와 중남미 신흥국 차별화가 지속되고 있다. 10월 20일 기준 아시아 통화지수는 원화와 위안화 중심으로 회복하며 연초대비 1.4% 상승했다. 반면 연초대비 최대 22%까지 하락(4.24)했던 중남미 통화지수는 여전히 17% 하락한 수준에 머무르며 아시아 통화와 대조적인 모습이다.

COVID-19 통제 여부 때문.

중남미 전염병 확산은

미국 수준으로 심각

신흥국 통화 가치 사이에서 차별화가 나타나는 원인 중 하나로 COVID-19 통제 여부가 자리해 있다. 폐루, 칠레, 브라질, 아르헨티나 등 주요 중남미 신흥국은 COVID-19 통제에 어려움을 겪고 있다. 해당 국가들의 인구 100만명 당 COVID-19 확진자 수는 2만명 대로 전염병 확산이 가장 심각한 국가인 미국(2.5만명)과 유사한 수준이며 글로벌 평균(5,212명)의 4배가 넘는다. 반면 한국(493명) 등 아시아 신흥국은 비교적 안정적으로 전염병 확산을 통제하고 있다.

재정여력이 없는 국가에게
COVID-19 통제 실패는 국가
거점성 의구심 들게 하는 원인

문제는 전염병 확산 정도가 심할수록 추가적인 정부지출의 필요성이 커진다는 점이다. 재정 여력이 충분하거나 보건 시스템이 갖춰진 한국, 중국 등 아시아 신흥국에서는 문제가 되지 않는다. 그러나 브라질과 아르헨티나처럼 GDP 대비 정부부채 규모가 100% 수준에 근접하며 방만하게 재정을 운영해오던 국가들에게는 전염병 확산 지속에 의한 추가적인 지출이 재정건전성에 대한 의구심으로 이어질 가능성이 높다. 건전성에 대한 의심은 해외 자본 유출로 이어지게 된다.

자본유출과 통화가치 하락 지속되는
일부 신흥국 금리 인상 이어질
가능성, 신흥국 차별화 심화

10월 22일 예정된 터키 중앙은행 통화정책회의에서 150bp 금리인상이 예상되며, 이는 자본 유출과 통화 가치 하락을 막기 위한 목적으로 해석되고 있다. 아르헨티나에서도 환율 방어를 위한 중앙은행 개입 정향이 포착되는 가운데, 통화가치 악화가 지속되는 중남미 취약국에서도 금리인상이 이어질 가능성이 높다. 정부부채 규모 확대가 예상되는 환경에서 금리인상은 재정건전성을 더욱 악화시키는 조치이며, 향후 신흥국 사이 차별화를 심화시킬 요인으로 작용할 것으로 예상된다.

칼럼의 재해석

이승훈 연구위원

바이든의 재정정책은 경제에 어떻게 작용할까 (NYT)

민주당 바이든 대통령 후보 세금정책은 '고소득자 및 기업에 대한 증세, 세금제도 효율화, 중산층 복원 및 미래산업 지원'으로 요약된다. 바이든의 세금정책 공약은 TCJA(Tax Cuts and Jobs Act)을 폐지해 40만달러 이상 소득자에 적용되던 세율을 39.6%로 높이고 100만달러 이상의 자본이익과 배당금에 39.6%의 고세율을 적용하며 법인세 또한 기존 21%에서 28%로 높여 고소득자 및 기업에 대한 증세를 실현한다. 또한 장부상 소득이 1억달러 이상 기업에 Minimum tax를 신설하고, GILTI(Global Intangible Low Tax Income)에 대한 세율을 21%로 두 배 높이며 조세 피난처에 제재를 가하며 기업에 대한 세금제도 효율화를 시도한다. 한편 바이든은 이 세수를 바탕으로 무자녀 65세 이상 근로자에 EITC를 확대하고 중산층 및 저소득층에 대한 보육 세액공제 등 각종 세금 공제 혜택을 통해 세금의 분배효과를 높이고 10년 간 1조3천억달러의 인프라 투자계획을 포함해 전기차 구입, 태양광 발전시설 설치, 이산화탄소 포집 및 저장설비 설치 지원, 보육시설 건설 비용 세액공제 등을 통해 직간접적으로 미래산업을 지원할 것을 공언했다.

