2020.11.24

유진투자증권

2 0 2 1
OUTLOOK
매크로전망

# Macro Economy

# Curvy Normalization

터널 끝에 정상화의 빛이 보이나 굴곡요인도 상존

Chief Economist/이상재
02)368-6162
sj.lee@eugenefn.com

Economist/김연진
02)368-6186
yjk130@eugenefn.com

## < 2021년 국내외 경제지표 전망>

| 구분 | 단위 | 2020 년 F | 2021 년 F | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 연간 | 1 분기 | 2 분기 | 3 분기 | 4 분기 | **연간** |
| 국내총생산 | %YoY | -1.2 | 2.5 | 3.5 | 2.8 | 2.9 | **3.0** |
| | %QoQ | - | 0.7 | 0.8 | 1.3 | 1.5 | **-** |
| 민간소비 | %YoY | -4.2 | 4.5 | 4.3 | 3.7 | 2.5 | **3.8** |
| 정부소비 | %YoY | 5.0 | 3.5 | 3.5 | 2.7 | 2.8 | **3.1** |
| 건설투자 | %YoY | 0.4 | -1.2 | 0.5 | 1.2 | 1.7 | **0.6** |
| 설비투자 | %YoY | 5.5 | 4.3 | 3.5 | 2.8 | 4.5 | **3.8** |
| 수출 | %YoY | -2.9 | 2.1 | 10.5 | 6.5 | 5.0 | **6.0** |
| 수입 | %YoY | -2.8 | 3.2 | 9.2 | 6.9 | 4.1 | **5.9** |
| 경상수지 | 10 억달러 | 59.0 | 12.0 | 5.0 | 17.0 | 16.0 | **50.0** |
| 무역수지 | 10 억달러 | 41.8 | 5.4 | 11.4 | 12.8 | 14.0 | **43.7** |
| 수출(통관기준) | %YoY | -5.8 | 4.2 | 23.5 | 7.2 | 4.3 | **9.2** |
| 수입(통관기준) | %YoY | -6.8 | 7.2 | 15.6 | 11.6 | 4.9 | **9.6** |
| 실업률 | % | 3.9 | 4.0 | 3.8 | 3.4 | 3.2 | **3.6** |
| 소비자물가 | %YoY | 0.5 | 0.4 | 1.2 | 1.1 | 1.3 | **1.0** |
| 원/달러환율(기말) | 원 | 1,110.0 | 1,100.0 | 1,080.0 | 1,060.0 | 1,050.0 | **1,050.0** |
| 원/달러환율(평균) | 원 | 1,181.5 | 1,105.0 | 1,090.0 | 1,070.0 | 1,055.0 | **1,080.0** |
| 세계 GDP | %YoY | -4.4 | - | - | - | - | **5.2** |
| 미국 GDP | %QoQ 연율 | -3.6 | 1.5 | 2.3 | 4.3 | 4.5 | **4.3** |
| 유로존 GDP | %QoQ | -7.3 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | **4.3** |
| 일본 GDP | %QoQ | -5.2 | 0.5 | 0.8 | 1.2 | 1.0 | **3.4** |
| 중국 GDP | %YoY | 1.8 | 11.5 | 8.4 | 5.0 | 4.8 | **7.4** |
| 엔/달러환율(기말) | 엔 | 104.5 | 103.5 | 103.0 | 104.0 | 105.0 | **105.0** |
| 엔/달러환율(평균) | 엔 | 106.8 | 103.8 | 103.3 | 103.5 | 104.5 | **103.8** |
| 달러/유로환율(기말) | 달러 | 1.1850 | 1.1900 | 1.2000 | 1.1800 | 1.1700 | **1.1700** |
| 달러/유로환율(평균) | 달러 | 1.1387 | 1.1875 | 1.1950 | 1.1900 | 1.1750 | **1.1869** |
| 위안/달러환율(기말) | 위안 | 6.5500 | 6.5000 | 6.4000 | 6.4500 | 6.5500 | **6.5500** |
| 위안/달러환율(평균) | 위안 | 6.9020 | 6.5250 | 6.4500 | 6.4250 | 6.5000 | **6.4750** |
| WTI 유(기말) | 달러/배럴 | 41.5 | 42.5 | 43.5 | 45.0 | 48.0 | **48.0** |
| WTI 유(평균) | 달러/배럴 | 39.1 | 42.0 | 43.0 | 44.3 | 46.5 | **43.9** |

자료: 유진투자증권

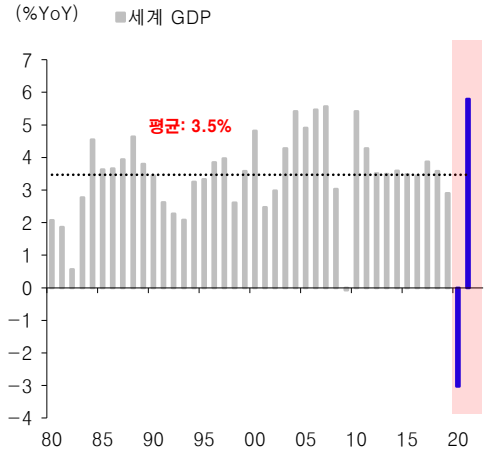
# Summary

제 46 대 미 대선에서 바이든 후보의 당선과 글로벌 제약업체의 예방효과가 큰 코로나19 백신 임상시험 성공으로 2021 년 세계경제 회복에 대한 기대가 높다. 반면에 2021 년 세계경제는 백신의 실제 예방효과 및 하반기에 주요국의 경기부양강도 약화 가능성, 바이든 시대의 미중 격돌 전선 확대 가능성 등 굴곡요인도 상존한다. 우리는 **2021 년 세계 GDP 가 2020 년 4.4% 역성장에서 5.2% 성장으로 큰 폭 회복되나 변동성 요인이 상존한다는 점에서 '굴곡진 정상화(Curvy Normalization)'를 전망**한다.

**2021 년 G3 경제의 GDP 는 미국 4.3%, 중국 7.4%, 유로존 4.3% 성장** 등 모두 2020 년의 역성장에서 벗어난다. 그러나 미국의 경우 비금융부문의 고용 회복 불안, 중국은 부양책의 후퇴 가능성, 그리고 유로존 역시 관광산업 재개 미진 등의 불안요인이 있다.

**2021 년 한국경제는 코로나19 백신 개발의 가장 큰 수혜국**이 될 가능성이 높다. 따라서 2021 년에는 내수와 수출이 동반 회복되는 가운데 연간 3.0% GDP 성장을 보일 전망이다. 특히 2021 년에 세계교역이 회복세가 확대되면 성장의 상방압력이 커질 수 있다.

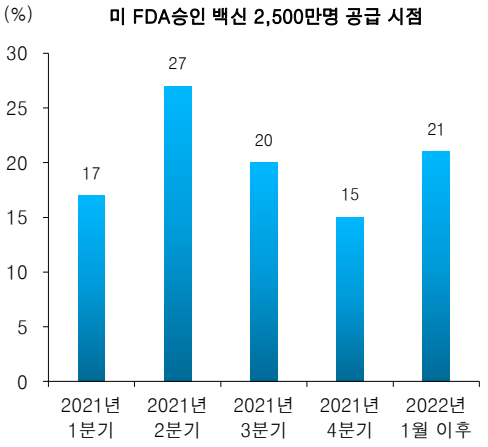
### 2021년 세계 GDP, 40년래 최고인 5.2% 성장 예상




*자료: IMF(2010.10), 유진투자증권*

- **2021 년 세계 GDP 는 2020 년 4.4% 역성장에서 5.2% 성장**으로 큰 폭 회복될 전망임.
- 반면에 IMF 가 지적하였듯이 **상방 리스크보다는 하방 리스크가 더 크고**, 코로나 19 팬데믹이 중장기적으로 영구적인 타격을 주었을 가능성 등 내부 취약점도 상존함.
- 우리는 2021 년 세계경제에 대해 코로나19 충격에서 벗어나 정상화의 경로를 진행하나 변동성이 상존하는 **'굴곡진 정상화(Curvy normalization)' 시각**을 제시함.

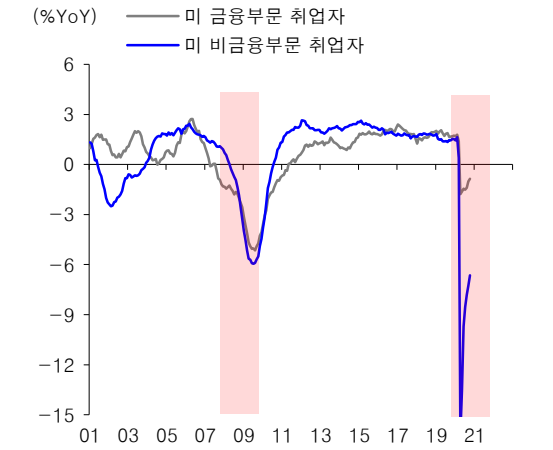
### 코로나19 백신 접종 보편화 시점, 2021년 2분기




*자료: Good Judgment Inc. 유진투자증권*

- **2021 년 세계경제에 예상되는 3 가지 굴곡요인**은 1) 코로나19 백신의 실제 예방효과 2) 선진국 경제의 여력 약화에 따른 경기부양책 약화 가능성 3) 기대와 달리 바이든 미 대통령 시대의 미중 격돌 전장 확대 가능성 등임.
- 이 가운데 핵심요인은 2021 년 세계경제 회복을 견인하는 **코로나 19 백신의 실제효과**로서, 예단하기 어려우나 기대가 높은 점이 부담임. 더불어 2021 년 하반기 **선진국 부양정책 후퇴 및 미중 격돌의 전선 확대 가능성도 주목**됨.

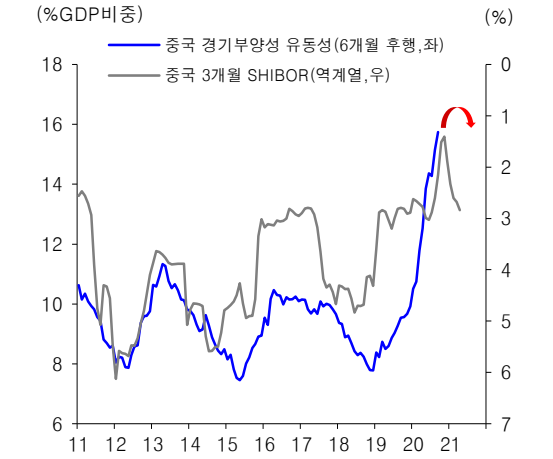
### 2021년 미국 GDP, 4.3% 성장하나 고용 회복이 관건




자료: Refinitiv, 유진투자증권

- 2021 년 미국경제는 사상최저 모기지 금리에 따른 주택건설 투자 확대와 소진된 재고의 확충이라는 성장동력을 지님.
- 그러나 외화내빈 양상의 회복을 보인 **고용시장의 구조적 침체** 및 공화당이 상원을 차지할 경우 **경기부양규모 축소**, 서비스 지출 감소를 보전했던 **내구재 지출의 가수요 후유증 등 불안요인**도 상존함.
- **2021 년 미국 GDP 가 2020 년 3.6% 역성장에서 4.3% 성장으로 회복**되나 넘어야 할 고비도 많음.

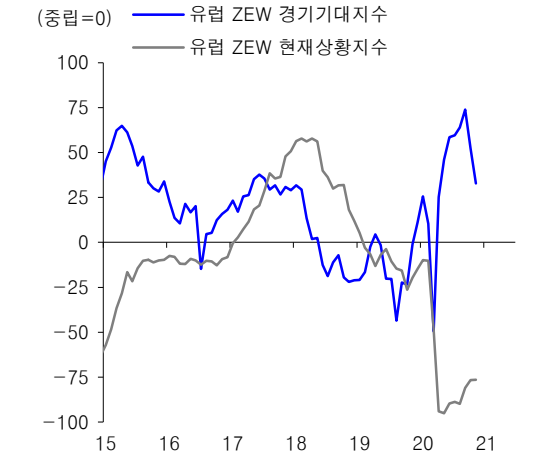
### 2021년 중국 GDP, 7.4% 성장하나 부양책 지속 관건




자료: CEIC, 유진투자증권

- 중국정부는 2021−2035 년에 GDP 를 두 배로 늘린다는 장기 목표를 설정했는데, 동 목표를 달성하려면 향후 **15 년 동안 연평균 4.5% 성장이 필요**함.
- 특히, 중국정부가 내수위주의 자립경제에 비중을 둔 쌍순환 발전 전략을 채택함에 따라 **2021 년 중국경제의 향방은 내수 회복에 필요한 경기부양책의 지속**에 달림.
- **2021 년 중국 GDP 가 2020 년 1.8% 성장에서 7.4% 성장으로 확대되나 부양책의 약화 가능성이 부담**임.

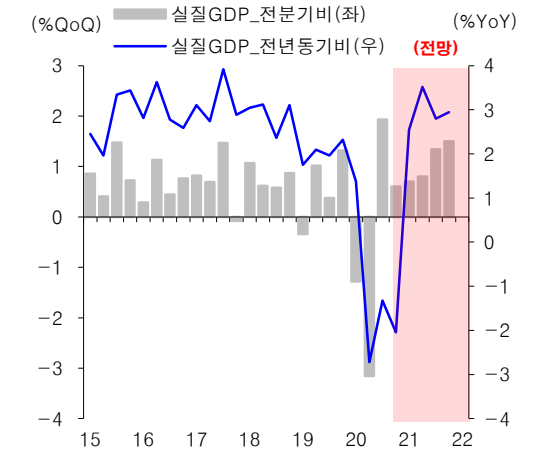
### 2021년 유로존 GDP, 4.3% 성장하나 관광 회복이 관건




자료: Bloomberg, 유진투자증권

- 2021 년 유로존 경제 역시 다른 주요국처럼 2021 년에 회복되나 **미국과 중국에 비해서는 상대적으로 개선폭이 약할 전망**임. 2021 년에 해외 관광이 활성화되지 않을 경우 **유로존 경제에서 가장 비중이 큰 서비스업 회복이 더딜 수 있기 때문**임.
- 2020 년에 7.3% 역성장하여 선진국 가운데 타격이 가장 컸던 **유로존 GDP 는 2021 년에 4.3% 성장**하여 상대적으로 성장 회복의 정도가 작을 전망임. 세계교역 회복에 의한 수출 회복이 관건임.

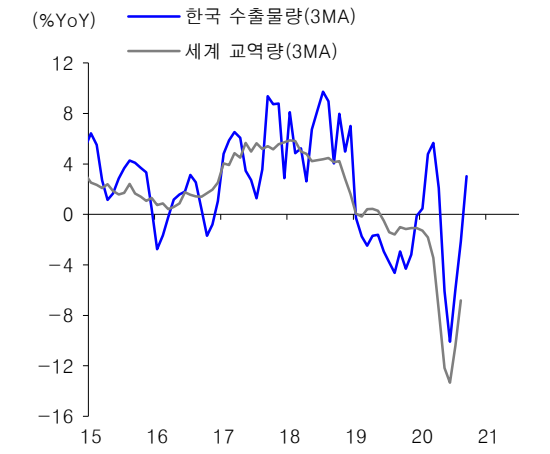
### 2021년 한국 GDP, 소비와 투자 주도로 3.0% 성장 예상




*자료: 한국은행, 유진투자증권*

- 2020 년 팬데믹 국면에서 상대적으로 선방했던 **한국경제는 2021 년 세계경제 회복국면에서도 내수와 수출의 동반 회복에 힘입어 돋보이는 경제**가 될 전망임.
- **2021 년 한국 GDP 는 2020 년의 1.2% 역성장에서 벗어나 3.0% 성장으로 회복**될 전망임. 민간소비와 설비투자가 내수 회복을 견인하는 반면, 건설투자는 상대적으로 회복세가 미약할 가능성이 높아 보임.
- 2021 년 경제 성장세가 개선되나 성장 활력의 확충은 아님. 고령화와 높은 대외의존도 등의 취약점은 여전함.

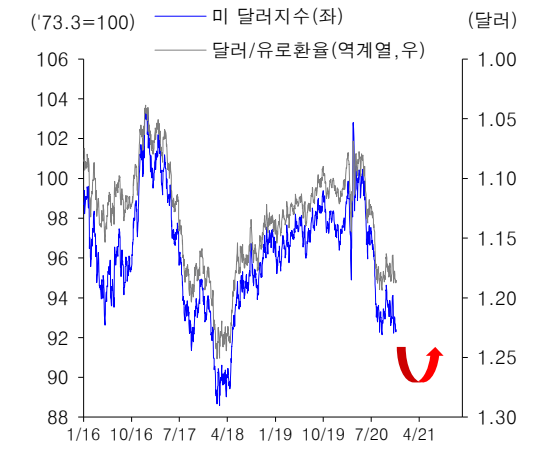
### 2021년 한국 수출, 세계교역 회복으로 9.2% 증가 예상




*자료: CPB, 한국은행, 유진투자증권*

- 2021 년 한국경제가 이머징 경제 가운데 돋보일 수 있는 영역이 수출임. **한국 수출이 세계교역에 탄력적 속성**을 지님에 따라 2021 년 세계 교역이 회복될 경우 수출 회복 정도가 확대될 가능성이 높기 때문임.
- **2021 년 수출이 전년동기비 9.2% 증가하여 3 년만에 증가세로 반전**되며, 수입 역시 내수 회복에 힘입어 전년동기비 9.6% 증가할 전망임. 상반기에는 기저효과, 하반기에 백신 보편화에 따른 세계교역 확대 효과가 작용할 전망임.

### 2021년 미 달러지수, 약세기조 하에 상저하고 패턴 예상




*자료: Bloomberg, 유진투자증권*

- **2021 년 미 달러지수는 상반기에 90 선 내외로 하락하는 달러 약세 기조가 전개되나 하반기에는 95 선 내외로 반등하는 상저하고** 흐름을 보일 전망임.
- 상반기에는 글로벌 자금의 위험자산선호 확대가 미 달러지수를 지배하나, 하반기에는 유로존보다 미국 경제성장세가 양호한 가운데 Fed 보다 ECB 의 금융완화기조가 상대적으로 강할 가능성이 높기 때문임.
- **2021 년 원/달러환율은 연평균 1,080 원 및 연말 1,050 원을 보일 전망**임. 미 달러지수의 원화 강세 압력은 약화되나 위안화 절상 가능성이 높기 때문임.

# Contents

**I. 2021 년 세계경제, 굴곡진 정상화 예상 ..... 8**
IMF 경제 전망의 특징 1. 상방 리스크 < 하방 리스크 ..... 8
IMF 경제 전망의 특징 2. 팬데믹, 세계경제에 영구적 타격 ..... 9
2021 년 세계경제, Curvy Normalization 국면 ..... 11

**II. 2021 년 세계경제의 3 가지 굴곡요인 ..... 12**
코로나 19 백신의 게임 체인저 여부 ..... 12
선진국 정책당국의 경기부양기조 지속 여부 ..... 17
바이든 시대의 미중 갈등 확산 여부 ..... 21

**III. 2021 년 미국, 중국, 유로존 경제 전망 ..... 25**
미국 경제, 3.6% 역성장에서 4.3% 성장으로 회복 ..... 25
중국 경제, 기저효과 힘입어 7.4% 성장 예상 ..... 33
유로존 경제, 연간 4.3% 성장하는 완만한 회복 ..... 39

**IV. 2021 년 한국 경제 전망 ..... 45**
2021 년 GDP, 3%대 성장세로 회복 예상 ..... 45
내수경기, 민간소비와 설비투자 주도로 회복 ..... 47
수출경기, 바이든 시대 세계교역 회복의 수혜 가능성 ..... 50
2021 년 정부정책 진단 ..... 51

**V. 2021 년 미 달러지수 및 원화환율 전망 ..... 52**
미 달러지수, 하락기조 위치하나 하반기 반등 예상 ..... 52
원/달러환율, 하락기조 하에 연말 1,050 원 예상 ..... 54

# I. 2021 년 세계경제, 굴곡진 정상화 예상

## IMF 경제 전망의 특징 1. 상방 리스크 < 하방 리스크

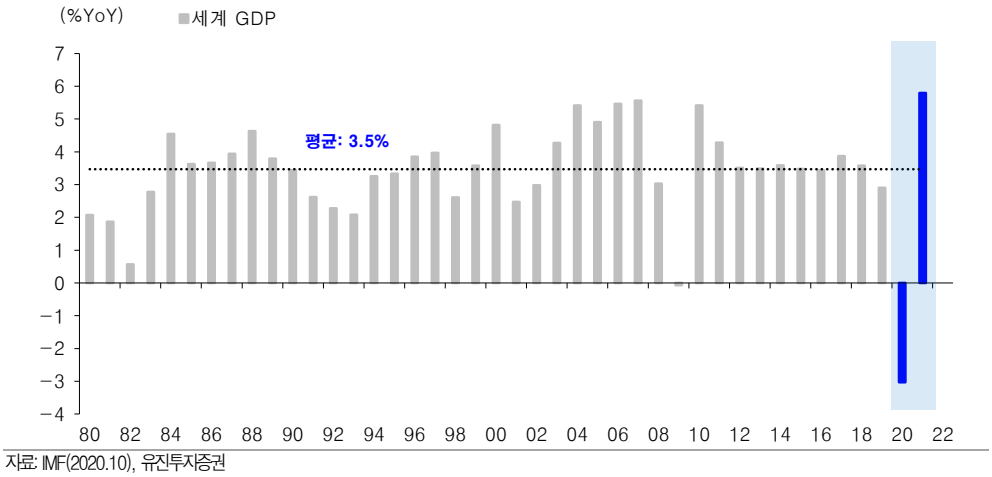
2021 년 세계경제가 정상화되리라는 기대가 높다. 화이자와 바이오엔테크에 이어 모더나도 3 차 임상시험에서 예방효과가 큰 코로나19 백신 개발에 성공했기 때문이다. 2021 년 중반 **백신 접종이 보편화되면, 코로나19 감염에 대한 두려움이 없어지며 코로나19 이전의 정상적 경제활동으로 회귀**가 가능해진다.

10 월 IMF 전망에 나타난 2021 년 세계 GDP 는 동 가능성을 뒷받침한다. **2020 년에 4.4% 역성장한 세계 GDP 는 2021 년에 5.2% 성장으로 반등**한다. 선진국과 이머징 GDP 도 2020 년 각각 5.8% 및 3.3% 역성장에서 2021 년에는 3.9% 및 6.0% 성장으로 큰 폭 회복된다(도표 1).

그러나 **IMF 경제 전망에는 주목해야 할 두 가지 특징**이 있다. 첫 번째 특징은 코로나19 백신의 실제 성패에 따라 경제성장의 상하방 리스크가 상존한다는 점이다. 문제는 **IMF 의 2021 년 전망에서 상방 리스크보다 하방 리스크를 훨씬 크게 보았다는 점**이다.

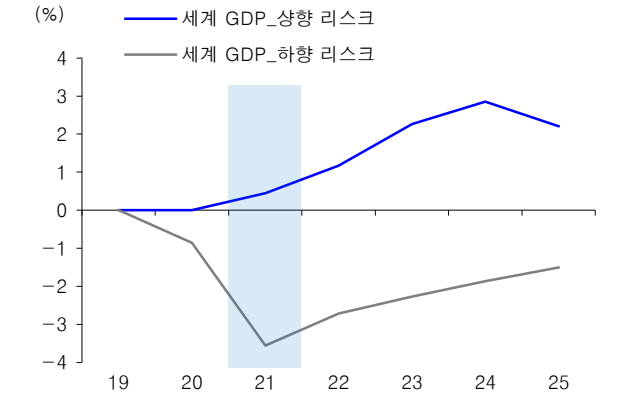
**상방 시나리오에서는 2021 년 세계 GDP 가 0.4% 상향 조정되는 반면, 하방 시나리오에서는 3.6% 하향 조정**된다. 코로나19 백신의 실제 예방효과에 따른 2021 년 세계 GDP 의 상하방 영향이 비대칭적임을 시사한다. 미 대선 이후 글로벌 자금의 위험자산선호 확대에서 나타나듯이 2021 년 세계경제 회복에 대한 기대가 높다. 그러나 2021 년 세계경제는 높은 하방 위험이 상존한다(도표 2, 3).

도표 1 IMF 의 2021 년 세계 GDP 전망, 1980 년 이래 최고치인 5.2% 성장



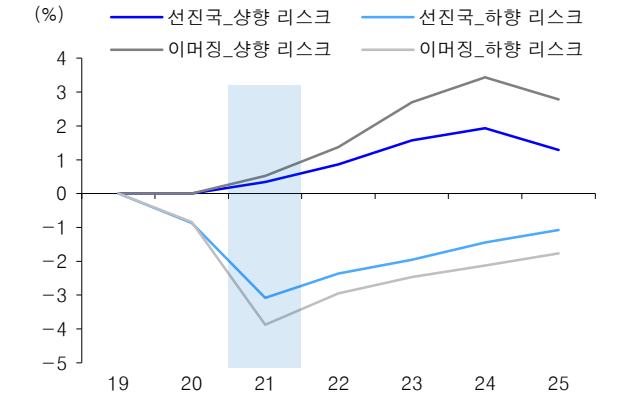

자료: IMF(2020.10), 유진투자증권

도표 2 특징 1. 백신 성패에 따라 상하방 리스크 비대칭적




자료: IMF(2020.10), 유진투자증권

도표 3 선진국 및 이머징의 상하방 리스크도 비대칭적




자료: IMF(2020.10), 유진투자증권

## 특징 2. 팬데믹, 세계경제에 중장기 영구적 타격

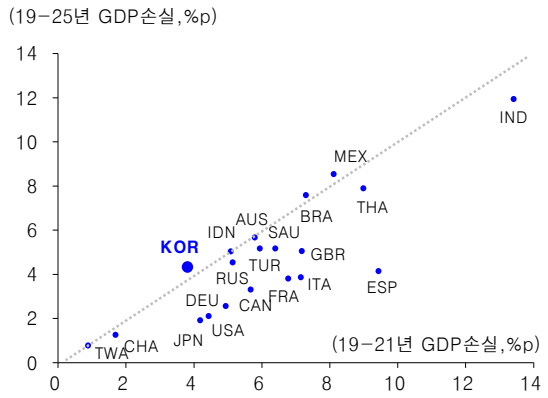
두 번째 특징은 **코로나19 팬데믹이 세계경제에 영구적 타격을 가하리라고 본 점**이다. <도표 4>는 팬데믹 이전인 올 1 월 GDP 전망과 팬데믹이 반영된 10 월 GDP 전망 간의 국가별 2019-2021 년 GDP 손실과 2019-2025 년 GDP 손실을 나타낸다. <도표 5>는 1 월과 10 월 전망 간에 선진국과 이머징의 1 인당 GDP 누적 성장률 간의 차이를 나타낸다.

IMF 의 10 월 전망에서 2025 년 세계 GDP 는 1 월 전망에 비해 5.3% 낮아지며, 2019 년-2025 년 1 인당 GDP 누적성장률은 선진국의 경우 7.4%에서 4.7%로, 이머징의 경우는 22.2%에서 15.5%로 낮아진다(도표 4, 5).

**2019 년 10 월 전망과 2020 년 10 월 전망에 나타난 G7 GDP 를 비교하면, 2024 년에 거의 3% 가까이 낮아진다.** G7 경제의 잠재 GDP 성장률 역시 코로나 19 팬데믹으로 인해 3% 내외 줄어든다. 따라서 IMF 는 팬데믹이 공급측면의 잠재 성장력뿐만 아니라 수요측면에서도 사회적 거리두기 및 생활방역 확산에 의한 수요패턴의 변화 등을 통해 구조적 타격을 입혔다고 본다(도표 6, 7).

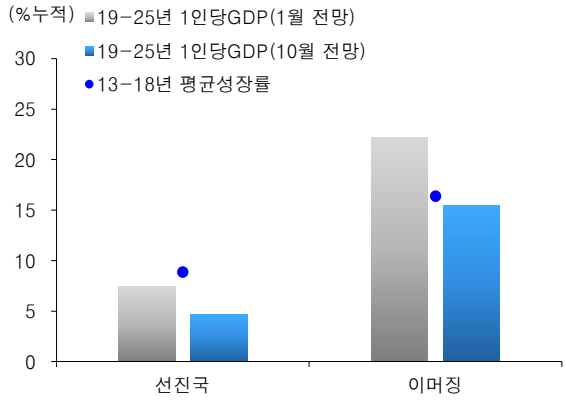
**코로나19 백신 및 치료제는 2021 년 세계 GDP 의 반등 정도뿐만 아니라 세계경제의 중장기 구조 악화 여부를 좌우**한다. IMF 에 의하면 코로나19 백신 및 치료제에 대한 기대가 높지만, 세계경제가 팬데믹 충격에서 충분히 벗어날지는 불확실하다. 10 월 IMF 세계경제 전망 보고서에 나타난 우려를 기우로만 보기는 어렵다.

도표 4 19-21 년 vs. 19-25 년 주요국 GDP 손실



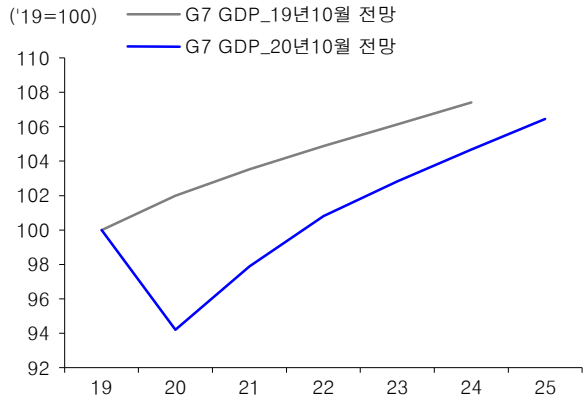

자료: IMF(2020.10), 유진투자증권
참조: IMF 의 올 1 월 전망과 10 월 전망 간에 나타난 주요국의 GDP 손실

도표 5 팬데믹 전후 19-25 년 1 인당 GDP 성장률 비교



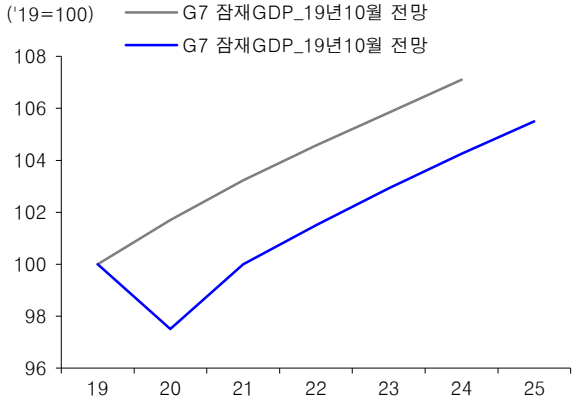

자료: CEIC, 유진투자증권
참조: IMF 의 1 월 전망과 10 월 전망 간의 선진국과 이머징의 1 인당 GDP 누적성장률

도표 6 팬데믹 이후 2024 년 G7 GDP, 3% 가까이 하락




자료: IMF(2020.10), 유진투자증권

도표 7 팬데믹 이후 2024 년 G7 잠재 GDP, 3% 하락




자료: IMF(2020.10), 유진투자증권

## 3 분기 세계경제의 쉬운 반등, 2021 년 예고력 미미

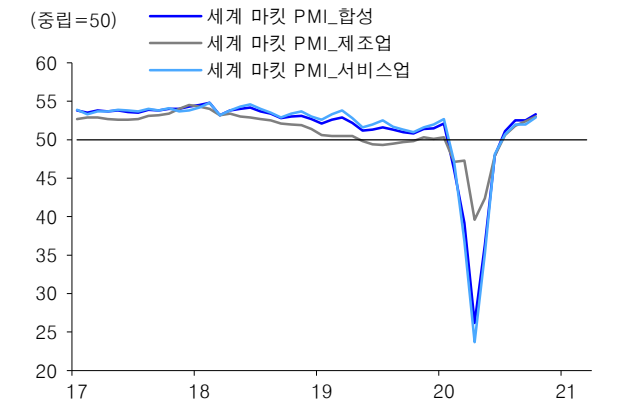
1 분기에 세계경제를 강타한 코로나 19 팬데믹이 영구적 타격을 가할지 아니면 다른 외생 변수처럼 일시적 충격에 그치는 일회성 이벤트로 마무리될지는 불확실하다. 관건은 팬데믹으로 인해 무너진 세계 GDP 가 정상 수준으로 복원하는 데 걸리는 기간에 달려 있다.

