

Strategy Idea



▲ 투자전략

Analyst 이진우

02. 6454-4890

jinwoo.lee@meritz.co.kr

공급망에 '균형잡기'는 없다

- ✓ 20년만에 바뀔 한국 수출 최대 고객: 중국 → 미국
- ✓ 공급망 혼란은 유독 우리에게만 가혹한 것인가? 글로벌 무역 블록화, 분절화 가속화
- ✓ 산업별 공급망 기상도: 자동차 & 부품 & 2차전지 미국 쏠림 강화. IT는 변화 모색 중

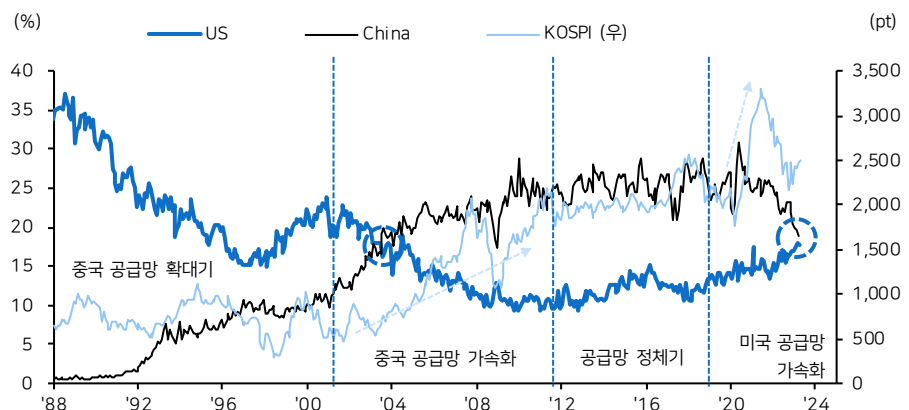
한국의 최대 수출국 20년만에 바뀐다

20년만의 변화

장사꾼에게 '다다익선'이란 더 없이 좋은 상황을 뜻하지만, 국제 무역의 세계에서 는 말처럼 쉬운 일은 아닌 듯 하다. 국가간의 경쟁과 이해관계가 복잡하게 얽힌 탓에 득이 있으면 실이 존재한다. 평온했던 시기도 있었다. 그러나 역설적이게도 그 시기는 국내 기업과 시장에게는 가장 암울했던 시기다. 금융위기 이후 10년간의 기업실적, 투자의 정체기로 KOSPI의 장기 박스권으로 연결됐기 때문이다.

20년만에 한국의 최대 고객이 바뀔 가능성이 커졌다. 2004년 중국에서 우리의 최대 수출국이 이제 다시 미국으로 바뀔 조짐이다. 3월 수출액 기준으로 미국은 전체의 17.8%를 차지했고, 중국은 18.9%로 1%p 수준의 격차다. 작년 3월만 해도 미국은 15.1%, 중국은 24.5%에 달했다. 변화는 시장에 긴장감과 구조의 변화를 만든다. 새로운 수요처가 만들어지면서 기업도 새롭게 적응해 가기 때문이다.

그림1 한국 국가별 수출 비중 및 코스피: 공급망 변곡점 × 시장 변곡점



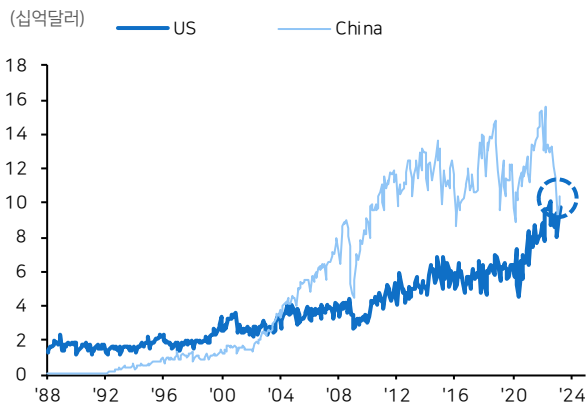
자료: 한국무역협회, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

