2019년 하반기 경제 및 자본시장 전망

2019.5.28.

거시금융실

목 차

1 거시경제 및 통화정책 전망

2 금리 전망

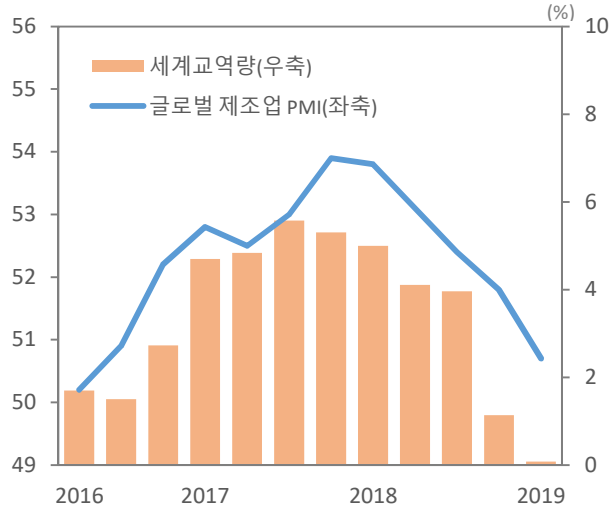
3 주식 및 환율 전망

1. 경제 및 통화정책 전망

글로벌 경제 상황

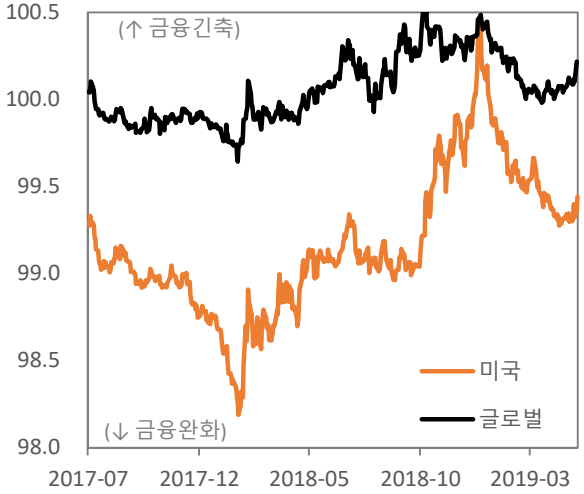
- 글로벌 경기둔화로부터 완만하게 회복중이나 무역분쟁에 따른 불확실성이 재차 확대
  - 2018년 4분기중 교역량이 큰 폭으로 둔화되고 제조업 심리지표가 악화되면서 금융긴축 또한 심화
  - 금년 들어 글로벌 주식시장이 회복되고 미국과 중국의 성장률이 예상을 상회하는 등 글로벌 실물경제의 일시적 부침이 일단락되었을 소지
  - 다만, 5월 이후 무역분쟁이 재차 심화되면서 세계경제의 성장경로에 대한 불확실성이 재차 확대

글로벌 교역 및 제조업 PMI



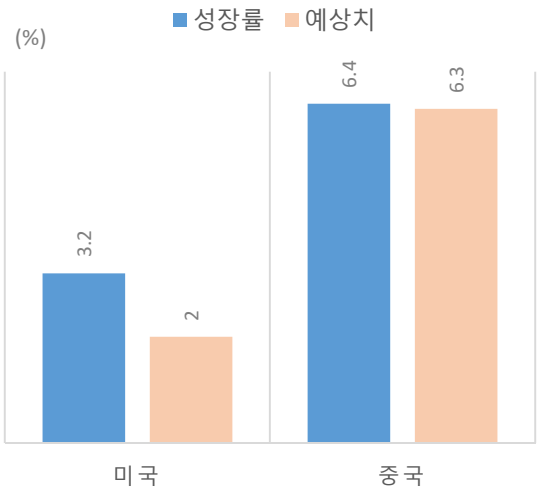
주 : 2019Q1은 1~2월중 기준.
자료 : CPB, JP Morgan, Datastream

글로벌 금융상황지수



자료 : Goldman Sachs, Bloomberg

미중 2019Q1 성장률

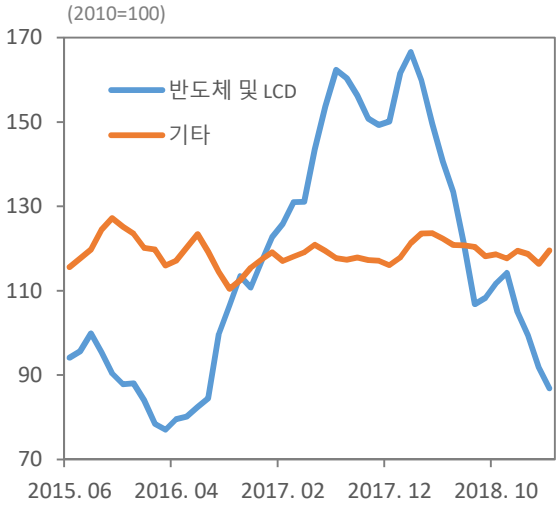


자료 : Datastream

국내 경제 상황

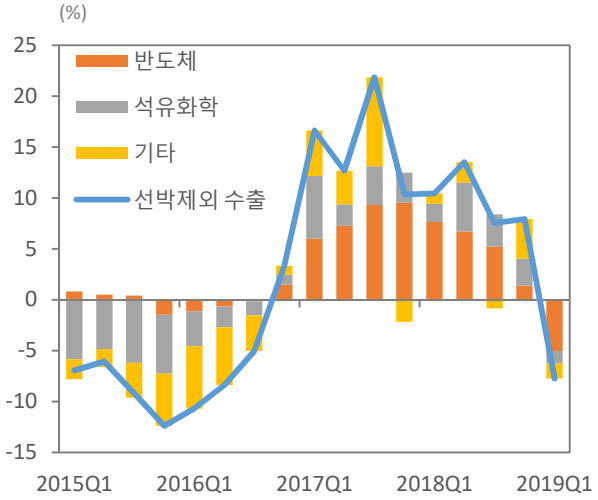
- 국내 경제는 IT 부문을 중심으로 설비투자 조정 및 수출 둔화가 지속
  - 최근에는 민간소비가 둔화된 데다, 정부투자 변동(2018Q4 +18% → 2019Q1 –15%)과 같은 일시적 요인 또한 1분기 성장률(-0.3%) 하락에 기여
  - 기업 및 소비자 심리지표는 완만하게 회복중이나 지속성 여부를 확인할 필요

부문별 설비투자



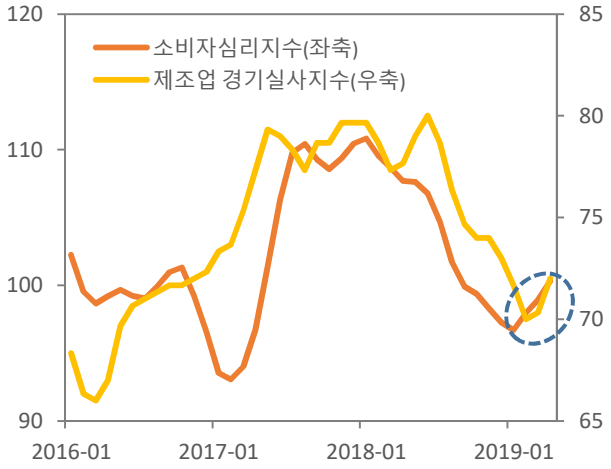
자료 : 통계청, 자본시장연구원 추정

부문별 수출 기여도



자료 : KITA, 자본시장연구원 추정

기업 및 소비자 심리지표

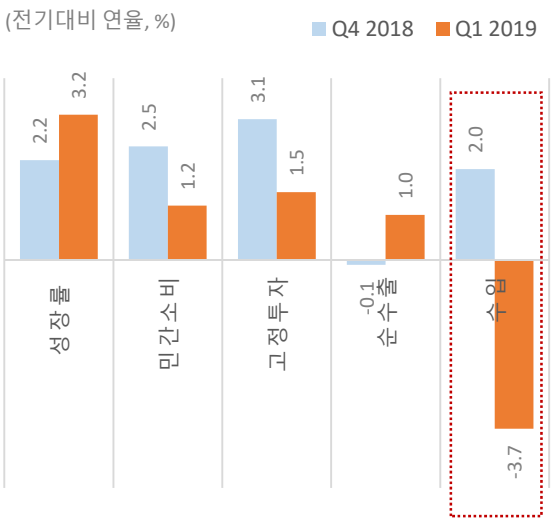


주 : 3개월 이동평균
자료 : 한국은행

미·중과 한국간 경제성장의 차별화

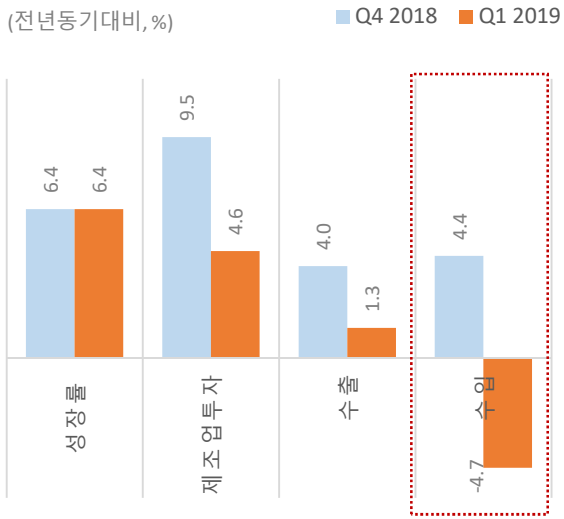
- 수입감소에 따른 순수출의 성장 기여도 확대가 미·중의 성장을 견인함에 따라 한국 등 제조업 수출국에 대한 파급효과는 제한적
  - GDP(↑) = 소비(↓) + 투자(↓) + 정부지출 + 수출(↓) – 수입(⇓)
  - 무역분쟁의 영향 등으로 중국의 대미 수출이 급감함에 따라 중국의 역내 수입이 크게 감소
    - 인프라 투자 위주의 중국 경기 부양책은 대외 파급효과가 크지 않은 것으로 추정
    - 중국 최종수요의 해외 부가가치 비중(2015년 기준): 제조업(35%) vs 건설업(12%)

미국 경제지표



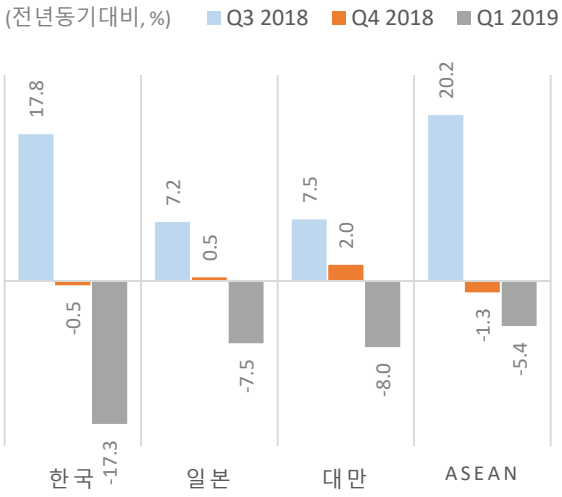
주 : 순수출은 성장 기여도,수입은 국민계정 기준
자료 : Datastream

중국 경제지표



주 : 제조업 투자는 3MMA, 수출입은 통관 기준.
자료 : Datastream

역내국의 대중 수출



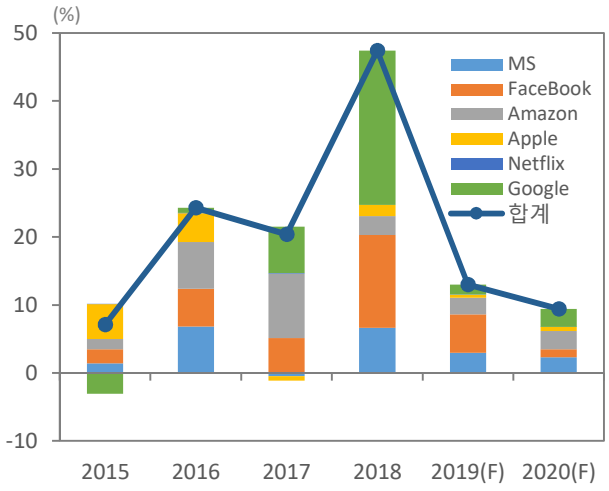
자료 : Datastream

자본시장연구원

IT 경기 회복 여부

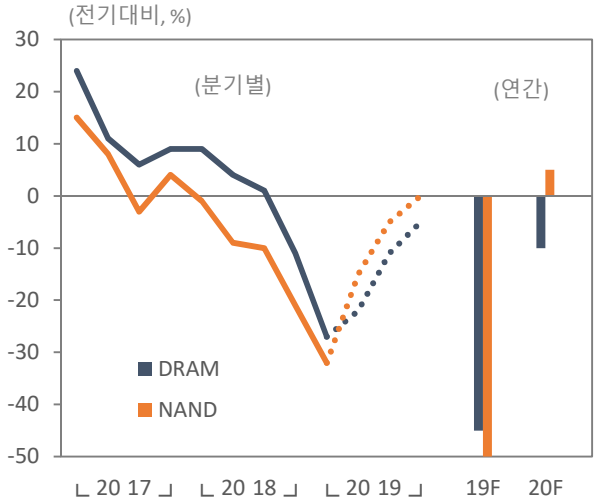
- 향후 IT 경기 회복 여부에 대해 주요 기관들은 2019년 상반기를 저점으로 점차 회복될 것으로 판단하고 있으나, 강도는 완만할 것으로 예상
  - 주요 서버업체 설비투자 증가율이 완만해지면서 메모리 반도체 경기의 회복 강도가 약화될 것으로 보여 반도체 업체들이 대규모 설비 증설보다는 공정 최적화에 주력할 전망
  - 미중 무역분쟁의 전개 양상이 글로벌 공급 체인을 통해 IT 경기 회복 여부에도 영향을 줄 전망

주요 서버업체 설비투자 전망



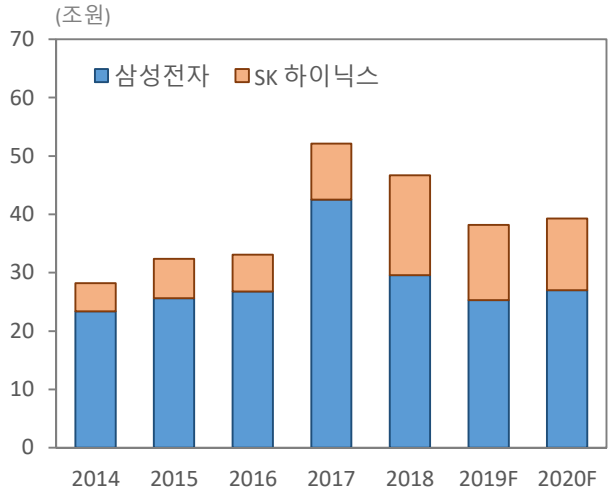
자료: Bloomberg

메모리 반도체 평균가격



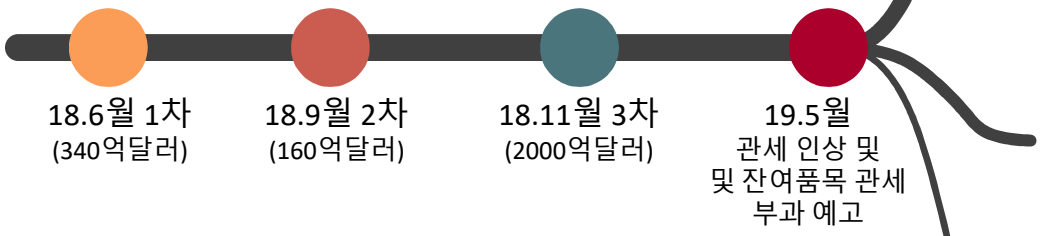
자료: Bloomberg, Dataguide 및 국내 증권사 리포트

반도체 업체 설비투자 전망



자료: Bloomberg, Dataguide 및 국내 증권사 리포트

미중 무역분쟁 시나리오



Baseline (60%) : 잔여품목에 대한 관세부과 보류 및 협상 장기화

- 주요 쟁점에 대한 합의 가능성이 낮은 상황
- 협상 장기화 가능성이 높은 만큼 관세부과는 보류하되, 비관세장벽을 협상 수단으로 병행할 전망

무역전쟁 격화 (30%) : 잔여품목에 대한 관세부과 및 협상 장기화

- 트럼프 행정부의 관세에 대한 시각 및 대중 강경책에 대한 미국내 높은 정치적 지지
- 협상 상대국인 중국 정부 또한 국가적 위신을 고려하여 협상 여력이 제한
- 최근 가능성이 점증

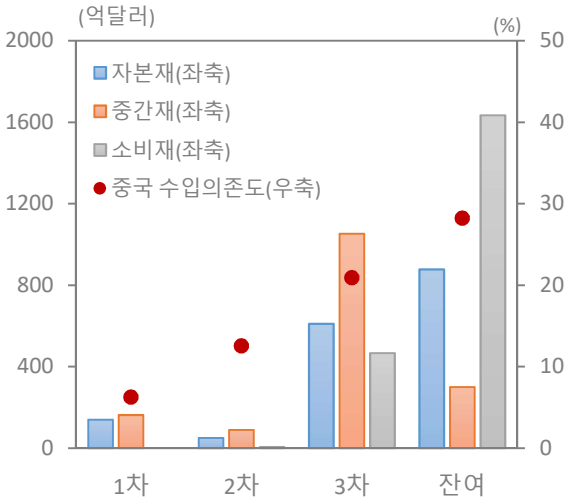
연내 타결 (10%) : 잔여품목에 대한 관세부과 보류 및 연내 타결

- 양국의 경기둔화 우려가 주요 동인

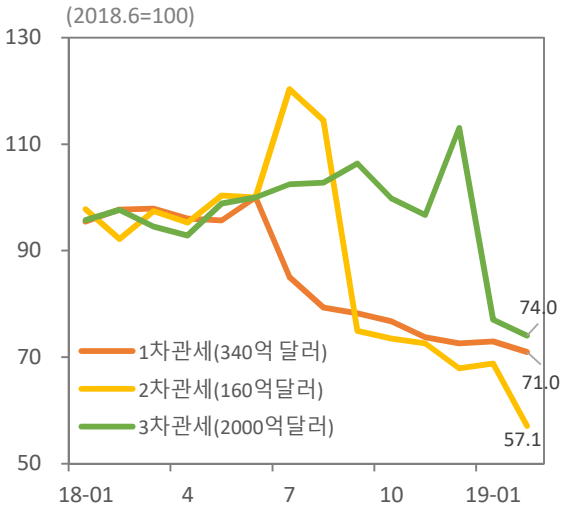
Baseline 시나리오: 관세부과 보류 및 협상 장기화

- 주요 쟁점(미: 지적재산권 법제화 vs 중: 관세철폐)에 대한 단기간 내 타결 가능성은 낮음
  - 미국은 중국측의 지재권 보호 이행을 강제하는 수단으로 관세를 활용하겠다는 입장
- 협상 장기화 가능성이 높은 만큼 경제적 부담을 고려하여 관세부과는 보류할 전망
  - (미국) 신규 관세부과 품목은 대중 의존도가 높고 소비재 비중도 큰 상황
  - (중국) 수출 감소에 따른 중소 제조업체 파산 및 고용사정 악화는 정치적으로 부담
    - 기존 관세부과 품목의 수출이 30~40% 감소되어 중국 GDP의 연간 감소효과는 0.4%로 추정

