



2022. 8. 24 (수)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

원화 약세가 진정되기 위한 조건들

칼럼의 재해석

디지털 경제, 중국을 빼놓을 수 없다

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

원화 약세가 진정되기 위한 조건들

- ✓ 조건1. 중국: 부동산 하강 진정과 민간 구매력 강화 위한 미시적 정책조합
- ✓ 조건2. 유럽: 에너지 가격 급등 진정 및 전쟁 모멘텀 정점 통과
- ✓ 조건3. 미국: 액스홀 기준 발언 되풀이, 9월 FOMC 50bp 인상 등 긴축 속도도절 확인
- ✓ 조건4. 한국: 시차를 두고 유가 하락분 반영. 원유도입단가 하락과 무역적자폭 축소
- ✓ 참고: 원화의 나흘로 약세 or 금융위기 당시 외환시장 흐름 재현 주장에는 선을 긋고자 함

달러 강세와 원화 약세 심화

원/달러 연고점 돌파

달러 강세와 원화 약세가 심화되고 있다. 8월 23일 서울 외환시장에서 원/달러 환율은 전일대비 5.7원 상승한 1,345.5원에 마감되었다. 2009년 4월 이후 최고치이며, 금융위기 구간을 제외할 경우 IT버블 리세션에서 막 벗어나기 시작한 2001년 4월 수준에 준한다. 당국 구두개입도 약세 흐름을 돌려놓지는 못하는 모습이다.

현재 원화는 달러화 강세와 위안화 약세 영향을 함께 받고 있음

7월 말 FOMC까지만 해도 연준이 향후 금리인상폭을 줄여나갈 수 있다는 기대감에 힘입어 한 때 원/달러 환율이 1,300원을 하회한 바 있었다. 한 때 108을 상회했던 달러화 지수(선진국 6개 통화대비 달러화 가치)도 105까지 내려 왔었다. 현재 달러화 지수는 109를 넘어섰고, 여기에 포함되지 않는 위안화 마저 중국의 1) 7월 실물지표 부진과 2) 기대치를 넘어선 금리인하에 빠르게 약세를 시현하였다. 원화는 달러화 강세와 위안화 약세의 영향을 함께 받고 있는 것이다.

원화는 꾀보나치 되돌림 기준으로 의미 있는 저항선인 1,330원을 넘어섰다. 기술적인 관점에서는 상단이 열려버린 상태로 판단된다. 지금은 다음 저항선이 어디인지를 논하기보다는, 방향성을 되돌릴 수 있는 조건들을 타진해 보는 것이 생산적인 고민이라는 생각이다.

최근 원화 추가 약세 유발 요인 4가지 점검

최근 원화의 추가 약세를 촉발한 요인들은 크게 4가지로 나누어 볼 수 있다: 1) 중국인민은행의 금리인하를 계기로 유발된 위안화 약세, 2) 유럽 가스가격 급등과 경기우려 증폭으로 유발된 달러/유로 1:1 하회, 3) 미 연준의 빠른 금리인상 지속 우려, 그리고 4) 한국 수출부진과 무역적자 확대이다. 오늘 전략공감2.0에서는 이들 내용을 다루도록 하겠다.

그림1 2000년 이후 달러화 지수, 위안/달러, 원/달러 추이



1. 중국: 결국 경기 문제인 위안화 약세

최근 일주일 사이 위안화 약세는
결국 경기문제

일주일 사이 급격한 위안화 약세가 진행되면서, 역외 달러대비 위안화 가치는 2년래 최저치인 6.88까지 하락했다(8월 23일). 일주일간 7월 실물지표 부진 확인과 인민은행의 금리인하가 이루어졌고, 중국의 금리인하로 중국과 미국의 2년물 국채금리차 역전이 심화되었다. 결국 위안화 약세가 진정되려면 경기가 회복하면서 중국 국채금리가 반등해야 하는데, 현재 상황은 녹록치 않아 보인다.

서비스업(소매업, 부동산업) 부진

산업생산과 서비스업 생산을 가중평균한 당사의 경기순환 지표(월간 GDP성장률의 대용치)는 6월 2.3%에서 7월 1.9%로 내려 왔다. 7월 산업생산이 전년대비 3.8% 증가하면서 6월(3.9%)과 유사한 신장세를 보였지만, 서비스업이 0.6% 증가에 그쳤기 때문이다(6월 1.3%). 우리는 이를 소매판매로 대변되는 소비의 미약한 회복에 부동산 부진이 가세한 결과로 해석한다.

그림2 중-미 2년 국채금리차와 위안/달러 환율



자료: NIBFC, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 중국 종합 PMI 전년동월차와 중국 국채 2년 수익률



주1: 종합 PMI proxy = 제조업과 비제조업 PMI를 4:6으로 기중평균한 것
주2: 2022년 8월 종합 PMI proxy는 50, 9월 이후는 52로 가정

자료: 중국 물류구매연합회, NIBFC, 메리츠증권 리서치센터

중국의 금리인하: 내수 진작 +
“부동산 진작”

경기회복세가 후퇴하자, 중국인민은행은 7월 실물지표 발표 당일 7일물 Repo금리와 1년물 MLF금리를 각각 10bp 인하한 데 이어, 8월 22일에는 1년물과 5년물 최우량 금리(LPR)를 각각 5bp와 15bp 인하하였다. 특히 5년물 금리가 개인주택대출(모기지) 금리의 기준임을 고려한다면, **부동산 시장 진작이 매우 시급한 과제로 다가왔음을** 유추해 볼 수 있다.

중국 정부의 인프라 투자 확대(7월 전년대비 +9.1% vs 연초 이후 +7.4%)에도 불구하고 고정자산투자 회복 동력이 약화(7월 3.6% vs 연초 이후 +5.7%)되는 이유가 바로 부동산 시장의 부진에 있다. 그리고 상황은 계속 악화되고 있다.

