meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

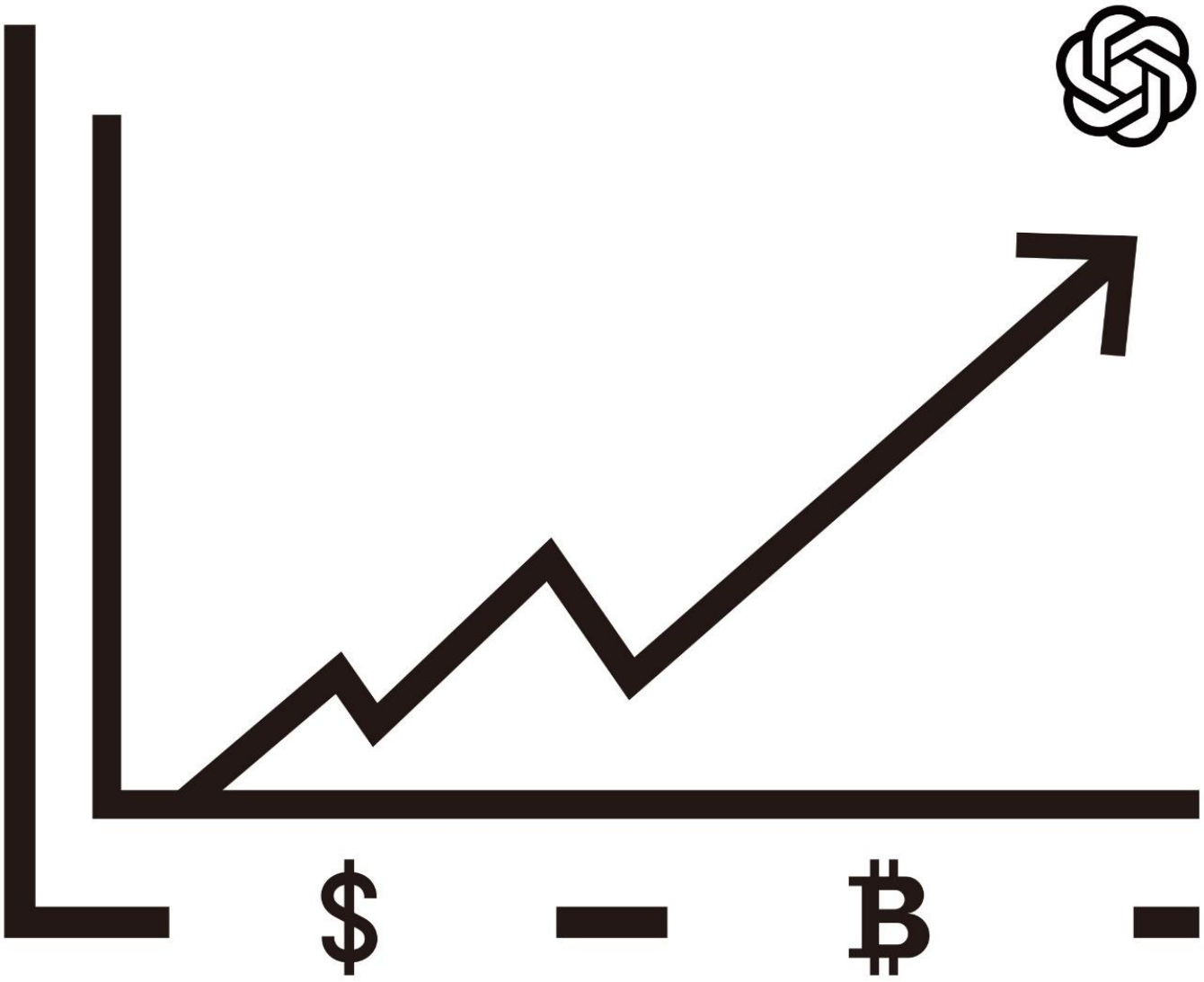
2024. 10. 2 (수)

Strategy Idea

방향은 알고 속도는 모를 때

칼럼의 재해석

2024년 내로 구체화 될 IMO 규제, 수취할 자금 잘 사용하는게 중요



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 추천 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.

meritz 메리츠증권

Strategy Idea



FX/원자재
Economist **박수연**
02. 6454-4897
soo-yeon.park@meritz.co.kr

방향은 알고 속도는 모를 때

- ✓ 매크로 패러다임이 변화할 때는 기존 경제 법칙이 잘 맞지 않아 → 유연한 정책 집행이 필수
- ✓ 경기/물가 방향에는 이견이 없는 채 인하 속도 기대만 변화 → 변동성 확대 & 박스권 지속
- ✓ 매크로 추세 변화 부재 시 외환시장 박스권 유지될 전망

패러다임의 변화

매크로 패러다임이 변화할 때는 정책 유연성 확보가 필수

ECB 라가르드 총재는 9월 20일 IMF 주관 강연에서 연설을 진행했다. 연설 주제는 "퇴보와 진보: 20년대들의 구조적 변화 및 통화정책(Setbacks and strides forward: structural shifts and monetary policy in the twenties)"으로, 1920년대와 2020년대의 매크로 상황을 비교하는 내용이었다.

