

# Are You Ready for the 4<sup>th</sup> Industrial Revolution?

2021. 2. 3 (수)

**meritz** Strategy Daily

## 전략 공감 2.0

### Strategy Idea

한국 1월 수출: 회복의 확산

### 오늘의 차트

이스라엘 사례에 비춰본 백신효과

### 칼럼의 재해석

항공유 시장 회복에 대한 기대감

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.

# Strategy Idea



▲ 경제분석  
RA 황수욱  
02. 6454-4896  
sooook.hwang@meritz.co.kr

## 한국 1월 수출: 회복의 확산

- ✓ 한국 1월 수출 전년대비 11.4% 증가, 1) 주력 품목 신장세 지속되는 가운데, 2) 수출 회복이 부진했던 품목까지 플러스 성장하며 회복이 확산되고 있음
- ✓ 회복은 지속될 것으로 예상. 이유는 1) 그동안 회복이 더뎠던 품목들이 수출 감소에서 증가전환할 가능성이 높고 2) 수출물량 증가와 단가 상승이 동반되는 모습이 연장될 것이기 때문
- ✓ 금융시장 관점에서는 수출 개선이 경상수지 흑자 확대가 원화 강세를 지지할 것이며, 수출 기업 실적 개선으로 증시에 우호적인 환경 조성할 것

### 한국경제의 핵심지표, 수출

2018년부터 격화되어 오던 미-중 무역 분쟁이 '19년 말 합의에 이르면서, 2020년 글로벌 제조업과 한국 수출 개선 기대가 부상한 바 있었다. 그러나 예상 밖 코로나19 충격으로 우리나라 통관 기준 수출은 작년 한 해 동안 5.4% 감소했다.

2020년 하반기 이후 수출 회복의 징후들이 지속적으로 확인

희망적인 점은 한국 수출이 코로나19의 부정적 영향으로부터 빠르게 벗어나, 11월부터 3개월 연속 수출이 증가했다는 것이다. 12월과 1월에는 두 자리 수 증가세를 시현했다. 이러한 회복세가 올해 내내 이어질 수 있는지에 대한 판단은 향후 한국 경제와 증시 향방을 가늠하는 데 중요한 이정표 중 하나일 것이다.

2021년 1월 한국 수출 전년대비 11.4% 증가, 개선세 지속

산업통상자원부에 따르면, 한국 1월 수출은 전년대비 11.4%, 일평균 수출은 6.4% 증가했다. 일평균 수출 증가율은 12월(+7.9%)에 비해 낮아졌으나, 불규칙적인 선박 수출(1월 +23.4% vs 12월 +105.9%)을 제외하면 지난 달 대비 증가폭이 커진 것이다(선박제외 일평균 수출: 1월 5.6% vs 12월 5.1%).

국가별로는 미국, EU, 중국으로의 수출이 크게 늘었다. 미국(1월 대규모 선박인도까지 가세)과 중국향 수출은 전년대비 각각 46.1%, 22.0% 증가하며 전월에 비해 크게 개선되었고(v 12월 미국 11.6%, 중국 3.3%), EU향 수출도 23.9% 증가, 3개월째 두 자리 수 증가세를 이어갔다. 한편, ASEAN향 수출에 대해서는 해석이 필요하다. 1월에는 전년대비 15.2% 감소하였으나, 작년 1월 대규모 선박 통관(16억 달러, '20년 1월 ASEAN향 수출의 17%)에 따른 기저효과 영향이 컸고, 이를 제외하면 ASEAN 향 수출도 전년대비 2.1% 증가하며 4대 지역으로의 수출이 모두 증가 추세에 있는 것으로 볼 수 있다.

**1월 수출의 특징: 회복의 확산**

1월 수출실적이 12월에 이어 두 자리 수 증가세를 시현했다는 것도 중요하지만, 더욱 고무적인 점은 수출이 증가하는 주력품목의 수가 늘면서 "회복이 확산" 되고 있다는 것이다. 15대 주력 수출품목 중 12개가 1월에 전년대비 플러스 증가율을 기록했으며, 조업일수 효과('20년 1월 21.5일 vs '21년 1월 22.5일)를 배제하더라도 플러스를 기록한 품목은 11개에 달한다.

작년 하반기 이후 수출 회복을 주도해 오던 반도체와 컴퓨터뿐 아니라 철강, 석유화학 등 소재와 산업재에도 수출 회복의 온기가 미치고 있다는 것이다. 1월 품목별 수출 특징을 구체적으로 살펴보면 아래와 같으며, 아래 다섯 단락에서 언급되는 숫자들은 모두 일평균 기준이다.

1) 수출회복 주도하던 IT 제품  
신장세 연장

**1 IT:** 하반기 이후 수출 회복을 주도하고 있는 IT제품 수출 신장세가 연장되고 있다. 반도체와 디스플레이 수출은 각각 전년대비 16.3%와 26.3% 증가하며 4개월째 두 자리 수 증가했고, 무선통신기기도 51.7%나 증가하였다. 서비스 소비의 재화소비 대체 수혜인 가전제품 수출도 선진국을 중심으로 13.8% 늘었다.

2) 자동차는 12월 일시적 부진을 딛고 빠르게 회복

**2 자동차:** IT대비 회복이 더뎠던 자동차 수출은 4분기를 기점으로 빠르게 회복세로 전환되고 있다. 1월 자동차 수출도 12월 일시적 부진(일평균 -8.4%)을 딛고 34% 증가했다. 12~1월 일평균 실적을 합산하면 10.6% 증가로 11월 4.3% 대비 개선되는 흐름이다. 자동차 부품은 3.9% 증가했는데, 현지 생산에 전적으로 의존하는 중국향 수출이 35.1% 늘어났다(25일까지 기준).

