2. 한·미 주식시장 전망

가. 미국 주식시장 전망

1) 2019년 미국 주식시장 동향

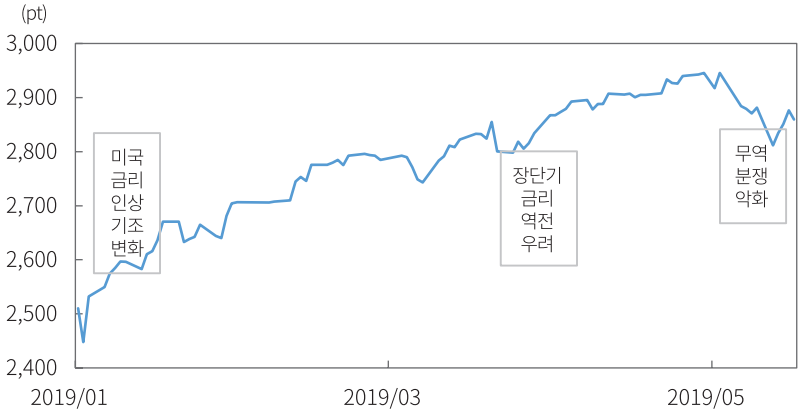
□ 2019년 미국 주식시장은 통화정책 기조 변화(기준금리 인상기조 ⇒ 동결), 미중 무역분쟁 완화 및 성장세 회복으로 상승세를 유지하며 S&P500지수는 사상 최고치를 기록

— 2018년 4분기중 S&P500지수는 기준금리 인상, 무역분쟁으로 인한 경기둔화 우려 및 불확실성 증대로 큰 폭으로 조정(12월말 연고점 대비 15% 하락하여 마감)

— 이러한 우려가 2019년 해소되면서 S&P500지수는 2018년 고점을 회복하며 사상 최고치(2,954.13pt)를 기록

— 5월 미중 무역분쟁 재점화로 인하여 다시 변동성이 확대되며 지수 하락

〈그림 II-33〉 2019년 S&P500지수 추이



자료: Bloomberg

□ 2019년 1분기는 경기순환 국면상 확장 국면을 이어가며 주식시장 상승세 회복

— 회복 및 확장 국면에서는 잠재성장률 이상의 양호한 성장세 유지로 주식 시장은 상승하는 경향

— 2018년 4분기는 확장 국면임이었으나 주식시장은 크게 조정

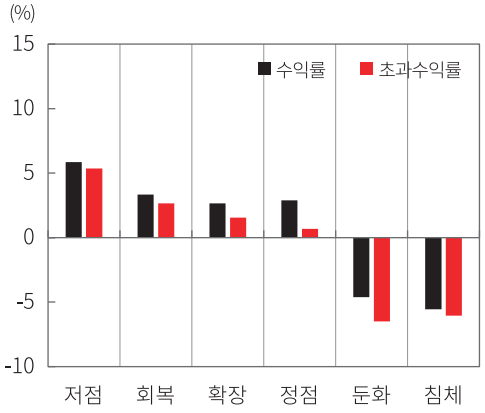
• 과거 회복 또는 확장 국면임에도 성장세가 이전 대비 둔화되는 구간에서 주식 성과도 상대적으로 저조한 경향 (〈그림Ⅱ-36〉 2018년 4분기 표시)

• 2019년 1분기 성장세 회복(3.2%)되면서 주식 시장도 반등

— 2018년 4분기중 애플 등 주요 기업 이익 전망치 하향과 2019년 실적에 대한 우려 => 예상 대비 양호한 실적과 향후 전망으로 2019년 주가 상승세 회복

— 미국 금리인상기조의 변화 및 미중 무역분쟁의 강도 변화에 따라 2018년 4분기와 2019년 1분기의 주식 성과 변화가 크게 발생한 것으로 추정

