

경제 및 자본시장 전망

2019년 상반기

Contents

요약	1
I. 경제 및 통화정책 전망	9
1. 주요국 경제 전망	9
2. 국내 경제 전망	19
3. 통화정책 전망	22
II. 자본시장 전망	27
1. 한·미 금리 전망	27
2. 한·미 주식시장 전망	53
3. 환율 전망	67
참고문헌	75

1. 경제 전망

□ 미중 무역분쟁이 글로벌 경제 및 자산가격에 미치는 영향력에도 불구하고 향후 전개양상의 불확실성이 매우 커 금번 전망에서는 다음과 같은 3개의 시나리오를 상정

- Baseline (60%, 예상확률): 현재 미국이 검토중인 대중 수입품 전체에 대한 관세부과 계획은 보류된 가운데 협상이 2020년까지 장기화
- 무역분쟁 격화 (30%): 미국이 대중 수입품 전체에 관세를 부과하고 협상이 2020년까지 장기화
- 연내 타결 (10%): 대중 수입품 전체에 대한 관세부과 계획을 보류하고 추가 협상을 통해 연내 타결

□ Baseline 시나리오의 경우 국내 경제는 내수와 수출이 모두 둔화되면서 2019년 성장률이 2% 초반 수준으로 하락할 것으로 예상

- 무역분쟁이 미국에 미치는 영향이 제한적일 것으로 예상되는 가운데, 중국은 대규모 경기부양책을 통해 무역분쟁의 충격을 일부 상쇄할 전망
- 한편, 무역분쟁이 격화될 경우 국내 경제성장률은 2.0%에 그칠 전망

경제전망 요약

	2019F			2020F		
	무역전쟁 격화	Baseline	연내 타결	무역전쟁 격화	Baseline	연내 타결
미 국	2.4	2.6	2.6	1.5	1.8	2.0
중 국	6.0	6.3	6.5	5.5	5.9	6.2
한 국	1.9	2.2	2.3	2.1	2.4	2.7

2. 통화정책 전망

□ 미 연준의 금리인상은 전망 기간(2019~2020년)중 2.5%에서 동결될 것으로 예상

— 최근 물가 둔화에 대한 우려에도 불구하고 실업률이 자연실업률을 하회함에 따라 임금과 물가는 완만하게 상승할 것으로 예상

□ 한국은행은 2019년중 한 차례 기준금리를 인하할 것으로 예상 (2019년 1.5%, 2020년 1.5%)

— 통화정책 여건을 살펴보면 국내 물가는 수요압력이 미약하고 유가 안정으로 전망 기간중 1% 전후 수준에 머물 것으로 예상되는 반면, 가계신용은 둔화세가 지속됨에 따라 점차 명목GDP 증가율 수준에 근접할 전망

— 현재 통화정책 기조는 지난해 기준금리 인상 및 물가상승률 둔화로 대체로 중립적으로 평가

— 이에 따라 연준의 금리인상 중단 및 가계부채 증가세 둔화로 금융안정에 따른 인상 요인은 약화된 반면 실물경기 둔화 및 저물가에 따른 인하 요인이 확대

3. 한·미 금리 전망

□ 미국 금리는 5월 들어 무역분쟁의 장기화 가능성이 높아지고, 특히 비관세 영역으로 확산되면서 연내 1회 금리인하 가능성을 빠르게 반영 중(5월 17일 기준)

— 그 동안은 시장이 무역분쟁을 일시적인 역풍으로 간주함에 따라, 동 이슈가 주로 안전자산 선호 경로를 통해 기간 프리미엄 하락요인으로 작용해 왔으나,

- 5월부터는 무역분쟁이 실물경제에 미칠 수 있는 영향에 대한 우려를 본격적으로 반영하기 시작한 것으로 평가

□ 저물가 지속으로 물가상승위험이 제한됨에 따라 미국 금리의 기간 프리미엄은 안정적으로 유지될 전망

- 기간 프리미엄 결정의 핵심 요인인 물가는 추세물가가 2018년 하반기부터 하락세로 전환하여 올해에는 1.5%를 하회
- 연준 내부에서도 향후 물가 전망에 대한 의견이 엇갈리는 가운데, 파월의 장의 견해와는 달리 최근 물가부진이 지속될 가능성

□ 하반기 미국 금리는 추가 하락 가능성이 우세한 것으로 평가되며, 10년 만기 기준 하단 2.1%, 상단 2.6% 내외를 예상

- 시장은 5월 들어 무역분쟁 장기화와 격화 시나리오에 가중치를 높이고 있으며, 이에 따라 올해 중 금리인하 가능성을 반영하기 시작한 상황
- 5월 들어 금융위기 이후 처음으로 시장이 기준금리 인하를 반영하여 장단기 금리차(10년 금리-3개월 금리)가 역전된 만큼 향후 추이에 주목할 필요

□ 국내 금리는 3월 FOMC 이후 3년 금리가 기준금리를 하회 중이나, 최근 시장 금리에는 올해 중 기준금리 인하 가능성이 제한적으로 반영(5월 23일 기준)

- 통상 국내 채권시장에서 3년 금리가 기준금리를 하회하면 금리인하 가능성이 대부분 반영된 상태였으나, 올해는 5월 이후 기준금리 인하 가능성이 금리에 반영되기 시작
- 5월 23일 종가 기준, 금리에 반영된 올해 중 기준금리 인하확률은 20%를 소폭 상회하는 수준에 그치는 것으로 분석

- 국내 금리가 지난해 3분기부터 올해 1분기까지 추세적으로 하락한 주요 원인은 저물가
 - 국내 추세물가는 2018년 3분기부터 하락세로 전환하여 2019년 1분기에 0.75~0.95% 내외로 2014년 하반기의 역대 최저 수준에 근접
- 하반기 국내 금리는 하락세를 유지하는 가운데 3년 금리는 1.5%를 하회, 10년은 1.6% 부근까지 하락할 것으로 전망
 - 하반기 금리인하가 예상되는 가운데 최근 금리 수준에는 기준금리 인하가 일부만 선반영
 - 무역분쟁이 격화되면 국내 경제에 어려움이 가중될 전망으로 2020년중에 추가로 기준금리가 인하될 가능성이 있어, 국내에서도 초저금리 시대가 앞당겨질 것으로 예상

4. 한·미 주식시장

- 2019년 S&P500지수는 통화정책 기조변화, 미중 무역분쟁 완화 및 성장세 회복을 바탕으로 상승세를 유지하며 사상 최고치를 기록하였으나, 5월 들어 무역분쟁 불확실성이 재차 확대되어 일부 조정
- 미국 주식시장은 2019년 하반기 상승세를 유지하겠으나, 경기 정점에 진입하면서 상승폭이 제한될 것으로 예상되는 가운데 변동성은 확대되어 위험 대비 기대수익이 높지 않을 전망
 - 성장경로상 2분기는 성장률이 하락할 것으로 예상되어 주가도 일부 조정을 거치겠지만, 하반기에는 잠재성장률 이상의 성장세를 유지하여 주가가 상승 추세로 전환할 것으로 기대

- 금리는 주가 밸류에이션을 훼손할 정도의 상승 추세로 전환되지 않을 것으로 예상되어 주식 시장에 긍정적으로 작용
- 미중 무역분쟁이 격화되면서 2019년 하반기중 둔화 국면에 조기에 진입한다면 주식시장은 큰 조정을 겪을 것으로 예상

□ 2019년 글로벌 주식시장의 호황 및 외국인 투자 자금 유입으로 호조를 보였던 국내 주식시장은 성장세 둔화 우려와 미중 무역분쟁 악화로 다시 정체된 모습

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

- 하반기 저점 국면을 지날 것으로 예상되지만 국내 경제의 뚜렷한 회복을 기대하기 어려운 상황을 반영하여, 과거 저점 국면과 같은 주식 시장의 상승은 어려울 전망
- 미국 경기순환상 정점 통과(2019년 4분기)시까지 미국 주식시장에 큰 조정이 발생하지 않는다면, 국내 주식시장의 하방리스크는 완화될 것으로 예상
- 5월 미중 무역분쟁 악화로 주요 국가들보다 큰 조정을 겪었던 국내 주식시장은 무역협상 진행상황에 따라 빠른 반등도 기대
- 다만, 무역분쟁 격화로 인하여 미국이 하반기중 둔화 국면에 진입하면서 미국 주식시장이 본격적인 조정기에 접어든다면 국내 주식시장도 큰 폭의 조정 예상

5. 환율 전망

- 2019년 원달러 환율은 달러 강세와 더불어 수출 및 성장세 둔화 영향으로 주요 통화대비 높은 상승률(원화 약세)을 시현하였으며 무역분쟁 악화로 1,190원대 진입
- 2019년 하반기 원달러 환율은 일정 범위에서 횡보하는 추세가 지속될 것으로 예상
 - 하반기 저점 국면을 지날 것으로 예상되는 만큼 최근의 원달러 환율 급등세는 제한될 전망
 - 일시적인 등락이 있더라도 분기평균 1,200원(금융위기 이후 분기평균 환율의 고점) 이하로 유지 예상
 - 단기적으로 미중 무역분쟁이 완화될 경우 무역분쟁 확전 후 원달러 환율 상승분 범위에서 환율이 하향 조정될 것으로 기대 (1,160원)
 - 미중 무역분쟁 격화로 금융시장 불안 확대 시 원달러 환율은 추가 상승 우려 (중국 경기침체로 인한 글로벌 주식시장 조정기인 2016년 1분기 1,240원까지 상승)



I. 경제 및 통화정책 전망

1. 주요국 경제 전망
2. 국내 경제 전망
3. 통화정책 전망

I. 경제 및 통화정책 전망

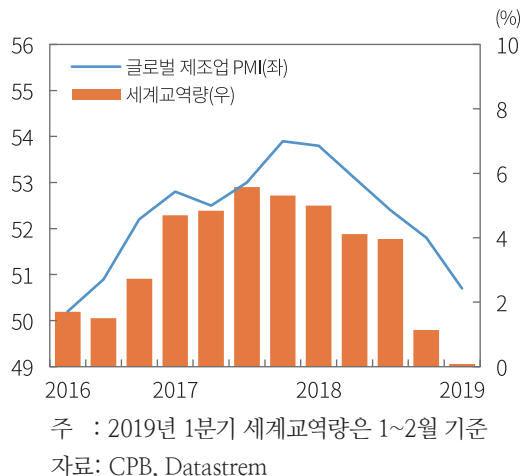
1. 주요국 경제 전망

가. 최근 글로벌 경제 상황 평가

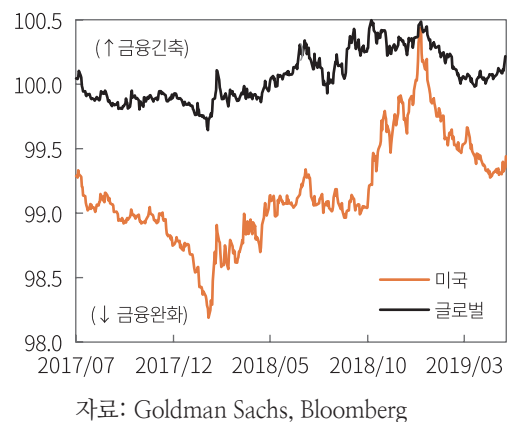
□ 최근 세계경제는 2018년 4분기중 심화된 글로벌 제조업 경기둔화 우려 및 금융긴축 으로부터 완만하게 회복중이나 최근 무역분쟁에 따른 불확실성이 재차 확대

- 미중 무역분쟁 및 글로벌 IT 경기의 하강국면 진입 등으로 세계 교역량이 2018년 4분기중 큰 폭으로 둔화되고 글로벌 제조업 심리지표가 악화되면서 금융긴축 또한 심화
- 금년 들어 미 연준의 완화적 통화정책 및 무역분쟁 타결 기대감 등으로 글로벌 주식시장이 회복세를 나타내고 미국과 중국 경제가 1분기중 당초 예상을 상회하는 수준으로 성장하는 등 글로벌 실물경제의 일시적 부침이 일단락되었을 소지
 - 다만, 5월 이후 미중 무역분쟁이 재차 심화되면서 금융상황이 재차 긴축으로 전환되고 세계경제의 성장경로에 대한 불확실성이 확대

〈그림 1-1〉 글로벌 교역 및 제조업 PMI

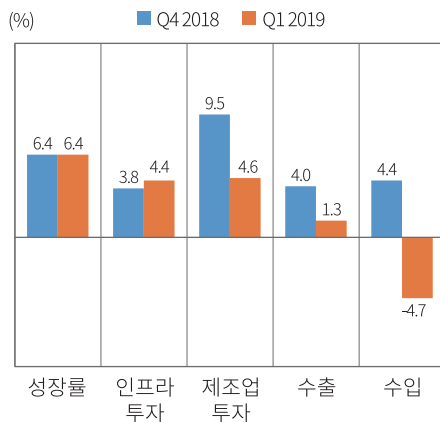


〈그림 1-2〉 글로벌 금융상황지수

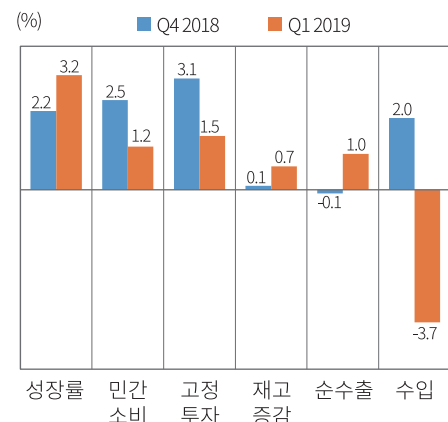


- 1분기중 미국과 중국의 예상을 상회하는 성장이 수입 감소에 따른 순수출 기여도 확대에 상당부분 기인한 만큼 한국 등 제조업 수출국에 대한 파급효과는 제한적
- 특히, 미중 무역분쟁(〈참고 1〉 참조)의 영향 등으로 중국의 대미수출이 급감(2019년 1분기중 -9.0%)함에 따라 가공무역(-9.8%)을 중심으로 중국의 역내 수입이 크게 감소

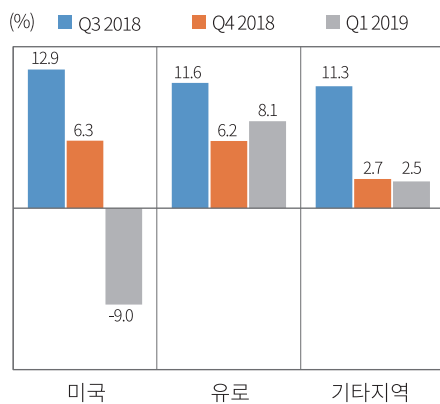
〈그림 1-3〉 중국의 실물경제 지표



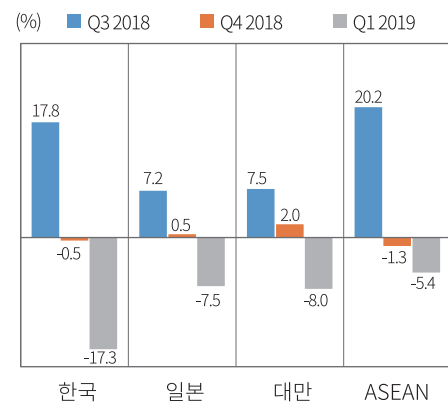
〈그림 1-4〉 미국의 실물경제 지표



〈그림 1-5〉 중국의 수출



〈그림 1-6〉 역내 주요국의 대중 수출

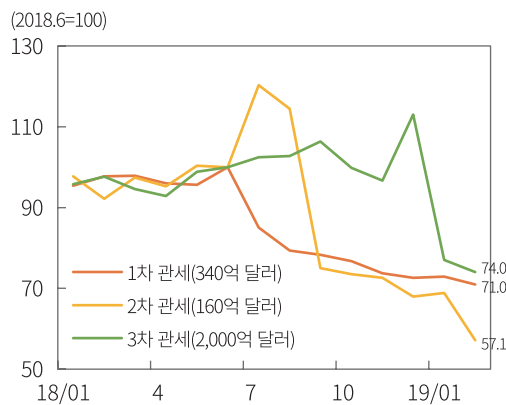


〈참고 1〉

2018년중 미국의 대중수입 관세 부과 효과

- 2018년중 미국의 대중 관세부과 사례를 살펴보면 해당 품목의 수입이 30~40% 감소하였으며, 2019년중 중국 GDP를 0.4% 감소시키는 것으로 추정
- 1차(2018.7.6일 시행) 340억달러 및 2차(8.23일 시행) 160억달러에 대해서는 25%, 3차(9.24일 시행) 2,000억달러에 대해서는 당초 10%의 관세율이 적용되었다가 두 차례 연기 후 5.10일부터 25%로 상향 조정
 - 관세부과 품목의 수출(2018년 중국 명목 GDP의 1.9%)이 30% 감소하는 경우 중국 수출품의 중국 내 부가가치 창출 비중(65.3%, 2015년 기준)을 감안할 때 중국 GDP의 연간 감소 효과는 0.4%로 추정
 - 한편, 미국의 대중 수입이 줄어든 반면 베트남(2019년 1분기중 40.2%) 및 대만(21.2%)으로부터의 수입이 급증하는 등 글로벌 공급체인에 일부 변동 조짐

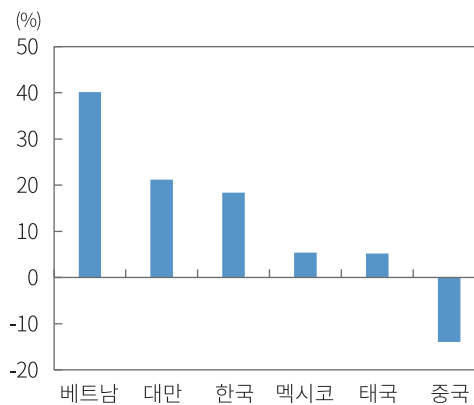
미국의 대중 관세부과 품목별 수입



주 : X-13 ARIMA로 계절조정

자료: USITC, 자본시장연구원

미국의 국별 수입



주 : 2019년 1분기중, 전년동기대비

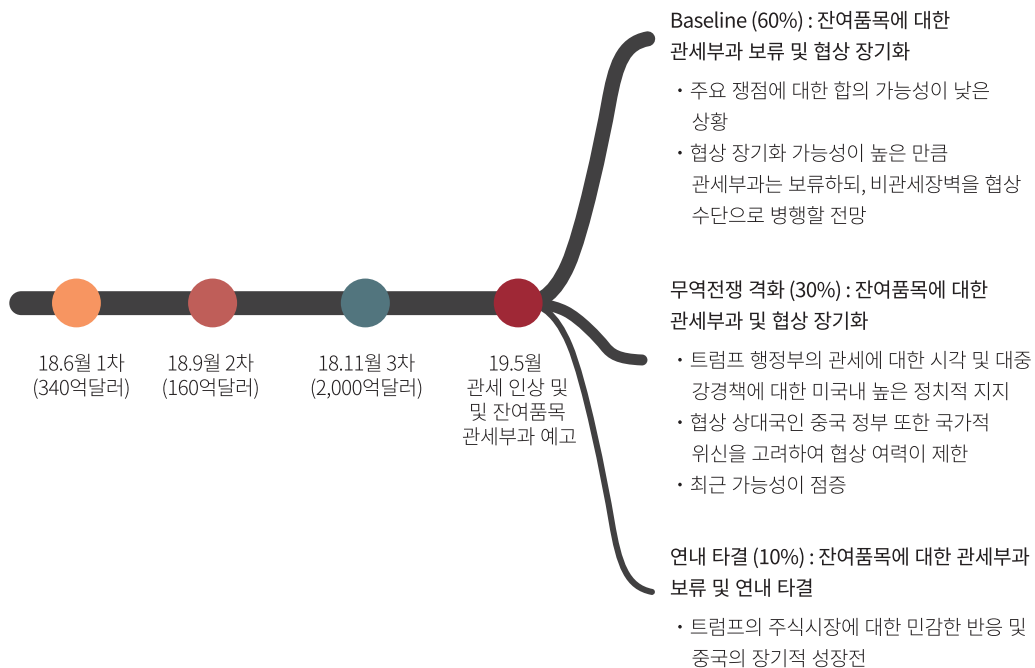
자료: Datastream

나. 무역분쟁 시나리오별 미국과 중국의 성장경로 전망

□ 미중 무역분쟁의 향후 진행경과가 주요국의 경제성장에 미치는 영향을 감안하여 금번 전망에서는 아래와 같은 세 가지 시나리오를 상정하여 전망

- Baseline 시나리오 (60%): 미국이 최근(5월 10일) 발표한 신규 품목(3,250억달러)에 대한 관세부과 보류 및 협상 장기화
 - Baseline 시나리오와 무역전쟁 격화 사이에는 단계적 관세율 인상을 비롯한 다양한 층위의 무역분쟁 상황이 존재
- 무역전쟁 격화 (30%): 잔여품목에 대한 25% 관세부과 및 협상 장기화
- 연내 타결 (10%): 잔여품목에 대한 관세부과 보류 및 연내 타결
- 시나리오별 주관적 환율은 Bloomberg의 경제학자 대상 설문조사(5월 14일) 및 최근 언론 동향 등을 근거로 하여 설정

