지금당 Economic Trends & Issues 경제동향&이슈

2018년 6월호 통권 68호



CONTENTS

- Ⅰ. 경제동향
- Ⅱ. 주요국 제조업 평균가동률 추이의 특성과 시사점
- Ⅲ. ESG-투자 관련 국내 기관투자자의 역할







2018년 6월호 통권 제68호

Contents

5

33

	II . 주요국 제조업 평균가동률 추이의 특성과 시사점
/// 그하네시저채워	

1. 경제동향

Ⅲ. ESG-투자 관련 국내 기관투자자의 역할 47





경제분석국 **거시경제분석과**

연락처 **788-3775**

경제동향

경제분석국 거시경제분석과

최근 우리경제는 양호한 수출증가세가 지속되고 있으나 고용부진과 경기지수의 하락 등 경기회복세가 둔화

- ◆출은 5월 중 두 자릿수의 높은 증가율을 기록하는 등 전월의 일시적인 감소를 제외하고는 증가세를 지속
 수출(전년동월대비,%):(18,3월)6,0→(4월)-1,5→(5월)13,5
- 전산업생산은 4월 중 광공업생산의 큰 폭 반등에 힘입어 전월대비 2개월 연속 감소에서 벗어나 상승 전환
 - 전산업생산(전월대비.%):(18.2월)-0.2→(3월)-0.9→(4월)1.5
 - 광공업생산(전월대비.%):(18.2월)0.8→(3월)-2.2→(4월)3.4
- ■5월 취업자수 증가폭이 10만명을 하회하는 부진을 보인 가운데 경기지수는 하락세
 - 취업자수 증감(전년동월대비, 만명):('18.3월)11.2→(4월)12.3→(5월)7.2
 - 동행지수순환변동치:('18.2월)99.8→(3월)99.8→(4월)99.7
 - 선행지수순환변동치:(18.2월)100.6→(3월)100.4→(4월)100.0

소비자물가는 농축수산물가격 상승폭이 둔화되며 전월보다 낮은 상승률을 시현

- 소비자물가는 5월 중 달걀, 닭고기 등 축산물가격 하락으로 농축수산물가격 상승폭이 둔화됨에 따라 전월(1.6%) 보다 낮은 전년동월대비 1.5% 상승
 - 농축수산물가격(전년동월대비,%): ('18.3월)2.1→(4월)4.1→(5월)2.7
- ■근원물가(식료품및에너지제외)는 1%대 중반의 상승률을 유지하면서 안정된 모습
 - 근원물가상승률(전년동월대비,%): (18.3월)1.4→(4월)1.4→(5월)1.4

원/달러 환율은 신흥국 경제위기 우려로, 국고채금리(3년만기)는 미 국채금리 영향 등으로 전월보다 상승

- 원/달러 환율은 5월 중 아르헨티나, 터키 등 신흥국 자본유출에 따른 경제위기 가능성이 제기되면서 변동성이 확대되며 전월보다 8.6원 상승한 1.076.4원을 기록
- ■국고채금리(3년만기)는 미 국채금리(10년물)가 월중 3.0%를 상회하는 등 큰 폭의 오름세에 따라 전월보다 6bp 상승한 2.25%를 나타냄

[표 1] 주요 거시경제지표

(단위: 전년동기대비 증가율, %)

	2016	016 2017)18	대비 승가율, %)	
	2010		2017					2010			
	연간	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	3월	4월	5월	
전산업생산	3.0	2.3	3.9 (1.3)	2.5 (-0.2)	3.9 (0.9)	-0.7 (-0.2)	0.7 (0.3)	-0.6 (-0.9)	2.0 (1.5)	-	
광공업생산	2.3	1.9	4.7 (1.7)	2.2 (-1.0)	4.6 (0.8)	-3.8 (-1.0)	-2.2 (-1.2)	-4.0 (2.2)	0.9 (3.4)	_	
서비스업생산	2.6	1.9	2.2 (0.7)	1.7 (0.5)	2.5 (0.9)	0.9 (0.2)	2.5 (1.0)	2.3 (0.4)	2.6 (0.0)	-	
소매판매액	3.9	1.9	1.6 (0.4)	1.0 (1.0)	3.2 (0.2)	2.1 (0.9)	5.0 (3.0)	7.0 (2.9)	5.3 (-1.0)	-	
설비투자지수	-1.3	14.1	18.2 (6.0)	17.8 (3.1)	20.6 (0.2)	2.0 (-1.7)	9.3 (8.4)	-0.1 (-7.8)	0.6 (-3.3)	-	
건설기성액(불변)	15.4	10.1	17.7 (4.3)	13.6 (-0.2)	12.7 (-0.3)	-0.5 (-0.1)	1.6 (2.6)	-5.4 (-3.3)	1.4 (4.4)	-	
수출(통관)	-5.9	15.8	14.7	16.7	24.0	8.4	10.1	6.0	-1.5	13.5	
수입(통관)	-6.9	17.8	24.0	18.6	17.9	11.6	13.6	5.3	14.5	12.6	
경상수지(억달러)	992	785	192	165	256	172	118	51.8	17.7	-	
실업률	3.7	3.7	4.3	3.8	3.4	3.2	4.3	4.5	4.1	-	
취업자수(천명)	231	316	353	367	279	265	183	112	123	-	
소비자물가	1.0	1.9	1.4	1.9	2.3	1.5	1.3	1.3	1.6	1.5	
원/달러환율	1,160	1,130	1,153	1,130	1,132	1,105	1,072	1,072	1,068	1,076	
국고채금리(3년)	1.44	1.80	1.67	1.68	1.77	2.10	2.24	2.27	2.19	2.25	

주: 1)()안은 전기대비 증가율

2) 국고채 수익률, 원/달러 환율은 기간 평균 기준

자료: 통계청, 한국은행, 산업통상자원부

01. 경제동향

전산업생산은 전월대비 서비스업이 보합을 보였으나 광공업이 큰 폭으로 반등한 데 기인하며 증가

- 4월 중 전산업생산은 전월비 기준 2~3월 연속 감소에서 1.5% 증가로 전환(전년동월대비 2.0%증가)
 - 광공업생산은 광업(-1.4%)에서 감소하였으나 반도체, 자동차 생산을 중심으로 제조업(3.5%)과 전기·가스업(1.8%)이 증가하며 전월대비 3.4%증가(전년동월대비 0.9%증가)
 - * 반도체 생산(전월비,%): (18.2월)4.9→(3월)0.6→(4월)9.9
 - * 자동차 생산(전월비,%): ('18.2월)4.5→(3월)-3.4→(4월)6.7
 - 서비스업생산은 도소매(-2.1%), 보건 · 사회복지(-2.9%) 등에서 감소하였으나 금융 · 보험(2.1%), 운수 · 참고(3.0%) 등이 늘어 전월대비 보합(전동월대비 2.6% 증가)



- 제조업평균가동률은 제조업생산이 증가함에 따라 전월에 비해 2.2%p 상승한 72.5%를 기록
 - 제조업평균가동률(%): ('18.2월)72.1→(3월)70.3→(4월)72.5
- 제조업의 재고/출하 비율(재고율)은 출하증기율(전월비 1.9%)이 재고증기율(1.3%)을 상회하며 전월 보다 0.7%p 하락한 113.4%를 시현
 - 재고/출하 비율(%): (18.2월)111.0→(3월)114.1→(4월)113.4
- ■4월 중 경기지수는 동행지수순환변동치와 선행지수순환변동치가 동반 하락

- 현재의 경기상황을 보여주는 동행지수순환변동치는 건설기성액, 수입액 등이 감소하며 전월대비 0.1p 하락한 99.7을 나타냄

향후 경기국면을 예고해주는 선행지수순환변동치는 건설수주액, 구인구직비율, 기계류내수출하지수, 소비자기대지수 등 구성지표 대부분이 하락하면서 전월대비 0.4p 하락한 100.0을 시현

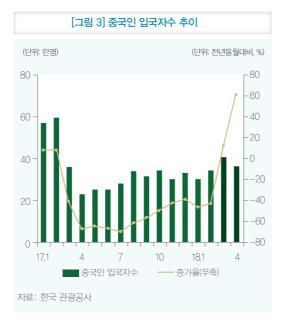


소매판매는 준내구재 판매가 줄면서 전월대비 3개월 연속 증가세를 이어가지 못하고 감소로 전환

- 4월 중 소매판매는 내구재 판매가 전월대비 1.2%증가하였음에도 불구하고 준내구재 판매가 6.0% 감소하며 전월대비 1.0% 감소를 기록
 - 소매판매(전월대비%): ('18 2월)0 6→(3월)2 9→(4월)-1 0
 - 준내구재 판매 감소는 의복 판매가 2달 연속 큰 폭 증가한데 따른 기저효과가 크게 작용하며 전월대비 8.4%
 감소한데 주로 기인
 - 의복판매(전월비.%): ('18.2월)9.5→(3월)5.9→(4월)-8.4
- ■비내구재의 경우 중국인 입국자수가 증가하면서 면세점을 중심으로 화장품 등 관련 판매가 증가
 - 화장품판매(전년동월대비.%): ('18.2월)3.9→(3월)22.7→(4월)29.1
 - 면세점판매(전년동월대비,%): ('18.2월)-1.2→(3월)59.1→(4월)61.4
 - 4월 중국인 입국자수는 지난해 단체관광 금지조치의 기저효과로 전년동월대비 60.9% 증가
 - 중국인 입국자수 증가율(전년동월대비,%): ('18.2월)-41.5→(3월)11.8→(4월)60.9

■ 전년동월대비 기준 소매판매는 내구재, 준내구재, 비내구재가 모두 증가하며 2~3월 중의 높은 증가 세를 이어가는 모습

- 소매판매(전년동월대비.%): ('18.2월)6.5→(3월)7.0→(4월)5.3





■5월 중 소비자심리지수는 5개월 연속 하락세에서 상승 전환하며 107.9를 기록

- 남북관계 개선과 미·중간 무역분쟁 우려가 완화되면서 경제주체들의 경제상황에 대한 인식이 개선
- 특히 현재와 비교한 6개월 후 향후경기전망CSI는 전월보다 5p 상승해 기준값(100)을 상회하는 101을 기록
- 소비자심리지수: ('18.2월)108.2→(3월)108.1→(4월)107.1→(5월)107.9



설비투자는 운송장비 투자가 큰 폭으로 줄어들며 2개월 연속 감소

■ 4월 중 설비투자지수(전월대비)는 기계류(2.1%)가 증가 전환되었으나, 항공기 등 운송장비 투자(-17.4%) 가 줄어 3.3% 감소

- 설비투자·지수(전월대비,%): ('18.2월)1.2→(3월)-7.8→(4월)-3.3
- 기계류(전월대비.%): ('18.2월)-4.7→(3월)-11.3→(4월)2.1
- 운송장비(전월비.%): ('18.2월)21.9→(3월)3.0→(4월)-17.4
- 전년동월대비로는 운송장비(-6.5%) 투자는 감소하였으나, 특수산업용 기계 등 기계류(3.1%) 투자가 늘어
 0.6% 증가



- ■ICT[®]설비투자는 2개월 연속 감소세에서 벗어나 증가 전환
 - ICT설비투자지수(전월대비.%): ('18.2월)-12.0→(3월)-8.3→(4월)5.2
- 기계류수입액은 반도체제조용장비를 제외한 광학기기(-12.9%), 평판디스플레이제조용 장비(-75.5%), 항공기부품(-57.0%) 등을 중심으로 증가세 둔화
 - 기계류수입액(전년동월대비,%): ('18,2월)23,8→(3월)11,0→(4월)6,6
 - 반도체제조용장비 수입액(전년동월대비,%): ('18.2월)102.9→(3월)28.3→(4월)45.5
 - 전체 기계류수입액의 30%를 차지하는 반도체제조용장비를 제외한 기계류수입액은 전년동월대비 4.4% 감소
 - 5월 중 기계류수입액(-3.2%)과 반도체장비수입액(-10.4%) 속보치(통관기준 수입)가 모두 감소를 보임에 따라 설비투자 둔화세가 지속될 가능성

1) ICT: 반도체, 전자부품, 컴퓨터, 영상음향통신 부문



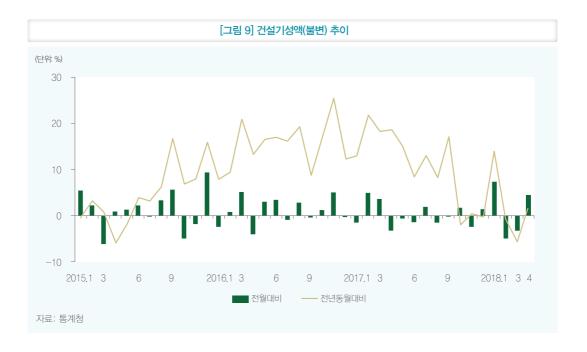


■설비투자 선행지표인 기계류 내수출하는 증가 전환되었고, 국내기계수주는 공공부문(156.3%) 및 민간 비제조업(21.2%)에서 호조를 보여 증가세가 전월에 비해 확대

- 기계류 내수출하(전월대비,%): ('18.2월)-1.7→(3월)-7.6→(4월)3.0
- 국내기계수주(전월대비,%): ('18.2월)-3.5→(3월)6.3→(4월)11.4

건설투자는 건축 부문이 증가 전환되며 2개월 연속 감소세에서 벗어났으나, 건설수주, 주택매매거래 등이 감소

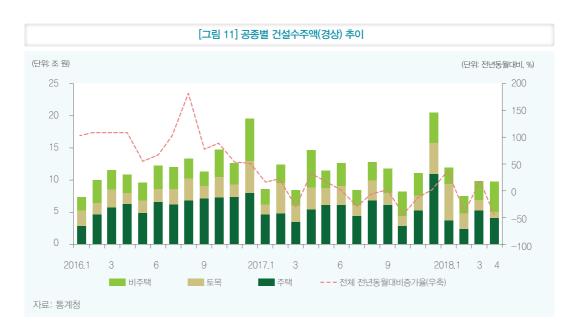
- ■4월 중 건설기성액(불변)은 토목은 감소(-5.6%)하였으나 주거용 · 비주거용 건축을 중심으로 증가 (8.1%)하며 전월대비 4.4% 증가
 - 건설기성액(전월대비,%): ('18.2월)-5.1→(3월)-3.3→(4월)4.4
 - 건축(전월대비.%): ('18.2월)-7.1→(3월)-5.1→(4월)8.1
 - 토목(전월대비,%): (18.2월)1.0→(3월)1.8→(4월)-5.6
 - 전년동월대비로는 건축이 증가 전환되고 토목의 감소세가 둔화되며 전월(-5.4%)의 감소에서 벗어나 1.4% 증가







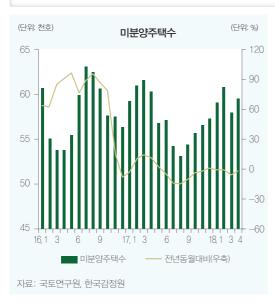
- 건설수주액(경상)은 주택, 사무실·점포 등 건축(-32.6%)과 도로·교량 등 토목(-72.0%)에서 모두 감소하며 전년동월대비 42.0% 감소
 - 건설수주액(전년동월대비,%): ('18.2월)-35.7→(3월)20.5→(4월)-42.0
 - 공종별수주액을 보면 전체 8.5조원 중 주택(4.1조원), 토목(1.0조원), 비주택(3.4조원)으로 전년동월대비 증가율은 각각 24.1%, -72.0%, -40.4% 기록



■4월 미분양주택은 전월에 이어 소폭 감소하였으나, 주택매매거래량은 3개월 만에 감소 전환

- 미분양주택(전년동월대비,%): ('18.2월)-0.3→(3월)-6.0→(4월)-1.2
- 주택매매거래량(전년동월대비.%): ('18.2월)9.8→(3월)20.0→(4월)-4.8