**2020 년 세계경제는 2 분기 붕괴 이후 3 분기에 가파르게 회복**되었다. 3-5 월에 월평균 33.9 로 급락했던 마킷 세계 합성 PMI 는 7-10 월에 월평균 52.4 로 급등했고, 8 월 세계 산업생산 및 교역량은 2017 년 평균 수준에 근접했다. 8 월 주요국 제조업 생산은 팬데믹 직전인 2019 년 12 월에 못 미쳤지만 주요국 소매판매는 이미 이를 넘어섰다(도표 8-11).

2020 년 흐름만 보면, 코로나19 팬데믹의 세계경제 영향은 일시적일 가능성이 높다. 그러나 **3 분기 세계경제의 반등은 쉬운 회복(easy recovery)에 해당**한다. 전면 봉쇄된 경제활동이 재개된 데 따른 당연한 성장 회복인 동시에 각국 정부의 재정과 통화정책 모두 경기부양에 올인한 결과이기 때문이다.

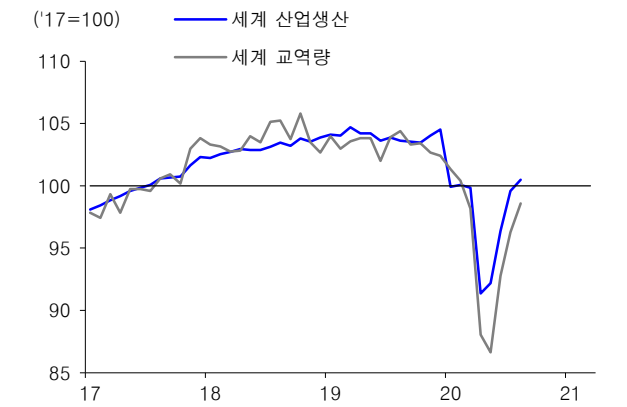
올 겨울 세계경제는 쉬운 반등을 뒤로 한 채 동절기 코로나19 재확산 및 경기부양책 소진이라는 걸림돌에 직면해 있다. 연말 연초 세계경제가 재차 성장세가 약화되는 더블 딥을 보일 가능성조차 배제할 수 없다. **2021 년 세계경제가 기댈 언덕은 오로지 코로나19 백신의 보편적 접종 성공**이다.

도표 8 3 분기 세계경제 쉬운 회복 1. 마킷 세계 PMI 급등



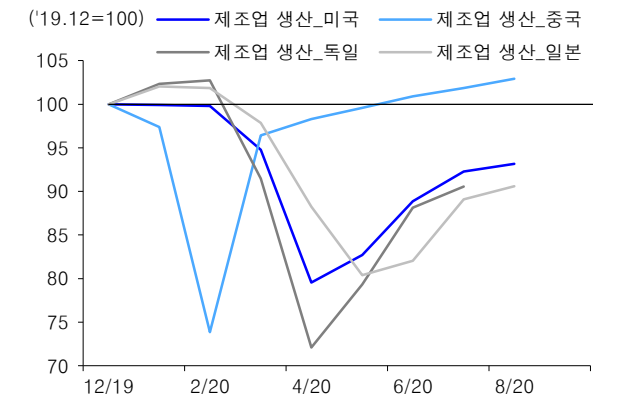

자료: Bloomberg, 유진투자증권(2020 년 10 월 기준)

도표 9 회복 2. 세계 산업생산, 팬데믹 이전 수준 상회



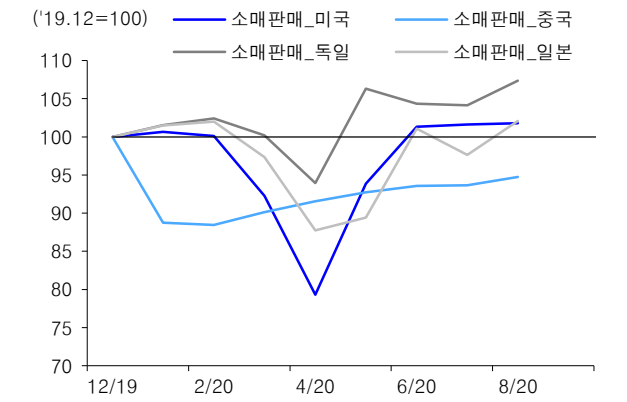

자료: CPB, 유진투자증권(2020 년 8 월 기준)

도표 10 회복 3. 주요국 제조업 생산, 팬데믹 이전 하회하나




자료: IMF(2020.10), 유진투자증권(2020 년 8 월 기준)

도표 11 소매판매는 부양책에 힘입어 팬데믹 이전 상회




자료: IMF(2020.10), 유진투자증권(2020 년 8 월 기준)

## 2021 년 세계경제, Curvy Normalization 국면

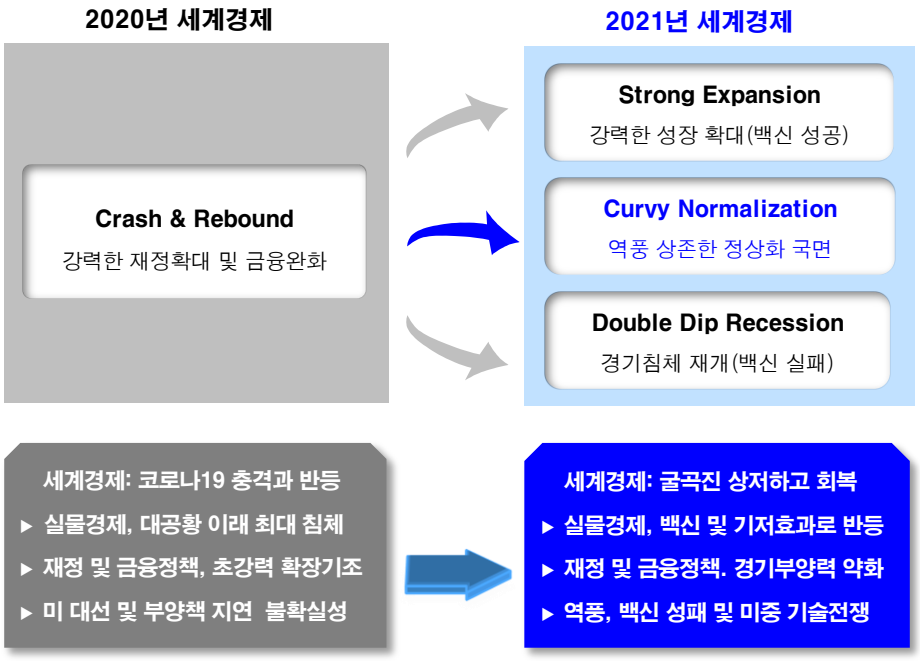
**2021 년 세계경제는 '굴곡진 정상화(Curvy Normalization)' 국면 하에 '상저하고' 흐름이 전개**된다는 시각을 제시한다.

첫째, **2021 년 세계경제 성장세가 2020 년에 비해 큰 폭 반등하는 회복국면에 위치**한다고 본다. 2020 년 세계 GDP 의 역성장에 따른 긍정적 기저효과와 백신 접종에 따른 경제활동 점진적 정상화가 진행되기 때문이다. 2021 년 세계경제가 코로나 19 백신 접종의 성공을 통해 본격 회복되는 강한 확장국면이나 백신 예방효과 실패로 인해 재차 극심한 침체에 빠져드는 이중침체 국면을 보일 가능성은 크지 않다. 2021 년 세계경제는 점진적 정상화에 의한 회복국면이 전개되나 역풍이 상존하는 굴곡진 흐름이 예상된다(도표 12).

둘째, **2021 년 세계경제는 전분기비 성장률 측면에서 상반기보다 하반기가 높아지는 '상저하고' 흐름**이 예상된다. 개발된 백신이 보편화되는 시기가 2 분기 중반이 될 가능성이 높기 때문이다. 따라서 상반기에는 코로나 19 가 여전히 경제활동을 제약한다.

**2021 년 세계경제가 회복되지만 그 과정이 순탄하지만은 않을 가능성**이 있다. 연말 글로벌 증시는 2021 년 세계경제에 대한 장밋빛 전망에 무게를 두고 있다. 따라서 2021 년 세계경제 전망은 방향성보다 오히려 예상하지 못했던 복병이 무엇일지에 주목해야 한다. 다음 장에서는 2021 년 세계경제의 굴곡진 회복을 예상하게 하는 요인과 그 영향을 진단한다.

도표 12 2021 년 세계경제, 굴곡진 정상화(Curvy Normalization) 국면 예상




자료: 유진투자증권

## II. 2021 년 세계경제의 3 가지 굴곡요인

### 1. 코로나19 백신의 게임 체인저 여부

**2021 년 세계경제 향방을 좌우하는 가장 영향력이 큰 변수는 코로나19 백신 및 치료제**이다. 11 월 중순 미국 국립보건원(NIH)에 등록된 코로나19 전체 임상시험 1,544 건 가운데 백신은 107 건으로 6.9%, 치료제는 1,437 건으로 93.1%를 차지했다. 이중 개발 마지막 단계인 임상 3 상의 비중은 백신 임상이 44 건으로 41.1%, 치료제 임상이 433 건으로 30.1%이다.

11 월 중순 미국 제약업체인 화이자와 모더나 및 독일 제약업체인 바이오엔테크가 연이어 코로나19 백신에 대한 3 상 임상시험 결과를 발표했다. 이들 **제약업체가 개발한 백신 후보의 예방률은 95%**에 달하며, 화이자와 바이오엔테크는 연령과 인종 분포에서 고른 예방효과를 보였다고 발표했다. 코로나19 백신이 안전 문제를 극복하면 광범위한 백신 보급을 통해 코로나19 를 극복하게 된다. 감염병 백신 개발에 소요되는 기간은 통상 10 년인데, 전세계의 연구 자원이 집중된 결과 1 년만에 백신 개발에 성공했다(도표 13, 14).

이들 제약업체는 미국 식품의약국(FDA)에 긴급 사용 신청을 할 예정이며, FDA 는 12 월 8-10 일 경에 백신 승인을 위한 핵심 절차인 자문그룹을 소집할 예정이다.

안전한 코로나19 백신이 광범위하게 보급되면 2021 년 세계경제는 코로나19 라는 터널에서 벗어난다. 그러나 코로나19 백신이 2021 년 세계경제에 게임 체인저가 될지 아니면 믿는 도끼에 발등을 찍힐지는 아직 불확실하다.

보도에 의하면, 코로나19 백신은 2021 년 세계경제에 게임 체인저가 될 가능성이 높다. 감염병 종류별 백신의 유효성에서 화이자와 모더나가 95%의 예방효과와 높은 안정성을 보였기 때문이다. **미국 FDA 가 승인한 백신이 2,500 만명에 공급되는 시점은 2021 년 2 분기 중반** 경으로, 미국 시장조사기업인 입소스의 조사에 의하면 **미국민의 73%가 기꺼이 백신을 맞을 가능성**이 높다. 2021 년 세계경제는 하반기에 코로나19 이전으로 복귀할 수 있다(도표 15-17).

도표 13 코로나19 백신 개발 소요기간, 일반적인 10 년이 아닌 1 년

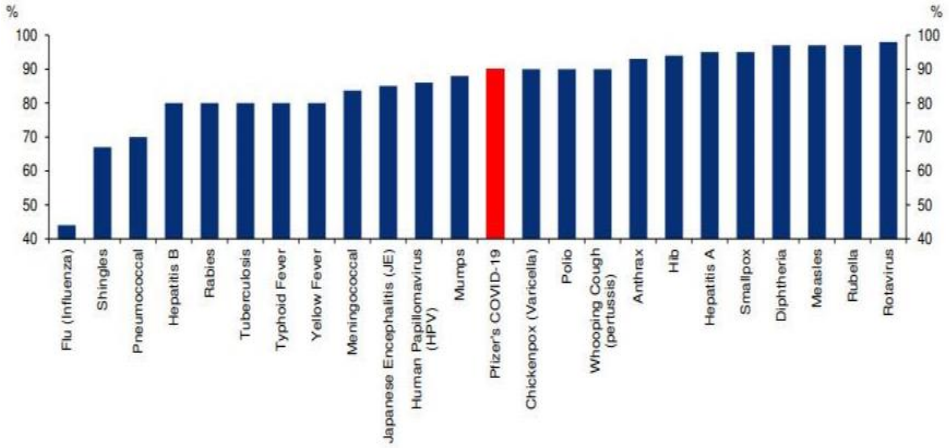
자료: BofA, 유진투자증권

도표 14 3 상 임상 진행 중인 코로나19 백신 개발 현황

| 기업명 | 유형 | 투약횟수 | 임상실험 참가자(명) |
|---|---|---|---|
| Johnson & Johnson | Viral vector 1 | 1 | 60,000 |
| AstraZeneca/Oxford university | Viral vector 2 | 2 | 50,000 |
| Novatax | Inactivated 2 | 2 | 45,000 |
| Pfizer/BioNTech | mRNA | 2 | 43,998 |
| Gamaleya(Sputnik V) | Viral vector 2 | 2 | 43,600 |
| Moderna | mRNA | 2 | 30,000 |
| Sinovac | Inactivated 2 | 2 | 27,980 |

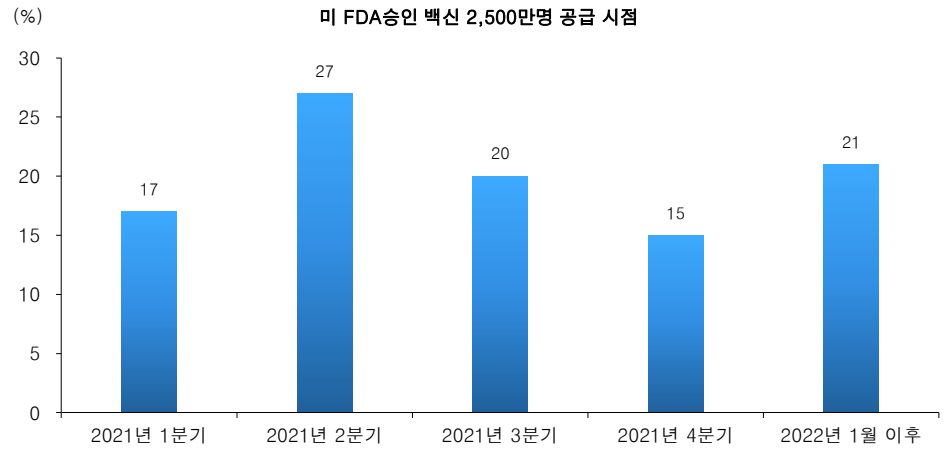
자료: The Economist, 유진투자증권

도표 15 감염병 종류별 백신의 유효성 비교: 화이자 및 모더나 코로나19 백신, 95% 면역효과



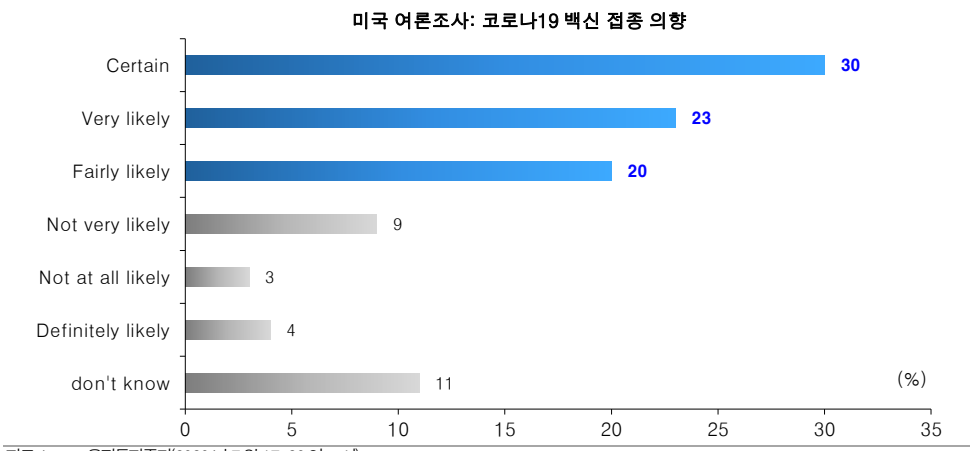

자료: Deutsche Bank, 유진투자증권

도표 16 미국 FDA 가 승인한 코로나19 백신 2,500 만명 공급 시점, 2021 년 2 분기




자료: Good Judgment Inc. 유진투자증권
참조: 2020 년 11 월 20 일 기준

도표 17 미 국민, 코로나19 백신 접종 의향 조사에서 73% 찬성




자료: Ipsos. 유진투자증권(2020 년 7 월 17-20 일 조사)

## 문제는 코로나19 백신 보급의 시차와 실제 면역효과

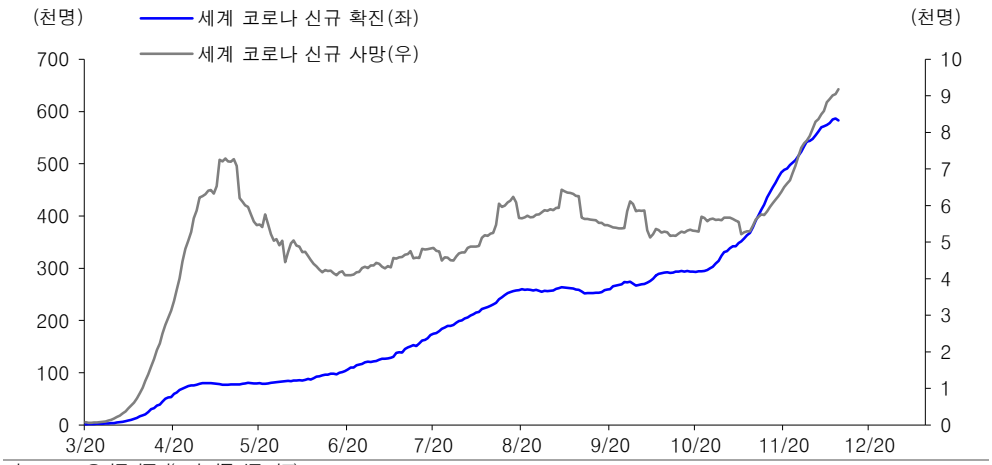
동절기를 앞두고 **세계 주요국은 재차 코로나19 감염 물결에 직면**했다. 11 월 중순 세계 코로나19 신규 확진자는 7 일 이동평균 기준으로 58.3 만명을 기록하여 사상최고치 경신 행진을 이어가고 있고, 코로나19 신규 사망자 역시 9,183 만명을 기록하여 지난 4 월 중순의 7 천명선을 훌쩍 넘어섰다(도표 18).

**미국과 유로존에서 특히 극심**하다. 미국은 11 월 중순에 일일 신규 확진자가 16 만명선에 달하며 지난 2 차 감염 물결 당시의 6 만명선대를 두 배 이상 상회했다. 두 번째 감염 물결에 휩싸인 유로존은 지난 4 월에 비해 7 배 이상 확대되었다. 다행히 미국과 유로존에서 코로나19 신규 사망은 아직 종전 수준을 넘지 않았지만, 이 역시 시차를 두고 증가할 가능성이 있다(도표 19, 20).

코로나 19 백신이 2021 년 세계경제의 게임 체인저가 될 가능성이 높지만, 두 가지 불안요인이 있다. 그 하나는 **백신이 광범위하게 접종되는 시점이 2021 년 2 분기 중반일 가능성**이 높다는 점이다. 따라서 2021 년 1 분기에는 각국 정부가 세계경제가 코로나19 확산을 차단하기 위한 방역 강화에 나설 수밖에 없고 이는 세계경제가 회복되기에 앞서 침체됨을 시사한다.

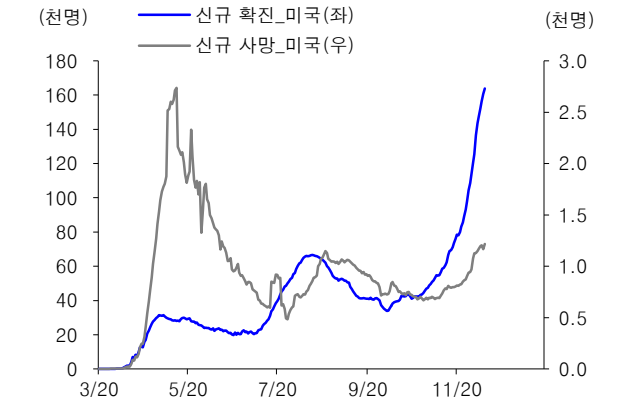
다른 하나는 보다 본질적인 문제이다. 코로나19 백신 개발은 1 년이라는 단기간에 이루어졌다. **코로나19 바이러스의 변종이나 실제 예방효과, 부작용 등과 관련하여 충분한 검증이 이루어지지 못했다.** 만일 면역효과가 기대에 못 미칠 경우 2021 년 세계경제는 걷잡을 수 없는 코로나19 확산에 직면한다.

도표 18 늦가을 세계 코로나19 신규 확진, 세 번째 감염 물결 직면



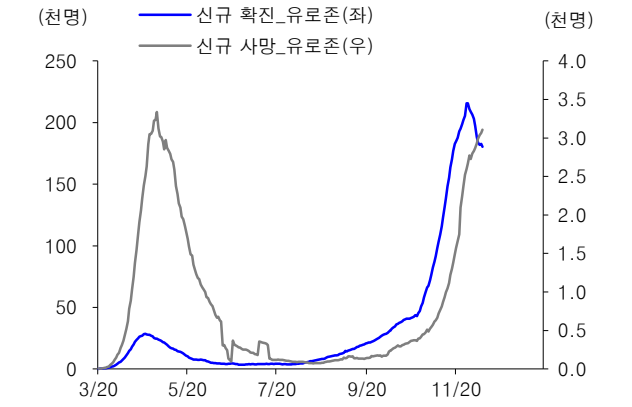

자료: CEIC, 유진투자증권(7 일 이동평균 기준)

도표 19 11 월 중순 미국 신규확진, 7 월의 2.5 배로 확대




자료: CEIC, 유진투자증권(7 일 이동평균 기준)

도표 20 11 월 중순 유로존 신규확진, 4 월의 7 배로 확대




자료: CEIC, 유진투자증권(7 일 이동평균 기준)

## 우리의 판단, 백신의 경제회복은 하반기에 본격화

코로나19 는 2021 년에도 세계경제의 회복을 저해하거나 이중침체를 초래할 수 있는 잠재적 불안요인이다. 만일 코로나19 가 걷잡을 수 없이 재확산되어 주요국이 강력한 봉쇄조치를 단행한다면 2020 년 2 분기와 같은 경제 충격도 재현될 수 있다.

그러나 우리는 **2021 년에 코로나19 가 설령 확산되더라도 세계경제에 미치는 침체 영향은 상당폭 축소될 가능성**에 비중을 둔다. 먼저, 2021 년에는 코로나19 의 감염 행태 및 정부 대응조치 등에서 2020 년과 상당한 차이가 예상되기 때문이다. 백신 및 치료제 상용화 가능성을 차치하더라도 검사 및 추적 등 방역조치 면에서 2020 년 경험은 2021 년에 타산지석이 된다. 2021 년에 코로나19 감염률 및 사망률은 2020 년에 비해 하락할 가능성이 높다(도표 21).

다음으로 **코로나 19 백신이 세계경제에 미치는 영향은 상반기보다 하반기에 본격화**될 가능성이 높다. 2021 년 세계경제에 대해 '상저하고' 흐름을 전망하는 이유이다.

정부뿐만 아니라 가계 및 기업 등 민간부문의 경제주체도 코로나19 에 적응했다. 정부의 코로나 19 방역을 위한 사회적 거리두기 정책은 2020 년 하반기의 경험을 살려 **전면 경제봉쇄가 아닌 표적 부분 봉쇄를 이어갈 가능성**이 높다. 민간 부분 역시 이미 비대면 체제에 적응함에 따라 정부의 봉쇄조치가 강화되더라도 온라인 비대면 소비망 구축에 의해 소비 위축 영향이 크지 않을 수 있다. 다만, 관광 목적의 해외 여행은 2021 년에 상당부분 제한정책이 유지될 가능성이 높다.

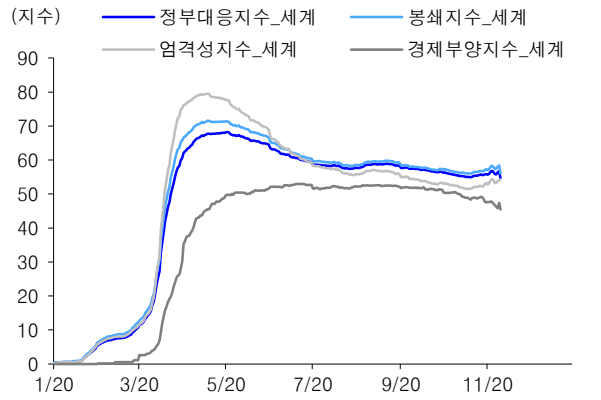
<도표 22-27>은 세계와 주요국의 코로나19 에 대한 정부대응 및 봉쇄, 엄격성, 경제부양 정도를 나타낸다. 이를 통해 11 월 들어 주요국에서 코로나19 신규 확진이 확산되었지만, **정부 대응 및 봉쇄, 엄격성지수 등이 지난 3-4 월에 비해 높아지지 않았음**을 알 수 있다. 특히 4 월 전후에 80 선을 상회했던 엄격성지수는 11 월에 50-60 대로 낮아졌다. 2021 년 세계경제가 코로나19 영향에서 점차 둔감해지고 있음을 시사한다(도표 22-27).

도표 21 2020 년 및 2021 년 코로나19 주요 이슈 비교

| 구분 | 2020 년 | 2021 년 |
|---|---|---|
| 감염 행태 | ▪ 11 월 중순 세계 코로나19 누적 확진, 5,500 만명 (세계 인구의 0.6%)<br>▪ 주기성, 방역 강도에 따라 확산과 진정 반복<br>▪ 계절성, 동절기 확산 및 하절기 진정 반복 | ▪ 2020 년에 비해 감염규모 둔화 가능성 (백신 상용화로 하반기 감염규모 축소)<br>▪ 주기성, 상시적 방역조치로 집단 감염 축소<br>▪ 계절성, 봄철 확산 이후 여름철 진정 흐름 지속 |
| 사망률 | ▪ 11 월 중순 세계 코로나19 누적 사망, 133 만명 (세계 인구의 0.01%로 선진국 사망자 확대)<br>▪ 사망률, 7.3%(4 월) 고점 이후 2.4%로 하락 | ▪ 병원의 대응능력(치료제 및 백신) 향상에 따라 사망률 하락세 지속<br>▪ 사망률, 상반기 2% 내외 및 하반기 1% 중반 예상 |
| 검사 | ▪ 코로나19 검사, 세계 인구의 10% (인구대비 선진국 27%, 개도국 7% 수준)<br>▪ 검사 결과 확인, 평균 2-3 일 소요 | ▪ 코로나19 검사, 정부 지원 통해 큰 폭 확대<br>▪ 공공 및 민간, 체온 체크 등 코로나19 방역 확대<br>▪ 검사 결과 확인 단축, 평균 1 일 내외 |
| 추적 | ▪ 코로나19 감염자 추적 제한적<br>▪ 법적 근거 미미 및 인권 침해, 정부 강제력 부족 선진국 정부의 소극적 대응 등에 기인 | ▪ 코로나19 감염자 추적 능력 향상<br>▪ 코로나19 감염 진정의 효과 입증 따라 정부 및 민간의 자발적 협력 확대 |
| 락다운/사회적 거리두기 | ▪ 사회적 거리두기 시행<br>▪ 전면 경제봉쇄에서 표적 경제봉쇄로 이행 | ▪ 사회적 거리두기 지속<br>▪ 경제봉쇄 아닌 타겟지역 방역조치 강화로 전환 |
| 해외여행 | ▪ 필수적이 아닌 해외 여행(관광) 제한<br>▪ 코로나19 검진 및 일정기간 의무적 격리 시행 | ▪ 백신 및 치료제 상용화로 해외 여행 점진적 허용<br>▪ 일정기간 격리 및 관광 목적 해외여행 제한 지속 |

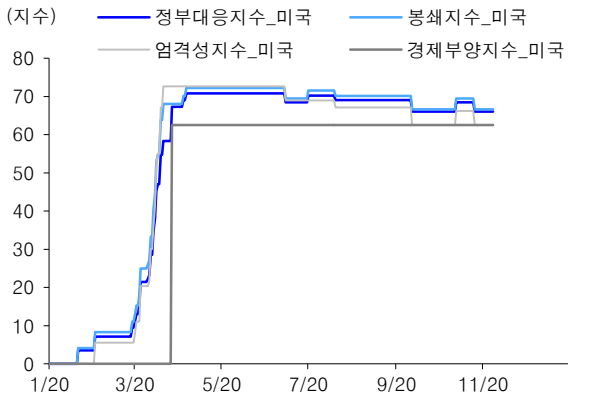
자료: 유진투자증권

도표 22 세계 정부대응지수, 4 월 68→ 11 월 54



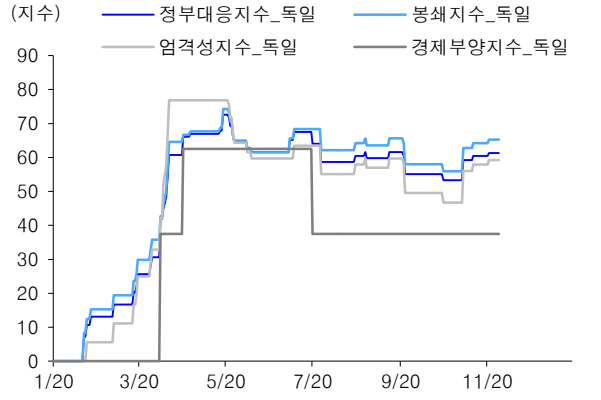

자료: Oxford COVID-19 Government Response Tracker, 유진투자증권

도표 23 미국 정부대응지수, 4 월 71→ 11 월 66



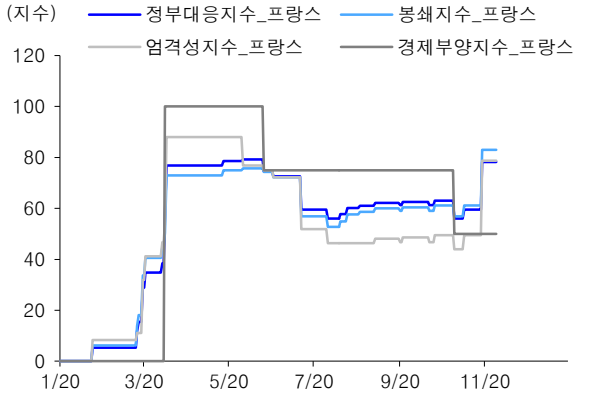

자료: Oxford COVID-19 Government Response Tracker, 유진투자증권

도표 24 독일 정부대응지수, 4 월 73→ 11 월 61



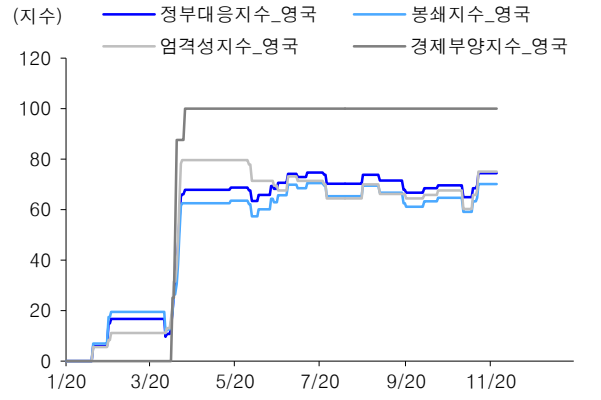

자료: Oxford COVID-19 Government Response Tracker, 유진투자증권

도표 25 프랑스 정부대응지수, 4 월 79→ 11 월 78



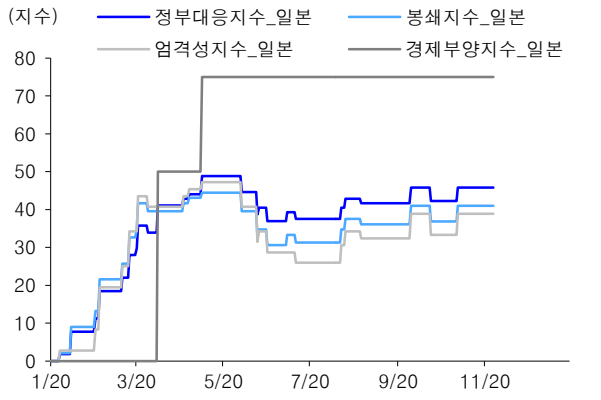

자료: Oxford COVID-19 Government Response Tracker, 유진투자증권

도표 26 영국 정부대응지수, 4 월 69→ 11 월 74




자료: Oxford COVID-19 Government Response Tracker, 유진투자증권

도표 27 일본 정부대응지수, 4 월 49→ 11 월 46




자료: Oxford COVID-19 Government Response Tracker, 유진투자증권

## 2. 선진국 정책당국의 경기부양기조 지속 여부

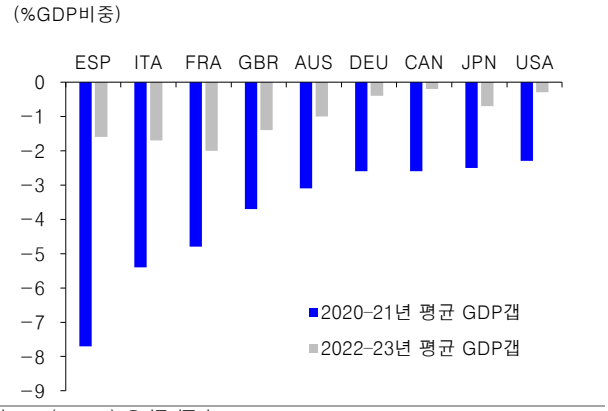
**2020 년 세계경제를 그나마 완전히 무너지지 않게 한 원동력은 주요국의 재정지출 확대 및 금융완화 정책**이다. 전자는 민간소비 증가를 통해 경제성장을 빠르게 회복시켰고, 후자는 실물경제 침체가 금융 불안으로 전이되는 복합 불황의 위험을 축소시키는 동시에 글로벌 자산시장의 강한 확장세를 유도했다.

