경제 및 자본시장 전망

2020년 상반기

자본시장연구원

Contents

요약 1

Ⅰ. 경제 및 통화정책 전망 9

1. 주요국 경제 전망 9
2. 국내 경제 전망 17
3. 통화정책 전망 21

Ⅱ. 자본시장 전망 25

1. 한·미 금리 전망 25
2. 한·미 주식시장 전망 36
3. 원달러 환율 전망 48

참고문헌 57

KCMI

1. 거시경제 및 통화정책 전망

□ 코로나19의 글로벌 감염확산이 향후 주요국 성장경로에 미치는 영향을 감안하여 금번 전망에서는 다음과 같은 2개의 시나리오를 상정

— 기본 시나리오: 대규모 2차 확산 없이 완만한 소강상태 진입

— 2차 감염확산: 9월 이후 재확산되어 4분기중 신규 확진이 큰 폭으로 늘어나 선진국을 중심으로 대규모 봉쇄조치 재개

□ 미국(2020년 −5.7%)은 2분기중 큰 폭의 침체 이후 고용부진 지속으로 완만한 회복세가 예상되며 중국(+2.0%)은 대내외 수요 부진에 대해 적극적 경기부양책으로 대응할 전망

□ 국내 경제는 코로나19 감염확산에 따른 내수와 수출의 동반 부진으로 금년중 역성장(−0.8%)할 것으로 예상

— 금년 2분기를 저점으로 완만한 회복세가 예상되나 2차 감염확산(−1.9%)의 경우 저점이 4분기로 이연

— 2021년 성장률은 3.4%로 예상되나 여전히 잠재GDP를 하회하는 수준

국내 경제성장률 전망 요약

2019년	2020년		2021년	
	기본 시나리오	2차 감염확산	기본 시나리오	2차 감염확산
2.0%	−0.8%	−1.9%	3.4%	1.3%

□ 한국은행은 금년 하반기중 추가로 한 차례 기준금리를 인하할 것으로 예상(2020년~2021년 0.25%)

— 국내 성장경로 및 물가전망(2020년 0.4% → 2021년 1.1%)을 감안한 적정 기준금리는 0% 수준으로 추정

— 2차 감염확산시 가계 및 기업 부채 불안 우려에 대응하여 회사채 및 은행채의 하단인 국채금리를 안정화하기 위해 양적완화를 도입할 필요

2. 한·미 금리 전망

□ 2020년 상반기 국내금리는 높은 변동성을 동반한 가운데 하락세를 시현하였으나, 하락폭은 주요국에 비해 낮은 수준

— 기준금리 인하 및 안전자산 선호 등은 금리 하락요인으로 작용한 반면, 국채발행 증가 등 수급요인은 금리 상승을 유발

□ 통화정책은 하반기에도 금리 하향안정화에 기여할 것으로 전망되는 반면, 국채발행 증가는 기간 프리미엄 확대를 통해 금리 상승요인으로 작용할 전망

— 통화정책에 대한 기대(위험조정금리)는 하반기에도 상승압력이 크지 않은 상황

— 수급측면에서 국고채 발행이 큰 폭으로 증가하여 기간 프리미엄이 확대되며 금리 상승이 불가피할 전망으로 한은의 적극적 국채매입이 필요

□ 하반기 국내 금리는 한국은행의 적극적 국채매입을 전제로, 3년물 0.6%(3분기) → 1.1%(4분기), 10년물은 1.0% → 1.6%를 예상

— 추가 기준금리 인하가 예상되는 3분기까지 하락세를 유지할 전망으로 한은이 국채매입을 통해 금리 상승을 억제할 것으로 예상

— 4분기에는 경기반등을 반영하며 상승세로 전환될 전망이나, 낮은 물가 및 잠재성장률을 하회하는 경기회복세를 감안할 때 상승폭은 크지 않을 것으로 예상

— 다만, 코로나19 2차 확산 또는 미중 무역분쟁이 재부각될 경우 금리 하단이 낮아질 전망이며, 한은도 양적완화 수단으로서 국채매입을 고려할 것으로 예상

□ 상반기 미국 금리는 3월 중순까지 급등락한 후, 연준의 무제한 국채매입으로 하향안정화

— 3월 중순까지는 큰 폭의 기준금리 인하에도 장기금리가 급등락

— 3월 하순부터는 연준의 무제한 국채매입정책 시행으로 0.6~0.8% 범위에서 안정세를 유지

□ 변동성이 확대되는 가운데, 10년물 기준 0.6~1.2%의 범위에서 형성될 전망

— 코로나19 불확실성, 거시지표 및 주가 변화에 따라 금리 변동성이 확대될 전망

— 다만, 필요 시 연준의 국채매입 확대로 금리 상단이 제한될 전망이며, 코로나19 및 미중 무역분쟁이 재차 확산되지 않는 한 추가 금리 하락 여지도 제한

3. 한·미 주식시장 전망

□ 2020년 코로나19 감염확산으로 급락했던 KOSPI지수는 해외 주요 지수 대비 상대적으로 양호한 성과를 보이며 2019년말 수준을 회복

— 코로나19 감염확산이 진정되고, 주요국의 확장적인 재정 및 통화정책과 경제활동 재개 기대로 KOSPI 지수는 반등에 성공

— 타국가 대비 안정적인 국내 방역 상황도 지수 상승에 긍정적인 영향을 끼친 것으로 추정

□ 국내 주식시장은 상승세를 유지할 것으로 전망(KOSPI지수 2,050~2,350포인트)

— 국내외 경제활동 재개로 예상되는 하반기의 경기 정상화는 상당부분 주가에 선반영된 것으로 추정되며 지수의 추가 상승은 제한적일 것으로 예상

— 풍부한 글로벌 유동성과 주요국의 통화 및 재정정책 효과는 지수의 추가 상승에 도움이 될 것으로 예상

— 주요국 대비 양호한 방역성과로 실물경제 타격이 상대적으로 적은 점은 향후 경기 및 주가 회복에 긍정적 영향

□ 대외적인 위험요인은 국내 주식시장의 조정요인으로 작용

— 2차 감염확산으로 국내뿐 아니라 글로벌 경제 회복 과정에 차질이 발생한다면, 수출 위주의 국내 경제 및 주가지수에 부정적으로 작용

— 미중 무역분쟁의 재부각 또는 코로나19 이후 경제상황이 안정되면서 관세나 출구전략 등으로 국가간 갈등 발생은 국내 주식시장의 조정 요인으로 작용

□ 2020년 코로나19 감염확산으로 큰 조정을 겪은 미국 주식시장은 반등에 성공하며 2019년말 수준을 회복

— 3월 코로나19 감염확산이 심화되면서 미국 주식시장은 큰 폭의 조정

— 적극적인 재정 및 통화정책으로 금융시장 불안이 진정되고, 백신 개발 및 경제활동 재개 기대로 미국 주식시장은 반등

□ 미국 주식시장은 상승세를 유지할 것으로 전망(S&P500지수 3,000~3,400포인트)

— 경제활동 재개로 예상되는 하반기의 경기 정상화는 상당부분 주가에 선반영된 것으로 추정되어 지수의 추가 상승폭은 제한적일 것으로 예상

— 미연준의 통화정책과 유동성 공급, 정부의 재정정책 효과는 추가적인 지수의 상승에 도움이 될 것으로 예상

— 다만, 코로나19 재확산 또는 미중 무역분쟁의 재부각은 주식시장의 조정 요인으로 작용

4. 원달러 환율 전망

□ 2020년 원달러 환율은 코로나19 감염확산으로 급등하였으나, 금융시장 불안이 진정되고 경제활동 재개가 가시화되면서 하락 안정

— 코로나19로 인한 금융시장 불안과 글로벌 실물경제 침체는 수출 비중이 큰 국내 경제와 원달러 환율에 부정적인 요인으로 작용

□ 원달러 환율은 하향 안정화될 것으로 전망(1,160원~1,240원)

— 금융시장 위험회피의 완화와 각국의 경제활동 재개로 달러 강세의 진정세

— 하반기 중 잠재성장률 수준으로 국내 성장세가 회복될 것으로 예상되며, 수출은 전년대비로는 크게 부진하겠지만, 2분기에 저점을 찍고 3분기부터 하락세가 감소할 것으로 기대

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

— 다만, 코로나19 재확산 또는 미중 무역분쟁의 재부각은 원달러 환율의 추가적인 상승요인으로 작용

KCMI

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

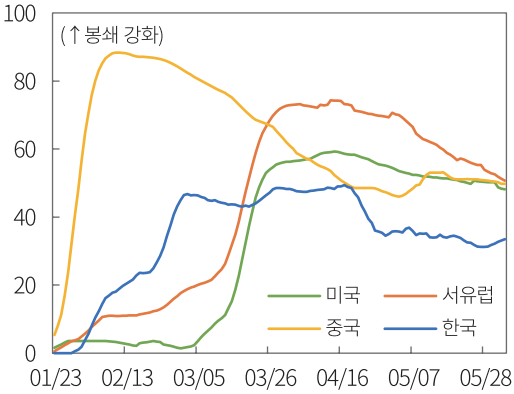
□ 2019년 미중 무역분쟁에서 회복중이던 글로벌 경제활동은 전세계적 코로나19 감염 확산으로 갑작스레 중단('Sudden Stop')

— 감염확산에 대응하여 주요국은 사회적 거리두기를 도입하면서 필수적인 경제활동을 제외한 대부분의 일상 활동을 제약함에 따라 경제적 피해가 제조업보다는 서비스업에 집중