미국의 관세부과 품목별 분류 및 수입 추이

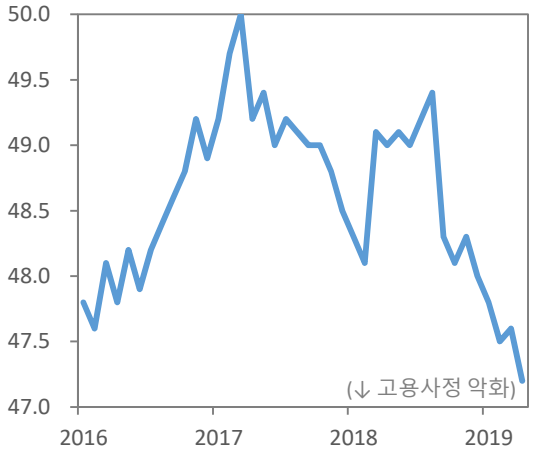


주 : 2018년 기준.
자료 : USITC, 자본시장연구원



주 : X-13으로 계절조정
자료 : USITC, 자본시장연구원

중국의 제조업 고용 PMI



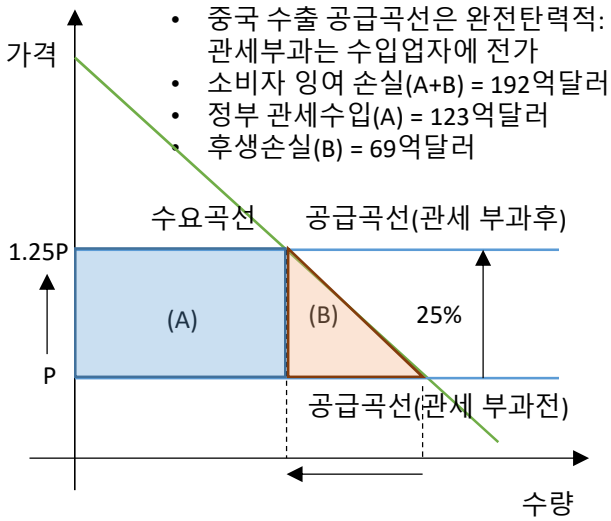
자료 : Datastream

무역분쟁 격화 및 연내 타결 시나리오

- **(무역전쟁 격화, 30%)** 전면 관세부과 후 협상 장기화
  - 무역전쟁 격화 배경에는 트럼프 대통령의 관세에 대한 긍정적 시각(관세는 수출업자에게 전가) 및 대중 강경론에 대한 미국내 높은 지지도가 존재
  - 중국 정부 또한 일방적으로 양보하는 경우 중국 내부의 불만이 고조될 수 있어 협상 여력이 제한
- **(연내타결, 10%)** 관세부과 보류 후 연내 타결
  - 트럼프가 주식시장에 민감하게 반응하고 있으며 대선일정을 감안하여 2월전에는 합의에 도달
  - 중국도 기업들의 R&D 투자가 확대되는 만큼 '중국제조 2025'를 위해 지재권 보호가 필수적

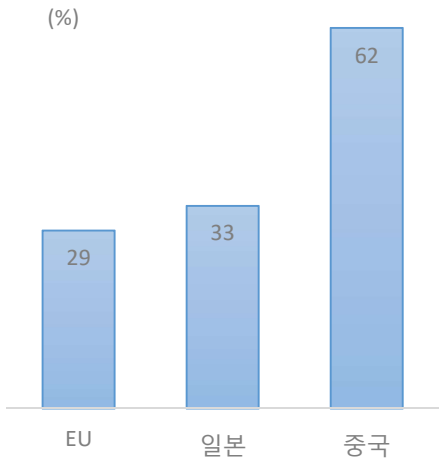
미국의 관세부과 효과 문헌연구

(Amiti, Redding and Weinstein, 2019)



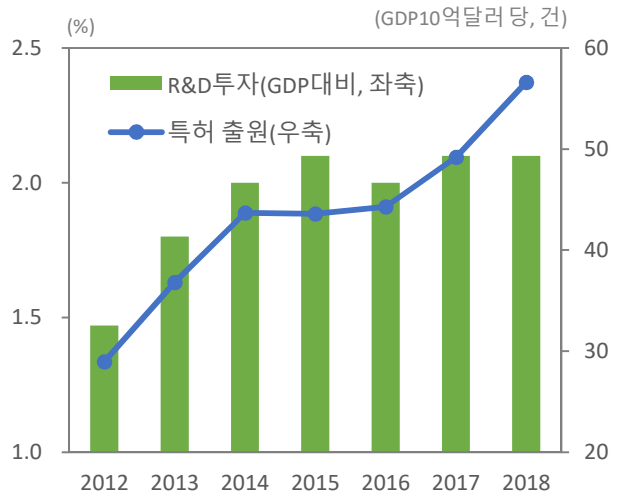
무역정책이 미국에 불공정한가?

('그렇다'고 응답한 비율)



자료 : Gallup(2018.6)

중국 R&D 투자



자료 : Cornell/INSEAD/WIPO, Datastream

경제 성장률 전망

- 무역분쟁의 미국에 대한 영향은 대체로 제한적인 가운데, 중국은 대규모 경기부양책을 통해 무역분쟁의 단기적 충격을 상쇄할 수 있을 것으로 평가
  - 무역분쟁이 미국에 미치는 부정적 효과가 상대적으로 적은 원인은 순수출 개선효과에 기인
  - 중국: 19.3월 2조 위안 감세 + α, 지준율 및 역리포 금리 인하, 중소기업 선별대출(TLMF) 도입
- 국내 경제는 내수와 수출이 모두 둔화되면서 금년중 성장률이 2% 초반 수준으로 하락할 것으로 예상되나 전망 불확실성이 매우 큰 상황
  - 무역분쟁이 격화될 경우 금년 성장률이 2.0%에 그칠 것으로 예상

경제성장률 전망

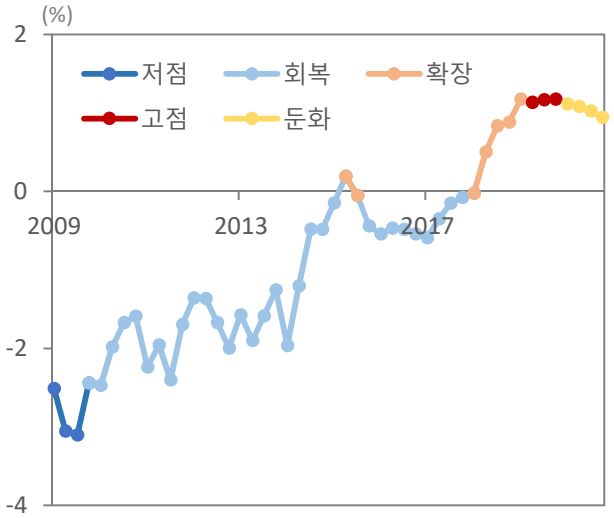
	2018	2019F			2020F		
		Bear	Baseline	Bull	Bear	Baseline	Bull
미 국	2.9	2.4	2.6	2.6	1.5	1.8	2.0
중 국	6.6	6.0	6.3	6.5	5.5	5.9	6.2
한 국	**2.7**	2.0	**2.2**	2.3	2.1	**2.4**	2.7

자료: 자본시장연구원

미국 통화정책 전망

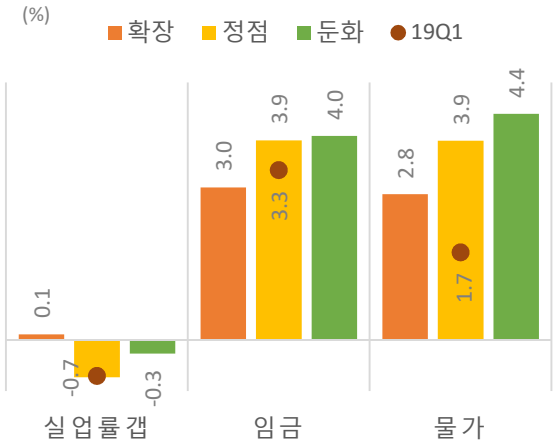
- 기준금리는 전망기간(2019~2020)중 2.5%에서 동결될 전망
  - 미국 경기는 2019년 하반기를 정점으로 2020년중 완만한 둔화기로 진입할 전망
  - 최근 물가 둔화에 대한 우려에도 불구하고 실업률이 자연실업률을 하회함에 따라 임금과 물가는 완만하게 상승할 것으로 예상
  - 최근 연준의 통화정책 개편 논의는 기준금리가 상당 기간 동결될 가능성을 시사

미국 경기국면



자료: 자본시장연구원 자체 추정

과거 경기 정점에서의 고용 및 물가



주 : 1983Q3~2018Q4 기준.
자료 : 자본시장연구원, Datastream

연준 통화정책 개편 논의

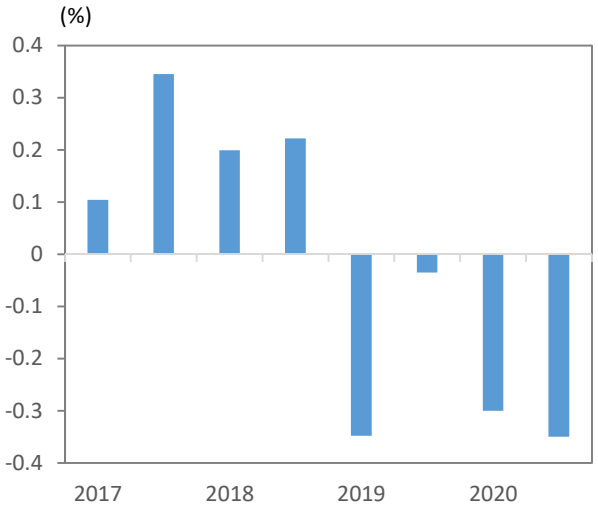
- **평균 인플레이션 목표제 (AIT)**
  - 침체기의 낮은 인플레이션을 상쇄하기 위해 확장기에 2%를 초과하는 인플레이션을 목표로 설정
  - 확장기에 인플레이션을 높이고 명목금리를 상승시켜 하강기에 제로금리에 직면할 가능성 축소
- **극단치 제거 인플레(Trimmed mean PCE)**
  - Core PCE 하락에도 불구하고 Trimmed mean PCE는 2%를 유지하여 최근 물가하락은 일시적 요인에 의한 것으로 판단

국내 통화정책 여건

- 국내 물가는 수요압력이 미약한 가운데 석유류 가격 안정으로 전망 기간중 1% 전후 수준에 머물 전망(2019년 0.9%, 2020년 1.3%)
  - 브렌트(Brent)유: 2019년 70달러 → 2020년 67달러 (EIA, 2019.5월 전망)
- 가계신용은 둔화세가 지속됨에 따라 점차 명목GDP 증가율 수준에 근접할 전망

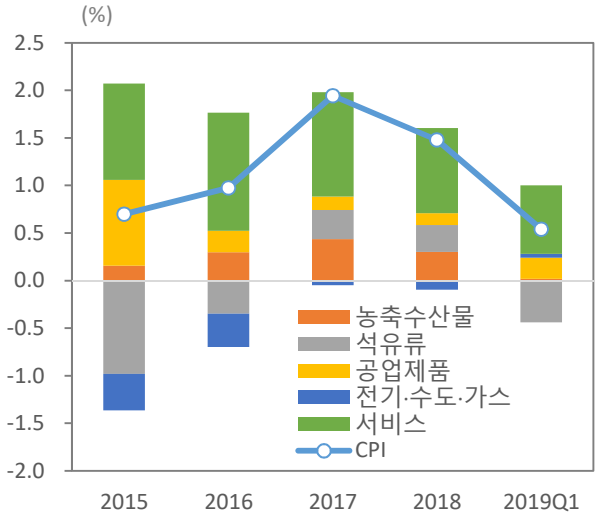
GDP갭 추정 및 전망

(Baseline 시나리오 기준)



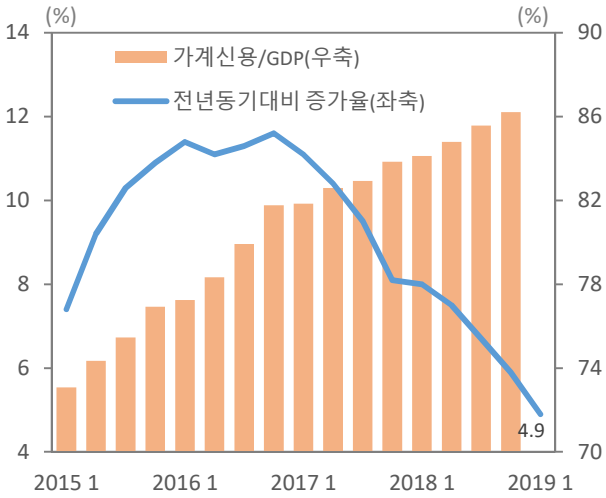
자료: 자본시장연구원 자체 추정

CPI 품목별 기여도



자료: 통계청, 자본시장연구원

가계신용

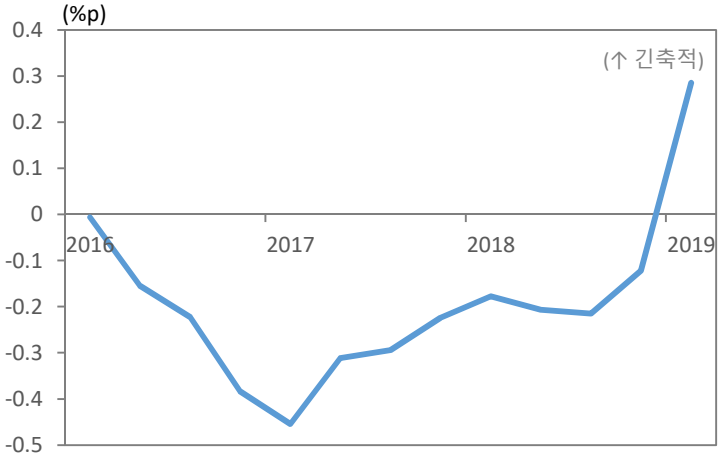


자료: 한국은행

한국 통화정책 전망

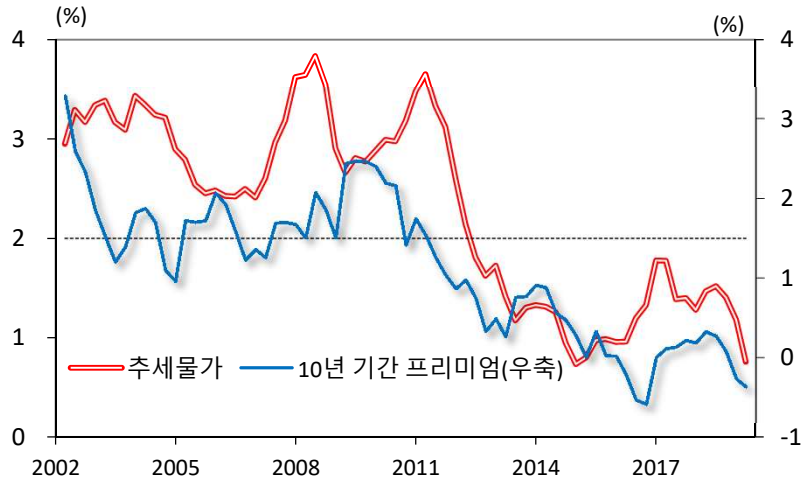
- 지난해 기준금리 인상 및 물가상승률 둔화로 통화정책기조는 대체로 중립적으로 평가
- 금년 하반기중 기준금리 인하 가능성 (2019년말 1.5%, 2020년말 1.5%)
  - 연준의 금리인상 중단 및 가계부채 증가세 둔화로 금융안정에 따른 인상 요인은 약화된 반면 실물 경기 둔화 및 저물가에 따른 인하 요인이 확대
  - 국채 기간 프리미엄과 추세 인플레이션간 높은 상관관계(0.87)를 감안하면 저물가에 대한 대응을 통해 명목금리 하락압력을 차단하여 통화정책 공간(기준금리~장기금리)을 유지할 필요

실질정책금리갭



주 : 실질기준금리 – 실질중립금리. 실질중립금리는 인플레이션, GDP 갭 외에 신용상황까지 감안한 Krustev(2019) 모형을 통해 추정
자료: 한국은행, 자본시장연구원

분기별 추세물가와 기간 프리미엄



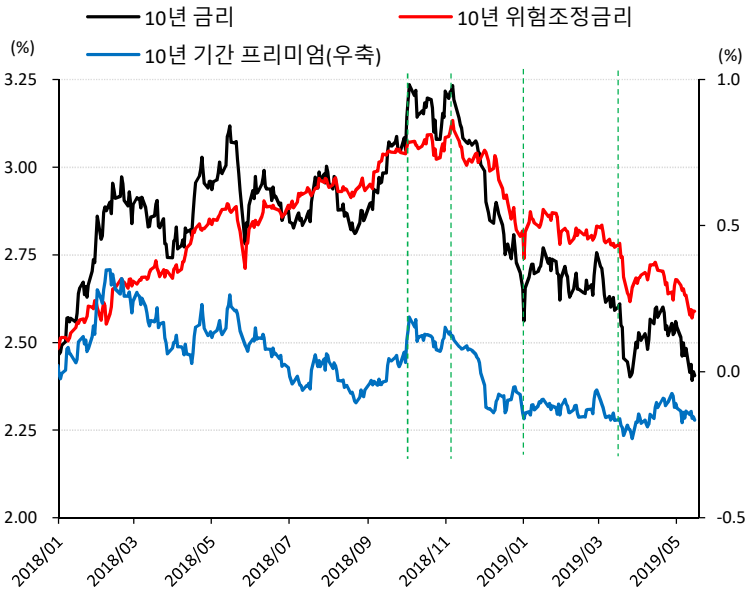
주 : 추세물가 상승률은 Stock and Watson(2016) 모형으로 추정
자료: 한국은행, 자본시장연구원

2. 금리 전망

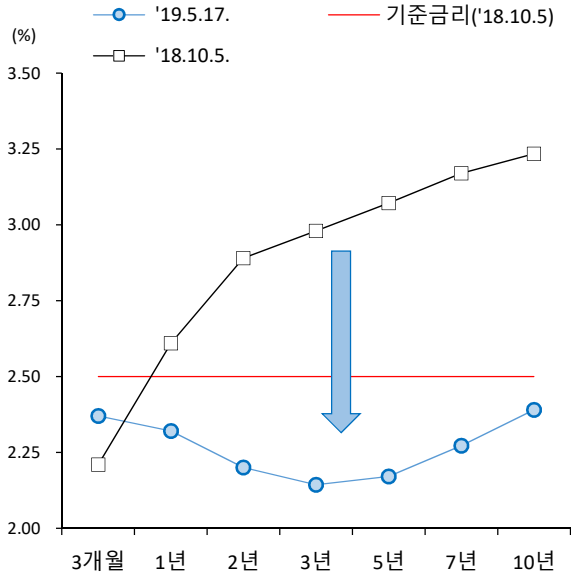
미국 금리 동향

- 미국 금리는 연준의 통화정책 기조변화 및 미중 무역분쟁의 영향으로 크게 하락한 가운데, 만기 10년까지 기준금리를 하회
  - 지난해 10월부터 시작된 통화정책 서프라이즈로 금리인상 경로가 급격하게 하향 조정
  - 주식가격 하락, 무역분쟁 등은 기간 프리미엄 하락요인으로 작용

금리 및 구성요소 추이



만기별 금리



금리 하락요인 분해

('18.10.5일-'19.5.17일, %)	10년
금리	-0.83
위험조정 금리 (통화정책에 대한 기대)	-0.48 (58)
기간 프리미엄 (시장 및 경제 불확실성)	-0.35 (43)

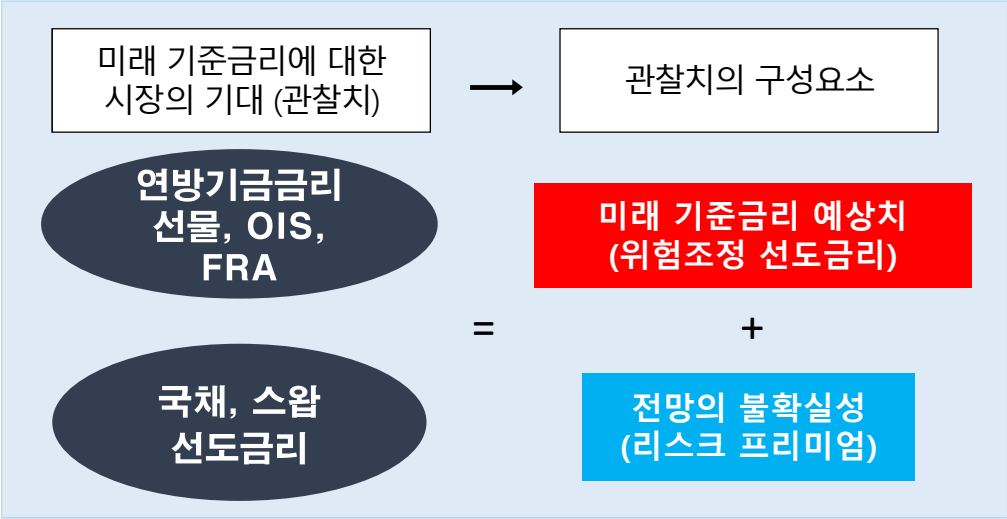
주: 2018.10.5일부터 2019.5.17일까지의 금리, 위험조정금리, 기간 프리미엄 변화 (괄호 안은 기여비율)
자료: ACM, 자본시장연구원

