

Macro hot issue

# 글로벌 불확실성(리스크) 점검을 통한 대응 전략

삼일PwC경영연구원

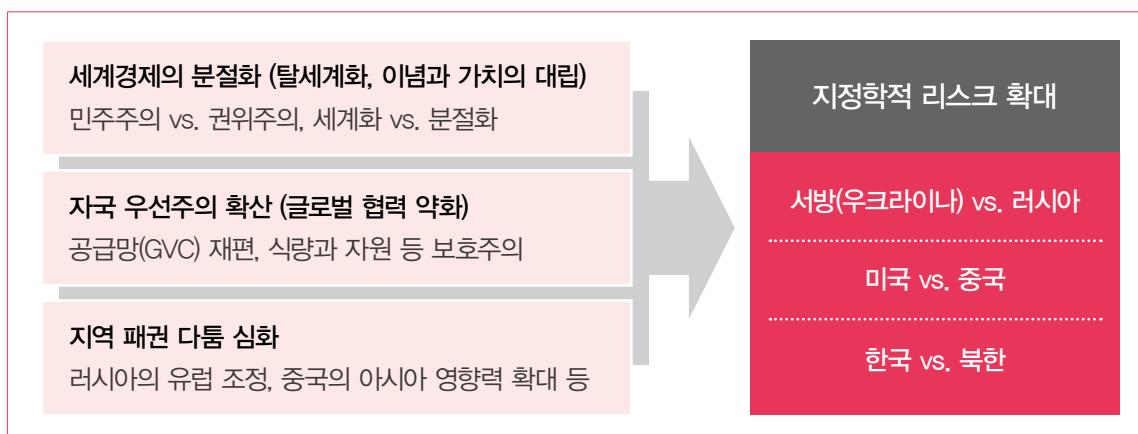
December 2022



## 1. 글로벌 경제 진단: 3高(고물가, 고금리, 고부채) 시대

- 1990년대 이후 고령화, 온라인 거래 확산 등 사회·경제 구조의 변화와 함께 중국이 세계의 공장으로 자리매김하는 등 글로벌 공급망(GVC) 확충에 기반한 세계화가 진행되었음. 이러한 세계화로 공급 능력이 확대되고 기술의 발전으로 생산성이 향상되면서 임금이 안정되는 등 저물가 기조가 이어졌음. 이는 곧 저금리 정책을 가능하게 함으로써 세계 경제를 성장시키는 원동력이 되어 왔음
- 그러나 세계화로 동반 성장하던 세계 각국은 2017년 미·중 무역분쟁과 영국 EU 탈퇴 등 탈세계화로 기존 글로벌 공급망이 균열되고 생산성 저하, 비용 상승이라는 위험에 직면하게 되었음. 여기에 2020년 이후 COVID-19 팬데믹으로 글로벌 공급망이 붕괴되는 등 경제 전반의 수급에 왜곡이 발생하였음. 특히 2022년 2월에 발발한 러시아-우크라이나 전쟁과 중국의 봉쇄 정책 등은 자원과 식량을 무기화하는 보호무역주의(자국 우선주의)를 심화시켰음
- 이는 지난 30년간 이어온 세계화를 분절시키며 새로운 인플레이션 시대로 진입하게 하였음

