

2020. 10. 28

이승훈의 **경제脈**

한국 3Q GDP: Allegretto

▲ 경제분석

Analyst 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

- ✓ 한국 3Q GDP +1.9% QoQ: 2Q 부진 주도했던 수출 회복에 설비투자 반등 가세
- ✓ 한국 2020년 GDP성장률 -1.2%에서 -1.0%으로 상향, 2021년은 3.1% 유지
- ✓ 2021년은 건설/설비투자, 민간소비 동반 개선이라는 점에서 회복의 질 비교적 양호
- ✓ 2020~21년 원/달러 환율 전망 1,130원과 1,080원으로 하향 조정. 위안화 강세 확대 전망 및 미국 정치위험 경감 가능성 등을 반영. 수출물량 회복기에 진행되는 원화강 세이기에 수출에의 부정적 효과는 제한될 것

한국 3Q GDP +1.9% QoQ/-1.3% YoY. 수출과 설비투자 반등

한국 3Q GDP는 +1.9% QoQ 성장(-1.3% YoY)하여 시장/당사 예상을 공히 상회. 2분기 부진의 주범이었던 수출이 예상보다 빠르게 회복한 가운데, 설비투자 개선이 반도체에만 의존하지 않고 확산되는 모습. 건설투자와 민간소비 기여도는 (-)였음

전망: 한국 '20년 GDP -1.2%에서 -1.0%으로 상향, '21년은 3.1% 유지

올해 GDP성장률 전망은 -1.2%에서 -1.0%로 상향하고, 2021년 3.1% 전망은 유지. 내년 내수회복의 질은 올해보다 나아질 것으로 예상. 민간소비가 바닥을 통과하고, 건설/설비투자가 공히 개선되는 그림, 내년 2분기 경 GDP레벨은 CoVID-19 이전 수준 회복. 이는 한은의 금리 정상화를 유발하기에는 역부족

주요 지출항목별 계정 특징으로는 1) 민간소비 바닥 통과했으나 CoVID-19 이전 수준 회복은 2022년에 가능할 것, 2) 건설투자는 3Q 주춤했으나 내년 들어 주거용/비주거용 건물투자, 토목기성 동반 증가, 3) 설비투자는 글로벌 제조업 수요회복(물량중심 수출개선)과 반도체 투자확대가 맞물리는 모습 등으로 요약 가능

원/달러: 2020년 말 1,130원, 2021년 말 1,080원으로 하향 조정

최근 원화강세 심화는 1) 중국 외환당국이 위안화 강세에 더욱 우호적일 가능성 부각, 2) CoVID-19 치료제 개발과 승인, 3) 미국 대선이 불확실성 해소 요인으로 작용할 개연성, 4) 당선자와 무관하게 경기진작 도모할 것이라는 기대 반영의 산물

이에 따라 내년의 위안화 강세폭을 좀 더 확대하여 전망하는 한편(내년 말 위안/달러 6.50에서 6.45로 하향), 2) 약달러가 정치 리스크 때문에 주춤하더라도 조정이 길어지지 않을 가능성을 반영할 필요. 이에 따라 2020~21년 말 원/달러 환율 전망을 기존 1,150원과 1,120원에서 1,130원과 1,080원으로 각각 하향 조정

이번 사이클의 원화 강세는 수출실적/전망 개선 반영한 것이기에 수출에 부정적인 효과는 제한될 것. 품목이 비가격 경쟁력을 지니는 경우라면 물량 회복의 긍정적 효과가 향후 좀 더 반영될 수 있을 것으로 예상

한국 3Q GDP +1.9% QoQ: Surprise

한국 3Q GDP 1.9% QoQ
시장 및 당사 예상 상회

한국은행에 따르면, 3분기 GDP는 전분기대비 1.9% 성장, 전년대비로는 1.3% 역 성장하여, 시장 컨센서스(+1.4% QoQ)와 당사 예상(+1.5% QoQ)을 비교적 큰 폭으로 상회하였다. 지난 분기 경기부진의 주범이었던 수출기여도(이하 QoQ)가 2분기 -6.5%p에서에서 3분기 +5.5%p로 반등하며 순수출기여도를 진작(2Q -4.1%p → 3Q +3.7%p)시켰고, 경기회복에 편승한 기계류 중심의 설비투자도 3분기 GDP성장에 +0.6%p 기여하였다. 건설투자 기여도는 토목/건물기성 회복세가 공히 주춤하면서 -1.2%p로 크게 낮아졌고, 민간소비는 7월 내구재 소비부진과 8월 수도권 거리두기 강화 여파로 전분기대비 역성장하였다(-0.1%p).

