

# 경제분석

## 2Q GDP, 펀더멘탈 개선 뒷받침



### 하간형

(02) 3772-1946

keonhyeong.ha@shinhan.com

- ◆ 실적 시즌과 맞물려 주요국 2Q GDP 발표에 이목 집중. 컨센서스 점검 통해 펀더멘탈 파악 필요
- ◆ 중국 2차산업 증가세 확대에도 6% 후반 성장. 미국 소비와 순수출 개선에 3% 내외 성장 예상
- ◆ 유로존과 한국은 순수출 성장기여도의 개선 미미하나 내수가 성장세 견인. 컨센서스 부합 기대
- ◆ GDP 호조는 긍정적 경기 판단 뒷받침. 미국은 이익 모멘텀 확대, 그 외는 밸류에이션 부담 해소

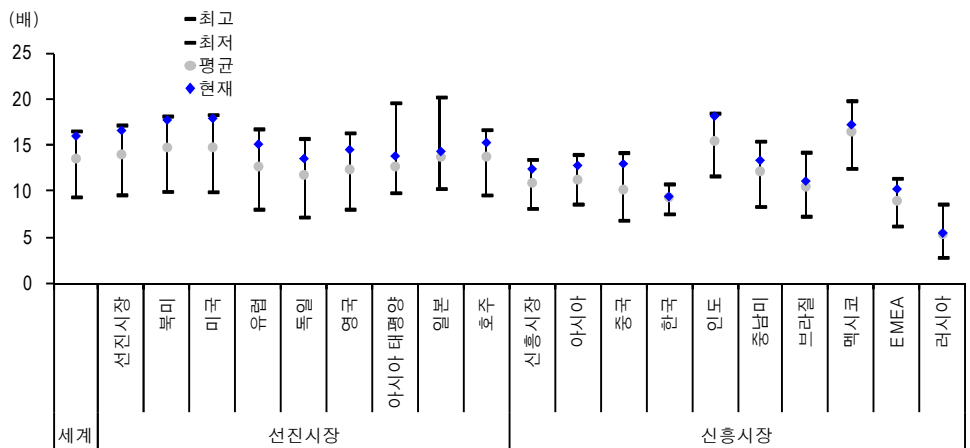
### 실적시즌 진입과 함께 펀더멘탈로 관심 집중

위험자산 추가 랠리 위해  
경기(=실적) 개선 뒷받침 필요.  
실적시즌 진입과 함께 산업  
전반적인 경기 회복 여부에  
대한 관심 집중

주식시장의 강세 흐름이 2/4분기에도 계속됐다. IT 업황 호조에 힘입은 기업이익 전망치 개선과 금융주 상승 등이 증시 상승을 견인했다. 위험자산 랠리가 연장되려면 ① 유동성 환경이 강화되거나 ② 경기(=실적) 개선이 뒷받침돼야 한다. 유동성 여건이 추가로 개선되기는 어렵다. 연준 위원들 간 통화정책 정상화 속도에 대한 시각은 엇갈리나, 연내 자산 축소라는 중지는 모아졌다. 유럽중앙은행(ECB)도 양적완화의 점진적 축소, 즉 QE Tapering 움직임이 가시화된다.

증시 상승의 열쇠는 경기와 이익 등 펀더멘탈이 쥐고 있다. 실적시즌에 진입하면서 기업이익의 영향력이 확대되고 있다. 각국의 기업이익 전망치는 IT를 중심으로 상향됐다. 나머지 산업에 대한 이익 전망치 상향폭은 미미하다. 밸류에이션 부담에서 피해가기 위해서는 IT를 제외한 산업에서 경기 회복의 기운이 느껴져야 한다. 총체적인 경기 상황을 나타내는 GDP가 기업실적 공개 전후로 발표된다. 한국을 비롯해 주요국 성장세를 점검해볼 필요가 있다.

2010년 이후 MSCI 기준 주요국의 12개월 예상 PER



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

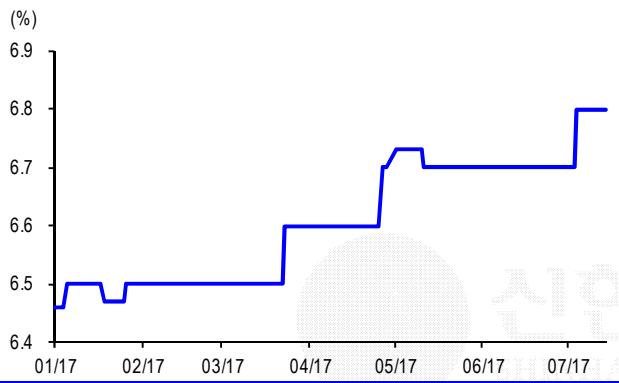
## 주요국 2Q GDP 컨센서스에 부합해 양호한 펀더멘탈 기대

**중국 2Q YoY 경제성장률  
블룸버그 7.1% 성장 추정.  
컨센서스는 6.8%로 집계**

중국이 첫 출발선을 끊는다. 금융시장 안정을 위해 통화정책이 중립적으로 선회했음에도 대외 수요 개선과 양호한 소비심리에 힘입은 소비 증가세 확대, 인프라 투자 등이 경기 하단을 지지했다. 블룸버그에서는 산업생산과 전력생산, 여객 수송량, 철도화물 수송량, 고정자산투자, 소매 판매, 수출 등을 활용해 월간으로 추정 GDP를 발표한다. 4~5월 동 지표에 근거한 2/4분기 경제성장률은 7.1%로 추정된다. 국가통계국 제조업과 비제조업 PMI 모두 6월 중 상승하면서 이러한 추정치는 추가로 상향될 여지가 있다.

