

# Fed Watcher

## 세계의 좀비 기업들

Part I Funds Watcher

Part II Fed/Issue Watcher The rise of the walking dead: Zombie firms around the world



# Money & Policy Tracker



## 아부다비 국부펀드, 호주 사모신용펀드에 투자 (2023.08.22)

4P

22일 세계 최대 국부펀드 중 하나인 아부다비의 국부 펀드는 호주 부동산 민간 신용에 대한 투자를 두 배로 늘릴 것이라고 전함. 이는 전통적인 대출 기관들이 이 부문에 대해 경계심을 갖게 됨에 따른 결정. 퀄리타스(Qualitas)는 아부다비 투자청(ADIA) 소유의 투자기관이 퀄리타스의 호주 상업용 부동산 민간 신용 펀드 중 하나에 7억 호주 달러(4억 4,900만 달러)를 투자할 것이라 밝힘. 이번 행보로 지난 8월 첫 번째 투자 이후 ADIA의 투자액은 14억 호주달러로 늘어남



## 카타르 국부펀드, 인도 리테일 기업에 10억달러 투자 (2023.08.23)

5P

카타르 국부 펀드는 인도의 억만장자 무케시 암바니의 리테일 사업부문에 10억 달러를 투자계획하고 있으며 이 쇼핑 회사를 가치를 1,000억 달러로 평가. 이는 걸프 지역 투자자들이 인도의 급속한 경제 성장에 대한 익스포저를 확대하는 최근의 신호의 연장선. 4,500억 달러 규모의 카타르 투자청은 릴라이언스 리테일 벤처스(Reliance Retail Ventures)의 지분 0.99%를 인수할 것



## 캐나다 연기금, 블랙록과 EV 배터리 업체에 12억달러 투자 (2023.08.22)

6P

3개의 캐나다 연기금들이 스웨덴 배터리 제조업체 Northvolt에 대한 \$1.2B 규모 투자를 위해 블랙록과의 협력을 결정. Northvolt는 현재 퀘벡지역의 새로운 배터리 생산 플랜트 건설 결정에 가까워지고 있음. 이번 자금 조달로 세계 최대 자산 운용사인 블랙록과 함께 온타리오 투자관리공사(IMCO), 캐나다 연금계획 투자위원회, 온타리오 시 직원 퇴직연기금의 전환사채 프로그램을 23억 달러로 확대



## 온타리오 교직원 연기금, 23년 하반기 1.9% 수익 기록 (2023.08.24)

7P

온타리오 교직원 연기금(OTPP) 이사회는 기금의 순자산이 2022년 6월 2425억 캐나다 달러에서 2497억 7천만 캐나다 달러(1851억 5천만 달러)로 증가함에 따라 올해 첫 6개월 동안 1.9%, 6월 30일 기준 12개월간 4.8%의 수익률을 기록했다고 보고. 조 테일러 OTPP 사장 겸 CEO는 우리의 투자 포트폴리오는 장기적으로 안정적인 수익을 달성할 수 있도록 의도적으로 설계되었다라고 설명



## 세계의 좀비 기업들 (2023.08.28)

9P

대규모 국가 집단을 대상으로 상장 및 비상장된 비금융 섹터의 좀비 기업의 새로운 데이터 세트를 만들어 지난 20년간 이른바 좀비화에 대한 세계적인 추세를 분석. 좀비화가 널리 증가했음에도 불구하고 조사 결과는 긍정적인 내용도 내포하고 있는데 좀비 기업에서 그렇지 않은 기업으로의 부정적인 거시적 금융 파급 효과는 은행을 강화하고 부실한 지불 불능 구조를 개선함으로써 완화될 수 있음



## 화석연료 보조금이 7조 달러까지 상승 (2023.08.24)

18P

정부가 소비자와 기업을 지원하는 화석연료 보조금은 지난해 사상 최대 수준인 7조 달러까지 상승. 지구온난화를 막으려는 노력에도 불구하고 170개국에 걸친 명시적 및 암묵적 보조금은 증가했으며 이는 막대한 간접적인 환경 비용을 초래. 분석에 따르면 소비자들이 작년에 5조 달러 이상의 환경 비용을 지불하지 않았으며 네이처에 게재된 최근 연구에서 발견된 수준으로 기후에 대한 손상이 평가된다면 이 수치는 약 2배 가량 상승

---

# Part I

---

## Funds Watcher

### 글로벌 집행기관 동향

최근 업데이트 된 글로벌 집행기관들(국부펀드, 연기금, 대학기금 등)의 최신 동향을 요약, 정리 했습니다.

#### 국부펀드 (Sovereign Fund)

- ✓ 아부다비 국부펀드, 호주 사모신용펀드에 투자
- ✓ 카타르 국부펀드, 인도 리테일 기업에 10억달러 투자

#### 연기금 (Pension Fund)

- ✓ 캐나다 연기금, 블랙록과 EV 배터리 업체에 12억달러 투자
- ✓ 온타리오 교직원 연기금, 23년 하반기 1.9% 수익 기록



## Funds Watcher

### 아부다비 국부펀드, 호주 사모신용펀드에 투자 – 2023.08.22, Reuters

22일 세계 최대 국부펀드 중 하나인 아부다비의 국부 펀드는 호주 부동산 민간 신용에 대한 투자를 두 배로 늘릴 것이라고 전했다. 이는 전통적인 대출 기관들이 이 부문에 대해 경계심을 갖게 됨에 따른 결정이다.

퀄리타스(Qualitas)는 아부다비 투자청(ADIA) 소유의 투자기관이 퀄리타스의 호주 상업용 부동산 민간 신용 펀드 중 하나에 7억 호주 달러(4억 4,900만 달러)를 투자할 것이라고 밝혔다.

이번 행보로 지난 8월 첫 번째 투자 이후 ADIA의 투자액은 14억 호주달러로 늘어났다.

호주에 상장된 퀄리타스는 부동산 민간 신용 및 지분에 투자하며 75억 호주 달러를 관리하고 있으며 대부분 기관 투자자를 대신하여 운영하고 있다.

