

# 경제분석

## 한국경제 - 증시에 우호적 성장 기대



### 윤창용

(02) 3772-1583

cyoon@shinhan.com

- ◆ 대외 여건 개선과 IT 호황에 상품 수출 호조세. 건설투자, 설비투자 동반 개선 긍정적
- ◆ 소비심리 회복, 자산효과, 신정부 정책으로 소비 반등 기대. 2017년 경제성장률 2.8% 전망
- ◆ 건설 주도로 성장했던 지난해와 달리 올해는 수출이 성장 견인. KOSPI 신고가 경신 지지
- ◆ 디플레이션 우려 소멸, 양호한 경상 흑자 속에 통화정책 선회 및 원화 절상 용인 예상

### 1Q GDP 호조, 경제성장률 컨센서스 상향 조정 동반

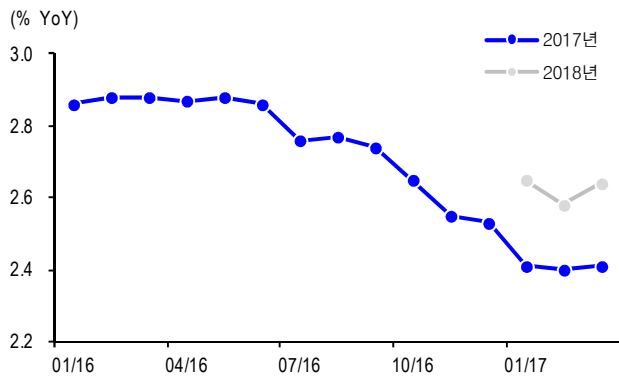
최근 경기, 물가, 금융시장 모두  
 긍정적 흐름 시현.  
 경제성장률과 인플레이션을  
 컨센서스 동반 상향 조정

한국의 수출은 올해 들어 4개월 연속 두 자릿수 증가율을 이어갔다. 꽁꽁 얼어 붙었던 소비심리가 박근혜 대통령 탄핵 및 장미 대선 확정 후 살아나며 4월에는 소비심리지수가 6개월 만에 기준치를 회복했다. 분양시장 호황으로 건설투자 호조세는 계속됐으며 설비투자까지 회복됐다. 주요전망 기관들은 경제성장률을 잇따라 상향하는 분위기다. 여기에 1/4분기 GDP 속보치는 전기 대비 0.9%, 전년동기대비 2.7% 성장해 컨센서스(QoQ 0.9%, YoY 2.7%)를 웃돌았다. GDP 발표 후 경제성장률 전망 상향 움직임이 계속됐으며, 당사도 올해 경제성장률 전망치를 2.7%에서 2.8%로 0.1%p 높였다.

경기 개선과 유가 반등으로 올해 인플레이션을 전망치 역시 0.1%p 높여 2.0%로 상향했다. 지난해 말 이후 올해 인플레이션을 전망치 컨센서스는 1.6%로 유지된다. 4월 조사 이후 성장률과 인플레이션을 컨센서스는 추가로 상향될 가능성이 높다. 1~4월 중 인플레이션율은 꾸준히 한국은행의 중기 물가안정목표 수준인 2%를 넘나들고 있다.

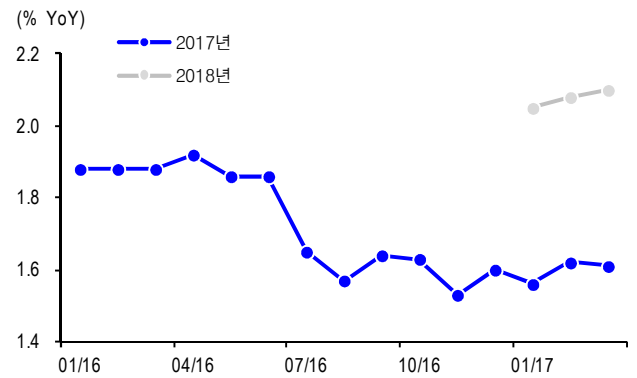
금융시장 또한 긍정적 흐름이다. 삼성전자와 SK하이닉스 등 대표 수출주인 IT 업종을 필두로 실적 호조세가 이어진 가운데 KOSPI는 2011년 이후 6년만에 박스권을 돌파해 사상 최고치를 경신했다. 원/달러 환율은 1,130원 수준에서 등락 중이다. 지정학적 위험이 불거져 2/4분기 들어 원화 강세가 주춤해졌으나, 연초와 비교하면 70~80원 가량 떨어졌다. 경기 개선과 물가 상승으로 기준금리 인하 기대는 사실상 사라졌으며, 시장금리의 추세도 전환됐다. 지난해 3/4분기 1.5%를 하회했던 국고채 10년 금리는 어느새 2.3% 내외까지 올랐다.