부동산 투자의 위축은 결국 매매 수요 부족 때문임

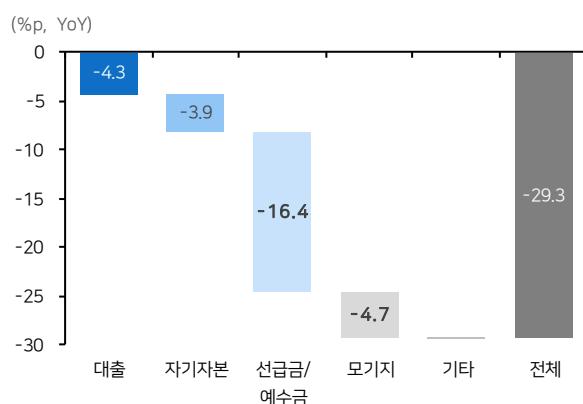
우리는 하반기 경제전망 때부터 이 문제를 지속적으로 거론해 왔다. **중국 부동산 투자의 부진이 험다그룹을 위시한 부동산 개발업 규제보다는 민간 구매력 약화 및 거래부진에 따른 투자재원의 급격한 감소에서 비롯되고** 있다는 점이다. 명목 GDP 성장률을 밑도는 가계 가처분소득 증가세(2분기 2.6% YoY)와 주택가격의 지속적인 하락(21년 9월 이후 12개월 연속)은 개인의 주택구매의지를 약화시켰고, 주택 구매시 납부하는 선금금과 모기지의 대폭 감소(연초 이후 7월까지 전년대비 37%와 25% 감소)로 귀결되었다. 이것이 부동산 투자재원 감소분(-29.3%)의 75% 정도(-21.1%포인트)를 설명한다 (6월까지 투자재원 감소폭은 -25.3%).

선금금, 모기지를 통한 재원조달 난항으로 건설 중 주택 완공지연

건설사는 분양을 할 때 대금을 받아서 주거용 건물을 건설하는데, 거래량이 감소하여 돈이 충분히 들어오지 않아 건물을 지어 올리기 어려워 진다. 당시 중국 당당 최설화 연구위원에 따르면, 중국은 분양 당시에 선금금(downpayment)와 모기지를 통한 잔금 납부가 동시에 이루어진다(우리나라의 중도금 제도는 없음).

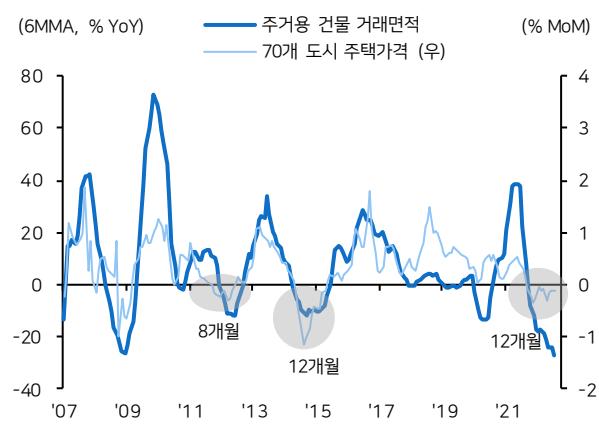
건설 중인 주택의 완공이 지연될 정도로 공사가 진전되지 못하다 보니 불필요하게 개인들의 모기지 이자가 나가게 되었고, 이것이 모기지 보이콧으로 연결되고 있다. 때마침 이러한 시위가 모델하우스 등지에서 이루어지다 보니 주택구매 심리가 더욱 악화되었고, 악순환을 냥게 되었다는 것이다.

그림4 중국 부문별 부동산 투자재원 기여도 (22년 1~7월)



자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림5 중국 주거용 건물 거래면적과 주택가격



자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권 리서치센터

중국 정부의 대책 2가지

중국 정부가 악순환 고리를 끊기 위해 도입하려는 정책은 크게 두 가지인 듯 하다. 하나는 대출금리를 인하하여 주택구매비용 자체를 낮추는 것이다. 수요부진에서 비롯된 것이기 때문에 은행들의 자금준비율 인하를 통한 대출여력 확보(대출공급 확대)보다는 금리인하가 효과적인 대응책이다. 다른 하나는 2,000억 위안 상당에 달하는 특별대출을 조성하여 건설사가 아닌 미완공 프로젝트에 직접 투입하는 방식을 검토한다는 것이다(Bloomberg, 8월 22일 보도).

건설사 자금조달 경로 다변화가 우선일 수 있음

후자의 경우, 중단된 공사의 재개와 완공을 통한 입주 촉진이라는 관점에서는 대안이 될 수 있으나, 분양 이후 착공도 하지 못한 프로젝트의 원활한 진행으로 연결될 수 있을지는 불투명해 보인다. 당사 중국담당자 의견은 만약 정부가 **건설사에 대한 신용보강**을 해줄 경우, 국내 채권발행을 통해 재원조달에 숨통이 트일 여지가 생길 수 있다는 것이다.

미시적 정책조합 가세로 경기회복이 숫자로 확인될 필요성

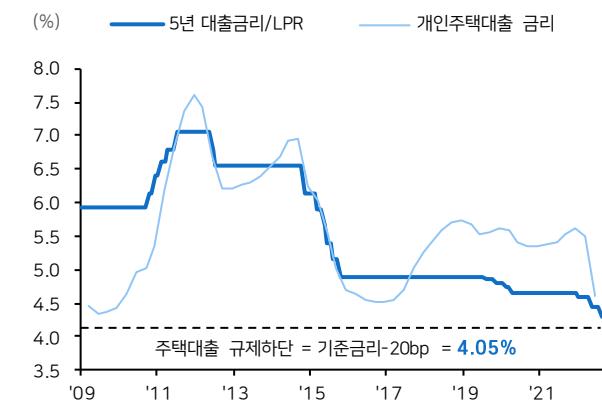
다른 부문에서는 **민간부문의 부족한 구매력을 보완하거나, 소비가 원활히 늘어날 수 있는 여건조성이** 절실해 보인다. 각종 세제혜택 및 소비쿠폰도 방법이겠지만, 유연한 제로 코로나 정책으로의선회가 필수적일 수 있다. 이러한 정책조합을 통해 성장세가 개선되는 것이 숫자로 확인된다면 경기 문제에서 비롯된 위안화 약세가 진정될 수 있을 것이라 생각한다.