2021 년에도 주요국 정부는 경기부양 우선적인 재정 및 통화정책 기조를 지속하리라는 기대가 높다. Fed 와 ECB 등 주요 정책 당국자 역시 코로나 19 백신 개발에 대한 기대에도 불구하고 오랫동안 금융완화기조를 지속한다는 데 이견이 없다.

근거는 두 가지이다. 그 하나는 세계경제가 선진국과 이머징을 가리지 않고 **2020-2021 년에 상당한 디플레 갭 국면에 위치**하며, 2022-2023 년에도 디플레 갭이 크게 축소되나 디플레 갭 국면에서 벗어나지 못하리라 전망되기 때문이다. 정책당국자로서는 경기부양정책 기조를 지속할 수밖에 없다(도표 28, 29).

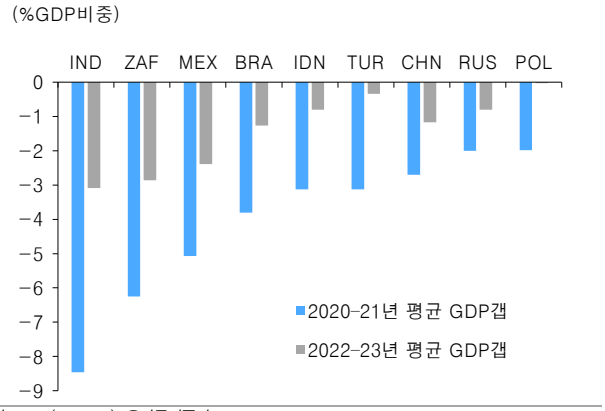
다른 하나는 **'K 형' 으로 일컬어지는 세계경제의 회복 특성**이다. 세계경제가 코로나19 발 충격에서 벗어나 회복되는 양상이 알파벳 'K' 처럼 지역, 산업, 사회계층별로 양극화되고 있기 때문이다. 이는 경제와 사회 전반에 걸쳐 불평등을 심화시키고 경제건전성을 위협한다는 점에서 정책당국이 받아들이기 어렵다. 따라서 소득 불평등 완화 차원에서의 경기부양정책 지속이 불가피하다(도표 30, 31).

도표 28 주요 선진국 경제, 2023 년에도 디플레 갭 국면



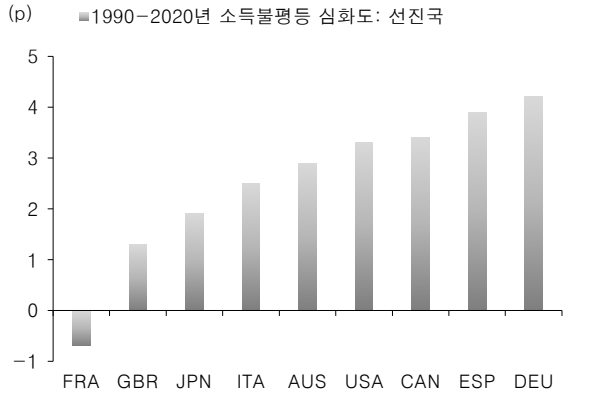

자료: IMF(2020.10), 유진투자증권

도표 29 2023 년 주요 이머징 경제 역시 디플레 갭 국면



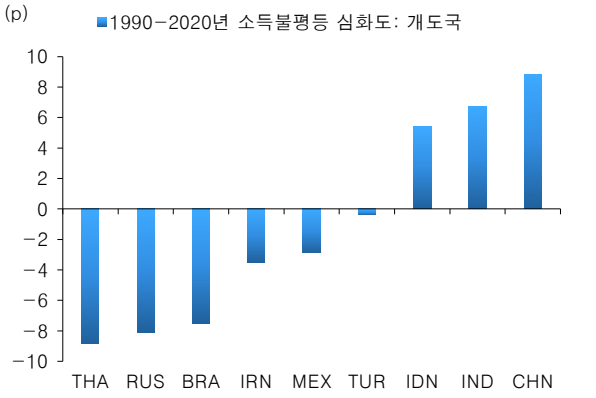

자료: IMF(2020.10), 유진투자증권

도표 30 선진국 소득 불평등, 프랑스 제외하면 대부분 심화




자료: IMF(2020.10), 유진투자증권
참조: 소득불평등 심화도, 최근 지니계수와 1990 년 지니계수 간의 차이로 측정

도표 31 이머징 소득 불평등, 인도와 중국에서 큰 폭 확대




자료: IMF(2020.10), 유진투자증권
참조: 좌동

## 2021 년 선진국 경기부양 강도의 둔화 가능성

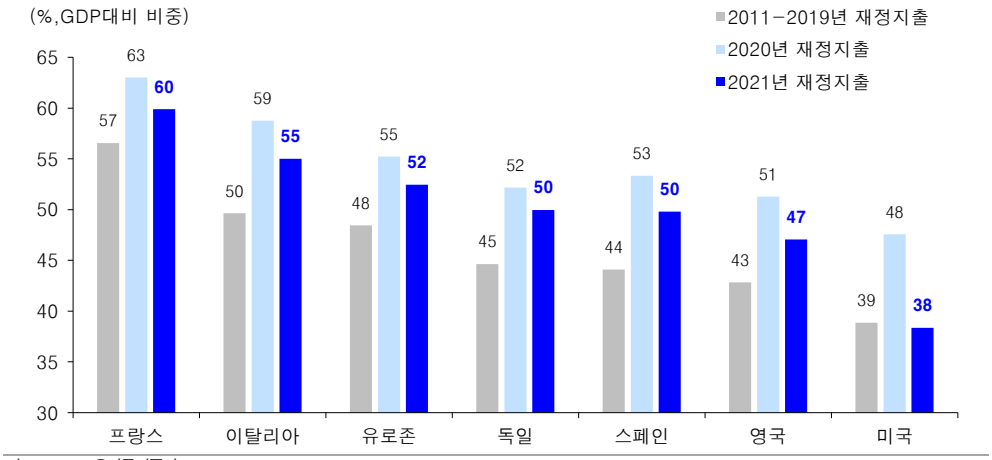
2020 년 선진국의 재정 및 금융완화 강도는 이례적일 정도로 강력하다. 따라서 2021 년에도 유사한 규모의 경기부양정책이 추진되기는 쉽지 않다. **경기부양 여력이 거의 소진되었을 뿐만 아니라 후유증을 의식**하지 않을 수 없다.

먼저, **재정정책의 추가 확대 여력이 거의 없다.** 2020 년 미국과 유로존, 중국의 GDP 대비 재정적자는 각각 18.7%, 10.1%, 15.0%에 달한다. 선진 주요국의 GDP 대비 국가부채 비중 역시 대부분 100%를 훌쩍 넘었다. 유럽연합 경제재정위원회(Ecofin)의 최근 보고서에서 선진 주요국의 2021 년 GDP 대비 재정지출 비중이 2020 년보다 줄어드나 여전히 2011-2019 년 평균을 상회한다고 추정했는데, 과도하게 추정했을 가능성이 있다(도표 32-34).

**선진국 통화정책은 2021 년에도 완화기조가 지속**될 가능성이 높다. 11 월 중순 파월 미 연준의장은 "미국경제가 코로나 19 팬데믹 이전으로 돌아가기까지는 갈 길이 멀다"고 진단했다. 비슷한 시기에 라가르드 ECB 총재 역시 "내년 상반기는 확실히 어려운 시기가 될 것이며 내년 말에 코로나 19 이전 수준을 회복하기는 어려울 것"이라고 진단했다. 선진국 10y 국채의 BEI 역시 금융완화에 필요한 저물가기조의 지속 역시 이를 지지한다(도표 35-38).

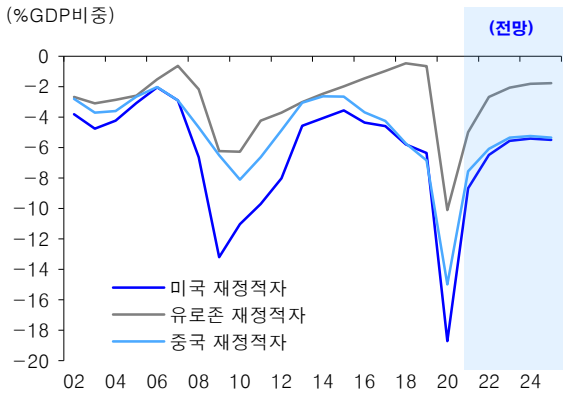
그러나 **선진국 중앙은행이 추가 금융완화에 나설 수단이 별로 없다.** 자산매입 규모를 늘리거나 듀레이션을 확대하는 정도인데, 실물경제 파급효과는 제한적이다. 오히려 2021 년 하반기에 세계경제의 정상화 기조가 확대되면 선진국 중앙은행의 통화정책 선제 가이던스가 반전될 가능성조차 있다.

도표 32 2021 년 선진국 재정지출, 2021 년보다 축소되나 대부분 2010 년대 평균 상회



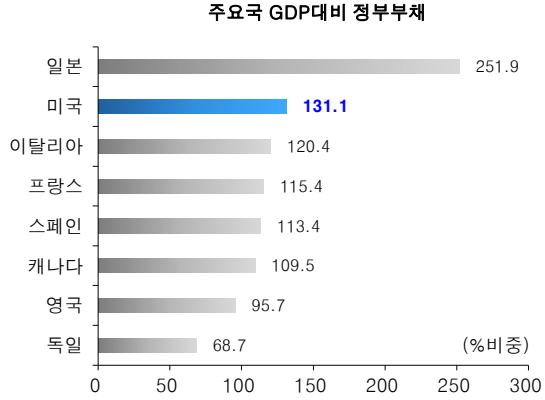

자료: Ecofin, 유진투자증권

도표 33 선진국 재정확대 부담 1. 재정적자 축소 필요



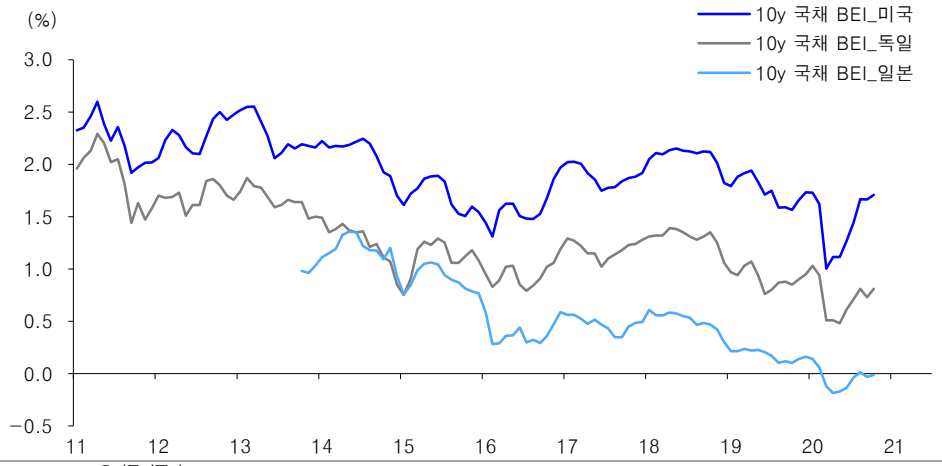

자료: IMF(2020.10), 유진투자증권

도표 34 부담 2. GDP 대비 국가부채 역시 안정화 필요



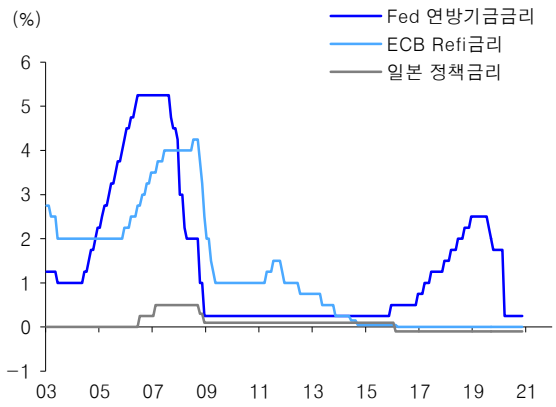

자료: IMF(2020.10), 유진투자증권

도표 35 선진국 10y 국채 BEI, 하반기 반등 불구 여전히 인플레이션 기대심리 안정 시사



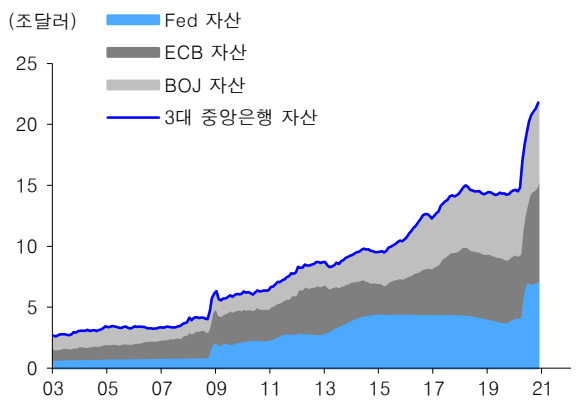

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 36 2021 년 선진국 금리정책, 정책금리 동결 지속




자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 37 2021 년 선진국 자산매입정책, 확대 여지 제한적




자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 38 2021 년 글로벌 유동성 공급, 2021 년에 비해 증가세 둔화 가능성

자료: Bloomberg, 유진투자증권
참조: 글로벌 유동성, 미국, 유로존, 중국, 일본, 한국, 호주, 캐나다, 브라질, 스위스, 멕시코, 러시아, 대만 등의 달러표시 총통화(M2) 합계

## 우리의 판단, 선진국 정책당국의 경기부양 강도 약화

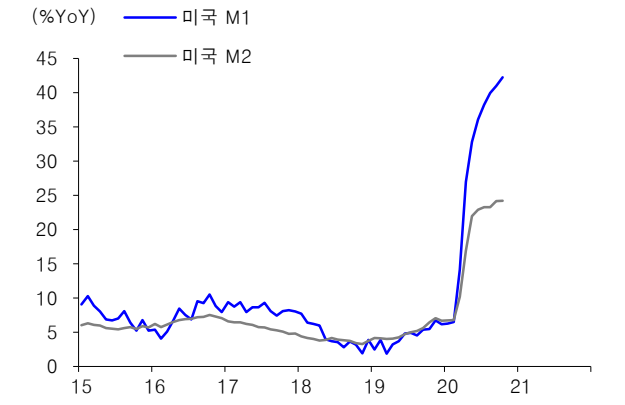
금융완화에 의한 유동성 공급 확대는 시차를 두고 실물경제에 반영된다. 2000 년대 중반 이래 **미국의 경우 통화(M1) 증가율 확대는 6 분기의 시차를 두고 GDP 성장률에 긍정적 영향**을 미쳤으며, 유로존의 경우 4 분기 시차를 두고 GDP 성장률에 반영되었다.

2021 년 1 분기 이후 선진국 중앙은행의 유동성 공급이 대폭 확대되었음을 감안하면 미국과 유로존 GDP 는 2021 년에 본격적인 정(+)의 영향권에 진입한다. **2021 년에 추가적인 금융완화에 나서지 않더라도 유동성 여건은 경제성장에 우호적**이다(도표 39-42).

우리는 **2021 년 선진국 정부정책이 경제에 미치는 영향은 중립적**으로 판단한다. 심지어 하반기에 코로나19 백신이 상용화되어 경제성장이 본격화된다면 선제 가이던스가 금융완화 지속에서 중립으로 전환될 가능성조차 배제할 수 없다.

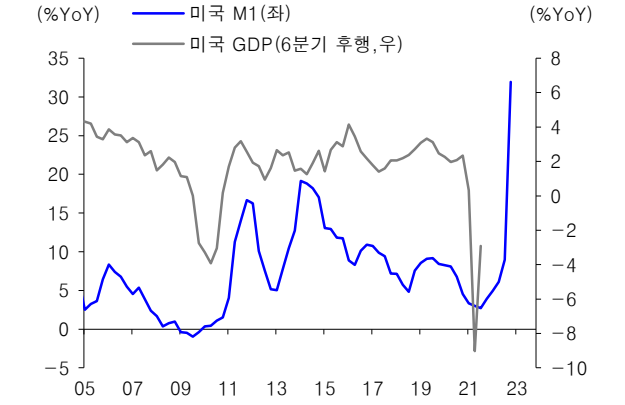
선진국의 재정지출 확대 여력이 제한적인 가운데 금융완화마저 추가로 확대될 여지는 작다. 이는 **2021 년 세계경제가 코로나19 충격에서 벗어나 정상화되나 그 과정에서 굴곡이 있을 가능성**을 뒷받침한다.

도표 39 10 월 미국 통화(M1), 전년동기비 42.2% 증가




자료: Refinitiv, 유진투자증권
참조: 3 개월 이동평균 기준

도표 40 미국 M1 증가율, GDP 성장률에 6 분기 선행

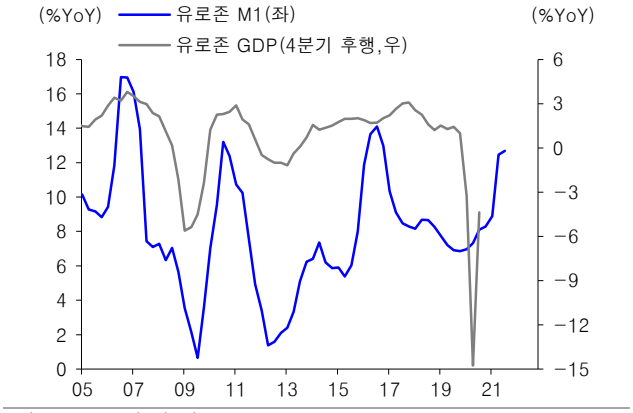



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 41 9 월 유로존 통화(M1), 전년동기비 13.0% 증가

자료: Refinitiv, 유진투자증권
참조: 3 개월 이동평균 기준

도표 42 유로존 M1 증가율, GDP 성장률에 4 분기 선행




자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 3. 바이든 시대의 미중 갈등 확산 여부

11/3 일 미 제46 대 대통령 선거에서 바이든의 당선이 거의 확정되었다. 미 대선 이후 글로벌 금융시장은 주가 상승 및 미 달러 약세, 국제유가 상승 등을 전개하여 위험자산 선호를 확대했다. 트럼프 시대와 달리 **바이든 시대 미국의 대외정책이 보호무역주의에서 자유무역주의로 그리고 탈세계화에서 세계화로의 복귀**가 진행되리라는 기대 때문이다. 특히 그 근저에는 미국과 중국 간의 갈등이 완화되리라는 기대가 자리잡고 있다(도표 43).

한 가지 가능성이 높은 점은 트럼프 시대에 비해 **상호 관세인상 및 수입 규제 등 미중 간에 무역분쟁이 축소될 가능성**이 있다는 점이다. IMF 와 OECD 추정에 의하면, 바이든 시대의 세계 교역량과 해외직접투자(FDI)는 각각 연평균 5.4% 및 2.5% 증가하여 트럼프 시대보다 개선된다. 여기에 바이든이 여러 차례 밝혔듯이 동맹 간의 결속을 강화하기 위해 트럼프와 달리 서방국 간에 우호적 분위기가 형성될 가능성이 높다(도표 44-48).

문제는 **바이든 시대에도 미중 간의 갈등이 불거질 수 있다는 점**이다. 이와 관련하여 지난 11/15 일 최종 서명된 역내포괄적경제동반자협정(RCEP)에 대한 바이든의 일갈은 바이든 시대의 미중 관계를 엿볼 수 있게 한다. RCEP 는 중국이 주도하여 아세안 10 개국 및 한중일과 호주, 뉴질랜드 등 15 개국이 참여한 가장 큰 규모의 자유무역협정이다. 이에 대해 **바이든은 "미국이 규칙을 설정할 수 있어야 한다"고 주장**하며 중국에 대해 강한 견제 심리를 드러냈다.

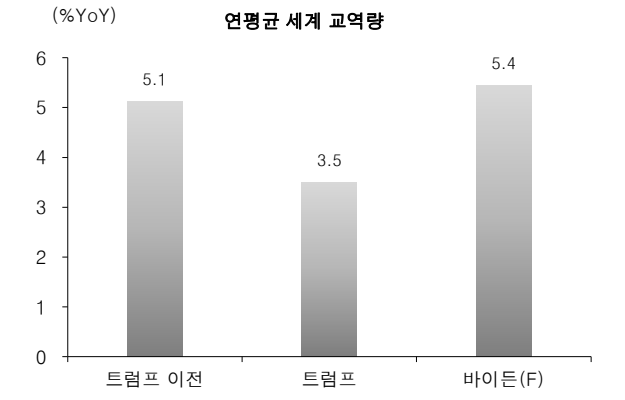
**바이든 시대 미국의 대중 외교정책은 2020 년 초 외교전문잡지 '포린 어페어스'에 실린 바이든의 기고문이 단초**를 제시한다. 1) 중국이 아닌 미국과 동맹국이 규칙을 제정하며 2) 산업, 기술 분야에서는 중국에 대한 강경한 대응을 통해 중국의 미래 기술 및 산업 발전 주도를 저지하고 3) 기후변화, 비핵화 및 세계 보건 등 미국과 중국의 이익이 교차하는 영역에서는 중국과 협력함 등이 핵심 내용이다. **두 번째 정책은 중국의 굴기정책과 정면으로 상치**된다.

도표 43 2021 년 미 바이든 시대에 기대되는 세계경제 환경 변화

| | 교역 환경 | 투자 환경 |
|---|---|---|
| 트럼프 이전 | 자유 무역 | 세계화 |
| 트럼프 시대 | 보호 무역 | 탈 세계화 |
| 바이든 시대 | 자유 무역으로의 회귀 | 세계화로의 복귀 |

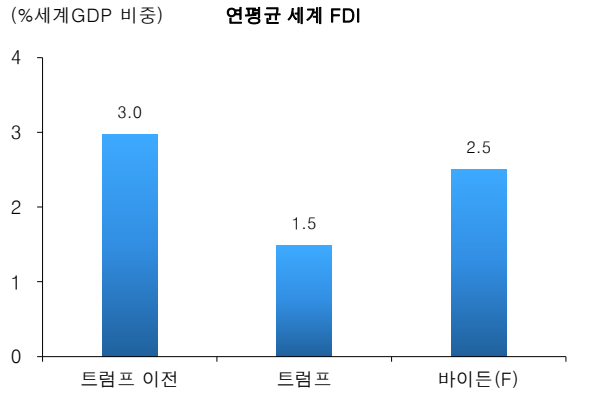
자료: 유진투자증권

도표 44 바이든 시대 세계 교역량, 트럼프 시대보다 확대



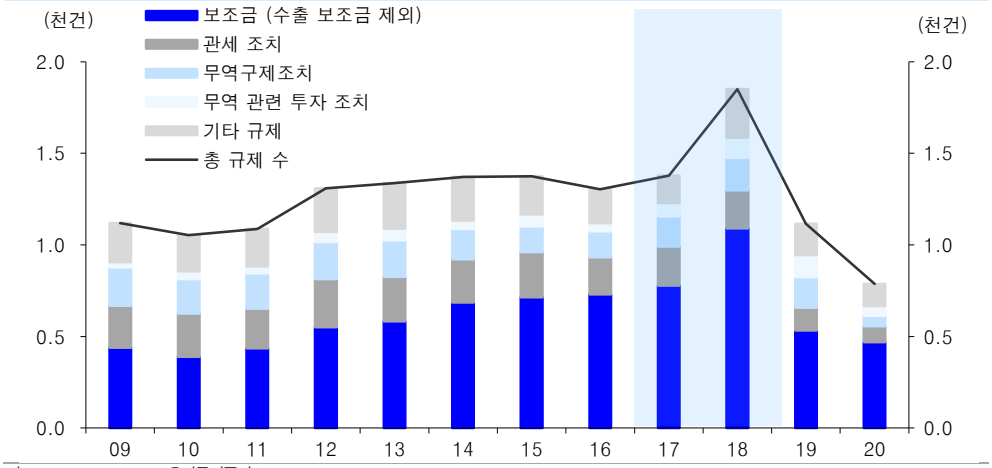

자료: IMF, 유진투자증권
참조: 트럼프 이전(2000-2016 년), 트럼프 시대(2017-2019 년)

도표 45 바이든 시대 세계 FDI, 트럼프 시대보다 확대




자료: OECD, 유진투자증권
참조: 좌동

도표 46 트럼프 시대인 2018 년 세계 무역규제건수, 1,850 건으로 집권 이전대비 큰 폭 증가




자료: Global Trade Alert, 유진투자증권

도표 47 트럼프 시대인 2017 년 6 월 캐나다 G20 정상회의: 서방 동맹 간에도 불협화음

자료: Google, 유진투자증권

도표 48 바이든 시대의 G20 정상회의, 서방 간 화기애애했던 오바마시대로 복귀

자료: Google, 유진투자증권

## 우리의 판단, 미중관계는 바이든 시대에도 불안 상존

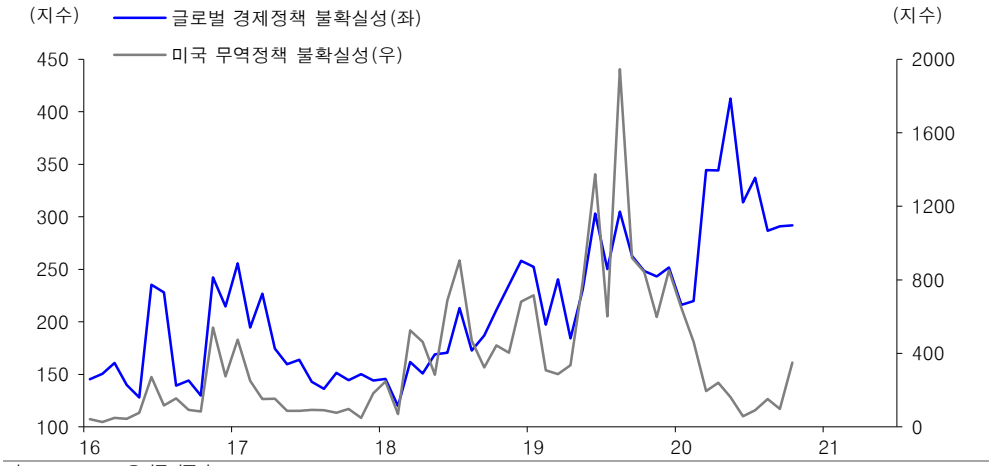
글로벌 금융시장이 바이든의 미 대통령 당선에 환호했던 이유는 트럼프의 무분별한 대중 관세전쟁에 질렸기 때문이다. 트럼프의 대중 관세정책이 개시된 2018년 3월 이래 세계경제는 미국 무역정책 불확실성 확대에 시달렸고 이는 세계 산업생산 및 교역량 축소를 초래했다. 동 가능성이 축소된 점만으로도 바이든 당선에 글로벌 금융시장은 열광했다(도표 49-54).

바이든 시대의 미국 대외정책이 동맹을 중시한다는 점에서 트럼프의 고립주의에서 다자주의로 전환됨은 분명하다. 그러나 바이든은 중국에 대해 수용 가능한 부분은 포용하지만 기술패권과 관련해서는 압박정책을 유지할 가능성이 높다. **바이든 시대에도 미중 관계에서는 크게 개선될 여지는 거의 없는 셈**이다.

우리 역시 바이든 시대의 대중 정책이 트럼프처럼 관세와 수입 제한 조치에 집중할 가능성은 크지 않다고 본다. 그러나 **트럼프 시대보다 바이든 시대의 미중 관계가 더 악화될 여지**도 있다고 본다. 규칙을 미국이 정해야 한다는 미국 우선주의의 연장 성향과 기술에서 미국의 대중국 우위구도 확고화 정책은 바이든 시대에서의 미중 충돌 가능성을 예고하기 때문이다.

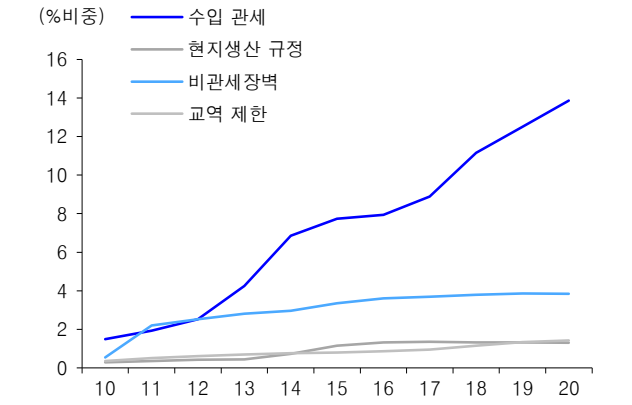
**미국 민주당 정부는 공화당보다 인권을 더 중시**한다. 이 경우 티베트, 신장 위구르 등 국제인권단체가 중국을 비난하는 지역뿐만 아니라 홍콩과 대만 문제가 부상한다. 따라서 **바이든 시대의 미중 관계는 기술패권 문제를 넘어 인권분야로 전선이 확대**될 수 있다. 시진핑 중국 국가주석 역시 경제 문제와 달리 이러한 인권 및 양안 문제에 대해서는 강경하게 대응할 가능성이 높다.

