

Reading the LEADING's Chart : J-curve 효과의 실종과 시사점

2019/ 9/ 5

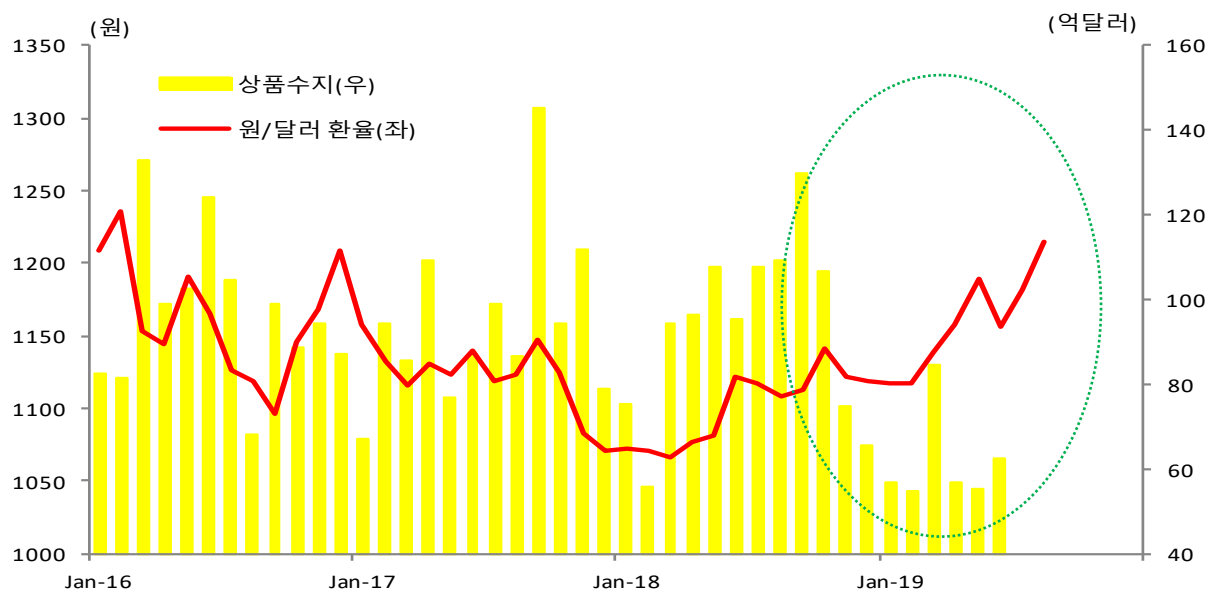
Economist
이동호

(2009-7062)

dhlee@leading.co.kr

- J-curve 효과의 실종 : 원화 약세 구간에서 악화되는 상품수지
- 최근 한국의 수출입 구조는 J-curve 효과가 발현될 충분조건을 충족치 못하고 있어
- 향후 글로벌 경기 부진에도 불구하고, 반도체 경기가 독자적으로 개선될 수 있는지 여부가 상품수지 악화, 원화 약세 압력 추가 확대, 유동성 흐름 부진의 리스크를 낮출 수 있는 핵심 요인