연설의 핵심 내용은 "매크로의 구조적인 변화가 진행될 때에는 기존 경제 법칙이 잘 맞지 않는다."였다. 즉, 패러다임이 변화하는 시기에는 기존 법칙을 고수하기보다는 유연한 정책 결정이 더 효과적이라는 것이다. 라가르드 총재는 1920년대와 2020년대 모두 공통된 두 가지 매크로 변화를 겪었다고 말했다. 해당 변화는 1) 글로벌 분절화와 2) 기술 진보에 따른 생산성 증가다.

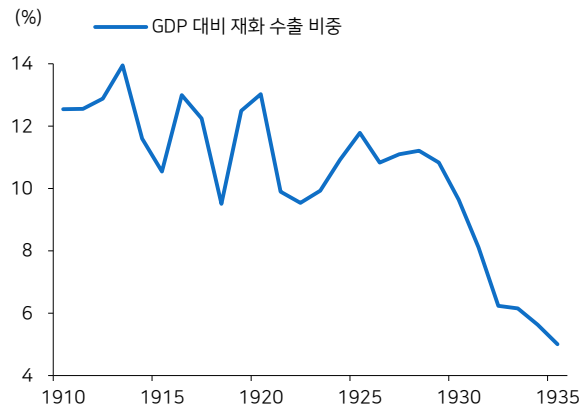
변화1: 글로벌 분절화

첫째, 글로벌 분절화의 경우, 1920년대와 2020년대 모두 전쟁을 전후로 가속화되었다. 1920년대에는 두 차례의 세계대전(1차: 1914~1918년, 2차: 1939~1945년)을 전후로 전 세계 GDP 중 수출 비중이 줄어들었다. 한편, 2020년대인 현재는 GDP 대비 재화와 서비스 수출 비중이 큰 틀에서는 유지되고 있다. 그러나 글로벌 가치사슬(GVC)이 짧아지고 효율성이 감소하는 등 교역 다변화가 특징적이다.

변화2: 생산성 증가

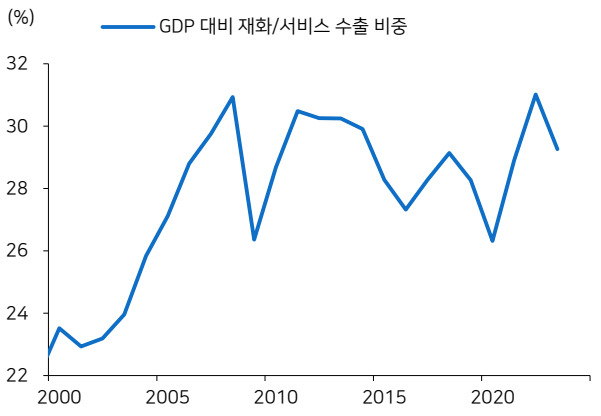
둘째, 생산성의 경우 1920년대 당시에는 군수 물자 개발 과정에서의 기계 기술 진보가 주효했다. 라가르드의 언급에 따르면 1913~1929년 사이에 생산성은 매년 평균 2% 이상 증가했다. 반면, 1890~1913년에는 증가율이 1.5%였다. 2020년대인 현재는 미국을 중심으로 인구 증가와 자본집약도 상승이 생산성 증가를 유발했다. 미국으로 이민자가 유입되어 양질의 노동력이 늘어난 한편, 정부 주도의 투자 유치가 자리한 것으로 보인다.

