



2022년 경제 및 자본시장 전망

2021.11.24.

자본시장연구원 거시금융실

목 차

1 경제 및 통화정책 전망

2 금리 전망

3 주식 및 환율 전망

4 이슈 분석

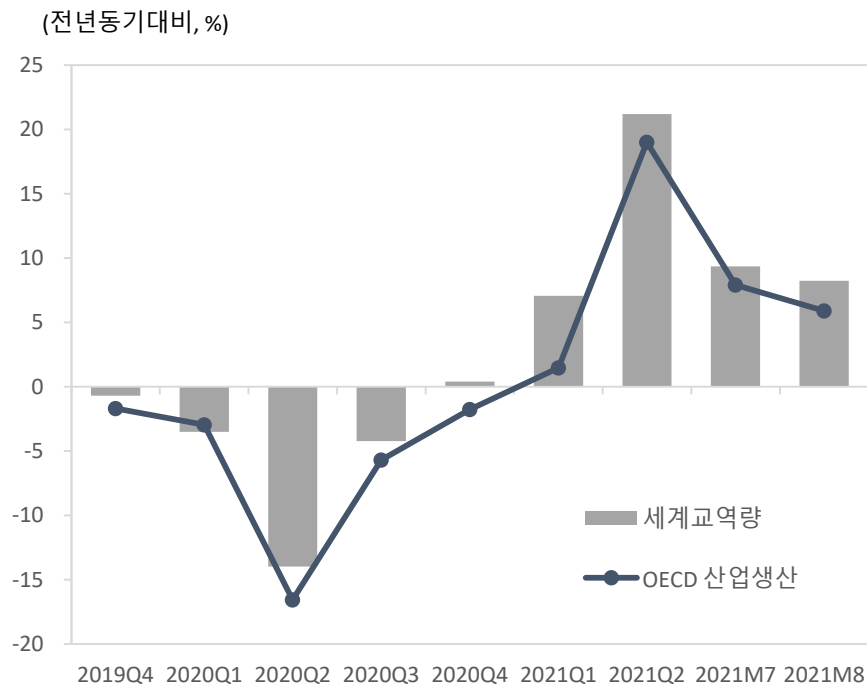
1. 경제 및 통화정책 전망

글로벌 경제 동향

○ '21년 들어 강하게 회복하던 글로벌 경제는 3분기부터 확장세 둔화

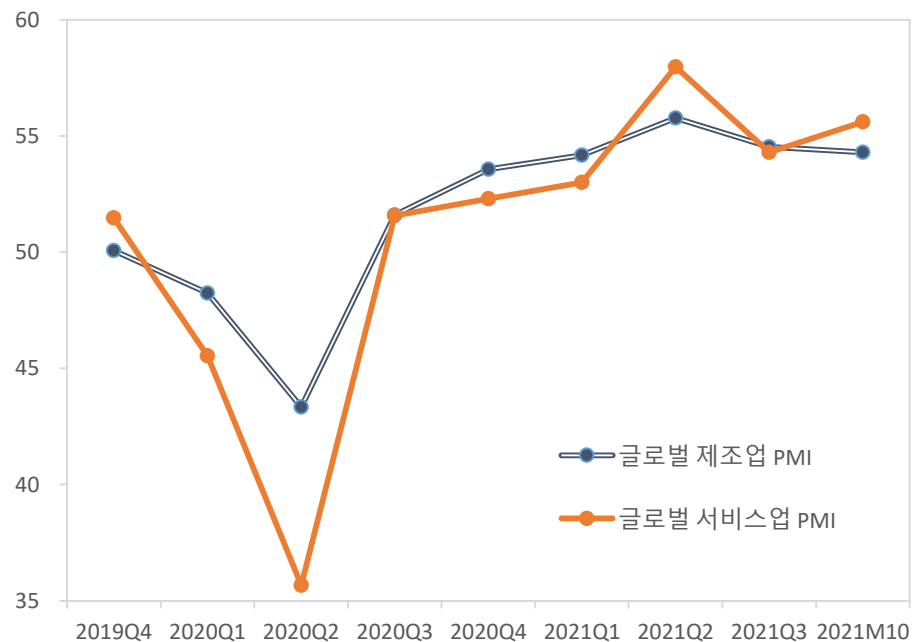
- › 생산 및 교역 증가율 둔화, 기업 체감경기 둔화
- › 전세계적인 공급망 왜곡 및 인플레이션 상승, 팬데믹 재확산이 확장세 둔화의 원인

글로벌 생산 및 교역량



자료: OECD, CPB

글로벌 PMI

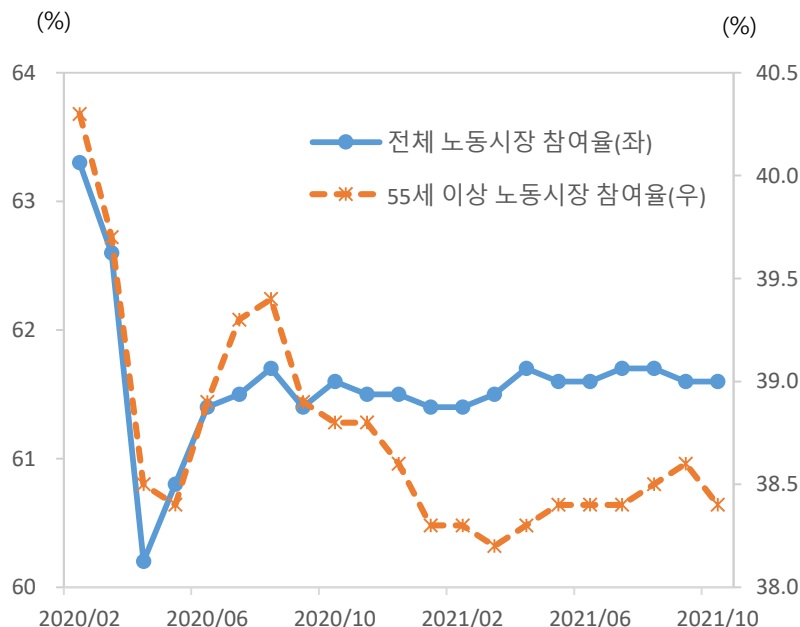


자료: Bloomberg

미국 경제 전망 : 고용시장 개선 정도와 속도

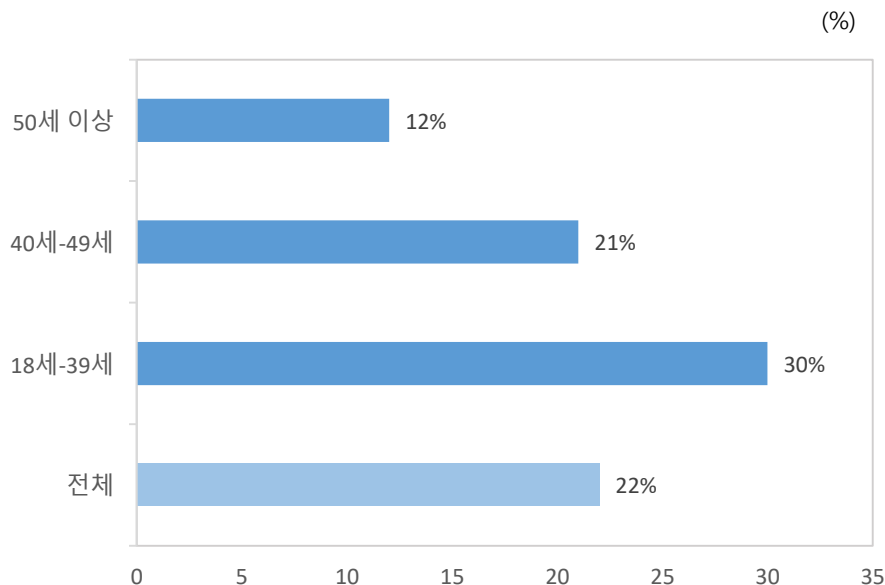
- 미국 고용시장은 '22년에 개선 추세를 유지하겠지만, 개선 속도는 제한적일 전망
 - › 근로자 직장 복귀 유인 상승 : 경제활동 규제 완화, 실업급여 축소, 구인난에 따른 임금 상승
 - › 제한적인 개선 속도 : 고령자 및 여성 근로자의 이른 퇴직에 따른 저조한 노동시장참여율, 전직 시도 근로자들의 전직에 상당한 시간 소요

미국 노동시장참여율



자료: FRED

미국 근로자 중 전직 희망자 비율

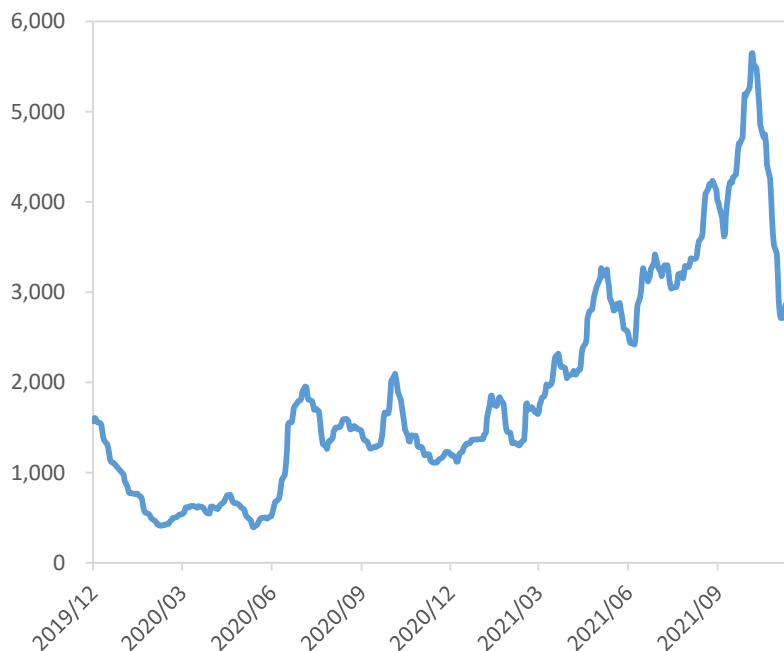


자료: The Washington Post

미국 경제 전망 : 공급망 왜곡 문제의 개선 시점

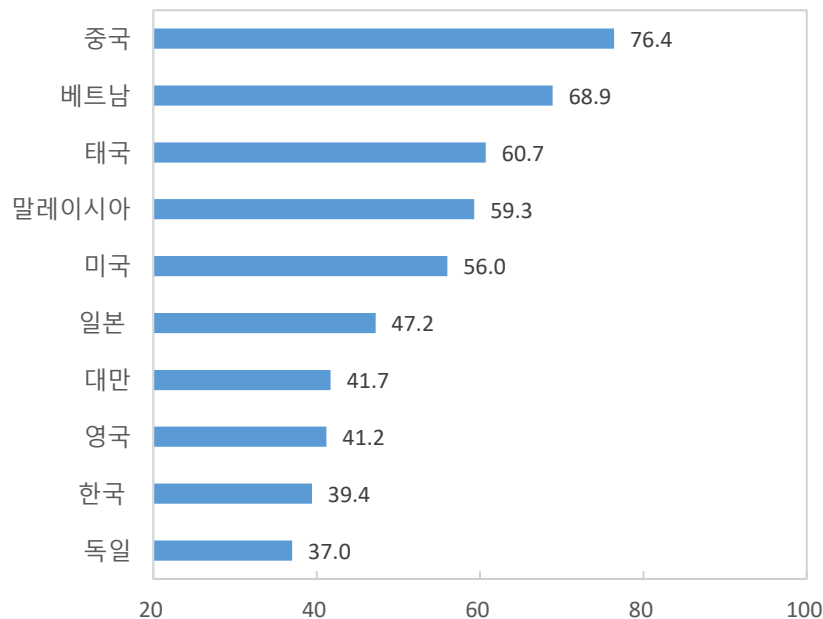
- 공급 부족 문제는 완만하게 개선되겠지만, '22년 상반기중 완전 해소 어려울 전망
 - › 미국 내 공급망은 서서히 복구 : 고용시장 점진적 회복, 제조업 가동률 상승 및 재고 증가, 내구재 수요 둔화 및 서비스로의 수요 전환, 글로벌 운송망 복구 시작
 - › 동남아 생산 중심국 고용시장과 생산 정상화에 상당한 시간 소요 예상

발틱운임지수



자료: Bloomberg

주요국 경제활동 규제 지수



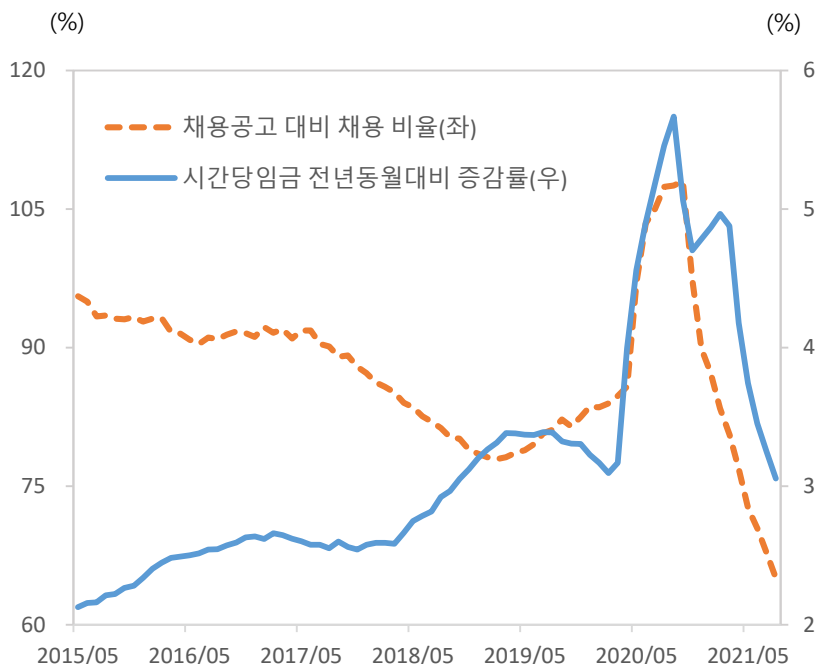
자료: Our world in data

미국 경제 전망 : 인플레이션 둔화 시점

○ 미국 인플레이션은 '22년 상반기까지 높은 수준 유지한 후, 점차 하락 전망

- › 공급망 개선, 수요 둔화, 유동성 증가 폭 축소 등이 점진적으로 진행
- › 높은 인플레이션의 구조적 장기화 여부는 임금 상승세 지속 여부 및 기대 인플레이션 향방이 좌우

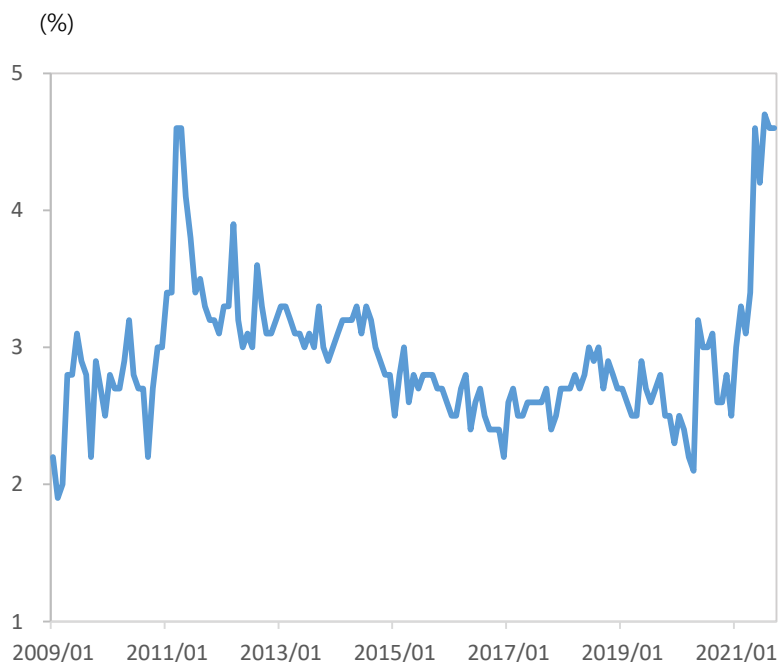
미국 고용시장과 임금



주 : 6개월 이동평균 기준

자료: FRED

미시간대 기대 인플레이션



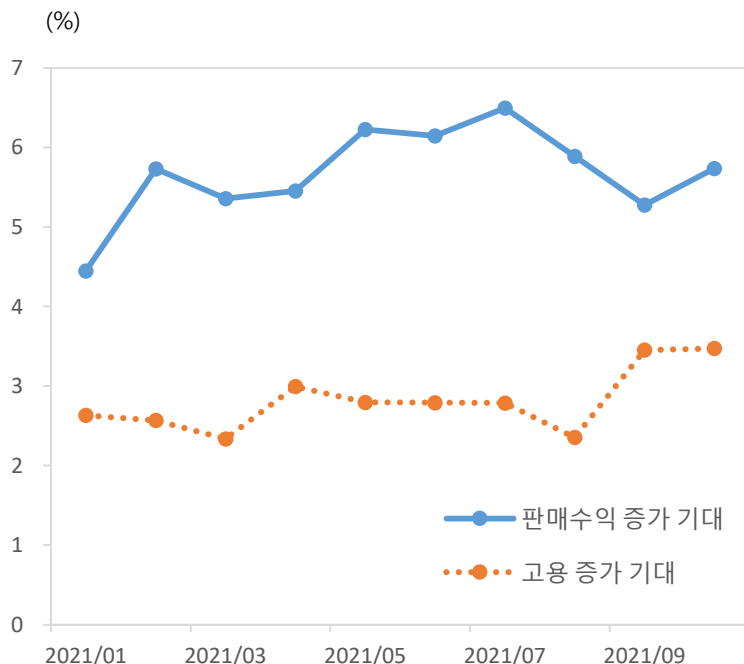
주 : 향후 12개월 기대 인플레이션

자료: University of Michigan, Surveys of Consumers

미국 경제 전망 : 2022년 성장률

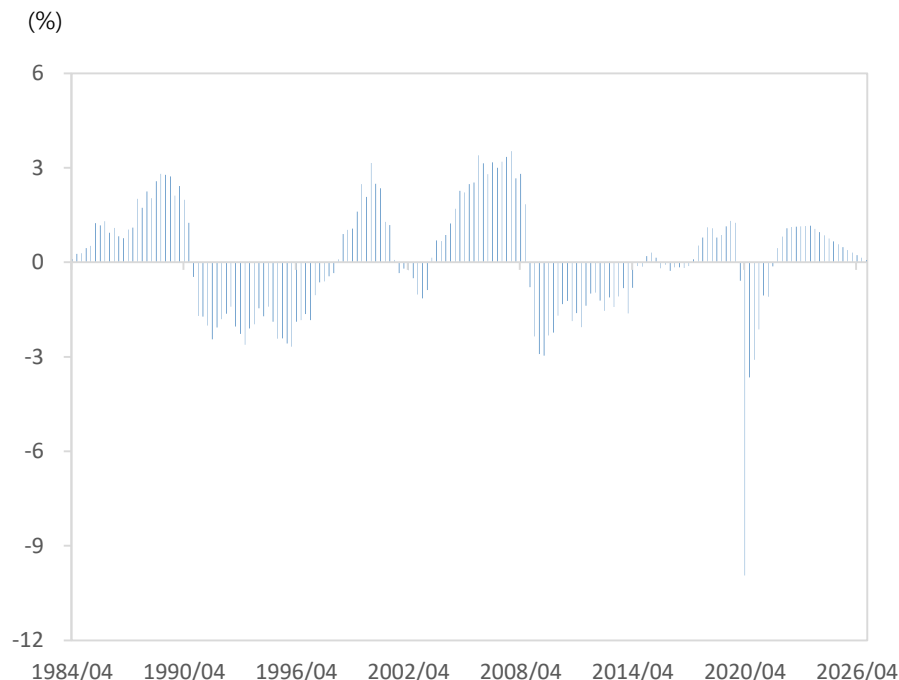
- '22년중 성장률은 둔화되겠지만('21년 5.6% → '22년 4.2%), 경기 확장국면 지속 전망
 - › 긍정적 요인 : 여전히 풍부한 유동성, 개인소득 증가, 서비스 부문 본격 회복, 공급망 문제 개선
 - › 하방 압력 : 거시정책 완화 수준 축소 및 높아진 물가로 인한 내구재 수요 둔화, 느린 공급망 회복 속도