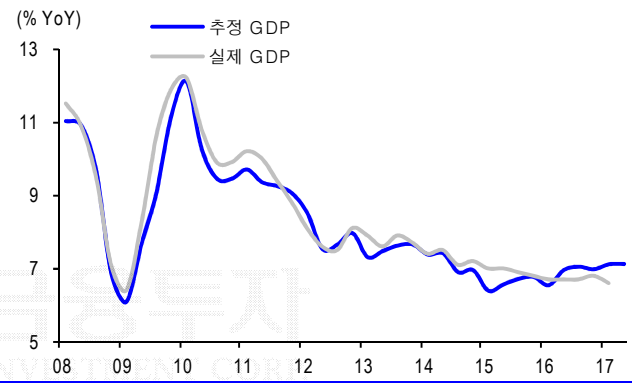
이는 지난 1/4분기 성장률(6.9%)과 컨센서스(6.8%)를 모두 상회한다. 다만 블룸버그가 추정하는데 활용한 지표 대부분이 2차산업과 관련됐다. GDP 내 3차산업 비중은 2012년 기점으로 2차산업을 상회했으며 지난해 51.6%까지 확대됐다. 3차산업에서 도소매업이 18.5%로 가장 비중이 크나, 금융중개업과 부동산업도 각각 16.2%, 12.5%를 차지한다.

중국의 2/4분기 경제성장률 컨센서스



자료: CEIC, 신한금융투자

중국의 블룸버그 추정 GDP와 실제 GDP

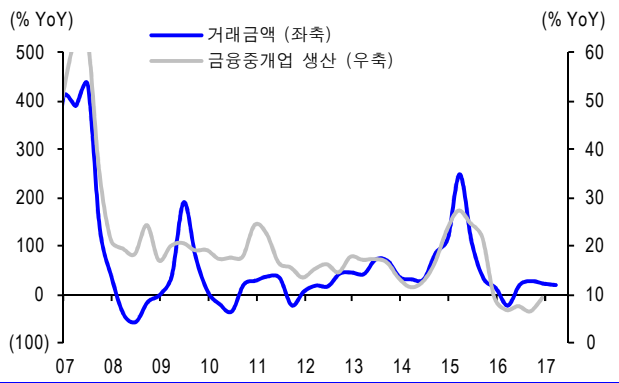


자료: Bloomberg, CEIC, 신한금융투자

**3차산업 성장세 둔화 고려 시,  
2/4분기 6% 후반 성장 전망**

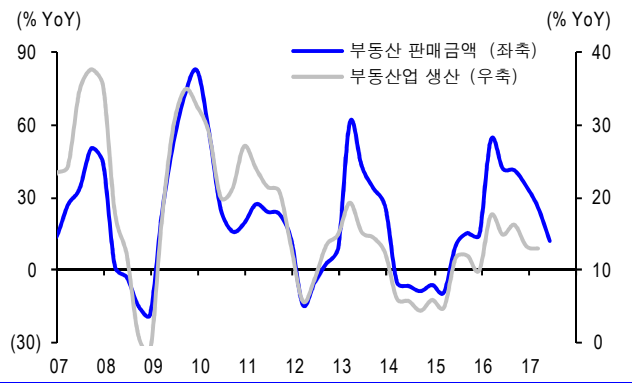
상해거래소 내 거래대금은 2/4분기 중 19.3% 늘어나는 데 그쳤다. 기저효과로 1/4분기 중 일시적으로 증가세가 확대된 금융중개업 생산은 재차 둔화되겠다. 부동산업 생산과 동행하는 부동산 판매금액은 4~5월 중 증가세가 10%대로 떨어지면서 관련 생산은 5분기 연속 증가세 둔화가 예상된다. 금융중개업과 부동산업 등 여타 3차산업 성장세 둔화를 감안하면, 2/4분기 GDP는 6% 후반 성장할 전망이다. 블룸버그가 추정한 값을 하회하나, 컨센서스에는 부합하거나 상회할 수 있을 전망이다.

