



# 2020년 경제 및 자본시장 전망

---

2019.11.28. 기자간담회

거시금융실

# 목 차

---

**1** 거시경제 및 통화정책 전망

**2** 금리 전망

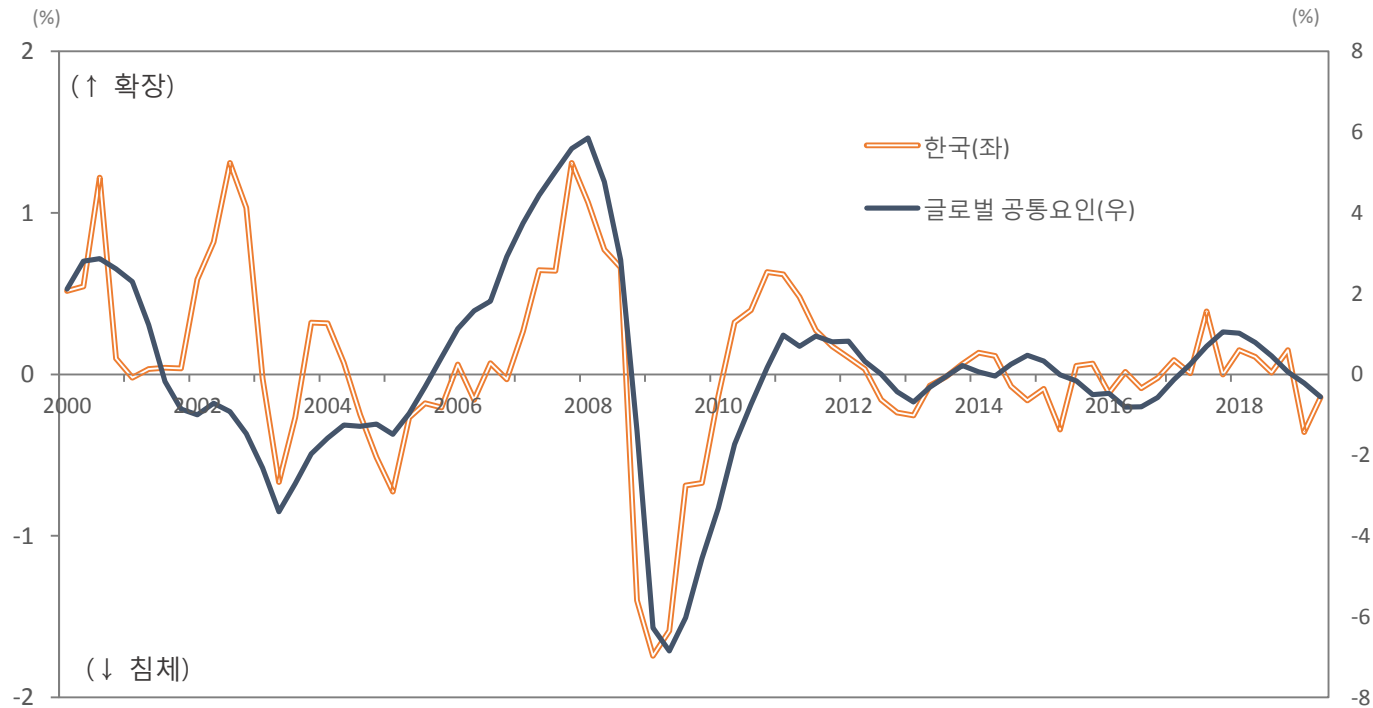
**3** 주식 및 환율 전망

# 1. 경제 및 통화정책 전망

# 글로벌 동반둔화

- 국내 경제는 2017Q3부터, 글로벌 경제는 2017Q4 이후 동반 하락
  - › 2019년 들어 실제 GDP가 잠재 GDP(기초경제여건)를 하회하는 침체국면에 진입

## 글로벌 경제 및 한국의 GDP갭 추이



주 : GDP갭 = (실제 GDP - 잠재 GDP)/잠재 GDP. 글로벌 공통요인은 호주, 브라질, 중국, 독일, 미국 등 21개국의 GDP갭으로부터 동태요인분석(dynamic factor model)을 통해 추정된 공통요인

자료: 자본시장연구원

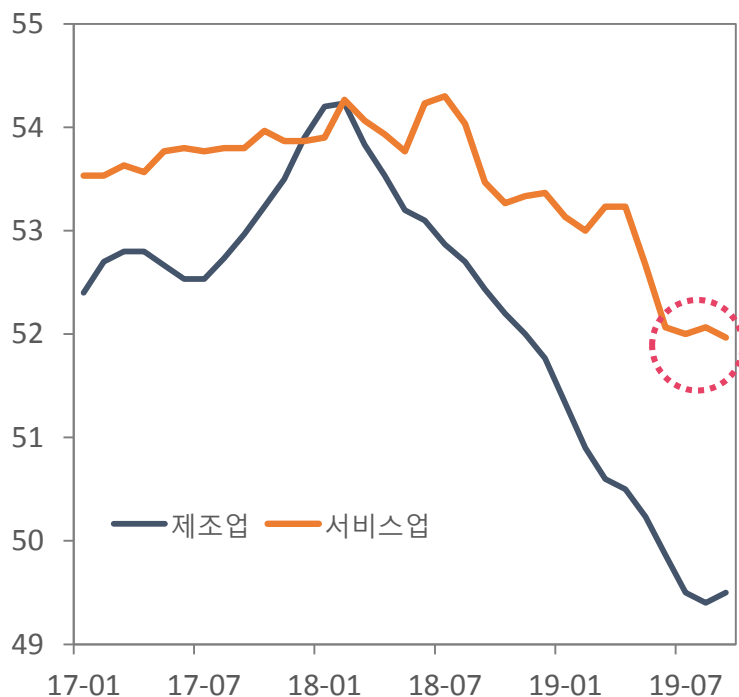


# 양호한 고용사정 및 소비

○ 글로벌 교역 및 투자 둔화에도 불구하고 고용 및 소비가 서비스업 확장세를 뒷받침

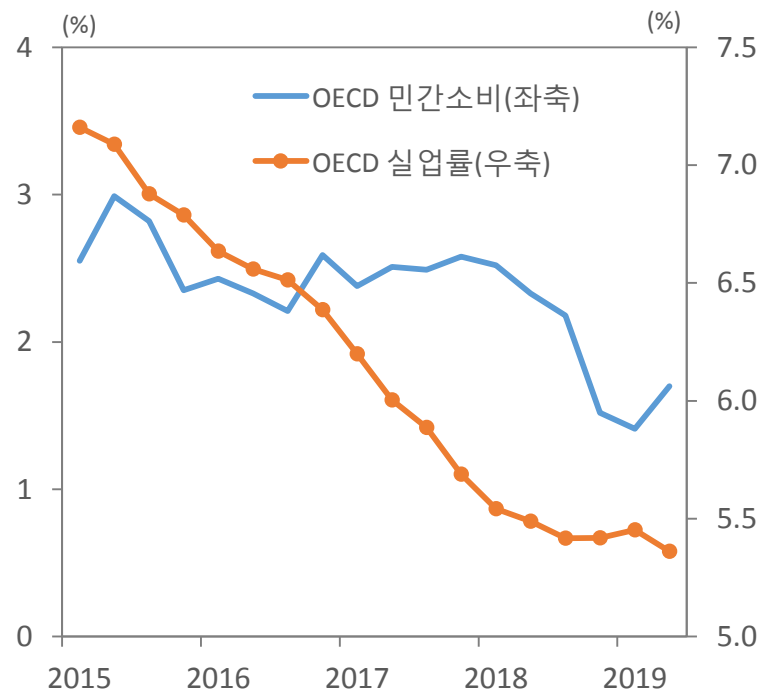
› 글로벌 제조업 동반 부진이 전면적인 불황으로는 확대되지 않을 전망

## 글로벌 서비스업 PMI



주 : 기준치 50 이상이면 확장을 의미. 3개월 이동평균  
자료: JP Morgan, Datastream

## OECD 소비 및 고용

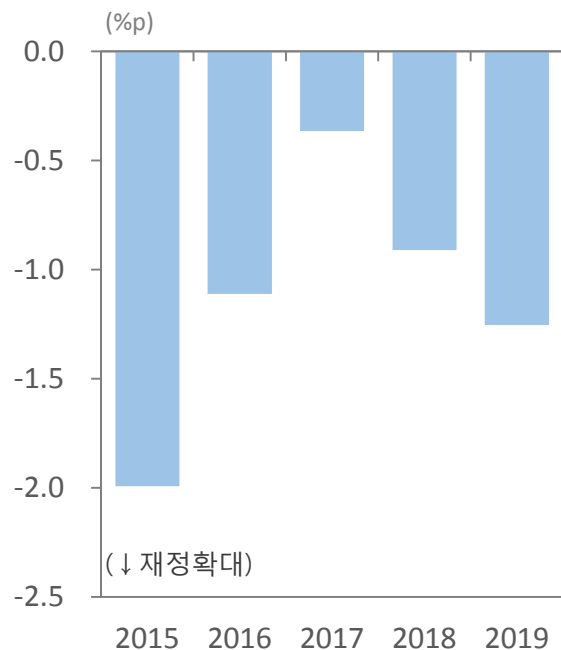


주 : 민간소비는 전년동기대비  
자료: OECD, Datastream

# 중국의 경기부양

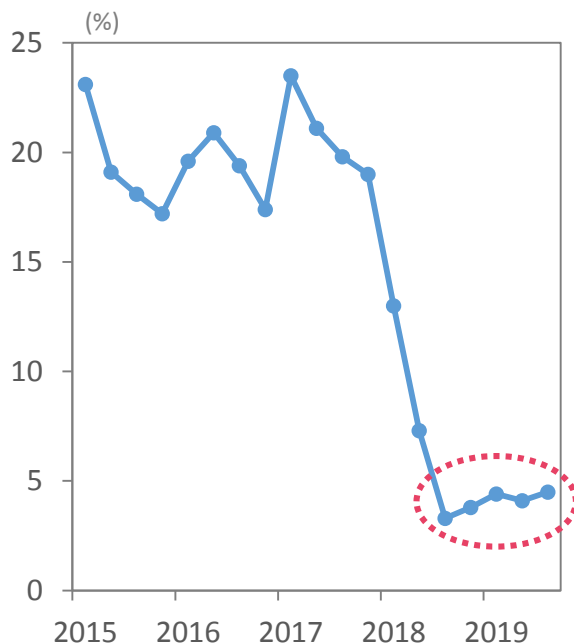
- 무역분쟁에 따른 성장률 둔화 우려에도 불구하고 경기대응에 예상보다 소극적
  - › 부채관리, 공급개혁, 무역분쟁 장기화 대비 및 성장둔화에 대한 인내심 등이 원인
  - › 리커창 총리(9.15): 6% 성장유지는 어려움 / 리강 PBOC총재(9.25): 대규모 완화를 서두르지 않을 것

## 구조적 재정수지 증감



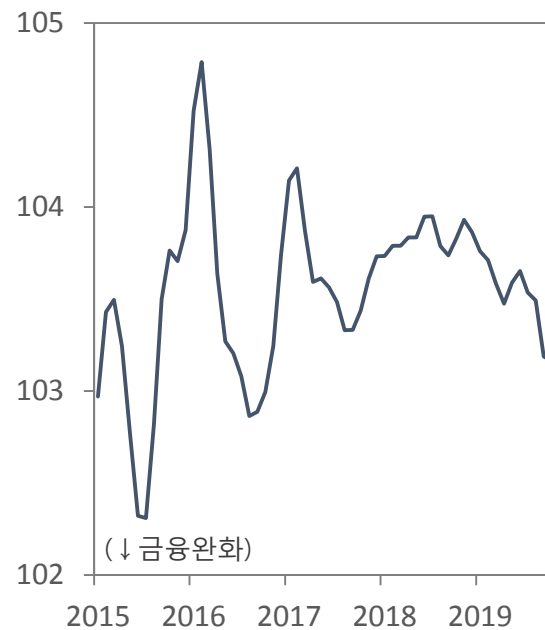
자료: IMF

## 인프라 투자



자료: Datastream

## 금융상황지수

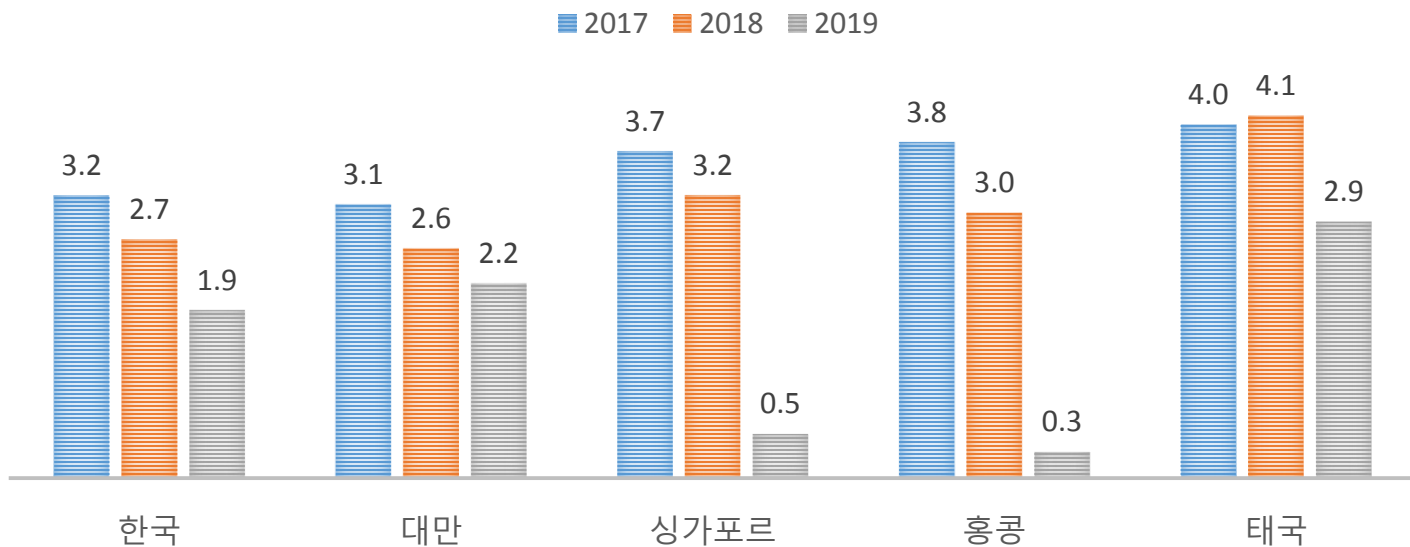


주 : 금융상황지수는 3개월 이동평균  
자료: Goldman Sachs, Bloomberg

# 아시아 역내국에 부정적 영향

- 중국을 중심으로 한 GVC에 편입된 한국, 대만, 홍콩 및 싱가포르 등의 성장률 둔화
  - › 미국의 대중 규제에 따른 생산라인 이전 및 무역전환 등으로 대만은 비교적 양호한 성과
  - › 미중 무역분쟁 직후(2018.10월)의 성장률 전망에 비해 한국 및 대만의 성장률은 약 0.5%p씩 조정

## 역내 주요국 성장률 추이



주 : 2019년은 컨센서스 전망치  
자료: Bloomberg



# 글로벌 경제의 회복 조건

## 1. 미중의 대규모 재정지출 및 통화정책 완화

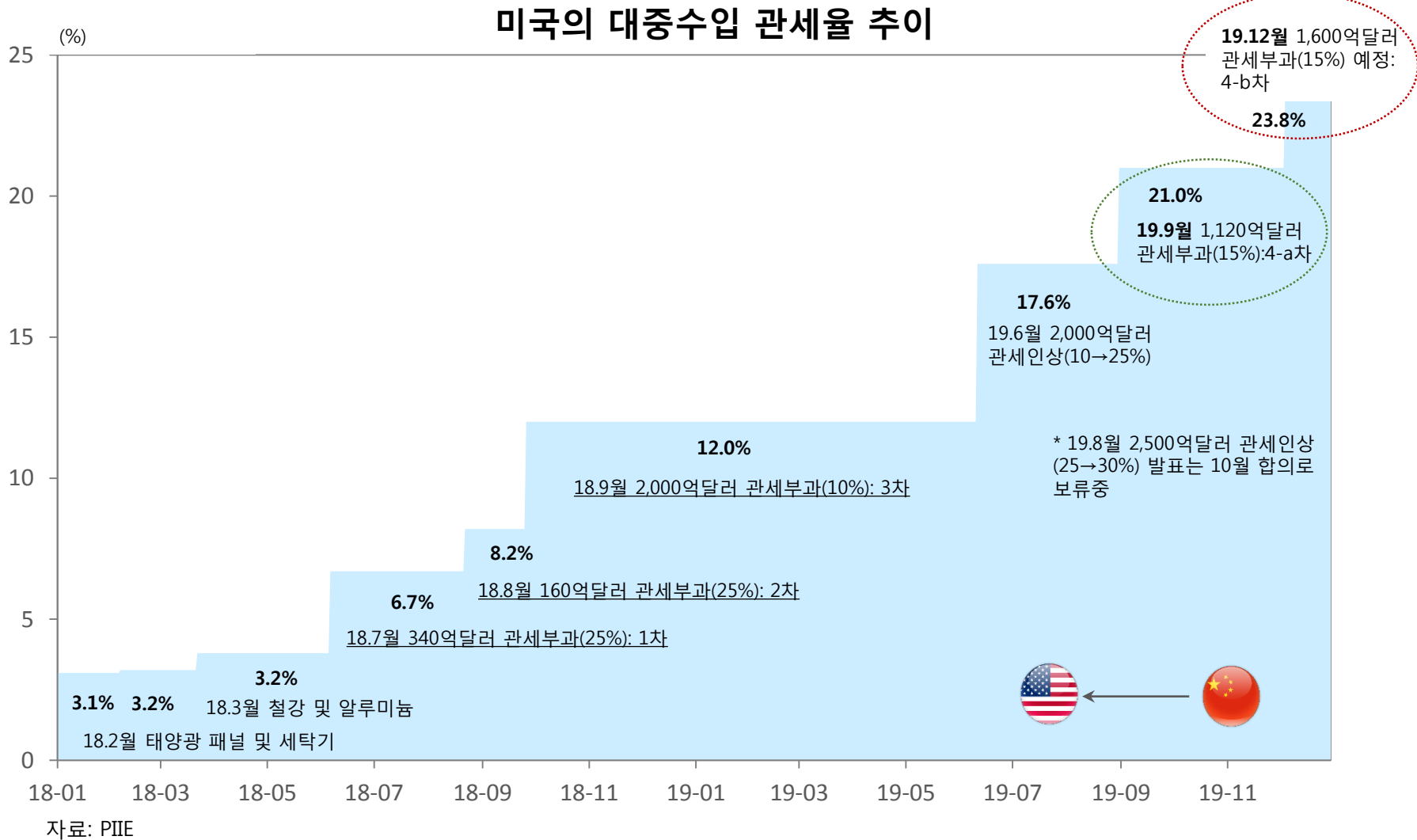
- › 중국은 구조개혁을 추진중인 만큼 경기상황에 대응한 소극적 부양책을 제시할 전망
- › 미국은 세제개혁으로 재정적자가 큰 폭으로 확대된 데다 연준 또한 당분간 금리동결을 시사