2) 신성장동력 품목의 지속적인  
수출 호조

**3 신성장 동력:** 신성장품목의 약진도 두드러졌다. 바이오헬스의 경우 코로나 진단키트 수출이 지속적인 신장세를 보이면서 59% 증가했다. 전기차 수출은 12월 4.3%에서 1월 73%로 크게 개선되었고, 이차전지도 12월 3.2%에서 4.9%로 증가폭이 커졌다.

3) 철강, 석유화학 등 그동안 회복  
이 더뎠던 품목까지 회복 확산

**4 소재/산업재:** 수출 회복의 훈풍은 그간의 실적이 상대적으로 부진했던 철강과 석유화학까지 확대되었다. 철강은 단가회복에 힘입어 3개월만에 다시 플러스 전환(+1.3%)했고, 석유화학(+3.8%)은 비대면 경제 활성화에 힘입은 포장재와 가전 수요 영향을 받았다.

4) 일반기계, 석유제품 등 일부  
품목 회복은 여전히 지연되는 중

**5 여전히 일평균 수출이 감소하는 품목들:** 일반기계, 석유제품 등 일부 품목은 여전히 실적이 부진하다. 1월 일평균 일반기계 수출은 전년대비 9.0% 감소했다. 미국과 EU에서 코로나 확산세가 재차 심화되면서 투자심리가 위축된 영향 때문이다. 1월 석유제품 일평균 수출은 전년대비 48% 감소했다. 지난해 4월 충격 이후 유가가 꾸준히 회복하고 있음에도(두바이유 '21년 1월 54.8달러/배럴 vs '20년 1월 64.3달러/배럴), 아직까지 고강도 락다운 및 자발적 거리두기 영향으로 가솔린, 항공유 등 수송연료 수요가 회복하지 못한 것이 원인으로 분석된다.

그림1 선박 제외 일평균 수출



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림2 15대 수출 품목 중 일평균 기준 플러스 품목 수



주: '20년 이전은 13개 품목 중 플러스 품목 개수  
자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

표1 15대 품목 일평균 수출 증감률

(% YoY)	2020년 1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	2021년 1월
바이오헬스	55.9	6.8	22.0	43.3	75.4	44.6	51.4	69.5	59.4	61.3	82.2	95.8	59.0
컴퓨터	60.5	59.6	70.7	117.4	95.3	75.2	76.8	119.0	41.8	15.3	7.8	9.6	1.0
이차전지	-3.5	-12.8	-8.6	-2.8	-4.1	-7.2	-3.7	5.6	7.8	17.0	22.4	3.2	4.9
반도체	7.8	-7.7	-8.8	-7.2	14.5	-8.5	5.5	9.7	-0.4	20.9	18.8	24.5	16.3
디스플레이	-18.3	-34.0	-18.2	-33.6	-24.8	-23.1	-28.4	-17.7	-12.5	15.2	24.0	22.6	26.3
무선통신기기	-14.3	-8.9	6.1	-27.4	-17.0	-19.2	4.4	-27.8	-22.4	-3.4	22.8	34.0	51.0
가전	-9.2	-13.8	-6.6	-26.0	-34.5	-13.2	5.9	22.7	15.9	25.4	22.8	18.2	13.8
자동차	-13.2	-29.6	-3.4	-30.5	-51.1	-39.0	-4.3	-6.8	9.8	15.0	4.3	-8.4	34.0
자동차부품	-5.3	-7.1	-5.8	-45.0	-64.6	-49.7	-27.8	-22.0	-2.7	-1.3	8.8	10.5	-0.7
철강	-7.6	-24.0	-12.6	-17.4	-30.2	-27.3	-18.8	-13.6	-9.7	2.0	-2.5	-11.6	1.3
석유화학	-7.4	-23.9	-16.2	-27.9	-29.7	-19.1	-21.1	-16.6	-16.6	-5.9	-5.8	-5.8	3.8
석유제품	4.8	-20.7	-16.9	-52.6	-66.8	-52.7	-42.5	-41.1	-49.5	-45.8	-48.4	-38.7	-48.4
일반기계	6.1	-6.5	-10.2	-12.6	-22.8	-15.2	-15.6	-5.9	-10.4	-2.5	-5.1	-1.8	-9.0
섬유	-2.1	0.8	-14.7	-29.8	-39.7	-29.0	-15.3	-11.3	-0.8	-7.8	-4.2	-1.4	-12.0
선박	77.0	-8.0	-35.7	-57.3	44.7	-34.1	17.3	-30.4	-14.4	-15.0	35.8	97.5	17.9

자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

회복의 확산이 지속될 수 있는지 여부가 관건

앞서 언급한 대로 1월에는 감소세를 이어가는 일부 품목을 제외하고 전반적으로 수출실적이 양호했다. 관건은 이러한 수출 회복의 지속 여부일 것이다.

우리는 한국 수출이 신성장동력 품목과 주력 상품들의 수출 신장세가 이어지고, 회복이 더뎠던 품목까지도 수출 회복이 이어질 개연성이 높다는 판단이다. 이하에서는 그 근거들을 제시하고자 한다.

### 수출 개선이 이어질 수 있는 이유

#### 1) 회복이 더뎠던 품목들의 추가 개선: 수출 증가하는 품목 수는 더욱 늘어날 것

전기차 수출 신장 가세,  
자동차 수출 실적개선에 탄력

12월 주춤했던 자동차 수출은 전기차 수출의 큰 폭 증가가 가세하면서 실적 개선에 탄력을 받았다. 1월 전기차 수출은 81% 증가하며, 전체 자동차 수출성장에 7.8%포인트 기여했다. 전기차는 2018년부터 꾸준히 정(+의 수출 증가 기여도를 기록 중이다. 그 배경은 1) 상대적으로 단가가 높고, 2) EU 중심의 환경 규제에 따른 친환경차 수요 확대 영향이다. 이들은 구조적인 요인이다.

