

## 안영진의 경제 테마

Economist. 안영진

3773-8478, youngjin.an@sks.co.kr



### 3 가지 좋은 뉴스들에 대한 해석

상반기를 마치며/하반기를 시작하며 글로벌 경제지표에서 안도할 만한 지점들이 있었다. 첫째는 미국의 (근원)PCE 물가가 예상치를 소폭 하회한 점, 둘째는 미국의 소비심리가 또 상향된 점, 셋째는 우리나라 무역수지가 16 개월만에 흑자로 나타난 점 등이다.

우선 물가의 경우 근본적인 변화는 아니었다 하더라도 헤드라인은 크게 내려도 Core는 우려스럽다던 심리를 완화시키는 계기가 됐다. 이에 대한 추적 관찰은 추가 긴축의 눈높이를 수렴해 갈 수 있다는 데에 의미가 있을 것이다. 소비심리는 지난 주 컨퍼런스보드 통계에 이어 재확인된 상승인데, 미시건대 소비 심리(64.4)는 2 주 전의 잠정치(63.9)에서 상향된 것이어서 최근에 벌어지고 있는 변동을 보다 구체적으로 보여줬다. 우리 무역수지는 수입이 더 크게 감소한데 따른 불황형 흑자라고 평가절하되기도 한다. 하지만 우리는 1) 단가 기저효과의 완화, 2) 교역조건의 개선, 3) 반도체의 선전 등에 더 주목한다.

최근 글로벌 매크로의 단면은 기대 이상의 US 경기와 기대 이하의 Non-US 경기로 대변된다. 특히 미국은 애틀란타 연은이 추적하는 GDPNow 에서 2 분기에도 전분기비 연율 2% 내외로 유지될 만큼 견조하다. 침체 논쟁이 무색할 정도다. 핵심은 탄탄한 서비스 소비 경제에 있다. 이에 대해 8 월 말로 학자금 대출 상환 중단 조치가 종료되면 가계 가처분 소득의 0.3~0.5%씩 낮출 것으로 추산되는 만큼 소비가 둔화될 여지는 있으나 당장 걱정할 문제가 아니다.

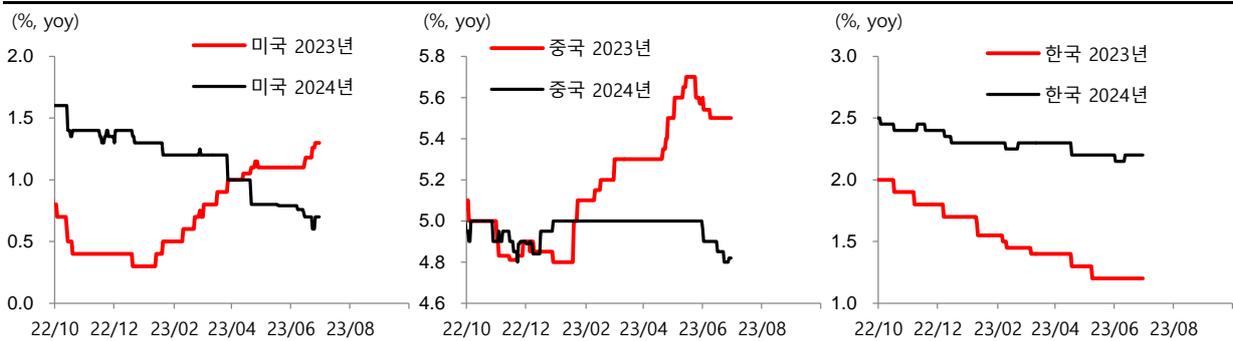
이는 역설적으로 추가 긴축 조치의 근거가 되는데, 7 월 인상은 상수가 되어가는 듯하지만 인플레이션의 가속화 조짐이 아니라면 그 이상을 바라보는 것도 쉬운 일은 아니다. 이것이 이번 PCE 물가 결과의 의의인 셈이다. 미국은 그렇다 치더라도 유럽은 다르다는 말이 많지만 유럽 내에서도 긴축에 대한 입장은 첨예하게 대립 중이다. 특히 스페인과 포르투갈과 같이 인플레이션 둔화가 확인되는 국가들은 긴축 중단 입장을 대놓고 드러내기도 한다. 이 모든 것은 그러다 경기가 더 나빠진다는 위기 의식이 기저에 있는 것이어서 '긴축 중단=경기 회복'의 논리인 것은 아니다. 다만 글로벌 경제와 금융시장의 디스카운트 요인이 고점에 임박했다는 메시지를 통해 자산시장에 침을 놓아줄 수는 있다.