2017년과 2018년 경제성장률 전망치 컨센서스 변화 내역



자료: FnGuide, 신한금융투자

2017년과 2018년 인플레이션을 전망치 컨센서스 변화 내역



자료: FnGuide, 신한금융투자

## 수출 호조와 투자 확대, 소비 개선 하에 선순환 진입 타진

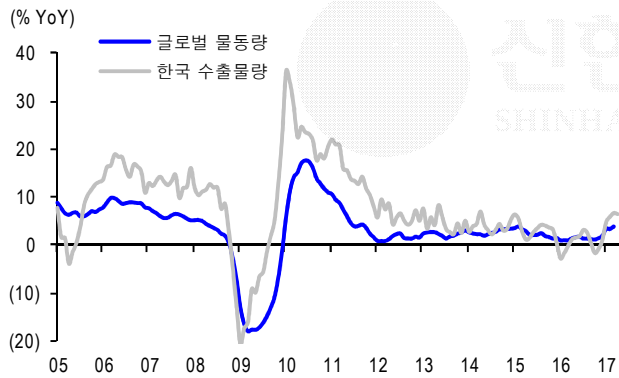
글로벌 수요 개선 및  
한국산 수출품의 양호한  
제품 경쟁력으로 수출 호조 전망

경기 여건을 지출항목별로 좀 더 자세히 살펴보자. 먼저 대외 환경 개선과 IT 업황 호황 등에 힘입어 상품 수출 호조가 이어진다. 주요 경제권별로 볼 때, 미국은 작년 정도의 내수 성장세가 유지된다. 1/4분기 성장세 위축은 기상 악화 및 소득세 환급 지연 등 마찰적 악재 때문이며, 투자 확대와 재고 소진 등에 2/4분기부터 성장세 개선이 가능하다. 독일의 임금 상승, 재정취약국의 노동시장 구조조정과 유럽중앙은행(ECB)의 통화완화 등으로 유럽의 경기 모멘텀은 작년보다 양호하다. 중국과 인도, 인도네시아 등 신흥국에서는 인프라 투자가 활발하다. 통화가치 안정과 원자재 가격 상승으로 원자재 신흥국 역시 완만한 성장세 개선이 기대된다.

지난해 글로벌 물동량은 1~2% 내외 증가에 그쳤으나, 올해 들어 3월까지 누적 기준 물동량은 전년에 비해 3~4%대 증가했다. 하반기로 가며 글로벌 수요의 점진적 회복세가 이어져 한국의 수출 물량 증가세는 유지될 전망이다. 특히 지난해 9~10월 마찰적 악재(궤력시노트7 사태, 한진해운 법정관리 등)로 인한 기저효과까지 수출물량에 긍정적 영향을 끼칠 가능성이 높다.

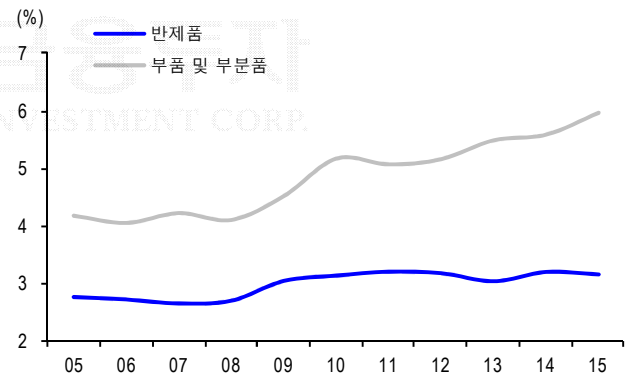
여기에 한국산 수출품의 제품 경쟁력까지 양호하다. 반도체, OLED 디스플레이 등은 삼성전자의 압도적 경쟁력을 바탕으로 4차 산업혁명과 맞물려 수출 호조를 견인한다. 철강과 자동차 부품, 석유화학 등 중간재의 경쟁력도 비교 우위를 보인다. 원화 강세로 가격 경쟁력은 다소 약화되었으나, 전년과 비교할 때 원/달러 환율이 큰 폭으로 떨어지지 않는 점, 수요 개선과 제품 경쟁력 향상 등을 통해 원화 강세에 따른 수출 가격경쟁력 약화 분은 충분히 감내 가능하다.

글로벌 물동량과 한국의 수출물량



자료: CPB, 한국은행

한국의 부품 및 부분품 점유율



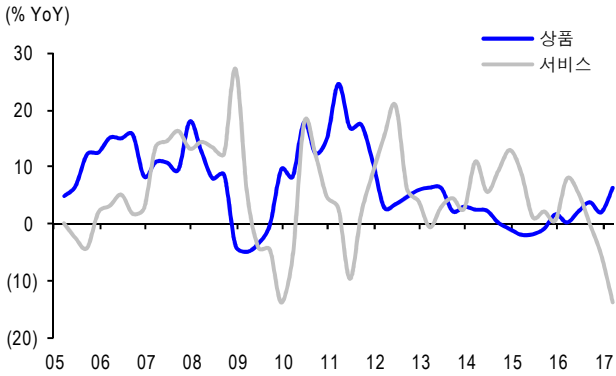
자료: UN Comtrade

다만 중국의 사드 보복에  
서비스 수출 악화 우려.  
올해 총수출과 총수입 각각  
3%, 4%대 증가 전망. 순수출  
성장기여도 소폭 마이너스 예상