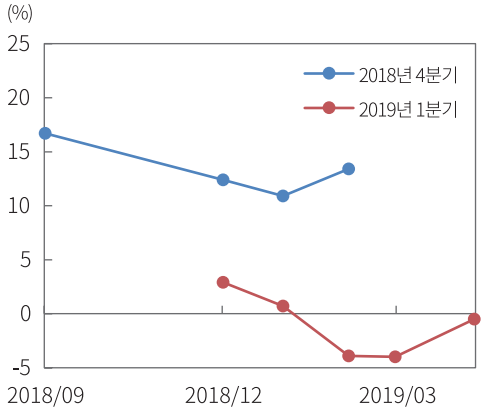
〈그림 II-34〉 경기 국면별 S&P500 수익률



주 : 분기수익률의 국면별 평균, 초과수익률은 3M T-Bill 수익률 차감, 1982Q3~2018Q4

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

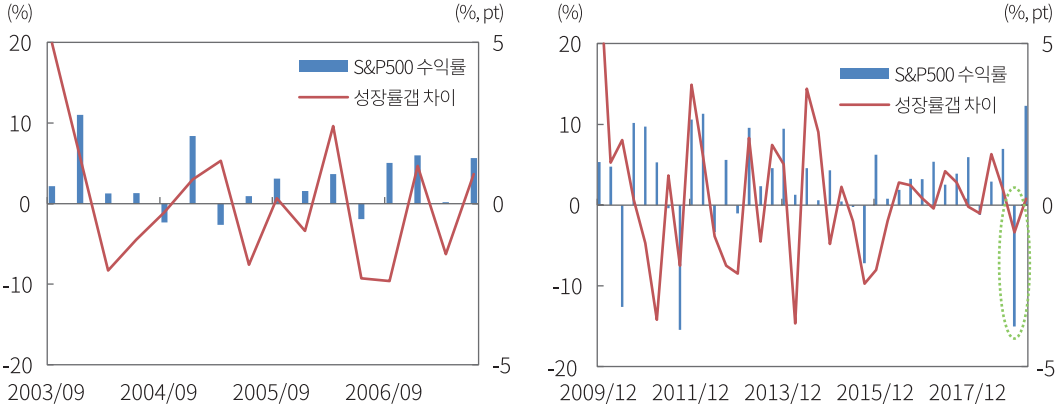
〈그림 II-35〉 S&P500 이익 증가율 전망 추이



주 : 전년동기비, 가로축은 전망 시기

자료: Factset Earning insight

〈그림 II-36〉 지수 수익률[1]과 성장률갭 차이[2]
(2003 Q3~2007 Q2, 2009 Q4~2019 Q1)



주 : 1) 분기수익률
2) 직전 4분기 평균 성장률갭과의 차이(연율), 2000년 이후 회복 및 확장 국면만 선택

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

2) 2019년 하반기 미국 주식시장 전망

□ 미국 주식시장은 2019년 하반기에도 상승세를 유지하겠지만, 경기 정점에 진입하면서 주가 상승폭은 제한될 것으로 예상되며 변동성 또한 확대되어 위험대비 기대수익이 높지 않을 전망

— 과거 Late Cycle에서는 주가가 상승하는 추세를 유지해 왔으며 경기가 정점에 진입해야 하락 추세로 전환하는 경향으로 4분기 정점까지 주가 상승 추세가 유지될 것으로 예상

- 성장 경로상 2분기에는 성장률이 하락할것으로 예상되어 주식 시장도 일부 조정을 거치겠지만, 하반기에는 잠재성장률 이상의 성장세를 회복할 것으로 기대
- 미중 무역분쟁의 장기화로 불확실성이 증가하며 시장 변동성은 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 둔화 국면에 조기에 진입할 경우 주식시장은 큰 조정을 겪을 것으로 예상

나. 국내 주식시장 전망

1) 2019년 국내 주식시장 동향 분석

□ 연초 글로벌 주식시장의 호황 분위기로 호조를 보였던 국내 주식시장은 성장세 둔화 우려와 미중 무역분쟁 악화로 다시 정체된 모습

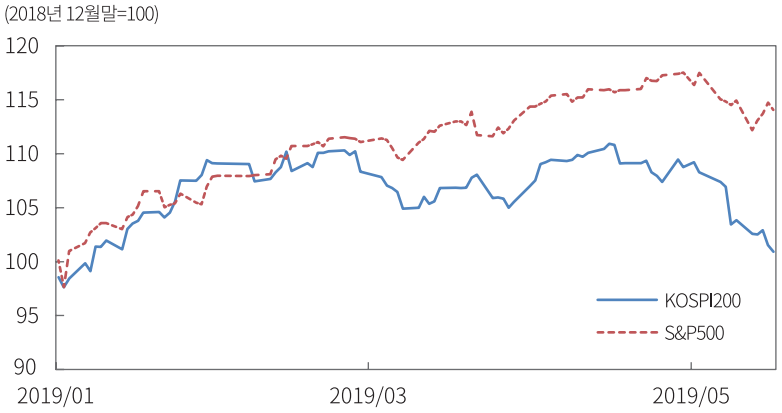
— 1분기중 국내 주식시장은 미국 금리 안정과 무역분쟁 완화로 글로벌 주식시장 상승세에 동조

