



# 2020년 하반기 경제 및 자본시장 전망

---

2020. 6. 11.

자본시장연구원 거시금융실

# 목 차

---

**1** 거시경제 및 통화정책 전망

**2** 금리 전망

**3** 주식 및 환율 전망

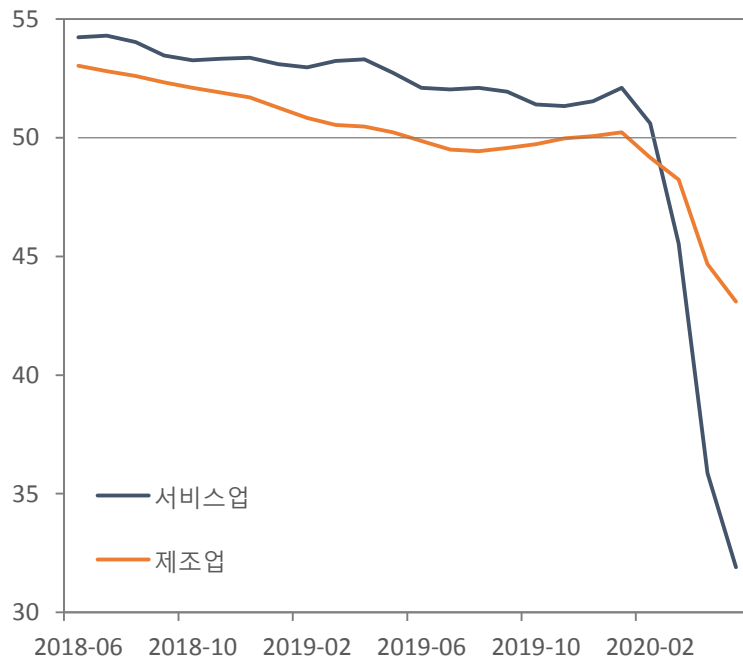
# 1. 거시경제 및 통화정책

# 갑작스런 경제활동 중단

## ○ 무역분쟁에서 회복 중이던 글로벌 경제활동은 갑작스레 중단(Sudden Stop)

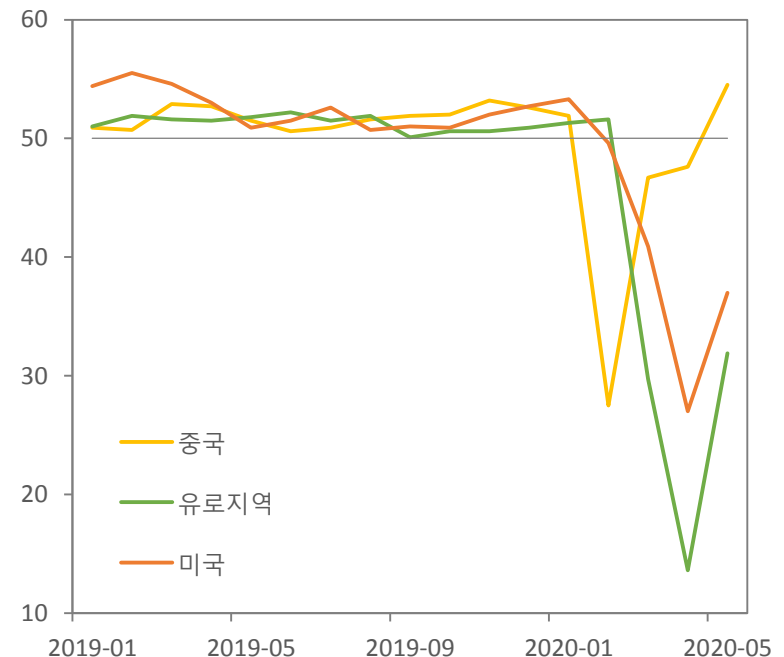
› 2019년은 제조업 중심의 부진이었던 반면 2020년에는 서비스업에 일차적 피해

### 글로벌 제조업 및 서비스업 PMI



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

### 주요국 PMI



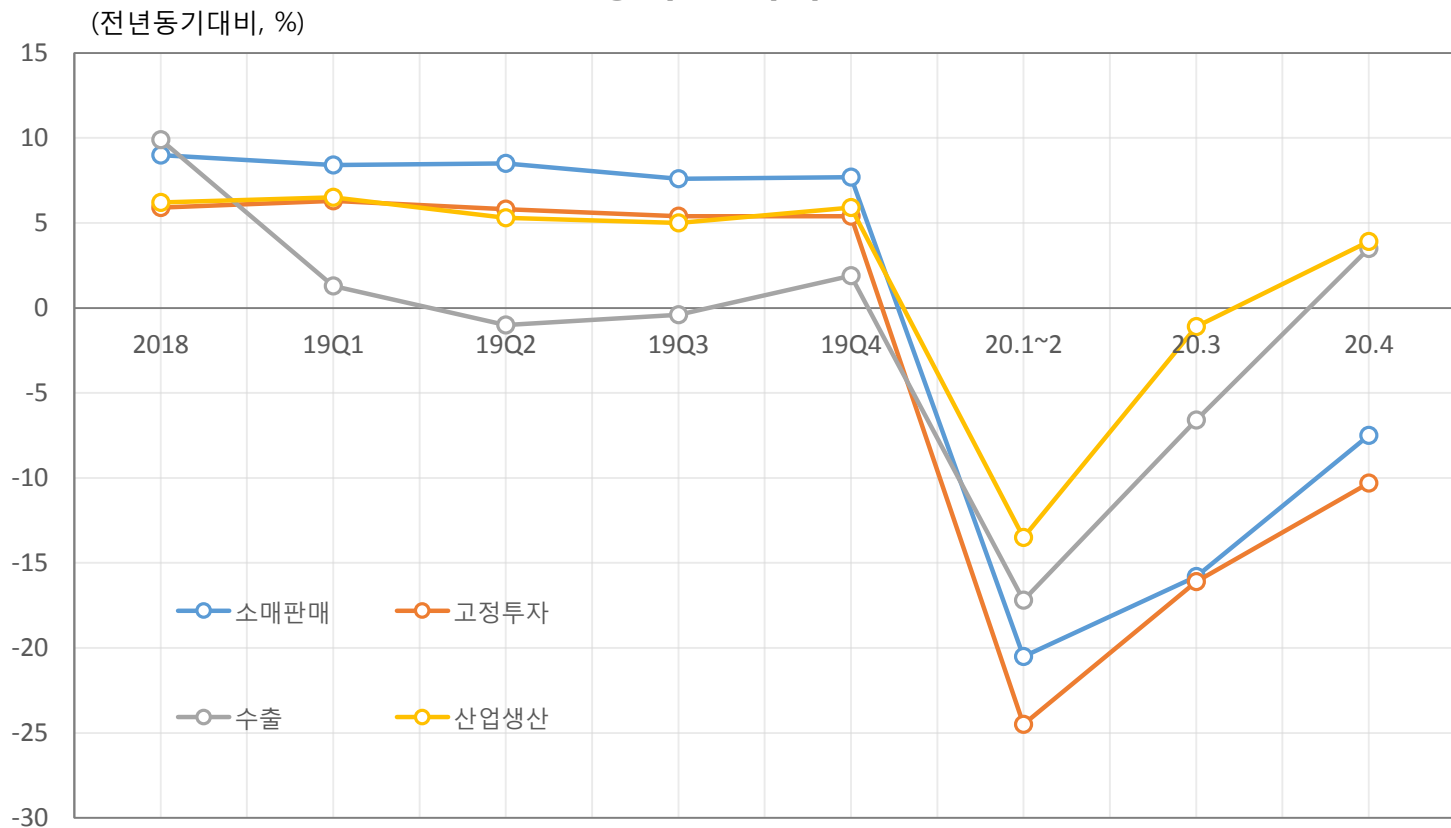
주 : 기준치 50 이상이면 확장을 의미. 제조업 및 서비스업 종합  
자료: Datastream

## ○ 생산 및 수출은 빠르게 회복 중인 반면 내수 회복은 더딘 상황

› 선진국 경기침체 및 신규 수출주문 부진\*을 감안하면 생산의 모멘텀 지속 여부 또한 의문시

\* NBS 신규 수출주문 PMI : 3월 46.4 → 5월 35.3

### 중국 경제지표



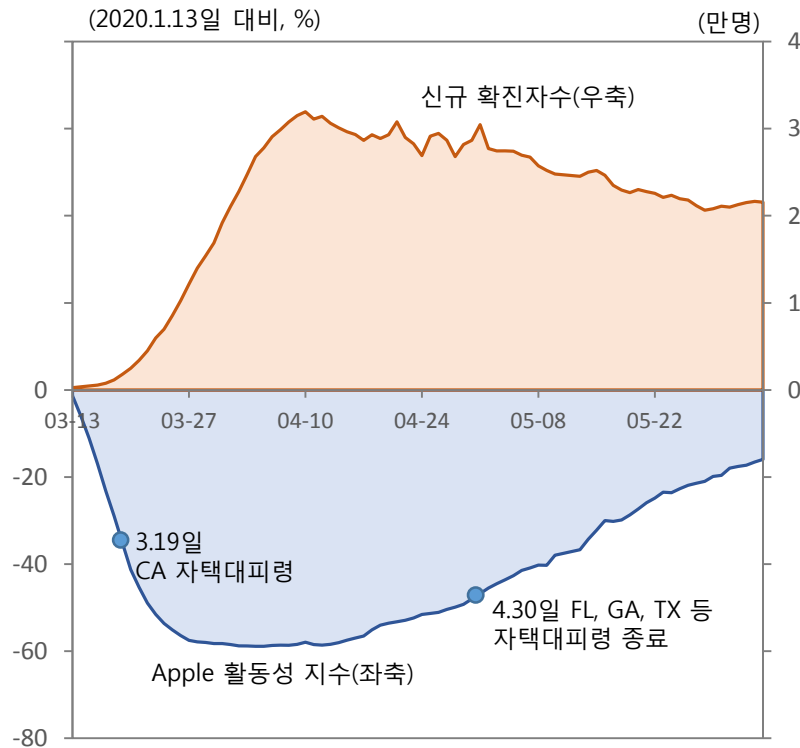
자료: Datastream

# 미국

○ 3~4월중의 가파른 경기급락세가 최근 들어 진정되고 있는 것으로 평가

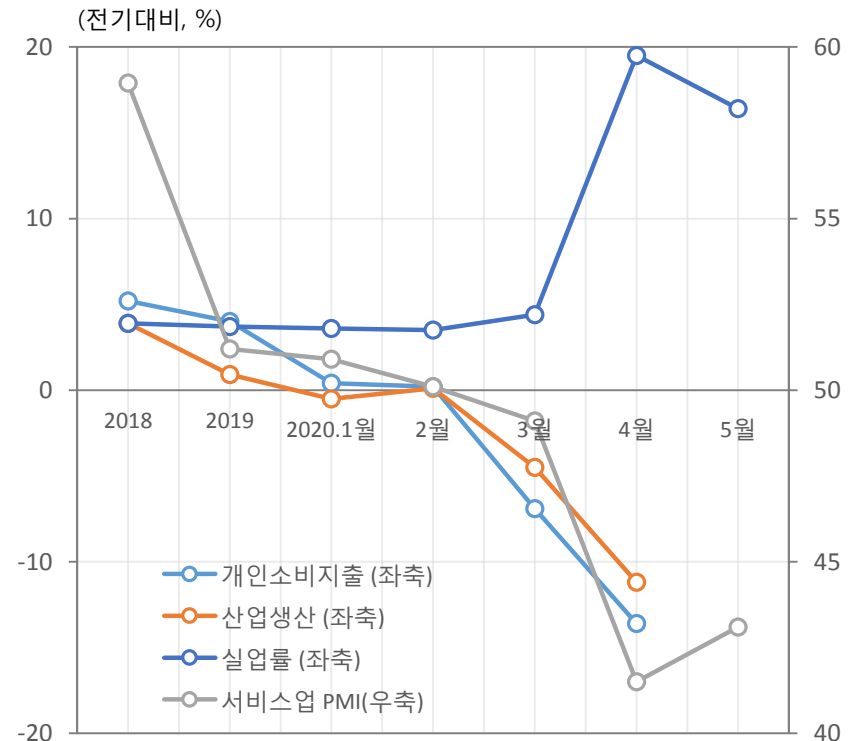
‣ "April was most likely to worst month" (Bullard 세인트루이스 연준총재, 5.27)

## 미국 신규 확진자 및 활동성 지수



주 : 7일 이동 평균  
자료: Worldometers, Apple

## 미국 경제지표



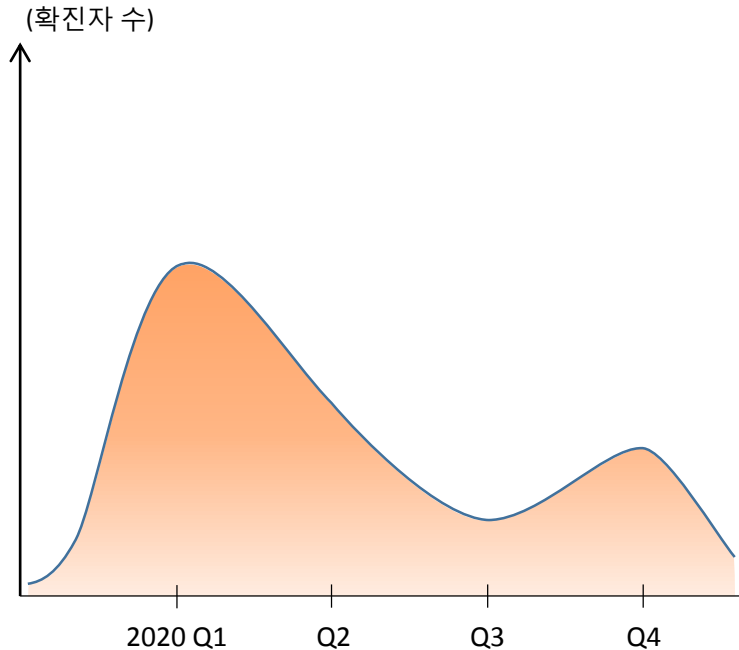
주 : 실업률은 BLS가 밝힌 응답분류 오류를 조정한 수치  
자료: Datastream



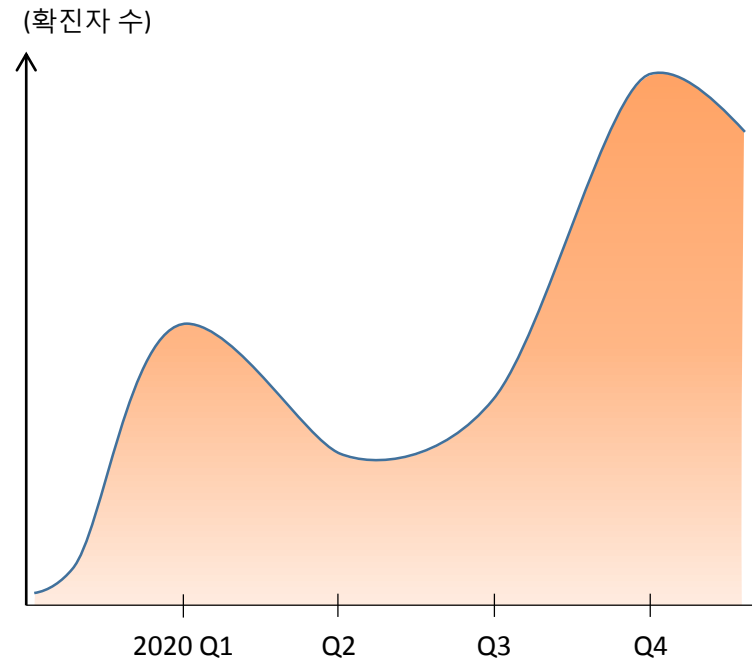
# 글로벌 감염확산 시나리오

- (기본 시나리오): 대규모 2차 확산 없이 완만한 소강상태 진입\*
- (2차 감염확산): 9월 이후 확산되어 4분기 신규 확진 증대로 대규모 봉쇄조치 재개\*\*
  - › 국내를 제외한 주요국 감염확산(3분기말 ~ 4분기중)으로 대외 수요가 감소하는 상황을 가정

## 기본 시나리오



## 2차 감염확산



\* Moore, Lipsitch, Barry & Osterholm (2020), The future of the COVID-19 Pandemic: Lessons Learned from Pandemic Influenza, CIDRAP.