다만 몇 가지 부담도 상존한다. 지난해 6월부터 사드 배치 이슈가 불거졌는데, 화장품과 자동차 등 몇몇 소비재를 제외한 상품 수출에 대한 중국의 통상 마찰은 그다지 심각하지 않다. 대신 서비스 수출 악화는 극심하다. 지난해 2/4분기부터 한국의 서비스 수출은 4분기 연속 전기대비 감소했다. 중국의 미디어 및 콘텐츠 규제와 관광객 단속 등이 맞물린 결과다. 적어도 금년 상반기까지 서비스 수출 악화는 계속된다. 미국 트럼프 대통령이 강조하는 보호무역주의도 불편하다. 한국산 제품에 대한 반덤핑 관세 부과, 나아가 FTA 재협상까지 거론되고 있다.

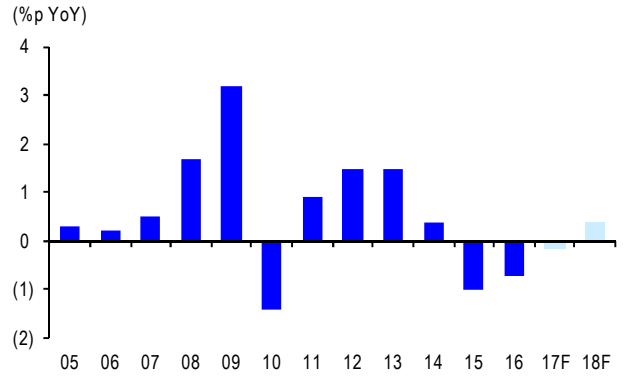
종합할 때, 상품 수출은 4~5%대 증가세가 기대되나 서비스 수출 감소로 올해 총수출은 3%대 증가세를 전망한다. 한편 원화 강세로 인한 거주자의 해외소비 확대(=서비스 수입 증가)와 설비투자 개선에 따른 원자재 및 자본재 수입 증가 등에 총수입은 2년 연속 4%대 증가세가 예상된다. 순수출 성장기여도는 2015~2016년 2년 연속 1%p 내외의 마이너스(-)를 기록했는데, 올해는 소폭의 마이너스(-) 수준에 그치겠다.

한국의 상품 및 서비스 수출



자료: 한국은행, 신한금융투자

한국의 순수출 성장기여도



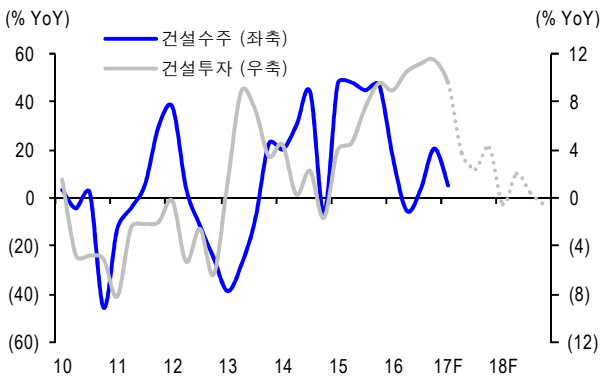
자료: 한국은행, 신한금융투자

**투자 회복 전망.**  
**재건축 중심으로 건설투자**  
**증가세 유지,**  
**IT 호황으로 설비투자 회복**

수출 회복에 이어 투자까지 살아난다. 세종시 이전과 4대강 정비사업이 마무리된 후 토목건설은 위축됐으나, 재건축 규제 완화에 따른 건물건설 호조로 건설투자는 2015년 6.6%, 2016년 10.7% 증가하며 호황이다. 올해 말까지 재건축 초과 이익환수제가 유예되는 만큼 재건축 시장을 중심으로 건설경기는 여전히 뜨겁다. 올해도 4~5%대의 건설투자 증가세를 유지될 전망이다. 다만 하반기부터 건설수주가 정체돼 내년에는 건설투자 위축이 불가피하다.

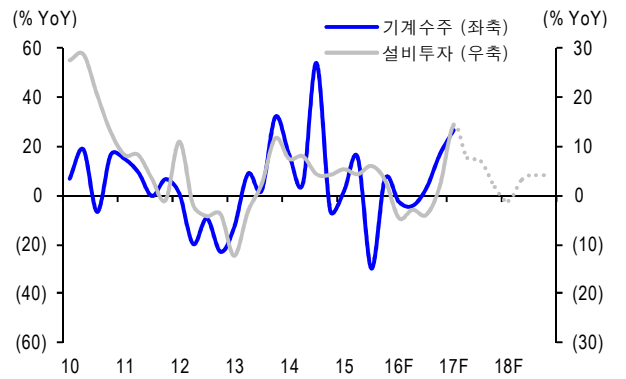
신항구 수출 부진에 따른 가동률 하락, 재고 소진 압박 등에 지난해 설비투자는 감소했다. 올해는 상황이 달라졌다. IT 산업의 투자 호황 속에 지난해 4/4분기부터 올해 1/4분기까지 2분기 연속 설비투자는 전기대비 4~5%대 증가세를 기록했다. 기저효과까지 감안 시 올해 설비투자는 7%대의 성장세를 기대한다. 다만 IT 산업으로 설비투자가 편중된 점은 다소 아쉽고, 아직 제조업 가동률이 70%대 초반 수준에 머물러 있다.