• 반도체 경기 저점 인식과 위험선호 분위기 확산으로 외국인 순매수 유입(1분기 4.5조원)

— 1분기 기업 실적 부진과 국내 성장세 둔화, 미중 무역분쟁 악화로 4월 16일 이후 부진한 흐름

• 2019년 1분기 KOSPI 상장사 순이익은 전년동기비 −39%로 큰 폭의 감소 (삼성전자와 하이닉스를 제외한 경우 −24%, 한국거래소)

〈그림 II-37〉 2019년 KOSPI200지수와 S&P500지수 추이



□ 2019년 KOSPI200지수는 상승(5월 17일까지 +0.9%)하였으나, 해외 주요 지수 대비 상대적으로 저조한 성과

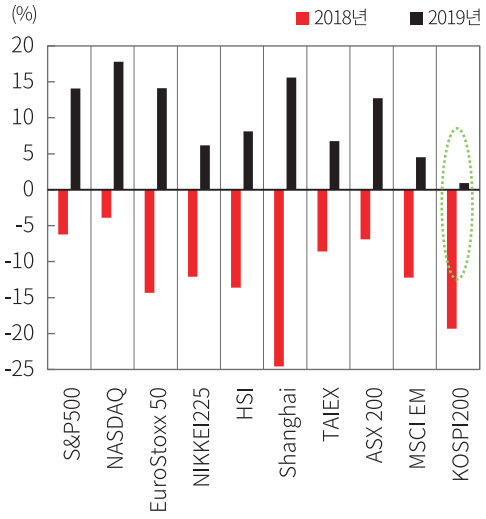
— 2018년 4분기 양호한 성장률(전기대비 1%) 결과와 IMF의 2019년 국내 성장률 전망 유지로 4월중 연고점 기록

• 반도체 경기 저점 인식과 향후 성장세 회복 기대

• 〈그림 Ⅱ-39〉에서 4월 1일~4월 15일 시기는 KOSPI200이 가장 우수한 성과

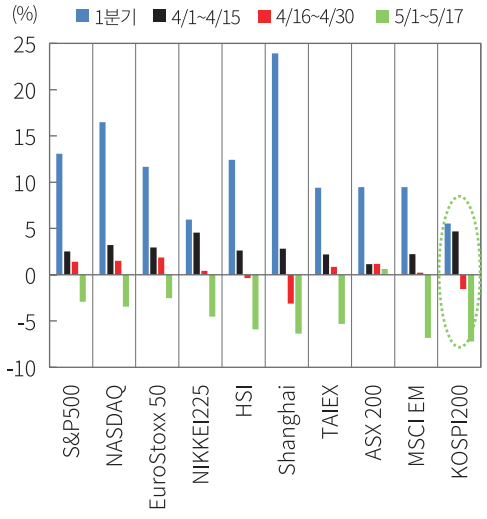
— 1분기 성장률(-0.3%) 발표 전후 지수 하락세 전환되어 무역분쟁 악화로 5월 중 부진한 성과 시현

〈그림 II-38〉 2018년, 2019년 주요 지수 수익률



주 : 2019년은 5월 17일까지의 수익률
자료: Bloomberg

〈그림 II-39〉 2019년 시기별 주요지수 수익률



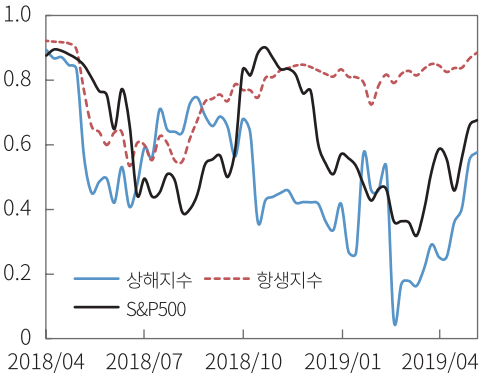
자료: Bloomberg

□ 2018년부터 국내 주식시장과 해외 주식시장의 상관관계는 해당 지수 하락 시기에 증가하는 경향

— S&P500지수 하락 시기에 KOSPI200지수는 동반 하락하고, 반대로 S&P500지수 상승시기에 KOSPI200지수는 같이 상승하지 못하는 경향을 반영

