

Strategy Idea



▲ **경제분석**
Analyst **이승훈**
02. 6454-4891
seunghoon.lee@meritz.co.kr

국내 경제와 원/달러 환율 전망 Update

- ✓ 한국 2020~21년 경제전망 하향: 기존 -0.7%, 3.5%에서 각각 -1.2%와 3.1%로 조정
- ✓ 수출은 회복세 이어갈 것이나, 1~2개 분기 동안 반도체 개선세 정체 가능성
- ✓ 민간소비는 정부정책효과 소멸, 국내 CoVID-19 확산 등으로 더블딥 행태 보인 후 회복
- ✓ 위안화 강세에도 원화는 정체; 국내 CoVID-19 진정된 이후에 강세 동참 예상

국내 경기점검

지난 한 달여의 국내 경기변수 점검 필요성

우리는 7월 27일 Weekly 경제맥을 통해 한국 2분기 GDP성장률 전망을 -0.7%로 제시한 바 있었다. 한 달 여가 경과한 현재, 수도권 중심의 CoVID-19 재확산을 비롯한 여러 변수들이 부각되었다. 이번 전략공감2.0에서는 지난 한 달간의 국내 경기상황과 변수를 점검하고, 그 변화를 반영한 국내 경제전망의 변경내용을 제시한다. 이어서, 경기여건 변화와 더불어 투자자들의 관심이 큰 원/달러 환율 전망을 다룬다.

8월 수출, 조업일수 영향을 배제하면 감소폭 빠르게 축소 중

Good news: 한국 수출 개선 중
일평균 수출 감소폭 빠르게 축소

좋은 소식은 대외여건 개선에 힘입어 수출이 선방하고 있다는 것이다. 산업통상자원부가 집계한 8월 통관기준 수출은 전년대비 9.9% 감소하여 7월의 -7.1% 대비 감소폭이 확대되었으나, 조업일수 감소(-1.5일) 영향이 크다. 일평균 수출의 경우 -3.8%로 7월(-7.1%) 대비 감소폭이 크게 줄었다. 변동성이 큰 선박인도분까지 제외한 "선박제외 일평균 수출" 기준으로는 전년대비 2.8% 감소에 그쳤다. 선박제외 일평균 수출 감소폭은 5월(-20.1%)을 기점으로 4개월째 빠르게 줄고 있다.

미국, 유로존, 중국 중심으로 수출 개선세

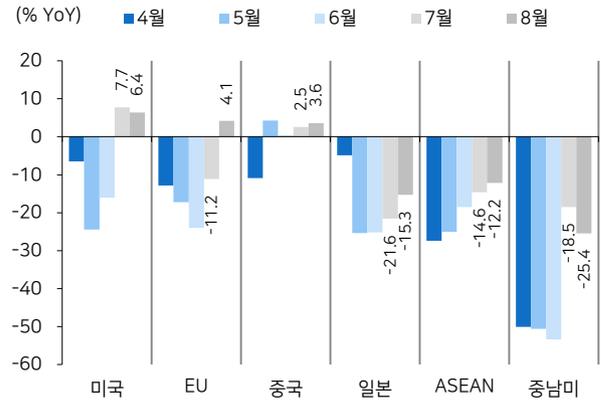
모든 지역에 공통적으로 해당되는 것은 아니지만, 주요 교역상대국의 국내 수출품 수요가 비교적 빠르게 회복되고 있기 때문이다. 일평균 기준으로 보면, 대미 수출은 7월에 이어 2개월째 정(+)의 성장세를 기록했고, 유로존은 3월 이후 처음으로 (+) 전환했다. CoVID-19에서 가장 먼저 회복한 대중 일평균 수출은 4개월째 증가하여, 8월에는 전년대비 3.6% 늘어났다. CoVID-19의 영향권에서 한번도 벗어나지 못했던 지역의 경우, 수출감소폭 축소가 더디거나(아세안), 최근 들어 오히려 확대(중남미)되는 양상이다.