## 2. 미중 무역분쟁의 완전 타결

- › 무역 외에 IT, 금융, 항공우주 및 국방, 홍콩 민주화 등 전선이 확대된 만큼 가능성은 제한적
- › 다만, 단계적 합의 가능성이 높은 것으로 알려져 불확실성은 다소 개선될 전망
  - 최근 언론보도에 따르면 12월로 예정된 미국의 추가 대중 관세는 유예될 가능성
  - 또한, 미중 당국자들의 경기둔화 현실 인식 및 미 대선일정 등도 분쟁완화에 기여할 전망

⇒ 1) 또는 2)가 충족되어 기업투자 및 교역이 회복되어야 하나 가능성이 낮은 점을 감안  
하면 완만한 회복세에 머물 가능성이 큰 상황

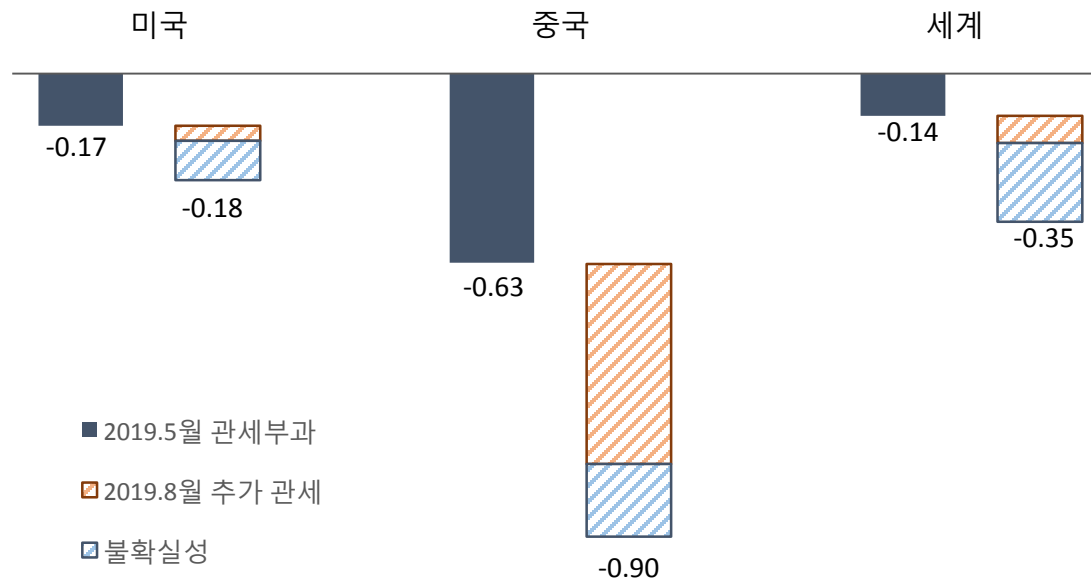
# <참고> 미중 무역분쟁 타임라인



# 미중 무역분쟁 완화 효과

- 단계적 합의를 통해 관세부과가 2019.5월 수준으로 인하되고 불확실성이 완화된다면 중국경제를 0.6~0.9% 부양하는 효과
  - › 무역분쟁 완화가 현실화될 경우 경기 부양책 축소로 성장률 개선효과는 제한적일 전망
  - › 적자국인 미국은 무역분쟁 완화로 수입이 늘어나는 만큼 성장률 개선효과가 반감

미중 무역분쟁 효과(IMF)



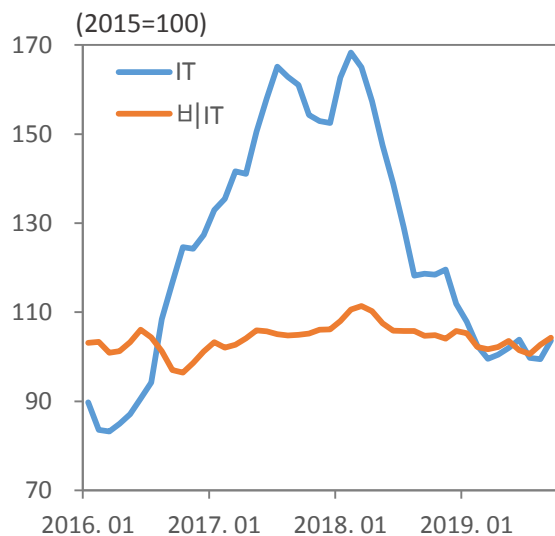
주 : 2019.5월 관세부과 = 2,500억달러에 대한 25% 관세  
2019.8월 추가 관세 = 2,500억달러에 대한 30% 관세 + 3,000억달러에 대한 15% 관세  
자료: IMF WEO(2019.10)

# 반도체 경기 회복 여부

○ 2020년 상반기를 저점으로 회복될 것이나, 강도는 완만할 것으로 예상

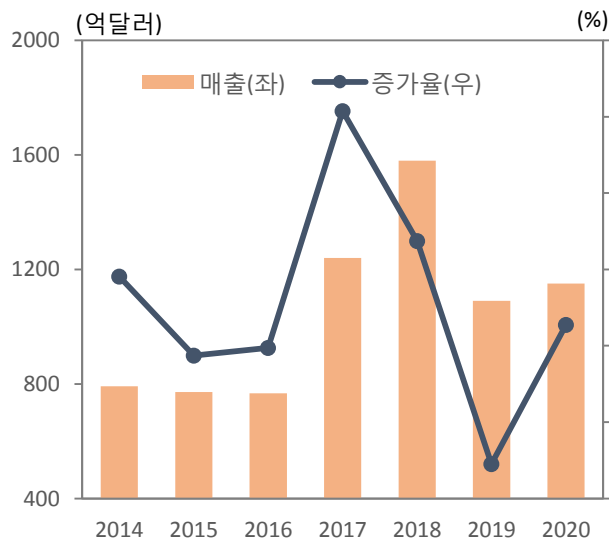
- › 2019년중 재고 증가로 반도체 업체들은 대규모 설비투자보다는 공정 최적화에 주력
- › 2020년중에는 서버관련 설비투자 재개 및 5G 단말기 수요 확대 등으로 수급이 균형에 도달할 전망
- › 이에 따라 2020년 하반기부터 반도체 업체들의 설비투자가 회복될 전망

## 국내 부문별 설비투자



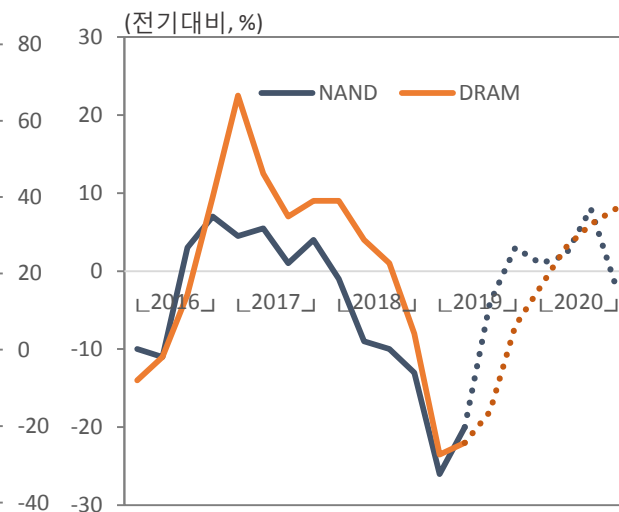
자료: 통계청, 자본시장연구원

## 글로벌 반도체 메모리 매출



자료: WSTS, Bloomberg

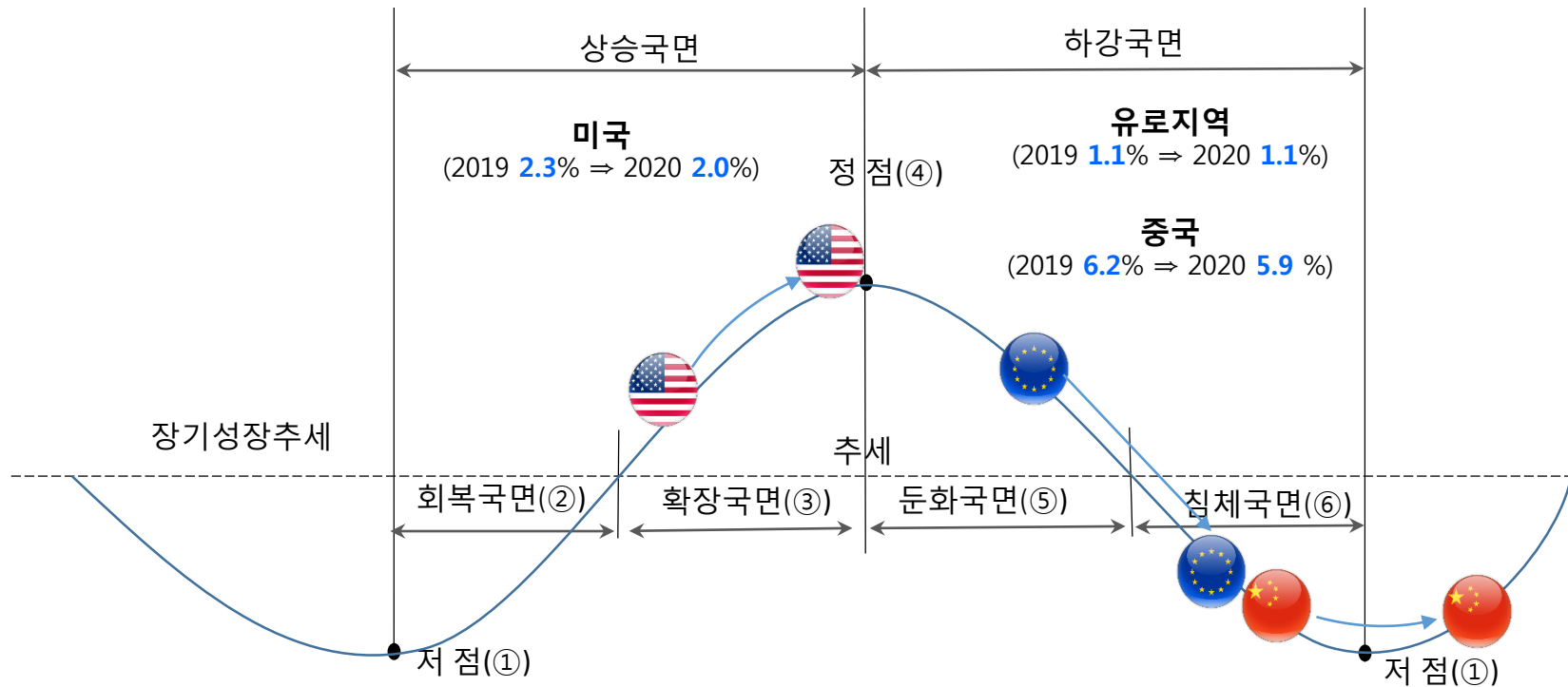
## 메모리 반도체 평균가격



자료: Bloomberg, Dataguide 및 증권사 리포트

# 미국 및 주요국 성장경로 전망

- 미국은 민간소비가 견조한 가운데 투자 또한 회복되면서 정점에 근접할 전망
- 유로지역은 잠재성장률을 하회하는 부진한 흐름이 지속
- 중국은 무역갈등 완화 등으로 성장률 둔화 속도가 완만해질 전망



# 국내 경제성장률 (2019 1.9% → 2020 2.2%)

- 수출과 설비투자 회복에도 불구하고 소비 회복 지연 및 건설투자 부진이 지속

## 경제성장률 전망

	2018	2019	2020			2021
			상반기	하반기	연간	
GDP	2.7	1.9	2.3	2.1	<b>2.2</b>	2.4
(전기대비)			(0.5)	(0.6)		
민간소비	2.8	1.9	1.9	2.1	<b>2.0</b>	2.2
설비투자	-2.4	-6.9	4.5	1.7	<b>3.1</b>	3.2
건설투자	-4.3	-3.9	-2.1	-1.1	<b>-1.6</b>	0.4
총수출	3.5	1.1	2.6	2.3	<b>2.5</b>	2.7
총수입	0.8	-0.5	2.7	2.3	<b>2.5</b>	2.9

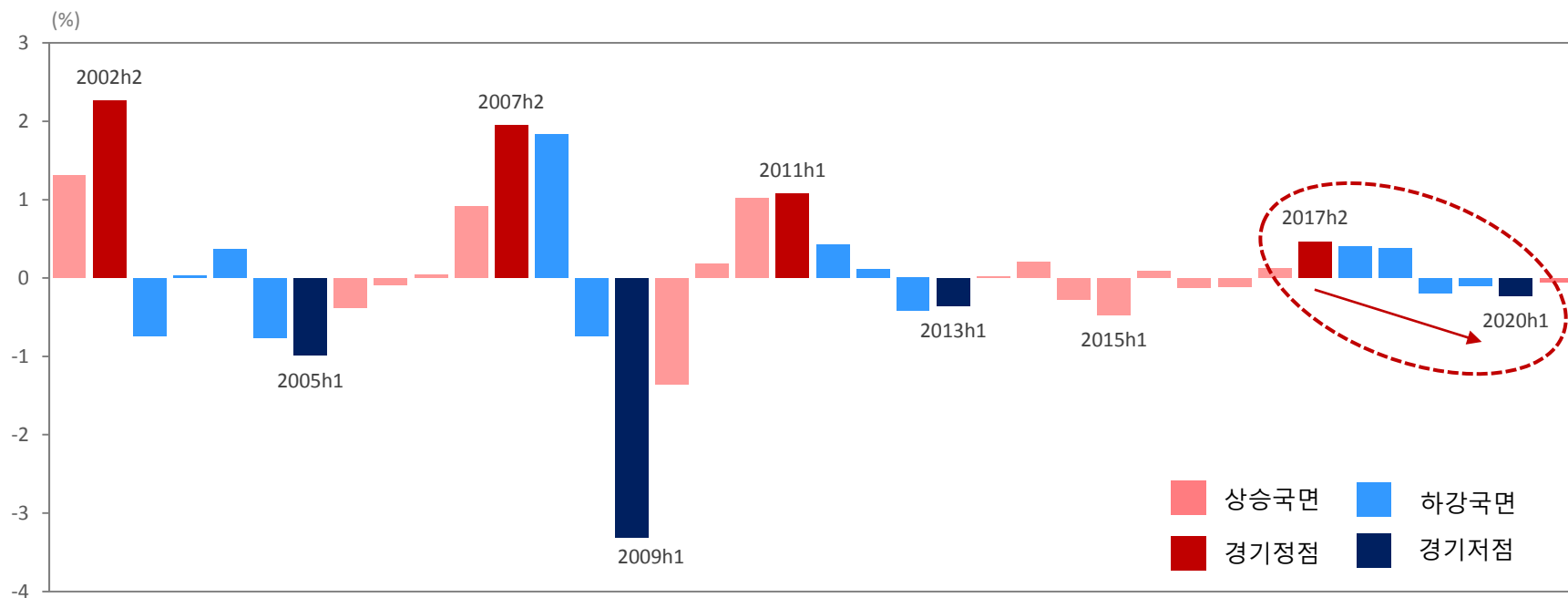
주 : 전년동기대비  
자료: 자본시장연구원

# 경기국면 전망

## 2017년 3분기 정점에 도달한 후 2020년 상반기까지 하강국면이 지속될 전망

- ▶ 금번 하강국면은 10~11분기 동안 지속될 것으로 보여 평균적인 수축기(6분기)보다 길 것으로 예상
- ▶ 성장세 둔화로 잠재성장률(2018~2020년중 2.3~2.4%)은 당초 예상보다 가파르게 하락