그림6 중국 주거용 건물 착공 및 완공면적 (12개월 이동합)



자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림7 중국 5년 최우량금리와 개인주택대출 금리



자료: 중국인민은행, 메리츠증권 리서치센터

2. 유럽: 끝 모를 에너지 가격 상승 압력

달러/유로 패리티 하회는 에너지 가격상승과 경기우려에 주로 기인

달러/유로가 1:1을 하회하기 시작했다. 8월 22일 0.994를 기록한 데 이어 23일에는 0.992로 추가 하락 중이다. 유럽중앙은행의 TPI(Transmission Protection Instrument) 도입을 통한 분절화 위험 완화 노력도 유럽의 경기하강 위험 앞에서는 속수무책인 듯 보인다. 경기하강 위험이 커지는 주된 이유는 에너지 가격의 급등이다. 유럽 가스가격의 벤치마크 역할을 하는 네덜란드 TTF 가스 근월물 가격은 메가와트당 2.86유로까지 치솟았다. 최근의 가스가격 상승은 에너지 하이일드 스프레드의 확대로 귀결되지 않고 있다는 정도가 위안일 뿐이다.

러시아 가스공급 중단과 불확실성

가스가격이 여기까지 온 데에는 미국 프리포트 터미널 화재 여파 장기화에 따른 LNG 수송 난항도 있지만, 러시아발 가스 수송량 감소 영향이 커 보인다. 러시아는 NordStream I을 통해 독일로 공급하는 가스 수송량을 전쟁 이전 대비 20%로 줄인 상태이며, 7월 11~21일에 이어 8월 말에도 3일간 정기보수를 이유로 가스 공급을 중단하겠다고 예고한 상태이다. 문제는 이러한 명분(?)으로 가스공급이 언제 중단될지 모른다는 불확실성에 있다. 이러한 가운데 전쟁의 장기화와 러시아-유럽의 대립 구도 역시 현재 진행형이다.

독일 가뭄과 운송차질

설상가상으로 독일은 극심한 가뭄을 경험 중이다. 최근 호우로 라인강 수위가 73cm까지 반등하기는 했으나 예년에 비해 수위는 매우 낮은 상태이며, 불과 수일 전까지만 해도 강 수위는 거의 바닥을 드러낸 것과 다름 없었다. 강의 수위가 문제되는 이유는 라인강을 통해 석탄과 석유가 수송되기에, 차질이 빚어질 경우 공급부족에 따른 지역별 에너지 가격 상승이 유발될 수 있기 때문이다.

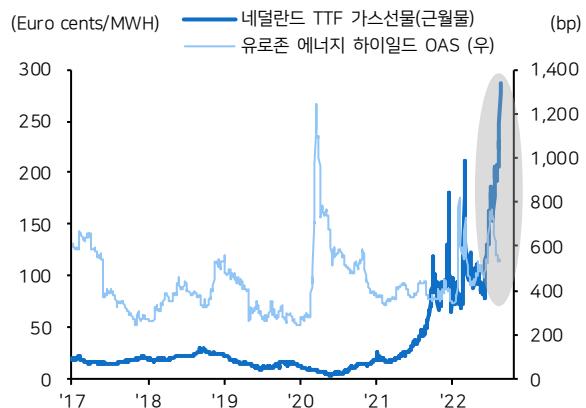
전기료 생산비용을 소비자에게 추가 전가 중

여러 악재가 맞물리면서 독일의 전력생산 비용(PPI)는 2019년 대비 2.9배나 상승하였고, 8월부터 순차적으로 소비자 가격에 전가될 예정이다. 다행히(?) 정부의 부가세 인하가 소비자들의 전력가격 부담을 상쇄시켜줄 것이나, 추가 인상이 이루 어질 소지는 다분하다. 현재 소비자들은 2019년 대비 1.2배 정도 높은 전기료를 부담 중이다. 이러한 에너지 비용의 급상승은 이미 유로존 제조업과 서비스업에 타격을 주고 있으며, 8월 들어서는 서비스업 PMI의 추가 하락까지 유발하였다.

가스가격 급등 진정이나 전쟁 변수 정점 통과가 유로화 약세 진정 요인일 것

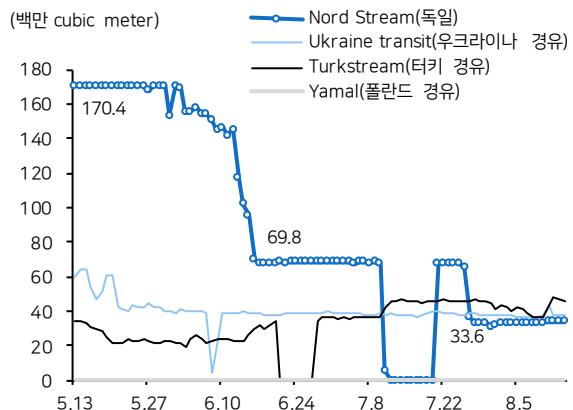
이대로 겨울이 오면 상황이 심각해 질 수 있다. IMF 유럽경제전망에 따르면 러시아산 가스공급이 중단될 경우를 상정했을 때 독일 GDP의 6%가 날아간다. 그 전에 가스가격 급등세가 진정되거나, 전쟁 변수가 정점을 지나야 유로화 약세도 진정 국면에 진입할 것으로 예상한다.