한국의 건설수주와 건설투자



자료: 통계청, 한국은행, 신한금융투자

한국의 기계수주와 설비투자



자료: 통계청, 한국은행, 신한금융투자

**수출에서 시작된 경기 회복**  
**모멘텀이 투자, 고용 확대 동반.**  
**민간 소비 부진에서 탈피 가능**

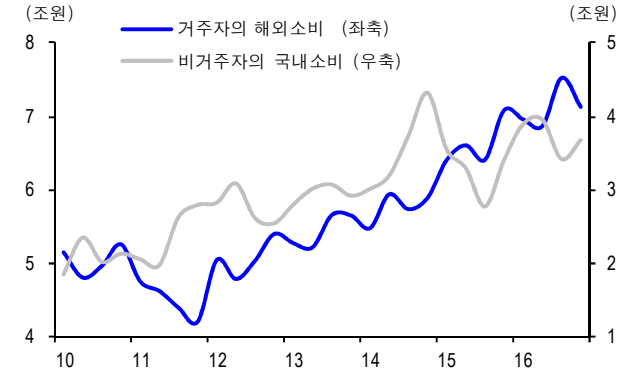
인구 절벽과 가계부채 확대, 소득 분배 악화(=중산층 붕괴) 등 구조적 요인에 더해 지난해 하반기 김영란법 시행, 최순실 국정농단 사태 등으로 민간소비는 더욱 위축됐다. 지난해 4/4분기부터 올해 1/4분기까지의 전년동기대비 증가율은 2%를 밀돌았다. 건설투자 호조에 이어 설비투자까지 살아나며 고용 확대가 동반돼 소비는 부진에서 빠져나올 조짐이다.

1/4분기 중 민간소비는 전기대비 0.4% 증가했는데, 국내 소비지출은 저조했다. 반면 직구 열풍 등에 거주자의 해외소비 증가세는 이어져 소비의 양극화가 지속됐다. 다행히 냉각됐던 소비심리가 살아나 국내 소비지출이 개선되겠으며, 자산효과 역시 소비를 지지한다. 2/4분기부터 민간소비는 전기대비 0.5% 이상 증가세를 회복, 올해 민간소비 증가율도 2%대는 지킬 전망이다.

**문재인 정부의 일자리 창출  
공약 또한 소비에 우호적**

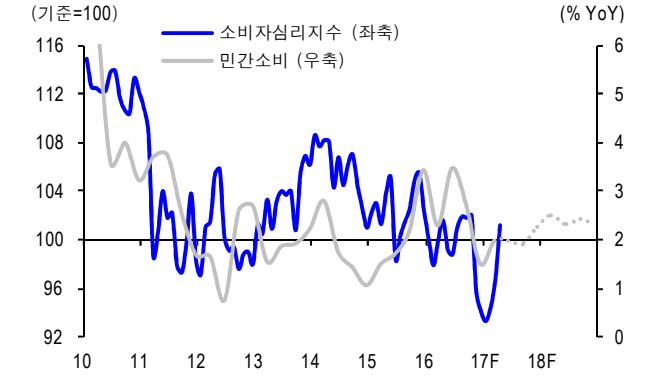
5월 9일 장미 대신으로 새롭게 출범한 문재인 정부는 일자리 창출을 강조한다. 공공부문과 4차 산업 육성, 중소기업 지원, 도시 재생사업 등을 통해 일자리를 대폭 늘리겠다는 계산이다. 청년 실업 문제를 해소시키기 위해 10조원 규모의 추경 편성까지 저울질한다. 신정부의 경제 정책이 구체화되기까지 시간이 걸리겠지만, 소비에는 우호적 영향이 기대된다.