〈그림 1-7〉 미중 무역분쟁 시나리오



1) Baseline 시나리오

□ 미중 무역협상이 교착상태에 빠진 주요 원인인 지적재산권 보호 및 기술이전 강제 방지에 대한 법제화 문제(미국 측 요구)와 즉각적인 관세철폐(중국 측 요구)가 상호 얽혀있어 단시일 내 타결 가능성이 크지 않은 상황

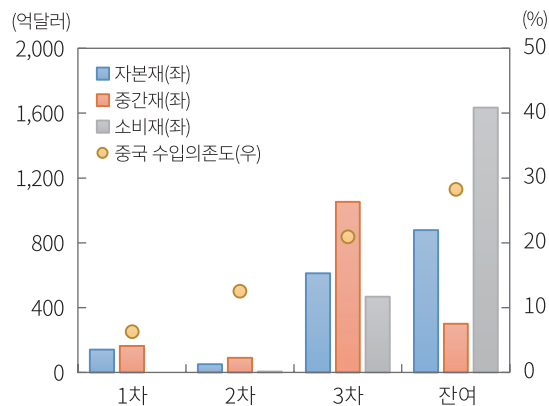
— 미국이 지적재산권 보호 법제화에 매우 강경한 가운데 중국 측의 협상 이행을 강제하는 수단으로 관세를 활용하겠다는 입장인 만큼 중국의 즉각적인 관세철폐 지 요구에 대해 타협점을 찾기 쉽지 않을 전망

□ 협상 장기화 가능성이 높은 만큼 경제적 부담을 고려하여 미국의 중국에 대한 전면 적 관세부과는 보류될 것으로 예상

— 미국 입장에서 신규 관세부과 품목은 대중 의존도가 높고 소비재 비중도 커 협 상 장기화에 따른 부담이 확대될 것으로 예상

— 중국 입장에서도 추가 관세부과로 중소 제조업체의 수익성 및 고용사정 악화는 정치적으로 부담

〈그림 I-8〉 대중 관세부과 품목별 분류



주 : 2018년 기준. UN(2016)에 따라 상품 분류
자료: USITC, 자본시장연구원

〈그림 I-9〉 중국의 제조업 고용 PMI



자료: Datastream

□ 이에 따라 6월말 미중 정상회담(오사카 G20 회담, 6.28~29일)을 계기로 잔여 품목에 대한 관세 부과를 보류(기존 2,500억달러에 대한 대중 관세부과는 연내 지속)하되 추가 협상을 진행할 것으로 예상

- 미 무역대표부의 관세부과 절차 개시에도 불구하고 산업계에 대한 청문절차(6.14일 공청회, 6.24일까지 공청회 결과에 대한 공식답변) 일정 등을 감안하면 실제 관세부과 개시는 7월에나 가능해 실제 관세부과 전까지 시간적 여유
- 다만, 중국 화웨이에 대한 거래제한 행정명령(5.15일)과 같이 비관세장벽을 협상 수단으로 병행할 전망

□ 동 시나리오 하에서 2,000억달러에 대한 관세율 인상(10%→25%) 조치에 따른 직접 효과를 IMF(2018)의 분석을 바탕으로 추정해보면 미국과 중국의 경제성장률(연간 기준)을 각각 0.1%p 및 0.3%p 하락시킬 전망

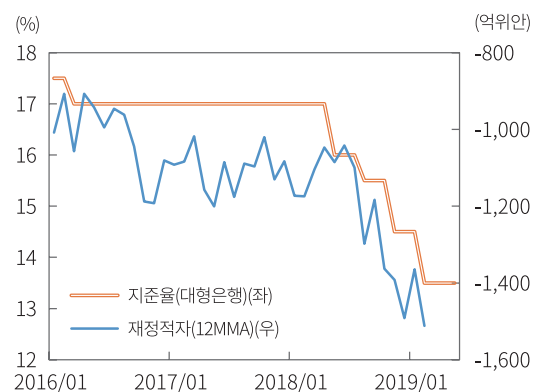
- 미국이 무역적자국인 점을 감안하면 무역분쟁에 따른 순수출 개선에 힘입어 부정적 효과는 상대적으로 적은 것으로 추정
- 중국은 재정 확대 및 유동성 공급 등을 통해 무역전쟁에 따른 충격을 상당 부분을 상쇄할 수 있을 것으로 예상

〈표 I-1〉 최근 중국의 경기부양책

재정정책	• 2조위안 감세 정책 발표('19.3)¹⁾ - 개인소득세: 0.5조위안 - 부가세 및 기타 기업세: 1조위안 - 사회보장 부담 경감: 0.5조위안
통화정책	• 금리 인하: 기준율 인하 • 유동성 공급: 중소기업 선별 지원을 위한 장기대출(TLMF) 도입

주: 1) 2019년 전국인민대 정부업무보고 발표내용을 바탕으로 한中金公司(2019)의 추정

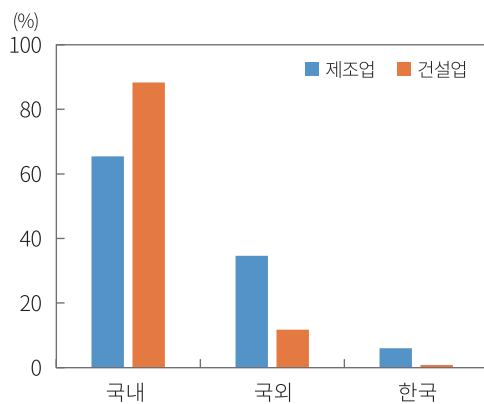
〈그림 I-10〉 중국의 기준율 및 재정적자



자료: Datastream

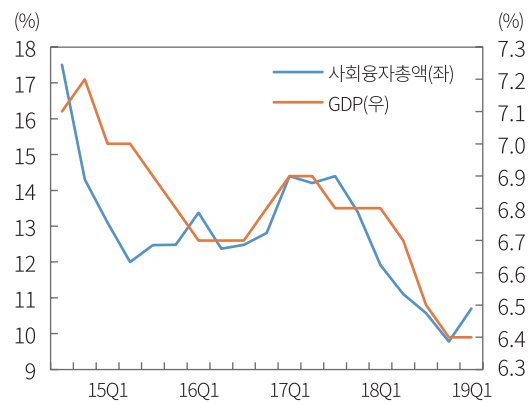
- 다만, 신용 확대를 통한 제조업 투자 확대보다는 인프라 투자 위주가 성장을 견인할 경우 역내국에 대한 파급효과는 제한적일 전망
- OECD와 WTO가 공동으로 추계한 중국의 부가가치 기준 무역(TiVA)에 따르면 제조업(65.3%, 2015년 기준) 부문과 달리 인프라 투자와 관련이 큰 건설업이 창출하는 부가가치는 대부분 중국 국내에 한정(88%)

〈그림 I-11〉 중국 부문별 최종 수요가 창출하는 부가가치 비중(2015년 기준)



자료: OECD-WTO

〈그림 I-12〉 중국 유동성 추이



자료: Datastream

□ 종합적으로 Baseline 시나리오에 따른 미국과 중국의 2019년중 경제성장률은 2.6% 및 6.3%를 나타낼 것으로 예상

〈표 I-2〉 Baseline 시나리오에 따른 미국과 중국의 경제성장률 전망치

(단위: %)

	2018년	2019년	2020년
미 국	2.9	2.6(+0.1)	1.8
중 국	6.6	6.3(+0.1)	5.9

주 : () 내는 2018년 하반기 전망 대비 조정치(%p)

자료: 자본시장연구원

2) 무역전쟁 격화

□ 미국이 금년 하반기부터 전체 대중 수입품에 25%의 관세율을 실제로 부과하고 중국이 보복할 가능성도 적지 않은 상황

- 양국 간 분쟁이 동반 손실을 초래한다는 이유로 그동안 무역분쟁의 단계마다 낙관론이 우세했으나, 매번 악화되는 방향으로 진행된 배경에는 트럼프 대통령의 관세에 대한 시각 및 대중국 강경론에 대한 미국내 높은 정치적 지지도가 존재
 - 트럼프 대통령은 대중 수입관세는 수출업자간 경쟁을 통해 생산자(또는 보조금을 제공하는 중국 정부)에게 전가된다고 판단¹⁾하고 있으며, 대중 수입축소에 따른 2019년 1분기 순수출의 성장 기여도 증가가 이러한 확신을 강화
 - 동맹국인 EU 및 일본에 대한 자동차 관세와 달리 대중 강경책에 대해서는 의회에서도 정당과 관계없이 고른 지지를 받고 있는 상황

〈표 1-3〉 각국 무역정책이 미국에 대해 공정한지에 대한 미국인들의 견해

(단위: %)

	공정	불공정	잘 모름/무응답
유럽연합	56	29	15
일 본	55	33	12
중 국	30	62	9

자료: Gallup (2018.6월)

- 협상 상대국인 중국 정부 또한 일방적으로 양보하는 모양새가 될 경우 국가적 위신을 중시하는 중국 내부의 불만이 고조될 수 있어 협상 여력이 제한
- 미중 간 무역협상 일정 협의에 어려움을 겪는 데다 무역협상에 대한 양국의 고위 관계자들의 발언 수위가 점점 높아짐에 따라 동 시나리오에 대한 가능성이 점증하고 있는 상황

1) 실제로는 미국의 2018년중 관세 부과가 대부분 미국 수입가격에 전가되어 경제적 부담이 소비자 및 수입업자에게 귀속된 것으로 분석. Amity, Redding and Weinstein (2019)에 따르면 중국의 수출 공급곡선은 단기적으로 완전 탄력적이며, 2018년중 소비자 잉여 손실 192억달러, 정부 관세수입 123억달러, 후생손실 69억달러인 것으로 추정

- 무역분쟁이 격화될 경우 기업들의 투자심리 악화 및 금융불안이 촉발되면서 미국 및 중국의 경제성장률(연간 기준)은 각각 0.4%p 및 1.2%p 하락할 전망이며, 미국과 중국의 2019년중 경제성장률은 2.4% 및 6.0%가 될 것으로 예상
- 미국은 2019년 1분기에 경기 정점에 도달하여 전망 기간(2019~2020년)중 둔화국면에 머물 것으로 판단
 - 주요 예측기관들은 중국이 인프라 투자 및 소비관련 보조금 지급 등을 포함한 추가 재정확대(GDP의 0.5%) 및 역리포 금리인하(100bp 인하) 등으로 대응할 것으로 예상하고 있으나, 분쟁이 장기화될 경우 성장 하방압력을 완전히 상쇄시키기는 어려울 전망

〈표 1-4〉 무역전쟁 격화 시나리오에 따른 미국과 중국의 경제성장률 전망치

(단위: %)

	2018년	2019년	2020년
미 국	2.9	2.4(-0.1)	1.5
중 국	6.6	6.0(-0.2)	5.5

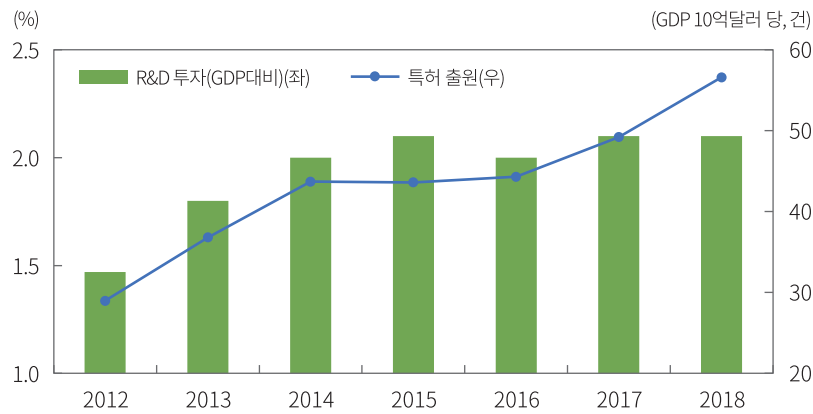
주 : ()내는 2018년 하반기 전망 대비 조정치(%p)

자료: 자본시장연구원

3) 연내 타결

- Baseline 시나리오와 마찬가지로 6월말 미중 정상회담을 계기로 잔여 품목에 대한 관세 부과를 보류(기존 2,500억달러에 대한 대중 관세부과는 연내 지속)하고 추가 협상을 통해 연내 타결
- 트럼프 대통령이 주식시장에 민감하게 반응(‘Trump put’)하고 있는 데다 하반기로 갈수록 미국의 성장세가 둔화 될 것으로 예상됨에 따라 미국의 대선일정을 감안하여 내년 2월전에 합의에 도달할 가능성이 여전히 존재
 - 또한, 중국의 입장에서 기업들의 R&D 투자가 확대되고 있는 만큼 장기적으로 ‘중국제조 2025’를 위해 지적재산권 보호가 필수적

〈그림 1-13〉 중국의 연구개발 투자



자료: Cornell/INSEAD/WIPO, Datastream

□ 무역분쟁이 연내 타결될 경우 하반기로 갈수록 기업들의 불확실성이 해소되고 금융 긴축도 완화됨에 따라 미국과 중국의 2019년중 경제성장률은 분쟁 확대 이전 컨센서스 수준인 2.6% 및 6.5%가 될 것으로 예상

〈표 1-5〉 무역전쟁 격화 시나리오에 따른 미국과 중국의 경제성장률 전망치

(단위: %)

	2018년	2019년	2020년
미 국	2.9	2.6(+0.1)	2.0
중 국	6.6	6.5(+0.3)	6.2

주 : ()내는 2018년 하반기 전망 대비 조정치(%p)

자료: 자본시장연구원

2. 국내 경제 전망

가. 최근 국내 경기상황

□ 지난(2018.11월) 전망 이후 국내 경제는 건설 및 설비투자 조정이 지속되는 가운데 소비 및 수출 증가세 또한 크게 둔화됨에 따라 성장세가 크게 부진한 모습

- 2017년 이후 IT 부문이 설비투자 및 수출 변동을 주도한 가운데, 최근 글로벌 IT경기 둔화가 반도체 부문을 중심으로 국내 설비투자 조정 및 수출 둔화를 초래
- 또한, 정부 투자 변동(2018년 4분기 18.2% → 2019년 1분기 -15.1%)과 같은 일시적 요인 또한 1분기 성장률(-0.3%) 하락에 기여

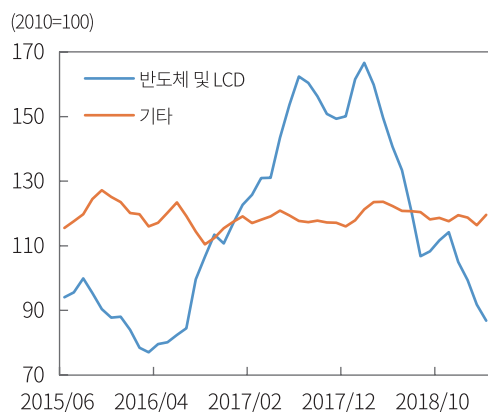
〈표 1-6〉 경제성장률 추이

(단위: 전기대비, %)

	2018년					2019년
	연간	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4
GDP 성장률	2.7	1.0	0.6	0.6	1.0	-0.3
민간소비	2.8	0.7	0.3	0.5	1.0	0.1
설비투자	-1.6	3.4	-5.7	-4.4	4.4	-10.8
건설투자	-4.0	1.8	-2.1	-6.7	1.2	-0.1
수출	4.2	4.4	0.4	3.9	-1.5	-2.6
총고정자본형성(민간)	-2.8	3.2	-4.2	-4.0	-0.9	-0.3
총고정자본형성(정부)	1.0	-5.2	5.6	-8.1	18.2	-15.1

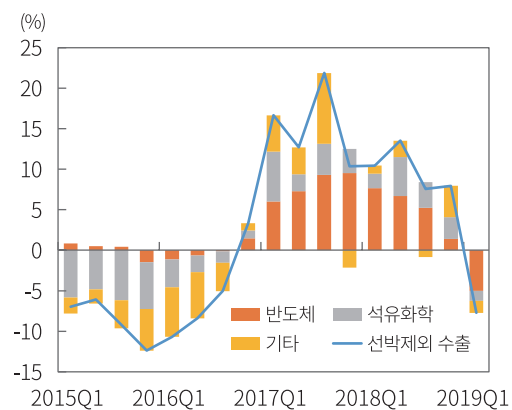
자료: 한국은행

〈그림 1-14〉 부문별 설비투자



자료: 통계청, 자본시장연구원 추정

〈그림 1-15〉 부문별 수출 기여도

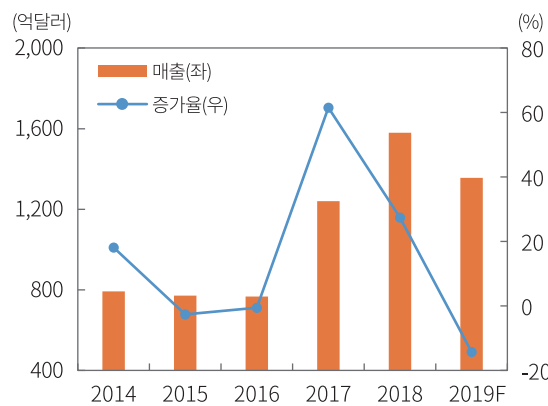


자료: KITA, Datastream, 자본시장연구원

나. IT경기 회복 여부에 대한 평가

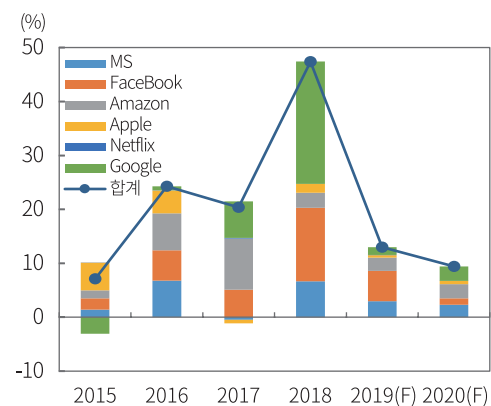
- 향후 IT경기 회복에 대해 주요 기관들이 대체로 2019년 1분기를 저점으로 점차 회복될 것으로 판단하고 있으나 회복 강도는 완만할 것으로 예상
- 주요 서버업체들의 설비투자 증가율이 완만해지면서 메모리 반도체 경기의 회복 강도가 약화될 것으로 보여 반도체 업체들이 대규모 설비 증설보다는 공정 최적화에 주력할 전망
 - 미중 무역분쟁의 전개 양상이 글로벌 공급 체인을 통해 IT 경기 회복 여부에도 영향을 줄 것으로 예상

