

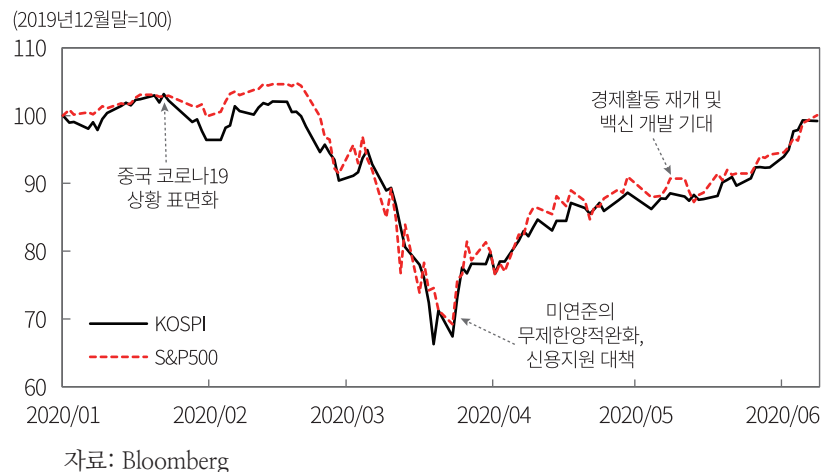
2. 한·미 주식시장 전망

가. 코로나19와 2020년 주식시장 동향

□ 2020년 글로벌 주식시장과 함께 호조로 출발한 국내 주식시장은 코로나19 감염 확산으로 큰 폭의 조정을 겪은 후 반등에 성공

- 1월 중국 코로나19 상황이 표면화 된 이후 KOSPI 지수는 상대적으로 약세
- 국내 주식시장은 글로벌 주식시장과 함께 큰 조정을 겪은 후 반등에 성공
 - 주요국의 재정 및 통화정책 대응
 - 5월 이후 백신 개발 및 경제활동 재개 기대

〈그림 II-16〉 2020년 KOSPI 지수와 S&P500 지수 추이



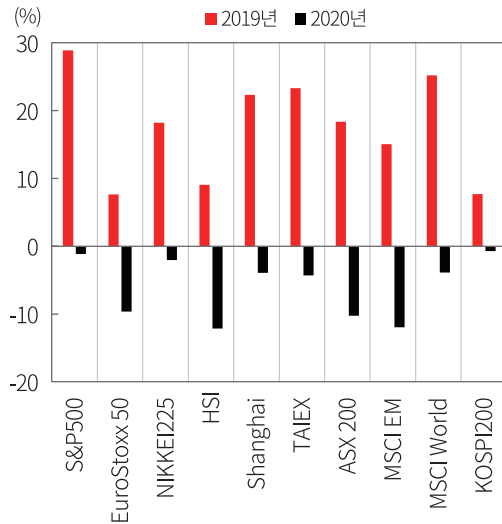
□ 2020년 KOSPI지수는 코로나19 감염확산 상황에서 해외 주요 지수 대비 상대적으로 양호한 성과

- 연초(~2월 21일) 중국 및 국내 코로나19 상황으로 KOSPI지수는 상대적으로 저조한 수익률 시현

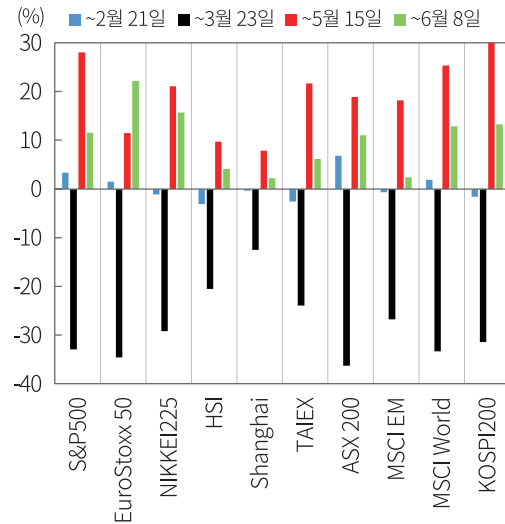
— 글로벌 코로나19 감염확산 이후, KOSPI지수는 타국가 대비 양호한 성과를 보이며 3월 23일 이후 반등하여 2019년말 지수 수준을 거의 회복