그림1 선박 제외 일평균 수출



자료: 산업통상자원부, 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그림2 국가별 일평균 수출증감률



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

품목별 수출의 특징

품목별로 보면, 알려진 대로 비대면/홈코노미 경제의 부상으로 컴퓨터(+107%)와 가전제품(+15%) 수출이 양호한 흐름을 이어가고 있다. 반도체는 7월 이후 2개월째 (+) 성장하였고, 일평균 기준으로 보면 6월 이후 개선 흐름이 비교적 뚜렷하다. 뒤이어 자동차-산업재-소재 순으로 회복세를 시험하고 있다. 무선통신기기 수출은 7월에 반짝 회복한 이후, 8월에는 전년대비 32%(일평균 기준으로는 27%) 감소하였다. 휴대폰 수요부진과 이에 따른 중국의 스마트폰 출하량이 크게 부진한 것과는 무관하지 않다.

한국 수출 바닥 5월이라는 견해에는 변함 없음

한국 수출이 지난 5월을 바닥으로 점진적인 개선 흐름을 보일 것이라는 큰 그림에는 변화가 없다. 주요국 제조업황의 개선은 시차를 두고 국내 수출물량 감소폭 축소와 증가 전환을 유발할 것이고, 글로벌 수요개선에 편승한 원자재 가격의 완만한 상승은 우리나라의 IT제외 수출물가 상승으로 귀결될 것이기 때문이다.

표1 품목별 일평균 수출 증감률

(% YoY)	반도체	무선통신	자동차	철강	석유화학	석유제품	일반기계
4월	(7.2)	(27.4)	(30.5)	(17.4)	(27.9)	(52.6)	(12.6)
5월	14.5	(17.0)	(51.1)	(30.2)	(29.7)	(66.8)	(22.8)
6월	(8.5)	(19.2)	(39.0)	(27.3)	(19.1)	(52.7)	(15.2)
7월	5.5	4.4	(4.3)	(18.8)	(21.1)	(42.5)	(15.6)
8월	9.8	(27.0)	(6.9)	(14.2)	(16.0)	(40.2)	(11.4)

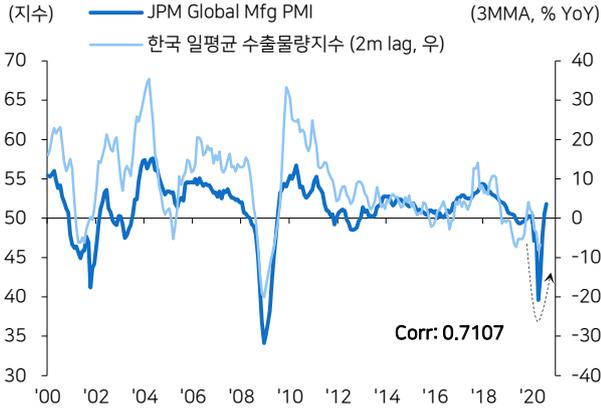
자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

단, 반도체 수출 개선세가 당분간 주춤할 가능성을 반영할 필요

문제는 지난 수 개월간 비교적 빠른 회복세를 보여 왔던 반도체 수출이 향후 1~2개 분기 정도 주춤할 개연성이 커졌다는 것이다. 글로벌 휴대폰 수요가 개선되고는 있으나, 중국 스마트폰 출하량은 여전히 전년 대비 20% 이상의 위축이 진행 중이다(8월 예상치 기준). 또한 당사 반도체 담당 애널리스트에 따르면, 보수적인 데이터센터 투자자들은 이미 상반기 중 계획의 상당부분을 집행하여 전통적 성수기인 하반기 관련수요가 부진할 개연성을 시사하였고, 투자에 있어서도 반도체 수요의 또다른 축인 스마트폰 업황을 가늠하면서 의사결정을 하는 특징을 보인다.

이러한 요인들은 6개월 내외 시계에서 가격/출하량 개선을 제약할 가능성이 있는 것으로 보인다. 경제전망 관점에서는 올해 4분기와 내년 1분기 수출 전망을 소폭 하향 조정해야 하는 요인으로 작용한다.