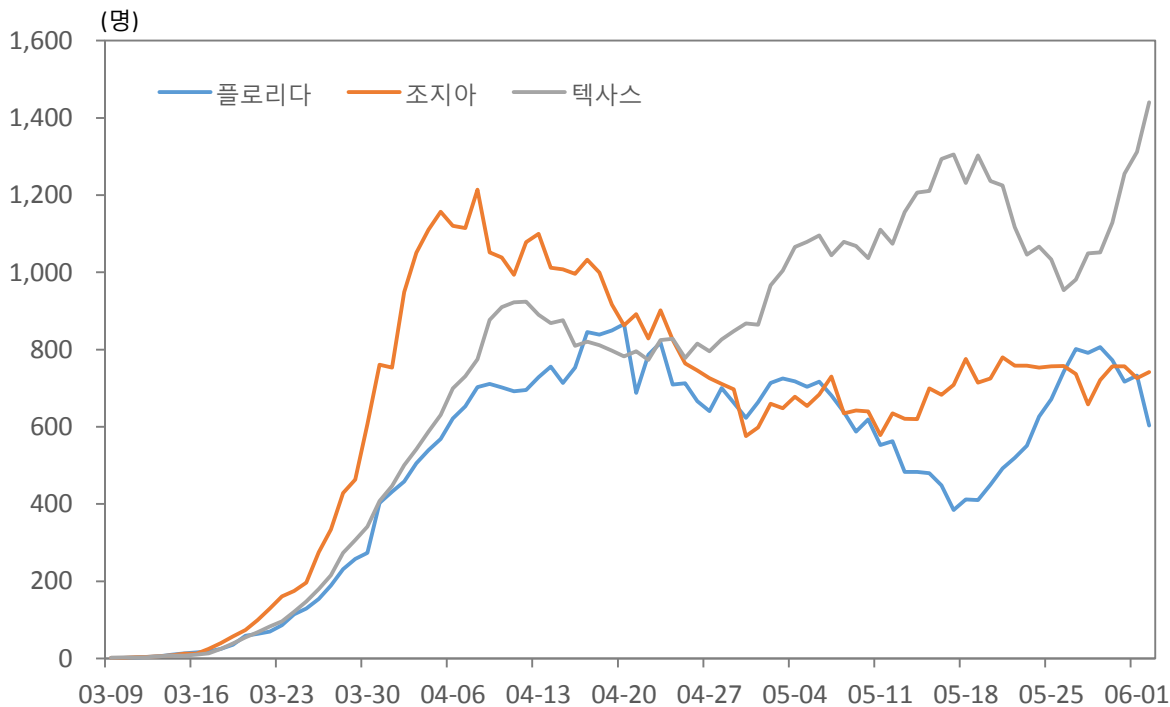
\*\* Baqaee, Farhi, Mina, & Stock (2020), Reopening Scenarios, NBER working paper No.27244

# 경제활동 재개와 감염확산

## ○ 경제활동을 조기에 재개한 미국내 주별 감염확산 양상은 다소 엇갈린 모습

› 5월 이후 검사 확대에 일부 기인하는 한편 최근 인종차별 시위에 따른 재확산 가능성도 상존

### 미국 주요 주별 신규 확진자



주 : 3개 주는 4월말 자택대피령 종료 이후 경제활동을 부분 재개. 7일 이동평균

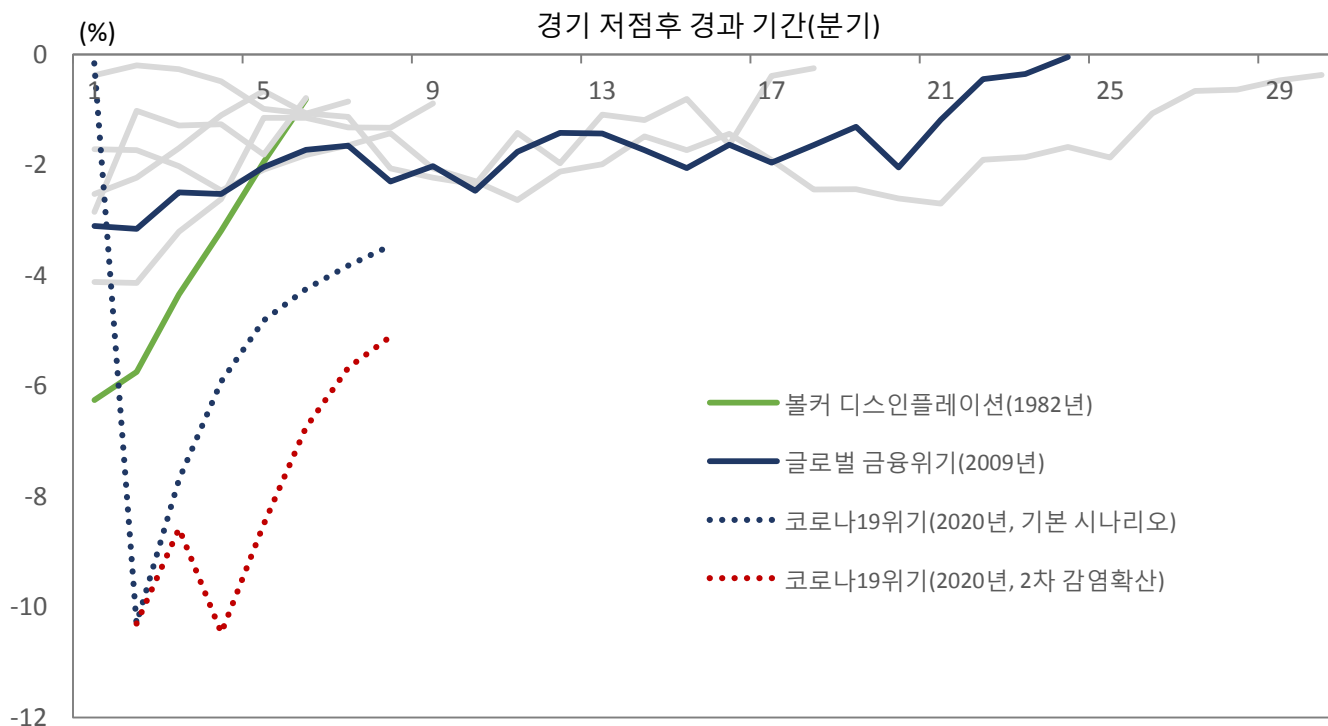
자료: Johns Hopkins CSSE

# 미국: 2020년 -5.7% → 2021년 3.9%

○ 2분기중 큰 폭의 침체 이후 고용부진 등으로 회복은 더딜 것으로 예상

› 감염확산세가 크게 둔화되지 못한 만큼 부문별로 순차적인 경제활동 재개가 이뤄질 전망

## 1960년대 이후 미국의 경기 회복기 GDP갭



주 : GDP갭 = (실제 GDP - 잠재 GDP)/잠재 GDP. 코로나19위기의 마지막 전망치는 2021Q4.

2차 감염확산은 9월 이후 재확산되어 미국 경제가 봉쇄되는 경우를 상정

자료: FRED, 자본시장연구원

# 중국: 2020년 2.0% → 2021년 8.5%

## ○ 내수회복 지연 및 대외 수요 부진에 대해 적극적 경기부양으로 대응할 전망

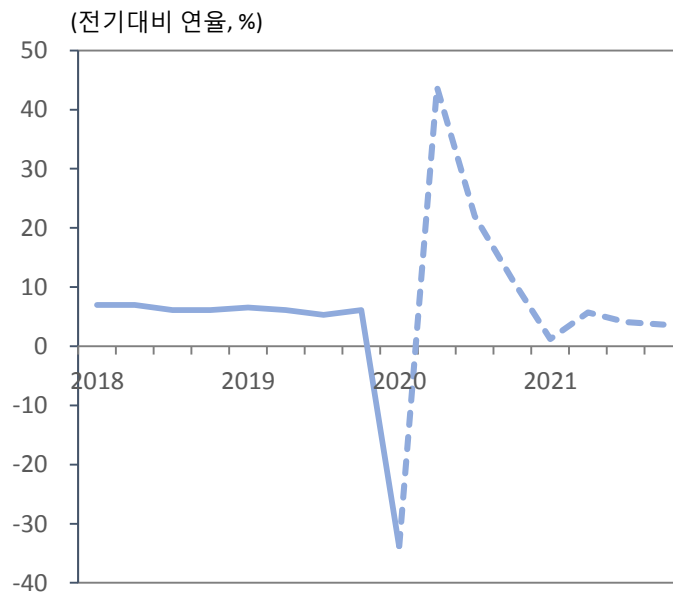
- › 2020년 전인대 정부업무보고(5.22일)에 반영된 암묵적 성장목표는 3% 후반 수준
- › 미국의 기술 및 금융제재 도입 가능성에도 불구하고 관세부과로 확대되지는 않을 전망

### 중국의 주요 경제지표 목표

		경제성장률	취업자수	재정적자
2018	목표	6.5%내외	1,100만명 이상	2.6%
	실적	6.7%	1,361만명	4.7%
2019	목표	6~6.5%	1,100만명 이상	2.8%
	실적	6.1%	1,352만명	6.4%
2020	목표	미제시	900만명	3.6%*) 이상

주 : \*) 3.76조 위안  
자료: 중국 국무원, IMF

### 중국의 성장경로

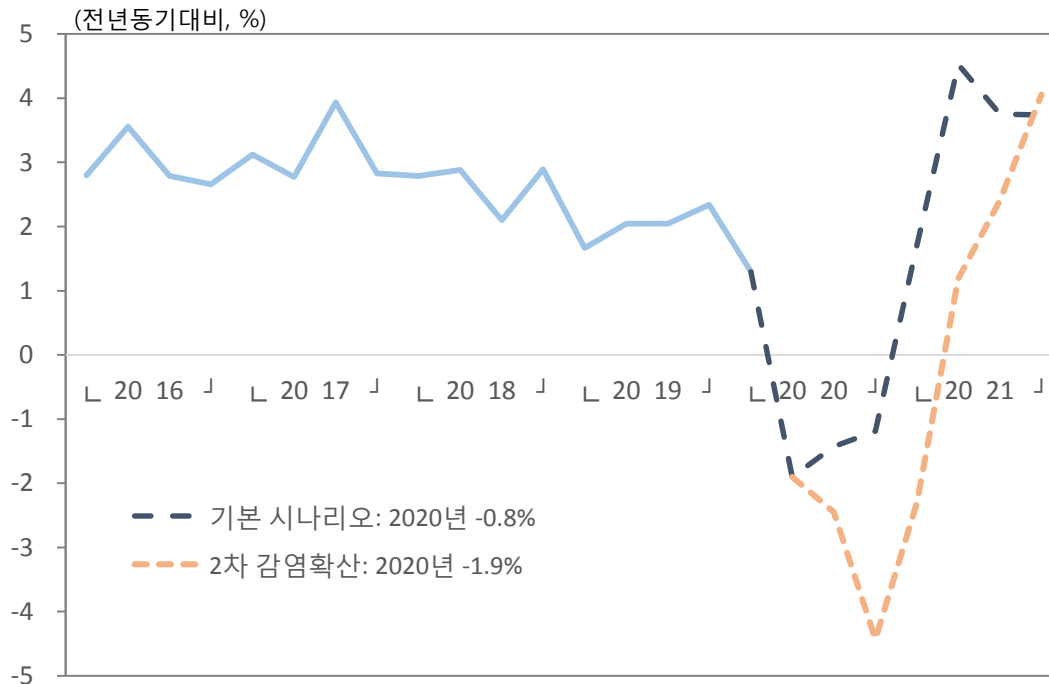


자료: Datastream, 자본시장연구원

# 국내 성장경로: 2020년 -0.8% → 2021년 3.4%

- 금년중 역성장이 예상되는 가운데 성장경로의 불확실성이 매우 큰 상황
  - › 금년 2분기를 저점으로 완만한 회복세가 예상되나 2차 감염확산의 경우 저점은 4분기로 지연
  - › 2021년에는 3% 초반 수준으로 회복될 전망이나 여전히 잠재GDP를 하회하는 수준

## 국내 경제성장률 전망



주 : 2차 감염확산은 국내를 제외한 주요국 감염확산(3분기말 ~ 4분기중)으로 대외 수요가 감소하는 시나리오  
자료: 자본시장연구원

# 전망 위험요인

- 전망치를 큰 폭으로 조정한 가운데 상하방 불확실성 모두 매우 큰 상황

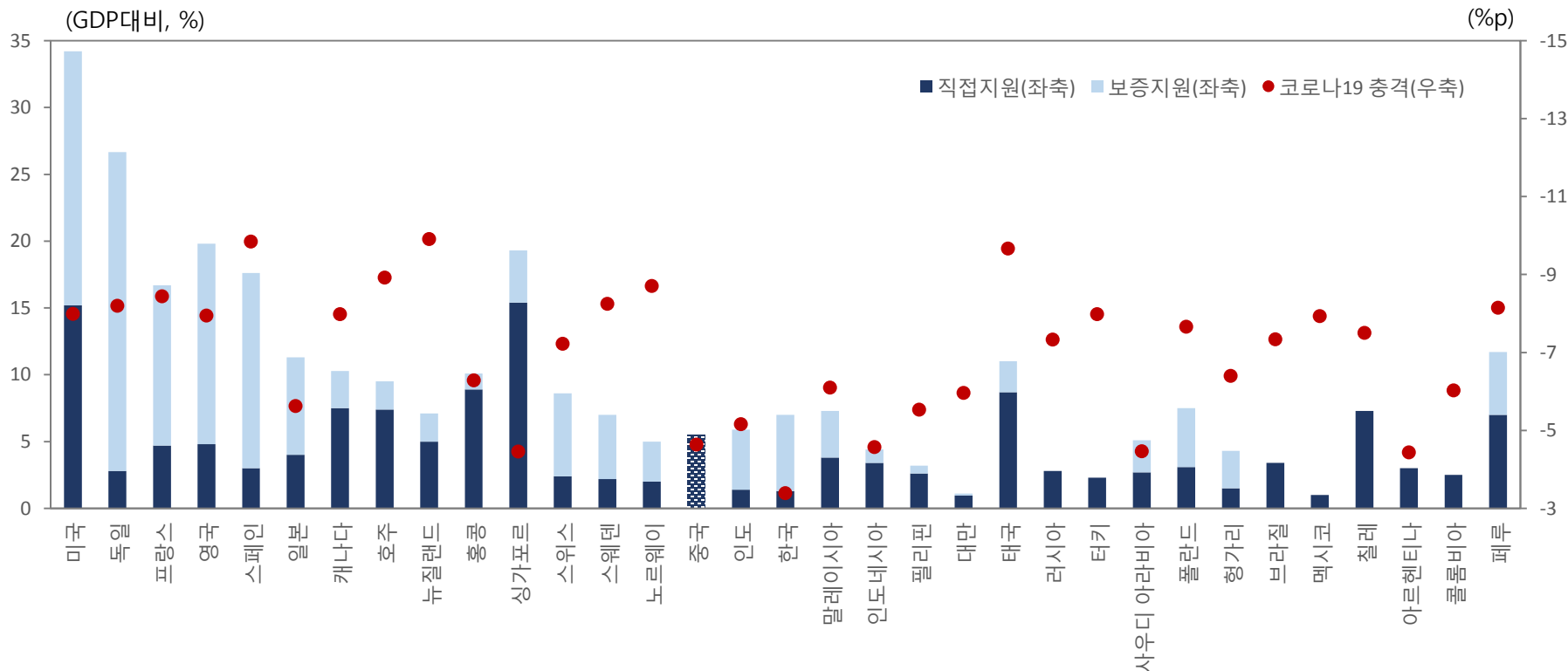
상방 불확실성 (+)	하방 위험 (-)
<ul style="list-style-type: none"><li>• 국내외 적극적 경기대응</li><li>• 경제 재개후 선진국의 빠른 회복</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 코로나19 2차 감염확산</li><li>• 반도체 경기 회복 지연</li><li>• 미중 무역분쟁 재점화</li><li>• 고용 부진에 따른 가계부채 악화</li></ul>