지금도 2004년과 다른 점은?
새로운 공급망 추가가 아닌 탈 공급망

2004년 전후 우리나라의 최대 수출처가 미국에서 중국으로 바뀌었을 때는 중국 시장 자체의 고성장이 핵심이었다. 말 그대로 예전에 없던 새로운 '수요'가 생겨난 셈이다. 지금은 상황이 조금 다르다. 미국향 수출의 절대금액이 급증하고 있는 것은 긍정적이지만 중국향 수출액의 감소가 영향을 미치고 있기 때문이다. 중국으로부터의 수요 감소에 더해 중국향 수출의 33.4%가 '반도체'이니 1/3 이상은 반도체 업황 악화 영향으로도 설명할 수 있다. 그럼에도 분명해 보이는 것은 이런 추세(중국 내 수요 감소 + 미국의 반도체 견제구도)라면 중국향 수출비중 하락은 지속될 가능성이 높다.

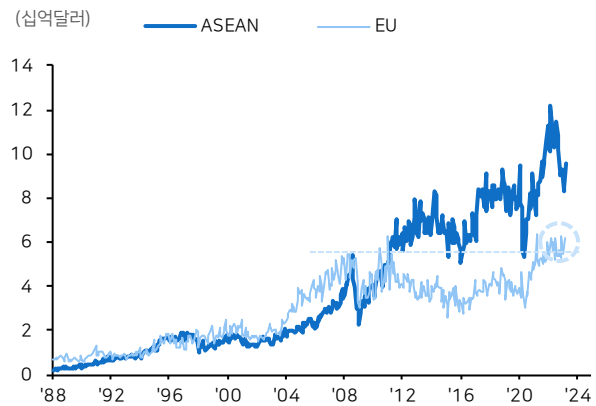
한국의 주요국 수출액 변화를 보면 '중국 기여도 감소 속 미국과 아세안 그리고 유럽향 수출의 레벨 업'으로 요약된다. 지난 20년간 국내 기업의 공급망에 변화가 생겨날 수 밖에 없는 이유다.

그림2 한국 국가별 수출액 추이: 미국 ↑ vs 중국 ↓



자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한국 국가별 수출액 추이: 아세안 ↑, 유럽 ↑



자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

공급망 변화는 필연적으로 '새로운 투자(Capex)'를 유발. KOSPI의 선순환 공식이기도...

공급망 변화 ≡ 투자 번복점
≡ 기업 실적 번복점

주도주와 관련해서 지속적으로 강조했던 요인은 '투자(Capex)'였다. 그 투자의 동인은 공급망과 수요처 변화에서 비롯된다. 구조적인 수요변화라는 판단이 서게 되면 기업은 투자에 나서기 때문이다. 공급망(수요처) 변화 → 기업 투자(Capex) 본격화 → 수출 및 기업 실적 레벨 업으로 연결되는 것이 KOSPI의 선순환 공식이기도 하다. 그런 맥락에서 작년부터 이어져온 2차전지 관련 산업에 대한 관심은 당연했던 결과다. 과열은 다른 이야기이지만 말이다.