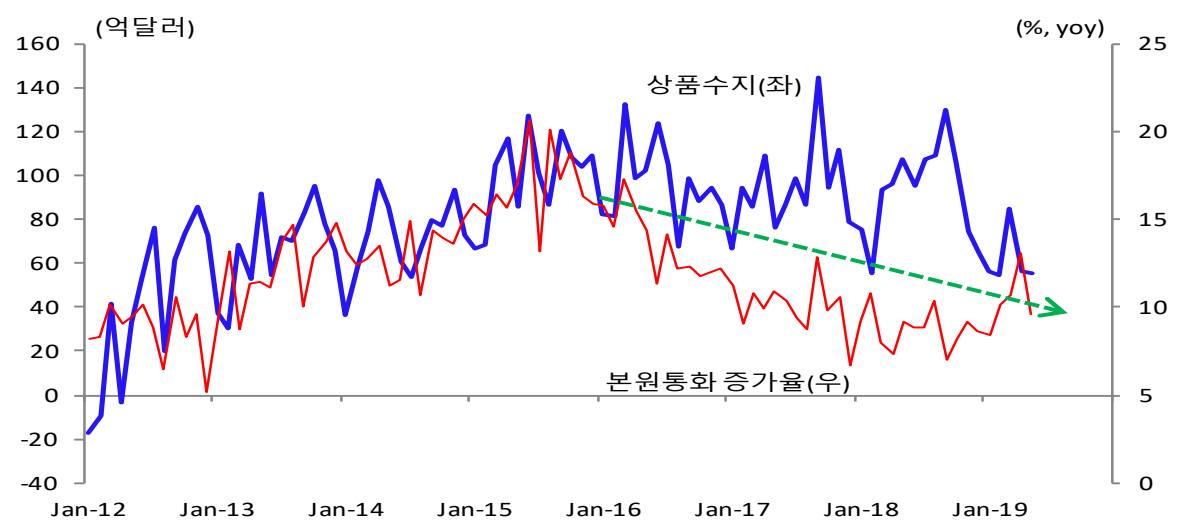
<LEADING's Chart : 원화 약세 구간에서 상품수지는 악화증>



자료 : Dataguide

상품수지 흑자는 경제 시스템내 유동성 공급의 주요 요인이다. 상품수지가 민간보유현금의 주요 구성요인이고, 민간보유현금은 금융기관 시재금과 더불어 화폐발행액을 구성하고, 화폐발행액은 예금은행들의 지준예치금과 함께 신용창조의 근간이 되는 본원통화(high powered money)의 규모를 결정하기 때문이다. 한국의 경우도 상품수지와 본원통화간에 밀접한 상관관계가 존재한다(<그림 1> 참조).