[도표 1] 글로벌 경제구도 재편 과정: 탈세계화

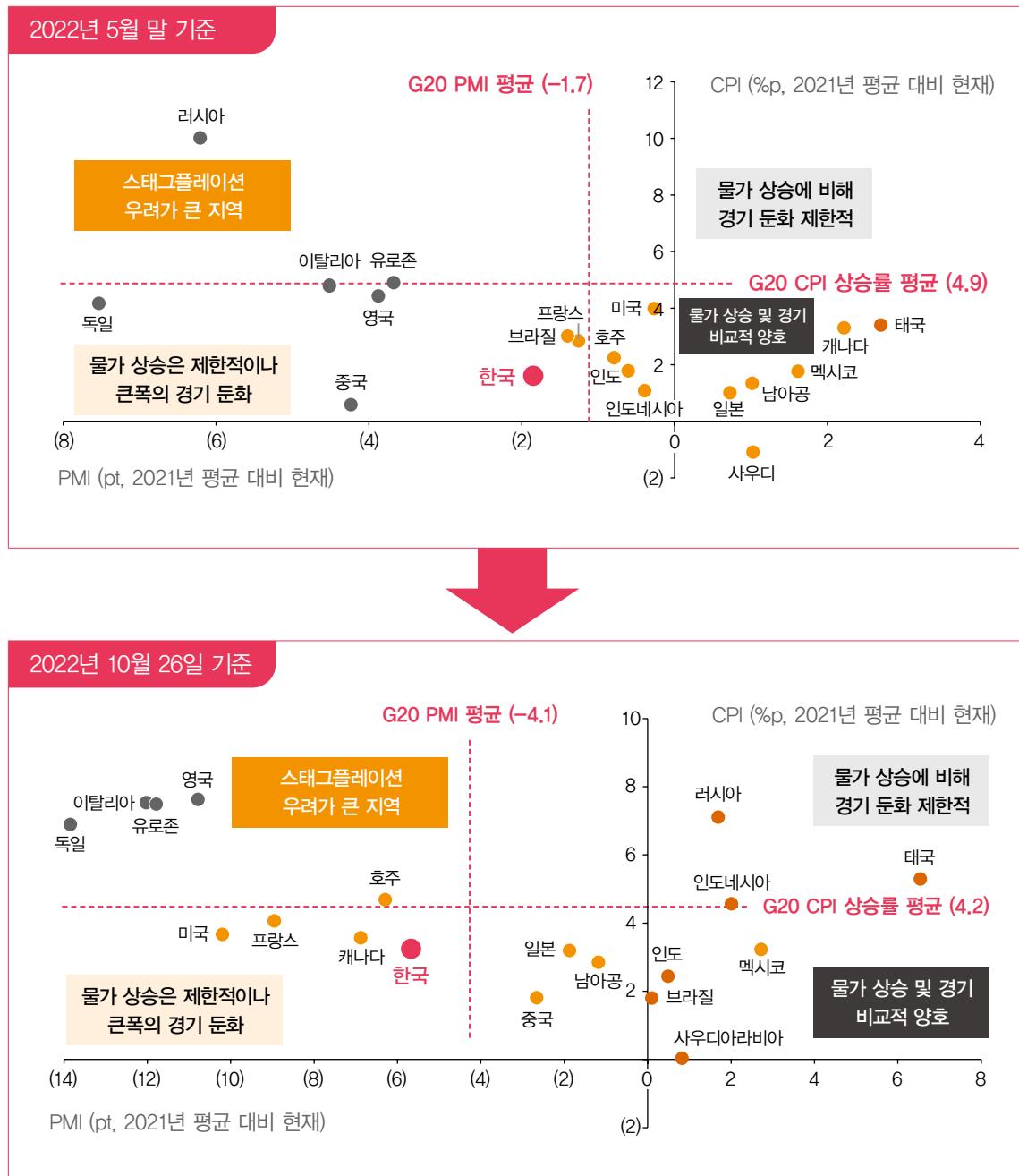


\* 자료: 삼일PwC경영연구원

- 이렇듯 전 세계적으로 다양한 요인에 의한 물가 상승 압력이 높아짐(인플레이션 발생)에 따라 연준을 비롯한 선진국 및 신흥국 다수의 중앙은행은 통화긴축(금리 인상)을 가속화하고 있음
- 고물가-고금리 구조가 장기화될 경우 그동안 저물가 기반에 익숙했던 장기 경기 확장과 달리 경기 수축을 빠르게 진행시키고 있고 통화긴축으로의 전환은 경기에 더욱 부정적으로 작용하고 있음
- 경기 둔화도 문제지만 금융위기 및 코로나를 거치면서 증가된 과다한 유동성이 선진국에게는 정부부채 증가로, 신흥국에게는 민간부채의 증가라는 결과를 초래했음. 향후 통화긴축에 따른 디레버리징 압력이 커질 것이므로 민간부문의 부채 누증과 좀비기업에게는 부담이 더 커질 것으로 판단됨

- ▣ 현재 글로벌 경제는 경기순환 측면에서 정점에서 하락(둔화)하는 국면을 지나 위축되는 상황(수축 국면)에 위치해 있음. 높은 물가로 스태그플레이션 상황과 유사한 국면으로 흘러가고 있음

[도표 2] G20 국가의 물가 상승률& 경기(5개월의 변화): 유로존 위험 부각 (단위: %p, pt)



\* 자료: Bloomberg

(\*1) G20 중 터키 제외 (터키 2021년 평균 대비 물가 상승률 64%p로 전체 왜곡)

(\*2) 2022년 5월 말 대비 경기 상황이 좋아진 국가는 러시아, 인도, 브라질, 인도네시아, 사우디아라비아, 태국이며 물가가 비교적 안정적인 국가는 러시아, 브라질임

(\*3) 글로벌로 가장 심각한 지역은 유로존임(터키 포함) … 스태그플레이션 우려가 높아 보임

(\*4) 한국의 경우는 물가의 오름폭은 크지 않으나 경기 둔화가 뚜렷하게 나타남

- 전쟁, 빠른 긴축 등을 생각하면 경기 침체는 길고 깊을 것으로 사료됨. 다만 레버리지 관련 지표를 보면 다른 형태의 경기 침체(금융위기 없는 경기 침체) 될 가능성이 높아 그나마 다행스러움
  - 레버리지 비율이 높지 않다는 것은 높아진 금리에 버틸 체력이 있다는 뜻임. 최근 글로벌 기준금리가 가장 빠른 속도로 인상되고 있음에도 아직 주요 국가의 소비가 유지되고 있는 데는(미국, 유럽 등) 민간의 낮은 부채 부담이 주요 원인으로 보임
- 그러나 **한국과 중국은 예외로 가계부채가 가장 빠르게 증가한 대표적 국가라는 점이 부담임**. 다만 국가 부채 측면에서는 이와 반대임
  - 중국의 GDP 대비 대외부채는 2010년 한 자릿수대에서 15%로, 한국의 GDP 대비 대외부채 비율도 20% 대에서 35% 수준으로 높아졌음. 높아졌다고는 하지만 주요 선진국의 부채 부담과 비교하면 매우 적은 수준임
  - 아울러 순대외금융자산이 플러스를 기록 중인, 즉 해외에 자산을 보유 중인 일본, 한국, 중국, 대만 등의 경우 해외부채가 늘어나는 동시에 해외 자산도 늘어난 만큼 건전성이 악화되었다고 보기 어렵다고 판단됨

[도표 3] 국가별 건전성 위치: 순대외금융자산과 대외부채 (단위: %)



