

요약

1. 경제 전망

- 2019년중 미국(2018년 2.9% → 2019년 2.5%)과 유로지역(1.9% → 1.6%)은 성장세가 점차 잠재성장률 수준에 근접해가면서 2020년 상반기중 정점에 근접할 전망
 - 반면, 중국(6.6% → 6.2%)은 하강국면에 진입할 것으로 예상

- 국내 경제는 2018년 및 2019년에 걸쳐 투자가 조정을 받는 가운데 민간소비와 수출이 완만한 증가세를 이어가면서 2% 중후반 수준의 성장을 이어갈 전망 (2018년 2.7% → 2019년 2.6%)
 - 경기국면상으로는 2017년 하반기에 이미 정점에 도달하여 최근에는 하강국면에 진입하였으며, 2020년 상반기중 저점에 도달할 전망
 - 당초 전망(2018년 하반기 경기 고점)과 달리 경기 정점이 2017년 하반기로 앞당겨진 원인은 금년중 투자가 예상보다 크게 부진했기 때문
 - 이러한 성장세 둔화 추세를 감안하면 잠재성장률 또한 하향 추세를 지속할 것으로 예상(2018~2020년중 2.6~2.7%)

경제전망 요약

(단위: %)

	2017	2018	2019	경기국면 (2018→2019년)
미 국	2.3	2.9	2.5	확장
유로지역	2.4	1.9	1.6	확장
중 국	6.9	6.6	6.2	둔화 → 침체
한 국	3.1	2.7	2.6	둔화 → 침체

2. 통화정책 전망

- 미 연준(FRB)의 금리인상은 경기 정점으로 예상되는 2020년 1분기까지 3.5% 수준에서 마무리될 전망
 - 수요부문 물가압력으로 인해 연준의 목표수준을 소폭 상회하는 수준의 물가상승세가 상당 기간 지속될 것으로 예상
 - 이에 따라 연준은 경기 정점까지 점진적으로 금리를 인상할 것으로 예상되며, 최종 기준금리 수준은 명목중립금리(3%)를 소폭 상회할 전망
- 한국은행은 2019년중 기준금리를 동결하였다가 2020년중 미 연준의 금리인상 종료가 확인된 시점에 인하할 것으로 예상
 - 향후 통화정책 여건을 살펴보면 인상(대내외 금융안정) 및 인하(실물경제) 요인이 엇갈리고 있으나, 어느 한쪽이 우세하지 않을 것이라는 점이 동결의 배경

통화정책 전망 요약

	2019년	2020년
한국	1.75% (연중 동결)	1.50% (1회 인하)
미국	2020년 1분기 3.5% (2019년 3회 및 2020년 1분기 1회)	
역전폭	-1.5~1.75%p	-2.0%p

- 한편, 최근 부동산 가격 상승에 대한 통화정책적 대응 필요성이 제기됨에 따라 부동산 가격 및 가계부채에 대한 통화정책과 거시건전성 정책의 효과를 비교·분석

- 분석 결과, LTV가 주택 부문에 제한적인 영향을 미치는 반면, 금리 인상은 경제전반에 대한 긴축 효과를 갖는 만큼, 대출 축소나 주택가격 안정 측면에서 금리인상에 따른 정책 비용(GDP 감소)이 더 큰 것으로 나타남

3. 한·미 금리 전망

- 미국 금리는 2018년 4분기부터 금융위기 이후 경제가 본격적인 성장세에 진입한 이래 처음으로 3%대에 안착을 시도 중
 - 2019년은 미국이 Late cycle에 접어들 것으로 전망되는 가운데, 미국 금리의 상승추세 유지여부가 글로벌 자산가격 변화의 핵심 동인이 될 전망
- 미국 금리는 2019년에도 상승세를 이어가 10년 만기 기준으로 3.5% 내외 수준까지 상승할 것으로 전망되며, 2019년말을 전후한 시점에서 기준금리와 역전되며 이번 상승기를 마무리할 것으로 예상
 - 경기순환주기(및 기준금리 인상기)의 Late cycle은 금리 상승구간이며, 마지막 기준금리 인상을 전후해 장기금리가 기준금리를 하회
 - 시장은 이번 기준금리 인상기의 최종 기준금리를 3.2% 내외 수준으로 예상하고 있어 1회 정도의 기준금리 인상을 반영하지 않은 것으로 분석
 - 최종 기준금리 예상치: 연준, 3.4%, 자본시장연구원, 3.5%
 - 미국 금리의 기간 프리미엄은 대체적으로 경기 및 통화정책 요인에 부합하나, 대략 20~30bp 정도의 상승 가능성이 있는 것으로 예상
- 미국의 장단기 금리 차(10년 금리-2년 금리 기준)는 점진적으로 축소되어 2019년 4분기중 역전될 것으로 예상
 - 장단기 금리 차는 통상 기준금리 인상이 마무리되는 시점을 전후해 역전되며, 경기침체(NBER 기준)에 1~2년 정도 선행하는 경향