주 : 1) 위험조정금리 및 기간 프리미엄은 ACM(Adrian, Crump and Moench, 2013) 모형을 통해 도출
2) 2019.5.17일까지의 일별 자료
자료: ACM, Bloomberg, 자본시장연구원

통화정책요인 : 금리인하에 대한 기대 파악

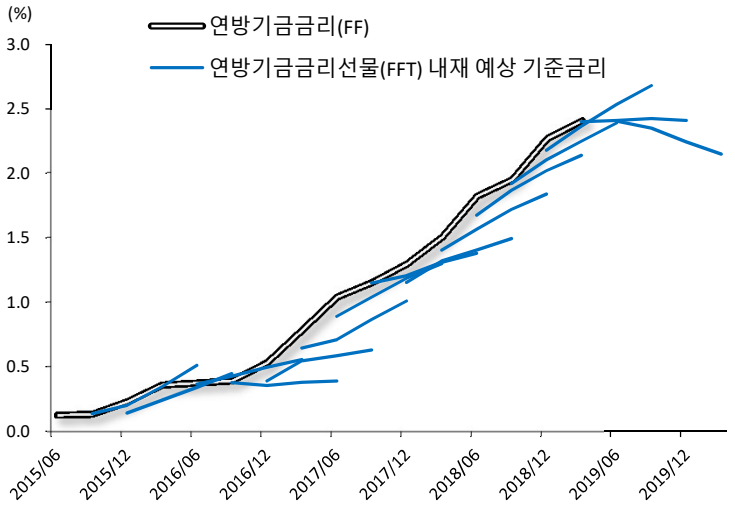
- 통상 연방기금금리선물, OIS 및 국채 선도금리 등을 통해 통화정책에 대한 기대를 파악
  - 시장의 기대를 관찰(추정)할 수 있는 금융수단
- 하지만 시장변수에는 기준금리에 대한 예상치와 함께 전망의 불확실성도 같이 반영
  - 2016년 이후 연방기금금리선물은 연준의 금리인상 경로를 체계적으로 과소추정

시장이 예상하는 미래 기준금리 기대치 추출



자료: 자본시장연구원

기준금리 기대치와 실제 기준금리 : FFT



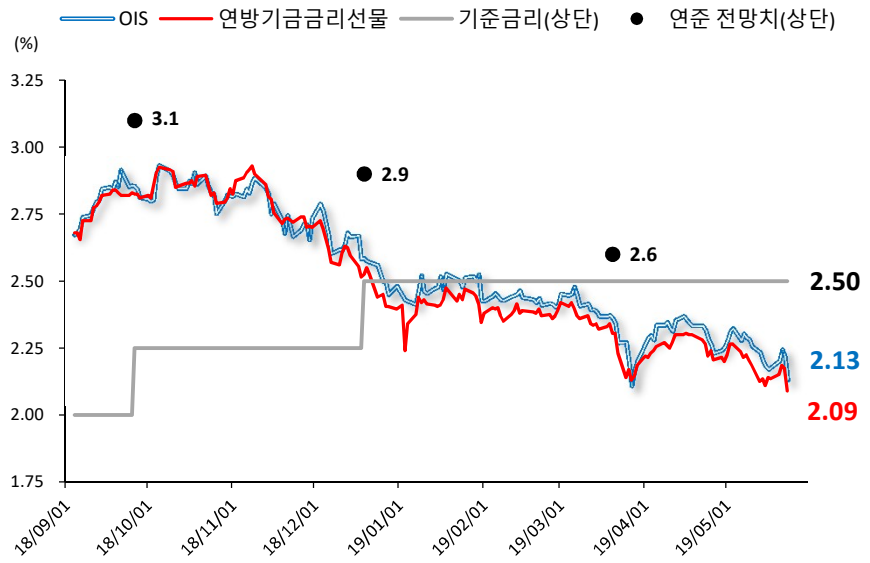
주 : 1) 분기별 연방기금금리(해당 분기의 마지막 월 연방기금금리의 평균값)
2) 연방기금금리 내재 기준금리는 매 분기 만기 연방기금금리선물에 반영된 연방기금금리

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

통화정책요인 : 시장변수에서 도출된 금리인하 기대

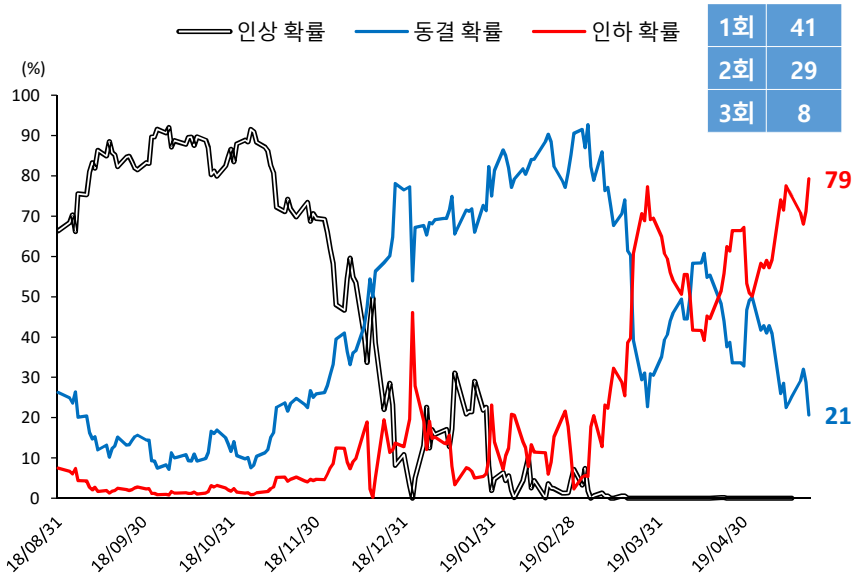
- 올해 말까지 1회 이상의 기준금리 인하 가능성이 매우 높게 반영
  - 연방기금금리선물에 내재된 올해 중 금리인하 가능성은 80%에 육박
  - OIS(Overnight Index Swap) 금리에 반영된 올해 말 기준금리도 연준의 전망치를 크게 하회

연방기금금리선물 및 OIS에 반영된 2019년말 기준금리



주 : 1) 연방기금금리선물(Federal Funds Futures: FFT)은 2019년 12월 만기물 금리
2) OIS는 일별로 OIS 수익률 곡선에 내재된 2019년 12월 선도금리
(만기 1개월~15개월 OIS 금리에서 산출된 1개월 선도금리를 활용)
3) 분석기간은 2018.9. 1일~2019.5.23일
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

연방기금금리선물에 내재된 통화정책 변경 확률

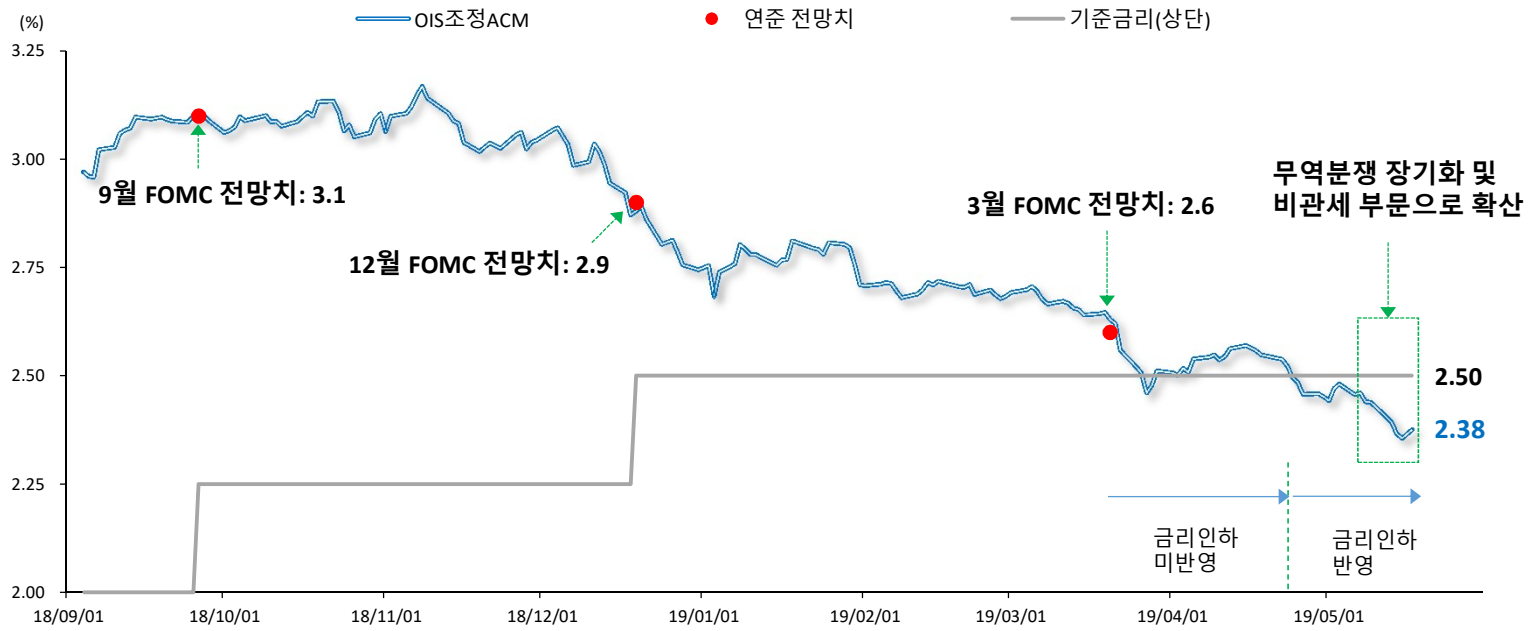


주 : 1) 2019년 12월 FOMC 기준
2) 분석기간은 2018.9.1일~2019.5.23일
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

통화정책요인 : 불확실성 제거 후 도출된 금리인하 기대

- 5월 들어 무역분쟁의 장기화 가능성이 높아지고, 특히 비관세 영역으로 확산되면서 연내 1회 금리인하 가능성이 빠르게 반영
  - 그 동안은 시장이 무역분쟁을 일시적인 역풍으로 간주함에 따라 주로 안전자산 선호 경로를 통해 기간 프리미엄 하락요인으로 작용해왔으나,
  - 5월부터는 실물경제에 미칠 수 있는 영향에 대한 우려를 본격적으로 반영하기 시작한 것으로 평가

위험조정 선도금리에 반영된 2019년말 기준금리(상단) 예상치 (2018.9.4.~2019.5.17.)



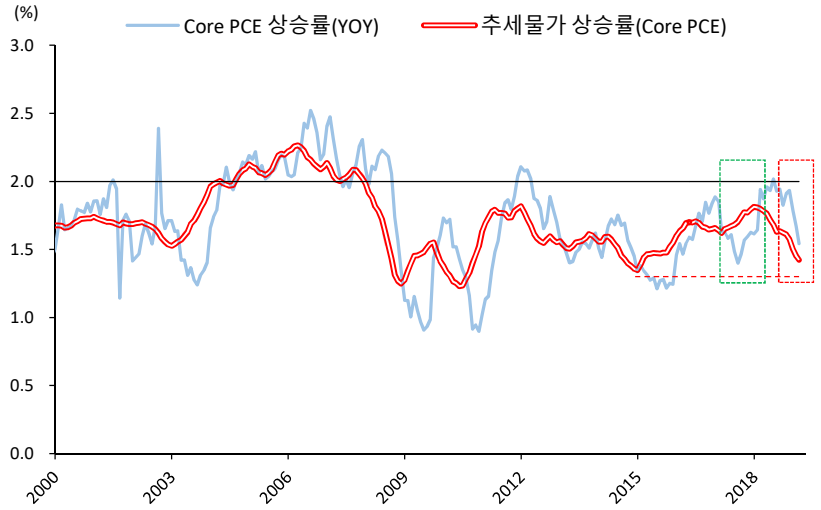
주 : 1) 일별(2018.9.1일~2019.5.17일)로 OIS조정ACM 모형에 의해 추정된 2019년 12월 위험조정 선도금리
2) OIS조정ACM 모형은 Lloyd(2018)의 방법에 따라 1983.1.2일~2019.5.17일까지 만기 1년 이하는 OIS 금리, 만기 1년 초과는 국채 금리를 이용하여 추정

자료: ACM, 자본시장연구원

기간 프리미엄 하락요인 : 물가요인 (1)

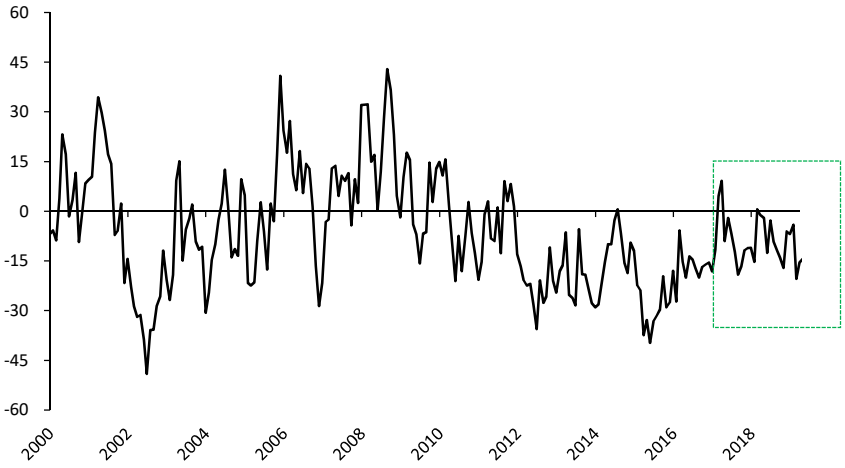
- 미국 추세물가는 2018년 하반기부터 하락세로 전환하여 올해 3월에는 1.5%를 하회
  - 연준 내부에서도 의견이 엇갈리는 가운데, 파월의장의 견해와는 달리 최근 물가부진이 일시적인 현상이 아닐 수 있음을 시사
  - 물가충격지수 또한 2012년 이후 지속적으로 마이너스 영역에 머무르고 있는 상태

월별 물가(Core PCE) 상승률과 추세물가



주 : 추세물가 상승률은 전월비 Core PCE 상승률을 Stock and Watson(2007) 모형에 적용하여 추정 (1983년 1월~2019년 3월)
자료: 세인트루이스연준, 자본시장연구원

물가충격지수

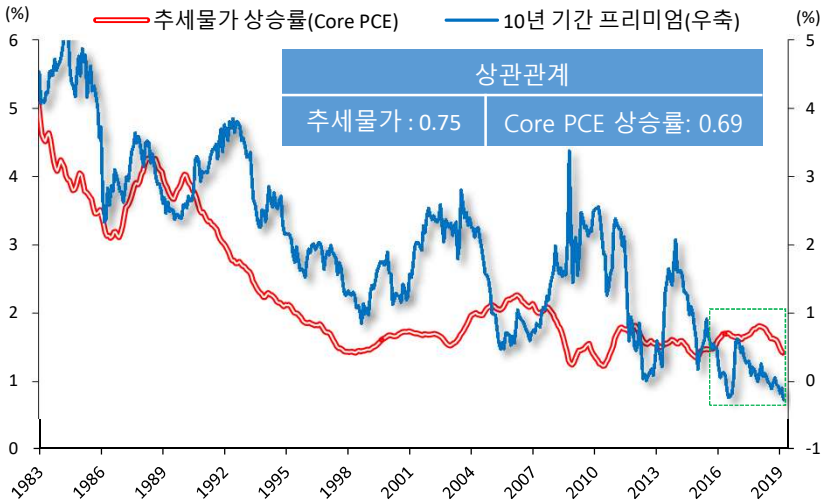


주 : Citi inflation surprise index (2000년 1월~2019년 3월)
자료: 세인트루이스연준, 자본시장연구원

기간 프리미엄 하락요인 : 물가요인 (2)

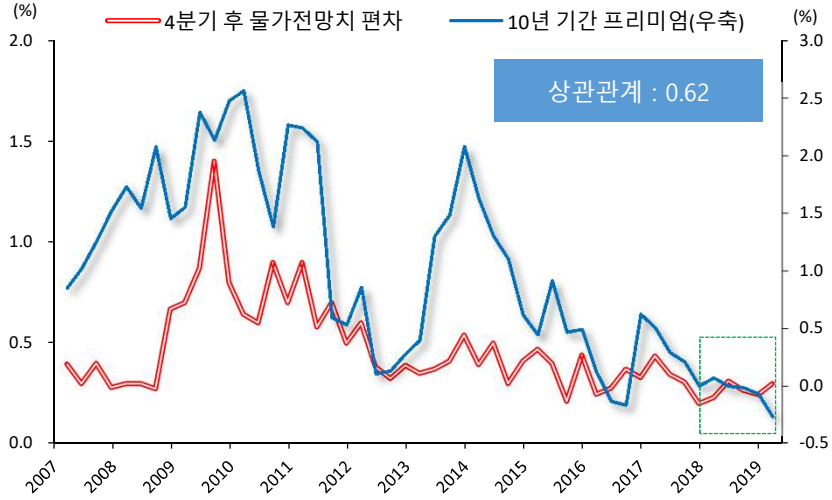
- 물가하락은 2017년부터 시작된 기간 프리미엄 하락세의 주요 원인
  - 물가요인은 고정수익자산인 국채 금리 기간 프리미엄의 핵심 결정요인
- 물가수준이 지속적으로 2%를 하회하는 가운데, 물가 불확실성 또한 매우 낮은 수준
  - 경제주체가 인식하는 예기치 않은 물가상승위험이 낮음을 의미

추세물가와 기간 프리미엄



주 : 월별(1983년 1월~2019년 3월) 추세물가 상승률 및 기간 프리미엄
자료: ACM, 세인트루이스연준, 자본시장연구원

물가 불확실성과 기간 프리미엄

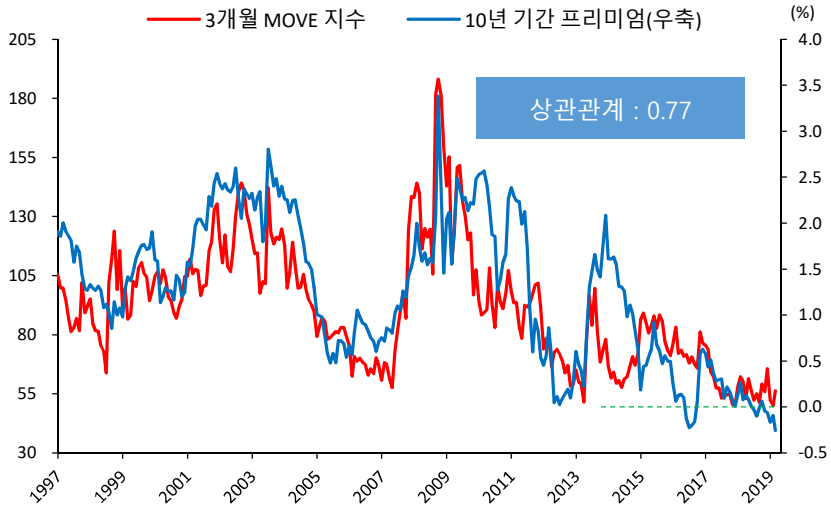


주 : 1) 물가전망치 편차는 필라델피아 연준의 전문가 예측 서베이(Survey of Professional Forecasts)의 4분기 후 Core PCE 전망치 중 상위 25%에서 하위 75%를 차감한 값
2) 2007년 1분기부터 2018년 4분기까지의 분기별 자료
자료: ACM, 필라델피아연준, 자본시장연구원

기간 프리미엄 하락요인 : 금리 변동성 및 경기여건

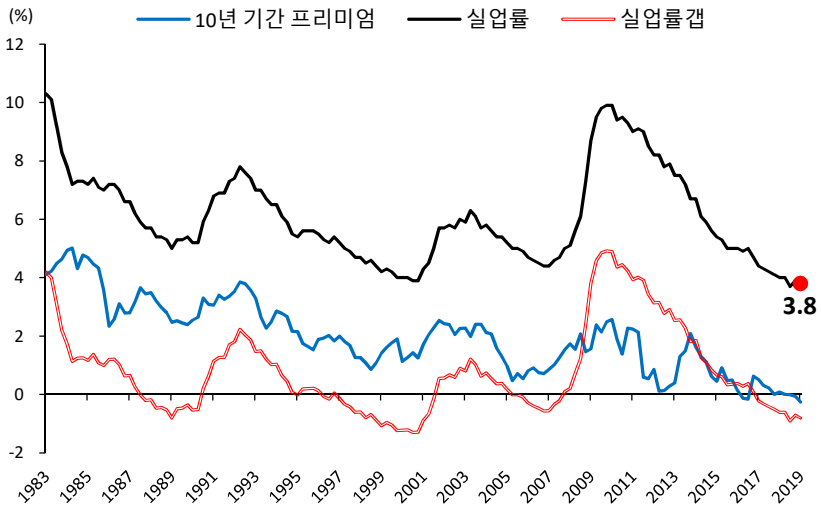
- 시장이 평가하는 금리 변동성 위험 또한 1997년 이후 최저 수준까지 하락
  - 무역분쟁 경과에 따라 단기적으로 금리 변동성이 높아질 수 있으나, 금리의 추세적 상승 요인으로 작용하지는 않을 전망
- 경기측면에서도 기간 프리미엄의 상승압력은 높지 않을 전망
  - 실업률은 기간 프리미엄의 순환적 변동을 결정하는 핵심 요인