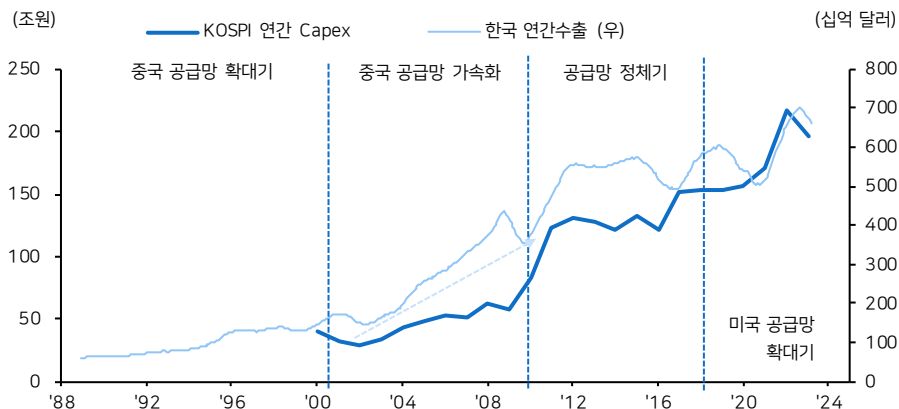
중국 중심의 공급망이 강화되기 시작한 2004년부터 KOSPI의 Capex는 이전 연간 40조원의 Capex 수준에서 50~60조원 규모의 Capex로 레벨 업 됐고, KOSPI 기업이익도 이와 동행했다. 반대로 2012년 이후 2016년까지는 투자 정체기이자 기업실적 부진기였다. 수요가 정체되니 투자할 유인은 없고, 기업 실적 성장이 없으니 주가는 박스권에 갇혔다.

공급망에 '균형잡기'란 없다

공급망의 변화를 무조건적으로 긍정적이라고 해야 하는 것은 아니다. 하지만 정체됐던 투자를 야기한다는 점에서 새로운 모멘텀이 될 가능성이 높다.

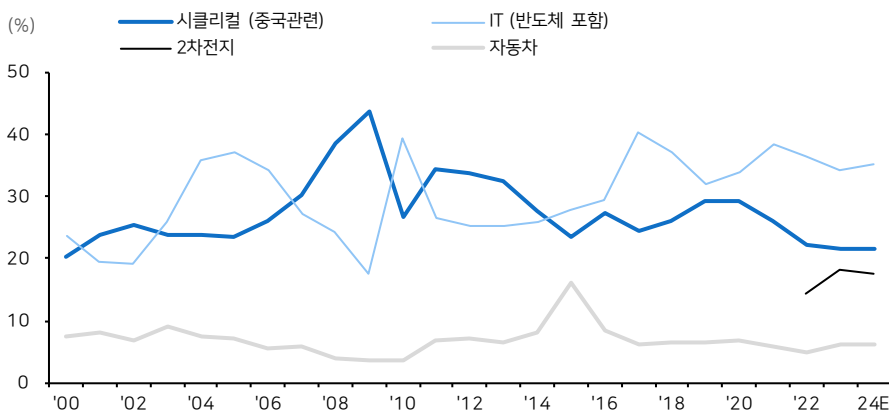
혹자는 특정국에 편향된 투자를 위험하다고 보는 시각이 있다. 맞는 얘기다. 그런데 우리의 바램과는 달리 공급망 변화의 역사는 항상 파괴적이고, 투자 풀림이 반복됐다. 과거 중국의 고성장기(중국향 수출 급증)에는 관련 산업에 대한 투자가 주를 이루었고, 지금은 미국향 수출에 관련된 투자가 주를 이루고 있다. 분명한 것은 기업의 투자란 자의일 수도 타의일 수도 있지만 결과론적으로는 이윤 보전 및 극대화를 위해 '선택'을 해왔다는 점이다.

그림4 KOSPI Capex와 한국 연간 수출액



자료: 한국무역협회, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림5 KOSPI 업종별 Capex 비중 추이



자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

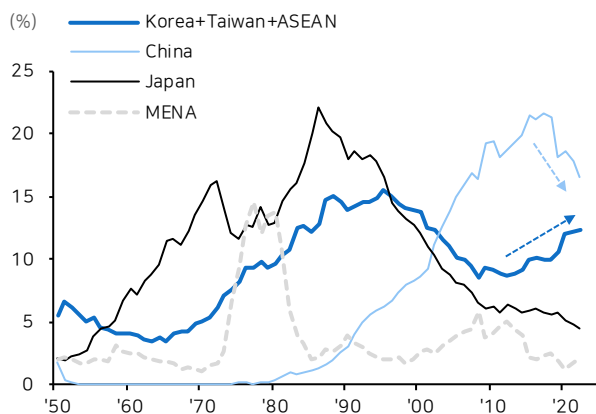
글로벌 무역의 체스판은 우리 생각보다 블록화, 분절화가 가속화 되고 있다