\* 자료: CEIC, 삼일PwC경영연구원

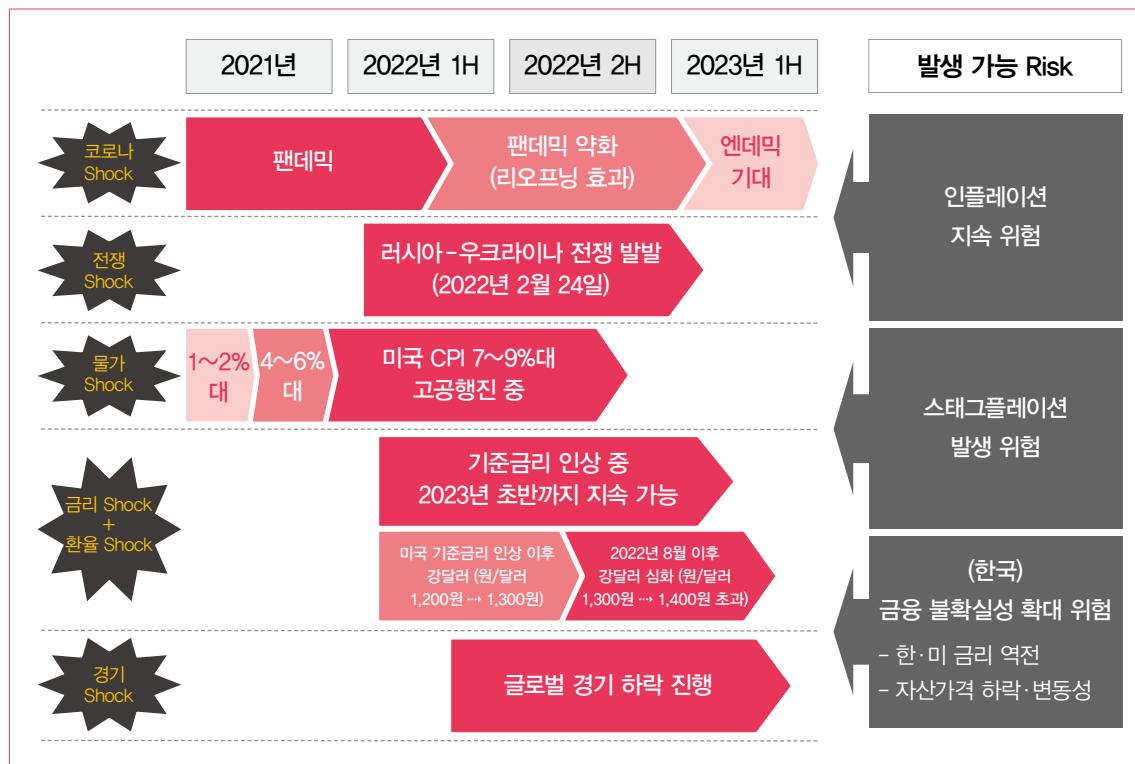
(\*1) 2021년 말 기준

- 본 보고서에서는 이러한 우려가 높아지고 있는 글로벌 경제가 직면한 다양한 리스크를 점검함으로써 우리(기업 및 가계)의 대응 방안에 대해 살펴보자 함

## 2. 경기 부진의 원인: 글로벌이 직면한 다양한 Shock

- 2022년 들어 팬데믹 완화에 대한 기대로 경제활동이 재개(리오프닝)되면서 기저효과 등으로 완만한 경기회복을 보이는 듯했음. 하지만 2월 말 이후 러시아-우크라이나 전쟁 발발 속에 공급망 회복이 지연되는 가운데 원자재 가격 급등으로 주요국의 물가 상승 압력이 확대되면서 인플레이션 국면에 접어들게 됨. 이에 따라 기준금리 인상 등 주요국의 통화긴축이 가속화되고 있음
- 특히 하반기에 들어서는 예상과 달리 전쟁이 장기화되고, 물가 상승 압력이 지속되면서 주요국들이 앞다투어 자이언트 스텝을 단행하는 등 통화긴축 강도가 강화되면서 세계 경제 불확실성 증가 및 금융시장 변동성 확대 등 부정적인 파급효과를 주고 있음
- 더불어 8월 이후 킹 달러 현상이 심화되면서 글로벌 금융시장의 불확실성 또는 불안정성이 높아지고 있으며 이러한 현상은 당분간 지속될 것으로 보임
  - 과거에는 수출 경쟁력 등 자국 경제를 위해 통화 약세를 유도하는 환율 전쟁을 벌였던 사례가 있었으나 최근에는 달러 초강세에 따른 비자발적인 환율 전쟁이 나타나고 있음
  - 미 연준의 공격적 금리 인상 사이클에 따른 주요국과의 통화정책 차별화 심화, 유럽 에너지 리스크 및 중국 경기 부진, 거기에 팬데믹 이후 급격히 증가한 글로벌 부채, 러시아-우크라이나 전쟁 확산 분위기로 최소한 연말 또는 미 금리 인상이 예상되는 내년 초까지 달러화 강세가 지속될 가능성이 높기 때문임