도표 49 바이든 시대의 긍정적 기대 1. 미국 무역정책 불확실성 축소



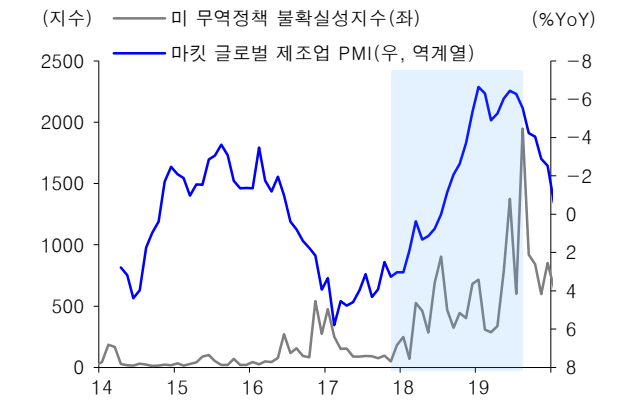

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 50 긍정적 기대 2. 트럼프가 확대한 수입장벽 개선



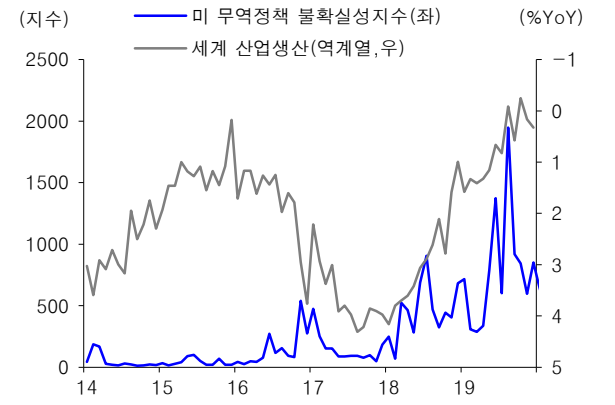

자료: IMF(2010.10), 유진투자증권

도표 51 긍정적 기대 3. 관세전쟁 직면 가능성 희박



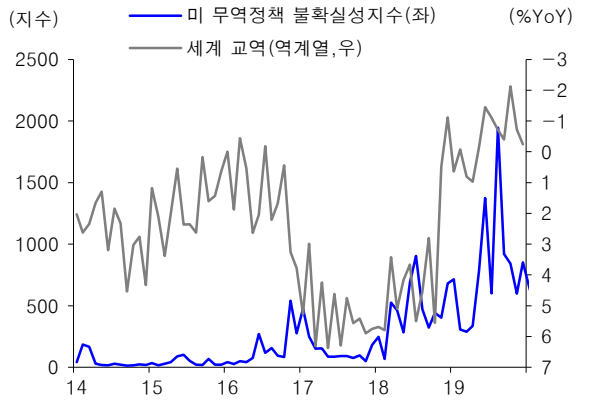

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 52 트럼프의 관세전쟁 1. 세계 산업생산 급랭



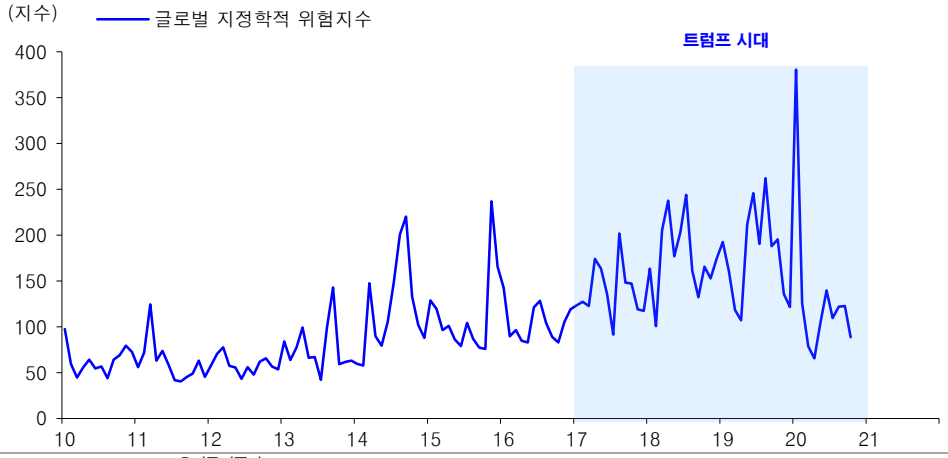

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 53 트럼프의 관세전쟁 2. 세계 교역량 급감




자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 54 바이든 시대의 미중 관계, 기술 패권분쟁 넘어 인권 등으로 전선 확대 가능성




자료: Caldera and Lacoviello, 유진투자증권

# III. 2021 년 미국, 중국, 유로존 경제 전망

## 1. 미국 경제, 3.6% 역성장에서 4.3% 성장으로 회복

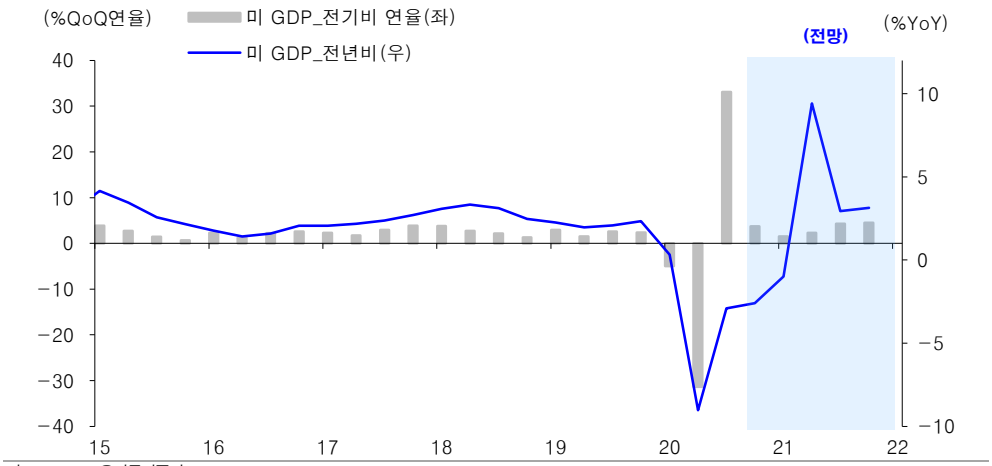
미국경제가 2021 년에 큰 폭 회복됨은 당연하다. IMF 는 10 월 전망에서 미국 GDP 가 2020 년 4.3% 역성장에서 2021 년에 3.1% 성장한다고 보았다. 우리는 **미국 GDP 에 대해 2020 년 3.6% 역성장에서 4.3% 성장을 예상**하여 IMF 보다 긍정적이다(도표 55).

2021 년 미국 GDP 가 큰 폭 성장하지만 여전히 충분하지 않다. 만일 코로나 19 가 발생하지 않아 **2020 년과 2021 년에 연평균 2% 성장했다면 2021 년 4 분기 GDP 는 20.0 조달러**에 달한다. 그러나 코로나 19 로 인해 2021 년 4 분기 GDP 는 3.4% 적은 19.3 조달러에 그치기 때문이다. 민간소비 역시 마찬가지이다(도표 56, 57).

2021 년 주목 포인트는 두 가지이다. 그 하나는 **괴리를 보인 내구재와 서비스 소비지출의 경로**이다. 2020 년 9 월 미 내구재 소비지출(2019 년 평균=100 기준)은 116.8 을 기록한 반면, 서비스 소비지출은 96.3 에 그쳤다. 코로나 19 백신으로 인해 서비스 소비지출이 상향 수렴될지, 아니면 가수요가 작용한 내구재 소비지출이 하방 수렴될지 기로에 있다. 설비투자를 나타내는 공장재 주문 역시 마찬가지로 내구재와 비내구재 향방이 주목된다(도표 58-61).

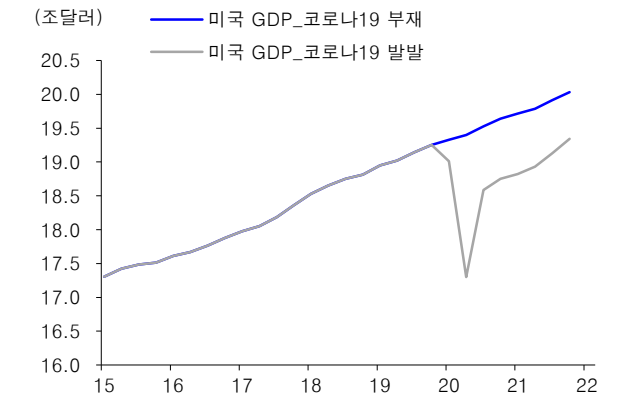
두 번째 주목 포인트는 **저금리로 인해 큰 폭 확대된 주거용 건설투자의 향방**이다. 여전히 성장동력이 될지가 핵심이다(도표 62, 63).

도표 55 2021 년 미 GDP, 상반기 전분기비 연율 1.9% 및 하반기 4.4%로 연간 4.3% 성장 예상



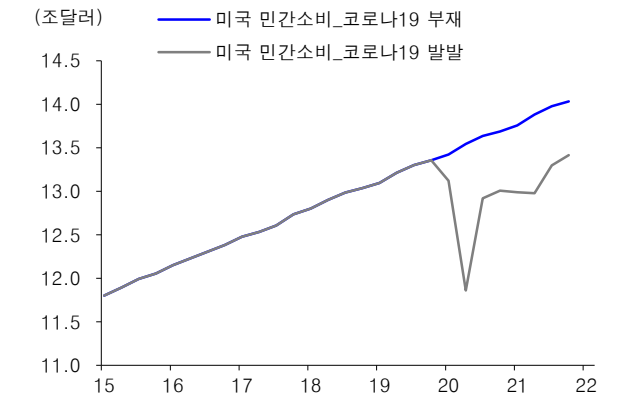

자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 56 2021 년 미 GDP, 코로나19 부재시대비 3.4% 하회



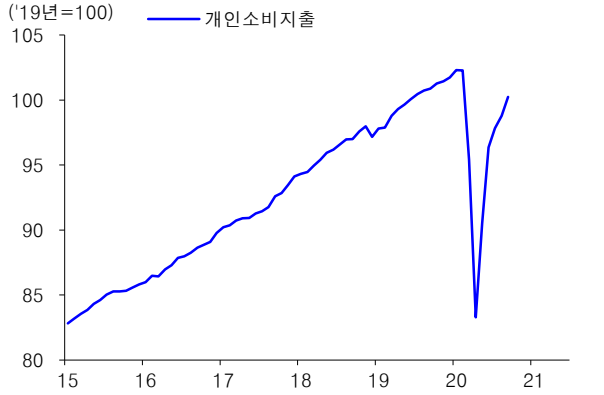

자료: Refinitiv, 유진투자증권
참조: 코로나19 부재 시 2020-2021 년에 연간 2% 성장 가정

도표 57 2021 년 미 민간소비는 4.4% 하회



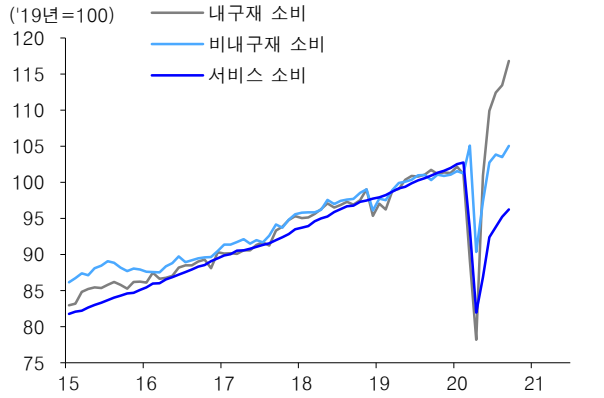

자료: Refinitiv, 유진투자증권
참조: 코로나19 부재 시 2020-2021 년에 연간 2.5% 증가 가정

도표 58 9월 개인소비지출, 전년 평균대비 +0.2%




자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 59 내구재 소비 +16.8% 반면 서비스 소비 -3.7%




자료: Refinitiv, 유진투자증권

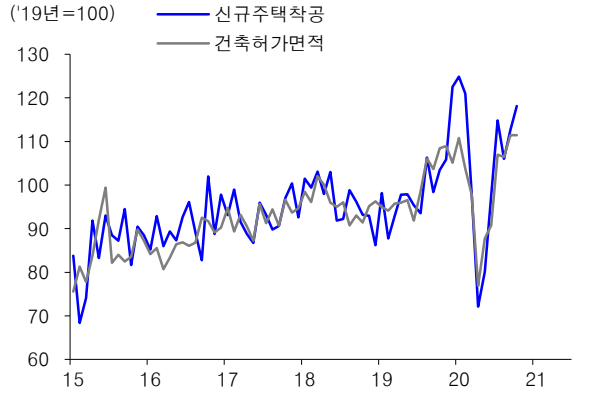
도표 60 9월 내구재신규주문, 전년 평균대비 -2.1%

자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 61 9월 공장재주문, 전년 평균대비 -4.1%

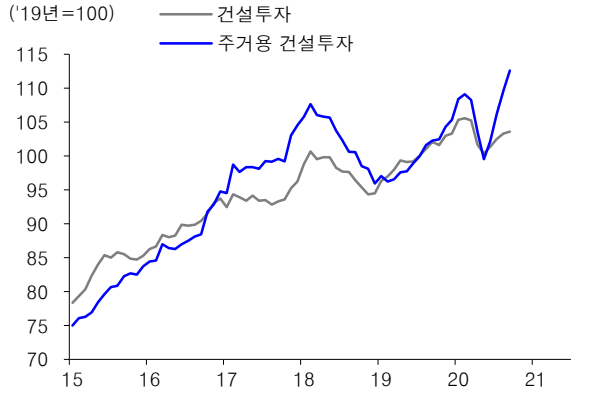
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 62 10월 신규주택착공, 전년 평균대비 +18.1%




자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 63 10월 주거용 건설투자, 전년 평균대비 +12.6%




자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 2021 년의 확실한 성장 동력, 건설투자와 재고 확충

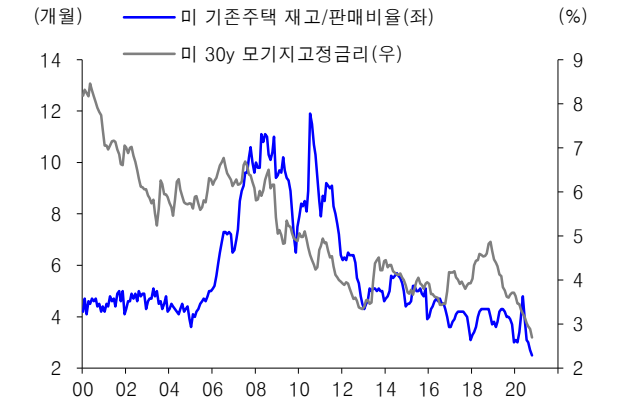
2021 년 미국경제는 **건설투자와 재고 확충 측면에서 확실한 성장 동력**을 지닌다. 먼저, 2020 년 3 분기에 전분기비 연율 59.3% 증가하고 GDP 성장률을 2.1%p 끌어 올린 주거용 건설투자이다. 주거용 건설투자는 2021 년에도 수요와 공급 모두 확대될 가능성이 높다.

11 월 중순 30y 모기지 고정금리는 2.8%로서 사상최저 수준이다. 그리고 10y 국채금리가 연준의 제로금리 정책 지속으로 인해 큰 폭 상승하지 않는다면, 2021 년에도 낮게 유지될 수 있다. 주택수요는 양호한 셈이다. 10 월 공급 측면에서 주택건설투자 압력을 나타내는 주택 재고/판매 비율 역시 2.5 로 2000 년 이래 최저수준이다. **2021 년 주택건설투자는 수요와 공급 양 측면 모두 GDP 성장을 끌어 올릴 가능성**이 크다(도표 64, 65).

두 번째 성장 동력은 **소진된 재고의 확충**이다. 9 월 기업판매는 전년 동기비 0.8% 증가한 반면 기업재고는 4.7% 감소했다. 이에 따라 기업 재고/판매비율은 9 월에 1.32 배를 기록하며 2014 년 9 월 이후 최저 수준으로 하락했다. 팬데믹 국면에서 기업 생산이 판매를 따라가지 못했음을 의미한다. 이는 **2021 년에 기업이 재고 확충 차원의 생산 확대에 나설 가능성**을 시사한다(도표 66, 67).

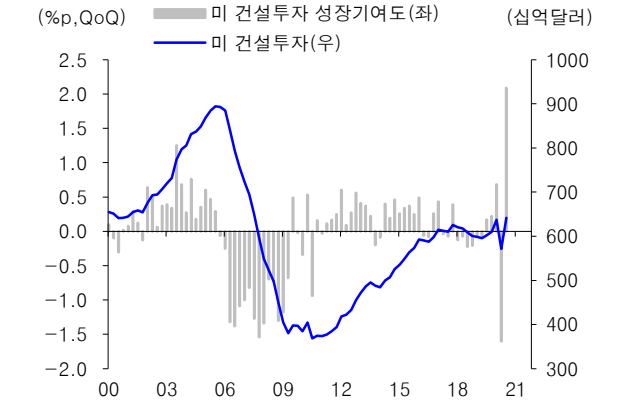
2021 년 미국경제의 회복은 불문가지이다. **문제는 성장 회복이 기저효과를 넘어 지속기반을 구축**할지이다. 이를 위해서는 고용과 소비의 선순환 고리가 형성되어야 한다. 여기에 코로나 19 재확산이 서비스 소비지출에 미치는 영향과 자생적 성장기반이 형성될 때까지 강력한 경기부양책이 지속될지도 관건이다.

도표 64 2021 년 미국경제 성장동력 1. 건설투자 여건 양호



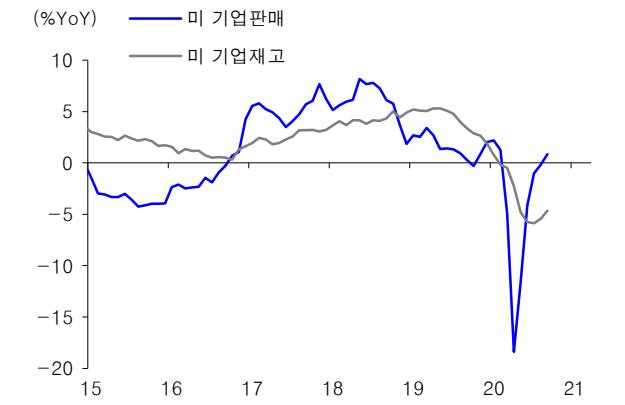

자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 65 2021 년 미 건설투자 성장기여도, 고공행진 가능성




자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 66 성장동력 2. 재고 확충 위해 기업 생산 확대 가능성




자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 67 재고/판매비율, 재고투자의 성장기여도 개선 예고

자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 진단 1. 외화내빈 양상인 미 고용시장의 회복력

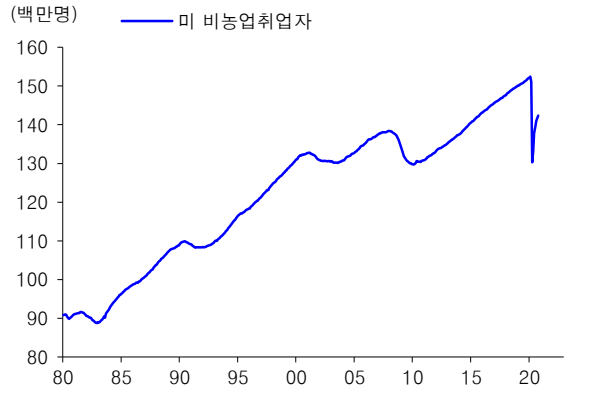
팬데믹 이후 미 고용시장의 회복 속도는 가파르다. 3-4 월에 2,216 만명 감소했던 비농업취업자는 5-10 월 6 개월 동안 감소폭의 54.5%에 달하는 1,207 만명을 회복했고, 지난 4 월 14.7%로 솟구쳤던 실업률은 10 월에 6.9%를 기록하여 7%선을 하회했다. 취업자와 시간당 임금, 주당 근로시간으로 산출한 노동소득 역시 지난 4 월 전년동기비 7.0% 감소에서 10 월에는 0.7% 감소로 개선되었다(도표 68-70).

그러나 **빠른 고용 회복의 이면에는 장기 고용침체를 예고하는 구조적 부진요인이 누적**되고 있다. 경제활동이 정상화되면서 지난 4 월 2,308 만명에 달했던 임시직 일시해고는 10 월에 1,106 만명으로 4 월에 비해 1,202 만명 줄었지만, **임시직 영구해고**는 4 월 200 만명에서 10 월 368 만명으로 늘어났다(도표 71).

신규 실업수당신청건수 역시 11 월 중순 74 만명대로 급감했지만 그 수준이 금융위기 당시의 고점(2009 년 3 월 66.5 만명)을 상회한 가운데 **팬데믹 긴급실업수당신청건수(PECU)가 438 만명으로 급증**했다. 정규 실업수당을 소진한 장기 실직자의 상당수가 연방정부에서 추가로 지급하는 PECU 로 갈아탔다. **팬데믹 이후 미 고용시장은 장기 실업자 비중 증가와 평균 실직기간 장기화라는 구조적 침체 압력이 축적**되고 있음을 의미한다(도표 72, 73).

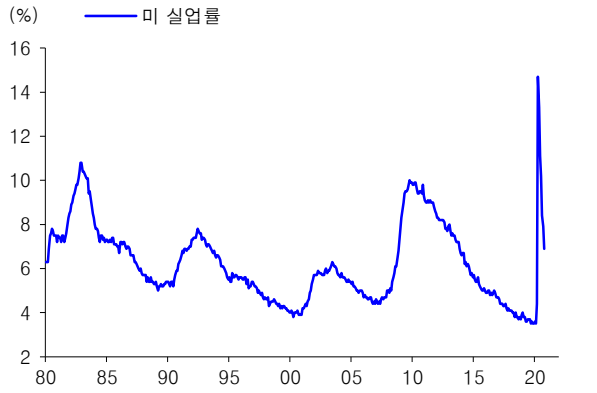
2021 년 미 고용시장 침체의 주범은 금융업 채산성이 악화되었던 지난 글로벌 금융위기와 달리 **비농업취업자의 93%를 차지하는 비금융기업의 채산성 악화**이다. 따라서 2021 년에 고용이 회복되기 위해서는 비금융기업 채산성이 개선되어야 한다. **2020 년 미 고용이 빠르게 회복되었지만 지속성은 취약**하다(도표 74-76).

도표 68 5-10 월 미 취업자, 3-4 월 감소폭의 54.5% 만회



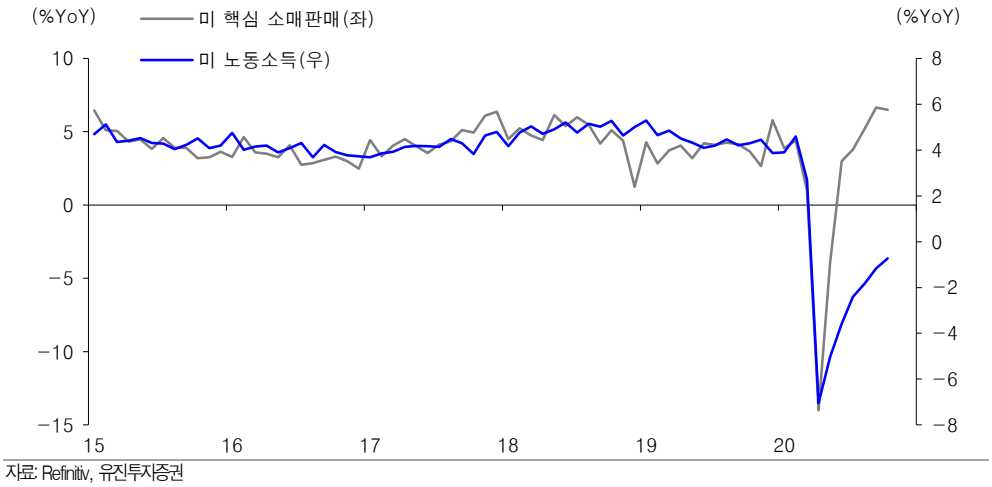

자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 69 10 월 미 실업률, 7%선 아래로 하락



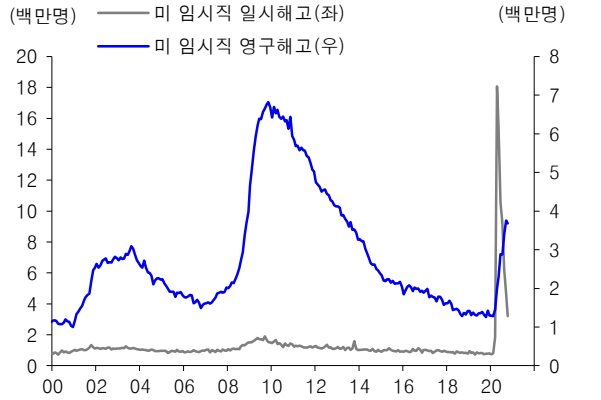

자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 70 10 월 미 노동소득, 전년비 0.7% 감소로 큰 폭 개선 불구 핵심 소매판매와 괴리



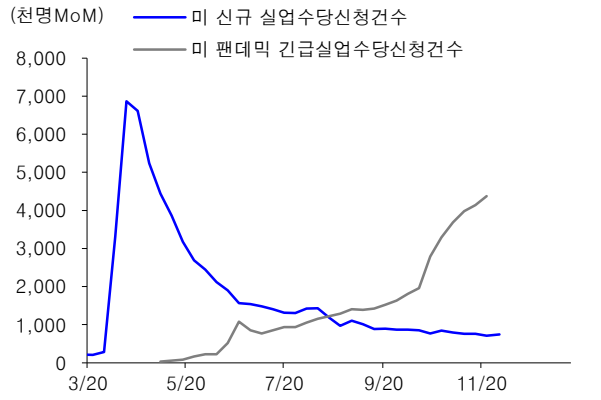

자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 71 미 고용 회복의 외화내빈 1. 영구해고 확대



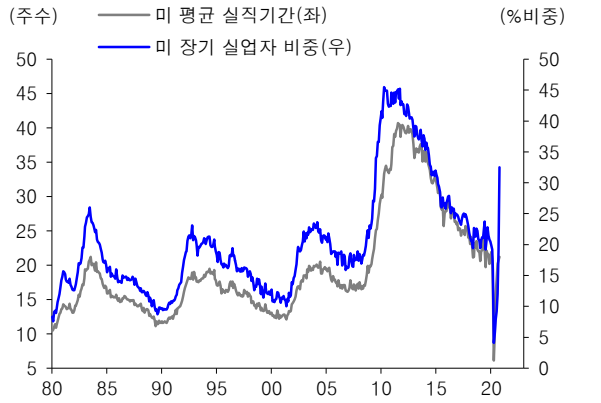

자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 72 외화내빈 2. 팬데믹 긴급실업수당신청건수 급증



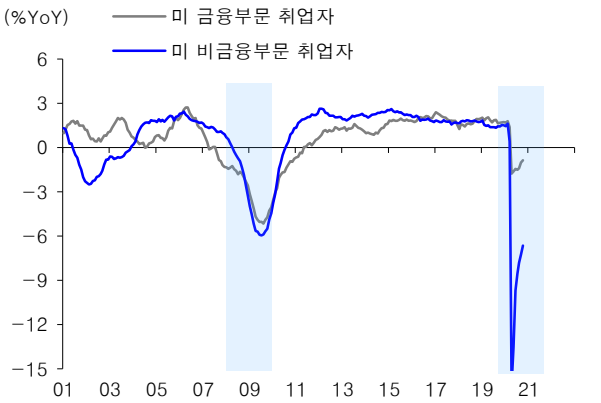

자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 73 외화내빈 3. 평균 실직기간 및 장기 실업자 확대



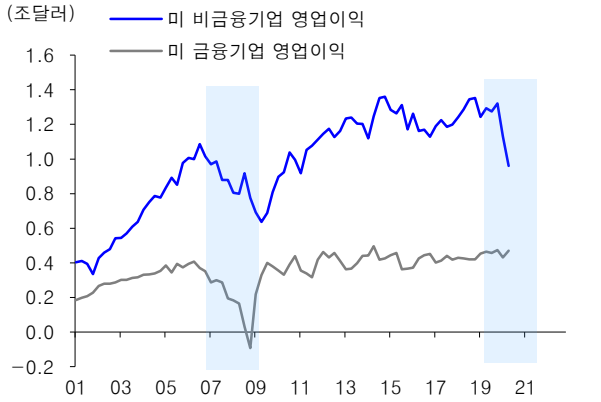

자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 74 2020 년 취업자 감소, 금융업 아닌 비금융업 주도



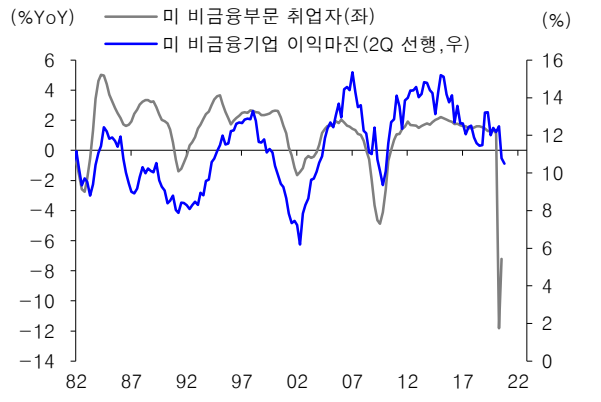

자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 75 2020 년 미 기업이익의 특징, 비금융기업 이익 악화




자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 76 2021 년 미 고용회복 관건, 비금융기업 이익개선




자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 진단 2. 경기부양책 불발 시 소비 급랭 가능성

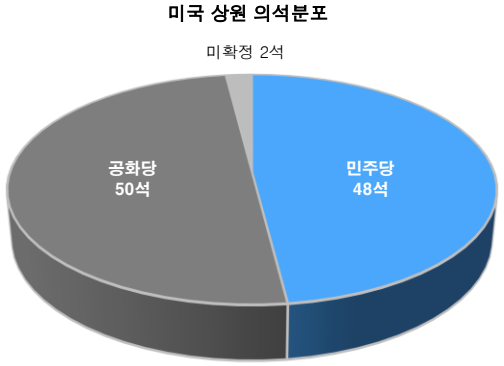
11/3 일 미 선거 결과에 대해 글로벌 주식시장이 환호했다. 미 의회의 권력구도가 상원 공화당 및 하원 민주당으로 갈림에 따라 블루스윕에 비해 증세 및 규제 부담이 완화되었기 때문이다. 그러나 **미 상원의 다수당은 2021 년 1/5 일 두 명의 조지아주 상원 결선투표에서 결정**된다(도표 77, 78).

문제는 **이러한 구도가 단기적으로는 미국경제에 부정적**이라는 점이다. **상원을 공화당이 차지하면 5 차 경기부양책이 지연되거나 소규모**에 그친다. 주지하다시피 공화당은 5 천억달러 수준의 표적형 부양 패키지를 주장하는 반면 민주당은 2.2 조달러를 넘는 대규모 부양책을 주장하여 합의가 쉽지 않기 때문이다(도표 79).