글로벌 무역 판도는 생각보다 빠르게 바뀌고 있는 중

공급망 혼란은 유독 우리에게만 적용되는 것일까. 큰 그림에서 보면 글로벌 무역의 판도는 생각보다 빠르게 변화하고 있다. 소위 블록화, 분절화가 가속화되고 있다. 미국은 철저히 중국에 대한 수입 비중을 한국, 대만, 아세안 지역 중심으로 대체 해나가고 있고, 중국은 유럽보다는 남미와 러시아로부터의 수입을 빠르게 늘려나가고 있다. 러시아 역시 유럽 대신 중국으로 무게추가 넘어가는 듯 하다. 무역에 있어 미국은 탈 중국이라면, 중국과 러시아, 남미는 하나의 경제공동체로 엮여 나가고 있는 것이 현실이다.

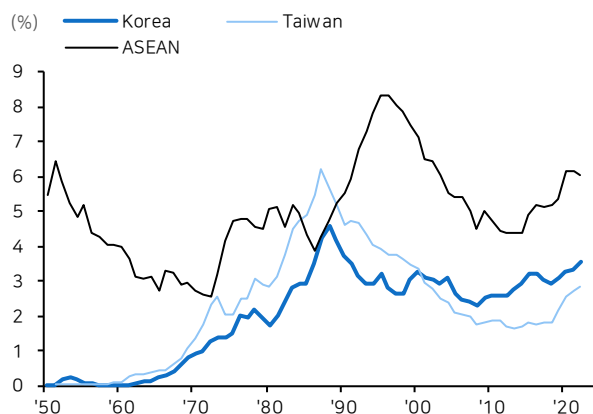
이런 맥락에서 과연 한국은 '중간자'적인 무역의 스탠스를 유지할 수 있을 것인가? 이미 경제 블록화가 가속화되고 있다면 쉽지 않은 일일 것이다. 어떤 국가든 선택이 불가피하다면 그 속에서 최대한 경제적 이득을 취해야 한다.

그림6 미국 국가별 수입 비중



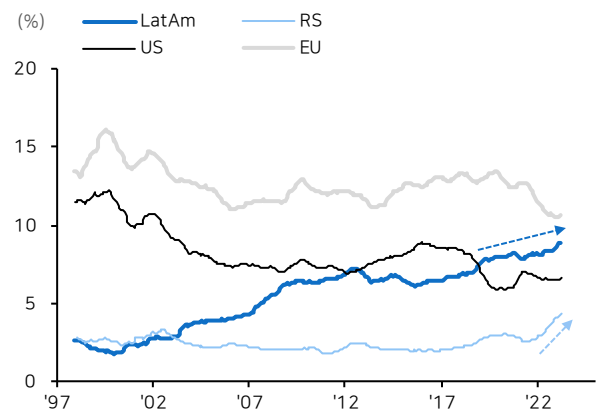
자료: IMF DOTS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 아시아 국가별 수입 비중