표1 주요 지출항목 성장기여도 (QoQ, YoY)

(%pts)	(QoQ)				(YoY)			
	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
GDP	1.3	(1.3)	(3.2)	1.9	2.3	1.4	(2.7)	(1.3)
민간소비	0.4	(3.1)	0.7	(0.1)	0.9	(2.4)	(1.9)	(2.2)
정부소비	0.3	0.2	0.2	0.0	1.0	1.3	1.1	0.7
건설투자	1.1	0.1	0.2	(1.2)	0.4	0.4	0.0	(0.2)
설비투자	0.2	0.0	0.0	0.6	(0.2)	0.6	0.4	0.7
재고증감	(0.7)	0.6	0.1	(1.1)	(1.2)	(0.6)	(0.6)	(0.9)
수출	0.2	(0.6)	(6.5)	5.5	1.6	2.2	(5.1)	(1.6)
수입	0.1	(1.3)	(2.4)	1.7	0.4	0.4	(3.1)	(1.9)
민간내수 (재고 제외)	1.8	(3.5)	1.0	0.8	1.6	(1.7)	(0.9)	(0.4)
정부	0.9	0.2	(0.3)	(0.3)	1.9	2.4	1.3	0.5
순수출	0.1	0.7	(4.1)	3.7	1.2	1.9	(2.0)	0.4

자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

수출과 설비투자 개선이
3Q 회복의 주된 동력

수출은 우리가 예상했던 궤적에 비해 회복 속도가 빠르다. 이는 지역별 바이러스 재유행에도 불구하고 부분적인 봉쇄조치를 통해 경제활동이 크게 저해되지 않고 있으며, 제조업은 이러한 봉쇄에서 자유롭다는 특징 때문이다. 수 일 내로 GDP를 발표하게 될 미국과 유로존에서도 2분기 낙폭을 80% 정도 되돌리는 정도의 경기 복원이 확인될 전망이다. 설비투자의 경우, 상반기까지는 대부분 수출 사이클과 무관한 반도체 비메모리 장비투자에 의해 견인되었으나, 하반기 들어서는 반도체 제조용 장비수입 증가세가 주춤한 사이 일반기계 수입 반등과 설비투자 회복이 궤를 같이 하고 있다(그림 8~9). 국내외 제조업황 회복과 무관치 않은 질적 개선이 진행되고 있음을 의미한다.

한국 경제전망: 2020년 -1.0%로 상향, 2021년 +3.1% 전망은 유지

2021년 한국 내수회복의 질은
올해보다 나아질 것으로 예상

2020년 한국 GDP성장률 전망은 -1.2%에서 -1.0%로 상향하며, 2021년 3.1% 전망은 유지한다. 내년 전망을 유지하는 가운데에서도 내수회복의 질은 올해보다 나아질 것으로 예상된다. 민간소비가 바닥을 통과하고, 건설투자가 내년 1분기 전후로 개선되며, 설비투자가 가속화되는 그림이기 때문이다. 설비투자 확대가 자본재 수입 확대로 연결되면서 내수회복세 가속(기여도 3.5%p vs 기존 3.3%p)을 순수출기여도가 일부 반감(-0.2p 기준 -0.1%p) 시키는 구도를 예상한다.

분기별 성장률은 내년 2분기까지 가속화되는 그림이며 기저효과가 가장 강하게 반영되는 내년 2분기에는 전년대비 성장률이 5%를 웃돌 것으로 예상된다. 이 과정에서 정부 재정자극의 힘은 자연스럽게 반감될 것이다.