수출은 글로벌 제조업 경기호조가 지속되는 가운데 반도체 등 IT 제품과 국제유가 상승에 따른 석유관련제품을 중심으로 높은 실적을 보임

- 5월 중 수출은 3월 이후 3개월 연속 월기준 500억달러를 상회하는 실적인 509,8억달러로 전년동월 대비 13,5% 증가
 - 전체수출(억달러): ('18.3월)515.8→(4월)500.6→(5월)509.8
 - 반도체수출(억달러): ('18.3월)108.0→(4월)97.8→(5월)108.5
 - 반도체제외수출증감률(전년동월대비,%):(18.3월)-0.9→(4월)-7.8→(5월)7.3
- 일평균 수출금액은 23.7억달러로 전년동월대비 10.8% 증가
 - 일평균 수출금액(억달러): ('18.3월)21.9→(4월)21.8→(5월)23.7
 - 일평균 수출증감률(전년동월대비.%): ('18.3월)8.3→(4월)-3.7→(5월)10.8



◆출금액을 단가와 물량 요인으로 살펴보면, 수출단가는 전월 감소에서 증가로 전환하였으며, 수출 물량은 2개월 연속 증가

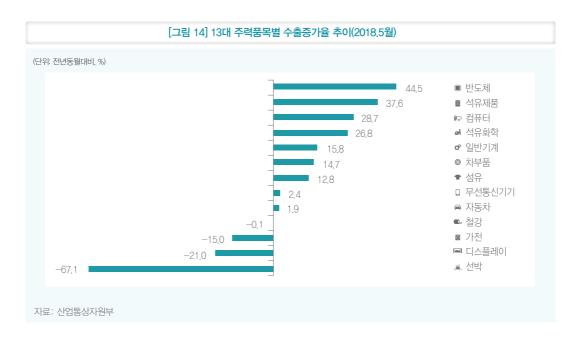
- 수출단가 증감률(전년동월대비.%):('18.3월)17.4→(4월)-10.1→(5월)11.4
- 수출물량 증감률(전년동월대비,%):(18.3월)-9.7→(4월)9.5→(5월)1.9

■ 원화표시 수출은 원화강세에도 불구하고 수출증가에 따라 전년동월대비 8.6% 증가

- 원화표시 수출증가율(전년동월대비,%):(18.3월)0.2→(4월)-7.2→(5월)8.6
- 원/달러 환율(원):('17.5월)1,125.3→('18.5월)1,076.4

■ 13대 수출 주력품목 중 반도체, 석유제품, 컴퓨터 등 9개 품목의 수출이 증가하고 철강, 가전 등 4개 품목은 감소

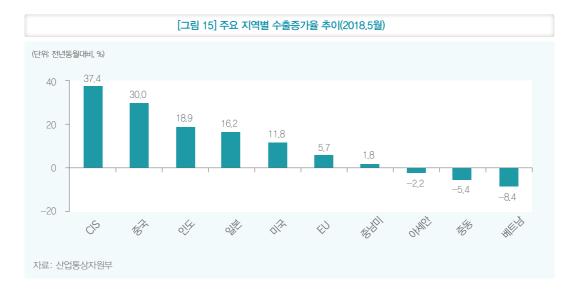
- 반도체는 서버용 메모리 수요 강세, 중화권 완제품 업체 신제품 출시 등에 따른 재고 수요 확대 등으로 월간 기준 사상 최대 수출 실적인 108.5억달러(전년동월대비 44.5%증가)를 기록
- 석유제품은 정기보수 등에 따른 수출량이 감소하였으나, 국제유가 상승에 따른 단가 상승에 힘입어 전년 동월대비 37.6% 증가
- 컴퓨터는 차세대저장장치(SSD) 수요 증가와 개인용 컴퓨터 부품 교체 수요 확대 등으로 전년동월대비 28.7% 증가
- 반면 선박 수주 잔량 감소와 기저효과 등으로 선박(-67.1%), 중국 생산 확대에 따른 단가 하락으로 디스 플레이(-21.0%), 해외생산확대와 경쟁 심화 등으로 가전(-15.0%) 등은 큰 폭의 감소를 기록



■ 지역별로는 아세안, 베트남, 중동을 제외한 전지역으로의 수출이 증가

- 대CIS(독립국가연합) 수출은 러시아와 카자흐스탄 자동차 구매지원 정책, 우즈벡 액화정제시설 프로젝트 등에 따른 일반기계 · 철강 수출호조 등으로 전년동월대비 37.4%의 높은 증가율을 기록
- 대중국 수출은 한국차 판매 회복세, 반도체 수요 증가, 화장품·의약품 등 유망소비재 수출을 중심으로 전년동월대비 30.0% 증가
- 대인도 수출은 인도 제조업 경기 호조와 국내 완성차 업체 공장 설립 등으로 철강과 일반기계 수출이 급증하며 전년동월대비 18.9% 증가
- 대일본 수출은 일본내 합성수지 가격 인상에 따른 한국산 석유화학 수요 증가, 수도권 재개발 · 도쿄 올림픽 관련 철강 수출을 중심으로 전년동월대비 16,2%증가

- 반면 우리 기업들의 현지 투자 조정국면을 보이고 있는 대아세안 · 베트남 · 중동 수출은 감소



- ■5월 중 수입(442,5억달러)은 유가상승으로 원유수입액이 증가하는 등 전년동월대비 12,6% 증가
 - 품목별로는 1차산품(24.6%), 소비재(17.7%), 중간재(11.2%) 순으로 전년동월대비 높은 증가율을 시현
 - 원유수입액(백만달러): ('17.5월)4,837→('18.5월)6,689
- 무역수지는 수출증가율(13.5%)이 수입증가율(12.6%)을 상회하면서 전년동월(56억달러)보다 증가한 67억달러의 흑자를 기록(2018.1~5월 중 누적 무역수지는 265억달러 흑자)
 - 무역수지 흑자(억달러): ('17.5월)56→('18.4월)66→(5월)67

경상수지는 상품수지 흑자폭이 축소되고 배당소득지급 증가 등 본원소득수지 적자폭이 확대되면서 전년동월에 비해 흑자규모가 축소

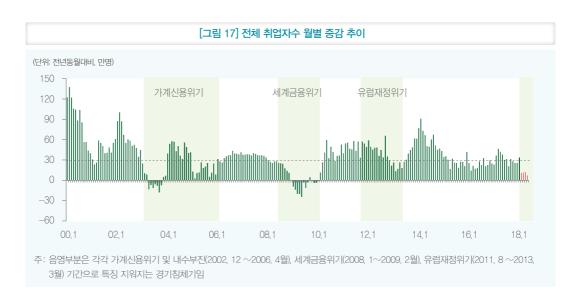
- 4월 경상수지는 전년동월(36.7억달러)에 비해 흑자규모가 축소된 17.7억달러 흑자를 기록(2018.1~4월 중 누적 경상수지 흑자규모는 135.9억달러)
 - 상품수지는 수입증가율(12.5%)이 수출증가율(7.0%)을 상회하면서 전년동월(115.4억달러)에 비해 흑자 규모가 축소된 103.6억달러를 시현
 - 서비스수지는 중국인 관광객 증가로 여행수지 적자폭(-12.4억달러→-10.9억달러)이 축소되는 등 전년 동월(-24,2억달러)보다 적자폭이 축소된 -19.8억달러를 기록
 - 본원소득수지는 배당지급(75.7억달러)과 배당수입(10.6억달러)의 격차가 확대된데 주로 기인하며 전년동월
 (-49.2억달러)에 비해 적자폭이 확대된 −58.6억달러를 기록
 - 이전소득수지는 7.5억달러 적자를 시현

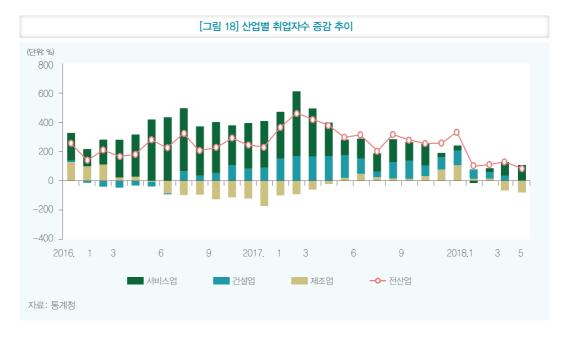


노동시장은 제조업 감소세 확대, 건설업 증가세 둔화 등으로 취업자수 증가폭이 크게 둔화되고 실업률은 상승하면서 고용여건이 악화

- ■5월 중 전체 취업자수(2,706.4만명)는 제조업 감소세 확대, 건설업의 고용증가폭 둔화 등으로 전년 동월대비 7.2만명(0.3%) 증가
 - 전체 취업자수 증감(전년동월대비, 만명): ('18.3월)11.2→(4월)12.3→(5월)7.2
 - 산업별 취업자수 증감(전년동월대비, 만명): 비농림어업 1.0(제조업 -7.9, 건설업 0.4, 서비스업 8.8),
 농림어업 6.2
 - 비농림어업의 취업자수 증감(전년동월대비, 만명): ('18.3월)8.7→(4월)6.9→(5월)1.0
- 서비스업 취업자수는 보건및사회복지서비스업(13,8만명, 7.1%), 공공행정(8.6만명, 8.0%), 금융보험업 (6.0만명, 7.7%) 등에서 전월에 이어 양호한 증가세를 나타냈으나, 교육서비스업(-9.8만, -5.0%), 도소매업(-5.9만, -1.6%) 등에서 전월의 부진이 지속되었고, 전체적으로는 전월(9.4만)보다 소폭 축소된 8.8만명 증가
 - 서비스업 취업자수 증감(전년동월대비, 만명): ('18.3월)2.2→(4월)9.4→(4월)8.8
- 제조업 취업자수는 감소세로 전환된 전월(-6.7만명)보다 감소폭이 확대되었고, 건설업은 전월(3.4 만명)에 비해 증가폭이 둔화되며 0.4만명 증가에 그침

■ 전체 취업자수 증가세는 금년 들어 1월 이후 큰 폭으로 둔화되었고, 2~4월 중에는 3개월 연속 10 만명대를 기록한 데 이어 5월에는 7,2만명 증가에 그쳐 세계금융위기 이후 가장 저조한 증가폭 기록





■고용률(15세이상 인구 중 취업자 비율)은 30대, 60세이상에서 전년동월대비 상승하였으나, 20대와 40대에서 하락하며 전체적으로 전년동월대비 소폭 하락

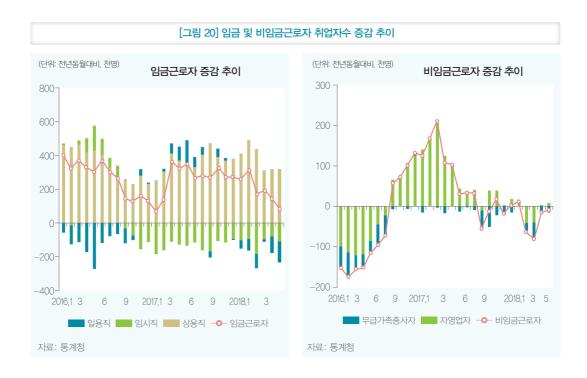
- 5월 고용률은 61.3%(15∼64세 OECD비교기준은 67.0%)로 전년대비 0.2%p(OECD비교기준 전년과 동일) 하락
- 청년층(15~29세) 취업자수는 전년동월대비 9.5만명 감소하여 전월(-6.8만명)에 비해 감소폭이 확대되었고, 고용률은 42.7%로 전년대비 0.3%p 하락
- 5월 실업률(경제활동인구 중 실업자 비율)은 4.0%(계절조정 4.0%)로 전년동월(3.6%, 계절조정 3.6%) 에 비해 큰 폭(0.4%p)으로 상승
 - 연령층별로는 20대(1.1%p), 30대(0.6%p)에서 큰 폭으로 상승
 - 실업자는 112.1만명으로 전년동월대비 12.6만명(12.7%) 증가
 - 청년층 실업률은 10.5%로 3개월 연속 10%를 상회하며 전년대비 1.3%p 상승하였고, 청년실업자는 46.0만명으로 전년동월대비 5.3만명 증가



- 종사상 지위별로 보면 임금근로자²의 경우 상용직은 3월 이후 30만명대의 증가세를 유지하고 있으나, 상대적으로 고용안정성이 낮은 일용직과 임시직의 고용감소폭이 확대되었고, 비임금근로자³는 전월에 이어 소폭 감소
 - 5월 임금근로자(2,018.7만명)는 전년동월대비 8.2만명(0.4%) 증가하였고, 그 중 상용직은 32.0만명(2.4%) 증가하였으나, 임시직과 일용직은 각각 11.3만명(−2.2%), 12.6만명(−7.9%) 감소하며 전월보다 감소폭이 확대
 - 비임금근로자(687.6만명)는 전년동월대비 1.0만명(0.1%) 감소하여 전월(-1.6만명, -0.2%)과 유사한 감소폭을 보였으며, 그 중 자영업자는 0.7만명(0.1%) 증가하였으나 무급가족종사자는 1.6만명(-1.4%) 감소

²⁾ 임금근로자는 고용계약기간이 1년 이상이면 상용직, 1개월 이상 1년 미만이면 임시직, 1개월 미만 또는 매일 고용되어 일급, 일당제 급여를 받고 일하는 일용직으로 구분

³⁾ 비임금근로자는 자영업자와 자영업자의 가족이나 친인척으로서 임금을 받지 않고 해당 사업체에 근무하는 무급가족종사자로 구분

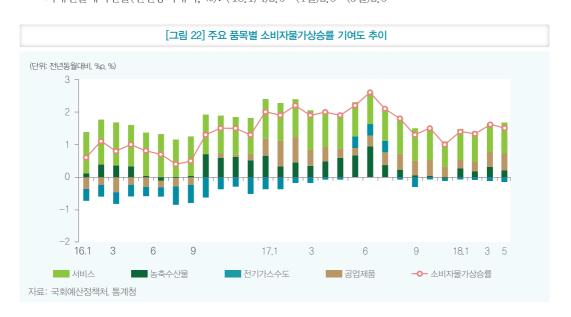


소비자물가는 유가 상승에도 불구하고 농축수산물 상승폭이 둔화되며 전월보다 낮은 상승률을 나타냄

- ■5월 중 소비자물가는 농축수산물 상승폭이 둔화되면서 전월(1.6%)보다 낮은 전년동월대비 1.5%의 상승률을 시현
 - 소비자물가상승률(전년동월대비, %): (18.3월)1.3→(4월)1.6→(5월)1.5
 - 농축수산물가격은 농산물과 수산물이 감자(59.1%), 고춧가루(43.6%), 무(45.4%), 오징어(21.8%) 등을 중심으로 각각 9.0%, 4.5% 상승하였으나, 축산물가격이 달걀(-38.9%), 닭고기(-12.3%), 돼지고기(-9.2%) 등을 중심으로 하락하여 전체적으로 전월(4.1%)보다 낮은 2.7% 상승률을 기록
 - 공업제품가격은 유가 상승 등으로 석유류(3.8%→6.0%), 가공식품(1.4%→2.2%) 등의 상승폭이 확대되며 전월(1.4%)보다 소폭 높아진 1.6%의 상승률을 기록
 - 서비스가격은 전월보다 집세(0.7%)와 공공서비스(0.1%) 등에서 둔화되었으나, 개인서비스(2.6%)가 전월
 (2.4%)보다 높은 상승률을 보이면서 전체적으로 전월보다 0.1%p 높은 1.7% 상승률을 나타냄