금리 불확실성과 기간 프리미엄



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

실업률과 기간 프리미엄

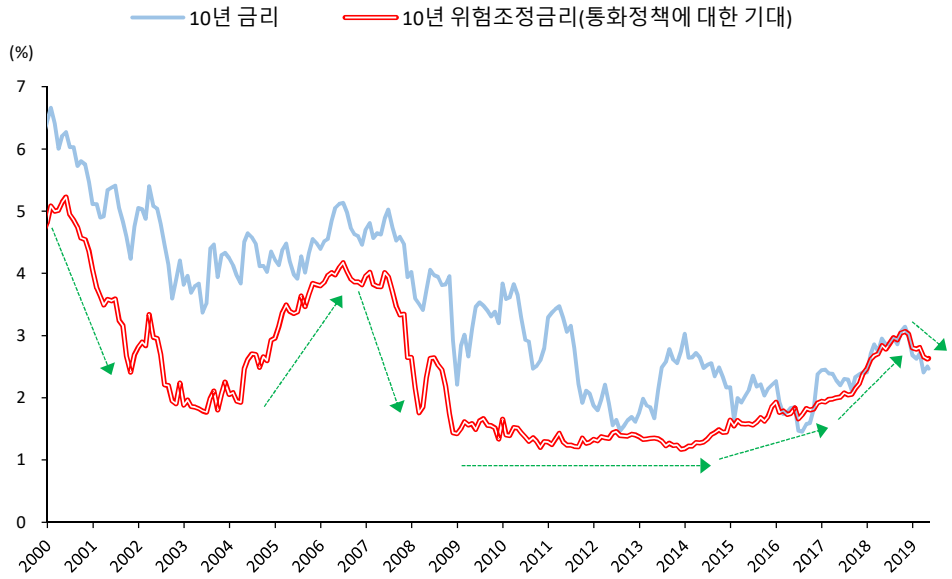


주 : 실업률갭은 실제 실업률에서 자연실업률을 차감한 값
자료: ACM, 세이트루이스연준, 자본시장연구원

하반기 미국 금리 전망 종합 : 금리 수준

- 미국 금리는 추가 하락 가능성이 우세한 것으로 평가 : 10년 기준 하단 2.1%, 상단 2.6% 내외
  - 시장은 무역분쟁 장기화 및 금리인하 가능성에 가중치를 높이는 상황
    - 다만, 무역분쟁이 정치현상인 만큼 불확실성 상존
  - 통화정책에 대한 기대(위험조정 금리)의 추세적 특성을 감안할 필요
  - 무역분쟁 격화 가능성이 커지면 금리 하단이 더 낮아질 전망

위험조정 금리(통화정책에 대한 기대)의 추세적 특성

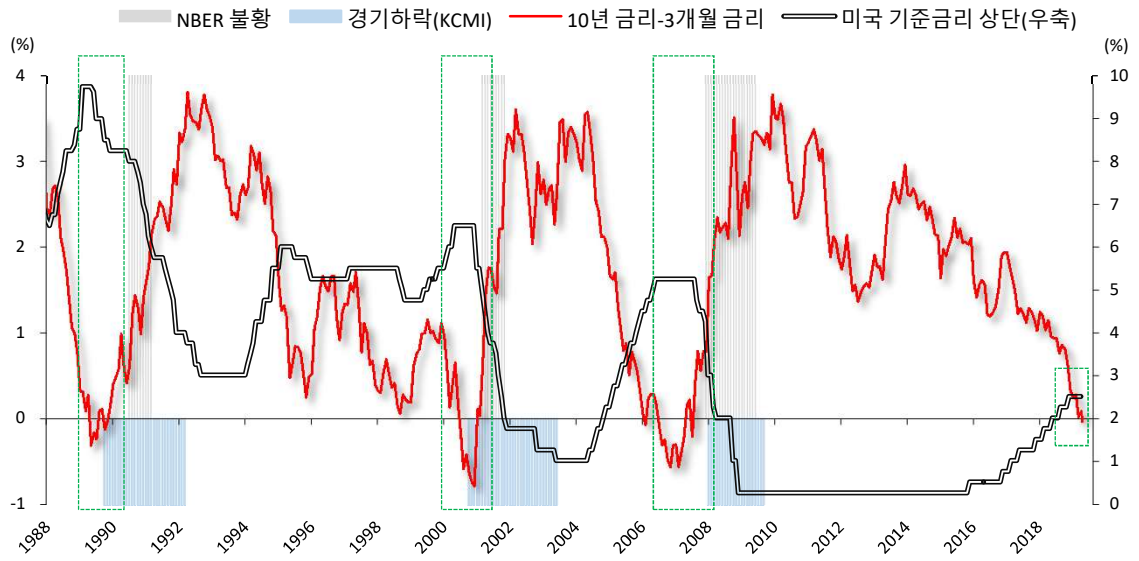


주 : 2000년 1월부터 2019년 5월(17일)까지의 월별 자료
자료: ACM, 자본시장연구원

하반기 미국 금리 전망 종합 : 장단기 금리차

- 5월 들어 장단기 금리차가 금리인하 가능성을 반영해 역전된 만큼 추이에 주목할 필요
  - 1980년 이후 시장이 기준금리 인하를 예상해 10년 금리가 하락하며 3개월 금리와 역전된 후, 실제 기준금리 인하가 단행되고 경기가 하락국면에 진입 (위험조정 선도금리를 통한 분석)
  - 최근 기간 프리미엄 하락 등을 근거로 장단기 금리차의 경기예측력이 낮아졌다는 의견이 존재하나, 금번 역전이 금융위기 이후 처음으로 기준금리 인하를 반영하고 있다는 점에서 관심이 필요
    - 물론, 아직 역전폭이 크지 않고 1회 정도의 금리인하가 반영되고 있어 경기침체를 강하게 시사하기 보다는 시장의 우려가 점진적으로 반영되고 있는 것으로 평가

장단기 금리차와 경기변동

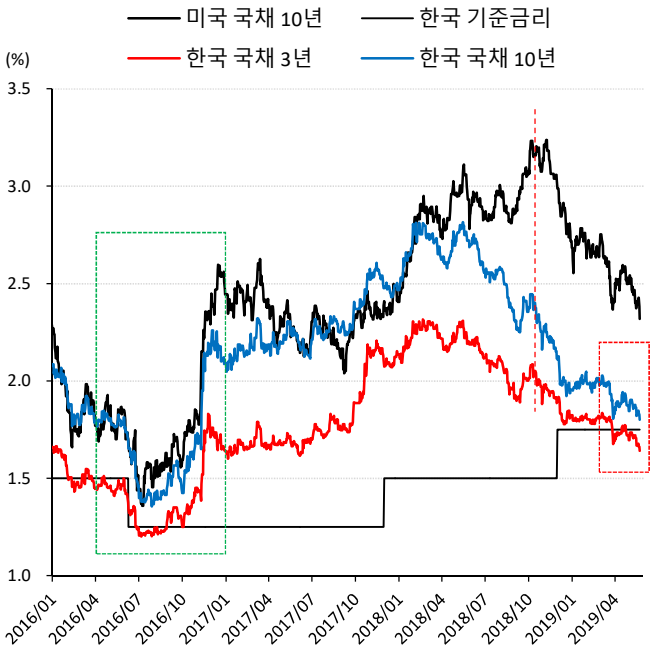


주 : 경기하락(KCMI)는 자본시장연구원이 추정한 경기순환국면이 둔화 · 침체 · 저점에 해당하는 시기
자료: NBER, Bloomberg, 자본시장연구원

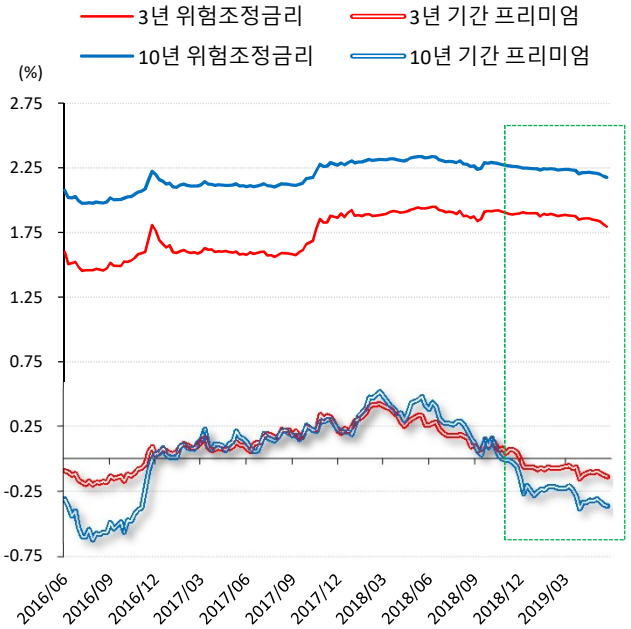
국내 금리 동향 및 이슈

- 국내 금리는 경기 및 물가 부진, 미국 금리 급락세로 3년 금리가 기준금리를 하회
  - 금리 하락은 금리인하에 대한 기대(위험조정 금리) 보다 기간 프리미엄 하락이 주요 원인
- 최근 채권시장 주요 이슈
  - **기초경제여건 대비 금리 수준의 적정성, 기준금리 인하가능성 반영 정도, 물가부진의 지속성**

금리 추이



금리 구성요소 추이



금리 하락요인 분해

('18.10.5~ '19.5.23, %)	3년	10년
금리	-0.43	-0.64
위험조정 금리	-0.13 (30)	-0.12 (19)
기간 프리미엄	-0.29 (70)	-0.52 (81)

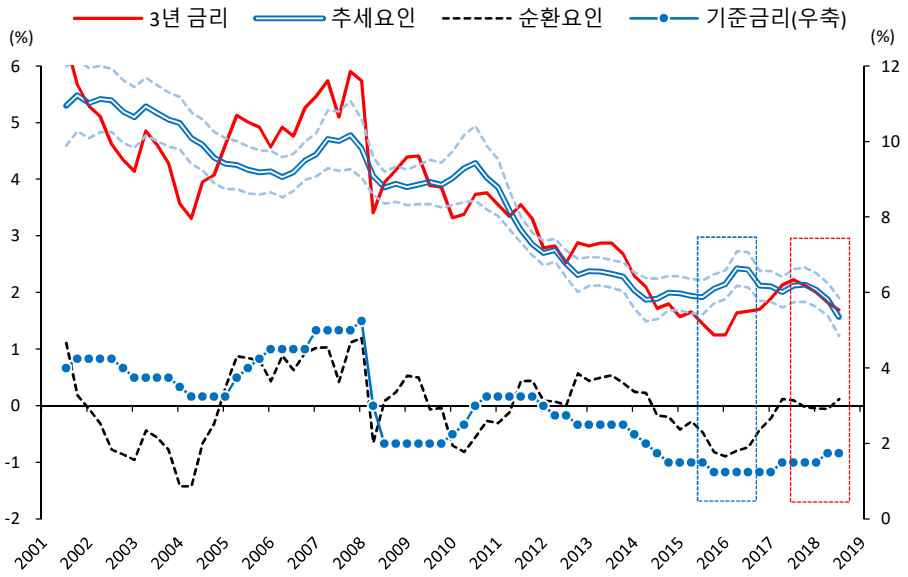
주: 2018.10.5일부터 2019.5.23일까지의 금리, 위험조정금리, 기간 프리미엄 변화 (괄호 안은 기여비율)
자료: KIS채권평가, 자본시장연구원

주 : 금리는 일별자료, 위험중립금리 및 기간 프리미엄은 ACM(Adrian, Crump and Moench, 2013) 모형을 통해 추정 (주별 자료: 2016.6.3일~2019.5.23일)
자료: ACM, KIS채권평가, Bloomberg, 자본시장연구원

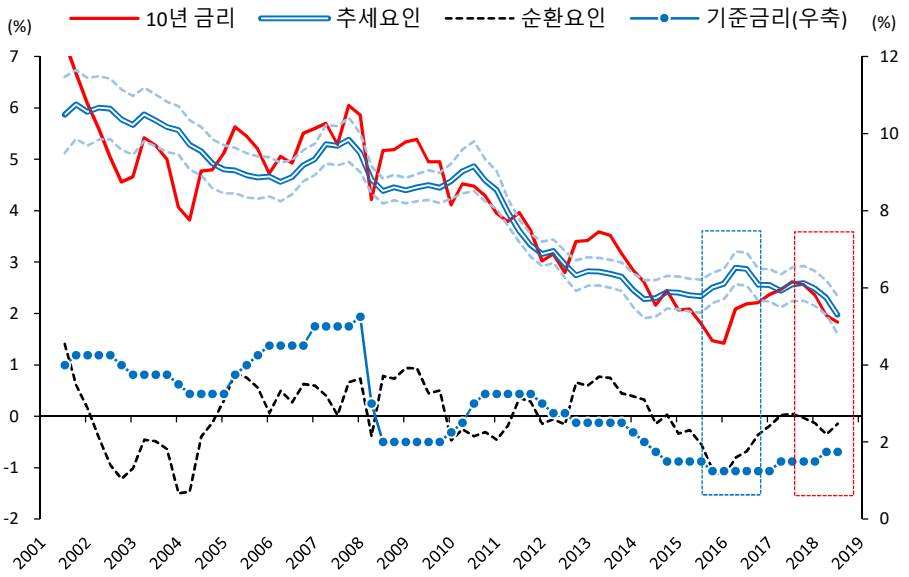
국내 금리 : 추세(Trend)와 순환(Cycle) 요인

- 지난해 3분기에 시작된 금리 하락은 경제여건을 반영한 현상
  - 최근 금리 수준은 잠재성장률과 추세물가 수준에 부합하는 가운데, 잠재성장률 보다 추세물가 부진이 금리 하락의 주요 원인
  - 올해 1분기, 잠재성장률과 추세물가를 고려한 3년 및 10년 추세금리는 각각 1.5%와 1.9% 수준

3년 금리: Trend and Cycle



10년 금리: Trend and Cycle



주 : 1) 분기별 추세금리(Trend interest rate)는 Cieslak and Povala(2015)의 방법을 확장하여 추세물가(Trend inflation) 및 추세성장률(Trend growth)로부터 추정
2) 추세물가는 Stock and Watson(2016), 추세성장률(잠재성장률)은 Ahn and Min(2016) 방법을 적용하여 도출
3) 순환요인(Cyclical components)은 만기별 시장금리와 추세금리간 괴리 (시장금리에서 추세금리를 차감)
4) 파란색 점선은 추세금리 95% 신뢰구간의 상단 및 하단

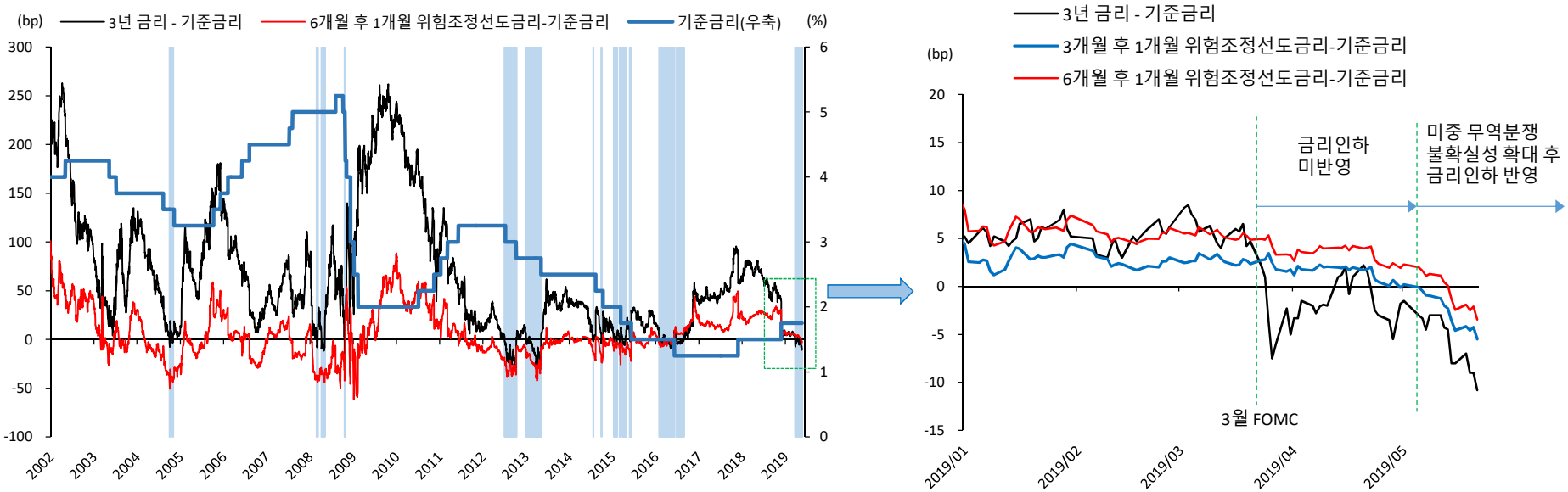
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

통화정책요인 : 금리인하에 대한 기대

- 3년 금리가 기준금리를 하회 중이나, 올해 중 기준금리 인하 가능성이 제한적으로 반영
  - 통상 3년 금리가 기준금리 보다 낮으면 시장이 금리인하 가능성을 대부분 반영한 상태
  - 하지만, 올해는 5월에 들어서면서 기준금리 인하 가능성이 금리에 반영되기 시작

6개월 후 1개월 선도금리	=	**6개월 후 기준금리 예상치 (6개월 후 1개월 위험조정 선도금리)**	+	**전망의 불확실성 (리스크 프리미엄)**

국채금리에 반영된 기준금리 인하 가능성

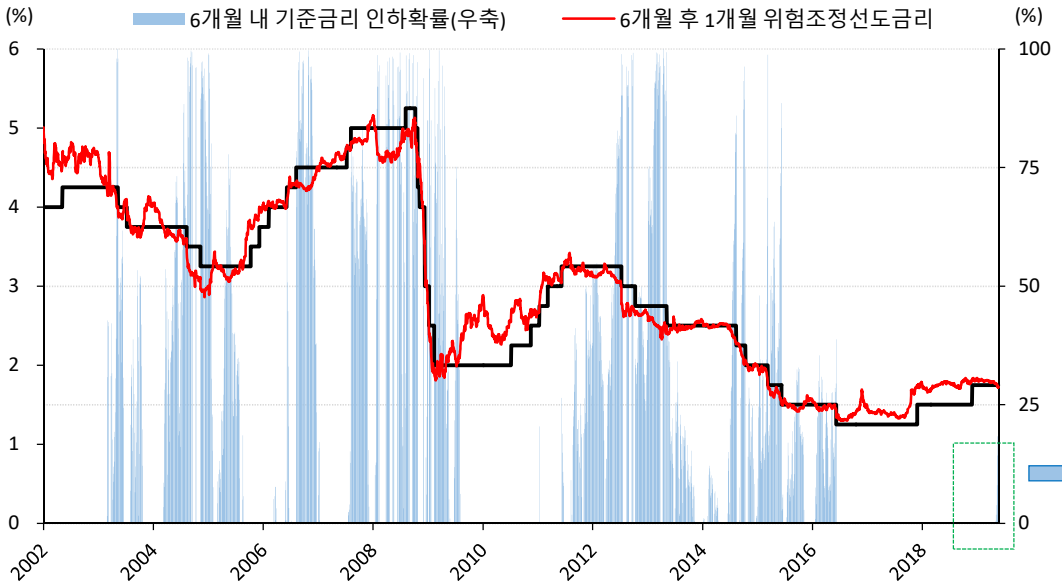


주 : 위험조정 선도금리는 뉴욕연준 ACM 모형으로 추정, 음영은 국채 3년 금리가 기준금리를 하회하는 시기 (2002.1.2일~**2019.5.23일** 동안의 일별 자료)
자료: ACM, KIS채권평가, 자본시장연구원

