열흘마다 매크로와친구맺기 (3월 25일)

물가와 마진

Chief Economist 정원일
02-3779-3140
wi.jeong@sangsanginib.com

Research Assistant 이나라
02-3779-3139
nara.lee@sangsanginib.com

QR코드로 간편하게
상상인증권
투자전략팀 채널

리스크만 있는 것은 아니다

3월 20일 기준 한국 수출은 전년 대비 +50.4% 증가하며 3개월 연속 최대치를 기록했다. **반도체 수출이 +163.9% 급증하며 전체 실적을 견인했고, 비반도체 역시 견조한 흐름**을 유지했다. 미국-이란 전쟁 이후에도 수출이 확대된 점은 한국의 반도체 중심 경쟁력과 안정적 교역 구조가 구축되어 있는 것으로 해석할 수 있다.

반면 유가 급등은 수입물가 상승 압력으로 작용하고 있다. WTI와 수입물가 간 시차상관은 동시점에서 가장 높아 단기 물가 상승 가능성이 크다. 다만 **2020년 이후에는 유가 충격의 지속성이 약화되어, 물가 영향은 단기에 그치고 빠르게 완화되는 특징**을 보인다.

이에 따라 3~4월 물가 일시 상승과 함께 금리 인하 기대는 약화될 전망이다. 그러나 실물경제 측면에서 반도체 중심 수출 가격 상승이 수입물가를 상회하면서 **교역 마진 확장 흐름은 유지될 가능성**이 높다. AI 수요 기반 메모리 가격 강세가 이를 뒷받침할 것으로 판단된다.

실물경기의 강건성 확인 필요

전쟁에 따른 유가 상승과 달러 강세는 원·달러 환율 상승 압력으로 작용하며 한국 금융시장의 핵심 리스크로 부각되고 있다. 미국 PPI는 2월 전년비 +3.4%, 전월비 +0.7%로 예상치를 상회하며 **생산비용 상승 압력을 확인**시켰고, 유가 급등은 추가적인 비용 상승과 통화정책 긴축 가능성을 자극할 요인이다.

다만 OECD 선행지수와 중국 주요 지표는 모두 개선 흐름을 보이며 경기 둔화 우려는 제한적이다. 특히 **중국 소매판매, 산업생산, 고정자산투자가 기대치를 상회하고 투자 증가가 플러스로 전환되며 글로벌 수요와 생산 기반의 회복 기대를 강화**하고 있다.

실제로 PPI와 WTI의 변화율이 디커플링되고 있는 것은 최근 물가 상승은 유가뿐 아니라 생산성 기반 성장과 구조적 비용 상승 영향도 반영된 결과로 판단된다. **견조한 수요와 기업의 가격 전가 능력을 고려하면 경기 하방 압력은 제한적**이며, 필라델피아 연은 지수 호조 등은 전쟁 이후에도 실물경기 모멘텀이 유지되고 있음을 보여주는 결과이다.

월말 월초 경제지표들이 집중되어 발표될 시점인데, 변동성와 구조적 요인을 구분해서 살펴볼 필요가 있으며, 특히 금융시장에서 주로 언급되는 ISM 제조업지수의 동향을 주시하여야 한다. 또한 **고용시장의 반등 여부와 기업들의 1분기 실적 추이에서 실물경제의 견조함을 확인**하는 것이 중요하다.