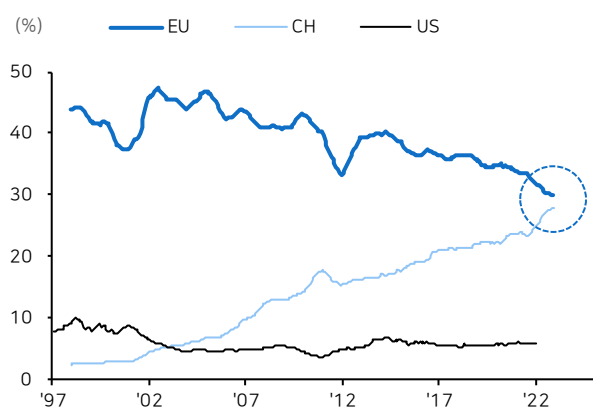
자료: IMF DOTS, 메리츠증권 리서치센터

그림8 중국 국가별 수입 비중



자료: 중국 해관, 메리츠증권 리서치센터

그림9 러시아 국가별 수입 비중



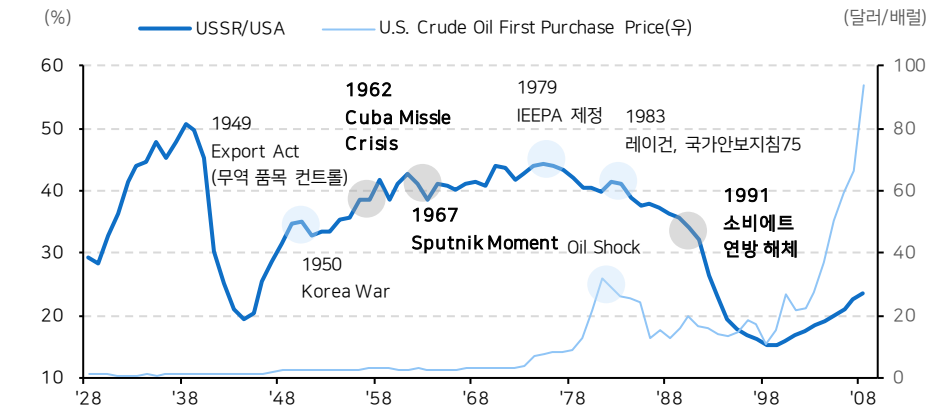
자료: IMF DOTS, 메리츠증권 리서치센터

G7 정상회의, 소련 고립의 데자뷰?

다음달 19~21일에 예정된 G7 정상회담은 또 다른 마찰의 변곡점이 될까? 러시아에 대한 전면적인 수출 제재 여부가 화두가 되고 있지만 과거 냉전시대에 소련에 취한 방식이 재연될 지는 불확실하다고 본다. 당시 소련에 대한 미국의 고립 조치로 GDP 성장에는 제한이 걸렸지만 장기간 대치국면이 유지됐고, 오히려 소련 붕괴에 트리거 역할을 한 것은 '유가 급락'이기도 하기 때문이다.

정책 이슈를 예단하기는 불가능하지만, 지금의 러시아는 냉전시대의 고립된 소련과는 다른 무역구조를 갖고 있다는 점, 그리고 중국과 남미와 같은 경제블록화가 이미 만들어지고 있다는 점에서 예상치 못한 공급망 충격 이벤트는 아닐 것으로 본다. 오히려 블록화 장기화의 과정 중 하나일 듯 하다.

그림10 미국 대비 소련 GDP 규모 및 유가 추이



주: Based on 1990 International Geary-Khamis Dollars

자료: Maddison Database 2010, Groningen Growth and Development Centre, US EIA, 메리츠증권 리서치센터

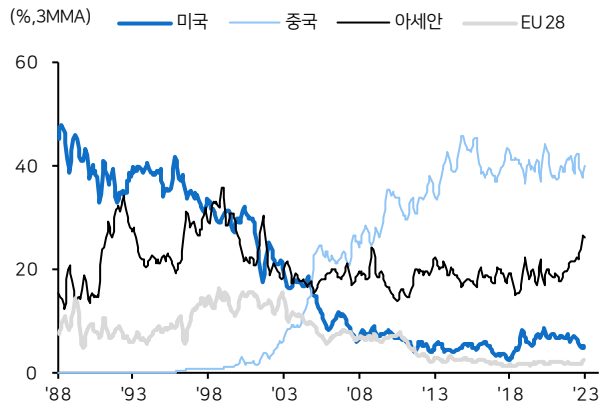
산업별 공급망 기상도: 자동차 및 2차전지는 미국 쏠림 강화, 반도체 및 IT는 아세안 활용도 ↑, 전통 시클리컬은 동력 부재

산업별 공급망 기상도: 자동차 & 부품 & 2차전지는 미국 쏠림 강화. IT는 변화 모색 중?