그림8 네덜란드 가스가격, 유로존 에너지 하이일드 OAS



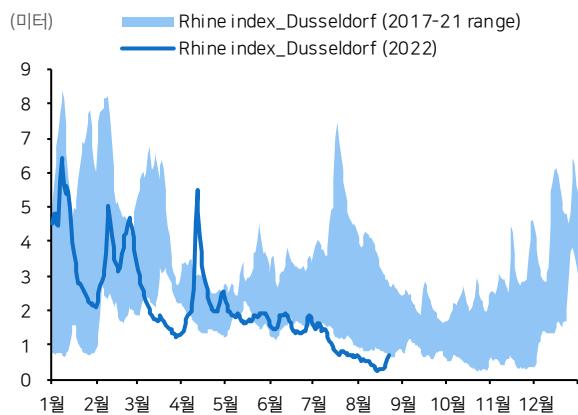
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 최근 3개월 간 러시아-유럽 가스 수송량



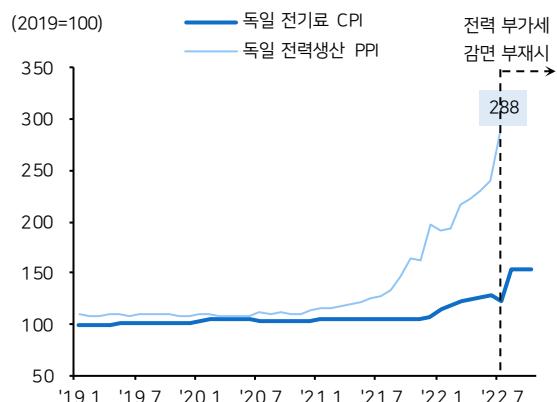
자료: Enstog (유럽가스운송시스템 네트워크), 메리츠증권 리서치센터

그림10 라인강 수위 (2022 vs 과거 5년 범위)



자료: German Federal Waterways and Shipping Administration, Bloomberg

그림11 독일 전력생산 비용과 전기료 소비자물가



자료: Statistisches Bundesamt, The Local.de(8/19), 메리츠증권 리서치센터

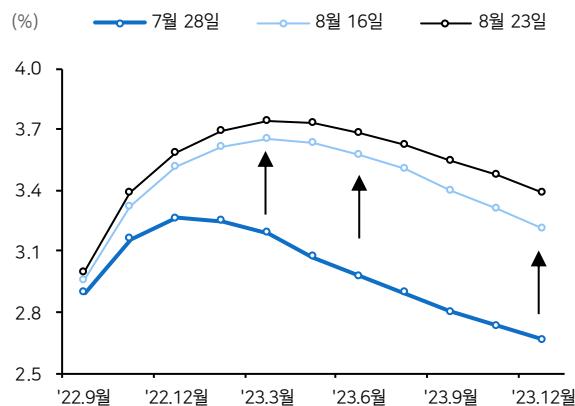
3. 미국: 9월에도 75bp 인상?

긴축 강화 내지는 연장 우려

7월 FOMC를 통해 부각되었던 미국의 금리인상 속도조절 기대에 대한 회의론도 달러 강세를 심화시키는 요인이 되고 있다. 7월 FOMC 직후 선물시장에 반영된 연방기금금리 케이션은 올해 말 3.25% 내외까지 금리가 인상된 이후 내년 들어 재빨리 인하 기조로 전환된다는 것이었다.

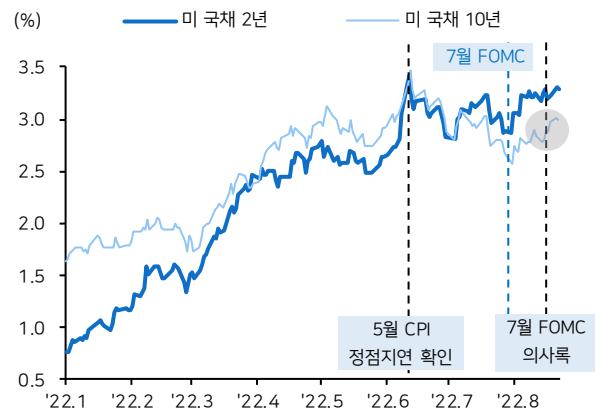
그런데 1) 7월 고용지표가 취업자수, 실업률, 시간당 평균임금에 걸친 서프라이즈를 기록한 데 이어, 2) 7월 소매판매 마저 양호한 흐름을 이어가면서 긴축 강화 내지는 연장에 대한 기대가 서서히 반영되었다. 그 과정에서 빠른 금리인상 혹은 내년까지 긴축기조 유지 등을 주장하는 연준 인사들의 발언이 자리하였다. 이러한 우려는 8월 17일(현지시각) 공개된 7월 FOMC 의사록 발표 이후에 확대되었고, 이를 기점으로 2년물 국채수익률이 3.3%에 안착하였다.

그림12 선물시장에 반영된 연방기금금리 궤적



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 연초 이후 미 국채 2년, 10년 수익률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 8월 이후 주요 연준 인사 발언 내용

시점	발언자	Voter?	내용
8월 3일	Bullard (St. Louis)	Yes	대규모 금리인상을 앞당겨서 연말 3.75~4.00%에 FFR이 도달하기를 원함
8월 4일	Mester (Cleveland)	Yes	연준은 금리인상을 통해 인플레이션을 억제할 것임. 현재 경기는 리세션은 아님
8월 6일	Bowman (Governor)	Yes	지속가능하고 의미 있는 물가상승률 둔화 확인 전까지 75bp에 준하는 금리인상을 고려해야 함
8월 7일	Daly (San Francisco)	No	다음 회의 50bp 인상이 정해진 것이 아님. 연준의 인플레이션 통제는 아직 같길이 멀다고 생각
8월 10일	Evans (Chicago)	No	인플레이션이 연준 목표인 2%에 수렴하도록 내년까지도 긴축을 지속해야 함
8월 10일	Kashkari (Minneapolis)	No	가장 유력한 시나리오는 금리를 추가 인상한 후 그 수준에서 상당 기간 유지하는 것
8월 12일	Barkin (Richmond)	No	인플레이션이 2% 목표에서 유지된다는 확신 있을 때까지 금리인상 지속할 필요
8월 18일	Daly (San Francisco)	No	올해 말 3%를 약간 넘는 수준까지 금리인상한 후 그 수준에서 동결하는 것이 바람직
8월 19일	Barkin (Richmond)	No	리세션의 위험이 높아진다 해도 연준은 인플레이션 통제 노력을 지속할 것

자료: Bloomberg, "Fed Watch" 내용 요약, 메리츠증권 리서치센터

7월 FOMC의사록 Fact check:
긴축 강화 보다는 연장에 무게

그런데 7월 FOMC의사록 내용은 9월에도 75bp 인상을 강행할 수 있다는 점보다는 1) 추가 금리인상이 바람직하며, 2) 충분한 금리인상 이후 물가가 2%로 수렴하는 경로가 확실시될 때까지 그 수준을 일정 기간 유지 (...once the policy rate had reached a sufficiently restrictive level, it likely would be appropriate to maintain that level for some time to ensure that inflation was firmly on a path back to 2 percent...) 하자는 주장이 확인된 정도이다.