• 2019년은 무역분쟁에 따른 제조업 중심의 부진이었던 반면 2020년에는 민간소비 및 서비스업 중심의 충격

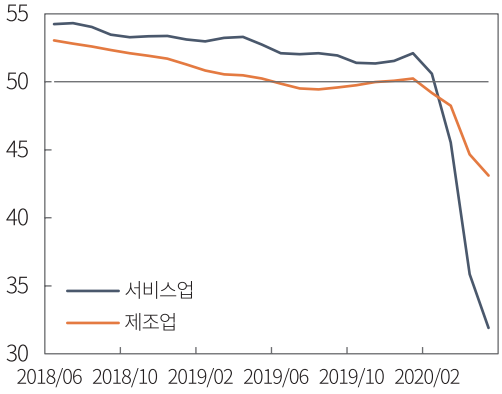
— 코로나19가 처음 확산된 이후 전면 봉쇄조치를 단행한 중국의 구매관리자 지수(PMI)가 2월중 급락한 데 이어 미국과 유로지역으로 감염이 확산됨에 따라 해당국의 PMI 또한 큰 폭으로 감소

〈그림 I-1〉 주요국의 경제활동 봉쇄지수



자료: Goldman Sachs

〈그림 I-2〉 글로벌 제조업 및 서비스업 PMI

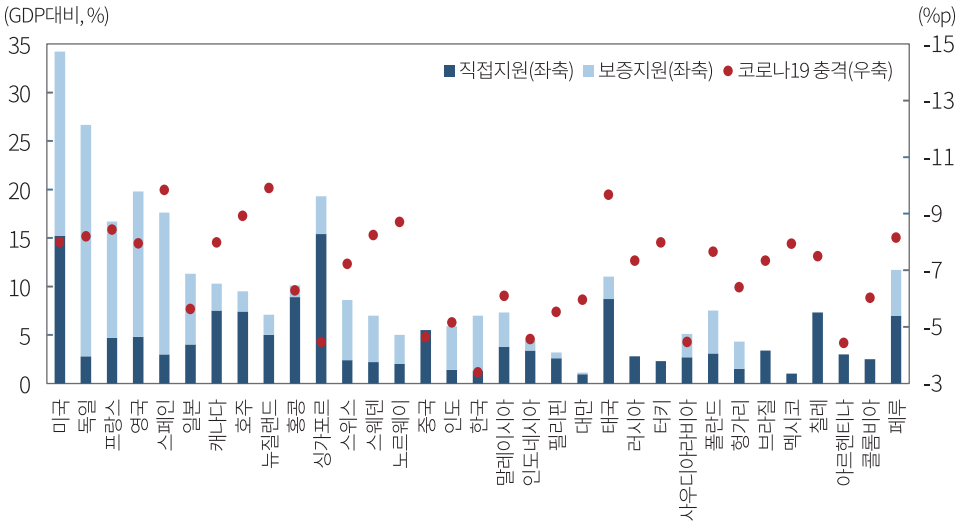


주 : 50 이상은 확장을 의미. 3개월 이동평균
자료: JP Morgan, Bloomberg

□ 코로나19에 대응하여 각국은 전례 없는 수준의 재정지출 확대 및 완화적 통화정책을 단행

— 각국의 재량적 재정지출 확대규모는 전세계 GDP의 6.4%로 추정되며 향후 경기회복 속도에 따라 추가적인 대책이 도입될 가능성

〈그림 I-3〉 각국의 재정지출 규모 비교



주 : 5월말 기준. 코로나19 충격은 IMF의 2019.10월과 2020.4월의 성장률 전망 변경치. 중국은 추정치

자료: IMF, Goldman Sachs, 자본시장연구원

— 미 연준은 기준금리를 0% 수준으로 인하하고 다양한 유동성 지원정책을 도입하는 한편 무제한 양적완화를 통해 5월말까지 2.9조달러의 자산(GDP의 14.6%)을 매입

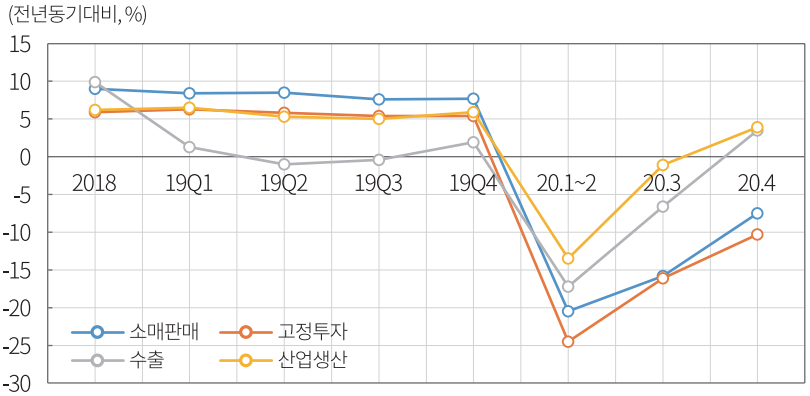
• 유럽중앙은행 또한 팬데믹긴급자산매입프로그램(PEPP) 등을 통해 9,300억 유로(GDP의 8.4%)를 매입

— 신흥국 중앙은행들도 기준금리를 제로금리 수준으로 인하하는 한편 국채 등을 매입하는 양적완화를 도입하거나 외환시장 개입을 통해 자국 통화가치의 하향 안정을 유도

• 양적완화 도입 국가로는 남아프리카 공화국, 폴란드, 헝가리, 터키, 브라질 및 콜롬비아 등이 대표적

□ 코로나19의 충격이 가장 먼저 발생한 중국 경제는 3월 이후 경제활동 재개로 생산 및 수출은 빠르게 회복중인 반면 내수 회복은 더딘 상황

〈그림 Ⅰ-4〉 중국의 주요 지표

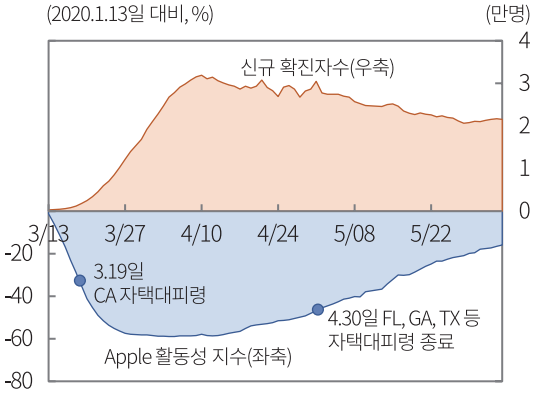


자료: Datastream

□ 한편 미국은 3~4월중의 가파른 경기 급락세가 최근 들어 진정되고 있는 상황

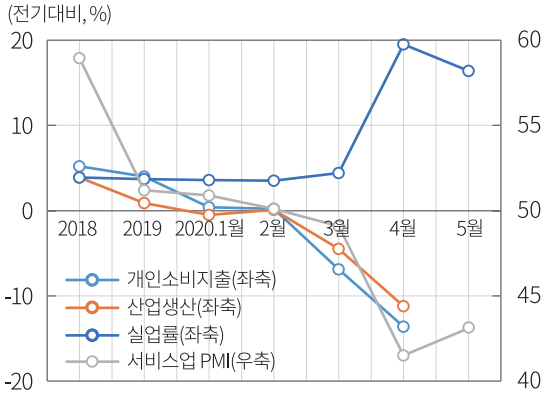
— 4월말 이후 플로리다 등 일부 대형 주들을 중심으로 자택대피령이 종료되면서 경제활동이 재개됨에 따라 고용사정이 개선되고 서비스업 경기가 반등 조짐

〈그림 Ⅰ-5〉 미국 신규 확진자 및 활동성



자료: Worldometers, Apple

〈그림 Ⅰ-6〉 미국 주요 경제지표



자료: Datastream

나. 글로벌 감염확산 시나리오

□ 코로나19의 감염확산이 향후 주요국 경제성장에 미치는 영향을 감안하여 금번 전망에서는 감염확산이 점차 소강 국면으로 진입한다는 기본 시나리오 외에 금년 4분기 중 2차 감염확산이 발생하는 경우로 나누어서 분석

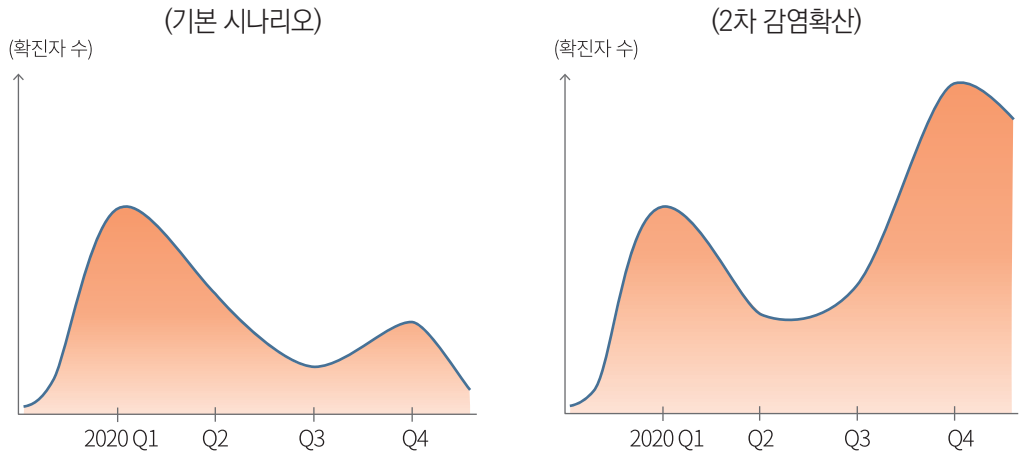
— 기본 시나리오는 대규모 2차 확산 없이 코로나19가 완만한 소강상태에 진입할 것으로 가정 (Moore, Lipsitch, Barry & Osterholm, 2020)

- 과거 1918년 독감이 뚜렷한 계절성을 나타낸 것과 달리 최근 코로나19는 계절과 무관하게 전지구적으로 확산
- 마스크 착용확대 및 사회적 거리두기와 같은 경계감이 지속되면서 1차 확산과 같은 대규모 감염확산이 재차 도래하지 않을 것으로 판단

— 반면 2차 감염확산 시나리오는 북미 및 서유럽 학교들의 학기가 시작되는 9월 이후 신규 확진이 늘어나 4분기중 대규모 봉쇄조치가 재개되어 경제적 비용이 발생(<참고 1> 참조)하는 것을 가정 (Baqaee, Farhi, Mina & Stock, 2020)