그림1 글로벌 제조업 PMI와 한국 일평균 수출물량



자료: Markit, CEIC, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림2 국제유가와 한국 IT제의 수출물가



자료: Refinitiv, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국 수출 동향

(% YoY)	YTD Wgt(%)	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	YTD	Remarks
전체	-	3.6	(1.7)	(25.6)	(23.8)	(10.8)	(7.1)	(9.9)	(10.6)	
일평균	-	(12.5)	(7.8)	(18.8)	(18.4)	(18.4)	(7.1)	(3.8)	(11.4)	2019년 8월 조업일수 대비 -1.5일 (22일)
선박제의 일평균	-	(12.6)	(6.5)	(16.5)	(20.1)	(17.7)	(7.9)	(2.8)	(10.5)	8월 선박 인도 전년 대비 -31.5%
물량	-	6.6	13.0	(11.3)	(20.6)	(1.9)	(5.4)	(12.2)	(5.7)	일평균 물량: 7월(-5.4%) → 8월(-6.2%)
단가	-	(2.9)	(12.9)	(16.0)	(3.9)	(9.2)	(1.7)	2.6	(5.3)	국제유가 및 원자재 가격 회복 영향
지역별										
미국	14.5	9.0	15.4	(14.3)	(29.4)	(8.2)	7.7	(0.4)	(3.8)	자동차(+11%)/기계(+7%)/반도체(+12%), 휴대폰(-54%)
EU	9.9	(1.1)	9.1	(20.1)	(22.6)	(17.0)	(11.2)	(2.5)	(10.5)	컴퓨터(+108%), 기계(-22%)/자동차(-24%)/석화(-21%)
일본	5.2	(1.3)	9.9	(12.8)	(30.2)	(18.2)	(21.6)	(20.7)	(13.0)	반도체(+0.2%), 정유(-22%)/철강(-30%)/기계(-30%)
중국	25.8	(7.4)	(6.9)	(18.3)	(2.5)	9.7	2.5	(3.0)	(4.8)	반도체(+18%)/철강(+24%)/컴퓨터(+47%), 석화(-13%),
ASEAN	17.4	5.6	(4.1)	(33.5)	(29.9)	(10.9)	(14.6)	(17.8)	(12.1)	반도체(+9%), DP(-14%)/일반기계(-12%)/정유(-55%)
중동	3.0	0.0	7.7	(20.6)	(25.5)	(21.9)	(24.7)	(20.5)	(14.4)	기계(+9%)/석화학(+1%), 자동차(-71%), 철강(-30%)
중남미	3.7	11.1	(26.1)	(54.2)	(53.8)	(49.1)	(18.5)	(30.2)	(33.9)	철강(+18%)/석화(+25%), 기계(-3%)/차부품(-44%)/반도체(-9%)
품목별										
반도체	19.3	9.3	(2.7)	(14.9)	7.0	(0.0)	5.6	2.8	0.1	중국·베트남향 스마트폰 부품 수출 증가
평판디스플레이	3.1	(21.8)	(12.8)	(39.2)	(29.7)	(16.0)	(28.4)	(22.8)	(24.8)	국내 사업전환에 따른 물량 축소로 LCD 수출 감소
무선통신기기	2.4	7.9	13.2	(33.4)	(22.4)	(11.6)	4.5	(31.7)	(13.1)	COVID-19 재확산으로 휴대폰 수요↓, 해외 신제품 출시 연기
가전	1.3	2.0	(0.4)	(32.2)	(38.8)	(5.2)	6.2	14.9	(9.9)	영상 콘텐츠 수요 증가가 TV시장 성장 주도
컴퓨터	2.8	89.0	82.1	99.3	82.6	91.5	77.1	106.6	83.5	컴퓨터는 재고누적에 의한 수요 속도 조절, SSD는 수요 확대
자동차	6.9	(16.6)	3.0	(36.3)	(54.3)	(33.3)	(4.2)	(12.8)	(22.7)	하계휴가 및 신차라인 설비공사에 따른 국내 주요 공장 휴업
자동차 부품	3.4	10.0	0.4	(49.6)	(66.9)	(45.1)	(27.7)	(27.0)	(28.2)	유로지역 완성차 재고부담, 신흥시장 판매부진
선박	4.1	8.9	(31.4)	(60.9)	35.3	(27.9)	18.0	(31.5)	(11.0)	낮은 선가, COVID-19로 인한 선주사 인도 연기
일반기계	9.8	10.7	(4.2)	(19.9)	(27.8)	(7.3)	(15.5)	(17.1)	(11.2)	중국향 수출 개선, 미국/EU 전방산업 회복 지연
철강제품	5.3	(10.0)	(6.7)	(24.3)	(34.8)	(20.5)	(18.7)	(19.7)	(19.1)	아세안, 미국, EU 수출 부진 지속
석유화학	7.2	(9.9)	(10.6)	(33.9)	(34.3)	(11.5)	(21.0)	(21.4)	(20.2)	공급 과잉 및 국제유가 회복 지연에 따른 단가 하락
석유제품	5.4	(6.1)	(11.3)	(56.5)	(68.9)	(48.3)	(43.2)	(44.0)	(36.6)	글로벌 석유 수요 감소 및 석유 공급과잉 지속
섬유류	2.2	19.3	(9.0)	(35.7)	(43.7)	(22.4)	(15.0)	(16.9)	(18.2)	중국 등 경쟁국의 섬유 물량 과잉공급
유망 품목										
OLED	1.6	2.8	12.5	(25.1)	(4.1)	13.2	(28.9)	(19.0)	(9.5)	TV OLED 평균가: \$771(3Q19) → \$744(3Q20)
SSD	2.1	171.5	176.5	254.1	162.9	160.2	124.7	167.1	169.1	SSD 수요가 엔터테인먼트 및 게임 등 비대면 산업으로 확대
MCP	4.2	27.5	6.3	(9.4)	44.9	(4.4)	9.7	0.6	8.9	반도체 업황에 연동
바이오	2.5	26.6	30.4	31.3	64.0	58.1	51.7	58.9	45.6	바이오시밀러 수요 증가, 국내 진단기기 수출 호조 지속
이차전지	1.4	3.3	(2.5)	(10.9)	(10.4)	1.6	(3.7)	(0.9)	(3.5)	신규 전기차 배터리 공급량 회복세 지연
화장품	1.4	13.1	28.7	(2.3)	(2.9)	16.9	15.5	17.4	12.1	중국, 아세안, 미국향 수출 호조, K-뷰티 성장 추세 지속