[도표 4] 글로벌 Shock 현황 및 추가 발생 가능 리스크

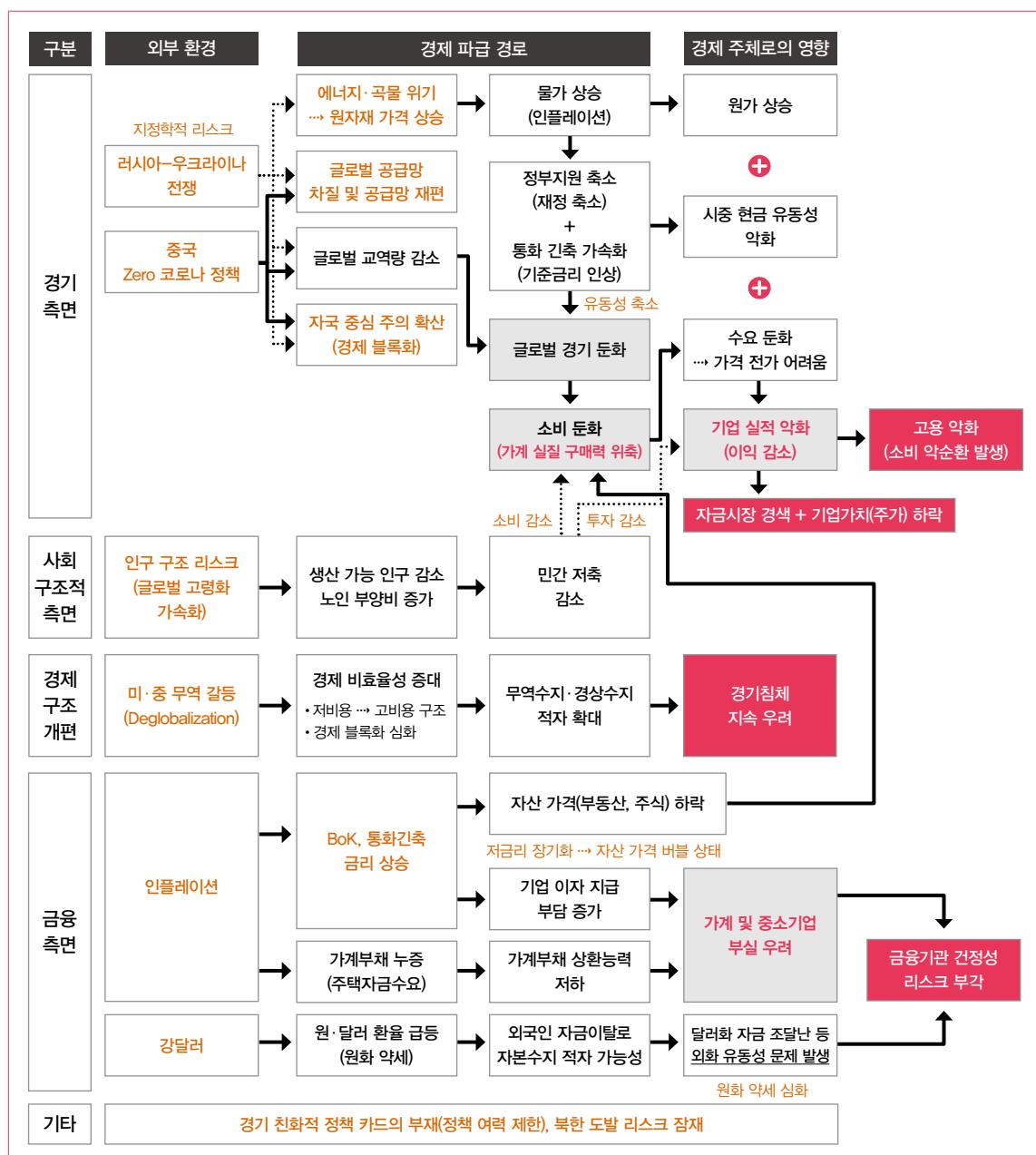


\* 자료: 삼일PwC경영연구원

### 3. 다양한 글로벌 리스크의 파급 경로 (영향)

- COVID-19 팬데믹에서 시작된 글로벌 리스크는 물가 상승과 금리 인상(긴축정책)으로 인한 스태그 플레이션 우려와 더불어 2002년 이후 가장 높은 수준으로의 달러 가치 상승으로 인한 자산 가격 변동성 확대 리스크에 직면하고 있음
- 이번 국면에서의 글로벌 리스크는 너무 다변화되어 있다는 점이 문제임. 경기 및 경기 외적 리스크가 산재되어 있어 경제 및 금융시스템의 정상적인 운영을 저해할 수 있다는 불안요소가 많기 때문임
- 현재 글로벌 경제를 둘러싼 다양한 리스크를 점검하여 추가 발생 가능한 파급 영향을 살펴보자 함

[도표 5] 산재된 글로벌 리스크의 파급 경로



\* 자료: 삼일PwC경영연구원

## 4. 주요 3대 리스크(경기둔화, 고금리, 강달러)에 따른 국내 산업별 영향

[도표 6] 3대 리스크에 따른 영향

	☒ 부정적	▽ 다소 부정적	⊖ 중립적	△ 다소 긍정적	○ 긍정적
경기침체 (수요 둔화)	철강, 증권	화학, 건설, 기계, 디스플레이, 반도체	음식료, 제약, 조선, 의류, 민자발전	통신, SW	
금리 상승, 유동성 위축	조선, 호텔·레저, 항공운송, 해운, 민자발전	화학, 철강, 정유, 건설, 음식료, 제약, 디스플레이	의류, 통신	반도체, 자동차	
달러 강세 (원화 약세)	항공운송	정유, 민자발전		반도체, 자동차, 디스플레이, 화학	조선

\* 자료: 삼일PwC경영연구원

### (1) 경기둔화 리스크

- 경기와 무관하게 반도체 산업은 하락 사이클 진입. 자동차는 공급망 등의 이유로 양호한 가운데 유통업은 리오프닝 효과로 긍정적임

[도표 7] 국내 업종별 영업이익 추이 및 전망 (단위: 조 원)

	영업이익					전년 대비 변화율		
	2019	2020	2021	2022(E)	2023(E)	2021	2022(E)	2023(E)
전업종	147.2	155.3	261.1	242.6	254.4	168%	-7%	5%
에너지 소재	에너지	4.5	-2.9	8.5	18.5	13.5	흑전	119% -27%
	화학	6.5	6.2	15.4	11.5	14.2	248%	-25% 24%
	철강	4.9	3.3	15.4	11.5	10.2	461%	-25% -11%
산업재	건설	6.5	7.2	8.6	6.2	7.4	119%	-28% 20%
	기계	3.5	2.1	3.9	3.3	3.8	189%	-15% 14%
	조선	0.1	-0.7	-5.5	-1.6	2.2	적자 지속	적자 지속 흑전
	자동차	11.1	8.4	16.7	23.2	23.8	198%	39% 2%
소비재	호텔·레저	1.0	-1.1	-0.3	0.4	1.5	적자 지속	흑전 322%
	소매(유통)	2.5	1.9	2.2	2.7	3.4	114%	24% 26%
	음식료	5.9	6.2	8.1	5.8	6.5	131%	-28% 12%
	헬스케어	2.0	3.8	6.2	5.9	6.5	164%	-5% 9%
금융	증권	4.8	7.9	15.0	7.7	8.3	190%	-49% 8%
IT	소프트웨어	5.7	6.6	6.0	6.1	7.7	91%	0% 27%
	반도체	32.0	43.3	68.2	63.9	48.3	158%	-6% -24%
	디스플레이	-0.8	0.8	2.9	-0.4	0.9	377%	적전 흑전
통신	통신서비스	3.0	3.3	4.1	4.5	4.8	121%	10% 7%
유트리티	유트리티	1.0	5.8	-4.1	-28.2	-11.4	적전	적자 지속 적자 지속