수요우위 지속 환경이 투자수요  
유발, 기계·철강 수출 개선.  
석유제품은 유가 기저효과 반영

또한, 주요국 제조업의 수요 우위 환경에 힘입어 설비투자 수요가 커질 상황이 지속될 개연성이 있다. 이는 회복이 주춤했던 일반기계(-9.0%)와 철강(+1.3%) 등 주요 산업재의 수출 개선 요인이다. 독일 ZEW 서베이에서 관련 업종 업황이 빠르게 개선되고 있다는 점 역시 이를 뒷받침한다. 주력품목 중 가장 부진한 실적을 보이는 석유제품(-48.4%)도 1) 2분기 이후 유가 기저효과, 2) 하반기 이후 수송연료 수요 확대가 맞물리면서 빠르게 플러스 전환할 것으로 예상된다.

그림3 전기차 수출기여도와 전체 자동차 중 전기차 비중



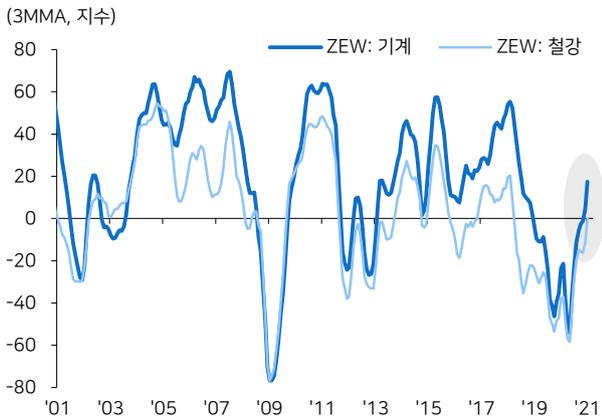
자료: 산업통상자원부, 무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그림4 한국 일반기계 수출과 미국 핵심 자본재 주문



자료: 산업통상자원부, U.S. Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림5 독일 업종별 ZEW 서베이



자료: ZEW, 메리츠증권 리서치센터

그림6 두바이유가와 석유화학/석유제품 수출 실적



자료: Refinitiv, 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

## 2) 수출 물량과 단가가 함께 개선되는 환경

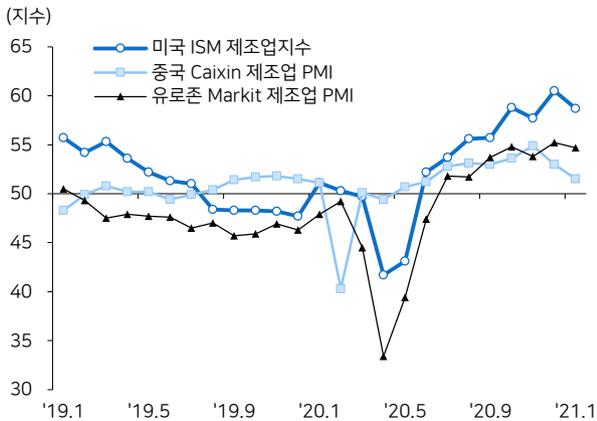
글로벌 제조업의 차별적 회복  
 지속은 한국 수출 물량 회복에  
 긍정적인 신호

IT와 산업재 수요가 주도하는 글로벌 제조업의 차별적 회복에 힘입은 재화 교역량의 개선으로 연결되며 한국 수출물량 증가에 우호적인 환경을 조성해 줄 것이다. 데이터 관련 투자가 가속화될 것이며 설비투자 수요는 이제 막 시작이라는 점이 이 같은 환경의 연장 가능성을 시사해 준다.

IT 중심의 고부가가치 상품 수출  
 성장 지속, 거저효과를 받는  
 유가회복은 수출 물가 상승 시사

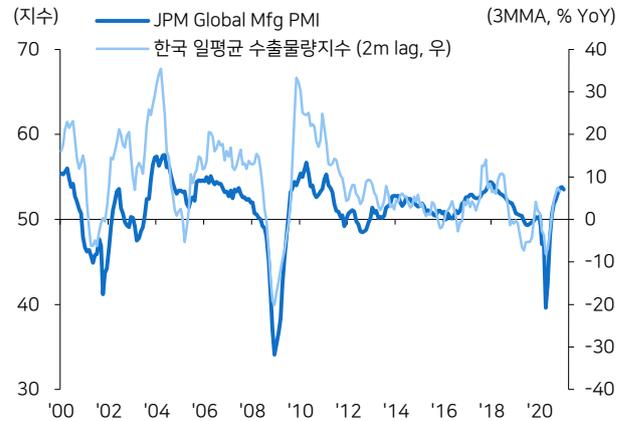
수출단가도 더욱 상승할 것으로 본다. IT는 구조적인 서버 DRAM 중심의 가격상승 영향을 받을 것이다. 특히 당사 예상보다 1개 분기 정도 앞서 가격 반등이 재개되었다. 여기에, MCP/시스템반도체/OLED 등 마진율 높은 품목 수출확대가 이어지는 것도 단가상승에 일조할 요인이다. IT제외 수출단가는 1) 제조업 생산능력 대비 수요우위 환경이 맞물리며 나타나는 제조업 출하가격 상승, 그리고 2) 국제유가 상승의 영향을 함께 반영할 것이다. 두바이유는 연말까지 55달러 이상으로 완만하게 상승하면서 이에 영향을 받는 수출물가의 오름세를 연장시킬 것이다.