앤드류 슈워츠 공동 설립자는 성명에서 퀄리타스가 "전통적인 금융가들이 특히 주거 및 개발 부문에서 계속 후퇴하는 것으로 보고 있기 때문에 23억 호주달러를 투자할 준비가 되어 있다"고 말했다.

주요 은행들과 부채 시장의 플레이어들은 채택 근무와 전자 상거래가 일부 사무실과 쇼핑물의 장기적인 생존 가능성에 도전하는 것처럼 더 높은 금리가 부동산 가치를 경색시키고 있는 부동산 산업부문에 대한 경계심을 키우고 있다.

호주의 가장 큰 사무용 오피스 관리기업 중 하나인 텍서스(Dexus)의 대표는 지난 주 은행들이 대출에 매우 까다로워지는 동안 부동산 회사들의 공공 채권 시장이 "사실상 문을 닫았다"고 말했다. 다만 Dexus는 은행들의 지지를 여전히 잘 받고 있다고 덧붙였다.

이번 거래는 ADIA가 퀄리타스의 지분을 가져갈 수 있는 기회의 문을 열었다. 지난 8월 초 7억 호주달러 투자의 일환으로 ADIA는 퀄리타스 발행 지분의 9.99%에 해당하는 주식 옵션을 받았다.

ADIA는 이제 옵션의 약 3분의 2를 A\$2.50의 행사 가격으로 행사할 수 있으며 퀄리타스 주식은 화요일에 A\$2.48로 마감했다.

퀄리타스는 ADIA가 옵션을 행사할 계획을 밝혔는지에 대한 질문에 언급을 거부했다. ADIA 역시 이에 대한 언급을 거부했다.

< Abu Dhabi wealth fund puts \$450 mln more into Australian private credit fund >  
<https://www.reuters.com/business/abu-dhabi-wealth-fund-puts-450-mln-more-into-australian-private-credit-fund-2023-08-22/>

## 카타르 국부펀드, 인도 리테일 기업에 10억달러 투자 - 2023.08.23, Financial Times

카타르 국부 펀드는 인도의 억만장자 무케시 암바니의 리테일 사업부문에 10억 달러를 투자하고, 이 쇼핑 회사를 가치를 1,000억 달러로 평가하고 있다. 이는 걸프 지역 투자자들이 인도의 급속한 경제 성장에 대한 익스포저를 확대하는 최근의 신호이다.

4,500억 달러 규모의 카타르 투자청은 릴라이언스 리테일 벤처스(Reliance Retail Ventures)의 지분 0.99%를 인수할 것이라고 23일 릴라이언스 인터스트리의 자회사가 발표했다.

"QIA는 빠르게 성장하는 인도의 소매 시장에서 높은 성장 잠재력을 가진 혁신적인 기업을 지원하기 위해 최선을 다하고 있다,"라고 QIA의 최고 경영자 만수르 에브라힘 알 마흐무드는 성명을 통해 전했다.

그는 릴라이언스 리테일이 해당 국부펀드의 "성장과 다양성을 가진 인도 투자 포트폴리오"에 합류했다고 덧붙였다.

이번 투자는 가스가 풍부한 걸프 국가의 국부펀드가 인도 소매업에 투자하는 데 중 가장 큰 규모가 될 것이며, 카타르 국부펀드는 온라인 레스토랑 회사인 Rebel Food과 배달 그룹인 Swiggy를 포함한 다양한 인도 스타트업에도 투자하고 있다. 파이낸셜 타임즈는 카타르가 지난 달부터 해당 투자를 고려하고 있다고 보도했다.

이번 거래는 QIA의 인도에서 체결한 다른 여러 딜들의 연장선이다. 이번 달, 카타르 국부펀드의 자회사가 Gautam Adani의 재생 에너지 부문인 Adani Green Energy의 3% 지분인수에 약 4억 7400만 달러를 사용했다고 시장 데이터를 통해 밝혀졌다.

암바니는 석유화학에서 모바일 데이터에 이르기까지 활동 범위가 다양한 Reliance Industries의 야심찬 계획에 자금을 조달하는 전략으로 자산 매각을 주로 사용했다. 모회사는 시장 가치평가 기준으로 인도에서 가장 큰 규모의 회사이다. Reliance Retail Ventures는 2020년에 투자자로부터 약 60억 달러를 조달했는데, 여기에는 걸프 국부 펀드와 글로벌 사모펀드인 KKR이 포함되어 있으며, 이들이 투자한 규모는 새로운 가치 평가액의 약 절반에 해당한다.

무케시 암바니의 딸 Isha Ambani가 이끄는 릴라이언스 리테일은 인도의 중산층이 더욱 확대될 것으로 기대하면서 M&A를 통해 쇼핑 카테고리 전반에 걸친 공격적인 확장에 박차를 가하고 있다. 이들은 소규모 지역 상점에서부터 고급 쇼핑몰에 제품을 공급하는 것과 같은 다양한 카테고리에 투자하고 있다.

Isha Ambani는 QIA의 투자는 릴라이언스의 소매업과 인도 경제에 대한 "긍정적인 전망"을 시사하고 있다고 말했다. IMF는 올해 인도의 국내총생산이 6.1% 성장할 것으로 전망하고 있다.

매출액 기준으로 인도 최대 소매업체로 성장한 Reliance Retail은 발렌시아가, 버버리와 같이 확장되는 시장에서 발판을 모색하는 패션 브랜드에 수요 제공했다. 올해 3월 말까지 그룹의 매출액은 2조 6천억 루피(315억 달러)였다.

< Qatar sovereign wealth fund to invest \$1bn in India's Reliance Retail Ventures >  
<https://www.ft.com/content/b3e8f81b-7468-45ce-b75e-25649f883578>

## 캐나다 연기금, 블랙록과 EV 배터리 업체에 12억달러 투자 – 2023.08.22, Globe and Mail

3 개의 캐나다 연기금들이 스웨덴 배터리 제조업체 Northvolt 에 대한 \$1.2B 규모 투자를 위해 블랙록과의 협력을 결정했다. Northvolt 는 현재 퀘벡지역의 새로운 배터리 생산 플랜트 건설 결정에 가까워지고 있다.