중국의 상해거래소 거래대금과 금융중개업 생산



자료: CEIC, 신한금융투자

중국의 부동산 판매금액과 부동산업 생산

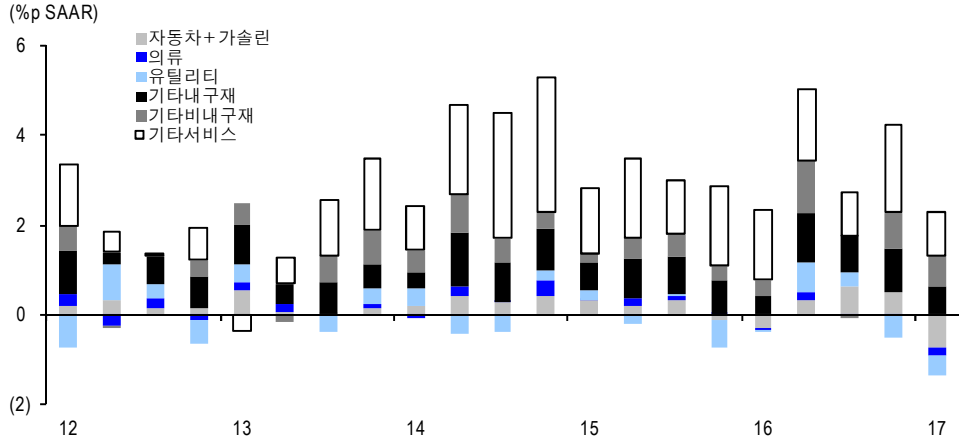


자료: CEIC, 신한금융투자

**미국 2Q GDP, 민간소비 마찰적  
요인 일부 해소되며 성장률  
반등 기대**

1/4분기 전기대비연율 성장률이 1.4%로 둔화된 미국은 기저효과에 힘입어 2/4분기 중 반등이 기대된다. 촉매제는 소비다. GDP에서 70% 가까이 차지하는 민간소비는 1/4분기 중 1.1% 증가에 그쳤다. 소비를 세분화해서 보면 일부 품목이 소비 지표 부진을 야기했다. 자동차 및 가솔린, 의류, 유틸리티의 소비 성장기여도는 각각 -0.75%p, -0.18%p, -0.44%p를 기록했다. 이를 제외한 내구재와 비내구재, 서비스의 합산 성장기여도는 2.30%p로 양호했다.

**미국의 세부항목별 소비 성장기여도**



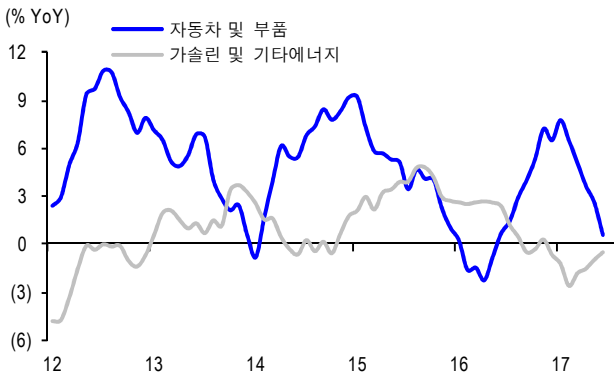
자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

**자동차 및 부품 소비 부진하나,  
가솔린 및 기타에너지, 의류,  
유틸리티 소비 반등 기대**

마찰적 요인은 일부 해소되고 있다. 자동차 판매는 부진한 흐름에서 벗어나지 못했지만, 그 밖의 항목은 회복 중이다. 자동차 및 부품 소비는 5월에 전월대비 0.6% 줄었으며 6월에도 추가 감소가 우려된다. 반면 가솔린 및 기타에너지 소비는 제품 가격 하락에 힘입어 4월과 5월 각각 0.3%, 1.2% 늘었다. 에너지 관리청(EIA)은 6월에도 가솔린 소비가 전월과 비슷한 수준일 것이라고 추정한다.

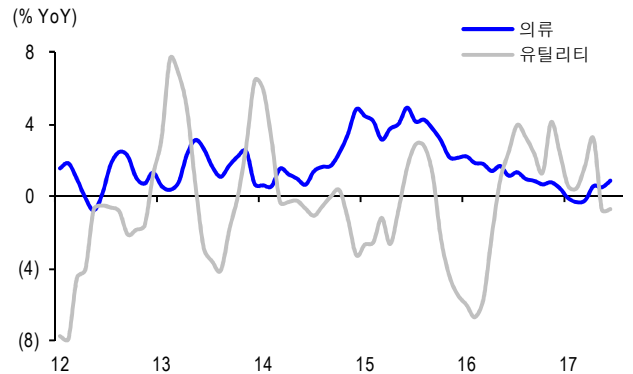
2~3년의 교체주기가 도래한 의류도 양호한 흐름이다. 4월과 5월 모두 전월대비 늘었으며, 무더웠던 날씨와 양호한 소비심리를 감안하면 6월에도 0% 중반의 증가세가 기대된다. 가장 극적으로 성장세 확대가 예상되는 품목은 유틸리티다. 겨울철 예상보다 온화한 날씨로 난방 수요가 적었던 까닭에 유틸리티 소비는 1/4분기 중 4.0% 감소했다. 2/4분기부터 소비 제약 요인이 사라졌기 때문에 관련 소비의 반등이 기대된다.