- 타국가 대비 안정적인 국내 방역 상황도 긍정적인 영향을 끼친 것으로 추정

〈그림 II-17〉 2019년, 2020년 주요 지수 수익률 〈그림 II-18〉 2020년 시기별 주요지수 수익률



주 : 2020년은 6월 8일까지의 수익률
자료: Bloomberg

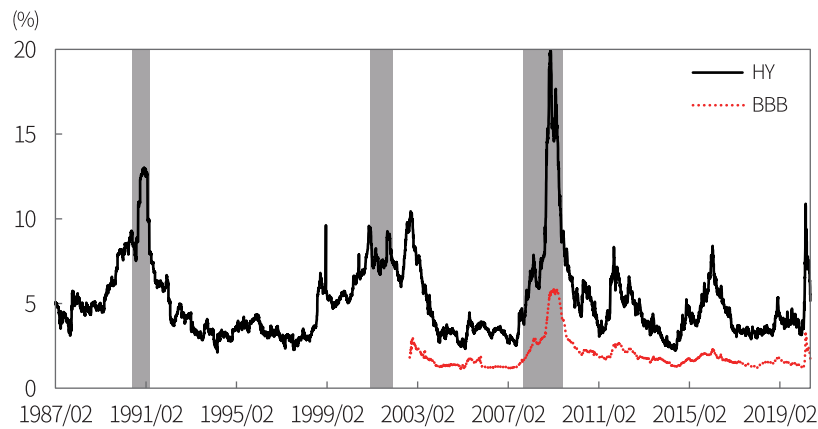


자료: Bloomberg

□ 코로나19 감염확산 시기 중 경제활동 제약으로 인한 기업 신용위기 우려가 심화되며 글로벌 주식시장은 큰 조정

- 2011~2012년 유럽 재정위기나 2015~2016년 중국 경기둔화 우려 시기와 달리 투자등급(BBB등급) 스프레드도 과거 경기침체기 수준으로 급등
- 3월 23일 연준의 무제한 양적완화와 신용지원 대책 발표 이후 신용시장 불안이 진정되었으며, 5월 경제 재개가 시작하면서 신용스프레드는 추가로 하락

〈그림 II-19〉 미국 경기침체와 신용스프레드 추이



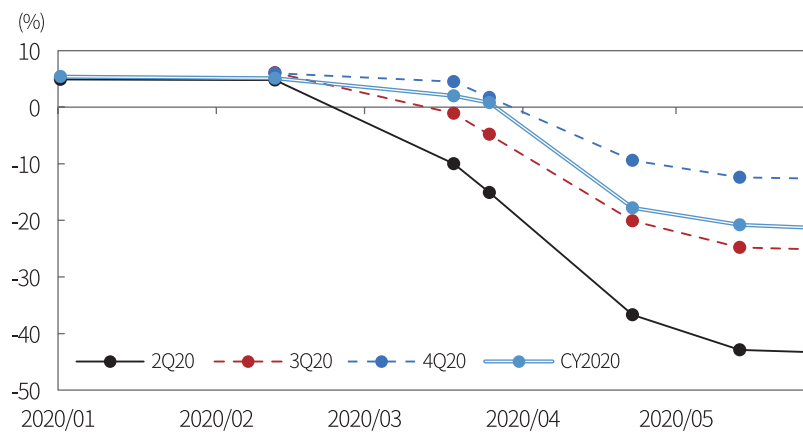
주 : 회색 영역은 NBER 기준 경기침체기를 의미

자료: Bloomberg, NBER

□ 미국 S&P500 지수 구성 기업들의 이익 전망치는 급격히 하락

- 2분기 이익전망치는 전년동기대비 4.8% 증가에서 43% 감소로 급격히 하락
- 3, 4분기는 2분기에 비하여 이익전망치 하락폭이 상대적으로 작은 상황