이번 자금 조달로 세계 최대 자산운용사인 블랙록과 함께 온타리오 투자관리공사(IMCO), 캐나다 연금계획 투자위원회, 온타리오 시 직원 퇴직연기금의 전환사채 프로그램을 23 억 달러로 확대되었다. Northvolt 는 지난해부터 펀딩 프로그램을 시작했다. 이번 자금 지원은 IMCO 가 Northvolt 에 4 억 달러를 투자한 지불과 두 달 만에 이뤄졌다.

Northvolt 는 해당 자금을 유럽과 북미 확장 투자금으로 사용할 것이라고 말했다.

알렉산더 하트먼 Northvolt 최고재무책임자(CFO)는 성명에서 "우리는 사회의 신속하게 전기화 하는 데 있어 시급성과 필요성 그리고 막대한 재정적 잠재력을 모두 이해하는 헌신적인 투자자 그룹을 찾았다"라고 전했다. 이어 "그러나 유럽과 북미가 에너지 전환의 리더로서 잠재력을 최대한 발휘하려면 아직 가야 할 길이 멀다."라고 덧붙였다.

이번 투자에 정통한 소식통에 따르면 메인 공장이 스웨덴에 있는 Northvolt 는 북미의 주요 전기차 배터리 생산 시설 가능성을 저울질해 왔으며 퀘벡 정부와 가능한 건설 위치에 대해 협의를 진행하고 있다.

Northvolt 의 대변인 Anders Thor 는 북미에 새 공장을 지을 위치에 대해 더 정확하게 말할 수는 없지만, 곧 결정이 내려질 수 있다고 전했다.

이 회사는 몬트리올과 퀘벡주의 Baie Comeau 근처의 부지를 섭외했었지만, La Press 와 L'Oeil Regional 신문에 따르면 약 70 억 달러에 달하는 생산시설 건설 프로젝트를 위해 Richelieu Valley 의 Saint-Basile-le-Grand 에 정착하기로 결정했다. 이 공장의 주 부지는 화학물질 및 폭발물 제조업체인 Canadian Industries Ltd.가 이전에 사용했던 땅이 될 것이다.

캐나다는 지난 1 년 동안 조 바이든 미국 대통령의 IRA 법안의 일부인 산업 인센티브에 의해 가속화된 미국 청정 기술 산업과 경쟁하기 위해 노력하고 있다. 이 법안에는 녹색 에너지 및 관련 기술에 대한 3,690 억 달러의 자금 지원과 EV 및 에너지 효율에 대한 조치가 포함되어있다. 오타와와 주 정부들은 퀘벡에 배터리 제조업체와 공장을 건설하기 위해 수십억 달러의 공공 자금을 투입하고 있다.

퀘벡은 연방 정부와 함께 저탄소 수력 전기와 재정적 지원으로 기업들을 유인하면서 이 지방을 EV 배터리 개발의 중심지로 만들기 위해 열심히 노력해 왔다. 제너럴 모터스사는 한국 배터리 소재 제조업체인 포스코케미칼과 미국 퀘벡주 베칸쿠르에 신설된 배터리 공장을 합작하였으며 포드자동차가 이달 초에 발표된 바에 따르면 한국의 에코프로비엠 및 SK On 과 협력하여 같은 도시에서 6 억 4 천 4 백만 달러의 공적 자금을 지원받아 EV 배터리 소재를 생산할 12 억 달러 규모의 공장을 건설할 계획이라고 한다.

< Canadian pension funds and BlackRock team up for US\$1.2-billion EV battery maker financing >  
<https://www.theglobeandmail.com/business/article-canadian-pension-funds-and-blackrock-team-up-for-us12-billion-ev/>

**온타리오 교직원 연기금, 23년 하반기 1.9% 수익 기록 - 2023.08.24, Ai-cio**

온타리오 교직원 연기금(OTPP) 이사회는 기금의 순자산이 2022 년 6 월 2425 억 캐나다 달러에서 2497 억 7 천만 캐나다 달러(1851 억 5 천만 달러)로 증가함에 따라 올해 첫 6 개월 동안 1.9%, 6 월 30 일 기준 12 개월간 4.8%의 수익률을 기록했다고 보고했다.

조 테일러 OTPP 사장 겸 CEO 는 "우리의 투자 포트폴리오는 장기적으로 안정적인 수익을 달성할 수 있도록 의도적으로 설계되었으며, 반기 결과는 포트폴리오 구성이 계획대로 작동하고 있음을 보여주고 있다."라고 발표했다. "우리의 균형 잡힌 포트폴리오는 향후 몇 년 동안 변동성이 계속될 것으로 예상되는 시장을 탐색할 수 있도록 우리를 잘 포지셔닝하고 있다."라고 덧붙였다.

연기금 또한 5 년 만기와 10 년 만기 순수익률을 각각 연간 7.0%와 8.6%, 그리고 1990 년 출범 이후 연 9.4%의 수익률을 기록해 왔다.

온타리오 교직원 연기금의 주식 투자는 연초 219 억 캐나다 달러에서 6 월 말 현재 233 억 캐나다 달러로 증가했고, 사모 시장 투자 규모의 가치는 같은 기간 583 억 캐나다 달러에서 607 억 캐나다 달러로 증가했다. OTPP 의 상반기 채권 보유액은 762 억 캐나다 달러에서 1180 억 캐나다 달러로 증가했고, 인프라와 부동산 보유액은 각각 398 억 캐나다 달러와 281 억 캐나다 달러에서 424 억 캐나다 달러와 293 억 캐나다 달러로 증가하는 모습을 보였다.

지아드 힌도 OTPP CIO 는 이번 발표에서 "2023 년 상반기 6 개월 동안 공공 및 사모 주식, 인프라 및 신용을 포함한 여러 자산 클래스에서 긍정적인 수익을 얻었다."라고 전했다. 더해 "앞으로 우리는 높은 퀄리티의 기업 포트폴리오 내에서 가치를 구축하면서 매력적인 투자 기회를 추구할 것이며 균형을 유지할 것이다." 라고 전했다.