\* 자료: Quantwise

## (2) 금리 상승(고금리) 리스크

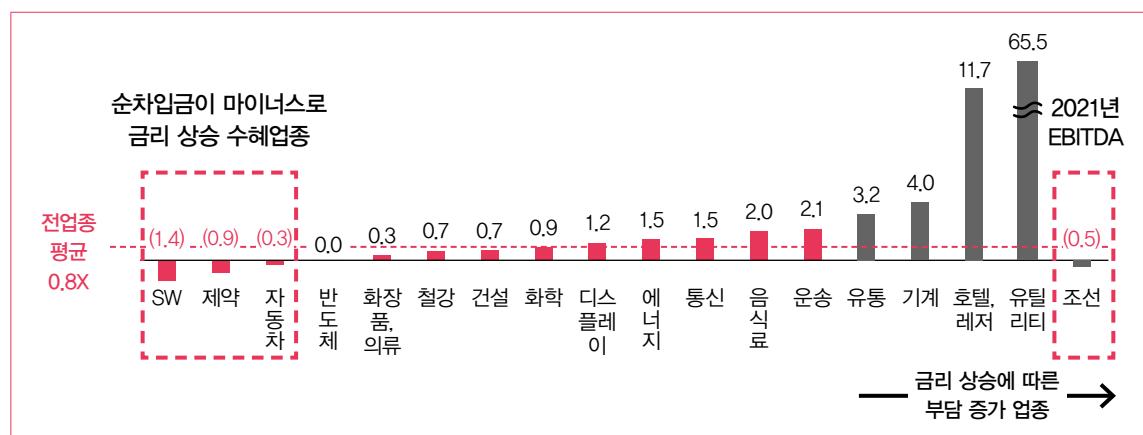
- 미 연준의 기준금리 상승세는 23년 1분기까지는 지속될 것으로 예상되는 상황 하에 조선, 호텔, 항공운송, 유통, 민자발전, 해운업은 금리 상승에 취약한 구조임

[도표 8] 업종별 금리 상승 민감도

유형	해당 산업
모니터링이 필요한 산업: 타 산업에 비해 낮은 EBITDA/이자비용 지속	조선, 호텔, 면세, 항공운송, 유통, 민자발전, 해운
지표의 하락 폭이 크지만 절대적 수준은 양호한 산업	화학, 철강, 정유, 자동차, 건설, 음식료, 제약, 디스플레이
금리 상승에도 지표가 매우 우수한 산업: EBITDA/이자비용 하락폭이 크지 않고, 10x를 상회	반도체, 의류, 통신서비스

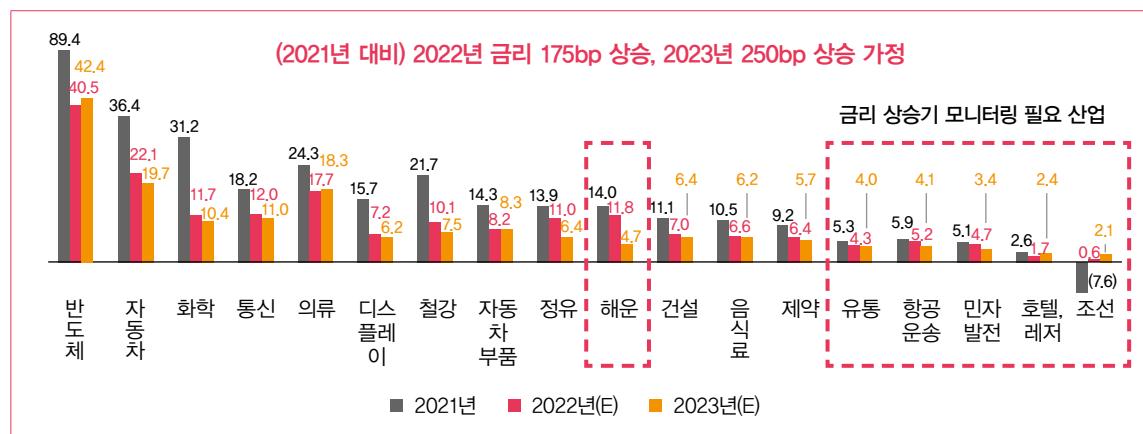
\* 자료: 삼일PwC경영연구원

[도표 9] 산업별 순차입금/EBITDA: 전체 상장사 기준 (단위: 배)



\* 자료: Quantiwise (2021년 기준)

[도표 10] 산업별 EBITDA/이자비용 전망 (단위: 배)



\* 자료: 한국신용평가

(\*1) 대상: 신용평가사 자료 보유 18개 산업, 203개 대표업체

분석방법: 2022~2023년 이익 및 이자비용 지표 추정, 2021년 실적치와 비교

### (3) 달러강세(킹달러) 리스크

- 원화 약세 추세는 당분간 지속될 전망
- 원화 약세 시 수출 비중이 높은 반도체, 조선, 자동차 산업은 유리하나 수입 중간재 비중이 높은 정유(석유제품), 유트리티(석탄 및 석유제품), 음식료 등에는 불리함
- ① 순수출 익스포저, ② 비용 변동분 판가 반영 여부, ③ 외화자산·부채 규모 등 다양한 요인 고려하여 종합적 환율 영향을 보면, 조선, 자동차, 반도체·디스플레이, 화학은 원화 약세 시 유리하나 항공은 불리함