그림1 전 세계 GDP 대비 재화 수출 비중



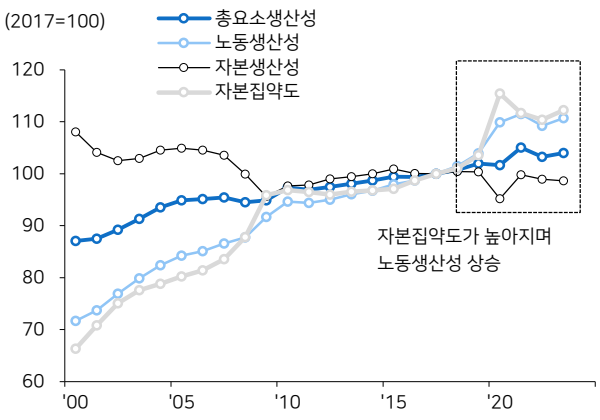
자료: Our World In Data, 메리츠증권 리서치센터

그림2 전 세계 GDP 대비 재화/서비스 수출 비중



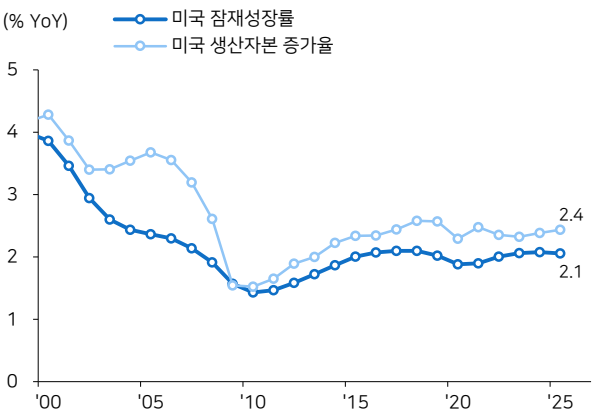
자료: World Bank, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 생산성 추이



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 잠재성장률 vs. 생산자본 증가율



자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

유연한 정책 결정이 중요해진 시대

패러다임 변화 시기에는 정책 효율성과 파급효과 복잡해

이렇듯 패러다임이 변하는 시기에는 정책 효율성과 파급효과도 복잡해진다. 글로벌 가치사슬이 짧아진 현상을 예로 들면, 금리정책 민감도가 상승하는 효과와 하락하는 효과가 모두 있다. 니어쇼어링이 추진될 때, 대내 설비투자가 늘어나면서 금리 민감도가 높아진다. 그러나 글로벌 분절화는 곧 무역 안정성이 낮아졌음을 의미한다. 따라서 금리정책과 별개로 대외여건 급변에 따른 물가 불안이 높아지며 금리정책 민감도가 오히려 감소하기도 한다.

물가안정 목표는 유지하되 정책 결정은 유연하게

따라서 라가르드는 중앙은행이 물가안정이라는 목표는 유지하되, 이를 달성하기 위한 정책 결정이 유연해야 한다고 강조했다. 물가안정이라는 목표는 뚜렷할수록 기대인플레이션이 안정적으로 고정되는 효과가 크다. 기대인플레이션이 고정되면 물가 충격이 발생하더라도 정책 조정이 원활하게 진행될 수 있다. 그러나 정책 결정 시 고려할 사항이 늘어나기 때문에 정책 유연성은 필수다.

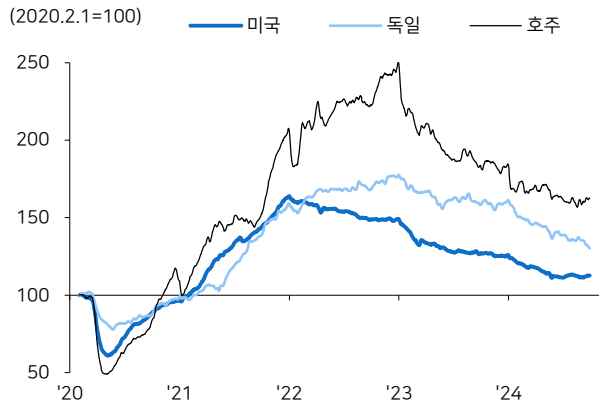
경기/물가 추세에는 이견이 없음

라가르드의 연설은 지금의 상황을 정확하게 묘사한다. 시장 참여자 대다수는 경기 하강과 물가안정이라는 매크로 추세를 의심하지 않는다. <그림5,6>에서 알 수 있듯 국가별로 속도에 차이는 있으나 방향은 일치한다. Job openings(구인공고)는 감소하여 경기 하강을 가리킨다. 물가상승률은 일제히 전년대비 2%대로 내려왔다. 특히 독일은 9월 CPI가 1.8% YoY까지 하락했다.