미 개인소비지출은 올 연말까지는 무너지지 않는다. **9 월 개인소득 증가의 60%를 차지한 정부의 긴급지원금이 2020 년 12 월까지 집행**되기 때문이다. 그러나 우리의 추정에 의하면 임금소득 불변 가정하에 쌓아둔 저축으로 개인소비지출이 버틸 수 있는 기간은 2-3 개월 정도이다. 추가 부양책이 없으면 2021 년 연초 소비경기는 급격한 위축이 불가피하다(도표 80, 81).

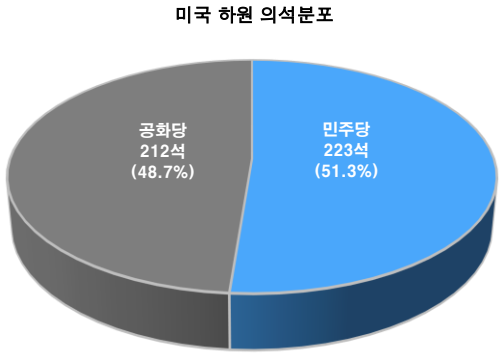
조지아주 상원 결선투표에서 공화당이 1 석이라도 이기면 상원은 공화당이 다수당이 된다. 이 경우 바이든의 공약인 최고 법인세율 및 개인소득세 최고세율 인상은 어려워진다. 동시에 민주당 정부의 특징인 대규모 재정지출도 물 건너 간다(도표 82-84).

도표 77 미 상원 다수당, 내년 1/5 일 조지아주 선거로 결정



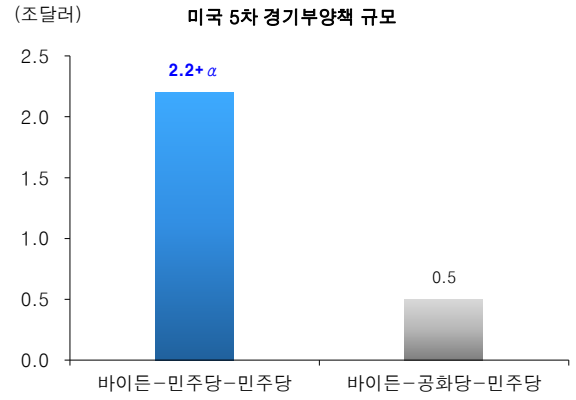

자료: PREDICTIT, 유진투자증권

도표 78 미 하원 다수당, 민주당의 우위 구도 유지



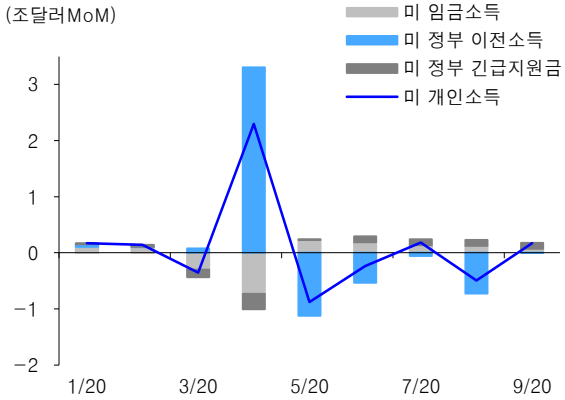

자료: PREDICTIT 추정, 유진투자증권

도표 79 미 상원 다수당 향방에 따른 경기부양책 규모



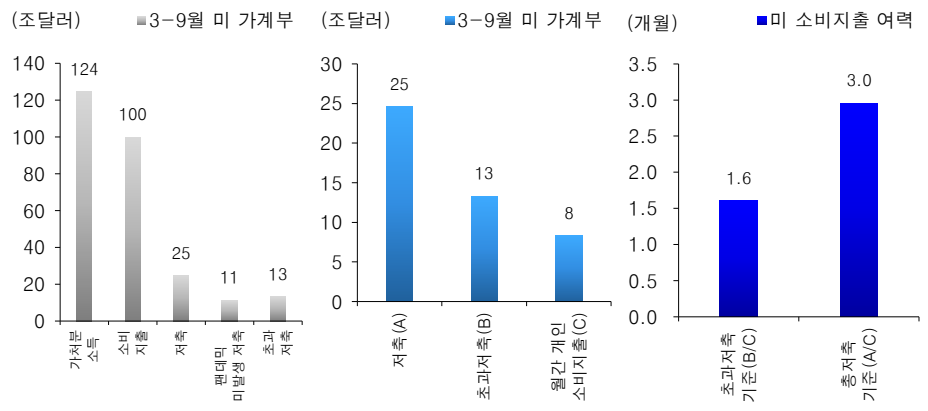

자료: 연합인포맥스, 진투자증권

도표 80 미 개인소득, 12 월까지는 정부 긴급지원금이 지지



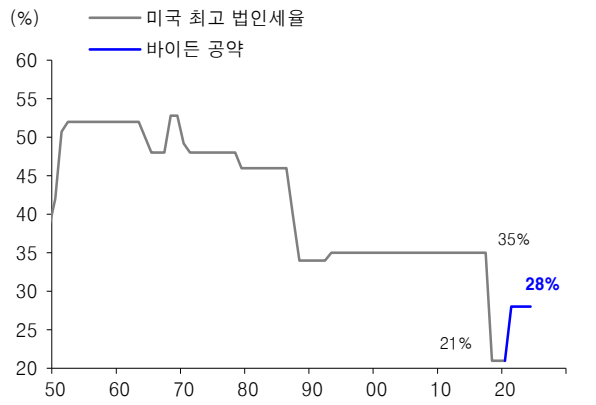

자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 81 임금소득이 횡보할 경우 저축으로 버틸 수 있는 소비여력은 길어야 올 연말



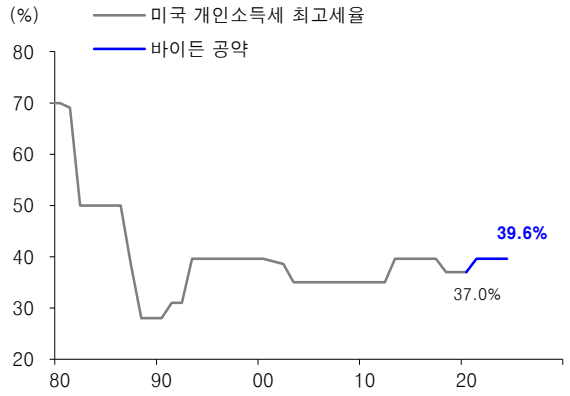

자료: Refinitiv, 유진투자증권
참조: 연율 기준. 팬데믹 미 발생시 저축은 가처분소득 전년비 4% 증가 및 2월 저축률 8.3% 유지 가정(2020년 9월 기준)

도표 82 바이든 공약 1. 최고 법인세율, 21%→ 28%



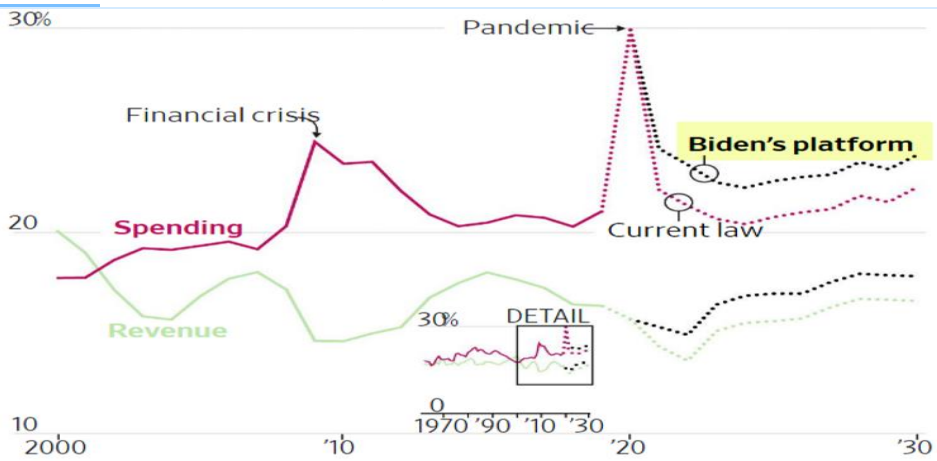

자료: TAX POLICY CENTER, 유진투자증권

도표 83 공약 2. 개인소득세 최고세율, 37.0%→ 39.6%




자료: TAX POLICY CENTER, 유진투자증권

도표 84 미 상원을 공화당이 차지하면, 증세 우려 해소되나 재정지출 확대도 기대난




자료: Penn Wharton Budget Model, 유진투자증권

## 진단 3. 내구재 지출 통한 소비 보전력 약화 가능성

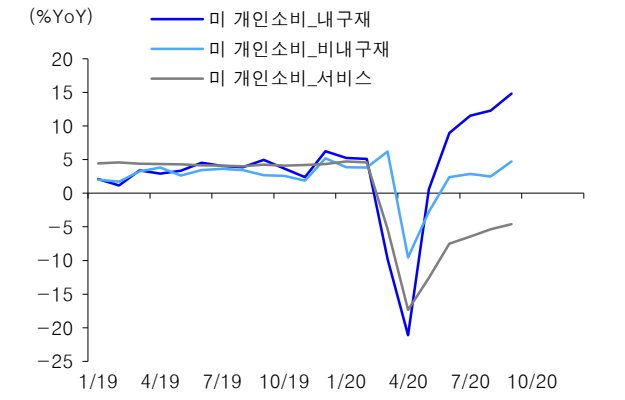
올 봄 이후 미 소비경기는 잘 버텼다. **4 월에 전년동기비 16.1% 감소했던 개인소비지출은 9 월에 0.6% 감소로 개선**되었다. 9 월 서비스 소비지출이 전년동기비 4.6% 감소했음에도 불구하고 내구재 및 준내구재 소비지출이 각각 전년동기비 14.8% 및 4.7% 증가했기 때문이다. 내구재 및 준내구재 소비지출은 현금 지급 및 실업보조금 등 정부의 부양책에 힘입은 바 크다(도표 85).

11 월 중순 미국 코로나 19 신규 확진은 하루에 20 만명에 근접할 정도의 엄청난 기세로 확산되고 있다. 지난 4 월과 7 월에 비해 두 배 이상이다. 미 지방 및 주정부는 코로나19 방역을 위해 부분적 봉쇄 조치를 강화하고 있다(도표 86).

2021 년 미국경제와 관련하여 세 번째 진단 포인트는 봄 이후처럼 **서비스 소비지출 약화를 내구재 소비지출로 보전할 수 있는지**이다. 2020 년에 보여주었듯이 **코로나19 신규확진과 서비스 소비지출은 밀접한 정(+)의 관계**에 있다. 따라서 작금 코로나 19 확산은 개선되던 서비스지출이 재차 감소 반전될 가능성을 예고한다(도표 87).

**올 여름 내구재 소비지출의 확대는 억압수요와 가수요가 동반 분출된 결과**이다. 또한 서비스 소비지출에는 이연소비가 작용하지 않는다. 2021 년 2 분기 이후 코로나19 백신의 소비 활성화 효과가 나타나기에 앞서 2021 년 1 분기에 소비경기가 급랭할 수 있음을 시사한다.

도표 85 2020 년 미 소비, 서비스지출 부진을 내구재가 만회

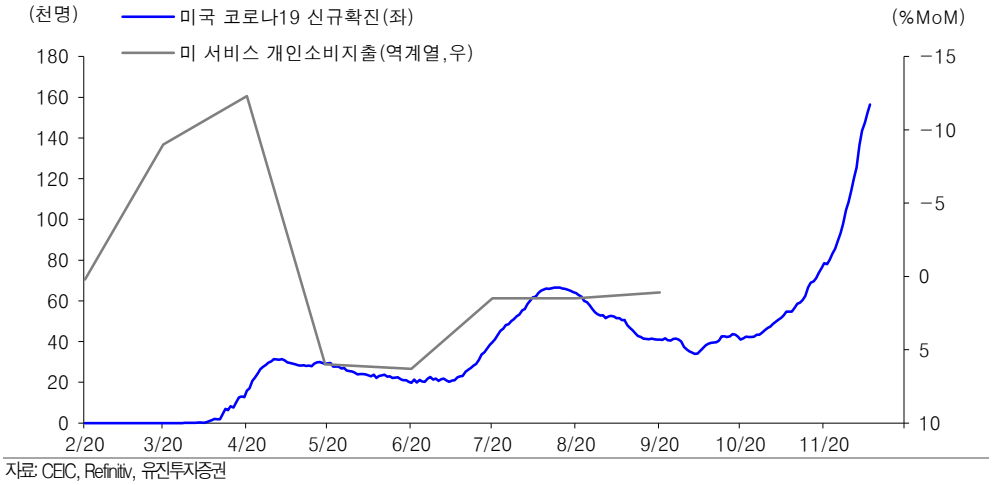



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 86 11 월 중순 미 코로나19 신규확진, 20 만명 근접

자료: CEIC, 유진투자증권

도표 87 2021 년 연초 미국경제 화두, 내구재 지출의 서비스 지출 보전 흐름 지속 여부




자료: CEIC, Refinitiv, 유진투자증권

## 2. 중국 경제, 기저효과 힘입어 7.4% 성장 예상

2020 년 팬데믹 국면에서 중국경제는 세계 어느 나라보다 양호했다. 사회주의 국가라는 특성에 힘입어 강력한 봉쇄 조치를 통해 코로나 19 억제에 성공한 데다 정부의 강력한 부양정책을 통해 국영기업을 중심으로 경제 정상화에 나섰기 때문이다. **중국경제는 2020 년에 연간 1.8% 성장하여 주요국 가운데 유일하게 플러스 성장**할 전망이다. 그리고 **2021 년에는 긍정적 기저효과를 바탕으로 연간 7.4% 성장하는 강한 확장기조**를 보일 전망이다(도표 88).

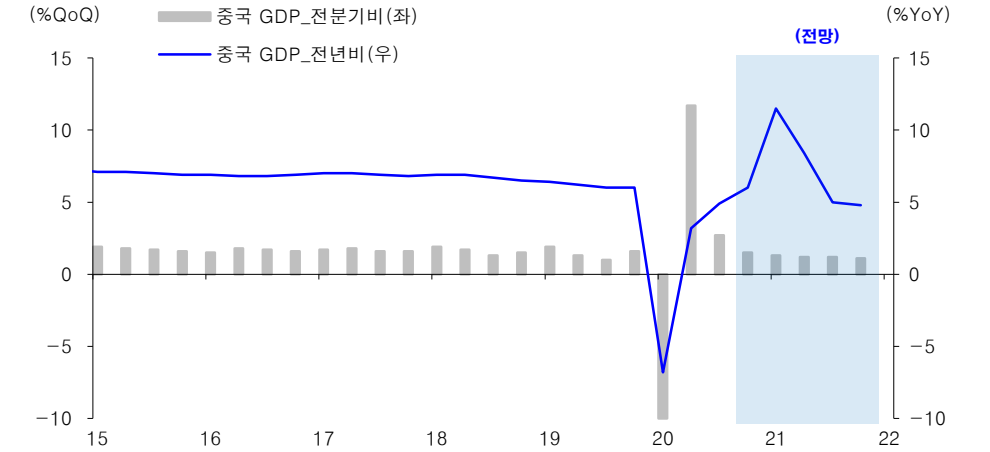
중국 시진핑 주석은 5 중 전회 이후 14 차 5 개년 경제개발 계획과 2035 년 장기 목표를 설명하면서 **2021 년에서 2035 년 사이에 GDP 를 두 배로 늘리겠다는 의지**를 피력했다. 이를 위해서는 향후 **15 년 동안 연평균 경제성장률이 4.5%**를 기록해야 한다(도표 89).

또한, 동 계획에 의하면 **2020 년에 9,853 달러인 1 인당 국민소득을 2025 년에 12,575 달러로 늘릴 방침**이다. 이를 위해서는 향후 5 년간 1 인당 국민소득이 연평균 5% 증가해야 한다(도표 90).

**향후 5 년간 경제계획의 핵심 구상은 쌍순환(dual circulation) 발전 전략**이다. 내수 위주의 자립경제(국내대순환) 구축을 기반으로 국제무역(국제대순환)을 확대하는 전략이다. 시 주석은 쌍순환의 주체가 국내대순환임을 강조했다(도표 91, 92).

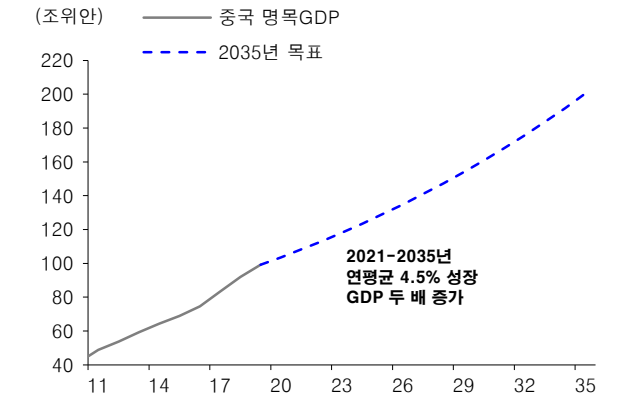
사회주의 체제라는 점에서 중국경제를 전망하는 데 있어 정부의 목표 설정은 유의미하다. 그러나 **2021 년 중국경제 향방과 관련해서는 경기부양정책이 지속될지와 미 바이든 대통령 시대에도 계속되는 미국의 대중 압박정책**을 극복할 수 있는지를 보아야 한다.

도표 88 2021 년 중국 GDP, 긍정적 기저효과에 힘입어 전년비 7.4% 성장 예상



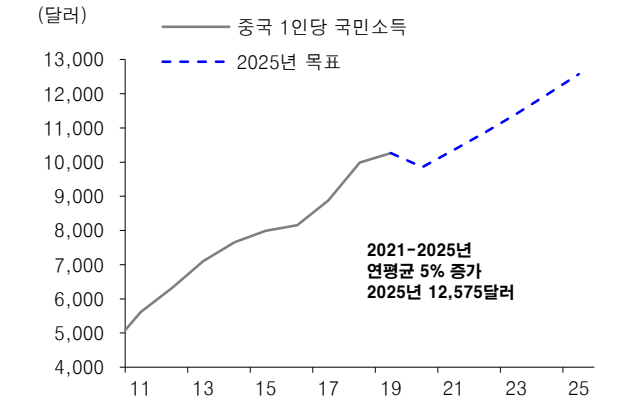

자료: CEIC, 유진투자증권

도표 89 중국정부 장기 목표, 21−35 년에 GDP 두 배 확대




자료: CEIC, 유진투자증권

도표 90 중기 목표, 2025 년 1 인당 국민소득 12,575 달러



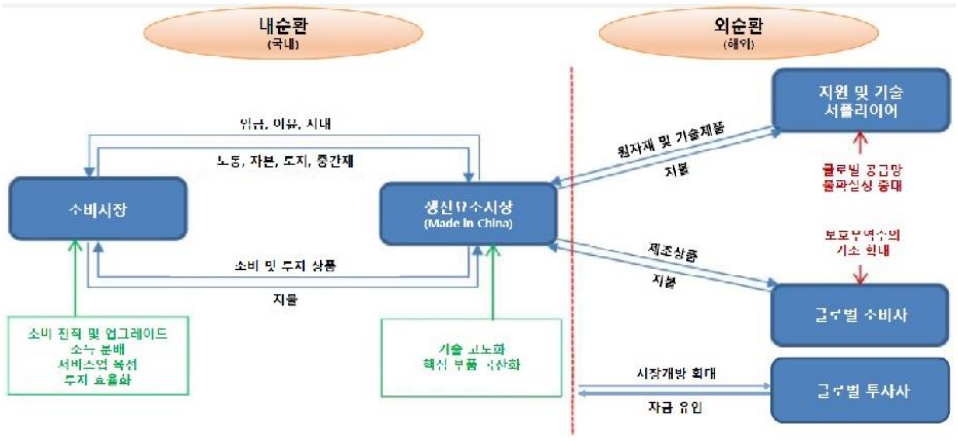

자료: CEIC, 유진투자증권

도표 91 중국 제 14 차 5 개년 경제 계획: 주요 정책 목표

| 분야 | 항목 | 단위 | 제 13 차 5 개년 계획 | | | 제 14 차 5 개년 계획 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 2015 년 | 2020 년 | 연평균(%) | 2025 년 | 연평균(%) |
| 경제 | GDP | 조위안 | 67.7 | >92.7 | >6.5 | | 5-5.5 |
| | 1 인당 GDP | 달러 | 7,904 | >10,000 | | >12,536 | |
| | 노동생산성 | % | 8.7 | 12.0 | >6.6 | | >5 |
| | 도시화율 | % | 56 | 60 | | 65 | |
| | GDP 대비 서비스 생산 비중 | % | 50.5 | 56 | | 60 | |
| 혁신 | GDP 대비 R&D 지출 비중 | % | 2.1 | 2.5 | | >3 | |
| | R&D 대비 기초연구 비중 | % | 5.1 | | | 8-10 | |
| | 인구 만명당 특허수 | 개수 | 6.3 | 12 | | 23 | |
| | 기술개발 기여도 | % | 55 | 60 | | 65 | |
| 환경 | 경작지 | % | 18.7 | 18.7 | | 18.7 | |
| | CO2 배출 | % | | -18 | | -18 | |
| | 에너지 소비대비 비화석연료 비중 | % | 12 | 15 | | 18 | |
| | 산림화율 | % | 21.7 | 23.0 | | 25.0 | |
| 복지 | 1 인당 가처분소득 | % | | | >6.5 | | 5-5.5 |
| | 평균 교육기간 | 년 | 10.2 | 10.8 | | 11.4 | |
| | 연금수혜율 | % | 82 | 90 | | 95 | |
| | 인구 천명당 의사수 | 명 | | 2.59 | | >3 | |
| | 인구 천명당 병상수 | 개 | | 4.34 | | >5 | |

자료: 중국 정부, 유진투자증권

도표 92 중국정부의 쌍순환 발전 전략 정책의 개념




자료: 국제금융센터 재인용, 유진투자증권

## 진단 1. 중국정부의 경기부양정책 지속 여부

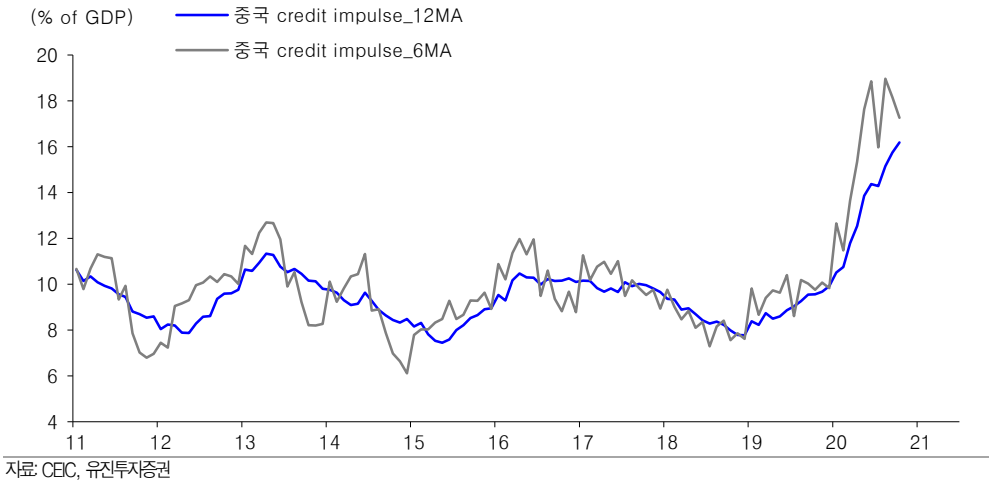
2020 년에 중국경제가 두드러진 성과를 보인 근저에는 **이례적으로 강력한 부양정책이 위치**한다. 중국정부의 재정 및 금융부양책 규모를 종합한 **경기부양성 유동성 공급(credit impulse)은 2020 년 10 월에 16.2%를 기록하여 2015 년 하반기 경제위기 당시의 최고치인 10.5%를 큰 폭 상회**했다. 2020 년 팬데믹 국면에서의 위기를 중국정부가 어느 정도 심각하게 보았는지를 대변한다(도표 93).

2021 년 중국경제의 관건은 2020 년의 강력한 경기부양정책 기조가 계속될 수 있는지이다. 2020 년 가을에 이미 경기부양기조의 후퇴 조짐은 나타났다. **경기부양성 유동성 공급에 6 개월 선행하여 정(+)의 관계를 가지는 3 개월물 SHIBOR 가 상승세로 반전되고 국채 순발행 규모도 축소**되었다(도표 94, 95).

중국경제는 견조한 성장 회복에도 불구하고 여전히 넘어야 할 과제가 많다. 중국정부의 내수 부양정책으로 인해 제조업과 비제조업 경기가 모두 확장기조를 보이고 있지만 10 월에도 여전히 생산과 소비간의 괴리는 정상화되지 못했다. 고정자산투자 회복 역시 여전히 정부부문에 의해 주도되었을 뿐 민간부문은 부진하다. 2020 년 여름 이후 수출과 수입이 동반 개선되었지만 선진국 경제회복세가 약화되면 언제든지 재차 침체될 수 있다(도표 96-101).

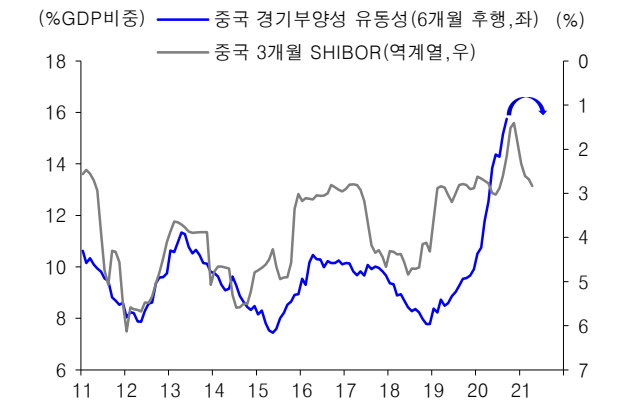
따라서 2021 년 중국경제가 잠재성장률로 복귀하기 위해서는 정부의 경기부양정책이 지속되어야 한다. 주택시장 과열 및 부채 디레버리지를 위해 **중국정부가 경기부양책에서 손을 뗀다면, 2021 년 중국경제의 성장 전망은 하향 조정**이 불가피하다.

도표 93 2020 년 중국정부, 2015 년 경제 위기 당시를 압도하는 부양정책 추진



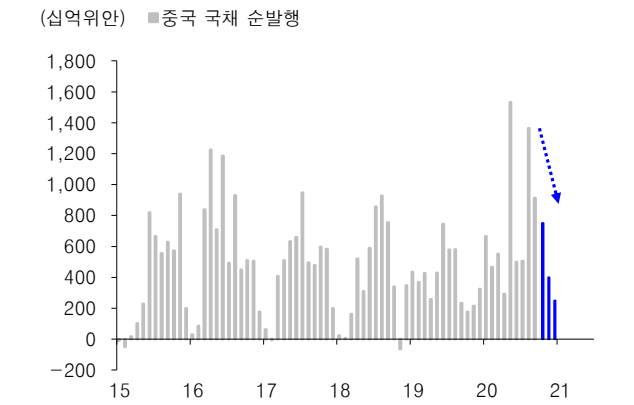

자료: CEIC, 유진투자증권
참조: credit impulse=(사회융자총량-주식발행분+지방정부의 특수목적 지방채)/GDP

도표 94 2021 년 부양책 후퇴 여지 1. SHIBOR 상승



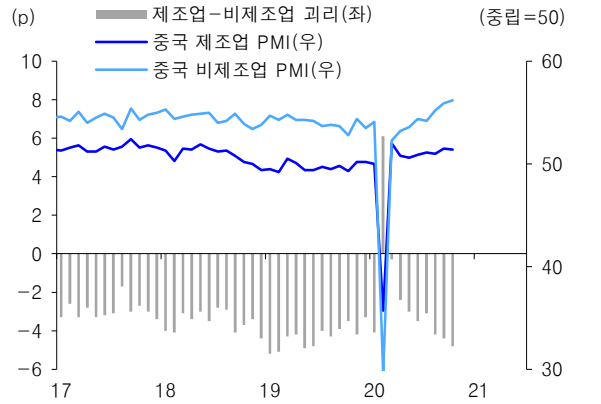

자료: CEIC, 유진투자증권

도표 95 후퇴 여지 2. 중국 국채 순발행 규모 축소



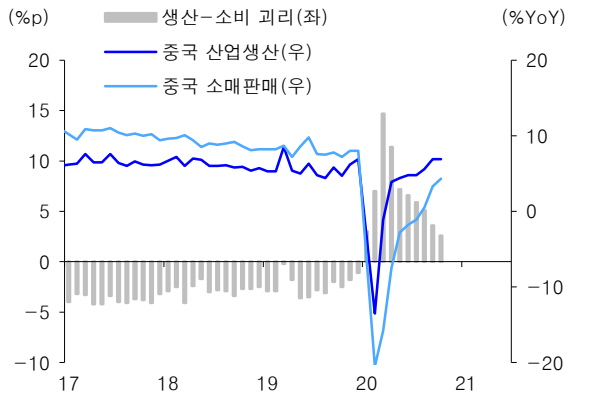

자료: CEIC, 유진투자증권

도표 96 중국경제 명암 1. 제조업과 비제조업 동반 회복



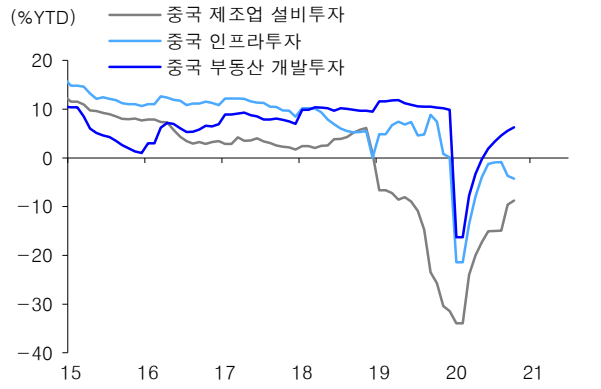

자료: CEIC, 유진투자증권

도표 97 산업생산과 소매판매 간의 정상화는 아직 미흡



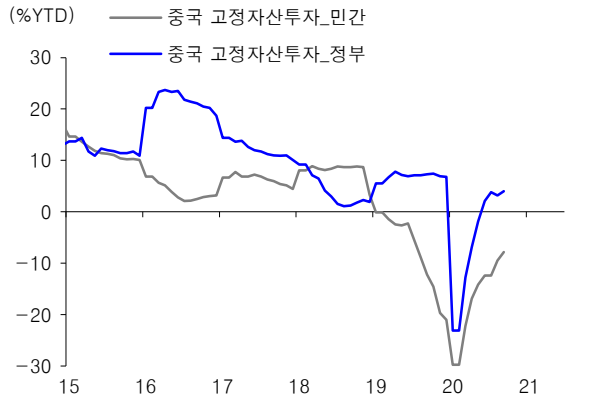

자료: CEIC, 유진투자증권

도표 98 명암 2. 부분별 고정자산투자 동반 회복



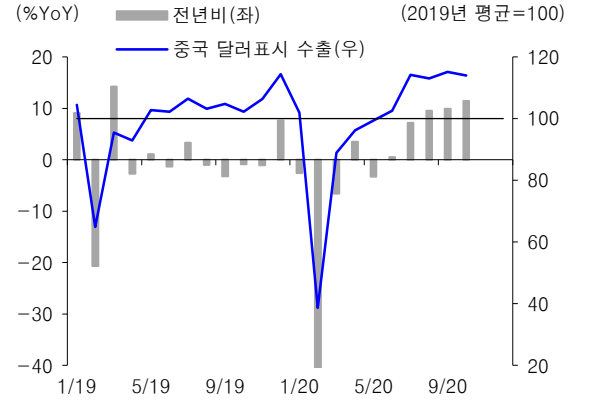

자료: CEIC, 유진투자증권

도표 99 민간 아닌 정부부문의 고정자산투자 확대가 주도



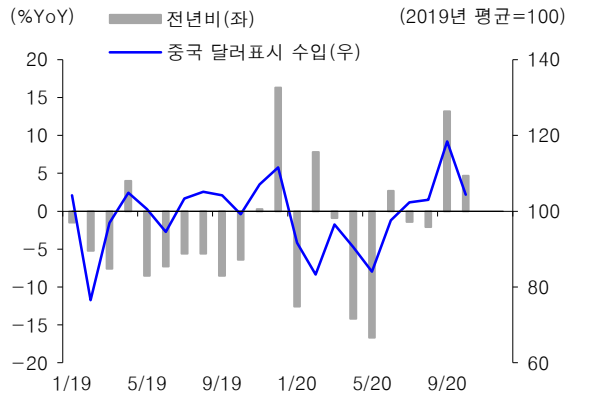

자료: CEIC, 유진투자증권

도표 100 명암 3. 10월 수출, 전년평균대비 +11.4%




자료: CEIC, 유진투자증권

도표 101 10월 수입은 전년평균대비 4.7% 증가




자료: CEIC, 유진투자증권

## 진단 2. 미 바이든 정부와의 관계 악화 가능성

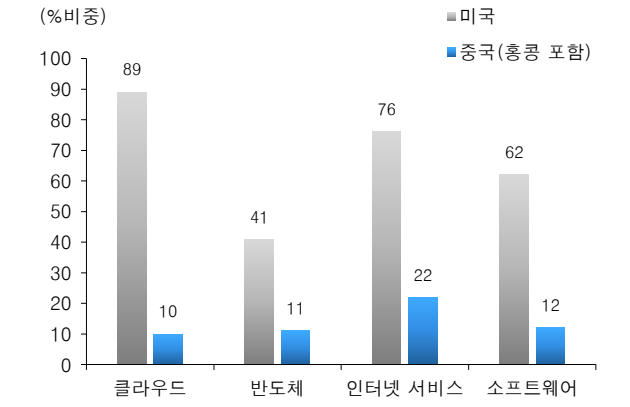
**중국 시진핑 정부는 미국 트럼프보다 바이든 대통령 시대에 더 어려움에 직면할 가능성**이 있다. 트럼프는 대중 관세 인상 및 중국 개별 기업 규제, 반도체 수출 제한 등 외형상 중국에 대해 강한 압박을 가했지만, 일관성을 지니지 못했기 때문이다. 2020 년 1/15 일 체결된 1 차 미중 무역협상 합의의 이행 정도를 대선 선거전략 차원에서 간과한 점이 이를 대변한다.