- 근원물기(식료품및에너지제외)상승률은 1.4%로 3개월 연속 동일한 수준을 유지하였고, 기대인플레이션율도 5개월 연속 2.6%로 안정된 모습
 - 근원물가는 금년 들어 1월에는 1,2%까지 하락하였으나, 3월부터 3개월 연속 1,4%를 기록하며 안정된
 모습을 보이고 있음
 - 근원물가의 소비자물가상승률 기여도(%p):('18.3월)1.09→(4월)1.09→(5월)1.09
 - 농축수산물가격의 소비자물가상승률 기여도(%p):('18.3월)0.16→(4월)0.32→(5월)0.21
 - 기대인플레이션율(전년동기대비, %): ('18.1/4)2.6→(4월)2.6→(5월)2.6



국고채금리(3년 만기)는 FOMC와 금통위의 금리동결에도 불구하고 미국채 금리상승 등에 따라 전월보다 6bp 상승한 2.25%를 기록

- ■5월 국고채 금리는 국제유가 상승에 따른 기대인플레이션 오름세에 따른 미국채 금리의 큰 폭 상승, 국내 기준금리 인상 우려 확대 등으로 중순(15일) 2.31%까지 상승
 - 국고채금리(3년물.%): ('18.3월)2.27→(4월)2.19→(5월)2.25
- 그러나 한국은행 기준금리 동결(24일), 미 국채금리가 하락하면서 국고채금리는 내림세를 보임
 - 미 FOMC 의사록에서 연준 위원들은 6월 기준금리 인상을 예고하였으나, 동시에 최근 물가 오름세가 일시적 현상일 수 있다고 평가하는 등 향후 기준금리 인상속도에 대한 우려가 완화되면서 미 국채 금리는 하락세로 전환
 - 미국채금리(10년물,%):('18.5.1)2.96→(5.9)3.00→(5.17)3.11→(5.31)2.85
- 한 · 미간 국고채(10년물) 스프레드는 월중반 31.4bp까지 격차가 확대되었으나, 이후 미 국채금리가 하락하면서 점차 축소되는 모습을 나타냄





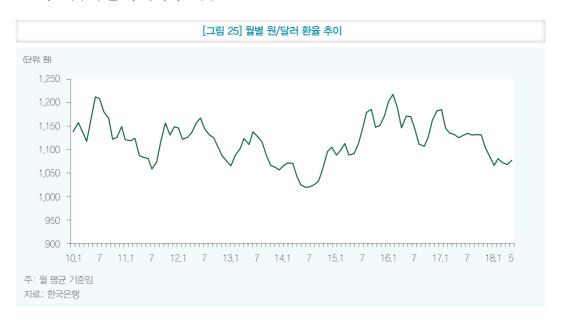
원/달러 환율은 미 금리 상승과 달러화 강세에 따른 신흥국발 경기위기 우려 등으로 전월대비 상승

■ 5월 중 원/달러 환율은 미 금리인상과 달러강세 등으로 아르헨티나, 터키 등 신흥국발 경제위기 우려가 제기되면서 전월보다 8.6원 상승한 1,076.4원을 기록

□□□ 경제동향&이슈 2018년 6월호

- 원/달러 환율(원): ('18.3월)1.071.9→(4월)1.067.8→(5월)1.076.4
- 미 국채금리(10년물)가 3%를 상회하고 미 달러화 강세기조가 지속되자 신흥국을 중심으로 자본유출에 따른 경제위기 가능성이 제기되고 있는 상황

- 미 10년물 국채금리(%): ('18.3월)2.8→(4월)2.9→(5월)3.0
- 아르헨티나 페소화 및 터키 리라화의 대미달러환율(월말): ('18.3월)20.1페소, 3.95리라→(4월)20.5페소,
 4.05리라→(5월)24.9페소, 4.46리라





■일별 원/달러 환율 변동성은 달러화강세 및 신흥국 금융불안 등의 영향으로 전월에 비해 확대

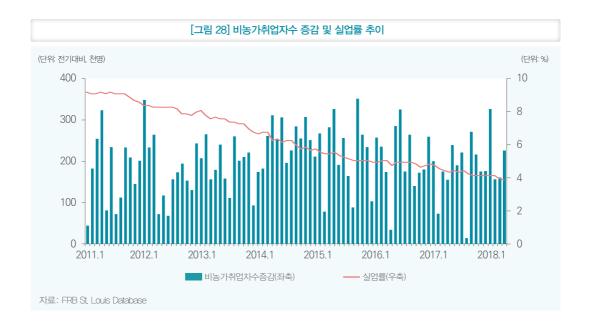
- 원/달러 환율 변동폭(일평균, 전일대비, %):(18.3월)0.30→(4월)0.25→(5월)0.34
- 6월에도 원/달러 환율의 움직임은 미 정책금리 인상, 신흥국 금융불안 확대, 이탈리아의 유로존 탈퇴 우려 등으로 변동성 장세가 예상



02. 해외경제

미국경제는 소비가 호전되고 고용여건이 양호한 흐름을 유지하면서 견실한 성장세 지속

- 개인소비지출은 4월 중 전월에 이어 견실한 증가세를 지속하였고. 제조업생산은 증가세 유지
 - 실질개인소비지출(전월비 연율.%): ('18.2월)-1.2→(3월)6.2→(4월)4.3
 - 제조업생산(전월비.%): ('18.2월)1.4→(3월)0.0→(4월)0.5
- 비농가취업자수는 5월 중 전월에 비해 증가폭이 확대되었고, 실업률은 전월에 이어 4%를 하회하는 낮은 수준이 지속
 - 실업률(%): ('18.3월)4.1→(4월)3.9→(5월)3.8
 - 비농가취업자수 증감(전월대비.만명):('18.3월)15.5→(4월)15.9→(5월)22.3



- ■소비자물가는 4월 중 전월과 동일한 전년동월대비 2.4% 상승하였고, 근원PCE물가상승⁴률은 미연준 목표치(2.0%)에 근접
 - 소비자물가상승률(전년동월대비.%): ('18.2월)2.3→(3월)2.4→(4월)2.4
 - PCE물가상승률(전년동월대비,%): ('18.2월)1.7→(3월)2.0→(4월)2.0
 - 근원PCE물가상승률(전년동월대비,%): ('18.2월)1.5→(3월)1.8→(4월)1.8
- ■시장금리는 기대인플레이션 강화. 6월 중 연준의 정책금리 인상 전망 등으로 상승세 유지
 - 미국채금리(10년물.%): ('18.2월)2.9→(3월)2.8→(4월)2.9→(5월)3.0

유로지역 경제는 산업생산이 완만한 증가세를 나타내고 있으나, 소매판매 증가세가 둔화되고 체감지표가 하락하는 등 개선세가 다소 둔화

- ■유로지역의 산업생산은 3월 중 전년동월대비 3.0%로 전월(2.6%) 보다 증가세가 확대
 - 유로지역 산업생산(전년동월대비,%): ('18.1월)3.6→(2월)2.6→(3월)3.0

⁴⁾ PCE(personal consumption expenditure) 물가지수는 개인이 미국에서 소비한 모든 품목의 평균 가격 수준을 나타낸다. 상무부 산하 경제분석국 (BEA)이 미국민의 전월 소비를 조시하여 매월 말 발표하고 있다. PCE물가지수는 소비자물가지수에 비해 에너지가 차지하는 비중이 낮고, 의료비와 주거비 비중이 상대적으로 높은 비중을 차지하고 있다.

- ■소비자물가는 4월 중 전월 부활절 연휴 이후 항공 및 숙박요금 등 서비스요금의 하락으로 전년동월 대비 1.2%의 상승률을 기록하여 전월(1.3%) 보다 하락
 - 근원물가는 전월과 동일한 전년동월대비 1.0% 상승
- 실업률은 3월 중 8.5%로 전월과 동일한 수준을 보였으며, 청년실업률은 하향세를 지속하며 17.3%를 시현
 - 유로지역 국가별 실업률(2018.3월 기준.%): 독일(3.4), 프랑스(8.8), 이탈리아(11.0), 스페인(16.1)
 - 청년실업률(%): ('17.7월)18.8→(10월)18.4→(12월)17.9→('18.2월)17.7→(3월)17.3



- 유로지역 구매관리자지수(PMI)®와 경기체감지수(ESI)®는 5월 중 각각 55.5, 112.5를 기록하여 5개월 연속 하락
 - 제조업 PMI: (18.1월)59.6 \rightarrow (2월)58.6 \rightarrow (3월)56.6 \rightarrow (4월)56.2 \rightarrow (5월)55.5
 - 경기체감지수ESI: ('18.1월)114.9→(2월)114.3→(3월)112.8→(4월)112.7→(5월)112.5

⁵⁾ 구매관리자지수(PMI · Purchasing Managers' Index)는 기업의 구매 담당자를 대상으로 신규 주문, 생산, 재고 등을 조사한 후 가중치를 부여해 0~100 사이의 수치로 나타낸 값

⁶⁾ 경제심리지수(ESI, Economic Sentiment Indicator)는 산업생산지수, 서비스지수, 소비자심리지수, 건설지수, 소매판매지수 등 5개 부문의 개별 지표에 기초하여 산출

[BOX] 이탈리아 정정불안 진행과정

반EU성향의 오성운동 · 동맹당 연립정부가 국정 운영계획에 EU탈퇴와 대규모 재정지출 등을 포함하면서 이탈리아발 리스크가 부각되기 시작

- 5.13일 좌파인 오성운동과 극우파인 동맹당이 반 EU 정책을 기치로 내세우며 연립정부 구성에 합의
- 5.16일 연립정부가 합의한 국정과제 초안 내용이 언론을 통해 보도되면서 이탈리아발 정정 불안이 시작
- ■국정과제 초안에는 재정적자 확대, EU탈퇴 가능성이 우려되는 내용이 포함
 - ECB에 2,500억 유로 상당의 채무 탕감 요구, EU 탈퇴가 가능하도록 법적 절차 마련 요구(보도 후 삭제됐다고 해명). 기존 이민정책 제고, 구직활동 중인 실업자에게 월 780억 유로 지급 등

이탈리아 대통령이 연립정부가 추천한 재무장관 후보를 임명하지 않으면서 이탈리아 내각 구성과 관련한 불확실성이 확대

- 5,27일 친 EU 성향인 세르지오 마타렐라 대통령은 연립정부가 추천한 EU탈퇴를 주장해 온 '파올라 사보나'의 재무장관 임명을 반대
- 재무장관 승인이 거부되자 총리후보였던 '주세페 콘테'가 사임함에 따라 대통령은 '카를로 코타렐리'를 임시총리로 지명
 - 코타렐리는 2008~2013년 IMF 재정국장을 역임하였으며, 유로존 재정위기 당시 공공지출 삭감을 주장한 인물로 연합정부와는 반대의 성향
- 이에 오성운동과 동맹당이 즉각 반발하면서 대통령 탄핵과 7~9월 조기총선을 추진하겠다고 밝힘
 - 조기총선을 통해 오성운동과 동맹당은 최소 연정 구성비율인 40%를 넘겨 극우파 연정을 구성하고 현 대통령을 탄핵하고 이후 EU탈퇴를 논의한다는 계획
 - 이에 따라 이탈리아가 EU에서 탈퇴하는 이탈렉시트 가능성이 부각
- 5.31일 정정불안이 심화됨에 따라 오성운동과 동맹당이 연립정부를 재구성하고 대통령이 이를 승인함에 따라 불안이 다소 완화
- 6.5일 연합정부가 지명한 '주페테 콘테' 총리에 대한 신임투표가 상하원표결을 통과하며 본격적인 국정운영을 시작

1,28

1,24

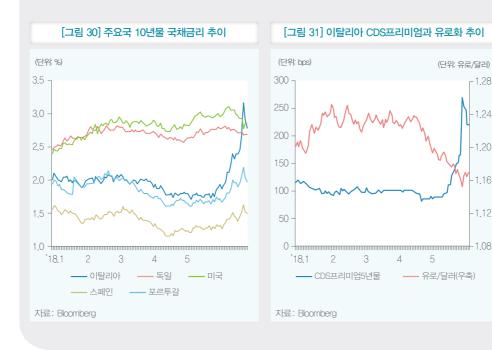
1,20

1.16

-1,12

이탈리아의 정치적 불확실성이 확대되면서 유로존 금융시장의 변동성이 확대되는 모습

- 이탈리아의 EU탈퇴 가능성과 국가부채 문제가 부각되며 이탈리아 국채금리와 CDS 프리 미엄이 급등하고 유로화가 급락
- ■이는 유로존으로 확대되어 그동안 안정세를 보이던 재정취약국인 스페인과 포르투갈의 국채금리와 CDS가 큰 폭으로 급등
- ■다만 5.31일 오성운동과 동맹당의 연정 구성 재시도로 이탈리아의 정정 불안감이 다소 완화되며 금리변동폭이 축소되는 모습

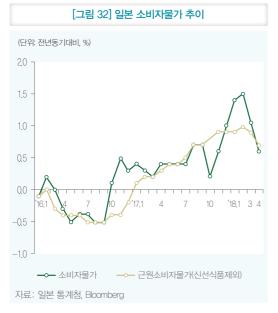


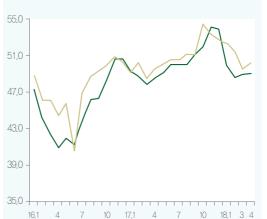
일본경제는 소매판매가 증가로 전환되고 수출이 큰 폭으로 증가하였으나 광공업생산이 부진하고 체감지표는 여전히 낮은 수준

- ■소매판매는 4월 중 전월대비 1.4% 증가하여 전월 감소에서 증가로 전환
 - 소매판매(전월대비.%): ('18.2월)0.5→(3월)-0.6→(4월)1.4

□□□ 경제동향&이슈 2018년 6월호

- ■수출은 4월 중 전년동월대비 7.8% 증가하여 전월(2.1%)보다 높은 증가율을 기록하며 2016.11월 이후 17개월 연속 증가세를 이어감
 - 최근 일본의 대외 수출은 생산설비, 자동차, 반도체 수요 증가에 의해 주도되는 모습
 - 수출(전년동월대비.%): ('18.2월)1.8→(3월)2.1→(4월)7.8
- 광공업생산은 최근 3개월 연속 전월대비 증가세를 유지하였으나 증가율은 둔화되는 모습
 - 광공업생산(전월대비,%): ('18.2월)2.0→(3월)1.4→(4월)0.3
- 3개월 전 대비 현재 경기상태를 보여주는 경기판단지수⁷는 49.0으로 전월(48.9)대비 소폭 상승하였으나, 4개월 연속 기준선(50)을 하회
 - 경기판단지수: ('18.1월)49.9→(2월)48.6→(3월)48.9→(4월)49.0
- 가계의 소비자물가는 에너지가격이 높은 수준을 유지하였음에도 불구하고 에어컨, 청소기, TV 등 가정용 내구재 가격이 전년동월대비 3.8% 하락하면서 전체적으로 0.6% 상승에 그침
 - 아베노믹스 물가안정 목표(2.0%) 기준으로 활용되는 신선식품을 제외한 소비자물가지수는 전년동월대비 0.7% 상승
 - 소비자물가(전년동월대비,%): ('18.2월)1.5→(3월)1.1→(4월)0.6
 - 신선식품 제외 소비자물가(전년동월대비,%): ('18.2월)1.0→(3월)0.9→(4월)0.7





── 경기판단지수 ── 선행판단지수

[그림 33] 일본의 경기 및 선행 판단지수 추이

자료: 일본 내각부

⁷⁾ 경기판단지수는 경기동향을 판단하기 위해 경제주체 2,050명을 대상으로 매월 25일부터 말일 사이에 실시하며 지수가 50이상이면 확장국면, 50 미만이면 후퇴국면으로 판단