자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

소비여건 점검: 7월부터 이미 부진; 8월 들어 부진 심화

내수는 수출에 비해 여건이 좋지 않다. 제조업 생산은 수출에 연동되는 함수이기에 7월까지의 개선세를 보여 왔지만 문제는 소비에 있다.

7월 소비부진 배경:
 개소세 인하폭 축소와 정부 이전
 소득 효과 반감

7월 소매판매는 전년대비 0.5% 증가에 그쳤고, 전월대비로는 6.0%나 감소하였다. 전년대비 기준 내구재/승용차/준내구재 판매 증가율이 6월 각각 29.3%, 56.2%, -5.8%에서 7월 들어 10.2%, 18.0%, -8.2%로 악화되었고, 전월대비로는 더욱 부진하다(내구재 -15.4%, 승용차 -19.7%, 준내구재 -5.6%). 서비스업도 도소매업을 중심으로 증가세가 둔화되었다.

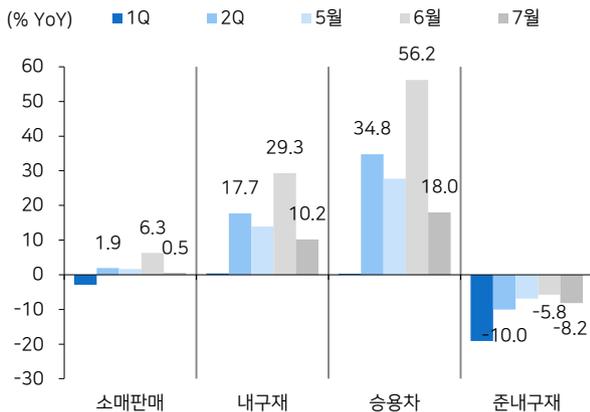
유독 내구재 소비의 부진이 심한 것은 자동차 개별소비세 인하폭(70%)의 하반기 환원(30%)과 유관하며, 나머지는 5~6월 집중된 정부 이전소득(재난지원금) 지급 효과의 소멸로 설명 가능하다. 즉, 2분기 소비가 빠르게 회복한 배경에는 정부 정책 효과가 크게 작용했을 가능성이 있으며, 지금은 그렇지 않다는 것이다.