〈그림 I-16〉 글로벌 메모리 반도체 매출



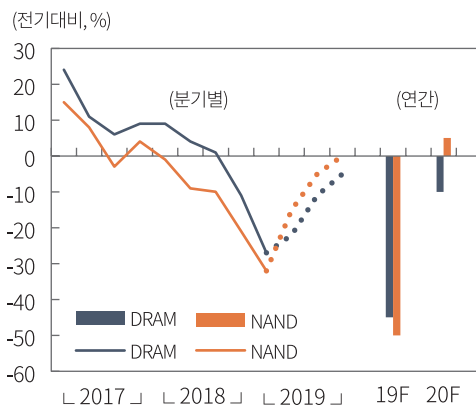
자료: WSTS, Datastream

〈그림 I-17〉 주요 서버업체 설비투자 증가율



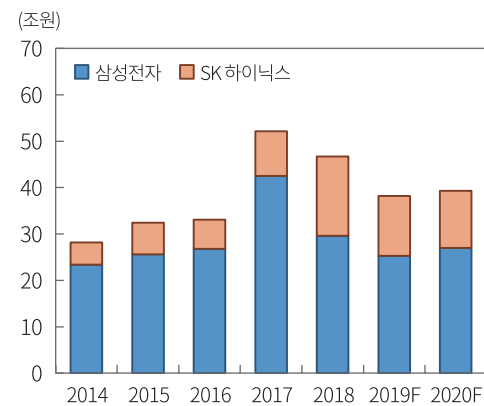
자료: Bloomberg

〈그림 I-18〉 메모리 반도체 평균가격



자료: Bloomberg, Dataguide

〈그림 I-19〉 반도체 업체 설비투자



자료: Bloomberg, Dataguide

다. 경제성장률 전망

□ 미중 무역분쟁에 대한 Baseline 시나리오를 가정할 때 국내 경제는 내수와 수출이 모두 둔화되면서 2019년 성장률이 2% 초반 수준으로 하락하였다가 2020년에는 2% 중반 수준으로 완만하게 회복될 것으로 예상

- 민간소비는 소득 증가세 둔화 및 교역조건 악화에 따른 실질구매력 저하로 지난해보다 증가세가 둔화될 전망이다, 정부의 가계소득 기반 강화 및 소비심리 개선에 힘입어 하반기로 갈수록 완만한 증가세를 나타낼 것으로 예상
- 건설투자는 지난해에 이어 주택건설을 중심으로 한 부진이 지속될 전망
- 가파른 IT 경기 하락에 따른 수출 및 설비투자 부진이 하반기로 갈수록 개선될 것으로 보이나, 개선 속도는 매우 완만할 것으로 예상

〈표 1-7〉 경제 성장률 전망 (Baseline 기준)

(단위: 전년동기대비, %)

	2018년	2019년			2020년
		상반기	하반기	연간	
GDP 성장률	2.7	2.0	2.4	2.2	2.4
민간소비	2.8	2.1	2.3	2.2	2.4
건설투자	-4.0	-4.9	-2.0	-3.4	-2.0
설비투자	-1.6	-9.5	0.5	-4.7	2.5
지식재산생산물투자	1.9	2.2	2.5	2.3	3.0
총수출	4.2	0.3	1.7	1.1	4.0
총수입	1.7	-3.3	1.2	-1.0	3.7

□ 한편, 무역분쟁이 격화될 경우 금년 성장률은 2.0%에 그칠 전망

〈표 1-8〉 기타 시나리오별 성장률 전망

(단위: %)

	2019년	2020년
무역전쟁 격화	2.0	2.1
연내 타결	2.3	2.7

자료: 자본시장연구원

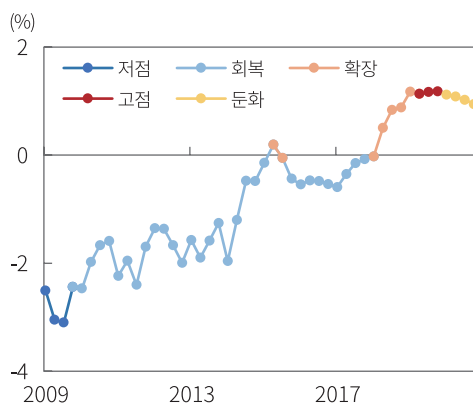
3. 통화정책 전망

가. 미국 통화정책 전망

□ 미 연준의 기준금리는 전망기간(2019~2020년)중 2.5%에서 동결될 것으로 예상

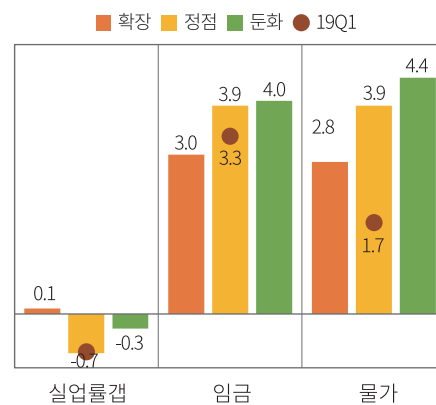
- Baseline 시나리오에 따르면 미국 경기는 2019년 하반기를 정점으로 2020년중 완만한 둔화기로 진입할 것으로 예상됨에 따라 급격한 금리 인하 필요성은 크지 않은 것으로 판단
- 최근 물가 둔화(2019년 1분기 Core PCE 1.7%) 우려에도 불구하고 실업률이 여전히 자연실업률을 하회함에 따라 임금 및 물가는 2020년중 완만하게 상승할 것으로 예상
 - 과거 경기 정점기의 미국 고용사정 및 물가 패턴을 살펴보면 둔화기까지 실업률갭이 마이너스(-)를 유지함에 따라 임금 및 물가 상승세가 둔화기까지 확대
 - 또한, 대안적 물가지표로 관심이 확대되고 있는 극단치 제거 인플레이션(Trimmed mean PCE)은 지속적으로 2% 수준을 유지하고 있어 연준은 최근 물가하락이 일시적 요인에 의한 것이라는 입장을 견지

〈그림 I-20〉 미국의 경기국면



자료: 자본시장연구원 자체 추정

〈그림 I-21〉 과거 경기 정점기 고용 및 물가



주 : 1983Q3~2018Q4 기준

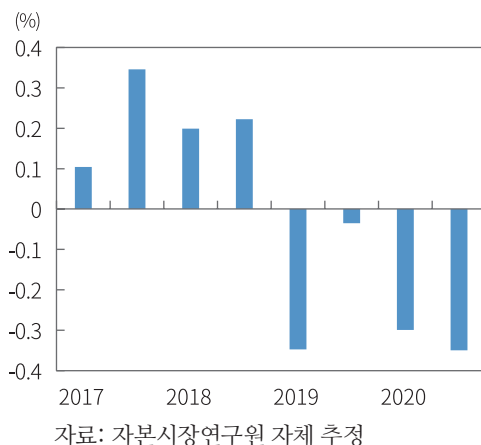
자료: Datastream, FRED

나. 한국 통화정책 전망

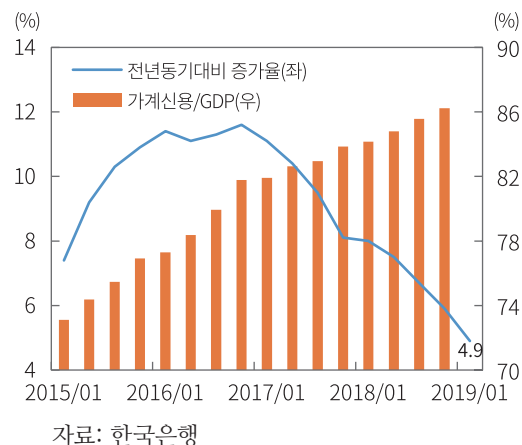
□ 향후 국내 통화정책 여건을 살펴보면 저물가가 지속될 것으로 예상되는 반면, 가계 신용의 둔화세는 지속될 것으로 판단

- 국내 물가는 경기 둔화로 수요압력이 미약하고, 석유류 가격 안정으로 전망 기간중 1% 전후 수준에 머물 전망 (2019년 0.9%, 2020년 1.3%)
 - 브렌트(Brent)유 가격은 2019년중 평균 70달러에서 2020년중 67달러로 하락할 것으로 예상 (EIA, 2019.5월 전망)
- 가계신용은 둔화세가 지속됨에 따라 점차 금융당국의 목표치인 명목 GDP 증가율 수준에 근접할 것으로 예상

〈그림 I-22〉 GDP갭 추정 및 전망



〈그림 I-23〉 가계신용



□ 2018년 11월 기준금리 인상, 최근 성장률 및 물가상승률 둔화로 통화정책 기조는 대체로 중립적인 것으로 평가

- 물가뿐만 아니라 신용 상황까지 고려한 중립금리 추정 모형(Krustev, 2018)을 한국 데이터로 추정한 결과 2019년 1분기중 실질기준금리가 실질중립금리를 상회하였으나 추정치의 신뢰구간이 넓은 점을 감안할 필요

□ 종합적으로 한국은행 기준금리는 2019년 하반기중 한 차례 인하될 것으로 전망
(2019년말 1.5%, 2020년말 1.5%)

- 그동안 기준금리 인상요인이었던 대내외 금융안정에 대한 우려가 연준의 금리 인상 중단 및 국내 가계부채 증가세 둔화로 크게 약화된 것으로 평가되는 반면, 실물경기 둔화 및 저물가에 따른 인하 요인이 확대
- 국채 기간 프리미엄과 추세 인플레이션 간 높은 상관관계를 감안(〈그림 II-10〉참조)하면 저물가에 대한 대응을 통해 명목금리 하락압력을 차단하여 통화정책 공간을 유지할 필요(조동철, 2019)

II. 자본시장 전망

1. 한·미 금리 전망
2. 한·미 주식시장 전망
3. 환율 전망

II. 자본시장 전망

1. 한·미 금리 전망

가. 미국 금리 전망

1) 미국 금리 동향

□ 미국 금리는 연준의 통화정책 기조변화 및 미중 무역분쟁의 영향으로 크게 하락한 가운데 만기 10년까지 기준금리를 하회 (<그림 II-1>, <그림 II-2>)

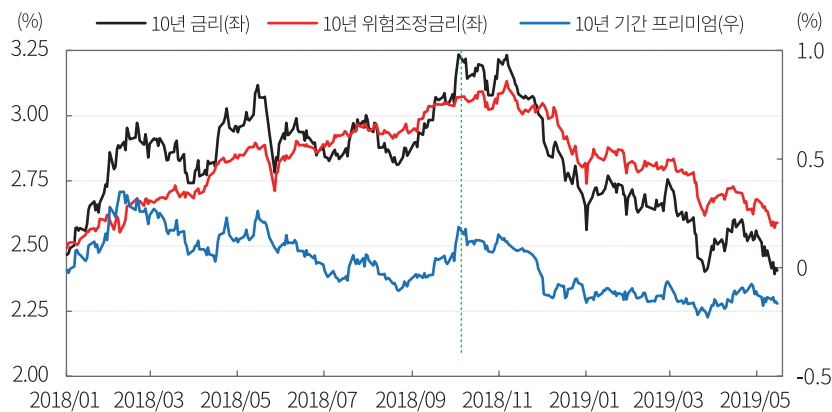
- 지난해 10월부터 시작된 통화정책 서프라이즈로 금리인상 경로가 급격하게 하향 조정
 - 연준의 2019년말 기준금리 전망치가 9월 FOMC 3.1%(3회 인상)에서 3월에는 2.6%(동결)로 하락
- ACM 모형²⁾을 통해 금리 하락요인을 살펴보면, 10년 만기를 기준으로 위험조정금리(통화정책에 대한 기대)가 금리 하락분 중 58%를 차지 (<표 II-1>)
 - 위험조정금리의 하락폭은 약 48bp로 연준의 2019년말 기준금리 전망치 조정폭 50bp와 유사한 수준
 - 시장금리가 통화정책 변화를 선반영하는 경향이 있기 때문에 통상 기간 프리미엄의 변동폭이 위험조정금리 보다 크게 형성되는 점을 감안할 때, 금변금리 하락기에서 연준의 통화정책 변경이 시장에 서프라이즈로 작용
- 한편, 미중 무역분쟁 및 물가부진 등은 기간 프리미엄 하락요인으로 작용

2) 한·미 금리전망에서는 Adrian, Crump and Moench(2013, 이하 ACM)의 금리모형을 이용하여 금리를 통화정책에 대한 기대(위험조정금리)와 기간 프리미엄으로 구분하고 각 요인별로 분석함. ACM 모형과 관련한 논의는 자본시장연구원(2018)을 참고

□ 특히 장단기 금리차(10년 금리 - 3개월 금리)가 금융위기 이후 처음으로 역전

- 미국의 장단기 금리차 중 10년 금리 - 3개월 금리가 12개월 후 경기침체를 예측하는 데 신뢰도가 가장 높은 구간(Bauer and Mertens, 2018)
- 10년과 3개월 금리차는 3월 FOMC 이후 일시적으로 역전된 후 정상화되었으나, 5월말에 재차 역전
 - 3개월 금리는 기준금리 인상으로 지난해 10월 대비 상승한 반면, 10년 만기 금리는 크게 하락

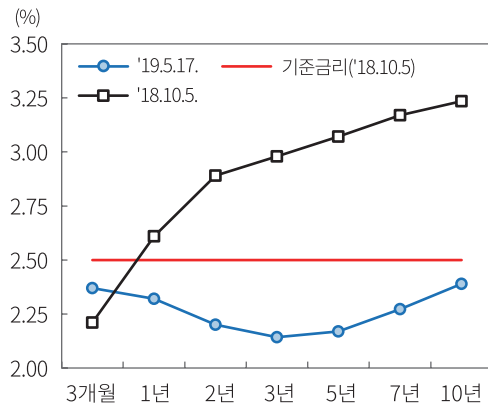
〈그림 II-1〉 미국 금리 및 구성요소 추이



- 주 : 1) 위험조정금리 및 기간 프리미엄은 OIS조정ACM 모형을 통해 도출
 2) OIS조정ACM 모형에서는 Lloyd(2018a)의 방법에 따라 ACM 모형 추정시 만기 1년 이하는 OIS 금리, 만기 1년 초과는 국채 금리를 이용(ACM 모형은 1983년 1월 2일~2019년 5월 17일까지의 자료를 사용하여 추정)
 3) 2019년 5월 17일까지의 일별 자료

자료: ACM, Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 II-2〉 만기별 금리



자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈표 II-1〉 금리 하락요인 분해

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

주 : 2018년10월5일부터 2019년5월17일까지의 금리·위험 조정금리·기간 프리미엄 변화(괄호 안은 기여 비율)

자료: ACM, 자본시장연구원

2) 통화정책요인 분석: 금리인하에 대한 시장의 기대 파악

□ 통상 연방기금금리선물, OIS(Overnight Index Swap) 및 국채 선도금리 등을 통해 통화정책에 대한 기대를 파악

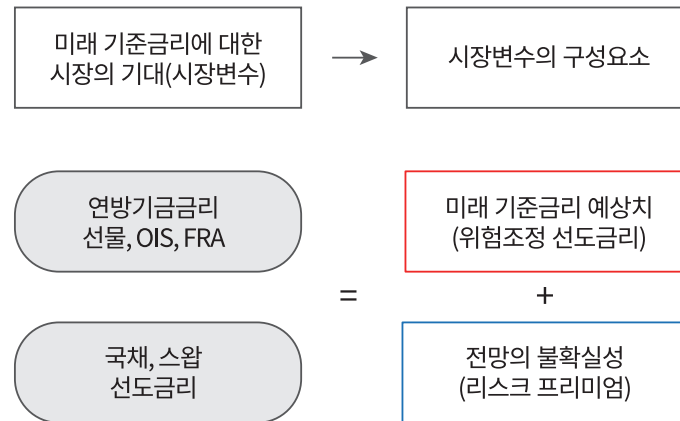
— 시장의 기대를 관찰(추정)할 수 있는 금융수단

□ 하지만 연방기금금리선물 등과 같은 시장변수에는 미래 기준금리에 대한 예상치와 함께 전망의 불확실성(리스크 프리미엄)³⁾도 같이 반영(Shiller et al., 1983; Dai and Singleton, 2002; Sack, 2004 등) (〈그림 II-3〉)

— 결과적으로 시장변수의 변화에는 미래 기준금리 예상치에 대한 변화뿐만 아니라 리스크 프리미엄의 변화도 포함

3) 본고 금리전망편에서 사용하는 현물(spot) 기간 프리미엄(spot term premium)과의 용어상 혼동을 피하기 위해 리스크 프리미엄으로 지칭하였으나, 여기서 리스크 프리미엄은 선도 기간 프리미엄(forward term premium)을 의미

〈그림 II-3〉 통화정책에 대한 시장의 기대치 추출

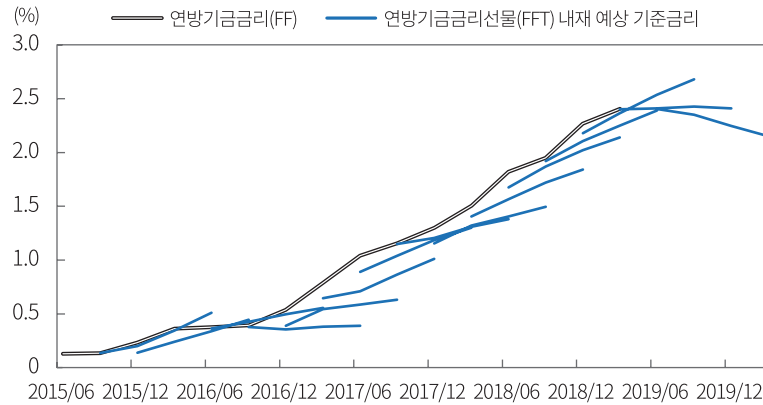


자료: 자본시장연구원

- 따라서 연방기금금리 등을 통해 통화정책에 대한 시장의 기대를 파악할 경우 리스크 프리미엄이 zero가 아닌 만큼 편의(bias)가 발생
- 2016년 이후 연방기금금리선물에 반영된 기준금리 예상치는 연준의 금리인상 경로를 체계적으로 과소추정하는데, 이는 음의 리스크 프리미엄이 존재함을 시사 (〈그림 II-4〉)
 - Piazzesi and Swanson(2008)이 1998년부터 2005년까지 연방기금금리선물의 미래 기준금리에 대한 예측력을 분석한 결과, 선물에 반영된 기대치가 실제 연방기금금리를 체계적으로 과대평가 한 것으로 분석
 - Piazzesi and Swanson(2008)의 지적과 같이 이는 〈그림 II-4〉와 반대로 통계적으로 유의한 양의 리스크 프리미엄이 존재함을 의미⁴⁾
 - 이와 같이 시장변수에 포함된 리스크 프리미엄은 시가변성(time-varying) 및 부호가변성(sign-switching)의 특성을 보유