미국 기업 경영 서베이



자료: FRED

미국 GDP갭



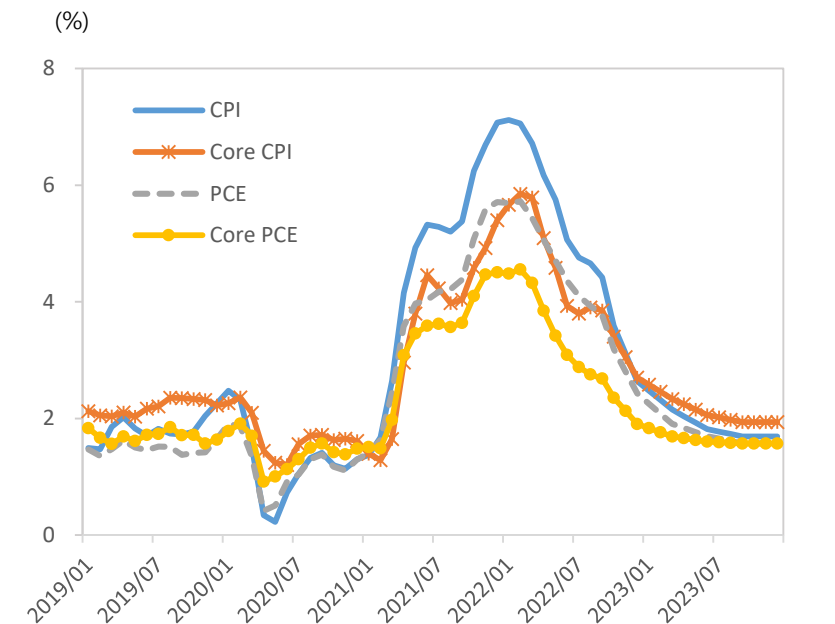
자료: FRED, 자본시장연구원

미국 통화정책 전망

연준 기준금리 인상 시점을 결정할 핵심 변수는 고용시장의 완전한 개선 여부

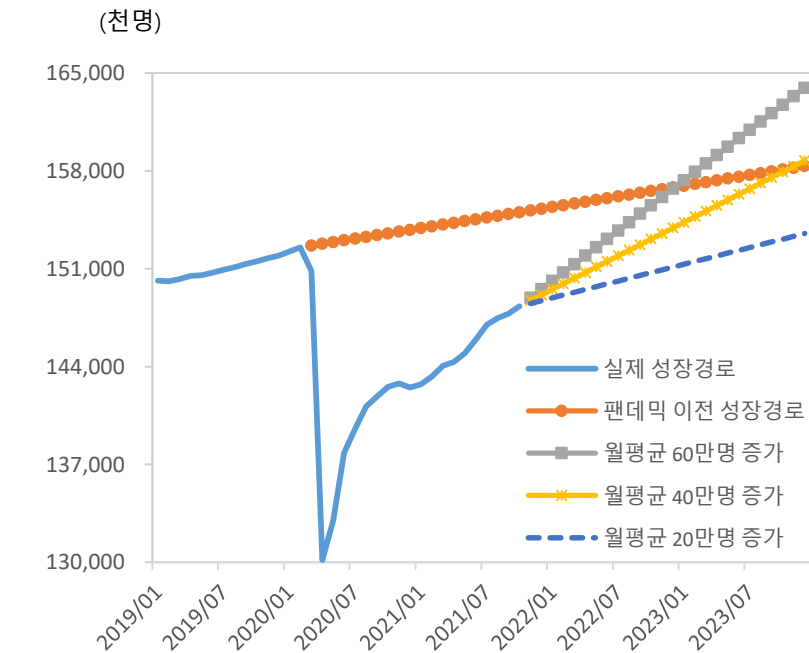
- 인플레이션은 '22년초까지 매우 높은 수준 유지 전망 : CPI 기준 7%도 가능한 상황
- 고용시장 완전 회복 시점 : 총고용자수 기준 '23년초 이후, 실업률 기준 '22년 여름 이후
- 연준 기준금리 인상 시점 전망 : '22년 9월~12월 1회, '23년 2~3회

미국 인플레이션 경로 전망



주 : 1) '21.11월부터 전망치(PCE는 10월부터)
 2) '21.11월부터 월간 인플레이션이 점진적으로 하락해 '22.10월부터 과거('10.1월~'20.2월) 평균치에 수렴한다고 가정
 자료: FRED, 자본시장연구원

미국 총고용자수 경로 전망



주 : 1) 팬데믹 이전 성장경로는 '20.3월부터 총고용자수가 과거('10.1월~'20.2월) 월평균 증가율(0.081%)로 성장한다고 가정
 2) 나머지 성장경로는 '21.11월부터 월평균 총고용자수 증가규모를 가정한 경로
 자료: FRED, 자본시장연구원

중국 경제 전망 : 성장률 및 위험요인

○ '22년 중국 경제의 성장률은 '21년 대비 둔화될 전망('21년 8.2% → '22년 5.3%)

- › 지속되는 팬데믹 여파로 인한 경제활동 위축
- › 미국 등 주요국 '22년 성장률 둔화로 수출 환경 악화
- › 대내외 환경 변화로 인한 경제구조의 변화와 그 결과에 따른 하방 리스크
 - ① 빈부격차 해소를 통해 체제안정을 도모하기 위한 기업규제
 - ② 부동산개발 기업 부채 리스크를 완화하기 위한 감독과 규제 강화
 - ③ 탄소배출량 축소 등 환경문제 완화 과정에서 파생된 에너지 부족 문제
 - ④ 미국과의 갈등

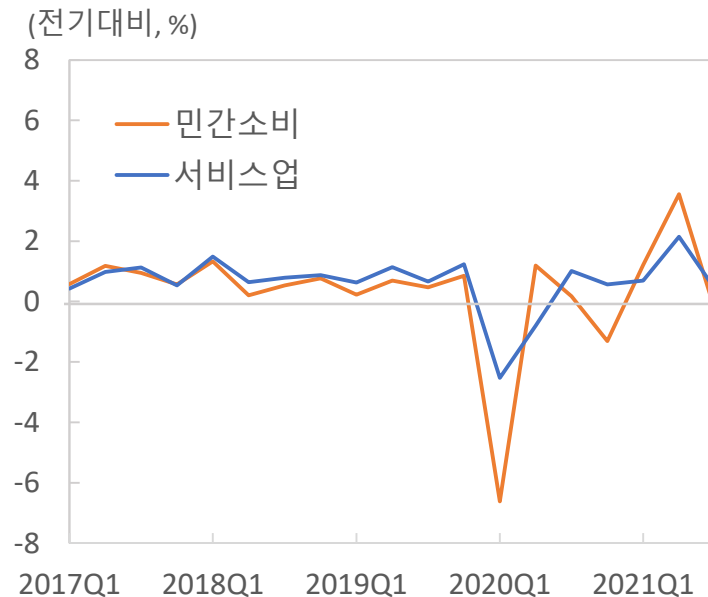
○ 다만, 통제 불능의 경제위기 또는 경기의 급격한 침체 가능성은 크지 않을 전망

- › 경제의 안정적 성장이 필요한 정치적 환경 ('22년 공산당 창당 100주년 및 시진핑 주석 연임 결정)
- › 안정적인 공공 재정 등 위기를 제어할 수 있는 정부의 여력
- › 하방 리스크들은 장기적으로 경제체계 안정을 위한 불가피한 요소

국내 경제 동향

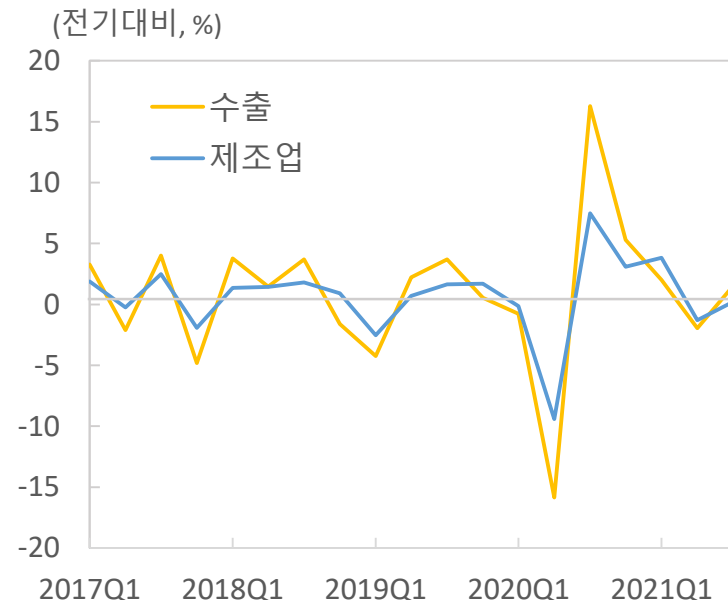
- 국내 경제는 코로나19의 4차 대유행, 글로벌 공급 병목의 영향 등으로 회복세가 일시 둔화
 - › 7월 델타변이의 확산으로 음식·숙박, 오락·문화 서비스 민간소비 감소, 서비스업 성장세 둔화
 - › 공급 차질의 영향이 큰 운송장비를 중심으로 설비투자가 감소, 건설투자는 부진이 지속
 - › 대외수요(수출) 추이에 따라 제조업 생산은 2분기에 감소하였다가 3분기에 소폭 반등

민간소비 및 서비스업 성장률



자료: 한국은행

수출 및 제조업 성장률

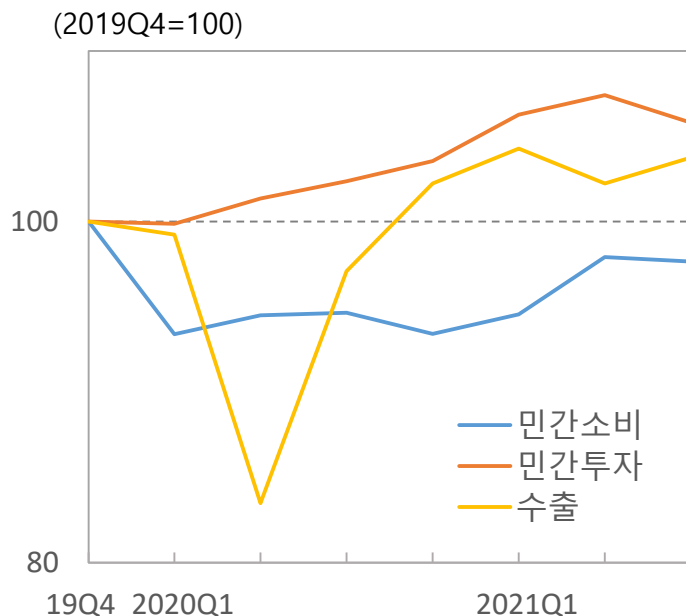


자료: 한국은행

민간소비 회복 상황

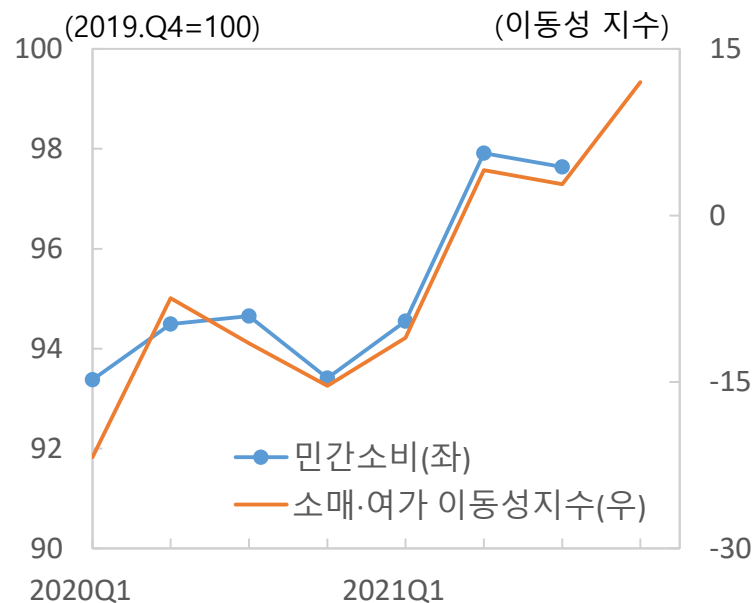
- 실적치를 기준으로 볼 때 민간소비는 금년 3분기까지 상당히 더딘 속도로 회복
 - › 민간투자 및 수출은 '20년중 코로나19 직전 수준을 넘어선데 반해 소비는 금년 3분기에도 동 수준에 미달
- 최근 높은 백신 접종률과 단계적 일상회복으로의 전환 등에 힘입어 소비 회복세가 가시화
 - › 4분기 들어 주요 대면서비스에 대한 소비심리가 개선되고 민간소비의 나우캐스팅(Nowcasting) 지표도 상승

민간소비·투자·수출 추이



자료: 한국은행

민간소비와 소매·여가 이동성 지수



주 : 이동성 지수는 20.1.3~20.2.6일중 중위값이 0
자료: 한국은행, Google

국내 성장률 전망

- '22년 국내 경제는 민간소비 및 수출을 중심으로 3.2% 성장할 것으로 전망
 - › 민간소비는 방역기조 전환, 소비심리 개선에 따라 상반기에 견조한 증가세를 이어갈 전망
 - › 수출은 세계경제의 회복세가 이어지면서 양호한 흐름을 보일 것으로 예상

국내 경제성장률 전망

(전년동기대비, %)

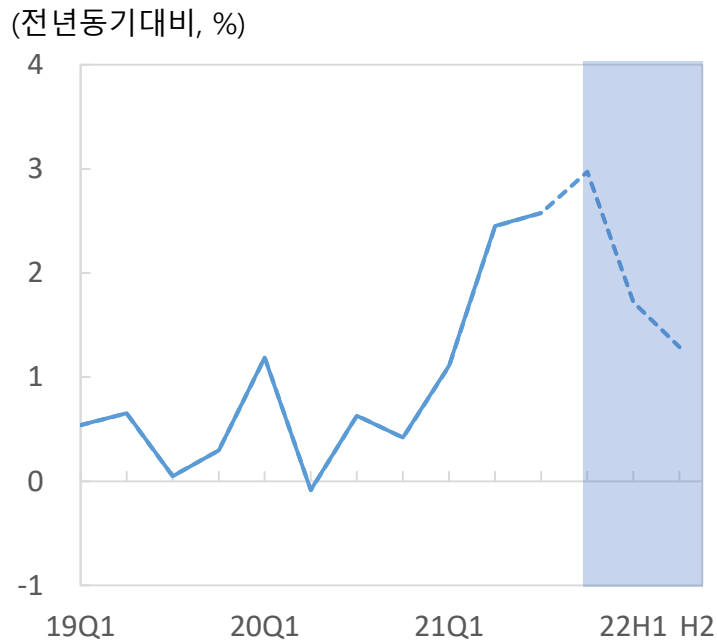
	2020	2021	2022		
			상반기	하반기	연간
GDP 성장률	-0.9	4.0	3.2	3.2	3.2
민간소비	-5.0	3.7	4.7	3.0	3.8
설비투자	7.1	9.4	3.2	7.0	5.1
건설투자	-0.4	-1.8	0.1	3.7	1.9
총수출	-1.8	8.3	2.8	4.6	3.7
총수입	-3.3	7.4	4.2	5.0	4.6

자료: 자본시장연구원

국내 물가상승률 전망

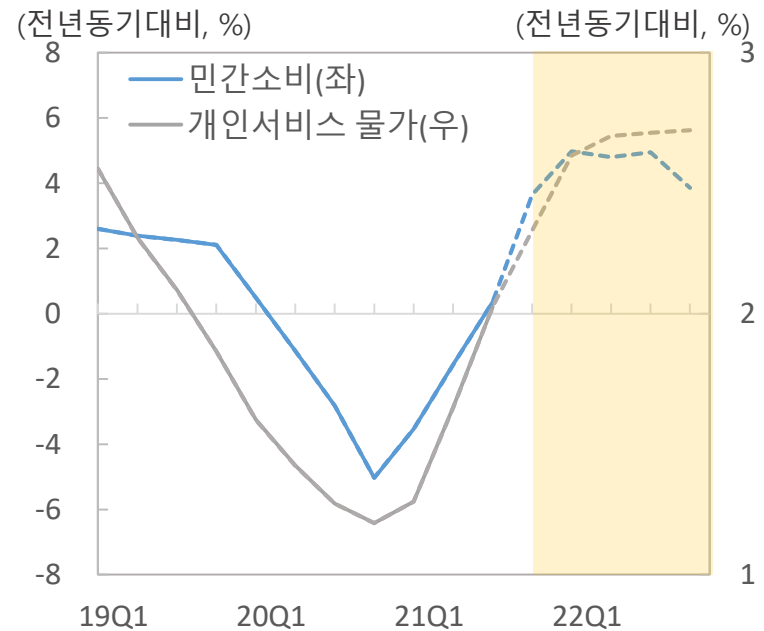
- 소비자물가는 글로벌 인플레이션 압력이 완화되면서 1.5% 상승할 것으로 전망
 - › 국제원자재 가격과 글로벌 공급망이 점차 안정되면서 글로벌 요인의 영향이 점진적으로 축소될 전망
 - › 민간소비가 회복세를 나타내면서 국내수요 측면에서 물가 상승 압력이 존재