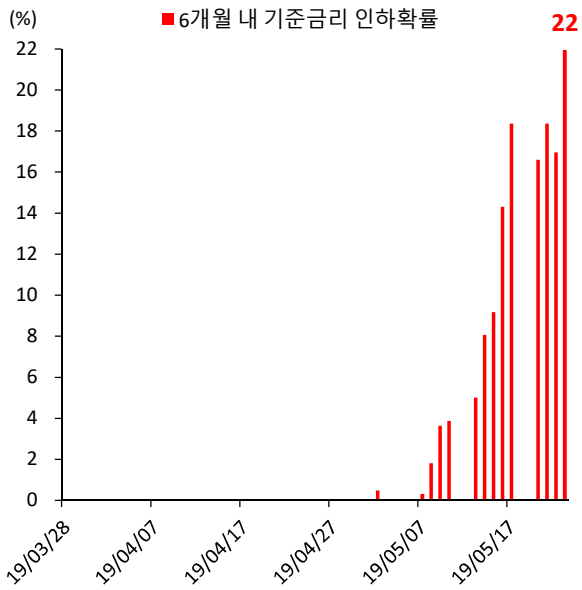
통화정책요인 : 시장이 예상하는 올해 중 금리인하 확률

- 금리에 반영된 올해 중 기준금리 인하확률은 20%를 소폭 상회 (2019.5.23일 기준)
  - 금리 수준 측면에서 금리인하 기대가 제한적으로 반영
  - 금리인하가 가시화될 경우 시장금리가 추가적으로 하락할 여지가 있음을 시사

시장이 예상하는 6개월 내 금리인하 확률



금리에 반영된 올해 중 금리인하 확률

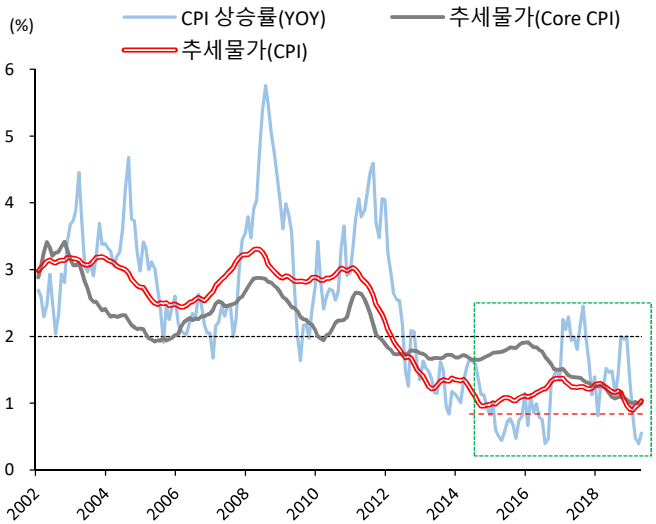


주 : 금리에 반영된 예상 기준금리 인하확률은 ACM 모형에서 도출된 위험조정 선도금리를 이용하여 추정 (2002.1.2일~2019.5.23일 동안의 일별 자료)
자료: ACM, KIS채권평가, 자본시장연구원

기간 프리미엄 하락 원인 : 물가요인 (1)

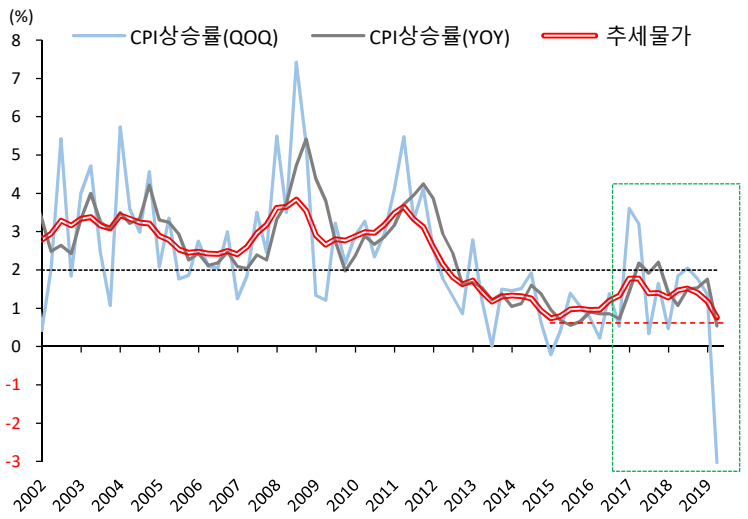
- 올해 1분기, 추세물가 상승률이 역사적 최저 수준에 가깝게 하락
  - 추세물가는 2018년 3분기부터 하락세로 전환하여 2019년 1분기에는 0.75~0.95% 내외로 2014년 하반기 역대 최저 수준에 근접
  - 2013~2014년 이후 추세물가 하락에는 글로벌 공통요인도 작용

국내 월별 CPI 상승률과 추세물가



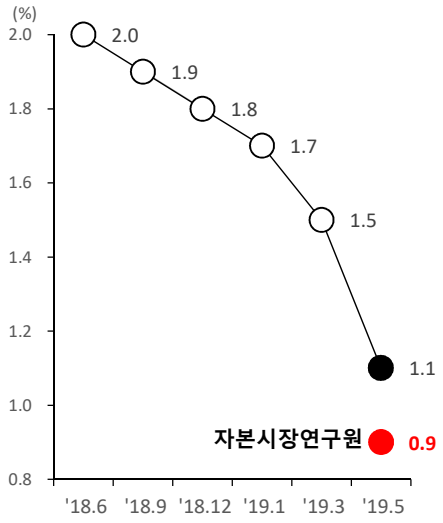
주 : 추세물가상승률은 전월비 물가상승률을 Stock and Watson(2007) 모형에 적용하여 추정 (2002년 1월~2019년 4월)
자료: 한국은행, 자본시장연구원

국내 분기별 CPI 상승률과 추세물가



주 : 추세물가상승률은 전분기 대비 물가상승률을 Stock and Watson(2016)의 특이치(outlier) 조정 모형에 적용하여 추정 (2002년 1분기~2019년 1분기)
자료: 한국은행, 자본시장연구원

2019년 CPI 상승률 전망치

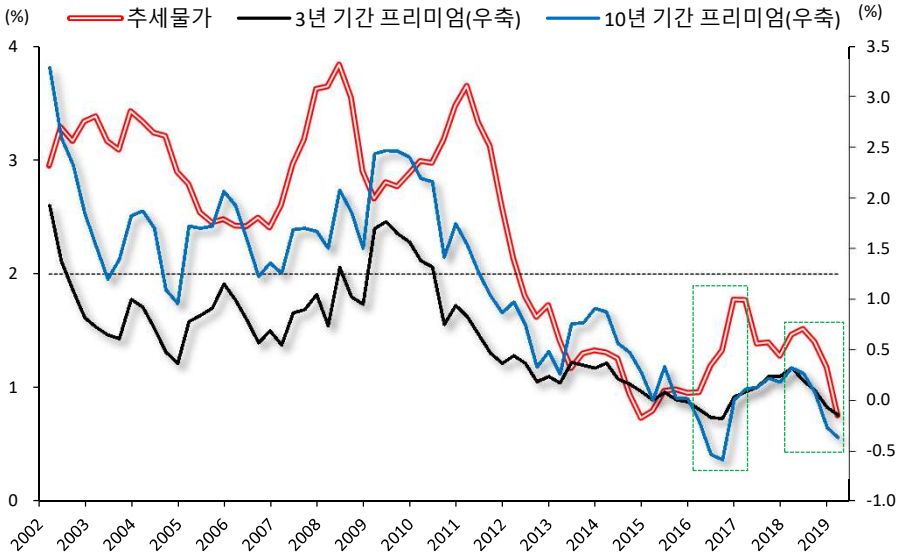


주 : 해당시점별 '19년 물가상승률 전망치 중간값
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

기간 프리미엄 하락 원인 : 물가요인 (2)

- 금리가 지난해 3분기부터 올해 1분기까지 추세적으로 하락한 핵심 원인은 저물가
  - 기간 프리미엄은 전체 물가상승률 보다 추세물가와 매우 밀접하게 연관
    (실제 물가상승은 추세 요인과 일시적 요인을 모두 반영)

분기별 추세물가와 기간 프리미엄



주 : 추세물가 상승률은 전분기 대비 CPI 물가상승률을 Stock and Watson(2016)에 적용하여 추정 (2002년 1분기~2019년 1분기)

자료: ACM, KIS채권평가, 한국은행, 자본시장연구원

월별 물가요인과 기간 프리미엄간 상관관계

	CPI 상승률	추세물가 상승률
3년 기간 프리미엄	0.56	0.81
10년 기간프리미엄	0.62	0.87

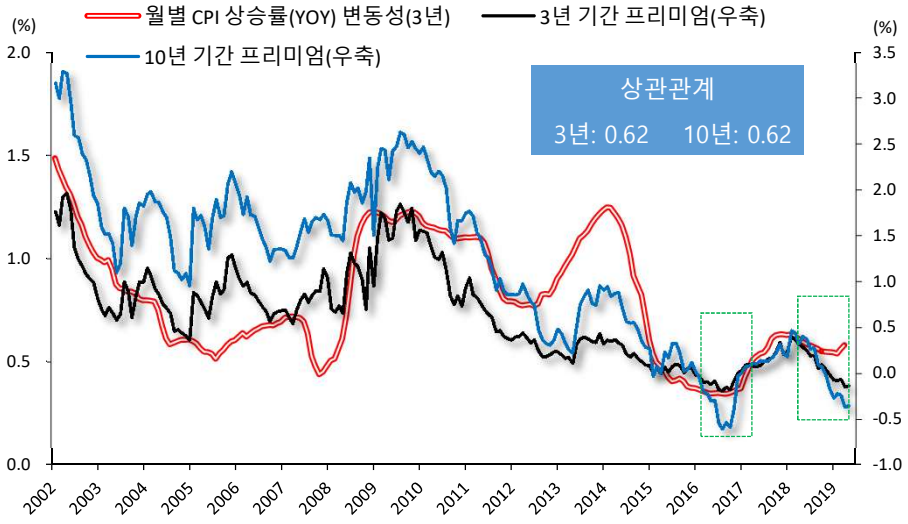
주 : 2002년 1월부터 2019년 4월까지의 전년 동월비 물가상승률과 추세물가간 상관관계

자료: ACM, Stock and Watson(2007), KIS채권평가, 한국은행, 자본시장연구원

기간 프리미엄 하락 원인 : 물가 불확실성

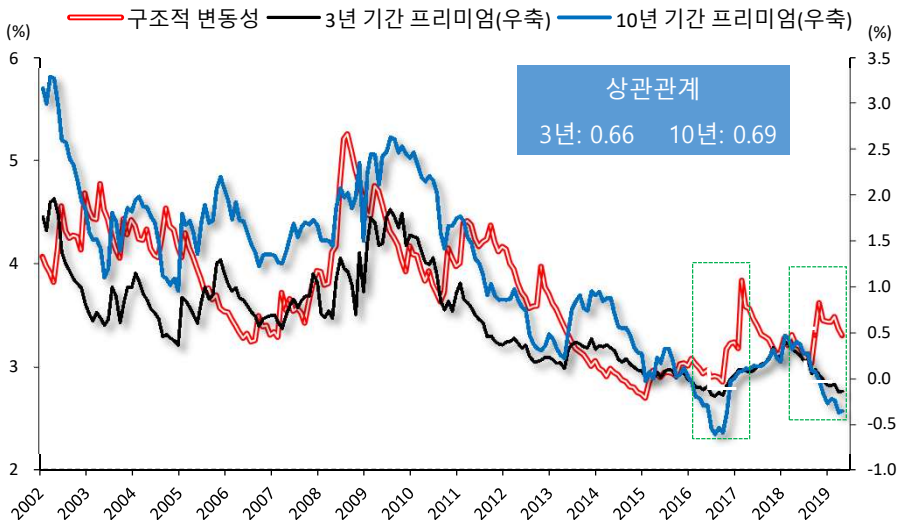
- 저물가가 지속되는 가운데 물가 불확실성도 매우 낮은 수준
  - 기간 프리미엄은 물가상승위험이 커질 수록 증가
  - 2016년 하반기 금리 급등기에는 추세물가가 상승하는 가운데 물가 불확실성도 크게 증가

물가상승률 변동성과 기간 프리미엄



주 : 물가 변동성은 전년 동월비 물가상승률의 3년 표준편차
자료: ACM, KIS채권평가, 한국은행, 자본시장연구원

물가상승률 구조적 변동성과 기간 프리미엄

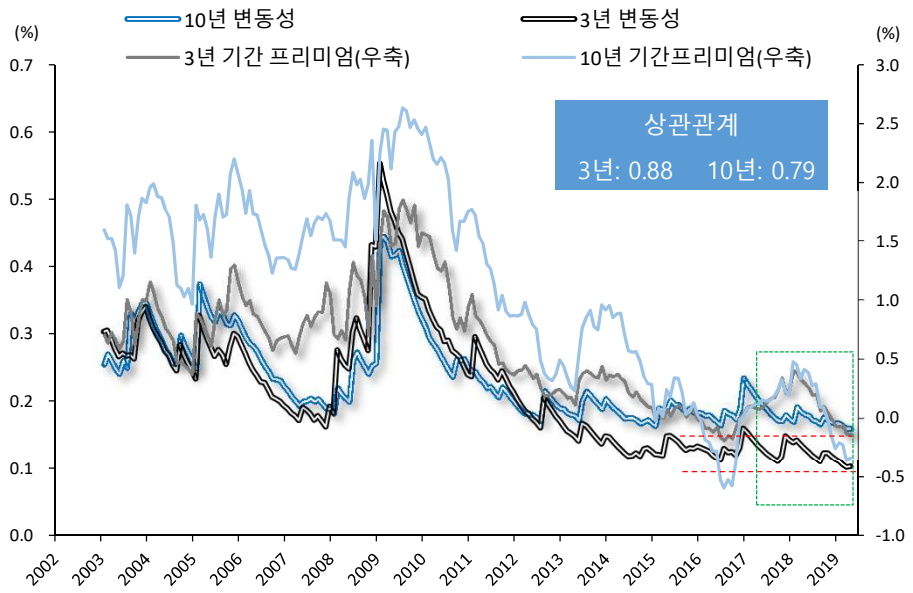


주 : 1) Caporale et al.(2010) 방법을 적용하여 구조적 변동성으로 물가 불확실성을 측정
2) 구조적(Structural volatility)은 전월대비 CPI상승률을 Engle and Lee(1999) Component Garch 모형에 적용하여 도출
자료: ACM, KIS채권평가, 한국은행, 자본시장연구원

금리 변동성 및 대외요인과 기간 프리미엄

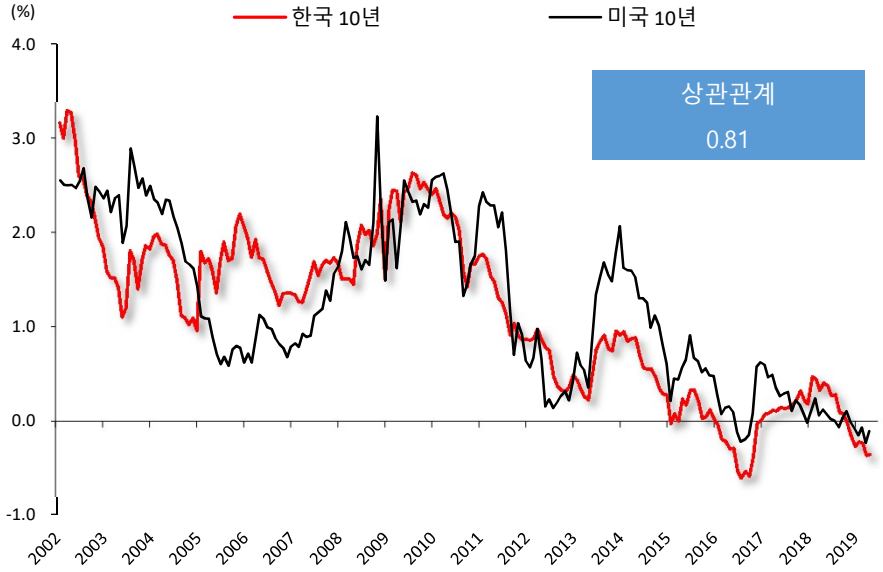
- 금리 불확실성 또한 역사적 저점까지 하락
  - 금리 변동성은 금리결정요인이 총체적으로 반영된 금리 위험
- 국내 기간 프리미엄 결정에는 미국요인(글로벌 공통요인)도 중요한 역할
  - 최근 미국 기간 프리미엄은 2016년 상반기 저점에 근접

금리 변동성과 기간 프리미엄



주 : 금리변동성은 월별(2003.1월~2019.4월) 금리 변화에 BEKK Garch(Engle and Kroner, 1995) 모형을 적용하여 추정
자료: ACM, KIS채권평가, 자본시장연구원

한미 기간 프리미엄

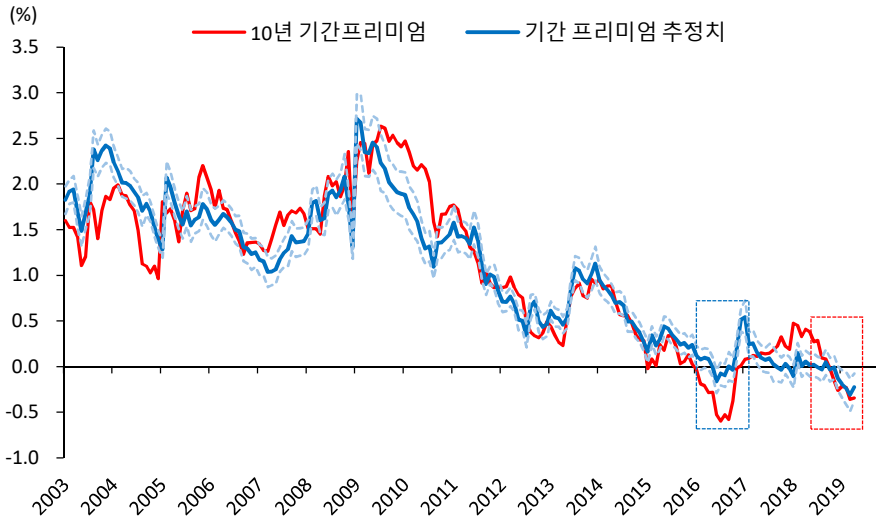


주 : 월별(2002.1월~2019.4월) 한미 10년 만기 기간 프리미엄
자료: ACM, KIS채권평가, 자본시장연구원

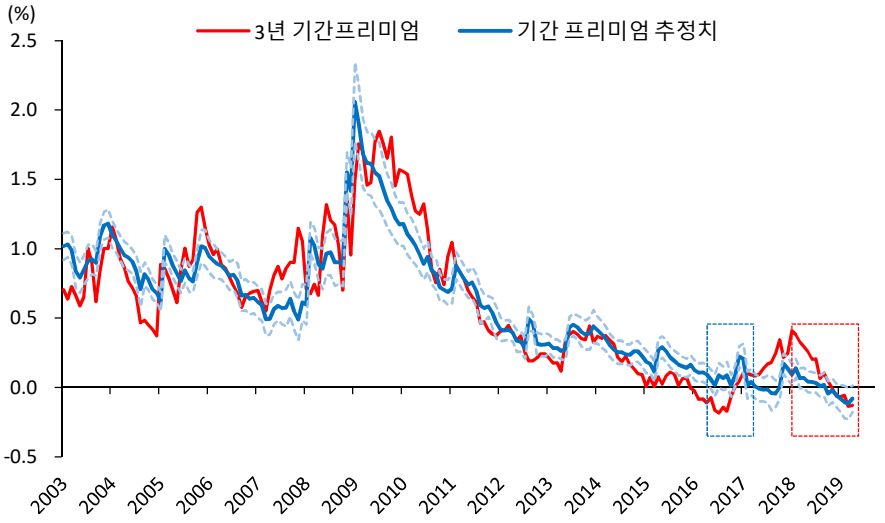
기간 프리미엄 적정성

- 올해 4월 기준, 기간 프리미엄은 대내외 경제요인에 부합하는 수준
  - 2016년 상반기에는 기간 프리미엄이 적정 수준을 크게 하회한 결과 하반기에 급격하게 상승 반전하여 금리가 급등
  - 다만 무역분쟁 추이에 따라 기간 프리미엄의 변동성이 상승할 가능성