4) 리스크 프리미엄을 고려하지 않고 연방기금금리선물 및 OIS금리 등으로 통화정책에 대한 기대를 파악하는데 따른 문제점은 여러 기존연구에서 지적된 바 있음. 관련 기존연구는 Lloyd(2018b)의 문헌고찰을 참고하기 바람

〈그림 II-4〉 연방기금금리선물에 반영된 기준금리 기대치와 실제 기준금리(연방기금금리)



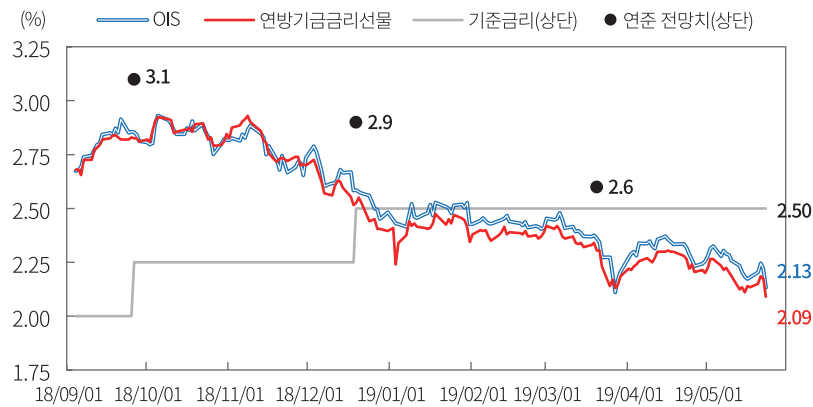
주 : 1) 분기별 연방기금금리(해당 분기의 마지막 월 연방기금금리의 평균값)
2) 연방기금금리선물 내재 기준금리는 1~4분기 후에 만기가 도래하는
연방기금금리선물에 반영된 연방기금금리

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

□ 2018년 9월 이후 연방기금금리선물 및 OIS에 내재된 2019년말 기준금리 기대치는 연준의 전망치 보다 낮게 형성되고 있는데, 특히 2019년 들어서는 올해 중 연준의 기준금리 인하 가능성을 매우 높게 평가 중 (〈그림 II-5〉, 〈그림 II-6〉)

- 5월 23일 기준 연방기금금리선물에 내재된 올해 중 금리인하 가능성은 80%에 육박하며, 2회 인하 가능성도 29%
- OIS금리에 반영된 올해 말 기준금리도 연준의 전망치를 크게 하회

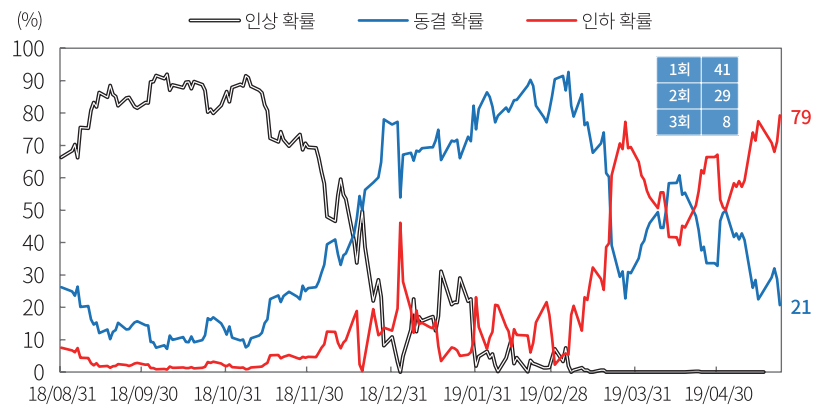
〈그림 II-5〉 연방기금금리선물 및 OIS금리에 반영된 2019년말 미국 기준금리



- 주 : 1) 연방기금금리선물은 2019년 12월 만기물 금리
 2) OIS는 일별로 OIS 수익률 곡선에 내재된 2019년 12월 선도금리
 (만기 1개월~15개월 OIS금리에서 산출된 1개월 선도금리를 활용)
 3) 분석기간은 2018년 9월 3일~2019년 5월 23일

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 II-6〉 연방기금금리선물에 내재된 2019년말 통화정책 변경 확률

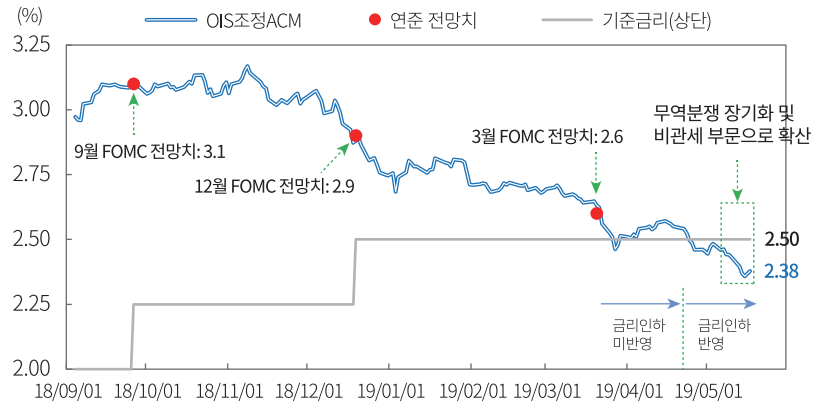


- 주 : 1) 2019년12월 FOMC 기준
 2) 분석기간은 2018년 9월 3일~2019년 5월 23일
 3) 박스에 표시된 횟수별 인하확률은 5월 23일 종가 기준 확률

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

□ 반면 리스크 프리미엄을 조정(제거)하여 도출한 순수 미래 기준금리 예상치(위험조정 선도금리)를 살펴보면, 3월 FOMC 이전까지 시장의 2019년말 기준금리 기대치는 연준의 전망치에 매우 근접 (<그림 II-7>)⁵⁾

〈그림 II-7〉 위험조정 선도금리에 반영된 2019년말 기준금리(상단기준) 예상치
(2018. 9. 3 ~ 2019. 5. 17)



주 : 일별(2018년 9월 3일~2019년 5월 17일)로 OIS조정ACM 모형에 의해 추정된

2019년 12월 위험조정 선도금리

자료: ACM, 자본시장연구원

□ <그림 II-7>에 따르면 시장은 5월 들어 무역분쟁의 장기화 가능성이 높아지면서 연내 1회 금리인하 가능성을 빠르게 반영하기 시작

- 그 동안은 시장이 무역분쟁을 일시적인 역풍으로 간주함에 따라 동 이슈가 주로 안전자산 선호 경로를 통해 기간 프리미엄 하락요인으로 작용해왔으나,
- 5월부터는 실물경제에 미칠 수 있는 영향에 대한 우려가 본격적으로 반영되기 시작한 것으로 평가
- 결과적으로 5월 들어 무역분쟁에 대한 시장의 평가에 중요한 변화가 발생하고 있는 것으로 보이므로 주목할 필요가 있는 것으로 판단

5) <그림 II-7>에는 제시되지 않았으나, 분석기간 동안 단기구간의 리스크 프리미엄(선도 기간 프리미엄)이 음의 값을 가지는 것으로 분석

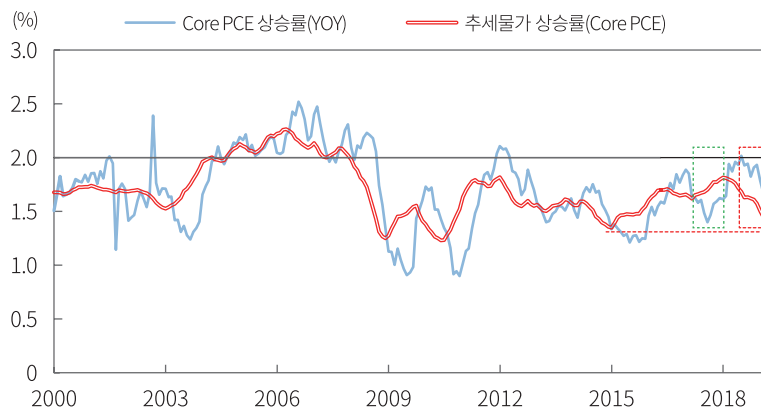
3) 기간 프리미엄요인 분석

- 이상에서 살펴본 바와 같이 미국 국채금리에는 기준금리(1회) 인하 가능성이 5월에 들어서야 반영되기 시작했음에도 불구하고, 시장금리가 기준금리를 크게 하회하는 이유는 기간 프리미엄 하락에 있는 것으로 분석

(1) 물가요인

- 미국의 추세물가는 금융위기 이후 2%를 기조적으로 하회한 가운데, 2018년 하반기 부터 하락세로 전환하여 올해 3월에는 1.5%를 하회 (<그림 II-8>)
- 연준 내부에서도 의견이 엇갈리는 가운데, 파월의장의 견해와는 달리 최근 물가부진이 일시적인 현상이 아닐 수 있음을 시사
 - 2017년에는 물가상승률이 부진하였으나 추세물가는 상승
 - 물가충격지수 또한 2012년 이후 지속적으로 마이너스 영역에 머무르고 있는 상태 (<그림 II-9>)

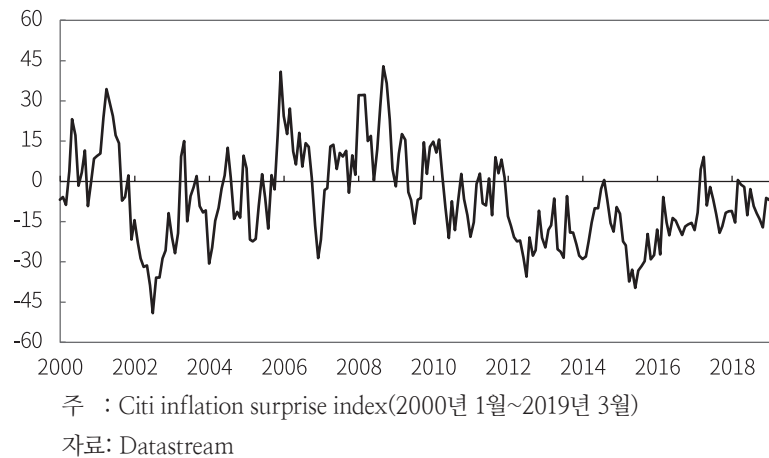
<그림 II-8> 월별 물가(Core PCE) 상승률과 추세물가 상승률



주 : 추세물가 상승률은 Stock and Watson(2007) 모형으로 추정(2000년 1월~2019년 3월)

자료: 세인트루이스연준, 자본시장연구원

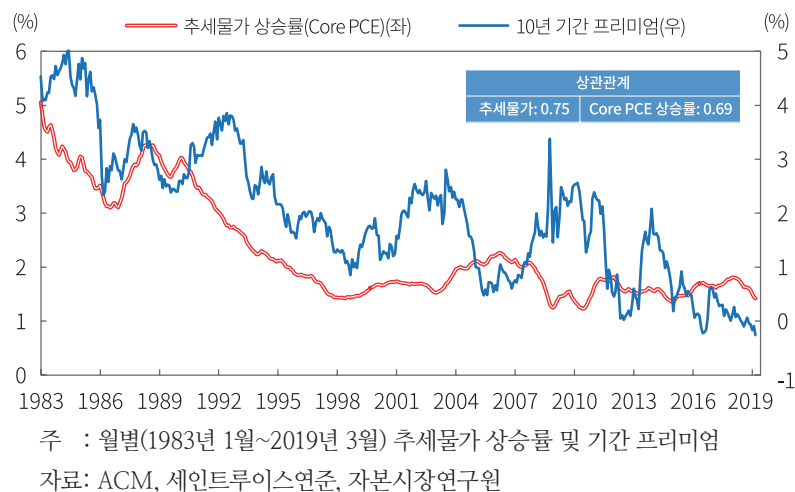
〈그림 II-9〉 물가충격지수



□ 미국 금리의 기간 프리미엄이 하락한 가장 중요한 이유는 무역분쟁과 함께 물가부진에 있는 것으로 분석 (〈그림 II-10〉)

- 물가요인은 고정수익자산인 국채의 기간 프리미엄 결정에 핵심적인 역할을 담당
- 미국 10년 만기 기간 프리미엄은 물가요인과 높은 상관관계를 가지는 가운데, 특히 전체 물가상승률 보다 추세물가와 높은 상관관계를 시현

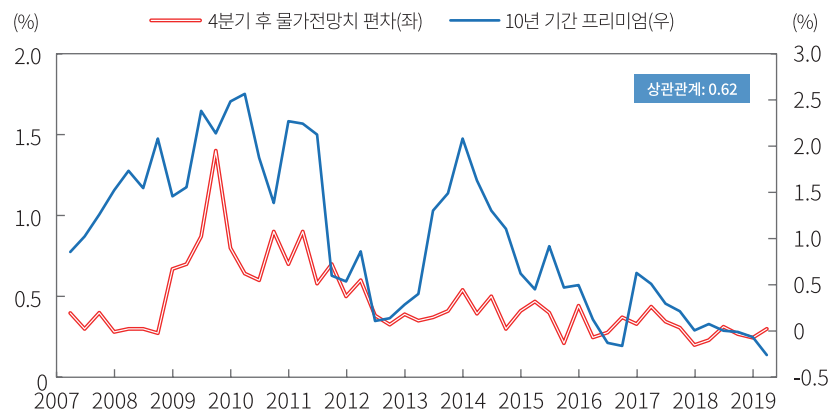
〈그림 II-10〉 추세물가 상승률과 기간 프리미엄



□ 물가수준이 지속적으로 2%를 하회하는 가운데, 물가 불확실성(Inflation uncertainty) 또한 매우 낮은 수준 (<그림 II-11>)

- 경제주체가 인식하는 예기치 않은 물가상승위험이 낮음을 의미
- 물가 불확실성이 낮을수록 기간 프리미엄이 하락하는 경향이 존재
 - 기존연구에 따르면 통상 추세물가가 낮을수록 물가 불확실성도 낮은 것으로 지적(Golob, 1994 등)

<그림 II-11> 물가 불확실성과 기간 프리미엄



주 : 1) 물가전망치 편차는 필라델피아연준이 실시하는 전문가전망서베이(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

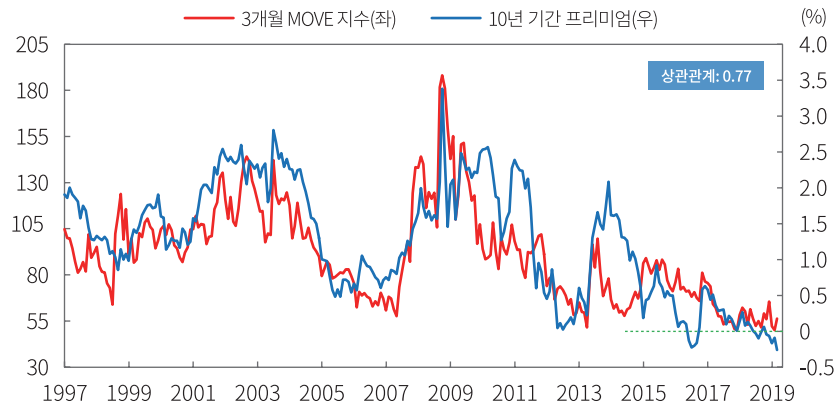
자료: ACM, 필라델피아연준, 자본시장연구원

(2) 기타요인

□ 시장이 평가하는 금리 변동 위험 또한 1997년 이후 최저 수준까지 하락 (<그림 II-12>)

- 금리 변동성은 금리결정요인이 총체적으로 반영된 금리 위험
- 무역분쟁 추이에 따라 단기적으로 금리 변동성이 높아질 수 있으나, 추세적인 금리상승 요인으로 작용하지는 않을 전망

〈그림 II-12〉 금리 변동성과 기간 프리미엄

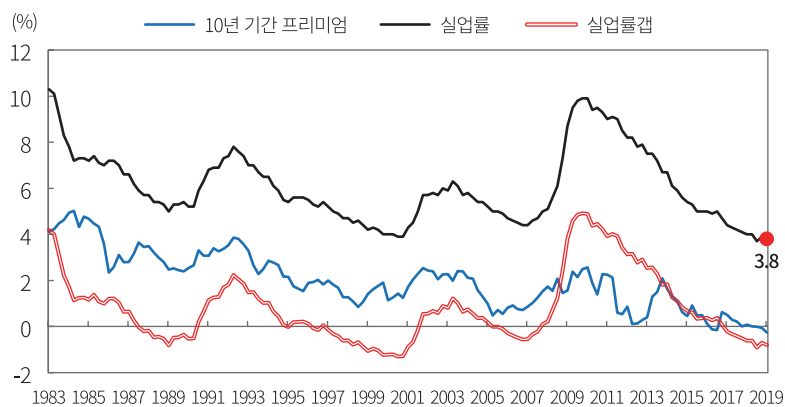


주 : 1) 메릴린치 3개월 만기 MOVE(Merrill Option Volatility Estimate) 지수
 2) 1997년 1월~2019년 3월 동안의 월별 자료
 자료: ACM, 메릴린치, 자본시장연구원

□ 경기측면에서도 기간 프리미엄의 상승압력은 높지 않을 전망 (〈그림 II-13〉)

— 실업률은 기간 프리미엄의 순환적 변동을 결정하는 주요 요인

〈그림 II-13〉 실업률과 기간 프리미엄



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

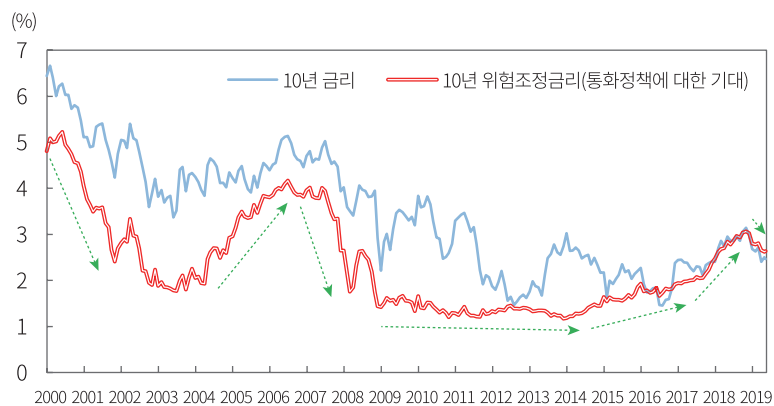
4) 하반기 미국 금리 전망 종합

(1) 금리 수준

□ 미국 금리는 추가 하락 가능성이 우세한 것으로 평가: 10년 기준 하단 2.1%, 상단 2.6% 내외

- 시장은 5월 들어 무역분쟁 장기화 및 격화 시나리오에 가중치를 높이고 있으며, 이에 따라 올해 중 금리인하 가능성을 반영하기 시작한 상황
 - 다만, 무역분쟁이 정치현상인 만큼 불확실성은 상존
- 통화정책에 대한 기대(위험조정 금리)의 추세적인 특성을 감안할 때 무역분쟁이 극적으로 타결되지 않는 한, 연준이 단기간내에 기준금리 인하를 시사하지 않더라도 시장의 연내 기준금리 인하 가능성 반영은 지속될 것으로 예상 (<그림 II-14>)
- 무역분쟁 격화 가능성이 커지면 금리 하단이 더 낮아질 전망