### GDP갭 추이 및 전망



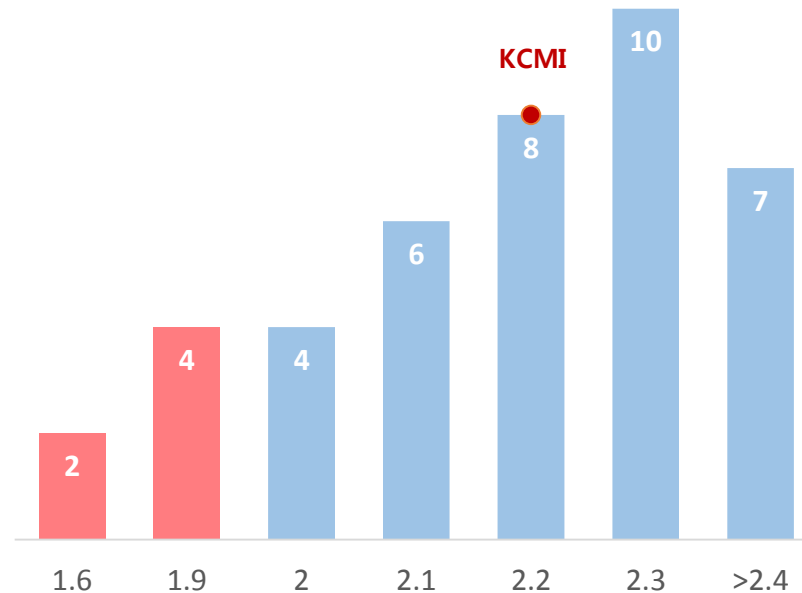
주 : GDP갭 = (실제 GDP - 잠재 GDP)/잠재 GDP

자료: 자본시장연구원

# 타 기관 전망치와의 비교

- 일부 기관들은 민간소비 부진 지속 등을 이유로 1%대의 성장률 가능성을 경고
  - › 민간소비의 추세적 둔화 및 인구절벽(15~64세 인구 2020년중 -25만명) 등을 근거로 제시

2020년 경제성장률 전망치 분포도



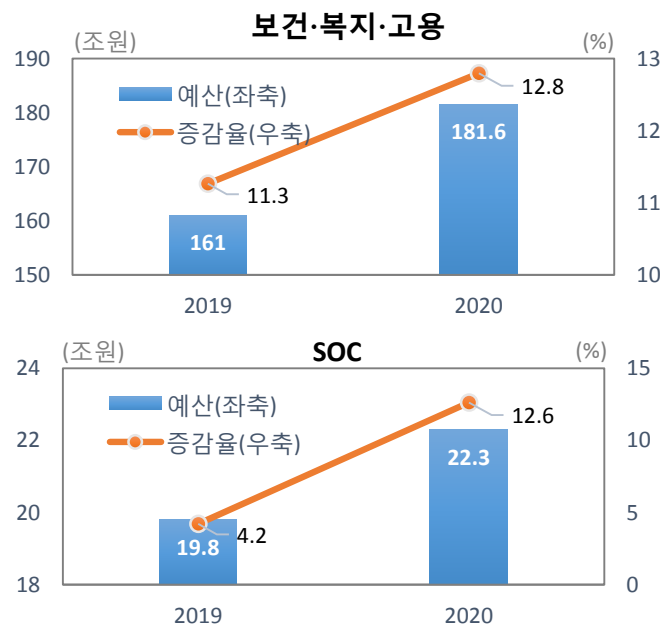
주 : 2019.11월 기준. 총 응답기관 41개사  
자료: Bloomberg



# 민간소비의 부진 심화 여부

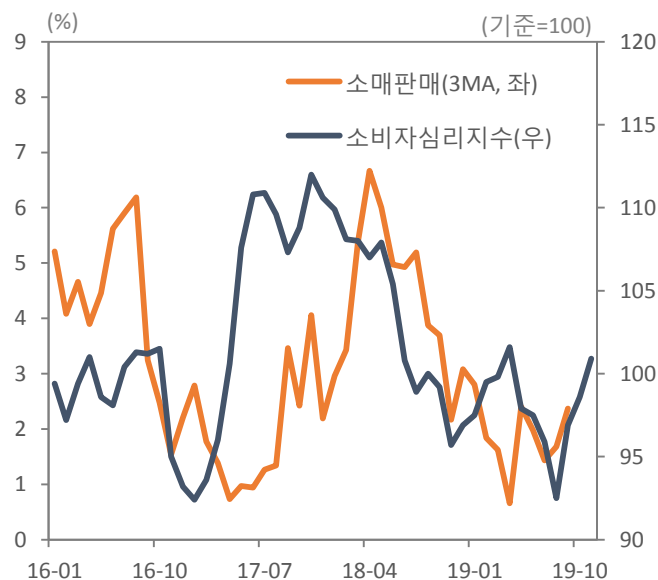
- 정부의 소득여건 확충 노력, 저물가로 인한 실질구매력 증대, 최근 소비심리 개선 조짐 및 방한 외국인 증가세 등을 감안하면 완만하게 회복될 전망
  - › 최근 소비 부진(19Q3, 1.7%)은 서늘한 여름 및 해외여행 감소 등 일시 요인에 주로 기인
  - › 민간소비의 추세증가율이 2.3% 수준인데다 경기 공행성이 높은 점을 감안하면 점진적 반등 가능성

## 정부 예산안



자료: 기획재정부

## 소매판매와 소비심리

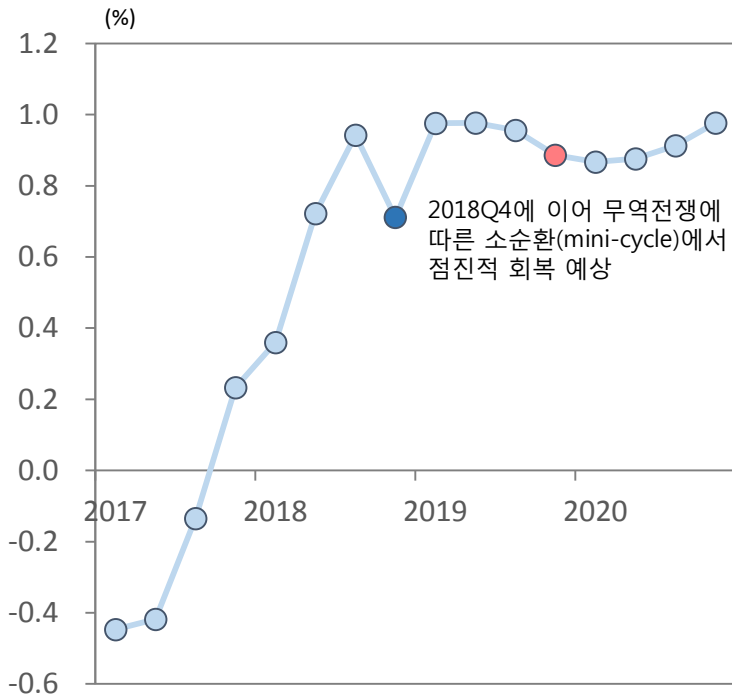


자료: 한국은행, 통계청

# 미국 통화정책 전망

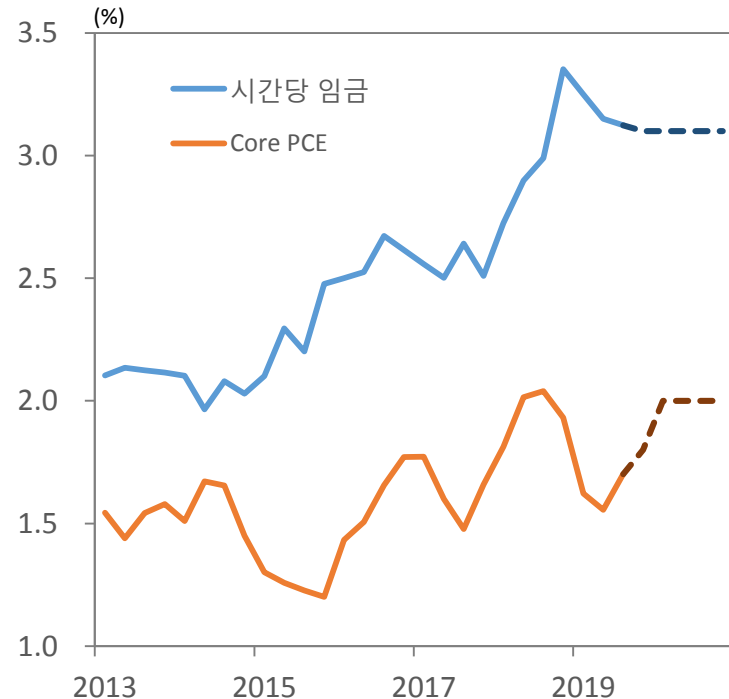
- 금리조정이 일단락되고 물가가 목표치에 근접함에 따라 2020년중 동결(1.5~1.75%) 예상
  - › 양호한 고용 및 민간소비와 함께 금리인하 및 무역분쟁 완화 등으로 투자 또한 회복될 전망
  - › 수요부문 압력을 감안할 때 임금과 물가는 연준 목표치에 부합하는 수준이 될 것으로 예상

## 미국의 GDP갭 예상 경로



자료: 자본시장연구원

## 미국의 임금 및 물가 예상 경로

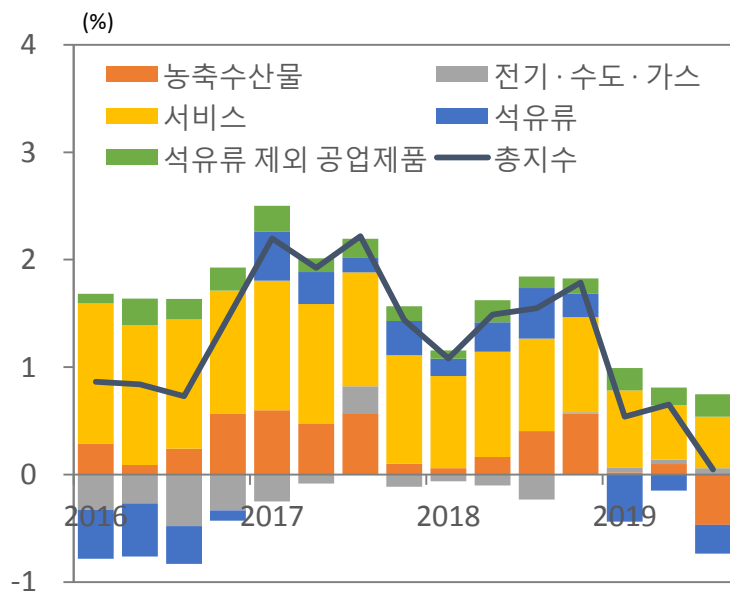


자료: Datastream, 자본시장연구원

# 국내 통화정책 여건

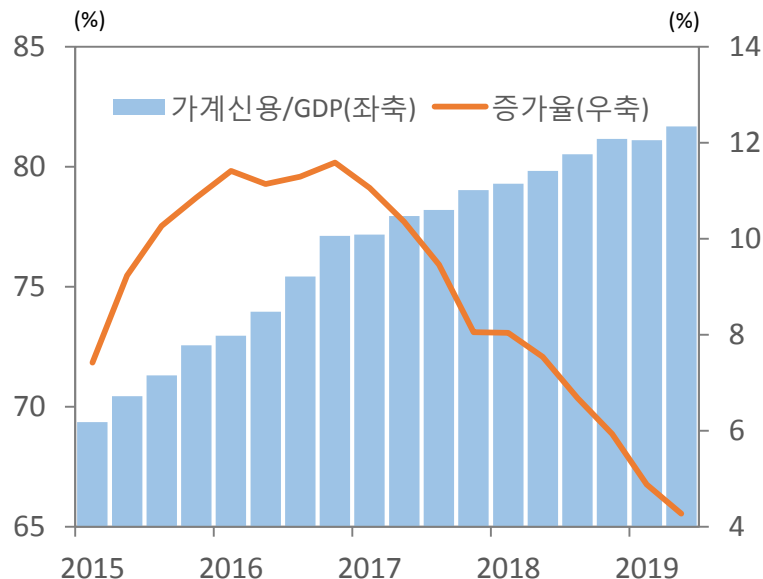
- 물가는 미약한 수요압력 및 유가 안정 등으로 2019년 0.4%, 2020년 0.9%에 머물 전망
  - › 브렌트(Brent) 유: 2019년 63.3달러 → 2020년 60달러 (EIA, 2019.10월 전망)
  - › 2019~2020년 겨울철 기후는 평년과 비슷하거나 높은 수준으로 예상 (기상청, 2019.10월 전망)
- 가계신용 증가율은 둔화되고 있으나 여전히 명목 GDP 증가율을 상회

## CPI 품목별 기여도



자료: 한국은행

## 가계신용

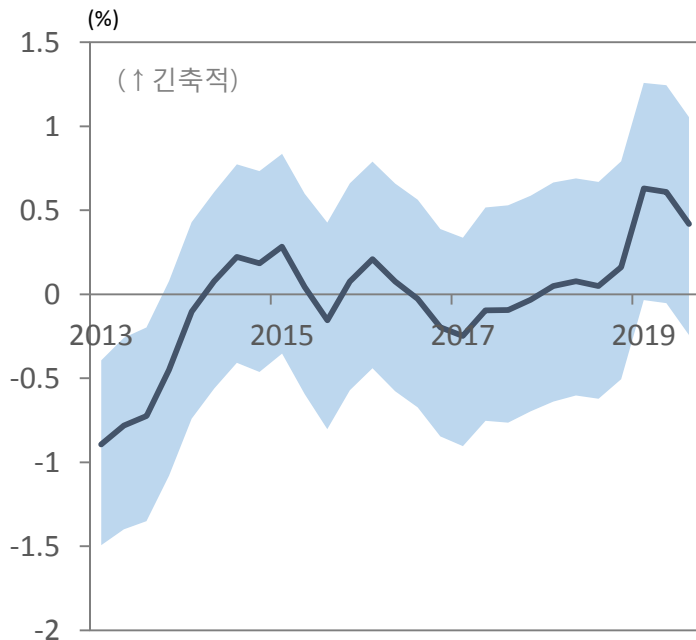


자료: 한국은행

# 국내 통화정책 전망

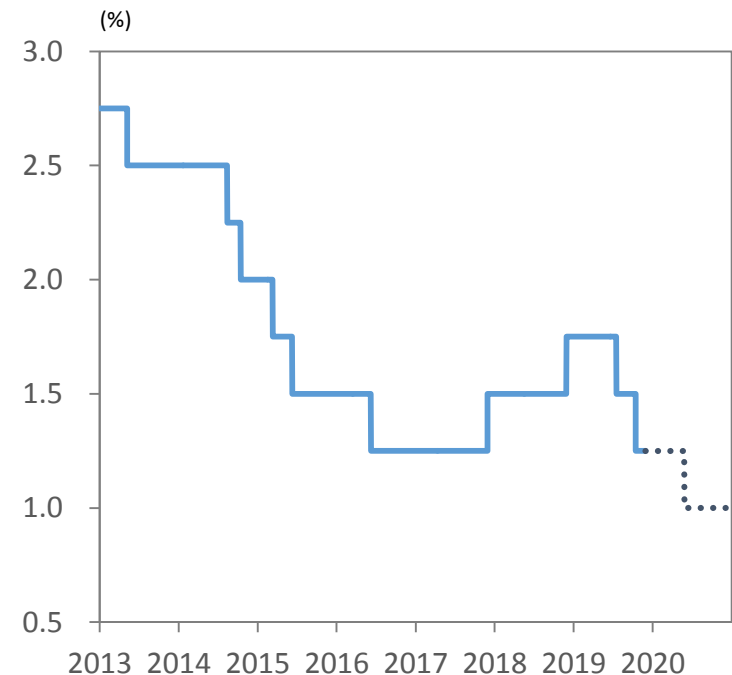
- 두 차례 금리인하에도 불구하고 물가상승률 둔화로 통화정책 완화 여지
- 경기 둔화 및 저물가에 대응하기 위해 2020년중 한차례 금리인하 예상(2020년말 1.0%)

## 실질정책금리갭



주 : 실질기준금리 - 실질중립금리. 실질중립금리(균형금리)는 Krustev(2019) 모형을 통해 추정  
자료: 자본시장연구원

## 기준금리 경로



자료: 한국은행, 자본시장연구원

## 2. 금리 전망



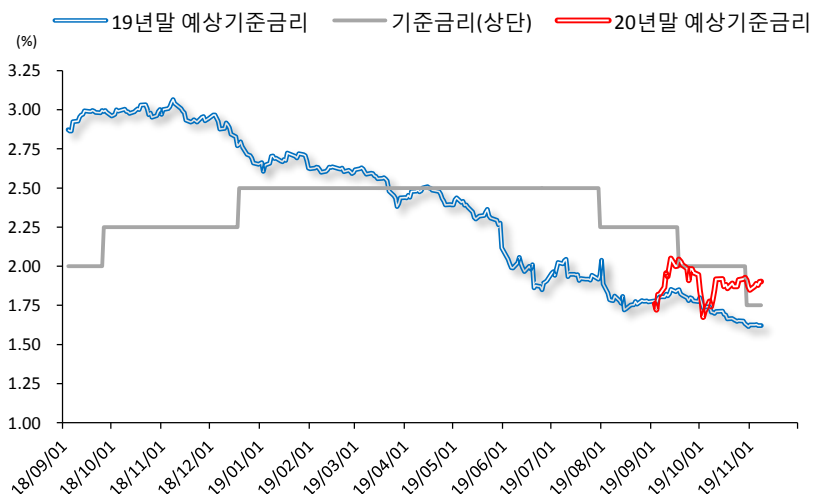
# 미국 금리 : 통화정책 요인

## ○ 시장은 2020년 중 기준금리 동결을 예상 (11월 시장금리 기준)

› 통화정책이 금리결정에 미치는 영향은 제한될 전망

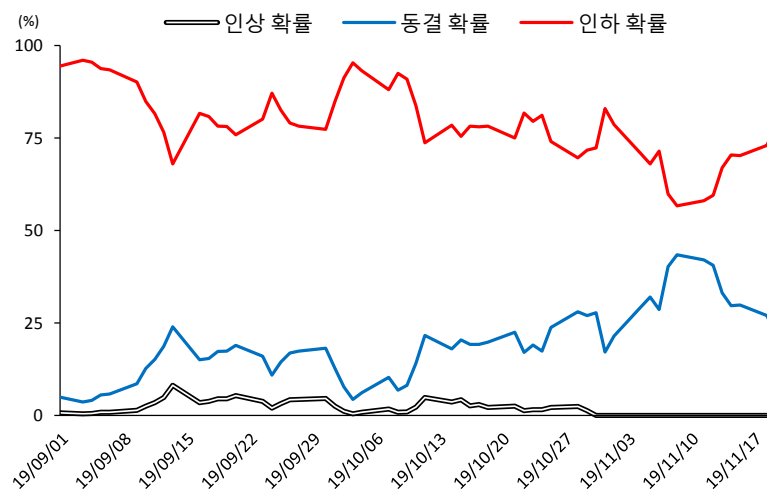
[참고] 연방기금금리선물은 내년 중 1~2회 인하 가능성을 시사 중이나,  
'선도금리편의(forward rate bias)'를 조정하면 동결을 반영 중