Macro Check – Fact & Our view

전쟁 리스크를 이기는 반도체 수출, 수입은 한 수 지고 들어가는 중

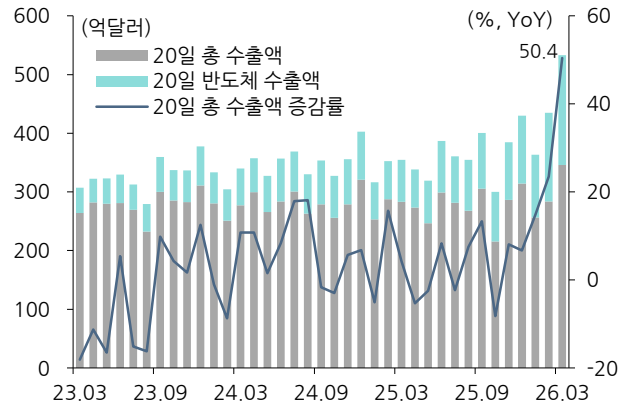
3월 한국 20일 잠정 수출액은 전년 동기 대비 +50.4% 증가하며 3개월 연속 역대 최대 실적을 기록하였다. 동기간 반도체 수출액 증감률은 전년비 +163.9%를 기록하며 금번 수출 실적 확대를 견인하였으며, 반도체를 제외한 수출 규모도 견조한 증가 기조가 지속되었다. 특히 3월 수출은 미국-이란 전쟁 발발 이후의 데이터라는 점을 감안하였을 때, 대외 환경의 악화에도 불구하고 이러한 수출 실적을 경신한 것은 그만큼 한국이 반도체를 중심으로 수출 품목에 있어 경쟁력을 확보한 동시에 안정적인 수출 구조를 형성하였다는 것으로 해석할 수 있다.

수출 규모가 중동 전쟁 리스크가 무색할 정도의 실적을 보인 반면, 가격 측면에서는 미국-이란 전쟁의 영향으로 급등한 유가가 견인하는 한국 수입물가 상승에 대한 우려가 존재한다. 한국수입물가와 WTI 의 최근 6개년의 추이를 바탕으로 시차상관계수를 산출한 결과, 수입물가와 유가는 동행성이 높아진 것으로 확인된다. 즉 금번 유가의 급등은 단기적으로 물가의 상승 압박으로 작용할 가능성이 높은 것으로 판단된다.

한편 시차관계계수를 '10~'19년과 '20~'26년으로 기간을 나누어 비교하면, t 시점의 상관계수는 '20년 이후의 값이 더 높게 형성되었으나, t 이후의 시점으로 갈수록 '10~'19 시점 대비 상관계수 값이 빠르게 하락하였다. 즉 '10~'19년 대비 '20~'26년 유가의 급등이 물가에 가할 충격은 단기간에 한정되어 영향을 미치며, 이후 그 영향이 빠르게 제거되는 것으로 해석됨에 따라 3~4월 물가 지표의 일시적인 급등 발생 가능성을 염두에 둘 필요가 있다.

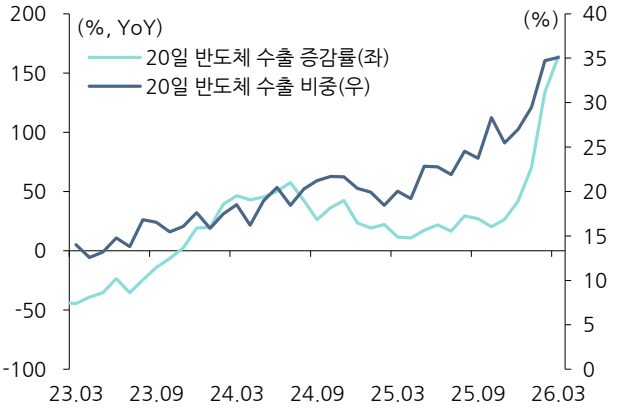
이와 같이 공급망 충격에 따른 물가 상승 압력이 형성된 가운데, 차기 한국은행 총재의 매파적인 성향을 감안할 때 연내 금리 인하 기대는 더욱 약화될 수 있다. 신현송 차기 총재는 이란 사태에 대해 기본적으로 관망 기조로 대응할 것이나, 기대인플레이션이 자극될 경우에는 보다 단호한 대응에 나설 것을 밝혔다. 따라서 중동 사태에 따른 수입물가 상승 및 이로 인한 실제 인플레이션으로의 전이와 통화정책의 변화에 유의할 필요가 존재한다.