8월 소비부진 심화 배경:
 CoVID-19 재확산과 사회적
 거리두기 강화

여기에 추가적인 회복 제약 요인이 가세하였다. 수도권을 중심으로 CoVID-19 확진자수가 다시 급증하면서, 8월 13일과 30일 각각 사회적 거리두기 2단계와 2.5 단계가 시행되었다. 이미 2단계 시행만으로 경제활동에는 부정적 효과가 나타나기 시작했다. 소비/여가활동을 나타내는 Google Mobility Index는 4월 중순 수준으로 내려 왔으며, 전국 신용매출도 마찬가지로 흐름이다. 서울 신용매출의 경우 COVID-19 초기인 3월 저점 수준에 근접 중이다.

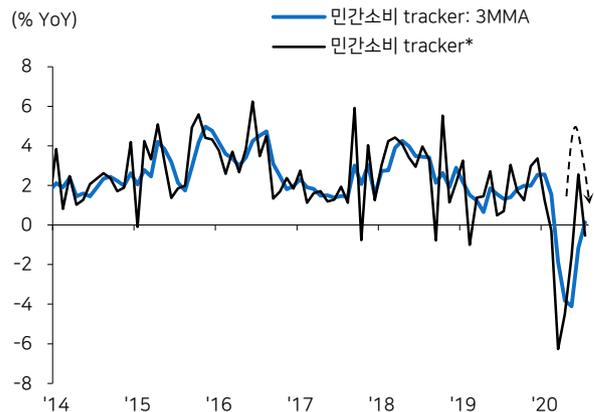
이상은 올해 3월을 저점으로 국내 소비가 비교적 빠른 회복을 보일 것이라는 기존 전망과 다른 흐름으로, 오히려 3분기 소비위축이 심화되고 있음을 보여 주는 것이다. 이는 소비회복의 경로를 보다 보수적으로 수정하고, 앞으로의 회복 속도 역시 더딜 가능성을 반영할 필요가 생겼음을 의미한다.

그림3 재화별 소매판매 증감률



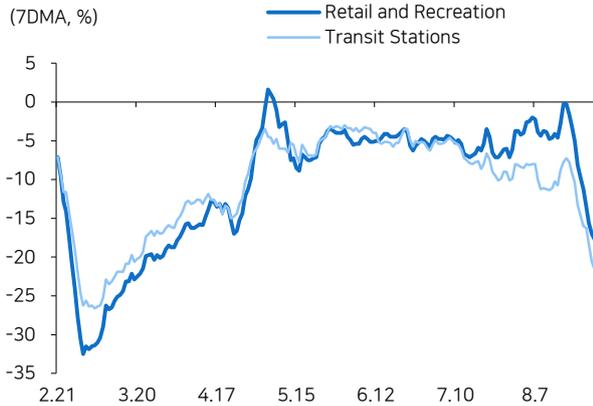
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림4 메리츠 민간소비 tracker



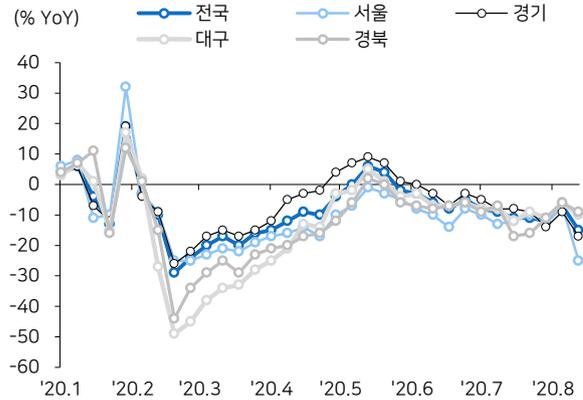
주: * 소매판매 * 0.412 + 서비스업 * 0.588
 자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림5 구글 모빌리티 트렌드: 소매-여가 / 대중교통 트래픽



