

## 녹색 거인(Green Giant) 깨우기

기후변화는 21세기에 풀어야 할 가장 큰 문제 중 하나입니다. 그러나 채권시장은 뒤쳐진 대응을 보이고 있습니다. 일부 환경 의식이 있는 투자자들이 있지만 표준화의 결여 및 경쟁력 없는 성과로 인해 이들의 참여가 억제되면서 '녹색' 채권시장은 여전히 지지부진한 모습을 벗어나지 못하고 있습니다.

그러나 단순히 그린본드가 아닌 탄소의 배출 감소를 목표로 하고 주식시장의 데이터를 빌림으로써 이러한 투자자 우려를 해소시킬 수 있는 방법이 있습니다. 그것은 원칙에 기반한 접근방식만을 따르는 것로부터 환경적 영향을 강조하는 방식으로 포커스를 전환하는 것입니다. 이는 투자자들로 하여금 과거에는 무관심했던 자산에 관심을 갖게 하여 혼합형 채권 포트폴리오 내에서 '환경'을 핵심 전략으로 삼을 수 있게 합니다.

### 친환경화

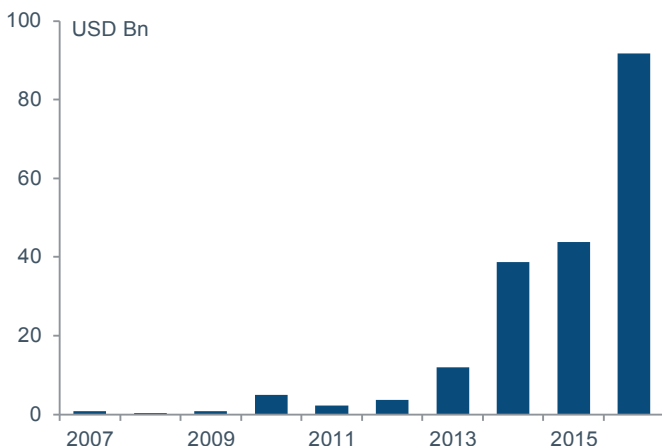
기후변화를 향한 투자자들의 전통적인 접근방식은 '좌초자산' 관련 리스크를 관리하는 데 주로 맞추어져 있었습니다. 투자자는 잠정적으로 좌초자산(옆의 설명 참고)을 보유할 가능성이 있는 기업을 걸러내거나 아니면 처분하는 것입니다.

이 접근방식은 '부정적 강화'를 이용하여 환경친화적이지 않은 프로젝트를 억제하는 것으로, 환경적으로 책임을 지는 프로젝트를 고려하는 채권 발행사들에게 보상을 제공하지는 않습니다. 여기에 그린본드가 들어설 여지가 있습니다.

그린본드는 환경적 편익을 제공하는 프로젝트에 자금을 제공함으로써 보다 지속 가능한 경제에 기여합니다. 이러한 '긍정적 강화'가 핵심적인 이점입니다. 그러나 여기에는 두 가지 중요한 단점이 있습니다:

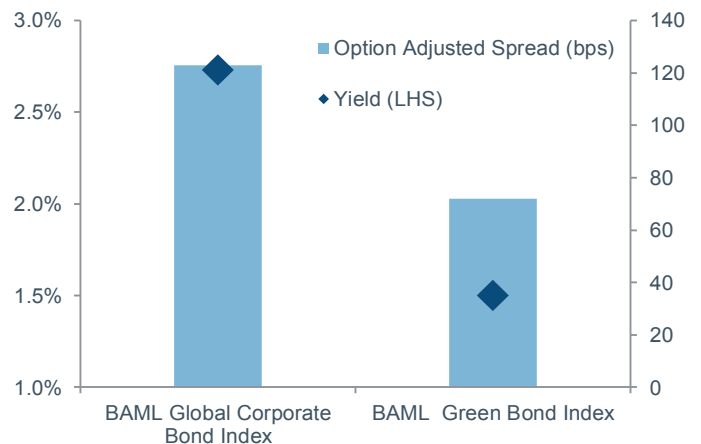
- 그린본드가 무엇인가를 둘러싸고 보편적으로 합의된 기준이 존재하지 않습니다.
- 그린본드 유니버스는 낮은 수익률(yield) 및 스프레드만을 제공하며(도표 2), 글로벌 크레딧 포트폴리오와 비교하면 특히 더 낮습니다.