**미국의 자동차 및 부품과 가솔린 및 기타에너지 소비**



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

**미국의 의류와 유틸리티 소비**



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

**주거용투자자와 구조물투자 감소  
예상. 장비투자자와 재고가  
투자 경기 하단 지지.**

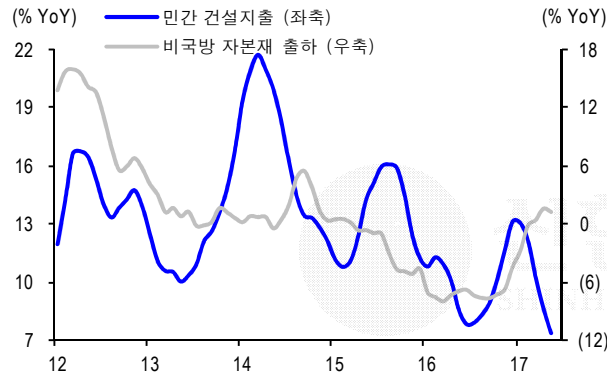
투자는 다소 부진하다. 지난해 4/4분기부터 가파르게 증가했던 주거용투자자가 일시적으로 공백기에 접어들었다. 구조물 투자도 정책에 영향을 많이 받는 발전과 통신 등 일부 산업을 중심으로 감소하고 있다. 장비투자자와 재고가 투자 하단을 지지한다. 대외 수요 개선과 감가상각에 대응한 수요 유입으로 장비투자는 완만한 증가세가 예상된다. 1/4분기 선제적으로 재고 조정을 한 덕분에 대내 수요 부진이 재고 증가로 이어졌을 가능성이 높다.

**순수출 성장기여도도 수입 대비  
수출의 상대적 호조에 힘입어  
추가 개선 예상**

순수출 성장기여도는 추가로 개선될 전망이다. 달러화 강세가 연초 이후 꺾이면서 수출가격 경쟁력이 제고된 가운데 대외 수요 회복이 수출 증가로 이어지고 있다. 국제수지 기준 실질수출이 4월과 5월 모두 전월대비 1.0% 증가했으며, 6월 한국과 중국의 대미 수입이 두 자릿수 증가세가 이어진 만큼 양호한 흐름 연장이 기대된다. 서베이 지표도 긍정적 흐름이 확인된다. ISM 제조업지수의 수출주문은 2/4분기 평균 58.8를 기록해 2011년 1/4분기 이후 최고치를 경신했다.

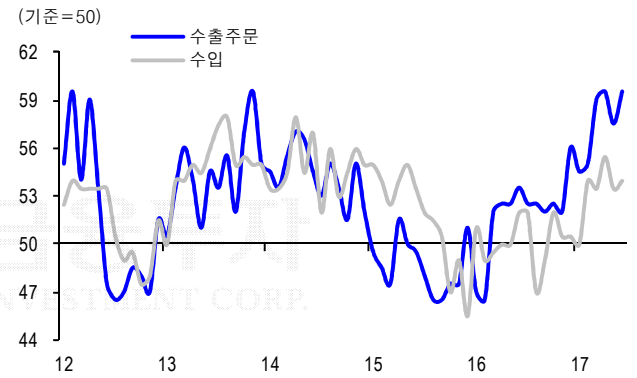
수입은 증가세가 둔화될 것으로 판단된다. 직전 2분기 동안 가파르게 증가했던 기저효과가 부담이다. 소비와 투자 등 내수 경기가 더디게 회복되면서 실질수입은 4월 중 전월대비 1.4% 증가했으나, 5월에는 0.1% 느는 데 그쳤다. ISM 제조업지수의 수입은 6월 중 전월대비 0.5p 상승한 54.0를 기록했으나 수출주문에 비해 오히려 제한적이다.