그러나 중앙은행 스탠스는 달라

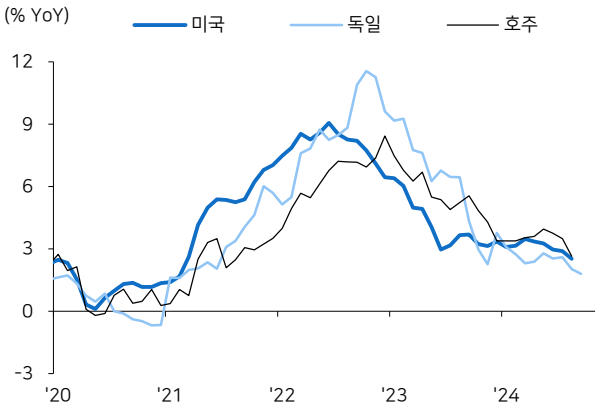
그러나 매크로 추세는 유사할지라도 금리인하에 대한 중앙은행의 스탠스는 국가별로 다르다. 미국은 완화적, 유로존은 중립적, 그리고 호주는 매파적이다. 아직까지 선물시장에서는 연준이 연내 2.8회를 추가 인하할 것으로 기대한다(빅컷 1회 이상). 반면, 유로존은 2.12회, 호주는 연내 인하가 없을 가능성도 염두에 둔 상황이다. 국가별로 정책이 유연하게 집행된 결과다.

그림5 Indeed Job openings index



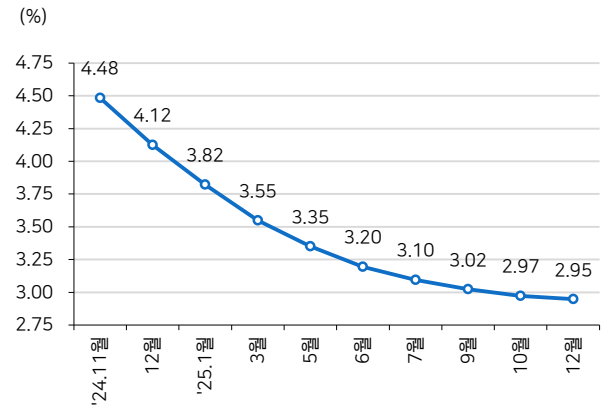
자료: Indeed, 메리츠증권 리서치센터

그림6 국가별 물가상승률



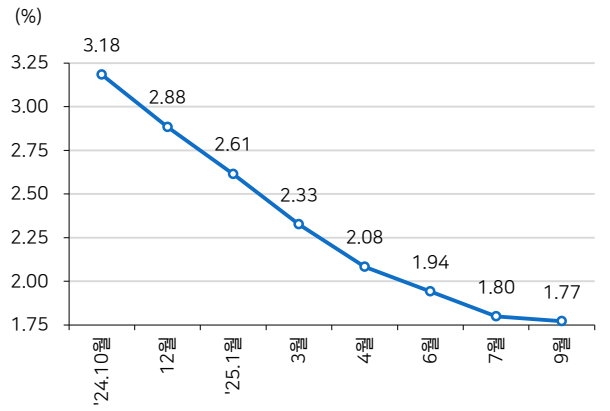
자료: 각국 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림7 선물시장에 반영된 FFR 추이 (9월 30일)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 OIS 시장에 반영된 ECB Deposit rate (9월 30일)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

외환시장 장기 박스권의 이유

정책 기대가 변화하며 확대된 환율 변동성

정책 기대가 빠르게 바뀌는 만큼 환율 변동성도 커졌다. 정책 방향과 매크로 추세에 대한 시장기대는 일치하나, 인하 속도가 예상되지 않는 만큼 주요 위원들의 발언에 시장에 출렁이기 때문이다. 9월 30일에는 파월 의장이 점진적인 인하를 강조했다. 이에 CME FedWatch 기준 11월 빅컷 가능성은 전일 53.3%에서 34.7%까지 일시에 하락했다. 이에 달러/원은 최근 들어 하루에도 고가와 저가 차이가 10원 이상 차이가 나는 경우가 빈번해졌다.

변동성 확대에도 박스권은 유지

그러나 환율 변동성이 커졌음에도 모순적으로 장기 박스권은 유지되고 있다. 달러인덱스는 100이 단단한 하단으로 작용하고 있으며, 달러/원은 1,300원 하향돌파가 쉽지 않아 보인다. 달러/위안도 중국 부양책 발표 이후 7.0위안을 일시적으로 하향돌파했으나 재차 상승했다.