**바이든 정부는 트럼프와 달리 불필요한 마찰은 야기하지 않으나 원칙에 대해서는 집요하게 대응**할 가능성이 높다. 여기에 **중국정부가 아킬레스 건으로 여기는 인권 문제로 전선을 확대**할 가능성도 있다.

중국 공산당 정부가 반드시 고수하고자 하는, 다시 말해 외부의 간섭을 받아서는 안 되는 원칙은 **공산당 주도 하에 하나로 통일된 중국**이다. 이는 **바이든 시대에 미중이 기술 패권뿐만 아니라 대만과 홍콩을 놓고 격돌할 가능성**이 있음을 의미한다(도표 102-107).

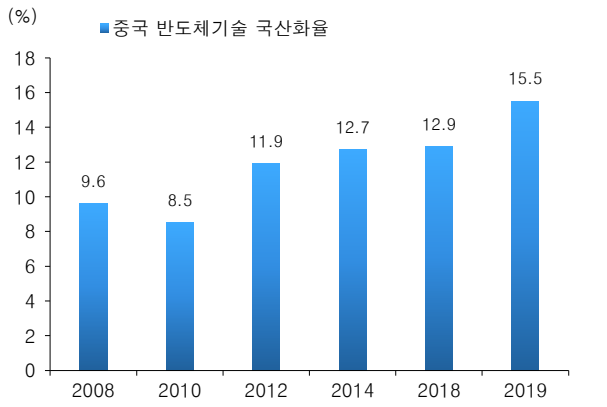
대만 국민의 여론은 중국과의 분리에 비중이 실리고 있고 홍콩 주민 역시 중국 본토에 대한 부정적 인식이 팽배하다. 인권을 중시하는 미 바이든 정부는 이들 권역에서의 여론을 중요시한다. **2021 년 중국경제는 미국의 첨단기술 압박에 이어 양안 및 남중국해를 중심으로 지정학적 불안에 직면**할 수 있다(도표 108).

도표 102 미국과 중국의 주요 기술부문 시장 점유율



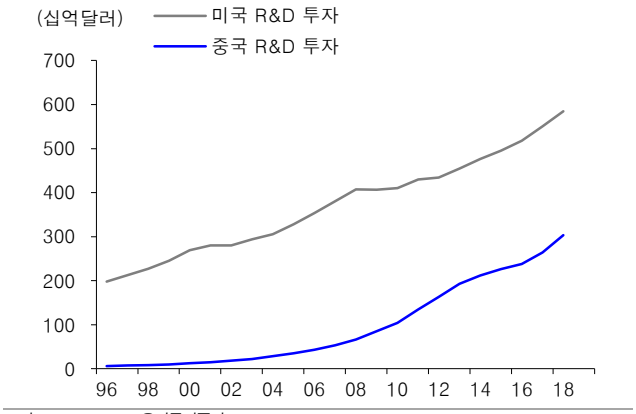

자료: CEIC, 유진투자증권(국제금융센터 재인용)

도표 103 중국의 반도체 기술 국산화율 추이



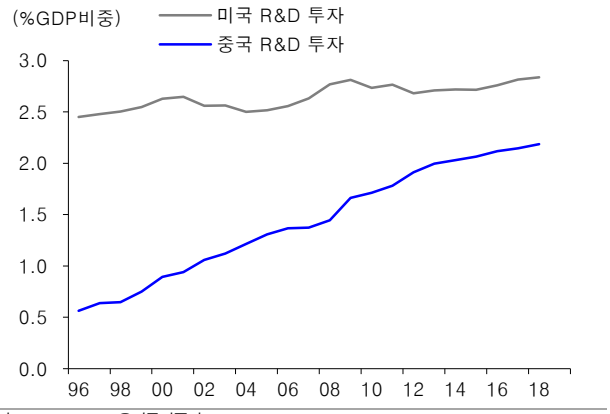

자료: IC Insights, 유진투자증권(국제금융센터 재인용)

도표 104 미국과 중국의 R&D 투자규모 추이



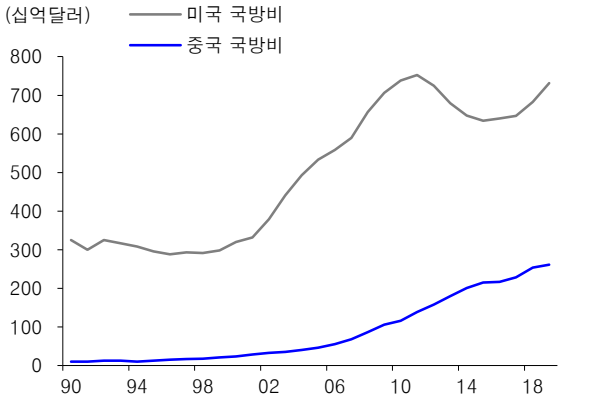

자료: World Bank, 유진투자증권

도표 105 중국의 GDP 대비 R&D 투자 비중, 미국에 근접



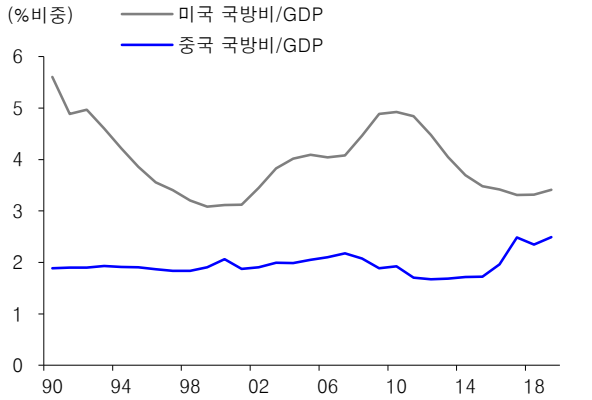

자료: World Bank, 유진투자증권

도표 106 미국과 중국의 국방지 지출규모 추이



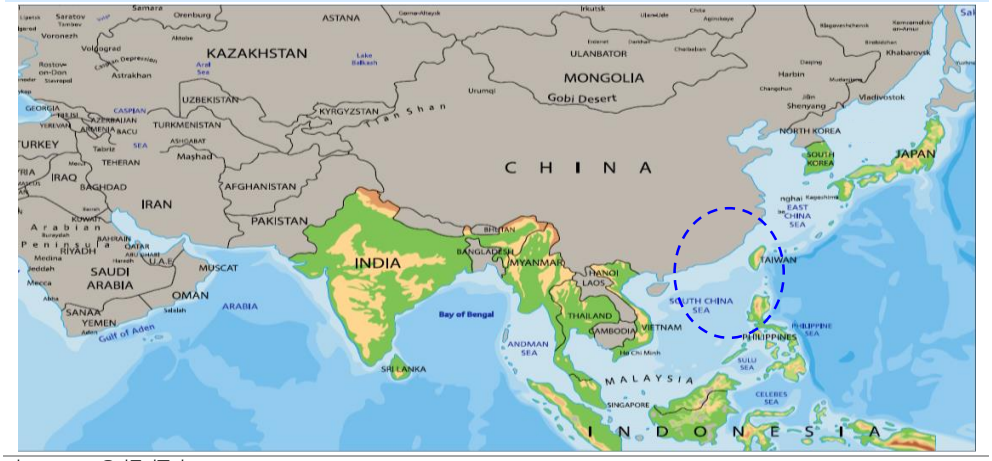

자료: World Bank, 유진투자증권

도표 107 중국의 GDP 대비 국방비 지출 비중, 미국에 근접




자료: World Bank, 유진투자증권

도표 108 2021 년 중국경제의 두 번째 이슈, 양안 및 남중국해에서의 지정학적 불안 확대




자료: Google, 유진투자증권

## 3. 유로존 경제, 연간 4.3% 성장하는 완만한 회복

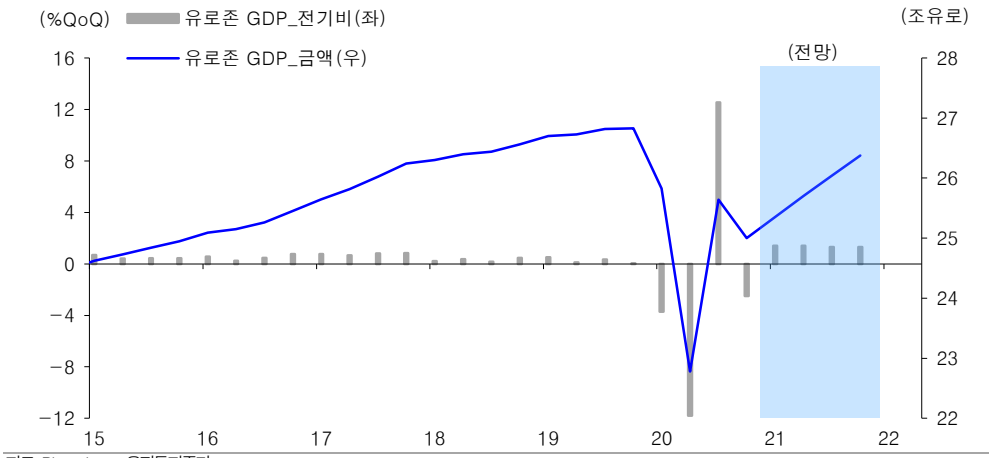
**2021 년 유로존 경제는 2020 년 경제 타격(-7.3%)에서 벗어나 연간 4.3% 성장**할 전망이다. 2020 년 유로존 경제는 주요국 가운데 코로나 19 의 타격이 가장 컸다. 대부분의 유로존 국가들이 높은 서비스 비중의 경제구조를 지님에 따라 락다운 영향이 컸기 때문이다.

유로존 경제는 3 분기에 전분기비 12.6% 성장하는 서프라이즈 이후 코로나 19 재확산으로 인해 4 분기 들어 재차 악화되고 있다. 그러나 경제봉쇄 수준이 상반기에 비해 낮은 편이고 생산활동도 이어지고 있어 **4 분기 유로존 GDP 는 1, 2 분기 역성장 폭에 비해 완만한 전분기비 -2.5% 역성장**할 전망이다(도표 109-111).

2021 년 유로존 경제 역시 상반기에는 상당기간 침체기조에서 벗어나지 못할 가능성이 높다. 그러나 **2 분기 중반 이후 유로존 경제의 성장세가 재차 빠르게 개선될 가능성** 역시 높다. 코로나 19 확산의 방역 활동 강화에 따라 신규확진자 증가세가 둔화되고 경제봉쇄 수준이 점차 완화되기 때문이다. 여기에 2 분기 중반 경 코로나 19 백신이 본격적으로 접종되면 하반기 경제활동은 가파른 회복이 가능해진다.

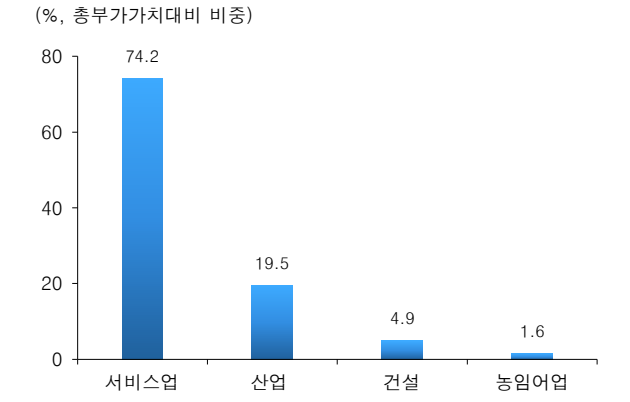
특히 **2021 년 하반기에 역외국가에 대한 국경봉쇄가 완화되고 해외 관광 경기가 개선되면 유로존 경제의 성장폭은 확대**된다.

도표 109 2021 년 유로존 GDP, 성장 반등하나 연간 4.3% 성장 예상



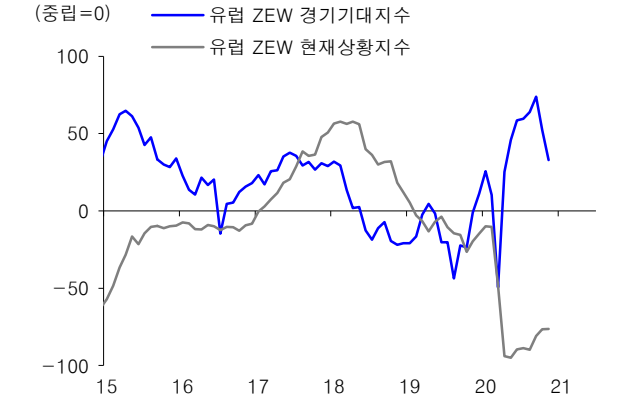

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 110 유로존 경제, 높은 서비스업 비중 특징




자료: Bloomberg, 유진투자증권
참조: 2019 년 기준

도표 111 올 가을 재봉쇄 국면, 경기기대지수 하락폭 제한적




자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 2021 년 하반기 관광 재개에 따른 서비스업 회복

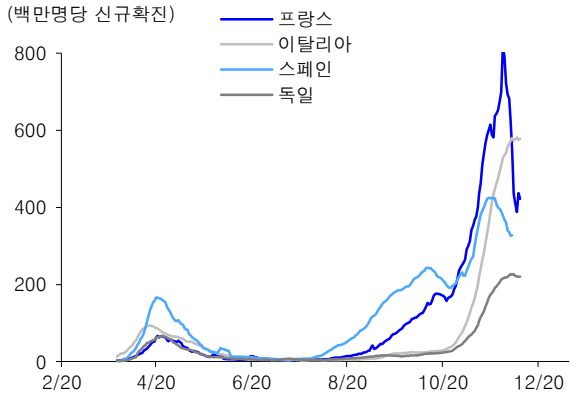
늦가을 유로존 경제는 코로나19 재확산에 따른 경제활동 봉쇄 강화로 인해 음식점, 술집 등 서비스업이 또 다시 타격을 받았다. 그러나 **백신 보급이 보편화되는 2021 년에는 경제봉쇄의 영향력이 이들 업종을 중심으로 큰 폭 회복**된다(도표 112, 113).

2 분기 부가가치 기준 유로존 경제는 2019 년 평균대비 각각 서비스업 13.9%, 산업 18.3%, 건설 15.3% 감소했다. 산업별 부가가치 비중에서 **유로존 경제는 서비스업의 비중(2019 년 기준)이 74.2%로서, 산업(19.5%) 및 건설(4.9%)에 비해 압도적**이라는 특징이 있다. 서비스업 내에서는 부가가치 비중이 산업과 유사한 도소매, 운송, 숙박, 음식서비스업의 하락폭이 가장 컸다(도표 114, 115).

올 가을 코로나19 재확산에 대한 정책당국의 대응은 2021 년 전망에 도움이 된다. **지난 봄에는 제조업과 서비스업이 모두 봉쇄된 반면, 가을철 재확산 국면에서는 비필수 서비스업 위주의 봉쇄**가 이루어져 서비스업만 타격을 받았다. 이에 따라 7-10 월 평균 유로존 마킷 제조업 PMI 는 53.0 을 기록하며 중립상회 기조가 유지된 반면, 서비스업 PMI 는 중립선 아래로 크게 무너졌다. 10 월 유로존 경제심리지수도 산업과 서비스업 방향이 엇갈렸다(도표 116-121).

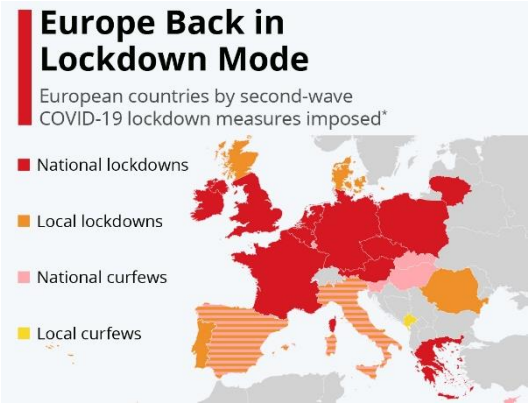
**2021 년 유로존 경제의 관심은 백신 보급에 따른 관광업 회복**이다. 2020 년 7 월 기준 스페인 관광객 수는 전년동기비 75.0%, 이탈리아는 73.1% 감소하는 등 관광업 타격이 컸다. 백신 보급으로 관광업이 재개되면 대면 중심의 서비스업 회복이 가능해진다.

도표 112 유로존, 코로나19 재확산 진행 중



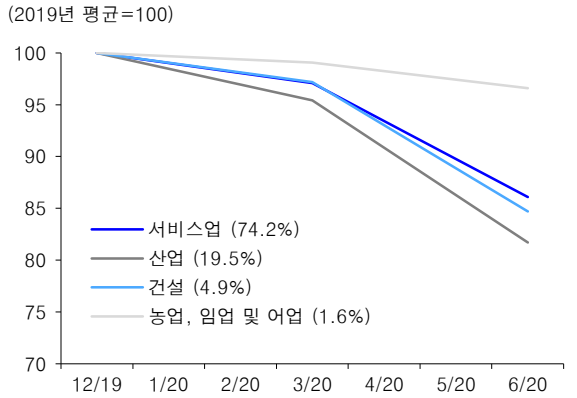

자료: CEIC, 유진투자증권(7 일 이동평균 기준)

도표 113 코로나19 재확산으로 경제활동 봉쇄 확대



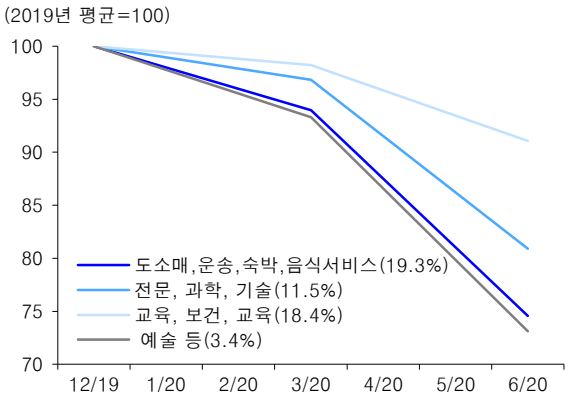

자료: statista, 유진투자증권 주: 2020/11/5 기준

도표 114 유로존 서비스업, 비중과 하락폭 커



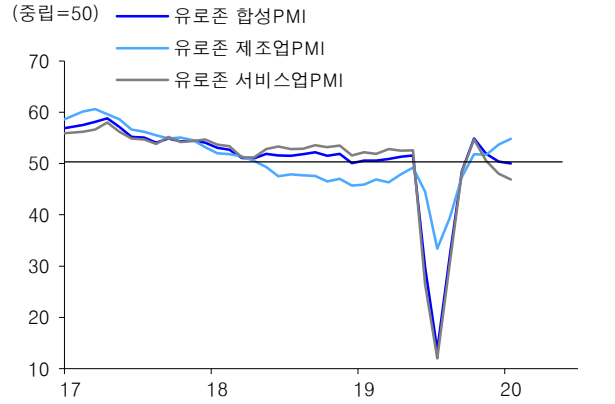

자료: Bloomberg, 유진투자증권
참조: 괄호안은 2019 년 기준 총 부가가치 대비 비중

도표 115 타격이 컸던 도소매, 운송 숙박 회복 기대



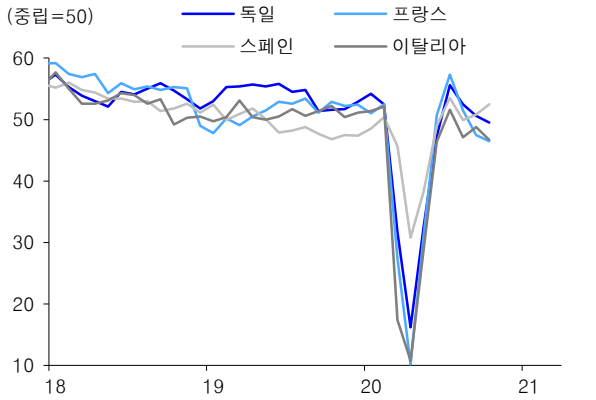

자료: Bloomberg, 유진투자증권
참조: 좌동

도표 116 유로존 PMI, 서비스업 부진, 제조업은 양호



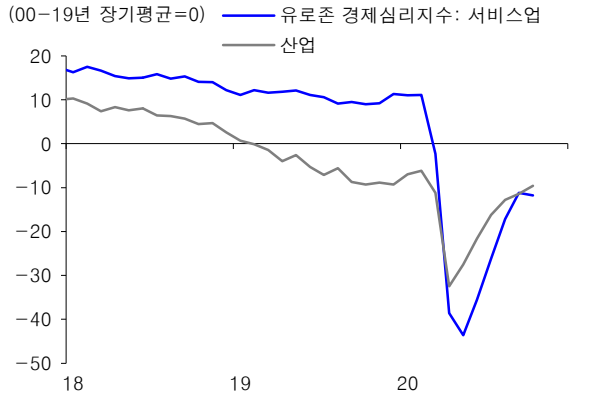

자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 117 유로존 서비스업 PMI, 재확산 이후 하락



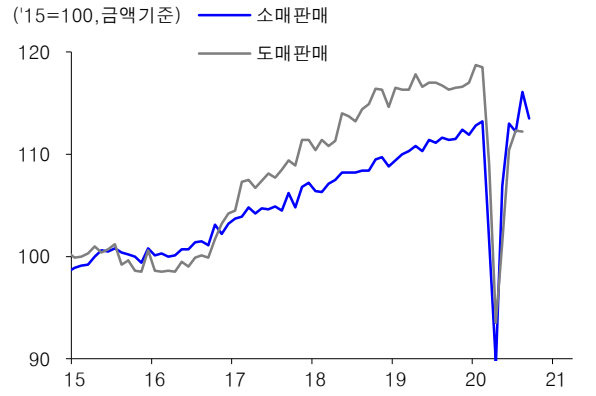

자료: CEIC, 유진투자증권

도표 118 유로존 경제심리지수, 서비스업 부진



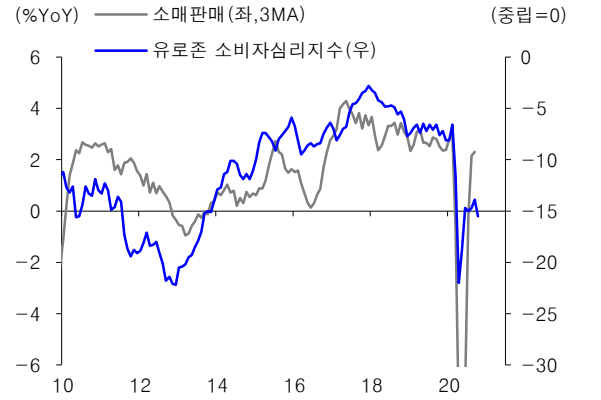

자료: CEIC, 유진투자증권

도표 119 유로존 소매판매, 코로나19 이전 수준 회복



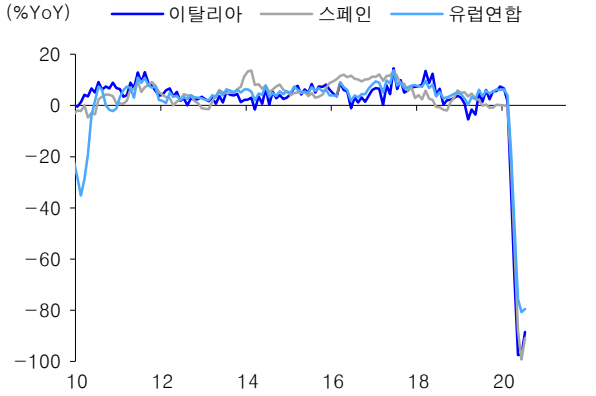

자료: CEIC, 유진투자증권

도표 120 유로존 소비자심리지수, 완만한 개선 전망




자료: CEIC, 유진투자증권

도표 121 관광객 수, 백신 상용화로 일부 회복 전망




자료: CEIC, 유진투자증권
참조: 3개월 이동평균 기준

## 유로존 생산, 완만한 회복 예상

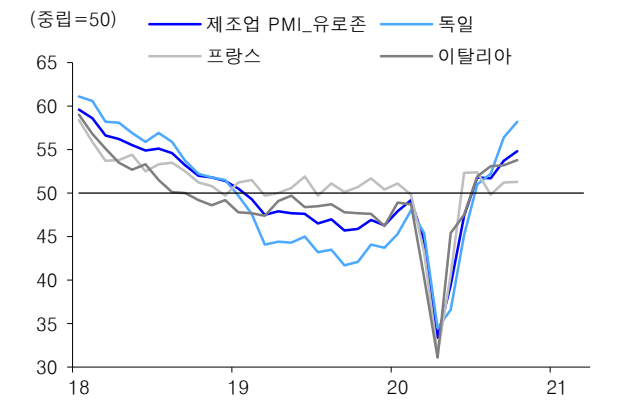
**2021 년 유로존 산업생산은 전년 봄 이래의 완만한 회복세를 지속할 전망**이다. 산업생산은 코로나의 영향이 서비스업에 비해 작기 때문이다. 코로나 19 재확산 이후에도 유로존 제조업 PMI 는 9-10 월 2 개월 연속 상승했다. 독일(58.0), 이탈리아(53.8), 스페인(52.5), 프랑스(51.0) 등 국가별 10 월 제조업 PMI 도 확장기조를 유지했다(도표 122).

9 월 유로존 산업생산은 2019 년 평균 대비 93% 수준을 회복하였다. **유형별로는 소비재(98.5%), 중간재(95.1%), 자본재(88.5%) 순으로 회복**세가 진행되었다(도표 123).

소비재는 필수재가 많아 생산이 빠르게 회복되었다. 반면에 자본재의 경우 기업들이 코로나 19 타격을 받으면서 투자를 줄임에 따라 하락폭도 크고 회복도 부진했다. **2021 년 유로존 생산의 관건은 자본재 회복 정도**에 달려 있다(도표 124).

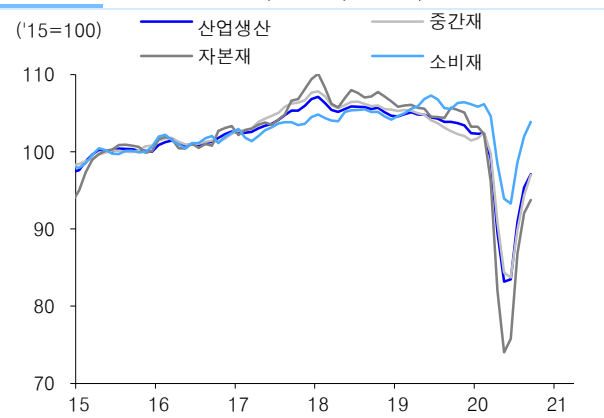
유로존 센틱스 투자자신뢰지수와 Ifo 기업환경전망지수는 모두 9-10 월에 전월비 하락했으나 코로나19 확산 정도에 비하면 하락폭이 크지 않다. **올 가을 코로나19 가 재차 확산되고 있지만 자본재 생산의 위축 영향은 크지 않음**을 의미한다. 2021 년에 세계경제가 회복되면 자본재 생산도 본격 회복될 수 있다(도표 125).

도표 122 유로존 제조업 PMI, 확장 기조 지속



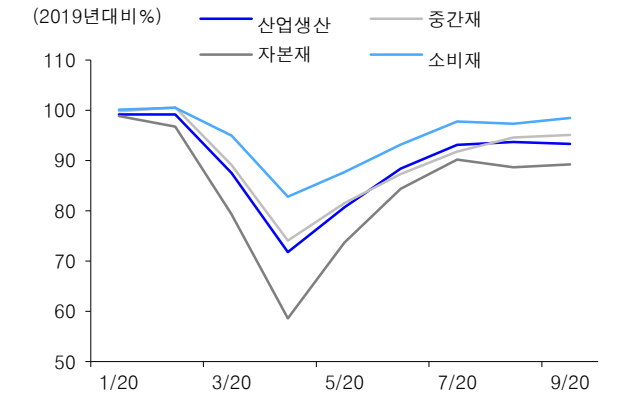

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 123 유로존 산업생산, 소비재, 중간재, 자본재 순 회복



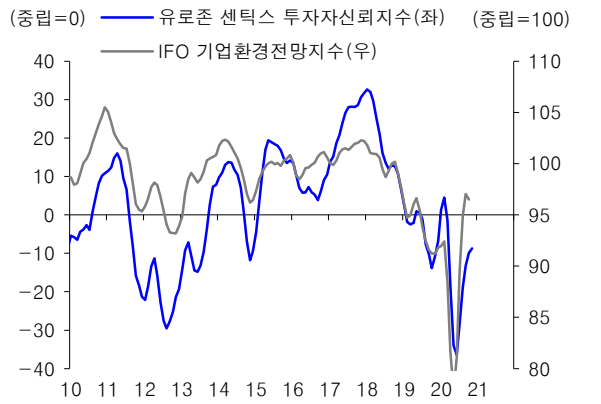

자료: CEIC, 유진투자증권
참조: 3 개월 이동평균 기준

도표 124 유로존 산업생산, 2019 년의 93.3% 수준으로 회복




자료: CEIC, 유진투자증권

도표 125 기업 투자 환경, 완만한 개선




자료: Refinitiv, 유진투자증권
참조: 3 개월 이동평균 기준

## 유로존 수출, 중국 및 미국향 주도로 개선 가능성

**2021 년 유로존 수출은 개선**될 전망이다. 1) 백신보급으로 경제활동이 재개되어 세계 수입물량이 증가하고 2) 중국 경제가 본격 성장세를 확대하며 3) 유로존의 국가별 수출에서 비중이 가장 큰 미국경제의 회복 및 관계 개선이 예상되기 때문이다.