**거주자의 해외소비와 비거주자의 국내소비**



자료: 한국은행, 신한금융투자

**한국의 소비자심리지수와 민간소비**

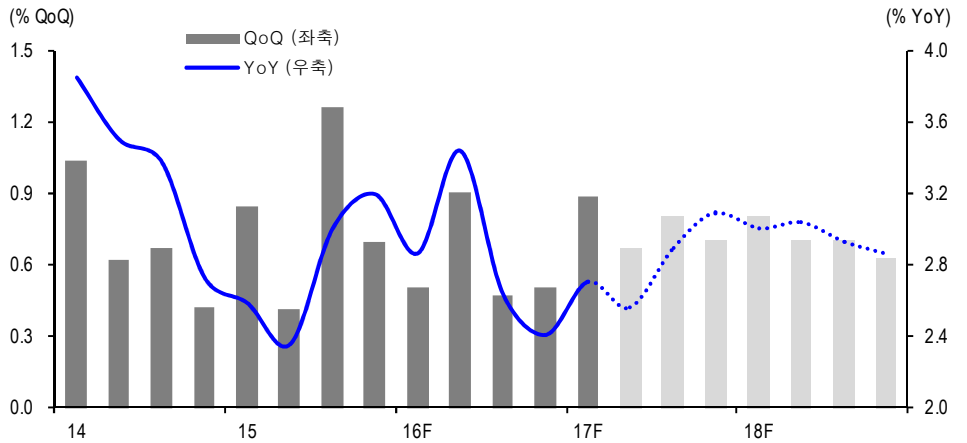


자료: 한국은행, 신한금융투자

**경기 선순환 진입 기대감에  
올해 경제성장률 2.8%로 상향.  
이월효과로 내년은 3.0%로 상향**

당사는 올해 경제성장률을 2.8%로 상향했다. 내년 경제성장률 전망치는 2.6%에서 3.0%로 0.4%p나 올렸다. 경기의 선순환 진입 기대감에 더해 올해 성장률 개선에 따른 이월효과 등을 감안해 내년 성장률을 좀 더 높였다. 대외 여건 개선과 제품 경쟁력 향상 등으로 상품 수출이 호조를 보이며 설비투자를 부채질하기 시작했다. 건설투자는 다소 정체되더라도 설비투자 회복과 신정부의 일자리 창출 등이 고용시장 개선, 소비 증가를 기대케 한다. 수출에서 시작된 경기 회복 기운이 내수로 점차 확산될 전망이다.

**한국의 분기별 경제성장률 전망**



자료: 한국은행, 신한금융투자

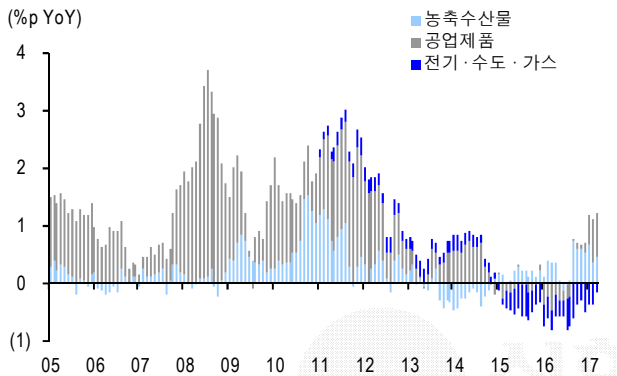
## 디플레이션 소멸, 경상 흑자 양호 → 통화정책 선회와 원화 강세

**물가: 공급 요인으로 2% 수준 회복. 수요 요인까지 더해질 시 올해 2% 내외 상승률 예상**

다음으로 물가와 고용시장, 대외거래 등을 짚어보자. 먼저 물가는 공급 요인(유가 상승과 조류 독감 발생, 구제역 파동 등) 때문에 올해 1월부터 소비자물가 상승률이 전년동월대비 2% 내외 까지 올랐다. 한국은행의 중기 물가안정목표 수준을 회복했다. 내수가 살아날 경우 서비스 물가 및 임금 등 수요 측 요인까지 물가 상승 압력을 높일 수 있다.

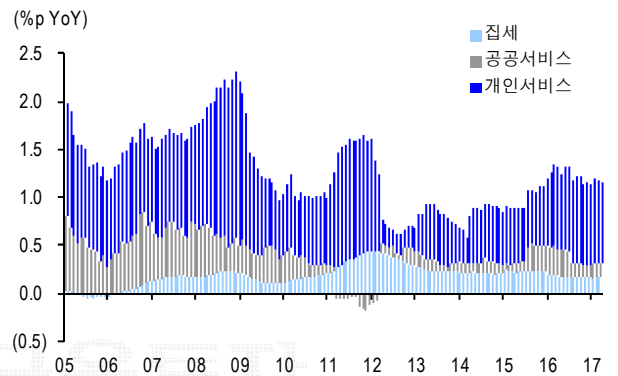
지난해 4월부터 집세의 전년동월대비 상승률은 2% 아래로 떨어졌지만, 서비스 물가 상승률은 2%대를 유지 중이다. 개인서비스 등 주로 수요 요인에 가까운 항목들이 전년동월대비 2%대의 상승세를 이어가고 있다. 유가가 급락하지 않는다면, 수요 요인에 따라 올해 소비자물가 상승률은 2% 내외 수준을 기록할 가능성이 높다.