우리는 장기적인 투자전략에 있어 US 공급망 Long & 중국 공급망 Short을 제시해 왔다. 그 생각에는 지금도 변함은 없다. 특이점이라 한다면 완성차 뿐만 아니라 자동차 부품의 미국 매출 의존도가 빠르게 올라가고 있다는 점, 반도체의 경우 중간재의 특성 때문에 중국 비중이 높지만 아세안 쪽의 활용도가 높아지고 있다는 점이다. 하지만 스마트폰에 해당되는 무선통신기기는 오히려 중국 의존도가 높아지고 있어 관련 매출은 중국 내수 경기의 영향이 불가피할 듯 하다.

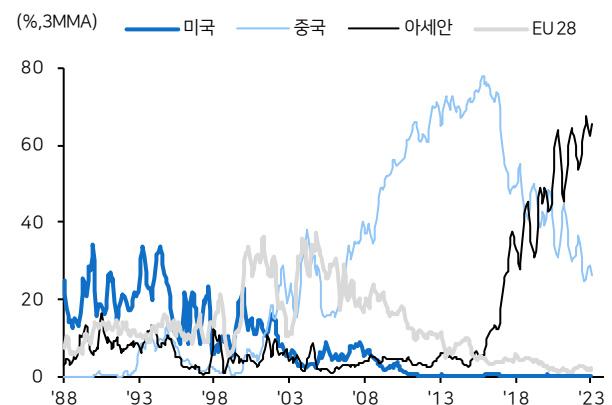
공급망에 기반한 투자 전략의 우선순위를 매긴다면 현재는 자동차 및 자동차 부품을 1순위로, 2순위는 반도체 및 IT를 주력 포트폴리오로 생각한다. 2차전지 관련 기업은 과열 해소 후 선별적인 접근을 권한다.

그림11 국가별 반도체 수출 비중



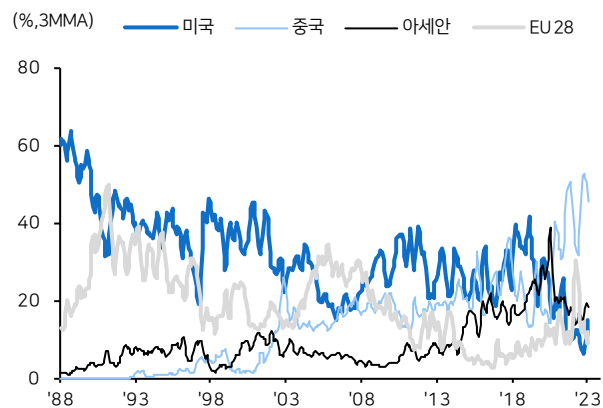
자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그림12 국가별 디스플레이 수출 비중



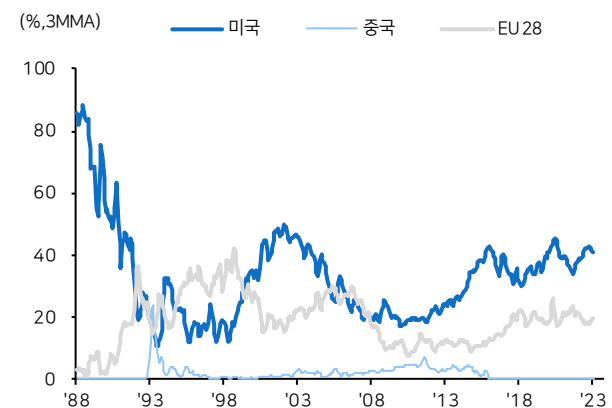
자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그림13 국가별 무선통신기기(스마트폰) 수출 비중