최근 금융시장의 문제 의식 중 하나는 달러 강세 재개에 대한 것이다. 'US > Non-US'의 구도야 말로 '달러 강세 → 위험자산 비선호'로 전환될지 모르는 환경이기 때문이다. 결론적으로 우리는 월달러환율 1,320 원이라는 현재 수준이 우리 예상 밴드의 상단에 위치해 있어 다시 내려갈 가능성이 높다는 의견을 유지하고자 한다. 무엇보다 글로벌 달러화를 결정할 수많은 재료들 중 양호한 미국 경제, 부진한 유럽 경제가 달러 강세 재개의 골자다. 물론 Fed 의 추가 금리 인상 가능성도 무시할 순 없다. 하지만 경기 서프라이즈지수의 표준화 작업을 통해 US/Non-US 에 대한 눈높이의 반영을 고려할 때, 달러는 추가 상승이 제약될 것으로 판단된다. 게다가 우리가 추정하는 국내 무역수지/경상수지에 따른 외화 수급도 점차 개선될 전망이어서 원화의 저평가는 목전에 차 있는 상태라 여겨진다. 우리가 환율의 추가 상승보다 횡보/변동/하락을 전망하는 이유다.

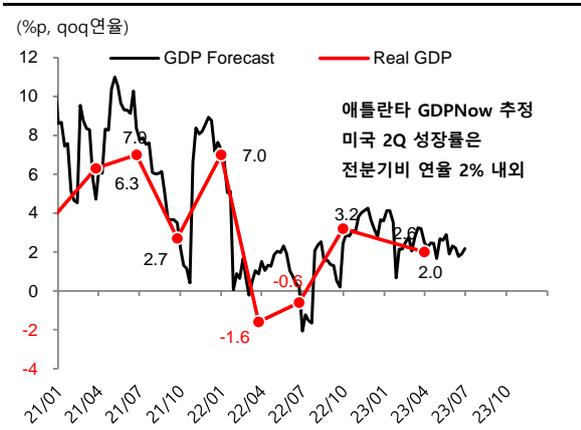
우리 경제와 시장에 첫번째 변수인 수출, 물론 추세적 반등에는 글로벌 수요 회복이 필요하다. 그런 점에서 여전히 전히 미미하거나 불투명한 전망을 할 수 밖에 없다. 그러나 앞서 언급했던 대로 우리는 1) 단가 기저효과와 완화, 2) 교역조건 개선, 3) 반도체의 선전 등에 주목한다. 수출 증가율의 반등→수출 금액의 증가→4분기 무역수지 흑자 전환의 View 를 유지한다. 코스피 상장사들의 선행이익 추정값들의 추이와 궤를 같이 한다.

[그림1] 글로벌 경제에 대한 시각 변화: 기대 이상의 미국 vs. 기대 이하의 중국. 한국은 낮아져 온 눈높이에서 정체



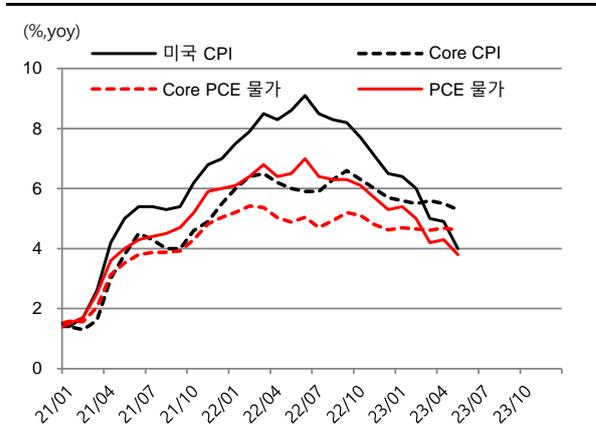
주: 각 국가별 GDP 성장률 컨센서스 추이. 자료 Bloomberg, SK 증권