# 국내외 재정지출

○ 각국의 직접지출은 전세계 GDP의 6.4%

○ 재정지출은 코로나19 충격에 비례한 만큼 충격강도에 따라 추가적인 대책 가능성

## 각국의 재정지출 규모 비교

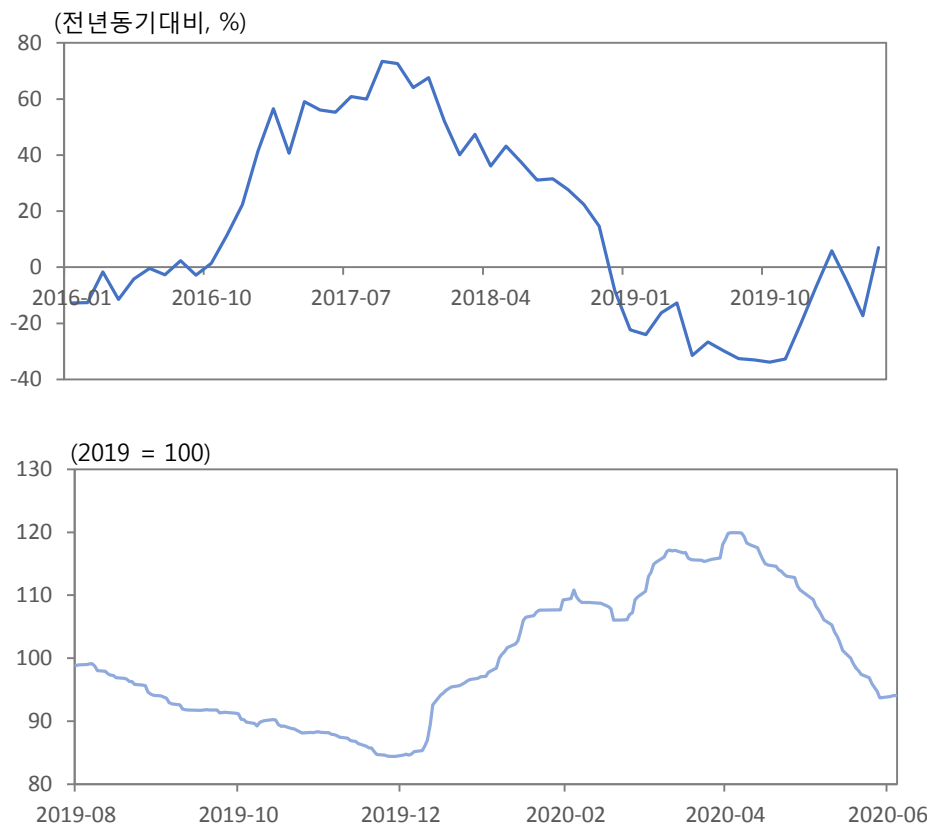


주 : 5월말 기준. 코로나19 충격은 IMF의 2019.10월과 2020.4월의 성장률 전망 변경치. 중국은 추정치  
 자료: IMF, Goldman Sachs, 자본시장연구원

# IT 경기

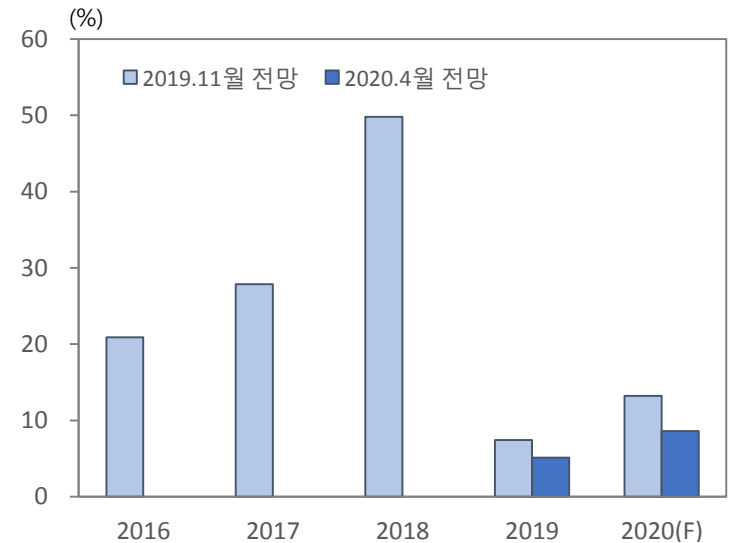
○ IT 경기 전망 또한 당초 예상보다 하향 조정중

## 반도체 수출(위) 및 가격 지수(아래)



자료: Datastream, DRAmExchange

## 주요 서버업체 설비투자 증가율



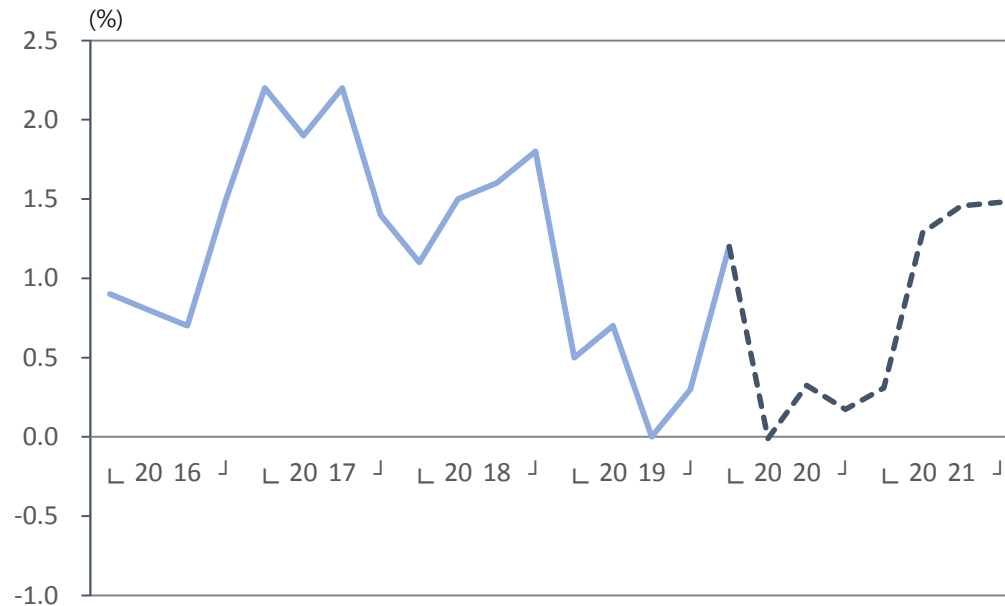
주 : Facebook, Amazon, Google, Netflix, Alibaba, Tencent  
자료: Bloomberg

# 물가: 2020년 0.4% → 2021년 1.1%

- 큰 폭의 수요부진 및 유가하락으로 물가상승률은 전년(0.4%) 수준에 머무를 전망
  - › 2021년에는 유가상승\* 및 경기회복에 힘입어 1% 초반 수준으로 회복될 것으로 예상

\* EIA (Brent 油, 2020.5월 전망): 2020년 34달러 → 2021년 48달러

## 물가상승률 추이 및 전망



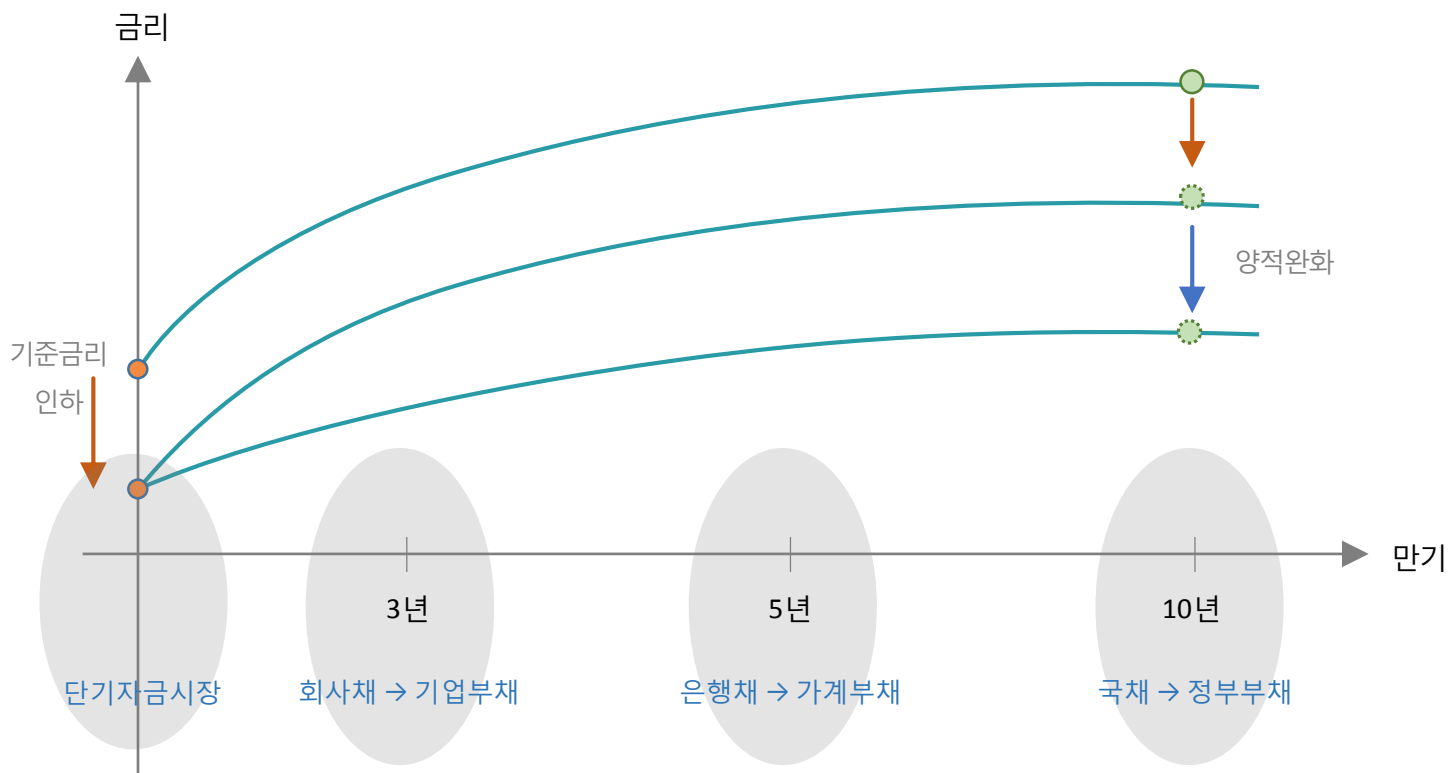
자료: 자본시장연구원

# 국내 통화정책

## ○ 금년 하반기중 추가 금리인하 및 양적완화 도입 가능성

- › 성장경로 및 물가전망을 감안한 적정 기준금리는 0%로 추정
- › 2차 감염확산시 회사채 및 은행채의 하단인 국채금리 안정화를 위해 양적완화 도입 필요

### 통화정책과 수익률 곡선

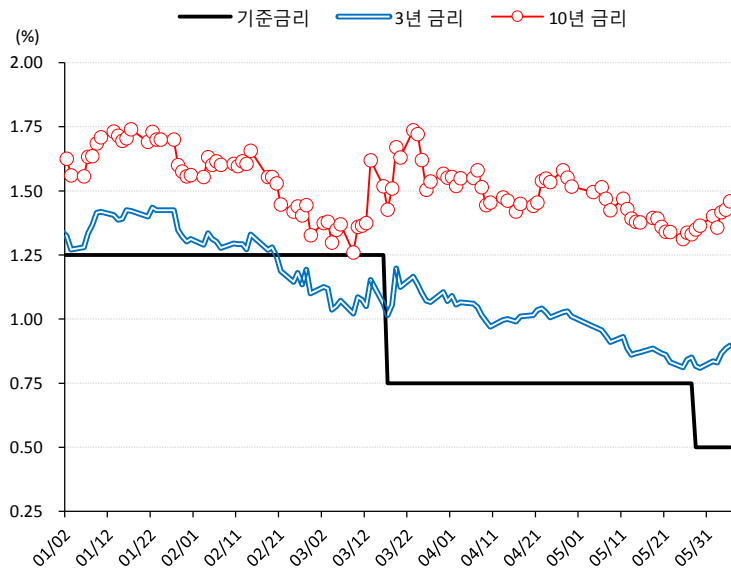


## 2. 금리 전망

# 국내 금리 동향

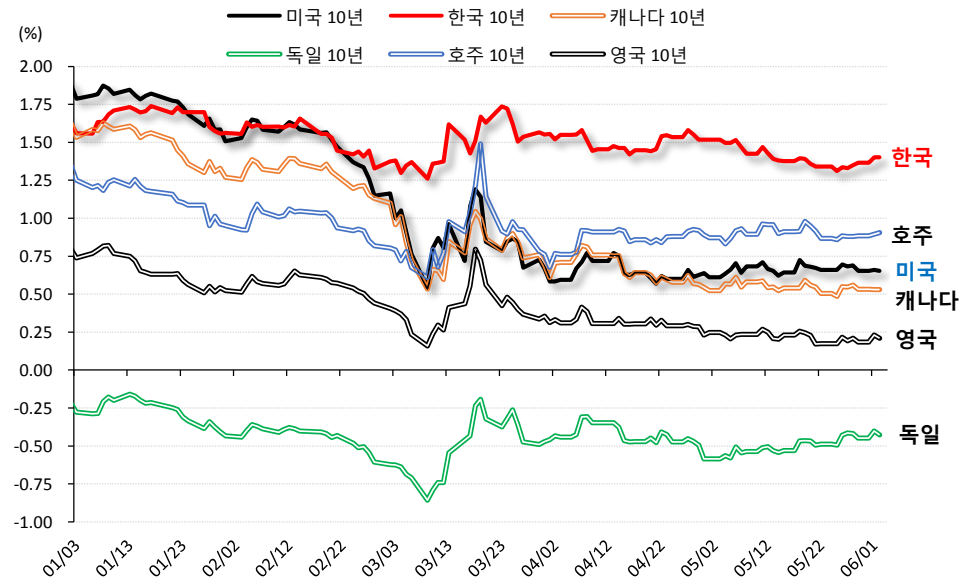
- 높은 변동성을 동반한 가운데 하락세를 시현하였으나, 하락폭은 주요국에 비해 낮은 수준
  - › 한국은행은 기준금리 인하를 단행하고, 국채매입을 통해 과도한 금리 상승을 억제
  - › 안전자산 선호는 금리 하락요인으로 작용한 반면, 국채발행 증가는 금리 상승을 유발
  - › 장기물을 중심으로 주요국에 비해 낮은 금리 하락세를 시현

## 국내 국채금리 추이



자료: Bloomberg, 자본시장연구원

## 주요국 10년 만기 국채금리 추이

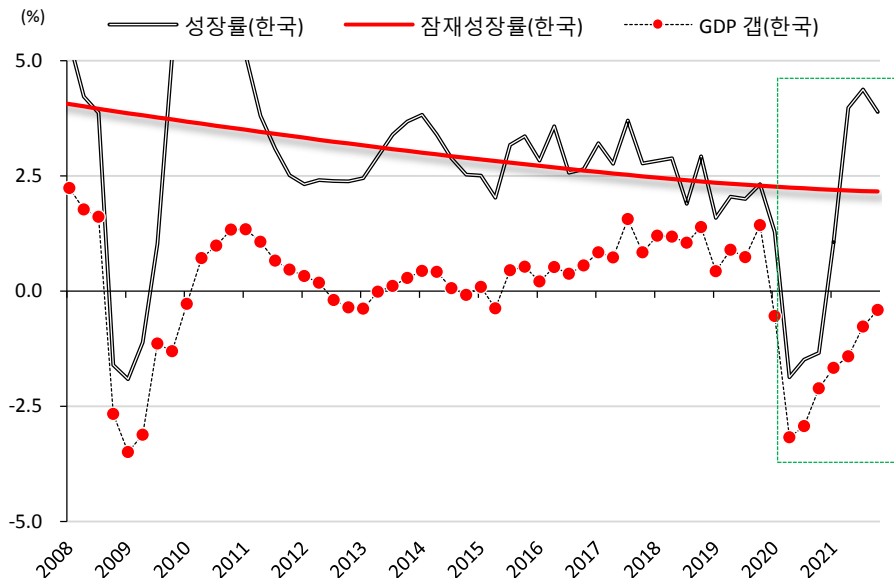


자료: Bloomberg, 자본시장연구원

# 성장률과 물가요인

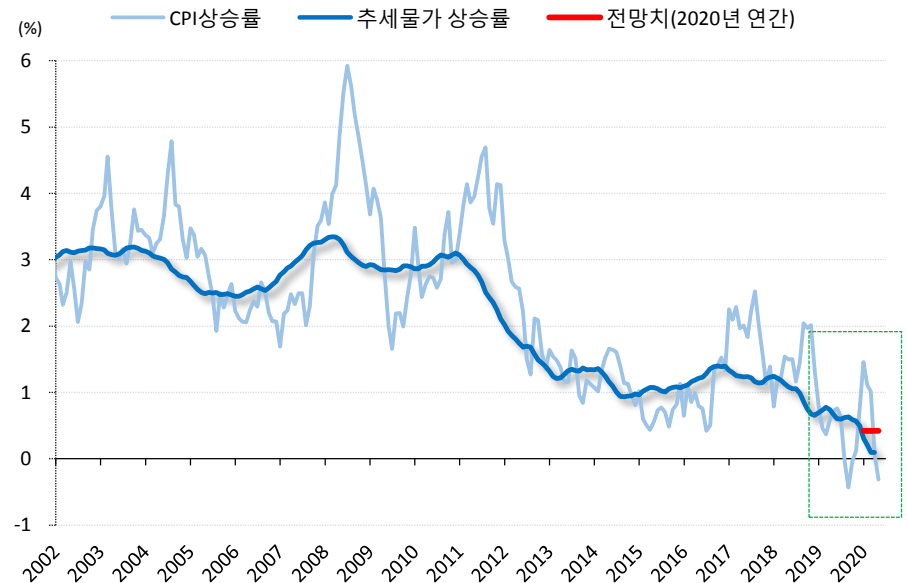
- 경기반등에도 마이너스 GDP갭이 지속될 전망이며, 물가 또한 부진세가 예상
    - ▶ 잠재성장률의 하락세가 유지되는 가운데 경기회복 강도는 잠재성장률에 미치지 못할 전망
    - ▶ 2018년 이후 하락세를 보여온 추세물가\*는 코로나19로 1% 수준을 큰 폭으로 하회
- \* 추세물가는 물가상승률 중 일시적 요인을 제외한 구조적 물가 수준