- 국내를 제외한 주요국의 감염확산에 따른 봉쇄조치로 3분기말 ~4분기중 대외수요가 감소하는 상황을 가정하여 분석

〈그림 I-7〉 글로벌 감염확산 시나리오



〈참고 1〉

코로나19에 따른 봉쇄조치의 경제적 비용

□ 미국의 당초 성장률 전망과 실제(또는 예상) 성장률을 비교하여 봉쇄기간에 따른 경제적 비용을 시산해보면 주당 전기대비 연율로 4% 수준으로 추정

	당초 전망[1] (A)	실적(또는 예상) (B)	충격 (B-A)	봉쇄기간[2] (주)	주당 경제적 비용
1분기	2.0%	-4.8%	-6.8%p	2	-3.4%p
2분기	1.9%	-39.0%	-40.9%p	9	-4.5%p

주: 1) 2019.11월 전망

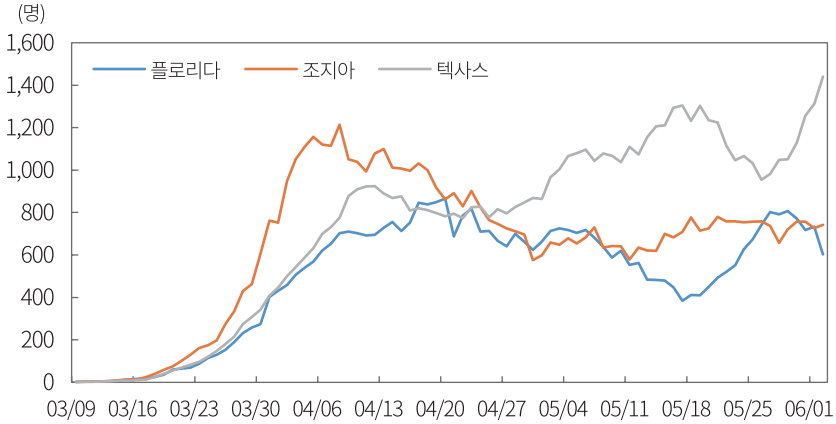
2) 1분기는 캘리포니아에서 자택금지령이 공표된 3.19일 이후, 2분기는 대부분의 주에서 자택금지령이 종료된 6월 첫주까지

□ 한편 경제활동을 조기에 재개한 미국내 주별 감염확산 양상은 다소 엇갈린 모습

— 조지아의 경우 신규 감염확진자가 정체된 것으로 보이나 텍사스는 5월 하순 이후 뚜렷한 상승세

— 5월 이후 코로나19 검사가 크게 늘어난 데 일부 기인하는 것으로 판단되며 최근 인종차별 시위에 따른 재확산 가능성도 상존

〈그림 Ⅰ-8〉 미국 주요 주별 신규 확진자 추이



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

자료: Johns Hopkins CSSE

다. 주요국 경제전망

□ 미국은 2분기중 큰 폭의 침체 이후 고용 부진으로 완만한 회복세를 나타낼 것으로 예상(2020년 −5.7% → 2021년 3.9%)

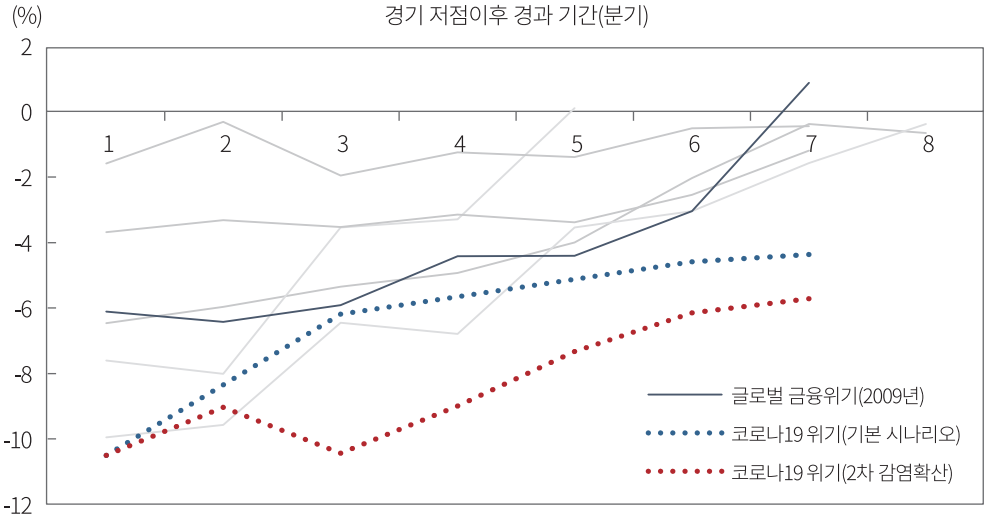
— 감염확산이 크게 둔화되지 못한 만큼 부문별로 순차적인 경제활동 재개가 이뤄질 것으로 보여 경기 회복의 제약요인으로 작용할 것으로 판단

— 이에 따라 코로나19 충격이 매우 단기적이었으나 충격의 강도가 매우 커 고용사정에 장기적 영향을 초래할 가능성(Sablik & Schwartzman, 2020)

• 실제 GDP와 잠재 GDP간의 차이를 나타내는 GDP갭을 살펴보면 금번 코로나19의 충격은 1982년 볼커 디스인플레이션이나 2009년 글로벌 금융위기 당시를 크게 상회

• 2020년 4분기중 실업률은 9.3%(2020년 6월 FOMC 점도표)~11.5%(미 의회 예산처)에 머물 것으로 예상

〈그림 I-9〉 1970년대 이후 미국의 경기 회복기 GDP갭



주 : GDP갭 = (실제 GDP − 잠재 GDP)/잠재 GDP. 코로나19위기의 마지막 전망치는 2021Q4. 2차 감염확산은 9월 이후 재확산되어 미국 경제가 봉쇄되는 경우를 상정

자료: FRED, 자본시장연구원

□ 반면, 중국은 내수회복 지연 및 대외 수요 부진에 대해 적극적 경기부양으로 대응할 전망(2020년 2.0% → 2021년 8.5%)

— 2020년 전인대 정부업무보고에서 예년과 달리 성장률 목표가 제시되지 않은 가운데 취업자수나 재정적자 등 여타 목표 수준에 반영된 암묵적 성장률 목표는 3% 후반 수준으로 추정

• 금년 재정적자 목표를 명목 GDP의 3.6% 또는 3.76조위안으로 공표한 점을 감안하면 명목 GDP 성장률을 5.4%로 예상하고 있으며 지난해 수준의 GDP 디플레이터(1.6%)를 적용하면 실질 GDP 성장목표는 3.8%로 시산

• 전년의 취업자수와 성장률 목표간 관계를 감안하면 금년 취업자수 증가목표인 900만명은 4%를 소폭 상회하는 수준

— 전인대의 성장목표가 통상 현실화된 경우가 많았으나 1분기 매우 큰 폭의 성장률 부진을 감안하면 현실적으로 이를 달성하기는 어려운 것으로 판단

〈표 Ⅰ-1〉 중국의 주요 경제지표 목표

	2018년		2019년		2020년
	목표	실적	목표	실적	목표
경제성장률	6.5% 내외	6.7%	6~6.5%	6.1%	미제시
취업자수	1,100만명 이상	1,361만명	1,100만명 이상	1,352만명	900만명
재정적자	2.6%	4.7%	2.8%	6.4%	3.6% (3.76조위안) 이상

자료: 중국 국무원, IMF

— 다만 그만큼 중국 정부의 코로나19 충격에 대한 실물경제 둔화에 대한 우려가 엄중하며 지난해에 비해 정부가 적극적인 경기부양 스탠스로 전환할 것임을 시사하는 것으로 해석

• 부채관리 및 공급개혁을 위해 중국 정부가 성장둔화를 용인함에 따라 2019년에는 무역분쟁에도 불구하고 재정지출이나 통화정책 완화가 2015년 위기 당시에 비해 충분치 않았던 상황(자본시장연구원, 2019)

□ 최근 코로나19 사태를 계기로 미중의 대결구도가 재차 격화되고 있으나 양국의 경제상황 악화로 각국이 대규모 재정지출 및 완화적 통화정책을 동원하고 있는 점을 감안하면 단기간내 2019년과 같은 관세부과로 확전되지는 않을 전망

— 2020년 1월 타결된 무역합의에 따라 중국은 향후 2년에 걸쳐 대미 수입을 대폭 확대해야 하나 코로나19 충격에 따른 경기 둔화로 이행하기 쉽지 않아 협상 파기 등 무역협정에 대한 불확실성이 점증

• 코로나19충격으로 금년 1~5월중 중국의 대미 수입액은 2017년 동기대비 27.3% 감소

〈표 I-2〉 미중 1단계 무역합의에 따른 중국의 대미 수입 목표

(단위: 억달러)

2017년	추가 수입목표	
	2020년	2021년
상품: 1,300 서비스: 560	767	1,233

자료: USTR

— 또한 미국은 반도체·통신장비 등 첨단기술의 대중 수출입에 대한 통제를 강화하는 한편 공적 연기금의 중국 증시 투자계획 연기와 함께 나스닥은 중국 기업에 대한 상장기준 강화를 추진중

• 미 상무부는 자국 뿐만 아니라 해외 기업에 대해서도 미국 기술이 사용된 반도체를 화웨이에 공급할 때 사전허가를 받도록 요구

• 미 의회는 중국 의존도가 높은 의료용품 및 희토류의 공급망 다각화를 지원하는 법안을 마련중

— 그러나 코로나19 충격으로 미국의 재량적 지출 확대(GDP대비 15%) 및 연준의 양적완화 등 대규모 정책비용이 소요되고 있는 점을 감안할 때 단기간내 2019년과 같은 전면전 무역전쟁의 가능성은 제한적

• 다만 기술·금융·군사·의료 및 대만-홍콩 등 다양한 부문에서 미중 패권경쟁이 진행중인만큼 지속적으로 세계 경제의 불안요인으로 부각될 것으로 예상