〈그림 II-20〉 S&P500 지수 구성 기업들의 이익 증가율 전망 추이



주 : 전년 동기대비 이익 증가율, 가로축은 전망 시기

자료: Factset Earning Insight

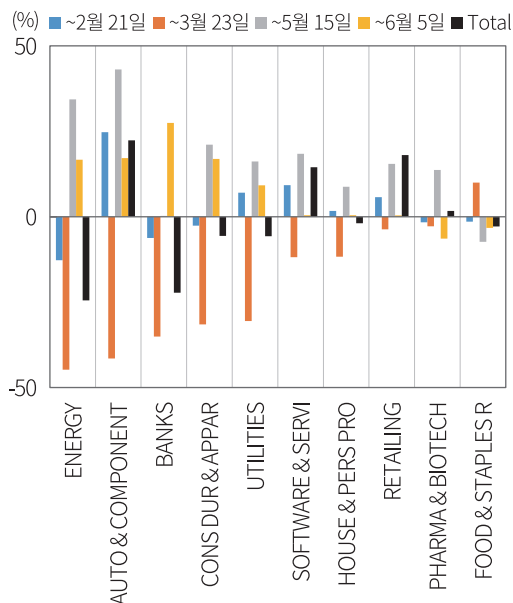
□ 코로나19 감염확산시기와 경제봉쇄 해제 상황에 따라 개별 주식의 성과 차이가 뚜렷

— 기업 특성에 따라 코로나19 감염확산 시기 중 수익률 격차가 심화되었으며 코로나19 감염확산의 진정과 경제봉쇄 해제 과정에서 수익률 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

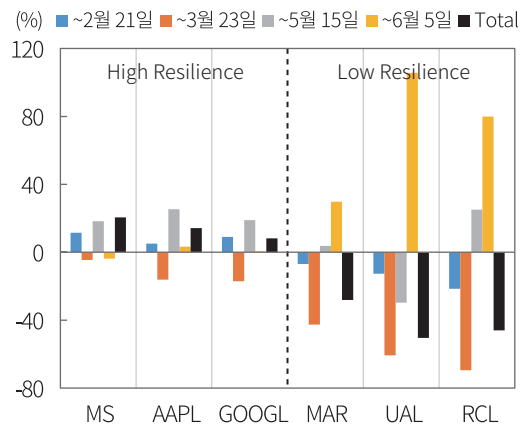
〈그림 II-21〉 코로나19 시기별 미국 주식시장
업종별 CAPM-조정 수익률



주 : CAPM-조정 수익률(Ramelli, S., and A. F. Wagner; 2020 참고), 산업구분은 GICS 기준으로 MSCI 인덱스 사용, 2월 22일~3월 23일 성과(빨간색 막대)를 기준으로 상하위 5개 업종만 표시

자료: Bloomberg, Fama-French Factor Return data, 자본시장연구원

〈그림 II-22〉 코로나19 시기별 미국 개별주식
CAPM-조정 수익률



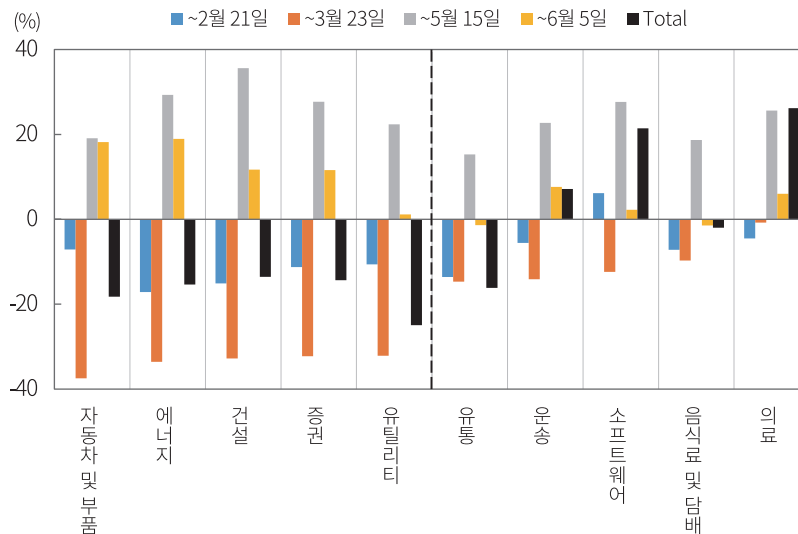
주 : CAPM-조정 수익률(Ramelli, S., and A. F. Wagner; 2020 참고), ‘High resilience’으로 기업으로 MS, 애플, 구글을 예시, ‘Low resilience’ 기업으로 매리엇, 유나이티드항공, 로얄캐리비언을 예시