<그림 1> 상품수지와 꺾을 같이 하는 본원통화 증가율



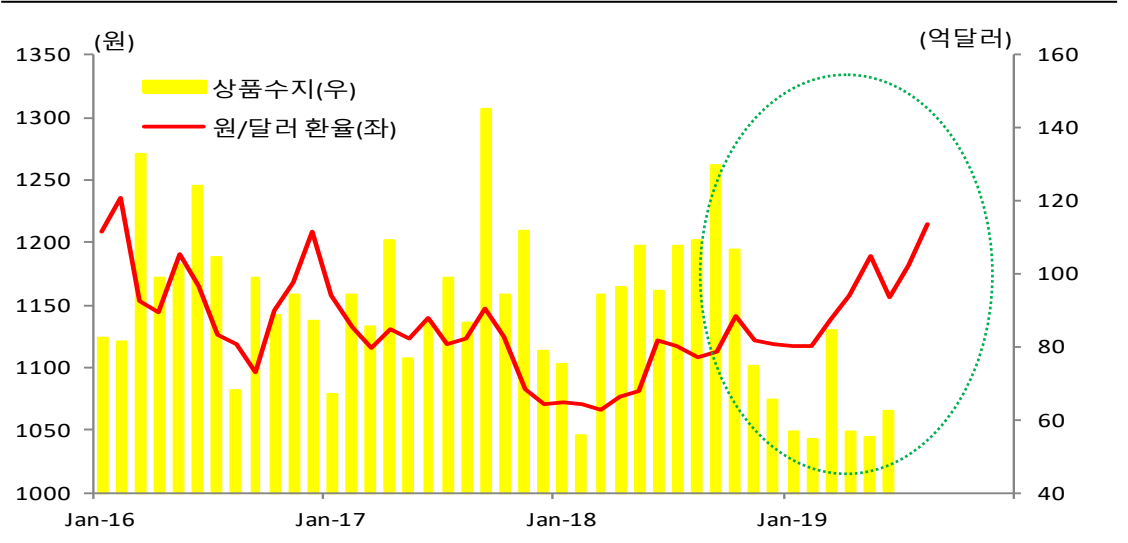
자료 : Dataguide

상품수지 흑자가 계속 확대되어 본원통화 증가율이 높아지는 가운데 경제 성장과 그 전망이 양호하여 경제 내 신용창조가 원활하다면, 즉 통화승수(예 : M1/본원통화, M2/본원통화 등)가 높아진다면 경제 내 전체 유동성 증가율은 높아진다. 여기서 경제 성장률을 초과하는 만큼의 잉여 유동성 증가는 위험 자산으로 흡수될 가능성이 높다. 가장 이상적인 케이스이다.

반면 상품수지 흑자 규모가 계속 축소되어 본원통화 증가율이 낮아지는 가운데 경제 성장 부진도 지속되어 통화승수가 계속 저하된다면 정책 당국의 양적 부양이 없는 한 총 유동성 증가율은 낮아진다. 다만 경제 성장률도 낮아지기 때문에 잉여 유동성 증가율의 축소폭은 제한적일 수 있다. 그러나 그 잉여 유동성은 안전 자산으로 흡수될 여지가 높다. 현재가 그러한 상황이다.

한국의 경우 저성장 국면으로 전환된 2011 년 이후 불황형 상품수지 흑자를 지속해 왔다. 경제성장률이 계속 낮아지는 가운데 수출보다 수입이 더 저조해서 흑자 규모가 확대되어 왔다는 것이다. 그러나 2016 년 이후부터 변화를 겪고 있다. 경기 부진에도 불구하고, 상품수지 흑자 규모가 축소되고 있다(<그림 1> 참조). 물론 2016~17 년 중반까지의 흑자 규모 축소는 일시적인 경기 지표 호전에 따른 결과이기도 하다. 그러나 그 이후 경기지표가 다시 악화되었음에도 상품수지 흑자 규모는 축소세이다. 그 이전의 불황형 흑자 흐름과 다른 모습인 것이다. 더구나 2018 년 하반기 이후부터는 원화 약세 구간임에도 불구하고, 흑자 규모 축소세가 이어지고 있다. J-curve 효과(자국통화 약세와 일정 기간 시차 이후 상품 수지가 개선되는 현상)가 실종된 모습이다(<그림 2> 참조). 원화 약세를 통한 상품수지 흑자, 이로 인한 유동성 확대가 향후의 경기 회복에 밑거름이 되어야 하는데 현재는 그러한 모습이 아니다.

<그림 2> 원화 약세 구간에서 축소되고 있는 상품수지 흑자 : J-curve 효과의 실종



자료 : Dataguide

한동안 지속될 경기 하강 국면(필자의 기존 발간 자료 참조)하에서의 J-curve 효과 실종은 몇 가지 시사점을 던져 준다. 첫째, 최근의 원화 약세 압력이 더 확대될 수 있다는 것이다. 필자가 '강 달러 국면은 지속된다(2019.8.1)'에서 논한 바와 같이 글로벌 경기 하강 국면하에서 미 달러화의 safe haven 적 성격, GDP 상대 강도 측면에서 한국의 미국 대비 열위 등에다 상품수지 흑자도 축소세를 지속할 경우 원화 약세가 계속될 요인이 하나 더 추가되게 되는 셈이다.

둘째, 상품수지 흑자 축소가 지속될 경우 본원통화 증가율이 낮아질 수 있는데 전술한 통화승수 하락 추세가 지속되는 환경임을 감안하면 경제 내 전체 유동성 증가율이 계속 낮아질 수 있다는 것이다. 향후 경기 회복을 위한 실탄 비축이 그 만큼 덜 된다는 것이고, 특히 주식시장의 경우 경기 부진과 원화 약세 압력으로 인해 외국인 자금 이탈 압력이 높은 데다 국내 잉여 유동성 증가율도 낮아질 경우 국내 수급 측면에서도 부진할 가능성이 높다.