[도표 11] 산업별 원·달러 환율 상승의 영향

구분	업종	순수출 익스포저 (%)	환율 5% 상승 시 영업이익률 변동 (%)p	가격전가력 (환율 측면)	외화자산/부채 노출 수준	최종 민감도 수준	환율 상승에 따른 영향
외화 판매 가격이 고정되는 수주 산업	조선	60%	3.4%p	판가 반영 어려움	—	매우 높음	긍정적
	건설	-4%	-0.2%p		—	중간	제한적
환율보다 글로벌 수급 상황에 따라 가격이 결정되는 산업	반도체	60%	1.6%p	판가 반영 가능	—	높음	긍정적
	디스플레이	25%	1.2%p		—	높음	긍정적
	해운	23%	0.3%p		높음	중간	제한적
	석유화학	15%	0.5%p		—	중간	긍정적
	철강	1%	-0.1%p		—	중간	제한적
	정유	-25%	-1.1%p		—	중간	제한적
판가 반영에 시차가 있는 소비재 산업	음식료	-6%	-0.3%p	판가 반영 가능	—	중간	제한적
	의류	3%	0.0%p		—	중간	제한적
	제약	2%	0.0%p		—	중간	제한적
	통신	-6%	-0.3%p		—	중간	제한적
	자동차	46%	2.1%p	판가 반영 어려움	—	높음	긍정적
변동비가 판매 가격에 반영되는 산업	발전	-22%	-1.2%p	판가에 온전히 반영	—	매우 낮음	제한적
기타 서비스 산업	호텔	44%	2.2%p	판가 반영 가능	—	중간	제한적
	유통	10%	0.4%p		—	낮음	제한적
	항공운송	-4%	-0.4%p		높음	높음	부정적

\* 자료: 한국신용평가

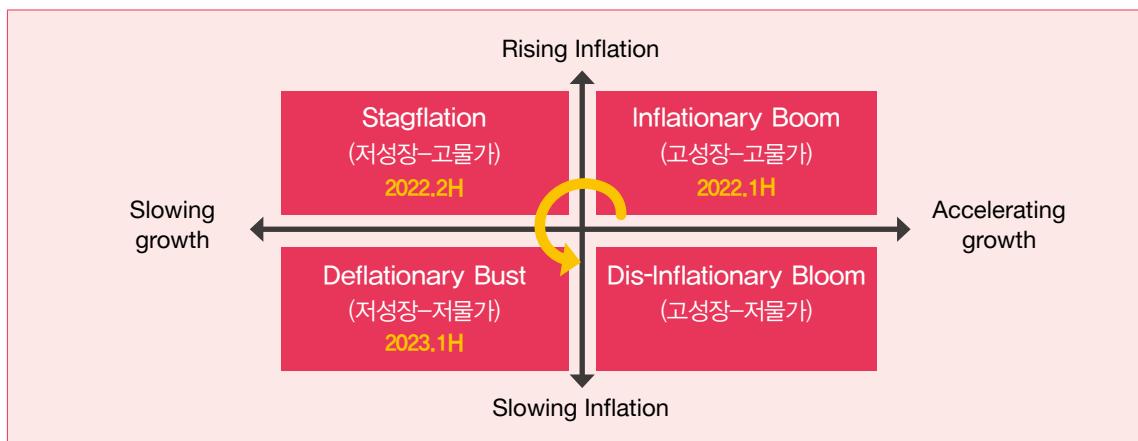
## 5. 결론: 글로벌 불확실성 下의 경제주체들의 대응 방안

### ▣ 현재 경기 상황은 둔화에서 하강 국면 진입 가능성

- 경기선행지수는 2021년 7월 고점 이후 15개월 하락 국면 지속 중임. 과거 경기 하락 국면(4개 구간)을 살펴보면, 하강은 평균 22개월 지속되었음

… 경기 하강 국면 최소 2022년 하반기~2023년 상반기까지 지속될 듯

[도표 12] 경제성장률과 인플레이션으로 본 경제 상황



\* 자료: 삼일PwC경영연구원

- ▣ 또한 연준의 긴축 횡보는 현재 글로벌 금융시장 상황이 좋지 않다는 것을 의미함. 게다가 글로벌 경기 둔화가 지속되면서 기업 실적 하향 속도도 빨라지고 있음. 아직까지는 그나마 고용이 양호한 상태이나 마이크로소프트, 알파벳 등 주요 기업들이 기대 이하의 실적을 발표하기 시작했으며 높아진 금리, 임금 상승, 원가 부담 등을 고려시 기업의 고용환경이 나빠지게 됨. 이러한 고용환경은 소비 둔화를 초래하고 이는 기업의 이익을 나빠지게 하는 악순환을 초래할 가능성이 높음
- ▣ 한편 단기 자금시장도 불안요인임. 기업 실적 하향 조정이 본격화되면서 회사채 스프레드는 확대되고 있음. 특히 단기 달러 자금 조달 환경을 보여주는 달러 스왑 베이시스도 하락하면서 역외에서의 달러 조달 비용이 빠르게 증가하고 있음. 과거 금융위기 상황과 비교하면 아직 낮은 수준이지만, 불확실성이 높아지는 환경에서 단기자금을 조달하려는 수요는 더욱 확대될 가능성이 높아 보임
- ▣ 이럴 경우 경제주체들은 다음과 같은 대응 방안을 마련해야 할 것임

## 기업

- 최대한 현금 유동성 확보가 중요한 국면
- 다만 유동성이 여유가 있다면 Valuation이 낮아진 성장 동력 업종으로의 진출 기회
- 그렇다면 어떤 분야로 비즈니스를 전개할 것인가