### 시장금리에 반영된 2020년말 기준금리 전망치



주 : 일별(2018년 9월 3일~2019년 11월 8일)로 조정ACM 모형에 의해 추정된  
2019년 12월 및 2020년 12월 예상 기준금리(위험조정 선도금리)  
자료: ACM, 자본시장연구원

### 연방기금금리선물에 반영된 2020년말 통화정책 변경 확률

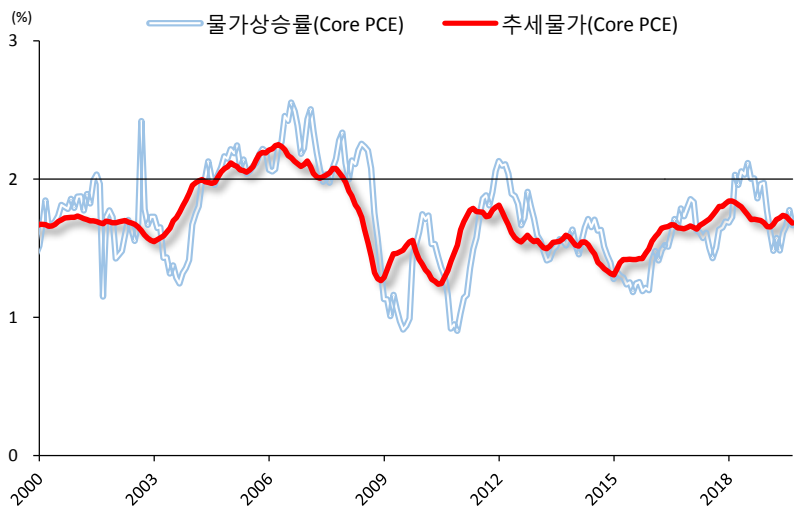


주 : 1) 2020년 12월 FOMC 기준  
2) 분석기간은 2019년 9월 1일~2019년 11월 19일  
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

# 미국 금리 : 기간 프리미엄 요인 (물가)

- 기간 프리미엄은 물가안정으로 하락한 측면이 있으나, 하락폭이 과도
  - ▶ 하반기에 추세물가가 하락세를 멈추고 안정되었으나, 기간 프리미엄은 지속적으로 하락
  - ▶ 이는 무역분쟁에 대한 우려가 미국 기간 프리미엄 하락세를 주도하였기 때문

## 분기별 물가 상승률과 추세물가 상승률

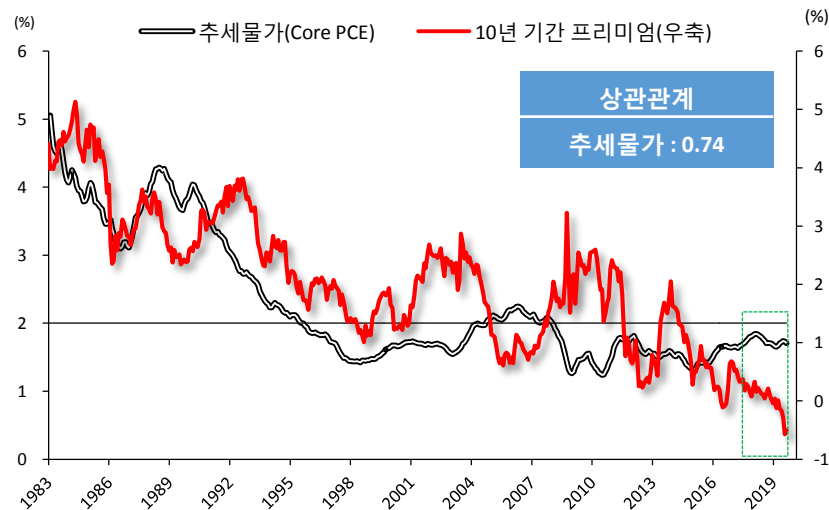


주 : 1) 추세물가 상승률은 전분기대비 물가상승률을 Stock and Watson(2016)의 모형에 적용하여 추정

2) 2002년 1분기~2019년 3분기

자료: 세인트루이스연준, 자본시장연구원

## 추세물가 상승률과 기간 프리미엄



주 : 월별(1983년 1월~2019년 9월) 추세물가 상승률 및 기간 프리미엄

자료: ACM, 세인트루이스연준, 자본시장연구원

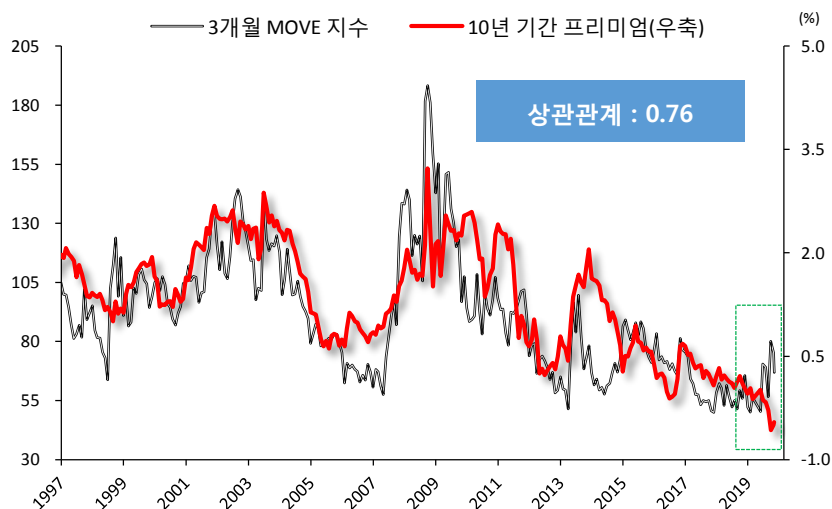


# 미국 금리 : 기간 프리미엄 요인 (금리 변동성)

## ○ 금리 변동성 측면에서도 기간 프리미엄 하락폭이 과도

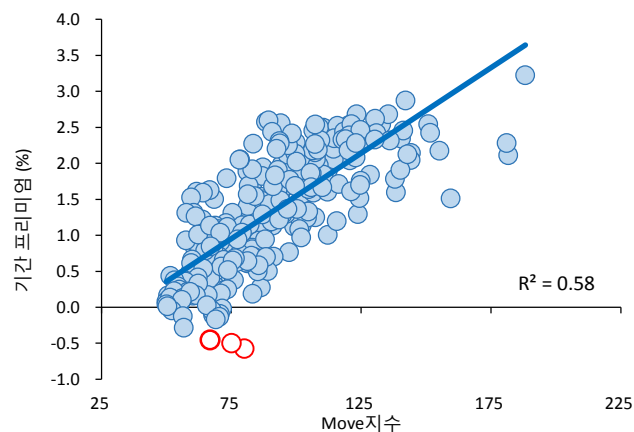
- › 금리 변동성은 금리상승위험을 종합적으로 나타내는 지표
- › 금리 변동성은 상승세로 전환하였으나, 기간 프리미엄은 10월까지 하락세를 유지

### 금리 변동성과 기간 프리미엄



주 : 1) 메릴린치 3개월 만기 MOVE(Merrill Lynch Option Volatility Estimate) 지수  
2) 1997년 1월~2019년 9월 동안의 월별 자료  
자료: ACM, 메릴린치, 자본시장연구원

### 금리 변동성과 기간 프리미엄간 관계

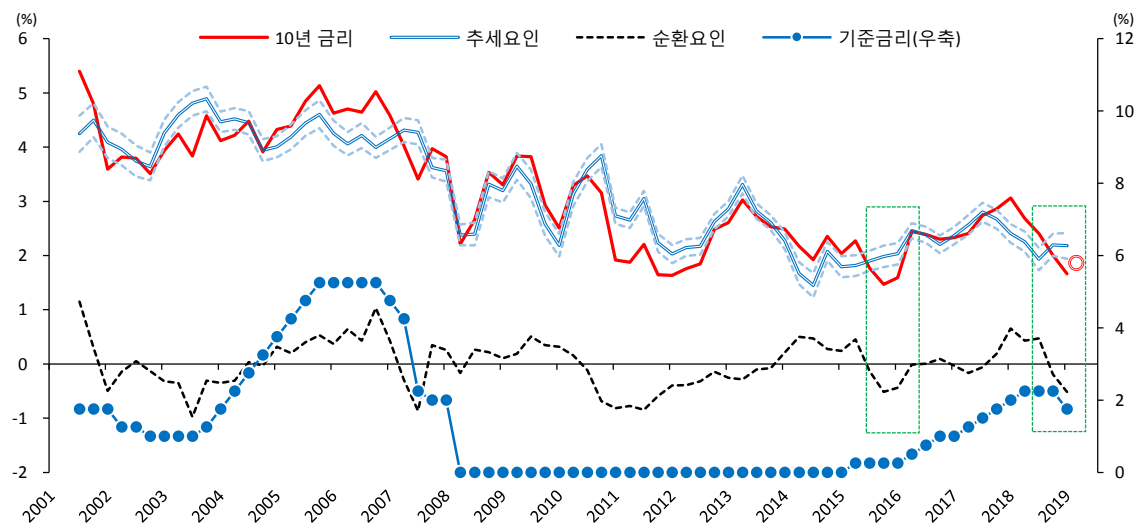


주 : 1) 1997년 1월~2019년 9월 동안의 월별 자료  
2) 빨간색 원은 2019년 7월~9월  
자료: ACM, 메릴린치, 자본시장연구원

# 미국 금리 : 기초경제여건에 부합하는 금리 수준

- 기초경제여건에 부합하는 10년 만기 금리의 구조적 수준은 1.9%를 소폭 상회
  - ▶ 잠재성장률과 추세물가로 기초경제여건을 측정
  - ▶ 3분기에 금리가 적정수준을 하향 이탈한 후 빠르게 상승하여 적정범위에 근접

기초경제여건을 고려한 미국 10년 금리의 적정수준



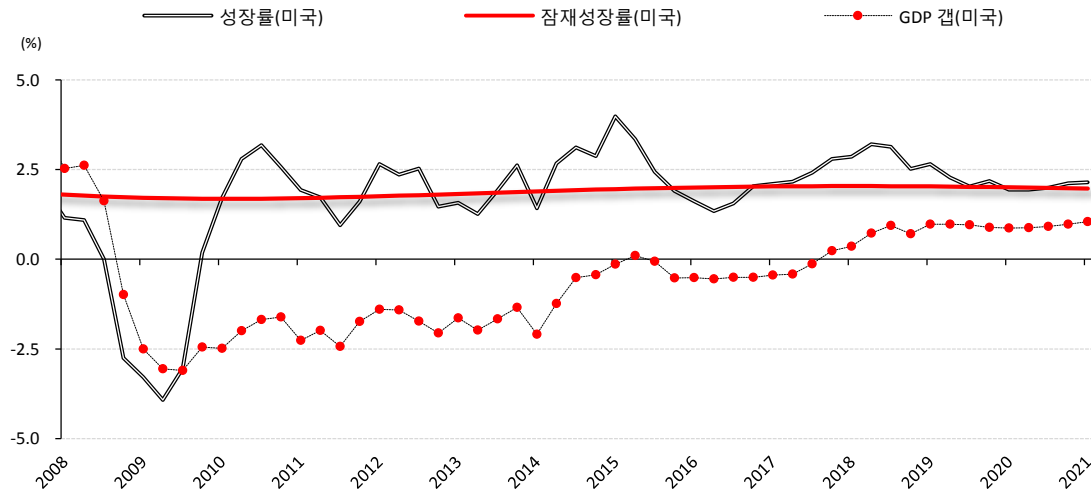
- 주 : 1) 분기별 추세금리(trend interest rate)는 Cieslak and Povala(2015)의 방법을 확장하여 추세물가(trend inflation), 추세성장률(trend growth) 및 기간 프리미엄으로부터 추정 (2001년 1분기~2019년 3분기)
- 2) 추세물가는 Stock and Watson(2016), 추세성장률(잠재성장률)은 Ahn and Min(2016) 방법을 적용하여 도출
- 3) 순환요인(cyclical component)은 시장금리와 추세금리간 차이(시장금리에서 추세금리를 차감)
- 4) 파란색 점선은 추세금리의 95% 신뢰구간 중 상단과 하단
- 5) 빨간색 원은 11월 금리 고점인 1.94%

자료: ACM, Bloomberg, 자본시장연구원

# 미국 금리 전망종합

- 강한 추세를 형성하기 보다는 1.9% 내외(10년 기준)에서 변동하며 적정금리 수준을 모색할 전망
  - › 최근 무역분쟁 불확실성이 재차 확대됨에 따라 연말·연초 금리 변동성이 증가할 가능성
  - › 이후에는 경제여건을 감안한 적정금리 수준을 모색할 전망
    - 2020년에는 경기확장국면이 지속되어 금리는 하락 보다는 상승압력이 우세
    - 다만 잠재성장률 수준의 성장세를 이어갈 전망이므로 금리 상승압력이 크지 않은 것으로 판단
  - › 통화정책 보다는 기간 프리미엄이 금리 변동을 결정할 전망
    - 무역분쟁이 심화·확대되지 않는 한 통화정책이 금리결정에 미치는 영향은 제한될 전망

미국 성장경로 추이 및 전망

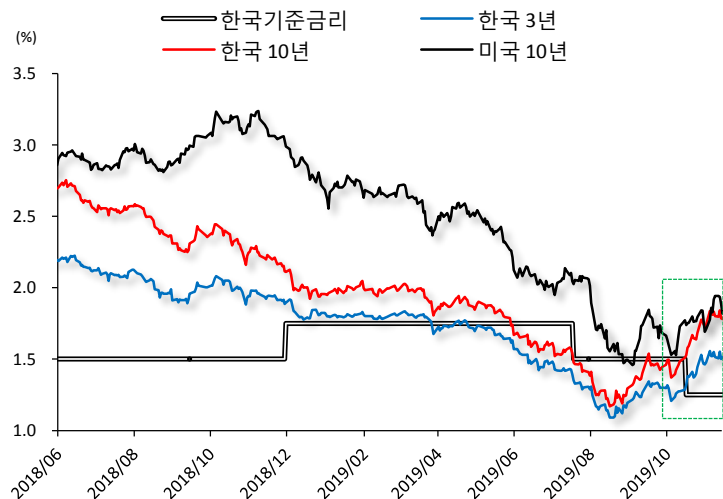


자료: 자본시장연구원

# 한국 금리 : 동향 및 이슈

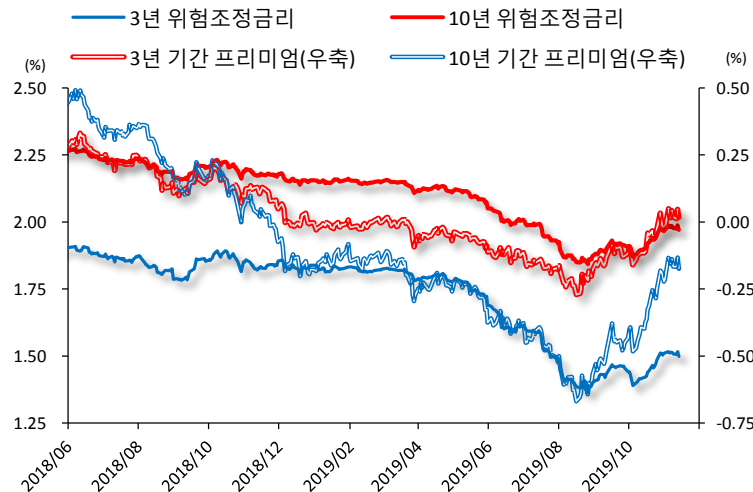
- [동향] 경기 및 물가 부진, 미국 금리 급락세 등으로 역사적 저점까지 하락한 후 급등
  - › 10년 만기를 기준으로 국내 금리의 상승폭이 미국 금리를 크게 상회
- [전망] 2020년 국내 금리변동의 주요 이슈는 기초경제여건 대비 적정금리 수준이 될 전망
  - › 국내 경기의 장기추세와 회복강도가 미국에 미치지 못하는 점을 감안할 때, 국내 금리의 적정 수준에 대한 관심이 증가
  - › 수급요인이 금리변동에 마찰적 요인으로 작용할 가능성이 있어 적정금리 수준 파악이 중요