• KOSPI200과 S&P500 수익률의 상관관계는 S&P500 지수가 하락하는 구간(구간2: 2018년1월~2019년5월)에서 증가하며, KOSPI200이 상대적으로 부진한 최근(구간1: 2018년1월~2019년5월)에 이러한 경향이 더 두드러짐

〈그림 II-40〉 KOSPI지수와 상관관계[1] 추이



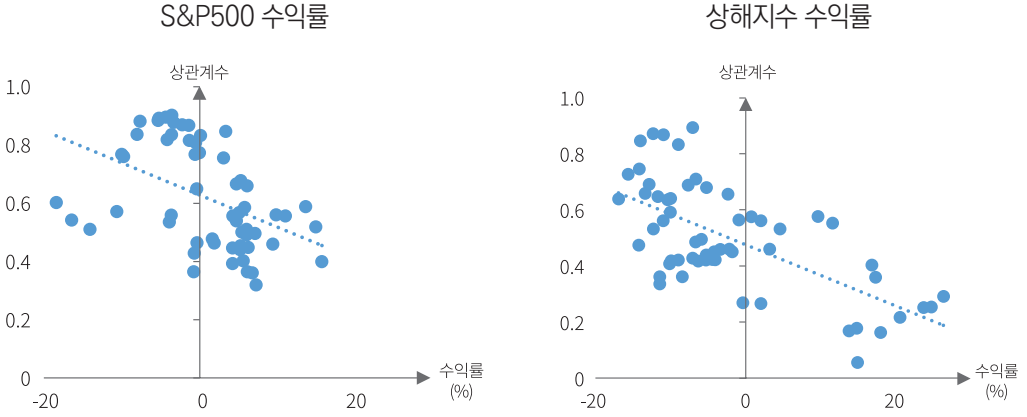
〈표 II-4〉 상관관계[1]와 지수 수익률[2]간의 상관관계

구간	S&P500	상해지수
구간 1: 2018년1월~2019년5월	-0.45	-0.65
구간 2: 2016년7월~2017년12월	-0.12	0.56

주 : 1) 주간 지수 수익률 기준으로 상관관계는 14주(약 3개월) 이동평균 방식으로 계산
2) 상관관계 계산 기간(14주) 수익률
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

— 상해지수와의 상관관계도 상해지수 하락시기에 증가

〈그림 II-41〉 상관관계[1]와 지수 수익률[2] (구간1: 2018년 1월~2019년 5월)



주 : 1) 주간 지수 수익률 기준으로 상관관계는 14주(약 3개월) 이동평균 방식으로 계산
2) 상관관계 계산 기간(14주) 수익률
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

2) 경기순환 국면과 국내 주식시장

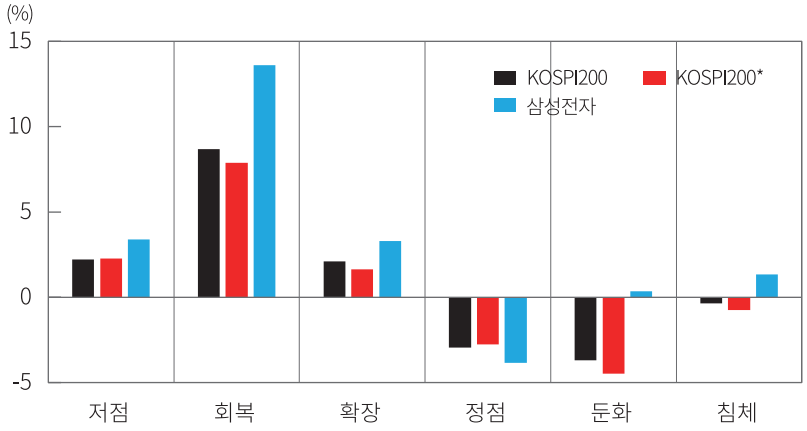
□ 외국인의 KOSPI시장 순매수 금액은 국내 경기순환 국면뿐 아니라 미국 경기순환 국면과 더욱 뚜렷한 연관성을 보이며, 미국 주식시장이 호황인 국면에서 국내 주식시장으로 외국인 자금이 유입되는 경향[7)]