그림7 글로벌 주요국 제조업 PMI 회복 지속



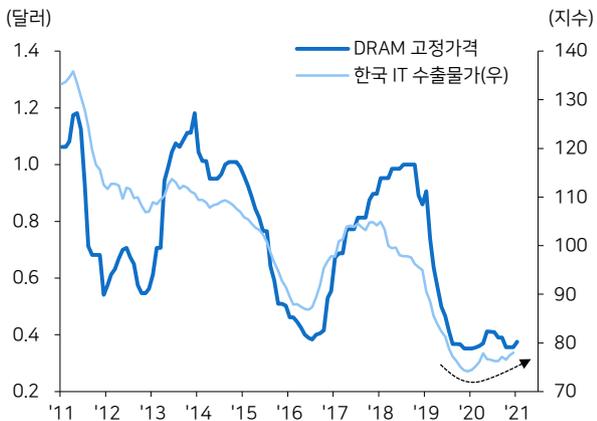
자료: ISM, Markit, Caixin, 메리츠증권 리서치센터

그림8 수출물량지수와 글로벌 제조업 PMI



자료: Markit, 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림9 반도체 가격과 IT 수출물가지수



주: DDR3 2Gb(2011~2013), DDR3 4Gb(2014~2016),  
 DDR4 4Gb(2017~2018), DDR4 8Gb(2019~) 월별 평균가격.  
 자료: 한국은행, DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치

그림10 두바이유 유가와 한국 IT 제외 수출물가지수



자료: Refinitiv, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

### 3) 우호적인 글로벌 교역 환경 조성

하반기 중 RCEP 발효에 우호적인 교역 환경 조성 가능성도 염두

앞서 두 가지 요인에 비해서는 장기적인 이슈일 수 있으나, 우리나라를 둘러싼 교역 환경의 추가 개선 여지도 존재한다. 가시권에 들어오는 것은 작년 11월 서명된 아시아 15개국 대상 RCEP의 올해 하반기 중 발효 가능성이다. 우리나라의 RCEP 회원국 수출의존도는 2020년 기준 51.9%로 절반을 넘는다. RCEP을 통해 누릴 수 있는 교역조건 선택지의 다양화는 이들 회원국 대상 관세 절감 등 유리한 통상 전략을 가능케 한다.

다른 한편에서는, 미국 다자주의 견지와 중국 견제 필요성이 맞물리면서, 미국의 CPTPP 복귀가 점쳐지고 있다. 물론 미국이 자국산업 회복과 COVID 해결 전까지 참여하지 않겠다는 입장이어서 관련 변화가 단기에 나타날 가능성은 적다. 그러나 미국을 중심으로 글로벌이 다자주의를 지향할 수 있는 조건이 조성되면서 자국 중심주의 일변도였던 트럼프 재임 기간과는 다를 수 있다는 기대를 갖게 한다.

표2 RCEP과 CPTPP 관련 동향 및 전망

구분	내용
<b>RCEP (서명)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· ('20.11.15) 한국 아세안 10개국, 일본, 중국, 호주, 뉴질랜드 등 10개국 2013년 협상 개시 이후 8년만에 서명</li> <li>· 한국은 신속히 RCEP 비준 예정, RCEP 발효조건 감안 시 2021년 하반기 발효될 것 예상</li> <li>· ASEAN 10개국 중 6개국 이상과 비ASEAN 5개국 중 3개국 이상이 국내 비준절차를 마치고 사무국에 비준서 제출한 날로부터 60일 후 발효</li> </ul>
<b>CPTPP (검토 예정)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 미국 대선 이후 미국 싱크탱크 중심으로 바이든 행정부가 CPTPP 복귀 검토해야한다는 의견 제시</li> <li>· RCEP 타결이 중국의 아시아권 영향력 확대로 해석, 미국이 이에 대응하는 방안으로서 CPTPP 주목</li> <li>· 다만 미국은 국내 투자 및 COVID 방역 해결 전까지 무역협정에 참여하지 않겠다는 입장</li> <li>· 한국도 국내 산업과 시장 민감성 등 고려해 CPTPP 신중하게 검토할 수 있다는 관측</li> </ul>

자료: 무역협회, 메리츠증권 리서치센터

### 요약 및 시사점

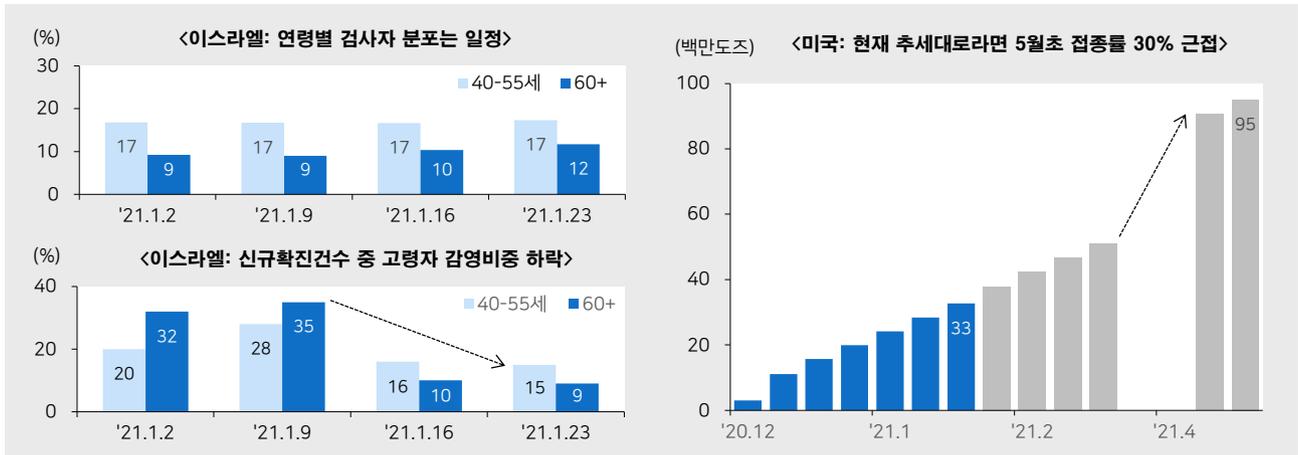
지금까지 우리는 1) 글로벌 제조업의 확장에서 비롯되는 교역 및 한국 수출물량 증가와 2) 견고한 IT수요와 유가상승 등에서 비롯되는 수출단가 상승이 맞물리면서 한국 수출의 추가 개선을 견인할 가능성을 살펴 보았다. 시간이 지날수록 수출이 증가하는 주력품목 수가 더욱 늘어날 수 있다는 점도 강조하였다.