자료: Bloomberg, Fama-French Factor Return data, 자본시장연구원

□ 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
- 3월 23일 이후 정부 정책, 주요국 코로나19 감염확산 진정, 경제 활동 재개로 성과 격차는 감소

〈그림 II-23〉 코로나19 시기별 국내 주식시장 업종별 CAPM-조정 수익률



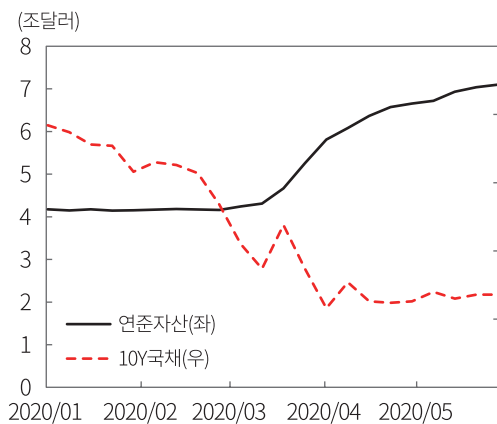
주 : CAPM-조정 수익률(시장 수익률 요인을 제외한 수익률, Ramelli, S., and A. F. Wagner; 2020 참고), 시장 수익률은 KOSPI 지수와 KOSDAQ 지수의 시가총액 가중평균 사용, Fn-Guide 업종구분 기준으로 2월 22일~3월 23일 성과(빨간색 막대)를 기준으로 상하위 5개 업종만 표시

자료: FnGuide, 자본시장연구원

나. 2020년 하반기 미국 주식시장 전망

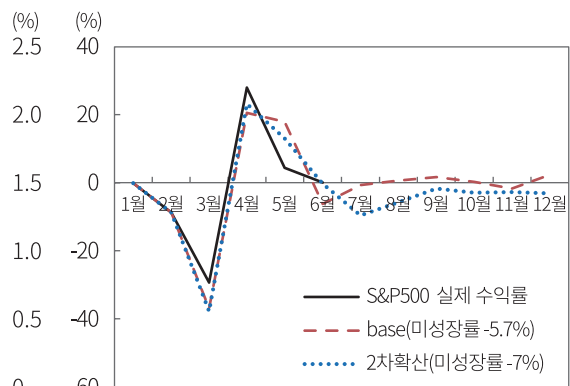
- 경제활동 재개와 하반기부터 경기 반등 기대로 주식시장은 3월의 조정 폭을 만회
 - 경제 정상화를 선반영하며 주식시장은 회복
 - 풍부한 유동성과 통화 및 재정정책 기대는 실물경제 회복에 앞서서 주식시장에 긍정적으로 작용

〈그림 II-24〉 미연준의 자산과 금리



자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 II-25〉 실물경제 반등을 반영한 S&P500 수익률 추정



주 : VAR 모형 사용하여 3월부터 forecasting, 미국, 중국의 실물경제 전망치(3, 4월은 실현값) 사용, S&P500 실제 수익률은 월말 종가 수익률이며, 3월은 23일 저점 지수를 사용하고 6월은 12일 지수 사용