미국의 민간 건설지출과 비국방 자본재 출하



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

미국의 ISM 제조업지수 내 수출주문과 수입

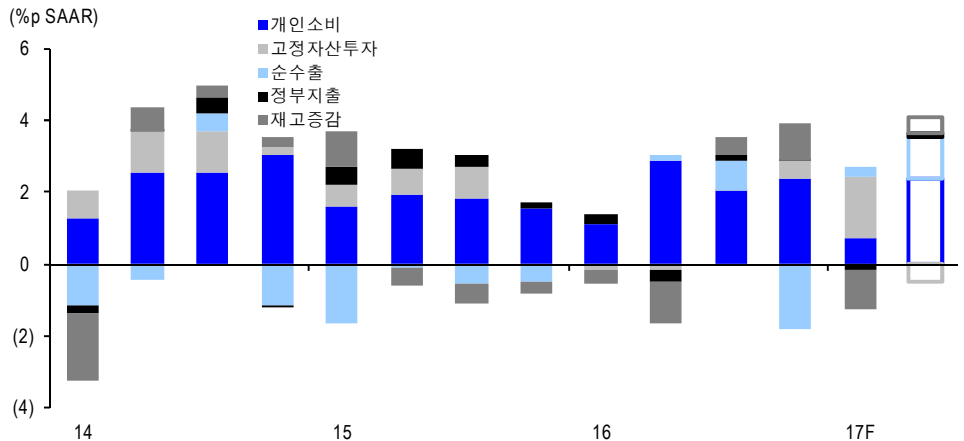


자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

**개인소비 성장기여도 2%p 대  
회복 예상. 순수출, 정부지출도  
긍정적 흐름 전망.  
고정투자 부진에도 2Q GDP  
3% 내외 성장 가능**

종합하면, 전기대비연율 기준 개인소비의 성장기여도는 2%p 대를 회복할 전망이다. 순수출 성장기여도도 추가로 개선될 것으로 판단된다. 연방정부의 섣다운 위기가 조기에 마무리됐으며 트럼프 대통령이 고용 동결 행정조치를 철회하면서 정부지출도 증가 반전을 기대한다. 반면 고정투자는 주거용 투자 부진을 반영해 4분기 만에 마이너스(-) 반전이 예상된다. 이에 GDP는 전기대비연율 3% 내외 성장해 컨센서스(2.8%)를 상회한 견조한 경기 회복 흐름을 보이겠다.

미국의 지출성질별 GDP 성장기여도

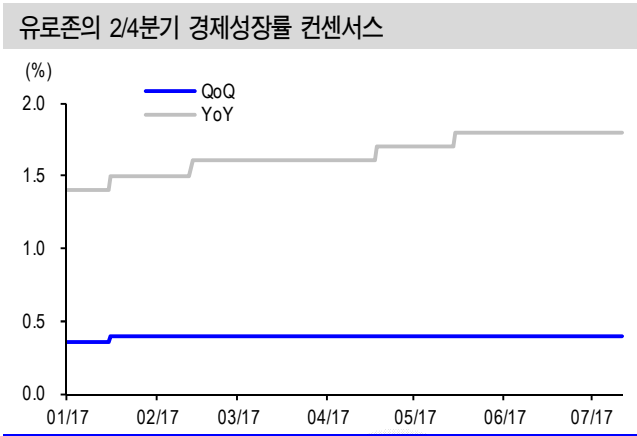


자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

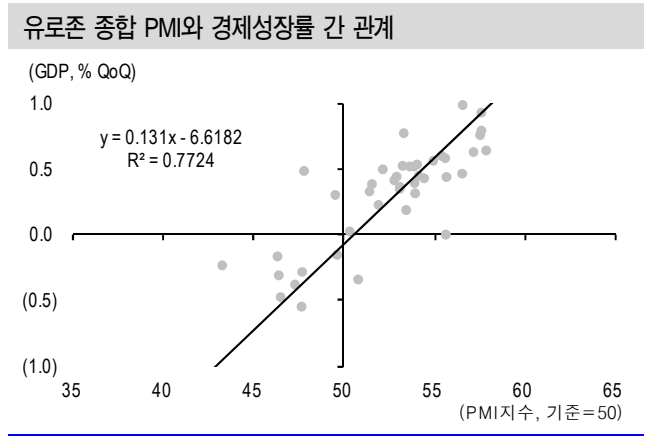
유로존 PMI와 성장률 간 관계  
 감안 시, 2Q GDP QoQ  
 0.7~0.8% 성장 추정.  
 다만 서베이 지표 대비 미흡한  
 실물 지표 개선세 감안 시,  
 0.5% 내외 성장 예상

유로존의 경기 모멘텀은 여타 선진국에 비해 우세하다. 2/4분기 경제성장률 컨센서스는 연초 이후 전기대비 기준 0.4% 수준에서 벗어나지 못하나, GDP가 1/4분기 중 0.6% 성장하며 예상치(0.5%)를 상회했음을 감안해야 된다. 전년동기대비 성장률 컨센서스는 연초 이후 지속적으로 상향 조정돼 현재 1.8%로 집계된다.

유로존 종합 PMI는 경제성장률과 0.77의 높은 상관관계를 갖는다. 종합 PMI는 2/4분기 평균 56.4를 기록했는데, 이를 감안 시 GDP는 전기대비 0.7~0.8% 성장이 예상된다. 다만 정치적 불확실성 악화 및 ECB의 완화적 통화정책에 힘입어 심리지표가 실물 지표보다 가파르게 개선된 측면이 있다. 더딘 실물 지표 회복세를 감안할 때, 경제성장률은 전기대비 0.5% 내외를 기록할 전망이다.