< Ontario Teachers' Pension Reports 1.9% Return for 1H 2023 >  
<https://www.ai-cio.com/news/ontario-teachers-pension-reports-1-9-return-for-1h-2023/>

---

# Part II

---

## Fed/Issue Watcher

### 미국 연방준비제도, 국제 금융기관 연구 및 최신 이슈

연방준비제도를 포함한 국제 금융기관(FRB, ECB, BOE, BOJ, IMF, WB, BIS, CEPR, NBER 등)에 게재된 최근 연구물 혹은 글로벌 언론기관의 최신 기사 중 흥미로운 주제를 하나 선정하여 깊이 있게 소개하고, 몇몇 주제들을 요약, 정리하였습니다.





## 세계의 좀비 기업들

\* CEPR 게시 내용을 요약, 편집했습니다. 저작권은 CEPR에 있습니다.

전 세계적으로 비생산적이고 생존할 수 없는 좀비 기업의 수가 증가하는 것은 미래의 생산성 성장에 좋은 징조가 아니다. 본 칼럼은 대규모 국가 집단을 대상으로 상장 및 비상장된 비금융 섹터의 좀비 기업의 새로운 데이터 세트를 만들어 지난 20년간 이른바 좀비화에 대한 세계적인 추세를 분석한다. 좀비화가 널리 증가했음에도 불구하고 결과는 한 가닥 희망을 보여준다. 좀비 기업에서 그렇지 않은 기업으로의 부정적인 거시적 금융 파급 효과는 은행을 강화하고 부실한 지불 불능 구조를 개선함으로써 완화될 수 있다는 것이다

- COVID-19 팬데믹에 대응하기 위한 전례 없는 규모의 대규모 자금 지원으로 인해 좀비기업의 거시경제학적 함의에 대한 우려가 대중의 앞으로 다시 모습을 드러내고 있다. 좀비기업의 존재는 특별한 현상이 아니다. 과거 일본의 잃어버린 10년이 시작되는 1980년대 당시 비생산적이고 가망이 없는 기업에 대해서도 대출을 하는 것이 자본의 비효율적인 배분으로 경기 침체를 확대하는 데 기여했다. (Peek and Rosengren 2005, Caballero et al. 2008, Giannetti and Simonov 2013) 2010년 유럽 국가부채 위기는 2020년 유럽 국가부채에 따라 취약한 은행이 좀비기업에 대한 대출을 늘림으로써 문제를 방치하고 악화시켰다. (Storz et al. 2017, Acharya et al. 2020, Blattner et al. 2023)
- 현재 상황에서 특별한 점은 COVID-19 팬데믹 이후 좀비화가 증가하고 있다는 점이다. 게다가 빠르게 긴축으로 넘어가는 금융 여건에 의해 건설한 기업이 좀비기업과 경쟁하는 데에도 차질이 생길 수 있다. 새로운 연구에서(Albuque, 2023년) 우리는 세계적인 좀비 기업에 대한 리스트를 작성하고 해당 기업들의 좀비화와 선진국 및 개발도상국의 일반 기업 리스트를 비교했다. 비록 좀비기업의 증가가 세계 경제의 회복에 좋은 징조는 아니지만 은행 섹터가 견조해지고 긴축으로 거시 정책 건전성이 개선되며 유동성 공급을 제한하는 상황이 좀비기업의 창궐을 완화할 수 있다고 파악했다

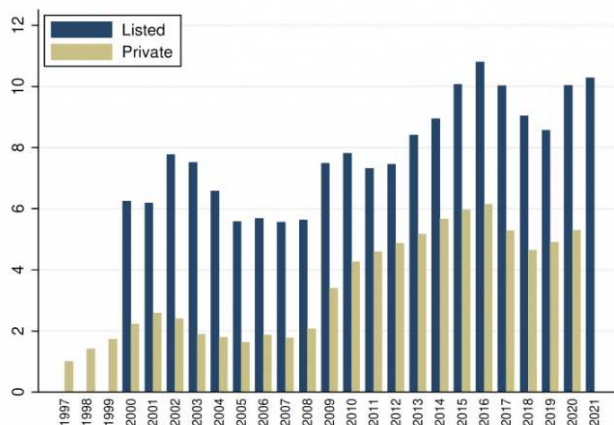
### The rise of nonfinancial zombie firms worldwide

- 완벽하게 경쟁적인 시장에서 비생산적이고 생존할 수 없는 좀비 기업들은 시장을 떠나 건설한 기업들이 더 효율적으로 운영될 수 있도록 하고 새로운 생산적인 기업들의 진입을 촉진할 것이다. 그러나 논문에 나와있듯이 대출자(은행, 투자자 또는 정부) 측의 인센티브가 잘못 조정되어 좀비 기업들은 즉각적인 채무 불이행을 피할 수 있다(Caballero et al. 2008).