도표 1. 그린본드의 발행 증가



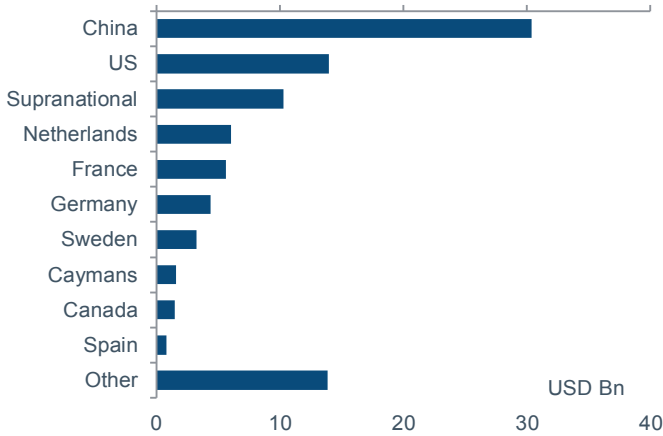
출처: BAML, Bloomberg, CBI, 회사 제출자료, 2017년 2월 28일

도표 2. 상대적으로 낮은 수익률 및 스프레드



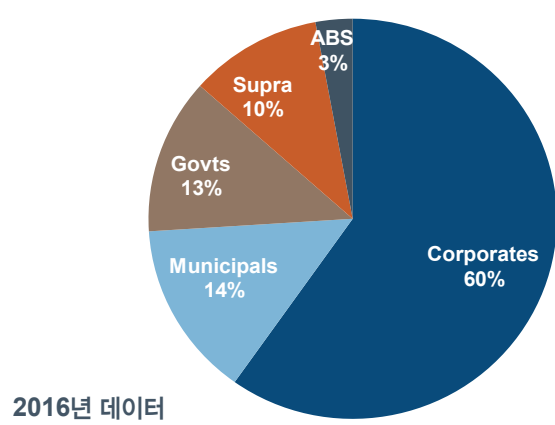
출처: Fidelity International, BAML, 2016년 3월 31일

도표 3. 2016년 그린본드 발행 주체 현황



출처: BAML, Bloomberg, CBI, 회사 제출자료, 2017년 2월 28일

도표 4. 정부/초국적기구의 의미 있는 발행 규모



출처: BAML, Bloomberg, CBI, 회사 제출자료, 2017년 2월 28일

### 그린워싱(Greenwashing)

그린본드의 정의는 무엇인가? 일부 독립 단체에서 투명성을 높이기 위하여 그린본드 발행사를 위한 지침을 발간했으나, 이론적으로는 누구나 채권을 발행하여 그린본드라고 부를 수 있습니다. 이러한 점은 해당 자산군에 대한 신뢰를 저해하고 있습니다.

2014년 발간된 그린본드 원칙(The Green Bond Principles)은 세계은행의 기준을 공식화했으나 자발적인 참여에 의해서만 이루어지며, 원칙 내에 해석의 여지가 넓습니다.

2016년 2억 미달러 이상의 채권 발행 가운데 69%는 제3의 견해(독립적 리뷰)<sup>1</sup>가 있었는데, 이는 1/3 가 가까이 독립적 검증을 거치지 않았다는 뜻이었습니다.

시장이 필요한 것은 공통의 언어와 공통의 틀, 합의된 '친환경성(greenness)'의 기준, 벤치마크 및 효과 지표입니다. 아쉽게도 허가된 외부 검증수단의 확산으로 인해 이것이 불가능합니다. 또 한 가지 고려해야 할 사항은 표준화를 통해 시장이 지속적으로 촉진해야 할 혁신이 저해되어서는 안 된다는 점입니다.

### 그리니엄(Greenium)

2016년 920억 미달러로 기록적이었던 그린본드 발행은 2017년에는 더 많은 발행사들이 시장에 참여하면서 1,000억 미달러 이상으로 늘어날 전망입니다. 그린본드 유니버스는 2016년 기준 총 발행량의 37% 이상을 차지했던 정부 및 초국가기관들의 영향을 여전히 강하게 받고 있습니다. 이들 기관은 저렴하게 채권을 발행할 수 있으므로, 전체 시장과 비교할 때 그린본드 유니버스의 수익률과 스프레드를 억제합니다.

저수익률(low-yield) 환경에서 많은 투자자들은 최소한의 '그리니엄'(투자자들의 수익률은 낮추지만, 발행사들의 자금조달비용은 저렴해지는 그린본드의 프리미엄)을 무시할 수 없습니다. 이로 인해 그린본드를 포트폴리오의 핵심 보유 종목에서 아예 처음부터 배제할 가능성이 있습니다.

이것이 시장의 역설입니다. 저렴한 자금조달비용은 발행사가 그린 프로젝트를 추진할 수 있는 유인이 되어 사회에 유익하지만, 낮은 수익률이 일부 투자자들의 참여 자체를 막기 때문입니다.