자료: Bloomberg, 신한금융투자

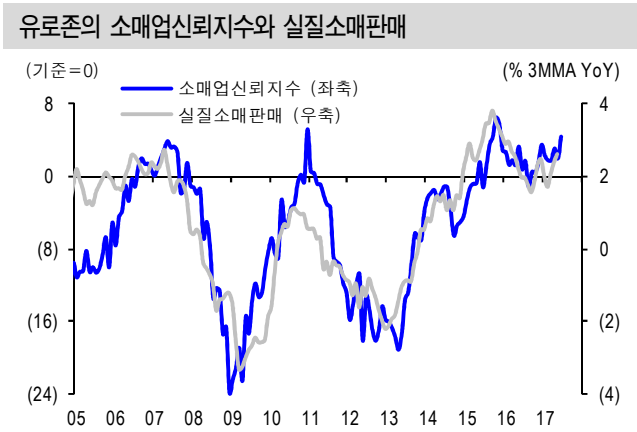


자료: Bloomberg, ECB, 신한금융투자

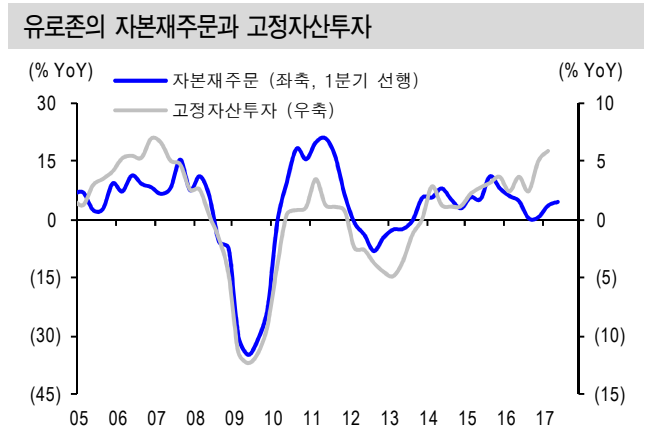
민간소비는 추가로 개선 기대.  
 고정자산투자 회복세 유효하나  
 기저효과 감안 시 보험 전망

양호한 성장세의 바탕에는 소비 경기 회복이 자리잡고 있다. 소매판매는 자동차 등 내구재 판매 증가에 힘입어 4월과 5월 전월대비 각각 0.1%, 0.4% 늘었다. 업체별 자동차 판매대수를 감안 하면 6월에도 양호한 증가세 연장이 기대된다. 이월효과까지 가미되면서 2/4분기 소매판매는 전기대비 0.8% 증가할 것으로 추정된다. 소매업신뢰지수, 소비자신뢰지수 등 기업과 가계의 소비경기에 대한 우호적인 태도도 지표 개선 전망에 힘을 실어준다. 소매업신뢰지수는 2015년 11월 이후 최고치를 경신했으며, 소비자신뢰지수는 2001년 4월 이후 최고치다.

투자 회복세는 유효하나 기저효과가 부담이다. 지난해 국제 유가 반등에 힘입어 관련 투자가 재 개된 가운데 대내 수요 회복이 설비 투자 확대 압력으로 작용한다. 고정자산투자를 1분기 선행 하는 자본재주문은 1/4분기 중 전년동기대비 4.7% 늘어나며 증가세가 확대됐다. 다만 고정자산투자가 지난해 4/4분기, 올해 1/4분기 각각 전기대비 3.4%, 1.3% 늘어나며 가파르게 증가한 데 따른 기저효과가 지표 개선을 제약한다. 고정자산투자는 전년동기대비 2%대 증가세를 보이 겠으나 전기대비로는 보험권에 머물겠다.



자료: CEIC, 신한금융투자

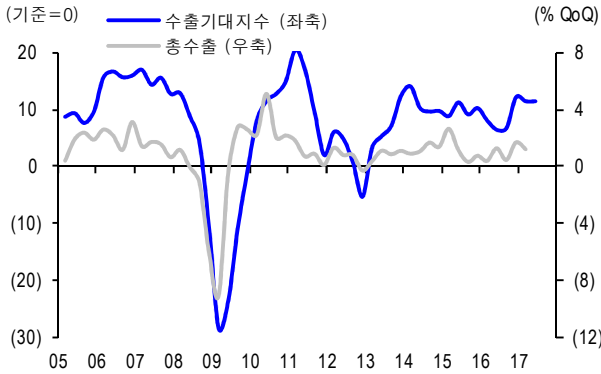


자료: CEIC, 신한금융투자

**수출은 증가세 유지된 반면  
수입은 추가 확대 예상  
순수출 성장기여도 위축**

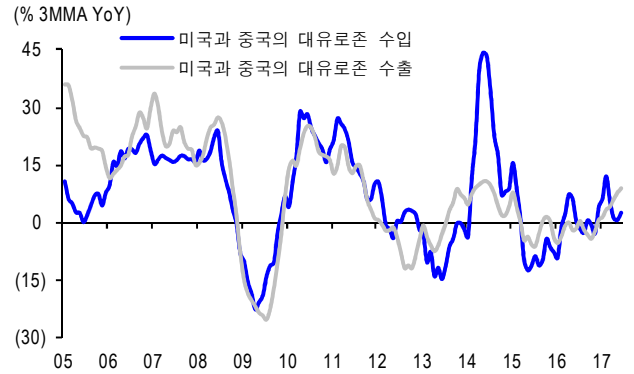
대외 경기와 비교해 상대적으로 대내 경기가 양호하다. 유로존 수출에서 각각 14%, 7% 비중을 차지하는 미국과 중국의 대유로존 수입은 직전 분기와 비교해 부진하다. 4월과 5월 미국의 대유로존 수입 증가율은 전년동기대비 기준 한 자릿수 초반대에 머물고 있다. 중국은 6월 중 수입이 급증하면서 증가세가 소폭 확대됐지만, 미국 수입 증가세 둔화를 상쇄하기엔 부족하다. 반면 미국과 중국의 대유로존 수출은 모두 증가세가 확대됐다. 수출과 수입 간 엇갈린 흐름을 감안하면, 순수출 성장기여도는 위축이 불가피하다.