소비자물가 상승률 전망



주 : 음영 구간은 전망치
자료: 통계청, 자본시장연구원

민간소비와 개인서비스 물가



주 : 4분기 이동평균, 음영 구간은 전망치
자료: 자본시장연구원

국내 전망 위험요인

- 물가 및 성장경로에서 글로벌 공급망 외에도 국내외 불확실성이 상당히 높은 것으로 평가

전망의 위험요인

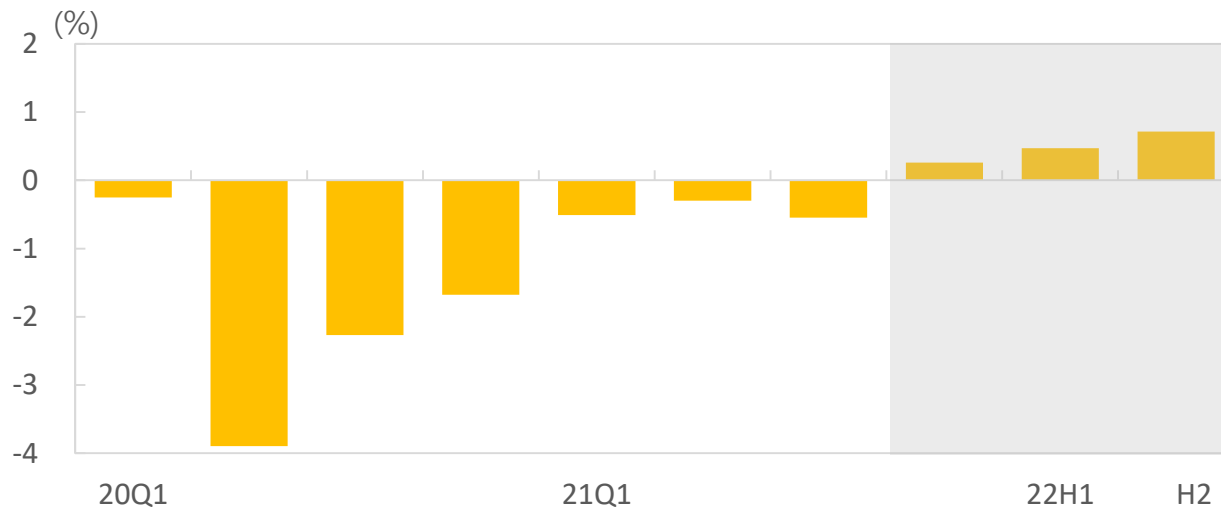
상방 불확실성(+)	하방 리스크(-)
<ul style="list-style-type: none">▪ 글로벌 공급망 회복 이후 주요국의 성장세 확대▪ 민간소비가 하반기에도 높은 증가세를 지속	<ul style="list-style-type: none">▪ 글로벌 공급망 회복 지연▪ 인플레이션 지속에 따른 주요국의 정책금리 조기 인상▪ 중국 경제의 부진 및 미·중 갈등 심화

통화정책

- '22년중 기본적으로 2회의 기준금리 인상이 예상되며 하반기 경기상황에 따라 1회 추가 인상(총 3회) 가능성 존재

- › 한국은행은 통화정책의 완화 정도를 점진적으로 축소해 나갈 것이라 발표(2021.8월)
 - 양호한 거시경제 상황이 유지되는 한 통화정책 정상화를 계속 추진해 나갈 것이라는 입장
- › '22년중 GDP갭이 플러스 수준을 나타내면서 수요 측면의 상방 압력이 존재할 것으로 추정
- › 통화정책 정상화를 지속할 여지가 있으며 기조적 물가 상승 압력이 존재한다는 점이 고려사항이 될 전망

GDP갭 전망



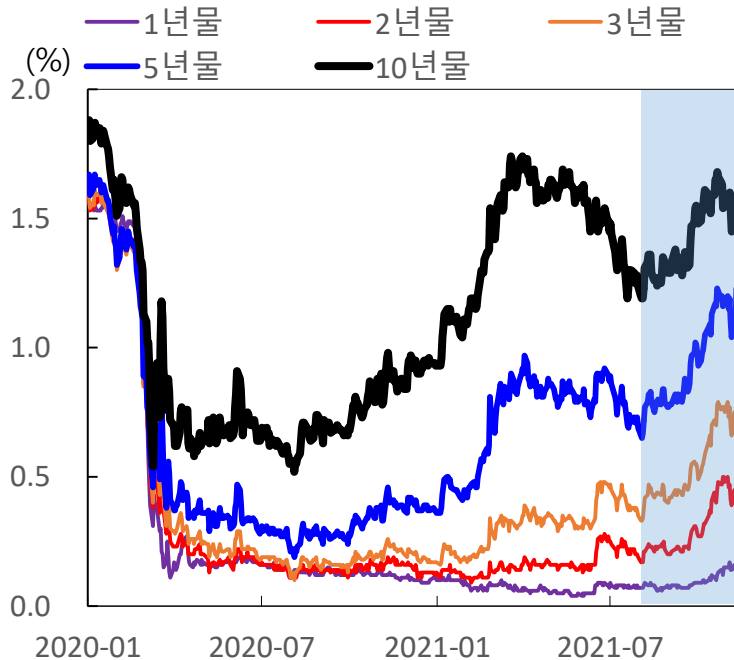
주 : 음영은 전망치
자료: 자본시장연구원

2. 금리 전망

미국 금리 : 최근 동향

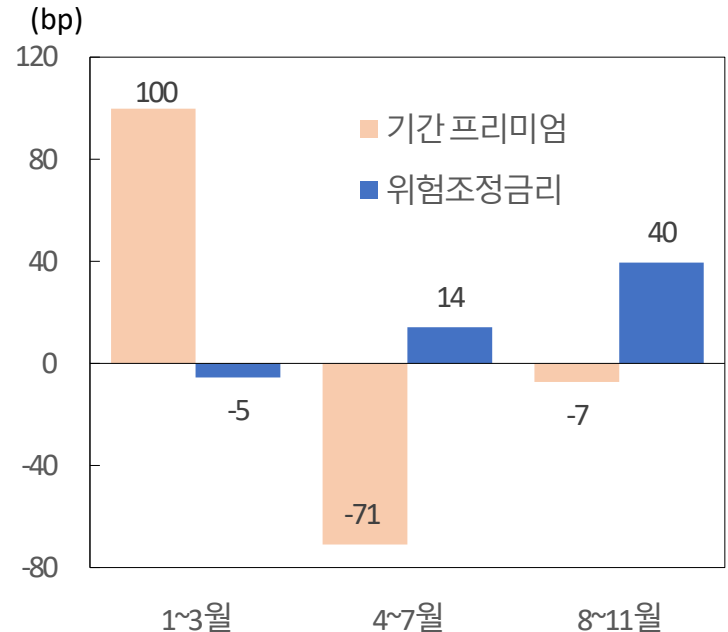
- 인플레이션 우려 및 연준의 통화정책 기조 정상화 기대 등으로 8월 이후 상승
 - › 연준의 조기 금리인상 기대가 높아짐에 따라 국채 만기 전반에 걸쳐 금리가 상승

미 국채 금리 추이



주 : 음영으로 표시된 영역은 2021년 8월 이후 기간
자료: FRED

2021년중 미 국채 10년물 금리 결정요인 변동

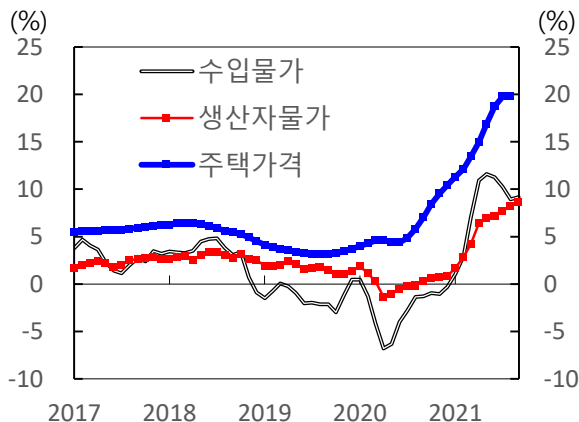


주 : 1) Adrian et al.(2013) 모형의 기간 프리미엄과 위험조정 금리 추정치를 이용
2) 11월은 11월 12일 기준
자료: Federal Reserve Bank of New York

미국 금리 : 물가 및 성장률 요인

- 원자재가격 상승, 공급망 병목 등 공급측 요인에 주로 기인한 인플레이션 압력이 확대
 - 바이러스 감염 우려 등에 따른 노동 수급불균형도 물가상승 요인으로 작용
- 실업률 하락세가 지속되고 있으나 코로나19 이전에는 여전히 높은 수준

주요물가¹⁾ 상승률²⁾

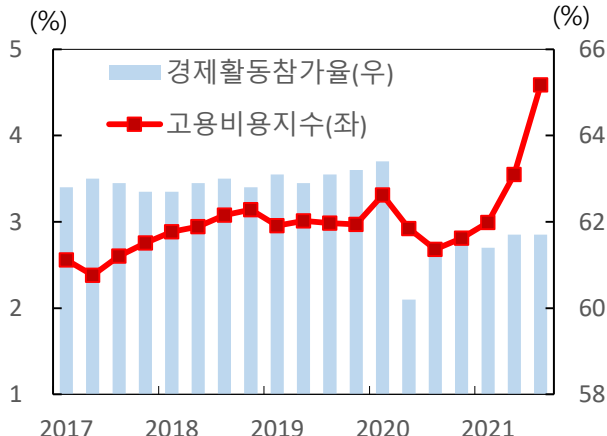


주 : 1) 생산자물가지수는 최종재 기준, 주택가격은 케이스실러 지수 기준

2) 전년동월대비

자료: FRED

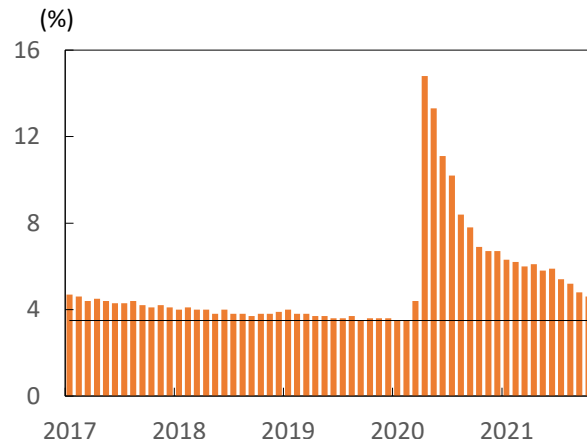
고용비용지수 및 경제활동참가율



주 : 고용비용지수(Employment Cost Index)는 민간 기업 임금·급여 기준 전년동기대비 상승률

자료: FRED

실업률



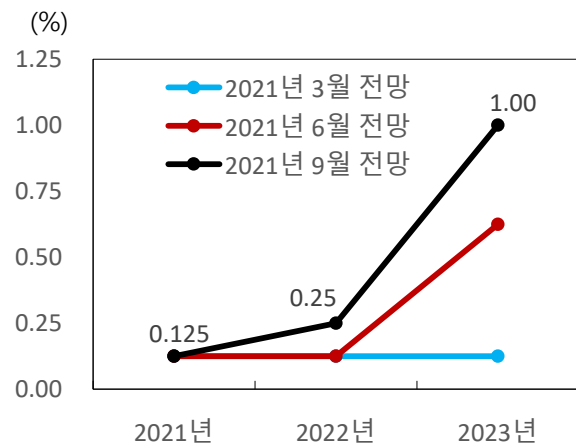
주 : 실선은 팬데믹 이전(2020년 2월) 실업률을 나타냄

자료: FRED

미국 금리 : 통화정책 요인

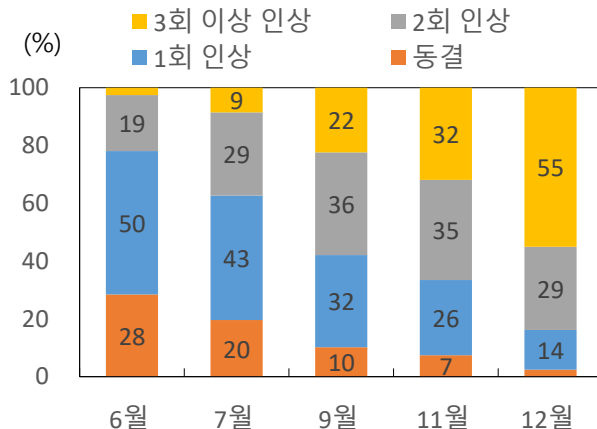
- 연준 위원들의 정책금리 전망치가 꾸준히 상향 조정
 - › 시장의 금리인상 기대는 이보다 더 높은 모습
- 그러나 연준은 장기 기대인플레이션의 상승을 유발하지 않는 범위 내에서 금리인상을 인내할 것으로 예상
 - › 크게 낮은 실질금리 수준은 향후 완만한 정책금리 인상기대를 반영하고 있는 것으로 판단

FOMC 정책금리 전망치



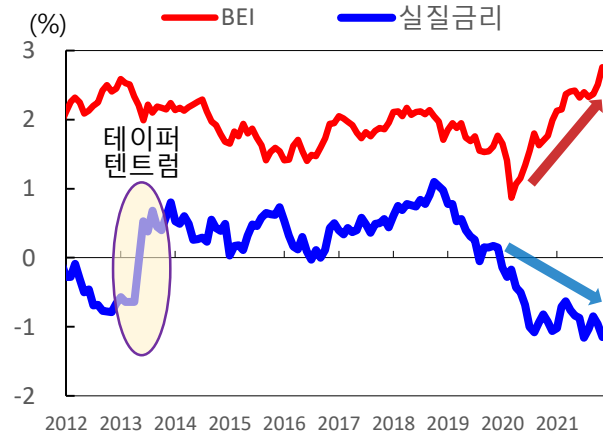
주 : 매 연말 정책금리 전망치, FOMC 점도표의 중앙값 기준
자료: 미 연준

시장의 정책금리 기대



주 : 2022년 각 FOMC 회의에서 현재 정책금리(0~0.25%) 대비 기대되는 금리 인상 횟수, 2021년 11월 12일 조회 기준
자료: CME Group

실질금리 및 BEI



주 : 10년물 기준, 실질금리는 물가연동채권 수익률이며 BEI는 명목채권 수익률에서 물가연동채권 수익률을 차감하여 산출
자료: FRED

미국 금리 : 2022년 전망

- 미국채 10년물 금리는 완만한 상승세를 나타내는 가운데 1.7%~2.3% 범위에서 형성될 것으로 전망
 - › '22년 이후 공급망 차질 문제가 개선됨에 따라 물가상승 압력이 완화될 것으로 예상
 - › 연준은 성급한 통화정책 정상화 기대를 억제하기 위해 노력할 것으로 전망
 - › 시장금리는 인플레이션 전개 상황에 따른 금리인상 기대 변화에 크게 영향을 받을 것으로 예상

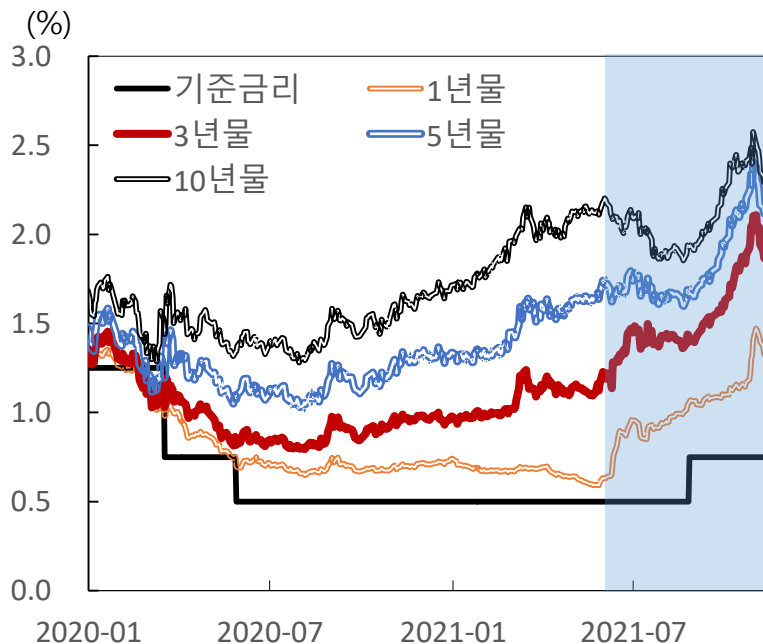
미 국채 10년물 금리 전망



국내 금리 : 최근 동향

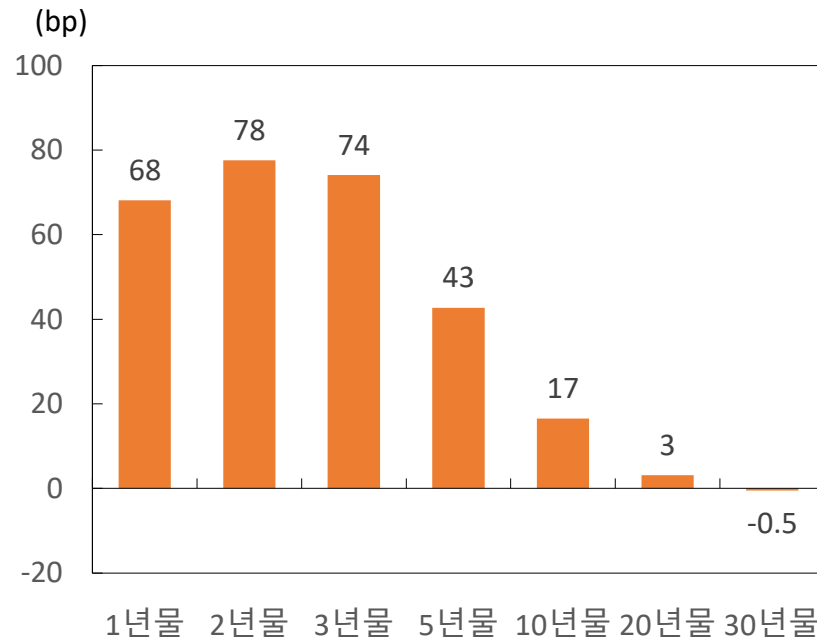
- 한국은행의 기준금리 추가 인상 기대가 높아짐에 따라 단기물을 중심으로 상승
 - › 특히, 만기 3년 이하의 국고채 금리가 6월 이후 큰 폭 상승