<그림 II-14> 위험조정 금리(통화정책에 대한 기대)의 추세적 특성



주 : 2000년 1월부터 2019년 5월(17일)까지의 월별 자료

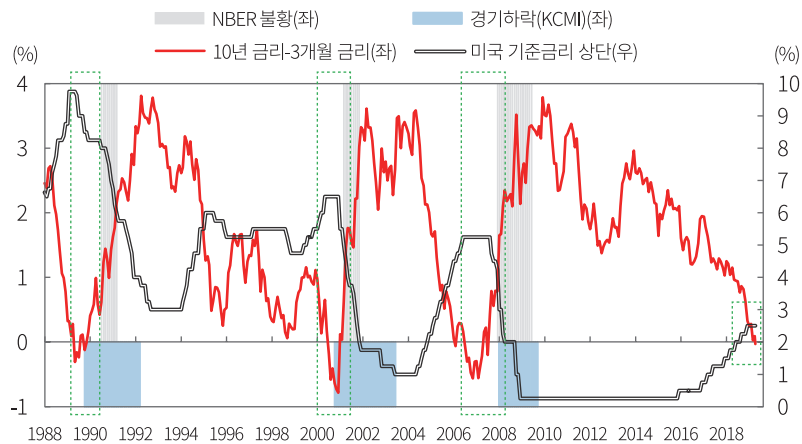
자료: ACM, 자본시장연구원

(2) 장단기 금리차

□ 5월 들어 장단기 금리차가 금리인하 가능성을 반영하여 역전된 만큼 추이에 주목할 필요 (<그림 II-15>)

- 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 이유로 장단기 금리차의 경기예측력이 낮아졌다는 의견이 존재하나, 금번 역전이 금융위기 이후 처음으로 기준금리 인하를 반영한 현상이라는 점에서 관심이 필요
 - 물론, 아직 역전폭이 크지 않고 1회 정도의 금리인하가 반영되고 있어 본격적으로 경기침체를 강하게 시사하기 보다는 시장의 우려가 점진적으로 반영되고 있는 것으로 평가
- 향후 장단기 금리차는 역전과 정상화를 반복할 가능성이 있는 것으로 판단되나, 만약 역전이 고착화되면 연준 등 정책당국도 유의할 필요

<그림 II-15> 장단기 금리차와 경기변동



주 : 1) 경기하락(KCMCI)은 자본시장연구원이 추정한 미국 경기순환국면이 둔화·침체·저점에 해당하는 시기

2) 1983년 1월부터 2019년 5월(10일)까지의 월별 자료

자료: NBER, Bloomberg, 자본시장연구원

나. 국내 금리 전망

1) 국내 금리 동향

□ 국내 금리는 경기 및 물가 부진, 미국 금리 급락세 등의 영향으로 3년 금리가 기준금리를 하회하는 수준까지 하락 (<그림 II-16>, <그림 II-17>, <표 II-2>)

— 금리 하락은 기준금리 인하에 대한 기대(위험조정 금리) 보다 기간 프리미엄 하락이 주요 원인

□ 국내 금리전망에서는 (1)최근 금리 수준의 기초경제여건 대비 적정성, (2)시장금리의 기준금리 인하 가능성 반영 정도, (3)물가부진의 지속성 여부 및 시장금리에 미치는 영향에 대해서 논의

— 올해 들어 3년 금리가 기준금리 부근까지 하락하면서, 국내 기초경제여건을 고려할 때 금리 수준이 적정한지에 대해 관심이 증가

• 2016년 상반기에 금리가 역사적 최저 수준까지 하락한 후, 하반기에 급등세로 전환한 사례

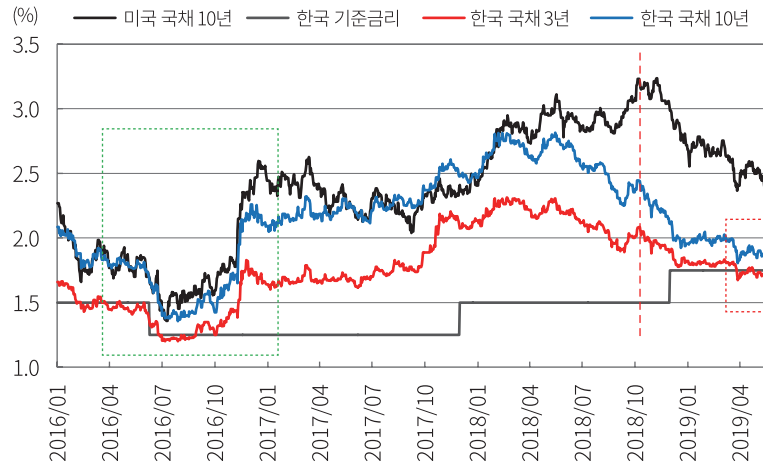
— 3월 FOMC 이후 3년 금리가 기준금리를 하회하기 시작함에 따라 시장금리가 기준금리 인하를 어느 정도 반영했는지가 중요 이슈로 부각

• 기존에 국내 채권시장에서 3년 금리가 기준금리를 하회하면, 최소 1회 이상의 기준금리 인하가 시장금리에 대부분 반영된 상태

• 현재 금리 수준에 기준금리 인하가 어느 정도 반영되었는지에 대한 판단은 향후 금리 경로 예상에 매우 중요

— 올해 들어 국내 물가도 미국과 마찬가지로 부진세를 이어가는 가운데, 낮은 물가의 지속성 여부가 통화정책 결정 및 시장금리 형성에 중요 요인으로 작용할 전망

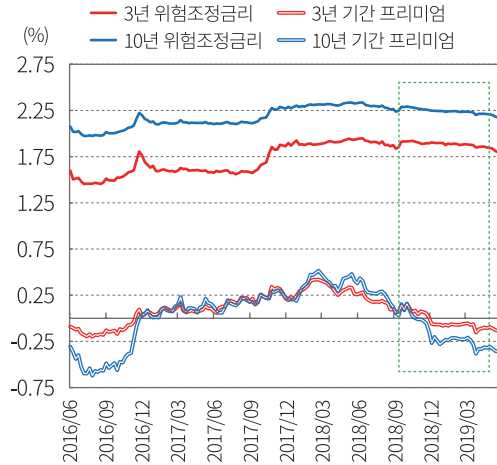
〈그림 II-16〉 국내 금리 추이



주 : 일별자료(2016년 1월 2일~2019년 5월 23일)

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 II-17〉 금리 구성요소 추이



주 : 위험조정금리 및 기간 프리미엄은 ACM 모형을 통해 추정(주별 자료: 2016년 6월 3일~2019년 5월 23일)

자료: ACM, KIS채권평가, 자본시장연구원

〈표 II-2〉 금리 하락요인 분해

(‘18. 10. 5~’19. 5. 23, %p, %)	3년	10년
금리	-0.43	-0.64
위험조정 금리	-0.13 (30)	-0.12 (19)
기간 프리미엄	-0.29 (70)	-0.52 (81)

주 : 2018년 10월 5일부터 2019년 5월 23일까지의 금리·위험조정금리·기간 프리미엄 변화(괄호 안은 기여비율)

자료: ACM, KIS채권평가, 자본시장연구원

2) 국내 금리의 추세(Trend)와 순환(Cycle) 요인

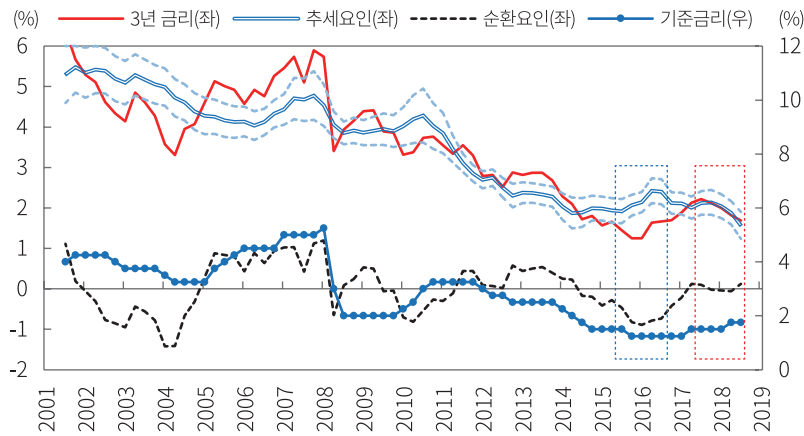
□ 기초경제여건에 부합하는 금리 수준을 살펴보기 위해, Cieslak and Povala(2015)의 방법을 확장하여 추세성장률(잠재성장률)과 추세물가가 의미하는 3년 및 10년 금리를 도출

- 3년 및 10년 금리를 분기별 추세성장률(trend growth)과 추세물가(trend inflation)에 대해 회귀분석하여 얻어진 금리를 추세금리(trend interest rate)로 파악
 - 추세금리에는 기간 프리미엄이 포함되지 않는데, 추세금리에 적정 기간 프리미엄을 함께 고려하여 얻어진 금리 수준은 구조적인 금리(structural interest rate)로 해석 가능
- 실제 금리와 추세금리간 괴리를 금리의 순환요인(cyclical component)으로 파악

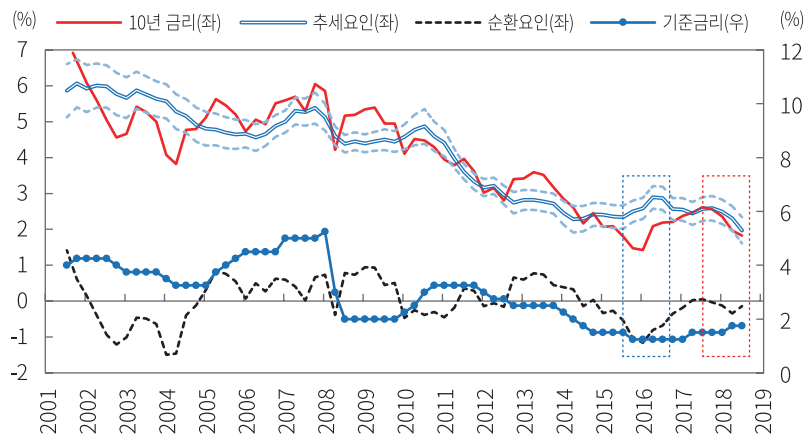
□ 지난해 3분기에 시작된 금리 하락은 국내 기초경제여건의 변화를 반영한 현상 (〈그림 II-18〉, 〈그림 II-19〉)

- 최근 금리 수준은 잠재성장률과 추세물가 수준에 부합하는 가운데, 잠재성장률 보다 추세물가 부진이 금리 하락의 주요 원인
- 2016년 상반기에는 시장금리가 추세금리를 큰 폭으로 하향 이탈하였으나, 최근 금리는 추세금리에 부합하는 수준
- 올해 1분기말 기준 잠재성장률과 추세물가를 고려한 3년 및 10년 추세금리는 각각 1.5% 및 1.9%를 소폭 상회하는 수준
- 흥미로운 점은 금리의 순환요인이 통화정책 사이클과 연관되어 있다는 측면으로, 이는 통화정책의 초단기금리 변경을 통한 경기순환 조절이 장기금리에 반영되고 있음을 시사

〈그림 II-18〉 3년 금리: Trend and Cycle



〈그림 II-19〉 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(2011) 방법을 적용하여 도출
 3) 순환요인(cyclical component)은 만기별 시장금리와 추세금리간 차이(시장금리에서 추세금리를 차감)
 4) 파란색 점선은 추세금리의 95% 신뢰구간 중 상단과 하단

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

3) 통화정책요인 분석: 금리인하에 대한 기대

□ ACM 모형에서 도출된 ‘6개월 후 1개월 위험조정 선도금리’를 활용하여 시장금리에 반영되어 있는 기준금리 인하에 대한 기대를 추출 (<그림 II-20>)

— 위험조정 선도금리는 ‘6개월 후 1개월 선도금리’에서 ‘리스크 프리미엄(6개월 후 1개월 선도 기간 프리미엄)’을 차감하여 추정

<그림 II-20> 2019년말 기준금리 수준에 대한 시장의 기대 추출

$$\boxed{\text{6개월 후 1개월 선도금리}} = \boxed{\text{6개월 후 기준금리 예상치 (6개월 후 1개월 위험조정 선도금리)}} + \boxed{\text{전망의 불확실성 (리스크 프리미엄)}}$$

□ 위험조정 선도금리를 통해 분석한 결과, 3월 FOMC 이후부터 3년 금리가 기준금리를 하회하고 있으나 최근 금리 수준에는 올해 중 기준금리 인하 가능성이 제한적으로 반영(5월 23일 기준) (<그림 II-21>, <그림 II-22>)

— 통상 국내 채권시장에서는 3년 금리가 기준금리 보다 낮으면 시장이 금리인하 가능성을 대부분 반영한 상태

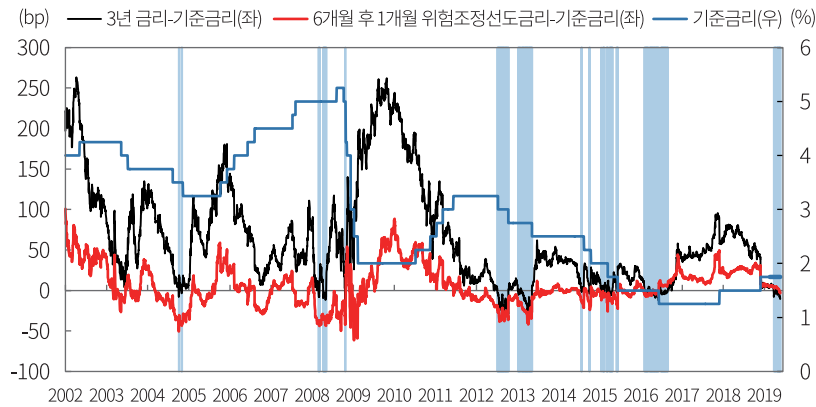
• 2002년 이후 3년 금리가 기준금리 보다 낮은 시기에는 예외 없이 위험조정 선도금리 또한 기준금리 보다 낮게 형성 (<그림 II-21>)

— 하지만 올해는 5월에 들어서면서 기준금리 인하 가능성이 금리에 반영되기 시작 (<그림 II-22>)

• 5월 이전에는 3년 금리가 기준금리를 하회하였지만 위험조정 선도금리는 기준금리 보다 높게 형성되었는데, 이는 당시까지 시장이 올해 중 기준금리 인하 가능성을 반영하지 않았음을 시사

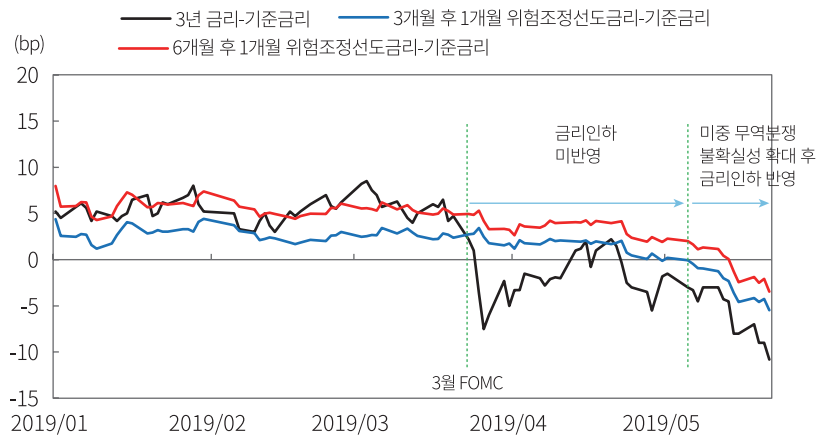
— 결과적으로 국내 시장금리는 5월에 무역분쟁 협상이 난항을 겪은 후부터 연내 기준금리 인하 가능성을 반영하기 시작한 것으로 평가

〈그림 II-21〉 위험조정 선도금리로 파악한 시장의 기준금리 인하 기대: 과거사례



주 : 1) 음영은 국채 3년 금리가 기준금리를 하회하는 시기
2) 2002년 1월 2일~2019년 5월 23일 동안의 일별 자료
자료: ACM, KIS채권평가, 자본시장연구원

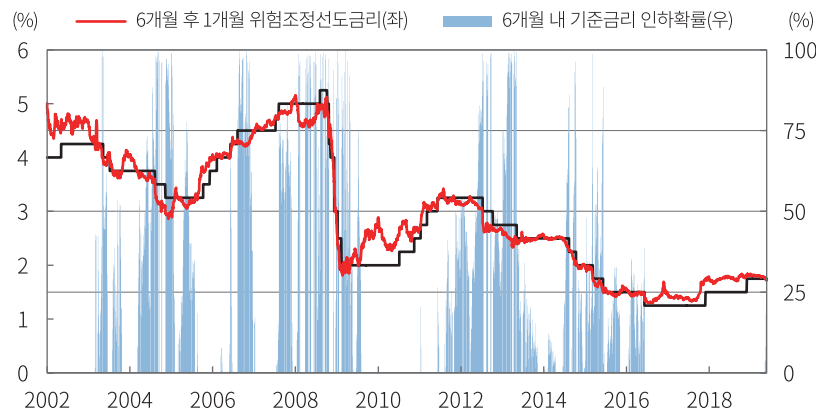
〈그림 II-22〉 위험조정 선도금리를 통해 파악한 최근 시장의 기준금리 인하 기대



주 : 2019년 1월 2일~2019년 5월 23일 동안의 일별 자료
자료: ACM, KIS채권평가, 자본시장연구원

- 금리에 반영된 올해 중 기준금리 인하확률⁶⁾을 산출해보면, 5월 23일 기준으로 국채 금리에 내재된 기준금리 인하확률은 20%를 소폭 상회 (<그림 II-23>, <그림 II-24>)
- 금리 수준 측면에서 금리인하 기대가 제한적으로 반영되어 있기 때문에 금리인하가 가시화될 경우 시장금리가 추가적으로 하락할 여지가 있는 것으로 판단

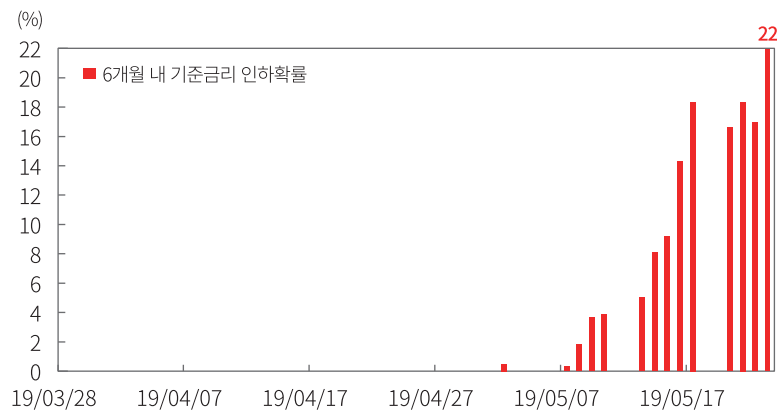
<그림 II-23> 시장이 평가하는 6개월내 기준금리 인하확률: 과거사례



주 : 금리에 반영된 예상 기준금리 인하확률은 위험조정 선도금리를 이용하여 추정(2002년 1월 2일 ~2019년 5월 23일 동안의 일별 자료)

자료: ACM, KIS채권평가, 자본시장연구원

<그림 II-24> 시장이 평가하는 올해 중 금리인하 확률



주 : 2019년 3월 28일부터 2019년 5월 23일까지의 일별 자료

자료: ACM, KIS채권평가, 자본시장연구원

6) 기준금리 1회 인하확률은 (6개월 후 1개월 위험조정 선도금리 - 현재 기준금리)/25bp를 의미함. 이를 최근 시장에 대입하면, 6개월 후 1개월 위험조정 선도금리가 1.5%이면 연내 1회 금리인하를 100% 선반영한 것으로 파악