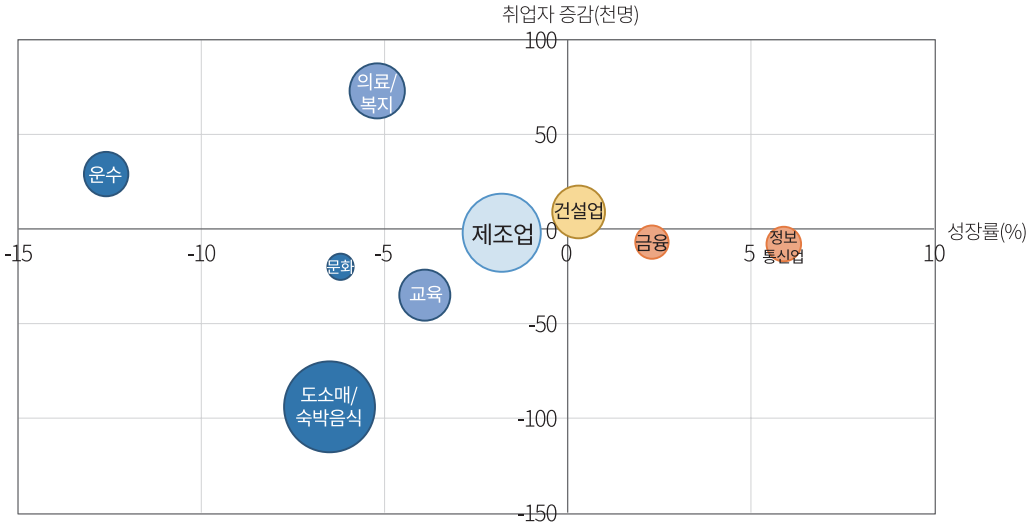
2. 국내 경제 전망

가. 최근 국내 경제 상황

□ 국내 경제는 금년초 완만한 회복세를 나타내다 1분기중 코로나19 충격으로 민간소비(전기대비 −6.5%) 및 서비스업(−2.7%)을 중심으로 크게 부진(−1.4%)

— 도소매·음식숙박 및 교육 서비스 등 고용비중이 큰 서비스업의 취업자가 감소하였으며 일시 휴직자(4월 +148만명)도 크게 확대

〈그림 Ⅰ-10〉 2020년 1분기 업종별 성장률 및 고용



주 : 취업자 증감 및 성장률은 전기대비(계절조정). 원의 크기는 2019년중 고용 비중을 반영
자료: 한국은행, 통계청, 자본시장연구원

□ 최근 들어 코로나19 감염확산 진정 및 정부의 긴급재난지원금 등으로 소비는 완만하게 개선되고 있으나 수출 부진은 지속

— 소상공인 신용매출 등의 고빈도 데이터를 살펴보면 4월초 재난지원금이 지원된 경기도를 시작으로 5월초 전국단위의 재난지원금 지급으로 소비 회복세는 뚜렷

• 통상 이전지출의 재정승수는 낮을 뿐만 아니라 재난지원금이 소득 차별 없이 지급된다는 비판에도 불구하고 사용처를 소상공인 등으로 제한함에 따라 궁극적으로 취약계층을 특정하여 지원(targetedness)하는 효과

〈표 I-3〉 이전지출 재정승수[1]에 대한 주요 연구 결과

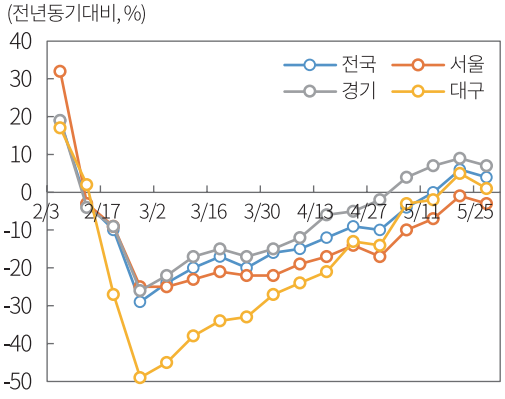
손민규·김대용·황상필(2013)[2]	0.26
박형수(2013)[3]	0.21
지정구·한경수(2016)	0.24
이강구·허준영(2017)	0.37

주: 1) 재정투입 당시의 지출 증가분 대비 당해연도 GDP 증가분
2) 한국은행 분기거시계량모형(BOK12) 재정모형
3) 조세연구원의 거시-재정모형을 통해 산출된 결과

— 반면 수출은 중국의 3월중 생산재개로 회복세를 나타내다가 미국 및 유럽 지역의 대외수요 부진으로 3월 하순 이후 부진한 흐름이 지속

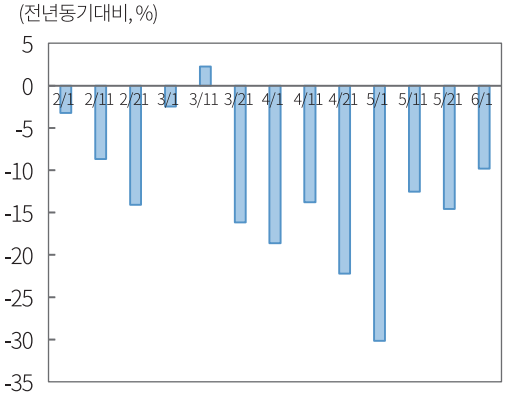
• 한국은행 기업경기조사에 따르면 제조업 수출전망은 금년 1월 88 → 4월 66 → 6월 50으로 하락

〈그림 I-11〉 소상공인 신용매출



자료: 한국신용데이터

〈그림 I-12〉 통관수출



주 : 10일 단위 일평균 통관수출
자료: 관세청

나. 경제 성장률 전망

□ 금년중 국내 경제는 역성장이 예상되는 가운데 성장경로의 불확실성이 매우 큰 상황(2020년 −0.8% → 2021년 3.4%)

— 코로나19에 따른 대내외 수요 부진으로 민간소비, 수출 등 지출항목이 모두 부진한 데 기인

• 2019.11월 전망과 비교하면 2020년 전망은 3.0%p 하향 조정하였으며 2021년 전망은 1.0%p 상향 조정

〈표 Ⅰ-4〉 경제 성장률 전망 (기본 시나리오 기준)

(단위: 전년동기대비, %)

	2019년	2020년			2021년
		상반기	하반기	연간	
GDP 성장률	2.0	−0.3 (−0.9)	−1.3 (0.2)	−0.8	3.4
민간소비	1.9	−3.6	−0.4	−2.0	3.6
건설투자	−3.1	−0.6	−5.5	−3.2	−1.1
설비투자	−7.7	2.8	−2.0	0.4	5.4
총수출	1.7	−0.5	−3.9	−2.3	3.9
총수입	−0.4	−1.1	−1.0	−1.0	3.6

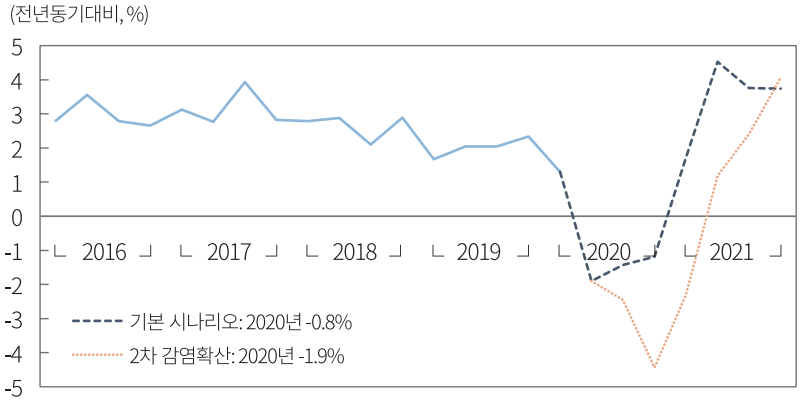
주: ( )내는 전기대비

□ 향후 성장경로는 기본 시나리오 하에서 금년 2분기를 저점으로 완만한 회복세가 예상되나 2차 감염확산의 경우 저점은 4분기로 이연될 전망

— 2021년에는 3% 중반 수준으로 회복될 전망이나 여전히 잠재GDP를 하회하는 수준

• 2차 감염확산의 경우 2021년 성장률이 1% 초반 수준으로 하락하여 회복세가 더딜 것으로 예상

〈그림 I-13〉 국내 성장경로



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

□ 전망치를 큰 폭으로 하향 조정한 가운데 성장경로의 상하방 불확실성이 확대

— 상방 불확실성: 코로나19 충격에 비례하여 하반기중 각국의 추가적인 경기 부양책이 발표되거나 5월 이후 경제활동 재개에 나선 선진국 경기가 예상보다 가파르게 회복될 가능성

— 하방 위험: 시나리오 분석에서 언급한 코로나19의 2차 감염확산 또는 미중 무역분쟁의 재점화 및 IT경기 회복 지연 등에 유의할 필요

• 또한 국내 요인으로 고용부진이 심화됨에 따라 가계부채의 원리금 상환이 어려워질 가능성도 상존

〈표 I-5〉 전망 위험요인

상방 불확실성(+)	하방 위험(-)
· 국내외 적극적 경기대응 · 경제활동 재개후 선진국 경기의 가파른 경기 회복	· 코로나19의 2차 감염확산 · IT경기 회복 지연 · 미·중 무역분쟁 재점화 · 고용부진에 따른 가계부채 악화