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

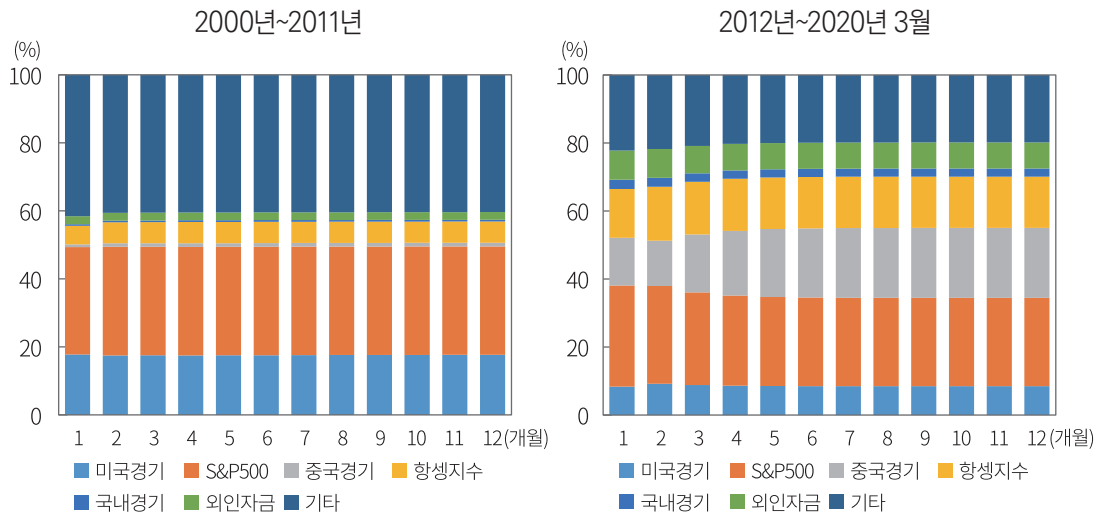
- 미국 주식시장은 2020년 하반기 중 상승세를 유지하겠으나, 하반기 경기회복이 상당부분 선반영되어 추가상승폭은 제한적일 것으로 전망
 - 경기순환국면상 2분기가 경기 저점으로, 하반기는 회복국면을 이어갈 것으로 예상되며 주식시장도 상승세를 이어갈 것으로 예상 (S&P500 3,000~3,400 point)
 - 경제활동 재개로 예상되는 하반기의 경기 정상화는 상당부분 주가에 선반영된 것으로 추정

- 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
 - 미연준의 현재 기준금리(0~0.25%) 유지 및 금리 상승시 국채매입 정책 예상
- 코로나19 재확산으로 인한 경제봉쇄 또는 미중 갈등 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

다. 국내 주식시장 요인분석

- 국내 주식시장은 미국 및 중국의 영향을 받으며, 특히 2012년부터 중국의 영향도가 증가
 - 2011년까지 주로 미국 S&P500(주황색) 및 미국 경기(하늘색)가 KOSPI 수익률에 영향(<그림 II-26> 좌)
 - 2012년부터 KOSPI 수익률에 대한 미국 영향도는 감소하고 중국 경기(회색),恒生지수(노란색), 외국인자금(녹색)의 영향도가 증가(<그림 II-26> 우)