## 국내 금리 추이



주 : 일별자료(2018년 6월 1일~2019년 11월 13일)  
 자료: Bloomberg, 자본시장연구원

## 금리 구성요소 추이



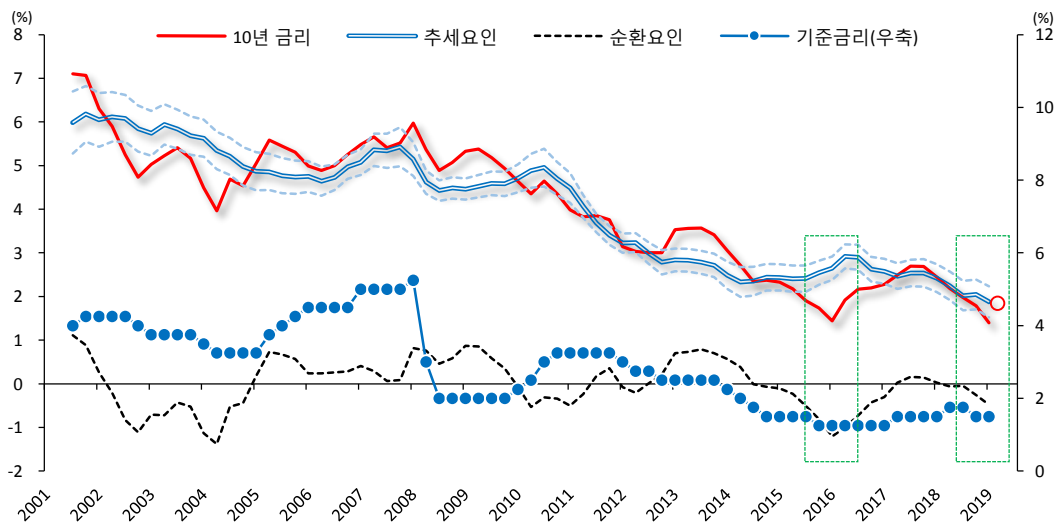
주 : 위험조정금리 및 기간 프리미엄은 ACM모형을 통해 추정  
 (일별자료: 2018년 6월 1일~2019년 11월 13일)  
 자료: ACM, KIS채권평가, 자본시장연구원

# 국내 금리 : 기초경제여건에 부합하는 금리 수준

## ○ 3분기에 기초경제여건 대비 과도하게 하락한 후 적정수준으로 복귀

- ▶ 잠재성장률과 추세물가를 고려한 10년 추세금리는 1.8%를 소폭 상회하는 수준 (추세금리의 95% 신뢰구간 하단은 1.5% 내외)
- ▶ 10월 이후 금리가 급등하여 적정범위에 진입
- ▶ 국내 추세금리는 2020년에도 하락세를 이어갈 전망

기초경제여건을 고려한 국내 10년 금리의 적정수준



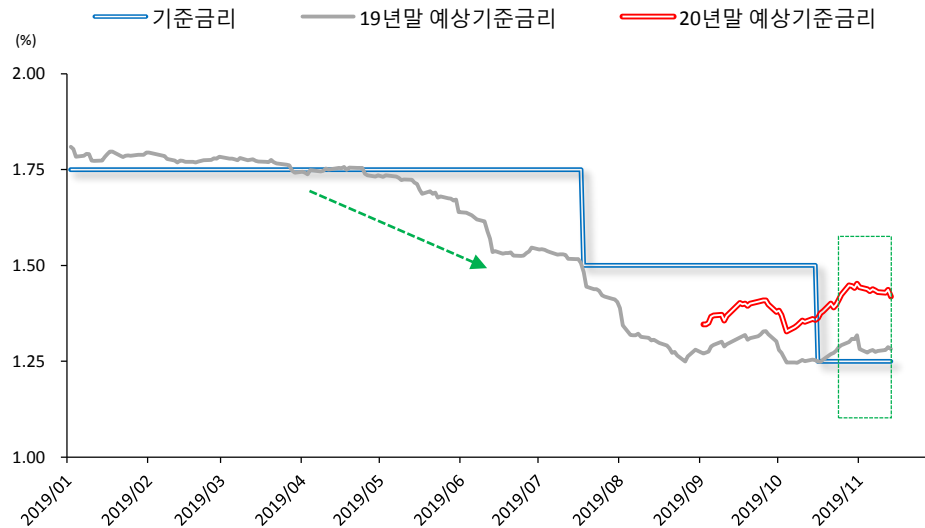
- 주 : 1) 분기별 추세금리는 Cieslak and Povala(2015)의 방법을 확장하여 추세물가 및 추세성장률로부터 추정  
2) 추세물가는 Stock and Watson(2016), 추세성장률(잠재성장률)은 Ahn and Min(2016) 방법을 적용하여 도출  
3) 순환요인은 시장금리(분기평균)와 추세금리간 괴리 (시장금리에서 추세금리를 차감)  
4) 파란색 점선은 추세금리 95% 신뢰구간의 상단 및 하단  
5) 빨간색 원은 하반기 금리고점(11.12일, 1.84%)

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

# 국내 금리 : 통화정책 요인

- 시장은 2020년중 기준금리 동결을 예상 (11월 시장금리 기준)
  - › 국내 금리는 2019년중 기준금리 인하경로를 합리적으로 선반영해온 것으로 평가
  - › 본고 통화정책전망에서는 2020년중 1회의 금리인하를 예상

시장금리에 반영된 2020년말 기준금리 전망치



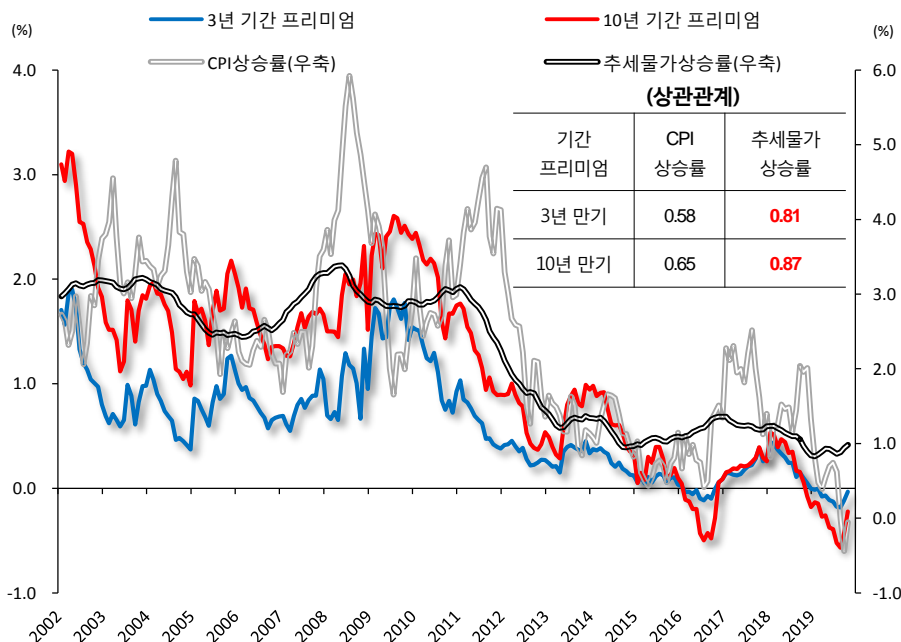
주 : 1) 위험조정 선도금리는 ACM 모형으로 추정  
2) 2019년 1월 2일~2019년 11월 13일 동안의 일별 자료  
자료: ACM, KIS채권평가, 자본시장연구원

# 국내 금리 : 기간 프리미엄 요인 (물가)

## 2019년중 기간 프리미엄 하락의 주요 요인은 물가안정

- 국내 물가는 2020년중 기저효과 등의 영향으로 반등할 수 있겠으나,
- 금리변동에 중요한 추세물가가 상승세로 반전할 지는 매우 불확실
- 저물가 지속과 함께 물가 변동성 하락 또한 국내 금리 하락세를 견인

### 추세물가 상승률과 기간 프리미엄

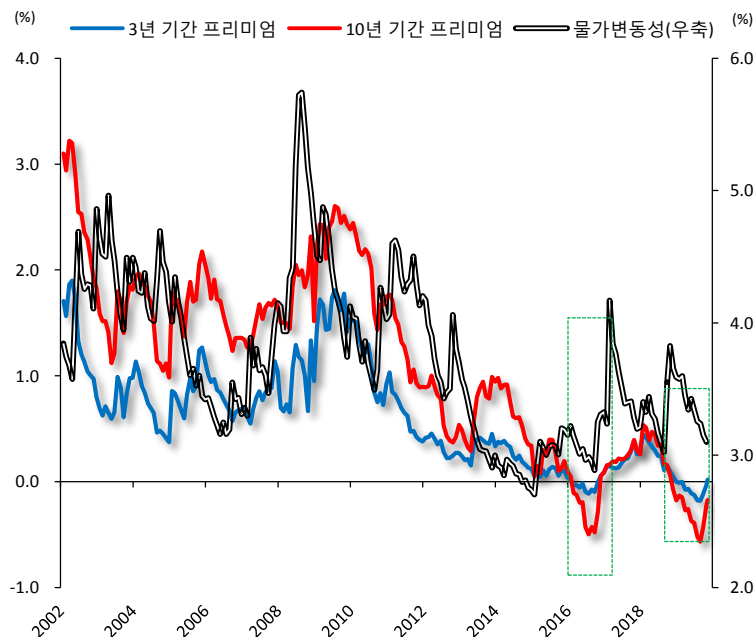


주 : 1) 월별 추세물가 상승률은 Stock and Watson(2016)을 통해 추정

2) 2002년 1월~2019년 10월

자료 : ACM, KIS채권평가, 한국은행, 자본시장연구원

### 구조적 물가 변동성과 기간 프리미엄



주 : 구조적 변동성은 CPI 상승률을 Engle and Lee(1999)의 Component Garch 모형에 적용하여 추정

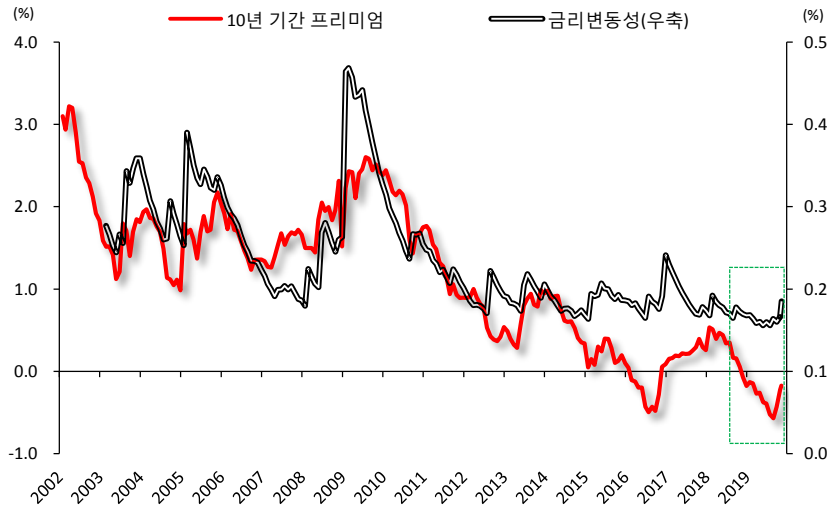
자료 : ACM, KIS채권평가, 한국은행, 자본시장연구원

# 국내 금리 : 기간 프리미엄 요인 (금리 변동성 및 대외요인)

## ● 금리 변동성 및 미국 기간 프리미엄이 국내 기간 프리미엄 확대를 촉발

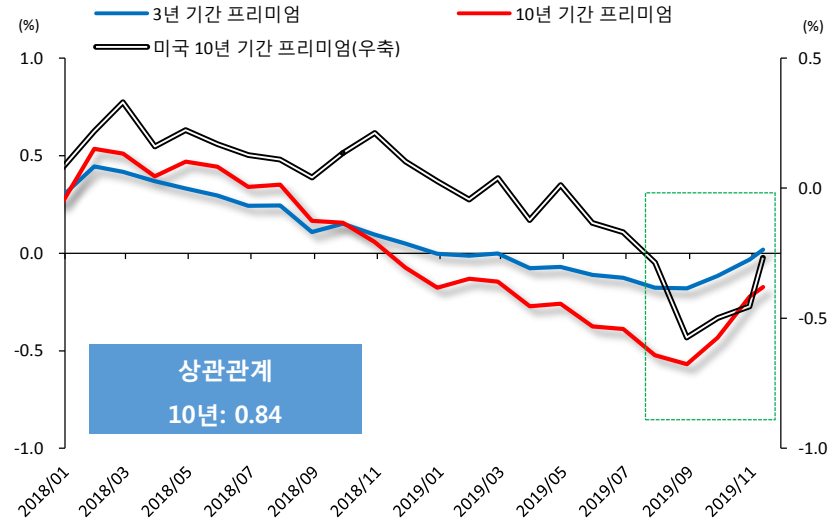
- › 금리 불확실성은 올해 8월에 역사적 저점까지 하락한 후 확대 중
- › 미국 기간 프리미엄 확대가 국내 금리상승의 핵심 요인

### 금리 변동성과 기간 프리미엄



주 : 금리변동성은 월별(2003년 1월~2019년 10월) 10년 금리 변화를 Engle and Kroner(1995) 모형에 적용하여 추정  
자료: ACM, KIS채권평가, 자본시장연구원

### 한미 기간 프리미엄 동조화



주 : 월별(2018년 1월~2019년 10월) 한미 기간 프리미엄  
자료: ACM, KIS채권평가, 자본시장연구원

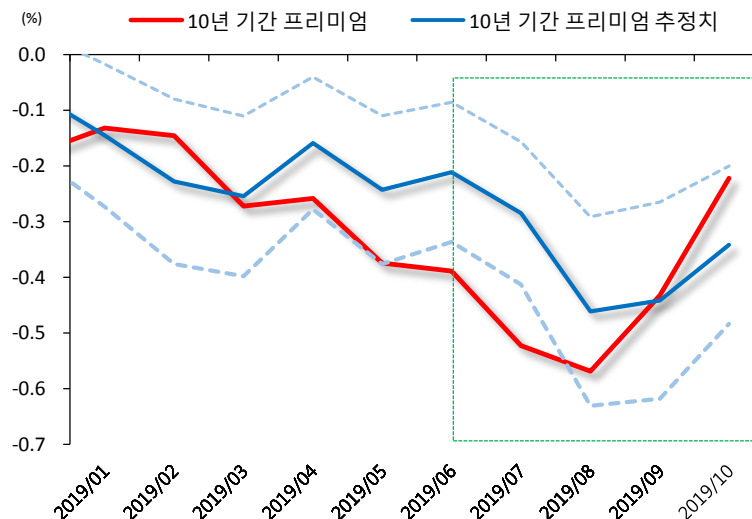
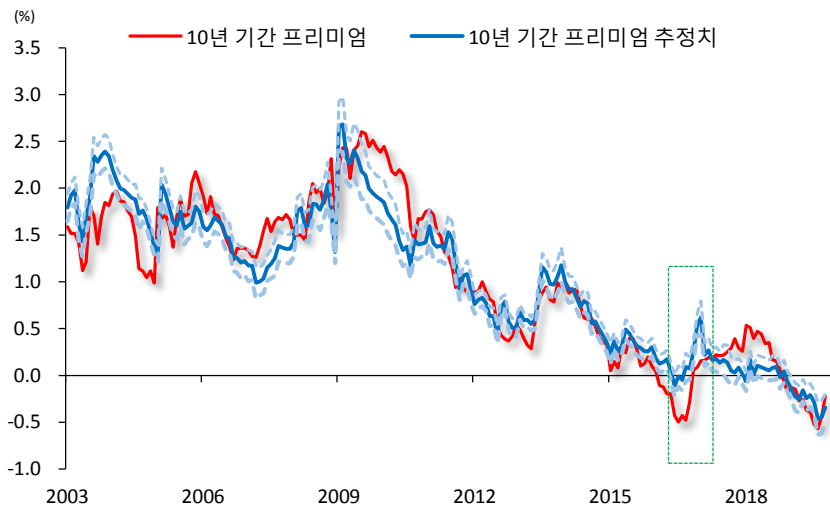


# 국내 금리 : 걱정 기간 프리미엄

## ○ 기간 프리미엄은 걱정수준을 하향 이탈한 후 걱정범위 상단까지 급등

- › 기간 프리미엄이 걱정수준 보다 과도하게 낮을 경우 예기치 않게 확대될 리스크가 상존
- › 2019년 중에도 기간 프리미엄이 걱정 수준을 하향 이탈하며 금리가 역사적 저점까지 하락
- › 이후 9월과 10월에 기간 프리미엄이 급등하여 걱정범위(95%신뢰구간) 상단 부근까지 확대