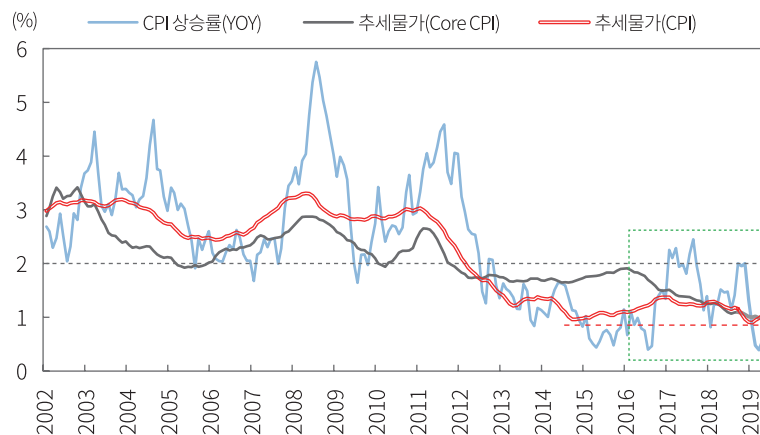
4) 기간 프리미엄요인 분석

(1) 물가요인

□ 올해 1분기 추세물가 상승률이 역사적 최저 수준에 가깝게 하락 (<그림 II-25>, <그림 II-26>)

- 국내 추세물가는 2012~2013년을 전후한 시점부터 지속적으로 2%를 하회
- 최근 추세물가는 2018년 3분기부터 하락세로 전환하여 2019년 1분기에는 0.75~0.95% 내외로 2014년말~2015년 상반기 역대 최저 수준에 근접
- 추정된 추세물가의 하단은 0.8% 내외이며, 상단은 1.0%에 미치지 못하는 것으로 분석(2019년 1분기 기준)

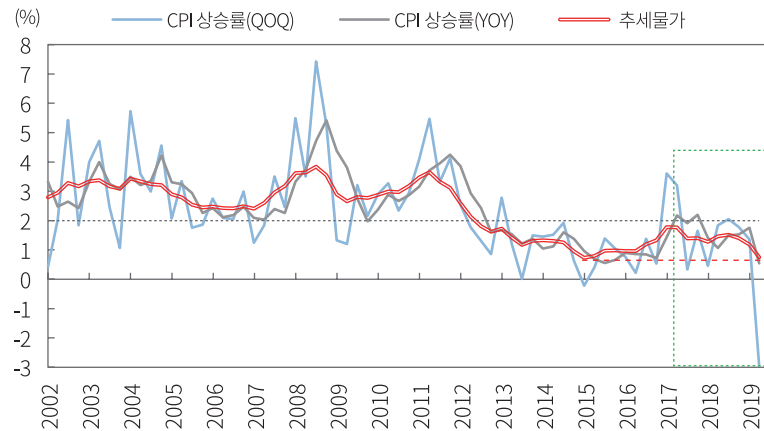
<그림 II-25> 국내 월별 CPI 상승률과 추세물가 상승률



- 주 : 1) 월별 추세물가 상승률은 전월대비 물가상승률을 Stock and Watson(2007)의 UCSV(Unobserved Components Stochastic Volatility) 모형에 적용하여 추정
 2) 2002년 1월~2019년 4월(모형 추정에는 1970년 1월~2019년 4월까지의 물가상승률을 사용)

자료: 한국은행, 자본시장연구원

〈그림 II-26〉 분기별 CPI 상승률과 추세물가 상승률



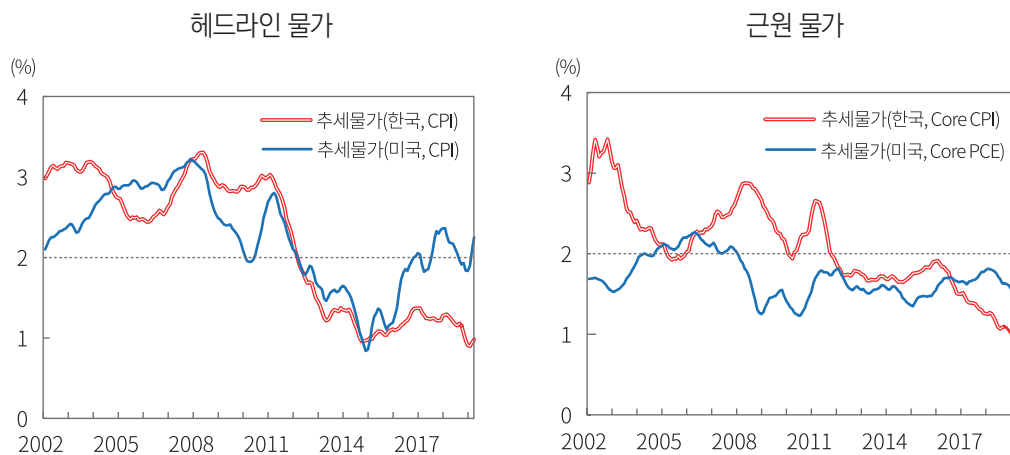
주 : 1) 분기별 추세물가 상승률은 전분기대비 물가 상승률을 Stock and Watson(2016)의 UCSVO(Unobserved Components Stochastic Volatility Outlier-adjusted) 모형에 적용하여 추정

2) 2002년 1분기~2019년 1분기(모형 추정에는 1970년 1분기~2019년 1분기까지의 물가 상승률을 사용)

자료: 한국은행, 자본시장연구원

□ 2013~2014년 이후의 추세물가 하락에는 글로벌 공통요인이 중요한 역할을 담당하였으나, 국내 헤드라인 및 근원물가 상승률은 미국 보다 낮게 형성 (〈그림 II-27〉)

〈그림 II-27〉 한·미 추세물가 비교



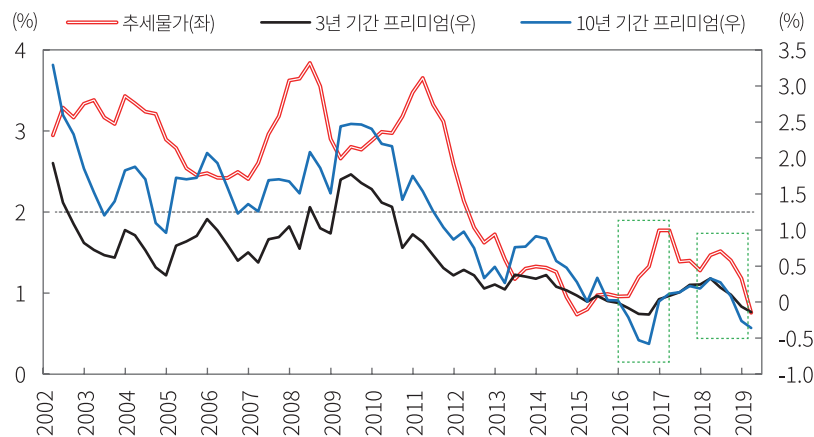
주 : 헤드라인 물가(2002년 1월~2019년 4월), 근원 물가(2002년 1월~2019년 3월)

자료: 한국은행, 세인트루이스연준, 자본시장연구원

□ 국내 금리가 지난해 3분기부터 올해 1분기까지 추세적으로 하락한 핵심 원인은 저물가

- 기간 프리미엄은 전체 물가상승률 보다 추세물가와 매우 밀접하게 연관 (<그림 II-28>, <표 II-3>)
 - 3년과 10년 기간 프리미엄이 추세물가 상승률과 0.8 이상의 높은 상관관계를 가지는 것으로 분석
- 물가상승률이 추세 요인과 일시적 요인을 모두 반영한다는 점을 고려할 때, 시장은 물가의 일시적인 변동 보다 추세적인 흐름을 구분하여 금리에 반영
 - Ang and Ulrich(2012), Ulrich(2013) 및 Cieslak and Povala(2015) 등 기존 연구에서도 추세물가가 기간 프리미엄의 상당 부분을 설명하는 것으로 분석

<그림 II-28> 분기별 추세물가와 기간 프리미엄



자료: ACM, KIS채권평가, 한국은행, 자본시장연구원

<표 II-3> 월별 물가요인과 기간 프리미엄간 상관관계

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

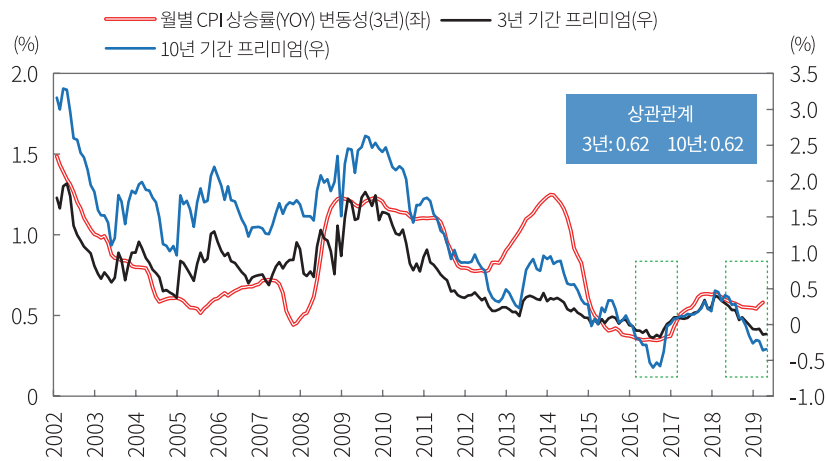
주 : 2002년 1월부터 2019년 4월까지의 전년 동월비 물가상승률 및 추세물가와 기간 프리미엄간 상관관계

자료: ACM, KIS채권평가, 한국은행, 자본시장연구원

□ 한편, 저물가가 지속되는 가운데 물가 불확실성도 매우 낮은 수준

- 기간 프리미엄은 물가상승위험이 커질수록 증가(Caporale et al., 2010; Wright, 2011 등) (〈그림 II-29〉, 〈그림 II-30〉)
- 2016년 하반기 금리 급등기에는 추세물가가 상승하는 가운데 물가 불확실성도 크게 증가

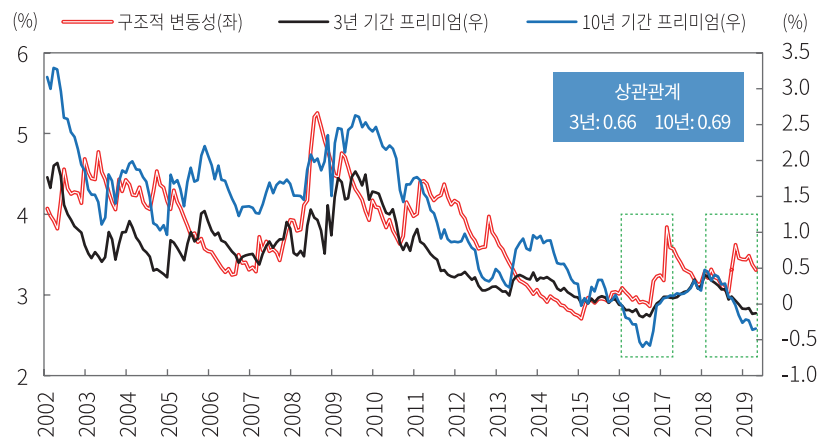
〈그림 II-29〉 물가 변동성과 기간 프리미엄



주 : 물가 변동성은 전년 동월비 물가상승률의 3년 표준편차

자료: ACM, KIS채권평가, 한국은행, 자본시장연구원

〈그림 II-30〉 물가의 구조적 변동성과 기간 프리미엄



주 : 1) Caporale et al.(2010)을 따라 구조적 변동성(structural volatility)으로 물가 불확실성을 측정

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

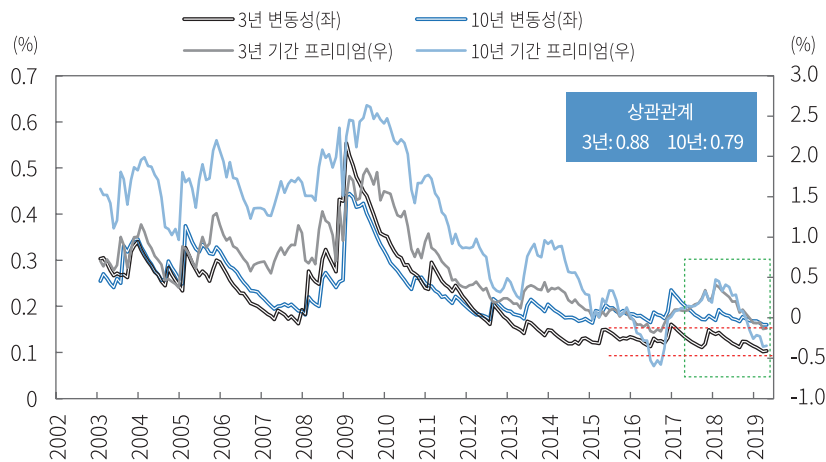
자료: ACM, KIS채권평가, 한국은행, 자본시장연구원

(2) 금리 변동성 및 대외요인

□ 금리 불확실성 또한 역사적 저점까지 하락 (<그림 II-31>)

— 금리 변동성은 금리결정요인이 총체적으로 반영된 금리 위험

<그림 II-31> 금리 변동성과 기간 프리미엄



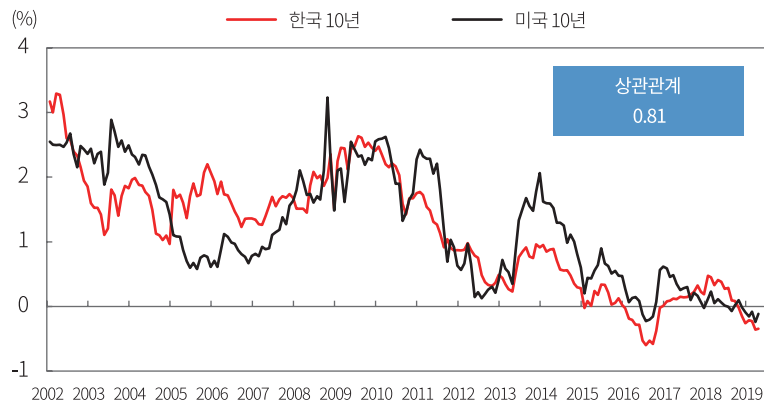
주 : 금리변동성은 월별(2003년 1월~2019년 4월) 금리 변화를 Engle and Kroner(1995) 모형에 적용하여 추정

자료: ACM, KIS채권평가, 자본시장연구원

□ 국내 기간 프리미엄 결정에는 미국요인(글로벌 공통요인)도 중요한 역할 (<그림 II-32>)

— 최근 미국 기간 프리미엄은 2016년 상반기 저점에 근접

<그림 II-32> 금리 변동성과 기간 프리미엄



주 : 월별(2002년 1월~2019년 4월) 한미 10년 만기 기간 프리미엄

자료: ACM, KIS채권평가, 자본시장연구원

5) 하반기 국내 금리 전망 종합

□ 국내 금리는 하락세가 유지되는 가운데 3년 금리는 1.5% 하회, 10년은 1.6% 부근까지 하락 전망

- 최근 국내 금리는 기초경제여건에 부합하는 수준이며, 기간 프리미엄 또한 적정 수준을 유지하고 있어 금리 상승요인이 크지 않은 것으로 판단
- 하반기 금리인하가 예상되는 가운데 최근 금리 수준에는 기준금리 인하가 일부만 반영
 - 5월 23일 기준, 금리에 반영된 올해 중 금리인하 확률은 22%
- [참고] 무역분쟁이 현상유지될 경우(baseline 시나리오), 잠재성장률 · 추세물가 · 적정 기간 프리미엄을 고려한 3년 및 10년 금리의 올해말 구조적 수준은 각각 1.4%와 1.6%를 소폭 상회

□ 무역분쟁이 격화되면 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

2. 한·미 주식시장 전망

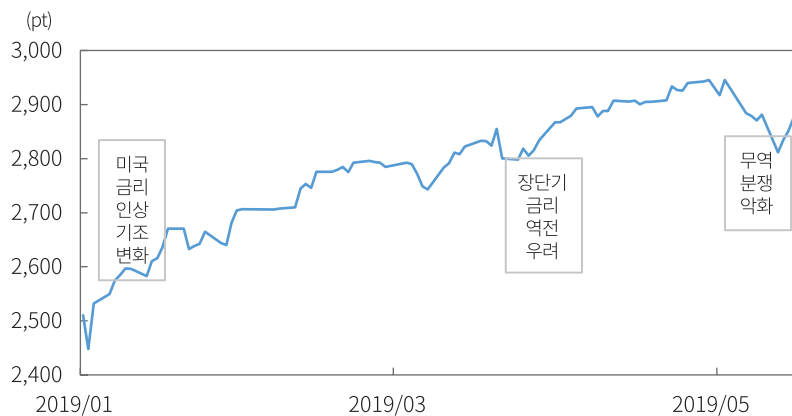
가. 미국 주식시장 전망

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

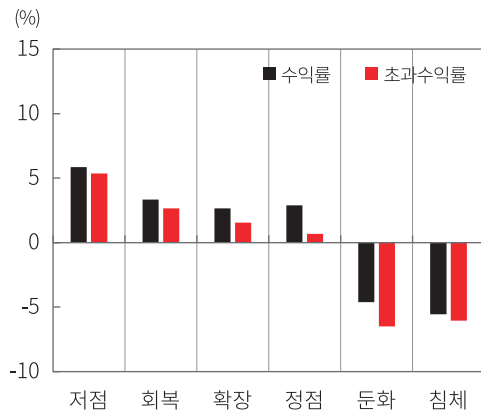


자료: Bloomberg

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

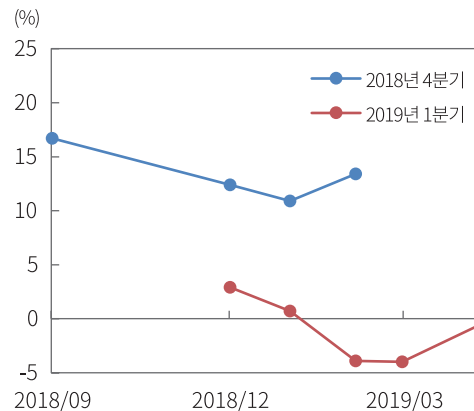
- 회복 및 확장 국면에서는 잠재성장률 이상의 양호한 성장세 유지로 주식 시장은 상승하는 경향
- 2018년 4분기는 확장 국면임이었으나 주식시장은 크게 조정
 - 과거 회복 또는 확장 국면임에도 성장세가 이전 대비 둔화되는 구간에서 주식 성과도 상대적으로 저조한 경향 (〈그림II-36〉 2018년 4분기 표시)
 - 2019년 1분기 성장세 회복(3.2%)되면서 주식 시장도 반등
- 2018년 4분기중 애플 등 주요 기업 이익 전망치 하향과 2019년 실적에 대한 우려 ⇒ 예상 대비 양호한 실적과 향후 전망으로 2019년 주가 상승세 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