기준금리 및 국고채 금리 추이



주 : 음영으로 표시된 영역은 2021년 8월 이후 기간
자료: 금융투자협회, 한국은행

국고채 금리 변동

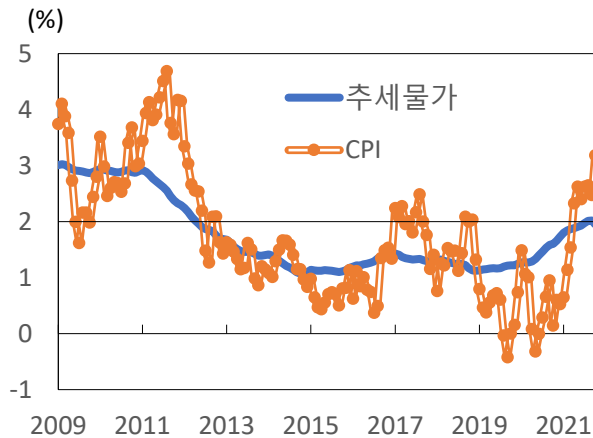


주 : 2021년 6월~11월 12일중 변동폭
자료: 금융투자협회

국내 금리 : 물가 및 성장률 요인

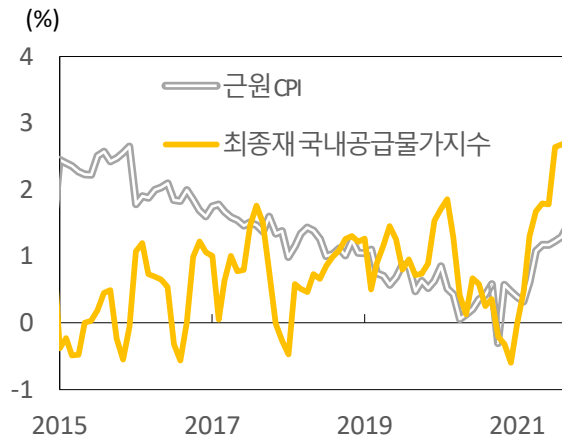
- 추세물가 상승률은 물가안정목표 수준(2%)에 근접
 - › 물가상승세는 '22년 이후 공급망 회복 등으로 완화될 것으로 예상
- 국내경제는 민간소비 개선, 수출 호조 등으로 회복세가 이어질 전망
 - › 다만, 잠재성장률은 지속적인 하락세가 진행되는 모습

국내 물가상승률



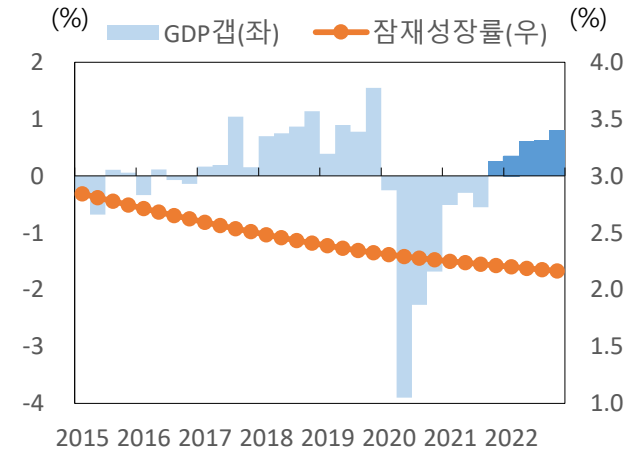
주 : 추세물가 상승률은 CPI를 이용하여 Stock & Watson (2007) 모델을 통해 추정된 장기적 물가 상승률
자료: ECOS, 자본시장연구원

국내 주요 물가지수 상승률



주 : 전년동월대비, 근원 CPI는 식료품 및 에너지제외 지수
자료: ECOS

GDP갭 및 잠재성장률

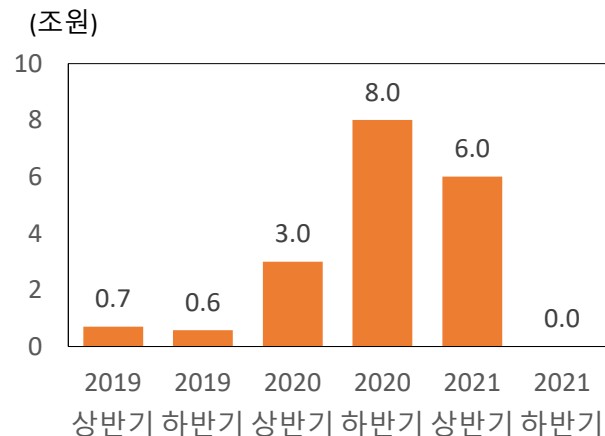


주 : 2021년 4분기 이후는 성장 전망치를 이용
자료: 자본시장연구원

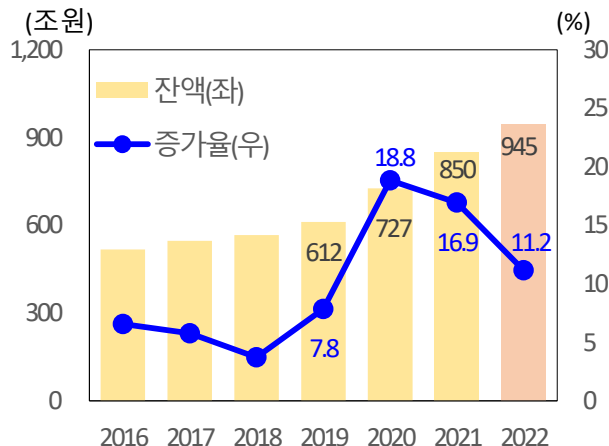
국내 금리 : 통화정책 및 수급요인

- 가계부채 누증 등에 대응하여 한국은행의 금리인상 기조가 이어질 것으로 전망
 - 통화정책 정상화 기조로 인해 한국은행의 국채매입은 크게 제한적일 것으로 전망
- 국고채 발행량은 '22년에도 팬데믹 이전에 비해 높은 수준을 이어나갈 전망
 - 발행 증가율은 올해보다 둔화되겠으나, 금리상승 기조로 인해 투자수요의 약화가 예상
 - 다만 규제완화 조치가 예정대로 종료될 경우, 국채수요 확대요인으로 작용할 전망

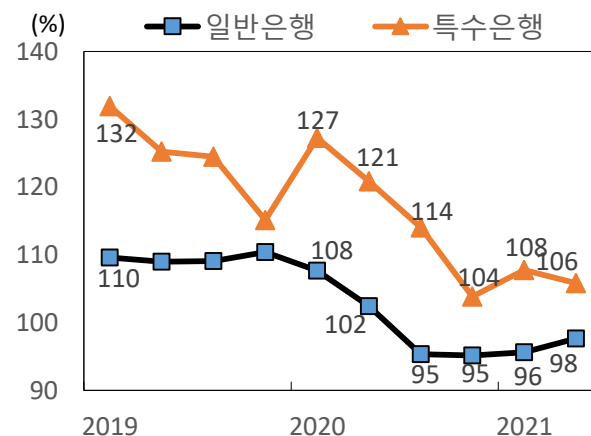
한국은행 국채매입 추이



국고채잔액 추이 및 증가율



국내은행 LCR 추이



주 : 반기별 매입규모, 2021년 하반기는 7월~11월 12일 기준
자료: 연합인포맥스

주 : 연말기준, 2022년은 국고채발행 계획을 반영
자료: 연합인포맥스, 기획재정부

주 : 은행그룹별 합산 기준
자료: 금융감독원 금융통계정보시스템

국내 금리 : 2022년 전망

- 올해에 비해 상승세가 둔화될 것으로 예상되는 가운데 국고채 10년물 금리 상단과 하단은 각각 2.6%, 2.2% 수준으로 전망
 - › 공급측 요인 개선 등으로 '22년 이후 물가상승세가 둔화될 전망
 - › 가계부채의 가파른 증가세가 지속될 경우 내년 기준금리 인상 속도가 빨라질 가능성
 - › 한편 내년 대선 이후 국채발행이 늘어날 경우, 금리 상승 압력이 확대될 위험

국고채 10년물 금리 전망



3. 주식 및 환율 전망

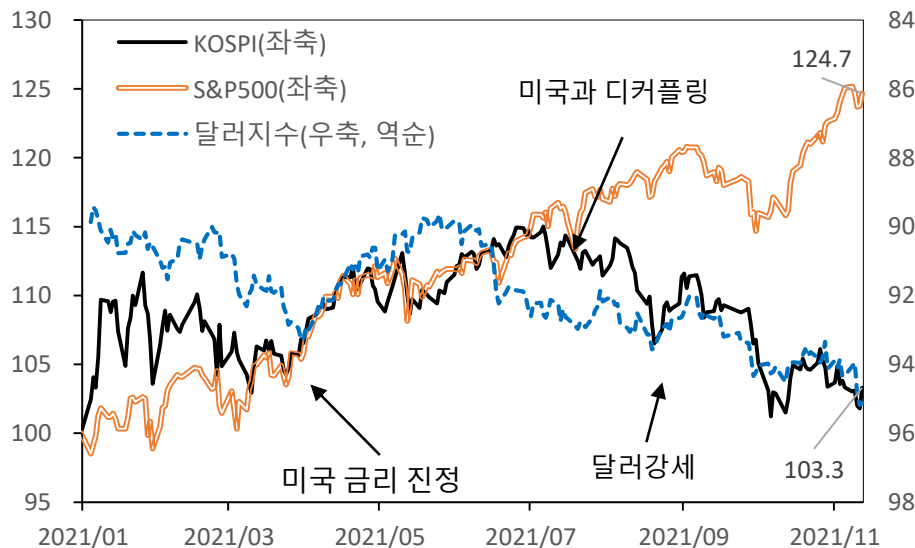
2021년 국내 주식시장 동향

○ '20년부터 상승세를 이어오던 KOSPI지수는 '21년 하반기부터 S&P500지수와 디커플링되며 정체된 흐름

- › 메모리 반도체 경기 둔화 우려, 글로벌 공급망 혼란으로 인한 제조업 부진 우려, 중국 경기 둔화, 달러강세 등으로 KOSPI지수는 하반기부터 하향 추세
- › 한편, '20~'21년 기간 동안 KOSPI지수는 35.1% 상승하였으며 주요 지수 대비하여 양호한 성과

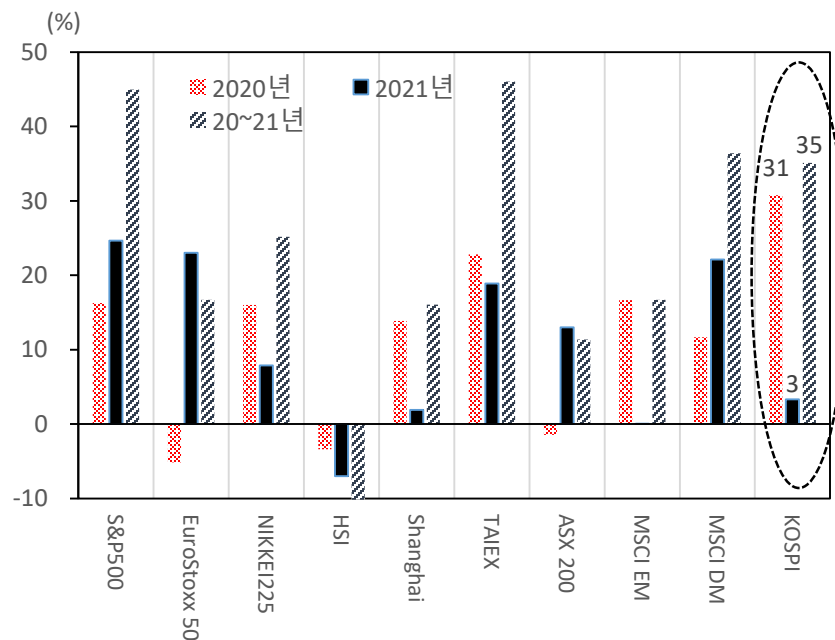
2021년 KOSPI지수와 S&P500지수 추이

(2020년12월말 = 100)



자료: Bloomberg

2020~2021년 주요 지수 수익률



주 : 2021년은 11월12일 종가 기준

자료: Bloomberg

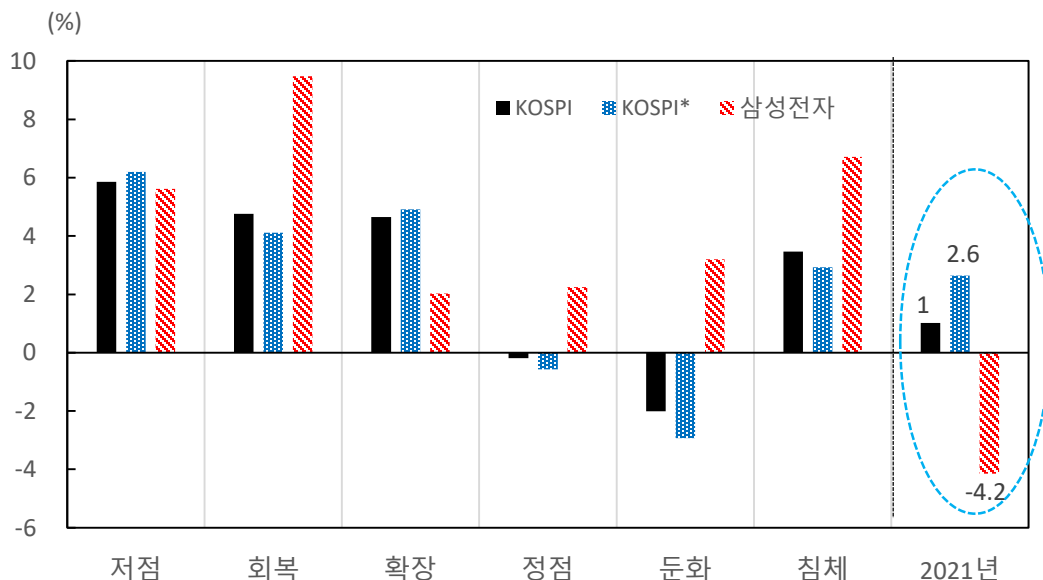
2021년 국내 주식시장 동향

- '21년 10월까지 KOSPI지수 수익률은 3.4%이지만, 삼성전자를 제외한 KOSPI*(가상지수) 수익률은 8.8%로 양호한 수준

› 과거 회복 국면 분기 평균 수익률 4.9%보다 작지만, '21년 KOSPI*의 분기 평균 환산 수익률은 2.6%로 KOSPI의 1%보다 높은 수준

- 삼성전자 주가 흐름은 부진하였지만, KOSPI*는 과거 정도의 성과를 나타내고 있다고 평가 가능

경기 국면별 수익률



주) 경기 국면의 구분은 『경제 및 자본시장 전망(2018년 하반기)』 참고, 경기가 반등하는 저점 국면 직전(침체 국면 후기) 부터 주식시장은 상승세로 전환

주 : 1) 분기 수익률의 국면별 평균(2001~2019년), KOSPI*는 삼성전자를 제외하여 산출한 가상지수

2) 2021년은 1~10월까지 수익률을 분기 수익률로 환산

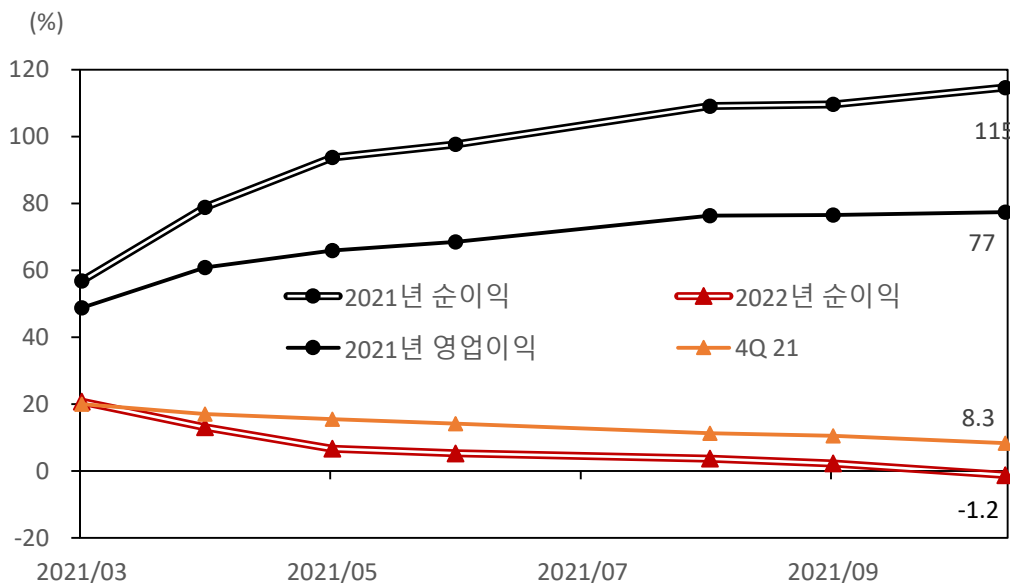
자료: DataGuide, 자본시장연구원

2021년 국내 주식시장 동향

○ KOSPI지수 구성 기업들의 '21년 이익 전망치는 상반기중 크게 상향되었지만, 하반기부터 정체된 흐름

- › '21년 이익은 크게 증가하였지만, 상대적으로 '22년 이익 증가율 전망은 하향 추세
 - '21년 1~3분기 KOSPI 구성 기업들의 순이익은 크게 증가(금융업을 제외하고 전년동기대비 +166%)
 - 코로나19 감염 확산으로 인한 피해가 적고, 글로벌 공급망 혼란으로 인한 반사이익도 있었지만, 향후 추가적인 실적 개선에 대한 우려가 존재