경상수지 흑자폭 확대에 따른 원화 강세, 기업실적 개선은 주식시장에 긍정적

금융시장 시사점은 다음과 같다. 첫째, 수출경기의 개선은 경상수지 흑자 확대로 연결되면서 원화강세를 지지할 요인이다. 둘째, 수출물량과 단가의 동반 개선은 결국 수출액의 레벨업을 의미하며 이는 수출기업 실적 개선으로 이어져 주식시장에 우호적인 환경을 조성할 것이다.

**오늘의 차트** 이승훈 연구위원

**이스라엘 사례에 비춰본 백신효과**



자료: 이스라엘 정부 데이터 시스템, Eran segal, 메리츠증권 리서치센터

**백신의 실질적 측면에 관심을 가질 시점**

지난 한달 간 각국 증시는 백신 이후의 세상을 꿈꾸며 숨가쁘게 달려왔다. 지수가 잠시 주춤한 지금, 이제는 백신이 1) 얼마나 효과가 있으며, 2) 얼마나 빨리 보급될 수 있는가와 같은 실질적인 측면에서 바라보아야 하는 시기가 다가온 듯하다.

**높은 접종률 보이는 이스라엘에서 확진자 내 고령비율 하락세**

이에 대한 답은 이스라엘의 사례를 거울로 삼아 볼 수 있다. 1월 31일 기준 이스라엘은 백신 접종비율 56%, 2회접종 비율 20%로 높은 백신 접종률을 기록하고 있다. 그 결과, 전체 검사자 중 60대 이상 비중이 일정함에도 신규확진자 중 이들 비중은 1월 둘째 주 35%에서 1월 넷째 주 9%로 크게 하락했다.

물론 이스라엘 당국의 3차 봉쇄조치 영향도 무시할 수 없다. 하지만 2차 봉쇄조치 당시 고령층 비율이 11%에서 16%까지 증가했던 점을 고려하면 백신 접종의 예방효과는 존재한다고 유추할 수 있다.

**백신효과가 나타나기 시작한 임계점은 접종률 20% 이상**

백신의 효과가 존재한다면 문제는 보급이다. 이스라엘 고령환자 비율이 줄어든 것은 총 접종률 20%(1/11일 기준)와, 60대 이상 접종률 70~80%에 도달한 시점이다. 미국의 65세 이상 인구 비율이 16%(이스라엘 12%)인 점을 고려하면 30%의 접종률은 넘겨야 코로나19 극복의 5부능선(중증환자 발생 예방)을 지나게 된다. 바이든이 내건 100일 내 백신 1억회 접종이 바로 30% 정도의 접종률이다.

**현재 백신보급속도 고려 시 30%까지 약 15주, 추가 긴급사용 승인 고려 시 이보다 빨라질 개연성도 존재**

현재 미국의 백신 보급량은 3,270만개이고, 실제 접종은 3,112만회(보급량 대비 접종률 95.2%, 인구대비 접종률 9.4%)이 이루어졌다. 최근 미국 주간 평균 백신 보급 개수는 화이자, 모더나 합계 약 440만개인데, 현재의 보급량 대비 접종률과 접종속도를 고려하면 20~30%까지 8~15주의 시간이 남았다. AZN, J&J 등 다른 백신들의 긴급사용승인이 통과되면 속도는 더 빨라질 수 있다. 집단면역에는 부족한 숫자이나 중증환자 발생 위험이 낮아진다는 점에서 보면, 2~3개월 이후 실질적인 백신효과가 시장에 반영될 가능성을 주시할 필요가 있겠다.