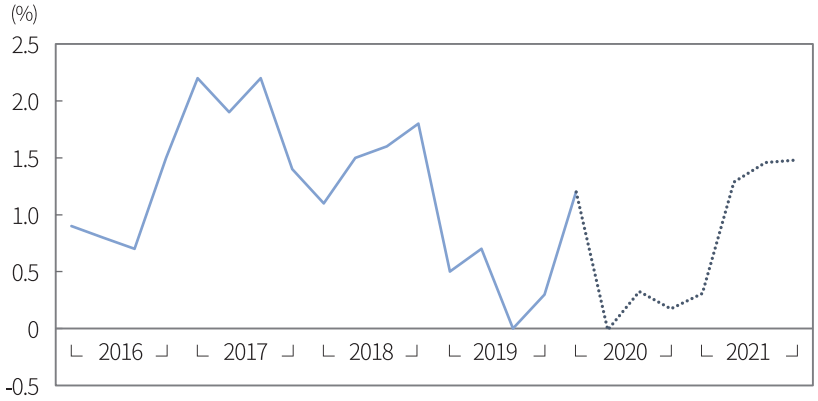
3. 통화정책 전망

□ 향후 국내 통화정책 여건과 관련하여 금년중 물가상승률은 큰 폭의 수요 부진 및 유가 하락으로 전년(0.4%) 수준에 머무를 것으로 예상

— 2021년에는 유가상승 및 경기회복에 힘입어 1% 초반 수준으로 회복될 전망

• 브렌트(Brent)유 가격은 2020년중 34달러에서 2021년중 48달러로 반등할 것으로 예상(EIA, 2020년 5월 전망)

〈그림 Ⅰ-14〉 물가상승률 추이 및 전망



□ 금년 하반기중 추가로 기준금리가 인하될 것으로 예상

— 과거 데이터를 바탕으로 추정된 통화정책 반응함수에 향후 성장경로 및 물가 전망을 대입해보면 2분기중 적정 기준금리는 0% 수준으로 추정

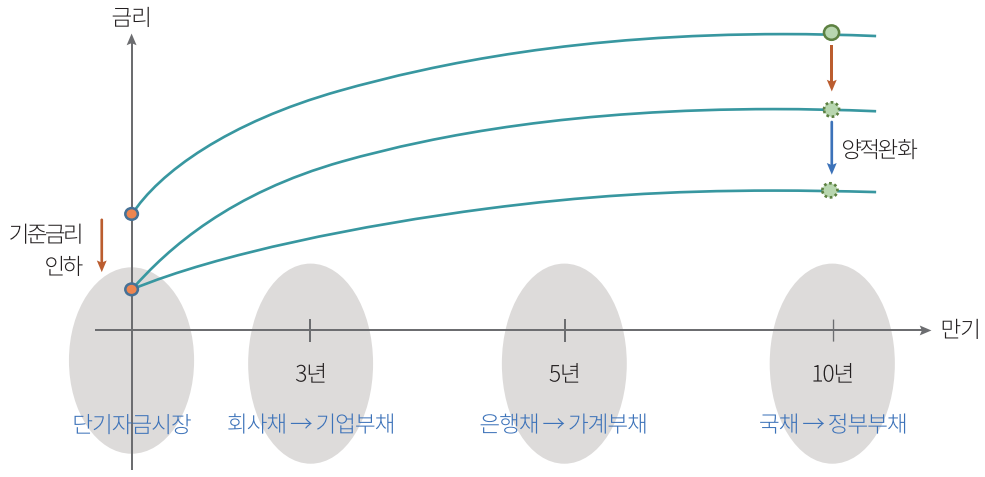
• 3월중 기준금리 인하를 반영하여 은행의 기업 여신금리가 하락하는 등 통화정책의 전달경로가 여전히 작동

• 향후에도 추가 금리인하를 통해 경기부양에 대한 통화당국의 의지를 전달하는 신호효과와 함께 추경에 따른 수급부담으로 상승하는 국채금리를 하락시키는 정책조합(policy mix)의 의미도 있겠음

— 또한 2차 감염확산으로 국내 성장경로가 크게 하향 조정될 경우 가계 및 기업부채 위험에 따른 금융시장 불안을 차단하기 위해 양적완화를 도입할 필요

- 가계 및 기업부채의 지표금리가 되는 은행채(5년물) 및 회사채(3년물)의 안정을 위해 해당 금리의 하단(floor)이 되는 국채금리 안정화가 긴요
- 한국은행 또한 창립 70주년 기념사를 통해 "필요시에는 금리 이외의 정책수단도 적절히 활용"할 것이라고 언급(한국은행, 2020)

〈그림 I-15〉 통화정책과 수익률 곡선



KCMI

II. 자본시장 전망

1. 한 · 미 금리 전망
2. 한 · 미 주식시장 전망
3. 원달러 환율 전망

Ⅱ. 자본시장 전망

1. 한·미 금리 전망

가. 국내 금리 전망

1) 2020년 상반기 국내 금리 동향

□ 상반기 국내 금리는 높은 변동성을 동반한 가운데 하락세를 시현하였으나, 하락폭은 주요국에 비해 낮은 수준 (〈그림 Ⅱ-1〉, 〈그림 Ⅱ-2〉)

— 한국은행은 코로나19에 대응하기 위해 큰 폭의 기준금리 인하를 단행하고, 국채매입을 통해 과도한 금리 상승을 억제

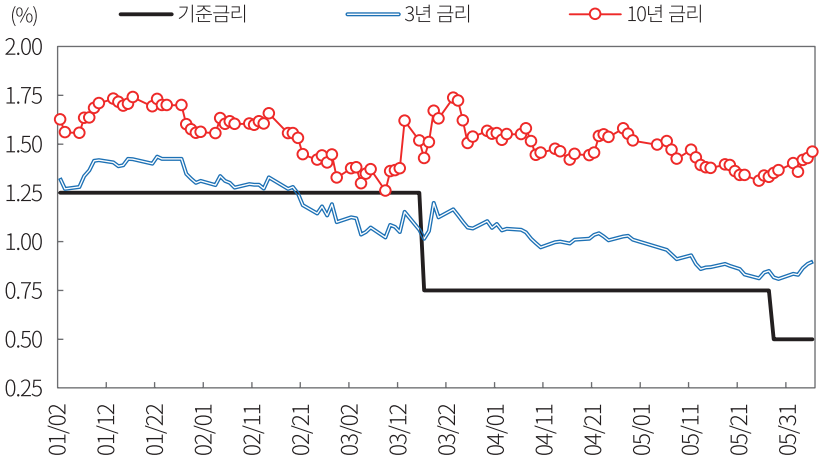
• 기준금리는 1.25%에서 역사적 최저수준인 0.5%까지 인하

• 2회에 걸쳐 3조원 규모의 국고채 단순매입을 실시

— 안전자산 선호는 금리 하락요인으로 작용한 반면, 국채발행 증가는 금리 상승을 유발

— 다만 장기물을 중심으로 주요국에 비해 낮은 금리 하락세를 시현

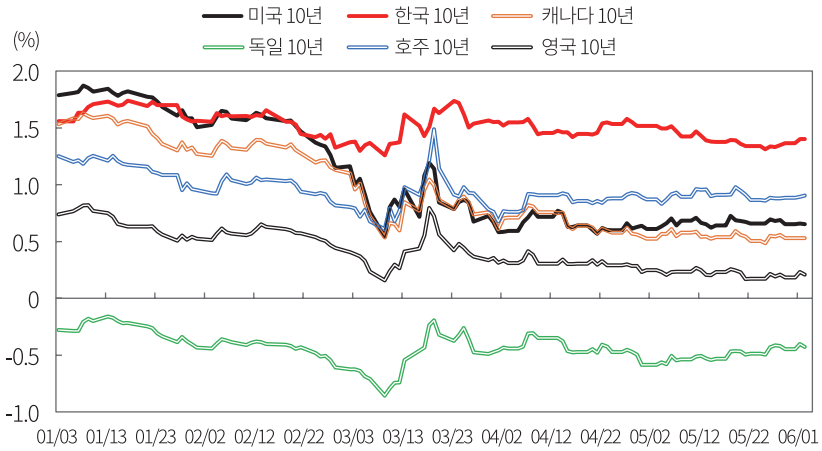
〈그림 II-1〉 상반기 국내 금리 추이



주 : 2020년 1월 2일부터 6월 5일까지의 일별 자료

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 II-2〉 주요국 10년 만기 국채 금리 추이



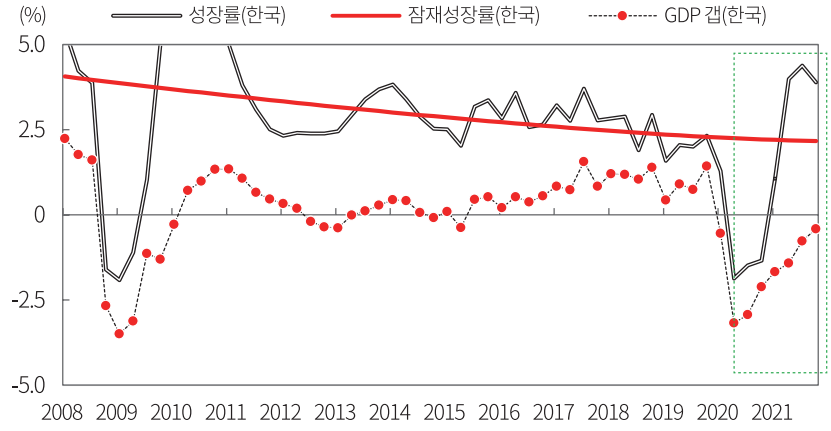
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

2) 성장률 및 물가요인

□ 경기반등에도 2020년 중 마이너스 GDP갭이 지속될 전망 (〈그림 Ⅱ-3〉)

— 잠재성장률의 하락세가 유지되는 가운데 경기회복 강도는 잠재성장률에 미치지 못할 전망

〈그림 II-3〉 국내 성장경로 추이 및 전망



주 : 성장률 및 잠재성장률은 전년 동분기 대비

자료: 한국은행, 자본시장연구원

□ 하반기에는 물가 또한 부진세가 이어질 전망 (〈그림 Ⅱ-4〉)