경기 Overkill 우려도 등장

앞으로의 통화정책 결정은 정책의 누적된 효과를 데이터를 통해 확인하면서 가는 것이 바람직하다는 주장이 다수였으며, 일부는 통화정책의 실물경제 반영 시차를 고려했을 때 지나치게 긴축적인 기조로 흐를 수 있음을 경계하기도 했다 (there was also a risk that the Committee could tighten the stance of policy by more than necessary to restore price stability). 긴축 혹은 높은 수준의 정책금리가 기존 예상보다 길어질 수 있다는 선물시장의 반응은 따라서 합리적이다.

9월 이후 인상 속도조절에 나설
것이라는 우리 견해 변화 없음

잭슨홀 컨퍼런스 기조연설의 원론
유지와 9월 50bp 인상 확인 등이
강달러 완화의 촉매제일 것

7월 FOMC 코멘트에서 우리가 주장한 9월 이후 금리인상 속도조절 견해에는 변함이 없다. 선물시장도 9월 75bp 인상을 기본 시나리오로 삼고 있지 않다. 우리는 1) 금리인상 분연의 목적인 인플레 통제 관점에서, 물가상승률이 6월에 정점을 찍었고 추후 안정화될 가능성이 높고, 2) 노동시장 과열이 완화되기 시작했으며, 3) 금리상승에 민감한 부문을 중심으로 경기가 하강하기 시작했으며 추가적인 하강이 진행될 것으로 예상하고 있다¹. 세 가지를 모두 고려하는 통화정책은 속도조절에 무게가 실린다.

특히 이미 정책금리가 중립수준(연준의 장기 적정금리=2.5%)에 도달한 만큼 앞으로는 정책결정에 신중한 행보를 보일 필요가 크다는 생각이다. 8월 25일 예정된 파월 의장의 잭슨홀 컨퍼런스 기조연설도 추가 금리인상이 필요하고 데이터에 의존한 의사결정을 할 것이라는 원론적인 수준일 가능성에 무게를 두고 있다. 이러한 발언과 9월 50bp 인상이 기정 사실화되면 연준 정책 기대(혹은 우려)에 편승한 강달러가 진정될 것으로 전망한다.

4. 국내 요인: 무역적자 확대

지금까지 원화 약세의 글로벌 요인들인 1) 중국 경기와 위안화 약세, 2) 유로존 에너지 가격과 경기악화 우려, 그리고 3) 연준의 빠른 긴축 지속 가능성 등을 점검하였다. 마지막으로 국내 요인인 무역적자 확대 문제를 다룬다.

수출 급격한 둔화

관세청이 집계한 8월 1일~20일까지의 수출입 잠정 실적을 보면, 동 기간 통관기준 수출은 전년대비 3.9% 증가에 그친 반면, 수입은 22.1% 늘어 무역적자가 102억 달러로 확대되었다. 이는 7월 1~20일 동안의 무역적자 82억 달러 대비 확대된 것이다. 지금까지는 수출이 비교적 잘 버티고 수입이 고공행진하는 구조였지만, 글로벌 경기우려가 한국 수출에도 영향을 미치기 시작했다는 것이 문제이다. 일평균 기준으로 보면, 8월 1~20일 수출은 0.5% 늘어나는 데에 그쳤다. 7월 일평균 수출증가율이 14.1%에 달했던 것과는 대조적이다.

보통은 한국 수출이 꺾일 때 수입
이 더 감소하지만 이번은 예외

우리나라는 대외여건이 악화되어 수출이 감소할 때 자본재 수입(설비투자 수요)과 원자재 수입(원자재 가격 하락)이 더욱 크게 감소하면서 무역흑자 기조를 유지하는 모습을 보여 왔다. 2008년 글로벌 금융위기 직전 유가 급등기를 제외하고는, 수출의 감소는 상응한 수준 혹은 그 이상의 수입 감소를 유발하였다. 증가폭이 둔화될 때도 마찬가지였다.

¹ 3가지 요인에 대한 당사의 견해는 다음의 기발간 자료를 참고하시기 바랍니다.

1) 물가- 8월 16일, 경제백: "미국 CPI: 평가와 FAQ"
2) 고용- 8월 8일, 주간 경제백: "미국 고용 점검: 과열 해소의 초입"
3) 경기- 8월 2일, 주간 경제백: "Special Edition: 글로벌 수정 경제전망"
4) 연준- 7월 28일, 경제백: "7월 FOMC: Pivot to deceleration"

그림14 한국 일평균 수출 증감률



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

에너지 가격 상승과 에너지 수입의 급증이 무역적자 유발 중

이번이 특이한 것은, 경기하강 징후에도 불구하고 공급망 충격 및 전쟁 여파로 에너지 가격이 높은 수준을 유지하고 있다는 것이다. 올해 1~7월까지 에너지 수입액(원유, 석유제품, 석탄, 가스)은 1,232억 달러로 작년 같은 기간(684억 달러) 대비 547억 달러 증가했다. 7월까지의 누적 무역적자 152억 달러가 사실상 에너지 수입 급증에서 비롯되었다고 해도 과언은 아닐 것이다.

에너지 수입을 제외하고 본다면 우리나라는 매월 130~160억 달러의 무역흑자를 기록하고 있는 것으로 추산되며, 8월 20일까지 무역실적 기준으로도 에너지 수입을 제외하면 약 100억 달러 흑자로 계산된다.