**칼럼의 재해석** 위정원 연구원

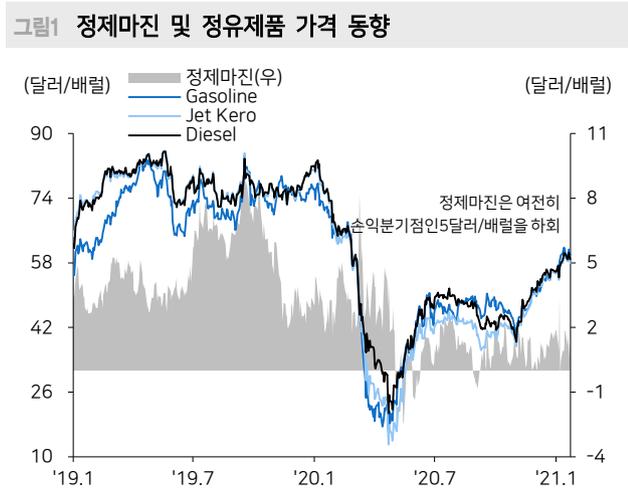
**항공유 시장 회복에 대한 기대감(S&P Platts)**

정제 마진이 여전히 손익 분기점을 하회 중으로 업황 회복 여부를 판단하기엔 시기 상조다. 그러나 정유 제품 가격은 '20년 3월 이후 꾸준히 상승 중이다. 동 기간 항공유 상승폭은 +106.3%였다. 항공유 가격 상승 요인은 공급과 수요 양측에서 찾을 수 있다. '20년 연간 항공유 생산량은 -33.6% YoY 감소했는데, 이는 정유사 가동률 하락 때문이다. 수요 측면에서는 항공 화물 증가를 꼽을 수 있다. COVID-19 영향으로 항공 여객 수요는 -98% YoY 감소했지만, 항공 화물 수요는 전년 수준을 회복하고 있다. 대한항공의 12월 화물 수송량은 12.6만톤으로 전년 수준을 능가했다. 무역협회에 따르면 자동차 부품, IT제품 등의 수출입이 증가하고 있어 항공 화물용 항공유 수요는 견조할 전망이다. 국내 항공사는 항공유 가격 상승을 반영해 2월부터 유류할증료를 재개하기로 결정했다. 유류 할증료는 항공사가 유가 상승에 따른 비용 증가 분을 보전하기 위해 항공권 가격에 포함시키는 금액이다. 국내선 유류 할증료는 싱가포르 항공유 평균값이 50.4달러/배럴(갤런 당 120센트) 이상일 때 부과되고, 국제선 유류 할증료는 63달러/배럴(갤런 당 150센트) 이상일 때 부과된다. 기준 시점인 '20년 12월 항공유 가격이 54.23달러/배럴였기 때문에 국내선 유류 할증료만 부과되는 데 이는 현재 항공사 수익성 변동에 큰 영향을 끼치지 않는다. 항공유 가격 회복 기조에 따라 정유사들의 수익성 개선에 대한 기대감이 커지고 있다. 항공유는 마진이 높은 고부가 제품이다. 또한 '21년에 국내 항공유 보급 시장 재편이 예상된다. 항공사는 자체 판단에 따라 항공유 공급 정유사를 선정한다. 대한항공이 아시아나항공을 인수한 이후에 항공유 보급 시장이 개편될 경우 국내 정유사들의 수익성 변화가 예상된다.

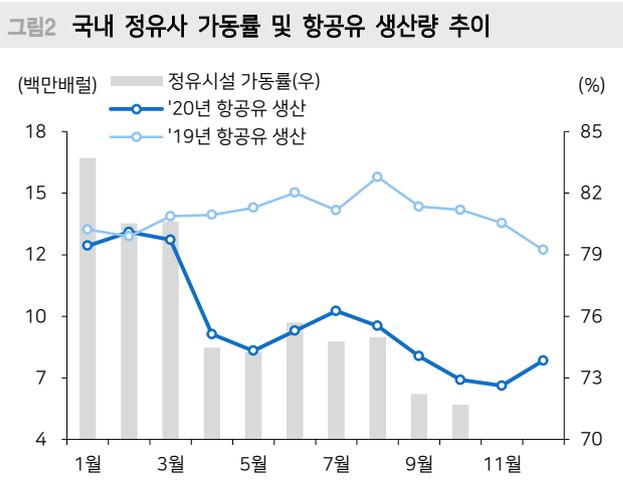
**항공유 가격 회복 진행 중**

정유 제품 가격 '20.3월 대비 +107.9% 상승. 동 기간 항공유 가격 상승폭 +106.3%

정유업의 이익 지표인 정제 마진이 여전히 손익 분기점(5달러/배럴) 아래기 때문에 업황 회복을 판단하기엔 시기 상조다. 그러나 가솔린, 항공유, 등유 등 정유 제품 가격은 '20년 3월 저점 대비 +107.9% 상승했다. 항공유 가격의 상승폭은 +106.3%로 같은 기간 등유의 상승폭 +58.7%를 능가했다. 이는 항공유 공급과 수요 양측에서 요인을 찾을 수 있다. '20년 연간 항공유 생산량은 -33.6% YoY 감소했다. 이는 정유 제품 수요 약세로 정제마진이 악화되며 정유사가 가동률을 하향했기 때문이다. '20년 4월이후 국내 정유사들은 정제 설비 저위 가동률 유지하고 있다. GS칼텍스, 현대오일뱅크, S-Oil은 공장 가동률을 70%까지 낮췄고 SK에너지는 60%까지 하향 조정했다.



자료: Petronet, 메리츠증권 리서치센터



자료: 한국석유공사, 메리츠증권 리서치센터

### 항공유 가격 회복 요인 ① : 항공 화물 수요 증가

항공 화물 수요 증가('20.12월 27.7만톤 +3.6% MoM)로 항공유 수요 증가

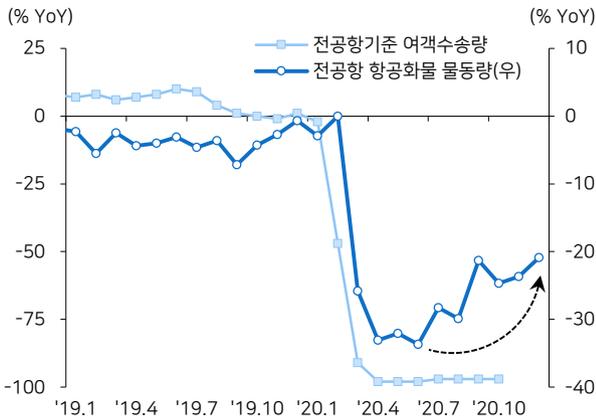
수요 상승 역시 항공유 가격 회복에 일조하고 있다. '20년 항공 산업은 COVID-19로 침체를 겪었다. '20년 10월 기준 항공 여객 수요는 -98% YoY 하락했다. 주요 국가들의 입국 거부 조치로 여객 수요는 여전히 저조하지만, 항공 화물 수요는 점차 전년 수준을 회복하고 있다. 대한항공 화물 수송량은 '20년 12월 12.6만톤으로 코로나 이전 수준을 이미 회복했고 이를 바탕으로 작년 2분기 이후 흑자를 유지하고 있다. 무역 협회에 따르면 자동차 부품 등 전통적인 품목('20.1월 자동차 수출 +40.2% YoY, 전기차 수출단가 +81% YoY)뿐만 아니라 반도체 등 IT 제품과 바이오, 헬스 케어 관련 품목의 수출입이 증가하고 있어 항공 화물 운송을 위한 항공유 수요는 증가할 전망이다.