성장경로 추이 및 전망



주 : 성장률 및 잠재성장률은 전년 동분기 대비  
자료: 한국은행, 자본시장연구원

물가상승률 추이 및 전망



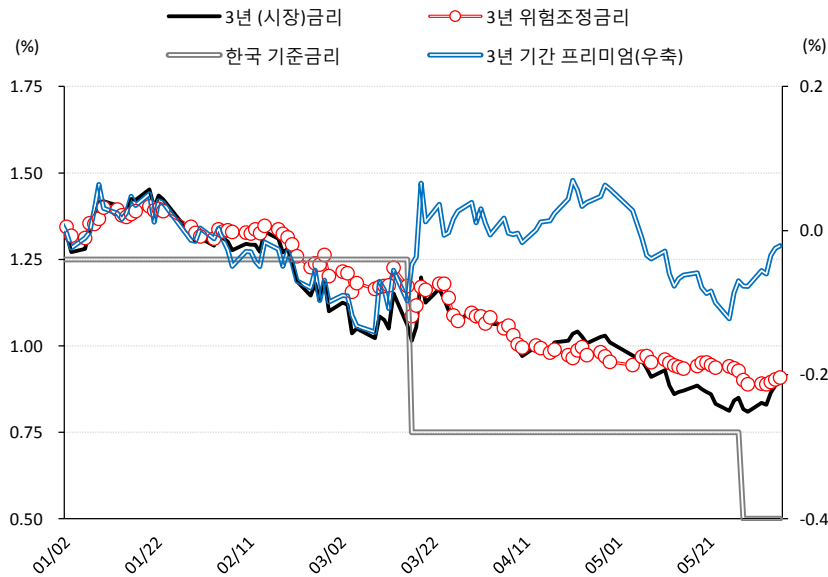
주 : 2002년 1월부터 2020년 5월까지의 전년 동월비 물가상승률 및 추세물가상승률(Stock and Watson, 2007)  
자료: 한국은행, 자본시장연구원

# 하반기 금리 변동 결정요인

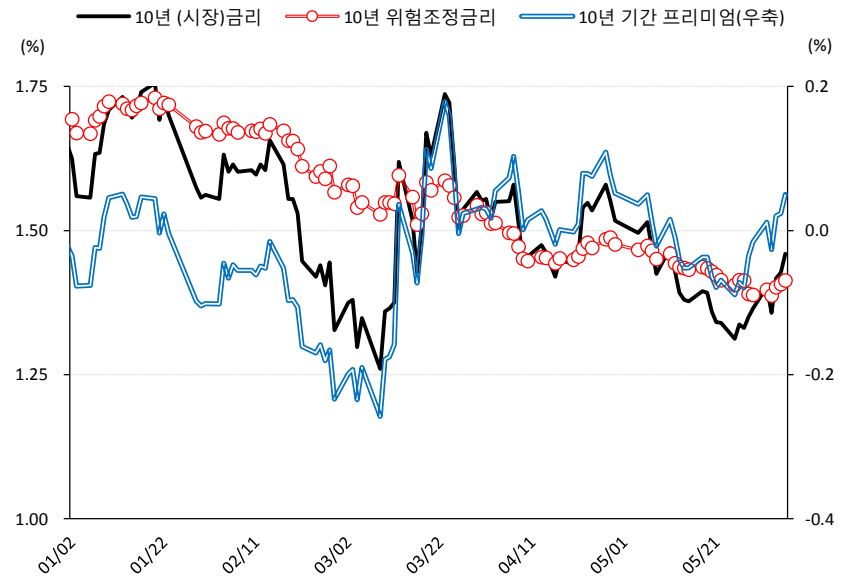
● 통화정책은 금리 하향안정화 요인이거나, 기간 프리미엄은 금리 상승요인

- › 위험조정금리(통화정책에 대한 기대)는 상승압력이 크지 않은 상황
- › 기간 프리미엄은 국고채 발행 증가 등 수급여건 악화를 반영해 금리 상승요인으로 작용할 전망

## 3년 금리 결정요인



## 10년 금리 결정요인



주 : 2020년 1월 2일부터 2020년 6월 5일까지의 일별자료, 금리 결정요인은 Adrian, Crump and Moench(2013) 모델을 통해 추정

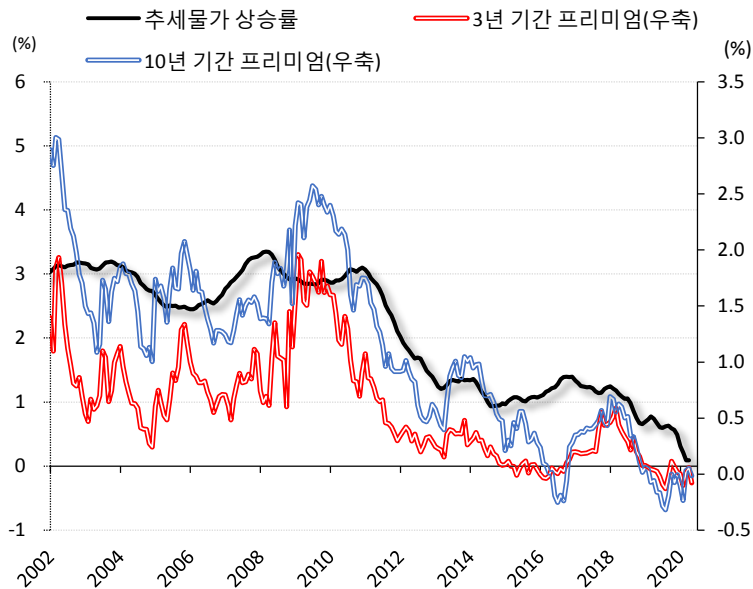
자료: KIS채권평가, Bloomberg, 자본시장연구원

# 기간 프리미엄 (물가요인)

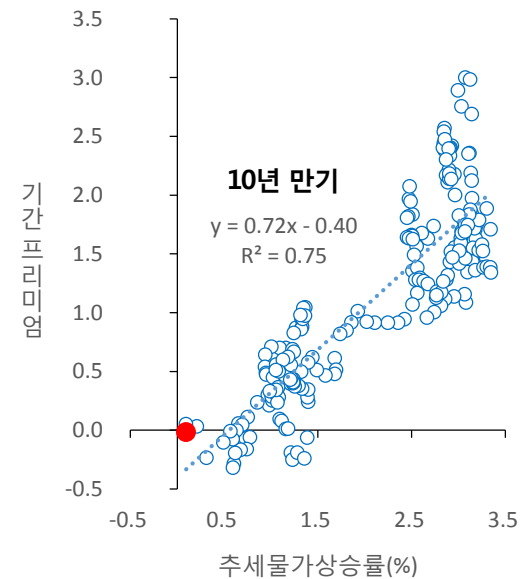
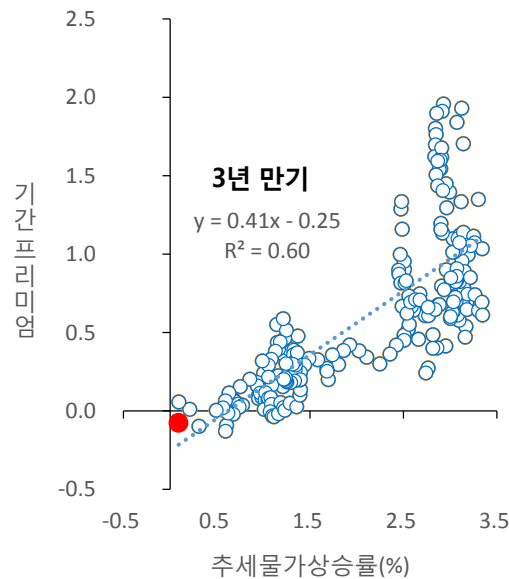
## ○ 기간 프리미엄은 물가 수준에 비해 높게 형성

- › 물가는 수급과 함께 기간 프리미엄 결정의 핵심 요인
- › 최근 기간 프리미엄은 수급불균형으로 인해 물가상승률에 비해 높은 수준

### 물가요인과 기간 프리미엄



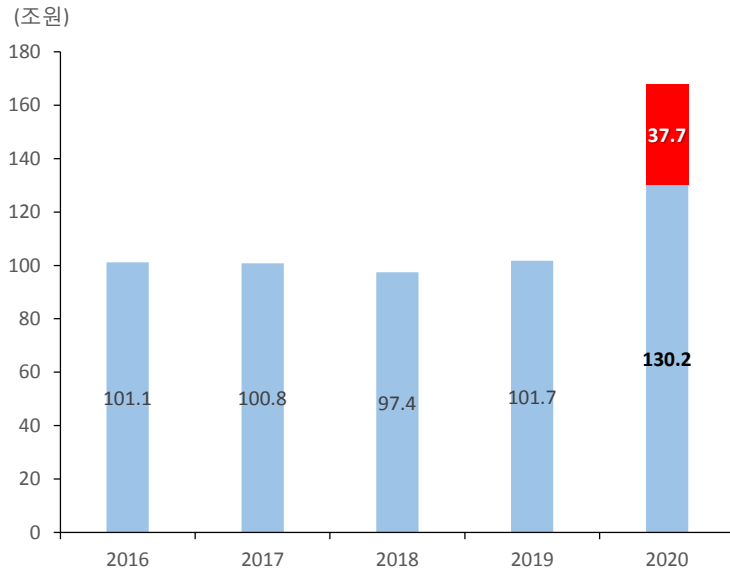
자료: 한국은행, KIS채권평가, Bloomberg, 자본시장연구원



# 수급요인과 적극적 국채매입의 필요성

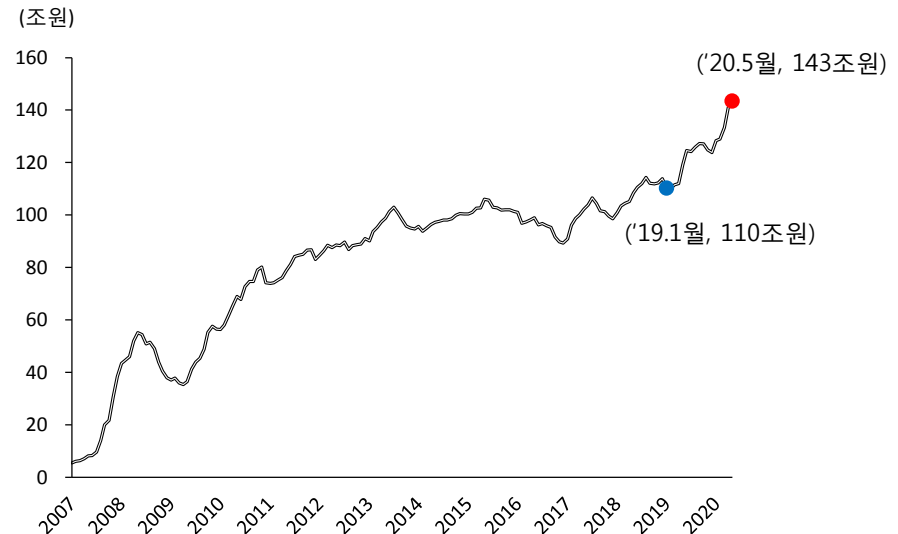
- 국고채 발행의 큰 폭 증가로 금리 상승이 불가피하므로 한은의 적극적 국채매입이 필요
  - › 3차례에 걸친 추경으로 최근 4년 평균 발행규모(100조원 수준) 보다 60% 이상 증가한 167.7조원
  - › 외국인 투자는 증가세가 이어지며 사상 최고치를 기록 중이나, 수급불균형 해소에는 역부족
  - › 한은이 적극적 국채매입으로 과도한 금리 상승의 부작용을 예방할 필요

## 국고채 발행규모



자료: 기획재정부

## 월별 외국인 국고채 보유잔고



자료: 금융감독원

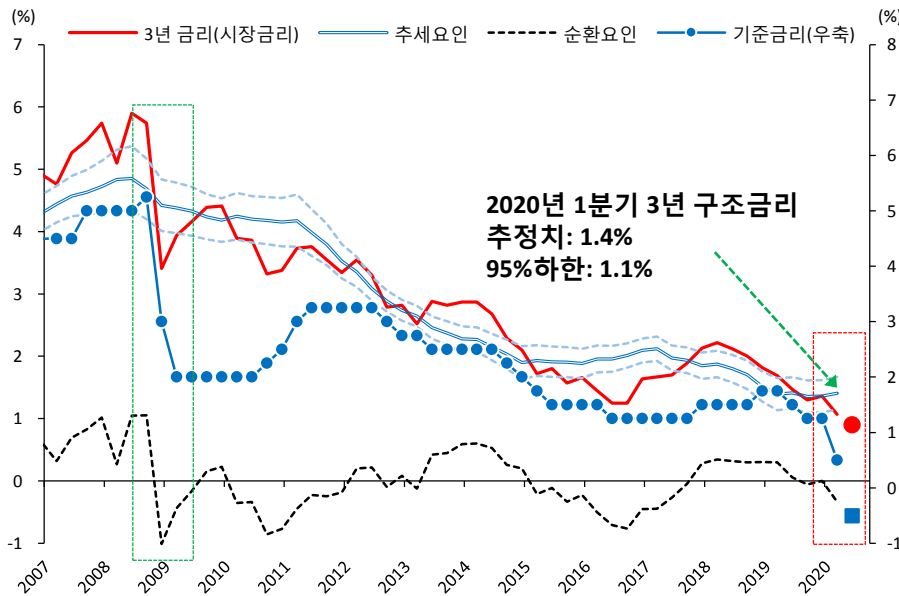
# 구조적 금리 수준

○ 국채금리는 코로나19의 영향으로 구조적 수준\* 을 하회

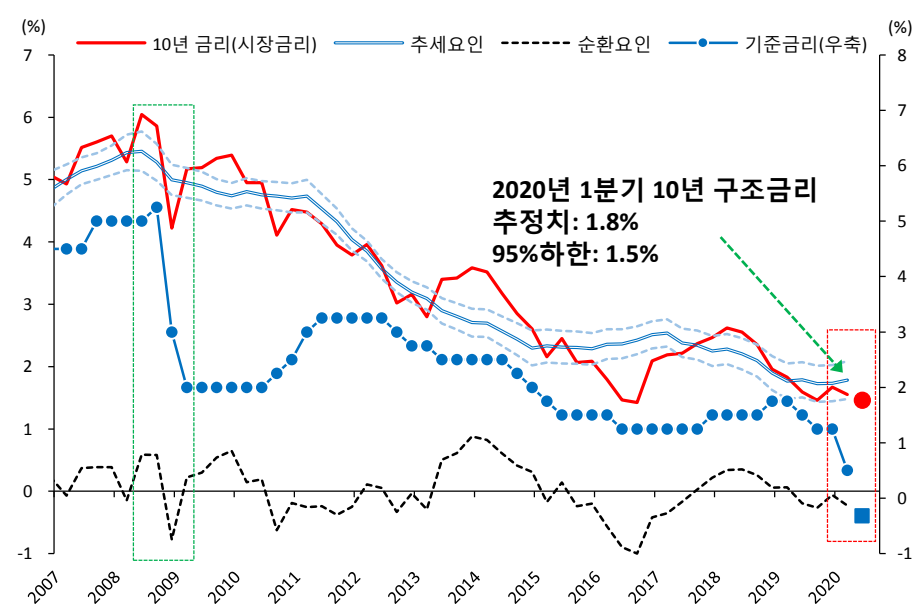
\* 구조적 금리는 기초경제여건(잠재성장률 및 추세물가)에 부합하는 금리 수준

