

## Reading the LEADING's Chart : 상품수지 적신호.. 사우디 사태

2019/ 9/ 17

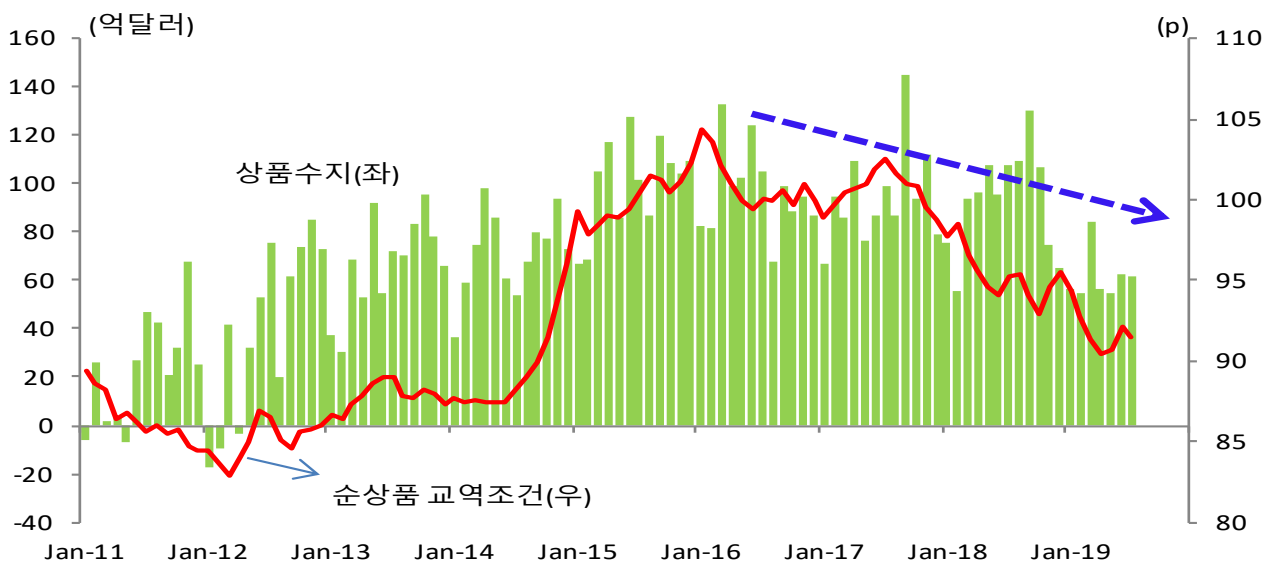
Economist  
이동호

(2009-7062)

dhlee@leading.co.kr

- '상수' 비슷한 취급 받아 온 국제 유가에 '변수'적 성격이 강화
- 유가 상승 전환시 순상품 교역조건 악화로 상품수지 흑자는 빠르게 축소
  - 유가 상승 → 글로벌 경기 부진 요인 추가 → 반도체 가격에 부정적 영향 → 순상품 교역조건 추가 악화 → 상품수지 흑자 빠른 축소 가능
- 향후 유동성 흐름에 부정적 영향

### <LEADING's Chart : 순상품 교역조건 추가 악화시 상품수지 흑자도 축소>



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

사우디 유전 시설 파괴로 원유 공급에 차질이 발생했다. 잉여 생산시설 가동, 비축유 방출 등의 대응책이 있다는 논리가 유가 급등 우려감을 진정시키고는 있으나 폭파된 시설의 복구 및 재가동이 언제가 될지, 전략적 비축유는 계속 충분하게 방출할 수 있는지, 산유국들마다 자국에 정치경제적으로 유리한 유가 레벨과 공급 전략이 어떨 것인지에 대해서는 단언하기 힘들다. 여기에다 그 동안 금융시장을 크게 흔들지는 않았던 중동 지역 지정학적 리스크가 다시 표면화되었다는 점, 특히 전쟁 상황이 아니라 단순히 드론 몇 대의 공격으로도 엄청난 피해가 발생할 수 있다는 점 등은 유가 흐름의 방향성이나 유가의 평균 레벨이 바뀔 수도 있다는 심리를 자극할 수 있게 되었다. 국제 유가에 리스크 프리미엄이 더 붙을 수도 있게 되었다는 것이다.