KOSPI지수 구성 기업들의 이익 증가율(전년대비) 전망 변화 추이



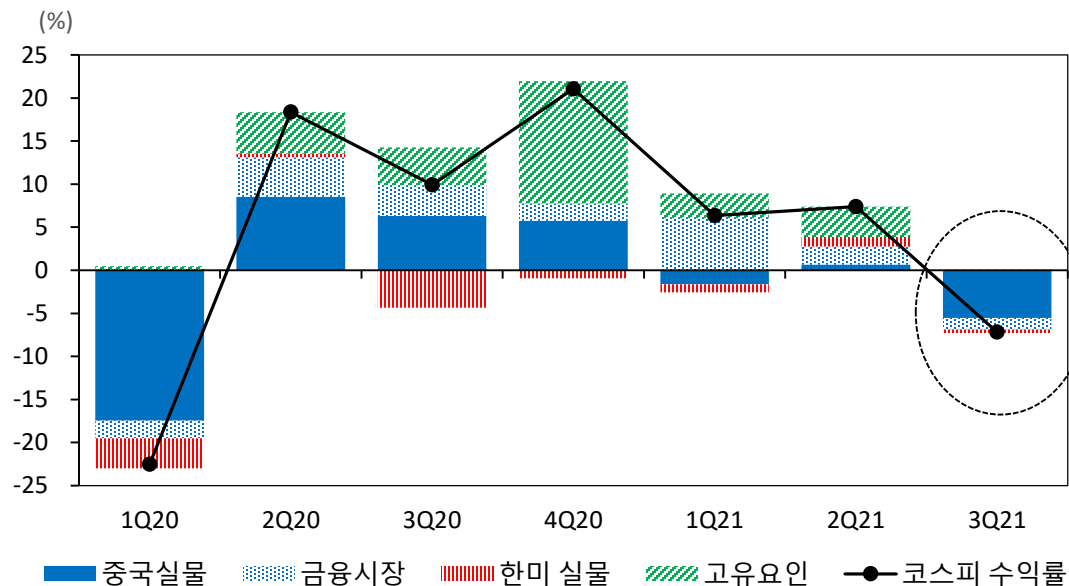
주 : 가로축은 전망 시기
자료: Data-Guide

2021년 KOSPI지수 수익률 요인분석

- 중국 경기의 둔화는 '21년 3분기 KOSPI지수 하락의 주요 요인으로 추정되며 금융시장 요인도 KOSPI지수 하락에 일부 영향

- › 코로나19 이후 KOSPI지수 반등시기에 상승 요인으로 작용했던 KOSPI지수 '고유요인'은 '21년 3분기에는 제로(0) 수준

2020~2021년 KOSPI지수 수익률에 대한 역사적 요인 분석



주) '고유요인'은 실물경제 및 금융시장 요인을 제외한 KOSPI지수 고유의 여건(예를 들면, 국내 코로나19 상황, 개인투자자 수급 등)을 반영(그래프에서 초록색 빗금). VAR 모형은 『경제 및 자본시장 전망(2020년 하반기)』, 장근혁·노산하(2020) 참고

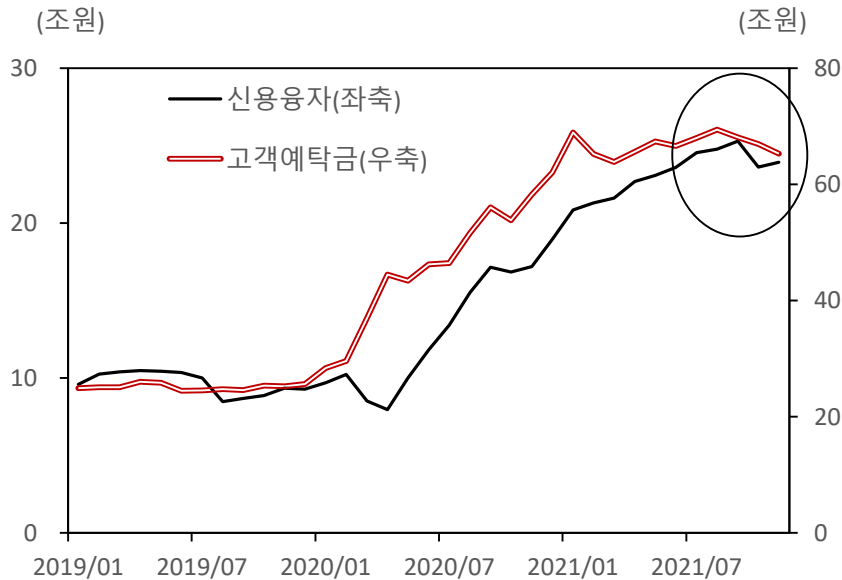
- 주 : 1) 실물경기요인과 금융시장 요인들을 사용한 VAR 모형을 적용
 2) 실물경기요인으로 각국의 CAI(Current Activity Indicator)를 사용
 3) 금융시장 요인은 미국 S&P500수익률과 코스피 시장 외국인순매수 금액 사용
 4) VAR 모형은 『경제 및 자본시장 전망(2020년 하반기)』, 장근혁·노산하(2020) 참고

자료: Bloomberg, Data-Guide, 자본시장연구원

2021년 KOSPI지수 수익률 요인분석

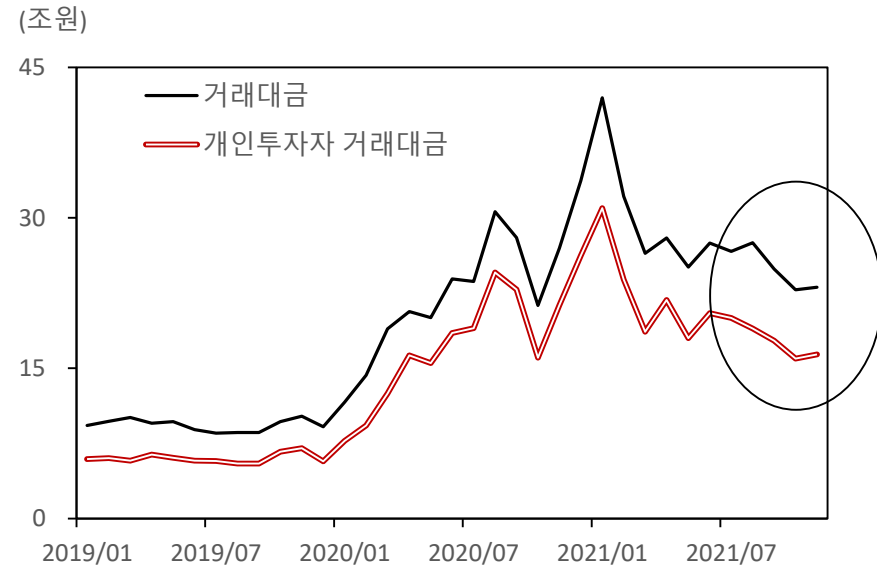
- 고유 요인이라고 볼 수 있는 개인투자자들의 참여도나 주식시장의 역동성도 하반기에 정체
 - 신용융자 및 고객예탁금 규모가 정체되고, 주식시장 거래대금도 크게 감소
- 하반기부터 재개된 달러강세도 KOSPI지수 수익률에 부정적인 영향

국내 주식시장 신용융자와 고객예탁금 추이



주 : KOSPI와 KOSDAQ 시장 합산
자료 : DataGuide

국내 주식시장 거래대금 추이



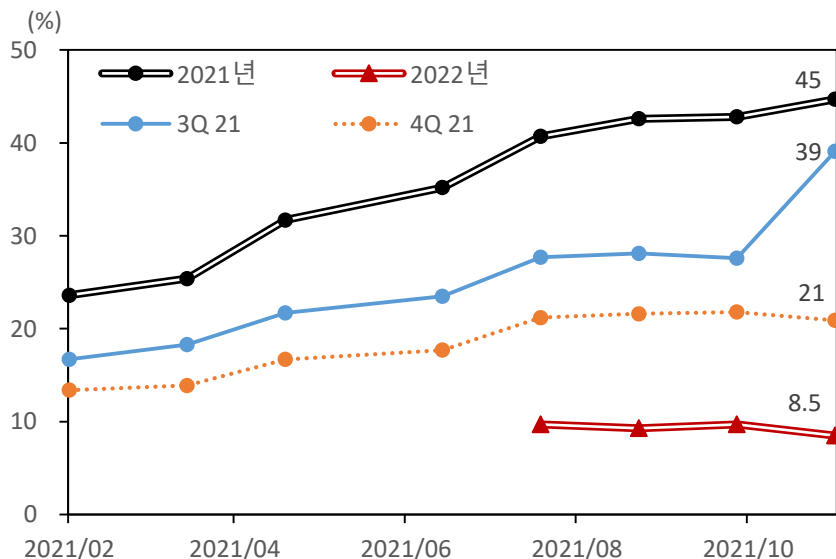
주 : KOSPI와 KOSDAQ 시장 합산
자료 : DataGuide

2021년 미국 주식시장 동향

○ 미국 금리 상승과 통화정책 정상화 우려에도 S&P500지수는 양호한 기업 실적과 경제 정상화 기대로 '21년에도 꾸준히 상승세를 유지

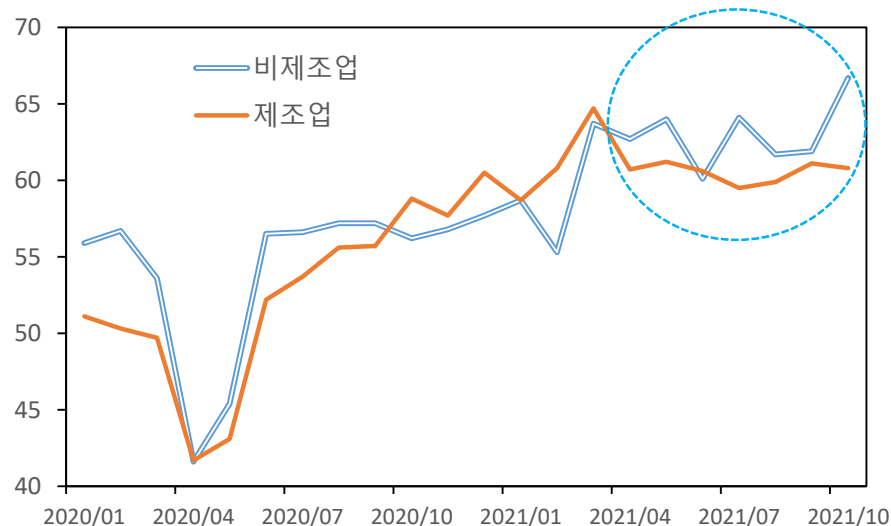
- › S&P500지수 구성 기업들의 '21년 3분기 순이익은 당초 예상보다 크게 증가(전년동기대비 39%) 하였으며 '22년 이익 증가율 전망도 8%대를 유지
- › 공급망 병목으로 인해 제조업PMI는 정체되었지만, 비제조업(서비스업)PMI는 높은 수준을 유지하며 주식시장에 긍정적으로 작용

S&P500지수 구성 기업들의 순이익 증가율 전망 추이



주 : 전년 동기대비 이익 증가율, 가로축은 전망 시기
자료: Factset Earning Insight

미국 ISM PMI 추이

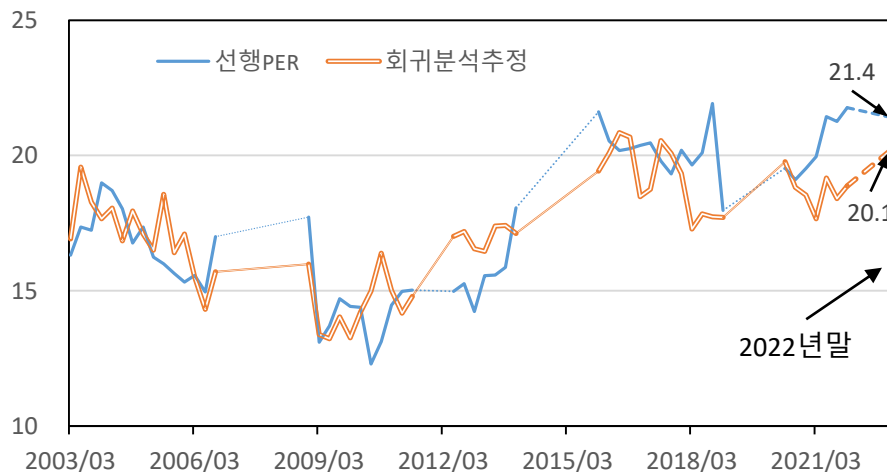


자료: Bloomberg

미국 주식시장 2021년 전망

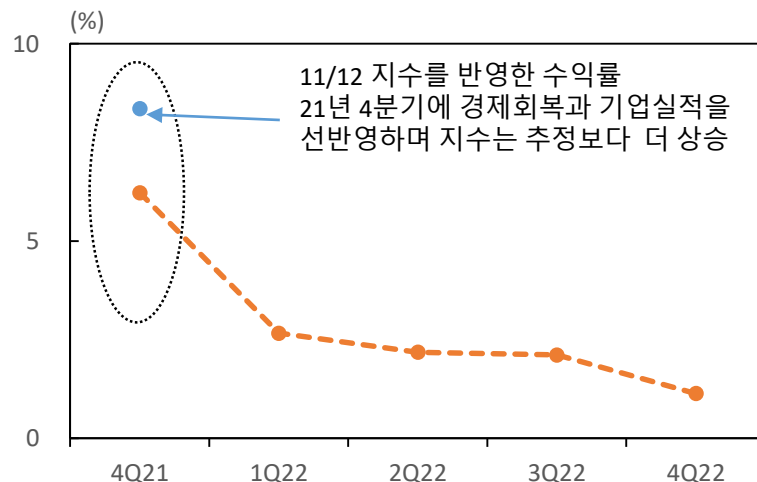
- '22년 미국 경기는 확장 국면을 이어가며 기업 이익의 증가가 예상되는 가운데, 미국 주식 시장은 상승세를 유지할 전망(연말 S&P500지수 4,800~5,100pt)
 - ▶ 미국 물가 및 금리가 점차 안정되고 공급망 병목 현상도 점차 해소될 것으로 예상(Box2, 이슈1,2)
 - ▶ 주식시장의 위험요인으로 높은 밸류에이션(PER)이 지적되었지만(FED(2021)), 양호한 기업 실적 및 경제성장률과 함께 안정된 금리는 주식시장에 우호적인 상황으로 예상
 - 예상 주가 및 EPS를 반영한 선행PER는 21.4 (실질금리, 기대물가, 성장률, VIX로 선행PER를 추정하면 20.1)

선행PER와 추정값 비교
(1년 후 실현 EPS가 증가했던 시기만을 반영)



주 : 1) 종속변수로 1/선행PER, 설명변수로 실질금리, 기대물가, 성장률(잠재, 평균 성장률), VIX 등을 사용하여 회귀분석
2) 현재 상황을 반영하기 위하여 실제 1년 후의 EPS가 증가했던 분기만을 사용
자료: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>, S&P, Bloomberg, 자본시장연구원

2021년 성장률을 반영한 S&P500 수익률 추정

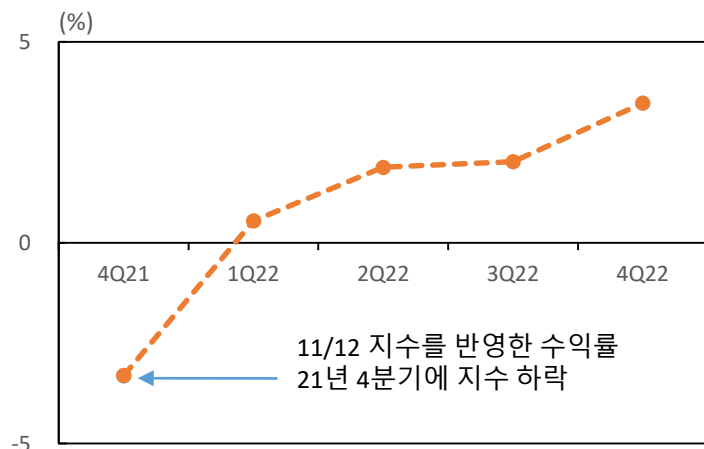


주 : 1) VAR 모형 사용하여 10월부터 forecasting
2) 미국, 중국, 한국의 실물경제 전망치를 반영
3) 『경제 및 자본시장 전망(2020년 하반기)』 및 장근혁·노산하(2020) 참고
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

2022년 국내 주식시장 전망

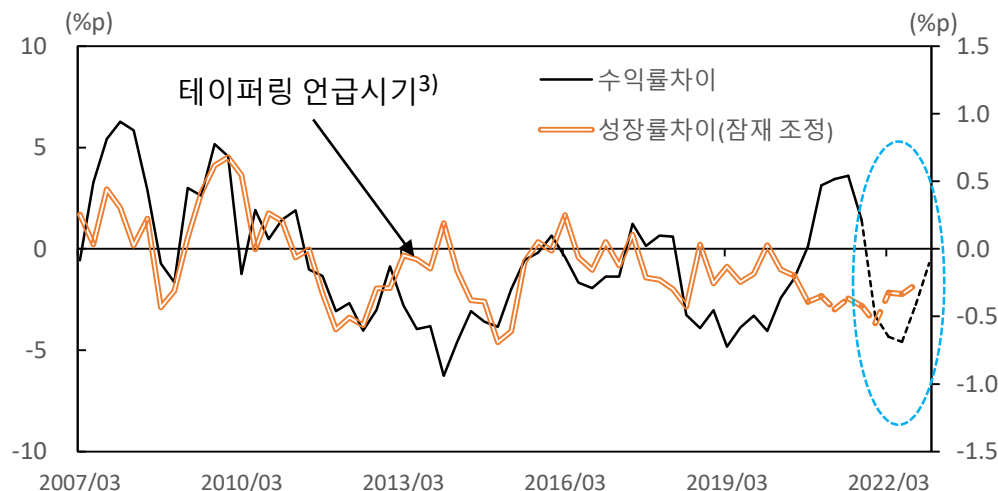
- '22년 국내 경기는 확장 국면을 이어가며 KOSPI지수도 상승할 전망(연말 3,050~3,350pt)
 - ▶ '22년 미국 물가 및 금리가 점차 안정되고, 공급망 병목 현상도 점차 해소될 것으로 예상되며, KOSPI지수는 '21년 하반기 조정을 거치고 점차 반등할 것으로 전망(Box2, 이슈1, 이슈2 참고)
 - ▶ 중국 경기둔화 우려는 상당부분 시장에 반영되었으며, 크게 악화될 가능성은 적을 것으로 예상 (Box3 참고)

2022년 성장률을 반영한 KOSPI지수 수익률 추정



주 : 1) VAR 모형 사용하여 2021년 4분기부터 forecasting
 2) 미국, 중국, 한국의 실물경제 전망치를 반영
 3) 『경제 및 자본시장 전망(2020년 하반기)』 및 장근혁·노산하(2020) 참고
 자료: Bloomberg, Data-Guide, 자본시장연구원