실질 GDP레벨이 이전 수준 회복하는 시점은 2Q20 중 그럼에도 한은은 내년 말까지 금리동결 예상

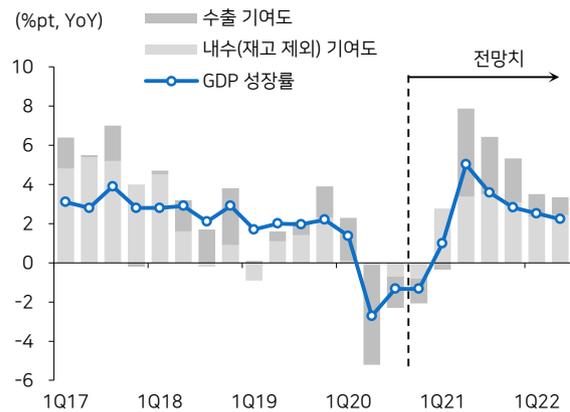
실질 GDP의 레벨이 CoVID-19 이전 수준을 회복하게 될 것으로 예상하는 시기는 내년 2분기 중이다. 기존 전망에 비해 1~2개월 앞당겨진 것이다. 이러한 회복에도 불구하고 한국은행 기준금리는 최소 내년 말까지 동결기조를 유지할 것으로 예상된다. 내년 회복에도 불구하고 GDP gap이 여전히 (-) 상태에 머무를 가능성이 높고, 소비자물가 상승률도 1.1%로 한국은행 중기목표인 2%에 크게 미달하는 상황이기 때문이다. 선진국 중앙은행이 최소 2022년까지 현행 제로금리 정책을 유지할 가능성도 고려 사항이다. 각각의 계정별 각론은 다음과 같다.

표2 한국 경제전망 변경 내용

(% YoY)	NEW			OLD	
	2019P	2020E	2021E	2020E	2021E
GDP	2.0	(1.0)	3.1	(1.2)	3.1
민간소비	1.7	(4.4)	3.3	(4.4)	3.3
정부지출	6.6	5.6	3.6	7.8	3.9
건설투자	(2.5)	0.1	0.9	1.4	2.9
설비투자	(7.5)	6.1	7.3	3.1	1.7
내수기여도(%p)	1.1	(0.9)	3.5	(0.5)	3.3
순수출기여도(%p)	1.0	(0.1)	(0.2)	(0.7)	(0.1)
경상수지	60.0	70.5	68.0	54.2	55.7
(% of GDP)	3.7	4.4	3.9	3.4	3.2
수출금액(BoP, USD)	(10.3)	(7.6)	7.3	(10.8)	6.6
수입금액(BoP, USD)	(6.0)	(8.3)	7.7	(9.3)	6.2
소비자물가	0.4	0.6	1.1	0.5	0.9
기준금리 (기말, %)	1.25	0.50	0.50	0.50	0.50
원/달러 (기말, 원)	1,156	1,130	1,080	1,150	1,120

자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림1 분기별 GDP성장률 및 최종수요 기여도 전망



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터 추정

민간소비: 1) 바닥은 통과
2) CoVID 이전수준 회복은 22년

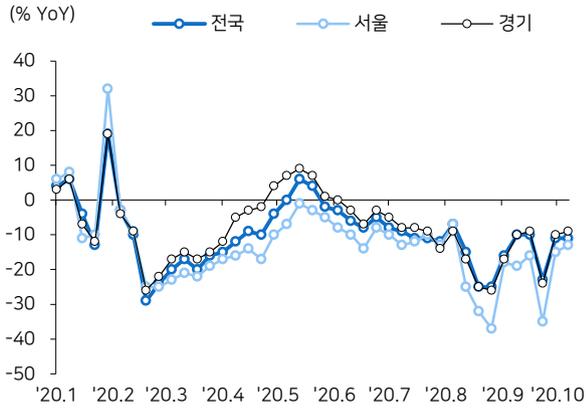
민간소비: 8~9월 급상승했던 수도권 거리두기 단계가 점차 완화되면서 소비는 반등 중이며, 낙폭이 가장 컸던 서울 지역의 개선세가 상대적으로 두드러진다. CoVID 재유행에 따른 거리두기 강화 재현이 아니라면 소비가 감소할 가능성은 제한적이다. 그러나, 올해 감소했던 소비총량이 내년에 모두 복원될 지 여부에 대해서는 신중하다('20년 민간소비 -4.4%, '21년 +3.3%). 대면 서비스업이 비교적 느리게 회복할 가능성이 있고, CoVID-19를 겪는 과정에서 악화된 민간고용 여건도 시차를 두고 개선될 수 있기 때문이다.