- 우리는 2000-2021년 동안 63개국(신흥시장 32개국, 선진국 31개국)의 상장기업에 S&P Compustat의 대차대조표 데이터를 사용하고, 1997-2020년에 43개국(선진경제 26개, 신흥시장 17개)을 포괄하는 비상장기업에는 Bureau van Dijk ORBIS 데이터를 사용한다.
- 좀비 기업을 데이터에서 직접 관찰할 수는 없지만, 대부업체의 보조 금리 개념에서부터 이자 지급 의무를 이행하기에 충분한 영업 수익을 창출하지 못하는 오래된 기업(McGowan et al. 2018), 성장 기회 부족(Banerjee and Hofmann 2022)과 결합하여 마이너스 성장(Avara et 2022)을 겪는 기업(Avara))에 이르기까지 다양한 정의를 제시했다. (Caballero et al. 2008, Acharya et al. 2019)
- 이 칼럼에서 우리는 재무적 어려움에 처해 있고 지속적으로 수익성이 없는 기업을 포착하는 Favara et al.(2022)과 유사한 세 가지 대차대조표 지표를 통해 좀비 기업을 식별한다. 좀비 기업은 이자보상비율(ICR)이 1 미만이고, 레버리지 비율은 동종 업계의 중간 기업보다 높으며, 실질 매출 증가율은 마이너스를 경험한 기업으로 정의한다. 이러한 지표는 단순한 분류와 기업의 산업 사이클 변동에 따른 일시적인 악화로 인한 오기를 최소화하기 위해 해당 지표가 최소 2년 동안 지속되어야 한다고 평가한다. 이는 단순하고 쉬운 분류이면서 적절히 오차가 적은 추정을 가능하게 한다.
- 우리의 정의는 Caballero et al. (2008)의 보조 금리 개념에 의존하지 않는다. 이는 80년대/90년대 일본과 같은 맥락에서는 적용될 수 있었지만, 최근 논문은 높은 등급의 기업보다 더 유리한 금융 조건(Kulkarni et al. 2021, Banerjee and Hofmann 2022, Faria-e-Castro et al. 2022)에 근거하여 좀비를 식별하기 어려울 수 있다고 주장했다. (i): 은행들은 심지어 마지막 20년 동안 가장 낮은 이자율을 부과하는 기업들의 마지막으로 가장 낮은 금리를 의미하는 좀비 기업들의 환경을 의미한다.
- 우리는 좀비 기업이 일반적으로 동일한 산업과 국가 내의 비 좀비 기업보다 대차대조표가 상당히 약한 것이 특징이라는 것을 발견했다. 예를 들어, 좀비 기업은 총 요소 생산성(TFP)이 낮고, 수익성이 낮고, 투자가 적고, 제한된 유동 자산을 보유하고 있으며, 더 작은 경향이 있으며, 채무 불이행 위험이 높으며, 은행 대출에 더 의존하고 있다.
- 그림 1은 몇 가지 흥미로운 패턴을 보여준다. 첫째, 상장기업과 민간기업의 좀비기업 점유율은 지난 20년간 꾸준히 증가했으며, 특히 글로벌 위기 이후 지속적으로 증가했다. 이는 좀비기업이 2021년 전체 상장기업의 10% 이상을 차지하고, 2020년에는 전체 민간기업의 5.3%를 차지했을 가능성이 크다. 둘째, 2016년부터 일시적으로 하락 추세를 보인 좀비기업의 점유율은 코로나19에 따른 민간기업 지원이 전례 없는 규모가 없는 3번째로 축소된 것으로 추정된다. 좀비 주식은 국가에 따라 매우 다양하다(그림 2). 우리는 논문에서 좀비화가 느슨한 거시건전성 입장, 준비가 덜 된 기업 부실 프레임워크, GDP 성장 약화 및 낮은 금리를 가진 국가에서 더 널리 퍼져 있는 경향이 있음을 보여준다.

- 좀비 기업은 부동산, 에너지 부문, 정보 기술, 재료 및 소비자 재량과 같은 비전통적 산업에서 더 널리 퍼져 있으며, 재정적으로 더 취약하고, 생산성이 낮고, 더 많은 신용 호황을 경험하며, 더 약한 성장 기회(Albuquerque and Iyer 2023)에 직면한다.

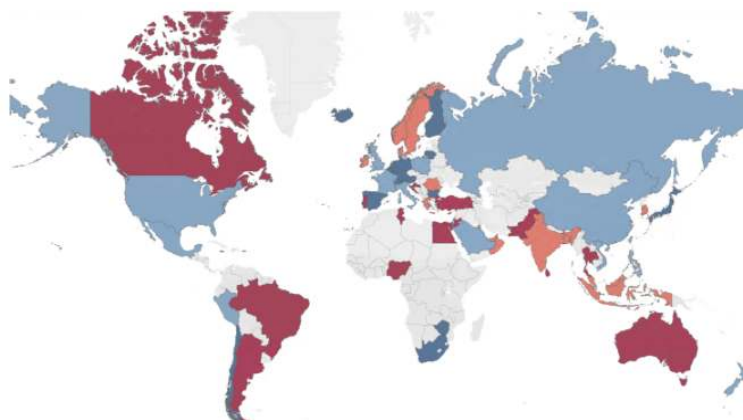
그림1 Share of zombie firms for listed and private firms



자료: CEPR. 이베스트투자증권 리서치센터

- 좀비 주식은 국가에 따라 매우 다양하다(그림 2). 우리는 논문에서 좀비화가 느슨한 거시건전성에 대한 기초, 준비가 덜 된 기업 부실 프레임워크, GDP 성장 약화 및 낮은 금리를 가진 국가에서 더 널리 퍼져 있는 경향이 있음을 보여준다. 좀비 기업은 부동산, 에너지 부문, 정보 기술, 재료 및 소비자 재량과 같은 비전통적 산업에서 더 널리 퍼져 있으며, 재정적으로 더 취약하고, 생산성이 낮고, 더 많은 신용 호황을 경험하며, 더 약한 성장 기회(Albuquerque 2023, Müller and Verner 2023)에 직면한다.

그림2 Share of listed zombie firms in 2021



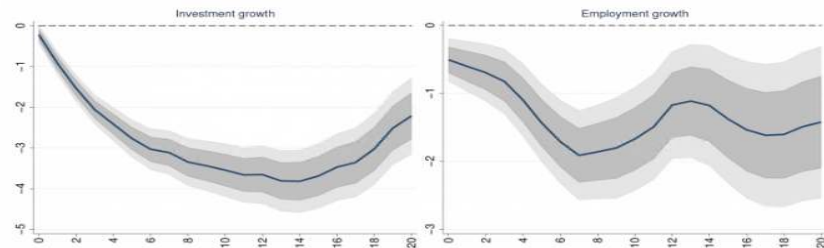
자료: CEPR. 이베스트투자증권 리서치센터

Zombie firms affect healthy firms' financial performance through both the extensive and intensive margins