자료: Google Mobility Trends, 메리츠증권 리서치센터

그림6 지역별 신용매출 증감률



자료: 한국신용데이터, 메리츠증권 리서치센터

경제전망 하향 조정 및 골자

2020년 한국 경제성장률 전망:
-0.7%에서 -1.2%로 하향

이러한 변화들을 반영하여, 2020~21년 한국 GDP성장률 전망을 -0.7%와 3.5%에서 -1.2%와 3.1%로 하향 조정한다. 전망 조정의 골자는 1) 반도체 수출 정체 가능성을 반영한 수출 전망의 조정과 2) 민간소비 경로(3분기 전분기대비 감소 후 반등) 및 전망의 하향 조정이다. 이러한 전망의 기저에는 CoVID-19의 2차 확산이 10월 상반월 경 안정화될 것이라는 전제가 깔려 있다. 이 밖에 3) 건설투자는 건물기성 회복 속도조절과 상업용 건물 건설 부진, 4) 정부지출은 추경안 대비 1.6% 증액에 그친 2021년 예산안을 반영하여 미세 조정하였다. 5) 올해 소비자물가 전망은 집중호우/태풍 등에 따른 농산물 가격 급등을 반영하여 기존 0.3%에서 0.5%로 상향 조정한다.

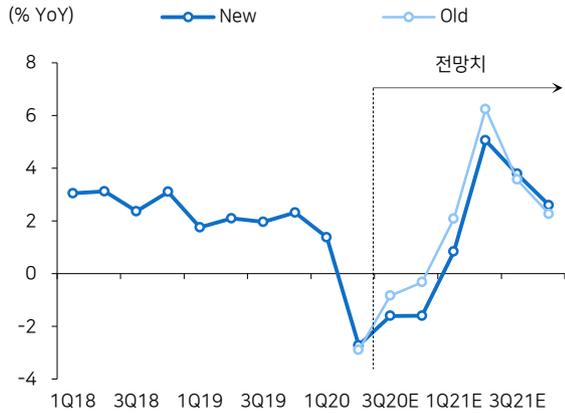
분기별 성장경로의 경우 올해 2분기가 경기 저점이었다는 견해에는 변함이 없으며, 올해 하반기부터 내년 1분기까지의 경기복원 속도가 기존에 비해 더딜 가능성이 반영되었다. 2021년 2분기는 내수와 수출의 동반 회복 및 기저효과가 맞물리면서 분기 GDP성장률이 5%에 근접할 가능성이 유효하다고 본다.

표3 2020~21년 한국 경제전망 조정 내용

	Actual	NEW		OLD	
	2019P	2020E	2021E	2020E	2021E
GDP	2.3	(1.2)	3.1	(0.7)	3.5
민간소비	2.0	(4.4)	3.1	(3.6)	3.8
정부지출	6.3	7.8	3.9	7.8	4.2
건설투자	(2.9)	1.4	2.9	2.3	3.3
설비투자	(7.5)	3.1	1.5	2.9	2.2
내수기여도 (%p)	1.4	(0.5)	3.2	0.0	3.6
순수출기여도 (%p)	1.0	(0.7)	(0.0)	(0.8)	0.0
경상수지 (% of GDP)	60.0	54.2	56.7	54.4	57.8
수출금액	(10.3)	(10.8)	6.6	(10.3)	7.1
수입금액	(6.0)	(9.3)	6.0	(8.8)	6.3
소비자물가	0.4	0.5	0.9	0.3	0.9
기준금리	1.25	0.50	0.50	0.50	0.50
원/달러	1,156	1,175	1,150	1,175	1,150

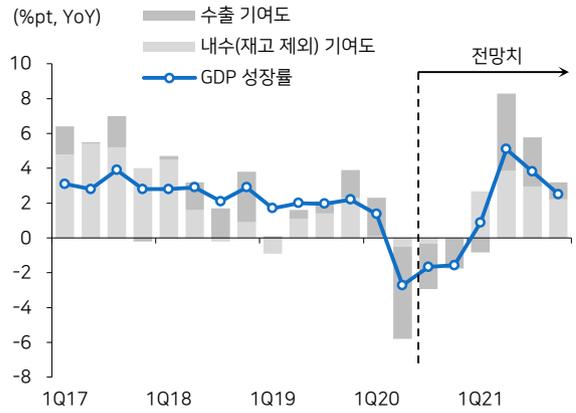
자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림7 한국 GDP: 분기별 성장경로 - New vs Old



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림8 한국 GDP성장률 전망과 최종수요 기여도



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터 추정

원/달러 환율 전망에 대한 생각

그간 위안화와 원화 강세 제약한 요인은 무역분쟁 재발 우려

우리는 8월 5일 전략공감2.0, “약달러에 대한 생각과 환율 전망 Update”를 통해, 위안화와 원화가 그간의 달러화 약세로부터 소외되어 왔고, 그 이유가 미-중 갈등 고조가 무역분쟁 이슈로 전이될 가능성을 일부 시장 참여자들이 우려했기 때문이라 언급하였다. 특히 이는 위안화의 강세를 제약하는 요인으로 작용했다.