현 시점에서 중요한 포인트는 전술한 바와 같이 유가에 대한 시장 참여자들의 시각이 바뀔 수 있다는 점이 되겠다. 그 동안 시장에서는 유가에 대해 글로벌 경기 부진과 산유국들의 수급 조절에 의한 지속적인 안정화를 예상했다. 변수로서의 중요성이 크게 떨어진 마치 상수 같은 요인으로 취급했던 경향이 강했다는 것이다. 그러나 이번 사우디 사태는 유가를 중요한 변수로 재등장시켰다고 판단한다.

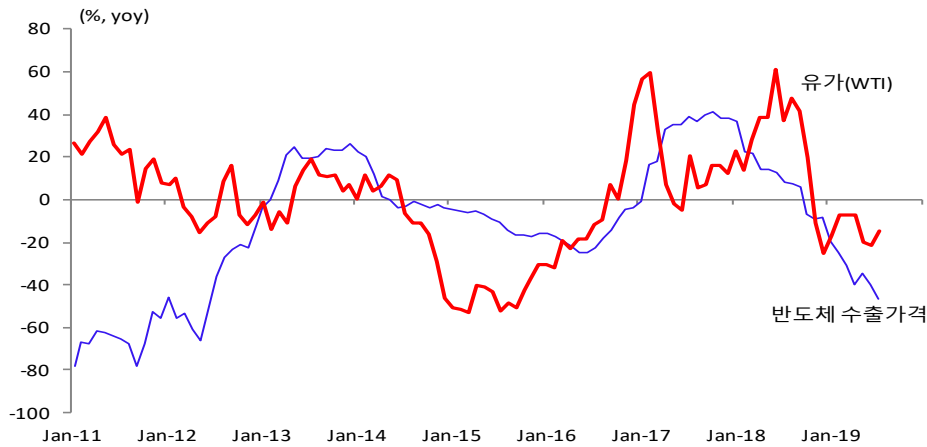
한국 경제 입장에서는 이 부분이 매우 중요하다. 원화가 약세 국면인데다 그 동안 유가가 하향 안정세였음에도 불구하고, 상품수지 흑자 규모는 축소되고 있는 상황이기 때문이다. 상품수지 흐름에 유리한 환경이 형성되어 왔지만 실제로 흑자는 축소되고 있고, 이제 유가가 상승할 수도 있는 상황이 되었다는 것이다. 필자가 'J-curve 효과의 실종과 시사점(2019.9.5)'에서 언급한 바와 같이 원화가 약세 국면임에도 불구하고, 전체 수출에서 차지하는 비중이 20%나 되는 반도체 수출의 가격 탄력성과 원래 비중이 높은 원유 수입의 가격 탄력성이 제로나 마찬가지인 상황이기 때문에 만약 국제 유가가 상승세로 전환한다면 최근과 같은 상품수지 흑자 규모 축소세가 더 빠르게 진행될 수도 있다는 점이 중요한 포인트이다.

원화 약세를 활용, 수출 가격(\$ 기준) 인하를 통해 수출 물량을 확대시키는 긍정적 효과가 어쩔 수 없이 받아들일 수 밖에 없는 원유 가격 상승의 부정적 영향을 커버해야 상품수지가 방어된다. 그런데 i) 전체 수출의 20%를 차지하는 반도체 부문에서는 그 효과가 없는 상황이고, ii) 반도체 아닌 제품들의 수출 물량은 수출 가격이 하락해도 세계 경기 부진의 부정적 영향을 더 많이 받는다(소득탄력성 > 가격탄력성). 따라서 상품 수지는 유가 상승의 부정적 영향에 그대로 노출되게 된다.

내년에도 국제 유가의 하향 안정화를 예상하는 그 동안의 시장 컨센서스를 받아 들인다 하더라도 향후 반도체 수출 가격이 회복되지 못하면 상품수지 흑자가 지속될 수 있을까와 관련한 건선이 있는 상황이다. 반도체 수출이 전체 수출에서 차지하는 비중이 크기 때문이다. 그러므로 현 시점 이후부터의 유가 상승 가능성은 분명히 중요한 이슈가 된다.

