

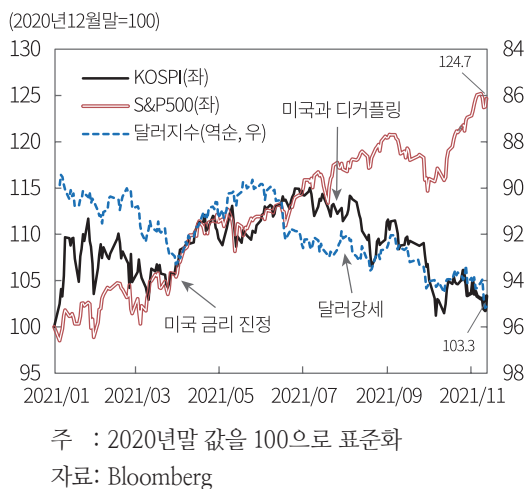
2. 주식시장 전망*

가. 2021년 국내 및 미국 주식시장 동향

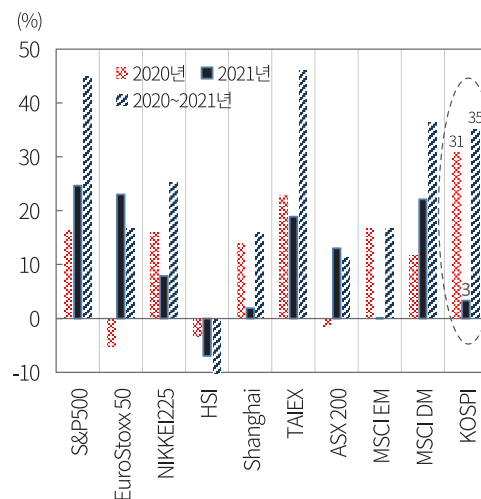
□ (국내 주식시장) 2020년부터 상승세를 이어오던 KOSPI지수는 2021년 하반기부터 S&P500지수와 디커플링되며 정체된 흐름

- 메모리 반도체 경기 둔화 우려, 글로벌 공급망 혼란으로 인한 제조업 부진 우려로 인해 KOSPI지수는 하반기부터 미국과 디커플링되며 하향 추세
 - 공급망 혼란으로 특히 자동차생산 대수는 3분기중 크게 감소(7월, 8월, 9월 전년동월비 각각 -14%, 1%, -33%)
- 하반기중 미국 통화정책 정상화 우려 및 달러 강세, 중국 성장세 둔화는 KOSPI 지수에 부정적인 영향(대외 요인)
- 하반기 부진에도 불구하고, 2020~2021년 기간 동안 KOSPI지수는 35.1% 상승하였으며 주요 지수 대비하여 양호한 성과

〈그림 II-23〉 2021년 KOSPI지수와 S&P500지수 추이



〈그림 II-24〉 2020~2021년 주요 지수 수익률

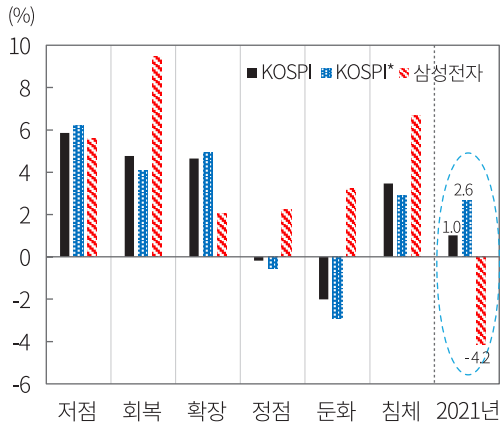


* 거시금융실 선임연구위원 장근혁(geunhyuk@kcmi.re.kr)

□ 2021년 10월까지 KOSPI지수 수익률은 3.4%이지만, 삼성전자를 제외한 KOSPI*(가상지수) 수익률은 8.8%로 양호한 수준

- 과거 회복 국면의 분기 평균 수익률 4.1%보다 작지만, 2021년 KOSPI*의 분기 평균 환산 수익률은 2.6%로 KOSPI의 1%보다 높은 수준⁴⁴⁾
 - 삼성전자 주가 흐름이 부진하였지만, KOSPI*는 과거 정도의 성과를 나타내고 있다고 평가 가능