— 2018년 이후 하락세가 지속되고 있는 추세물가는 코로나19로 1% 수준을 큰 폭으로 하회

• 추세물가는 물가상승률 중 일시적 요인을 제외한 구조적 물가 수준을 의미

〈그림 Ⅱ-4〉 국내 물가상승률 추이 및 전망

주 : 1) 2002년 1월부터 2020년 5월까지의 전년 동월비 물가상승률 및 추세 물가상승률
2) 월별 추세물가상승률은 Stock and Watson(2007) 모형을 이용하여 추정
3) 빨간색 선은 자본시장연구원 2020년 연간 물가상승률 전망치(0.4%)
자료: 한국은행, 자본시장연구원

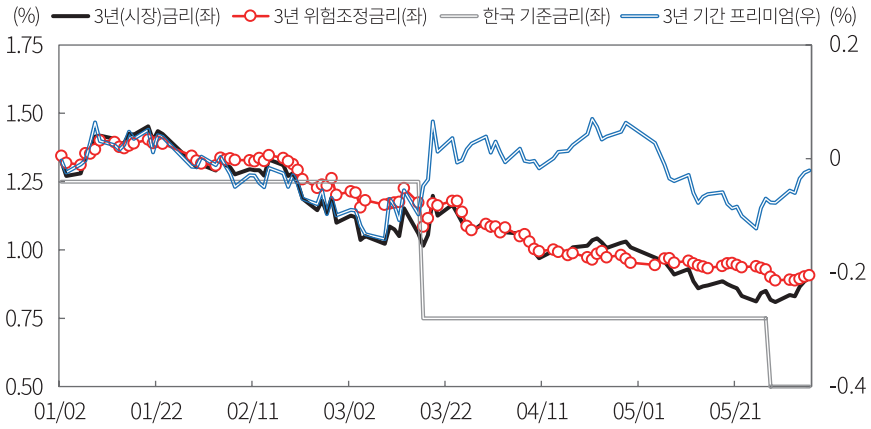
3) 하반기 금리 변동 결정요인

□ 통화정책은 하반기에도 금리 하향안정화에 기여할 것으로 전망되는 반면, 국채발행 증가는 기간 프리미엄 확대를 통해 금리 상승요인으로 작용할 전망 (〈그림 Ⅱ-5〉, 〈그림 Ⅱ-6〉)

— 통화정책에 대한 기대(위험조정금리)는 상반기에 이어 하반기에도 상승압력이 크지 않은 상황

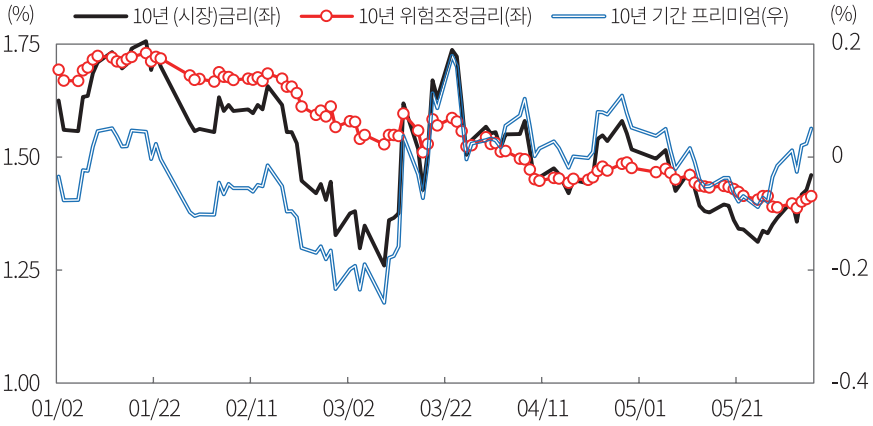
— 수급측면에서 국고채 발행이 큰 폭으로 증가하여 기간 프리미엄이 확대되며 금리 상승이 불가피할 전망

〈그림 II-5〉 3년 만기 금리 결정요인 추이



주 : 1) 2020년 1월 2일부터 2020년 6월 5일까지의 일별자료
2) 금리 결정요인은 Adrian, Crump and Moench(2013, ACM) 모형을 통해 추정
자료: ACM, KIS채권평가, Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 II-6〉 10년 만기 금리 결정요인 추이



주 : 1) 2020년 1월 2일부터 2020년 6월 5일까지의 일별자료
2) 금리 결정요인은 ACM 모형을 통해 추정
자료: ACM, KIS채권평가, Bloomberg, 자본시장연구원

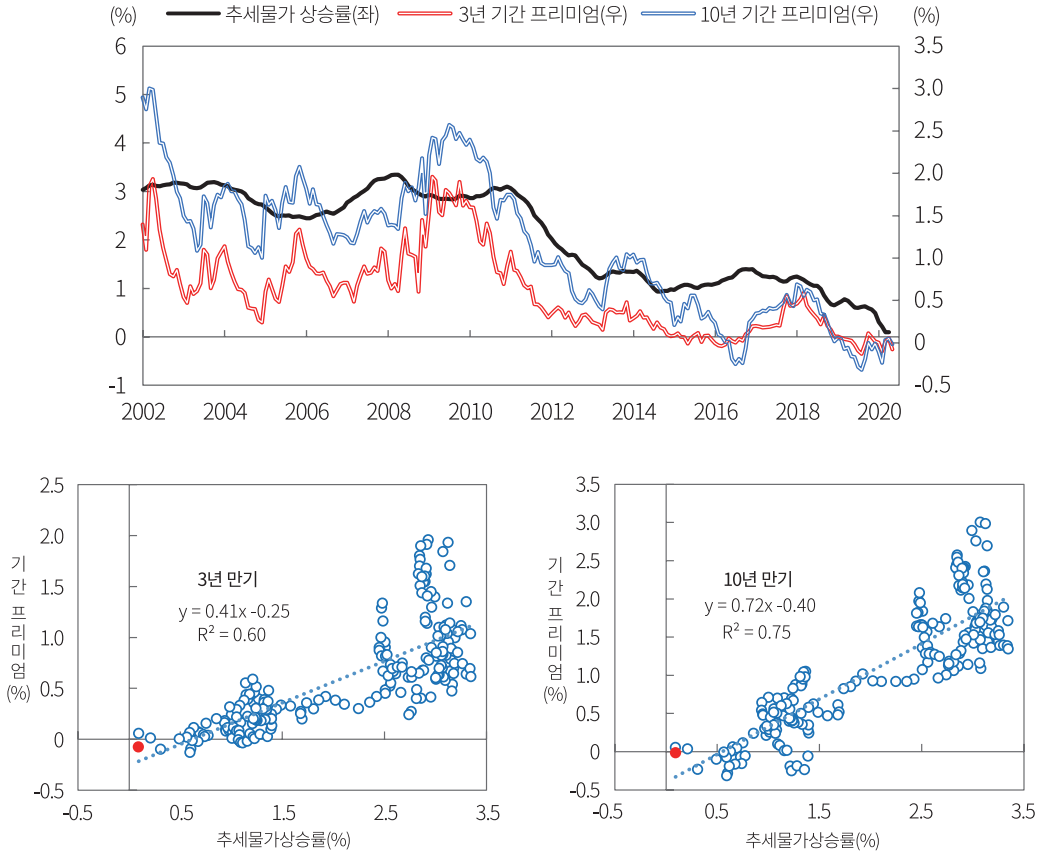
4) 기간 프리미엄 (물가요인)

□ 상반기 국내 금리 기간 프리미엄은 물가 수준에 비해 높게 형성 (〈그림 Ⅱ-7〉)

— 물가는 수급과 함께 기간 프리미엄 결정의 핵심 요인

— 최근 기간 프리미엄은 수급불균형으로 인해 물가상승률에 비해 높은 수준

〈그림 II-7〉 추세물가와 기간 프리미엄



주 : 빨간색 원은 2020년 5월 추세물가상승률 및 만기별 기간 프리미엄

자료: ACM, 한국은행, KIS채권평가, Bloomberg, 자본시장연구원

5) 수급요인과 적극적 국채매입의 필요성

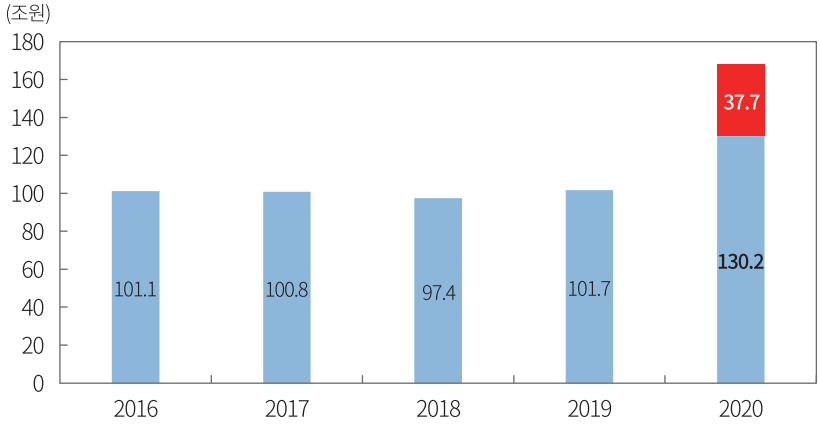
□ 국고채 발행의 큰 폭 증가로 금리 상승이 불가피하므로 한은의 적극적 국채매입이 필요 (〈그림 Ⅱ-8〉, 〈그림 Ⅱ-9〉)