글로벌 경기 동조화로 인해 국가별 투자 매력도가 안 바뀌어

국가별 경기 동조화로 인해 밸류에이션 외에는 국가별 투자 매력도의 변화가 크지 않기 때문이다. 환율은 궁극적으로는 국가별 투자 매력도를 나타내는 가격 지표다. 따라서 통화가치가 추세적으로 절상되기 위해서는 개별 국가의 경기, 금리 등 매크로 지표 개선이 선행되어야겠으나 지금까지는 미국 우위로 판단된다. 단지 나홀로 미국 강세가 제한되면서 7~8월 동안 약달러가 나타난 후 멈췄을 뿐이다.

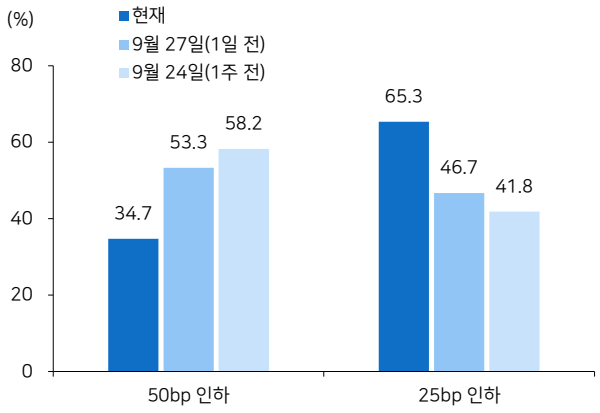
밸류에이션 전략은 마무리 단계. 개별 국가 매력도 부각 중

이에 연준의 인하 기대와 함께 시작되었던 저밸류 통화의 가치절상은 마무리 단계로 보인다. <그림14>에 나타나듯, 캐리트레이드 전략의 수익률이 반등했다. 즉, 각국 중앙은행들의 정책 스탠스가 통화가치에 미치는 영향이 확대되었다. 대표적으로 매파적인 스탠스를 보이는 호주, 노르웨이, 영국과 9월에 인상을 단행한 브라질의 통화가치가 방어되고 있다. 이외 통화의 경우 달러인덱스에 연동되어 대체로 박스권에서 등락 중이다.

내년에도 비슷할 것
→ 외환시장 박스권 유지 전망

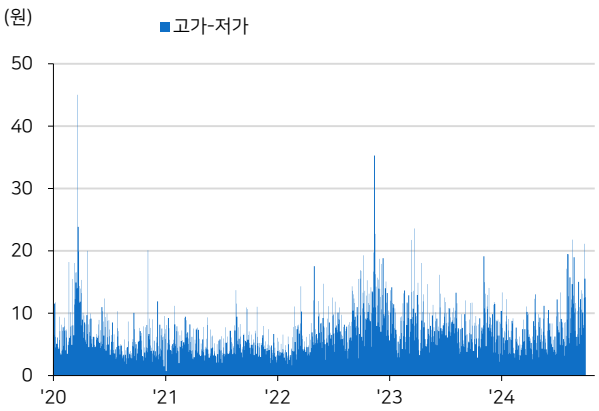
따라서 내년까지의 시계에서 보면, 연준의 인하가 진행되더라도 미국을 견제할 국가가 나타나지 않는 한 외환시장은 현재의 박스권을 이어갈 것으로 전망한다. 달러를 대체할 만한 통화가 마땅치 않기 때문이다. 특히 이번 경기부양책을 계기로 중국의 경기가 개선될지가 원화를 포함한 EM 환율에 중요하겠다. 다만 인하 횟수가 거듭되는 만큼 통화정책 불확실성에 따른 환율 변동성은 축소되겠다. 원화는 경기, 금리, 밸류에이션 매력도를 종합적으로 판단했을 때, 추세적인 1,300원 하향돌파는 어렵다는 기존의 견해를 유지한다.

그림9 CME FedWatch 11월 인하 확률



자료: CME FedWatch, 메리츠증권 리서치센터

그림10 달러/원 일중 변동폭 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 달러인덱스: 단단한 하단 100



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 달러/원: 다음 하단은 빅피겨 1,300원



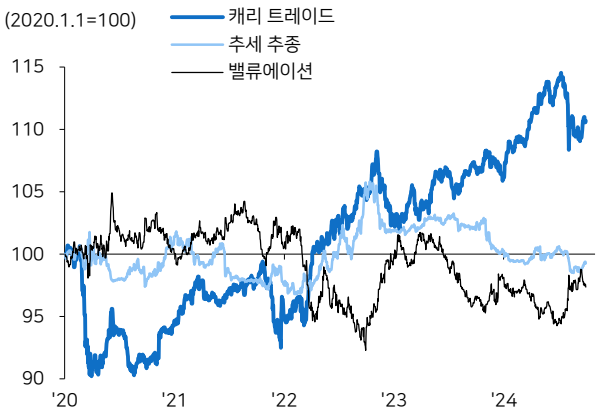
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 달러/역외위안: 7.0위안 다시 상회



