

Comment

안영진의 경제 테마

Economist

안영진

youngjin.an@sk.com

02-3773-8478

R.A

박기현

ken.kihyunpark@sk.com

02-3773-9006



경제

수출에 의한 낙관 편향을 억제하는 2 가지

국내 투자자들에게 한국 수출 데이터만큼 중요한 매크로 지표도 없다. 그런 수출 데이터가 역대 최고치, 30%대 증가율을 기록하고 있어 이보다 좋을 순 없다. 전망에는 현 상황에 대한 관성이라는 게 붙기 때문에 낙관 편향이 생길 가능성이 높다. 우리는 2 가지 사실과 전망을 통해 내년의 낙관 편향이 억제될 것 바란다. 바로 수출의 단기 효과와 무역수지에 관한 분석으로 말이다. 우리는 내년 연말로 갈수록 수출 증가율은 마이너스로 전환될 수 있다고 본다.

한국의 투자자들에게 국내 수출 데이터만큼 중요한 매크로 지표는 또 없을 것이다. 당연하다고만 생각해 왔다면 이번 기회에 확실히 알아두고 가자. 첫번째는 글로벌 경기를 대변하는 3 가지 특징 때문이고, 두번째는 KOSPI 지수의 거울과도 같은 특성 때문이다.

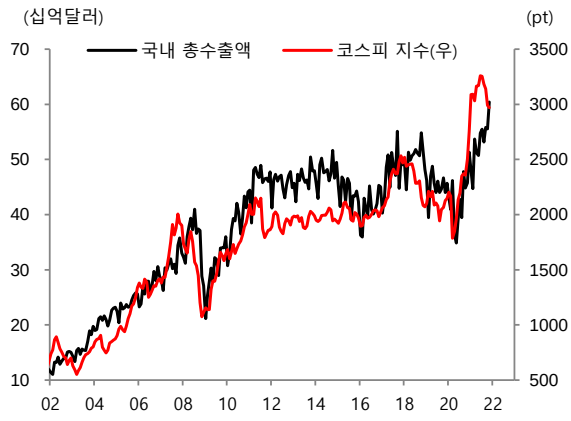
먼저 한국 수출은 글로벌 경기를 '신속하게', '선행적으로', '종합적으로' 반영한다. 전세계 실물 경제 통계 가운데 매월 1 일에 직전월 전체가 집계되는 종합 통계는 이것 이외에 보질 못했다. 그만큼 빠르다. 그리고 우리의 주력 수출 품목인 반도체/자동차 부품/철강 등 중간재/소재는 전방 산업으로 이어지는 관문이기 때문에 주요국별/산업별 생산 전망의 바로미터가 된다. 또한 정유/화학/철강/기계 등 Old Economy 에서 2 차 전지/바이오/반도체 등의 New Economy 에 걸쳐 빼놓을 섹터가 없을 만큼 종합적이다. Economist 계의 기본 분석이라 불리는 이유다.

두번째는 말보다 차트를 보면 더 직관적으로 이해할 수 있다. KOSPI 를 기준으로 하는 원지수로 보나, 수출 증가율을 기준으로 전년대비 증감으로 보나 두 변수는 쌍으로 해석하고 전망되기에 충분하다[그림 1, 그림 2]. 코스피 상장사의 70% 이상이 수출 대기업들이라지만 수출이 얼마나 KOSPI 에 중요한지를 알 수 있다. 2010 년대 이후 5 년 간의 박스피와 수출 고원 사례, 2017 년 반도체 슈퍼사이클 때의 사상 최고 사례, 2021 년 현재 역대급 상황 모두 고개를 끄덕이게 할 것이다.

지금까지 설명이었다면 이제부터가 하고 싶은 말이다. 내년 그림이 그다지 좋아 보이지 않는다. 이 그림이라는 것은 방향성에 주목하는 경제보다 모멘텀에 주목하는 주식시장에 더 적합할 것이다. 왜 그럴까?