— 국내 주식시장은 저점 국면부터 본격적인 상승세를 보이는데, 그 직전인 침체 국면부터 외국인 자금이 유입되는 추세

— 미국 경기순환 국면 기준으로 저점과 회복 국면에서 KOSPI시장으로 외국인 자금 유입이 활발해지고, 정점부터 침체 국면까지 외국인은 순매도로 전환

— 삼성전자를 제외한 KOSPI*지수 경우도 수익률 및 외국인 순매수 금액이 경기순환국면과 잘 부합

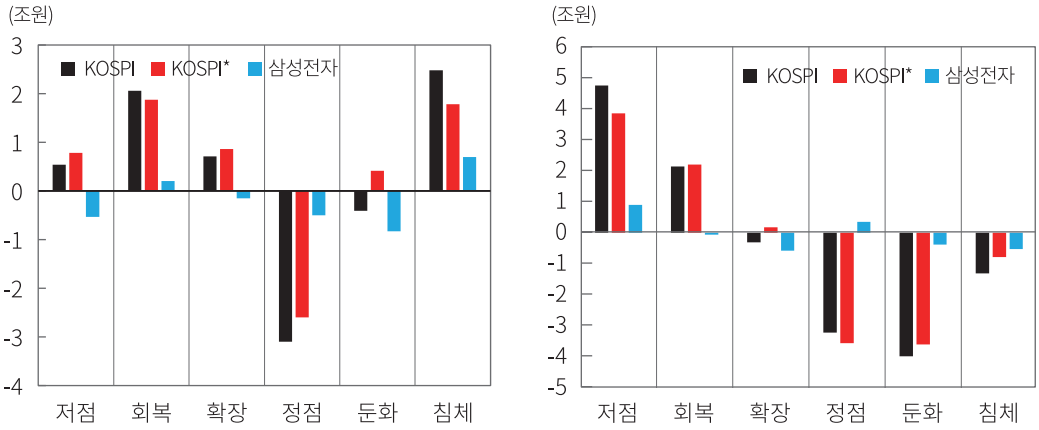
〈그림 II-42〉 국내 국면별 수익률 (1998년 1분기~2018년 4분기)



주 : 분기 수익률의 국면별 평균, KOSPI200*는 삼성전자를 제외한 지수
자료: FN Guide, 자본시장연구원

7) 2019년 1분기는 삼성전자의 외국인 매수 규모가 큰 상황으로 삼성전자를 분리하여 분석 (KOSPI*, KOSPI200*는 삼성전자를 제외한 지수)

〈그림 II-43〉 국내 및 미국 국면별 외국인 순매수 금액
(1998년 1분기~2018년 4분기)



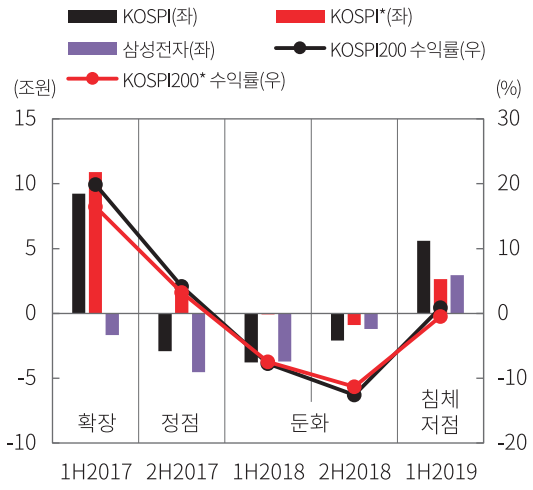
주 : 국내 국면 기준(좌 그래프), 미국 국면 기준(우 그래프), KOSPI*는 삼성전자를 제외한 지수
자료: FN Guide, 자본시장연구원