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 외환시장 투자전략별 수익률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

칼럼의 재해석

배기연 수석연구원

2024 년 내로 구체화 될 IMO 규제, 수취할 자금 잘 사용하는게 중요 (Tradewinds, Offshore Energy)

IMO 2050년 Net-Zero 목표를 달성하기 위해 적용할 경제적 유인을 포함한 MBM(Market-based-Mechanism)에 대한 구체적인 논의가 진행되고 있다. 이번 9월 30일부터 진행되는 제82차 IMO MEPC(Marine Environment Protection Committee)에서 IMO 규제안에 대한 유의미한 의견수렴이 기대되는 시점이다.

합의 결과에 따라 규제 방식이나 강도에 있어서 차이가 생길 수는 있겠지만, Feebate나 Levy와 같은 부과 방식이 고려되고 있는 만큼 상당한 양의 자금을 수취하게 될 예정이다. CO2톤당 150-300달러를 부과한다는 가정하에 2027-2030년 동안 연간 1,270억달러 정도의 자금을 수취하게 된다. 상당히 큰 규모의 IMO Fund를 운용하게 될 수 있으며, 이에 따라 수취한 자금이 어떻게 활용되어야 할지가 논의되어야 하는 시점이기도 하다.

만장일치제의 의사결정체계를 가지고 있는 IMO에서 168개 정회원국들의 실질적인 지지를 받기 위해서는 단순히 자금 활용의 효율성을 넘어 형평성까지 고려해야 한다. 친환경 전환에 있어 열위에 있는 최빈개도국과 군소도서개발국(SIDS) 등을 중심으로 탄소중립연료 개발 및 생산을 지원하는 방식으로 자금이 유용하게 사용될 수 있다. Deadline인 2030년이 도래하고 있는 만큼 조속한 조치가 이루어져야 할 필요가 있어 보인다.

IMO 규제를 통해 확보되는 자금, 잘 활용되어야

2024년 논의, 2025년 채택, 2027년 발효

수년간 이어져온 IMO 규제안에 대한 논의가 마무리되고 있다. 구체적으로 어떤 경제적 유인을 통해서 해운업계 친환경 속도를 가속화하고 궁극적으로 어떻게 2050년 넷제로(Net-Zero) 목표를 이뤄낼지는 IMO의 오래된 고민이다. 2024년 이내로 세부사항에 대한 논의가 마무리되고 2025년에 규제안이 채택 되면, 2027년부터 규제가 발효된다. 해당 규제안은 2050년 IMO의 해운업계 넷제로 달성을 목표로 한다.

9월 30일부터 10월 4일까지 제82차 MEPC 진행

Feebate, 금액부과(Levy), 혼합규제(Hybrid), 등 구체적인 규제방식은 논의 중에 있지만, 어떤 규제방식을 채택하게 되더라도 IMO 규제가 발효되면 상당한 자금을 수취하게 된다. 만약 배출하는 CO2톤당 150-300달러를 부과하는 방식이라면, 2027-2030년 동안 연간 약 1,270억 달러의 자금이 모이게 된다. 이렇게 모이게 된 자금의 사용처를 잘 결정하는게 중요하다. 2024년 9월 30일부터 10월 4일까지 진행되는 제82차 MEPC에서는 다양한 국가들로부터 수취하게 되는 자금을 어떻게 활용해야 할지 논의가 이루어질 예정이다.

형평성 또한 고려되어야 한다

정책의 궁극적 목표인 2050년 넷제로 달성을 지원하기 위해 해당 자금이 탈탄소화에 사용되어야 하겠지만, 다양한 국가들의 이해관계가 얽혀있는 상황인만큼 형평성 또한 고려되어야 한다. 만약의 해당 자금이 모두 특정 국가의 친환경 프로젝트를 지원하는데 대부분 할애가 된다면, 다른 국가들은 이에 대해 이의를 제기할 수 있다.

IMO는 여타 UN기관들과 같이 기본적으로 만장일치제를 추구하기 때문에 회원국간 이의가 제기가 되면 논의와 타협의 과정을 거쳐 의견을 수렴해 나아가야만 하는 의사결정체계를 가지고 있다.

2050년 Net-Zero 달성 위해 방관 아닌 조치가 필요

이미 시행되고 있는 EU-ETS, 그리고 곧 규제 발효를 앞두고 있는 FuelEU Maritime, 그리고 IMO까지 모두 2050년 Net-Zero, 즉 완전한 탈탄소화를 목표로 하고 있다.