대내외 요인을 고려한 적정 기간 프리미엄 (10년 만기)



대내외 요인을 고려한 적정 기간 프리미엄 (3년 만기)



주 : 1) 2003년 1월부터 2019년 4월까지 월별 3년 및 10년 기간 프리미엄을 ① 기준금리, ② 3년 및 10년 금리 변동성(Engle and Kroner, 1995), ③ 추세물가(Stock and Waston, 2007), 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

하반기 국내 금리 전망 : 종합

- 국내 금리는 하락세가 유지되는 가운데 3년 금리는 1.5% 하회, 10년은 1.6% 부근까지 하락 전망
  - 하반기 금리인하가 예상되는 가운데 최근 금리 수준에는 기준금리 인하가 일부만 선반영
  - [참고] 무역분쟁이 현상유지될 경우(baseline시나리오), 잠재성장률 · 추세물가 · 적정 기간 프리미엄을 고려한 3년 및 10년 금리의 올해말 구조적 수준은 각각 1.4%와 1.6%를 소폭 상회
- 무역분쟁이 격화될 경우 국내에서도 초저금리 시대가 앞당겨질 가능성
  - 무역분쟁이 격화되면 국내 경제에 어려움이 가중될 전망으로 2020년에 추가 금리인하가 이루어질 가능성
  - 잠재성장률 및 추세물가의 하락은 고령화 등과 같은 국내 구조적인 요인과 함께 글로벌 공통요인이 반영된 현상이나, 무역분쟁 격화와 같은 외부 충격시 추가하락이 가능하므로 적극적인 정책적 대응을 고려할 필요

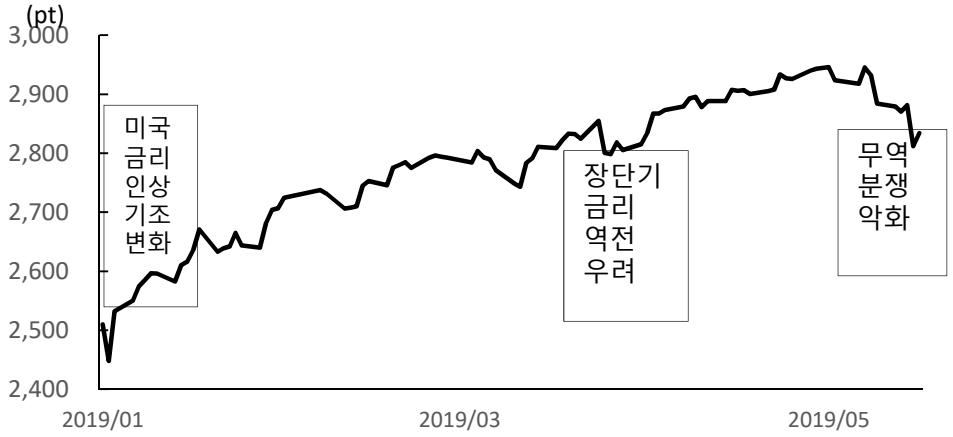
3. 주식 및 환율 전망

주식시장 전망

2019년 미국 주식시장 동향 분석

- 2019년 미국 주식시장은 통화정책 기조변화(기준금리 인상=>동결), 미중 무역분쟁 완화 및 성장세 회복으로 상승세를 유지하며 S&P500 지수 사상 최고치를 기록
  - 2018년 4분기 중 S&P500지수는 기준금리 인상, 무역분쟁으로 인한 경기 둔화 우려 및 불확실성 증대로 큰 폭으로 조정 (12월말 연고점 대비 15% 하락하여 마감)
  - 이러한 우려가 2019년 해소되면서 S&P500은 2018년 고점을 회복하며 사상 최고치 기록
    - 통화정책의 변화: 기준금리 인상 => 동결
    - 미국의 관세 부과 연기와 미중 무역협상 재개
    - 애플 등 기업 실적 우려 완화와 기술주 상승
  - 5월 미중 무역분쟁 악화로 인하여 다시 변동성이 확대되며 지수 하락

2019년 S&P500지수 추이

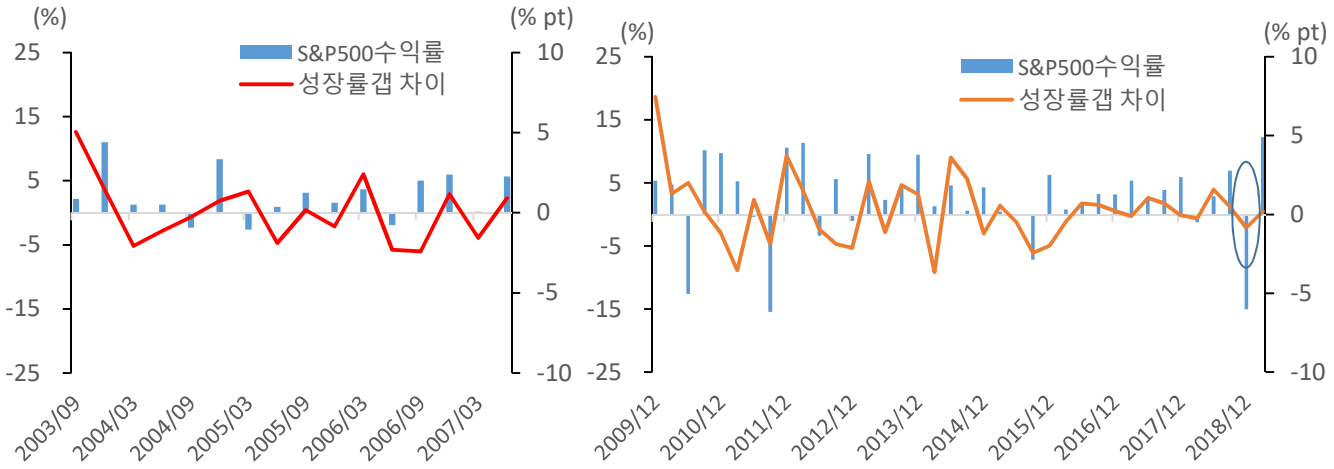


자료: Bloomberg

2019년 미국 주식시장 동향 분석

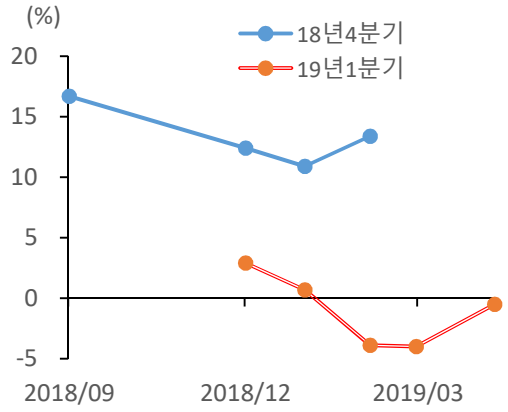
- 2019년 1분기는 경기순환 국면상 확장 국면을 이어가며 주식시장 상승세 회복
  - 회복 및 확장 국면에서는 잠재 성장률 이상의 양호한 성장세 유지로 주식 시장은 상승하는 경향
  - 2018년 4분기는 확장 국면임에도 주식시장은 크게 조정
    - 과거 회복 또는 확장국면임에도 성장세가 이전 대비 둔화되는 구간에서 주식 성과도 상대적으로 저조한 경향 (그림에서 18년 4분기 표시)
    - 2019년 1분기 성장세 회복(3.2%)되면서 주식시장도 반등
  - 18년 4분기중 애플 등 주요 기업 이익 전망치 하향과 19년 실적에 대한 우려 => 예상 대비 양호한 실적과 향후 전망으로 2019년 주가 상승세 회복

지수 수익률[1] 과 성장률갭 차이[2] (2003Q3~2007Q2, 2009Q4~2019Q1)



주 : 1) 분기 수익률, 2)직전 4분기 평균 성장률갭과의 차이로 연율화, 2000년 이후 주가 상승 시기인 회복 및 확장 국면만 선택하여 분석
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

S&P500 이익 증가율 전망 추이



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

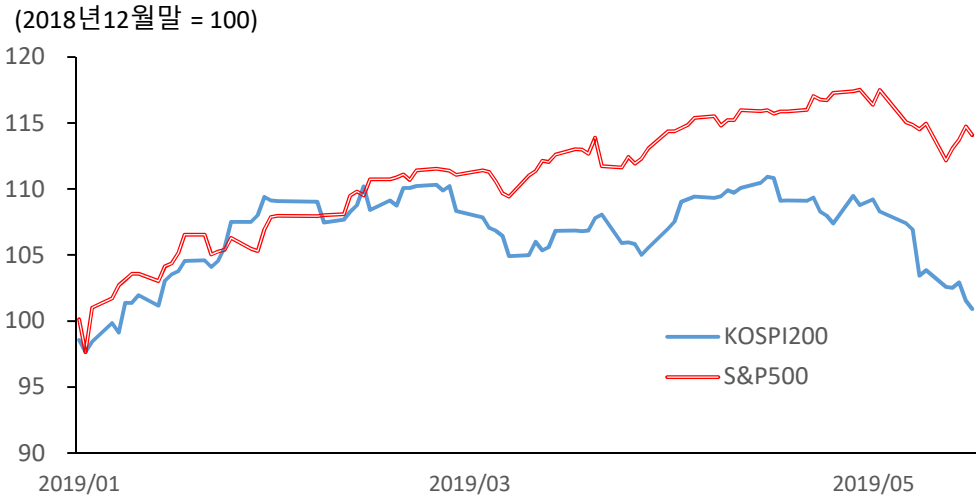
2019년 하반기 미국 주식시장 전망

- 미국 주식시장은 2019년 하반기에도 상승세를 유지하겠지만, 경기 정점에 진입하면서 주가 상승폭은 제한될 것으로 예상되며 변동성 또한 확대되어 위험 대비 기대수익이 높지 않을 전망
  - Late cycle에서는 주가가 상승하는 추세를 유지해왔으며 경기가 정점에 진입해야 하락추세로 전환하는 경향이 있기 때문에 4분기 정점까지 주가 상승 추세가 유지될 것으로 예상
    - 성장경로상 2분기에는 성장률이 하락할 것으로 예상되어 주식시장도 일부 조정을 거치겠지만, 하반기에는 잠재성장률 이상의 성장세를 유지할 것으로 기대
    - 미중 무역분쟁 장기화로 불확실성이 증가하며 시장 변동성이 확대될 전망
    - 무역분쟁 효과로 일부 기업들의 이익 감소세가 현실화 되면 시장 불안 요인으로 작용할 가능성
  - 금리는 주가 밸류에이션을 훼손할 정도의 상승 추세로 전환되지 않을 것으로 예상되어 주식시장에 긍정적으로 작용
  - 미중 무역분쟁이 격화되면서 성장률이 하락하여 경기가 2019년 하반기 중 둔화국면에 조기에 진입할 경우 주식시장이 큰 조정을 겪을 것으로 예상

2019년 국내 주식시장 동향

- 연초 글로벌 주식시장의 호황 분위기로 호조를 보였던 국내 주식시장은 성장세 둔화 우려와 미중 무역전쟁 악화로 다시 정체된 모습
  - 연초 국내 주식시장은 미국 금리 안정과 무역분쟁의 완화로 글로벌 주식시장 상승세에 동조
    - 반도체 경기의 저점 인식과 위험선호 분위기 확산으로 외국인 순매수 유입 (1분기 4.5조원)
  - 1분기 기업 실적 부진과 국내 성장세 둔화, 미중 무역분쟁 악화로 4/15 이후 부진한 흐름
    - 2019년 1분기 KOSPI 상장사 순이익 크게 감소 (전년 동기비 -39%, 한국거래소)

2018년 KOSPI200지수와 S&P500지수 추이

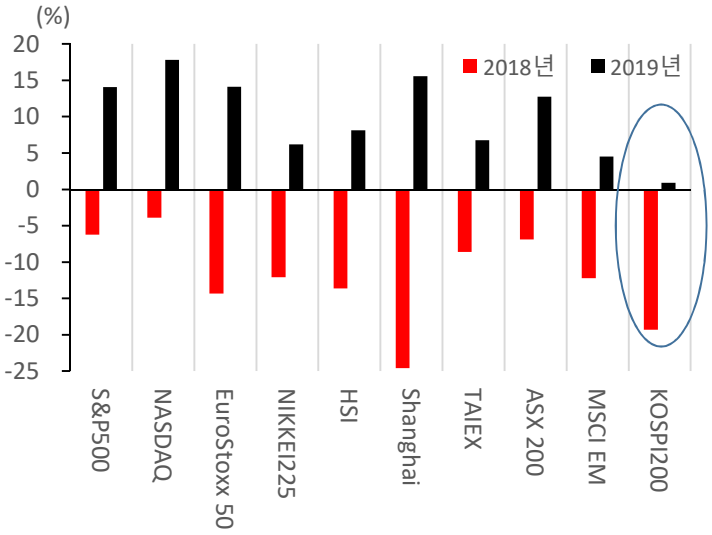


자료: Bloomberg

2019년 국내 주식시장 동향 분석

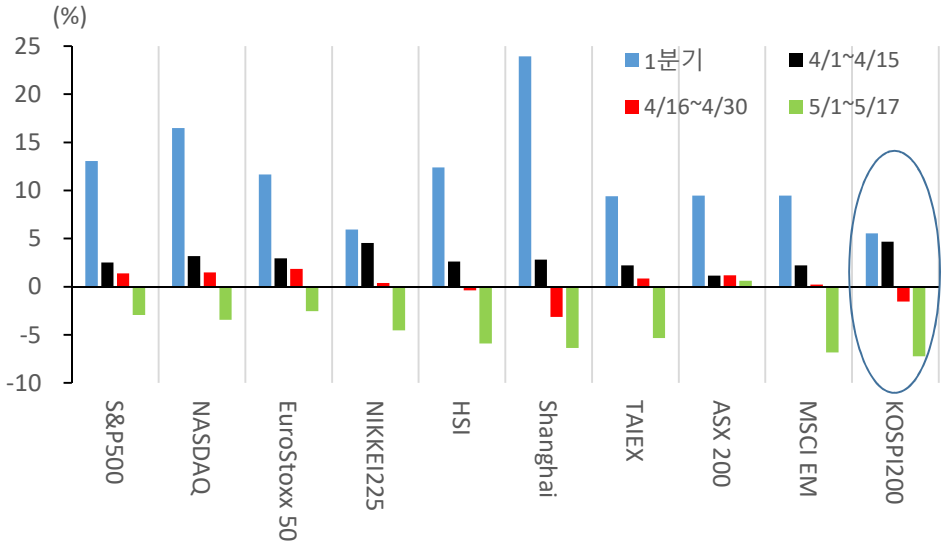
- 2019년 KOSPI200지수는 상승(5/17까지 +0.9%)하였으나 주요 지수 대비 상대적으로 저조
  - 2018년 4분기 양호한 성장률(1%) 결과와 IMF의 2019년 국내 성장률 전망 유지로 4월중(4/16) 연고점 기록
    - 오른쪽 그래프에서 4/1~4/15 구간 중 KOSPI200은 가장 우수한 성과
  - 1분기 성장률(-0.3%) 발표(4/25) 전후 지수 하락세 전환되어 무역분쟁 악화로 5월 중 부진한 성과 시현

2018년, 2019년 주요 지수 수익률



주: 2019년은 5/17까지의 수익률
자료: Bloomberg

2019년 시기별 주요 지수 수익률 변화

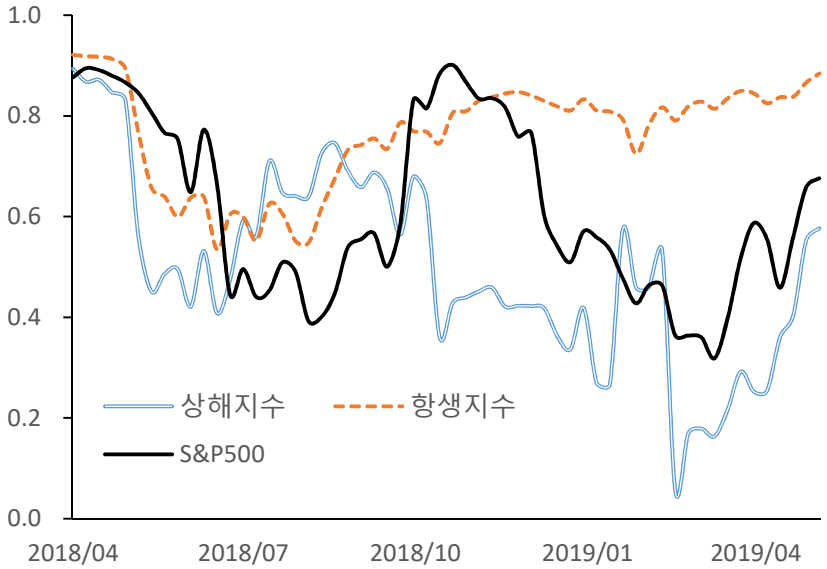


자료: Bloomberg

2019년 국내 주식시장 동향 분석

- 국내 주식시장과 해외주식시장의 상관관계는 해당 지수 하락 시기에 증가하는 경향
  - S&P500지수 하락 시기에 KOSPI200지수는 동반 하락하고 반대로 S&P500지수 상승 시기에 KOSPI200지수는 같이 상승하지 못하는 경향을 반영
    - KOSPI200과 S&P500지수의 상관관계는, S&P500지수가 하락하는 구간에서 증가
    - 2018년1월~2019년5월 구간에서는 KOSPI200과 상해지수도 비슷한 관계

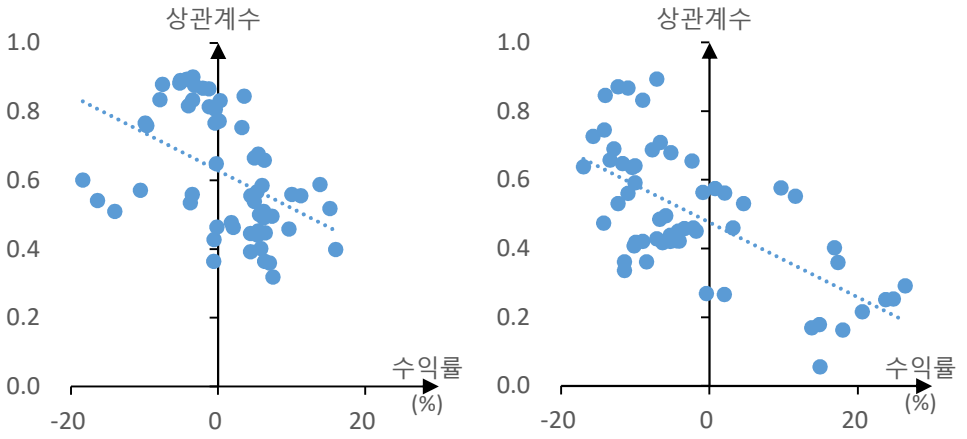
KOSPI200지수와 상관계수 추이



주 : 지수 수익률은 주간 수익률 기준, 상관관계는 14주(약 3개월) 이동평균 방식으로 계산
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

상관계수[1] 와 지수 수익률간[2] 의 상관관계

구간	S&P500	상해지수
2018년1월~2019년5월	-0.45	-0.65
2016년7월 ~ 2017년12월	-0.12	0.56



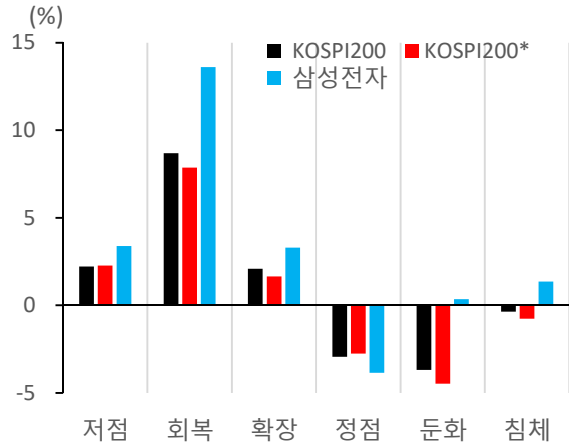
주 : 1) 주간 지수 수익률 기준으로 상관관계는 14주(약 3개월) 이동평균 방식으로 계산,
KOSPI200과 S&P500간 상관관계 (그래프 좌), KOSPI200과 상해지수간 상관관계(그래프 우),
2) 상관관계 계산 기간동안의 수익률, S&P500 수익률(좌), 상해지수 수익률(우)
그래프 샘플 기간은 2018년1월~2019년5월17일,
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