〈그림 II-26〉 국내외 요인의 KOSPI 수익률에 대한 기여도



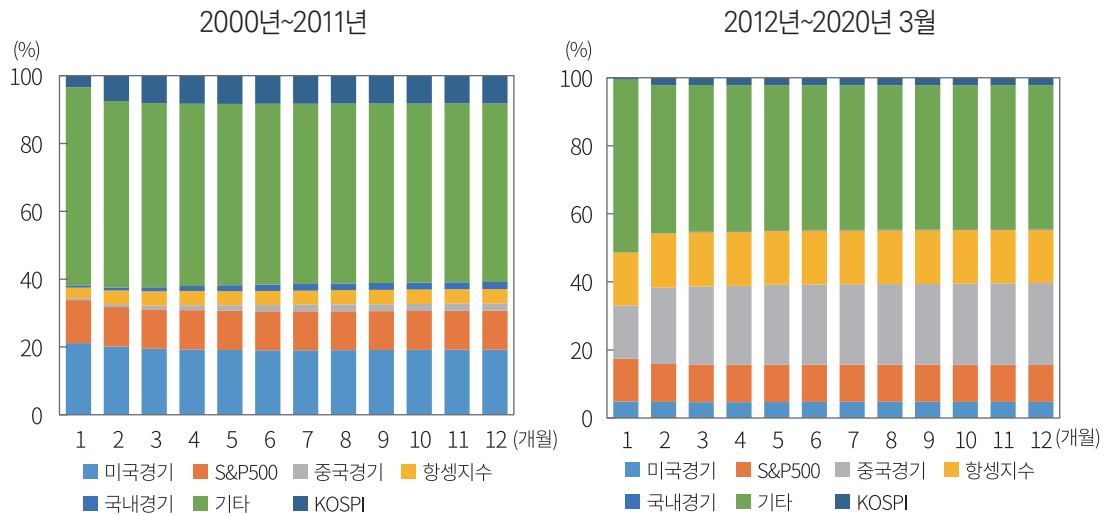
주 : 경기요인으로 각국의 CAI(Current Activity Indicator)를 사용, 주식시장 요인으로 미국 S&P500 지수, 중국 항생지수 사용, 기여도 결과는 소규모 개방경제인 한국의 특성을 반영하여 해외 경기 변동 및 금융 변수가 국내 경제변수의 영향을 받지 않는 블록 외생성을 고려한 VAR 모형을 이용

자료: Bloomberg, FnGuide, 자본시장연구원

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

- 2011년까지 KOSPI시장 외국인순매수금액은 주로 미국 주가(주황색) 및 경기(하늘색)의 영향(〈그림 II-27〉 좌)
- 2012년부터 외국인순매수금액에 대한 미국요인의 영향도는 감소하고 중국 경기(회색), 항생지수(노란색)의 영향도가 증가(〈그림 II-27〉 우)

〈그림 II-27〉 국내외 요인의 KOSPI시장 외국인순매수 규모에 대한 기여도



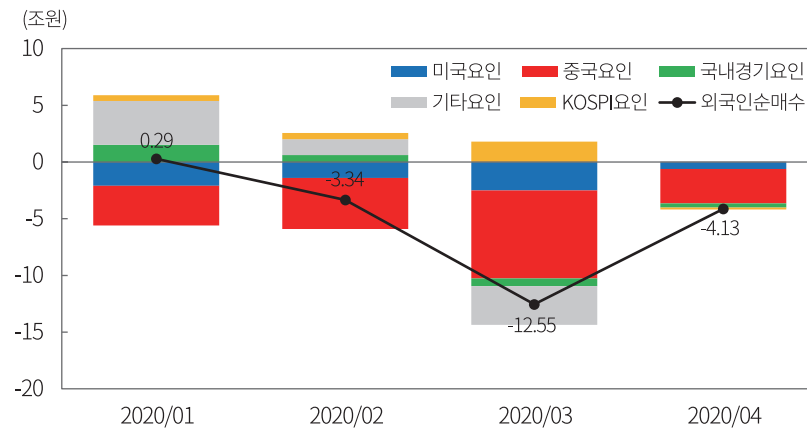
주 : 경기요인으로 각국의 CAI(Current Activity Indicator)를 사용, 주식시장 요인으로 미국 S&P500 지수, 중국 항생지수 사용, 기여도 결과는 소규모 개방경제인 한국의 특성을 반영하여 해외 경기 변동 및 금융변수가 국내 경제변수의 영향을 받지 않는 블록 외생성을 고려한 VAR 모형을 이용