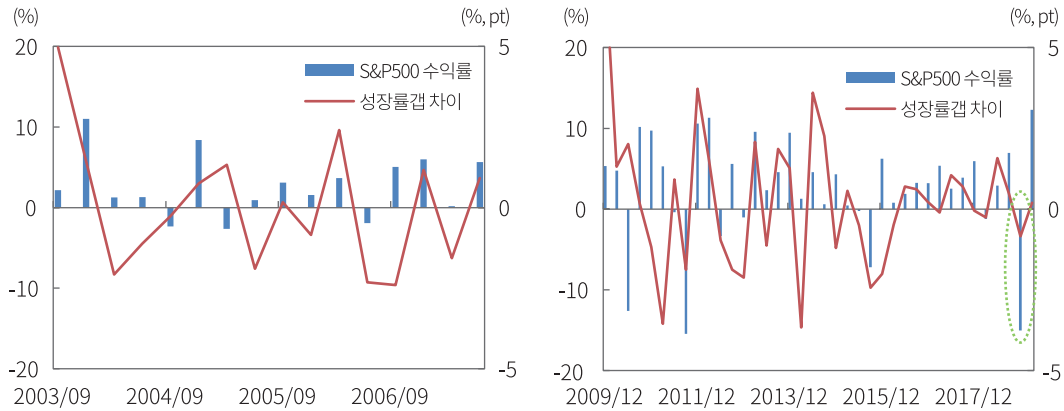
주 : 분기수익률의 국면별 평균, 초과수익률은 3M T-Bill 수익률 차감, 1982Q3~2018Q4
 자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 II-35〉 S&P500 이익 증가율 전망 추이



주 : 전년동기비, 가로축은 전망 시기
 자료: Factset Earning insight

〈그림 II-36〉 지수 수익률¹⁾과 성장률갭 차이²⁾
(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 진입하면 서 주가 상승폭은 제한될 것으로 예상되며 변동성 또한 확대되어 위험대비 기대수 익이 높지 않을 전망

— 과거 Late Cycle에서는 주가가 상승하는 추세를 유지해 왔으며 경기가 정점에 진입해야 하락 추세로 전환하는 경향으로 4분기 정점까지 주가 상승 추세가 유 지될 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 요인으 로 작용할 가능성

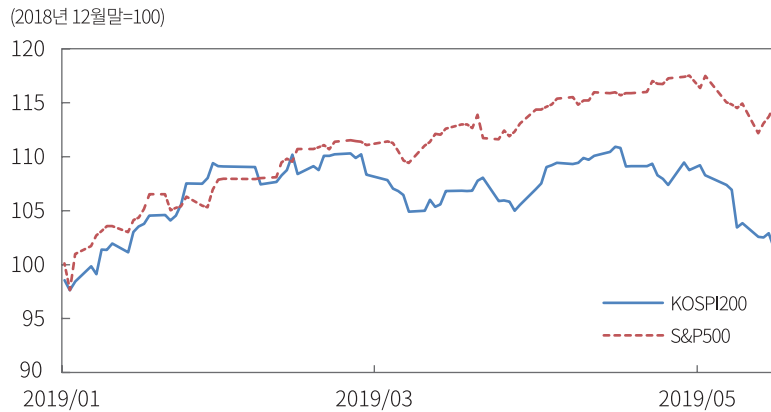
- 금리는 주가 밸류에이션을 훼손할 정도의 상승 추세로 전환되지 않을 것으로 예상되어 주식시장에 긍정적으로 작용
- 미중 무역분쟁이 격화되면서 성장률이 하락하여 경기가 2019년 하반기 중 둔화 국면에 조기에 진입할 경우 주식시장은 큰 조정을 겪을 것으로 예상

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)

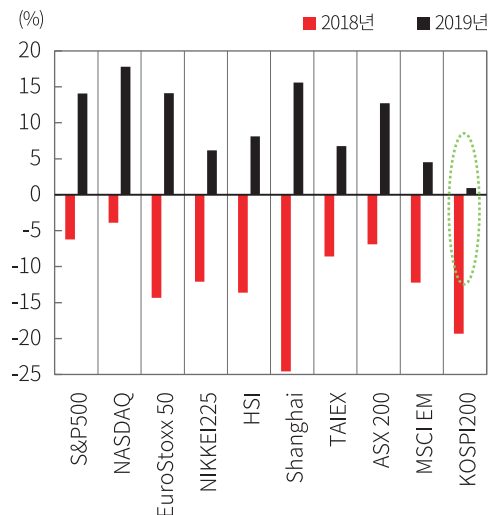
〈그림 II-37〉 2019년 KOSPI200지수와 S&P500지수 추이



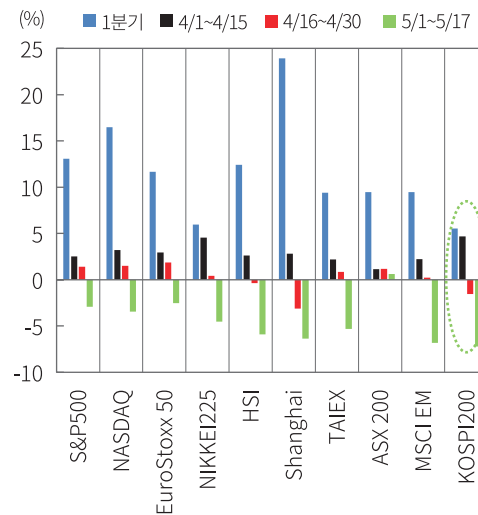
□ 2019년 KOSPI200지수는 상승(5월 17일까지 +0.9%)하였으나, 해외 주요 지수 대비 상대적으로 저조한 성과

- 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 〈그림 II-39〉 2019년 시기별 주요지수 수익률



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

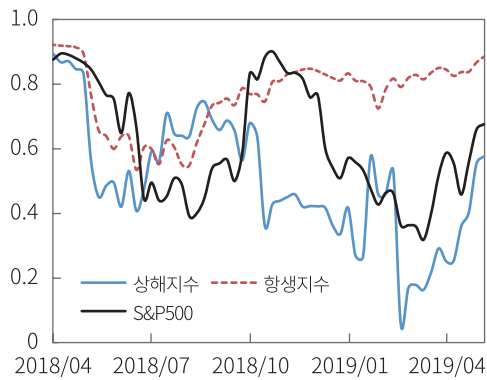


자료: Bloomberg

□ 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 상관관계¹⁾ 추이



〈표 II-4〉 상관관계¹⁾와 지수 수익률²⁾간의 상관관계

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

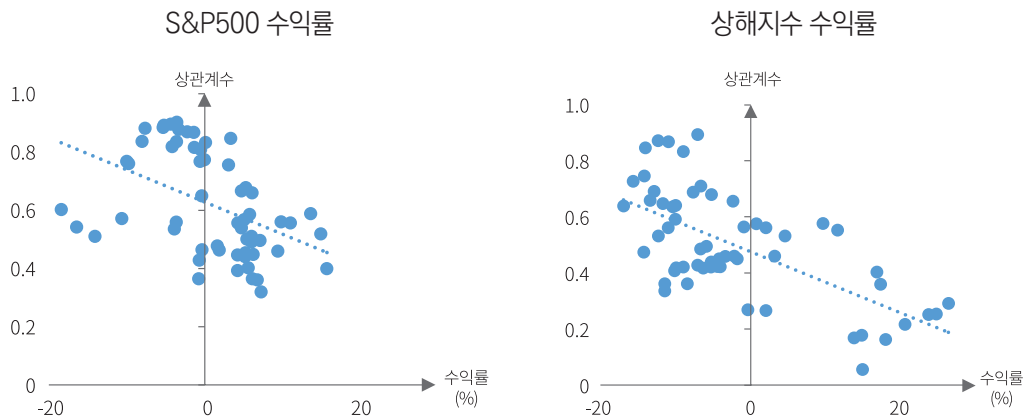
주 : 1) 주간 지수 수익률 기준으로 상관관계는 14주(약 3개월) 이동평균 방식으로 계산

2) 상관관계 계산 기간(14주) 수익률

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

— 상해지수와 상관관계도 상해지수 하락시기에 증가

〈그림 II-41〉 상관관계¹⁾와 지수 수익률²⁾ (구간1: 2018년 1월~2019년 5월)



주 : 1) 주간 지수 수익률 기준으로 상관관계는 14주(약 3개월) 이동평균 방식으로 계산

2) 상관관계 계산 기간(14주) 수익률

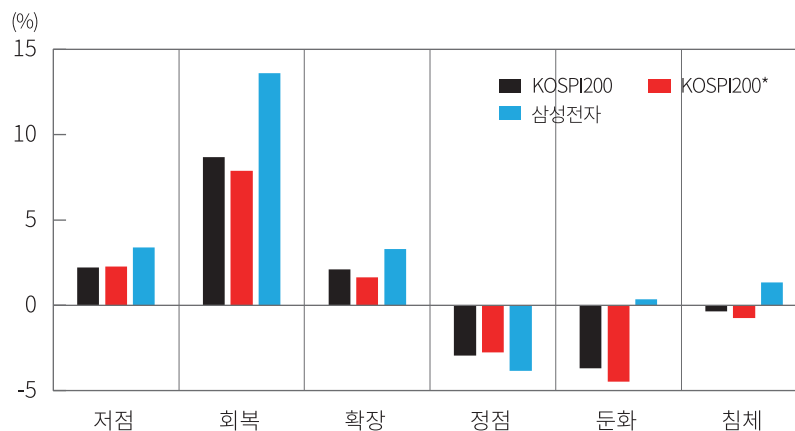
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

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 경향⁷⁾

- 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)

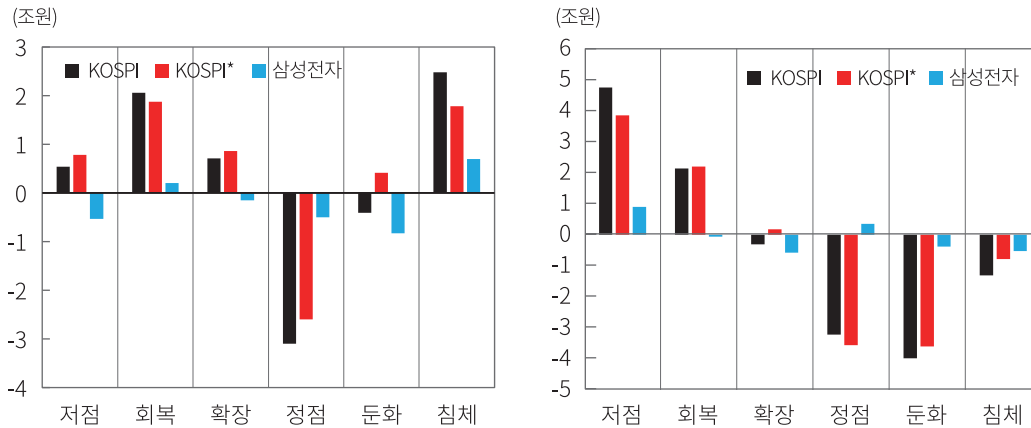


주 : 분기 수익률의 국면별 평균, KOSPI200*는 삼성전자를 제외한 지수

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)



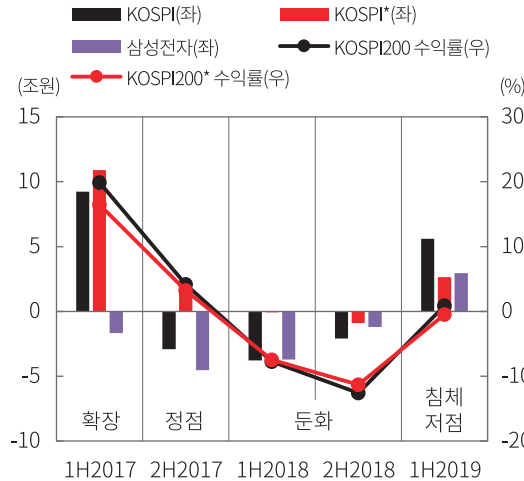
주 : 국내 국면 기준(좌 그래프), 미국 국면 기준(우 그래프), KOSPI*는 삼성전자를 제외한 지수
자료: FN Guide, 자본시장연구원

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

— 1분기중 삼성전자와 SK하이닉스 위주로 외국인 매수세 유입

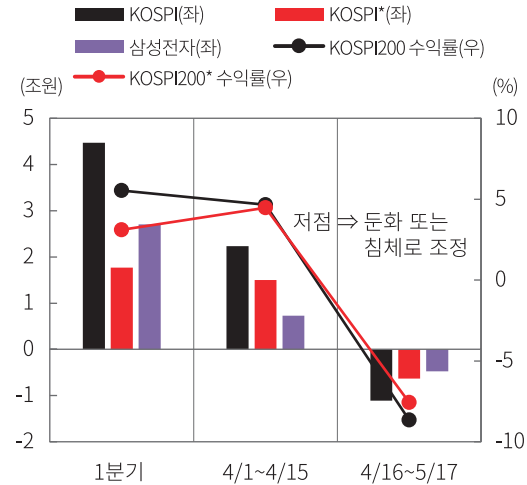
- 〈그림 II-45〉에서 KOSPI*의 외국인 순매수 규모는 1분기에 상대적으로 작았던 상황이며 KOSPI* 수익률도 KOSPI 대비 부진

〈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 주식 시장 호황시기와 비슷한 양상

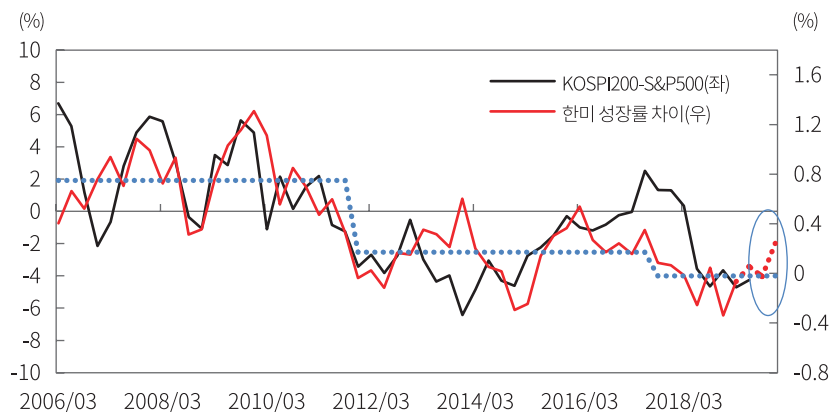
— 4.16일 이후 외국인 매수세가 둔화되고 5월 무역분쟁 악화로 순매도로 전환되었으며 국내 주식시장은 둔화나 침체 국면의 양상

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 초과수익률¹⁾과 한미 성장률²⁾ 차이



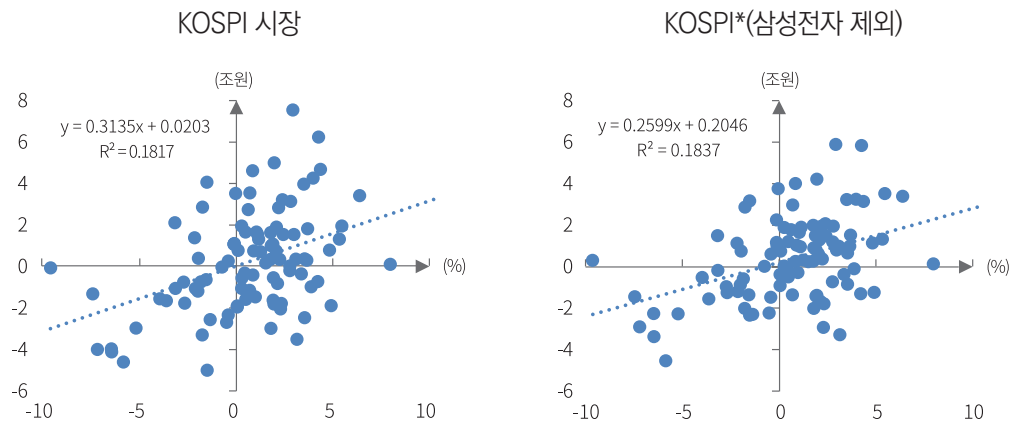
- 주 : 1) 지수 분기 수익률을 4분기 이동평균, 각국의 CPI로 조정하여 실질 수익률로 환산
 2) 분기(QoQ)성장률의 4분기 이동평균, 국내에서 미국을 차감, 1분기 후행으로 표시
 3) 점선은 전망치 반영, 파란 점선은 성장률 차이의 해당 구간 평균을 표시

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 규모⁸⁾

〈그림 II-47〉 외국인 순매수 금액¹⁾과 S&P500 수익률²⁾ 관계



주 : 1) 월간 순매수 금액, KOSPI(좌 그래프), KOSPI*(삼성전자 제외, 우 그래프)

2) 월간 수익률, 2011년 1월~2018년 12월

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

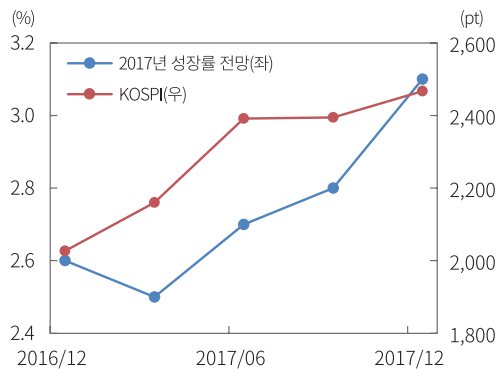
8) 〈그림 II-47〉 오른쪽 그래프에 표시된 회귀식에 $x=14.1$ (S&P500 수익률) 적용시 3.9조원

4) 2019년 하반기 국내 주식시장 전망

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

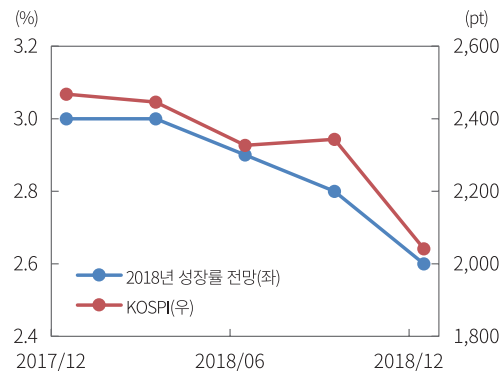
- 2017년 당초 예상보다 높은 성장률을 기록하며 KOSPI지수도 상승하였으며, 2018년은 반대의 양상
 - 잠재성장률(2.6~2.7%)을 전후하여 성장률 전망가 변화 ⇒ 경기순환 국면이 변화하면서 주식시장에 보다 민감하게 작용
- 2019년 주식시장은 성장률 전망치 하락과 함께 정체시기를 보낼 것으로 예상
 - 다만, 당초 잠재성장률을 하회하는 수준을 예상한 상황에서 성장률 전망치의 변화에 대한 주식시장의 민감도는 상대적으로 작을 것으로 추정

〈그림 II-48〉 2017년 성장률 전망치와 KOSPI 추이



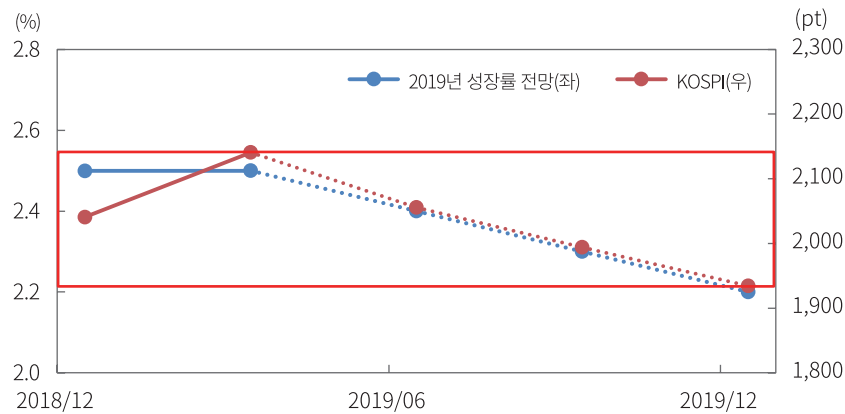
주 : 가로축은 2017년 성장률 전망시기
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈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 경기순환 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