2018년 1/4분기 중 일본경제는 민간소비, 투자 등 내수가 감소로 전환되고 수출 증가세가 둔화되면서 전기대비 -0.2% 성장

- ■실질GDP성장률은 전기대비 -0.2%, 연율 환산 -0.6%를 기록하며 9분기 만에 마이너스 성장으로 전화
- 민간소비, 주택투자, 설비투자 증가율은 전기대비 각각 -0.0%, -2.1%, -0.1%를 나타내며 내수기여 도가 전기대비 0.2%p 감소
- ■수출은 전기대비 0.6% 증가에 그쳐 2017.3/4분기(2.0%)와 4/4분기(2.2%)에 비해 둔화된 모습

[표 2] 지출부문별 GDP 성장률 추이

(단위: 전기대비, %)

		20	16		2017				2018
	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4
GDP	0.8 (3.3)	0.3 (1.1)	0.2 (0.7)	0.2 (0.9)	0.7 (2.6)	0.5 (2.0)	0.5 (2.0)	0.1 (0.6)	-0.2 (-0.6)
민간소비	0.4	-0.3	0.4	0.0	0.5	0.7	-0.7	0.2	-0.0
주택투자	1.4	2.2	2.5	0.8	1.2	0.9	-1.6	-2.7	-2.1
설비투자	-0.1	0.4	-0.4	1.5	0.6	0.8	1.0	0.6	-0.1
수출	0.6	-0.6	2.2	2.7	2.1	-0.1	2.0	2.2	0.6
수입	-1.4	-0.9	0.1	0.8	1.6	1.8	-1.3	3.1	0.3

주: () 안은 전기대비 연율 자료: 일본 내각부

중국경제는 고정자산투자 증가세가 둔화되었으나, 수출이 증가세로 전환되고 산업생산이 견조한 증가세를 보이는 등 성장세 유지

- ●수출은 4월 중 글로벌 수요 증가 등에 힘입어 전월(-2.8%)의 감소에서 벗어나 전년동월대비 12.7% 증가로 전환
 - 수출(전년동월대비, %): ('18.2월)43.8→(3월)-2.8→(4월)12.7
 - 수입(전년동월대비, %): ('18.2월)6.2→(3월)14.4→(4월)21.5
 - 무역수지는 288억달러 흑자를 기록
- 산업생산은 4월 중 전년동기대비 7.0% 증가하여 2017.6월 이후 최고치를 기록하였으며, 소매판매는 전년동기대비 9.8% 증가
 - 산업생산 증가세 확대는 제조업과 에너지 부문 뿐만 아니라 중국정부가 적극 지원 중인 첨단기술과 첨단 장비 제조 부문의 생산 증가도 가세

■고정자산투자는 1~4월 누적 기준으로 7.0%를 기록하며 이전 최저치를 경신

- 고정자산투자(전년동월대비, 누적, %): ('18.2월)7.9→(3월)7.5→(4월)7.0

■소비자물가는 4월 중 전년동월대비 1.8%의 상승률을 나타내어 2개월 연속 둔화

 $-1\sim29$ 중 한파로 인한 농산물 생산 부진과 춘절연휴로 인한 식품과 교통 가격 급등효과 등이 사라지면서 $3\sim49$ 들어 상승률이 둔화

- 근원물가는 전년동월대비 2.0%의 상승률을 기록하며 전월(2.0%)과 동일한 수준을 유지



주요국 제조업 평균가동률 추이의 특징과 시사점

경제분석국 거시경제분석과 황종률 경제분석관 (788-4659)

세계 주요국의 제조업 평균가동률은 금융위기 이후 일시적 부진에서 벗어나 빠르게 상승한 반면 우리나라의 가동률은 지속적으로 하락

- 제조업 평균가동률은 생산설비의 활용도를 보여주며, 제조업 경기 및 향후 설비투자 여력을 가늠할 수 있는 중요한 지표
- 유럽과 미주 주요국의 제조업 가동률은 세계금융위기 및 유럽재정위기의 충격에서 벗어나 빠르게 정상수준으로 회복되었고 독일, 영국, 캐나다 등 일부 국가는 금융위기 이전 수준 이상으로 상승
- 반면 우리나라의 경우 최근의 경기침체기 이후에는 장기평균 수준(78%)으로 회복되지 못하고 지속적으로 하락하여 2018년 1/4분기에는 71% 기록
 - 주요 업종별로 보면 조선 등의 기타유송장비, 기계장비, 전기전자(반도체 제외) 업종의 부진에 기인

주요국 제조업 가동률과 실질GDP성장률 간의 안정적 관계는 세계금융위기 이후 크게 약화되었으나, 두 변수의 경기순환적 요인 간에는 안정적 관계가 유지되고 있는 것으로 나타남

- 제조업가동률이 1%p 상승하면 실질GDP성장률이 전분기대비 0.04~0.16%p(연율 0.15~0.58%p) 상승하는 안정적인 관계가 존재
- 금융위기 이후 기간을 대상으로 할 경우에는 스페인의 경우를 제외하곤 통계적 유의성이 없고, 계수의 크기도 큰 폭으로 감소
- ■그러나 추세적 요인을 제거한 가동률갭이 1%p 상승할 경우 실질GDP갭은 0.34~0.63%p 증가하는 것으로 나타났으며, 금융위기 이후에도 영국과 스페인을 제외하면 여전히 통계적으로 유의하며 안정적인 관계가 유지된 것으로 추정됨

현재와 같은 제조업 가동률 하락 추세가 지속될 경우 투자와 고용에 부정적으로 작용할 가능성

- ■주요 선진국에 비해 제조업 비중이 큰 우리나라(2016년 기준 28.4%)의 경우 제조업 가동률 하락은 생산능력 확대를 제약하는 요인으로 작용
- ■세계적 산업수요와 기술변화에 능동적으로 대처하는 구조조정으로 과잉설비를 줄이고 산업경쟁력을 향상시키는 방향으로 가동률을 높일 필요
- ■추세적 요인을 고려한 후 경기상황을 가늠하는 주요 경제지표로 활용할 필요

01. 우리나라 제조업 평균가동률 추이 및 특징

제조업 평균가동률은 제조업의 생산설비 활용 정도를 보여주는 지표로서 제조업 경기. 관련업종의 투자 및 고용과 밀접한 관계를 가짐

- 제조업 평균가동률은 제조업체의 생산설비 이용도를 보여주는 지표로서 업종별 가동률을 가중 평균 하여 산출
 - 가동률 = (생산실적 / 생산능력¹⁾) × 100
 - 현재 통계청에서는 전체 가동률과는 달리 업종별 가동률은 지수형태(2015=100)로만 공표하고 있음
 - 가동률은 생산이 증가하더라도 생산능력이 그 이상 증가하면 하락할 수 있으며, 출하가 감소하여 재고가 증가할 경우에는 가동률 상승을 제약하는 요인으로 작용
- ■실제 가동률과 장기 평균 수준 가동률 간의 가동률 갭을 계산하여 제조업의 유휴생산설비 정도를 가늠하고 제조업 및 경제 전체의 경기를 판단해 볼 수 있는 지표로 활용 가능
 - GDP갭(실제GDP와 잠재GDP의 차이)과 실업률갭(실제 실업률과 자연실업률의 차이)이 각각 경제 전체 및 노동시장의 유휴경제력을 나타내는 지표라면 가동률갭은 자본의 유휴 경제력을 나타내는 지표라 할 수 있음
 - 가동률 갭이 상승할 경우 활용되지 못하는 자본이 증가하여 설비투자가 위축되어 생산능력이 정체되고 실 업 등으로 이어질 가능성이 높아짐

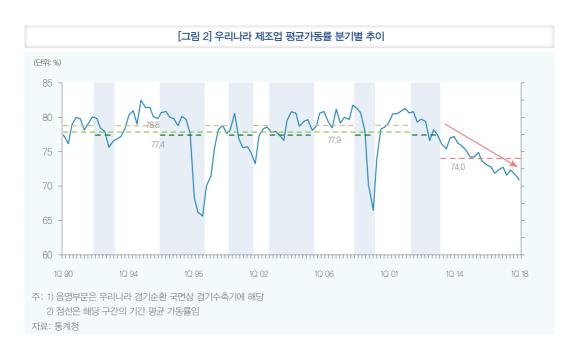




■ 본고에서는 우리나라 제조업 가동률 추이의 특징을 살펴보고, 국제적인 관점에서 주요국 제조업 가동률 및 경기변동 관계 비교를 통해 시사점을 도출하고자 함

최근 우리나라의 제조업 평균가동률은 세계금융위기 이후 장기평균 수준을 하회하며 지속적으로 하락

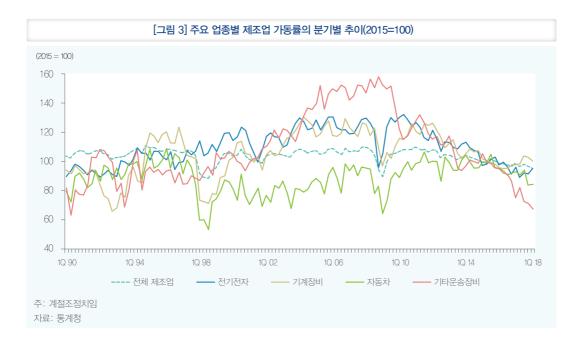
- 1990. 1/4분기 ~ 2011. 2/4분기 기간 중 가동률 평균은 77.9%였으며, 동기간 경기침체기 가동률 (77.4%)은 경기확장기 가동률(78.8%)에 비해 평균 1.4%p 낮게 나타남
 - 지난 1998년 외환위기 기간과 2008년 금융위기시에는 제조업 가동률이 큰 폭으로 하락하며 일시적으로 70%를 하회
- 세계금융위기 이후 제조업 가동률은 최근 경기침체기이후에도 이전 장기평균 수준으로 회복되지 못하고 지속적으로 하락하여 올해 1/4분기에는 71.0%를 기록
 - 지난 경기침체기(2011. 3/4~ 2013. 1/분기)에는 유럽재정위기 등으로 세계경제의 불확실성이 확대되고 경기부진이 지속되면서 국내경기도 생산과 수출이 둔화되고 장기간 투자부진이 지속되었음
 - 관련하여 우리나라 제조업의 구조적 취약성이 증가하고 산업경쟁력에 부정적으로 작용할 수 있다는 우려가 제기되고 있음



1) 생산능력은 사업체의 주어진 조건(설비, 노동력, 사내지정조업시간 및 일수, 설비효율 등)하에서 최대 생산 가능량(적정생산능력)을 말함

주요 업종별로 보면 제조업 평균가동률 하락은 조선 등의 기타운송장비, 기계장비, 전기 전자(반도체 제외) 업종의 부진에 기인

- ●우리나라 제조업 10대 주력 업종 중 세계금융위기 이전 전체 제조업 가동률을 크게 상회하였던 기타 운송장비, 기계장비, 전기전자 등의 업종에서 가동률이 급격하게 하락
 - * 전체 23개 제조업종 중 10대 업종이 제조업생산에서 차지하는 비증은 2015년 기준 81,6%(전기전자 20,5%, 자동차 13,1%, 화학 9,4%, 기타기계 8,1%, 1차금속 6,0%, 금속가공 6,0%, 고무ㆍ플라스틱 5,2%, 식료품 5,0%, 전기장비 4,6%, 기타운송장비 3,7% 순). 특히 자동차 (13,1%)와 반도체(10,8%) 의존도가 높음.
 - 조선 등 기타운송장비 업종의 가동률의 경우 금융위기 이전에는 전체 가동률에 비해 50%이상 높은 수준이었으나 세계 수요둔화와 관련업종의 과잉설비 등의 영향으로 최근 들어 절반 이하 수준으로 하락
 - 기계장비 제조업은 이전 최고 수준에서 30%이상 하락
 - 자동차는 외환위기 이후 완만한 회복 기조를 유지하였으나 2015년 이후 다시 하락



- 반도체가 포함된 전기전자 업종의 가동률은 금융위기 이전에 비해 30%이상 하락하였고, 반도체를 제외할 경우 부진이 심화
 - 전기전자 업종의 가동률 지수(2015=100): ('10년 2/4분기)132.3 → ('18년 1/4분기) 95.1
 - 반도체 가동률 지수(2015=100): ('10년 2/4분기)105.0 → ('18년 1/4분기) 103.9
 - 휴대폰 등의 통신방송장비업 가동률 지수(2015=100): (10년 2/4분기)169.7 → (18년 1/4분기) 70.0



02. 주요국의 제조업 평균 가동률 추이 및 특징 비교

주요국의 제조업 가동률은 세계금융위기 및 유럽재정위기의 영향으로 하락하였으나 일부 국가를 제외하고는 과거 장기평균 수준으로 빠르게 회복되고 있는 것으로 나타남

유럽 주요국의 경우 세계금융위기와 유럽재정위기의 영향으로 가동률이 크게 하락하였으나 경기회복기에 접어들면서 빠르게 정상 수준으로 회복

■ 영국과 독일은 금융위기 기간 중 가동률이 큰 폭으로 하락하였으나 빠르게 회복되어 최근에는 과거 평균수준 이상으로 상승

177 4	ᅄᅺᇌ	무이이	ᄌ	기기내	ᅰㅈ어	평균가동륙	
1777			$-\pi$	71713	All C Li		

	금융위기 이전	금융위기 기간	금융위기 이후
영국	80.6	73.3	81.1
독일	84.3	73.6	85.0

주: 금융위기 이전: 1990. 1/4~ 2008. 4/4분기, 금융위기 기간: 2009. 1/4~2010. 2/4분기, 금융위기 이후: 2010. 3/4~2018. 1/4분기

■스페인과 이탈리아는 재정악화에 따른 유럽재정위기의 직접적인 영향으로 장기간의 가동률 하락을 경험하였으나 최근에는 과거 평균에 근접하는 수준까지 회복

■ 프랑스는 금융위기와 유럽재정위기 이후 지속적으로 상승하고 있으나 과거 평균 수준에는 미치지 못하고 있음

[표 2] 스페인, 이탈리아, 프랑스의 주요 기간별 제조업 평균가동률

	금융위기 이전 금융위기 및 유럽재정위기 기간		유럽재정위기 이후
스페인	79.0	72.6	78.4
이탈리아	76.1	71.2	76.4
프랑스	82.5	76.0	78.6

주: 금융위기 이전: 1990. 1/4~ 2008. 4/4분기, 금융위기 및 유럽재정위기 기간: 2009. 1/4~2014. 4/4분기, 유럽재정위기 이후: 2015. 1/4~2018. 1/4분기



미주지역의 경우 미국은 장기적인 하락 추세에도 불구하고 제조업 가동률이 금융위기 이후 빠르게 회복되었고. 캐나다와 멕시코는 금융위기 이전 수준으로 복귀

- 미국은 2001년 IT버블 붕괴에 따른 경기침체, 2008년 금융위기 기간 중 큰 폭으로 가동률이 하락 하였으나 경기호황기에는 지속적으로 상승
 - 2001년 경기침체 이전 장기간 호황기, 소위 '골디락스 경제(Goldilocks Economy)' 기간의 평균 가동률 (1990,1/4~2000,4/4,%): 81,0
 - 2001년 경기침체 이후부터 금융위기 이전(2002.1/4~2008. 4/4.%): 76.3
 - 금융위기 이후(2010.1/4~2018.1/4.%): 74.9
 - 그러나 경기회복기의 지속적인 상승에도 불구하고 추세적으로는 하락
- 캐나다는 금융위기 이전의 평균 가동률 수준(82.0%)으로 회복되었고, 최근에는 86%에 근접하는 수준까지 상승
- ■멕시코는 금융위기 기간 중 가동률 하락이 크지 않았고 이후 완만히 상승하는 모습
- 브라질은 금융위기 기간 중에도 가동률 하락폭이 상대적으로 작았으나, 2010년 83.4%를 정점으로 하락하여 2017년 77.4% 기록