바이든의 세금정책은 당장 고소득층의 세후 소득을 낮추고 기업의 조세포탈 동기를 높이며 일자리 감소 및 경제에 악영향을 불러올 것이라는 평이 있는 반면, 막대한 재정정책 규모와 조세제도 효율화 및 중산층 복원은 곧 경제성장을 자극할 것이라 평도 존재한다. 바이든이 당선되었을 때 일어날 수 있는 세금정책의 변화와 이에 따른 경제, 산업 그리고 시장이 어떻게 변화할지 귀추가 주목된다.

높아진 Blue wave 가능성 그리고 바이든의 재정정책

바이든의 재정정책, 증세, 세제 정교화, 재정지출 확대

여론조사를 100% 신뢰할 수는 없지만, WSJ-NBC에 따르면 16일 기준 바이든 (53%) 후보와 트럼프(42%) 대통령 간의 지지율 차이는 11%p로 두 자릿수 격차가 유지되고 있다. 지난 9월말 14%p였던 것을 감안하면 격차가 줄어든 것이지만, 1) 아직 안정화 되지 않은 미국 내 COVID-19, 2) 1차 토론회 바이든 우세평가, 3) 트럼프 COVID-19 확진 등으로 바이든 후보의 우세가 강화되고 있다. 더불어 바이든 당선뿐 아니라 의회도 상/하원 모두를 민주당이 가져가는 Blue wave 가능성도 고려해야 할 상황이다. 금융시장은 실제 그 가능성을 반영 중이다.

트럼프와 바이든 후보의 정책공약 중에서 후보간 차별성이 가장 두드러지는 동시에 시장이 가장 크게 의구심을 가지고 있는 부분은 재정정책이다. 바이든은 1) 고소득자와 기업에 대한 증세를 바탕으로 세수를 늘리고, 2) 세금제도를 정교화해 세제 효율성을 높이며, 3) 중산층과 소외계층, 그리고 미래산업에 세수확대를 기반으로 지출을 확대한다는 논리를 통해 큰 정부의 출범을 공언했다.

공급의 경제학 - 조세는 시장을 왜곡한다

고소득층 대상
사회보장세 부과, 최고세율 인상

바이든의 증세 정책은 고소득층 가계와 기업에게 적용된다. 가계의 경우 1) 40만 달러 이상의 소득을 가진 고용주와 근로자에 모두 12.4%의 사회보장세(Social security tax)를 부과하는 한편, 2) 2017년 도입된 TCJA(Tax Cuts Job Act)를 폐지하고 최고 소득세율을 종전 37%에서 39.6%로 높일 것을 공약으로 내세웠다.

기업대상 법인세 인상,
최소장부세 신설, GILTI세율 인상

기업에 대해서는, 1) 법인세를 28%로 높이는 한편 2) 최소장부세를 신설해 장부상 이익이 1억 달러 이상인 기업에 적용할 계획이다. 그리고 3) 외국 자회사가 벌어들인 소득인 GILTI(Global Intangible Low Tax Income)에 대한 세율을 종전 10.5%에서 2배 높인 21%를 적용하는 것이 핵심이다.

표1 바이든 조세정책 (계획)

대상	정책내용
가계	<ul style="list-style-type: none"> 40만달러 이상의 소득을 가진 고용주, 근로자에 모두 12.4%의 사회보장세금 적용 TCJA 폐지, 40만달러 이상 소득세 세율 39.6%로 인상(이전 37%) 100만달러 이상의 자본이득과 배당금에 39.6%의 고세율 부과, 자본이득세에 스텝-업 기준 삭제 고소득자 공제액 제한 무자녀 65세 이상 근로자에 EITC(근로장려세) 확대 및 세액공제 제공 CTC(보육세액공제), CDCTC(가족보호세액공제) 확대
	<ul style="list-style-type: none"> 법인세 21 → 28%로 인상 (트럼프 대통령 감세 이전 35%) 장부상 이익이 1억달러 이상인 기업에 Minimum tax 신설 외국 자회사가 벌어드린 GILTI 세율을 21%로 두 배 인상

자료: Tax foundation, 메리츠증권 리서치센터

조세인상은 선택의 왜곡을 불러와 사회 후생 감소 요인으로 작용

전통적인 경제학 측면에서 이러한 세금인상은 불편할 수 있다. 조세가 경제주체 선택의 왜곡을 가져오기 때문이다. 근로소득세는 노동공급의 동기저하를 불러오며 자본소득세는 유류자본이 필요한 곳으로 흘러가는 것을 막는다. 또한 법인세 부담이 높아지면 기업은 세후 이익이 낮아져 생산과 투자는 줄어들고 이에 따라 노동 수요도 감소하게 된다.