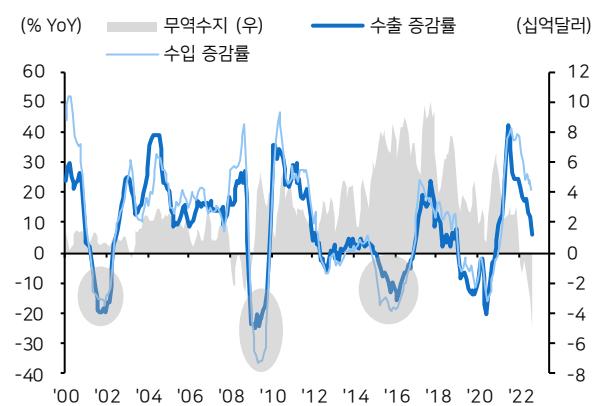
두바이 유가 하락은 반가운 소식
시차를 두고 원유도입단가 반영

향후 수출의 위축 정도에 따라 달라지겠으나, 당장은 에너지 수입가격의 하향 안정화가 이루어지며 무역적자폭 축소가 가시화되는 것이 국내 요인에서의 원화 약세 진정 요인이다. 8월 들어 두바이유가 100달러/배럴을 하회하고 있고, 중순 이후 가격 하락이 계속 진행 중임에도 20일까지 우리나라의 원유평균 수입가격은 111.4달러/배럴 수준이다. 이는 원유를 수송해 오는 데 소요되는 시차(1개월 내외) 때문에 직전월의 현물가격이 지금 반영되는 경향 때문이다.

이를 통해 적어도 무역적자 축소 확인되기 시작하면 국내 변수 측면의 원화 약세 진정 요인일 것

OPEC의 생산량 조절이 변수이겠으나, 글로벌 수요둔화 여파로 유가가 하향 안정화되는 흐름이 나타난다면, 이르면 9월부터 우리나라 원유도입단가도 하락세에 진입할 가능성이 크다. 국내 변수로부터 원화 약세 진정 요인을 찾자면 이러한 경로를 통한 무역적자폭 축소일 것이다.

그림15 한국 수출입 증감률과 무역수지 (3개월 이동평균)



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림16 한국 무역수지: 전체 vs 에너지 수입 제외



주: 8월 20일까지의 잠정실적까지 반영한 것임

자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림17 한국 원유평균 수입가격 vs 두바이 원유 현물가격



자료: 관세청, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

5. 補論: 신흥국 위험 반영 여부와 실질실효환율 밸류에이션

과거 대비 EM risk 크지 않고

달러대비 원화가치가 2009년 4월과 2001년 4월 수준에 준하고 있으나, 신흥국 위험은 그 당시에 비해 크게 경감되어 있다. 8월 22일 기준 JPMorgan EMBI global spread(미국채와 신흥국 국채 간의 스프레드) 스프레드가 작을수록 신흥국 위험이 작거나, 선진국에서 신흥국으로 자금이 유입되고 있다고 해석)는 425bp로 800~1000bp에 달하던 2009년과 2001년 당시의 스프레드와는 큰 차이가 있다.

실질실효환율 기준 원화의
현저한 저평가도 아님

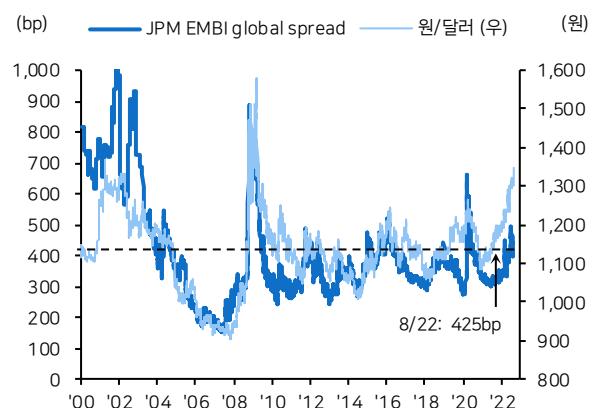
우리나라의 주요 교역국 18개국을 대상으로 원화의 실질실효환율을 계산해 보면, 2000년 이후 역사적 평균 대비 2% 저평가되어 있다. 달러화 강세와 비달러 통화의 동반 약세이기에 현저한 저평가가 나타나지 않는 것이다. 그림 19의 역사적 평균 1,319원은 현재 수준(1,345원)으로부터 실질실효환율이 2% 절상되었을 때를 달러화 대비 절상된 것과 동일하게 보고 산정한 수준이다. 역사적 평균 대비 ±1 표준편차도 마찬가지 산식이다.

원화 1,600원?
2008년과 지금은 다르다

한편, 경기후퇴(혹은 침체)가 온다고 하여 글로벌 금융위기 당시처럼 원화의 나홀로 약세(실질실효환율 기준으로 현저한 저평가)가 전개될 수 있다는 주장에 대해서는 선을 긋고자 한다. 당시는 우리나라의 단기차입이 급증한 이후 글로벌 신용경색이 들어오면서 차입금 차환 중단-상환 압력 가중 등으로 대규모 원화 투매가 나타났던 국면이다.

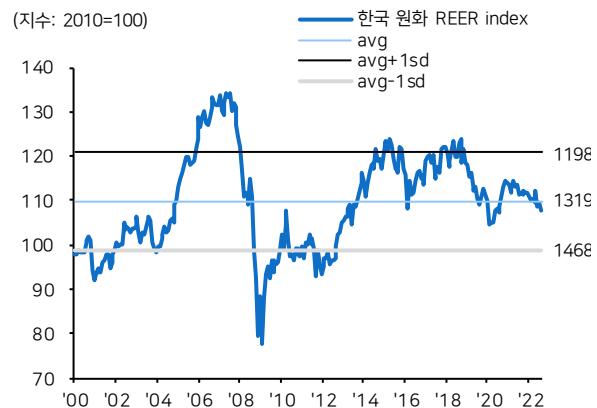
현재와 글로벌 금융위기 당시와 차이점이 상당하다는 당사 주장에 대해서는 다음 보고서를 참고하시길 바란다: 1) 2022년 2월 22일, 전략공감2.0, "국내 경제 3가지 이슈 점검", 2) 2020년 3월 19일, 경제맥, "글로벌 금융불안과 원/달러 환율".