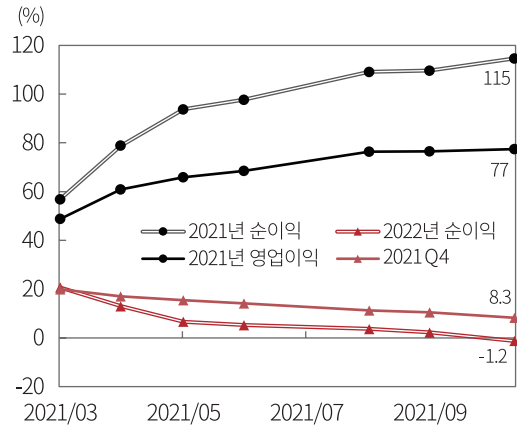
〈그림 II-25〉 경기국면별 수익률



주 : 1) 분기 수익률의 국면별 평균(2001~2019년)
 2) KOSPI*는 삼성전자를 제외하여 산출한 가상지수
 3) 2021년은 10월까지 수익률을 분기 수익률로 환산

자료: DataGuide, 자본시장연구원

〈그림 II-26〉 KOSPI지수 구성 기업들의 이익 증가율(전년대비) 전망 추이



주 : 가로축은 전망 시기

자료: DataGuide

□ KOSPI지수 구성 기업들의 2021년 이익 전망치는 상반기중 크게 상향되었지만, 하반기부터 정체된 흐름

- 2021년 이익은 크게 증가하였지만, 상대적으로 2022년 이익 증가율 전망은 하향 추세(〈그림 II-26〉)

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

- 2021년 1~3분기 KOSPI 구성 기업들의 순이익은 크게 증가(금융업을 제외하고 전년동기대비 +166%, 한국거래소(2021))
- 코로나19 감염확산으로 인한 피해가 적고, 글로벌 공급망 혼란으로 인한 반사이익도 있었지만, 향후 추가적인 실적 개선에 대한 우려가 존재

□ (국내 주식시장 요인분석) 중국 경기의 둔화는 2021년 3분기 KOSPI지수 하락의 주요 요인으로 추정되며 금융시장 요인도 KOSPI지수 하락에 일부 영향

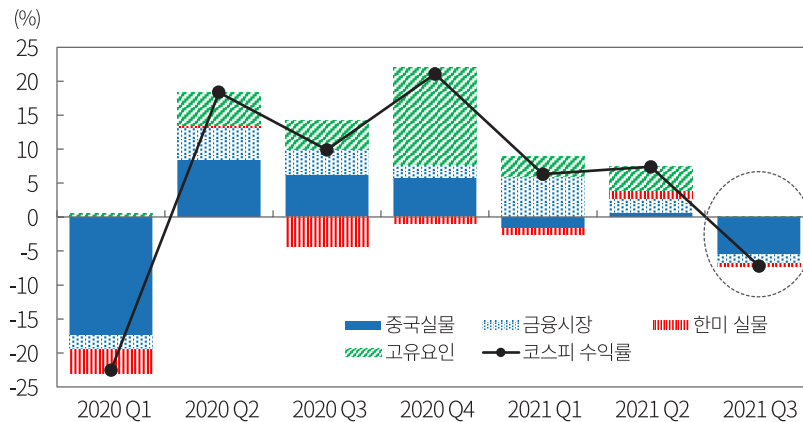
— KOSPI지수는 중국 실물경제와 S&P500지수의 영향을 주로 받음(장근혁·노산하(2020), 『경제 및 자본시장 전망(2020년 하반기)』 참고)

— 코로나19 이후 KOSPI지수 반등시기에 상승 요인으로 작용했던 KOSPI지수 고유요인은 2021년 3분기에는 제로(0) 수준

- 개인투자자들의 참여도나 주식시장의 역동성도 하반기에 정체된 흐름: 신용용자 및 고객예탁금 규모가 정체되고, 거래대금도 크게 감소
- 달러강세는 KOSPI지수 수익률에 부정적인 요인으로 작용

(주) '고유요인'은 실물경제 및 금융시장 요인을 제외한 KOSPI지수 고유의 여건(예를 들면, 국내 코로나 상황이나 개인투자자 수급 등)을 반영(그래프에서 초록색 빗금)