일반적으로 경기 하강 → 자국 통화 약세 → 상품수지 개선 및 유동성 공급 확대 → 경기 회복력 비축 → 자국 통화 강세 전환 가능성 → 외국인 투자자금 유입이 시장의 자동 조절 메커니즘이다. 그러나 현재와 같이 원화가 약세 흐름을 이어가도 상품수지는 오히려 악화되고 있는 상황이 경기가 하강 국면을 한창 이어가고 있는 시점에서 발생하고 있다는 점은 향후 경제 및 금융시장을 낙관적으로 보기는 힘들게 하는 요인이 된다.

그렇다면 최근 한국에서 J-curve 효과가 왜 실종되었으며 앞으로는 어떻게 할 것인지에 대해 논의해 본다. 우선 이론적인 측면이다. 상품수지 개선을 위해서는 자국 통화의 약세가 필요하다. 그런데 자국 통화 약세는 상품수지 개선을 위한 필요조건이지 충분조건까지 되지는 못한다. 수출입 구조에서 충족되어야 하는 사항들이 있기 때문인데 이른바 Marshall-Lerner 조건이 그 충분조건이다. Marshall-Lerner 조건은 수출의 가격 탄력성과 수입의 가격 탄력성 합의 절대값이 1 을 상회해야 한다는 것이다. 쉽게 표현하자면 자국 통화가 약세를 보일 때 달러 표시 수출 가격을 인하하여 수출 물량을 탄력적으로 더 늘릴 수 있고, 자국

통화 기준으로 비싸지는 수입 제품에 대해서는 탄력적으로 수입량을 줄일 수 있어야 상품수지가 개선된다는 것이다. 여기에서 각각의 가격 탄력성 값의 합이 절대값으로 1 을 넘으면 상품수지는 개선된다.

그 여부를 판단해 보기 위해 한국의 수출물량, 수입물량 함수를 추정해 보았다. 저성장 국면으로 접어든 2011 년 이후의 기간을 샘플로 하여 각 함수를 추정한 결과는 <표 1>과 같다. 추정 결과는 원화가 약세를 보여도 상품수지가 개선되기 어렵다는, 즉 J-curve 효과가 발생하지 않음을 시사하고 있다. 각 함수의 가격 탄력성 합의 절대값이 0.2 로서 Marshall-Lerner 조건인 1 을 하회하고 있기 때문이다.

<표 1> 한국의 수출입 물량 함수 추정(2011.1 ~ 2019.6)

$$\text{수출물량} = -2.74 + 1.67 \text{ 세계경기} - 0.15 \text{ 수출가격(\$표시)} + \text{오차항}$$

(-5.75) (19.32) (-3.34)

$$R^2 = 0.91$$

$$\text{수입물량} = 0.45 + 0.93 \text{ 국내경기} - 0.05 \text{ 수입가격(\$표시)} + \text{오차항}$$

(0.67) (6.48) (-2.70)