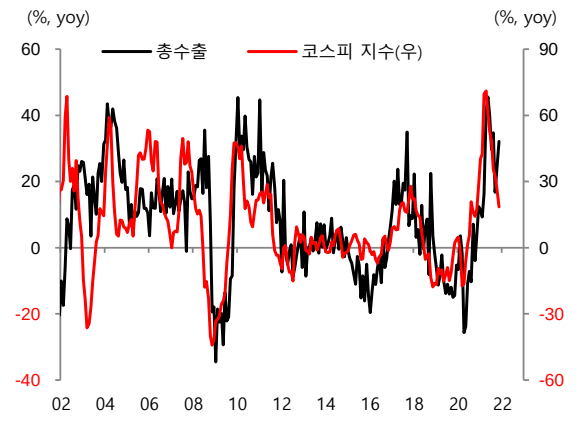
요즘의 수출은 사상 최고치를 경신 중이다. 급기야 가장 최근에는 사상 처음으로 월 600 억 달러를 달성하기도 했다. 이보다 더 좋을 수 없긴 하다. 그러나 우리는 이 사상 최고 수준의 월간 수출 실적이 거의 대부분 단기 효과가 견인하고 있음을 알 수 있다. 이 단가를 역사적으로 추적해 보면 유가와 매우 유의미하게 동행한다. 최근에는 반도체를 비롯해 소형의 고부가가치 품목의 영향이 크게 반영돼 격차를 보이기도 하지만 설명력을 잃을 정도는 아니다.

[그림1] 국내 수출 총액 추이와 KOSPI의 동행



자료: Bloomberg, SK 증권

[그림2] 수출 증가율과 KOSPI 상승률의 오버랩



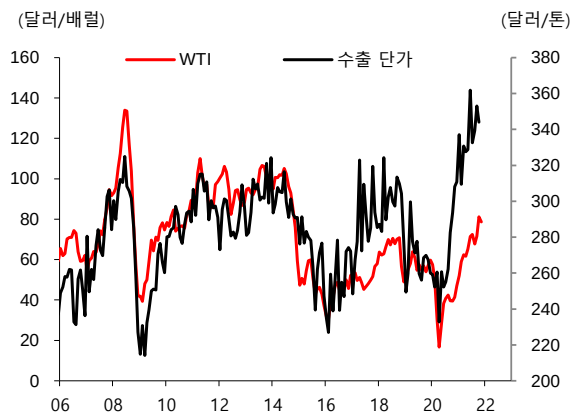
자료: Bloomberg, SK 증권

[그림3] 현재 국내 수출의 월간 금액은 3개월째 역사상 최고 수준. 그런데 단가의 특성을 생각해 보자



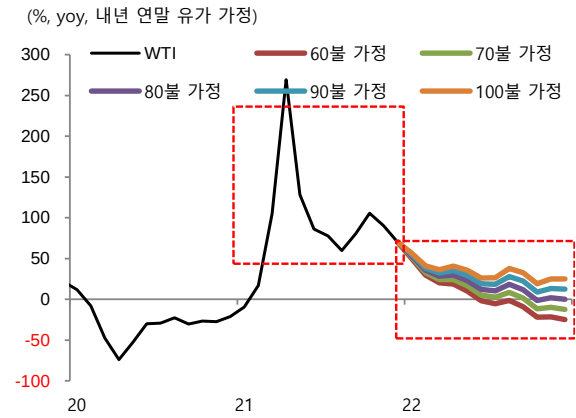
자료: Bloomberg, SK 증권

[그림4] 그래도 수출 단가의 상당 부분은 유가와 연동해 설명



자료: Bloomberg, SK 증권

[그림5] 유가 전망의 스펙트럼을 고려할지라도 상승률은 0을 향해



자료: Bloomberg, SK 증권

내년 유가 전망은 어떤가. 전망에는 현재 상황에 대한 관성이 적용되는데다 내년에도 수급 불일치와 그린플레이션 영향이 이어질 것이라는 게 통상적인 관점인 것 같다. 최소 70~80 불 수준에서 많게는 100 불 내외로도 언급된다. 이 범주 내라면 구체적인 유가 레벨은 중요하지 않다. 내년 연말로 갈수록 growth가 0에 가까워진다는 것이 중요하다. 유가가 아닌 일반적인 가격의 속성을 비추어 보더라도 이런 상승세가 내년에도 이어진다고 본다면 경제 전망이 결코 낙관적일 수 없을 것이다.

즉 유가를 proxy로 삼는 수출 단가는 역기저효과로 인해 현재 모습과 달리 점차 기여도를 줄여갈 것으로 보인다. 우리는 경기가 기대 이상으로 좋아져서 수출 물량이 더 늘면 모를까 현재의 전망대로라면 내년 하반기로 갈수록 국내 수출 증가율이 마이너스로 전환될 것으로 예상한다.