과거 경기순환 국면과 국내 주식시장

주) 2019년 1분기는 삼성전자에 대한 외국인 매수 규모가 큰 상황으로 삼성전자를 분리하여 분석 (KOSPI*는 삼성전자 제외한 지수)

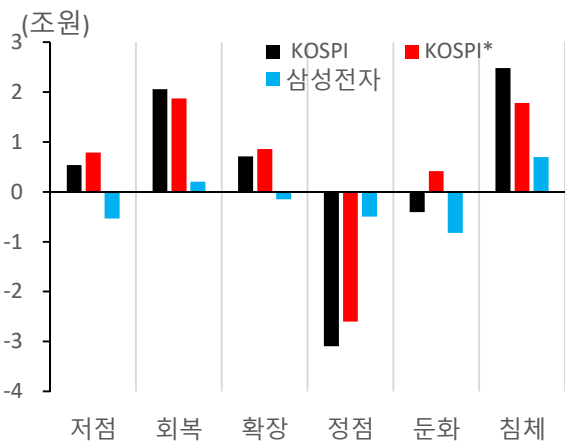
- 외국인의 KOSPI 시장 순매수 금액은 국내 경기순환 국면뿐 아니라 미국 경기순환 국면과 더욱 뚜렷한 연관성을 보이며, 미국 주식시장이 호황인 국면에서 국내 주식시장으로의 외국인 자금이 유입되는 경향
  - 국내 주식시장은 저점 국면부터 본격적인 상승세를 보이는데, 그 직전인 침체 국면부터 외국인 자금이 유입되는 추세
  - 미국 국면 기준으로 저점과 회복 국면에서 KOSPI 시장으로 외국인 자금 유입이 활발해 지고, 정점부터 침체 국면까지 외국인은 순매도로 전환
    - 외국인 자금은 미국의 경기 상황 및 주식시장의 영향을 받는 것으로 추정
  - 삼성전자 제외한 지수도 경기순환국면과 잘 부합

국내 국면별 수익률

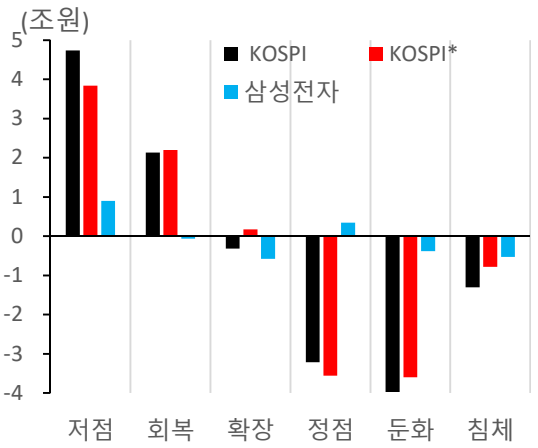


주 : 분기 수익률의 국면별 평균, 기간은 1998년1Q~2018년3Q,
KOSPI200*는 삼성전자 제외지수(자체 산출)
자료: Fn-Guide, 자본시장연구원

국내 국면별 외인순매수



미국 국면별 외인순매수



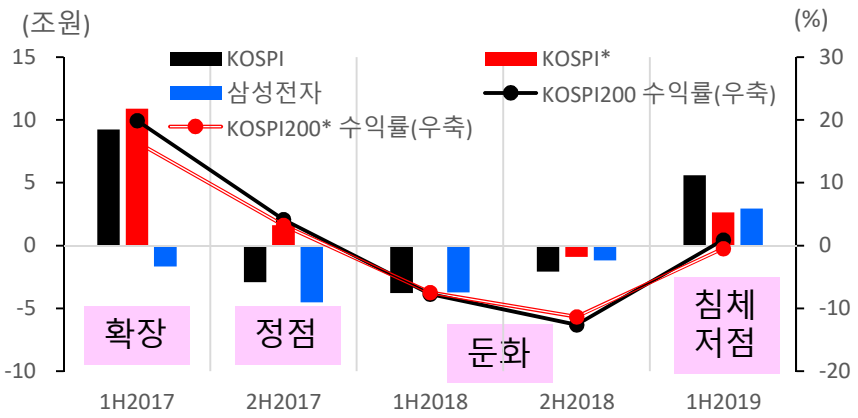
주 : 분기 순매수의 국면별 평균, 1998년1Q~2018년3Q, KOSPI*는 삼성전자 제외분
자료: FN-Guide, 자본시장연구원

최근 경기순환 국면과 국내 주식시장

- 2019년 1분기 글로벌 지수 상승 및 위험 선호 확대와 반도체 경기 회복 기대감으로 지수 상승
  - 1분기 중 삼성전자와 하이닉스 위주로 외국인 매수세 유입

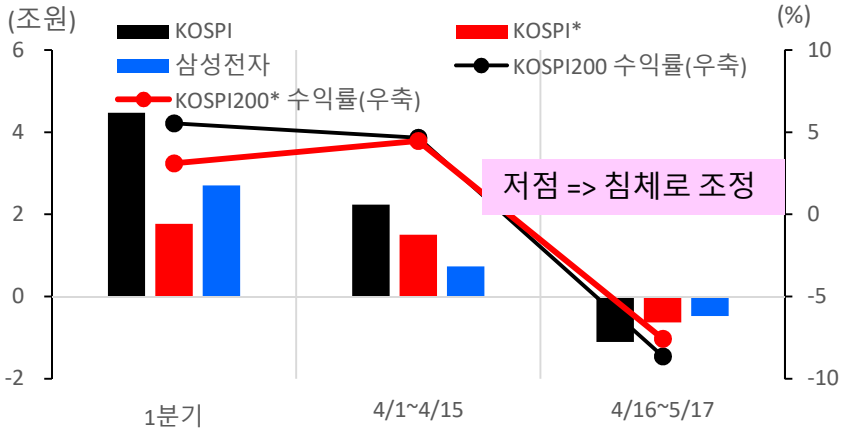
- 4월중 지수 상승세가 둔화되고 무역분쟁 재점화 전후로 국내 주식시장의 경기 인식이 침체로 전환
  - 4/1~4/15 기간에 KOSPI*로 외국인 매수세 유입되며 같은 기간 양호한 지수 성과 시현
    - 18년 4분기 성장률 호조 및 IMF 2019년 성장률 전망치 유지 등 하반기 경기 회복 기대감
  - 4/16 이후 외국인 매수세가 둔화되고 5월 글로벌 주식 시장 하락과 함께 순매도 전환
    - 성장률 둔화 우려와 무역분쟁 악화 영향으로 다시 침체기의 양상

외국인 순매수 추이와 지수 수익률 추이



주: KOSPI*, KOSPI200*는 삼성전자 제외지수(자체 산출)
자료: FN Guide, 자본시장연구원

2019년 외국인 순매수와 지수 수익률 추이

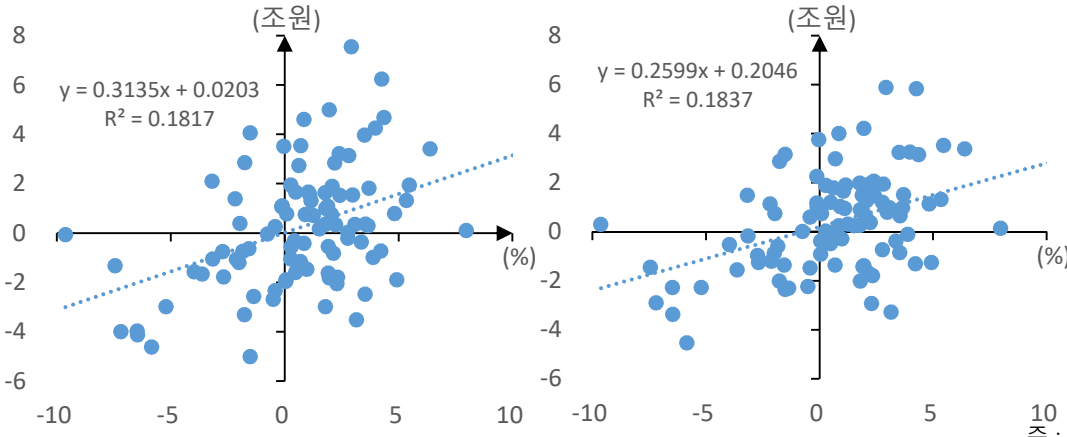


주: KOSPI*, KOSPI200*는 삼성전자 제외지수(자체 산출)
자료: FN Guide, 자본시장연구원

미국과 국내 주식시장의 관계 분석

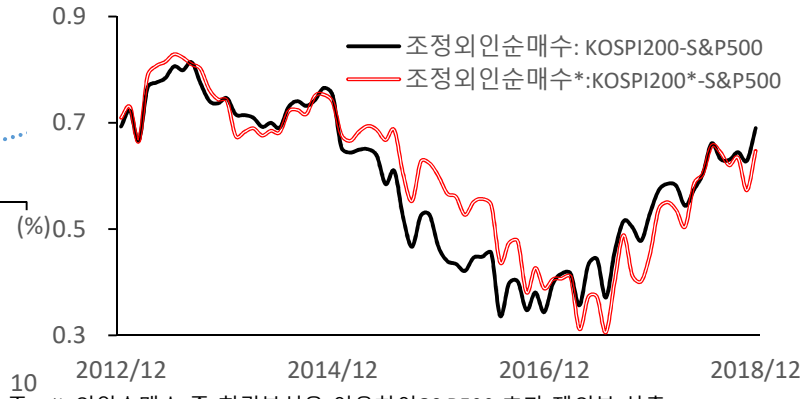
- KOSPI시장 외국인 순매수 금액은 미국 주식시장과 밀접한 관계가 있으며, 미국 주식시장 효과를 제외한 초과 금액은 국내주식의 상대 수익률(미국)과 관계되는 것으로 추정
  - 2019년 외국인 순매수 유입은(5/17까지 5.6조원) 미국 주식시장 호조의 영향으로 추정
  - 이 시기 외국인 순매수는 일부 종목들(삼성전자 등 반도체와 IT 관련)에 집중되는 특징
  - 역사적으로 분석해 보면 KOSPI*지수(삼성전자 제외) 관련하여 외인순매수와 S&P500 수익률과 관계 추이는 KOSPI 지수 경우와 비슷한 경향
    - 2019년 KOSPI*지수의 외국인 순매수 금액은 2.6조원으로 S&P500 수익률을 감안하면 과거 대비 작은 규모 <= 아래 그림에 표시된 회귀식 적용시 0.8조원 작음

외인순매수 금액[1] 과 S&P500수익률[2]관계



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

외인순매수 금액[1] 과 지수 수익률 차이[2]상관관계

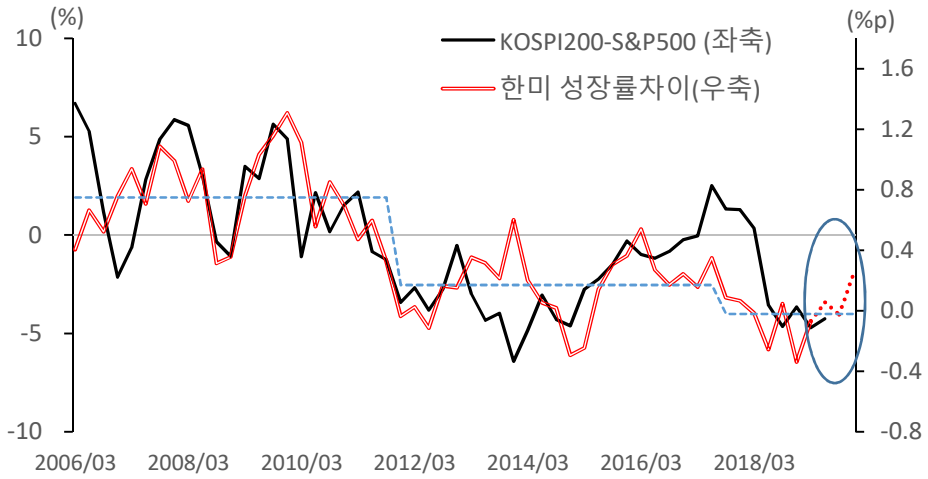


주 : 1) 외인순매수 중 회귀분석을 이용하여S&P500 효과 제외분 산출,
2) KOSPI200 수익률과 KOSPI200* 수익률에서 S&P500 수익률 차감(월간), 상관관계는 24개월 이동평균 방식, (2011년1월 ~ 2018년12월)
자료: Bloomberg, FN-Guide, 자본시장연구원

미국과 국내 주식시장의 관계 분석

- 2011년부터 유지되고 있는 국내 주식시장의 미국 대비 부진한 성과는 국내 성장세의 상대적인 둔화와 연관되는 것으로 추정
  - 양국 지수의 수익률 차이는 양국의 성장률 차이와 비슷한 추세를 나타내는 가운데, 2011년부터 성장률 차이가 축소되면서 KOSPI200도 상대적(S&P500대비)으로 부진한 성과 유지
    - 2011년 이후 미국과의 성장률 차이는 축소되고 있는 상황 (그림의 파란색 점선)
  - 2020년 성장률 전망을 반영하면 하반기 국내 주식시장은 미국 대비 상대적으로 부진하겠지만, 일부 개선될 것으로 기대

KOSPI200의 S&P500 대비 초과수익률[1] 과 한미 성장률[2] 차이

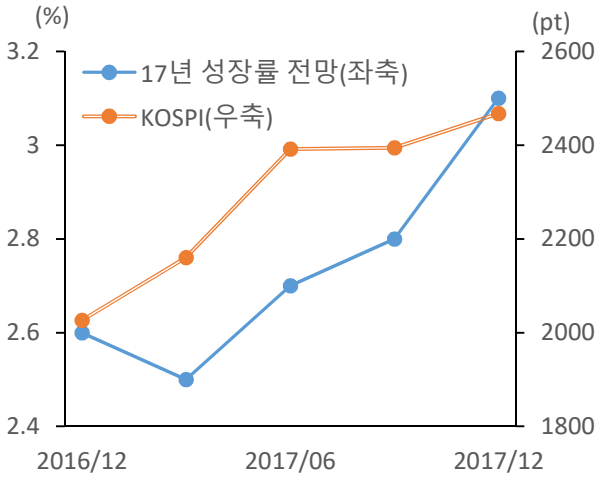


주 : 1) 분기 수익률을 4분기 이동평균하여 각국의 CPI로 조정하여 실질 수익률로 환산, 2) 분기 성장률의 4분기 이동평균이며 1분기 후행으로 표시하였으며 점선은 전망치 반영, 파란점선은 성장률 차이의 해당 구간 평균을 표시
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

2019년 하반기 국내 주식시장 전망

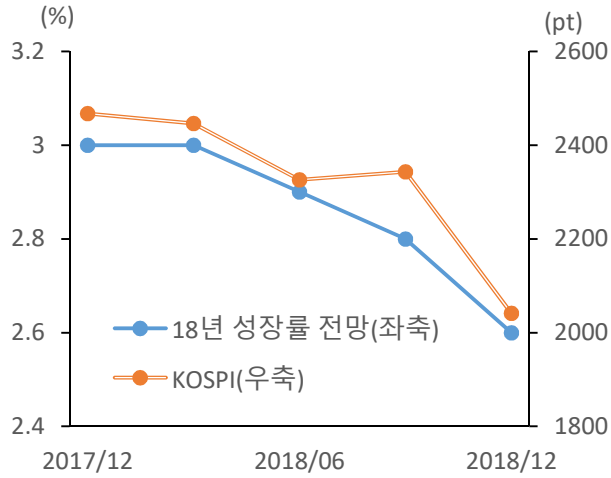
- 2017년과 2018년 국내 성장률 전망치의 변화에 따라 주식시장도 등락하는 모습을 보였으며 2019년도 성장률 전망치의 하락과 연관하여 주식시장도 약세를 보일 것으로 예상
  - 2017년 당초 예상보다 높은 성장률 기록하며 KOSPI지수도 상승하였으며, 2018년은 반대의 상황
    - 잠재성장률(2.6~2.7%)을 전후하여 성장률 전망치의 변화 => 경기순환국면이 변화하면서 주식 시장에 보다 민감하게 작용
  - 2019년 주식 시장은 성장률 전망치 하락과 함께 주식시장도 정체시기를 보낼 것으로 예상
    - 다만, 당초 잠재성장률을 하회하는 수준을 예상한 상황에서 성장률 전망치의 변화에 대한 주식 시장의 민감도는 상대적으로 작을 것으로 추정

17년 성장률 전망치와 KOSPI 추이



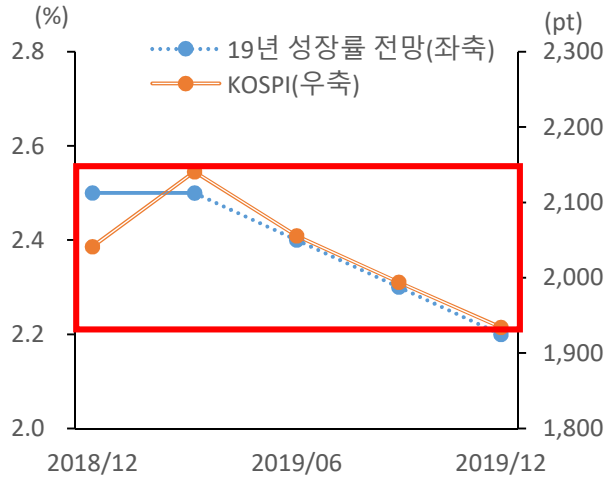
주 : 가로축은 17년 성장률 전망시기를 표시
자료: Bloomberg

18년 성장률 전망치와 KOSPI 추이



주 : 가로축은 18년 성장률 전망시기를 표시
자료: Bloomberg

19년 성장률 전망치와 KOSPI 추이



주 : 가로축은 19년 성장률 전망시기를 표시 (점선은 예상치 2.2% 반영)
자료: Bloomberg

2019년 하반기 국내 주식시장 전망

- 2019년 하반기 국내 주식시장은 일정 범위에서 횡보할 것으로 전망되는 가운데, 미중 무역 분쟁 완화시 점차 안정되어 반등을 모색할 수 있을 것으로 기대
  - 국내 경기순환 흐름상 2019년 하반기는 저점 국면을 지날 것으로 전망되지만, 과거와 같은 상승세를 기대하기 어려운 상황
    - 저점 국면에서 성장세 회복 기대로 국내 주식시장은 역사적으로 호조를 보였으나, 하반기는 국내 경제의 뚜렷한 회복세를 기대하기 어려운 상황
    - 미국 경기순환 국면상 정점 통과(2019년4분기 예상)시까지 미국 주식 시장에 큰 조정이 오지 않는다면, 국내 주식시장의 하방 리스크는 완화될 것으로 예상
    - 5월 미중 무역분쟁 악화로 주요 국가들보다 큰 조정을 겪었던 국내 주식시장은 하반기 무역 협상 진행 상황에 따라 빠른 반등도 기대
  - 다만, 무역분쟁 격화로 인하여 미국이 하반기에 둔화 국면으로 진입하면서 미국 주식시장이 본격적인 조정기에 접어든다면, 국내 주식시장도 큰 폭의 조정 압력을 받게 될 가능성
    - 국내 성장세도 하락하여 둔화나 침체 국면 시기와 같은 주식시장 조정 예상