한국의 품목 성질별 소비자물가 상승 기여도 (공급 요인)



자료: 통계청, 신한금융투자

한국의 품목 성질별 소비자물가 상승 기여도 (수요 요인)



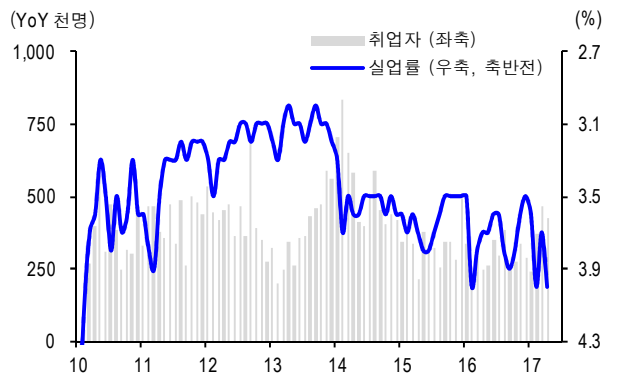
자료: 통계청, 신한금융투자

**고용시장: 취업자 증가 2년 연속 둔화됐으나 최근 회복 조짐. 다만 질적 개선은 다소 미흡**

월 평균 취업자 증가 폭(전년동월대비 기준)은 2014년 53만명을 정점으로 2년 연속 둔화됐다. 지난해는 조선업과 해운업 등 제조업 구조조정 여파로 30만명을 하회했다. 올해 4월까지 취업자는 월 평균 38만명 늘어 고용시장이 개선 조짐이다. 제조업 일자리 감소세는 이어졌으나 건설업 일자리가 큰 폭 늘어났다. 도매 및 소매업과 숙박 및 음식점업 등 자영업자 일자리도 꾸준히 확대됐다. 공공행정, 국방 및 사회보장 행정, 보건업 및 사회복지 서비스업 등 정부부문 관련 취업자 증가 추세도 이어졌다. 일자리 창출을 위한 추경 예산안 편성 영향까지 감안 시 올해 취업자 증가 폭은 40만명을 넘어설 수 있다. 실업률은 전년과 동일한 3.7%로 예측된다.

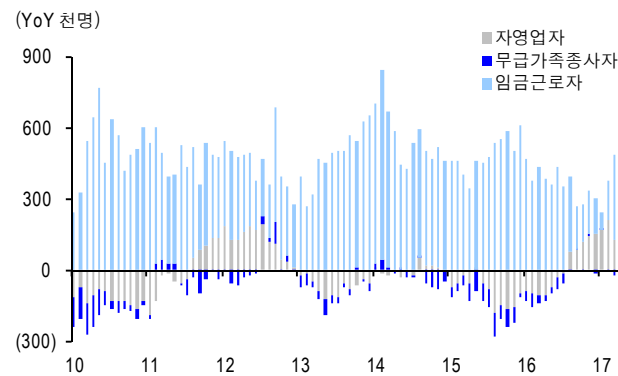
중사상 지위별로 볼 때, 고용시장의 양적 회복에 비해 질적 개선은 다소 미흡하다. 대폭적인 자영업자 증가 반전과 무급가족종사자 감소세 둔화 등으로 비임금근로자는 4월까지 월 평균 15만명 가까이 늘었다. 대신 임금근로자는 지난해 월 평균 32만명 가까운 증가세를 보였으나, 올해 4월까지 23만명 수준으로 증가 폭이 둔화됐다.

한국의 취업자 증감과 실업률



자료: 통계청, 신한금융투자

한국의 중사상 지위별 취업자 증감



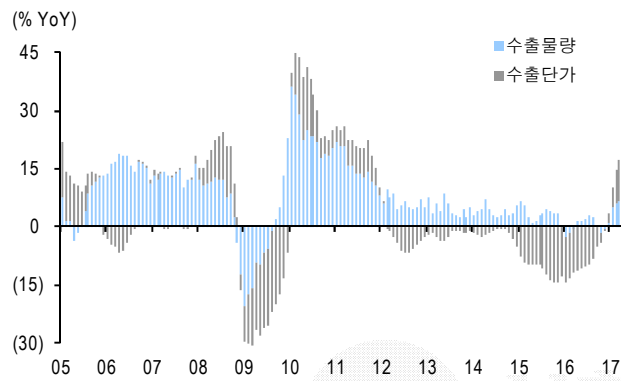
자료: 통계청, 신한금융투자

**대외거래: 하반기로 갈수록 물량 증가 확대돼 수출 두 자릿수 증가율 기대**

마지막으로 대외거래를 보자. 수출물량 증가에 더해 반도체를 비롯한 IT 부품 가격 급등, 유가 기저효과(석유화학 및 석유제품 가격 상승) 등으로 수출단가 상승세가 이어진다. 하반기로 갈수록 단가 상승 효과는 약화되었으나 물량 증가가 확대되며, 올해 통관 기준 수출은 두 자릿수 증가율이 기대된다. 원자재 가격 상승과 투자 확대에 따른 자본재 수입 증가 등으로 수입 역시 두 자릿수 증가세가 예상된다.