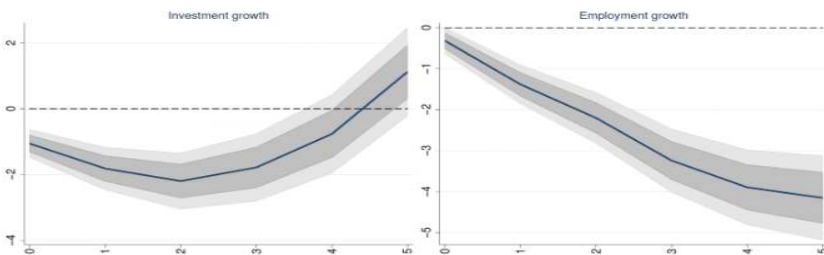
- 좀비 기업의 존재가 생산성과 성장을 좌우하면서 건강한 기업에 중요한 부정적인 혼잡 효과를 발생시킨다는 것은 잘 이해되고 있다(Peek and Rosengren 2005, Caballero et al. 2008, McGowan et al. 2018, Acharya et al. 2019, Banerjee 및 Hofmann 2022). 우리는 먼저 시간에 따른 혼잡 효과의 역학을 추적하여 중기적인 영향을 평가하고, 세 번째 관련이 아닌 문헌으로 확대한다.
- 비좀비 더미와 자산 가중 산업 좀비 점유율 사이의 상호 작용 기간에 대한 기업의 대차대조표 지표를 회귀분석한다(Caballero et al. 2008). 이 변수에 대한 계수는 각 국가-산업 쌍에서 좀비 기업의 점유율이 증가함에 따라 좀비에 대한 비좀비의 성능 변화를 나타낸다. 기업 간의 영구적인 차이에 대한 확고한 고정 효과를 추가하여 기업별 제어 변수에도 영향을 미칠 수 있다.
- 좀비의 산업 점유율이 증가함에 따라 상장기업과 민간기업 모두에서 비 좀비에 대한 혼잡 효과의 강력한 통계적 증거를 발견했다. 좀비 기업의 점유율이 높은 산업의 건강한 기업은 동일 산업의 좀비 기업에 비해 투자 증가, 고용, 매출 및 총 요인 생산성이 감소했다. 또한 금융 위기에 따른 심각한 경기 침체와 상당한 재정 및 통화 지원이 2018년의 혼잡 효과를 증폭시킬 수 있음을 시사한다.
- 우리는 혼잡 효과가 시간이 지남에 따라 상당히 지속된다는 것을 발견했다. 표준 편차가 높은 산업에서 좀비가 더 높은 기업은 평균 투자 증가율이 최대 4% 포인트 낮고 고용 증가율은 중기적으로 최대 2% 포인트 낮다(그림 3). 전반적으로 좀비 기업의 생존은 시장을 벗어나지 않음으로써 건강한 기업의 이익, 투자 및 성장 기회를 감소시킨다.

그림3 Dynamics of non-zombies' investment and employment in industries

A) Listed firms



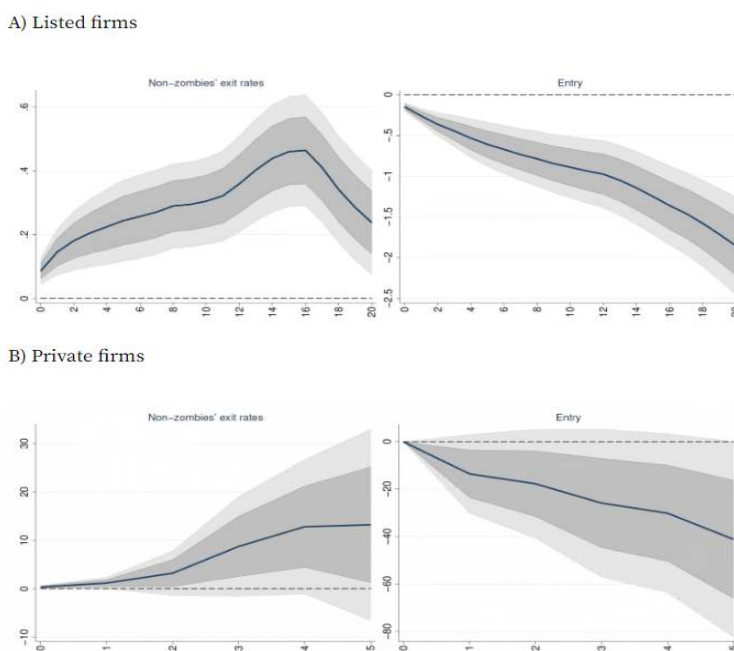
B) Private firms



자료: CEPR. 이베스트투자증권 리서치센터

- 문헌에서 덜 논의된 것은 좀비가 건강한 기업의 신용 조건에 미치는 영향이다. 예외 중 하나는 Andrews and Petroulakis (2019)인데, 그들은 2009년에서 2013년 사이에 EU 4개국에서 좀비 기업의 비율이 더 높은 산업에서 활동하는 건강한 기업에 대한 신용 이용이 더 적다는 것을 발견했다. 우리는 부채의 실질 채고 변화를 신용 성장의 대응으로 사용하여 표본에서 이를 확장하여 은행의 영구적인 좀비 대출에 대한 인센티브와 함께 건강한 상장 및 개인 기업에 대한 신용 감소로 혼잡 효과도 구체화된다는 것을 발견했다.
- 집중 마진을 따라 이러한 효과가 중요하지만, 우리는 또한 광범위한 마진을 통해 무시할 수 없는 혼잡 효과를 문서화한다. 산업 수준의 데이터를 종합하면, 우리는 좀비 기업의 비중이 높은 산업이 산업의 창조적 파괴 과정에 영향을 미치는 경향이 있음을 보여준다(그림 4). 좀비 기업이 아닌 기업이 침체된 시장 가격과 높은 임금을 보전하기 위해 더 높은 생산성 임계치를 제거해야 할 수 있기 때문에 기업 진입률은 더 낮고 건강한 기업 퇴출률은 더 높은 경향이 있다.