— 3차 추경까지 반영할 경우 2020년 국고채 발행규모는 최근 4년 평균(100조원 수준) 보다 60% 이상 증가한 167.9조원 수준

— 외국인 투자는 증가세가 이어지며 사상 최고치를 기록 중이나, 수급불균형 해소에는 역부족

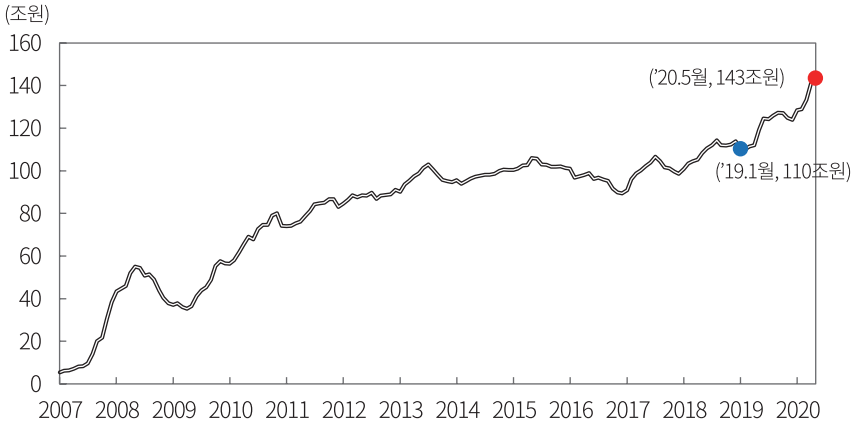
— 한은이 적극적 국채매입으로 과도한 금리 상승의 부작용을 예방할 필요

〈그림 Ⅱ-8〉 국고채 발행규모



자료: 기획재정부

〈그림 Ⅱ-9〉 월별 외국인 국고채 보유잔고



자료: 금융감독원

6) 구조적 금리 수준

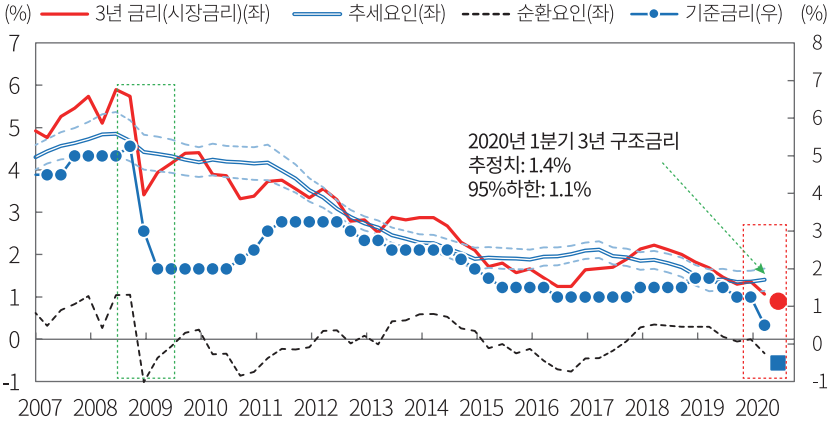
□ 국채금리는 코로나19의 영향으로 구조적 수준을 하회 (〈그림 Ⅱ-10〉, 〈그림 Ⅱ-11〉)

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

— 2020년 1분기 기준, 3년 및 10년 만기 금리의 (구조적 수준 추정치, 95% 하한선)은 각각 (1.4%, 1.1%) 및 (1.8%, 1.5%) 수준

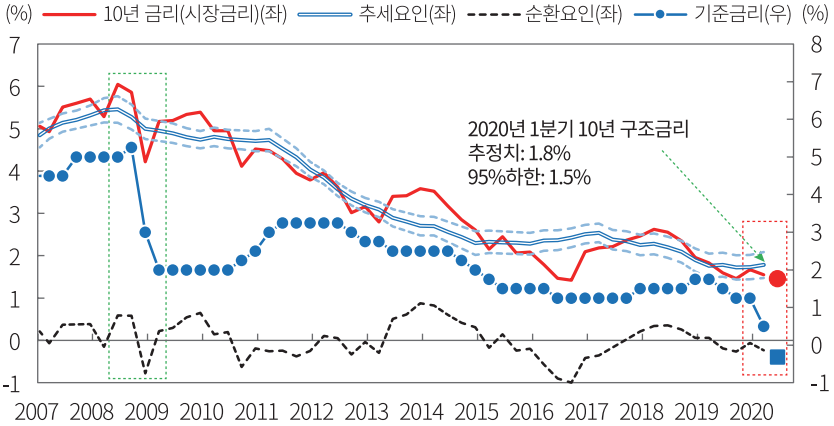
— 시장금리와 구조적 금리간 차이(순환요인)로 파악한 금융완화의 정도는 글로벌 금융위기 때 보다 낮은 수준

〈그림 II-10〉 기초경제여건에 부합하는 3년 만기 금리



자료: 한국은행, Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 II-11〉 기초경제여건에 부합하는 10년 만기 금리



자료: 한국은행, Bloomberg, 자본시장연구원

7) 하반기 국내 금리 전망 종합

□ 한은의 국채매입을 전제로, 3년 만기 금리는 0.6%(3분기) → 1.1%(4분기), 10년 만기 금리는 1.0%(3분기) → 1.6%(4분기)

— 추가 기준금리 인하가 예상되는 3분기까지 하락세를 유지할 전망이며, 한은이 국채매입을 통해 금리 상승을 억제할 것으로 예상

— 4분기에는 경기반등을 반영하며 상승세로 전환될 것으로 전망되나, 낮은 물가 및 잠재성장률을 하회하는 경기회복세로 구조적 금리 수준(3년 1.4%, 10년 1.8%)까지 상승하지는 않을 전망

— 다만, 코로나19 2차 확산 또는 미중 무역분쟁이 재점화될 경우 금리 하단이 낮아질 전망

- 한은도 본격적 양적완화 수단으로서 국채매입을 고려할 것으로 예상
- 양적완화로서 국채매입은 금리 상승 억제보다 금리 하락을 목적으로 하며, 매입규모 및 일정 등을 사전에 공표하는 정책

나. 미국 금리 전망

1) 2020년 상반기 미국 금리 동향

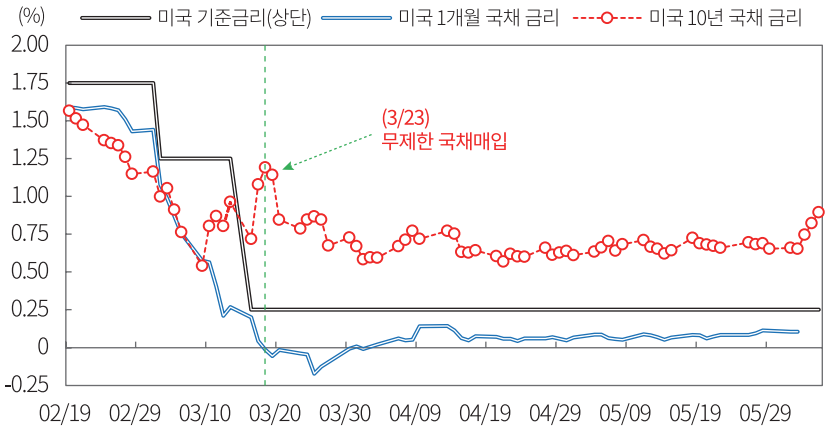
□ 3월 중순까지 급등락한 후, 연준의 무제한 국채매입(양적완화) 시행으로 하향안정화 (〈그림 Ⅱ-12〉, 〈그림 Ⅱ-13〉)

— [코로나19 본격화~3월 중순] 기준금리의 대폭 인하(1.5%p)에도 장기금리는 급등

— [3월 하순~] 연준의 무제한 국채매입 발표 이후 하향안정화

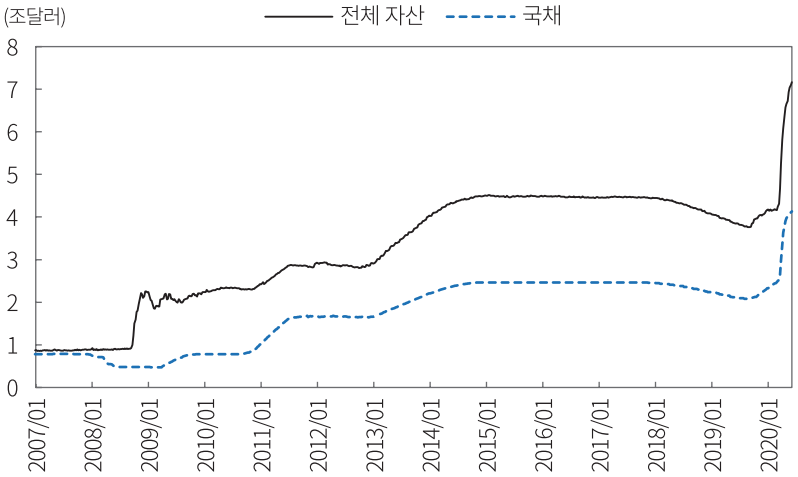
— 연준 보유 전체 자산 및 국채 규모가 각각 7조달러 및 4조달러를 상회

〈그림 II-12〉 상반기 미국 금리 추이



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

〈그림 II-13〉 연준 보유자산 규모



자료: 세인트루이스 연준

2) 미국 금리 전망

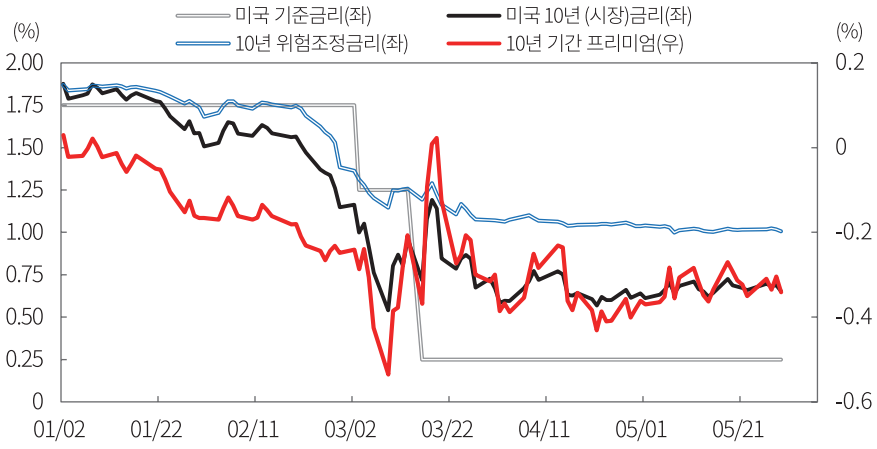
□ 변동성이 확대되는 가운데, 10년 만기 기준 0.6~1.2%의 범위에서 형성될 전망 (〈그림 Ⅱ-14〉, 〈그림 Ⅱ-15〉)