건설투자: 주거용/비주거용 건물, 토목 공히 개선되는 그림

건설투자: 3분기 건설투자가 전분기대비 역성장한 주된 원인은 토목기성의 감소와 건물기성 증가세 둔화가 같이 맞물린 때문으로 판단한다. 2021년 건설투자는 이와 달리 증가할 것으로 예상된다. 이는 다음과 같다.

첫째, 전체 건설기성의 70% 내외를 점하는 주거용 건물기성이 2019년 중반 이후 분양증가에 시차를 두고 내년 초부터 반등할 가능성이 높기 때문이다. 이미 주택 인허가 건수/면적은 올해 하반기 들어 공히 증가세로 전환하였다. 둘째, 올해에 이어 내년 SOC예산이 15% 내외 증가하면서 토목기성 확대를 유발할 환경을 조성하고 있기 때문이다. 더욱이 내년은 기존 인프라의 디지털화 사업까지 같이 맞물려 있다는 점에서 토목기성 자체가 감소할 가능성은 낮아 보인다. 여기에, 반도체 업종의 Fab 건설이 비주거용 건물투자 확대로 연결될 수 있다.

그림2 지역별 신용매출 증가율



자료: 한국신용데이터 데이터포털, 메리츠증권 리서치센터

그림3 민간고용 증감



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림4 건설기성: 건물 vs 토목



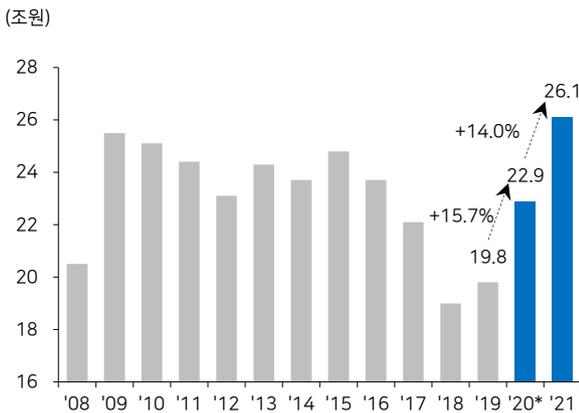
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림5 전국 분양물량과 건물기성



자료: 부동산114, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림6 금융위기 이후 SOC 예산 추이