[그림2] 미국 경제는 둔화 전망 가운데에서도 최근 견조함이 확인



자료 애틀랜타 연은, SK 증권

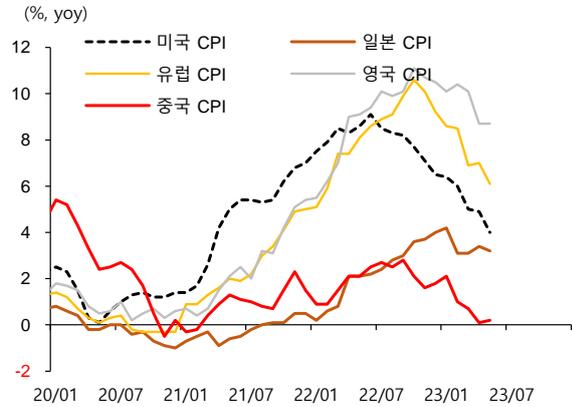
[그림3] 5월 PCE 물가는 기대 이하로 둔화 → 물가 부담에서 안도



자료 Bloomberg, SK 증권

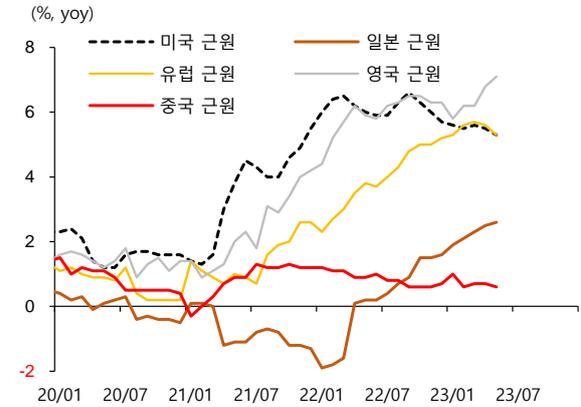


[그림4] 거의 대부분 나라들의 헤드라인 물가는 둔화 중



자료 Bloomberg, SK 증권

[그림5] 문제는 근원 물가에서 나타나는 차별적 양상인데, 계속 논쟁



주: 유럽 내에서도 긴축을 더 해야한다는 입장 vs 그만해야 한다는 입장 팽팽  
자료 Bloomberg, SK 증권

[그림6] US는 양호하고, Non-US는 부진해 강달러 반영. 하지만  
높이이의 조정을 통해 강달러 지속 가능성은 낮아 보임



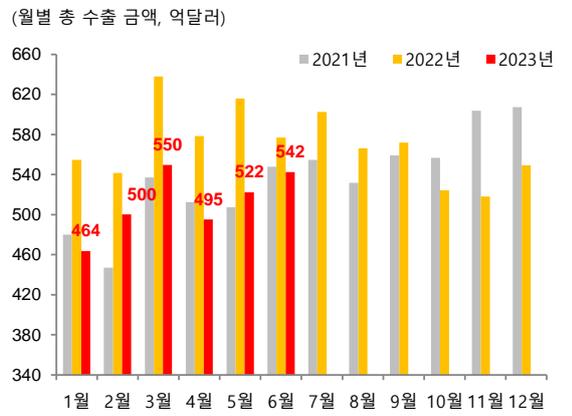
자료 Bloomberg, SK 증권

[그림7] 현재 원달러환율 1,320 원은 우리 예상 밴드의 상단 부근  
→ 글로벌 달러 전망과 원화 저평가 조합에 의해 고점 인식