- ① 정부가 직접 투자 확대하는 분야 (B2G 투자)
  - ② 정부가 투자를 유도하는 분야 (정부에 의한 B2B 투자)에서 기회가 생길 것
  - ③ 탈세계화의 주도권 확보 조건은 '기술 우위'에 있는 첨단 기술 분야로, 모든 국가들의 중복 투자 발생 가능성 높음 (과학기술 및 에너지 기술 등 첨단 기술 분야)

- \* 글로벌 테마: 스마트시티, 친환경(에너지 포함), 미래 모빌리티, 바이오 등
- \* 2023년, DARPA에서 대규모 신규 예산 편성된 분야: 반도체(패키징) (Defense Advanced Research Projects Agency, 미국 과학기술정책 청사진 제시 보고서 작성)
- \* 글로벌 기술 우위로 경제 패권 잡기 위한 경쟁 분야: 우주, 사이버 보안, AI, 5G 등
- \* 미국 IRA에 따른 세제혜택 발생 분야: 전기차(2차 전지), 태양광·풍력·수소
- \* 사우디 등의 투자 가능 분야: 수소·원전

[도표 13] 2023년 정부 예산안 주요 내용 (단위: 조 원, 배)

구분	2017년 본예산	2022년 본예산	2023년 본예산	2017~2022년 CAGR	2023년 증감률
총지출	400.5	607.7	639.0	8.7	5.2
보건·복지·고용	129.5	217.7	226.6	10.9	4.1
일반·지방행정	63.3	98.1	111.7	9.2	13.9
교육	57.4	84.2	96.1	8.0	14.1
국방	39.0	54.6	57.1	7.0	4.6
R&D	19.5	29.8	30.7	8.9	3.0
SOC	22.1	28.0	25.1	4.8	-10.4
산업·중소기업·에너지	16.0	31.3	25.0	14.4	-20.1
농림수산식품	19.6	23.7	24.2	3.9	2.1
공공 안전	18.1	22.3	22.9	4.3	2.7
환경	6.9	11.9	12.4	11.5	4.2
문화·체육·관광	6.9	9.1	8.5	5.7	-6.6
외교·통일	4.6	6.0	6.0	5.5	0.0

\* 자료: 기획재정부

(\*1) 보건·복지·고용 예산 증가율이 두 자릿수에서 한 자릿수로 하락.

SOC, 중소기업, 문화·체육·관광은 감소 전환. 교육 예산만 8.0%에서 14.1%로 증가

[도표 14] 국내 주요 기업의 투자 계획 분야

구분	투자 계획
삼성	반도체, 바이오, <b>신성장 IT, 해외 M&amp;A</b>
SK	반도체, 배터리, 신재생 에너지, 바이오, 디지털
LG	배터리, 인공지능 및 데이터, 바이오, 친환경
현대차	내연기관차, 전동화 및 친환경, 로보틱스, UAM
포스코	철강, 친환경 미래 소재, 친환경 인프라
한화	신재생 에너지, 방산 및 우주항공
롯데	렌탈, 케미칼(수소 및 전자소재), 헬스&웰니스, 리사이클, 화학, 식품·유통·호텔
현대중공업	인프라 구축, 친환경 R&D, <b>제약·바이오(신사업 진출)</b> , 디지털
GS	에너지(SMR, 친환경 에너지, 유통·서비스, 건설·인프라
신세계	On&Off line 유통, 테마파크 등 복합 개발 사업, <b>신사업 발굴(헬스케어 및 콘텐츠)</b>
CJ	식문화(콘텐츠, K-푸드), 플랫폼(물류·커머스), 웰니스&지속가능성 분야(미래형 신소재 투자)
두산	에너지(SMR, 수소 등), <b>신사업 발굴(반도체, 협동 로봇, 드론 등)</b>