### 항공유 가격 회복 요인 ② : 한파로 인한 등유 수요 증가

'20.12월 기록적인 한파로 등유 사용량 +15.1% YoY 증가하며 수급 차질 발생 → 항공유 가격영향

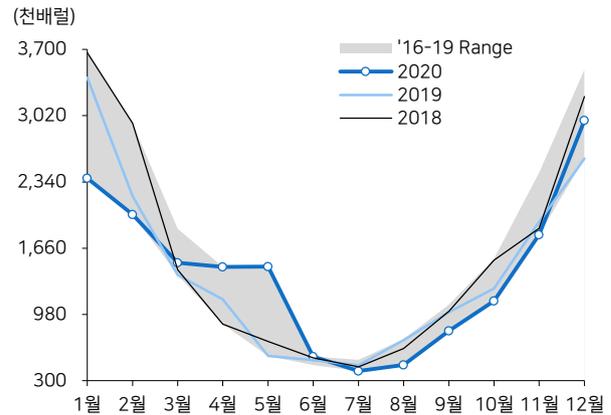
'20.12월 기록적인 한파 역시 항공유 가격에 영향을 끼쳤을 것으로 예상된다. 항공유는 등유에 산화 방지제, 빙결 방지제 등 첨가제를 넣어 제조한다. 원재료 격인 등유는 주로 가정, 농어업 난방용으로 사용되는데 난방유 특성상 수요의 약 70%가 동절기에 집중된다. '19년 비정상적으로 따뜻했던 겨울에 비해 '20년은 평년보다 10도 낮은 추운 겨울이 지속됐다. 이에 따라 12월 등유 사용량은 +15.1% YoY 증가했는데 이는 연간 정유사 가동률 하락과 맞물려 등유 수급 차질을 야기했다. 국내 12월 등유 재고는 157만톤으로 전년동기 대비 -37.8%하락했고, 동기간 항공유 재고 역시 -24.4% YoY 하락했다. 국내 정유사는 수급 차질에 대응하기 위해 등유 생산량을 확대하기로 했다. 등유 제품이 난방용 수요에 몰리며 항공유 생산량에도 영향을 끼친 것으로 예상된다.

그림3 국내 항공 수요 동향



자료: 한국공항공사, 메리츠증권 리서치센터

그림4 등유 월별 사용량 추이



자료: 한국석유공사, 메리츠증권 리서치센터

### 항공유 가격 상승이 '항공사'에 미치는 영향

항공사 매출 원가 중 유류비가 차지하는 비중은 37%

유가 상승 분을 보전하기 위해 항공사는 유류 할증료 부과

'21년 2월부터 부과되는 국내선 유류 할증료는 항공사 수익성에 큰 영향이 없음

항공유 가격 상승을 반영해 국내 항공사는 '20년 5월부터 부과되지 않았던 유류 할증료를 2월부터 재개하기로 결정했다. 유류 할증료는 항공사가 유가 상승에 따른 기름값을 보전하기 위해서 항공권 가격에 포함시키는 금액이다. 항공사의 매출 원가 중 유류비가 차지하는 비중은 37%에 달한다. 비행기 운항에는 막대한 양의 연료가 소모되기 때문에 항공유 가격이 수익에 미치는 영향이 매우 크다. 일례로 인천에서 뉴욕까지 운항하는 대형기의 항공유 소모량은 약 20만 리터로 대형 세단 2,500대를 채울 수 있는 분량이다.

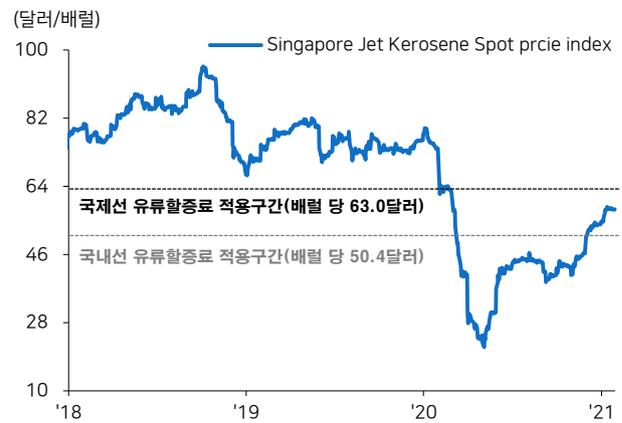
유류 할증료는 싱가포르 항공유의 평균값(MOPS, Mean of Platts Singapore)에 따라 결정된다. 국내선 유류 할증료는 50.4달러/배럴(갤런 당 120센트) 이상일 때 부과되고, 국제선 유류 할증료는 63달러/배럴(갤런 당 150센트) 이상일 때 부과된다. 기준 시점인 '20.12월 MOPS가 54.23달러/배럴였기 때문에 '21.2월부터 국내선 유류 할증료가 부과된다. 항공사는 유류 할증료를 통해 유가 상승에 따른 비용 증가분을 일부 전가시킬 수 있다. 그러나 국내선 유류 할증료는 모든 항공사가 동일한 금액을 단계별로 적용하기 때문에 점유율 경쟁에 미치는 영향이 없다. 또한 현재 항공기 운항의 대부분이 국제선 항공 화물 수요에 집중되어 있기 때문에 국내선 유류 할증료 부과는 항공사 수익성 변동에 큰 영향을 끼치지 않는다.