이는 상품수지와 밀접한 관련이 있는 순상품 교역조건(수출가격지수/수입가격지수)의 흐름에서도 분명히 나타난다. 금년 초 이후의 순상품 교역조건 하락은 반도체 수출 가격은 하락세가 지속되고 있으나 유가 하락률은 진정되고 있는 상황에서 주로 발생하고 있는 현상이다(앞 페이지 LEADING's Chart, <그림 1> 참조). 반도체 이외 수출 상품 가격도 글로벌 경기 부진으로 하락세를 이어가고 있기 때문에 향후 유가가 상승 전환할 경우 순상품 교역조건은 빠르게 악화될 확률이 높다. 순상품 교역조건이 빠른 악화는 상품수지 흑자 축소도 빠르게 진행될 수 있음을 시사한다.

<그림 1> 유가 하락률 진정 & 반도체 수출 가격 하락세 지속 상황에서 향후 유가가 상승한다면 ?

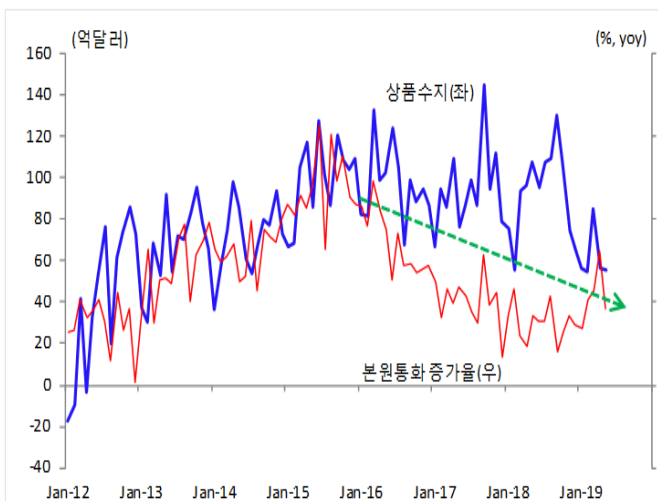


자료 : Dataguide, 리딩투자증권

다행히 이번 사우디 사태가 잘 봉합되고, 원유 수급이 안정을 찾아 유가도 현 수준에서 크게 벗어나지 않는 범위내에서 안정화된다면, 그리고 글로벌 경기의 전반적인 부진함에 관계 없이 향후 반도체 업황이 회복된다면 상품수지 흑자 기조가 유지될 수 있다.

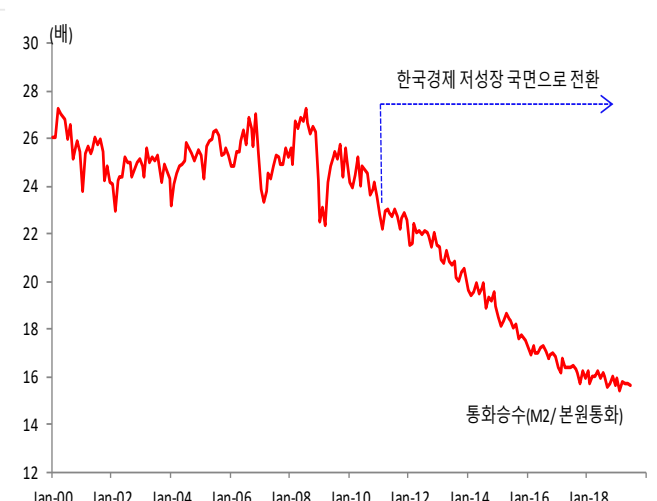
그러나 유가가 상승세로 전환하면서 부진한 글로벌 경기에 부정적 영향을 추가하고, 이에 따라 반도체 경기 회복도 지연될 경우 한국의 상품수지 흑자는 빠르게 축소되어 적자 반전할 가능성도 배제할 수 없다. 그럴 경우 원화 약세 압력이 추가적으로 발생할 위험이 커진다. 국내 유동성 흐름도 부진해 질 확률이 높다. 상품수지와 궤를 같이 하는 본원통화 증가율이 낮아질 가운데 통화승수(M2/본원통화, L/본원통화 등)는 한국경제가 저성장 국면으로 전환된 이후 추세적으로 낮아지고 있는 상황이기 때문이다(<그림 2>, <그림 3> 참조). 외환 시장과 위험자산 관련 시장에는 부정적 요인이 된다.

<그림 2> 상품수지와 궤를 같이 하는 본원통화 증가율



자료 : Dataguide

<그림 3> 하락 추세에 있는 통화승수



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

---

► Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.