- 따라서 장단기 금리 차이 관점에서 볼 때, 2019년중에 미국 경제가 침체에 빠질 가능성은 높지 않은 것으로 판단
- 국내 금리는 성장세 둔화를 반영하여 5월 이후 하락추세를 유지하였으며, 한·미 금리역전이 심화
 - 하반기 들어 부진한 경기여건으로 미국 금리와 탈동조화되며 하락
- 중장기 경제여건과 통화정책 요인을 감안할 때 2019년은 금리 하락기로 국내 금리는 연중 하향 안정세를 유지할 것으로 전망되며, 상반기보다는 하반기에 금리 수준이 더 낮아질 전망(국고 10년 1.8~2.3%, 국고 3년 1.7~2.0%)
 - 2019년 국내 경기는 하강국면으로 연말까지 마이너스 GDP갭이 확대될 전망
 - 상반기에는 시장금리가 기준금리를 하회하지 않을 것으로 예상되나, 연말에 근접하면서 3년 만기 금리는 2020년 기준금리 인하 가능성을 반영하여 기준금리를 하회할 가능성이 있는 것으로 예상
- 한·미 금리역전 폭은 양국의 기초경제여건 차이가 반영된 현상으로, 2019년에는 역전 폭이 보다 심화될 것으로 전망
 - 기준금리 및 시장금리 역전은 한·미간 기초경제체력 차이를 반영한 현상인 만큼, 금융안정에 유의하되 중장기적 관점에서 국내 잠재성장률 및 경제 역동성 제고를 위한 정책적 노력이 필요

4. 한·미 주식시장 전망

- 2019년 글로벌 자본시장의 가장 큰 화두는 미국 주식의 상승세 유지 여부
 - 미국 주식시장은 2018년 4분기 들어 변동성이 확대되며 하락세를 시현중으로 장기상승추세 유지여부에 불확실성이 증가

- 미국 주가 약세의 주요 원인은 기대이익의 점진적 감소와 함께 연준의 기준금리 인상지속으로 인한 시장금리 상승세 유지 가능성
- 미국 주식은 2019년에도 상승세를 유지할 전망이나 금리상승으로 할인율 부담이 본격화되며 주가 상승폭이 제한될 것으로 예상, 반면 변동성은 확대되어 위험 대비 기대수익이 높지 않을 전망
 - 내년중 미국 경기는 확장국면의 Late cycle에 진입할 것으로 예상되는데, 역사적으로 미국 주가는 Late cycle에서 상승세를 유지
 - Late cycle 동안에는 기업실적 보다는 국채 금리를 중심으로 한 할인율 상승이 주가 결정에 중요한 가운데, 미 금리가 3% 중반까지 상승할 것으로 예상되어 금융위기 이후에 처음으로 할인율 정상화가 본격적으로 주가에 반영될 전망
- 미국 주가상승을 주도해온 성장주의 강세는 2019년에도 이어질 전망이나, 가치주 투자 확대를 통한 위험관리가 필요
 - Late cycle에서 시장지수 하락 시 가치주의 상대성과가 우수했다는 점을 감안할 때, 가치주 투자를 통한 위험관리가 필요할 전망
 - 성장주가 가치주보다 금리상승에 취약하다는 점을 고려할 때, 상반기 중에는 ‘가치주의 가치’가 부각될 가능성
 - 하반기에는 경기정점이 가까워짐에 따라 경기정점에 성과가 우수한 경향을 보여온 ‘성장주의 가치’가 부각될 가능성
- 2018년 1월에 사상 최고치를 기록한 국내 주식은 상승세를 이어가지 못하고 부진한 성과를 시현
 - 미·중 무역분쟁 및 미국 금리상승으로 글로벌 주식시장이 약세를 보인 가운데 국내 주식은 주요국보다 저조한 성과를 기록