주: * 4차 추경 기준
자료: 기획재정부, 메리츠증권 리서치센터

그림7 JPM 글로벌 제조업 PMI와 한국 일평균 수출물량



자료: Markit, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

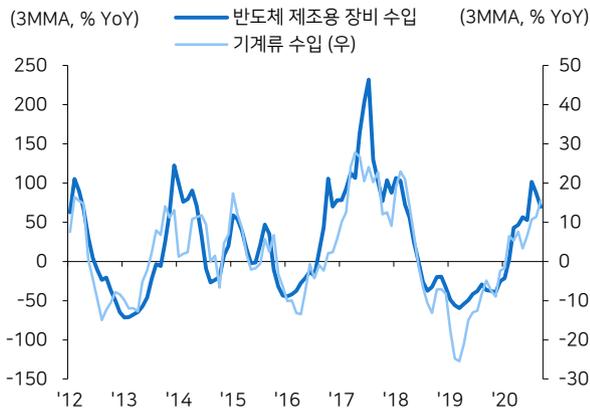
수출은 예상보다 빠른 회복

설비투자는 글로벌 경기회복과 반도체 투자 확대가 맞물려 개선

수출/설비투자: 수출의 회복 속도는 9월 3일자 전략공감2.0, “국내 경제와 원/달러 환율 전망 Update” 당시의 전망에 비해 빨라졌다. 10월에는 일평균 수출증감률이 올 1월 이후 처음으로 (+) 전환할 전망이다. 대외수요의 개선 속에, 바이러스 재유행/봉쇄에서 자유로운 제조업 업황의 빠른 회복 덕분이다. 글로벌 제조업 PMI의 추가 개선 가능성이 높은 가운데, 여기에 2개월 정도 후행하여 물량 중심의 수출 회복이 진행될 것이다. 2020~21년 수출(금액, BoP) 전망을 기존 -10.8%와 +6.6%에서 -7.6%와 +7.3%로 각각 상향 조정한다.

설비투자도 예상보다 개선될 가능성이 높아졌다. 수출 회복에 편승하여 반도체를 제외한 일반기계 수입이 늘어나고 있다. 그리고 반도체 부문에서도 내년 중 1) 비메모리 투자에 더하여 2) Fab 증설에 뒤이은 제조용 장비 수요, 3) 공정 고도화 등이 맞물릴 전망이다. 2020~21년 설비투자 전망은 3.1%와 1.7%에서 6.1%와 7.3%로 비교적 크게 상향 조정한다. 이는 자본재 수입 확대를 유발할 것이다.

그림8 반도체 제조용 장비수입과 기계류 수입



자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그림9 기계류 수입액과 기계류 설비투자



자료: 한국무역협회, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

원/달러 전망 변경: '20년 말 1,130원, '21년 말 1,080원으로 하향 조정

최근 위안화와 원화의 동반 강세가 가속화

최근 동향: 원화와 연동되는 위안화는 8월 11일 커들로우 백악관 경제자문위원장의 무역합의 유지 발언을 필두로 글로벌 달러화 약세 영향권에 동참하였고, 이후 1) 중국 경기회복과 중립적 통화정책의 영향으로 중-미 금리차 확대, 2) 중국 채권시장의 주요 글로벌 벤치마크 지수 편입, 3) 14차 5개년 계획에서의 자본시장 개방 드라이브 기대 등으로 강세가 빨라지는 모습이다. 중국 외환당국의 속도 조절 의지에도 불구하고 6.70을 대체로 하회한 수준에서 등락 중이다.

원화도 국내 CoVID-19 이슈가 진정되고 사회적 거리두기 단계가 하향 조정된 이후부터 가치가 상승하고 있으며, 최근일 원/달러는 1,130원을 하회하기 시작했다. 당초 우리는 미국/유로존의 CoVID-19 확산과 미국 대선 전후 정치적 불확실성 등으로 달러화 약세가 잠시 휴지기에 진입하면서 위안화와 원화도 영향을 받을 것으로 보았다.

기존 전망과 달라진 요인들

그럼에도 불구하고 위안화와 원화가 지속적인 강세를 보였던 것은, 최근 들어 1) 중국 외환당국의 단기적인 6.7 이하 위안/달러 용인과 향후 위안화 강세 용인에 더욱 우호적인 스탠스를 보일 가능성, 2) CoVID-19 치료제 개발과 승인, 3) 미국 대선이 불확실성 해소 요인으로 작용할 개연성과 4) 대선 당선자와 무관하게 경기진작을 도모하고 부양책을 통과시킬 것이라는 기대 등이 복합적으로 반영된 결과로 보인다. 한편 대선 이후 한쪽 진영의 불복 리스크가 존재하지만 장기화되지 않을 것이라는 기대 역시 녹아 있다.

올해 말 원/달러 1,130원
내년 말은 1,080원 전망

전망 변경: 따라서 1) 내년의 위안화 강세 폭을 조금 더 확대하여 전망하는 한편 (내년 말 위안/달러 6.50에서 6.45로 하향), 2) 달러화 약세가 정치 리스크 때문에 주춤하더라도 그 조정이 길어지지 않을 가능성을 반영할 필요성이 생겼다고 판단한다. 이에 따라 2020~21년 말 원/달러 환율 전망을 기존 1,150원과 1,120원에서 1,130원과 1,080원으로 각각 하향 조정한다.