그림4 Congestion effects: Exit and entry rates at the industry-country level

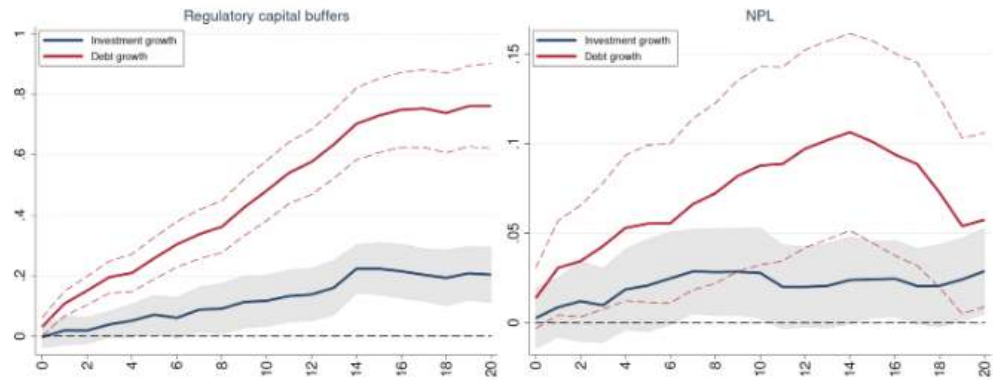


자료: CEPR. 이베스트투자증권 리서치센터

### Stronger regulatory frameworks help mitigate zombie practices

- 우리는 은행 부문의 건전성을 개선하기 위해 은행 감독과 규제를 강화해야 한다고 주장해온 문헌을 인용한다(Giannetti and Symonov 2013, Acharya et al. 2020, Blattner et al. 2023). 우리는 실제로 규제 자본 완충이 높고 부실 대출(NPL)이 적은 국가에서 운영되는 비좀비 기업은 동일한 부문의 좀비 기업에 비해 투자 감소와 부채 증가를 경험하는 경향이 있으며(그림 5-1-비혼재 후 은행의 증가 효과는 1%)

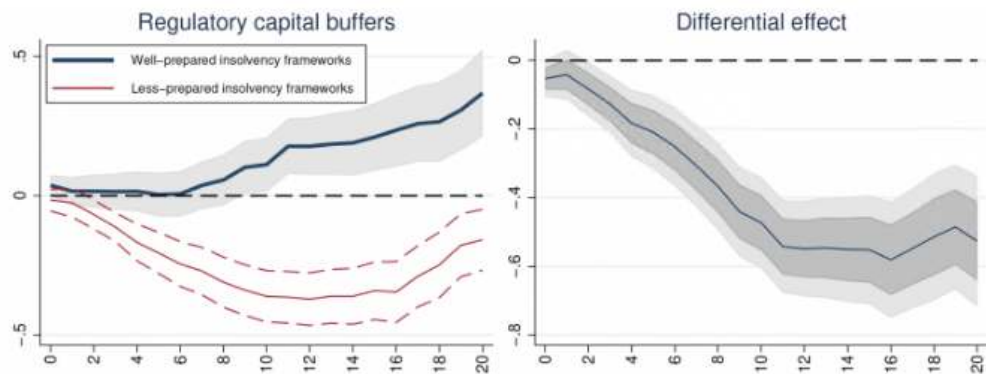
그림5 Congestion effects: Dynamics of listed non-zombies' investment and debt



자료: CEPR. 이베스트투자증권 리서치센터

- 은행부문의 강화는 부실제도가 취약하고 대출자들에게 비용이 많이 드는 경우 혼합효과를 완화하기에 충분하지 않을 수 있다. 부실제도의 국가 간 차이를 고려하여 Araujo 외(2022)의 위기대비지표에 의존하여 기업의 대규모 구조조정을 처리할 국가의 준비를 측정하였다. 그림 6은 규제자본 완충이 잘 되어 있지 않은 국가에서는 은행의 잠재적인 상황 인센티브가 잘 준비되어 있는 국가에서만 이러한 은행의 잠재적인 대출을 촉진할 수 있기 때문에 이와 같은 잠재적인 부실채권의 잠재적인 인센티브를 제시할 수 있기 때문이다

그림6 Dynamics of non-zombies' investment with improvement in capital buffers



자료: CEPR. 이베스트투자증권 리서치센터

< The rise of the walking dead: Zombie firms around the world >

Bruno Albuquerque, Roshan Iyer. 2023.08.28.

<https://cepr.org/voxeu/columns/rise-walking-dead-zombie-firms-around-world>



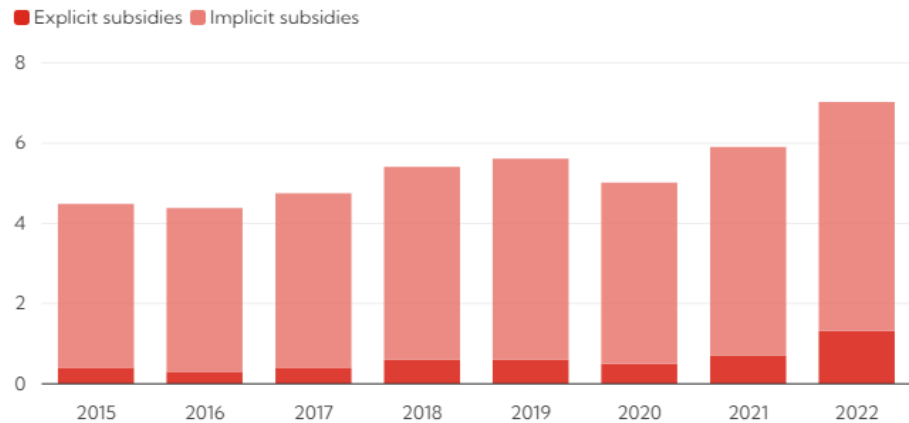
## 화석연료 보조금이 7조 달러까지 상승

\* IMF의 게시 내용을 요약, 편집했습니다. 저작권은 IMF에 있습니다.