법인세는 조세 전가 야기해 분배에 있어서도 부정적

또한 상대적으로 비탄력적인 노동공급은, 법인세 부담의 노동자 전가를 야기하여 분배에 있어서도 결국 부정적 효과를 가져온다. 미국의 조세전문 연구기관 Tax Foundation은, 일반균형 모형을 통해 바이든의 조세정책이 미국의 GDP를 장기적으로 1.47% 감소시키는 한편, 자본스톡(-2.54%), 임금(-1.04%), 고용(-517,800개)에 모두 부정적일 것이라 전망했다.

Tax foundation 추정 결과 바이든의 증세는 장기적으로 경제에 부정적

특히 법인세 인상과 기업 최소장부세는 장기 GDP를 각각 0.97%와 0.21% 감소 시키며 가장 부정적일 것이라 추정했다.

표2 Tax foundation 바이든 플랜 경제적 효과 추정

바이든 조세정책의 경제적 효과 추정		조세 프로그램별 GDP 성장기여도 추정	
구분	경제적 효과	세부항목	GDP 성장기여도
정태적 세입, 2021-2030	3,052십억달러	고소득자(40만달러 이상) 사회보장세 12.4% 부과	-0.18%
동태적 세입, 2021-2030	2,650십억달러	100만달러 이상 자본이득세 39.6% 부과	-0.02%
GDP	-1.47%	40만달러 이상 소득자 공제혜택 제한	-0.09%
자본스톡	-2.54%	법인세 인상(21% ~ 28%)	-0.97%
임금	-1.04%	기업 최소장부세	-0.21%
고용	-517,800개	Total	-1.47%

자료: Tax Foundation, "Details and Analysis of Democratic Presidential Nominee Joe Biden's Tax Proposals" (9월 29일), 메리츠증권 리서치센터

표3 바이든 플랜 분배효과 추정

소득분위	2021	2030	장기
1분위	10.8	-0.2	-1.1
2분위	3.6	-0.2	-1.1
3분위	1.4	-0.3	-1.2
4분위	0.6	-0.5	-1.3
5분위	-3.5	-2.6	-3.4
80%~90%	0.1	-0.6	-1.4
90%~95%	-0.2	-0.7	-1.5
95%~99%	-1.3	-1.1	-2.0
99%~100%	-9.9	-6.5	-7.6
Total	-1.0	-1.7	-2.5

자료: Tax foundation General Equilibrium Model(2020), 메리츠증권 리서치센터

법인세 인상에 대한 주식시장 반응도 부정적

법인세로 인한 기업이익 감소는 기업가치에도 부정적으로 작용한다. 이는 세율인상이 주가에도 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 것이다. 실제로 Huabing Wang & Anne Macy(2020)가 OECD 회원국들을 대상으로 한 연구에 따르면, 법인세가 기존치 대비 1% 변할 때마다 주식시장 수익률이 $-0.03\sim-0.02\%$ 정도의 민감도를 지니는 것으로 나타났다. 또한 법인세 인상은 정책 도입 전 1년간 수익률에 가장 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났는데, 이는 법인세 인상이라는 정보에 투자자들이 우선적으로 대응하기 때문이라 해석할 수 있다.

표4 법인세율 변화와 주식시장 수익률 간의 관계 (국가별 MSCI 지수 사용)

	T		T-1		T-0.5	
	계수	t-value	계수	t-value	계수	t-value
세율변화 민감도(%)	-0.02	-2.42	-0.02	-3.84	-0.03	-2.35
절편(Constant)	0.04	14.83	0.04	16.56	0.03	4.95

주: T는 법인세 도입연도, T-0.5는 법인세 도입 전해 7월부터 당해 6월까지의 시간. t-value는 절대값이 높을수록 유의
자료: Huabing Wang & Anne Macy(2020), 메리츠증권 리서치센터