□ 2019년 1분기 글로벌 지수 상승 및 위험 선호확대와 반도체 경기 회복 기대감으로 지수 상승

— 1분기중 삼성전자와 SK하이닉스 위주로 외국인 매수세 유입

• 〈그림 Ⅱ-45〉에서 KOSPI*의 외국인 순매수 규모는 1분기에 상대적으로 작았던 상황이며 KOSPI* 수익률도 KOSPI 대비 부진

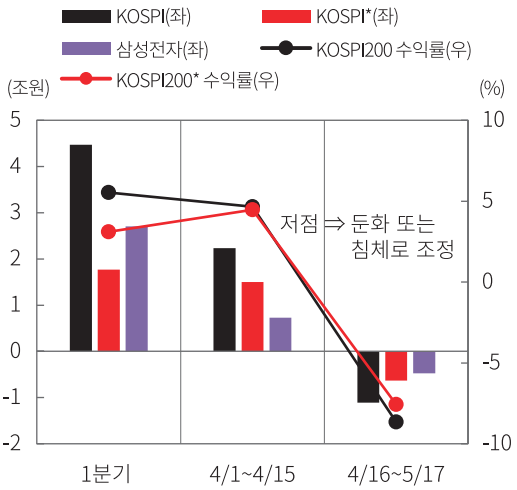
〈그림 II-44〉 외국인 순매수와 지수 수익률 추이 (2017~2019년, 반기 단위)



주 : KOSPI*, KOSPI200*는 삼성전자를 제외한 지수(자체산출), 막대그래프는 외국인 순매수

자료: FN-Guide, 자본시장연구원

〈그림 II-45〉 외국인 순매수와 지수 수익률 추이 (2019년)



주 : KOSPI*, KOSPI200*는 삼성전자를 제외한 지수(자체산출), 막대그래프는 외국인 순매수

자료: FN-Guide, 자본시장연구원

□ 4월 들어서 양호한 모습을 보이던 국내 주식시장은 4/16 이후 지수 상승세가 둔화되고, 무역분쟁 재점화 전후로 주식시장의 경기 인식이 둔화나 침체로 전환

— 4.1~4.15일 기간에 삼성전자 외에 KOSPI*로 외국인 매수세 유입되며 같은 기간 양호한 지수 성과 시현

• 2018년 4분기 성장률 호조 및 IMF 2019년 국내 성장률 전망치 유지 등 하반기 경기 회복 기대감 확대

• KOSPI* 외국인 순매수 규모가 확대되면서 2017년 국내 확장 국면 중 주식시장 호황시기와 비슷한 양상

— 4.16일 이후 외국인 매수세가 둔화되고 5월 무역분쟁 악화로 순매도로 전환되었으며 국내 주식시장은 둔화나 침체 국면의 양상

3) 미국과 국내 주식시장의 관계 분석

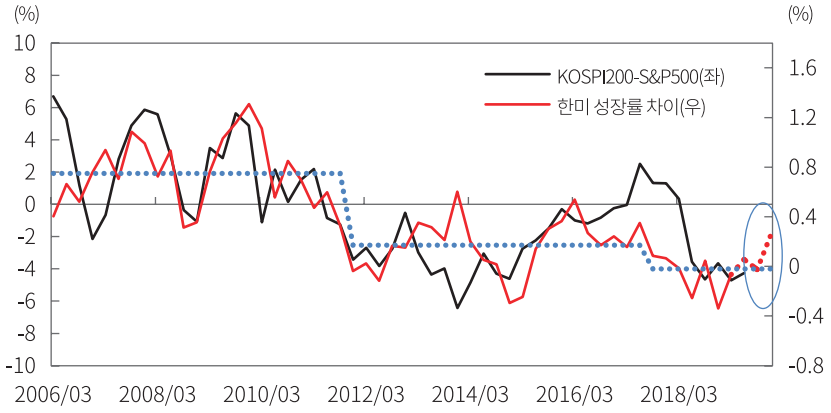
□ 2011년부터 유지되고 있는 국내 주식시장의 미국 대비 부진한 성과는 국내 성장세의 상대적인 둔화와 연관되는 것으로 추정

— 양국 지수의 수익률 차이는 양국의 성장률 차이와 비슷한 추세를 나타내는 가운데, 2011년부터 성장률 차이가 축소되면서 KOSPI200도 상대적으로(S&P 500 대비) 부진한 성과 유지

• 2011년 이후 미국과의 성장률 차이는 축소되고 있는 추세로(〈그림 Ⅱ-46〉의 파란색 점선은 하락 추세) 수익률도 미국 대비 상대적으로 부진한 상황