\* 자료: 언론기사



## 개인

- 개인의 경우라면, 안정적인 수입원(근로소득)을 확보하고 자산소득에 대한 기회를 탐색하는 시기로 삼아야 할 것임

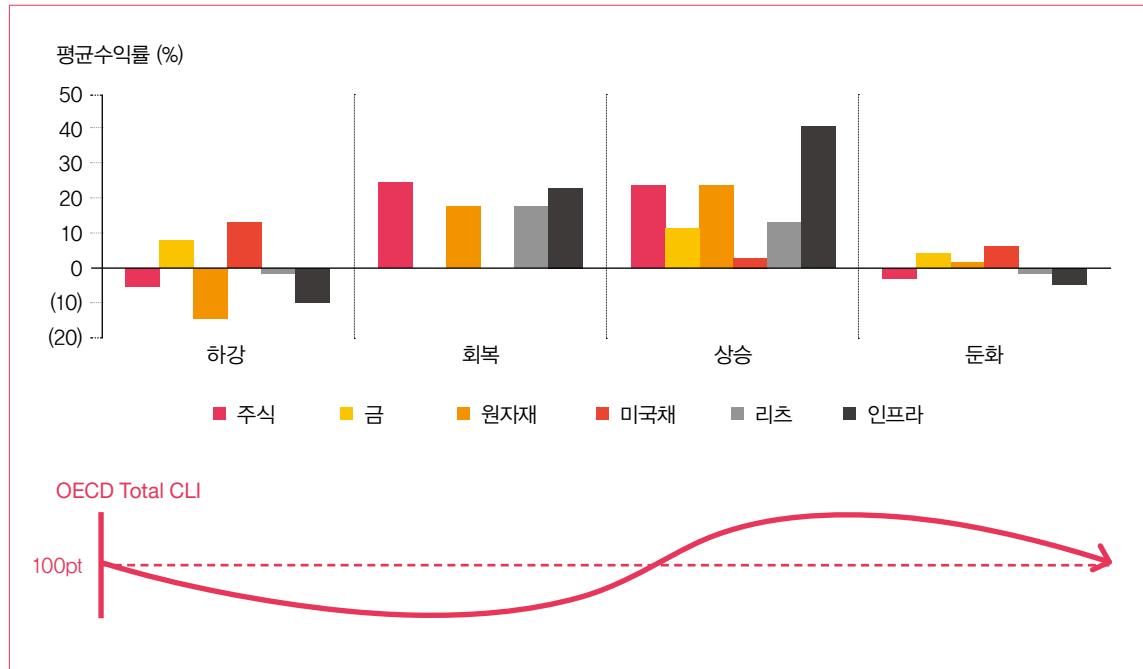
[도표 15] 자산별 투자의견

구분	의견	내용
주식	비중 축소 유지	위험자산에 대한 리스크 (방어 관점 접근)
채권	비중 확대	경기 둔화 우려로 기준금리 인상 사이클 정점 기대
리츠	비중 축소	부동산 실물發 악재 발생 가능성
원자재	중립	경기둔화와 공급 차질 리스크 사이의 경합. 다만, 에너지 및 식량 안보 부각으로 에너지와 농산물은 양호

\* 자료: 언론기사

- (자금시장 측면) 투자의 안정성을 높이기 위해서는 달러를 중심으로 한 유동성 확보와 단기채 투자가 필요해 보임. 하지만 달러 수요 확대와 국채금리 추가 상승 여력의 제한 가능성을 고려하면 미국 장기채에 대한 관심을 확대할 시점
- (경기 측면) 하강 국면에서는 통상 미국채와 금으로 대표되는 안전자산의 자산수익률이 비교적 높은 것으로 나타남. 당분간 경기 하강 국면 지속에 따라 안전자산 중심의 투자가 바람직할 듯

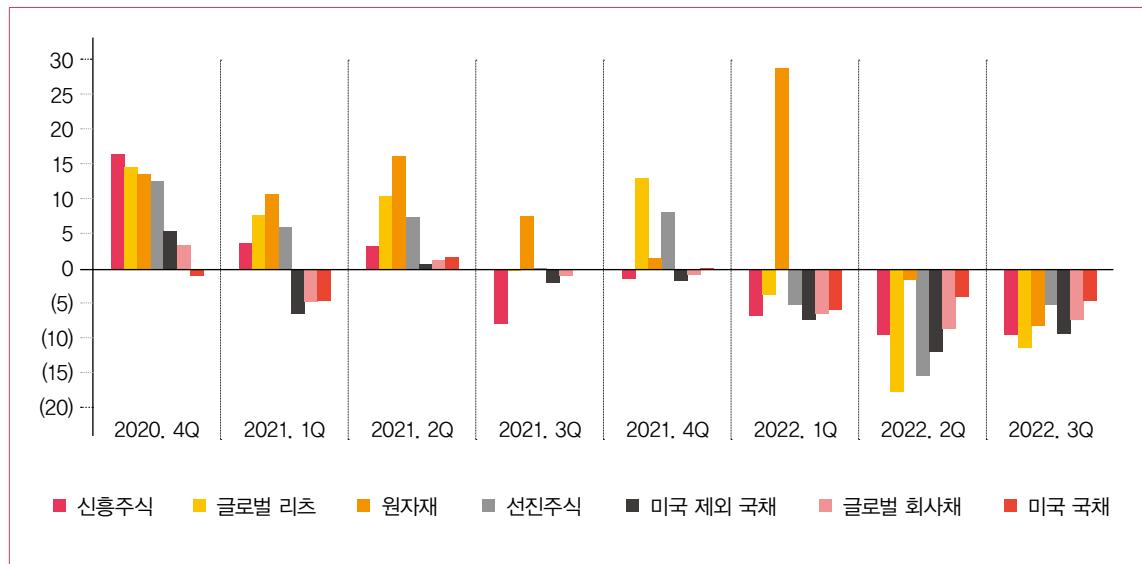
[도표 16] 경기국면에 따른 평균 자산수익률 (단위: %)



\* 자료: Bloomberg

- (금리 측면) 실질금리 상승 구간에서는 실물 자산(리츠, 인프라, 금, 원자재 등) 중에서 리츠와 인프라(정부 경기 방어 투자 중심)가 상대적으로 자산 매력도가 높음. 다만 현재와 같이 부동산發 불확실성이 높은 구간에서는 자산 가격의 추가 하락 가능성 역시 높음

[도표 17] 분기별 주요 자산군의 성과 (단위: %)



\* 자료: Bloomberg

… 따라서 현재와 같은 복합적 리스크가 산재 시에는 선별적인 안전자산으로의 비중을 높이는 전략을 취하는 것이 바람직해 보임

- 채권(미국채, 국채 및 우량 채권) … 원자재(금, 에너지, 곡물 위주) … 현금
- … 리츠(물가 연동 계약구조를 가진 리츠로 선별적 투자) … 주식(당분간 보수적 접근)

# 삼일PwC경영연구원

## 이은영 Director

eunyoung.lee@pwc.com  
+82-2-709-0824

## 오선주 Senior Manager

sunjoo.oh@pwc.com  
+82-2-3781-9344

## 강서은 Manager

seoeun.kang@pwc.com  
+82-2-3781-9137

## 최형원 Associate

hyungwon.choi@pwc.com  
+82-2-3781-9638

[www.samil.com](http://www.samil.com)

S/N: 2212W-RP-041

© 2022 Samil PricewaterhouseCoopers. All rights reserved. "PricewaterhouseCoopers" refers to Samil PricewaterhouseCoopers or, as the context requires, the PricewaterhouseCoopers global network or other member firms of the network, each of which is a separate and independent legal entity.