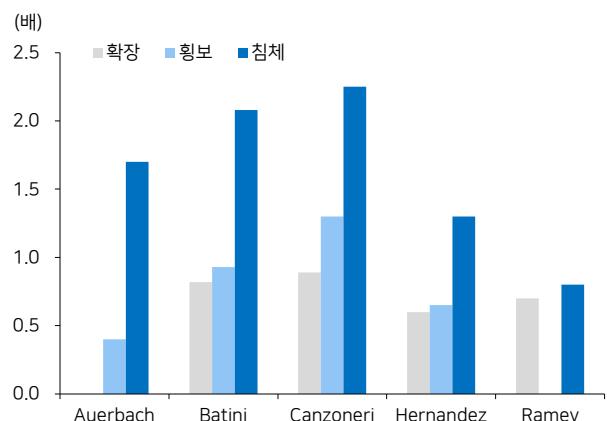
수요의 경제학 - 정부지출이 중요하다

정부지출효과 > 증세효과라면
조세부과 및 정부지출은
정당화될 수 있어

그러나, 수요의 입장에서 바라본 경제는 시각이 조금 다르다. 수요 측면에서 조세부과보다 중요한 것은 “정부지출을 어디에 어떻게 사용할 것인가” 이기 때문이다. 다시 말해, 조세부과로 민간부문의 효율성이 저해 되더라도 정부지출을 통해 더욱 긍정적인 효과를 불러올 수 있다면 조세부과 및 정부지출은 정당화 될 수 있다.

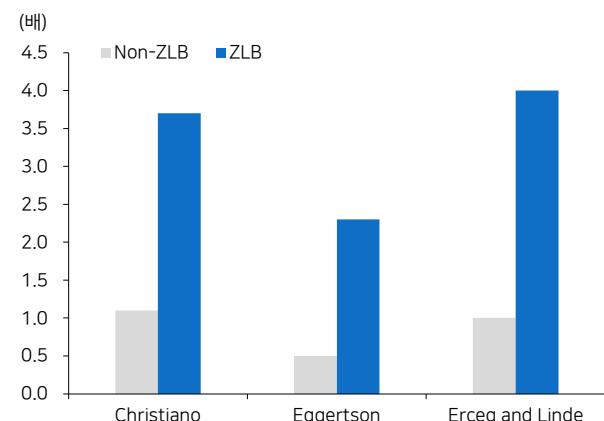
전통경제학에서는 일반적으로 정부재정지출승수를 1보다 낮게 상정한다. 정부가 1 단위의 재정을 지출했을 때, GDP는 1보다 낮은 값이 늘어나는 것이다. 이는 전통 경제학이 정부 개입을 반대하는 근거로 사용되기도 하는 경험적 수치이기도 하다. 그런데 정부지출승수는 경제가 처한 상황에 따라 다르다. IMF가 발간한 Fiscal Multiplier: Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections(2014)에 따르면 지출승수는 1) 경제가 확장국면인 경우와 침체국면인 경우, 2) 이자율이 제로금리인 경우와 그렇지 않은 경우에 따라 크기의 차이가 존재하며, 정부지출의 구성항목에 따라서도 크게 달라진다.

그림1 경기국면별 재정지출 승수



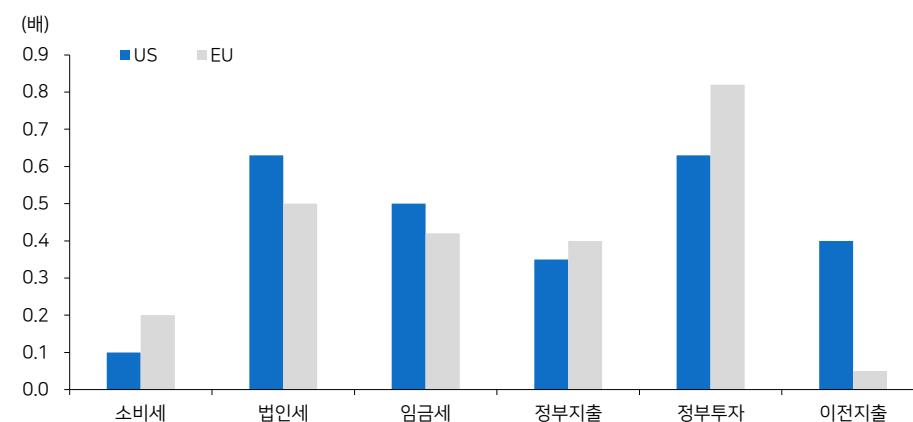
자료: IMF(2014), 메리츠증권 리서치센터

그림2 ZLB일 때와 아닐 때의 재정지출 승수



자료: IMF(2014), 메리츠증권 리서치센터

그림3 재정정책 수단에 따른 승수효과 (세금은 감세의 경우)