— 성장률 전망치를 반영하면 하반기 국내 주식시장은 미국 대비 상대적으로 부진하겠지만, 연말부터 일부 개선될 것으로 기대

〈그림 Ⅱ-46〉 KOSPI200의 S&P500대비 초과수익률[1]과 한미 성장률[2] 차이



주 : 1) 지수 분기 수익률을 4분기 이동평균, 각국의 CPI로 조정하여 실질 수익률로 환산
2) 분기(QoQ)성장률의 4분기 이동평균, 국내에서 미국을 차감, 1분기 후행으로 표시
3) 점선은 전망치 반영, 파란 점선은 성장률 차이의 해당 구간 평균을 표시

자료: Bloomberg, Data stream, 자본시장연구원

□ KOSPI 시장 외국인 순매수 금액은 미국 주식시장과 밀접한 관계가 있으며, 미국 주식시장 효과를 제외한 초과 금액은 국내주식의 상대 수익률(미국대비)과 관련되는 것으로 추정

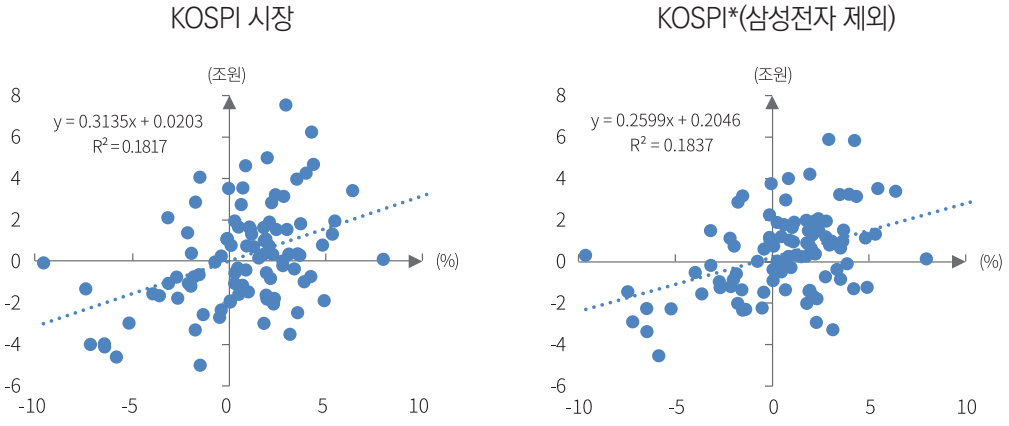
— 2019년 외국인 순매수 유입(5월 17일까지 5.6조원)은 미국 주식시장 호조의 영향으로 추정 (동기간 S&P500지수 14.1% 상승)

— 이 시기 외국인 순매수는 일부 종목들(삼성전자 중 반도체와 IT 관련)에 집중되는 특징

— 역사적으로 분석해 보면 KOSPI*지수(삼성전자 제외) 관련하여 외인순매수와 S&P500수익률 관계 추이는 KOSPI 지수 경우와 비슷한 경향

- 삼성전자 외국인 순매수 규모는 S&P500수익률과 낮은 상관관계 (샘플 기간 동안 KOSPI, KOSPI* 경우는 0.43, 삼성전자 경우는 0.23)
- 2019년 KOSPI*지수의 외국인 순매수 금액은 2.6조원이지만, S&P500 수익률을 감안하면 과거 대비 작은 규모[8)]

〈그림 II-47〉 외국인 순매수 금액[1)]과 S&P500 수익률[2)] 관계



주 : 1) 월간 순매수 금액, KOSPI(좌 그래프), KOSPI*(삼성전자 제외, 우 그래프)
2) 월간 수익률, 20011년 1월~2018년 12월

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

8) 〈그림Ⅱ-47〉 오른쪽 그래프에 표시된 회귀식에 x=14.1(S&P500 수익률) 적용시 3.9조원

4) 2019년 하반기 국내 주식시장 전망

□ 2017년과 2018년 국내 성장률 전망치의 변화에 따라 주식시장도 등락하는 모습을 보였으며 2019년도 성장률 전망치의 하락과 연관하여 주식시장도 약세흐름을 나타낼 것으로 전망