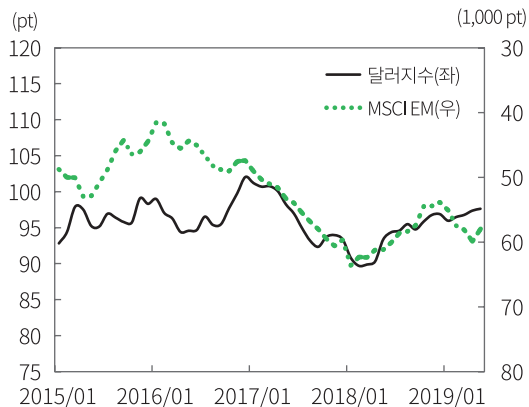
- 국내 성장세도 하락하여 침체나 둔화 국면 시기와 같은 주식시장 조정 예상

3. 환율 전망

가. 2019년 하반기 달러지수 전망

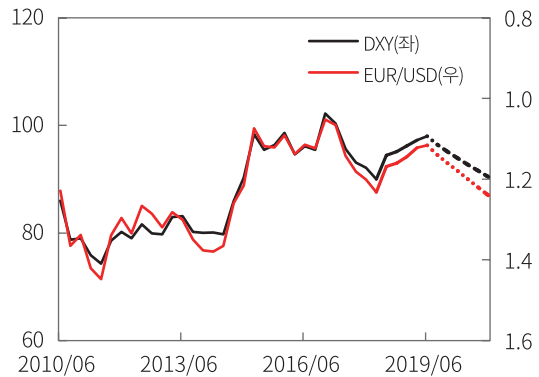
- 2019년 하반기는 유로화 강세(달러 약세)가 예상됨에 따라 달러지수는 하락할 전망
- 미국은 기준금리 인상이 마무리된 반면, 유로 지역은 2020년경 통화정책 정상화를 시작할 것으로 예상됨에 따라 유로화가 강세를 나타낼 전망
 - 달러지수는 구성 비율상 EUR/USD 환율과 높은 상관관계
 - 다만, 무역분쟁 격화 등에 따른 금융시장 불안 및 투자자들의 위험회피 성향 확대는 달러지수 하락을 제한하는 요인으로 작용할 가능성
 - 글로벌 금융시장의 위험회피도⁹⁾가 증가하면 달러는 강세를 보이는 경향

〈그림 II-51〉 달러지수와 위험선호도



주 : MSCI EM은 역순으로 표시, 월별 평균값
자료: Bloomberg

〈그림 II-52〉 달러지수와 EUR/USD 환율 추이



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

9) 위험선호도 지표로 MSCI EM 지수(emerging market 주식 지수, 환율 효과 제외) 사용

나. 원달러 환율 전망

1) 2019년 원달러 환율 동향 분석

□ 원달러 환율은 2019년 달러 강세와 수출 부진으로 상승세를 이어갔으며, 성장세 우려가 심화된 4월 15일 이후부터 가파른 상승세 보이며 1,190원대 진입

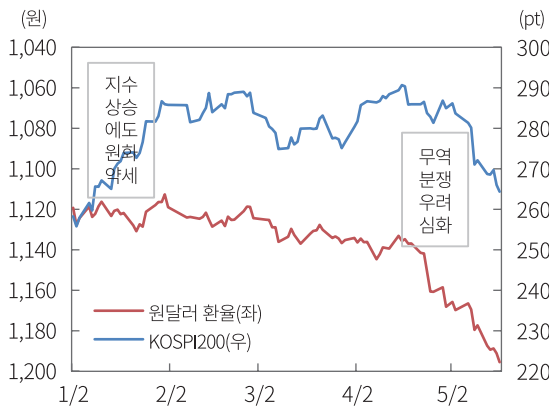
— 원달러 환율은 2019년 글로벌 주식시장의 호조 분위기에도 달러지수와 동조하여 상승

- KOSPI지수 상승과 외국인 자금 유입에도 불구하고 1분기 수출 부진과 성장세 둔화 우려 영향으로 추정

- 4월 중 1분기 성장률(-0.3%) 발표 전후로 원달러 환율 상승세 확대

— 미중 무역분쟁이 악화된 5월중 글로벌 위험회피 분위기와 성장률 하락 우려 영향으로 원달러 환율은 위안화, 호주달러와 동조화 되며 1,190원대 진입

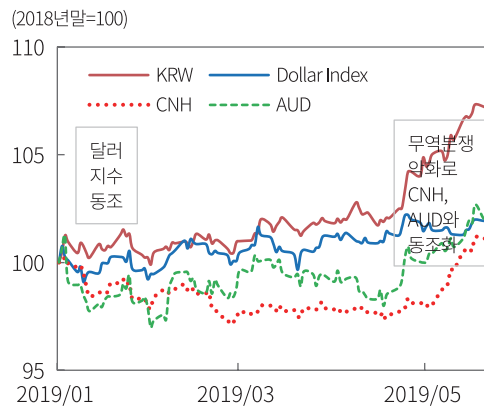
〈그림 II-53〉 달러지수와 위험선호도



주 : 원달러 환율은 축을 반대방향으로 표시

자료: Bloomberg

〈그림 II-54〉 달러지수와 EUR/USD 환율 추이



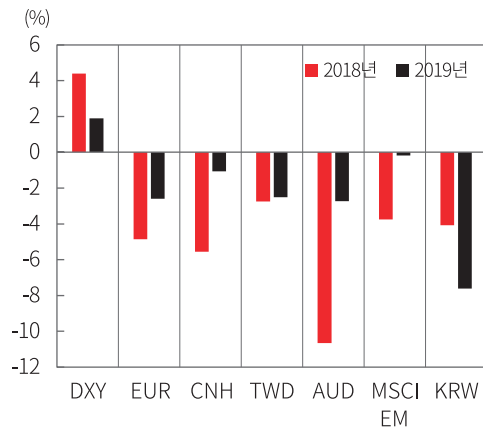
주 : 2018년말 값을 100으로 표준화

자료: Bloomberg

□ 2018년에 이어 주요 통화들이 달러대비 약세를 보이는 가운데, 2019년 원화 약세(원 달러 환율 상승)가 두드러진 상황

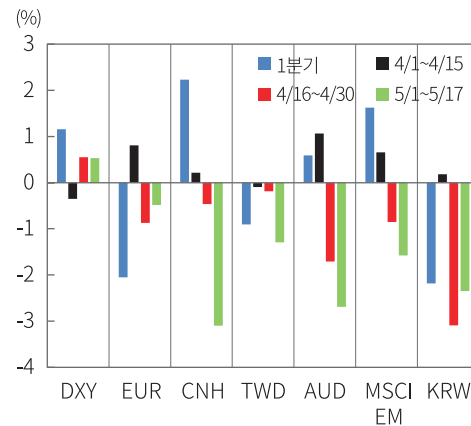
- 1분기중 무역분쟁 완화와 글로벌 주식시장 호황 분위기에도 불구하고 원화는 약세 흐름
 - 미중 무역분쟁 영향으로 지난해 큰 약세를 보였던 위안화 및 호주달러가 1분기중 강세를 보였으나, 원화는 유로존 성장 둔화에 따른 달러 강세 영향을 받으며 약세(원달러 환율 상승)를 지속
- 4월 수출 및 성장세 회복 기대로 국내 주식시장 상승과 함께 원달러 환율도 안정(4.1~4.15일)되었으나, 1분기 성장률 발표 이후 다시 환율 상승세가 심화
- 5월 무역분쟁 악화와 글로벌 위험회피 분위기에서 원화는 위안화 및 호주달러와 함께 통화 가치가 크게 절하(원달러 환율 상승)

〈그림 II-55〉 2018년, 2019년 주요 통화 절상률 〈그림 II-56〉 2019년 시기별 주요 통화 절상률



주 : 2019년은 5월 17일 환율 기준으로 절상률 표시(음수는 해당 통화 약세를 의미)

자료: Bloomberg



주 : 음수는 해당 통화 약세를 의미

자료: Bloomberg

2) 원달러 환율 변화의 주요 요인

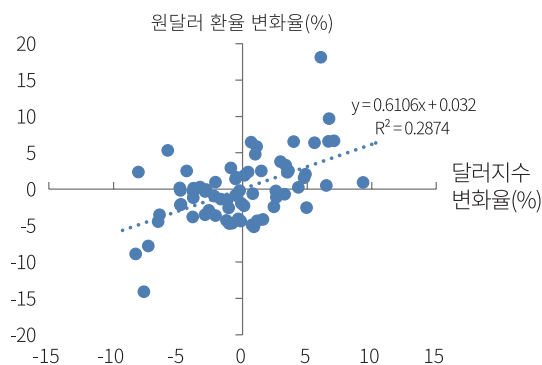
□ 원달러 환율은 국내 경기 상황과 연관되어 경기 확장 시기에 하락(원화 강세)하는 반면, 둔화 시기에서는 상승(원화 약세)하는 경향

— 과거 원달러 환율은 경기순환상 저점에서 확장 국면까지 성장세 회복 기대로 하락(원화 강세) 추세

□ 원달러 환율은 대외적으로는 달러지수 및 글로벌 금융시장 위험 선호도에 의해 주로 결정

— 원달러 환율은 달러지수와 같이 동반 등락하는 한편, 글로벌 금융시장의 위험 선호도가 증가하면 하락하는 경향

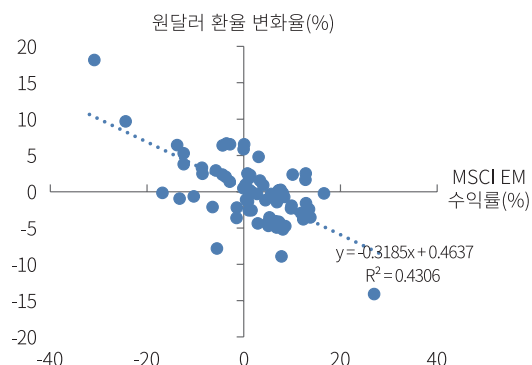
〈그림 II-57〉 원달러 환율과 달러지수



주 : 2001년 1Q~2018년 3Q, 분기 변화율

자료: Bloomberg

〈그림 II-58〉 원달러 환율과 MSCI EM지수



주 : 2001년 1Q~2018년 3Q, 분기 변화율

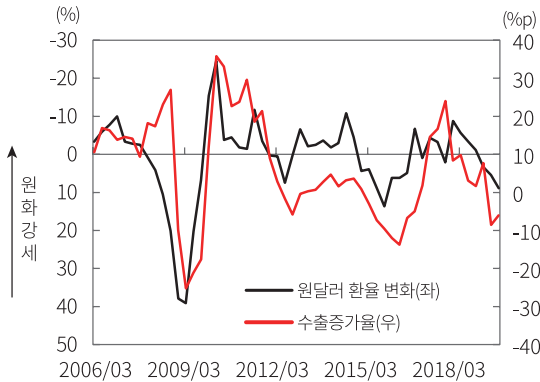
자료: Bloomberg

□ 원달러 환율 변화에서 대외 금융시장 요인(달러지수 및 금융시장 위험선호도)을 제외한 국내 요인은 국내 성장률 및 수출 증가율과 밀접한 관계

— 2019년 원달러 환율 상승은 주로 수출 부진(1분기 전년동기대비 -8.5%)과 성장세 둔화 등 국내 요인의 영향으로 추정

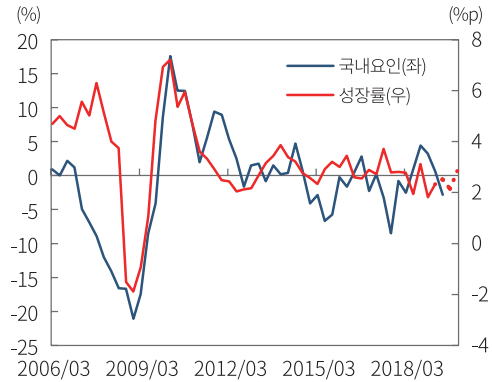
- 수출증가율이 2009년 이후 최저(-13.7%)를 기록했던 2016년 1분기중 원달러 환율은 1,240원까지 상승¹⁰⁾

〈그림 II-59〉 원달러 환율 변화¹⁾와 수출증가율²⁾ 〈그림 II-60〉 원달러 환율 국내요인¹⁾과 성장률²⁾



주 : 1) 분기 변화율의 4분기 이동평균(연율화)
2) 전년동기대비 증가율

자료: Bloomberg, 자본시장연구원



주 : 1) 원달러 환율 변화율을 대외요인(달러지수 및 MSCIEM 변화율)으로 회귀분석한 잔차의 4분기 이동평균(연율)
2) 전기대비 4분기 이동평균(연율)한 값을 1분기 후행, 점선은 성장률 전망치 반영

자료: Bloomberg, Datastream, 자본시장연구원

3) 2019년 하반기 원달러 환율 전망

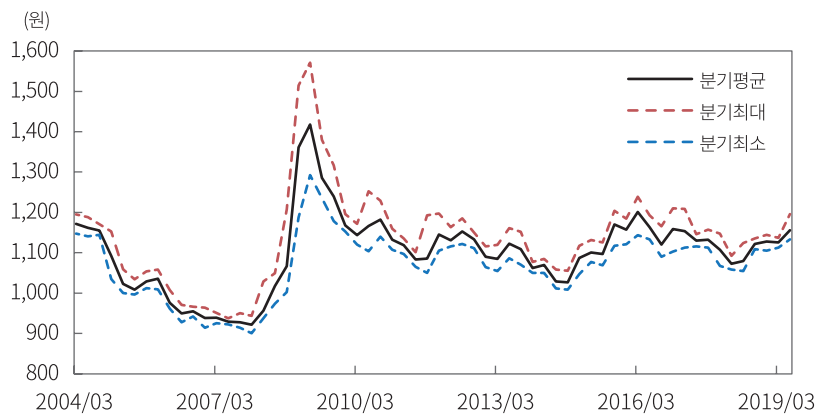
□ 2019년 하반기 원달러 환율은 일정 범위에서 횡보하는 추세를 예상

- 국내 경기순환 국면상 2019년 하반기는 저점 국면을 지날 것으로 예상되는 만큼, 원달러 환율 상승세는 제한될 전망
 - 역사적으로 저점 국면에서 성장세 회복 기대로 원달러 환율이 하락세를 보였으나, 하반기는 국내 경제의 뚜렷한 회복세를 기대하기 어려운 상황으로 과거와 같은 수준의 환율 하락은 어려울 전망
 - 일시적 등락이 있더라도 원달러 환율은 분기평균으로 1,200원(2009년 이후 분기평균 환율의 고점은 2016년 1분기 1,201원) 이하 유지를 예상

10) 중국 경기침체로 인하여 글로벌 주식시장도 조정

- 단기적으로 미중 무역분쟁이 완화될 경우 무역분쟁 재점화 후(5월중) 원달러 환율 상승분 범위에서 환율이 하향 조정될 것으로 기대(1,160원)
- 미중 무역분쟁의 격화로 금융시장 불안 발생시 원달러 환율의 추가 상승 우려
 - 위험회피 분위기가 확산되면서 원화약세 요인으로 작용하며, 또한 국내 성장률 하락으로 인한 환율 상승세 지속 예상
 - 국내 수출 둔화와 중국 경기 침체로 인한 금융시장 불안 시기였던 2016년 1분기중 원달러 환율은 1,240원까지 상승

〈그림 II-61〉 원달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 자본시장연구원

KCMI

참고문헌

참고문헌

자본시장연구원, 2018, KCMI 경제 및 자본시장 전망.

조동철, 2019, 물가안정과 금융안정, 기자간담회 발표자료, 5.8.

Amiti, M., Redding S.J., Weinstein, 2019, The Impact of the 2018 Trade War on U.S. Prices and Welfare, NBER working paper 25672.

Adrian, T., Crump, R., Moench, E., 2013a, Pricing term structure with linear regression, *Journal of Financial Economics* 110(1), 110–138.

Adrian, T., Crump, R., Moench, E., 2013b, Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics.

Ahn, D._H., Min, B._K., 2011, In search of the missing link: A new perspective on the predictability of stock returns, Working Paper, Seoul National University.

Ang, A., Ulrich, M., 2012, Nominal bonds, real bonds and equity, Working Paper, Columbia University.

Bauer, M.D., Mertens, T.M., 2018, Information in the yield curve about future recessions, *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter* 2018–20.

Caporale, G.M., Onorante, L., Paesani, P., 2010, Inflation and inflation uncertainty in the Euro area, European Central Bank Working Paper Series No. 1229.

Cieslak, A., Povala, P., 2015, Expected returns in treasury bonds, *Review of Financial Studies* 28(10), 2859–2901

Dai, Q., Singleton, K.J., 2002, Expectation puzzles, time-varying risk premia and affine term structure models, *Journal of Financial Economics* 63(3), 415–441.

- Engle, R.F., Lee, 1999, A long-run and short-run component model of stock return volatility, In *Cointegration, causality, and forecasting: A Festschrift in Honour of Clive W. J. Granger*, 475–497, Oxford University Press.
- Engle, R.F. and K.F. Kroner, 1995, “Multivariate simultaneous generalized ARCH,” *Econometric Theory* 11(1), 122–150.
- Golob, J.E., 1994, Does inflation uncertainty increase with inflation?, *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, Third Quarter.
- International Monetary Fund, 2018, *World Economic Outlook*, October.
- Krustev, G., 2019, The natural rate of interest and the financial cycle, *Journal of Economic Behavior and Organization*, forthcoming.
- Lloyd, S., 2018a, Estimating nominal interest rate expectations: Overnight indexed swaps and the term structure, Bank of England Staff Working Paper No. 763.
- Lloyd, S., 2018b, Overnight index swap market-based measure of monetary policy expectations, Bank of England Staff Working Paper No.709.
- Piazzesi, M., Swanson, E.T., 2008, Futures prices as risk-adjusted forecasts of monetary policy, *Journal of Monetary Economics* 55, 677–691.
- Sack, B., 2004, Extracting the expected path of monetary policy from futures rates, *Journal of Futures Markets* 24(8), 733–754.
- Shiller, R., Campbell, J.Y., Schoenholtz, K.L., 1983, Forward rates and future policy: Interpreting the term structure of interest rates, *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 173–223.
- Stock, J.H., Watson, M.W., 2007, Why has U.S. inflation become harder to forecast?, *Journal of Money, Credit, and Banking* 39(1), 3–33.
- Stock, J.H., Watson, M.W., 2016, Core inflation and trend inflation, 2016, *Review of Economics and Statistics* 98(4), 770–784.

- Ulrich, M., 2013, Inflation ambiguity and the term structure of U.S. government bonds, *Journal of Monetary Economics* 60(2), 295–309.
- United Nations, 2016, Classification by Broad Economic Categories, Statistical Papers Series M No. 53, Rev. 5.
- Wright, J.H., 2011, Term premia and inflation uncertainty: Empirical evidence from an international panel dataset, *American Economic Review* 101(4), 1514–1534.
- 中金公司, 2019, 中金:今年的减税降费政策有何不同?, 2019.4.29.

KCMI 경제 및 자본시장 전망

등록일자 : 2018년 7월 24일

등록번호 : 영등포 사00038

발 행 일 : 2019년 6월 5일

발 행 인 : 박영석

편 집 인 : 강현주

발 행 처 : 한국자본시장연구원

전 화 : (02) 3771-0600

팩 스 : (02) 786-7570

주 소 : 우) 07332 서울시 영등포구 의사당대로 143

홈페이지 : www.kcmi.re.kr