보증, 후순위채, 보험 등 일종의 선별적 크레딧 강화가 이에 대한 해결책이 될 수 있습니다. 이는 채권의 신용등급을 높여서 투자자의 입장에서 리스크 대비 수익 구조를 개선할 가능성이 있습니다.

#### 그린본드 원칙(GBP) 내용:

- 수익금 이용
- 프로젝트 평가 및 선정 프로세스
- 수익금 관리
- 보고

## 제한적 유동성

시장의 제한적인 유동성 역시 유사한 도전과제를 안겨줍니다. 국제, 초국가단체 및 기관(SSA)의 경우에는 이것이 문제가 되지 않으나, 투자자들이 장기 발행물을 매수 및 보유하는 경향이 있는 회사채 시장에서는 중요한 문제입니다. 이는 다음을 통하여 확장됩니다.

- **미국의 개입 약화** - 미국 기업과 정부기관이 거의 참여하지 않습니다. 미국이 없어도 시장의 생존은 가능하지만, 미국의 발행이 없으면 그린본드의 장기 성장 잠재력이 크게 감소합니다.
- **그린본드의 근시안적 정의** - 그린본드가 무엇인가를 둘러싼 모호함 외에도, 이 정의는 '환경을 생각하는' 다양한 계획들을 무시합니다. 기후 채권 이니셔티브(CBI)는 '기후연계채권'을 포함할 경우 유니버스가 1,180억 미달러에서 6,940억 미달러로 늘어날 것으로 추산합니다.<sup>2</sup> 어떤 경우든 그린본드만큼이나 표준을 둘러싼 동일한 모호함으로 인해 기후연계채권의 CBI 역시 정의를 내리기가 어렵습니다.

## 보다 푸른 색을 뿜 수 있는 잔디

그린본드 시장이 성장통을 겪고 있으나, 환경적 영향 및 잠재 수익률을 모두 강화하는 투자자를 위한 해결책이 있습니다. 이 해결책은 탄소 저감을 강조하고 그린본드의 원칙에 기반한 접근방식에만 집중하는 대신 환경적 영향을 강조하는 것입니다.

저탄소채권으로 그린본드를 보완할 경우, 투자 가능 유니버스는 크게 늘어나며 다음과 같은 이점이 있습니다.

- **부정적 강화와 긍정적 강화:** 그린본드는 발행사들이 친환경 프로젝트를 추진할 수 있는 유인으로 작용함으로써 긍정적 강화를 제공합니다. 저탄소채권은 상대적으로 덜 환경친화적인 발행사들을 차별함으로써 부정적 강화로 작용합니다.
- **그린 자격으로 정량화할 수 있는 지표:** 탄소 저감의 의무는 명확하고 객관적인 목표를 설정합니다. 우리는 증시를 위해 개발된 기존의 탄소집중지수를 활용하여, 탄소 발행량을 정량적으로 줄이는 포트폴리오를 구축할 수 있습니다.
- **글로벌 회사채의 특성 미러링:** 펀더멘털 포트폴리오 운용 기법을 활용하여 탄소 저감 목표를 달성하는 한편으로 글로벌 회사채 지수의 리스크 프로파일의 특성을 모방할 수 있는 포트폴리오를 구축하는 것이 가능합니다.

## 저탄소 채권: 3단계 투자 프로세스

### 1단계: 유니버스 정의 - 그린본드와 저탄소 발행사의 결합

포트폴리오를 구축하는 첫 번째 단계는 좌초된 탄소 자산의 부정적 스크리닝과 그린본드 및 활용 가능한 저탄소 자산에 기반한 긍정적 스크리닝을 결합하는 것입니다. 아쉽게도, 높은 민간 발행사의 비율로 인해 저탄소 발자국(carbon footprint: 온실효과를 유발하는 이산화탄소의 배출량)의 채권 벤치마크가 존재하지 않아 데이터 취합은 어렵지만, MSCI Global Low Carbon Leaders Index와 같은 주가지수가 훌륭한 대안이 될 수 있습니다.

벤치마크는 탄소 배출 강도가 가장 높고 탄소 저장량이 가장 많은 기업들을 배제함으로써 전체 지수 대비 탄소 발자국을 적어도 50% 줄이는 것을 목표로 합니다. 이러한 주식 종목들을 채권상품에 매핑하여 전통적인 글로벌 투자등급 회사채 지수의 저탄소 하위 집합을 구성합니다. 그 결과로 나오는 채권 풀은 당초 유니버스의 70% 가까이를 대표하며, 탄소 배출 강도를 40% 이상 줄일 수 있습니다.

### 2단계: 액티브 오버레이(active overlay) 적용

액티브 종목 선정 방식을 통해 등급 강등 및 부도로 인한 손실을 최소화함으로써 잠재 수익을 높일 수 있습니다. 펀더멘털 크레딧 분석을 통해서도 취약한 발행사를 걸러냄으로써 한결 더 강화된 포트폴리오를 만들 수 있습니다.