› 구조적 금리와 시장금리간 차이로 파악한 금융완화의 정도는 글로벌 금융위기 때 보다 낮은 수준

## 기초경제여건에 부합하는 3년 금리



## 기초경제여건에 부합하는 10년 금리



자료: 한국은행, Bloomberg, 자본시장연구원

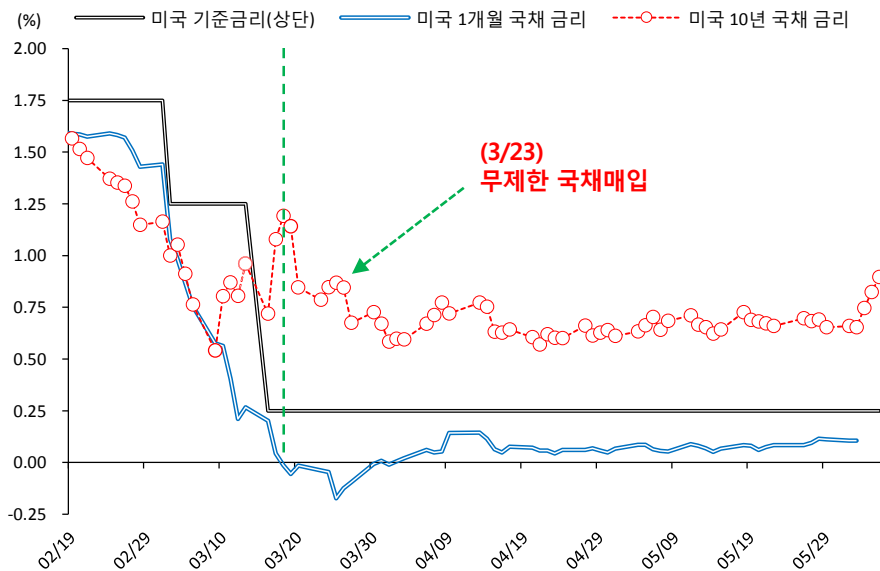
# 하반기 국내 금리 전망 종합

- **한은의 국채매입을 전제로, 3년 0.6%(3분기) → 1.1%(4분기), 10년 1.0 → 1.6%**
    - › 추가 기준금리 인하가 예상되는 3분기까지 하락세를 유지할 전망
      - 한은이 국채매입을 통해 금리 상승을 억제할 것으로 예상
    - › 4분기에는 경기반등을 반영하며 상승세로 전환될 전망
      - 다만 낮은 물가 및 잠재성장률을 하회하는 경기회복세로 구조적 금리 수준(3년 1.4%, 10년 1.8%)까지 상승하지는 않을 전망
    - › 코로나19 2차 확산 또는 미중 무역분쟁이 재점화될 경우 금리 하단이 낮아질 전망
      - 한은도 본격적 양적완화\* 수단으로서 국채매입을 고려할 것으로 예상
- \* 양적완화로서 국채매입은 금리 상승 억제가 아닌 금리 하락을 목적으로 매입규모 및 일정 등을 사전에 공표하는 정책

# 미국 금리 동향

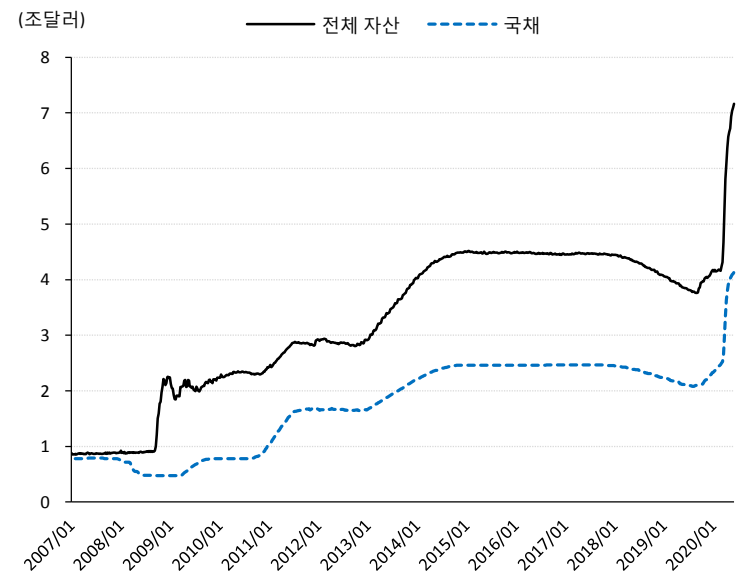
- 3월 중순까지 급등락한 후, 연준의 무제한 국채매입(양적완화) 시행으로 하향안정화
  - ▶ [코로나19 본격화~3월 중순] 기준금리의 대폭 인하(1.5%p)에도 장기금리는 급등
  - ▶ [3월 하순~] 연준의 무제한 국채매입 발표 이후 하향안정화
    - 연준 보유 전체 자산 및 국채 규모가 각각 7조달러 및 4조달러를 상회

## 코로나19 이후 미국 국채금리 추이



주 : 2020년 2월 19일부터 2020년 6월 5일까지의 일별자료  
 자료: KIS채권평가, Bloomberg, 자본시장연구원

## 연준 보유자산 규모



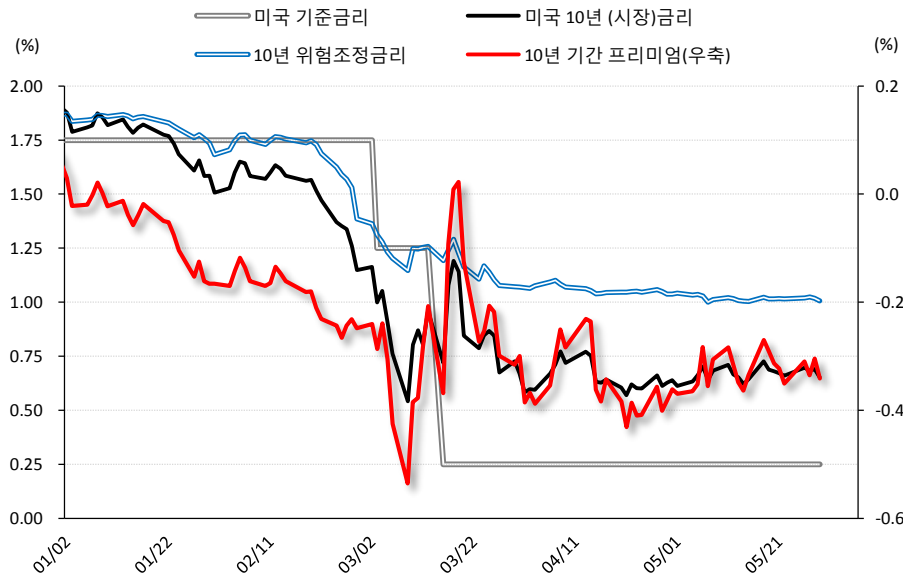
자료: 세인트루이스 연준

# 미국 금리 전망

## ○ 변동성이 확대되는 가운데, 10년 만기 기준 0.6~1.2%의 범위에서 형성될 전망

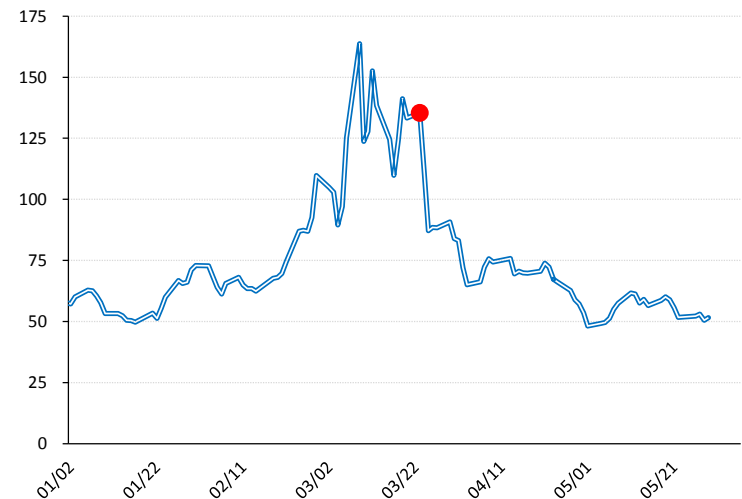
- › [변동성] 코로나19 불확실성, 거시지표 및 주가 변화에 따라 금리 변동성이 확대될 것으로 예상
- › [금리 상단] 필요 시 연준의 국채매입 확대로 금리 상단이 제한될 전망
- › [금리 하단] 코로나19 및 미중 무역분쟁이 재차 확산되지 않는 한 추가 금리 하락 여지도 제한

### 미국 금리 결정요인



주 : 1) 2020년 1월 2일부터 2020년 5월 29일까지의 일별자료,  
2) 금리 결정요인은 Adrian, Crump and Moench(2013) 모형을 통해 추정  
자료: KIS채권평가, Bloomberg, 자본시장연구원

### 미국 금리 변동성



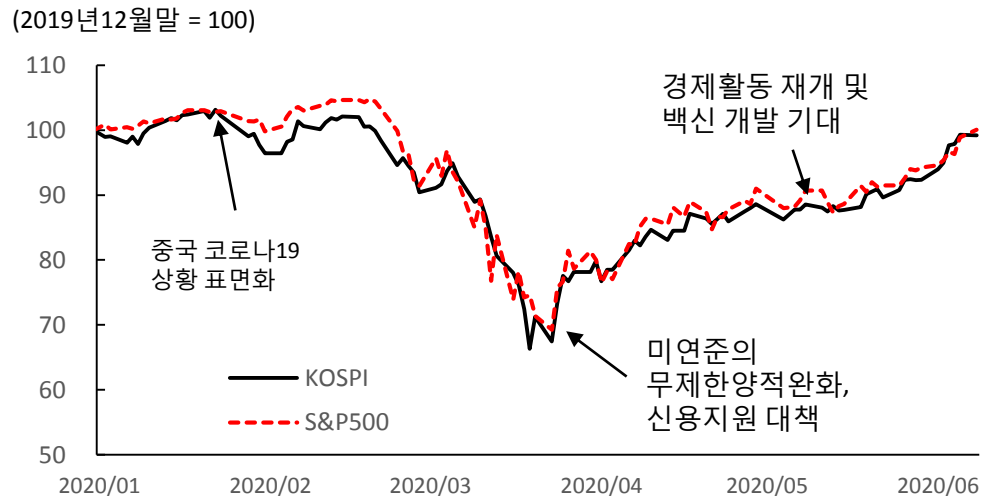
주 : 1) 2020년 1월 2일부터 2020년 5월 29일까지의 일별 금리 변동성  
2) 일별 변동성은 BofA MOVE(1개월)지수  
자료: 세인트루이스 연준

### 3. 주식 및 환율 전망

# 코로나19와 주식시장 동향

- 2020년 글로벌 주식시장과 함께 호조로 출발한 국내 주식시장은 코로나19 감염확산으로 큰 폭의 조정을 겪은 후 반등에 성공
  - › 1월 중국 코로나19 상황이 표면화 된 이후부터 KOSPI 지수는 다소 약세
  - › 국내 주식시장은 글로벌 주식시장과 함께 큰 조정을 겪은 후 반등
    - 주요국의 재정 및 통화정책 대응
    - 5월 이후 백신 개발 및 경제활동 재개 기대

2020년 KOSPI지수와 S&P500지수 추이

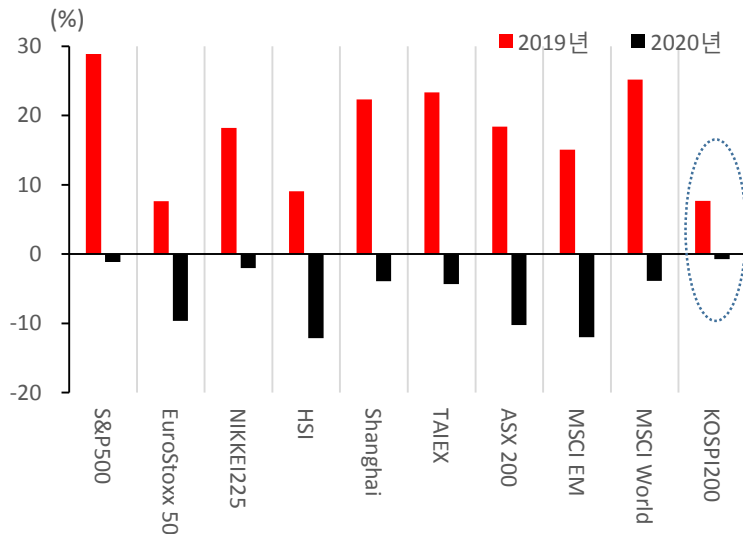


자료: Bloomberg

# 코로나19와 주식시장 동향

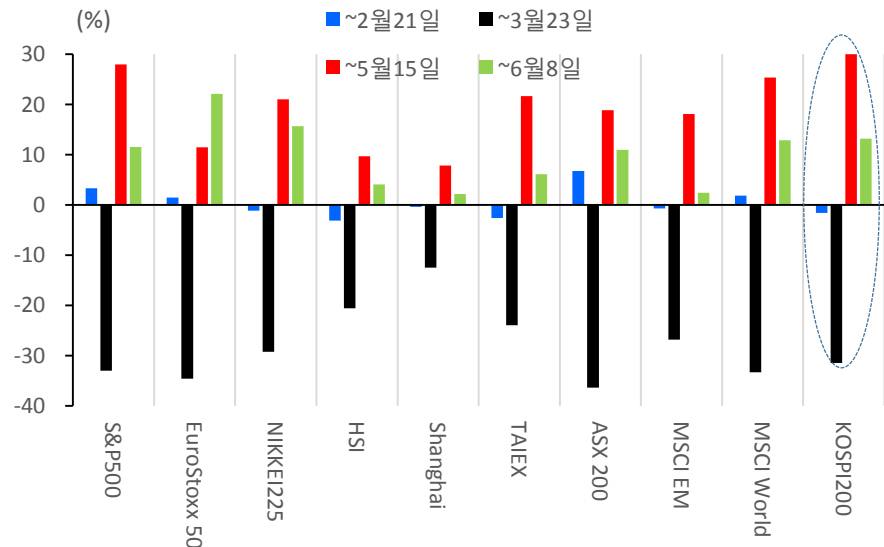
- 2020년 KOSPI지수는 코로나19 감염확산 상황에서 해외 주요 지수 대비 상대적으로 양호한 성과
  - › 연초(~1월21일) 중국 및 국내 코로나19 상황으로 KOSPI지수는 상대적으로 저조한 수익률 시현
  - › 글로벌 코로나19 감염확산 이후, KOSPI지수는 타국가 대비 양호한 성과를 보이며 3월23일 이후 반등하여 2019년말 지수 수준을 거의 회복
    - 타국가 대비 안정적인 국내 방역 상황도 긍정적인 영향을 끼친 것으로 추정

2019년, 2020년 주요 지수 수익률



주: 2020년은 6월8일까지의 수익률  
자료: Bloomberg

2020년 시기별 주요 지수 수익률



자료: Bloomberg

# 코로나19와 주식시장 동향

## ○ 경제활동 제약으로 인한 기업 신용위기

- › 2011~12년 유럽 재정위기나 2015~16년 중국 경기둔화 우려 시기와 달리 투자등급(BBB등급) 스프레드도 과거 경기침체기 수준으로 급등
- › 3월23일 연준의 무제한 양적완화와 신용지원 대책 발표 이후 신용시장 불안이 진정되었으며, 5월 경제 재개가 시작하면서 신용스프레드는 추가로 하락



주: 회색 영역은 NBER 기준 경기침체기를 의미  
자료: Bloomberg, NBER

# 코로나19와 주식시장 동향

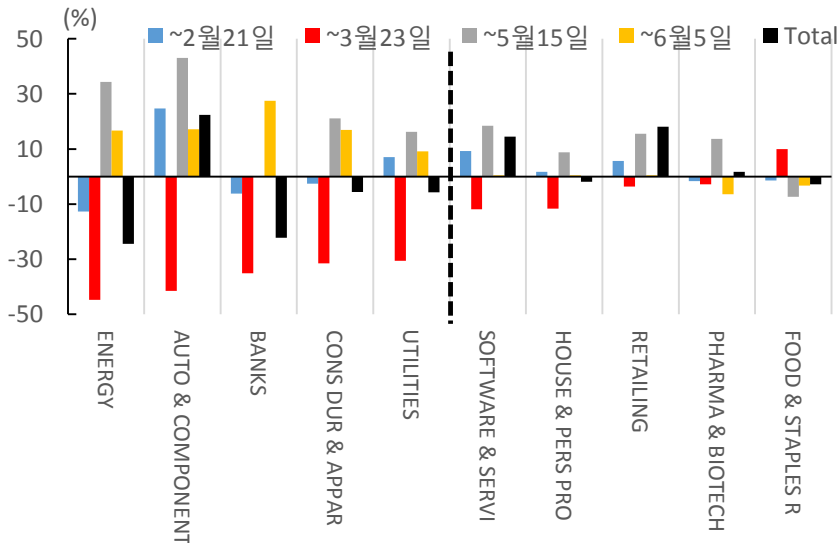
## ○ 코로나19 감염확산시기와 경제봉쇄 해제 상황에 따라 개별 주식의 성과 차이가 뚜렷

‣ 기업 특성에 따라 코로나19 감염확산 시기 중 수익률 격차가 심화 => 4월부터 격차 감소

- 업종, 해외사업 비중, 현금 보유 비중, 레버리지비율에 따라 차별화 (Ramelli, S., and A. F. Wagner; 2020)
- High Resilience Vs. Low Resilience (Pagano, M., C. Wagner, and J. Zechner; 2020)