— 이는 대외 요인 뿐 아니라 국내 성장세 둔화와 그에 따른 경기 국면 변화에 크게 기인한 것으로 판단

□ 2019년 국내 주식시장은 2018년에 이어 부진한 성과를 이어갈 것으로 전망되는 가운데, 하반기 들어서는 점차 안정세를 회복하여 반등을 모색할 수 있을 것으로 기대

— 경기순환주기상 2019년 국내 경기는 상반기에 둔화국면, 하반기에는 침체국면을 지날 것으로 예상되는데, 경기하강 국면에서 국내 주식은 변동성 대비 수익률이 저조

— 국내 경기가 하강국면이라도 미국 경기가 확장세를 유지하여 주가에 큰 폭의 조정이 발생하지 않을 경우 국내 주식의 하방 리스크가 다소 완화될 수 있을 것으로 기대

— 국내 경기가 2020년 상반기에 저점을 통과할 것으로 예상되어, 하반기부터는 주가가 점진적으로 안정되어 추세전환을 모색할 것으로 기대

5. 환율 전망

□ 2018년 원달러 환율은 4월초에 저점을 기록한 후 달러 강세 및 국내 주식시장 부진 등으로 상승세로 전환

□ 2019년 원달러 환율은 경기부진을 반영하며 2018년에 이어 상승추세(원화 약세)가 지속될 것으로 전망, 다만 하반기부터는 상승세가 둔화될 것으로 예상

— 경기순환국면상 2019년은 환율이 상승압력을 받을 것으로 전망되나, 경기저점이 임박한 하반기에는 상승세가 제한될 것으로 예상

— 중국의 성장세 둔화 및 신흥국 금융불안 가능성 등으로 글로벌 위험회피 현상이 유지될 것으로 보이는 점도 환율 상승요인으로 작용할 전망

6. 부동산시장 전망

- 한·미 부동산가격은 경기변동과 크게 연동되지 않고 우수한 성과를 시현
 - 주택가격은 경기둔화국면에서만 하락하며, 다른 경기국면에서는 상승하는 경향을 가져 여타 위험자산에 비해 낮은 경기순응성을 보유
- 다만, 주택의 공급탄력성이 낮은 지역에서는 부동산가격이 경기순응성을 가지며 주식과 유사한 위험-수익 특성을 나타내는 것으로 분석
 - 한·미 모두 공급이 제한되는 지역에서는 주택가격이 경기 회복 및 확장국면에서만 강세를 나타내며, 경기 저점·정점·둔화·침체 국면에서는 하락
- 2019년 국내 부동산가격은 외부충격이 없을 경우 약보합세를 나타낼 것으로 전망되며, 주택공급탄력성이 금융불균형 해소에 중요하다는 점에 유의할 필요
 - 국내 경기가 둔화국면임을 감안할 때, 주택가격이 소폭 하향 안정화될 전망
 - 부동산시장으로 자금이 과도하게 집중되는 핵심 원인이 주택가격이 경기국면에 상관없이 안정적인 수익률을 보이는데 있을 가능성

자본시장 전망 요약

주식	미국	시장지수 상승세 유지, 기대수익은 높지 않을 전망 성장주 상승추세 유지, 가치주 투자확대를 통한 위험관리 필요
	한국	상반기중 성과 부진, 하반기에 안정 후 반등 모색
금리	미국	상승세, 연말 예상 금리 3.5% 내외(10년 만기 기준)
	한국	연중 하향 안정(국고 10년 1.8~2.3%, 국고 3년 1.7~2.0%)
원달러 환율		상승세, 하반기 상승세 둔화
부동산		약보합, 지역별로 주택공급탄력성에 차별화 전망

7. 전망 위험요인

- 향후 경제 및 자본시장 전망에 대한 핵심적인 위험요인은 미국 통화정책 경로의 불확실성이 될 것으로 예상
 - 고용사정 개선에 따른 물가상승 압력 확대 및 미국 경제의 잠재성장률 제고는 금리인상 확대 요인인 반면, 경기 둔화 및 연준의 물가안정에 대한 확신으로 중립금리 수준에서의 조기 종료는 금리인상 축소 요인