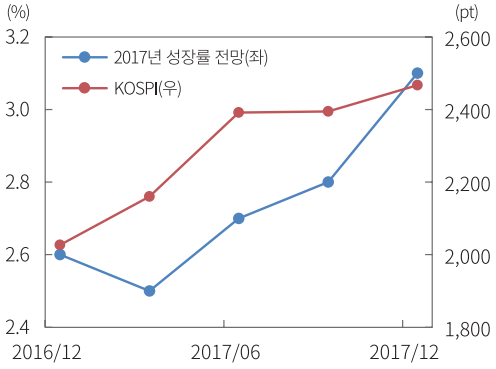
— 2017년 당초 예상보다 높은 성장률을 기록하며 KOSPI지수도 상승하였으며, 2018년은 반대의 양상

• 잠재성장률(2.6~2.7%)을 전후하여 성장률 전망가 변화 ⇒ 경기순환 국면이 변화하면서 주식시장에 보다 민감하게 작용

— 2019년 주식시장은 성장률 전망치 하락과 함께 정체시기를 보낼 것으로 예상

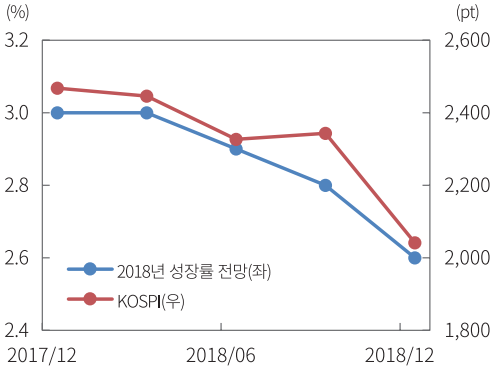
• 다만, 당초 잠재성장률을 하회하는 수준을 예상한 상황에서 성장률 전망치의 변화에 대한 주식시장의 민감도는 상대적으로 작을 것으로 추정

〈그림 II-48〉 2017년 성장률 전망치와 KOSPI 추이



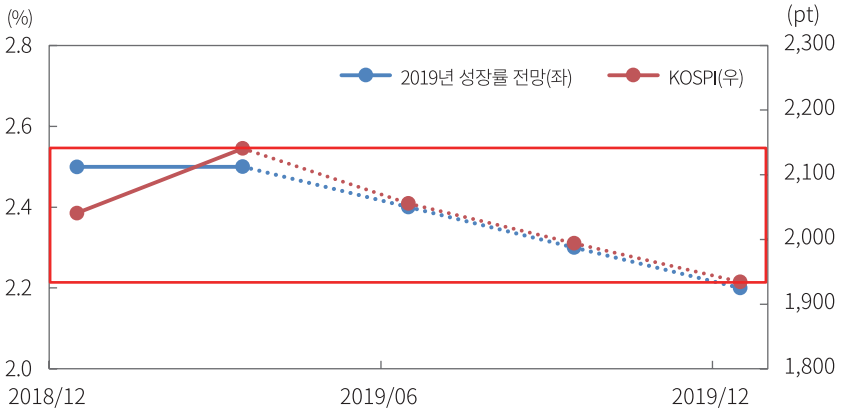
주 : 가로축은 2017년 성장률 전망시기
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 II-49〉 2018년 성장률 전망치와 KOSPI 추이



주 : 가로축은 2018년 성장률 전망시기
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 II-50〉 2019년 성장률 전망치와 KOSPI 추이 예상



주 : 가로축은 2018년 성장률 전망시기, 점선은 예상치 반영(성장률 2.2%)
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

□ 2019년 하반기 국내 주식시장은 일정 범위에서 횡보할 것으로 전망되는 가운데, 미중 무역분쟁 완화시 점차 안정되어 반등을 모색할 수 있을 것으로 기대

— 국내 경기순화 흐름상 2019년 하반기는 저점 국면을 지날 것으로 전망되지만, 과거와 같은 상승세를 기대하기 어려운 상황

• 저점 국면에서 성장세 회복 기대로 국내 주식시장은 역사적으로 상승세였으나, 하반기는 국내 경제의 뚜렷한 회복세를 기대하기 어려운 상황

• 미국 경기순환 국면상 정점 통과(2019년 4분기 예상)시까지 미국 주식시장에 큰 조정이 발생하지 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 조기에 진입하면서 미국 주식시장이 본격적인 조정기에 접어든다면, 국내 주식시장도 큰 폭의 조정 압력을 받게 될 가능성

• 국내 성장세도 하락하여 침체나 둔화 국면 시기와 같은 주식시장 조정 예상