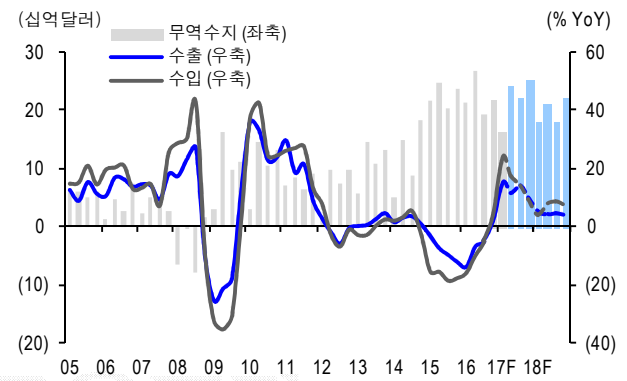
2015~2016년은 수출 부진에도 유가 폭락에 힘입어 무역수지는 각각 903억달러, 892억달러의 불황형 흑자를 시현했다. 유가 상승으로 올해 수입은 두 자릿수 증가율이 예상된다. 물론 유가가 글로벌 구매력을 악화시켜 수출에 부담이 될 만큼 급등할 가능성은 희박하다. 수출 개선과 함께 반도체 및 디스플레이 단가 상승 영향까지 더해져 올해 무역수지 흑자는 전년과 큰 차이가 없는 870억달러 수준을 시현한다.

한국의 수출물량과 수출단가



자료: 한국은행, 신한금융투자

한국의 수출입과 무역수지



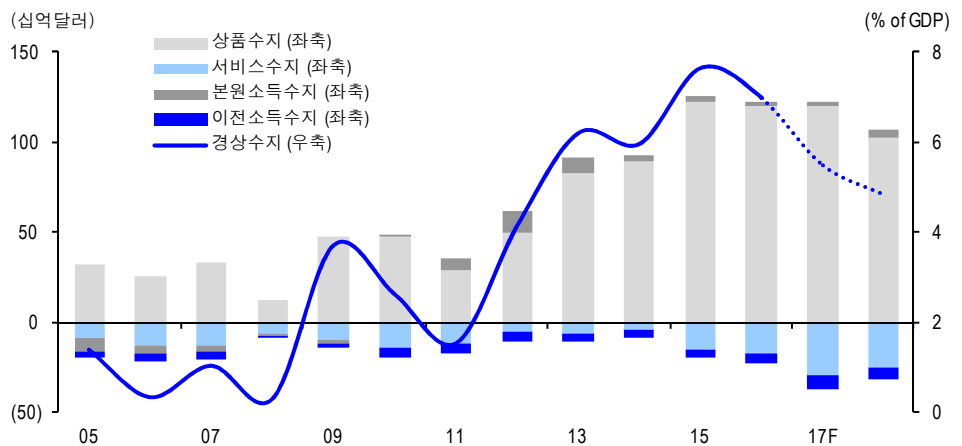
자료: 무역협회, 산업통상자원부, 신한금융투자

**상품수지 흑자 지속에도 서비스수지 악화로 올해 GDP 대비 경상 흑자 5.5%로 축소 예상**

2년 연속 1,200억달러를 초과한 상품수지 흑자로 경상수지는 2015년과 2016년 각각 1,059억달러, 987억달러를 달성했다. 1/4분기 상품수지 흑자는 282억달러로 전년동기대비 8억달러 감소에 그친 만큼 올해도 상품수지 흑자는 1,200억달러 내외가 예상된다. 하지만 해외여행 증가 및 중국인 관광 특수 약화에 따른 여행수지 악화, 운송수지 적자 심화, 중동수주 공백으로 인한 건설수지 흑자 축소 등으로 서비스수지 적자 폭이 300억달러 내외로 확대될 전망이다. 본원소득수지 흑자는 줄어들고 이전소득수지 적자까지 확대된다.

올해 경상수지 흑자는 850억달러 수준으로 전망한다. GDP 대비 경상수지 흑자는 전년의 7.0%에서 5.5%로 축소되나, 여전히 미국 재무부의 환율 조작국 지정 요건인 3% 수준을 크게 초과한다. 지정 요건 중 하나인 대미국 무역수지 흑자는 확연하게 줄어든 추세다. 2015년과 2016년 각각 258억달러, 232억달러를 기록했다가 올해는 200억달러를 하회할 가능성이 높다.

한국의 경상수지



자료: 한국은행, 신한금융투자

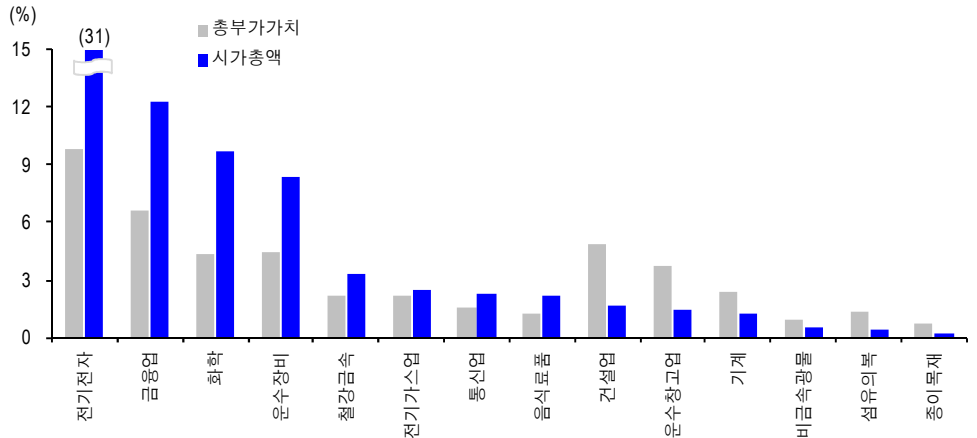
두 가지 시사점

- ① 자본시장 관점에서 긍정적인 성장. 건설 주도로 성장했던 지난해와 달리 올해는 수출 호조가 성장 주도 예상. KOSPI 사상 최고치 돌파 지지