아시아의 경우 한국은 금융위기 이후 가동률이 이전 수준으로 회복되지 못하고 지속적으로 하락하였고. 일본은 낮은 수준에서 정체

- 한국은 과거 외환위기와 금융위기 기간 중 가동률이 일시적으로 큰 폭 하락하여 70%를 하회하기도 하였으나 경기회복 국면에 접어들면서 빠르게 회복
 - 그러나 금융위기 이후 경기침체기(2011, 3/4~ 2013, 1/분기) 이후에는 과거 수준으로 반등하지 못하고 추세적으로 하락
- 일본의 가동률은 금융위기 이후 과거 수준으로 회복되지 못하고 이전보다 10%이상 낮은 수준에서 정체
 - 금융위기 이전 평균 가동률(1990.1/4~2008. 4/4, 2010=100): 110.4
 - 금융위기 이후 평균 가동률(2010.1/4~2018. 1/4. 2010=100): 98.8



제조업 가동률과 실질GDP성장률 간의 안정적인 관계가 금융위기 이후 대부분의 국가 에서 크게 약화된 것으로 나타남

- 제조업 평균가동률과 실질GDP성장률 간의 회귀분석 결과 전기간(1990. 1/4~2018. 1/4분기)을 대상으로 할 경우 모든 국가에서 가동률이 1%p 상승하면 실질GDP성장률이 전분기대비 0.04~0.16%p (연율 0.15~0.58%p) 상승하는 안정적인 관계가 존재
 - 전체 9개 분석대상국가 중 추정계수의 크기는 한국(0.15), 스페인(0.12), 캐나다(0.10) 등의 순이었으며, 영국(0.04)과 독일(0.04) 등이 작게 나타남
- 그러나 금융위기 이후 기간(2010, 1/4분기 이후)을 대상으로 할 경우에는 스페인의 경우를 제외하고는 통계적 유의성이 없고, 계수의 크기도 큰 폭으로 감소
 - 캐나다. 영국, 독일의 경우에는 두 변수의 관계가 음(-)으로 전화

[BOX 1] 주요국 제조업 가동률과 실질GDP성장률간의 회귀분석

■ 주요국의 제조업 가동률과 실질GDP성장률, 가동률갭과 실질GDP갭간의 회귀분석을 실시

$$\begin{aligned} & \text{y}_{it} = \alpha + \beta_i \, mopr_{it} + \, e_{it} \\ & \text{ygap}_{it} = \alpha_i + b_i \, moprgap_{it} + \, e_{it} \end{aligned}$$

- 위에서 Yir와 mopra는 각각 i국가의 t분기의 전분기대비 실질GDP성장률과 제조업 평균가동률이고, ygapit와 moprgapa는 각각 추세치를 제거한 실질GDP갭과 제조업가동률갭이며, α는 상수항, α는 오차항임
- 각 변수의 경기순환적 요인(갭)과 추세적 요인을 구분하기 위해 일반적으로 이용되는 HP필터를 적용
- 분석대상 국가는 제조업 가동률 지표를 공표하고 있는 30여개 국가 중 유럽, 미주, 아시아 주요 9개국임
- 분석기간은 1990년 1/4~2018년 1/4분기이나, 일부 국가(일본은 1994. 1/4분기, 스페인과 이탈리아는 1995. 1/4분기부터 시작)는 기간 중 이용가능한 자료만을 사용
- 전기간과 금융위기 이후(2010, 1/4분기부터) 기간으로 구분하여 계수 추정

[교 의 제조어	기도르기	실직GDP성장륰	7101	되기비서 2	73 71
1표 31 세소입	가동육과	실실(i) P성성률	구만	외귀문식 4	34

-71	추정계수(β)			
국가	전기간	금융위기 이후		
한국	0.15*** (0.03)	0.03 (0.03)		
일본	0.03** 0.05 (0.01) (0.05)			
미국	0.06*** (0.01)	0.01 (0.04)		
캐나다	0.10*** (0.01)	-0.02 (0.03)		
영국	0.04* (0.02)	-0.02 (0.02)		
독일	0.04** (0.02)	-0.04 (0.04)		
프랑스	0.06*** (0.01)	0.04 (0.03)		
스페인	0.12*** (0.04)	0.18*** (0.06)		
이탈리아	0.06** (0.02)	0.05 (0.03)		

주: 1) 괄호안의 수치는 추정계수의 표준오차임

2) *은 10%, **은 5%, ***은 1% 유의수준하에서 통계적으로 유의한 추정치임

자료: 국회예산정책처

[그림 8] 한국과 미국의 제조업 가동률 및 실질GDP성장률





그러나 추세적 요인을 제거한 경기순환적인 제조업 가동률갭과 실질GDP갭 간의 관계는 금융위기 이후에도 대부문의 국가에서 안정적으로 유지되고 있는 것으로 나타남

- 추세적 요인을 제거한 경기순환적인 요인인 가동률갭과 실질GDP갭 간에는 전기간을 대상으로 할 경우 가동률갭이 1%p 상승할 경우 실질GDP갭도 0.34~0.63%p 증가하는 것으로 나타남
 - 추정계수의 크기는 한국(0.63), 스페인(0.62), 이탈리아(0.44) 등의 순
- 금융위기 이후 기간만을 대상으로 했을 경우에도 추정계수의 크기는 소폭 감소하지만 영국과 스페인을 제외하면 여전히 통계적으로 유의하며 안정적인 관계가 존재하는 것으로 추정됨
 - 추세적 요인을 제거한 후 경기상황을 판단하는 주요 지표로 활용할 필요
- ■제조업 가동률의 추세적 요인은 독일, 영국, 캐나다 등의 국가에서는 금융위기 이후에도 금융위기 이전 기간에 비해 상승하고 있으나 한국, 일본, 미국, 프랑스 등의 국가에서는 정체되거나 하락하고 있는 것으로 나타남
 - 금융위기 이후 나타난 4차 산업혁명 및 세계수요 변화와 이에 대응한 각국의 산업구조 개편 등의 영향으로 각국의 제조업이 급격한 구조변화를 경험하고 있으며, 이를 반영하여 각국의 제조업 평균가동률 추세도 변화하고 있을 가능성^{2/3/4}

[표 4] 제조업 가동률갭과 실질GDP갭 간의 회귀분석 결과

771	추정계수(b)			
국가	전기간	금융위기 이후		
한국	0.63*** (0.04)	0.32*** (0.04)		
일본	0.21*** (0.01)	0.16*** (0.04)		
미국	0.40*** (0.03)	0.27*** (0.07)		
캐나다	0.40*** (0.04)	0.29*** (0.09)		
영국	0.34*** (0.15)	0.07 (0.07)		
독일	0.34*** (0.03)	0.36*** (0.02)		
프랑스	0.35*** (0.03)	0.29*** (0.04)		
스페인	0.62*** (0.10)	0.18 (0.25)		
이탈리아	0.44*** (0.04)	0.36*** (0.07)		

주: 1) 괄호안의 수치는 추정계수의 표준오차임

자료: 국회예산정책처

^{2) *}은 10%, **은 5%, ***은 1% 유의수준하에서 통계적으로 유의한 추정치임

[그림 9] 한국과 미국의 제조업 가동률갭 및 실질GDP갭





[그림 10] 주요국 제조업 가동률 추세





²⁾ Levinson, M., "U.S., Manufacturing in International Perspective," CRS report(2018), "Manufacturing Our future," World Economic Forum(2016)

³⁾ 김계환·박상철, "독일의 인더스티리 4.0과 제조업의 변화," 산업연구원 정책자료, 산업연구원(2017)

⁴⁾ 사공목 외, "아베노믹스 이후 일본 제조업의 경쟁력 변화와 우리의 대응," 산업연구원(2015)

03. 요약 및 시사점

세계 금융위기 이후 주요국의 제조업 가동률은 일시적인 부진에서 벗어나 경기회복 국면에서 빠르게 회복되었으나. 우리나라의 제조업 가동률은 지속적으로 하락

- ■유럽과 미주 주요국의 제조업 가동률은 금융위기 이후 경기회복 기조에 부응하여 지속적으로 상승하였고, 독일, 영국, 캐나다 등의 일부 국가들은 금융위기 이전 수준 이상으로 상승
 - 다만 일본은 금융위기 이전 수준으로 회복되지 못하고 이전보다 10%이상 낮은 수준에서 정체
- 반면 우리나라의 제조업 가동률은 금융위기 이후에도 기타운송장비, 기계장비, 전기전자(반도체 제외) 업종의 부진에 기인하여 지속적으로 하락
 - 최근의 경기침체기 이후에도 이전 장기평균 수준(78%)으로 회복되지 못하고 지속적으로 하락하여 2018년 1/4분기에는 71%를 기록

제조업 가동률과 실질GDP성장률 간의 안정적인 양(+)의 관계는 금융위기 이후 약화되었으나, 추세적 요인을 제거한 가동률갭과 실질GDP갭 간에는 금융위기 이후에도 안정적 관계를 유지하고 있는 것으로 나타남

- 제조업 평균가동률과 실질GDP성장률 간에는 가동률이 1%p 상승하면 실질GDP성장률이 전분기대비 0.04~0.16%p(연율 0.15~0.58%p) 상승하는 안정적인 관계가 존재
- 그러나 금융위기 이후 기간(2010. 1/4분기 이후)을 대상으로 할 경우에는 스페인의 경우를 제외하곤 통계적 유의성이 없고. 계수의 크기도 큰 폭으로 감소
- 추세적 요인을 제거한 경기순환적인 가동률갭이 1%p 상승할 경우 실질GDP갭 은 0.34~0.63%p 증가하는 것으로 나타났으며, 금융위기 이후에도 영국과 스페인을 제외하면 계수값이 소폭 감소하였지만 여전히 통계적으로 유의하며 안정적인 관계 유지
 - 추세적 요인을 고려한 후 경기 상황을 판단하는 지표로 활용할 필요⁵⁶

⁵⁾ 통계청의 경기종합지표 구성지표 중 경기동행지표는 광공업생산지수, 서비스생산지수, 건설기성액, 소매판매액지수, 내수출하지수, 수입액, 비농림 어업취업자 등 7개 지표임

⁶⁾ Baxter, M. and D. Farr, "Variable capital utilization and international business cycles," Journal of International Economics 65(2005)

제조업 가동률 하락이 지속될 경우 투자확대와 고용에 부정적으로 요인으로 작용할 가능성

- 제조업의 비중이 주요 선진국에 비해 큰 우리나라의 경우 제조업 가동률의 추세적인 하락은 경제 전체의 생산능력 확대를 제약하는 요인으로 작용할 가능성[™]
 - 주요국 제조업의 GDP대비 비중(2016년 기준, %): 중국 28.8, 한국 28.4, 독일 21.0, 일본 20.0, 미국 12.0



■ 세계적 산업수요와 기술변화에 능동적으로 대처하는 구조조정으로 과잉설비를 줄이고 산업경쟁력을 향상시키는 방향으로 제조업 가동률을 제고시킬 필요



ESG-투자 관련 국내 기관투자자의 역할

경제분석국 경제분석총괄과 진 익 과장 (788-3780)

해외 주요국에서 ESG-투자가 확산되는 가운데 국내에서도 관심이 커지고 있음

- ESG-투자는 운용과정에서 재무 정보(재무제표에 표시되는 정보)와 함께 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 등의 비재무 정보도 활용하는 투자방식임
 - ESG-투자가 보편화되는 경우, 개별 투자자는 비재무 위험에 대한 관리수단을 새롭게 얻게 되어 중장기 운용성과를 개선할 수 있는 선택의 폭이 넓어짐
- 2017년 전 세계 1,961개 기관(운용자산 규모 약 81.7조 달러)이 PR(ESG-투자 관련 6개 원칙)에 서명한 상태이며, 2007년대비 서명기관 수가 약 5.4배 증가
- 전 세계 ESG─투자 규모는 2012년 13.3조 달러에서 2016년 22.9조 달러로 증가하였고, 2016년 기준 전체 운용자산 대비 비중은 26.3%임
- ■국내에서는 ESG-투자가 아직 본격화되지 않았으나 그에 대한 관심은 커지고 있음
 - 최근 국민연금의 ESG-투자 관련 공시, 스튜어드십코드 도입, 일본에서의 ESG-투자 급성장 등을 계기로 비재무 정보 활용에 대한 사회적 공감대 형성 중

해외 기관투자자에 비해 국내 기관투자자가 ESG-투자 활용에 보다 소극적인 상태임

- 국내 기관투자자가 ESG—투자를 수용하여 비재무 위험을 적극 관리하면 중장기 운용성과가 개선되고 국가 전반의 비재무 위험 수준이 낮아질 수 있음
 - 2017년 국가 ESG-점수 수준을 비교 해보면, 한국은 58.3으로서 OECD 회원국 평균 73.7보다 낮아 비재무 위험 수준이 높은 것으로 볼 수 있음
- 비재무 위험을 관리하는 것이 수익자의 이익에 부합하는 상황이더라도 대리인(수탁자)인 기관투자자가 이를 적극적으로 수용할 유인이 크지 않을 수 있음
 - OECD 35개국 8개년(2010−2017년) 자료에 대한 분석결과에 따르면, 금융시스템내 기관투자자의 비중 증가가 국가 전반의 비재무 위험 감소에 기여하고 있다고 보기 어려움

국내 기관투자자가 단기주의에서 벗어나 ESG-투자를 수용할 유인의 제고가 요청됨

- 국내에서 수탁자책임 범위 확대, 스튜어드십코드 도입, 기업의 비재무 정보 공개 확대 등이 성공적으로 정착되도록 관련 운영기준을 조기에 구체화 하려는 노력 긴요
 - 수익자가 기관투자자의 ESG-투자 상황, 투자대상기업의 비재무 위험 상황을 정확하게 파악할 수 있도록 신뢰성, 완결성, 비교가능성을 갖춘 정보 제공 필요
 - 기관투자자의 의결권 행사 내용, 이유, 방식 관련 정보공시 기준 개선, 기업이 공개하는 비재무 정보의 내용과 형식에 대한 표준화 등이 요청됨

01. 국내외 ESG-투자 현황

가. ESG-투자 개요

ESG-투자는 운용과정에서 재무 정보와 함께 비재무 정보도 활용하는 투자방식임

- 비재무 정보는 재무 정보(재무제표에 표시되는 정보) 이외의 정보를 통칭함
 - 비재무 정보의 주요 범주는 환경(E: environment), 사회(S: Social), 지배구조(G: Governance)이며, 해당 범주를 아우름에 따라 ESG-투자로 불림

- 운용과정은 투자정책 수립, 위험수준 설정, 투자전략 실행, 운용성과 평가 단계로 구분할 수 있으며, ESG-투자는 각 단계에서 비재무 정보의 활용을 표방함
 - 투자정책서에 비재무 정보의 활용 여부, 범위 등을 기술하는 것이 통상적임
 - 비재무 정보를 활용하여 대규모 손실 발생 위험을 관리하고자 함
 - 비재무 정보를 활용한 자산가치평가를 통해 저평가된 투자대상을 탐색함으로써 중장기 운용성과를 개선 하려는 투자전략을 사용
 - 재무 정보가 미래 성과와 관련된 잠재적 위험을 충실히 보여주지 못한다고 보고 중장기 관점에서 운용성과 평가를 위한 지표로 비재무 정보도 활용