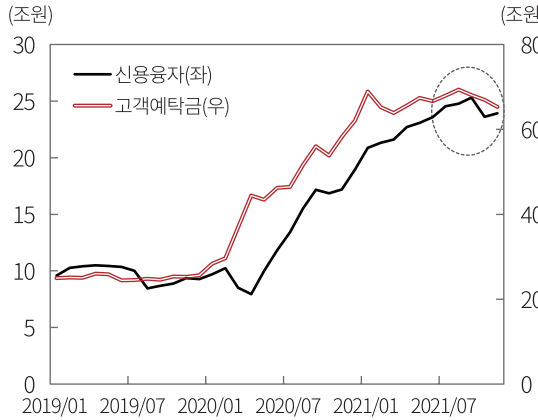
〈그림 II-27〉 2020~2021년 KOSPI 수익률에 대한 역사적 요인분석



- 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 외국인순매수금액 사용
- 4) VAR 모형은 『경제 및 자본시장 전망(2020년 하반기)』 및 장근혁·노산하(2020) 참고

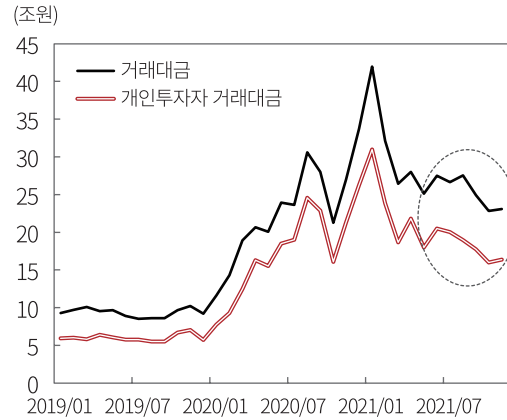
자료: Bloomberg, Data Guide, 자본시장연구원

〈그림 II-28〉 국내 주식시장 신용융자와
고객예탁금 추이



주 : KOSPI와 KOSDAQ 시장 합산
자료: DataGuide

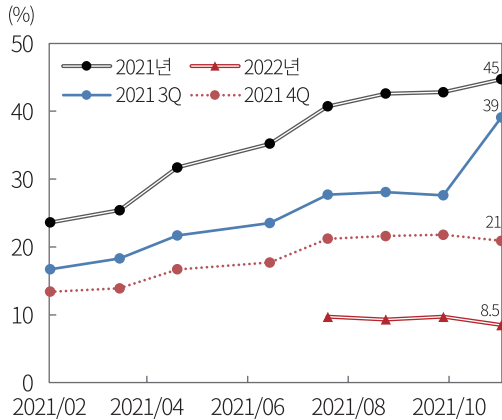
〈그림 II-29〉 국내 주식시장 거래대금 추이



주 : KOSPI와 KOSDAQ 시장 합산
자료: DataGuide

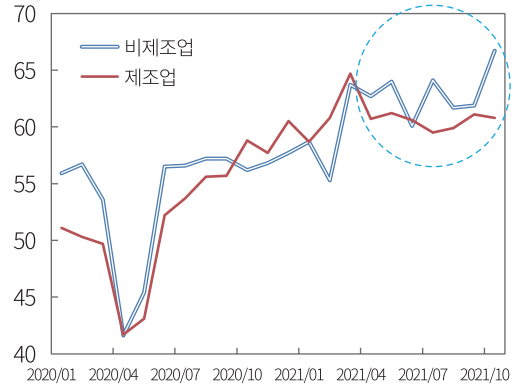
- (미국 주식시장) 미국 금리 상승과 통화정책 정상화 우려에도 S&P500지수는 양호한 기업 실적과 경제 정상화 기대로 2021년에도 꾸준히 상승세를 유지
- 1분기중 금리가 상승하는 시기에 기술주들의 조정이 있었지만, 가치주들의 호조로 S&P500지수는 상승추세를 유지
 - 3분기중 물가 및 성장세 둔화(QoQ 성장률: 연율 2%) 우려로 일부 조정이 있었지만, 양호한 기업실적을 기반으로 S&P500지수는 상승추세를 유지
 - S&P500지수 구성 기업들의 2021년 3분기 순이익은 당초 예상보다 크게 증가(전년동기대비 39%)하였으며 2022년 이익 증가율 전망도 8%대를 유지
 - 공급망 병목으로 인해 제조업 PMI는 정체되었지만, 비제조업(서비스업) PMI는 상승(높은) 추세를 유지하며 주식시장에 긍정적으로 작용
 - 제조업 PMI는 하락하였어도 50 이상의 확장 구간