그림 1. 3월 20일 기준 총 수출액은 전년 동기 대비 +50.4% 증가



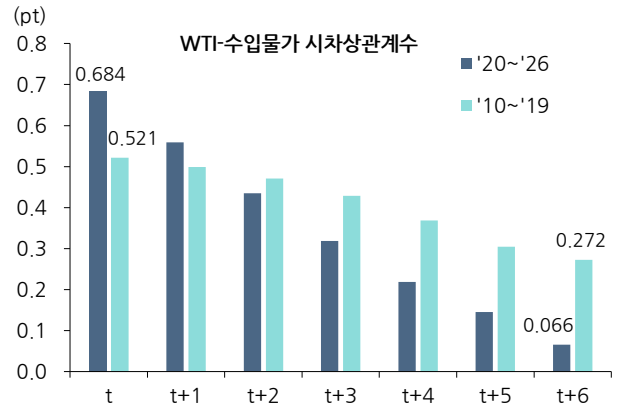
자료: 관세청, 상상인증권 리서치센터

그림 2. 3월 20일 기준 총 수출 내 반도체 수출비중은 35%까지 상승



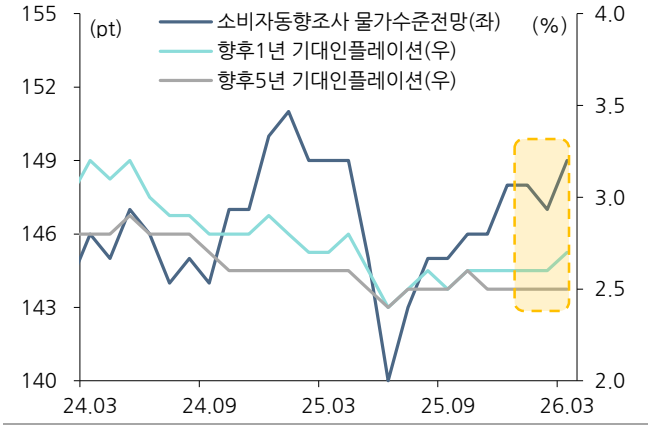
자료: 관세청, 상상인증권 리서치센터

그림 3. WTI는 '10~'19 대비 '20 이후 빠르게 물가에 반영 후 영향 소멸



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 4. 소비자물가 전망치 및 단기 기대인플레는 금년 들어 크게 반등



자료: 한국은행, 상상인증권 리서치센터

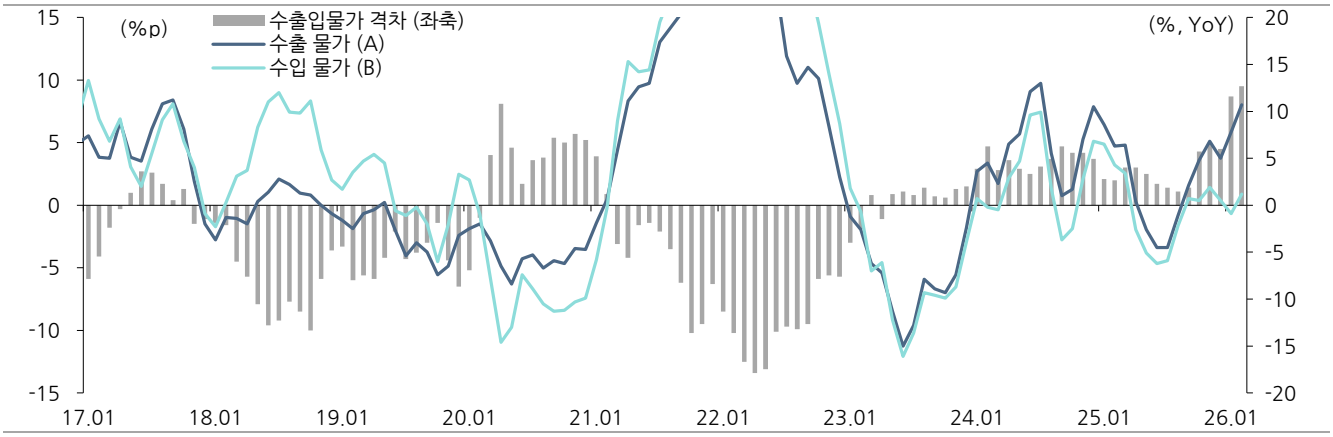
수입물가 상승과 수출물가 상승의 동행, 마진 유지 가능성

수입 물가의 단기적 상승 압력에도 불구하고, 대외 부문의 마진 확장 기조는 유지될 전망이다. 2월 수출 물가는 전년 대비 +10.7%, 수입 물가는 +1.2% 상승하였는데, 양 부문 물가의 동반 상승은 반도체 및 IT 부품 수요 강세에 기인한 것으로 판단된다.