개별 투자자는 중장기 운용성과 개선을 위한 수단으로서 ESG-투자를 바라봄

- 비재무 정보를 활용하여 중장기 운용성과를 개선할 수 있다는 투자철학은 기존에 보편적으로 활용되어 온 다양한 투자전략과 쉽게 연계될 수 있음 ([표 1] 참조)
 - 비재무 정보를 활용하는 투자전략은 네거티브 선별, 포지티브 선별, 주주관여, 테마별 투자, 임팩트 투자, ESG-통합 등으로 구분될 수 있음
- 네거티브 선별은 투자자가 제시하는 윤리적 기준에 부합하지 않는 자산을 포트폴리오에서 배제하는 투자전략으로서, ESG-투자 초창기에 주로 활용되었음
 - 위험-수익 관점에서 볼 때, 추가적인 제약조건을 부과하여 포트폴리오 다변화 효과를 제한함으로써 단기 운용성과를 훼손시킬 수 있다는 비판에 직면

■최근 글로벌 시장의 추이를 보면 ESG-통합 전략의 활용 빈도가 가장 높음

- 1,325명의 포트폴리오 운용자, 재무분석가 등이 응답한 CFA협회의 2015년 설문결과를 보면, 응답자 중 57%가 ESG-통합 전략을 활용

[표 1] ESG-투자 전략 개요 및 전략별 활용도

전략	개요	응답비율 (%)
ESG-통합 (ESG Integration)	기업의 가치 및 위험 분석에 비재무 정보를 통합하는 방식 (예, 비재무 정보를 참조하여 할인율 조정)	57
포지티브 선별 (Best-in-class selection)	비교 그룹 내에서 ESG-점수가 높은 기업들에 투자 (예, 동일 업종 내 ESG-점수 상위 50% 기업 선별)	38
네거티브 선별 (Exclusionary screening)	특정 기준을 충족하지 못하는 기업을 포트폴리오에서 배제하는 투자 (예, 무기 판매 기업 배제)	36
주주관여 (Active ownership)	기업의 ESG-이슈에 관여함으로써 비재무 위험 관리 유도 (예, 의결권 행사, 기업 경영진과의 면담)	26
테마별 투자 (Thematic investment)	특정 테마와 관련된 기업들에 투자를 집중 (예, 신재생에너지, 물관리 전문기업 등에 투자)	23
임팩트 투자 (Impact investment)	사회적 가치를 지향하는 투자 방식 (예, 임직원 중 70% 이상이 취약지역에 거주하는 기업에 투자)	21

주: 응답비율은 전체 설문 응답자 1,325명 대비 중복선택을 허용한 상태에서 해당 투자전략을 활용하고 있다고 표시한 응답자의 비율임 자료: CFA Institute 자료를 바탕으로 국회예산정책처에서 작성

국가 차원에서는 ESG-투자를 통해 경제의 지속가능성을 제고할 수 있는지가 관심

- ESG-투자 확산 시 금융의 주요 기능(가치평가, 사후점검, 위험관리)이 개선되어 경제전반의 지속 가능성이 제고되는 긍정적 외부효과를 기대할 수 있음
 - ESG-투자는 지속가능한 투자대상의 가치를 높게 평가하여 해당 투자대상에 자금을 배분함으로써 지속 가능한 경제로의 전환에 기여할 수 있음
 - ESG-투자는 적극적인 의결권 행사를 통해 투자대상기업에 대한 사후점검을 강화함으로써 기업의 지속 가능성 제고에 기여할 수 있음
 - ESG-투자가 확산되어 비재무 위험에 대한 체계적 관리가 보편화되면, 경제 전반에 잠재된 비재무 위험이 축소되는 효과를 기대할 수 있음

나. ESG-투자 성과

초창기 우려와 달리 ESG-투자의 운용성과가 양호하다는 연구결과가 축적되고 있음

■ Friede et, al. (2016)은 기업 ESG—점수와 기업재무성과 사이의 관계에 대해 분석한 선행연구들을 대상으로 분석결과를 비교분석하였음¹⁾

- ■기업의 ESG—점수가 재무성과에 미치는 영향에 대한 결과를 기준으로 네 가지 유형(긍정적, 중립적, 부정적, 불명확)으로 분류하여 유형별 연구 수를 집계
 - 분류 대상 1,816개 연구 중 48.2%가 긍정적, 23.0%가 중립적, 10.7%가 부정적이라는 결론을 제시하였고, 나머지 18 1%는 명확한 분류가 어려움

ESG-투자는 비재무 위험에 따른 대규모 손실발생에 대해 안전망을 제공

- 자본시장이 효율적으로 작동하는 상황에서 ESG-투자로부터 사전적으로 기대할 수 있는 수익률은 안전망 제공에 대응한 위험프리미엄만큼 낮게 형성될 수 있음
 - 합리적 투자자는 ESG-투자가 제공하는 안전망에 대해 위험프리미엄을 지불할 용의가 있으므로 상대적으로 낮은 기대수익률을 수용할 것임
- ESG-투자의 사후 실현 수익률은 손실 발생 여부에 따라 달라지므로, 실현 수익률만으로 ESG-투자의 유용성을 판단하는 것은 왜곡을 초래할 수 있음
 - 비재무 위험에 따른 손실이 발생하면, ESG-투자는 해당 손실로부터 보호받으므로 재무 정보에만 의존 하는 투자에 비해 보다 높은 수익률을 실현
 - 비재무 위험에 따른 손실이 발생하지 않으면, ESG-투자의 사후 수익률은 재무 정보에만 의존하는 투자에 비해 위험프리미엄만큼 보다 낮게 실현
 - 비재무 위험 관련 사례로 2002년 미국 Enron 부도, 2010년 미국 BP 멕시코만 오염, 2013년 방글라데시
 Rana Plaza 봉제공장 붕괴 등을 들고 있음

¹⁾ Friedea, G., Buschb, T., and Bassenb A. (2016), "ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies", Journal of Sustainable Finance & Investment

비재무 정보의 유용성에 대한 공감대가 형성되면서 그 활용이 다양화되고 있음

- 기업 신용평가와 관련하여 12개 신용평가기관과 120여개 기관투자자가 '신용평가 시 ESG에 관한 선언 (Statement on ESG in Credit Ratings)'에 서명하였음
 - 이는 기후변화대응, 부패 관련 소송, 열악한 노동관계 등에 관한 비재무 정보가 채권발행기업의 신용도에 영향을 미칠 수 있다고 보는 것임
- ■국가신용위험 분석에도 국가 전반의 비재무 위험 지표인 국가 ESG-점수 활용
 - 서스터낼리틱스(Sustainalytics)의 분석에 따르면, 국가 전반의 지속가능성을 보여주는 국가 ESG-점수가 높으면 국가신용등급도 높은 것으로 나타님²⁾
- 각국 정부도 파리기후협정, UN지속가능발전목표(UN SDGs) 등의 국제 협약을 이행하는 과정에서 관련 정책수립 시 비재무 정보 활용을 확대하고 있음
 - 비재무 정보를 통해 자연자원 관리, 공중 보건과 교육, 사기와 부패 등에 관한 기업의 행동을 파악하여 지속 가능발전 정책 수립에 반영

다. ESG-투자 성장

글로벌 ESG-투자 규모가 증가하는 가운데 후발 지역으로의 확산이 나타나고 있음

- GSIR(Global Sustainable Investment Review)이 집계한 글로벌 ESG—투자 규모는 2012년 13.3조 달러에서 2016년 기준 22.9조 달러로 증가 (「표 2」 참조)
 - 2016년 기준 전체 운용자산 대비 ESG-투자의 비중은 26.3%입³⁾
- ■유럽 중심의 성장에서 벗어나 미국. 호주/뉴질랜드. 일본 등으로 확산되고 있음
 - 유럽의 책임투자 규모는 2016년 약 12.0조 달러로 타 지역보다 큼
 - 2012년 규모 대비 2016년 규모의 비율을 보면, 일본 47.4배, 호주/뉴질랜드 3.85배, 미국 2.33배로 해당 기간 동안 유럽에 비해 보다 빠르게 성장
- 일본 이외 아시아 지역의 경우, ESG-투자 성장 속도가 느리고 전체 운용자산 대비 ESG-투자 비중도 2016년 기준 0.8%로 낮은 상태임

²⁾ Sustainalytics (2017) "ESG Spotlight, Game of Bond: Reassessing Sovereign Credit Ratings" Sustainalytics Thematic Research 3) GSIR은 ESG-투자 대신 책임투자(responsible investment)라는 용어를 사용하고 있음

[표 2] 지역별 ESG-투자 규모

(단위: 십억 달러, 배, %)

지역	2012 (A)	2014	2016 (B)	(B)/(A)	전체 운용자산 대비 비중 (%)
유럽	8,758	10,775	12,040	1.37	52.6
미국	3,740	6,572	8,723	2.33	21.6
캐나다	589	729	1,086	1.84	37.8
호주/뉴질랜드	134	148	516	3.85	50.6
아시아 (일본 제외)	40	45	52	1.30	0.8
일본	10	7	474	47.40	3.4
글로벌	13,261	18,276	22,890	1.73	26.3

자료: Global Sustainable Investment Review 자료를 바탕으로 국회예산정책처에서 작성

해외 주요국에서 ESG-투자를 활용하는 기관투자자의 수가 증가하고 있음

■ PRI(Principles for Responsible Investment) 서명 기관의 수가 증가함

- PRI는 ESG-투자 관련 6개 원칙을 지키겠다는 기관투자자 국제 네트워크임
- 2018년 4월 기준 1,961개 기관(운용자산 규모 약 81,7조 달러)이 서명하여 최근 10년 동안 서명기관 수가 약 5 4배 증가함⁴

■ 주요 투자기관에서 근무하는 전문가들의 ESG-투자에 대한 관심도 증가함

- CFA Institute의 2017년 설문조사 결과에 따르면 1,588명의 응답자 중 73%가 투자 의사 결정 시 비재무 정보를 고려한다고 응답 5



⁴⁾ https://www.unpri.org/about

⁵⁾ CFA Institute (2017) "Environmental, Social and Governance (ESG) Survey"

한국 기관투자자는 해외 주요국과 달리 ESG-투자 수용에 소극적인 상태임

- ■국내 주요 기관투자자인 3개 연금기금(국민, 공무원, 사학), 우정사업본부, 공제회 등의 ESG-투자 현황을 집계함
 - 2017년 말 기준 ESG-투자 규모는 총 7조 2,466억 원으로, 전체 운용자산 785조 7,178억원 대비 1.09%
 수준임

[표 3] 한국 주요 기관투자자 ESG-투자 현황

(단위: 신억 워)

7	분	2015	2016	2017
חומח.	ESG-투자 규모	6,852	6,370	6,880
국민연금	총자산운용규모	512,324	558,299	621,642
H음IM크	ESG-투자 규모	119	212	102
사학연금	총자산운용규모	12,756	13,923	15,840
공무원연금	ESG-투자 규모	109	40	74
	총자산운용규모	5,265	6,519	7,256
ОНИМНН	ESG-투자 규모	124	132	151
우정사업본부	총자산운용규모	107,934	110,755	115,464
중나그 그 되어 그 제 중	ESG-투자 규모	0	0	40
한국교직원공제회	총자산운용규모	20,558	22,886	25,516
는L'UI	ESG-투자 규모	7,204	6,754	7,247
합계	총자산운용규모	658,836	712,381	785,718

주: 국민연금은 홈페이지 게재 공시자료를 다른 기관은 담당자의 제출자료를 사용함. 기관별 책임투자(responsible investment) 현황을 조사한 것이며 일관성을 위해 ESC-투자로 표현함

자료: 한국책임투자포럼(KOSIF) 자료를 바탕으로 국회예산정책처에서 작성

■국내 공모 펀드 중 글로벌 펀드평가회사인 모닝스타의 지속가능등급(Morningstar Sustainability Rating)을 부여받은 펀드가 운용하는 자산규모 현황을 집계함

- 2017년 말 포트폴리오 내역 기준 ESG-투자 규모는 총 37조 912억 원으로 볼 수 있으며, 전체 운용자산 241조 7,320억 원 대비 15,3% 수준임
- ESG-통합 수준에 따라 분류되는 5개 등급별로 보면 '높음' 3.8조 원, '평균 이상' 3.3조 원, '평균' 21.8조 원, '평균 이하' 6.7조 원, '낮음' 1.5조 원임

[표 4] 한국 공모 펀드 ESG-투자 현황

(단위: 십억 원)

구분	2015	2016	2017
ESG-펀드 (투자설명서 상 명시) ¹	415	261	397
ESG-펀드 (포트폴리오 내역 기준) ²	33,677	29,467	37,091
전체 공모 펀드 ³	205,510	205,088	241,732

주: 1. 투자설명서에서 지속가능성 투자 또는 책임투자를 전략으로 표명한 펀드, 2. 모닝스타의 지속가능 등급 산정 기준에 따라 ESG-투자로 인정 받은 펀드, 3. 모닝스타 금융정보시스템(Morningstar Direct)에서 국내 설정 공모 펀드 전체를 추출한 후 해당 펀드들의 순자산을 운용펀드 수준 에서 2017년 말 종가기준으로 집계한 합계

자료: 모닝스타코리아 자료를 바탕으로 국회예산정책처에서 작성

02. 기관투자자 ESG-투자 수용 여건 변화

최근 해외 주요국에서 나타난 ESG-투자 성장은 기관투자자에 의해 주도되고 있음

■기관투자자가 가치평가, 사후점검, 위험관리 등의 주요 기능을 수행하는 과정에서 비재무 정보를 체계적으로 활용할 수 있는 여건이 조성되고 있음[®]

- 기관투자자가 중장기 운용성과에 영향을 미치는 비재무 위험을 체계적으로 관리하는 것이 수익자 이익에 부합한다고 보는 사회적 공감대가 형성됨
 - 연기금, 금융기관 등이 중장기 운용성과 개선을 위해 비재무 위험을 관리하는 것이 기관투자자의 수탁자 책임(fiduciary duty)에 포함된다는 인식 확산
- 기관투자자가 투자대상기업에 대한 사후점검을 강화할 수 있는 제도적 기반 마련
 - 스튜어드십코드(stewardship code) 도입으로 기관투자자가 의결권을 적극적으로 행사하여 투자대상기업의 지속가능경영을 견인할 유인이 커집
- 기관투자자가 운용과정에서 활용할 수 있는 비재무 정보의 생산 · 유통이 증가함
 - 정보제공회사, 투자자문회사, 금융회사 등이 비재무 정보를 수집, 가공, 분석할 수 있는 전제조건으로서 기업의 비재무 정보 공개 범위가 확대됨

가, 수탁자책임 범위 확대

기관투자자의 수탁자책임(fiduciary duty)은 충실의무와 주의의무로 구성됨⁷⁷

- ●수탁자는 자신의 이익을 위해서가 아니라 수익자의 이익을 위해 일해야 한다는 것으로서, 그 범위에 대한 해석은 국가마다 다르고 시간에 따라 진화하고 있음
 - 충실의무(duty of loyalty)는 수탁자 이익보다 수익자 이익을 추구하여 선의로 일하고 여러 수익자들간 이해관계 충돌을 공평하게 조정하라는 것임
 - 주의의무(duty of care)는 수익자의 위탁자산을 운용함에 있어 수탁자가 정당한 주의와 전문적 기량을 기울
 여 성실하고 신중하게 행동하라는 것임

과거에는 ESG-투자가 기관투자자의 수탁자책임에 배치된다는 것이 일반적 견해였음

- 수탁자책임은 수익자에게 돌아가는 단기 위험조정수익(risk—adjusted return)을 극대화 하는 것이고, 시장가격이 비재무 위험도 충분히 반영하고 있다고 보았음
- 수탁자의 윤리 기준에 따른 ESG-투자는 충실의무에 배치되는 것으로 간주되었음
 - ESG-점수가 낮은 투자대상을 포트폴리오에서 배제하는 것은 현대투자이론(Modern Portfolio Theory)의 분산투자원칙에 부합하지 않는다고 보았음
- ■투자대상을 제한함으로써 단기 운용성과가 낮아지면 주의의무 위반으로 보았음
 - 전통적인 위험-수익 패러다임은 단기 위험조정수익 극대화를 목표로 하므로, 중장기 운용성과 관련 비재무 정보를 활용할 여지가 크지 않았음