〈그림 II-30〉 S&P500 지수 구성 기업들의 순이익 증가율(전년대비) 전망 추이



주 : 가로축은 전망 시기
자료: Factset Earning Insight

〈그림 II-31〉 미국 ISM PMI 추이



자료: Bloomberg

나. 2022년 미국 및 국내 주식시장 전망

□ (미국 주식시장) 2022년 미국 경기는 확장 국면을 이어가며 기업 이익의 증가가 예상되는 가운데, 주식시장은 상승세를 유지할 전망이다(연말 S&P500지수 4,800~5,100pt)

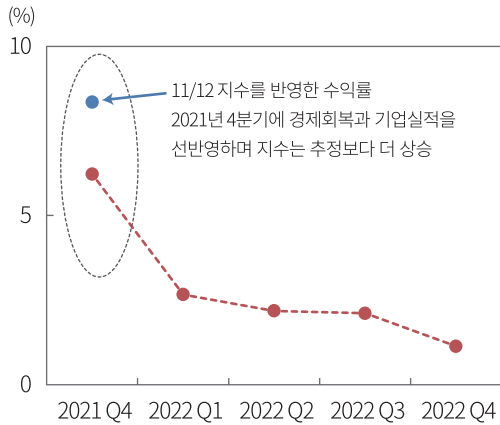
— 미국 물가 및 금리가 점차 안정되고 공급망 병목 현상도 점차 해소될 것으로 예상(Box2, 이슈-1, 이슈-2 참고)

— 주식시장의 위험요인으로 높은 밸류에이션(PER)이 지적되었지만(FED(2021a)), 양호한 기업 실적 및 경제 성장률과 함께 안정된 금리는 주식시장에 우호적인 상황으로 예상

- 11월 현재 S&P500지수의 EPS(주당순이익) 전망은 지난 5월 대비 증가하였으며(2021년, 2022년 전망치가 각각 10%, 8% 증가) 금리 또한 1.5% 수준을 유지하며 지수 상승에 우호적인 상황
- 예상 주가 및 EPS를 반영한 선행PER는 21.4(실질금리, 기대물가, 성장률, VIX로 선행PER를 추정하면 20.1)

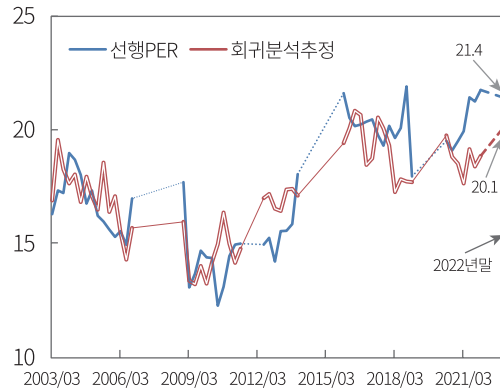
- 다만 2021년말 과도한 지수 상승은 2022년중 조정요인으로 작용 가능하며 추가 상승을 제한할 가능성

〈그림 II-32〉 성장률을 반영한 S&P500지수 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, DataGuide, 자본시장연구원

〈그림 II-33〉 선행PER와 추정값 비교



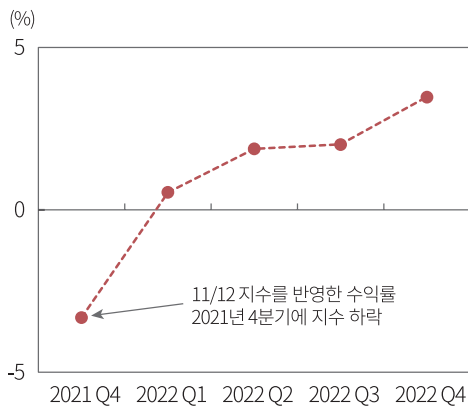
주 : 1) 종속변수로 1/선행PER, 설명변수로 실질 금리, 기대물가, 성장률(잠재, 평균 성장률), VIX 등을 사용하여 회귀분석
 2) 현재 상황을 반영하기 위하여 실제 1년 후의 EPS가 증가했던 분기만을 사용
 자료: S&P, Bloomberg, 자본시장연구원

□ (국내 주식시장) 2022년 국내 경기는 확장 국면을 이어가며 KOSPI지수도 상승세를 보일 전망(연말 KOSPI지수 3,050~3,350pt)