자료: IMF(2014), 메리츠증권 리서치센터

침체국면, 정부투자, 제로금리에서 정부지출효과는 확대

정부의 높은 자원 접근성은 침체국면과 인프라 투자에서 이점

제로금리 하에 구축효과는 감소

COVID-19로 인한 침체국면과 장기저금리는 재정지출효과가 높아질 수 있는 상황

바이든 정부지출 계획은 정부주도 투자에 집중

무디스, Blue wave 시 GDP, 증시, 기업이익 측면 가장 낙관적 주장

재정지출승수가 경험적으로 높게 나타나는 경우는 1) 침체국면일 때, 2) 지출이 정부투자에 집중될 때, 3) 금리가 0% 실효하한(Zero Lower Bound)일 때이다. 이러한 상황에서 정부지출이 민간지출보다 효율적일 수 있는 것이다.

논거는 간단하다. 수요충격 하의 침체국면에서 정부는 민간에 비해 자원공급체약이 덜하다. 이러한 상황에서 정부의 지출증가는 총수요를 직접적으로 견인할 수 있다. 정부투자 또한 마찬가지이다. 특히 대규모 인프라 투자의 경우, 자원 접근성이 높고 규모의 경제를 향유할 수 있는 정부가 민간부문보다 더 효율적인 의사결정을 할 수 있다.

재정지출승수가 1보다 낮은 이유로는 정부지출 증가에 맞추어 향후 민간이 금리 상승을 예상하고 행동을 결정해 일어나는 구축효과를 이유로 들 수 있는데, 저금리 장기화 환경 하에서는 이자율 민감도가 낮아져 정부지출 효과는 더욱 커질 수 있다.

COVID-19로 재정정책 효과가 더욱 커질 수 있는 상황

COVID-19로 달라진 경제환경은 바이든 후보의 당선확률뿐 아니라 바이든의 공약 효과 또한 높일 가능성이 있다. COVID-19로 미국경제는 2차 대전 이후 가장 깊은 침체를 경험하였고, 연준은 2023년까지 제로금리를 공언한 상태이다.

이러한 환경에서 바이든은 향후 4년간 약 2조달러 규모의 정부지출 계획을 실행할 것을 공약으로 내세웠고 항목 대부분은 대중교통, 철도, 청정에너지, 통신망 등의 정부주도 인프라 투자에 집중되어있다. 제로금리 환경에서 승수가 큰 정부투자라는 점에서 향후 정부지출승수가 1이상의 값일 가능성이 커지고 있다. 이러한 영향이 소득/법인세 증세에 따른 부정적 효과를 상쇄한다면 바이든 재정정책의 긍정적 영향이 더욱 부각될 수 있을 것이다.

이러한 견해를 주장하는 대표적인 전망기관은 무디스이다. 무디스는 9월 대통령 후보 공약분석/전망 보고서에서 바이든과 상/하원 모두 민주당이 집권하는 Blue wave가 GDP, S&P500, 기업이익 측면에서 가장 낙관적인 시나리오일 것이라 주장했다. 그 기저에는 COVID-19가 야기한 특수한 경제상황과 증세에도 불구하고 인프라 투자를 통한 신산업 성장 지원의 순기능이 고려된 것으로 보인다.

표5 바이든 정부지출 계획

4년간 2조달러 인프라 투자계획

- 대중교통, 전기자동차 충전 네트워크, 고속철도, 저탄소 항공, 광대역 설치 투자
- 배터리, 에너지 저장기술에 5년에 걸쳐 50억달러 투자, 10억달러의 전기차 관련 일자리 보조금 제공
- 10년간 차세대 청정에너지 연구에 4천억달러 투자
- 전략적 재고(Strategic Reserve) 물품 범위 확대 등

자료: Joe Biden.com, 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

표6 Moody's 대선 시나리오별 경제전망

(2020~2024, %)	Blue wave	Red wave	Base (상/하원 분리)
GDP	4.2	3.1	3.5
S&P500	3.8	3.2	3.4
기업이익	8.6	7.1	8.2
10년물 국채 (평균)	2.5	2.4	2.4
Debt/GDP (2024년 말)	114.2	112.3	112.9

자료: Moody's, 메리츠증권 리서치센터

원문: *Would Biden's Tax Plan Help or Hurt a Weak Economy? - New York Times*