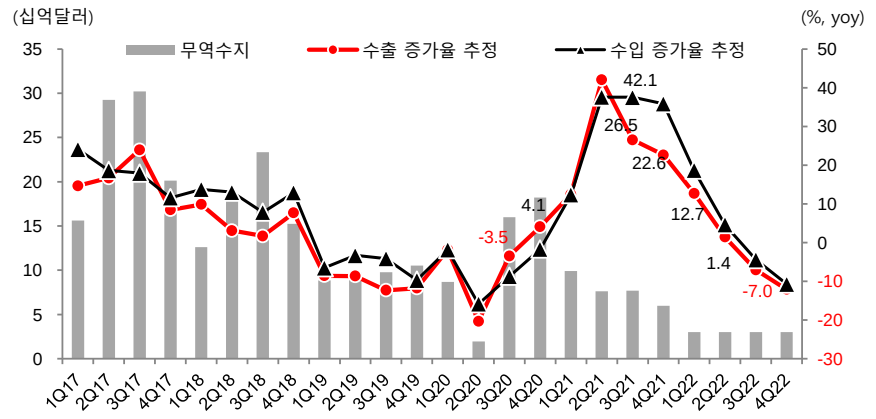
이러한 수출 증가율 경로는 국내 주식시장을 2022년 전체로 좋게 볼 수는 없게 한다. 우리의 기본 View는 연간 전망 자료에서도 밝혔듯 상반기에 지수를 적극적으로 공략하고 하반기에는 지수의 비중 조절이나 더 정교한 로테이션이 필요하다는 것이다. 그 논리 중 하나가 바로 이 수출 경로다. 국내 수출 증가율은 KOSPI의 절대 퍼포먼스보다 주요국 증시에서의 상대 수익률과 매우 유의미한 관계를 보인다. 다시 말해 주식시장 자체의 Long/Short 의견보다 선호도 판단의 근거로 활용되기에 좋다.

(상반기에는 수출 증가세에 더해 순환적인 달러 약세에 외국인 수급이 우호적일 수 있는 매크로 장세를 예상한다)

한편 올해 1년 내내 회자되던 ‘왜 한국의 외국인 순매도가 지속될까?’에 관한 물음을 매크로, 수출입 지표로도 생각해 볼 수 있다. 바로 무역수지다. 국가 경제를 마치 기업으로 빗대어 보면 수출을 매출로, 수입은 비용으로 치환된다. 그러면 무역수지는 이익이 된다. 강력했던 2020년 이익 증가세(무역흑자 증가세)와 비교해 2021년은 어땠나? 또 우리가 추정하는 2022년은 어떤가? 한국 주식시장에 드나드는 외국인 투자자들의 순매수 누적을 무역수지와 같이 보면 “왜 수출이 이렇게 늘어나는데 외국인은 나가기만 할까?”라는 질문이 이상한 질문이 아니라는 것을 알 수 있다. 때론 매출이 중요하지만 통상 이익을 더 중요하게 보는 평가의 관점 때문이라 생각한다.

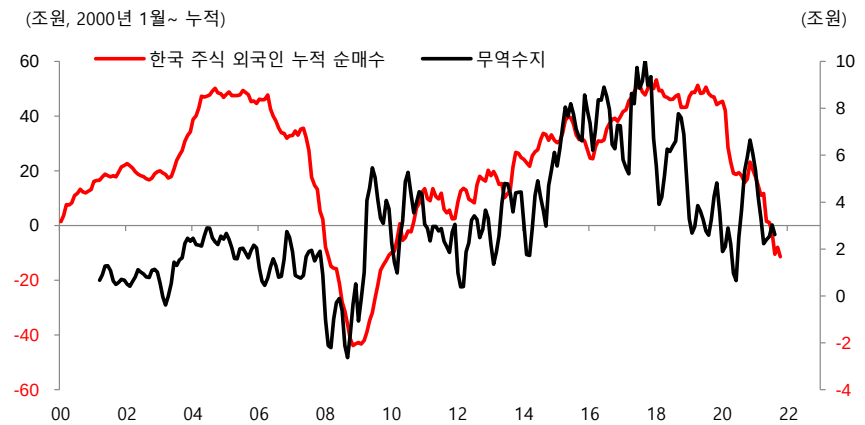
물론 주식시장 전망은 경제 전망보다 더 종합예술적인 판단을 요하기 때문에 위 논리만으로 주식시장을 설명하는 것이 부족하다는 것은 잘 안다. 하지만 1) 사상 최고 수준의 수출 실적 이면의 단가 효과는 내년에 사뭇 다르게 반영될 거라는 점과 2) 수출만이 아닌 무역수지의 관점으로 외국인 수급과 매출/이익을 치환해 볼 경우 우리 투자자들이 늘 경계해야 하는 낙관 편향을 억제할 수 있음을 말하고 싶다.

[그림6] 내년 경기 전망이 우호적이더라도 수출 증가율은 연말 마이너스 전환을 염두에 두어야 할 것



자료: 무역협회 SK 증권 추정

[그림7] 또 한가지 생각해 볼 문제는 수출 이외에 무역수지에 대한 것. 외국인 수급과도 관련



자료: 금융감독원 무역협회 SK 증권