지금까지의 주요 경제지표 전망치에 근거해 크게 두 가지 시사점을 얻을 수 있다.

첫째, 자본시장 관점에서 볼 때 올해의 성장은 사뭇 다르다. 2015~2016년 2년 연속 2.8% 성장한 가운데 올해도 동일한 2.8% 성장률이 예상되나 세부적인 내용에서 차이가 있다. 2015년과 2016년 건설투자의 성장기여도는 각각 1.0%p, 1.6%p를 기록했다. 수출기업 위주로 구성된 주식시장의 시가총액 특성 상 건설투자가 주도한 성장은 건설업과 은행업 등 특정 산업에 편중된다. 반면 상품수출의 성장기여도는 2015년 -0.3%p, 2016년 0.9%p를 나타냈다. 올해 상품수출의 성장기여도는 2.0%p를 넘으며, 수출 호조가 KOSPI의 사상 최고치 돌파를 지지한다.

한국의 부가가치와 시가총액 기준 산업별 비중 비교



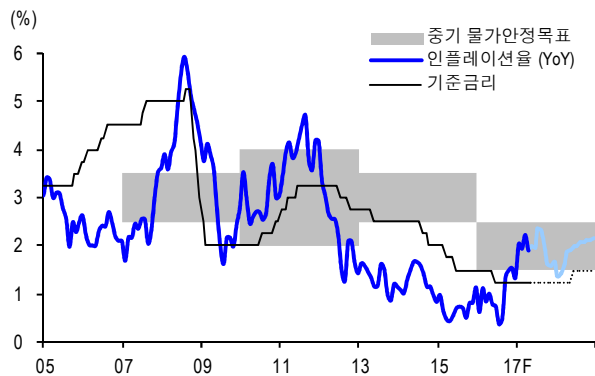
자료: Thomson Reuters, 한국은행, 신한금융투자

- ② 거시경제 정책 변화. 기준금리 인상 주장 부상 가능, 원화 강제 용인하는 환율 정책

둘째, 거시경제 정책의 변화가 예상된다. 2013년부터 4년간 한국경제를 짓누르던 디플레이션 공포는 사실상 해소됐다. 디플레이션 우려에서 벗어나기 위한 정책보다 인플레이션에 대응하기 위한 정책으로 서서히 바뀔 분위기다. 유가가 배럴당 100달러를 깨며 급락하자 2014년 8월을 시작으로 지난해 6월까지 다섯 차례에 걸쳐 기준금리를 25bp씩 총 125bp 낮춘 바 있다. 지난해 7월부터 기준금리는 연 1.25%로 동결 중인데, 내수 개선과 2% 인플레이션을 유지 등을 고려 시 빠르면 올해 말이나 내년 초부터 기준금리 인상 주장이 등장할 수 있다.

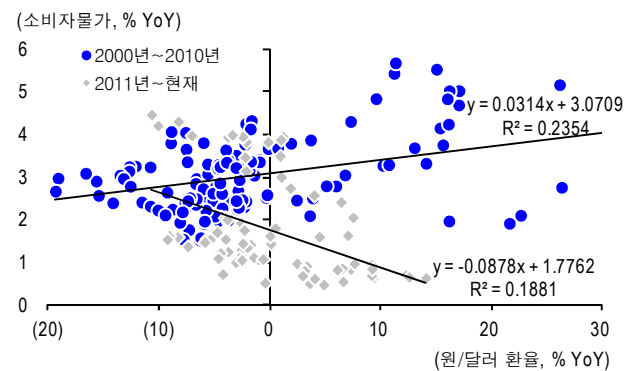
원화 강세를 용인하는 방향으로 환율 정책도 변모할 수밖에 없다. 막대한 경상 흑자와 한국산 제품의 경쟁력, 미국의 보호무역주의 등으로 인해 외환당국의 환시 개입 명분은 사라졌다. 대신 원화 절상은 외국인 투자자금 유출 우려를 악화시키며 물가 상승을 억제하는 긍정적 효과가 기대된다. 친기업보다 친가계 성향인 신정부도 원화 절상에 우호적 태도를 보일 가능성이 높다.

한국은행의 중기 물가안정목표와 인플레이션율, 기준금리



자료: 통계청, 한국은행, 신한금융투자

원/달러 환율과 한국의 소비자물가 간 관계



자료: Thomson Reuters, 통계청, 신한금융투자