- 미국 물가 및 금리가 점차 안정되고 공급망 병목 현상도 점차 해소될 것으로 예상되며, KOSPI지수도 반등할 것으로 전망(Box2, 이슈-1, 이슈-2 참고)
 - 지수는 2021년 하반기 조정을 거치고 2022년은 상승세로 전환될 전망
- 중국 경기둔화 우려는 상당 부분 시장에 반영되었으며, 중장기적으로 크게 악화될 가능성은 적을 것으로 예상(Box3 참고)
- 2011년부터 유지되고 있는 국내 주식시장의 미국 대비 부진한 성과는 국내 성장세의 상대적인 둔화와 연관(〈그림 II-35〉 참고)

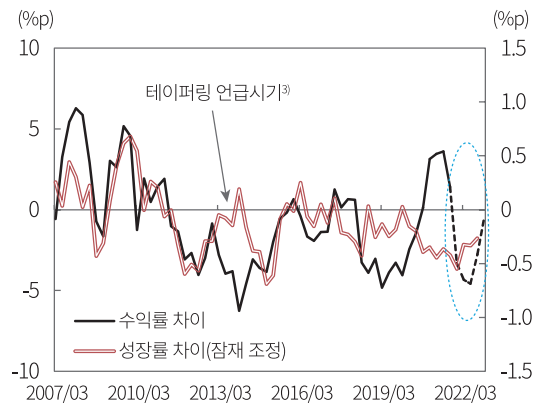
- 코로나19 이후, S&P500지수 대비하여 KOSPI지수는 과거 추세를 넘는 호조를 보였지만, 2021년 하반기에 다시 과거와 같은 추세로 회귀
- 2022년중 KOSPI지수의 상대수익률(S&P500지수 대비)은 다시 반등할 것으로 예상

〈그림 II-34〉 성장률을 반영한 KOSPI지수 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, DataGuide, 자본시장연구원

〈그림 II-35〉 KOSPI의 S&P500 대비 초과수익률¹⁾ 과 한미 성장률²⁾ 차이



주 : 1) 분기 수익률을 4분기 이동평균이며 각국의 CPI로 조정하여 실질 수익률로 환산
 2) 분기 성장률의 4분기 이동평균이며 각국의 잠재성장률로 조정, 1분기 후행
 3) 버냉키 미연준 의장이 테이퍼링을 언급하고 금융시장이 불안했던 시기
 4) 그래프 점선은 전망치를 반영
 자료: Bloomberg, Datastream, 자본시장연구원

□ 주식시장 전망 위험요인

- 인플레이션 위험 증가나 미 연준의 빠른 긴축 등으로 인해 금리가 빠르게 상승할 경우 미국 등 글로벌 주식시장 조정 위험이 확대
 - 연준은 금융안정보고서를 통해 S&P500지수의 Earnings-to-Price Ratio(PER의 역수)와 금리(미국 10년)간 차이가 작음을 지적(FED(2021a))
 - 달러지수는 KOSPI지수의 상대수익률(〈그림 II-35〉)과 음의 상관성을 보이며, 미국 금리 상승에 따른 달러강세는 국내 주식시장의 조정 요인

- 코로나19 상황 악화나 공급망 병목 현상이 지속되면서 국내 또는 글로벌 경제 회복이 지연된다면, 국내 주식시장 조정 요인으로 작용
 - 원자재 가격 상승이나 각종 비용 증가도 국내 기업에 부정적인 영향
- 미·중 갈등은 양 국가에 대한 의존도가 큰 국내 경제 및 주식시장에 부정적인 영향
 - 2018~2019년 미·중 무역분쟁 악화시기에 특히 국내 경제와 주식시장은 주요국 대비 큰 영향을 받았음

3. 원달러 환율 전망*

가. 원달러 환율 동향

- 2021년 원달러 환율은 달러강세 시기에 상승하면서 주요 통화 대비 약세
 - 2분기 달러강세가 진정되었던 시기 중에도 원달러 환율은 횡보하였으며, 3분기 중 달러강세 재개와 함께 원달러 환율은 1,190원대까지 상승
 - 2021년 원달러 환율은 위안화(CNH) 환율과도 디커플링되면서 주요 통화대비 약세를 시현
 - 미국의 긴축시기 중 금융시장 안정을 위한 중국의 위안화 환율 관리 영향도 있을 것으로 추정

* 거시금융실 선임연구위원 장근혁(geunhyuk@kcmi.re.kr)