그림18 JPM EMBI global spread와 원/달러 환율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 한국 원화의 실질실현환율



주: 교역상대국 18개국 대상. 8월 23일 원/달러 종가 1,345원 기준 REER는 2000년 이후 역사적 평균 대비 2% 저평가

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

칼럼의 재해석

박수연 연구원

디지털 경제, 중국을 빼놓을 수 없다 (China Briefing)

중국에서 디지털 경제가 빠르게 발전하고 있다. CAICT에 따르면 2011년에서 2021년까지 중국의 디지털 경제 규모는 9.5조 위안에서 47.9조 위안으로 약 5배 커졌으며, 전체 GDP에서 차지하는 비중은 동기간 20.3%에서 39.8%까지 증가했다.

중국 당국은 제 14차 5개년 계획에서 디지털 경제를 국가개발의 중요한 축으로 내세웠고, 디지털 결제 시스템 확립을 목적으로 디지털위안화 개발에까지 힘쓰고 있다. 장기적으로 디지털 경제 발전 인프라가 확립됨으로써 사업 생태계가 한 단계 더 발전할 것으로 기대된다.

상기한 각종 디지털 인프라와 거대한 내수시장으로 인해, 여러 해외 빅테크 기업들은 중국에 진출을 꾀해왔다. 그러나 실제로 정착에 성공한 기업들은 많지 않다. 정부의 디지털 경제 부양책이 결국 로컬 기업들과는 달리 해외 기업들에는 친화적이지 않기 때문이다. 세계화에 반하는, 일종의 자국 우선주의 성격에 기인한다. 따라서 중국 진출을 위해서는 더욱 철저한 현지화 전략과 세세한 컴플라이언스 비용 분석이 필요할 것이다. 또한 새로운 경제의 패러다임을 어떤 국가가 가져가게 될지 귀추가 주목된다.

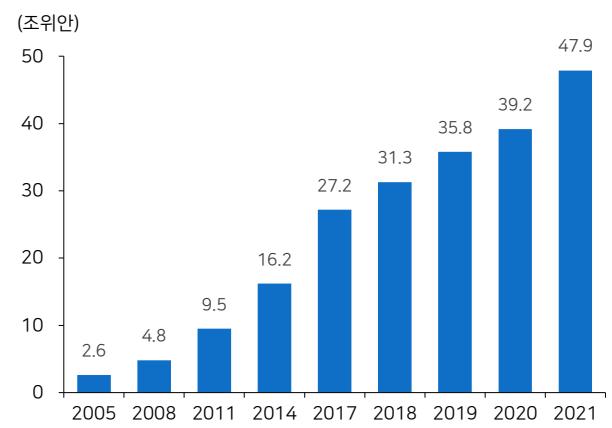
디지털 경제, 중국 성장 원동력이 되다

중국 디지털 경제가 빠르게 발전

중국에서 디지털 경제가 빠르게 발전하고 있다. 여기서 디지털 경제란, 정보통신기술을 사용하여 전통적인 제조업과 서비스업을 디지털화 하는 모든 경제활동을 일컫는다. 정보통신기술(ICT) 외에, 빅데이터, 클라우드 컴퓨팅, IoT, 블록체인, AI, 5G 통신 등이 모두 디지털 경제에 속한다.

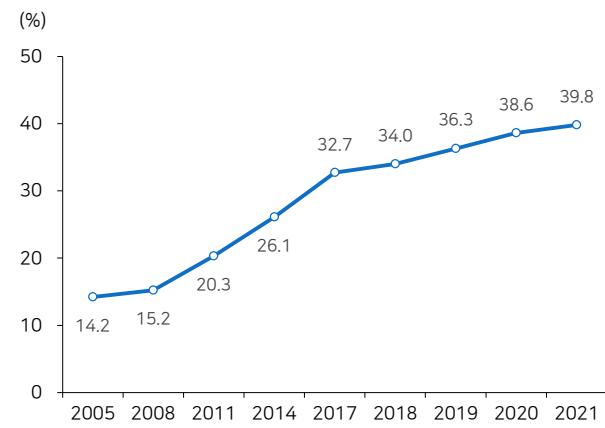
2021년 기준 중국 디지털 경제 산업 규모는 47.9조 위안(7.1조 달러)으로, 미국에 이어 세계에서 두 번째로 크다. CAICT에 따르면 2011년에서 2021년까지 중국의 디지털 경제 규모는 9.5조 위안에서 47.9조 위안으로 약 5배 커졌으며, 전체 GDP에서 차지하는 비중은 동기간 20.3%에서 39.8%까지 증가했다. 나아가 빠른 발전의 결과, 2025년 중국은 전 세계 데이터의 30%를 소유할 것으로 전망된다.

그림1 중국 디지털 경제 시장 규모



자료: CAICT, 메리츠증권 리서치센터

그림2 중국 전체 GDP 대비 디지털 경제 비중



자료: CAICT, 메리츠증권 리서치센터

숨어있는(?) 1등 공신은 중국 정부

정부, 국가개발의 중요한 축으로
디지털 경제를 내세움

중국 당국은 제 14차 5개년 계획에서 디지털 경제를 국가개발의 중요한 축으로 내세웠다. 그리고 GDP 대비 디지털 경제 중 핵심 산업의 비중을 2020년 7.8%에서 2025년 10%까지 확대하는 것을 목표로, 각종 로드맵과 인센티브를 제시했다. 이외에도 2022년 2월에 발표한 동수서산 프로젝트 등 또한 케를 같이한다.