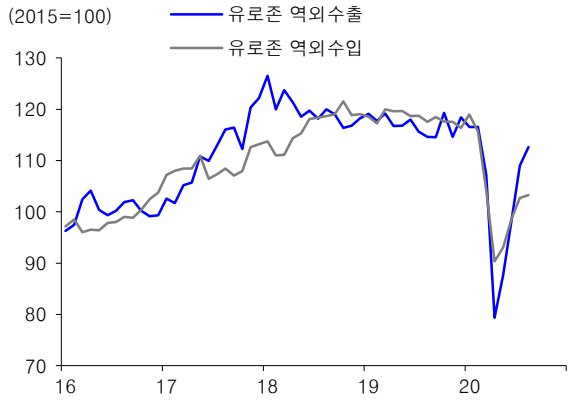
8 월 유로존 역외수출은 2019 년 월평균 대비 96.2%까지 회복했다. 2021 년에는 백신이 공급되며 소비 및 투자활동이 개선될 전망이다. 유로존 수출에 긍정적인 신호다(도표 126).

**유로존의 주요 수출국은 미국(14.8%, 2019 년 기준), 영국(11.8%), 중국(7.6%)** 등이다. 2021 년에는 주요 수출국인 중국과 미국향 수출이 증가할 전망이다(도표 127).

2020 년 들어 중국경제가 기타 주요국에 비해 빠르게 코로나19 의 영향에서 벗어나면서 유로존의 대중 수출 비중이 8.4%로 늘었다. 대중 수출은 이미 6 월부터 3 개월 연속 전년동기비 증가로 전환됐다. 중국정부의 쌍순환 경제발전에 따라 중국 산업생산 및 고정자산 투자가 증가하고 있다. 또한 중국 소비심리가 회복됨에 따라 유럽산 제품에 대한 수요도 회복될 것이다. 이에 따라 **2021 년 유로존의 대중 수출은 증가세를 이어갈 가능성**이 높다(도표 128).

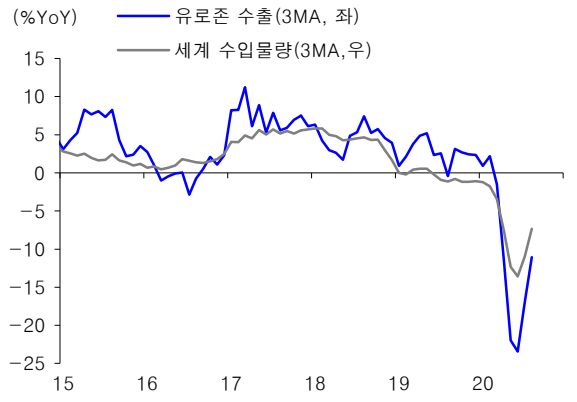
대미 수출도 개선된다. **바이든 대통령 시대에는 보호무역 및 관세 갈등이 완화**되기 때문이다. 또한 미국 경제 회복과 함께 소비가 개선될 가능성이 높아 유로존 수출여건은 더욱 향상된다(도표 129).

도표 126 유로존 역외수출입, 개선중



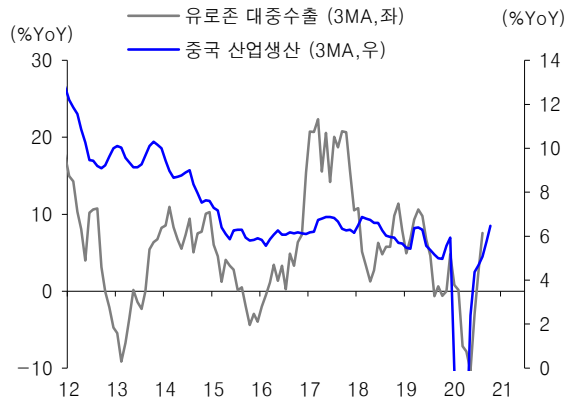

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 127 긍정 포인트 1. 세계 수입 회복 중



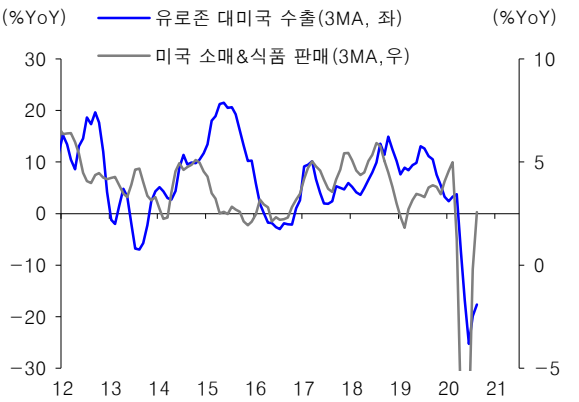

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 128 긍정 2. 중국 산업생산 회복




자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 129 긍정 3. 미국 소비 개선 신호




자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 유로존 경기부양책 약화 전망

2020 년 유로존의 경제회복을 이끈 주요 요인은 ECB 의 완화적 통화정책과 주요국 정부의 확장적 정책이다. 그러나 **2021 년에는 재정정책 측면에서 부양기조가 2020 년보다 둔화될 가능성**이 있다.

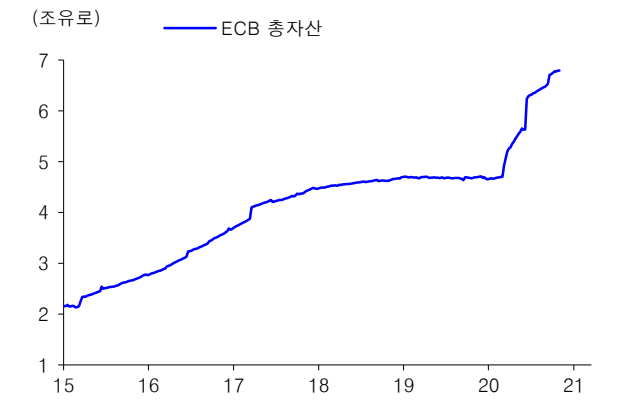
ECB 자산은 7 월 이후 증가세가 둔화됐으며 통화공급 증가세도 5 월 이후 증가세가 안정화됐다. 비금융부문과 가계대출은 전년동기비 각각 5%, 3%대 증가 수준에서 횡보하고 있다(도표 130-132).

11/17 일 ECB 라가르드 총재가 코로나19 백신 개발이 경기부양책 방향을 바꿀 수 없다고 발언한 만큼 12 월 회의에서 **1 조 3,500 억 유로 규모의 팬데믹 긴급매입프로그램(PEPP)의 사용 확대와 또 다른 양적완화 단행 등 추가 완화적 정책이 단행될 가능성**이 있다.

그러나 **재정정책은 불확실성**이 크다. 2020 년 3 월 EU 회원국은 경기부양을 위해 국가부채(60%)와 재정적자(3%)한도를 정하는 재정준칙을 일시 정지하기로 합의했다. 2021 년 부채 전망에 따르면 국가별 부채가 감소한다. 따라서 재정부양책 규모가 축소될 수 있지만 재정준칙을 적용할 가능성은 희박하다(도표 133).

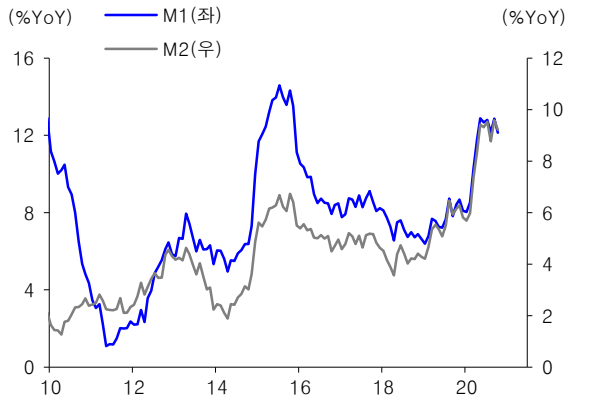
**11/19 일 유럽연합 회의에서 폴란드와 헝가리가 7 월에 합의된 경제회복기금 마련 계획에 대해 승인을 거부**했다. 두 국가는 기금을 지원받는 회원국이 법치주의를 준수해야 한다는 규정에 대해 주권을 제한하는 조치라고 주장했다. 회원국의 만장일치가 필요하기 때문에 기금 집행이 지연될 전망이다. 2021 년 유로존 경제의 회복 가능성이 높지만, 성장동력 중 하나인 **재정지출 확대는 불확실**하다.

도표 130 ECB 자산, 증가세 둔화



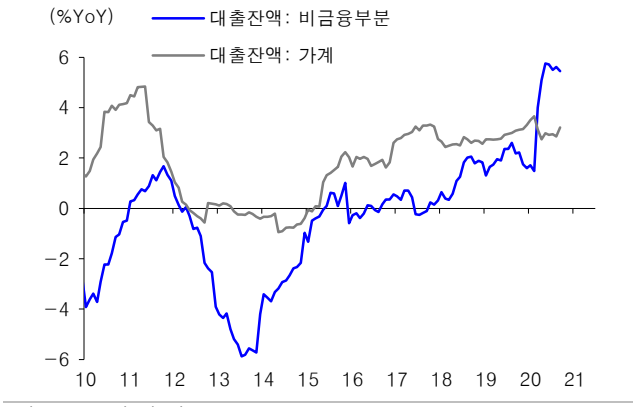

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 131 ECB 통화공급 속도, 안정적으로 유지



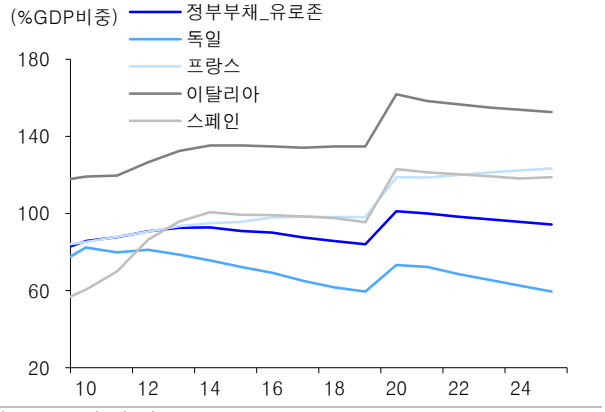

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 132 비금융부분의 가계 대출, 안정적




자료: CEIC, 유진투자증권

도표 133 유럽 정부 총부채, 둔화 가능성




자료: CEIC, 유진투자증권

# IV. 2021 년 한국 경제 전망

## 1. 2021 년 GDP, 3%대 성장세로 회복 예상

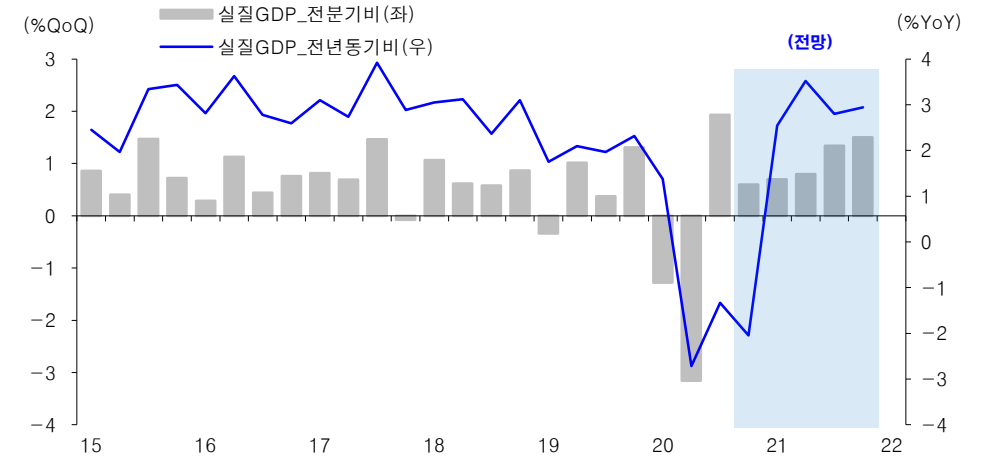
2020 년 팬데믹 국면에서 한국경제는 중국 다음으로 양호한 성과를 기록했다. 그러나 이는 외국인의 시각이지 국내적으로는 대면업종인 도소매업 및 교육 등 서비스업에서의 내상이 결코 작지 않다. 한국은행이 GDP 성장률을 발표한 1954 년 이래 70 년 가까운 세월 동안 우리 경제는 1980 년 1.6%, 1998 년 5.1% 등 두 차례 역성장한 바 있는데, **2020 년에 세 번째 역성장**에 직면한다.

우리 경제의 성장세 둔화는 불가피하다. 우리 경제는 80 년대 8.6%, 90 년대 6.4%, 2000 년대 4.5%, 2010 년대 2.9% 연평균 성장하며 10 년마다 2% 내외의 GDP 성장률 하락을 겪었다. 이제 가파른 인구 고령화가 본격화되는 **2020 년대의 경제성장률 하락폭 확대는 받아들여야 할 숙명**일지도 모른다.

그래도 우리 경제는 일본의 '잃어버린 20 년'을 답습하지 않을 수 있다는 희망이 있다. **일본에 비해 GDP 에서 차지하는 수출의 비중이 3 배** 가까이 크기 때문이다. 우리가 수출경쟁력을 갖추고 미중 패권 전쟁 국면에서 실리를 취한다면, 2020 년대 우리 경제성장의 하락세를 충분히 늦출 수 있다.

2021 년 우리 경제는 이러한 소생력을 찾아가는 첫 해가 될 전망이다. **2020 년에 내수와 수출의 동반 부진에 의해 1.2% 역성장했던 GDP 가 2021 년에는 3% 성장으로 개선**되기 때문이다. 2020 년과 2021 년을 평균하면 연평균 0.9% 성장에 불과하다는 점에서 큰 의미를 두기 어려우나, 2021 년에는 내수와 수출의 동반 회복을 바탕으로 강한 성장 반등이 가능할 전망이다(도표 134-138).

도표 134 2021 년 한국 GDP, 전분기비 상반기 0.8% 및 하반기 1.4%로 연간 3.0% 성장 예상



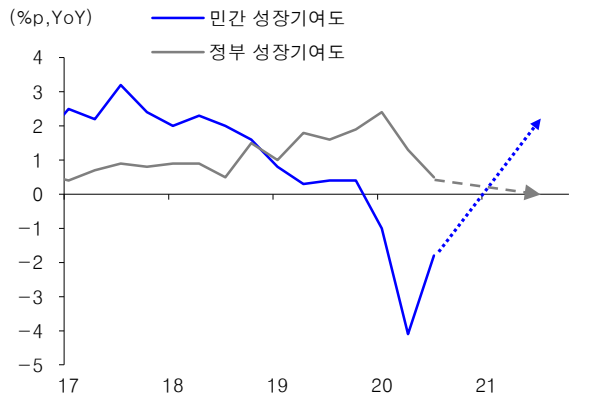

자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 135 2021 년 지출부문별 분기 및 연간 GDP 성장률 전망

| | 2020 년 | | | 2021 년F | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| %YoY | 3 분기 | 4 분기F | 연간F | 1 분기 | 2 분기 | 3 분기 | 4 분기 | 연간 |
| GDP | -1.3 | -2.0 | -1.2 | 2.5 | 3.5 | 2.8 | 2.9 | 3.0 |
| %QoQ | 1.9 | 0.6 | - | 0.7 | 0.8 | 1.3 | 1.5 | - |
| 민간소비 | -4.5 | -3.4 | -4.2 | 4.5 | 4.3 | 3.7 | 2.5 | 3.8 |
| 정부소비 | 4.5 | 2.5 | 5.0 | 3.5 | 3.5 | 2.7 | 2.8 | 3.1 |
| 건설투자 | -1.6 | -1.0 | 0.4 | -1.2 | 0.5 | 1.2 | 1.7 | 0.6 |
| 설비투자 | 9.1 | 1.5 | 5.5 | 4.3 | 3.5 | 2.8 | 4.5 | 3.8 |
| 수출 | -3.7 | -0.5 | -2.9 | 2.1 | 10.5 | 6.5 | 5.0 | 6.0 |
| 수입 | -5.3 | 1.7 | -2.8 | 3.2 | 9.2 | 6.9 | 4.1 | 5.9 |

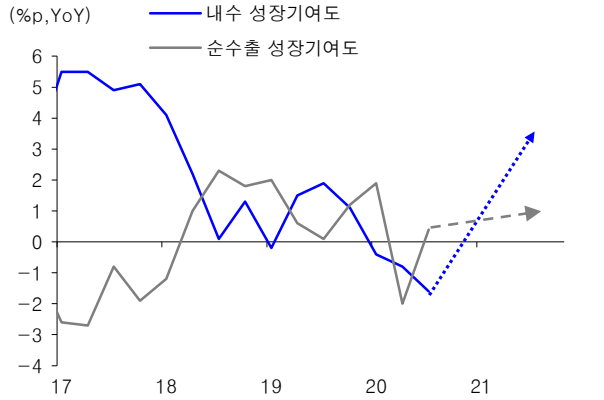
자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 136 관전 포인트 1. 민간 성장기여도의 정부 상회



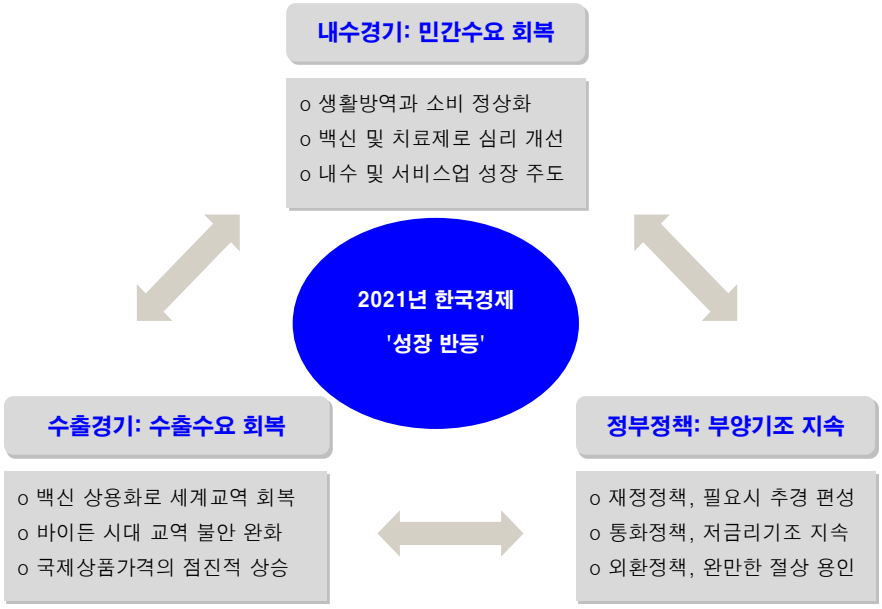

자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 137 관전 포인트 2. 내수 성장기여도의 순수출 상회




자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 138 2021 년 한국경제 기상도: 구름 일부 있지만 맑음




자료: 유진투자증권

## 2. 내수경기, 민간소비와 설비투자 주도로 회복

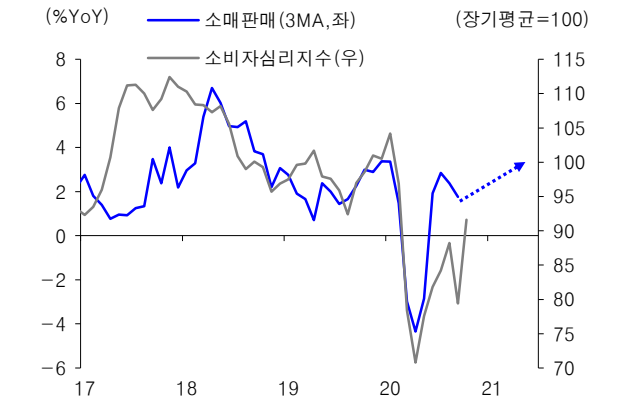
2020 년 소비경기는 가히 악재의 집대성 국면이라 할 수 있다. 코로나 19 확산이 장기화되면서 가계 소득여건 및 소비심리의 큰 폭 출렁거림이 불가피했기 때문이다. 먼저, 다른 선진국과 마찬가지로 **대면 서비스업을 중심으로 소비지출이 얼어 붙으면서 비내구재 소매판매의 추락**으로 연결되었다(도표 139, 140).

다음으로 **고용시장 역시 당연히 숙박음식 및 도소매, 교육, 개인서비스 등 대면서비스 관련 업종을 중심으로 취업자 감소와 실업률 상승**이 전개되었다. 더불어 해외여행이 거의 중단되면서 국외 소비지출이 급감한 점도 민간소비 급랭에 일조했다(도표 141, 142).

**2020 년 소비경기의 위축 정도는 지난 10 년 간의 평균대비 2020 년 주말 영화관객 및 국제선 여객**에서 극명하게 드러난다. 2020 년 1 인 이상 사업체의 노동소득 역시 3-8 월에 월평균 전년비 0.4% 증가로 급락했다(도표 143-146)

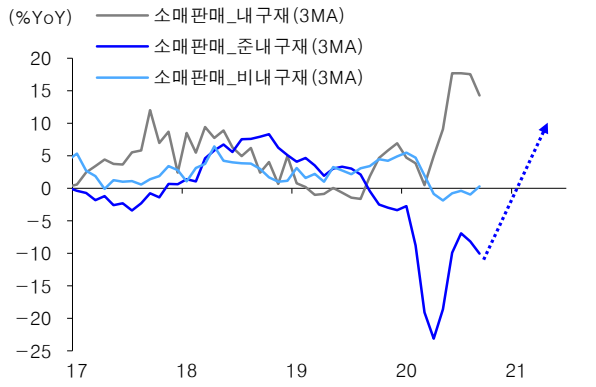
**2021 년 민간소비는 코로나19 영향에서 점차 벗어나면서 상저하고의 개선** 흐름이 예상된다. 해외소비는 부진에서 쉽게 벗어나지 못하나 소비심리 개선과 고용 회복, 대면 서비스 수요가 개선되기 때문이다. 고정자산투자 역시 건설투자는 부진하나 수출과 동행하는 설비투자를 바탕으로 회복될 가능성이 높다(도표 147-150).

도표 139 2021 년 내수 회복 요인 1. 소비자심리지수 개선



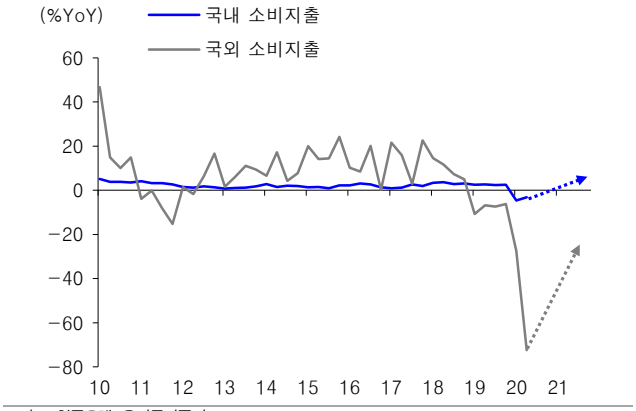

자료: 통계청, 유진투자증권

도표 140 회복 요인 2. 대면 서비스와 비내구재 소비 회복



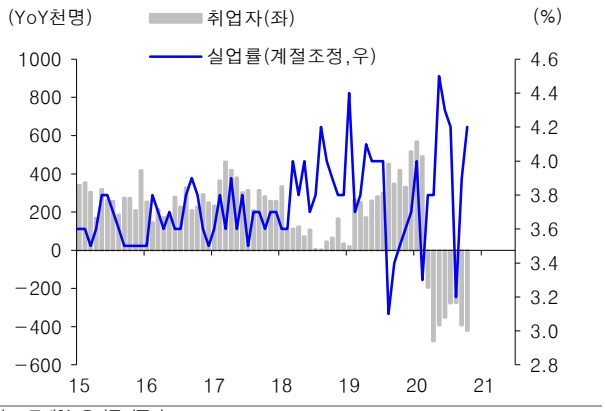

자료: 통계청, 유진투자증권

도표 141 회복 요인 3. 국외 미약하나 국내 소비지출 개선



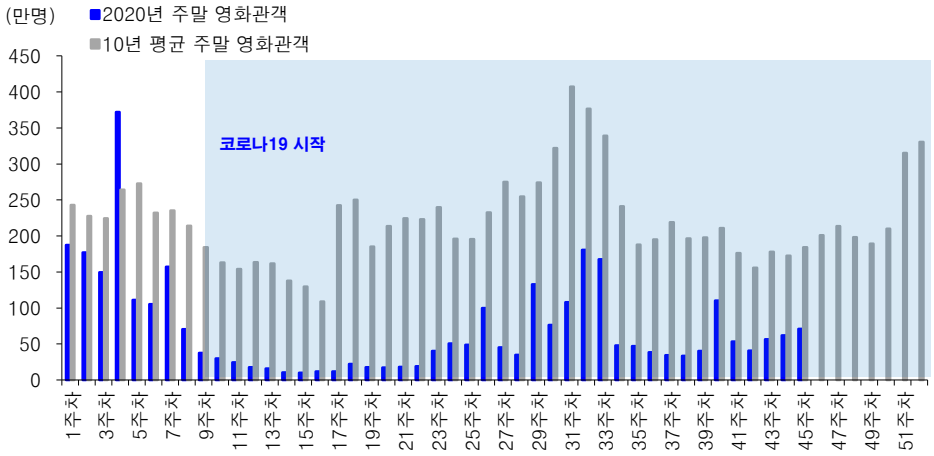

자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 142 회복 요인 4. 대면수요 개선 따라 취업자 확대



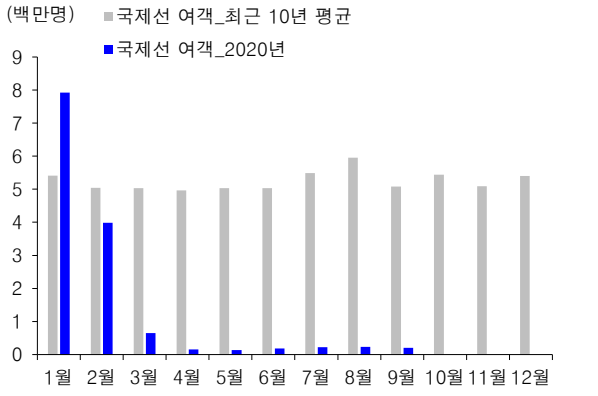

자료: 통계청, 유진투자증권

도표 143 지난 10 년 평균대비 2020 년 주말 영화관객 부진, 2021 년에는 일부 정상화 예상



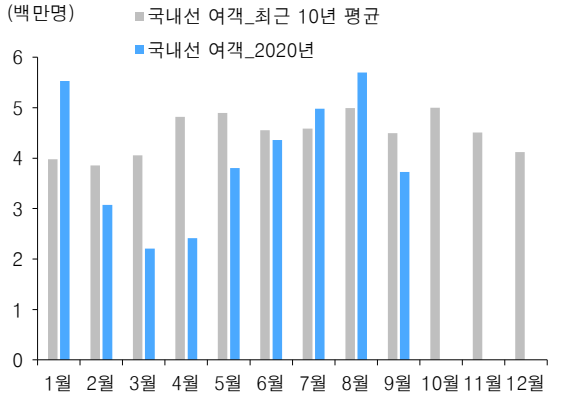

자료: 영화진흥위원회, 유진투자증권

도표 144 2021 년 국제선 여객, 상저하고형 회복 가능성



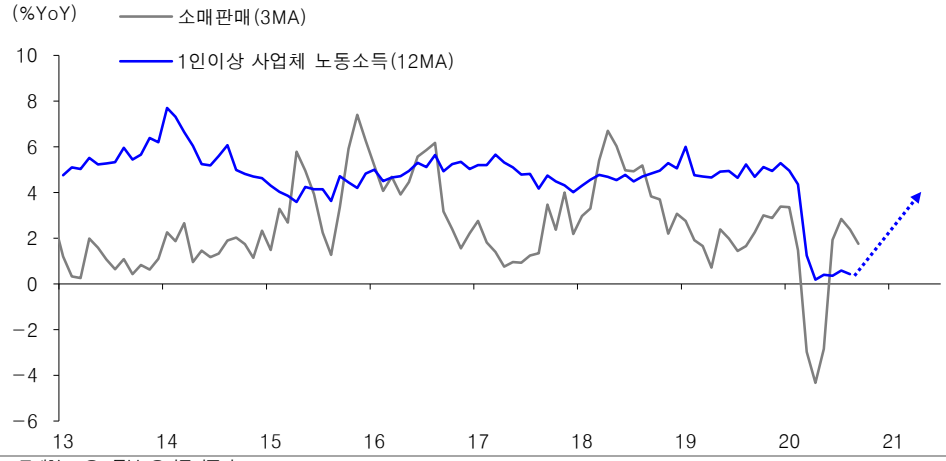

자료: 한국공항공사, 유진투자증권

도표 145 2021 년 국내선 여객, 평균 가까이 회복 가능성



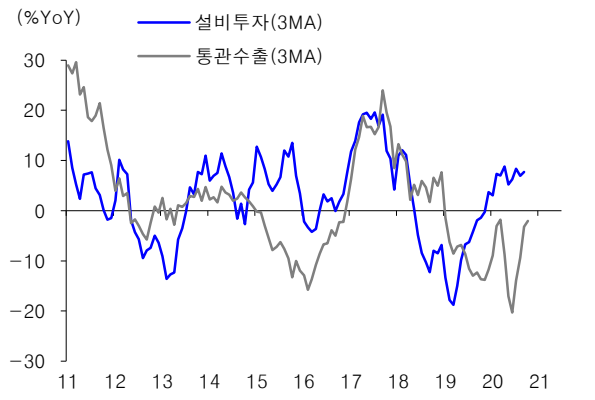

자료: 한국공항공사, 유진투자증권

도표 146 2021 년 노동소득, 2020 년의 0%대 증가에서 탈피하여 평균회귀 가능성



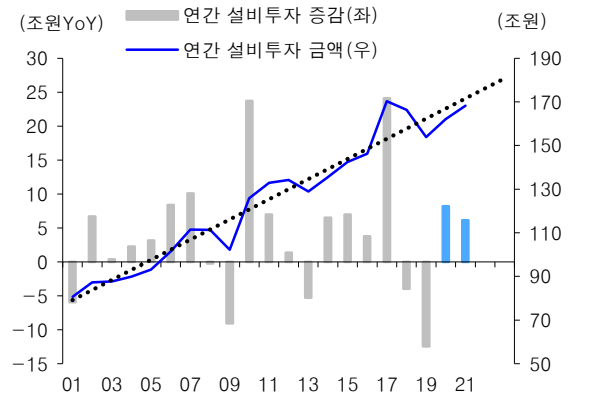

자료: 통계청, 고용노동부, 유진투자증권

도표 147 2021 년 설비투자, 수출 개선에 동행 회복



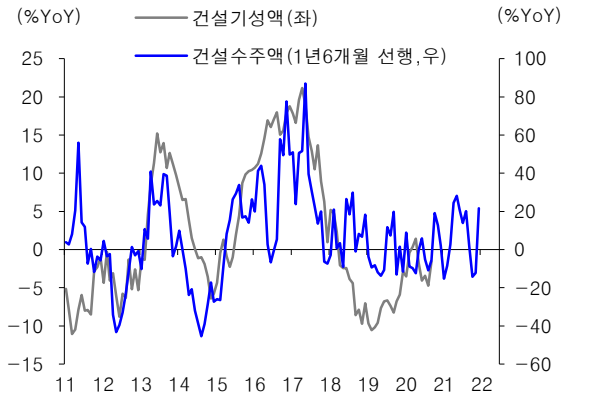

자료: 통계청, 산업부, 유진투자증권

도표 148 2020 년에 이어 2 년 연속 증가추세 위치



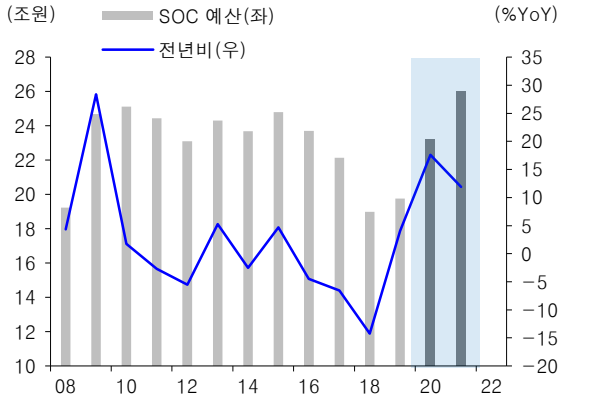

자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 149 2021 년 건설투자, 큰 폭 회복 기대난




자료: 통계청, 유진투자증권

도표 150 SOC 예산의 2 년 연속 두 자릿수 증가는 긍정적




자료: 기재부, 유진투자증권

## 3. 수출경기, 바이든 시대 세계교역 회복의 수혜 가능성

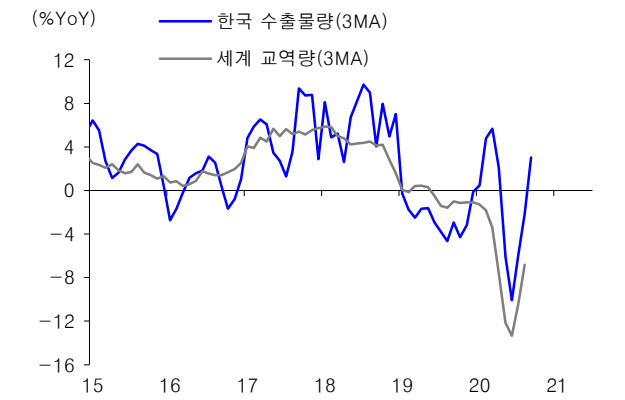
2021 년 수출은 화이자와 모더나 등 선진국 제약업체의 코로나 19 백신 성공이 가장 반가운 영역이다. **2020 년 수출은 코로나 19 충격에 의해 전년비 5.8% 감소**하며 2019 년(−10.4%)에 이어 2 년 연속 감소했다. 2015−2016 년에 이어 두 번째이다.