IMO, 2030년까지 사용연료의 5~10% 탄소중립연료 목표

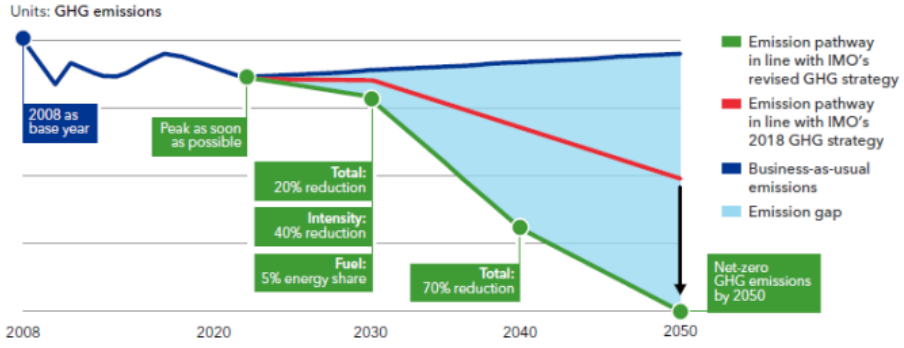
IMO가 수립한 탈탄소화 이정표에 따르면, 2030년까지 해운업계에서 사용되는 연료의 5~10%가 탄소중립연료여야한다. 2030년에 이 목표에 도달하지 못한다면, 2050년까지 넷제로를 달성하겠다는 포부는 좌초될 수 있다.

2030년 목표 하한치의 절반에도 못 미치는 상황

현재 생산 가능한 SZEF(Scalable Zero Emission Fuel) 연료양이 2030년 IMO 목표 하한치인 5%를 달성하기 위해 필요한 연료양의 43%정도로 반도 못 미치는 실정이다. 다행인 점은 많은 대체연료 프로젝트가 공개되었고, 해당 프로젝트들을 통해 향후 탄소중립연료의 생산량이 확대될 수 있다면 더 긍정적인 상황이 나올 수 있다.

수요측면에서는 현재 SZEF-capable 선박 발주량이 2030년 목표 달성에 필요한 발주량의 25% 수준이다. 선박의 리드타임이 길다는 점을 감안하면, 부진한 친환경 선박 수요를 끌어올리기 위한 조속한 조치가 필요해 보인다.

그림1 IMO의 온실가스 규제 단계별 달성 목표



자료: DNV Maritime Forecast to 2050

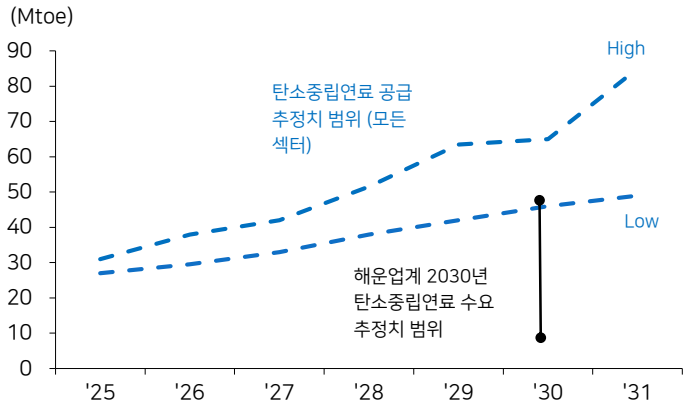
IMO 규제, 특단의 조치가 되어줄 수 있을까?

앞서 언급한 해운업계의 현황과 넷제로라는 목표 간의 괴리를 살펴보면, 특단의 조치가 필요해 보이는 상황이다. 대체연료가 많이 확보 되어야하며, 그러기 위해서는 많은 투자가 이루어져야한다. 현재 해운업계에 필요한 대체연료의 양을 충분히 조달할 수 있는 환경을 조성하기 위해서는 연료생산자들에게 더 강력한 유인 혹은 규제환경이 제공되어야 한다.

2030년 해운업계, 총 탄소중립연료 공급량의 10~100% 필요

DNV 리포트에 따르면 탄소중립연료 총 공급량은 2030년에 44~63Mtoe정도로 추정되며, 해운업계에서 2030년 IMO 목표를 달성하기 위해 필요한 탄소중립연료의 양은 7-48Mtoe 정도로 추정된다. 백분율로 환산하면 해운업계에서만 총 탄소중립연료 공급량의 10~100%가 필요한 양상이다. 해운업계의 전세계 에너지 소비량의 비중의 3%를 차지한다는 점을 고려하면, 탄소중립연료는 더욱 확대될 필요가 있어 보인다.