$$R^2 = 0.99$$

주 : 세계경기는 OECD 경기선행지수, 국내경기는 한국 경기선행지수, ()값은 t-value

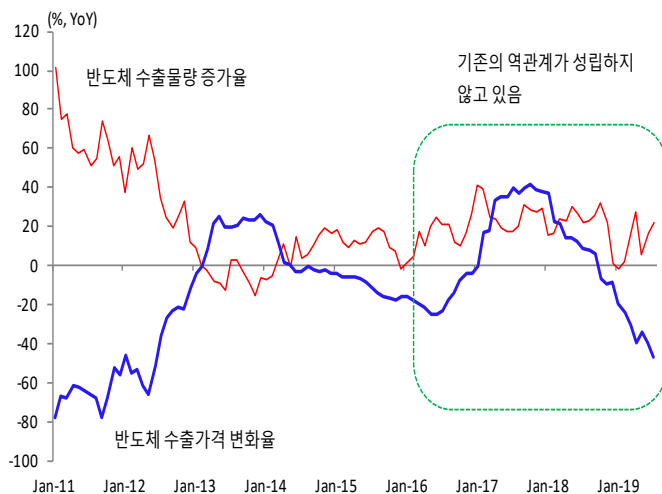
자료 : 리딩투자증권

필자는 한국에서 J-curve 효과가 나타나고 있지 않는 이유를 다음과 같이 판단한다. 첫째, 수요의 가격 탄력성이 미미해진 반도체에 대한 수출 의존도가 계속 높아졌기 때문이다. 2019 년 6 월말 현재 반도체 수출은 금액 기준으로 전체 수출의 19%에 달한다. 2018 년의 경우는 9 월에 25%까지 올라갔었다.

글로벌 반도체(특히 디램) 수요는 독과점적 시장 구조하에서 2016 년 서버 부문의 본격적인 등장 이후 가격 변화보다는 서버에 대한 투자 수요에 의존하는 바가 커져 수요의 가격 탄력성이 크게 낮아져 있다. 따라서 원화가 약세라 해서 달러 표시 반도체 수출가격을 낮추어 수출하지는 않는다. 전체 수출의 20% 정도가 반도체 수출이다 보니 원화 약세로 인한 전체 수출 가격(달러 표시) 인하 효과가 잘 나타나지 않는 것이다.

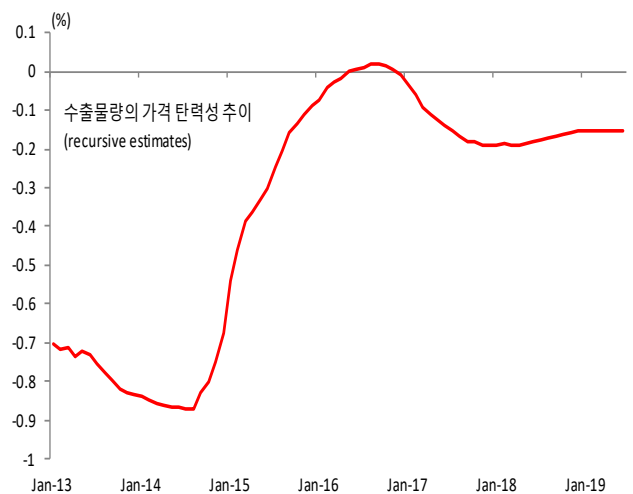
<그림 3>은 2016 년 이후 반도체 수출 물량과 수출 가격 변화율이 반비례하지 않음을 보여 준다. 이에 따라 전체 수출 물량의 가격 탄력성은 과거 대비 크게 낮아져 있다(<그림 4> 참조). 2014 년만 하더라도 거의 단위 탄력적이던 전체 수출 물량의 가격 탄력성 값이 2016 년 이후에는 크게 비탄력적이 되어 -0.1 ~ -0.2 사이에서 형성되고 있다.

<그림 3> 최근 물량과 가격이 반비례하지 않는 반도체



자료 : Dataguide

<그림 4> 전체 수출 물량의 가격 탄력성 추이



자료 : 리딩투자증권

둘째, 원유 수입 의존도가 높기 때문이다. 100% 수입에 의존해야 하는 원유의 경우 원화 기준의 가격이 높다고 덜 수입하고 낮다고 더 수입하지는 않는다. 산유국이 아니다 보니 수요의 가격 탄력성이 매우 낮다는 것이다. 오로지 주어진 국제 유가에 순응해야 할 따름이다. 특히 에너지 소비에 있어서 원자력 발전 의존도가 낮아진 최근 상황에서는 더욱 더 그러할 수 있다. 참고로 일본 아베 정권의 과거 엔 약세 정책이 일정 부분은 효과를 보였었던 점은 J-curve 효과라기 보다는 2015 년 이후의 국제 유가 급락에 기인한 것일 수 있다. 만약 100 달러 근처의 고유가 상황이 지속되었더라면 후쿠시마 원전 사태 이후 원유 수입 의존도가 더 높아져 J-curve 효과가 없어진 일본은 엔약세 정책에도 불구하고, 대규모 상품수지 적자에 시달렸을지 모른다.