2021년 말 전망으로 제시하는 1,080원은 1) 2021년 말 기준 유로화, 엔화, 위안화 전망을 2000년 이후 원화 실질실효환율 모형(중국과의 동조화 구간)에 넣었을 때 통상적 변동범위 상단(평균+1표준편차=1,076원), 그리고 2) Global risk-on 심화시 원/위안 강세가 추가 진행될 것임을 감안하여 6.45위안에 원/위안 168원을 곱한 1,083원의 중간 값이다(8월 이후 원/위안 평균은 171.7원).

원화 강세가 수출에 무조건 부정적이라는 시각은 다소 편향된 것

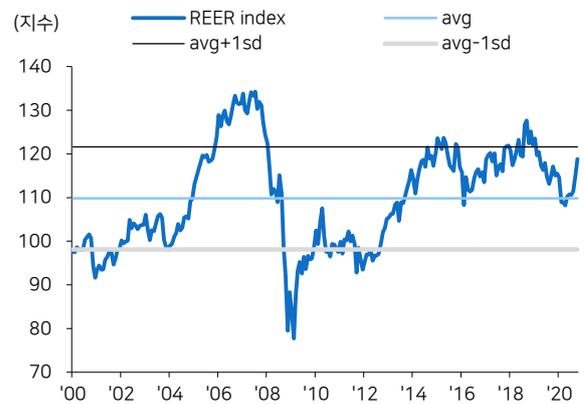
원화 강세는 수출에 부정적인가? 일각에서는 원화 강세 심화가 수출에 부정적일 것이라는 시각도 있다. 모든 변수가 일정한 가운데 원화만 강세라면 그럴 수 있다. 그러나 여러 차례 언급하였듯 원화는 Global risk-on을 반영하는 통화였다. 글로벌 경기가 좋아 수출물량이 늘어날 때 원화는 강세였고, 반대의 경우 약세였다는 것이다. 이번 우리의 원화강세 전망은 수출 전망 개선을 수반하고 있다는 점에서 부정적인 효과는 제한될 것으로 본다. 특히 생산/수출하는 품목이 비가격 경쟁력을 지니는 경우라면 물량 회복의 긍정적 효과가 향후 좀 더 반영될 수 있겠다.

그림10 위안/달러와 원/달러 환율: 동조화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 원화의 실질실효환율 (18개국 기준, 2000년 이후)



자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

표3 주요국 환율 가정 및 이를 대입한 실질실효환율의 평균과 ±1sd

(2000년 이후 평균)	Avg	Avg+1sd	Avg-1sd
Now (10/26)	1,220	1,102	1,366
2021년 말 (아래 가정 하)	1,194	1,078	1,337
주요 가정	달러/유로	엔/달러	위안/달러
Now (10/26)	1.18	104.8	6.70
2020년 말	1.20	104.0	6.65
2021년 말	1.23	104.0	6.45 (하향)

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

표4 분기별 경제전망 요약

(% YoY)	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
GDP	(1.3)	(1.3)	1.0	5.0	3.6	2.8
(QoQ)	1.9	1.3	1.0	0.7	0.5	0.5
민간소비	(4.5)	(4.2)	3.6	3.2	3.9	2.6
정부지출	4.5	4.8	3.3	3.7	3.7	3.7
건설투자	(1.6)	(1.3)	(1.8)	1.2	1.3	2.4
설비투자	9.1	4.3	5.1	9.2	7.3	7.5
수출 (BoP)	(3.5)	(1.0)	0.0	18.0	7.0	6.0
수입 (BoP)	(9.3)	(4.6)	1.5	12.0	9.9	8.2
소비자물가	0.6	0.7	0.6	1.5	1.1	1.1
기준금리 (기말, %)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
원/달러 (기말, 원)	1,170	1,130	1,115	1,100	1,090	1,080
원/달러 (평균, 원)	1,188	1,140	1,123	1,108	1,095	1,085

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

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 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.