그림2 전체 탄소중립연료 공급 대비 2030년 목표 도달 위해 해운업계가 필요한 연료의 양



자료: DNV Maritime Forecast to 2050, 메리츠증권 리서치센터

IMO규제는 두 가지 채널을 통해 수요와 공급을 모두 자극시킬 수 있다. 첫째는 확보된 자금을 대체연료 개발 및 생산에 투자하고 지원함으로써 공급측면에 긍정적인 변화를 가져올 수 있다는 점이다. 또 다른 측면은 배출되는 탄소에 금액을 부과함으로써 전통 연료와 대체연료 가격의 간극을 좁혀준다는 점이다.

실질적인 지지를 얻기 위해서는 형평성도 고려되어야

특정 선사 혹은 국가에게 특히 유리할 수 있음

다양한 국가로부터 수취하는 자금이기에 형평성이 고려되어야 하지만, 현실적으로 형평성 있는 자금활용은 어렵다. 로비스트들은 지속적으로 IMO규제안의 형평성을 강조를 해왔지만, 실은 IMO규제 최종안이 어떤 식으로 확립이 되든 특정 선사들에게 혹은 특정 국가들에게 유리할 수 밖에 없다는 문제점이 있다. 가장 많이 거론되고 있는 Feebate 시스템 하에서는, 탄소배출을 많이 하면 그만큼 돈을 많이 내야한다. 그리고 규제를 준수하기 위해 수반되는 준비과정도 모두 돈이 많이 들어간다.

아무래도 친환경 전환에 있어 선도적인 역할을 해오고 있는 규모 있는 선사들의 경우 IMO 규제 준수가 더 용이하고 최종적으로 납부하게 되는 부과금도 더 적을 수 있다. 그리고 특정 국가들은 친환경 에너지로의 전환이 더 용이한 위치에 있다. 반면, 수입 의존도가 높은 군소도서개발국의 경우에는 친환경 전환으로 인해 상승하는 운임비용이 다른 국가에 비해 더 치명적인 영향을 줄 수도 있다.

실제로 최빈개도국과 군소도서개발국(SIDS)을 중심으로 특정 IMO 회원국들은 탄소배출부과금으로 인한 운임상승 및 수입비용증가에 대해 우려의 목소리를 표출한 바 있다.

형평성과 효율성 모두를 고려한 자금 활용법

개발도상국이 친환경 연료를 공급하는 방안 제시

이러한 우려의 목소리에 대한 해법으로 IMO는 개발도상국이 친환경연료를 공급하는 역할을 할 수 있도록 지원하는 방안을 고려하고 있다. 이는 운임상승으로 인해 더 많은 피해를 받는 국가들에게 자금이 활용되면서 형평성이 강화되는 효과가 있으면서도 탈탄소화를 가속화하는 본래 규제의 방향성과 합치되는 해법이라고 볼 수 있다.

몇몇 국가들은 친환경 전기를 생산하기에 유리한 환경 보유

실제로 몇몇 개발도상국들은 태양빛이나 바람이 강한 곳에 위치에 있기에, 풍력이나 태양광으로 기반으로 친환경 전기를 생산하기에 유리한 환경에 놓여있다. 일례로, CMB.Tech는 Namibia에서 수소 암모니아 연료 생산 프로젝트를 진행 중에 있다. Namibia는 연중 300일 이상 태양이 강하게 비추는 기후적 특정이 있으며, 바람도 강하게 부는 지역이 많아 그린 수소를 생산하기에 적합한 지역으로 여겨진다.

적절한 지원 빠르게 제공되는지가 관건

적절한 지원이 이루어질 수 있다면, 여러 개발도상국들은 해운업계에 필요한 연료를 제공하는 연료공급자들이 되어줄 수 있다. 현존하는 대체연료에 대한 수요와 공급 간의 간극을 더 빠르게 좁혀나갈 수도 있다. 관건은 이러한 지원이 가능한 빠르게 이루어지는 것이다. 당장 지원이 이루어져야 점진적으로 강화되고 있는 친환경규제와 맞물려 돌아갈 수 있다. 해운업계는 친환경 연료가 갈급하고, 개발도상국들은 수요자들에게 연료를 공급하기 위한 지원이 필요하다.

원문: *How $127bn carbon pricing revenue stream could help in shipping's fuel transition (Tradewinds); Net-zero goal at risk as shipping falls short of green fuel target by 2030, report warns (Offshore Energy)*