### 순환적 · 구조적 요인을 고려한 걱정 기간 프리미엄



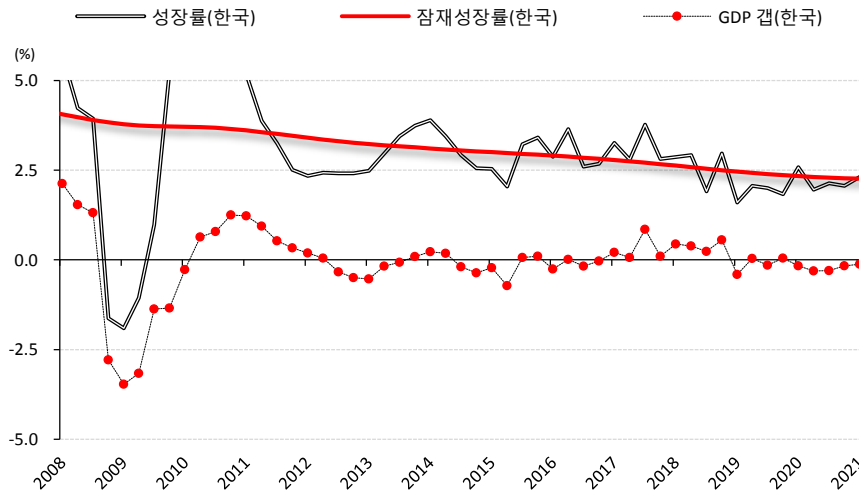
주 : 1) 2003년 1월부터 2019년 10월까지 월별 10년 기간 프리미엄을 ① 기준금리, ② 10년 금리 변동성(Engle and Kroner, 1995), ③ 추세물가(Stock and Watson, 2016), ④ 물가상승률의 구조적 변동성(Engle and Lee, 1999), ⑤ 미국 10년 만기 기간 프리미엄(ACM)에 대해 회귀분석  
2) 기준금리와 물가상승률 구조적 변동성은 물가상승률에 의해 설명되지 않는 요인만을 고려(순수 기준금리 요인, 순수 물가 변동성 요인)  
3) 파란색 점선은 기간 프리미엄 추정치의 95% 신뢰구간

자료: ACM, KIS채권평가, 한국은행, 자본시장연구원

# 한국 금리 전망종합

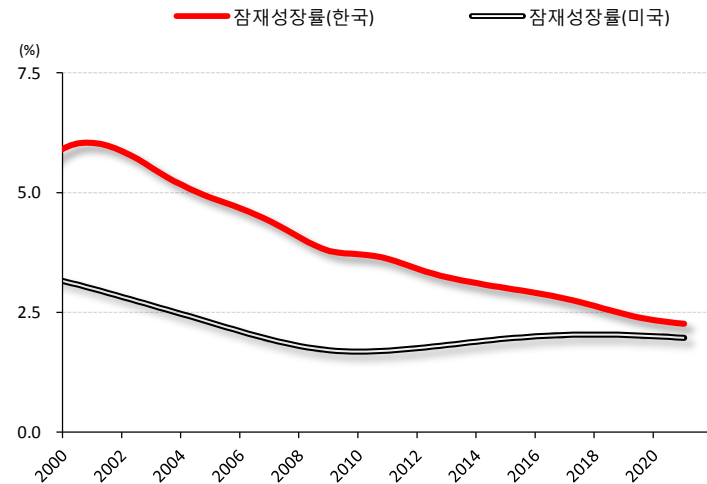
- 기초경제여건을 반영한 적정수준(10년: 1.8% 내외, 3년: 1.5% 내외)을 중심으로 변동할 전망
  - › 물가는 안정세를 유지, 성장경로는 경기순환적 요인보다 추세적 요인이 중요할 전망
    - 국내 경제는 잠재성장률이 하락하는 가운데 경기 변동폭이 크게 축소
    - 2020년 하반기에 예상되는 경기회복은 잠재성장률이 하락한 결과
  - › 2020년에 기준금리가 1회 정도 인하되더라도 시장금리에 미치는 영향은 크지 않을 전망
  - › 투자측면에서는 추세를 추종하기 보다 위험을 관리하며 중기적으로 접근할 필요

## 한국 성장경로 추이 및 전망



자료: 자본시장연구원

## 한미 잠재성장률 추이



### 3. 주식 및 환율 전망

# **(1) 주식 전망**

# 2019년 미국 주식시장 개황

- 금리인하, 성장세 회복으로 상승세를 유지하는 가운데, 무역분쟁 및 경기침체 우려에 따라 등락을 거듭
  - › 2018년 4분기중 지수 조정의 요인이었던 기준금리 인상기조, 무역분쟁으로 인한 경기둔화 우려가 2019년 1분기에 해소되면서 S&P500지수는 상승세로 전환하여 조정폭을 빠르게 회복
  - › 5월 이후 무역분쟁과 경기침체 우려로 인해 지수가 등락을 거듭하였으나 대체로 상승세를 유지

## 2019년 S&P500지수 추이



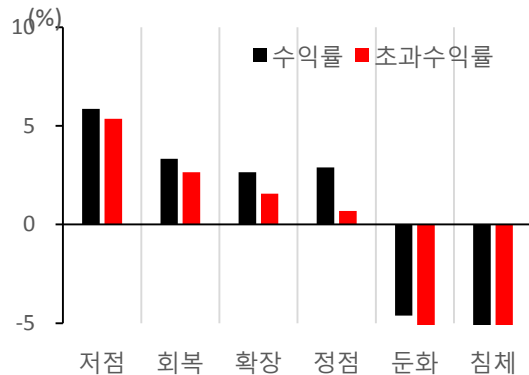
자료: Bloomberg

# 2019년 미국 주식시장 동향 분석

## 2019년 미국은 경기순환 국면상 확장국면을 이어가며 주식시장 상승세 유지

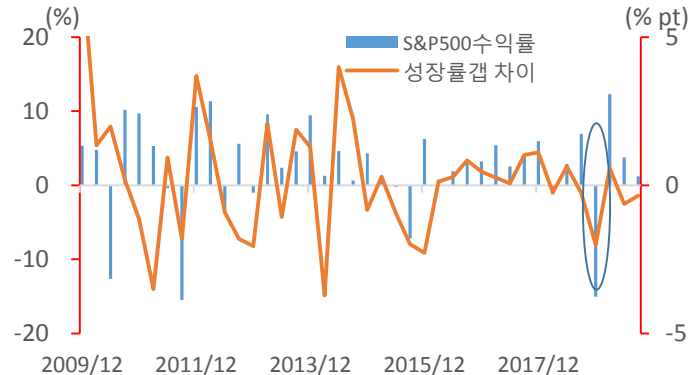
- > 확장 국면에서는 잠재성장률 이상의 양호한 성장세 유지로 주식시장은 상승하는 경향
- > 5월 무역분쟁 재점화 이후 경기 침체 우려와 함께 S&P500지수는 등락을 거듭하는 가운데, 성장률과 기업 실적이 예상보다 양호하여 지수는 상승세 유지
  - 3분기까지 S&P500 기업들의 실적은 전년 동기대비 감소하였으나 예상보다는 양호하였으며, 2020년부터는 다시 증가 추세로 전환될 것으로 기대

경기 국면별 S&P500 수익률



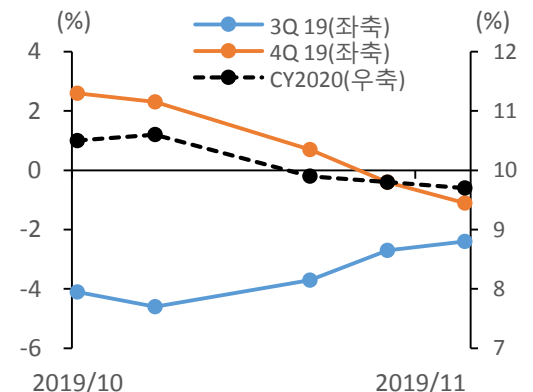
주 : 1) 분기 수익률의 국면별 평균, 초과 수익률은 3M T-bill 수익률을 차감, 1982년 3분기 ~2018년 4분기  
 자료: Bloomberg, 자본시장연구원

지수 수익률<sup>1)</sup>과 성장률갭 차이<sup>2)</sup>



주 : 1) 분기 수익률(좌축), 2)직전 4분기 평균 성장률갭과의 차이(우축)로 연율화, 2009년 이후 주가 상승 시기인 회복 및 확장 국면.  
 자료: Bloomberg, 자본시장연구원

S&P500 이익 증가율 전망 추이



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

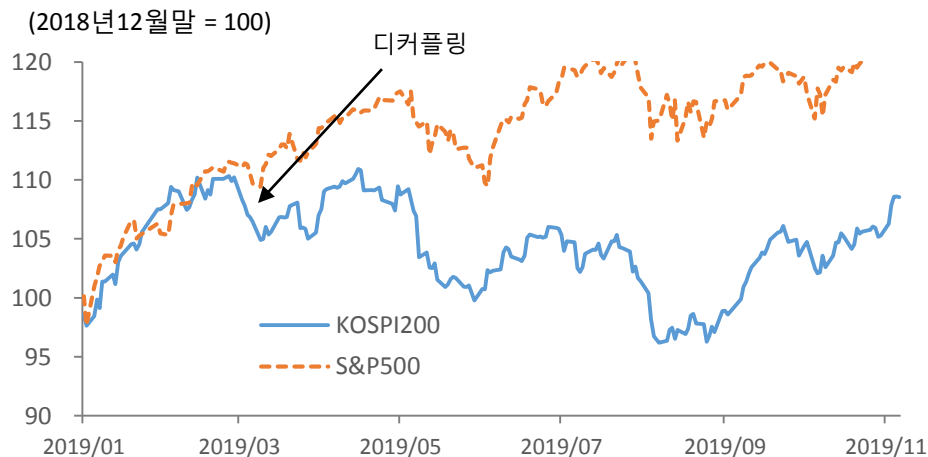
# 2020년 미국 주식시장 전망

- 미국 주식시장은 2020년 상승세를 유지하겠으나, 경기 정점에 근접하면서 주가 상승폭은 크지 않을 전망
  - › 과거 Late cycle에서는 주가가 상승하는 추세를 유지해 왔으며 경기가 정점에 진입해야 하락 추세로 전환하는 경향이 있었으므로 2020년에도 주가 상승세가 유지될 것으로 예상
    - 2019년 하반기는 무역분쟁 효과 등으로 성장률이 다소 하락하였지만, 2020년은 잠재성장률 이상의 성장세를 유지할 것으로 기대
    - 다만, 성장률이 2019년보다는 낮은 수준을 유지할 것으로 예상되어 주가의 상승폭도 제한될 전망
    - 무역분쟁 효과로 감소세를 보였던 기업들의 이익이 증가세로 전환될 전망 (2018년 수준보다 낮은 증가율 예상)
  - › 금리는 주가 밸류에이션을 훼손할 정도의 상승 추세로 전환되지 않을 것으로 예상되어 주식시장에 긍정적으로 작용할 전망
  - › 무역분쟁이 다시 격화되면서 성장률이 하락하여 경기가 2020년중 둔화 및 침체 국면에 진입할 경우 주식시장도 큰 조정을 겪을 것으로 예상

# 2019년 국내 주식시장 개황

- 글로벌 주식시장 호황에도 불구하고 성장세 둔화 우려와 무역분쟁으로 등락을 거듭
  - › 2019년 1분기중 국내 주식시장은 미국 금리의 안정 및 무역분쟁 완화로 글로벌 주식시장 상승세에 동조
    - 반도체 경기의 저점 인식과 위험선호 분위기 확산으로 외국인 순매수 유입 (1분기 KOSPI 시장 4.5조원)
  - › 무역분쟁 악화, 기업 실적 부진과 국내 성장세 둔화로 2분기부터 국내 주식시장은 약세를 보였으며 무역분쟁이 완화된 4분기 전후로 회복 추세
    - 2019년 3분기까지 KOSPI 상장사 순이익은 전년동기대비 40% 감소하였으며 삼성전자와 SK하이닉스를 제외한 상장사 순이익도 24% 하락

2019년 KOSPI200지수와 S&P500지수 추이



자료: Bloomberg

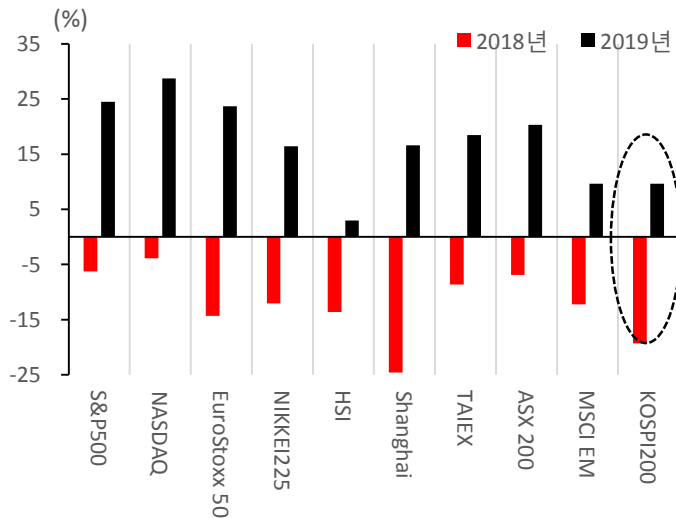


# 2019년 국내 주식시장 동향

○ 2019년 KOSPI200지수는 상승(11월 15일까지 +9.7%)하였으나, 해외 주요 지수 대비 상대적으로 저조한 성과

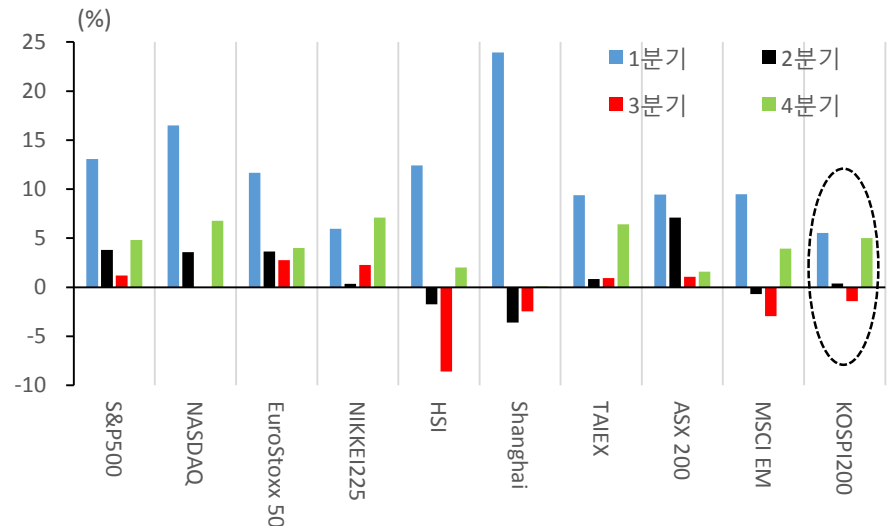
- › 2019년 글로벌 주식시장이 반등한 가운데, 상반기중 상대적으로 부진한 성과
- › 무역분쟁이 완화된 4분기 전후로 KOSPI200 지수는 반등하며 양호한 성과 시현

2018년, 2019년 주요 지수 수익률



주 : 2019년은 11월15일 기준  
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

2019년 시기별 주요 지수 수익률

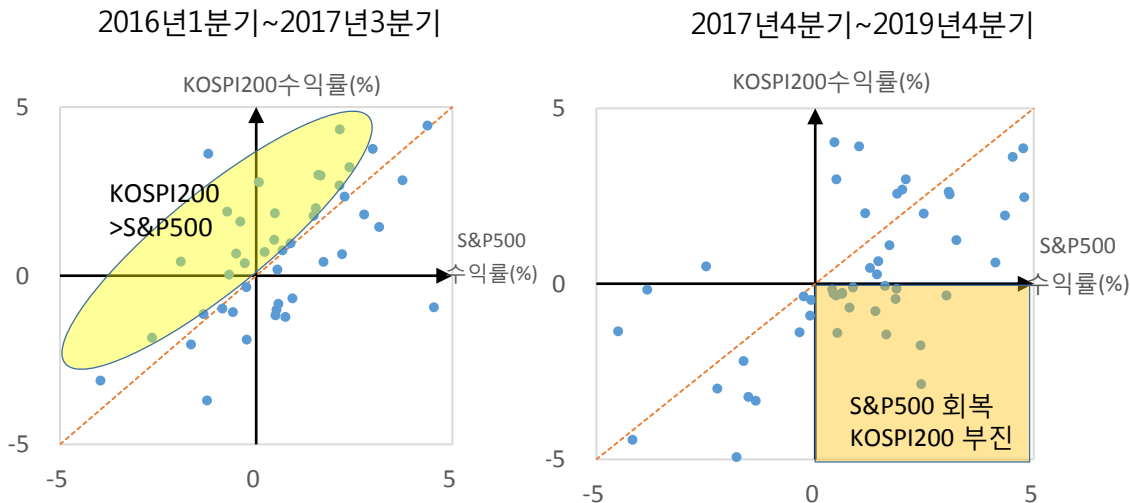


주 : 4분기는 11월15일 기준  
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

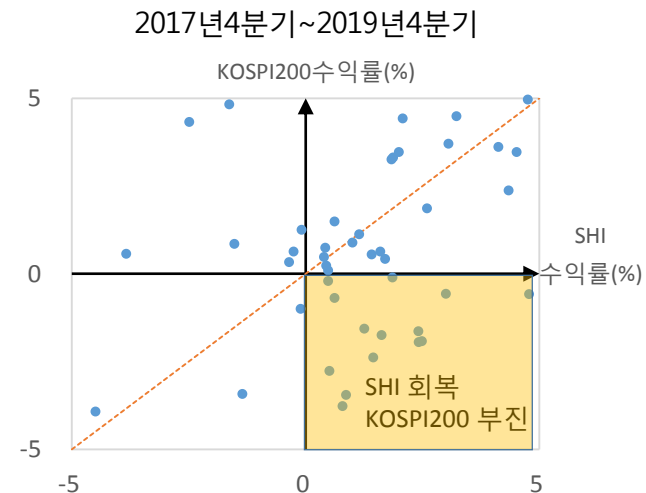
# 2019년 국내 주식시장 동향

- 2018년부터 국내 주식시장은 글로벌 주식시장 조정 기간에 동반 하락하였으나 회복 시기에 같이 상승하지 못하는 추세
  - 국내 경기의 확장기(2016년 1분기~2017년 3분기)에는 KOSPI200지수가 미국이나 중국 지수보다 좋은 성과를 나타내는 시기가 많았던 상황 (노란색 영역)
  - 국내경기가 정점에 도달한 2017년 4분기부터 지수 성과의 격차가 확대
    - 미국은 주식시장의 조정 이후에 견조한 성장세와 기업실적을 기반으로 반등
    - 2018년부터 국내 상장사 실적 악화 및 성장세 둔화 뿐만 아니라 수출 감소 등 무역분쟁의 영향도 증가