자료: Bloomberg, FnGuide, 자본시장연구원

□ 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

〈그림 II-28〉 2020년 KOSPI 시장 외국인순매수에 대한 역사적 요인분석

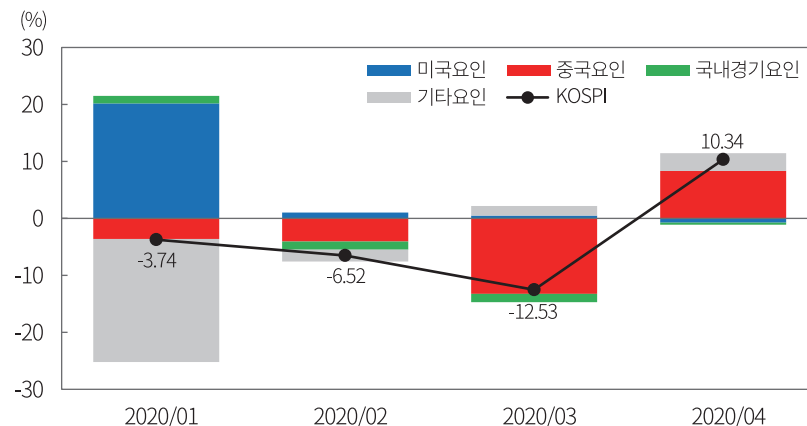


주 : 경기요인으로 각국의 CAI(Current Activity Indicator)를 사용, 주식시장 요인으로 미국 S&P500 지수, 중국 항셱지수 사용, 기여도 결과는 소규모 개방경제인 한국의 특성을 반영하여 해외 경기 변동 및 금융변수가 국내 경제변수의 영향을 받지 않는 블록 외생성을 고려한 VAR 모형을 이용
자료: Bloomberg, FnGuide, 자본시장연구원

□ 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

〈그림 II-29〉 2020년 KOSPI 수익률에 대한 역사적 요인분석

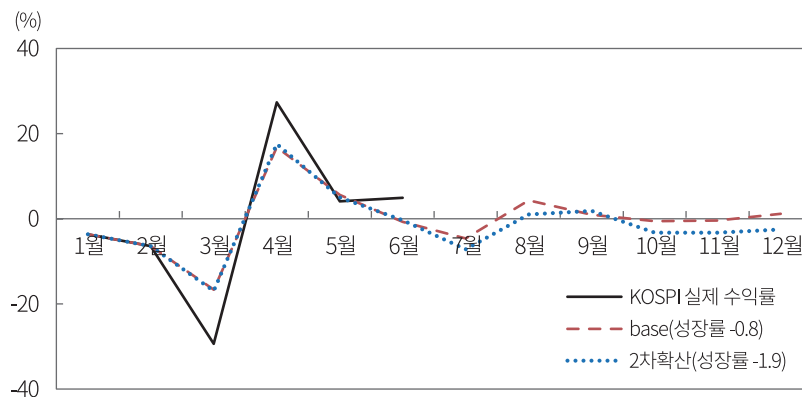


주 : 경기요인으로 각국의 CAI(Current Activity Indicator)를 사용, 주식시장 요인으로 미국 S&P500 지수, 중국 항셱지수 사용, 기여도 결과는 소규모 개방경제인 한국의 특성을 반영하여 해외 경기 변동 및 금융변수가 국내 경제변수의 영향을 받지 않는 블록 외생성을 고려한 VAR 모형을 이용
자료: Bloomberg, FnGuide, 자본시장연구원

다. 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

〈그림 II-30〉 실물경제 반등과 S&P500 수익률을 반영한 KOSPI 수익률 추정



주 : VAR 모형 사용하여 3월부터 forecasting, 미국, 중국, 한국의 실물경제 전망치(3, 4월은 실현값), S&P500, 항생지수 수익률을 사용, 1~6월까지 지수 수익률은 월말 종가 기준이며, 3월은 23일 저점 지수를 사용하고 6월은 12일 지수 사용

자료: Bloomberg, FnGuide, 자본시장연구원

- 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 2,050~2,350 point)

- 경제활동 재개로 예상되는 하반기의 경기 정상화는 상당부분 주가에 선반영된 것으로 추정
 - 주요국 대비 양호한 방역성으로 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