KOSPI의 S&P500 대비 초과수익률¹⁾과 한미 성장률²⁾ 차이



주 : 1) 분기 수익률을 4분기 이동평균이며 각국의CPI로 조정하여 실질 수익률로 환산,
 2) 분기 성장률의 4분기 이동평균이며 각국의 잠재성장률로 조정, 1분기 후행, 2020년 2분기 GDP를 1, 3분기 평균으로 smoothing하여 성장률을 산출,
 3) 버냉키 미연준 의장이 테이퍼링을 언급하면서 금융시장이 불안했던 시기, 그래프에서 점선은 전망치를 반영
 자료: Bloomberg, Datastream, 자본시장연구원

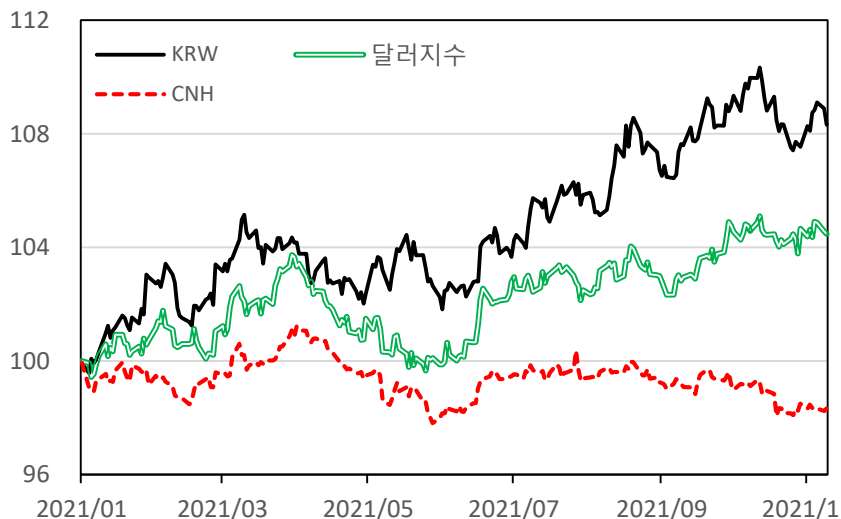
2021년 원달러 환율 동향

○ '21년 원달러 환율은 달러강세 시기에 상승하면서 주요 통화 대비 약세

- › 3분기중 달러강세 재개와 함께 원달러 환율은 1,190원대까지 상승
- › '21년 원달러 환율은 위안화(CNH) 환율과도 디커플링 되면서 주요 통화대비 약세를 시현
 - 미국의 긴축시기 중 금융시장 안정을 위한 중국의 위안화 환율 관리 영향도 있을 것으로 추정

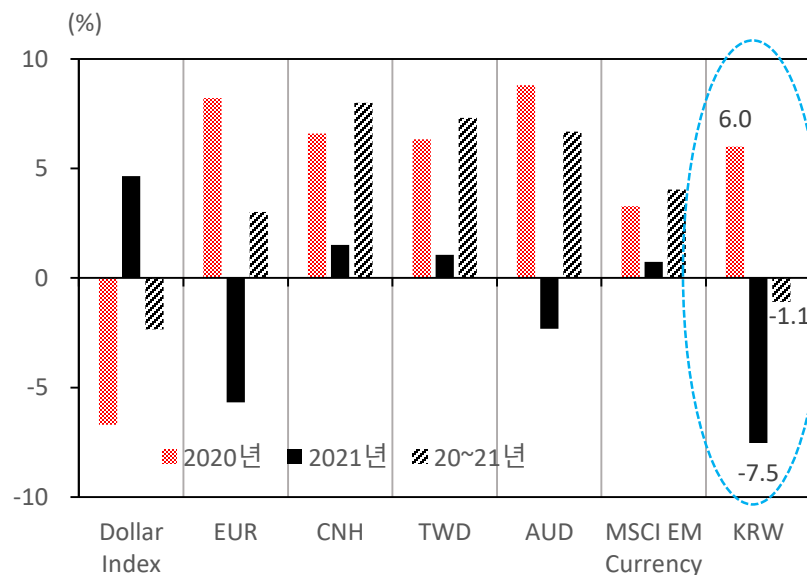
2021년 원달러 환율추이

(2020년12월말 = 100)



주 : 2020년말 값을 100으로 표준화
자료: Bloomberg

2021년 주요 통화 절상률

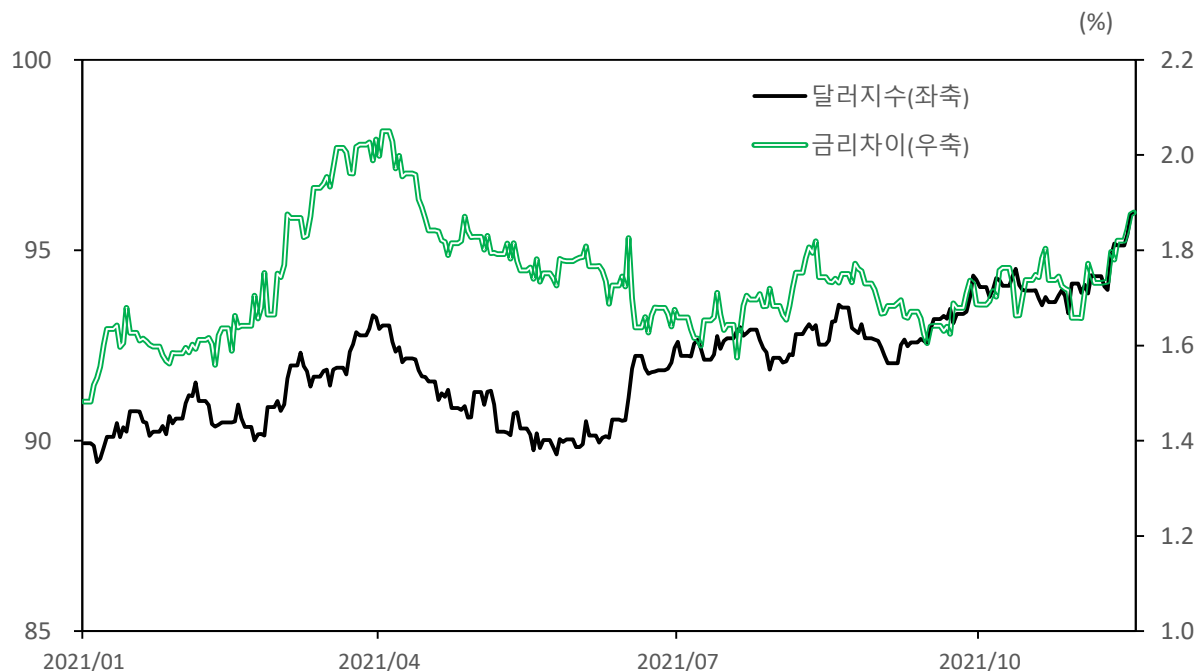


주 : 2021년은 10월29일 환율 기준, 음수는 해당통화 약세를 의미
자료: Bloomberg

2021년 달러지수 동향

- '21년 주요국 대비 미국의 경제회복과 금리 상승이 빨라지면서 달러강세 흐름이 지속
 - ▶ 최근 통화정책 전망에 따라 미국·독일 간 금리(10년 국채) 차이가 확대되면서 달러지수가 상승
 - 미국은 경제가 개선되고 테이퍼링 등 긴축을 준비하는 단계인 반면, 유럽 등 다른 선진국들은 경제회복의 지연으로 인해 완화적 통화정책을 유지
 - 달러강세가 지속되면서 달러지수가 96까지 상승

2021년 달러지수과 미국·독일 간 금리 차이



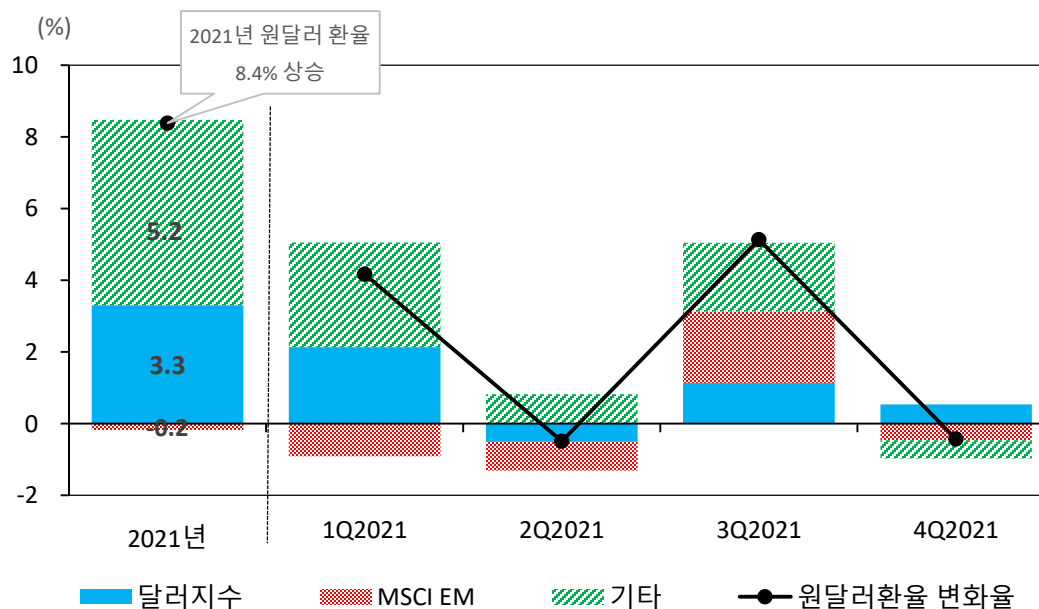
주 : 금리차이는 10년 만기 미국국채금리 - 독일국채금리
자료: Bloomberg

2021년 원달러 환율 변화 요인

- '21년 원달러 환율 변화요인을 분석해 보면, 달러지수(+3.3%)나 MSCI EM(-0.2%) 외에 기타요인(+5.2%)의 비중이 증가

주) 원달러 환율을 종속변수로, 달러지수와 MSCI EM지수를 설명변수로 설정하고 회귀분석을 시행하여(2011년~2021년, 분기 변화율 이용), 2021년 원달러 환율 변화요인을 분해하였으며, 기타요인은 회귀분석의 잔차항을 의미

2021년 원달러 환율 변화에 대한 요인

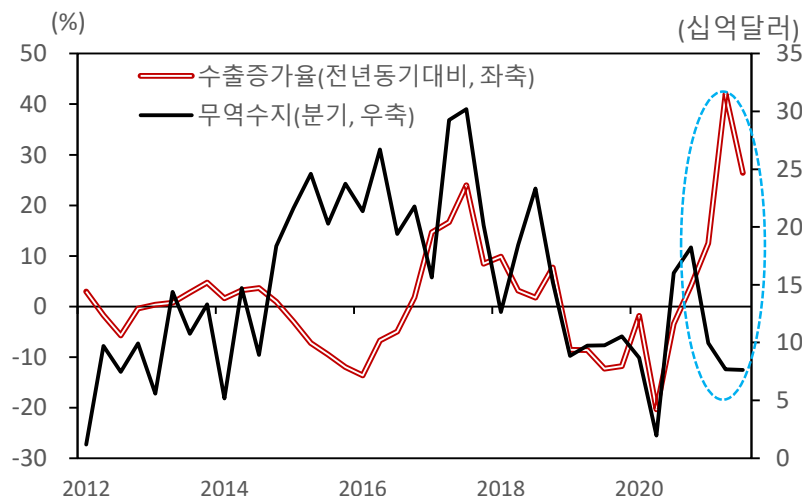


주 : 4분기는 11월12일 종가 반영
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

2021년 원달러 환율 변화 요인

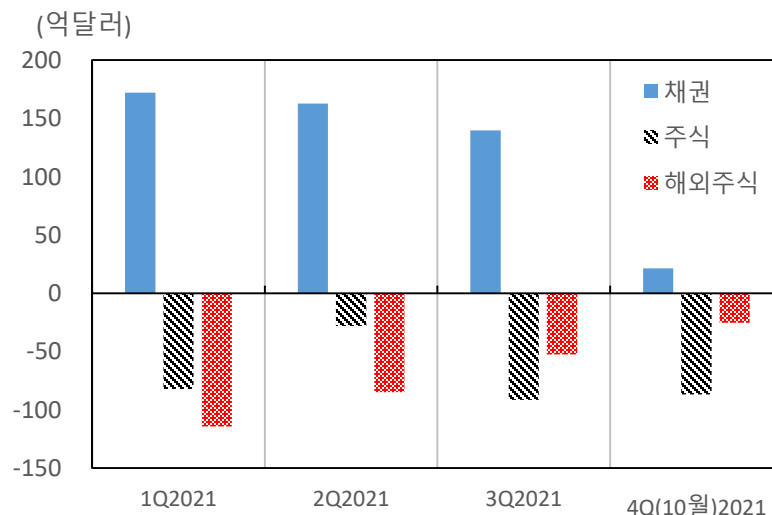
- '21년 수출 증가는 꾸준하지만, 원자재(원유)가격 상승 등으로 인한 수입도 증가하면서 무역수지 흑자폭은 감소
- 외국인 주식 매도나 국내 투자자의 해외자산(해외주식 등) 투자 증가도 기타요인에 영향을 주었을 것으로 추정
 - ▶ 외국인의 국내 채권매수는 꾸준히 유지되고 있지만, 외국인 채권자금은 원달러 환율(또는 기타요인)과 상관성이 낮음

수출증가율과 무역수지 추이



주 : 무역수지는 분기별 수출에서 수입을 차감 (통관기준)
자료: 한국은행

2021년 국내 증권자금 유출입



주 : 주식, 채권은 외국인 순매수 금액, 해외주식은 국내 투자자의 해외주식 순매수 금액,으로 순매수를 음(-)의 방향으로 표시, 월평균 환율로 달러로 환산,
자료: 금융감독원, Data-Guide, 예탁결제원

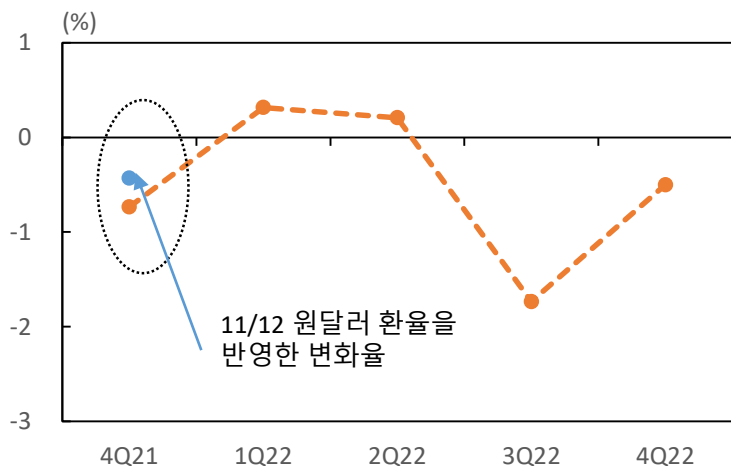
2022년 원달러 환율 전망

- 원달러 환율은 달러강세로 인해 '22년 상반기까지 높은 수준에 머물겠지만, 지속적인 수출 증가와 국내 성장세 개선 영향으로 하반기부터 하향 안정화 전망

› '22년말 원달러 환율은 1,160원(하반기 범위 1,140원~1,180원) 수준 전망

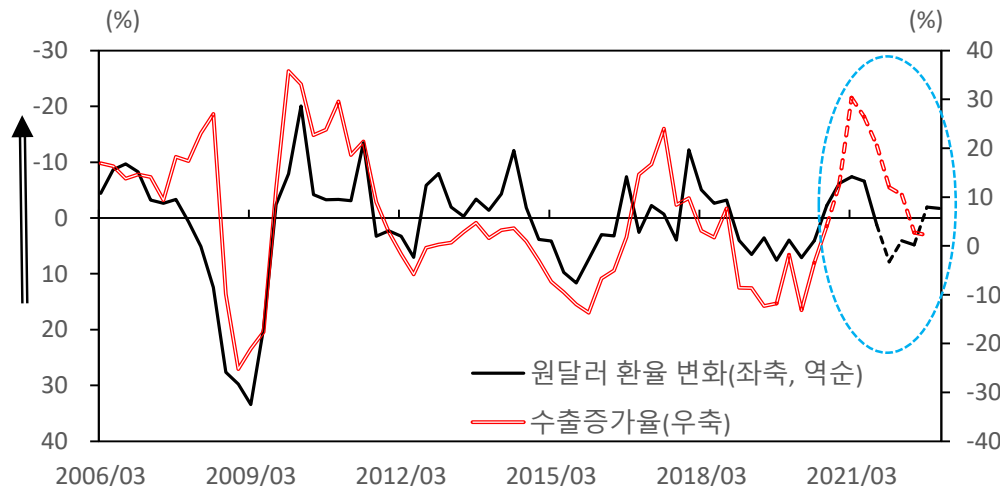
- 상반기까지 달러지수에 따라 원달러 환율은 높은 수준을 유지할 것으로 예상 (달러지수가 97을 넘으면 1200원대까지 상승 가능)
- 하반기부터 미국 물가 및 금리가 안정되고, 달러지수는 점차 하락할 것으로 예상

2022년 성장률을 반영한 원달러 환율 변화율 추정



주 : 1) VAR 모형 사용하여 2021년 4분기부터 forecasting, 달러지수와 함께 중국, 한국의 실물경제 전망치를 반영
2) 『경제 및 자본시장 전망(2020년 하반기)』 참고
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

원달러 환율 변화와 수출 증가율 추이



주 : 1) 전년대비 원달러 환율 변화율
2) 전년동기대비 증가율(1분기 후행), 2020년 2분기 수출은 1, 2분기 평균으로 반영 (smoothing)
점선은 전망치를 반영하여 표시, 화살표는 원화 강세 방향을 표시,
자료: Bloomberg, 한국은행, 자본시장연구원