최근 ESG-투자가 기관투자자의 수탁자책임에 포함된다는 방향으로 인식이 전환

- 재무 정보를 통해 파악되기 어려운 비재무 위험은 시장가격에 충분히 반영되어 있지 않기 때문에 ESG-투자를 통해 중장기 운용성과를 개선할 수 있다고 봄
- ■충실의무가 수익자의 중장기 운용성과. 미래 수익자의 편익까지 포함한다는 인식
 - 2005년 UNEP FI의 Freshfields 보고서는 지속가능성장 요소를 통합하여 중장기 운용성과를 개선하는 것이 수탁자책임과 충돌하지 않는다고 해석⁸⁾
- ESG-투자는 중장기 운용성과 개선에 기여하므로 주의의무에 부합한다는 해석
 - 2014년 영국의 법개정위원회(Law Commission)는 위험조정수익에 중대한 영향을 미치는 요소 중에 비재무 정보가 포함된다는 의견을 제시⁹

포트폴리오 운용 과정에서 비재무 정보를 통합하는 기관투자자 수가 증가하고 있음

- OECD는 비재무 정보 활용 정도에 따라 기관투자자를 네 가지 유형(전통적 투자자, 현대적 투자자, 다목적 투자자, 보편적 투자자)으로 구분¹⁰
 - 보편적 투자자(universal investors)는 분산투자만으로 비재무 위험을 관리하는 것이 한계가 있다고 보아 포트폴리오 운용에 비재무 정보를 통합함

8) UNEP FI, (2005) "A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment"

9) Law Commission (2014) "Fiduciary Duties of Investment Intermediaries" Law Com No, 350

10) OFCD (2017) "Investment Governance and the Integration of Environmental Social and Governance Factors"

■ 자산소유자 정보공개 프로젝트(Asset Owners Disclosure Project)에 따르면, 금융자산 축적이 진행됨에 따라 연기금. 대형 펀드 등이 보편적 투자자로 전환함

- 2017년 기준 글로벌 500대 자산소유자 중 약 23%가 기후변화로 인한 위험과 기회를 관리하기 위한 가시적 행동을 취하고 있음¹¹⁾

나, 스튜어드십코드 도입

스튜어드십코드는 기관투자자의 충실한 의결권 행사를 촉구하는 모범규준임

- 연기금 등의 기관투자자가 수익자 자산을 관리하는 집사(steward)로서 수익자 이익을 최우선에 두고 책임을 이행하고 그 결과를 투명하게 공개하자는 것임
- ●수익자 이익의 극대화를 위해 보유주식에 따른 의결권 행사, 투자대상기업과의 공감대 형성 등을 통해 투자대상기업의 지속가능경영을 견인하는 것이 목표임
 - 주주로서 역할을 충실히 수행하여 투자대상기업의 가치를 제고하자는 것임
 - 의결권 행사의 절차와 기준을 마련해 공개하고 의결권 행사 내역과 이유를 적절한 방식으로 수익자에게 알리도록 규정한 것이 주요 내용임

해외 주요국에서 기관투자자의 역할 제고를 지향하는 스튜어드십코드 도입이 확산되고 있음

- 기관투자자가 투자대상기업에 대한 가치평가, 사후점검, 위험관리 기능을 충실히 수행하지 않음에 따라 2008년 글로벌 금융위기가 초래되었다는 반성에 기초함
- 2017년 기준 20여 개 국가가 스튜어드십코드를 도입하여 운용 중임
 - 2010년 영국이 처음 도입한 이후 네덜란드, 캐나다, 스위스 등이 뒤를 따랐고 2017년에는 미국, 호주, 인도 등이 신규로 도입하였음
 - 아시아에서는 2014년 일본이 투자대상회사의 경영성과 개선을 위해 도입한 이후 한국, 말레이시아, 태국, 대만, 홍콩, 싱가포르 등이 뒤이어 도입함
 - 일본의 경우, 214개 기관투자자가 참여하여 의결권을 충실히 행사함으로써 투자대상기업의 자사주 매입 증가, 배당 확대 등을 견인한 것으로 평가됨

¹¹⁾ Asset Owners Disclosure Project, "Global Climate 500 Index 2017"

■ 한국에서도 2016년 12월 '기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙'이 공표됨

- 기관투자자가 의결권을 적극 행사하고, 의결권행사지침과 이해상충 해결방안을 공시하며, 관련 역량을 갖출 것을 주요내용으로 함 ([Box 1] 참조)

국가별로 자국의 경제 · 사회적 여건을 고려하여 다양한 방식으로 스튜어드십코드를 운영 중

- ■국가별로 의무적, 자발적, 혹은 원칙준수-예외설명(comply or explain) 방식으로 도입
 - 원칙준수-예외설명은 원칙적으로 코드를 준수하되 그렇지 않을 경우 특수한 사정을 설명하는 방식으로 서. 다수의 국가가 해당 방식을 채택하고 있음
 - ICGN(International Corporate Governance Network)도 원칙준수-예외설명 방식을 채택하고 중장기 기업가치 제고, ESG-통합 등을 명시함

방식 국가 의무적 호주, 인도, 케냐 자발적 스위스, 미국, 캐나다. 브라질, 홍콩, 말레이시아, 싱가포르

EU, 영국, 네덜란드, 덴마크, 이탈리아, 일본, 한국, 태국, 대만, 카자흐스탄, 남아프리카공화국

자료: 한국책임투자포럼(KOSIF) 자료를 바탕으로 국회예산정책처에서 작성

준수-설명

[BOX 1] 한국형 스튜어드십코드 개요

한국형 스튜어드십코드인 '기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙'이 2016년 도입

- 2015년 3월 금융위원회, 한국기업지배구조원, 금융투자협회 등을 중심으로 스튜어드십 코드 제정위원회가 구성되어 2016년 12월 동 원칙을 공표하였음
 - 2017년 6월 금융위원회에서 '스튜어드십코드 관련 법령해석집'을, 한국기업지배구조원이 '한국 스튜어드십코드 1차 해설서'를 발간하였음
- '기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙'은 다음과 같은 7개 항을 포함함
 - 1. 기관투자자는 고객, 수익자 등 타인 자산을 관리·운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다.
 - 2. 기관투자자는 수탁자로서 책임을 이행하는 과정에서 실제 직면하거나 직면할 가능성이 있는 이해 상충 문제를 어떻게 해결할지에 관해 효과적이고 명확한 정책을 마련하고 내용을 공개해야 한다.
 - 3. 기관투자자는 투자대상회사의 중장기적인 가치를 제고하여 투자자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 투자대상회사를 주기적으로 점검해야 한다.
 - 4. 기관투자자는 투자대상회사와의 공감대 형성을 지향하되, 필요한 경우 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기와 절차, 방법에 관한 내부지침을 마련해야 한다.

5. 기관투자자는 충실한 의결권 행사를 위한 지침 · 절차 · 세부기준을 포함한 의결권 정책을 마련해 공개해야 하며, 의결권 행사의 적정성을 파악할 수 있도록 의결권 행사의 구체적인 내용과 그 사유를 함께 공개해야 한다.

- 6. 기관투자자는 의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 관해 고객과 수익자에게 주기적으로 보고 해야 한다
- 7. 기관투자자는 수탁자 책임의 적극적이고 효과적인 이행을 위해 필요한 역량과 전문성을 갖추어야 한다

다. 기업의 비재무 정보 공개 범위 확대12

투자대상기업의 비재무 정보 공개는 ESG-투자 활성화의 전제조건으로 볼 수 있음

- ESG-투자 초창기에는 비재무 정보의 출처가 투자대상기업이 자발적으로 제공하는 지속가능보고서, 홈페이지상의 자료, 언론보도 자료 등에 국한되었음
 - 비재무 정보의 예는 환경정책, 온실가스 배출 저감, 에너지사용, 임금 및 복리후생, 성 다양성, 인권정책, 임원의 윤리 준수, 이사회 투명성 등임
 - 포트폴리오에 편입 가능한 투자대상기업 제한, 정보의 비교가능성에 대한 신뢰 부족, 대기업 편중 공개 등이 비재무 정보 활용의 걸림돌이었음
- 투자대상기업이 공개하는 비재무 정보의 신뢰성, 완결성, 비교가능성 등을 제고할 수 있는 방향으로 정보 공개 기준을 개선하는 것이 핵심 과제라고 할 수 있음

해외 주요국에서 기업의 비재무 정보 공개 범위를 확대하는 제도 도입이 증가

- 기업의 정보 공개 방식은 정책, 규제, 지침, 프레임워크, 기준 등으로 다양함
 - 국제기구, 기관투자자 네트워크, 국제 NGO 등이 주도하는 정보공개 이니셔티브, 증권거래소 기준, 금융감독기준, 법적 규제 등으로 구분 가능
 - 글로벌 정보공개 이니셔티브 중심으로 추진되었던 비재무 정보 공개 범위 확대 움직임이 각국의 법적 규제로 수용되는 사례가 증가하고 있음

^{12) 2017}년도 국회예산정책처 연구용역보고서인 한국책임투자포럼 (2017), "지속가능금융 활성화를 위한 기업 ESG 정보공개 제도의 국내외 현황, 주요사례 및 시사점"의 주요 내용을 정리한 것임

	[표 6] 기업 비재무 정보 공개에 관한 주요 이니셔티브				
도입연도	명칭				
1997	GRI Sustainability Reporting Standards				
2000	UN Global Compact Principles				
2003	CDP Climate Change				
2013	International Integrated Reporting Council Framework				
2015	Climate Disclosure Standards Board Framework				
2017	Financial Stability Board Task Force on Climate-related Financial Disclosures Recommendation				
2018	Sustainability Accounting Standards Board Standards				

자료: 한국책임투자포럼(KOSIF) 자료를 바탕으로 국회예산정책처에서 작성

- 비재무 정보 공개 관련 제도 추이를 매년 조사하고 있는 글로벌 프로젝트에 따르면, 2016년 기준 71개 국가에서 383개의 정보공개 제도가 운영되고 있음¹³
 - 2006년 대비 국가 수는 약 3.7배. 제도 수는 약 6.4배 증가한 것임
 - 전체 중 약 3분의 2가 의무적인 제도이고 나머지는 자발적인 제도이며, 전체 중 약 3분의 1이 증권거래소, 금융감독기구 등을 통해 도입되었음

[표 7] 비재무 정보 공개 제도 도입 추이										
2006 2010 2013 2016										
	의무	35	58%	94	62%	130	72%	248	65%	
유형	자율	25	42%	57	38%	50	28%	135	35%	
	합계	6	60		151		180		383	
국가 또는	국가 또는 지역 수 19 32 44 71							1		

자료: 한국책임투자포럼(KOSIF)

해외 주요국은 비재무 정보의 신뢰성, 완결성, 비교가능성을 제고하기 위해 노력 중

- PRI/MSCI(2016)에 따르면, 정부 주도의 의무적 정보공개 제도를 운영하고 있는 국가의 ESG—점수가 관련 제도를 보유하지 않는 국가에 비해 상대적으로 높음¹⁴⁾
 - 의무 공개제도를 가진 국가 집단의 ESG-점수가 비교집단에 비해 약 33% 높게 나타나, 비재무 위험이 보다 적극적으로 관리되고 있는 것으로 보임
 - 자발적 공개제도를 가진 국가 집단의 ESG-점수는 정보 공개제도를 가지지 않은 국가 집단에 비해 약 11%
 높은 것으로 나타났음
- 한국에서도 기업정보공시기준, 기업지배구조모범규준 등의 개선 논의가 진행 중

¹³⁾ Carrots & Sicks은 KPMG, GRI, UNEP, Centre for Corporate Governance in Africa) 등 4개 기관이 공동으로 수행하는 지속가능성 보고 제도에 관한 조사 프로젝트임. Carrots & Sticks, (2016) "Global trends in sustainability reporting regulation and policy"
14) PRI & MSCI, (2016) "Global Guide to Responsible Investment Regulation"

03. 국가별 비재무 위험과 기관투자자의 역할

가. 국가별 비재무 위험 수준 현황

한국의 비재무적 위험이 OECD 회원국들에 비해 상대적으로 높다고 볼 수 있음

■ ESG-투자 관련 대표적 정보제공회사들 중 하나인 서스터낼리틱스(Sustainalytics)가 각국의 비재무 정보를 토대로 산정한 국가 ESG-점수의 추이를 검토함

[BOX 2] 서스터낼리틱스(Sustainalytics) 국가 ESG-점수

서스터낼리틱스는 국가신용위험과 관련된 국가 ESG-점수를 발표하고 있음

- 2010년 이후 172개 국기를 대상으로, 지속기능한 경제 발전을 위한 국기별 역량 수준을 보여주는 지표로서 국가 ESG—점수를 평가하여 제공
- ■국가 ESG-점수는 다음과 같은 절차에 따라 도출됨
 - 비재무 위험의 범주를 환경(E), 사회(S), 지배구조(G)로 구분하고 범주별로 관련 지표를 설정하여, 전체적으로 36개 지표를 선정
 - 각국의 상대적 수준을 비교하기 위해 개별 지표에 대한 관측값을 표준화(국가별 관측값에서 평균을 차감한 후 표준편차로 나눔)함
 - 표준화된 개별 지표 값을 가중평균하여 국가별 단일 지표를 산정한 후 이를 $0\sim100$ 범위의 값으로 전환하여 국가 ESG-점수를 도출함
- ■국가 ESG—점수의 2017년 수준을 비교 시, 한국은 58.3로서 OECD 회원국 평균 73.7보다 낮은 상태임 ([표 7] 참조)
 - 해당 기간 OECD 회원국의 ESG-점수가 평균적으로 하락한 폭(0,2)에 비해 한국 ESG-점수의 하락폭(1,3)이 보다 큼
 - 이는 분석대상 172개국 중 OECD 회원국의 비재무 위험 개선 정도가 나머지 국가에 미치지 못하는 가운데, 한국의 개선 정도가 보다 낮음을 의미함

[표 8] OECD 회원국의 국가 ESG-점수

	2010년 수준			2017년 수준	
국가	점수	순위	국가	점수	순위
스웨덴	88.1	1	스웨덴	87.7	1
덴마크	87.5	2	덴마크	86.5	2
독일	85.6	3	독일	86.2	3
오스트리아	85.4	4	노르웨이	84.8	4
노르웨이	84.9	5	오스트리아	84.4	5
핀란드	84.8	6	핀란드	84.2	6
뉴질랜드	84.2	7	스위스	83.3	7
네덜란드	83.7	8	뉴질랜드	83.0	8
스위스	82.8	9	네덜란드	82.1	9
아이슬란드	80.5	10	아이슬란드	80.8	10
벨기에	79.9	11	영국	79.8	11
룩셈부르크	79.7	12	룩셈부르크	79.6	12
영국	78.7	13	벨기에	78.8	13
호주	78.4	14	캐나다	78.0	14
프랑스	77.3	15	프랑스	77.8	15
캐나다	77.2	16	호주	77.3	16
아일랜드	76.6	17	아일랜드	76.7	17
슬로베니아	73.3	18	슬로베니아	75.3	18
일본	72.7	19	슬로바키아	73.4	19
포르투갈	72.7	20	체코	72.5	20
스페인	72.1	21	포르투갈	72.3	21
에스토니아	71.7	22	에스토니아	71.6	22
체코	70.8	23	일본	71.5	23
슬로바키아	70.3	24	스페인	71.5	24
이탈리아	69.0	25	라트비아	71.1	25
헝가리	68.9	26	이탈리아	69.8	26
미국	67.9	27	폴란드	68.1	27
폴란드	66.5	28	미국	68.0	28
라트비아	65.5	29	헝가리	66.1	29
칠레	64.1	30	칠레	62.3	30
그리스	61.2	31	이스라엘	61.7	31
한국	59.6	32	한국	58.3	32
이스라엘	59.0	33	그리스	55.9	33
멕시코	56.0	34	멕시코	54.4	34
터키	49.4	35	터키	45.1	35
평균	73.9		평균	73.7	