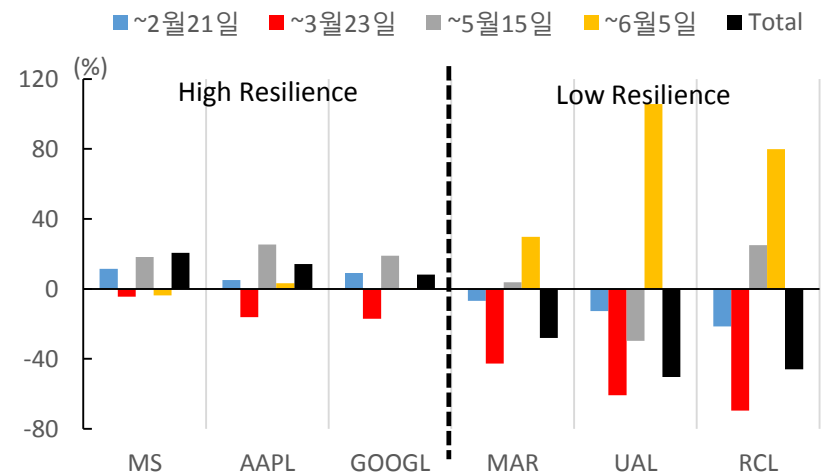
※'Resilience'는 기업의 영업관련 활동이 사회적 거리두기와 조화가 가능한 정도로 평가하며, 재택근무 가능 정도, 종업원간 상호작용이나 밀착도 정도 등을 감안

코로나19 시기별 미국 주식시장 업종별 CAPM-조정 수익률



주 : CAPM-조정 수익률(Ramelli, S., and A. F. Wagner; 2020 참고), 산업구분은 GICS 기준으로  
MSCI 인덱스 사용, 2월22일~3월23일 성과(빨간색 막대)를 기준으로 상하위 5개 업종만 표시  
자료: Bloomberg, Fama-French Factor Return data, 자본시장연구원

코로나19 시기별 개별주식 CAPM-조정 수익률

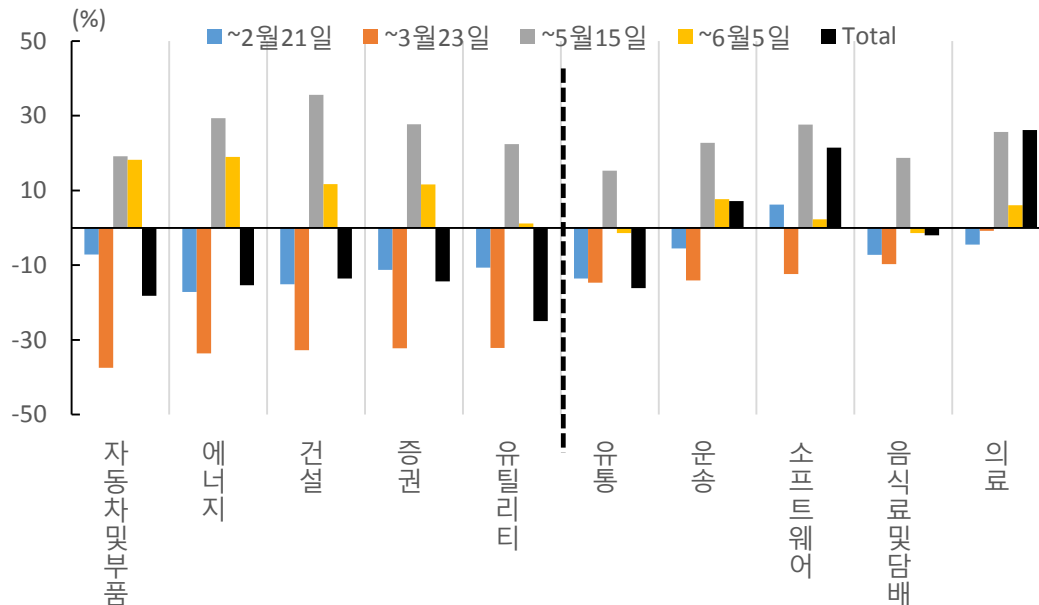


주 : CAPM-조정 수익률(Ramelli, S., and A. F. Wagner; 2020 참고),  
'High resilience'으로 기업으로 MS, 애플, 구글을 예시,  
'Low resilience' 기업으로 매리엇, 유나이티드항공, 로얄캐리비언을 예시,  
자료: Bloomberg, Fama-French Factor Return data, 자본시장연구원

# 코로나19와 주식시장 동향

- 코로나19 감염확산과 경제봉쇄 해제 상황에 따라 국내주식시장도 업종간 성과 차이가 뚜렷
  - ▶ 기업 특성에 따라 코로나19 감염확산 시기 중 수익률 격차가 심화
    - 자동차 및 부품, 에너지 업종 중심으로 수익률 하락
    - 의료, 소프트웨어, 생활용품 중심으로 양호한 성과
  - ▶ 3월23일 이후 정부 정책, 주요국 코로나19 감염확산 진정, 경제 활동 재개로 성과 격차는 감소

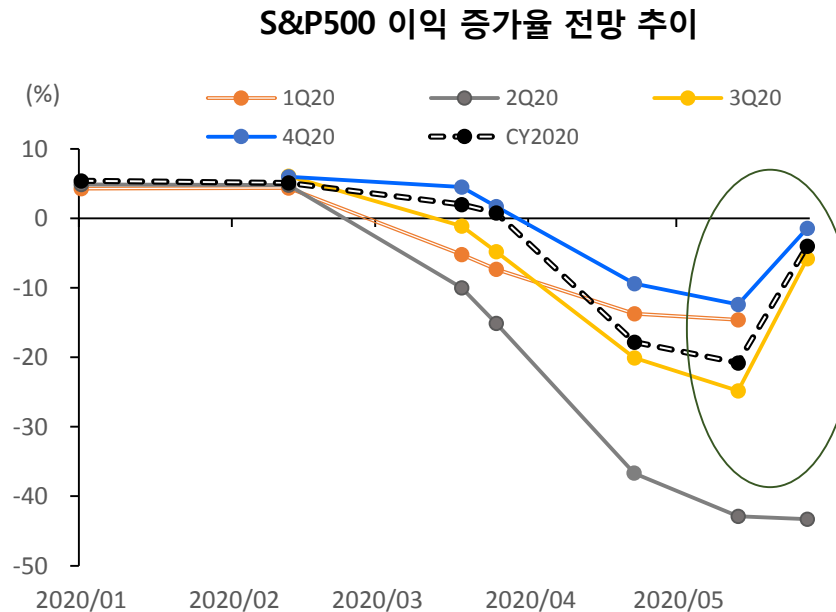
코로나19 시기별 국내 주식시장 업종별 CAPM-조정 수익률



주 : CAPM-조정 수익률(시장 수익률 요인을 제외한 수익률, Ramelli, S., and A. F. Wagner(2020) 참고),  
 시장 수익률은 KOSPI 지수와 KOSDAQ 지수의 시가총액 가중평균 사용  
 Fn-Guide 업종구분 기준으로 2월22일~3월23일 성과(빨강색 막대)를 기준으로 상하위 5개 업종만 표시  
 자료: Fn-Guide, 자본시장연구원

# 코로나19와 주식시장 동향

- 코로나19 감염확산 이후 기업이익 전망치는 급격히 하락하였으나, 경제 재개 이후 하락폭 축소
  - › 당초 S&P500 종목들의 1, 2분기 이익 전망치는 전년동기대비 4~5% 증가였으나, 각각 -15%, -43% 로 급격히 하락
  - › 미국 및 유럽의 경제봉쇄 해제와 함께 하반기 이익 전망치는 상향



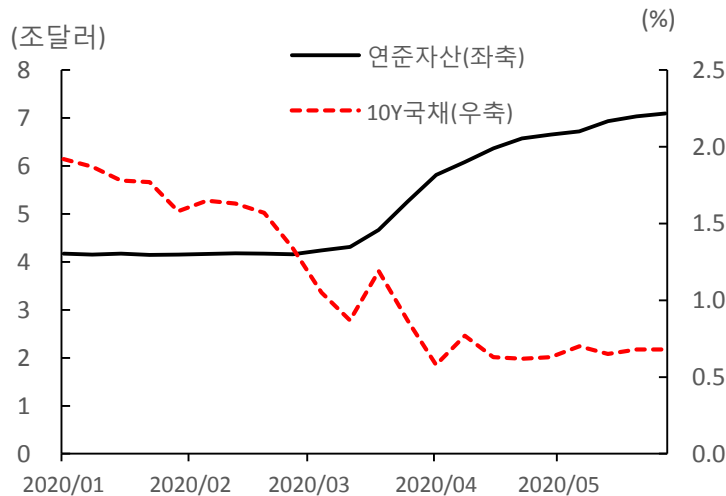
주 : 전년 동기대비 이익 증가율, 가로축은 전망 시기  
자료: Factset Earning Insight

# 2020년 하반기 미국 주식시장 전망

○ 경제활동 재개와 하반기부터 경기 반등 기대로 주식시장은 3월의 조정 폭을 만회

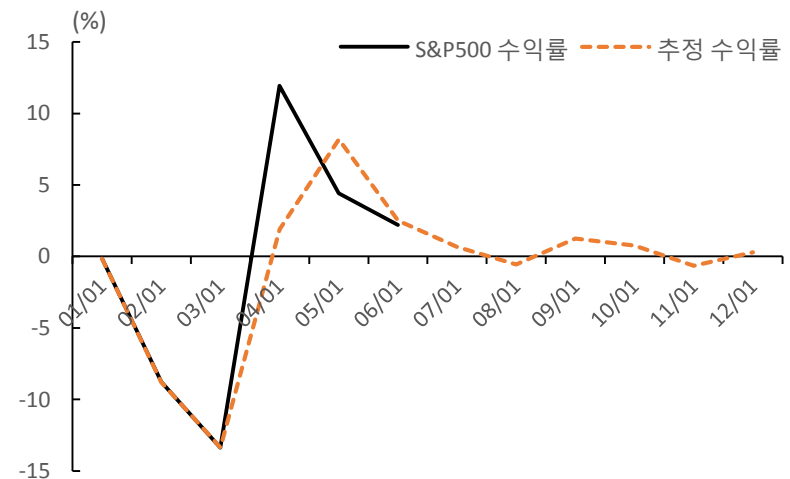
- › 경제 정상화를 선반영하며 주식시장은 회복
- › 풍부한 유동성과 통화 및 재정정책 기대는 실물경제 회복에 앞서서 주식시장에 긍정적으로 작용

## 미연준 자산과 금리



자료: Bloomberg, FED

## 실물경제 반등을 반영한 S&P500 수익률 추정



주 : VAR 모형 사용하여 forecasting, 4월 부터 미국, 중국의 실물경제 전망치 사용  
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

# 2020년 하반기 미국 주식시장 전망

- 미국 주식시장은 2020년 하반기 중 상승세를 유지하겠으나, 하반기 경기회복이 상당부분 선반영되어 추가상승폭은 제한적일 것으로 전망
  - › 경기순환국면상 2분기가 경기 저점으로, 하반기는 회복국면을 이어갈 것으로 예상되며 주식시장도 상승세를 이어갈 것으로 예상 (S&P500 3,000~3,400point)
    - 경제활동 재개로 예상되는 하반기의 경기 정상화는 상당부분 주가에 선반영된 것으로 추정
    - 풍부한 유동성과 통화 및 재정정책의 효과로 지수의 추가상승 여력이 일부 있을 것으로 예상
  - › 금리는 주가 밸류에이션을 훼손할 정도의 상승 추세로 전환되지 않을 것으로 예상되어 주식시장에 긍정적으로 작용할 것으로 예상
    - 금리 상승시 미연준의 국채매입 정책 예상
  - › 코로나19 재확산으로 인한 경제붕쇄 또는 미중 갈등의 악화는 주식시장의 조정요인으로 작용
    - 코로나19 재확산 발생시 1차 상황보다는 완화되겠지만, 다시 경기침체국면으로 진입 예상
    - 미중 갈등 악화, 또는 코로나19 이후 경제상황이 안정되면서 관세나 출구전략 등으로 국가간 갈등 발생 (유가 하락 포함)은 주식시장의 조정 요인으로 작용

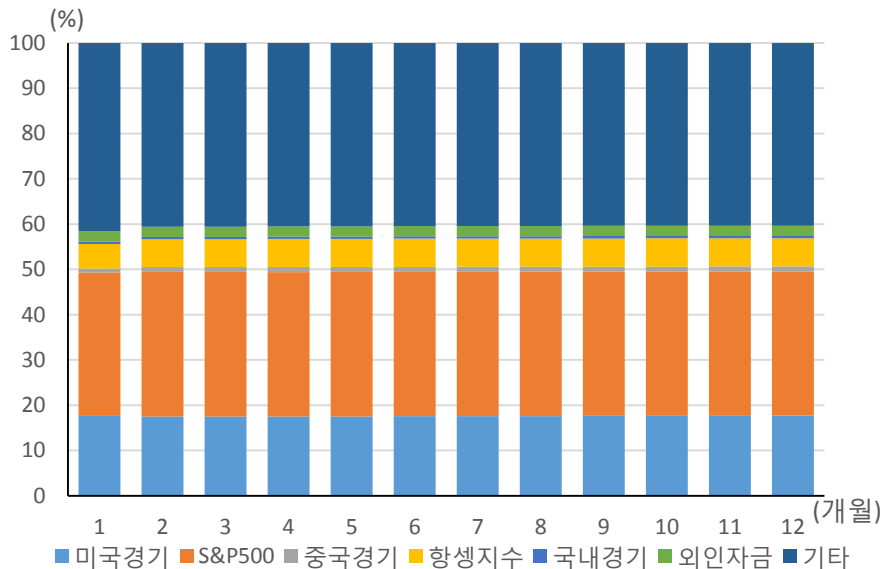
# 국내 주식시장 요인 분석

- 국내주식시장은 미국 및 중국의 영향을 받으며, 2012년부터 중국의 영향도가 증가
  - › 2011년까지 주로 미국 S&P500(주황색) 및 미국 경기(하늘색)가 KOSPI 수익률에 영향
  - › 2012년부터 KOSPI 수익률에 대한 미국 영향도는 감소하고 중국 경기(회색), 항생지수(노란색), 외국인자금(녹색)의 영향도가 증가

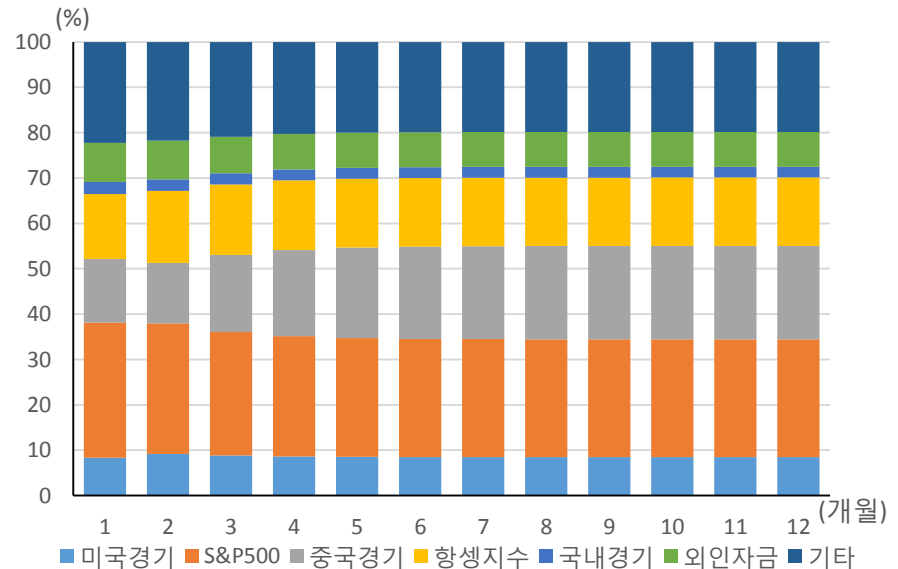
주) 기타요인은 미 · 중 대외요인 및 국내경기요인, 외인자금을 제외한 국내 주식시장 고유의 여건을 반영

## 국내외 요인의 KOSPI 수익률에 대한 기여도

2000년~2011년



2012년~2020년 3월



주 : 경기요인으로 각국의 CAI(Current Activity Indicator)를 사용, 기여도 결과는 소규모 개방경제인 한국의 특성을 반영하여 해외 경기변동 및 금융변수가 국내 경제변수의 영향을 받지 않는 블록 외생성을 고려한 VAR 모형을 이용해 추정