주식시장 및 원달러 환율 전망 위험요인

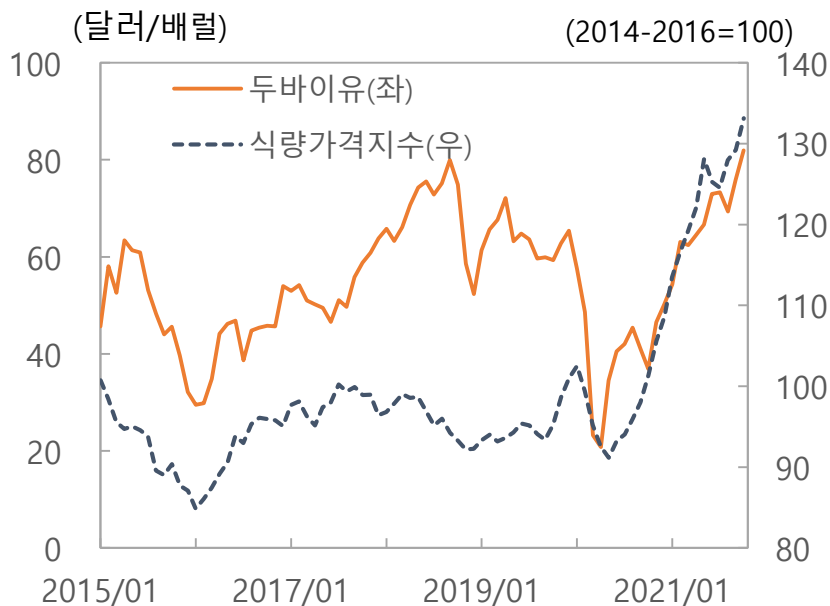
- 인플레이션 위험 증가에 따른 미 연준의 빠른 긴축은 달러지수 상승 및 위험회피 강화로 연결되며 주식시장 조정 및 원달러 환율 상승 요인으로 작용
- 미·중 갈등 심화는 양 국가에 대한 의존도가 큰 국내 경제 경제 및 주식시장에 부정적인 영향을 끼치며, 원달러 환율 상승 요인으로 작용
- 코로나19 상황 악화나 공급망 병목 현상이 지속되면서 국내 또는 글로벌 경제 회복이 지연된다면, 국내 주식시장 조정 또는 원달러 환율 상승 요인으로 작용
 - › 원자재 가격 상승이나 각종 비용 증가도 국내 경제에 부정적인 영향

4. 이슈 분석

이슈-1: 최근 글로벌 인플레이션 여건과 평가

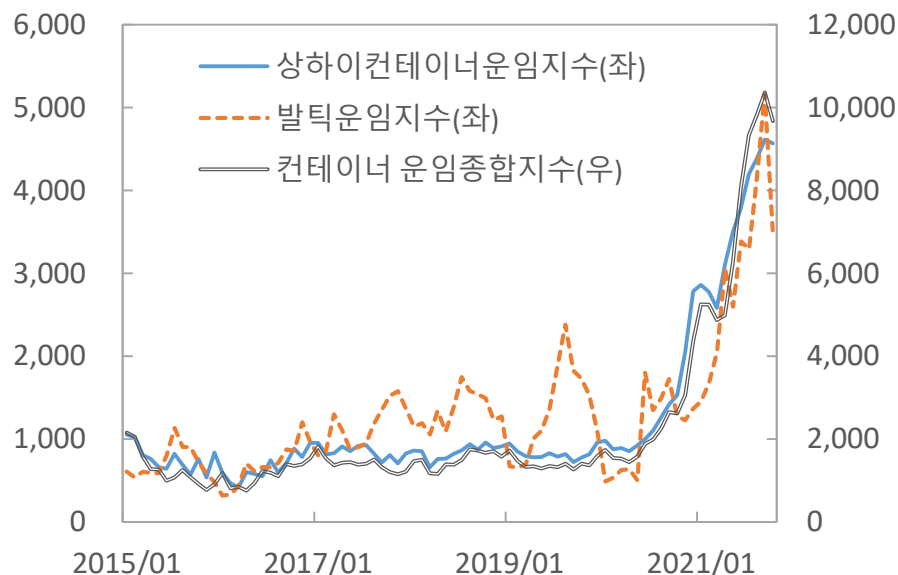
- 각국의 수요 회복·생산 차질·물류 적체가 맞물려 국제원자재 가격 및 해운 운임이 크게 증가
 - › (국제 유가) 수요 증가가 상승세를 견인하는 가운데 생산량 조정 및 자연재해 등 공급 측면의 영향
 - › (국제 식품가격) 물류 적체, 주요 생산국의 기상 악화 등으로 곡물 가격을 중심으로 상승
 - › (해운 운임) 글로벌 물동량이 증가한 상황에서 운송 지연 등이 겹치면서 외항화물 운임이 크게 증가

국제 유가 및 식량가격 지수



자료: Bloomberg, FAO

해운 운임 지수



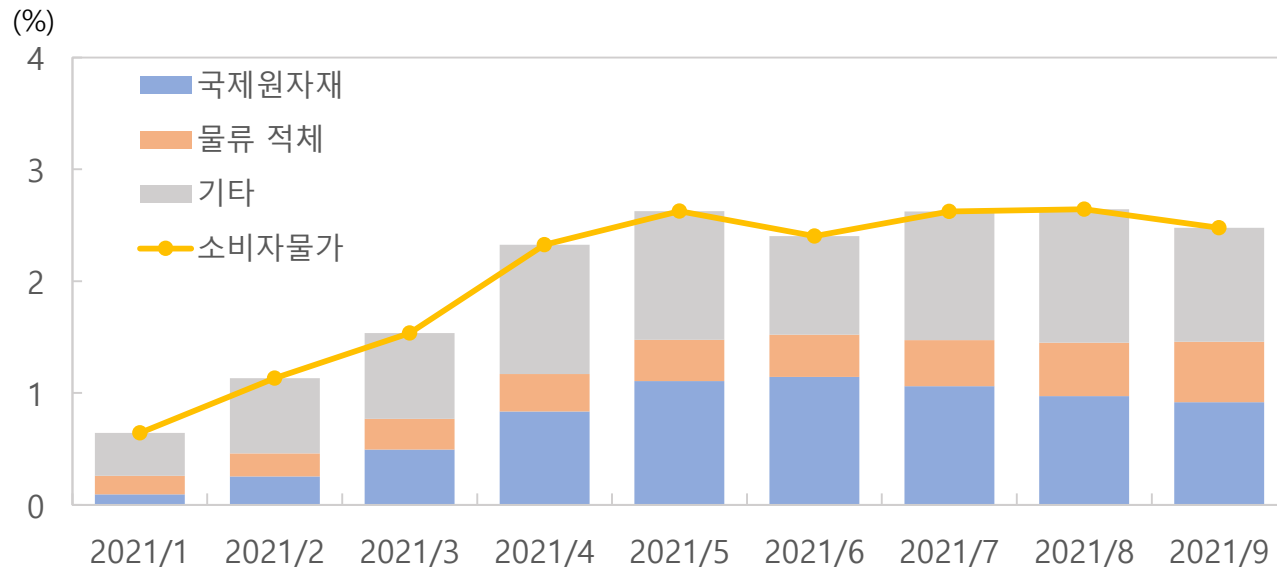
자료: Bloomberg

이슈-1: 최근 글로벌 인플레이션 여건과 평가

○ 글로벌 인플레이션이 국내로 파급되면서 소비자물가 상승에 상당 부분 영향

- › 원재료비와 연료비 등 생산비 상승을 통해 교역재와 비교역재 가격에 모두 광범위하게 파급
- › 소비자물가 상승률에 대한 국제원자재 가격과 글로벌 물류 적체의 기여도('21.1~3분기중 평균)는 각각 0.8%p 및 0.4%p

국제원자재 및 글로벌 물류 적체의 소비자물가 상승률에 대한 기여도



자료: 자본시장연구원

이슈-1: 최근 글로벌 인플레이션 여건과 평가

○ 향후 글로벌 물가 여건은 주요국의 공급 능력이 회복되면서 점차 개선될 것으로 전망

- › (원유, 금속) 유가는 금년 4분기를 정점으로 낮아지는 한편, 주요 금속가격도 대체로 하락할 것으로 전망
- › (국제곡물 가격) 예년 수준의 기상조건이 회복될 경우 어느 정도 안정될 것으로 예상
- › (시스템 반도체) 공급 부족이 지속될 가능성이 높지만, 인플레이션에 미치는 영향은 제한적
 - 예상 가격 인상폭(10~20%, TSMC 기준) 감안 시 물가에 미치는 영향은 미미한 수준

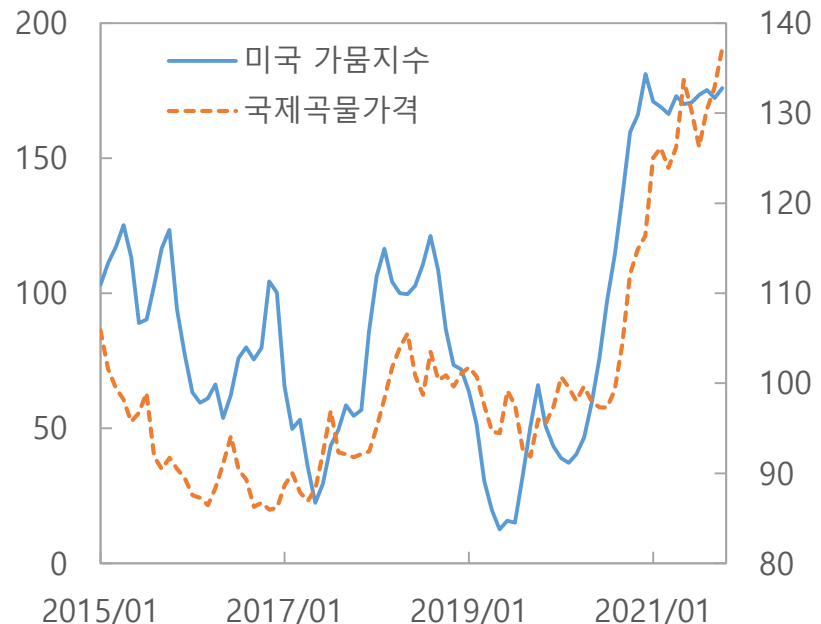
국제유가, 주요 금속가격 전망

유가(브렌트유, 달러/배럴)					
	21.4/4	2022			
		1/4	2/4	3/4	4/4
CE	75	71	68	64	60
EIA	81	78	73	70	67

2022년 주요 금속가격 상승률(%)			
	동	철광석	니켈
CE	-11.8	-40.0	—
WB	-5.4	-21.2	-4.1

주 : CE의 금속가격 상승률은 4분기 대비 기준
 자료: World Bank(WB), EIA, Capital Economics(CE)

미국 가뭄지수와 국제곡물 가격

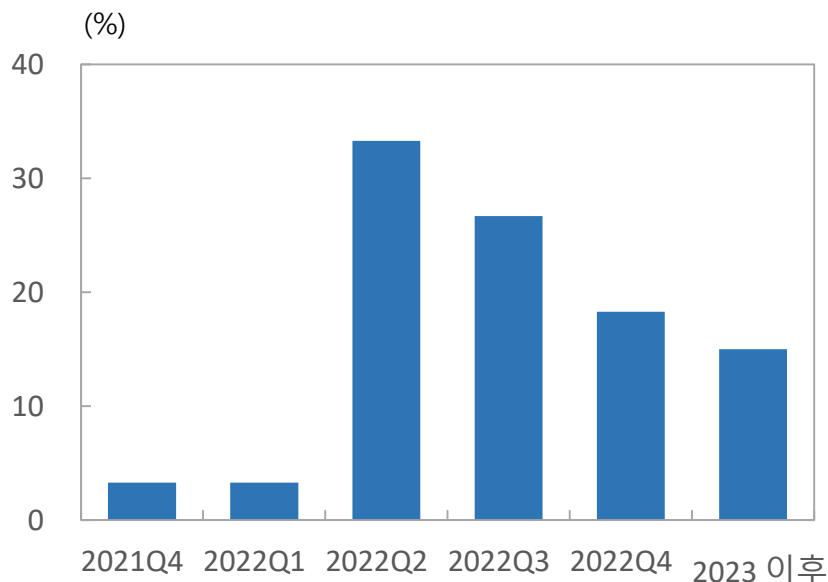


자료: U.S. National Drought Mitigation Center, FAO

이슈-1: 최근 글로벌 인플레이션 여건과 평가

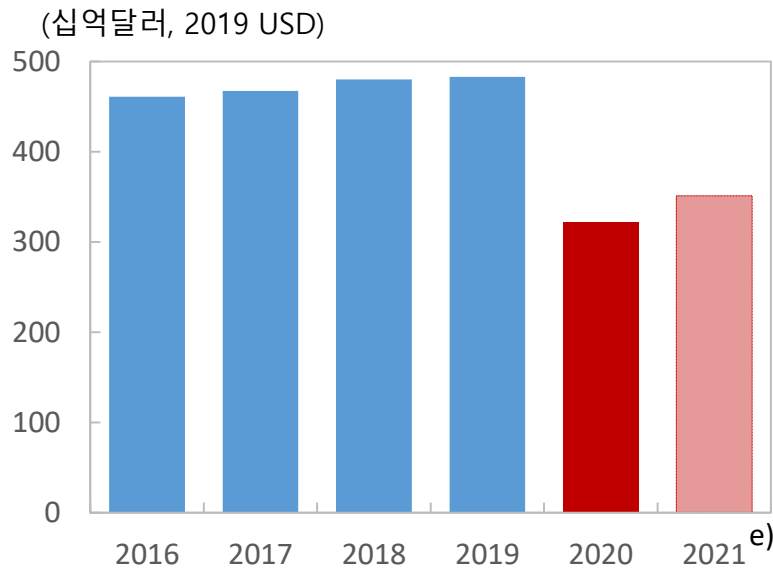
- 다만, 단기적으로는 글로벌 공급망의 취약성이 여전히 높다는 점이 리스크 요인
 - › 생산 능력이 아직 완전히 회복되지 못한 상황, 연말·연초 소매판매 증가로 물류 적체가 누증될 소지
 - **(글로벌 공급망)** '22년 하반기에 이르러 어느 정도 회복될 것으로 전망
 - › 부정적 공급 충격 발생 시 생산 확대와 적시 공급을 통해 완충할 수 있는 여력이 부족
 - **(원유)** 투자 감소로 공급 여력이 축소되어 한파·재난 발생 시 국제유가가 큰 폭으로 상승할 가능성
- 인플레이션 압력이 점차 완화될 전망이지만 상방 리스크에 대해 높은 경계감 유지 필요

글로벌 공급망 회복 예상 시기



자료: Wall Street Journal Economic Forecasting

석유류 생산(upstream) 투자

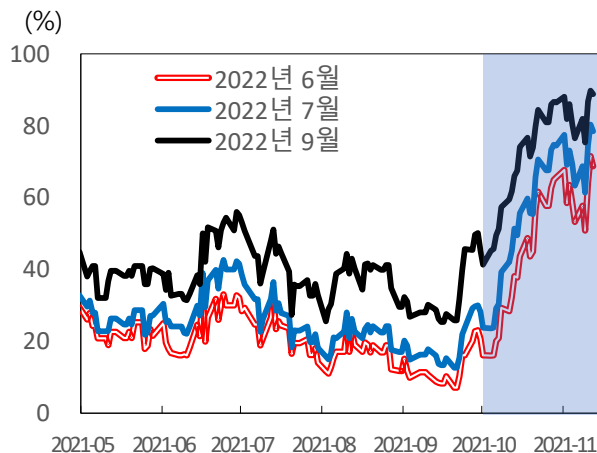


자료: IEA

이슈-2: 경제여건 및 수급요인에 기초한 금리 상승 가능성 평가 (연준의 정책금리 인상기대 강화)

- 물가 오름세가 가팔라짐에 따라 시장은 연준이 정책금리 인상 시기를 앞당길 것으로 예상
 - ▶ 높은 물가상승세가 금리인상 기대를 강화시키는 요인으로 작용
- 단기 기대인플레이션이 크게 상승한 데 반해 장기 기대인플레이션은 상대적으로 잘 안착되어(anchored) 있는 것으로 판단

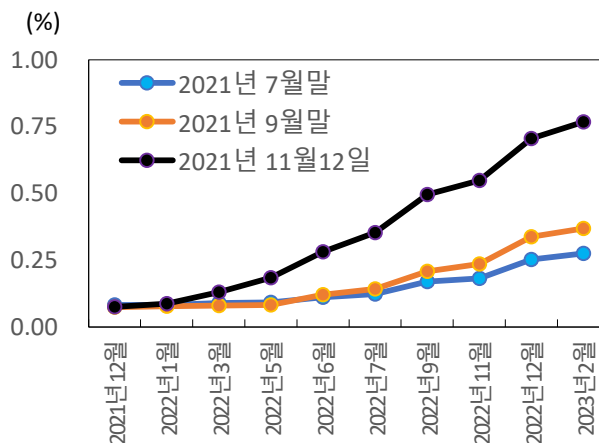
시장에 반영된 정책금리 인상 확률



주 : 2022년 각 FOMC 회의 시점에서 기준금리가 현재 수준(0.0~0.25%) 보다 높을 확률, 음영으로 표시된 영역은 2021년 10월 이후 기간

자료: CME Group

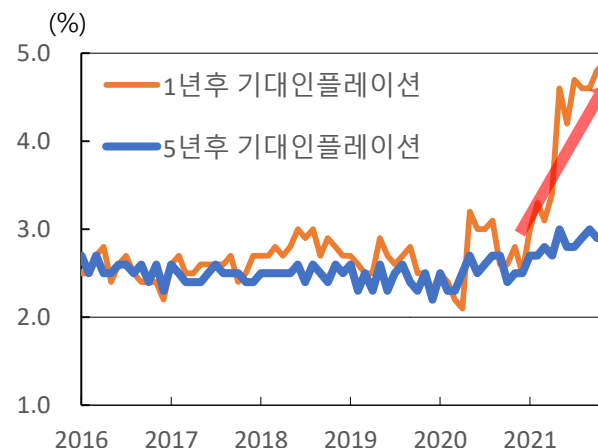
미국 정책금리 기대경로



주 : 각 시점별 연방기금금리 선물에 반영된 정책금리 기대경로

자료: Bloomberg

일반인 기대인플레이션

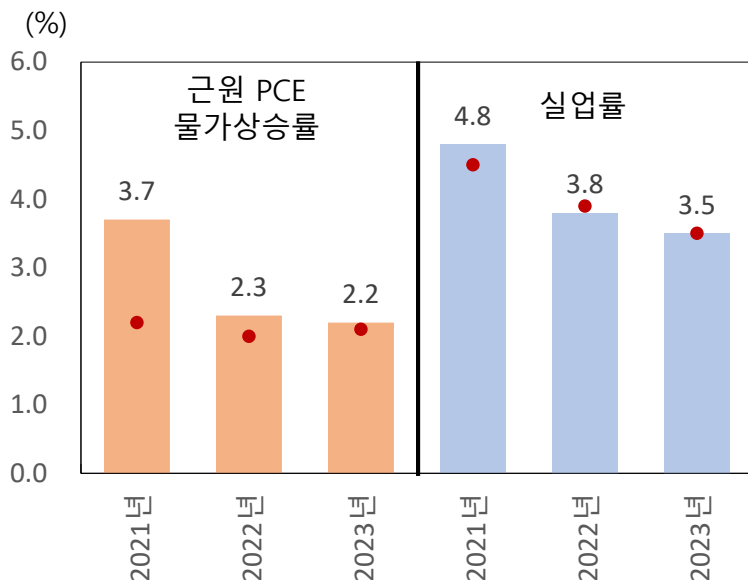


자료: Surveys of Consumers, University of Michigan

이슈-2: 경제여건 및 수급요인에 기초한 금리 상승 가능성 평가 (연준의 정책금리 인상기대 강화)