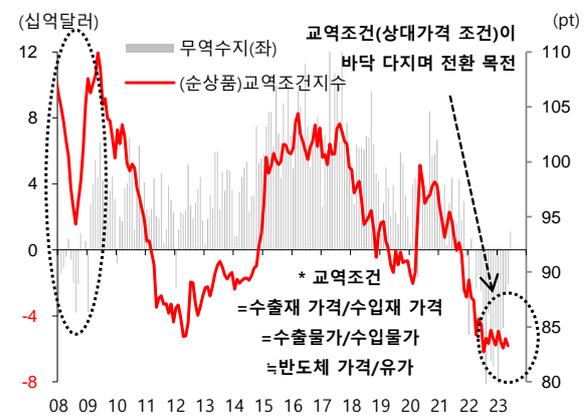
자료 Bloomberg, SK 증권

[그림8] 수출 증가율은 마이너스에 머물러 있지만 기저효과 해소/완화



자료 Bloomberg, SK 증권

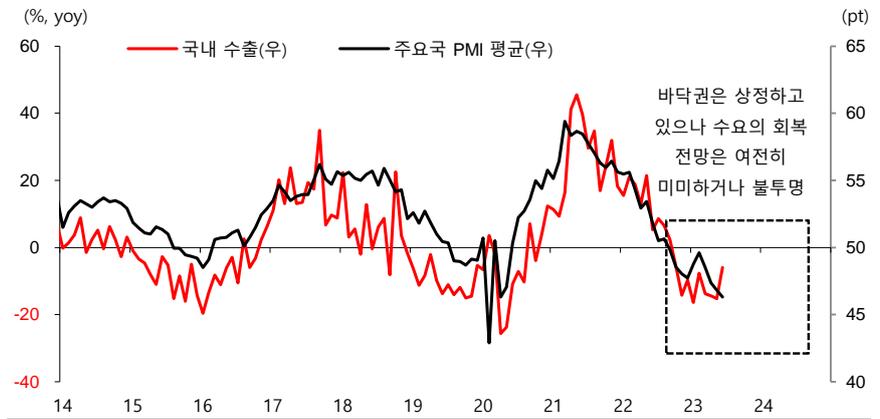
[그림9] 교역조건을 통해 무역적자 감축 지속과 흑자 전환을 예상



자료 한국은행, Bloomberg, SK 증권

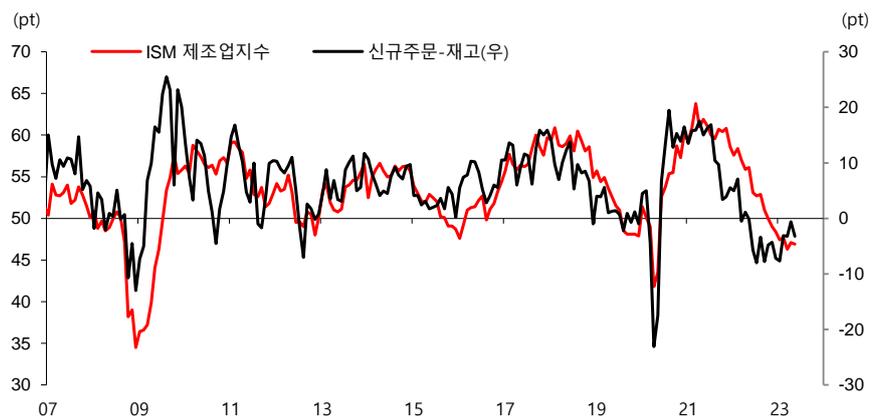


[그림10] 다만 전망의 핵심은 대외 수요인데, 바닥권은 상정하나 수요 회복 전망은 미미하거나 불투명



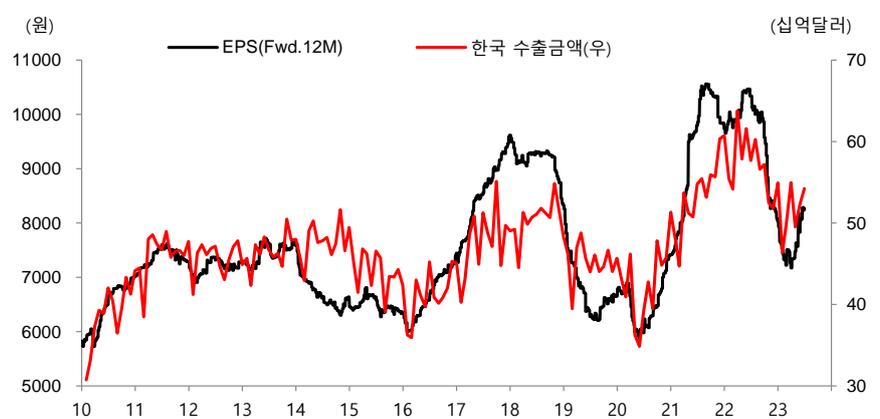
주: 주요국 PMI는 미국, 유럽, 중국의 단순 평균치 자료: Bloomberg, SK 증권

[그림11] 수요 회복 전망에 앞서 재고 조정 신호만 계속 관찰하는 중 → 개선의 조짐은 보임



자료: Bloomberg, SK 증권

[그림12] 국내 수출 실적 경로가 상장사들의 선행 이익 추정에 미치는 영향은 실로 막강 → 반등 전망



자료: 산업통상자원부, Quantwise(컨센서스), SK 증권