표1 국내 항공사 유류 할증료 부과 기준

구분	국내선	국제선
부과 기준	싱가포르 항공유 1개월 평균가 갤런당 120센트 이상일 때	싱가포르 항공유 1개월 평균가 갤런당 150센트 이상일 때
단계 변화	갤런당 20센트 변화 시	갤런당 10센트 변화 시
노선	거리 무관 일정액 적용	운항 거리별로 차등 적용

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 싱가포르 항공유 평균값(MOPS)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 항공유 가격 상승이 '정유사'에 미치는 영향

항공유는 기타 석유 제품에 비해 가격이 높고 마진을 높음

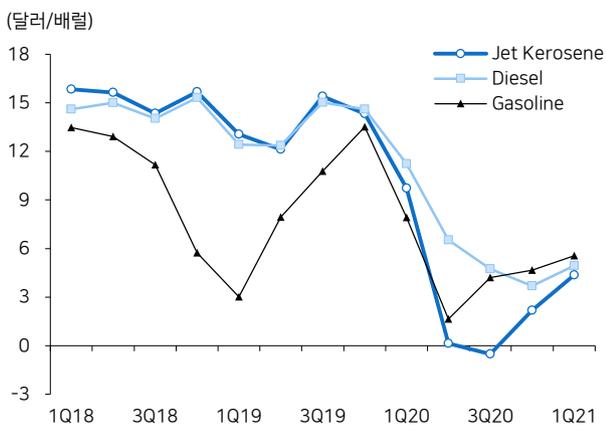
항공유 가격 회복 기조에 따라 정유사들의 수익성 개선에 대한 기대감이 커지고 있다. 항공유는 국내 정유사가 생산하는 석유 제품 가운데 세 번째로 큰 비중을 차지한다. GS칼텍스, 현대오일뱅크, SK에너지, S-Oil 등 국내 4대 정유사 매출에서 항공유가 차지하는 비중은 10~15%로 추산된다. 항공유는 저온, 저압의 환경에서 연소에 문제가 없도록 만들어진 고부가 제품이다. 산화방지제, 빙결방지제를 비롯한 다양한 첨가제가 들어가고 안정성 관리에도 더욱 엄격하다. 따라서 휘발유, 경유에 비해 가격이 더 비싸고 마진도 높기 때문에 정유사 입장에서 중요한 수입원이다. 정제 마진 악화를 겪고 있는 정유사 입장에서 최근 항공유 가격 상승은 가뭄의 단비 같은 존재다.

국내 항공유 보급 시장 재편 예상  
아시아나 항공의 '19년 연간 항공 유류비는 약 1.5조원

'21년 상반기 국내 항공유 보급 시장 재편이 예상되기 때문에 항공유는 정유사에게 더욱 중요한 존재로 부각 받고 있다. 항공유는 항공사 자체 판단에 따라 공급 정유사가 결정된다. 대한항공은 항공유의 50%를 GS칼텍스로부터 공급받고 있으며, S-Oil 과 SK에너지로부터 각각 20%씩, 현대오일뱅크에서 10% 공급받고 있다. 반면 아시아나는 국내 항공유의 약 70%를 SK에너지로부터 공급받고 있고, 나머지 26%를 현대오일뱅크, 4%를 S-Oil로부터 공급받고 있다. 아시아나 항공이 사용하는 항공유 중 SK에너지의 비중이 높은 이유는 '15년 SK가 금호 산업 지분 일부를 매입하면서 금호아시아나 재건을 도왔기 때문으로 알려져있다. 한편 대한항공 내 GS칼텍스 비중이 가장 높은 이유 역시 GS그룹과 한진 그룹 간의 우호 관계가 큰 영향을 미친 것으로 알려져있다. '19년 GS홈쇼핑은 조양호 회장의 한진 지분 6.87%를 전량 인수했는데, 해당 자금은 조원태 회장 등 오너 일가의 상속세 납부를 위한 재원으로 활용되었다. '20년 3월에도 한진 그룹의 경영권 분쟁 과정에서 GS칼텍스가 한진칼 지분을 사들이며 조원태 회장의 경영권 방어에 일조한 바 있다. 아시아나 항공은 '19년 기준 연간 약 1,900만 배럴의 항공유를 소비했는데 이를 금액으로 환산하면 1.5조원에 해당하는 금액이다. 인수 이후에 항공유 보급 시장이 개편될 경우 국내 정유사들의 수익성 변화가 예상된다.

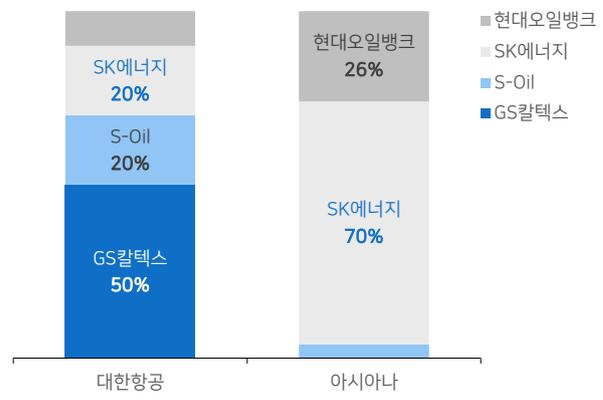
조달 비중 변화에 따른 국내 정유사들의 수익성 변화 예상

그림6 정유 제품별 분기 평균 마진 추이



자료: Petronet, 메리츠증권 리서치센터

그림7 대한항공, 아시아나 정유사별 항공유 조달 비중



자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

원문: Singapore's Phase 3 reopening, impending vaccine drive bode well for Asian aviation(S&P Platts)