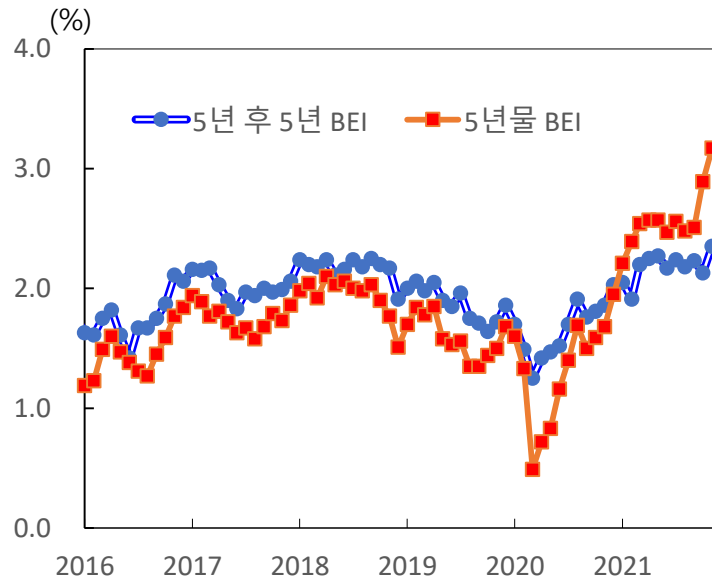
- 연준은 인플레이션에 대한 우려가 과도한 금리인상 기대로 이어지지 않도록 노력
 - 최근 높은 인플레이션이 일시적 요인에 기인한다는 메시지를 지속적으로 전달
 - 이를 통해 시장금리 및 기대인플레이션의 상승을 억제
- 채권시장 참가자들 역시 단기적인 인플레이션 압력이 커지고 있으나 장기적으로는 물가가 안정될 것으로 예상

연준의 경제지표 전망



주 : 빨간색 점은 2021년 3월 전망치, 막대그래프는 2021년 9월 전망치
자료: Fed

채권 금리에 반영된 기대인플레이션

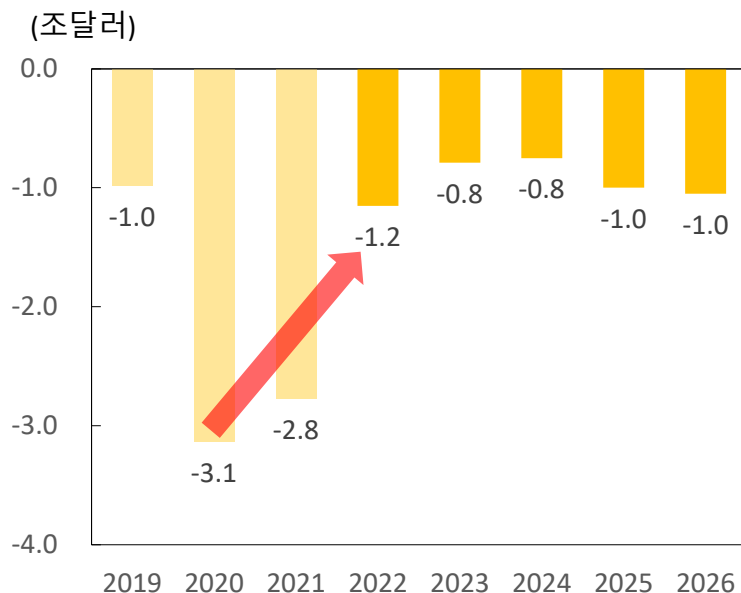


자료: FRED

이슈-2: 경제여건 및 수급요인에 기초한 금리 상승 가능성 평가 (미국 채권수급 측면에서의 금리상승 억제요인)

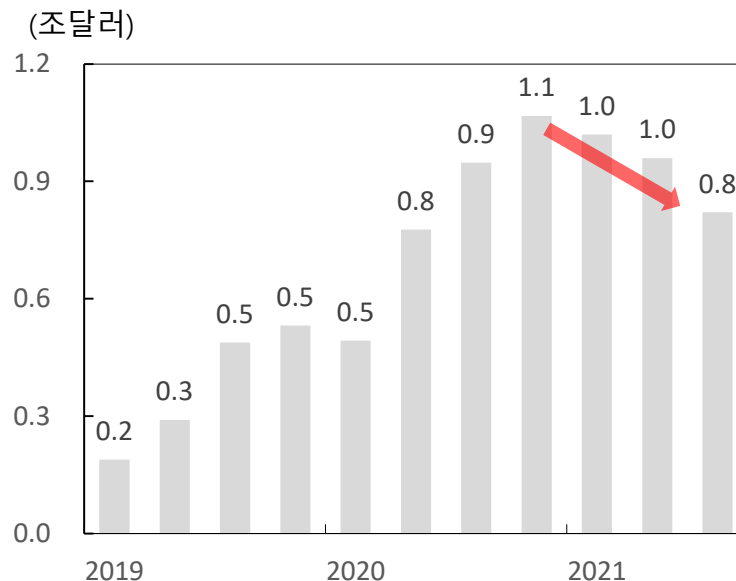
- 국채 및 MBS 발행 감소로 채권공급이 줄어듦 전망
 - ▶ 팬데믹 이후 크게 확대되었던 재정적자 규모가 향후 큰 폭으로 축소될 예정
 - ▶ 미 재무부는 이표채를 중심으로 국채발행을 점진적으로 축소할 계획
- '20년 발행이 크게 늘었던 MBS도 금리상승 등의 영향으로 발행량이 감소할 전망

미국 재정수지 추이 및 전망



주 : 회계연도 기준, 2022년 이후는 CBO 전망치
자료: FRED, CBO

Agency MBS 발행 추이



주 : CMO 제외 기준
자료: SIFMA

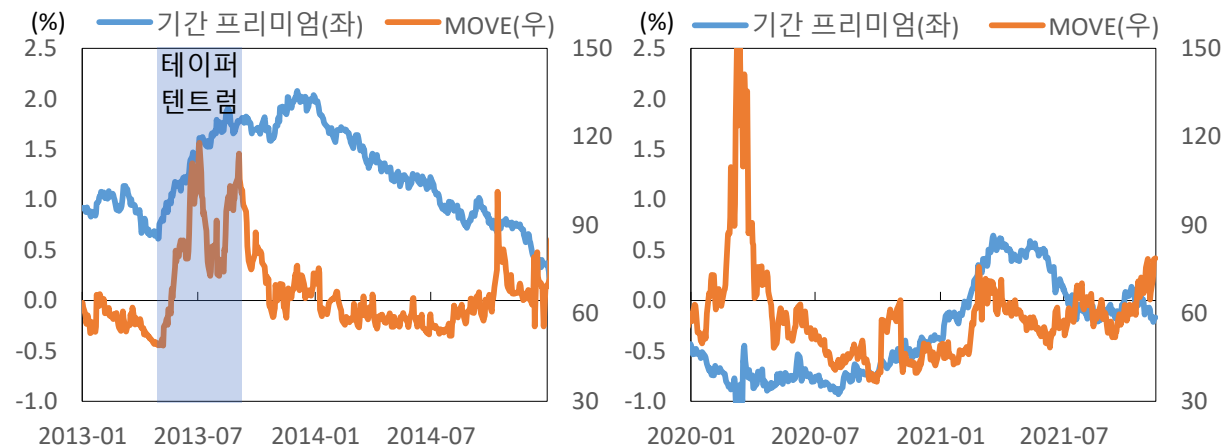
이슈-2: 경제여건 및 수급요인에 기초한 금리 상승 가능성 평가 (미국 채권수급 측면에서의 금리상승 억제요인)

- 레포 제도 도입에 따른 국채투자 유인 확대는 채권수요 강화요인으로 작용할 전망
 - ▶ 지난 7월 연준은 해외 중앙은행 등을 대상으로 하는 FIMA 레포를 상설화하는 한편 국내 금융기관을 대상으로 하는 대기성 레포를 도입
 - ▶ 특히 FIMA 레포는 해외투자자의 국채매도 압력을 크게 완화
 - 해외 중앙은행은 위기 시 미 국채를 매도하는 대신 FIMA 레포를 통해 미 국채를 담보로 달러화 조달이 가능
 - FIMA 레포는 금리상승 억제요인으로 작용할 전망

기간 프리미엄¹⁾ 및 금리 변동성²⁾

(2013년~2014년)

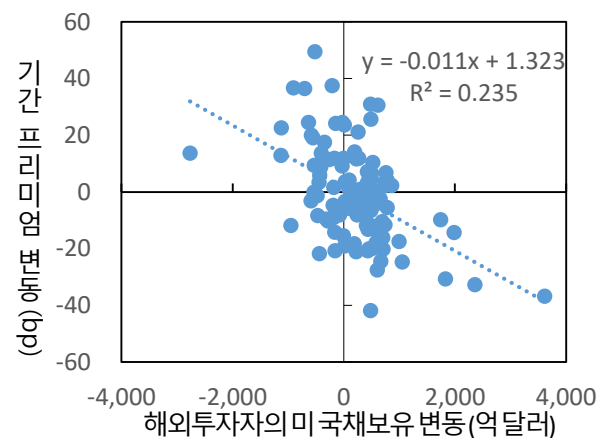
(2020년~2021년 11월)



주 : 1) Adrian et al.(2013) 모형의 기간 프리미엄 추정치를 이용, 국채 10년물 기준
2) MOVE(Merrill Lynch Option Volatility Estimate) 1개월 기준

자료: Federal Reserve Bank of New York, Bloomberg

해외투자자의 미 국채보유규모와 기간 프리미엄



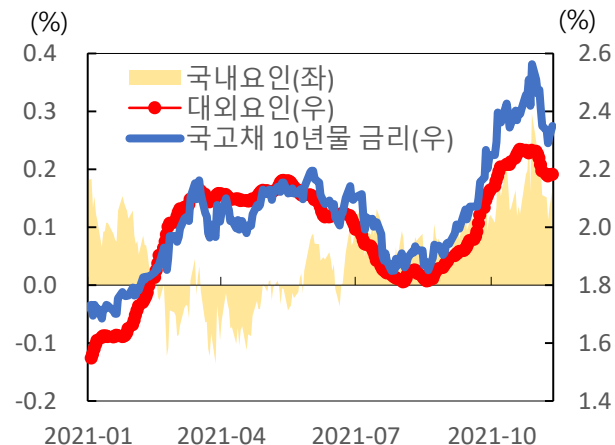
주 : Adrian et al.(2013) 모형의 기간 프리미엄 추정치를 이용, 국채 10년물 기준

자료: US Department of the Treasury, Federal Reserve Bank of New York

이슈-2: 경제여건 및 수급요인에 기초한 금리 상승 가능성 평가 (국내 채권시장 여건 점검)

- 향후 미 국채 금리 상승이 국내금리 상승압력으로 작용하겠으나, 국내요인에 의한 상방 위험 증대에도 유의할 필요
 - › 대내외 금리 동조화로 인해 국고채 금리는 주로 대외금리 움직임에 따라 등락
 - › 올해 6월 들어 한국은행 기준금리 인상기대가 크게 높아짐에 따라 국내요인의 영향이 크게 확대
 - 한편, 채권수요가 약화된 가운데 외국인의 대규모 국채선물 순매도가 금리상승 요인으로 가세

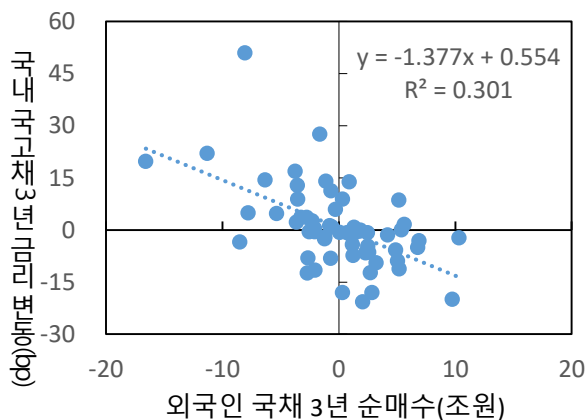
국고채 10년물 금리 변동요인 분해



주: 미국 등 9개 주요국 국채(10년물) 금리로부터 공통요인을 추출한 후 국고채 10년물 금리를 공통요인에 의해 설명되는 부분(대외요인)과 이외의 부분(국내요인)으로 구분
자료: 금융투자협회, Bloomberg, 자본시장연구원

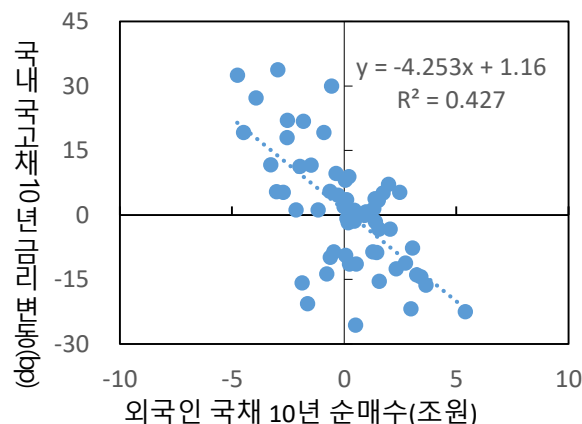
외국인 국채선물 순매수 및 금리 변동

(3년물)



주: 2017년 1월~2021년 10월의 월별 자료
자료: 금융투자협회, 한국거래소

(10년물)

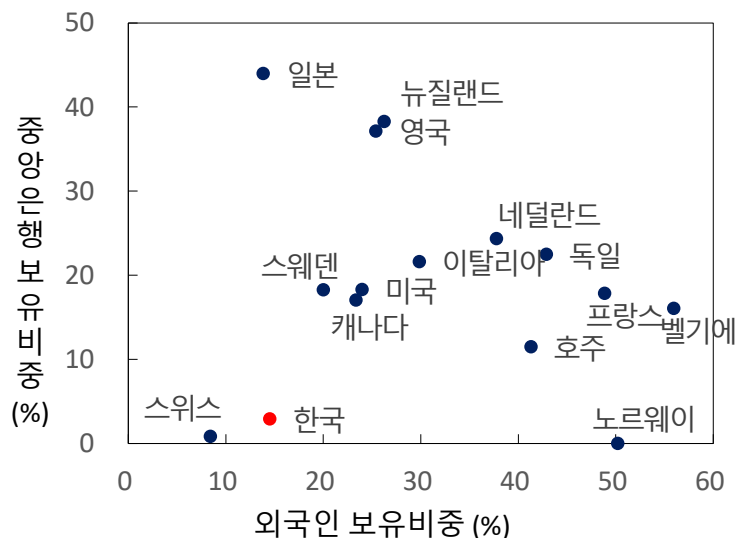


이슈-2: 경제여건 및 수급요인에 기초한 금리 상승 가능성 평가 (국내 채권시장 여건 점검)

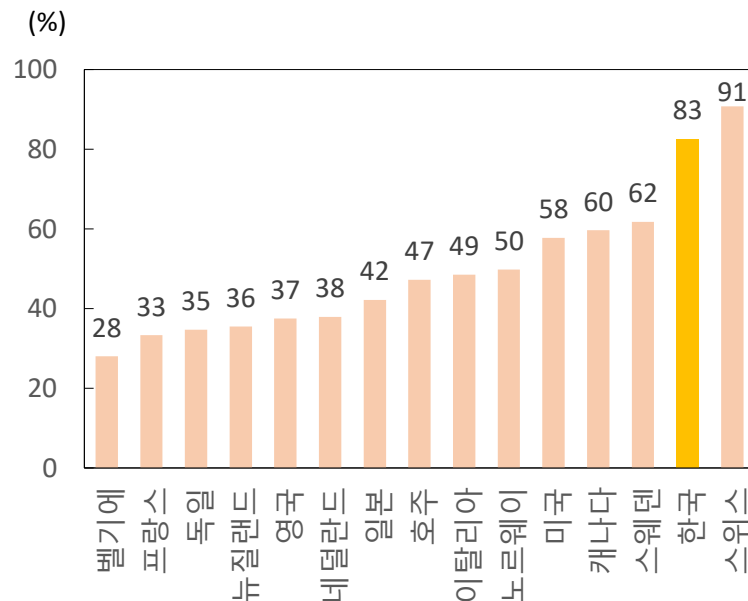
- 주요국에 비해 국내 금융기관의 국채 보유비중이 상대적으로 높은 수준인데, 향후 금리 상승 기조가 이어질 경우 국채발행 소화에 부담으로 작용할 전망
 - 우리나라의 경우 주요국에 비해 중앙은행 및 외국인의 정부부채 보유비중이 크게 낮은 수준
 - 2020년말 기준 한국은행과 외국인의 정부부채 보유비중은 각각 3%, 15%로 주요국 평균을 크게 하회
 - 주요국(미국, 영국 등 14개국 기준) 투자 주체별 정부부채 보유 비중(평균): 자국 중앙은행 21%, 국외부문 32%

투자 주체별 정부부채 보유 비중¹⁾ 국가 간 비교

중앙은행²⁾ 및 국외부문(외국인)의 보유비중



민간부문³⁾의 보유비중



주 : 1) 2020년말 기준
 2) 자국 중앙은행 기준
 3) 자국 민간부문 기준, 비금융법인 및 개인 등을 포함하나 대부분은 은행, 보험사 등 금융기관임
 자료: IMF (Arslanalp and Tsuda (2014)의 방법론을 이용한 추정치)

이슈-2: 경제여건 및 수급요인에 기초한 금리 상승 가능성 평가 (전망 및 평가)

- 미국 금리는 공급측 물가상승 요인이 완화될 때까지 높은 금리 변동성이 지속될 것으로 전망
 - › 높은 물가상승세가 지속될 경우, 연준의 통화정책 정상화 기대가 크게 높아지면서 금리상승 압력이 증대될 가능성
 - › 미국 채권시장 수급 측면에서는 금리상승 억제요인이 우세할 전망
- 국내 금리는 국내 여건 변화에 따른 채권투자 수요 약화 가능성이 상방위험으로 작용할 전망
 - › 향후 국채발행이 추가적으로 늘어나거나 기준금리 인상속도가 빨라질 경우 국내요인에 의한 금리상승 압력이 강화될 전망



감사합니다.