KOSPI200과 S&P500 수익률



KOSPI200과 상해지수 수익률



주 : 가로축은 S&P500 수익률과 상해지수(SHI) 수익률, 세로축은 KOSPI200 수익률을 표시 (2주 기간의 수익률), 2019년은 10월31일까지 반영  
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

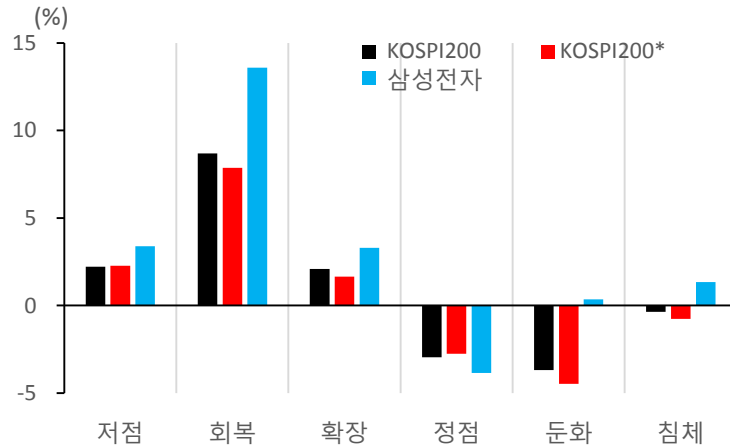
# 과거 경기순환 국면과 국내 주식시장

## ○ 주가 수익률은 경기 저점부터 회복, 외국인 자금은 그 직전인 침체국면부터 유입

주) 2019년은 특히 삼성전자의 수익률과 외국인 순매수 규모가 KOSPI 지수 전체에 끼치는 영향이 큰 상황으로 삼성전자를 분리하여 분석 (KOSPI\*, KOSPI200\*는 삼성전자를 제외한 지수)

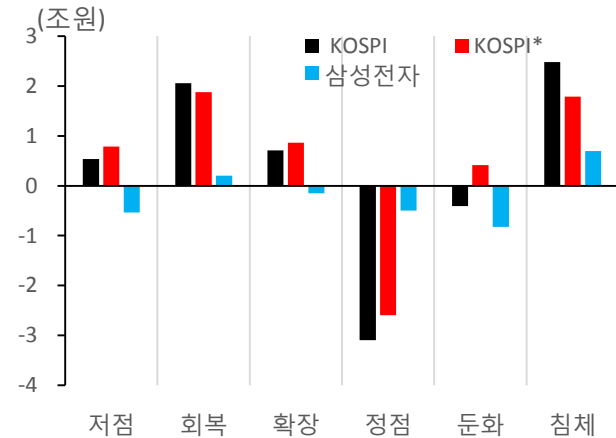
- › 삼성전자를 제외한 지수도 저점~확장국면에서 상승하며, 외국인자금도 저점 직전부터 유입되는 경향
- › 과거 삼성전자를 제외한 기업들의 상황도 국내 경기 국면과 밀접한 관계를 보이는 것으로 추정

국내 국면별 수익률



주 : 분기 수익률의 국면별 평균, 기간은 1998년1분기~2018년4분기,  
KOSPI200\*는 삼성전자 제외지수(자체 산출)  
자료: FnGuide, 자본시장연구원

국내 국면별 외국인순매수



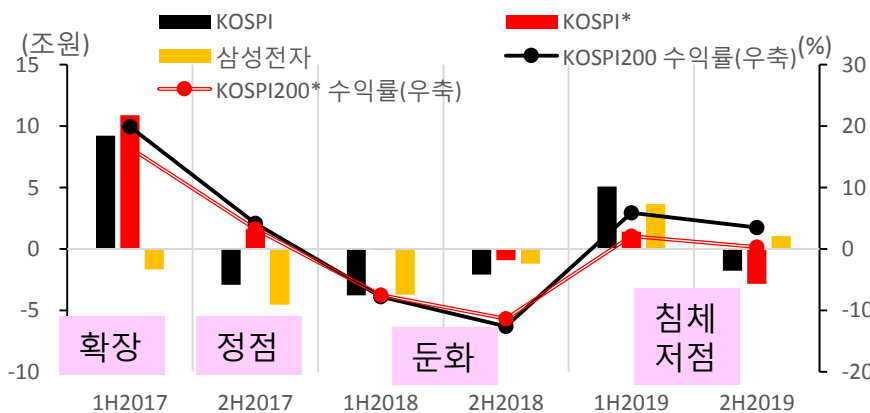
주 : 분기 순매수의 국면별 평균, 1998년1분기~2018년4분기,  
KOSPI\*는 삼성전자 제외분(자체 산출)  
자료: FnGuide, 자본시장연구원

# 최근 경기순환 국면과 국내 주식시장

○ 2019년은 삼성전자 효과로 인하여 KOSPI와 KOSPI\*의 괴리가 상대적으로 증가

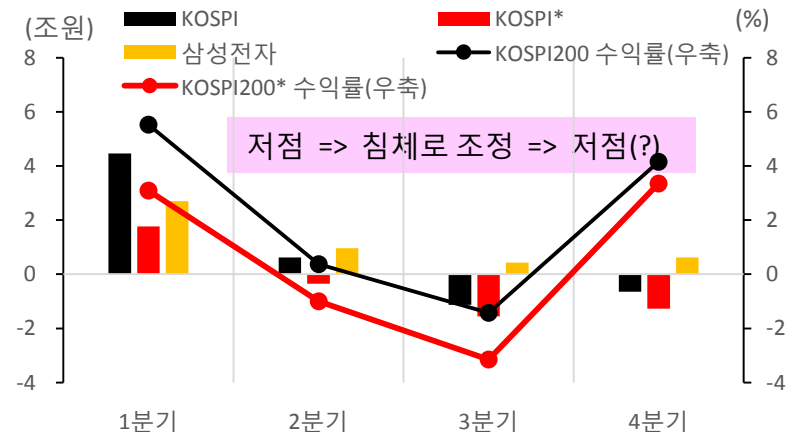
- ▶ 2019년 KOSPI200지수는 9.7% 상승하였으나, KOSPI200\*지수는 2.4% 상승에 불과 (11월15일 기준)
- ▶ 동기간 KOSPI200과 KOSPI200\*의 외국인 순매수 규모도 각각 4.9조원, 0.2조 원으로 괴리가 큰 상황
- ▶ 2017년부터 경기순환국면과 지수들 추이를 보면 2019년부터 지수간 괴리가 증가
  - 외국인 자금이 유입되었으나 국내 성장세의 회복보다는 글로벌 반도체 경기 회복 기대로 반도체 종목으로 집중
- ▶ 향후 삼성전자를 제외한 지수의 성과 회복 여부는 국내 경기회복과 밀접하게 연관될 것으로 판단
  - 4분기중 KOSPI200과 KOSPI200\*의 괴리가 축소되는 추세

외국인 순매수 추이와 지수 수익률 추이



주 : KOSPI\*, KOSPI200\*는 삼성전자 제외지수(자체 산출), 2019년은 11월15일 기준  
자료: FnGuide, 자본시장연구원

2019년 외국인 순매수와 지수 수익률 추이



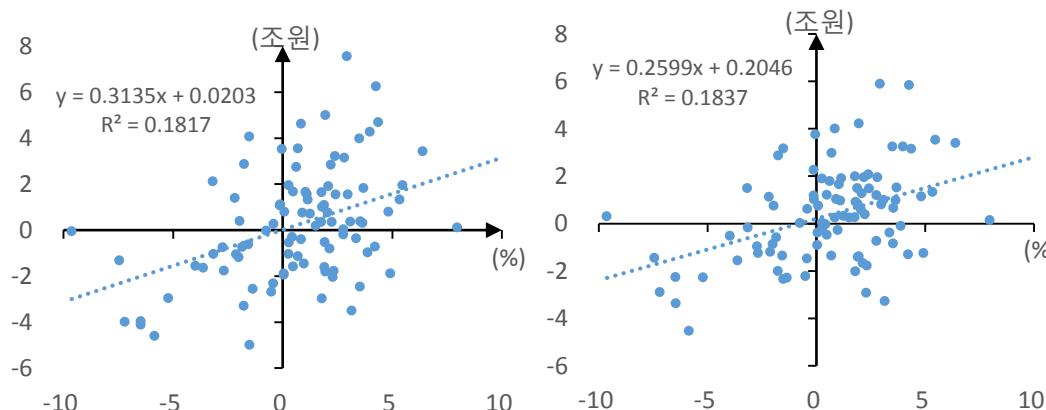
주 : KOSPI\*, KOSPI200\*는 삼성전자 제외지수(자체 산출), 2019년은 11월15일 기준  
자료: FnGuide, 자본시장연구원

# 미국과 국내 주식시장의 관계 분석

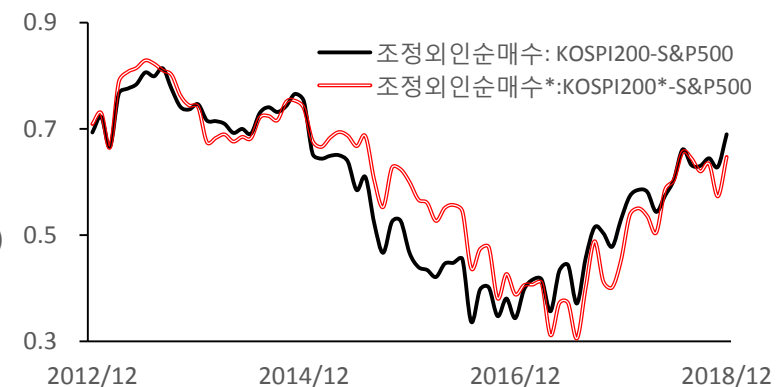
○ 미국 주식시장 효과를 제외한 KOSPI 시장 외국인 순매수 규모는 국내 주식의 상대 수익률(미국 대비)과 높은 상관관계

- ▶ 미국 주식시장 호황 시기에 국내 주식시장으로 외국인 자금 유입
- ▶ 2019년 국내 성장세 둔화 및 국내 주식시장이 상대적인 약세를 보인 가운데, 외국인 순매수 유입은 미국 주식 시장 호조 영향으로 추정
  - 10월까지 KOSPI200의 외국인 순매수 금액은 4.8조원으로 S&P500 수익률을 반영하여 추정된 5.9조원 대비 작은 규모
  - 외국인 순매수는 일부 종목들(삼성전자 등 반도체와 IT 관련)에 집중
  - KOSPI200\*지수에 국한하면 외국인 자금 유입은 0.4조원에 불과하며 S&P500 수익률 효과(6.7조원) 대비 현저히 작은 규모

외인순매수 금액<sup>1)</sup> 과 S&P500수익률<sup>2)</sup>관계



외인순매수 금액<sup>1)</sup> 과 지수 수익률 차이<sup>2)</sup>상관관계



주 : 1) 외인순매수 중 회귀분석을 이용하여 S&P500 효과 제외분 산출,  
 2) KOSPI200 수익률과 KOSPI200\* 수익률에서 S&P500 수익률 차감(월간),  
 상관관계는 24개월 이동평균 방식, 2011년1월 ~ 2018년12월  
 자료: Bloomberg, FnGuide, 자본시장연구원

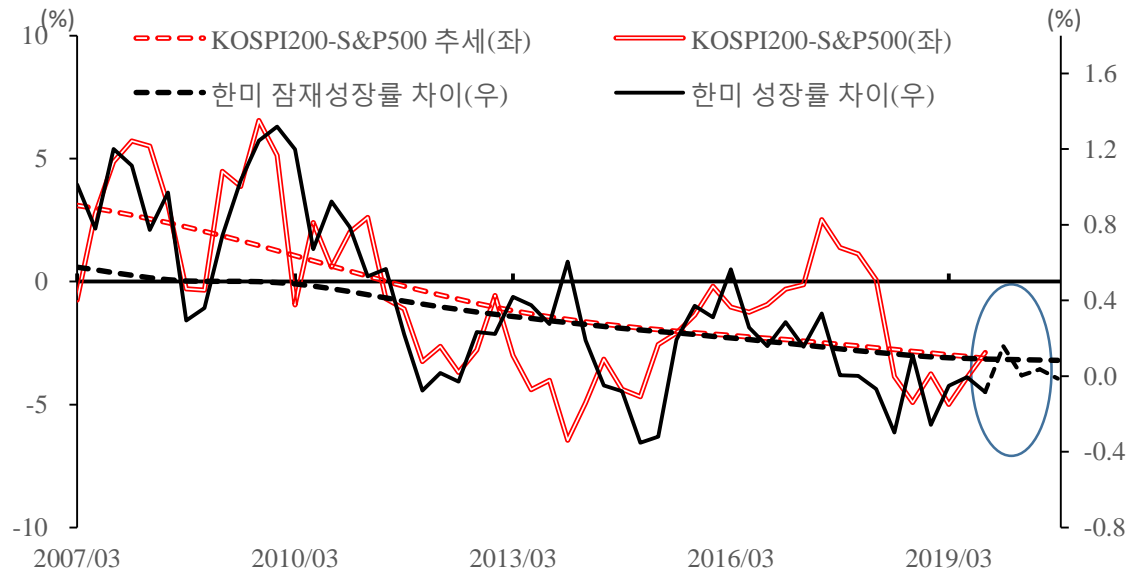
주 : 1) 월간 순매수 금액, KOSPI(좌), KOSPI\*(삼성전자 제외, 우) 2) 월간 수익률,  
 샘플기간은 2011년1월 ~ 2018년12월  
 자료: Bloomberg, FnGuide

# 미국과 국내 주식시장의 관계 분석

- 국내 주식시장의 미국 대비 부진한 성과는 국내 성장세의 상대적인 둔화와 연관되며 2020년에도 지속될 전망

› 한국의 잠재성장률이 추세적으로 둔화되고 있는 가운데 양국간 주식시장의 성과 차이도 하향세

KOSPI200의 S&P500 대비 초과수익률<sup>1)</sup>과 한미 성장률<sup>2)</sup> 차이



주 : 1) 분기 수익률을 4분기 이동평균하여 각국의 CPI로 조정하여 실질 수익률로 환산,  
2) 분기 성장률의 4분기 이동평균이며 1분기 후행으로 표시하였으며 점선은 전망치 반영  
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

# 2020년 국내 주식시장 전망

- 2020년 국내 주식시장은 상승할 것으로 예상되나, 상승폭은 크지 않을 전망
  - › 국내 경기순환 흐름상 2020년은 저점을 통과하고, 하반기에 잠재성장률 수준을 회복할 것으로 예상되며 주식시장도 상승할 것으로 기대
    - 경기 저점부터 성장세 회복 기대로 국내 주식시장은 역사적으로 호조를 보였으며 외국인 자금도 유입
    - 다만, 2020년은 잠재성장률의 하락 추세 및 성장률의 미약한 회복세로 주식시장의 상승폭은 크지 않을 전망
    - 미국 경제는 확장기를 이어가며 미국 주식시장이 상승세를 보일 것으로 예상되는 가운데, 국내 주식시장의 하방리스크는 완화될 것으로 예상
  - › 2020년 KOSPI지수는 2,250포인트 내외(2,150~2,350포인트) 전망
    - 2017년과 2018년 잠재성장률 수준의 성장기 동안 KOSPI지수 레벨은 2,200~2,300포인트 수준 (2017년 2분기 전후, 2018년 3분기 전후)
  - › 다만, 무역분쟁 악화로 인해 국내 성장세가 하락할 경우 국내 주식시장은 하향조정될 것으로 예상 (2019년 8월 KOSPI지수 1,910포인트 수준)

## (2) 환율 전망

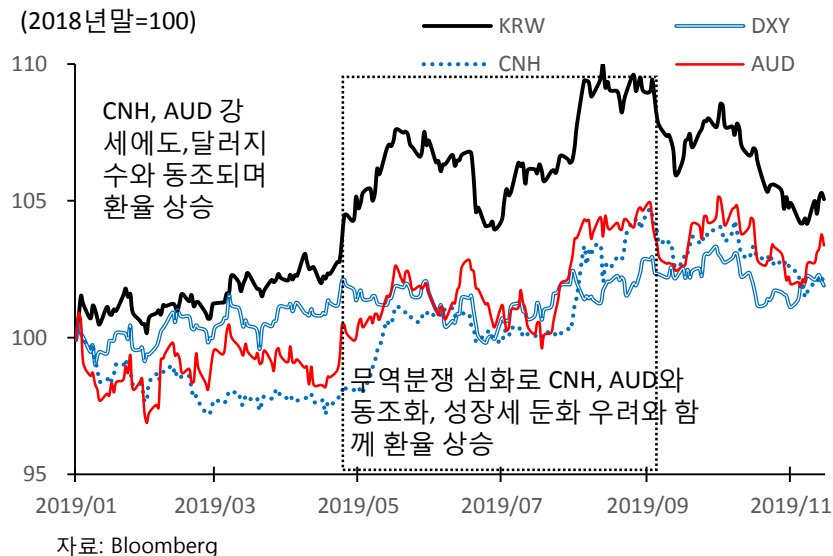


# 2019년 원달러 환율 개황

## ○ 성장세 둔화 우려 및 무역분쟁 악화로 2~3분기중 가파른 상승세

- › 원달러 환율은 연초 글로벌 주식시장의 호조 분위기에도 달러지수와 동조하여 상승
  - 1분기 KOSPI 지수 상승에도 불구하고 수출 부진과 국내 성장세 둔화 우려 영향
- › 미중 무역분쟁 악화 이후 국내 및 글로벌 성장세 둔화 우려로 원달러 환율은 위안화, 호주달러와 동조화되며 3분기중 1,200원대 진입
- › 9월 이후 무역분쟁 완화로 원달러 환율은 무역분쟁 악화 직전인 1,160원 전후로 안정