관련 우려 해소되며 위안화는 강세에 동참; 원화는 국내 CoVID-19 이슈로 계속 소외

미-중 1단계 무역합의 리뷰를 위해 계획되었던 양국 고위급 회담(원래 계획: 8월 15일, 실제로는 8월 25일에 전화통화)을 앞두고, 래리 커들로우 백악관 경제자문위원장은 8월 11일 “무역합의 이행에 문제가 없다”는 취지의 발언을 하였다. 이 때를 기점으로 위안화는 빠르게 절상되어 9월 1일 기준 6.826위안/달러까지 1.97% 절상되었다.

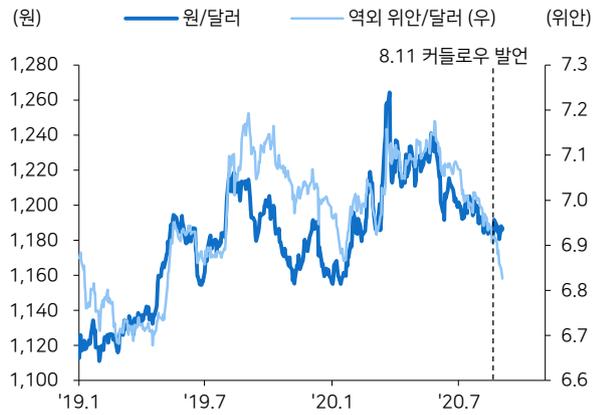
반면, 위안화와 연동되어 움직여 왔던 원화는 계속 강세가 제약되었다. 이 무렵부터 수도권 확진자수가 늘기 시작했기 때문이다. 위안화의 빠른 절상과 달리 원화가 1,180~1,192원의 박스권에 놓이게 된 것이다. 위안화가 절상되지 않았다면 1,200원에 근접했을 수도 있다(유사한 양상은 2월 중하순에 관찰된 바 있음: 2월 24일자 Weekly 경제맥, “국내 이슈가 되어 버린 CoVID-19와 원화 약세 심화”를 참고).

국내 CoVID-19 여건 진정되어야 원화도 강세 동참 가능할 것

이러한 특징은, 원화가 달러화 대비 강세 흐름에 동참하기 위한 조건이 1) 국내 CoVID-19 확진자수 증가세의 의미 있는 둔화(50명 이하)와 2) 사회적 거리두기 수준의 환원임을 의미한다. 유동인구가 많은 수도권 중심의 재확산이기에 수도권으로 사회적 거리두기 수준이 의미 있게 낮아질 가능성은 높지 않다.

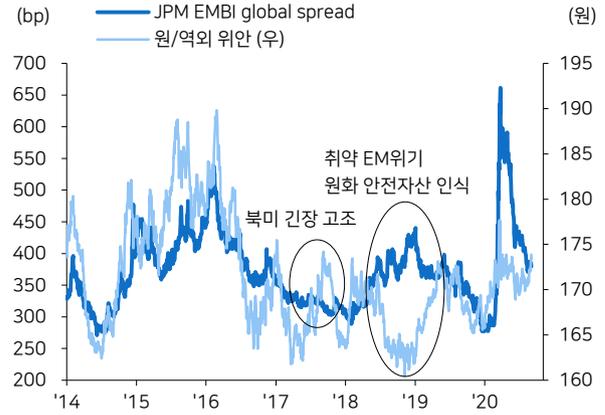
우리는 적어도 10월 초중순을 경과한 이후에야 조건들이 충족될 것으로 예상하며, 이 무렵부터 원화가 강세를 펼 것으로 예상한다. 빠르게 키를 맞추는 과정에서는 연내 1,150원 내외 수준으로의 절상도 가능할 수 있다. 조건이 가시화되기 전까지는 연말 원/달러 전망인 1,175원을 유지한다.

그림9 원/달러와 위안/달러 환율: 최근 디커플링



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 JPM EMBI global spread와 원/위안



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 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.