실제로 글로벌 빅테크 기업들의 AI 인프라 구축에 있어 대규모 데이터 연산을 수행할 수 있게 하는 고부가 메모리 수요가 급증하고 있으나, 공급은 여전히 타이트한 상황이 지속되고 있다. 특히 한국은 메모리 반도체 밸류체인 내 업스트림에 위치하고 있어 이러한 수요 강세에 의한 가격 효과의 수혜를 온전히 반영하고 있다.

유가 상승분이 수입 물가에 반영될 경우 단기적으로 대외 마진 축소에 대한 우려가 존재하나, 반도체 중심의 수출 경쟁력을 바탕으로 출 물가 상승폭이 수입 물가를 상회하는 흐름은 지속될 것으로 전망한다. 따라서 전쟁 리스크 및 이로인한 물가 상승 압력에도 교역 부문에서의 이익 확장 흐름은 이어질 것으로 판단된다.

그림 5. 수출입물가 격차로 확인된 대외 마진은 큰 폭으로 확대



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

Issue Check – Fact & Our view

Fact check: 지배중인 유가와 환율, 물가 부담에 기인

최근 한국 금융시장의 내러티브를 지배하는 것은 결국 전쟁으로 인한 유가상승과 달러 강세에 따른 원달러환율 상승에 대한 부담이다. 이러한 결과는 긍정적 분위기의 한국 증시에 있어서도 부정적인 방향성으로 전환될 수 있는 트리거로 작용할 대표적인 변수인 것으로 고려하고 있다.

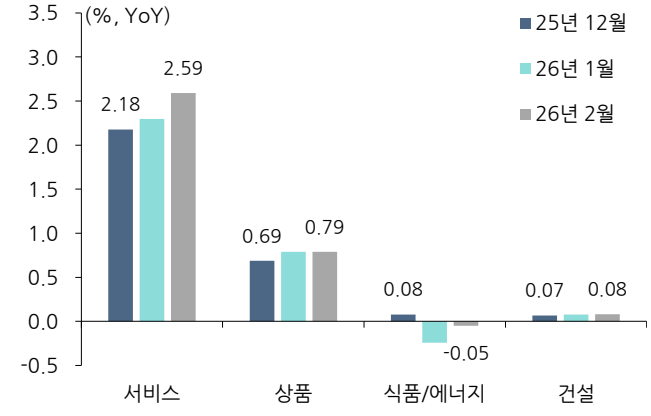
실제로 유가 상승이 본격화되기 이전임에도 불구하고 미국 PPI는 2월 기준 전년비 +3.4%를 기록하였는데, 이는 시장 컨센서스인 3.0%를 크게 상회하는 결과이다. 특히 전월비 +0.7%의 상승을 보인 것은 경기회복에 따른 생산비용의 증가가 기반이 된 것으로 생각된다.

이와 같이 물가의 상승이 생산자 중심으로 발생하는 가운데 유가 상승을 크게 자극시키는 전쟁 이벤트의 발생은 생산비용을 높이는 요인으로 작용하여 결과적으로 통화정책 스탠스 변화까지 야기할 수 있는 것이므로 철저한 경계가 필요하다.

유가 상승에 기인한 전반적 물가 상승이 부담되는 상황은 이어지고 있지만, 필자의 지난 보고서에서 언급하였다시피 OECD 선행지수는 현재 모든 국가에서 기준선을 넘어선 가운데 모멘텀 역시 상향 기조를 보여주고 있는 것을 감안할 때 아직까지는 물가에 기인한 경기 부진 가능성에 대한 우려는 시기상조인 것으로 생각된다.