2019년 주요 환율추이

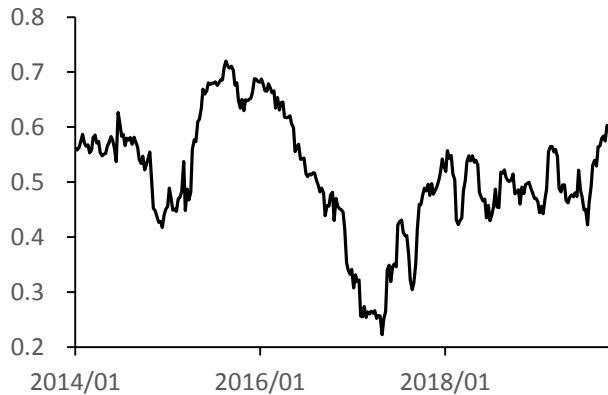


# 2019년 원달러 환율 동향 분석

## ○ 원화는 무역분쟁이 악화된 5월 이후 위안화(CNH)와의 상관관계 상승

- ▶ 달러지수 요인을 제외한 원달러 환율과 위안화(CNH) 환율의 상관관계는 2015~2016년 중국 경기침체기의 수준까지 상승 (1~4월 0.46에서 5~10월 0.72까지 상승)
- ▶ 2018년 이후 무역분쟁 악화 시기에 원달러 환율은 위안화와 강하게 동조화
  - 대중 수출 감소 등 국내 수출 부진과 성장세 둔화 우려 반영
  - 2018년부터 위안화 환율 상승기에 원달러 환율과 위안화 환율의 상관관계가 높아지는 경향

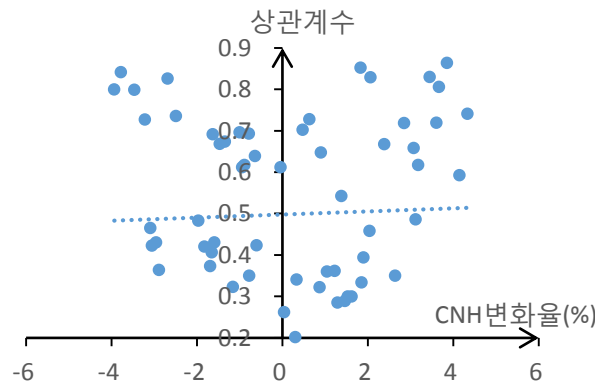
달러지수 효과를 제외한  
원달러환율과 위안화(CNH) 환율의 상관관계



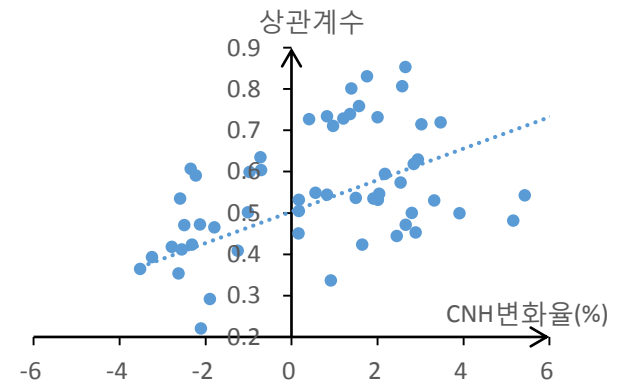
주 : 환율의 주간 변화를 적용하며 달러지수 변화를 차감,  
상관관계는 1년 이동평균 방식으로 계산  
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

원달러 환율과 위안화(CNH) 환율의 상관관계<sup>1)</sup> 및 위안화(CNH) 환율 변화<sup>2)</sup>

2017년 1월~2018년 6월



2018년 7월~2019년 10월



주 : 1) 주간 환율 변화를 기준으로 상관관계는 13주(약 3개월) 이동평균 방식으로 계산  
2) 상관관계 계산 기간(14주) 위안화(CNH) 환율 변화율  
3) 환율 변화율은 달러지수 변화율을 차감하여 반영  
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

# 2019년 원달러 환율 동향 분석

## ○ 주요 통화 대비 2019년중 원화 약세(원달러 환율 상승)가 두드러진 상황

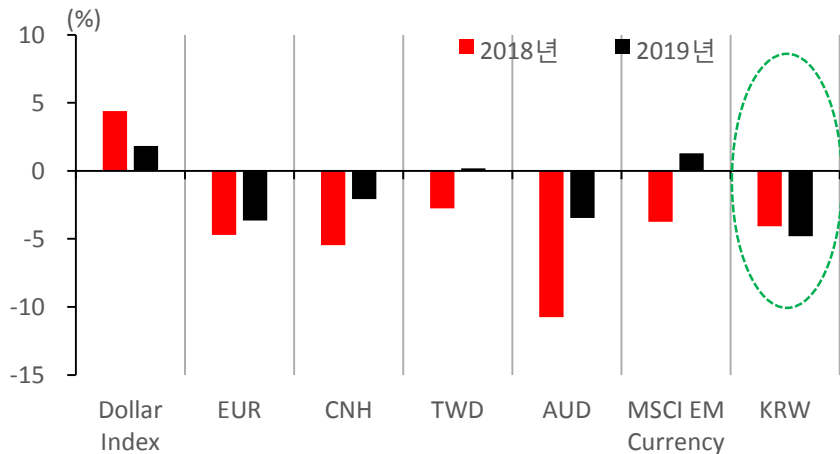
### ▶ 1분기 무역분쟁 완화와 글로벌 주식시장 호황에도 불구하고 원화는 약세

- 무역분쟁 영향으로 2018년 큰 약세를 보였던 위안화 및 호주달러가 1분기중 강세를 보였으나, 유로존 성장 둔화에 따른 달러 강세로 원화 약세(원달러 환율 상승)가 지속

### ▶ 2분기부터 무역분쟁 악화와 성장세 둔화 우려로 원화는 위안화, 호주달러와 함께 약세 심화

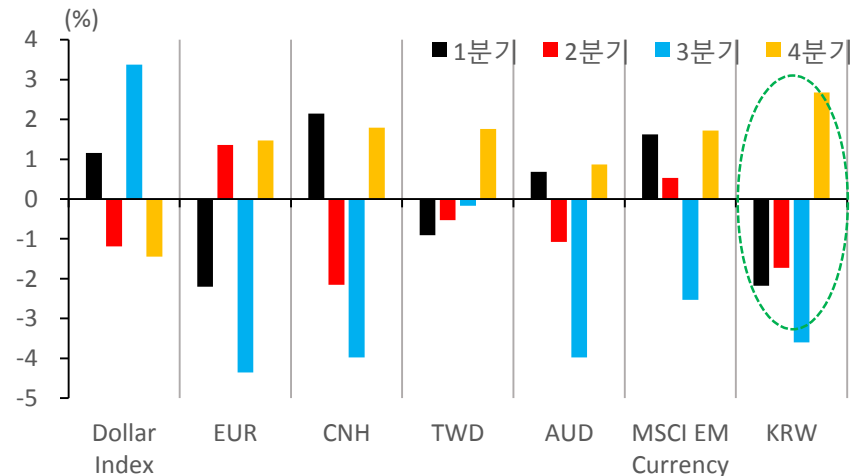
### ▶ 4분기 무역분쟁 완화 및 글로벌 위험선호 확대 분위기에서 원화는 주요 통화대비 강세

2018년, 2019년 주요 통화 절상률



주 : 2019년은 11월15일 환율 기준, 음수는 해당통화 약세를 의미  
자료: Bloomberg

2019년 시기별 주요 통화 절상률

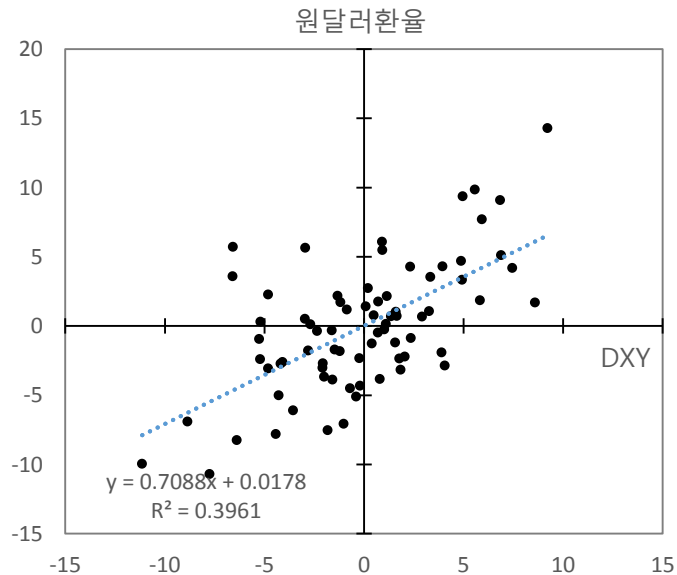


주 : 4분기는 11월 15일 환율 기준, 음수는 해당통화 약세를 의미  
자료: Bloomberg

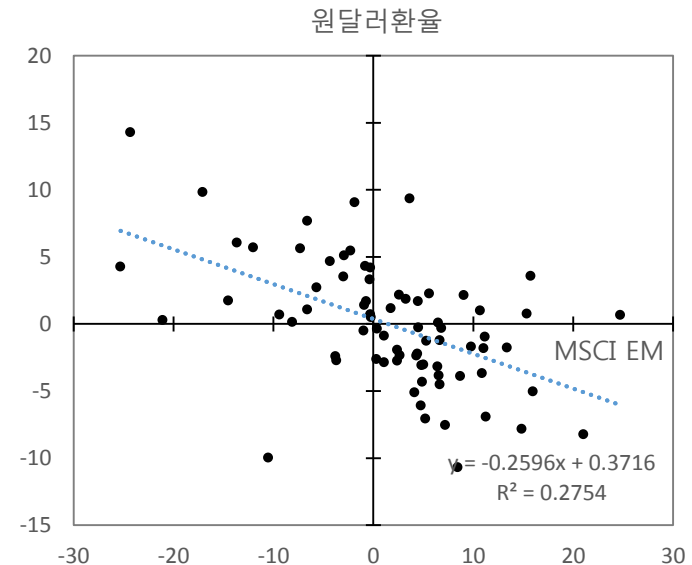
# 원달러 환율의 대외 요인

- 원달러 환율 변화는 대외적으로는 달러지수 및 글로벌 위험선호도에 의해 주로 결정
  - › 원달러 환율은 달러지수와 동반 등락하는 한편, 글로벌 금융시장의 위험선호도가 증가하면 하락하는 경향

## 원달러 환율과 달러지수



## 원달러 환율과 MSCI EM지수



주 : 분기 변화율(%), 2001Q1~2019Q3  
자료: Bloomberg

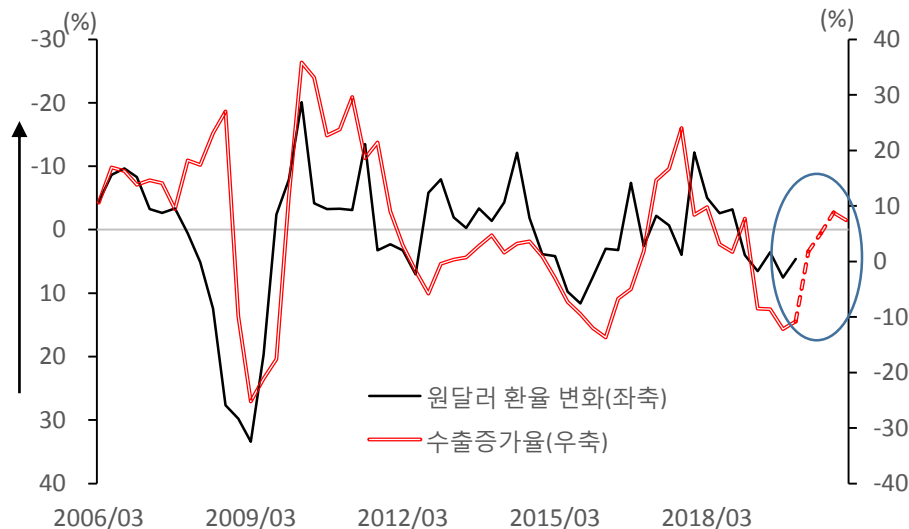
# 원달러 환율의 대내 요인

## 원달러 환율 변화에서 대외 요인을 제외한 국내 요인은 성장률 및 수출 증가율과 밀접한 관계

원달러 환율은 국내 경기 상황과 연관되어 경기 확장기에 하락(원화 강세)하는 반면, 둔화기에는 상승(원화 약세)하는 경향

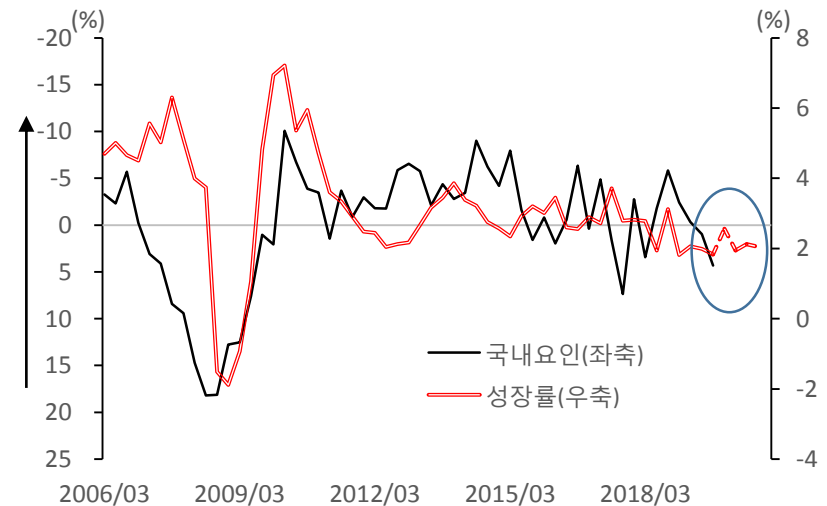
- 과거 원달러 환율은 경기 저점에서 확장기까지 성장세 회복 기대로 하락(원화 강세) 추세

원달러 환율 변화와 수출 증가율 추이



주 : 원달러 환율 변화율은 4분기 이동평균(연율), 수출증가율은 전년동기대비 증가율, 점선은 전망치 반영, 화살표는 원화 강세 방향을 표시  
자료: Bloomberg, Datastream, 자본시장연구원

원달러 환율 국내요인<sup>1)</sup>과 성장률<sup>2)</sup>



주 : 1) 원달러 환율 변화율을 대외요인(달러지수 변화율 및 MSCI EM)으로 회귀분석한 잔차의 4분기 이동평균(연율), 2) 전기대비 4분기 이동평균(연율)한 값을 1분기 후행, 점선은 전망치 반영  
자료: Bloomberg, Datastream, 자본시장연구원

# 2019년 원달러 환율 변화의 주요 요인

- 상반기에는 대내 요인, 하반기에는 대외 요인의 영향으로 추정
  - › 상반기중 원달러 환율의 상승은 수출 부진과 성장세 둔화 등 대내 요인의 악화가 주로 영향
    - 원달러 환율의 상승률은 3.9%로, 대외 요인인 달러지수 하락(-0.04%) 및 MSCI EM지수 상승(9.5%, 위험선호)을 반영한 추정치보다 5.1%p 높은 결과로 국내 요인의 악화가 주로 영향
  - › 하반기 들어 무역분쟁 및 글로벌 경기 둔화 우려와 연관된 위험회피 상황에 따라 원달러 환율은 등락
    - 하반기(10월까지)중 원달러 환율의 상승률은 0.8%로, 대외 요인인 달러지수 상승(1.3%) 및 MSCI EM지수 하락(-0.2%)을 반영한 추정치보다 0.5%p 낮은 결과로 국내 요인 영향도가 감소하였으며 환율 하락으로 영향

# 2020년 원달러 환율 전망

- 2020년 대외 및 대내 요인의 안정으로 원달러 환율은 하향 안정화될 전망
  - › 무역분쟁 완화 및 글로벌 위험회피 분위기가 약화되며, 대외 요인들은 원달러 환율 안정에 긍정적인 영향을 끼칠 것으로 기대
  - › 국내 경기순환 국면상 2020년 하반기는 경기 저점을 지날 것으로 예상되는 만큼, 원달러 환율의 하향 안정화 기대
    - 국내 수출이 반등하고 잠재성장률 수준으로 성장세가 회복될 것으로 기대
    - 역사적으로 경기 저점부터 성장세 회복 기대로 원달러 환율은 하락 추세
    - 다만, 2020년은 국내 잠재성장률의 하락 추세 및 성장률의 미약한 회복세로 원달러 환율 하락폭은 제한적일 것으로 예상되며 과거와 같은 수준의 환율 하락은 어려울 전망
  - › 2019년 저점인 1,110원대에서 8월 무역분쟁 악화 이전인 1,180원대 수준에서 움직일 전망
  - › 무역분쟁이 악화된다면, 금융시장 불안에 따른 위험회피와 국내 수출 및 성장세 둔화 우려로 원달러 환율이 상승세로 전환되어 재차 1,200원 돌파 예상 (2016년 1분기중 1,240원이 상단)



감사합니다.