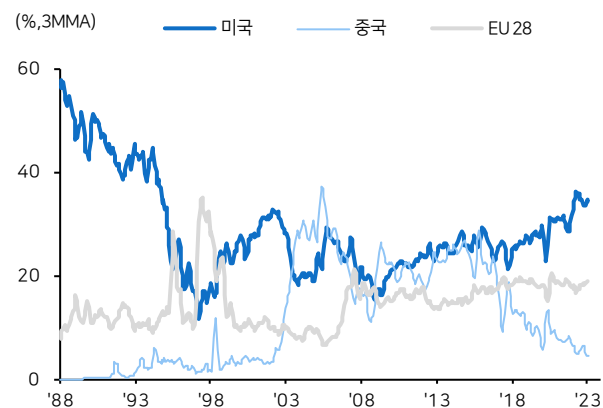
자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그림14 국가별 자동차 수출 비중



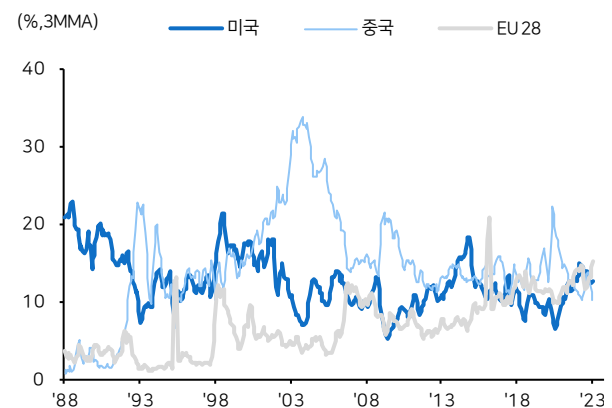
자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그림15 국가별 자동차부품 수출 비중



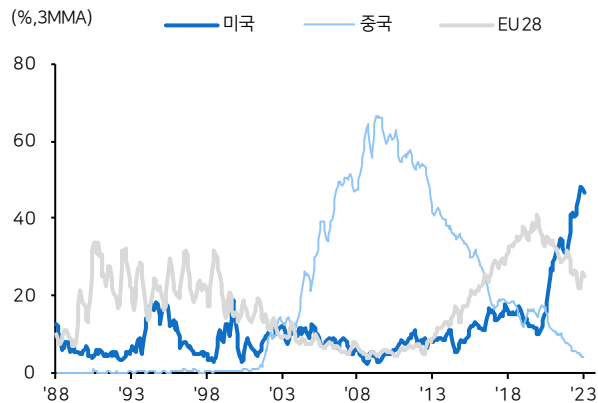
자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그림16 국가별 철강제품 수출 비중



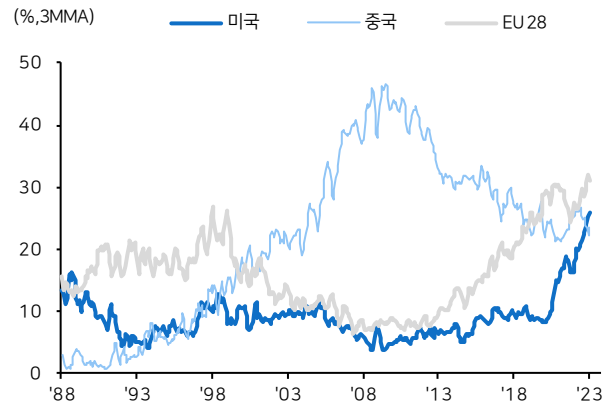
자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그림17 국가별 이차전지 수출 비중



자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그림18 국가별 2차전지 + 소재(정밀화학) 수출 비중



자료: 한국무역협회, 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 추천 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 발생 할 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.