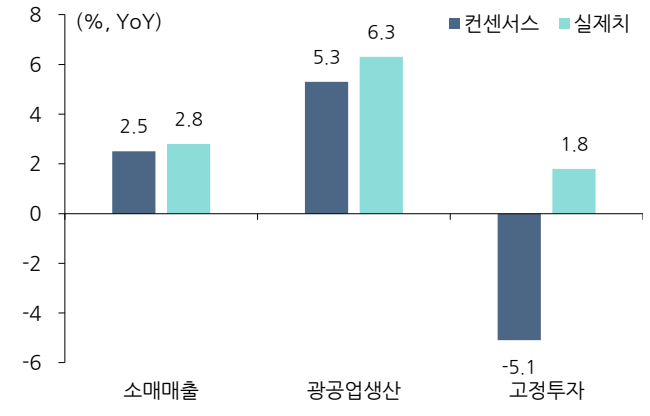
중국 경제지표에서도 지난해와 다르게 유의미한 긍정적인 변화가 발생하는 중이다. 중국은 통상적으로 주요 경제지표가 1월을 지나 2월 기준 지표가 합산되어 발표된다. 금번 발표된 2월 중국 소매매출, 광공업생산, 고정자산투자는 일제히 시장 전망을 상회하는 모습을 보여주면서 안정적 성장기조 구축에 대한 기대가 더욱 확대되는 중이다. 특히 고정자산투자의 전년비 (+) 전환은 양회에서 제시된 기술개발 확대 의지와 맞물려 더욱 성장에 대한 신뢰를 가속화하는 결과이다. 이미 글로벌 밸류체인에서 수요와 공급의 자체적 밸류체인을 형성한 상황을 감안한다면 향후 재화생산과 기술개발을 통한 추가적 부가가치 창출에 있어서 긍정적 흐름을 보일 수 있을 것으로 기대된다.

그림 6. 미국 PPI 상승의 원인은 에너지보다는 실물경제 요인이 자극



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 7. 중국 실물경기지표의 서프라이즈



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

Our View: 부담은 존재하나 실물경기의 강건성 유지 전망

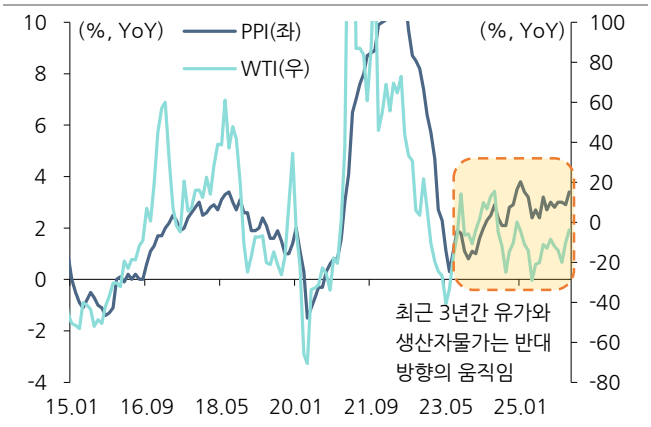
단기적으로 유가 상승이 물가의 상승을 자극할 수 있는 요인은 맞지만 전반적인 물가상승을 유가 자극으로만 설명할 수는 없다. 실제로 미국 PPI의 전년비 상승궤적은 팬더믹 당시 큰 상승을 보인 후 2023년부터 평년 수준을 회복하였다. 그러나 최근 3년여간 다시금 PPI는 상향 추세를 보여주면서 구조적인 변화가 발생하였을 가능성에 대한 평가가 필요한 것으로 보인다.

가장 가능성이 높은 변화는 생산성의 향상에 따른 성장궤적 상향이 진행되면서 생산비용의 압박이 발생한 것으로 생각된다. 이러한 변화는 성장이 담보되어 있는 구조이기 때문에 높은 물가를 받아들일 수 있는 수요자가 충분하다는 의미이고, 따라서 이러한 생산비용 상승은 소비자에게 전가가 가능한 점을 고려할 필요가 있다.

수요에 대한 강건성 역시 팬더믹 이후 구축되어 있는 가계의 구매력이 여전히 존재하는 만큼 지금과 같은 물가의 전반적 상승과 이에 따른 긴축적 통화정책 기조가 경기의 고점 통과 및 하방 압력으로 이어질 가능성은 제한적일 것으로 판단된다. 각종 지표들에서 확인되는 부분이 강건한 실물경기를 지지하기 때문에 물가에 대한 우려보다는 일시적 금융시장 조정으로 해석하여야 할 것으로 보인다.