자료: Bloomberg, FnGuide, 자본시장연구원

# 국내 주식시장 요인 분석

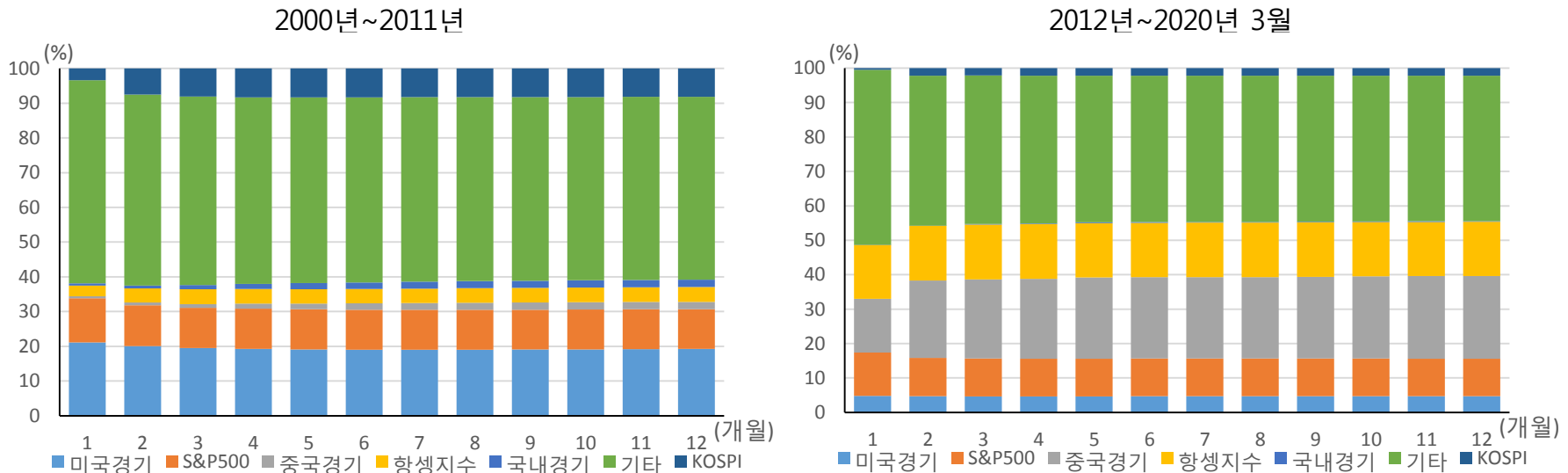
- KOSPI 시장 외국인 자금흐름은 미국 및 중국의 영향을 받으며, 2012년부터 중국의 영향이 증가

주) KOSPI시장 외국인 순매수금액은 미국 경기 국면 및 S&P500과 밀접한 관계: '경제 및 자본시장전망 2019년, 2019년 상반기'

- › 2011년까지 KOSPI시장 외국인순매수금액은 주로 미국 주가(주황색) 및 경기(하늘색)의 영향
- › 2012년부터 외국인순매수금액에 대한 미국요인의 영향도는 감소하고 중국 경기(회색),  
항생지수(노란색)의 영향도가 증가

주) 기타요인은 미 · 중 대외요인 및 국내경기요인, 국내주식시장 요인을 제외한 나머지 요인을 의미

국내외 요인의 KOSPI 시장 외국인순매수 규모에 대한 기여도



주 : 경기요인으로 각국의 CAI(Current Activity Indicator)를 사용, 기여도 결과는 소규모 개방경제인 한국의 특성을 반영하여 해외 경기변동 및 금융변수가 국내 경제변수의 영향을 받지 않는 블록 외생성을 고려한 VAR 모형을 이용해 추정

자료: Bloomberg, FnGuide, 자본시장연구원

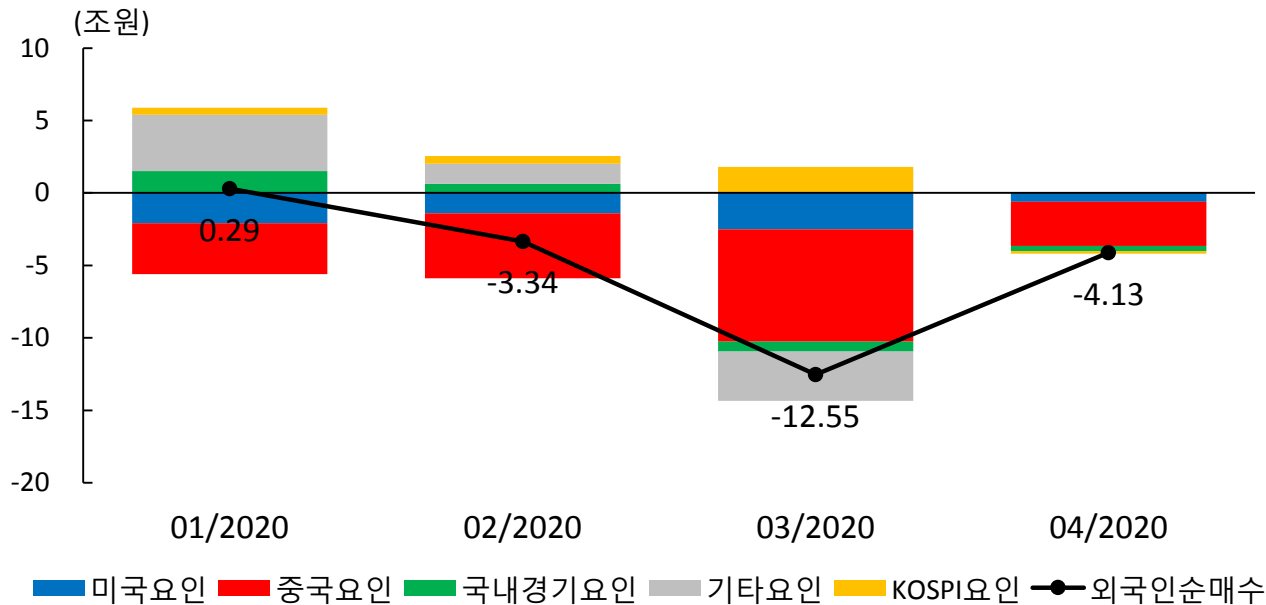
# 국내 주식시장 요인 분석

## ○ 2020년 KOSPI 시장 외국인 순매수 금액은 주로 대외 요인과 밀접한 관계

- › 외국인은 코스피 시장에서 3월 12.5조원, 4월 4.1조원, 그리고 5월 3.9조원을 순매도
- › 2020년 주로 중국 및 미국 경기요인의 하락이 외국인순매도에 영향

주) 미·중 주식시장 요인도 일부 기여, 기타요인은 미·중 대외요인 및 국내경기 및 KOSPI시장 요인을 제외한 나머지 요인

2020년 KOSPI 시장 외국인순매수에 대한 역사적 요인분석



주 : 경기요인으로 각국의 CAI(Current Activity Indicator)를 사용, 기여도 결과는 소규모 개방경제인 한국의 특성을 반영하여 해외 경기변동 및 금융변수가 국내 경제변수의 영향을 받지 않는 블록 외생성을 고려한 VAR 모형을 이용해 추정  
자료: Bloomberg, FnGuide, 자본시장연구원

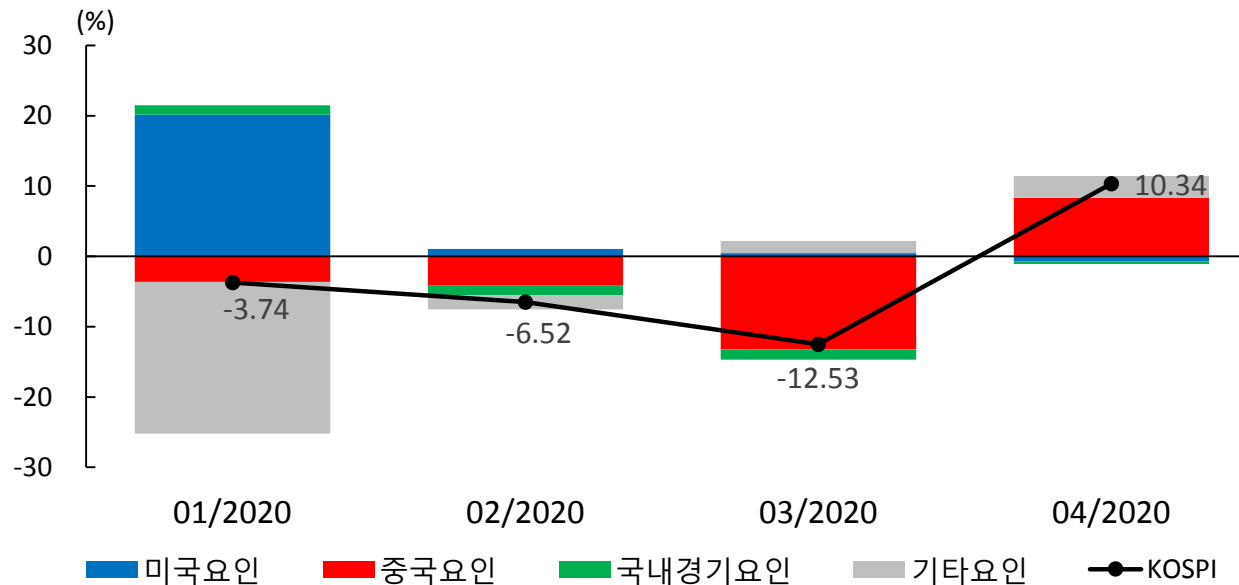
# 국내 주식시장 요인 분석

## ○ 2020년 KOSPI 수익률은 대외 요인과 밀접한 관계

- › 2~3월 코로나19로 인한 대외 여건 악화가 외국인순매도에 영향을 주면서 지수 하락에 영향을 줌
- › 4월 KOSPI 지수 상승은 주로 중국 경기 반등 효과의 영향

주) 기타요인은 미 · 중 대외요인 및 국내경기요인 요인을 제외한 국내 주식시장 고유의 여건을 반영

2020년 KOSPI 수익률에 대한 역사적 요인분석

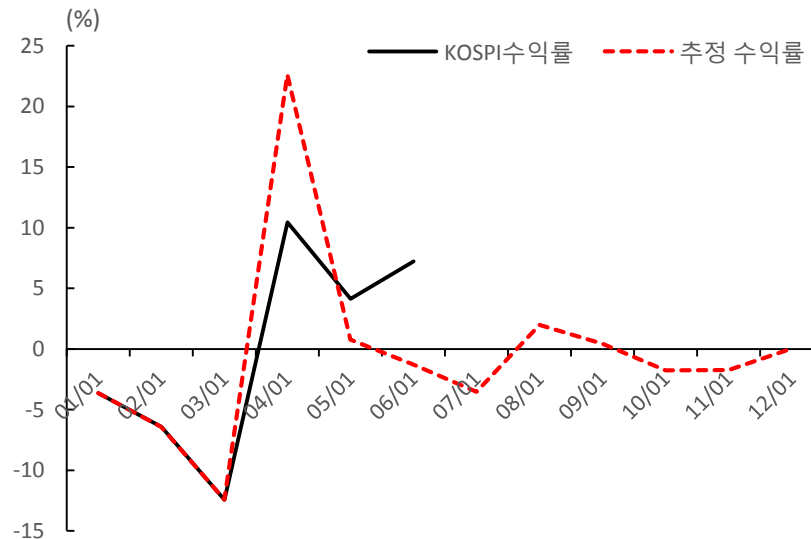


주 : 경기요인으로 각국의 CAI(Current Activity Indicator)를 사용, 기여도 결과는 소규모 개방경제인 한국의 특성을 반영하여 해외 경기변동 및 금융변수가 국내 경제변수의 영향을 받지 않는 블록 외생성을 고려한 VAR 모형을 이용해 추정  
자료: Bloomberg, FnGuide, 자본시장연구원

# 2020년 하반기 국내 주식시장 전망

- 각국의 경제활동 재개와 경기 정상화 기대로 국내 주식시장은 3월의 조정 폭을 만회
  - › 주요국 경제활동 재개와 하반기 경기 회복을 선반영하며 국내 주식시장은 반등
  - › 풍부한 유동성과 미국을 중심으로 한 글로벌 주식시장의 회복은 국내 주식시장에 긍정적으로 작용
    - 코로나 감염확산 시기 중 양호한 방역 성과도 국내 주식시장에 긍정적으로 작용할 것으로 기대

실물경제 반등과 S&P500 수익률을 반영한 KOSPI 수익률 추정



주 : VAR 모형 사용하여 forecasting, 4월 부터 미국, 중국, 한국의 실물경제 전망치,  
4, 5, 6월(5일) S&P500 수익률을 반영하여 추정  
자료: Bloomberg, FnGuide, 자본시장연구원

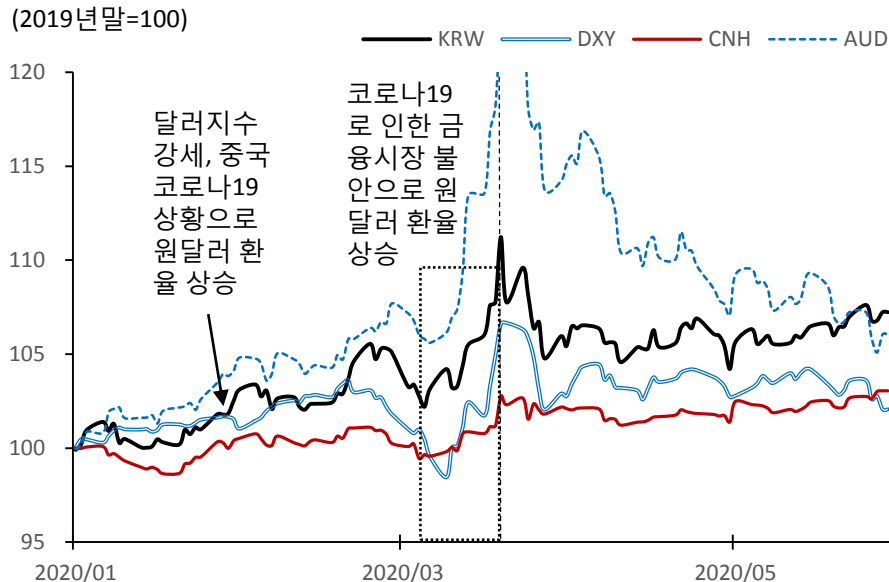
# 2020년 하반기 국내 주식시장 전망

- 국내 주식시장은 2020년 하반기 중 2분기에 이어 상승세를 유지하겠으나, 하반기 경기회복이 상당부분 선반영되어 추가상승폭은 제한적일 것으로 전망
  - › 경기순환국면상 2분기가 경기 저점으로, 하반기는 회복국면을 이어갈 것으로 예상되며 국내 주식시장도 상승세를 이어갈 것으로 예상 (**KOSPI 2,050~2,350point**)
    - 경제활동 재개로 예상되는 하반기의 경기 정상화는 상당부분 주가에 선반영된 것으로 추정
    - 주요국 대비 양호한 방역성과로 실물경제 타격이 상대적으로 적은 점은 향후 경기 및 주가 회복에 긍정적 영향
    - 풍부한 글로벌 유동성과 주요국의 통화 및 재정정책의 효과로 추가상승 여력이 일부 있을 것으로 예상
  - › 하반기 중 대외적인 위험요인은 국내 주식시장의 조정요인으로 작용
    - 국내뿐 아니라 글로벌 경제 회복 과정에 차질이 발생한다면, 수출위주의 국내 경제에 악영향
    - 주요국의 코로나19 재확산은 수출위주의 국내 경제에 악영향을 주며, 다시 경기침체국면으로 진입 예상
    - 미중 갈등 악화, 또는 코로나19 이후 경제상황이 안정되면서 관세나 출구전략 등으로 국가간 갈등 발생은 국내 주식시장의 조정 요인으로 작용

# 원달러 환율 동향

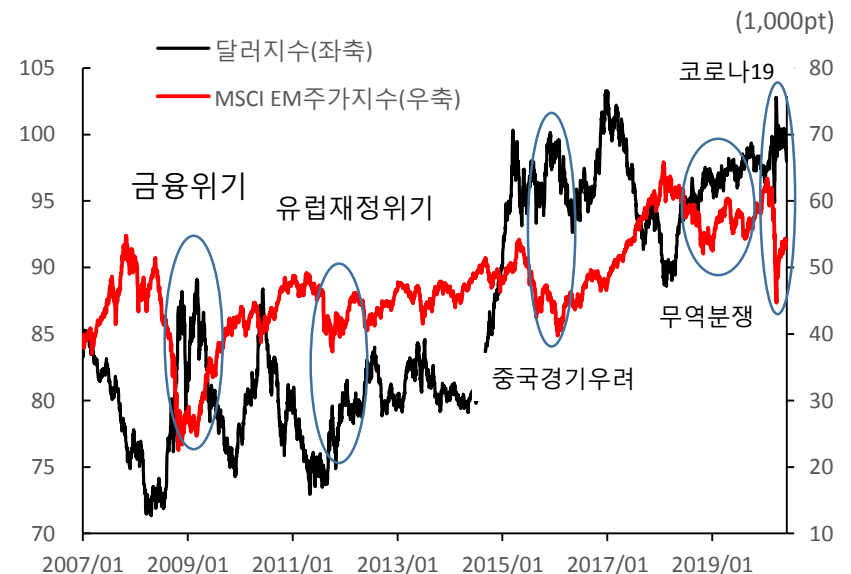
- 2020년 원달러 환율은 코로나19 감염확산 과정에서 상승 후 금융시장 불안이 진정되고 경제 활동 재개가 가시화되면서 하락 안정
  - 코로나19로 인한 금융시장 불안과 글로벌 실물경제 침체는 수출 비중이 큰 국내 경제와 원달러 환율에 부정적인 요인
  - 달러지수는 금융시장 불안시기에 강세를 보이며, 원달러 환율 상승의 주요 요인으로 작용