자료: 서스터낼리틱스(Sustainalytics) 자료를 바탕으로 국회예산정책처에서 작성

한국의 환경(E) 관련 위험은 감소한 반면 사회(S) 관련 위험은 증가한 것으로 보임

■ 2010년 대비 2017년 한국의 사회(S)—점수가 4.37포인트 하락한 반면, 한국을 제외한 다른 OECD 회원국 사회(S)—점수의 평균은 큰 변화가 없었음

- 해당 기간 동안 한국에서 진행되었던 대통령 탄핵정국으로 인하여 정부 운영의 중단에 대한 우려가 제기되는 등 사회(S) 관련 위험이 증가
- 같은 기간 환경(E)—점수의 변화를 보면, 한국이 5.12포인트로서 한국을 제외한 다른 OECD 회원국 평균의 2.11포인트보다 상대적으로 크게 개선되었음
 - 해당 기간 한국에서 이산화탄소배출량 증가 속도가 상대적으로 낮고, 전력 생산의 석탄 의존도가 상대적으로 낮아지는 등 환경(E) 관련 위험이 감소



국내 상장기업의 비재무 위험 관리 수준에 대한 지표는 최근 개선된 것으로 나타남

- ■국내 ESG-투자 관련 정보제공회사인 후즈굿(WHO's GOOD)¹⁵이 공공자료를 토대로 글로벌 표준에 따라 정량적으로 산정한 기업별 ESG-점수를 검토함
 - 2015년 기준 매출액 상위 200개 상장기업 중 합병 등의 이유로 비교가 어려운 5개 기업을 제외하고 195개 기업의 ESG-점수를 대상으로 함
 - 2015년 및 2016년 ESG-점수의 비모수 확률분포를 추정하여 상호 비교함

¹⁵⁾ WHO's GOOD은 비재무 정보의 신뢰성을 개선하기 위해 기업이 제공하는 데이터 대신 정부가 보유한 기업 데이터와 언론 데이터를 활용하고, 평가방법론을 보다 체계화하기 위해 글로벌 표준(ISO 26000, ICGN)을 준용하는 한편, 분석결과의 객관성을 제고하기 위해 인공지능 등 IT 기술을 활용한 평가 자동화를 지향하고 있음

- 기업의 비재무 위험 관리 성과를 반영하는 ESG—점수가 전반적으로 개선되는 가운데 중위권 기업의 수는 감소한 반면 상위권 기업의 수는 증가하였음
 - 2016년에 45점 이상 구간에 위치한 기업 수는 2015년 대비 증가한 반면, 35~45점 구간에 위치한 기업 수는 상대적으로 감소
 - 국내에서도 비재무 위험에 관심을 가지고 적극적 관리에 나서는 상장기업의 수가 증가하고 있다고 해석할수 있음
- 향후 국내 기관투자자가 ESG-투자를 적극 수용하는 경우 상장기업의 비재무 위험 관리 수준은 보다 개선될 수 있을 것으로 예상됨



나. 기관투자자의 ESG-투자 유인

기관투자자의 수용 정도에 따라 국가 전반의 비재무 위험 수준이 달라질 수 있음

- 기관투자자는 고객으로부터 대규모 자금을 모집하여 이를 유가증권에 투자하는 법인형태의 투자자임
 - 기관투자자에는 은행, 보험회사, 증권회사, 투자신탁회사, 기금을 관리·운용하는 법인, 공제사업을 영위하는 법인 등이 포함됨

■ ESG-투자는 기관투자자의 비재무 위험관리 개선을 통해 기업의 지속가능성 제고를 지향하는 만큼, 기관투자자의 ESG-투자 수용이 사회적 확산의 중요한 계기임

- 기관투자자는 비재무 위험에 대한 분석을 토대로 중장기 운용성과 개선을 위한 투자기회를 탐색할 수 있는 전문지식, 영향력 등을 보유하고 있음
- 기관투자자의 ESG-투자 활용이 보편화되는 경우, 관련 위험이 보다 체계적으로 관리됨에 따라 국가 전반의 비재무 위험 수준이 낮아질 수 있음
 - 해외 주요국은 기업경영의 투명성 제고를 통한 투자자 보호라는 차원에서 ESG-투자 관련 기관투자자의 역할을 확대하고자 노력 중임

기관투자자가 ESG-투자를 적극적으로 수용할 유인이 크지 않을 수 있음

- 주인-대리인 이론(principle-agent theory)¹⁰을 참조하면, 기관투자자는 대리인으로서 수익자의 이해 와 일치하지 않는 방향으로 행동할 가능성이 존재함
 - 비재무 위험을 관리하는 것이 수익자의 이익에 부합하는 상황이더라도 대리인(수탁자)인 기관투자자가 이를 적극적으로 수용하지 않을 수 있음
 - 특히 기관투자자가 단기 운용성과를 기준으로 평가받는 경우, 장기 운용성과 개선을 지향하는 ESG-투자를 수용할 유인이 크지 않을 것임
- 기관투자자가 비재무 위험관리에 적극적이라고 볼 수 있는지 확인해 보고자 함
 - 기관투자자의 ESG-투자 활용 유인이 크지 않으면, 기관투자자 보유 자산이 성장하더라도 국가 전반의 비재무 위험의 하락은 실현되지 않을 수 있음

다. 기관투자자 영향력과 국가 비재무 위험 관계

기관투자자 영향력 수준과 국가 비재무 위험 수준 사이의 관계에 대해 분석함

- 비재무 위험 수준을 보여주는 대리변수로서 국가 ESG—점수를 종속변수로 설정
 - 국가 ESG-점수가 높으면 국가 전반의 비재무 위험이 체계적으로 관리됨에 따라 해당 위험 수준이 낮은 상태인 것으로 간주함

¹⁶⁾ 대리인(agent)의 선호가 주인(principal)의 선호와 일치하지 않거나 주인이 대리인에 비해 전문지식과 정보가 부족한 경우 대리인이 자신의 이익을 추구하는 상황이 발생하는데, 1976년 젠센(M. Jensen)과 메클링(W. Meckling)에 의해 제기된 이후 정보의 불균형, 감시의 불완전성 등으로 인한 도덕적 해이, 무임승차, 역선택 등을 분석하는데 사용되는 이론임

■소득수준을 보여주는 '1인당 실질GDP'의 로그값을 독립변수로 포함

- 소득수준이 높으면 비재무 위험 관리에 대한 사회적 관심이 높고, 그 결과 국가 전반의 비재무 위험 수준은 낮을 것으로 예상

■사회 전반의 위험기피성향을 보여주는 대리변수로서 고령화비율을 포함

- 해당 변수는 '전체 인구 대비 65세 이상 인구의 비율'로 산정하며, 동 비율이 높으면 비재무 위험을 관리 하려는 사회적 유인이 클 것으로 예상

■ 평균적인 투자기간을 보여주는 대리변수로서 장기자산 비중을 포함

- '전체 금융자산 대비 연금·보험기관 보유 금융자산의 비율'로 산정하며, 동 비율이 높으면 중장기 운용성과에 대한 사회적 관심이 클 것으로 예상

■금융발전도에 대한 대리변수로 'GDP 대비 금융자산의 비율'의 로그값을 포함

- 금융발전도가 높으면 가치평가, 사후점검, 위험관리 과정에서 비재무 정보 활용의 빈도가 높고 국가 전반의 비재무 위험 수준은 낮을 것으로 예상

■ 기관투자자 비중에 대한 대리변수로 '전체 금융자산 대비 금융기업 보유 금융자산의 비중'의 로그값을 사용

- 전체 금융자산의 성장 속도에 비해 금융기업 보유 금융자산의 성장 속도가 보다 빠르면, 금융시스템 내에서 기관투자자의 영향력이 커지는 것으로 볼 수 있음
- 금융발전도와 기관투자자 비중 사이 교차항을 포함하여, 기관투자자 비중에 따라 금융발전에 따른 국가 ESG-점수 변화에 미치는 영향의 크기가 달라지는지 검토

[BOX 3] 분석모형 및 변수

■희귀방정식

$$\begin{split} \textbf{y}_{it} = \alpha \ + \ \beta_{i} \, \textbf{GDP}_{i,t} + \ \beta_{2} \, \textbf{LON}_{i,t} + \ \beta_{3} \, \textbf{LON}_{i,t} + \ \beta_{4} \, \textbf{FIN}_{i,t} + \ \beta_{5} \, \textbf{INS}_{i,t} \\ + \ \beta_{6} \, \textbf{FIN}_{i,t} \times \ \textbf{INS}_{i,t} + \sum_{t=0119}^{2017} \gamma_{t} \textbf{D}_{t} + \ u_{i} + \ \varepsilon_{i,t} \end{split}$$

y: 국가 ESG-점수

GDP: 1인당 실질GDP 로그값

OLD: 전체 인구 대비 65세 이상 인구 비중 백분율

LON: 전체 금융자산 대비 연금보험기관 보유 금융자산 비중 백분율

FIN: GDP 대비 금융자산의 비율 로그값

INS: 전체 금융자산 대비 금융기업 보유 금융자산의 비중 로그값

D: 2012, ..., 2017의 값을 갖는 연도 더미 변수 u: 국가별 고유 여건을 감안한 고정효과 오차항

국가별 고유 여건에 따른 차이를 고려하여 고정효과 모형을 적용하여 분석

■ 분석모형에 포함된 통제변수 이외의 국가별 고유 여건에 따라서도 비재무 위험 관리에 대한 사회적 요구 차이가 존재할 수 있음을 고려하여 고정효과 항을 포함

- 대규모 손실을 경험한 투자자는 ESG-투자를 적극적으로 수용하는 경향이 있는데, 글로벌 금융위기 이후 미국에서 ESG-투자가 확산된 것이 그 예임
- 연도별로 경제 · 사회여건이 변동할 수 있음을 감안하여 연도 더미변수를 포함
- ■OECD 회원 35개국의 8개년(2011-2017년) 연간자료를 대상으로 분석을 수행함
 - 경제 · 사회여건 변수에 관한 자료는 OECD가 제공하는 국민계정자료(national account database), 경제 전망자료(financial balance sheets) 등에서 추출함
 - 35개국의 8개년 자료로 패널을 구성하였으며, 일부 연도에서 관측값이 없는 관계로 전체 관측값 수는 249 개임

[표 9] 변수 기초통계량

변수	평균	표준편차	최소값	최대값
국가 ESG-점수	73.514	9.747	45.100	88.400
소득수준 (달러)	10.465	0.332	9.758	11.390
고령화비율 (%)	16.447	3.537	7.120	27.450
장기투자 비중 (%)	7.033	3.890	0.794	14.881
금융발전도	2.191	0.776	0.484	5.655
기관투자자 비중	-0.684	0.219	-1.249	-0.041

자료: OECD 및 서스터낼리틱스(Sustainalytics) 자료를 바탕으로 국회예산정책처에서 추정

기관투자자가 국가 전반의 비재무 위험 관리에 기여하고 있다고 보기 어려운 상태임

- 소득수준, 고령화비율, 장기투자 비중, 금융발전도가 높아지면 국가 ESG—점수가 높아지고 국가 전반의 비재무 위험 수준은 낮아진다고 볼 수 있음
 - 소득수준, 장기투자 비중, 금융발전도의 계수는 유의수준 1%에서, 고령화비율의 계수는 유의수준 5%에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가짐
- 기관투자자 비중계수 및 교치항(금융발전도와 기업투자자 비중의 곱)의 계수가 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타난 만큼 주인-대리인 문제의 발생을 부인하기 어려움

- 기관투자자 비중의 계수, 그리고 금융발전도와 기관투자자 비중 사이 교차항의 계수는 둘 모두 통계적으로 유의하지 않은 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타남
- 기관투자자가 중장기적 운용성과를 희생하더라도 단기 운용성과를 극대화 하려고 하는 단기주의(short-termism)에 따른 결과로 볼 수 있음
- 기관투자자가 ESG-투자를 적극적으로 수용하도록 견인하려면 기관투자자의 유인체계(incentives)에 영향을 줄 수 있는 여건 조성이 요청됨
 - 중장기 운용수익 개선을 추구하는 것이 수익자뿐만 아니라 스스로의 이익에도 부합한다고 판단하면 기관 투자자가 ESG-투자를 적극 수용할 것임

[표 10] 기관투자자 영향력과 국가 ESG-점수 사이 관계

변수	계수	p-값
소득수준 (로그값)	6.504	0.000
고령화비율 (%)	0.449	0.019
장기투자 비중 (%)	0.582	0.000
금융발전도 (로그값)	3.276	0.017
기관투자자 비중 (로그값)	-2.155	0.587
금융발전도 (로그값) x 기관투자자 비중 (로그값)	-0.463	0.798
관측값수	249	
R-square	0.155	

주: 상수항 및 연도별 더미변수의 계수에 대한 추정값은 생략함

자료: OECD 및 서스터낼리틱스(Sustainalytics) 자료를 활용하여 국회예산정책처에서 추정

04. 시사점

기관투자자의 ESG-투자 수용 정도에 따라 비재무 위험 수준이 달라질 수 있음

- ESG-투자는 기관투자자의 견인을 통해 기업의 비재무 위험 관리를 개선하려는 것인 만큼, 기관투자 자의 수용 정도가 ESG-투자 확산에 큰 영향을 줄 수 있음
 - 개별 투자자는 비재무 위험 관리수단을 통해 중장기 운용성과 제고 기회를 얻을 수 있고, 국가 전반적으로 도 비재무 위험 수준이 낮아질 수 있음

- ■국내 기관투자자가 ESG-투자를 적극적으로 수용할 유인이 크지 않을 수 있음
 - 중장기 운용성과를 개선하는 것이 수익자의 이익에 부합하더라도, 단기 운용성과만으로 평가를 받고 있는 만큼 ESG-투자를 수용할 유인이 크지 않음

국내 기관투자자의 ESG-투자 수용 유인이 제고될 수 있는 여건을 조성할 필요

- 비재무 위험 관리를 토대로 중장기 운용성과를 개선할 수 있다는 인식의 확산이 기관투자자가 단기 주의에서 벗어나 ESG-투자를 수용하기 위한 기본 조건임
 - 국내외에서 진행되고 있는 수탁자책임 확대, 스튜어드십코드 도입, 기업의 비재무정보 공개 증가 등이 정착 되면 기관투자자의 유인이 커질 수 있음
- ●수익자가 기관투자자의 ESG-투자 상황, 투자대상기업의 비재무 위험 상황 등을 정확히 파악할 수
 있는 여건이 마련되면 ESG-투자 확산이 촉진될 수 있음
 - 비재무 정보의 신뢰성, 완결성, 비교가능성을 제고하는 것은 ESG-투자가 보편화되고 그에 따른 긍정적 외부효과가 실현되기 위한 전제조건임
 - 기관투자자의 의결권 행사 내용, 이유, 방식 관련 공시 기준을 구체화 하고, 기업의 비재무 정보 공개 내용, 방식 등에 대해 표준화를 검토할 필요

Ⅲ. ESG─투자 관련 국내 기관투자자의 역할



2018년 6월호 통권 제68호

발행일 2018년 6월 21일

발행인 김춘순 국회예산정책처장

편 집 경제분석국 거시경제분석과

발행처 국회예산정책처

서울특별시 영등포구 의사당대로 1

 $(02 \cdot 2070 \cdot 3114)$

제 작 (주)디자인여백플러스(02·2672·1535)



Table Economic Trends & Issues 경제동향&이슈