정부가 소비자 및 기업을 지원하는 화석연료 보조금은 지난해 사상 최대 수준인 7조 달러까지 상승했다. 지구온난화를 막으려는 노력에도 불구하고 170개국에 걸친 명시적 및 암묵적 보조금은 증가했으며 이는 막대한 간접적인 환경 비용으로 이어진다. 분석에 따르면 소비자들이 작년에 5조 달러 이상의 환경 비용을 지불하지 않았으며 지구 온난화 비용이 파리 협정의 온도 목표를 달성하는 데 필요한 배출 가격과 같다는 우리의 기본 가정 대신에 과학 저널 네이처에 게재된 최근 연구에서 발견된 수준으로 기후에 대한 손상이 평가된다면 이 수치는 거의 두 배가 될 것이다

- 러시아의 우크라이나 침공과 COVID-19 팬데믹 이후 경제 회복으로 인해 에너지 가격이 세계적으로 급등하는 동안 정부가 소비자 및 기업을 지원하는 화석연료 보조금은 지난해 사상 최대인 7조 달러로 급증했다.
- 세계가 지구 온난화를 섭씨 1.5도로 제한하려고 안간힘을 쓰고 아시아, 유럽 및 미국 일부 지역이 극심한 더위에 고통 받으면서도 석유, 석탄 및 천연가스 보조금은 전 세계 국내총생산의 7.1%에 해당하는 수준이다. 이는 각국 정부의 연간 교육비 지출액(세계 소득의 4.3%)보다 크고 의료비(10.9%)의 3분의 2에 해당하는 금액이다.
- 우리의 연구결과는 세계기상기구(WMO)가 인간에 의한 기후변화를 억제해야 할 긴급한 필요성을 강조하면서 7월이 사상 최고로 더운 달이었다고 발표한 가운데 나왔다.
- 금주의 차트가 보여주듯이, 화석연료 보조금은 명시적 보조금(공급비용에 대한 과소청구)이 1조 3천억 달러로 두 배 이상 증가하면서 지난 2년간 2조 달러 증가했다. 그것은 170개국에 걸친 명시적 및 암묵적 보조금(환경비용에 대한 과소청구 및 소비세 면제)의 최신 추정치를 제공하는 우리의 새로운 논문에 따른 것이다.

그림7 Fossil fuel subsidies topped \$7 trillion last year



자료: IMF. 이베스트투자증권 리서치센터

- 화석 연료를 소비하는 것은 막대한 환경 비용을 부과한다. 대부분 지역 대기 오염과 지구 온난화로 인한 피해로 인해 발생한다. 환경 비용이 화석 연료, 특히 석탄과 디젤의 가격에 반영되지 않는 경우가 많기 때문에 보조금의 대부분은 암묵적이다.
- 우리의 분석은 소비자들이 작년에 5조 달러 이상의 환경 비용을 지불하지 않았다는 것을 보여준다. 지구 온난화 비용이 파리 협정의 온도 목표를 달성하는 데 필요한 배출 가격과 같다는 우리의 기본 가정 대신에 과학 저널 네이처에 게재된 최근 연구에서 발견된 수준으로 기후에 대한 손상이 평가된다면 이 수치는 거의 두 배가 될 것이다.
- 이러한 암묵적인 보조금은 오염원 근처에 거주하고 일하는 인구 밀도가 높은 발전소, 공장 및 차량을 소유하는 경향이 있는 개발도상국이 선진 경제국 수준으로 화석 연료 소비를 증가시킴에 따라 증가할 것으로 예상된다.
- 정부가 명시적인 보조금을 없애고 수정 세금을 부과하면 연료 가격이 상승할 것이다. 이는 기업과 가계가 소비와 투자 결정을 내릴 때 환경 비용을 고려하게 될 것이다. 그 결과 전 세계 이산화탄소 배출량을 크게 줄이고, 더 깨끗한 공기, 더 적은 폐와 심장 질환, 그리고 정부를 위한 더 많은 재정적 공간을 제공할 것이다.
- 우리는 명시적이고 암묵적인 화석연료 보조금 폐지가 연간 160만 명의 조기 사망을 막고, 정부 수입을 4조 4천억 달러 증가시키며, 지구 온난화 목표 달성을 위한 배출을 궤도에 올려놓을 것으로 추정한다. 또한 연료보조금이 가난한 가구보다 부유한 가구에 더 많은 혜택을 주기 때문에 소득을 재분배할 것이다.



- 그러나 연료 보조금을 없애는 것은 까다로울 수 있다. 정부는 혜택을 강조하는 포괄적인 정책 패키지의 일환으로 개혁을 명확하고 신중하게 설계, 전달 및 실행해야 한다. 증가된 수입의 일부는 취약 가구의 에너지 가격 상승에 대한 보상에 사용되어야 한다. 나머지는 근로 및 투자에 대한 세금을 줄이고 교육, 의료, 청정 에너지와 같은 공공재에 대한 자금을 지원하는 데 사용될 수 있다. 세계 에너지 가격이 하락하고 배출량이 증가함에 따라 더 건강하고 지속 가능한 지구를 위해 명시적이고 암묵적인 화석 연료 보조금을 단계적으로 폐지할 적기이다.

< Fossil Fuel Subsidies Surged to Record \$7 Trillion >  
 By Simon Black, Ian Parry, Nate Vernon. 2023. 08. 24  
<https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/08/24/fossil-fuel-subsidies-surged-to-record-7-trillion>

#### Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 신중호).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**Vol 205.** 2023. 08. 22 (화) ~ 2023. 08. 28 (월)

---

이 자료는 미국 12개 연방준비은행, 국제 금융기관(IMF, BIS, BOJ, ECB, CEPR 등) 및 기타 연구센터에서 최근 게재한 연구물과 글로벌 집행기관들(연기금, 국부펀드, 대학기금 등)의 최신 동향을 정리 및 번역한 것입니다. 주요 국제 금융기관에서 두드러진 주제가 없는 주에는 해외 언론사, 운용사의 칼럼, 오피니언, 특집기사 등에서 발간기간에 제한 없이 눈에 띄는 주제를 요약, 인용, 편집을 거쳐 데이터를 덧붙여 정리했습니다.