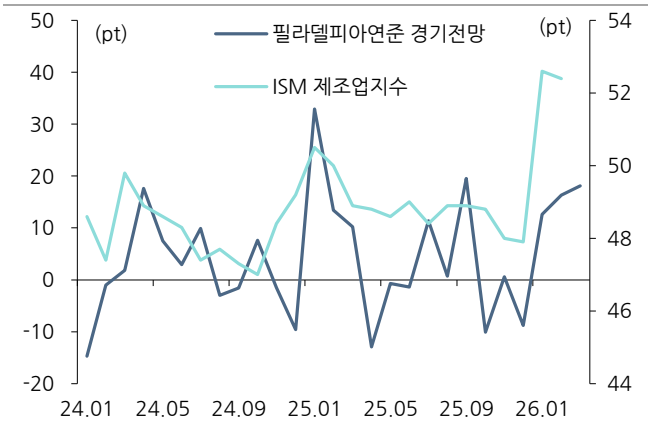
미국에서는 여러가지의 구매자들에 대한 심리지수가 발표된다. 특히 지역 연준에서 조사하는 제조업 경기지수들은 방향성을 판단하기에 용이한 지표이다. 가장 최근 발표된 필라델피아 연준 경기전망지수는 시장 전망치를 크게 넘어서는 수준으로 서프라이즈가 기록되었고, 이러한 서프라이즈가 3개월 연속 지속되면서 긍정적 모멘텀이 반영되는 중이다. 특히 전쟁이 시작된 이후인 3월에 조사된 수치까지 반영되었음에도 이러한 상승 기조가 확대되는 것은 산업경기에 있어서 단지 가격에 대한 단기적 우려만이 반영되는 중이며, 장기적인 수요와 성장의 둔화 및 침체 우려는 반영이 제한적인 것으로 해석할 수 있다. 즉, 현재 발표되는 지표들은 오히려 전쟁 이벤트 이후 빠른 회복을 지지하는 결과이다.

그림 8. 생산자물가와 유가의 디커플링



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 9. 전쟁 우려에도 불구하고 경기전망 추가 상승에 성공



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

경제지표 발표일정

3월 16일 ~ 3월 25일

일자	국가	지표명	중요도	전월	예상	발표
3월 16일 (월)	US	NAHB 주택시장지수	중	36	37	38
3월 17일 (화)	SK	수출 물가 지수 YoY	중	7.8%	-	10.7%
	SK	수입물가지수 전년비	하	-1.2%	-	1.2%
	AU	RBA 목표금리	상	3.85%	4.10%	4.10%
3월 18일 (수)	EC	CPI (전년대비)	상	1.9%	1.9%	1.9%
	US	PPI 최종수요 YoY	중	2.9%	3.0%	3.4%
3월 19일 (목)	US	FOMC 금리 결정 (상한)	상	3.75%	3.75%	3.75%
	JN	BOJ 정책 금리	상	0.75%	0.75%	0.75%
3월 23일 (월)	SK	수출 20일 전년대비	중	23.5%	-	50.4%
3월 24일 (화)	SK	PPI 전년비	중	1.9%	-	2.4%
	JN	전국 CPI (전년대비)	상	1.5%	1.5%	1.3%
	US	S&P 글로벌 미국 제조업 PMI	상	51.6	51.5	52.4

3월 26일 ~ 4월 5일

일자	국가	지표명	중요도	전월	예상
3월 27일 (금)	US	미시간대학교 소비자신뢰	상	55.5	54
	US	미시간대학교 1년 인플레이션	하	3.4%	3.9%
	US	미시간대학교 5-10년 인플레이션	하	3.2%	3.5%
3월 31일 (화)	SK	광공업생산 YoY	상	7.1%	-
	CH	제조업 PMI	상	49	50.1
	EC	CPI (전년대비)	상	1.9%	-
	US	컨퍼런스보드 소비자기대지수	상	91.2	88.8
4월 1일 (수)	SK	수출 YoY	상	29.0%	-
	SK	수입 YoY	중	7.5%	-
	US	ISM 제조업지수	상	52.4	52.1
4월 2일 (목)	SK	CPI (전년대비)	상	2.0%	2.3%
4월 3일 (금)	US	실업률	상	4.4%	4.4%

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정원일, 이나라)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.