그렇다면 향후 상품수지 흐름은 어떻게 될까? J-curve 효과는 다시 나타날 수 있을까? 우선 수요의 가격 탄력성이 미미한 반도체에 대한 수출 의존도가 여전히 높게 유지되는 한, 낮아지기 힘든 원유 수입 의존도가 유지되는 한, 그리고 최근과 같은 반도체 경기 부진이 계속되는 한 원화 약세에도 불구하고 상품수지 개선은 쉽지 않을 전망이다.

둘째, 위 수출입 함수 추정 결과에서 보듯이 한국의 수출입은 가격 요인보다 경기 요인에 더 많은 영향을 받고, 경기 탄력성의 값이 수입보다 수출이 더 크다는 점에서 상품수지 개선이 쉽지 않음을 짐작해 볼 수 있다(수출 1.67 vs. 수입 0.93). 내년에도 이어질 것으로 예상되는 경기 하강의 속도에 있어서 글로벌 경기와 한국 경기는 큰 차이가 없을 것으로 예상하는데 이럴 경우 경기하강이 수출에 주는 부정적 효과가 수입에 주는 부정적 효과보다 더 크다. 그 만큼 상품수지에 부담이 되어 수지 개선이 쉽지 않을 수 있다.

특히 앞에서 추정한 수출함수내 전체 수출물량에는 반도체가 포함되어 있다. <그림 5>에서 보는 바와 같이 2016 년 이후 반도체 수출물량은 20~30% 정도의 증가율을 꾸준히 보이고 있는데 반해 전체 수출물량 증가율은 동기간동안 반도체 보다 부진하다. 그렇다면 반도체를 제외한 수출물량은 전체 수출물량 증가율보다 더 크게 부진하고, 이에 따라 세계경기 탄력성이 더 크다고 짐작해 볼 수 있다.

(%, YoY)

반도체 수출물량 증가율

전체 수출물량 증가율

Jan-11 Jan-12 Jan-13 Jan-14 Jan-15 Jan-16 Jan-17 Jan-18 Jan-19

셋째, 결국 내년 반도체 경기가 관건이 된다. 글로벌 경기의 전체적인 흐름은 하강 국면을 이어갈 가능성이 높지만 반도체 경기는 독자적으로 회복될 수 있는지가 포인트이다. 반도체 부문이 금년과 같이 가격 하락이 계속되는 가운데 물량 증가율에는 이렇다 할 변화가 없는 상황이 내년에도 이어진다면 상품수지 적자 전환 및 적자 누증이 될 가능성도 배제할 수 없다.

종합할 때 반도체 의존도가 크게 높아진 수출 구조, 원유 수입 의존도가 원래 높은 수입 구조, 이에 따른 J-curve 효과의 실종은 상품수지에 대한 원화 약세의 긍정적 메커니즘을 약화시키고 있다. 내년 서버 부문의 호조와 메모리 수요 확대라는 시장 컨센서스가 실제로 현실화되면 상품수지가 방어될 수 있겠으나 그렇지 않다면 원화 약세에도 불구하고, 상품수지 악화세 지속, 원화 약세 압력 추가 확대, 유동성 흐름 부진 등의 리스크가 높아질 수 있다. 주식시장은 물론 채권시장에도 긍정적이지 않다. 한국 경제가 반도체 산업에 의존하는 바가 이래 저래 더 커지고 있다(필자의 'Reading the LEADING's Chart : 서비스업내 퀄리티 스타일 찾기(2019.8.28)' 참조).

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