표1 2022년 발표된 주요 디지털 인프라 부양책

날짜	내용
2022년 1월	인민은행, <핀테크(FinTech) 발전계획(2022-2025년)> 발표 - 금융 디지털화 전환 추진 가속화 - 디지털화 평가 시스템 우수 사례들을 모아 데이터 뱅크를 구축
2022년 2월	국가발전개혁위원회 및 국가인터넷정보판공실, <동수서산(東數西算) 프로젝트> 발표 - 동부 지역 데이터를 서부 지역으로 옮겨와 처리하는 프로젝트 - 8개 지역을 국가 컴퓨팅 허브로 10개의 데이터 센터 클러스터를 구축할 예정
2022년 7월	국가인터넷정보판공실, <데이터 역외이전 안전평가 방법> 발표 - 역외 데이터 이전 시의 안전평가 절차를 규정. 9월 1일부터 시행 예정

자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

정부의 야심작, 디지털위안화

최근에는 디지털위안화 개발에
힘쓰는 중

특히 최근에는 디지털 결제 시스템 확립을 목적으로 디지털위안화 개발에 힘을 쓰고 있다. 장기적으로 디지털 경제 발전 인프라가 확립됨으로써 사업 생태계가 한 단계 더 발전할 수 있다는 설명이다.

사실 온라인이나 모바일 결제가 중국에서 새로운 개념은 아니다. 슈퍼앱(Super APP) 때문이다. 슈퍼앱이란 지불 시스템을 포함한 여러 서비스를 제공하는 앱을 의미한다. 텐센트의 위챗이나, 알리바바의 알리페이가 대표적이다. 2019년 PBOC 서베이에 따르면, 중국내 결제의 66%는 슈퍼앱으로 이루어지며, 현금은 23%, 카드는 7%에 불과하다.

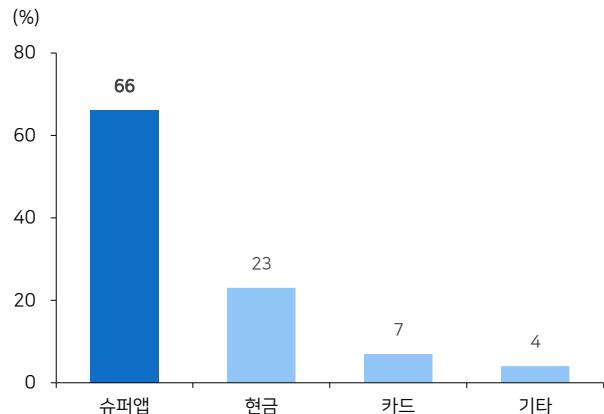
이유1: 여러 결제 플랫폼을
통일할 필요성

그럼에도 중국 당국이 디지털위안화 개발에 힘쓰는 이유는 크게 두 가지로 나누어 볼 수 있다. 첫째, 여러 결제 플랫폼을 하나로 통일할 필요성 때문이다. 각 기업들의 슈퍼앱이 디지털 생태계의 초석을 마련한 것은 사실이나, 각 플랫폼간 연동이 되지 않기 때문이다. 반면 디지털위안화 시스템이 정착된다면 실물 위안화와 똑같은 지위로 모든 상업적 거래에서의 단일 지급 결제 시스템 확립이 가능해진다.

이유2: 디지털 경제에서의
정부 주도권 확보

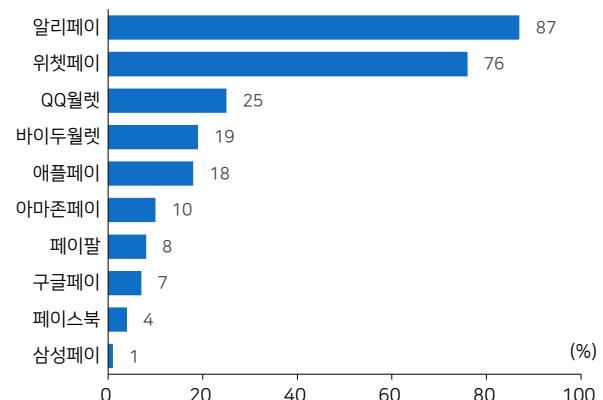
그리고 둘째, 단일 지급 결제 시스템 확립을 통해 정부가 디지털 경제에서의 우위를 점하기 위해서다. 2019년 기준으로 중국 내에서 알리페이는 87%, 위챗페이는 76%가 사용하고 있음을 알 수 있다. 디지털 경제 발전의 주도권이 오로지 민간기업에 귀속되는 것을 막는 한편, 계획적으로 경제 발전을 이루기 위한 방안 중 하나로 생각된다.

그림3 중국 내 결제수단별 이용 점유율(2019년 기준)



자료: PBOC, 메리츠증권 리서치센터

그림4 중국 내 슈퍼앱별 사용비중(2019년 기준)



자료: Statista Tech Giants China 2019, 메리츠증권 리서치센터

충분한 디지털 인프라, 그러나 면밀한 조사는 필수

하지만 해외 기업들의
중국 시장 진출은 차별적 정책
때문에 진입장벽이 높음

상기한 각종 디지털 인프라와 거대한 내수시장으로 인해, 여러 해외 빅테크 기업들은 중국에 진출을 꾀해왔다. 그러나 실제로 정착에 성공한 기업들은 많지 않다. 아마존, 우버, 에어비앤비는 중국시장에서의 철수가 점진적으로 진행중이다. 반면 JD, 메이퇀, Ctrip 등 로컬 기업들은 계속 번성하고 있다.

그 이유는 디지털위안화 등으로 위시되는 중국 정부의 디지털 경제 부양책이 결국 로컬 기업들과는 달리 해외 기업들에는 친화적이지 않기 때문이다. 세계화에 반하는, 일종의 자국 우선주의 성격에 기인한다는 생각이다. 게다가 언제든지 새로운 법적 제재 조치들이 도입될 가능성이 높다는 사실은 기업을 운영함에 있어 불확실성을 높인다. 따라서 중국 진출을 위해서는 더욱 철저한 현지화 전략과 세세한 캠플라이언스 비용 분석이 필요할 것이다. 또한 새로운 경제의 패러다임을 어떤 국가가 가져가게 될지 귀추가 주목된다.

원문: *Understanding China's Digital Economy: Policies, Opportunities, and Challenges(China Briefing)*