그러나 코로나 19 백신이 2021 년 2 분기 중 보편적 접종에 성공하여 주요국의 경제활동이 정상화된다면, 가장 큰 수혜가 예상되는 부문이 글로벌 교역량 회복이다. 그리고 **우리 수출은 2010 년대 들어 세계 교역량에 1.3 의 탄력성**을 지니고 있다. 따라서 2020 년에 10% 내외 감소한 **세계 교역량이 2021 년에 6−7% 증가로 개선될 경우 우리 수출은 연간 8−9% 수준의 증가**를 기대할 수 있다. 여기에 세계경제 회복에 힘입어 국제원자재가격이 반등할 경우 수출단가의 상승이라는 플러스 알파도 가능하다(도표 151, 152).

우리는 **2021 년 수출입(통관기준)에 대해 각각 전년동기비 9.2% 및 9.6% 증가한 5,578 억달러 및 5,141 억달러를 예상**한다. 이 경우 2021 년 수출입 규모가 사상최대 규모를 기록했던 2018 년(수출 6,049 억달러, 수입 5,352 억달러)에 비해 각각 7.8% 및 3.9% 부족하나 3 년만에 10% 가까운 증가국면에 위치한다(도표 153).

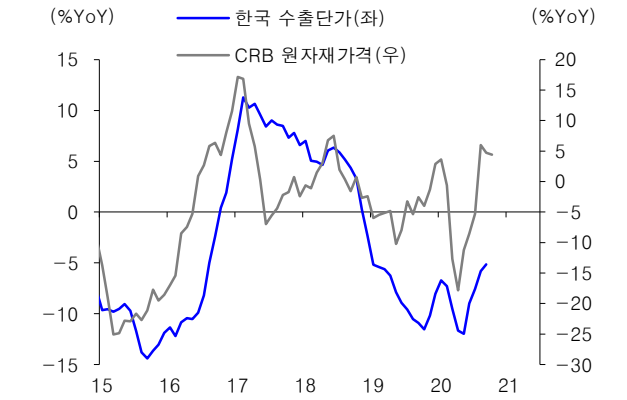
**2021 년 우리 수출에는 불안요인도 상존**한다. 코로나 19 백신의 실제 면역효과가 기대에 못 미치거나 미 바이든 대통령 시대에 미중간의 갈등이 오히려 증폭될 경우, 그리고 중국의 쌍순환 발전 전략이 우리의 대중 수출에 부정적으로 작용할 가능성 등이 대표적인 불안요인이다. 그러나 **2021 년 상반기에는 2 년 연속 수출 감소에 따른 긍정적 기저효과가 작용하고, 하반기에는 세계 교역량 개선효과가 본격 발현된다면 2021 년 수출이 큰 폭 회복**됨은 분명해 보인다.

도표 151 2021 년 한국 수출 개선요인 1, 세계 교역량 회복




자료: CPB, 한국은행, 유진투자증권

도표 152 개선요인 2. 국제 원자재가격의 완만한 상승기조




자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 153 2021 년 하반기 한국 수출입 및 무역수지 전망

| | 2019 년 | | | 2021 년F | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 십억달러 | 3 분기 | 4 분기F | 연간F | 1 분기 | 2 분기 | 3 분기 | 4 분기 | 연간 |
| 수출 | 130.4 | 140.1 | 511.0 | 135.7 | 136.3 | 139.8 | 146.0 | 557.8 |
| %YoY | −3.2 | 2.7 | −5.8 | 4.2 | 23.5 | 7.2 | 4.3 | 9.2 |
| 수입 | 113.8 | 125.9 | 469.2 | 130.2 | 124.9 | 126.9 | 132.0 | 514.1 |
| %YoY | −8.9 | 0.1 | −6.8 | 7.2 | 15.6 | 11.6 | 4.9 | 9.6 |
| 무역수지 | 16.6 | 14.2 | 41.8 | 5.4 | 11.4 | 12.8 | 14.0 | 43.7 |

자료: 산업부, 유진투자증권

## 4. 2021 년 정부정책 진단

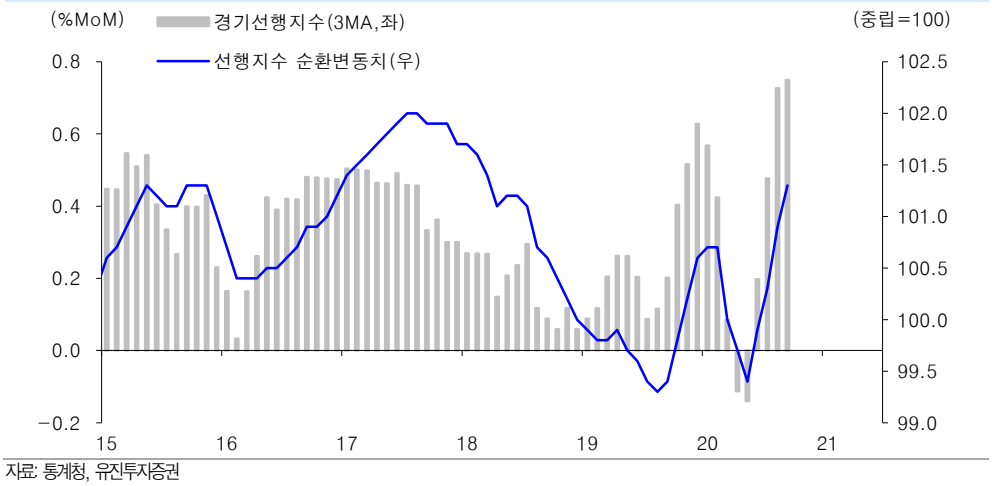
**2020 년 가을 통계청의 경기종합지수에 나타난 한국경제의 앞날은 긍정적**이다. 9 월 동행지수 순환변동치가 97.9 를 기록하여 7 개월째 중립 수준인 100 선을 하회했지만 5 월을 저점으로 상승 반전했다.

여기에 선행지수 순환변동치가 9 월에 101.3 을 기록하여 3 개월 연속 100 선을 상회한 가운데 전월비 상승세를 이어가고 있다. 동 기조가 지속된다면 2021 년 2 분기 경에는 동행지수 순환변동치가 100 선을 상회할 가능성이 높다. 경기종합지수의 경기 예고력이 예전만 못하다. 더구나 2020 년 코로나 19 확산과 같은 외생 충격이 발생하면 예측력은 크게 떨어진다. 그럼에도 올해 4 분기에 **선행지수 순환변동치의 상승기조가 이어지면 우리 경제가 2021 년에 본격적 경기회복국면에 진입할 가능성**이 높다(도표 154, 155).

물론 동절기를 앞두고 국내에서도 코로나19 신규 확진이 재차 확대되고 있다는 점은 부담이다. **철저한 방역이 경제 회복의 지름길이라는 우리 정책당국의 슬로건을 감안하면, 단기적으로 경제회복세가 재차 악화될 가능성**이 있다.

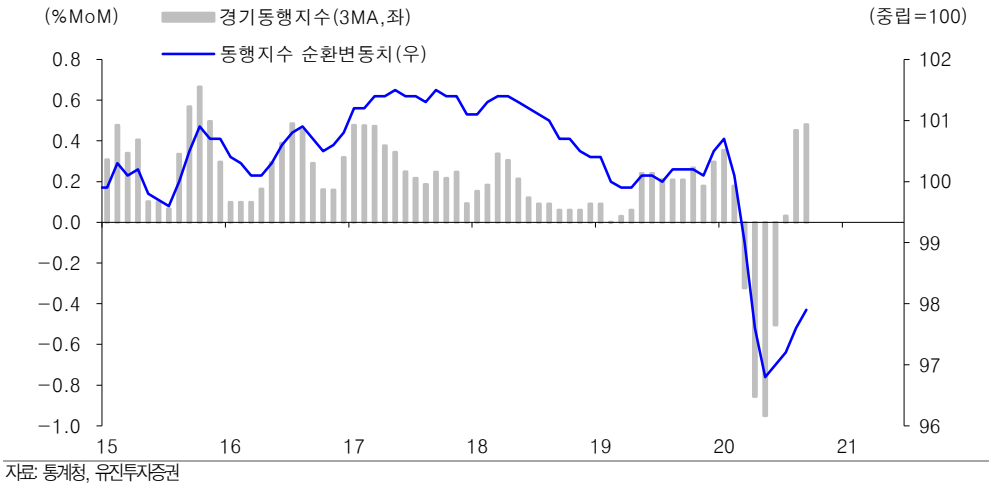
2020 년에 정책당국은 이례적으로 4 차례 추경에 나섰고 기준금리를 사상최저인 0.50%로 낮췄다. 다른 선진국과 마찬가지로 팬데믹 충격으로 내수와 수출이 동반 무너짐에 따라 최후의 보루로 부양책을 사용했다. **2021 년에도 상당기간 경기우호적인 정책기조는 불가피**해 보인다. 그러나 2021 년 중반 이후 세계경제 회복에 힘입어 우리 경제 역시 회복기조가 확대될 경우 정부정책 역시 정상화를 위해 부양 올인기조에서 후퇴할 가능성을 염두에 둘 필요가 있다.

도표 154 9 월 선행지수 순환변동치, 5 월 이후 상승 반전된 가운데 3 개월 연속 100 선 상회




자료: 통계청, 유진투자증권

도표 155 동 기조가 이어지면 동행지수 순환변동치, 2021 년 2 분기 즈음 100 선 상회




자료: 통계청, 유진투자증권

# V. 2021 년 미 달러지수 및 원화환율 전망

## 1. 미 달러지수, 하락기조 위치하나 하반기 반등 예상

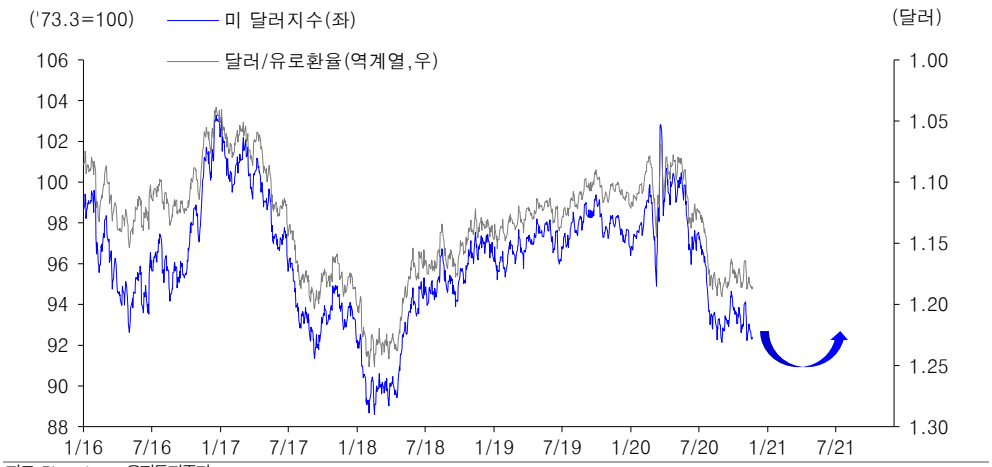
11/3 일 미 대선에서 바이든 후보의 당선 가능성이 높아짐에 따라 2021 년 미 달러 약세에 대한 기대가 높다. 11 월 중순 미 달러지수는 92 선대로 하락하며 2018 년 여름 이후 최저치로 낮아졌다.

그러나 **우리는 2021 년 미 달러지수가 상반기에는 하락기조 상에 위치하나 하반기에는 상승 반전되는 '상저하고'를 보일 가능성**에 비중을 둔다. 2021 년 상반기에는 미 달러지수가 90 선 내외로의 하락기조를 이어가나, 하반기 후반 경에는 95 선 수준으로 반등할 가능성에 무게를 둔다. 2021 년 달러/유로환율은 상반기 1.20 달러 내외, 하반기 1.15 달러 내외를 예상한다(도표 156).

먼저, **2021 년 미 달러 약세 기대는 미 대선 이후 형성된 위험자산 선호 확산에 기인**한다. 미 달러지수가 세계경제 순환에 역주기적 속성을 지니고 있기 때문이다. 그러나 11 월 뉴욕 외환선물시장은 이러한 기대가 과도함을 이미 반영하고 있다(도표 157, 158).

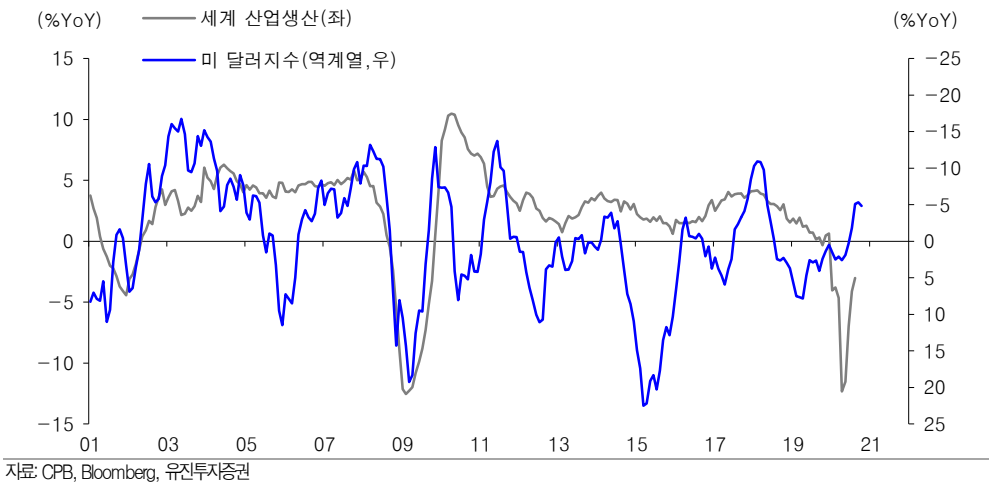
**반면에 미 달러지수를 결정하는 또 다른 요인인 미국과 유로존 간의 펀더멘털 격차 요인은 오히려 미 달러지수의 상승 가능성에 무게**를 둔다. 2021 년 미국과 유로존의 경제성장 개선 정도 및 Fed 와 ECB 의 금융완화 강도, 실질금리 격차 등은 오히려 미 달러지수의 반등을 지지한다(도표 159-162).

도표 156 2021 년 미 달러지수, 상반기 하락 및 하반기 반등의 상저하고 예상



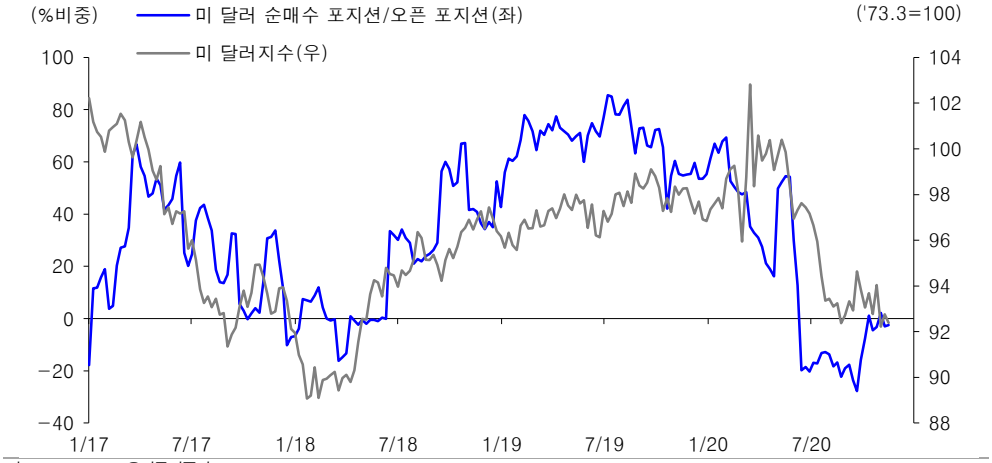

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 157 세계경제 순환에 역행하는 미 달러지수 속성, 영향력 크나 예측력은 미미



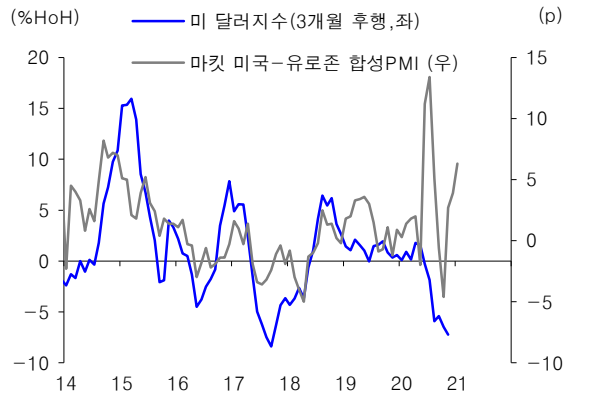

자료: CPB, Bloomberg, 유진투자증권

도표 158 2020 년 후반 뉴욕 외환선물시장, 미 달러약세로의 일방 배팅에서 후퇴 조짐



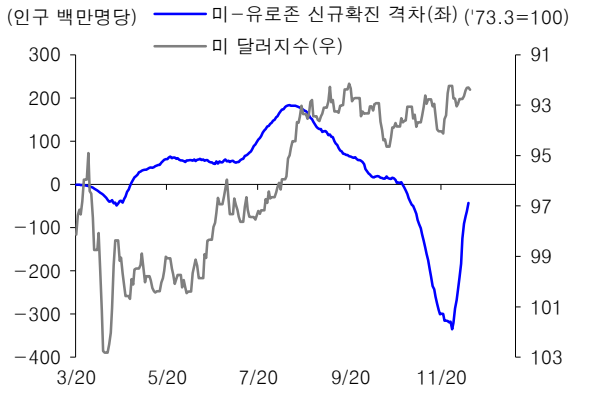

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 159 펀더멘털 여건 1. 유로존보다 미국경제 성장 우위



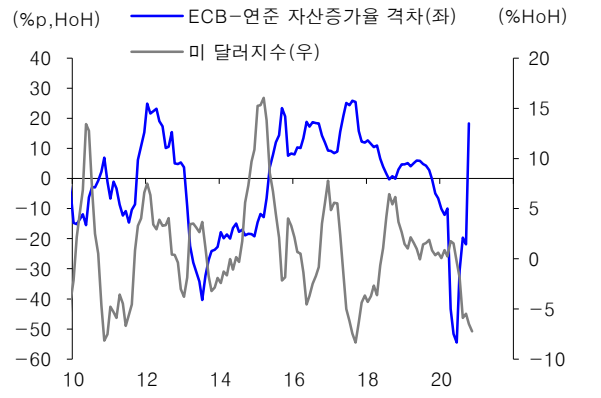

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 160 바이든 당선 시 코로나19 방역, 미국 우위 가능성



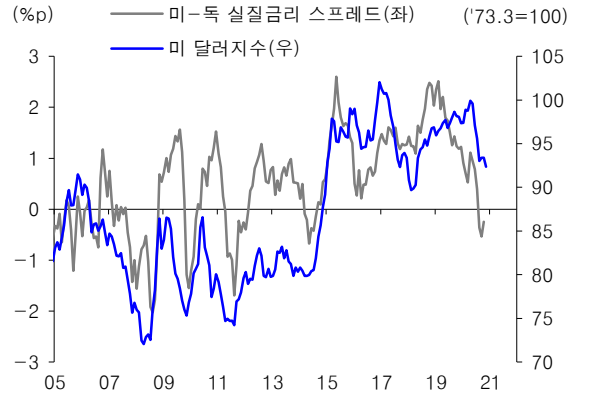

자료: CEIC, 유진투자증권

도표 161 펀더멘털 여건 2. Fed 보다 ECB 가 더 완화 가능성




자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 162 미−독 실질금리 격차, 미 달러약세 제한적 시사




자료: 통계청, 유진투자증권

## 2. 원/달러환율, 하락기조 하에 연말 1,050 원 예상

**2021 년 원/달러환율은 하락기조 상에 위치하며 연평균 1,080 원 및 연말 1,050 원을 기록할 전망**이다. 2021 년 원/달러환율을 좌우하는 결정요인은 글로벌 위험자산선호 및 미 달러약세에 따른 이머징 경제로의 자금유입 여부, 그리고 중국정부의 정책의지가 반영되는 위안화환율 등 3 가지이다. 이 가운데 글로벌 위험자산선호는 그 자체가 환율과 이음동의어라는 환율 결정요인에서 제외하면 **결국 미 달러지수와 위안화환율 향방이 관건**이 된다(도표 163).

먼저, **미 달러지수는 상반기에는 원/달러환율의 하락요인으로 작용하나 하반기 중반 이후에는 오히려 하방경직성을 강화하는 요인**이 될 전망이다. 2021 년 백신의 보편적 접종국면에서 유로존보다 미국경제가 양호할 가능성이 높은 데다 ECB 가 Fed 보다 금융완화에 적극적일 가능성이 높기 때문이다(도표 164).

**2021 년 원/달러환율에 더 지배적 영향을 미치는 요인은 위안/달러환율**이다. 미국과 중국 간의 펀더멘털 격차는 위안화 강세기조의 지속 가능성을 뒷받침한다. 그러나 위안화는 펀더멘털 요인보다 중국 정책당국의 의지에 의해 좌우된다. 따라서 바이든 시대의 미중 관계에 따라 변동성이 확대될 여지가 높다. 분명한 점은 **미중 간의 펀더멘털 격차는 2021 년에 상당기간 원/달러환율의 하방압력을 높일 가능성**이 있다는 점이다(도표 165-167).

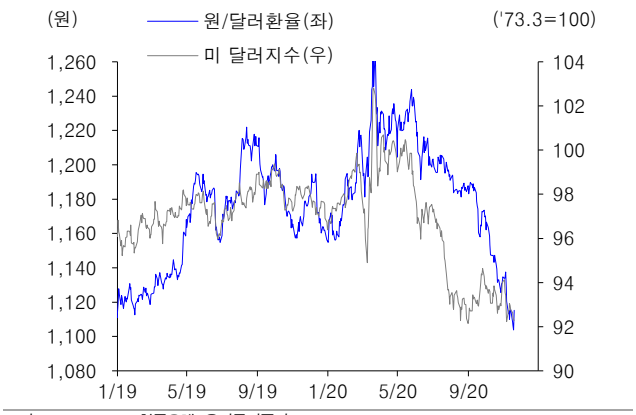
**2021 년 원/달러환율 향방과 관련하여 주목되는 변수는 세계경제의 회복 및 이머징 통화가치의 상승 정도**이다. 원화는 대표적인 이머징 통화 중의 하나이기 때문이다. 세계경제 성장 모멘텀을 잘 반영하는 골드만삭스 세계 현재활동지수(GS CAI) 및 JP 모건의 이머징 통화지수(JP EMCI) 등의 흐름을 주목할 필요가 있다(도표 168, 169).

도표 163 2021 년 원/달러환율, 연평균 1,080 원 및 연말 1,050 원 예상

| | 2020 년 | | | 2021 년F | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 원 | 3 분기 | 4 분기F | 연간F | 1 분기 | 2 분기 | 3 분기 | 4 분기 | 연간 |
| 기말 원/달러환율 | 1,169.5 | 1,110.0 | 1,110.0 | 1,100.0 | 1,080.0 | 1,060.0 | 1,050.0 | 1,050.0 |
| 평균 원/달러환율 | 1,187.7 | 1,125.0 | 1,181.5 | 1,105.0 | 1,090.0 | 1,070.0 | 1,055.0 | 1,080.0 |

자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 164 미 달러지수, 상방기 하방 압력 및 하반기 하방 지지

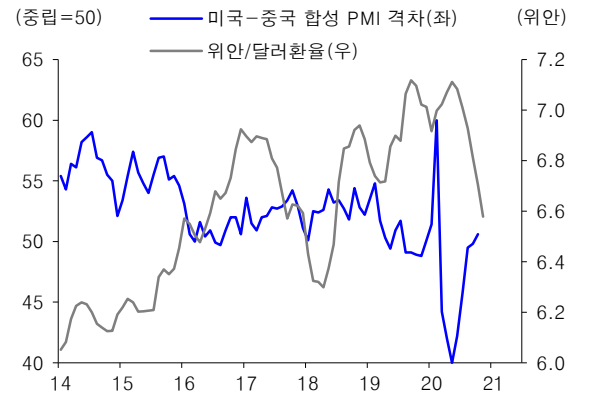



자료: Bloomberg, 한국은행, 유진투자증권

도표 165 위안/달러환율, 하락 압력 요인이나 변동성 상존

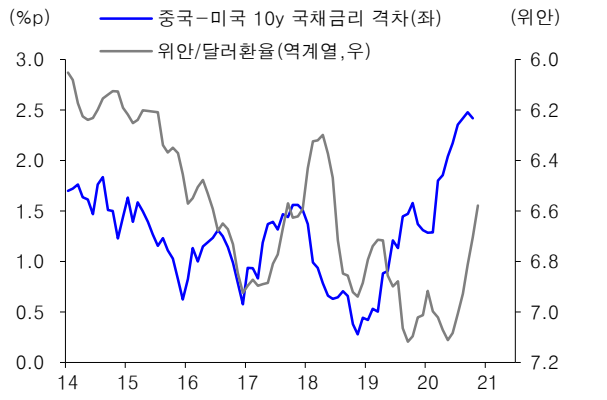
자료: Bloomberg, 한국은행, 유진투자증권

도표 166 미국-중국 경제성장 격차, 위안화 강세 지지



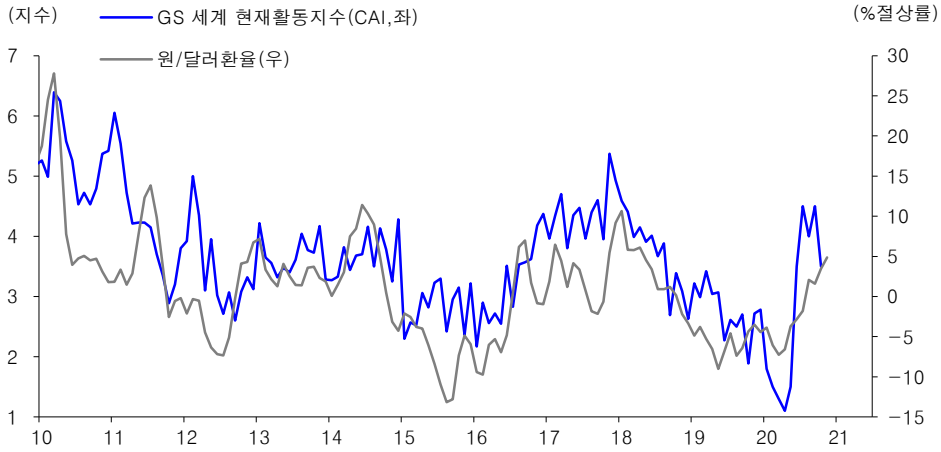

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 167 미국-중국 국채금리 격차, 위안화 강세 지지



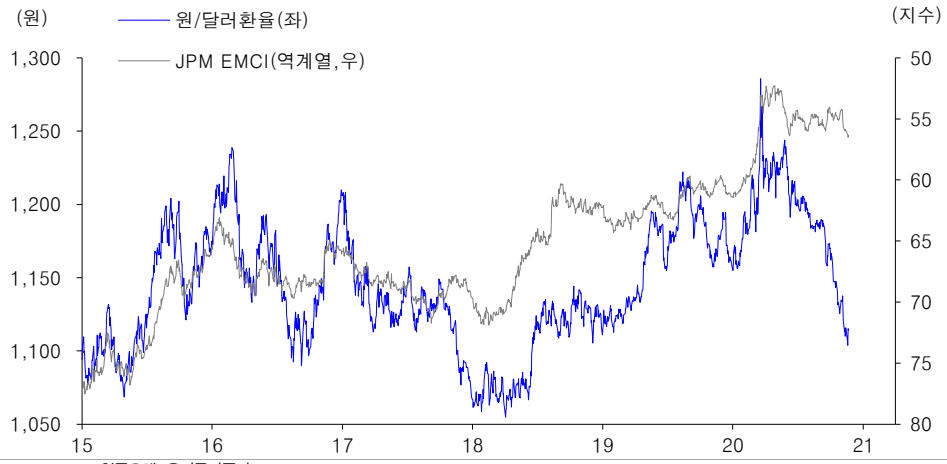

자료: CEIC, 유진투자증권

도표 168 2021 년 원/달러환율 관련 주목 변수 1. 세계경제 회복 모멘텀




자료: Bloomberg, 한국은행, 유진투자증권
참조: 2020 년 GS 세계 현재활동지수는 변동폭 과대에 따라 스케일 조정

도표 169 주목 변수 2. 이머징 통화가치의 상승 정도




자료: Bloomberg, 한국은행, 유진투자증권

## Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

## 투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

| 종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) | | 당사 투자의견 비율(%) |
|---|---|---|
| • STRONG BUY(매수) | 추천기준일 종가대비 +50%이상 | 0% |
| • BUY(매수) | 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만 | 85% |
| • HOLD(중립) | 추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만 | 15% |
| • REDUCE(매도) | 추천기준일 종가대비 -10%미만 | 0% |

(2020.09.30 기준)