유로존의 IFO 수출기대지수와 총수출



자료: CEIC, 신한금융투자

미국과 중국의 대유로존 수입과 유로존 통관기준 수출



자료: CEIC, 신한금융투자

**한국 2Q GDP YoY 컨센서스  
2.5%까지 상향 조정**

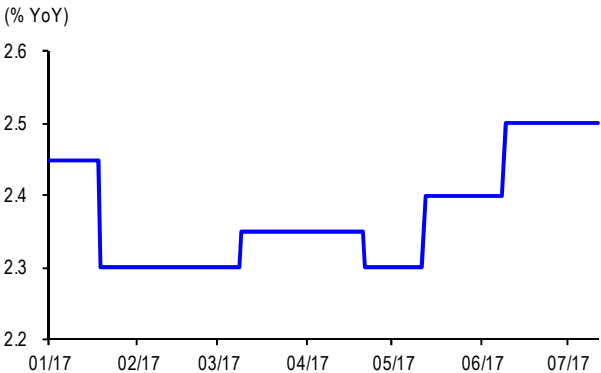
한국은 2/4분기 경제성장률 컨센서스가 전년동기대비 기준으로 5월 초 2.3%까지 하향됐다. 하지만 반도체와 가전 등 일부 IT 품목 중심의 수출 호조세가 지속됐으며, 문재인 정부 출범 이후 소비자심리지수가 가파르게 반등하면서 내수 회복 기대감이 고조됐다. 이를 반영해 컨센서스도 2.5%까지 상향됐다.

**재화 수출 증가세 둔화 및  
서비스 수출 감소세 이어져  
순수출 성장기여도 개선 제한적**

통관기준 수출금액은 수출단가 상승 효과 약화에도 수출물량 증가에 힘입어 두 자릿수 증가세를 유지했다. 하지만 국제수지 내 재화수출은 부진하다. 해외로 이전된 생산시설의 출하가 수출로 집계되는데, 1/4분기에 출하가 집중된 까닭이다. 재화수출은 1/4분기 중 전년동기대비 7.5% 늘었던 기저효과가 부정적으로 작용해 2/4분기 중 증가율 축소가 불가피하다. 1/4분기 9%대 증가율을 보였던 재화수입은 2/4분기에도 비슷한 증가세가 이어질 전망이다.

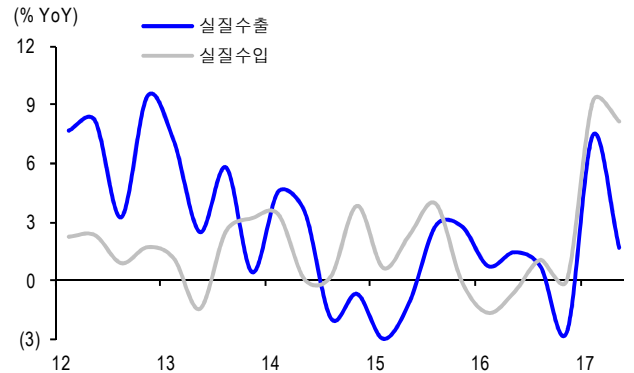
서비스수출도 부진하다. GDP 계정 상 비거주자 국내소비는 서비스수출로 집계된다. 사드 관련 규제로 중국인 관광객 입국자 수가 전년동기대비 60%대 감소세를 이어가면서 관련 소비 감소가 심각하다. 재화수출의 부진한 흐름과 서비스수출 악화를 감안하면, 순수출 성장기여도 개선 폭은 제한적일 수밖에 없다.

한국의 2/4분기 경제성장률 컨센서스



자료: 한국은행, 신한금융투자

한국의 국제수지 기준 실질수출과 실질수입



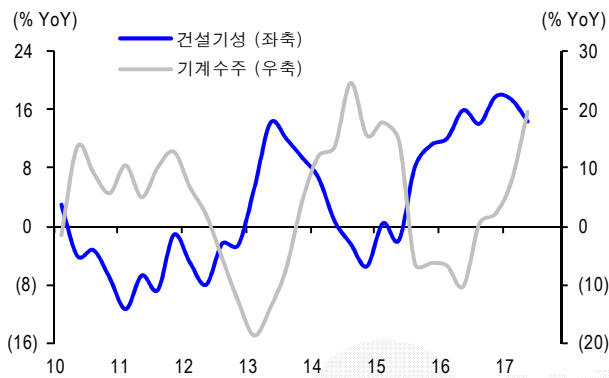
자료: 한국은행, 신한금융투자

**건설투자와 설비투자 동반 호조 속에 투자 경기 양호. 민간소비도 소비심리 반등 속에 개선 기대**

대외 부문의 부진을 투자와 소비가 메워줄 전망이다. 건설기성액 증가율은 지난해 4/4분기를 기점으로 완만히 축소되고 있다. 다만 주택수주 물량 확보에 힘입어 10% 중반의 증가세가 유지되고 있다. 기계수주는 지난해 말까지 정체 흐름을 보이다가 올해부터 가파르게 개선되고 있다. 반도체 제조업을 중심으로 투자 경기가 살아난 덕분이다. 변동성을 조정한 12개월 이동평균 기계수주는 5월 중 20% 증가율을 보였다.