2020년 주요 환율추이



자료: Bloomberg

금융불안시기와 달러지수



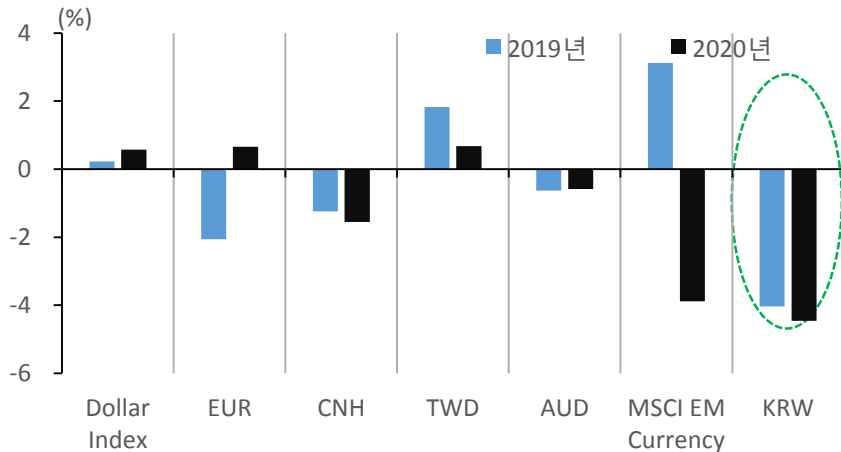
주: 금융불안시기는 MSCI EM 주가지수가 하락하는 시기로 표시  
자료: Bloomberg

# 원달러 환율 동향

## 2020년 원달러 환율은 2019년에 이어 주요 통화대비 약세

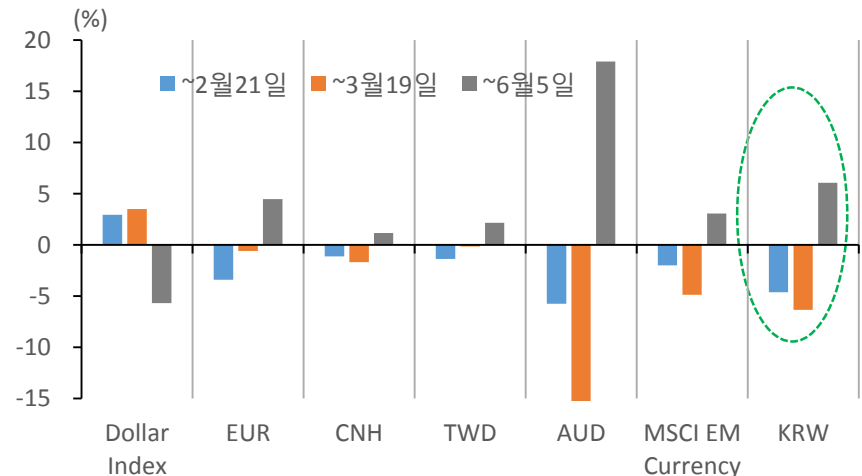
- ▶ 글로벌 코로나19 감염확산 과정에서, 원달러 환율은 호주달러와 함께 약세 (환율 상승)
  - 글로벌 경기침체와 교역 감소로 원달러 환율과 호주달러(Commodity 통화)는 상대적으로 약세
- ▶ 금융시장 안정과 경제활동 재개 기대로 원달러 환율은 강세로 전환(환율 하락)되었으나 연초 수준을 회복 못한 상황

2019년, 2020년 주요 통화 절상률



주 : 2020년은 6월5일 환율 기준으로 절상률, 음수는 해당통화 약세를 의미  
자료: Bloomberg

2020년 시기별 주요 통화 절상률

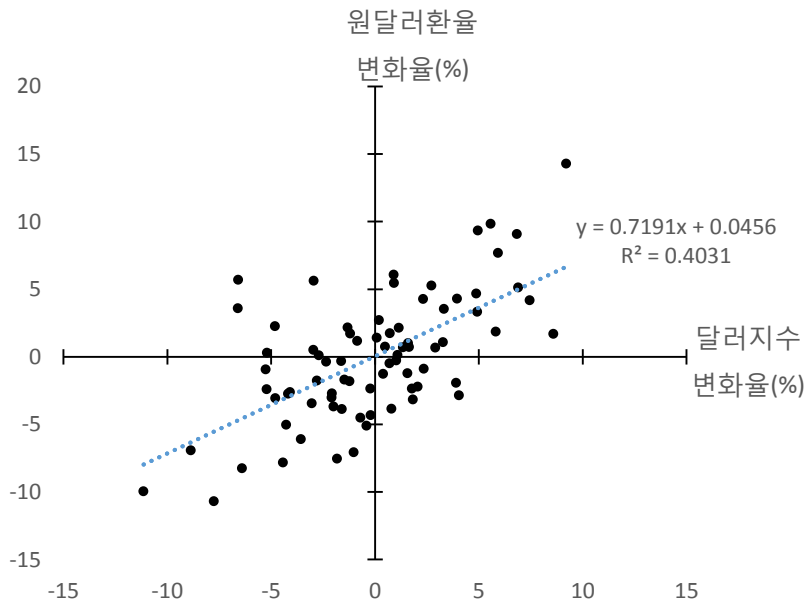


주 : 음수는 해당통화 약세를 의미  
자료: Bloomberg

# 원달러 환율의 글로벌 요인

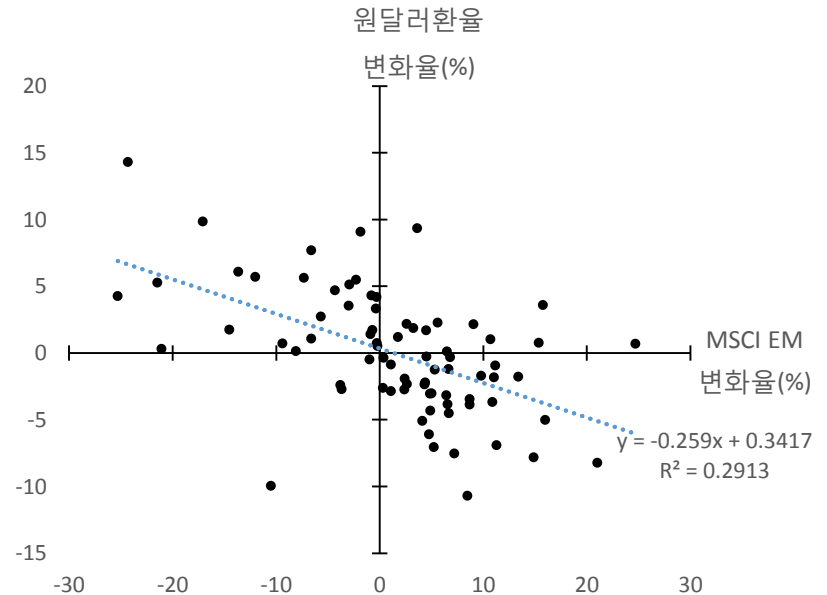
- 원달러 환율 변화는 대외적으로는 달러지수 및 글로벌 위험선호도에 의해 주로 결정
  - › 원달러 환율은 달러지수와 같이 동반 등락하는 한편, 글로벌 금융시장의 위험선호도가 증가하면 하락하는 경향
  - › 코로나19로 인한 금융시장의 위험회피와 달러 강세가 2020년 원달러 환율 상승의 주요 요인

원달러 환율과 달러지수



주 : 분기 변화율, 2001년1Q~2020년1Q  
자료: Bloomberg

원달러 환율과 MSCI EM주가지수

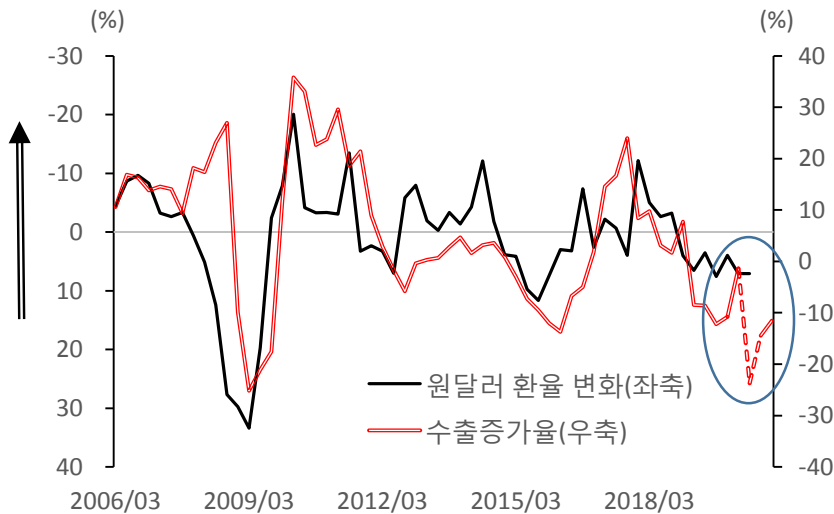


주 : 분기 변화율, 2001년1Q~2020년1Q  
자료: Bloomberg, Datastream

# 원달러 환율의 대내 요인

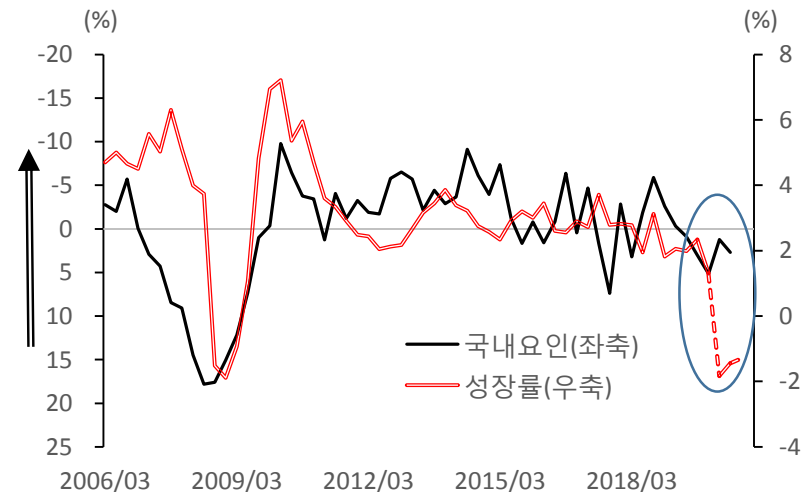
- 원달러 환율 변화에서 대외 요인을 제외한 대내 요인은 성장률 및 수출 증가율과 밀접하게 관계
  - › 원달러 환율은 국내 경기 상황과 연관되어 경기 확장 시기에 하락(원화 강세)하는 반면, 둔화 시기에서는 상승(원화 약세)하는 경향
  - › 코로나19로 인하여 수출 감소와 성장률 하락세가 심화되었지만, 원화 약세는 금융위기 시기보다 양호
    - 양호한 국내 방역 상황
    - 주요국의 경제 재개 등으로 하반기부터 경제 정상화 기대 반영

원달러 환율 변화와 수출 증가율 추이



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

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



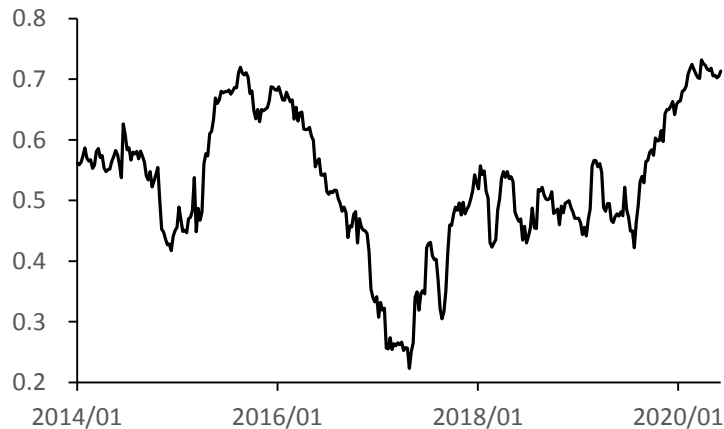
주 : 1) 원달러 환율 변화율을 대외요인(달러지수 변화율 및 MSCI EM)으로 회귀분석한 잔차의 4분기 이동평균(연율), 2) 전기대비 4분기 이동평균(연율)한 값을 1분기 후행, 점선은 전망치 반영  
자료: Bloomberg, Datastream, 자본시장연구원

# 원달러 환율의 대내 요인

원달러 환율은 코로나19 감염확산과정에서 상대적으로 안정세였지만, 5월 위안화 약세와 동조화

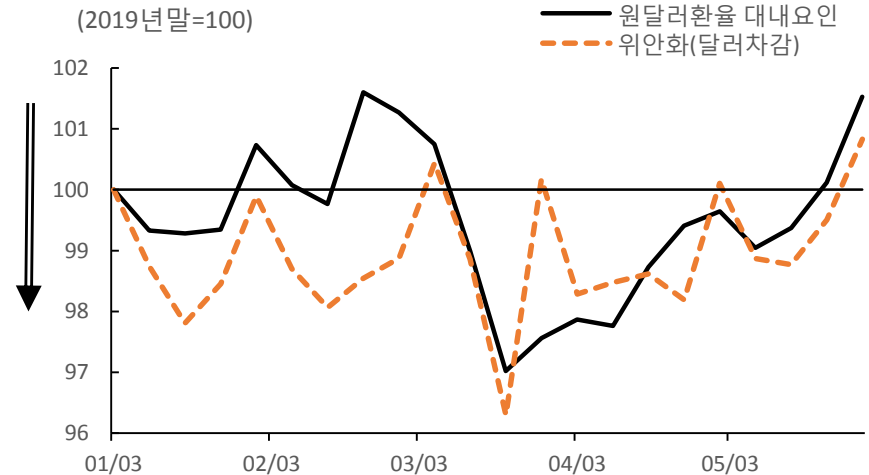
- 환율의 공통 요인으로 볼 수 있는 달러지수 효과를 차감한 후 원달러 환율과 위안화(CNH) 환율의 상관관계는 2015~2016년 중국 경기침체기의 수준까지 상승
- 5월 미중 갈등이 악화되며 위안화 약세 상황에서 원달러 환율의 대내요인은 상승
  - 중국 경기 악화는 주요 교역국인 국내 경기에 부정적인 영향

달러지수 효과를 제외한  
원달러환율과 위안화(CNH) 환율의 상관관계



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

2020년 원달러 환율 대내요인<sup>1)</sup> 과 위안화 환율<sup>2)</sup>



주 : 1) 원달러 환율 변화율을 글로벌요인(달러지수 변화율 및 MSCI EM)으로 회귀분석하여 추정된 부분을 제외하여 산출한 가상환율, 화살표방향이 원화 강세(환율 하락)  
2) 달러지수 변화를 차감한 위안화 조정환율, 화살표 방향이 위안화 강세(환율 하락)  
주간 단위로 변화율을 반영하여 산출 (2020년 5월 29일까지)

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

# 2020년 하반기 원달러 환율 전망

○ 2020년 대외 및 대내 요인의 안정으로 원달러 환율은 하향 안정화될 것으로 전망

› 글로벌 요인들은 원달러 환율의 하향 안정에 긍정적인 영향을 끼칠 것으로 기대

- 각국의 경제활동 재개 및 코로나19 감염확산으로 인한 위험회피 기조의 완화
- 유로지역의 정책 공조화(공동기금채권, 보조금 지급) 기대와 달러 강세의 진정

› 2020년 하반기는 국내경기 회복 국면에 진입할 것으로 예상되며, 원달러 환율은 하향 안정화될 전망

- 하반기 중 잠재성장률 수준으로 성장세가 회복될 것으로 기대되며, 역사적으로 회복 국면에서 성장세 회복 기대로 원달러 환율은 하락 추세
- 수출은 전년대비로는 크게 부진하겠지만, 2분기에 저점을 찍고 3분기부터 하락세가 감소할 것으로 기대

› 미중 갈등으로 인한 위안화 약세는 원달러 환율 하락의 제한 요인으로 작용할 가능성

› 하반기 원달러 환율은 1,160원~1,240원 전망

- 1월 초 코로나 상황이 악화되기 전 고점인 1,160원
- 미연준 통화스왑 발표 후 환율 수준인 1,240원 (2016년 1분기 중국 침체와 수출 부진시기의 고점)

› 코로나19 재확산으로 인한 경제붕쇄 또는 미중 갈등의 악화는 추가적으로 원달러 환율 상승요인으로 작용



감사합니다.