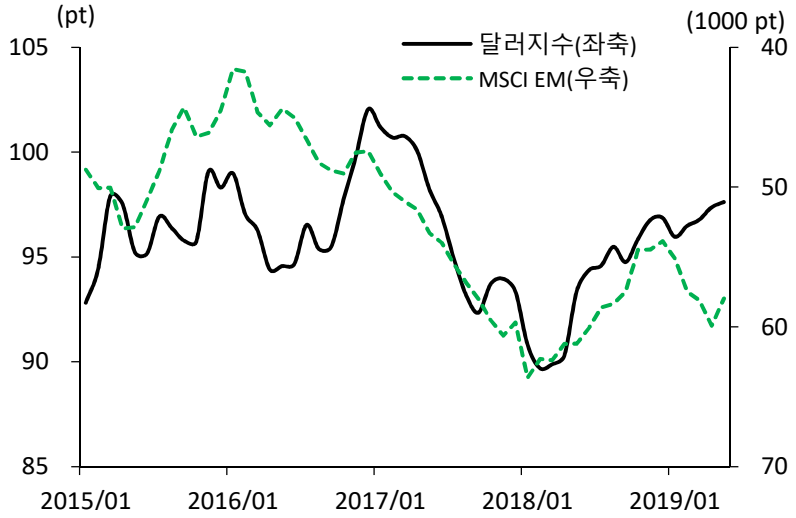
3. 주식 및 환율 전망

달러지수와 원달러 환율 전망

2019년 하반기 달러지수 전망

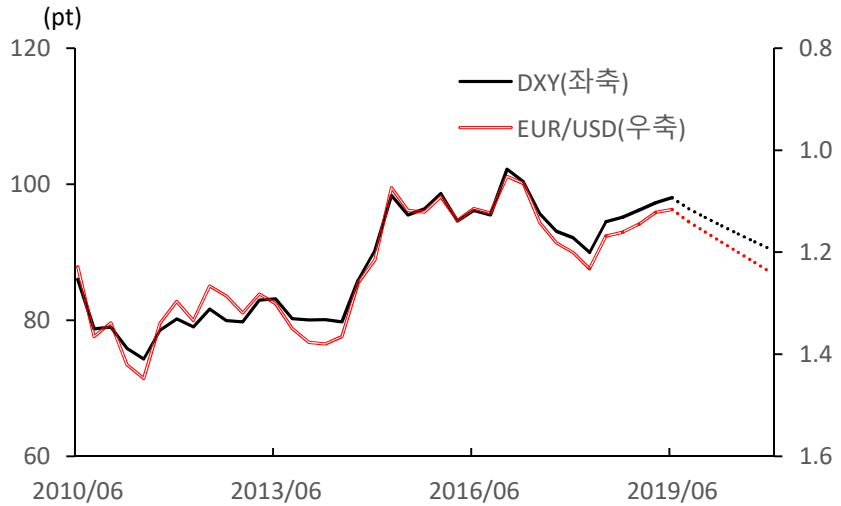
- 2019년 하반기는 유로화 강세(달러 약세)가 예상됨에 따라, 달러지수는 하락할 전망
  - 미국은 기준금리 인상이 마무리된 반면, 유로지역은 2020년경 통화정책 정상화를 시작할 것으로 예상됨에 따라 유로화가 강세를 나타낼 전망
    - 달러지수는 구성 비율상 EUR/USD 환율과 높은 상관관계
  - 다만, 무역분쟁 격화 등에 따른 금융시장 불안 및 투자자들의 위험회피 성향 확대는 달러지수 하락을 제한하는 요인으로 작용할 가능성

달러지수와 위험선호도



주 : MSCI EM은 역순으로 표시. (월별 평균값)
자료: Bloomberg

달러지수와 EUR/USD 환율 추이

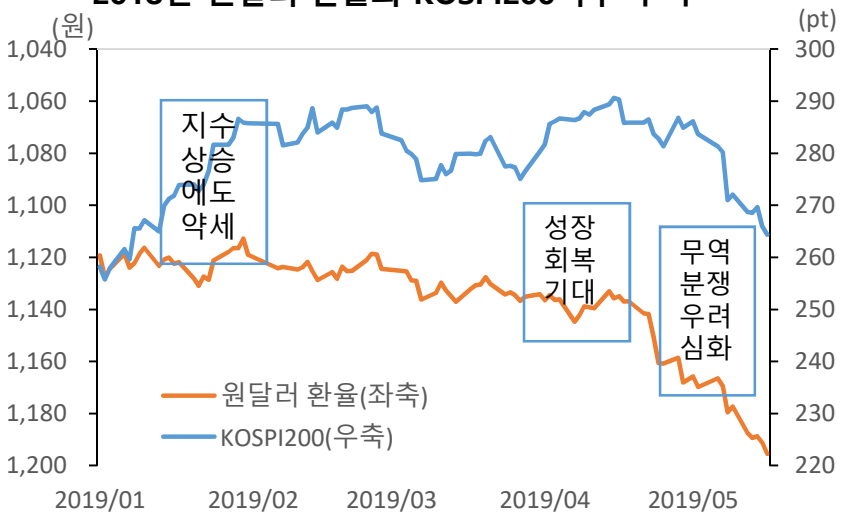


주 : 점선은 전망치(EUR/USD는 블름버그 전망치, 달러지수는 회귀분석 이용하여 산출), EUR/USD는 역순으로 표시
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

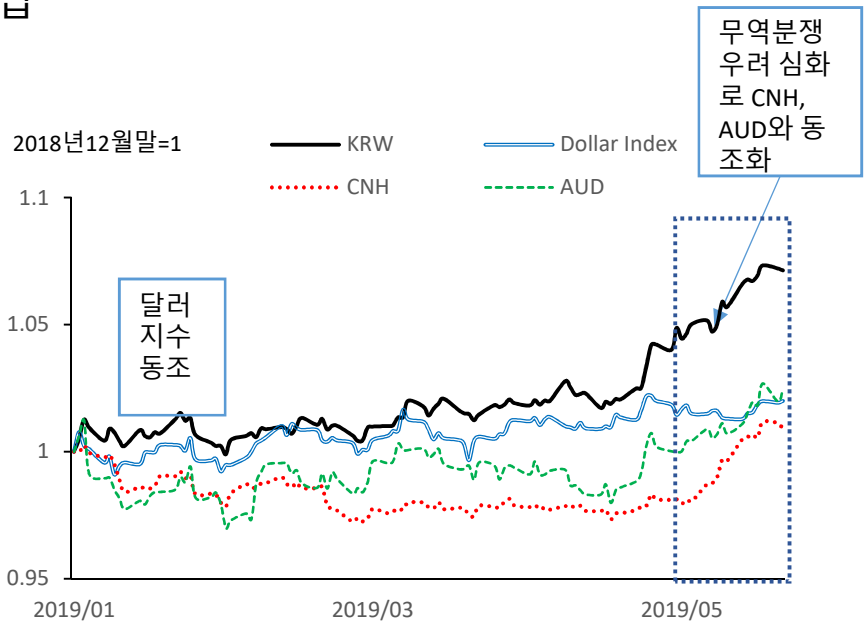
2019년 원달러 환율 동향 분석

- 원달러 환율은 2019년 달러 강세와 수출 부진으로 상승세를 이어갔으며, 성장세 둔화 우려가 심화된 4/15 이후부터 가파른 상승세
  - 원달러 환율은 2019년 글로벌 주식시장의 호조 분위기에도 달러 지수와 동조하여 상승
    - KOSPI 지수 상승과 외국인 자금 유입에도 불구하고 수출 부진과 성장세 둔화 우려 영향으로 추정
    - 4월 중 1분기 성장률(-0.3%) 발표 전후로 원달러 환율 상승세 확대
  - 미중 무역분쟁이 악화된 5월 중 글로벌 위험 회피 분위기와 성장률 우려 영향으로 원달러 환율은 위안화, 호주달러와 동조화되며 1,190원대 진입

2018년 원달러 환율과 KOSPI200지수 추이



주: 원달러환율은 축을 반대방향으로 표시
자료: Bloomberg

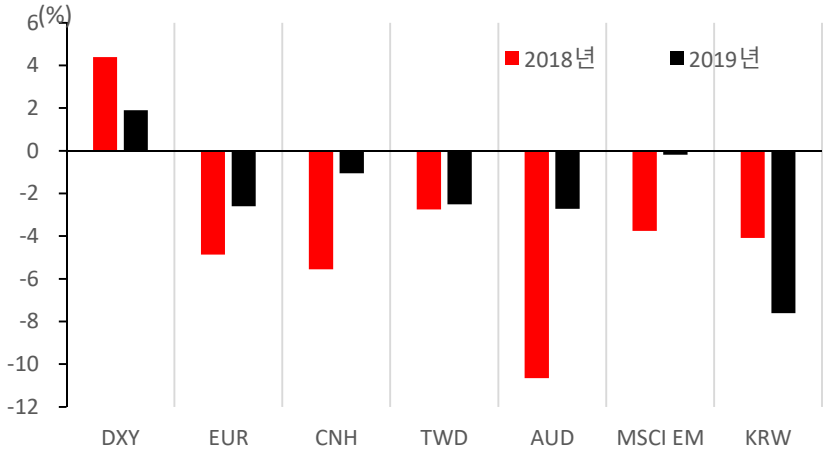


자료: Bloomberg

2019년 원달러 환율 동향 분석

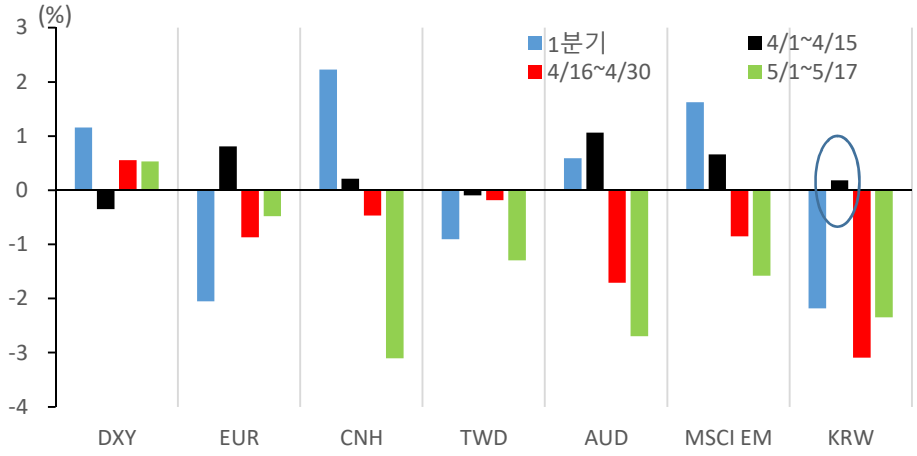
- 지난해에 이어 주요 통화들이 달러 대비 약세를 보이는 가운데 원화 약세(환율 상승)가 두드러짐
  - 1분기 무역분쟁 완화와 글로벌 주식 시장 호황 분위기에도 불구하고 원화는 약세
    - 무역 분쟁의 영향으로 지난해 크게 약세를 보였던 호주달러 및 위안화가 1분기중 반등하였음에도 불구하고, 원달러 환율은 유로존 성장 둔화에 따른 달러 강세의 영향으로 약세를 지속
  - 4월 수출 및 성장세 회복 기대로 KOSPI 시장 상승과 함께 환율이 안정(4/1~4/15)되었으나 1분기 성장률 발표 이후 다시 상승세가 심화
  - 5월 무역분쟁 악화와 글로벌 위험회피 분위기에서 원화는 위안화, 호주달러와 함께 크게 절하

2018년, 2019년 주요 통화 절상률



주 : 2019년은 5월17일 환율 기준으로 절상률 표시(음수는 해당통화 약세를 의미)
자료: Bloomberg

2019년 시기별 주요 통화 절상률

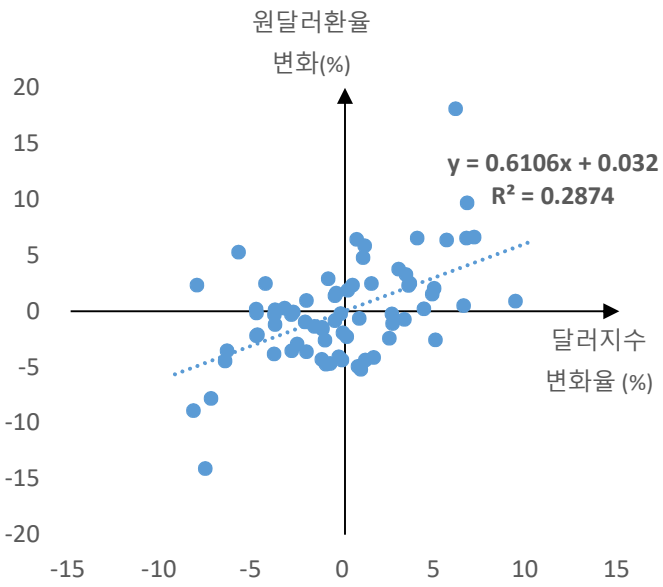


주 : 음수는 해당통화 약세를 의미
자료: Bloomberg

원달러 환율의 대외 요인

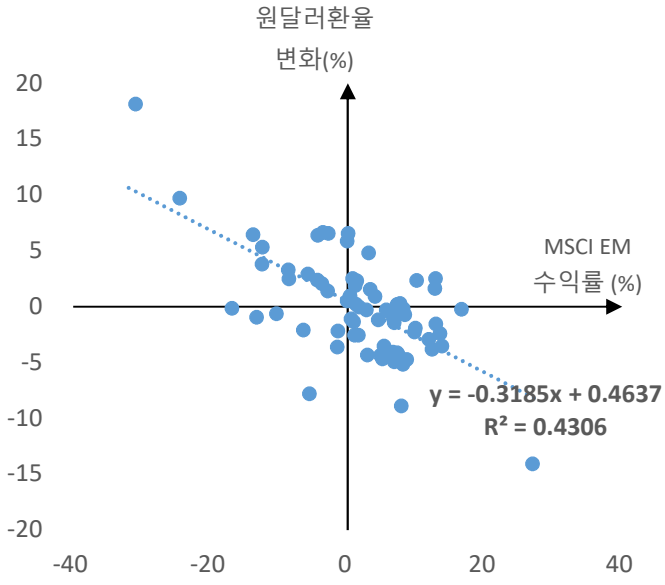
- 원달러 환율 변화는 대외적으로는 달러지수 및 글로벌 위험선호도에 의해 주로 결정
  - 원달러 환율은 달러지수와 같이 동반 등락하는 한편, 글로벌 금융시장의 위험선호도가 증가하면 하락하는 경향

원달러 환율과 달러지수



주 : 분기 변화율, 2001년1Q~2018년3Q
자료: Bloomberg

원달러 환율과 MSCI EM지수

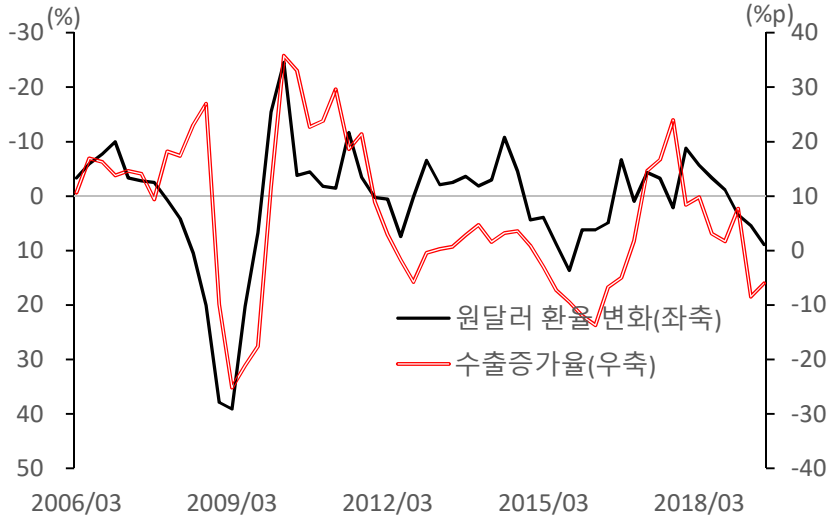


주 : 분기 변화율, 2001년1Q~2018년3Q
자료: Bloomberg, Datastream

원달러 환율의 대내 요인

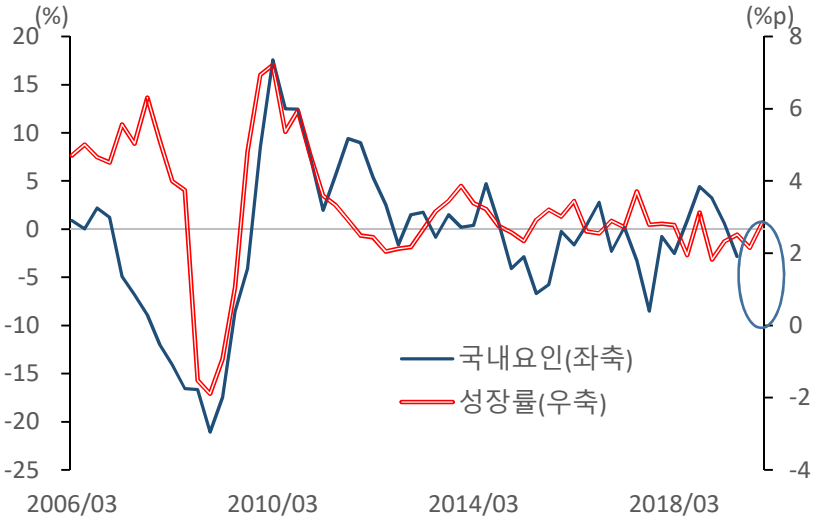
- 원달러 환율 변화에서 대외 요인을 제외한 국내 요인은 성장률 및 수출 증가율과 밀접하게 관계
  - 원달러 환율은 국내 경기의 확장 국면에서는 하락(원화 강세)하는 반면, 둔화와 침체 국면에서는 상승(원화 약세)
    - 과거 원달러 환율은 경기순환상 저점 국면에서 확장 국면까지 성장세 회복 기대로 하락 추세
  - 2019년 원달러 환율 상승은 주로 수출 부진과 성장세 둔화 등 국내 요인의 영향으로 추정

원달러 환율 변화와 수출 증가율 추이



주 : 원달러 환율 변화율은 4분기 이동평균(연율), 수출증가율은전기대비 증가율
자료: Bloomberg, Datastream, 자본시장연구원

원달러 환율 국내요인[1] 과 성장률[2]

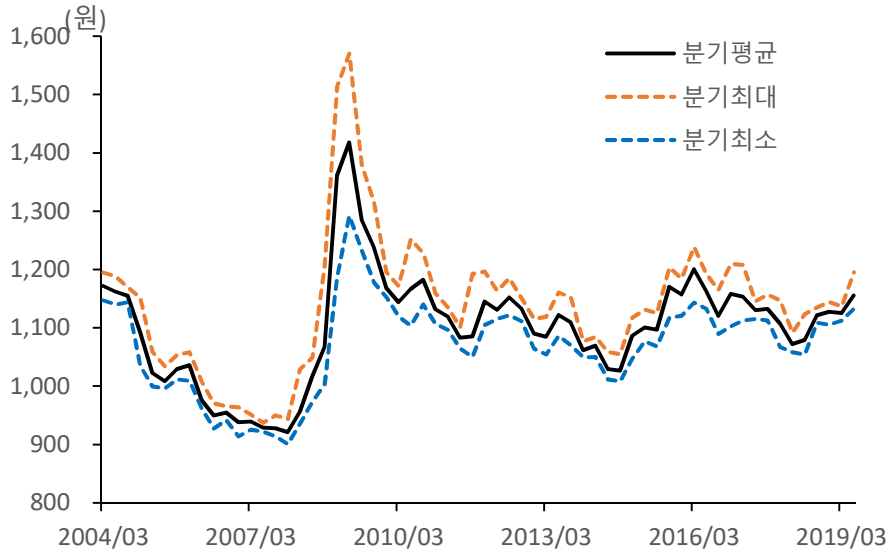


주 : 1) 원달러 환율 변화율을 대외요인(달러지수 변화율 및 MSCI EM)으로 회귀분석한 잔차의 4분기 이동평균(연율), 2) 전기대비 4분기 이동평균(연율)한 값을 1분기 후행
자료: Bloomberg, Datastream, 자본시장연구원

2019년 원달러 환율 전망 종합

- 2019년 하반기 원달러 환율은 일정 범위에서 횡보하는 추세가 지속될 것으로 예상
  - 국내 경기 국면상 2019년 하반기는 저점 국면을 지나갈 것으로 예상되는 만큼, 환율 상승세(원화 약세)는 제한될 전망
    - 과거 저점 국면에서 성장세 회복 기대로 환율이 하락세를 보였으나, 하반기는 국내 경제의 뚜렷한 회복세를 기대하기 어려운 상황으로 과거와 같은 수준의 환율 하락은 어려울 전망
    - 일시적 등락이 있더라도 분기평균으로 1,200원(금융위기 이후 분기 평균환율 고점) 이하 예상

원달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 자본시장연구원

2019년 원달러 환율 전망 종합

- 무역분쟁 완화시 점차 안정화될 것으로 기대
  - 단기적으로 미중 무역분쟁이 완화될 경우 무역분쟁 확전 후(5월중) 원달러 환율 상승분 범위에서 환율이 하향 조정될 것으로 기대 (1,160원)

- 미중 무역분쟁의 격화로 인한 금융시장 불안 발생시 원달러 환율의 추가 상승 우려
  - 글로벌 위험회피 분위기가 확산되면서 원화 약세 요인으로 작용하며, 또한 국내 성장률 하락으로 인한 원달러 환율 상승세 지속 예상

    (중국 경기침체로 인한 글로벌 주식시장 조정기였던 2016년 1분기 1,240원까지 상승)

감사합니다.