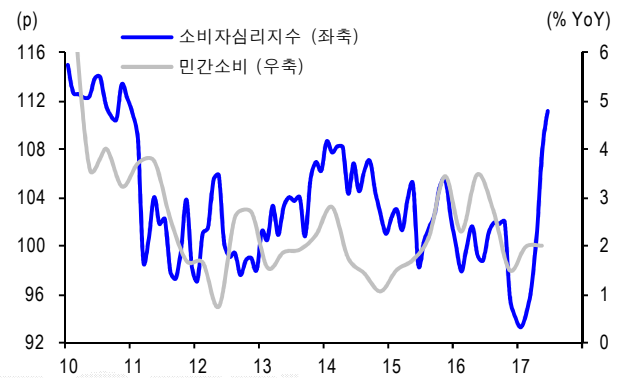
민간소비도 긍정적이다. 냉각됐던 소비심리가 문재인 정부 출범 이후 정책 불확실성이 후퇴되며 빠르게 회복됐다. KOSPI와 부동산 가격 상승 등에 따른 자산효과까지 동반돼 민간 소비는 부진에서 탈피할 전망이다. 민간소비를 재화소비와 서비스소비로 세분화해서 보더라도 양호한 지표 흐름이 확인된다. 소매판매와 도매업, 금융, 부동산 제외 서비스업생산은 각각 재화 및 서비스 소비와 동행한다. 양 지표 모두 2/4분기 중 개선되며 소비 경기 회복을 시사한다.

한국의 건설기성액과 기계수주



자료: 통계청, 신한금융투자

한국의 소비자심리지수와 민간소비



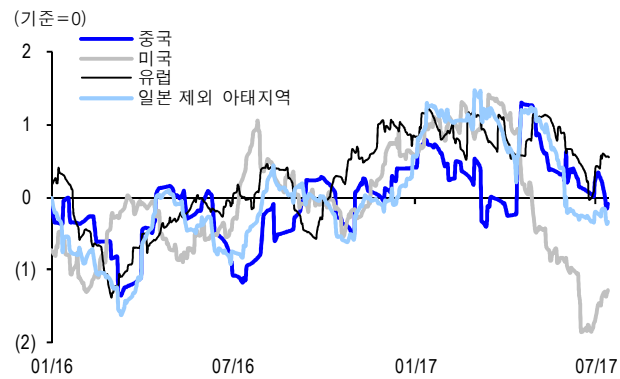
자료: 한국은행, 통계청, 신한금융투자

**컨센서스 이상의 GDP 발표는 경기 판단에 긍정적. 이익 개선 모멘텀 가장 미약한 미국 시장 가장 우호적. 그 외 국가 밸류에이션 부담 상쇄**

유럽을 제외하고 경기서프라이즈지수(Economic Surprise Index, ESI)는 기준치(0)를 하회하고 있다. 2/4분기 동안 연초 가파르게 개선됐던 서베이지수가 반락하고 실물지표가 지지부진한 흐름을 보이면서 경기에 대한 눈높이는 낮아졌다. 하지만 대부분 국가의 2/4분기 GDP는 컨센서스에 부합하거나 이를 상회해 경기에 대한 인식은 점차 개선될 전망이다.

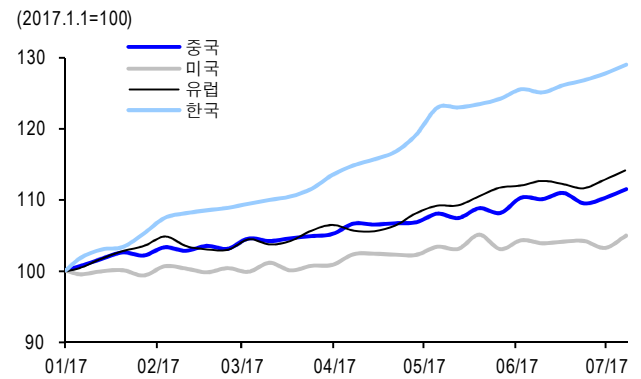
MSCI 기준 주요국 12개월 예상 EPS는 연초부터 지속적으로 상향 조정됐다. 특히 IT 산업 비중이 큰 한국이 EPS 증가세가 가파르다. 유럽과 중국이 각각 연초대비 14%, 12% 상향되며 뒤를 잇고 있으며, 미국이 5%에 그치면서 가장 더디다. GDP 호조는 그 동안 기업이익 개선 측면에서 주목을 받지 못했던 미국에 긍정적으로 작용할 전망이다. 그 외 국가에 대해서는 기업이익 개선에 대한 정당성을 GDP 지표가 뒷받침해줄 수 있다.

주요국의 경기서프라이즈지수



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

MSCI 기준 주요국의 12개월 예상 EPS



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자