### 기후연계채권:

기후 채권 이니셔티브(CBI)는 발행사의 최소 95%의 매출이 기후 관련 사업에서 발생할 경우로 정의하고 있으나, 무엇이 그러한 활동에 포함되는지는 명시하고 있지 않습니다.

### 3단계: 포트폴리오 최적화

다음으로는 포트폴리오의 수익률(yield), 듀레이션 및 신용등급을 관리하여 글로벌 회사채 지수의 주요 리스크 특성을 복제합니다. 이때 섹터, 국가, 발행사 제약을 모두 반영할 수 있습니다. 이러한 최적화를 통해 최소 수준으로 발행사를 다각화하는 한편, 포지션의 규모는 신용 리스크에 기반하여 조절합니다. 유동성 고려사항 역시 반영할 수 있습니다.

도표 5. 전통적 벤치마크 대비 모델 포트폴리오

Key attributes	Low Carbon Solution	BAML Global Corporate Bond Index	BAML Global Corporate Bond ex Energy Index*	BAML Green Bond Index
Yield	2.70%	2.73%	2.66%	1.50%
Duration	6.2	6.6	6.5	5.8
Option Adjusted Spread (bps)	123	123	120	72
Average rating	BBB+	A-	A-	AA-
Number of bonds	113	12,780	11,529	161

\* 투자 전략 추정치

출처: Fidelity International, BAML, 2017년 3월 31일

### 결론

그린본드에 대한 관심이 커지고 있지만 시장은 표준화의 결여, 낮은 수익률(yield) 및 유동성 제약이라는 난제에 직면해 있습니다. 낮은 발행 비용이 발행사들에게는 유인요소가 될 수 있으나, 이는 투자자들의 유인을 동시에 억제하기 때문에 환경적인 이점들을 실현하기 어렵게 만듭니다.

그린본드 시장을 활성화하는 한 가지 방안은 원칙에 기반한 방식을 강조하는 것으로부터 탄소 저감의 환경적 영향에 집중하는 쪽으로 전환하는 것입니다. 주식시장의 탁월한 공시제도를 활용하고 해당 정보를 채권시장에 적용함으로써 우리는 한층 더 광범위하면서 정량화가 가능한 '그린' 채권 투자 유니버스를 만들어낼 수 있습니다.

이러한 접근방식은 글로벌 크레딧 유니버스의 리스크 및 수익 특성을 유지하는 동시에, 저탄소 모델 포트폴리오는 그린본드 지수 대비 수익률(yield)과 스프레드가 더 높고 듀레이션이 더 긴 한편으로 투자등급 신용등급을 유지할 수 있습니다(도표 5). 이 솔루션의 속성은 글로벌 회사채 지수에 비견할 만합니다.

환경을 의식하는 투자자들이라고 해서 채권 포트폴리오의 성과에서 불이익을 감당할 필요는 없습니다. 이러한 접근방식을 통해 ESG 투자는 높이 평가받을 수 있고, 혼합형 포트폴리오 내에서 환경 친화적인 투자가 실행 가능한 핵심 전략이 될 수 있습니다.

### 참고자료

<sup>1</sup> Natixis, 2017년 1월

<sup>2</sup> 2016년 7월 기준 CBI 추산



상기 정보는 집합투자기구의 판매나 권유를 위하여 제작된 것이 아닙니다. 본 자료 중 제3자로부터 제공받은 정보의 오류 및 생략에 대하여 당사는 책임을 지지 않습니다. 상기 정보는 시장의 환경이나 그 외의 상황에 의해 변경 되었을 가능성이 있습니다. 당사의 사전 서면 동의나 허가 없이는 정보에 대한 수정 또는 변경이 금지되어 있습니다. 집합투자증권을 취득하기 전에 (간이)투자설명서를 반드시 읽어보시기 바랍니다. 집합투자기구는 운용결과에 따라 투자원금의 손실이 발생할 수 있으며, 그 손실은 투자자에게 귀속됩니다. 과거의 운용실적이 미래의 수익률을 보장하는 것은 아닙니다. 금융투자상품은 예금자보호법에 따라 예금보험공사가 보호하지 않습니다. 외화증권에 투자하는 금융투자상품의 경우 환율변동에 따라 자산가치가 변동되거나 원금손실이 발생할 수 있습니다.

Fidelity, Fidelity International, Fidelity International 로고 및 F 심볼은 소유권자인 FIL 리미티드의 허가를 받아 사용되었습니다. 피델리티자산운용 준법감시인 심사필 KM17-097 (2017.07.18~2018.02.28)