— [변동성] 코로나19 불확실성, 거시지표 및 주가 변화에 따라 금리 변동성이 확대될 것으로 예상

— [금리 상단] 필요 시 연준의 국채매입 확대로 금리 상단이 제한될 전망

— [금리 하단] 코로나19 및 미중 무역분쟁이 재차 확산되지 않는 한, 추가 금리 하락 여지도 제한

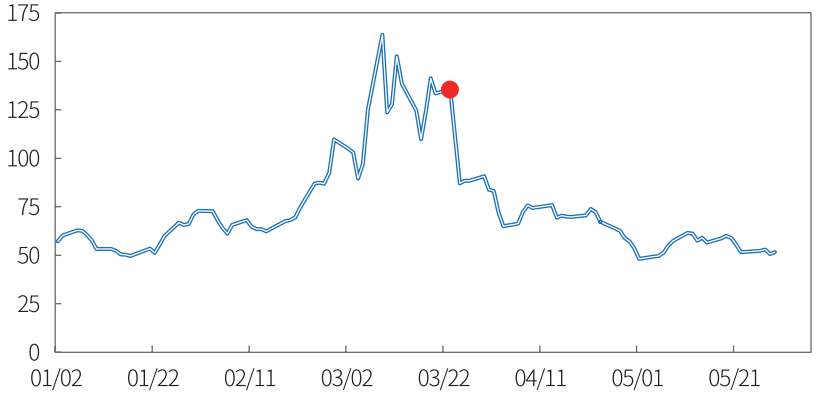
〈그림 Ⅱ-14〉 미국 금리 결정요인



주 : 1) 위험조정금리 및 기간 프리미엄은 조정ACM 모형을 통해 도출
2) 조정ACM 모형은 Lloyd(2018)의 방법에 따라 ACM 모형 추정시 만기 1년 이하는 OIS 금리, 만기 1년 초과는 국채 금리를 이용하여 추정(ACM 모형은 1983년 1월 2일~2020년 5월 29일까지의 자료를 사용하여 추정)
3) 2020년 1월 2일부터 2020년 5월 29일까지의 일별자료

자료: ACM, Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 II-15〉 미국 금리 변동성



주 : 1) 2020년 1월 2일부터 2020년 5월 29일까지의 일별 금리 변동성
2) 일별 변동성은 Merrill Lynch MOVE(1개월)지수
3) 빨간색 원은 연준의 무제한 국채매입시행 발표일(3월 23일)
자료: 세인트루이스 연준

2. 한·미 주식시장 전망

가. 코로나19와 2020년 주식시장 동향

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

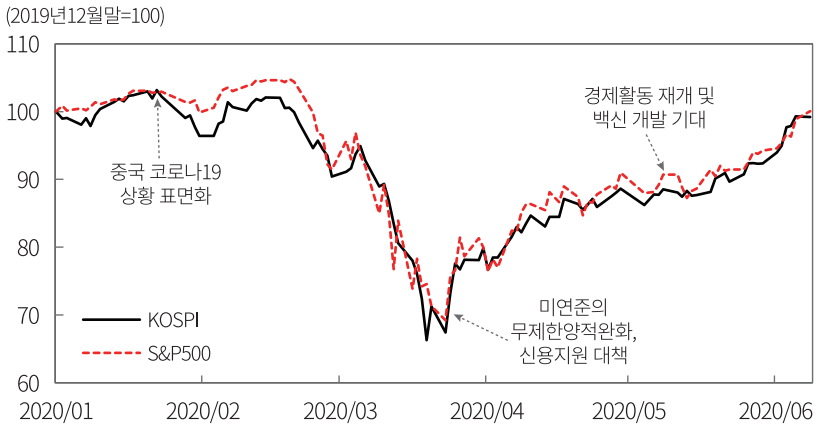
— 1월 중국 코로나19 상황이 표면화 된 이후 KOSPI 지수는 상대적으로 약세

— 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



자료: Bloomberg

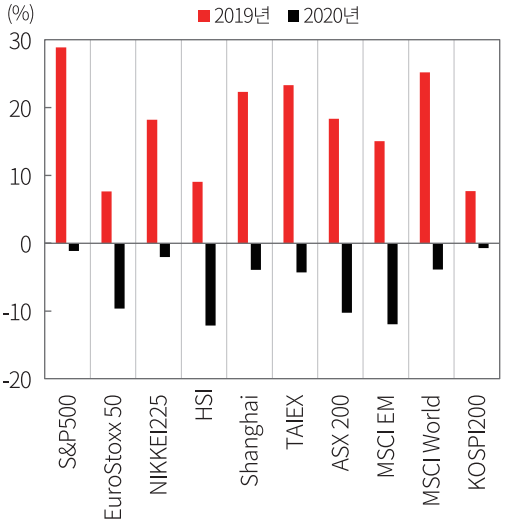
□ 2020년 KOSPI지수는 코로나19 감염확산 상황에서 해외 주요 지수 대비 상대적으로 양호한 성과

— 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

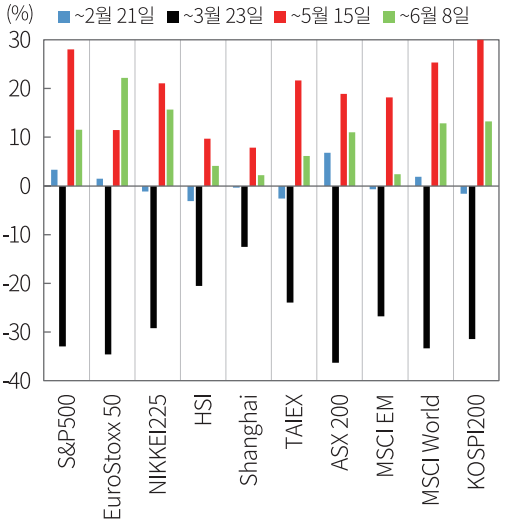
• 타국가 대비 안정적인 국내 방역 상황도 긍정적인 영향을 끼친 것으로 추정

〈그림 II-17〉 2019년, 2020년 주요 지수 수익률



주 : 2020년은 6월 8일까지의 수익률
자료: Bloomberg

〈그림 II-18〉 2020년 시기별 주요지수 수익률



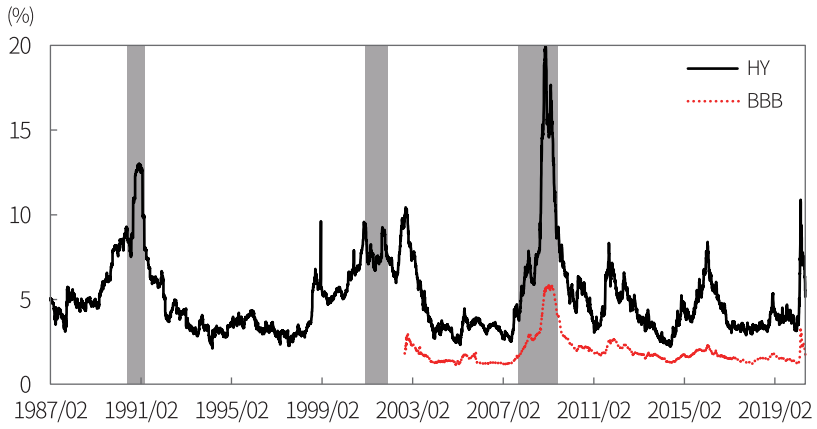
자료: Bloomberg

□ 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



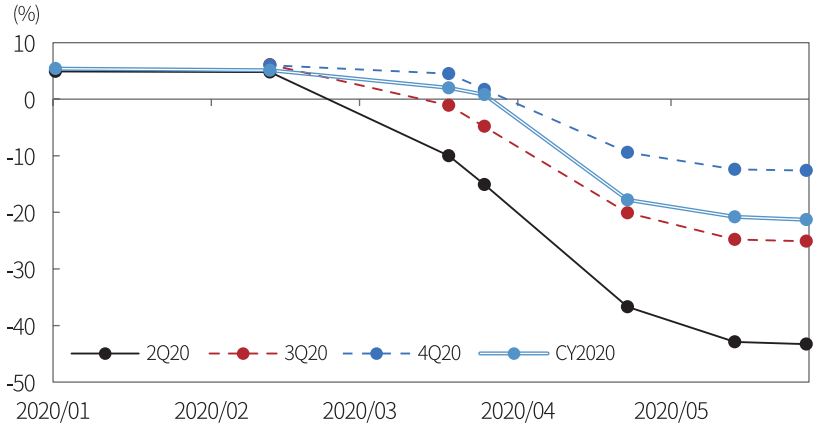
주 : 회색 영역은 NBER 기준 경기침체기를 의미
자료: Bloomberg, NBER

□ 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

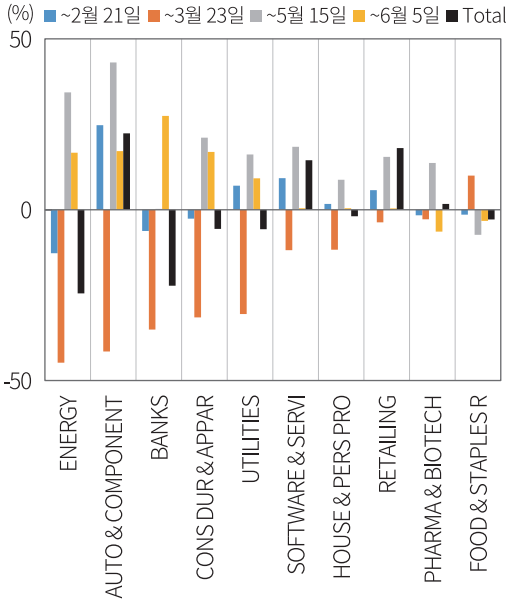
— 기업 특성에 따라 코로나19 감염확산 시기 중 수익률 격차가 심화되었으며 코로나19 감염확산의 진정과 경제봉쇄 해제 과정에서 수익률 격차 감소

• 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

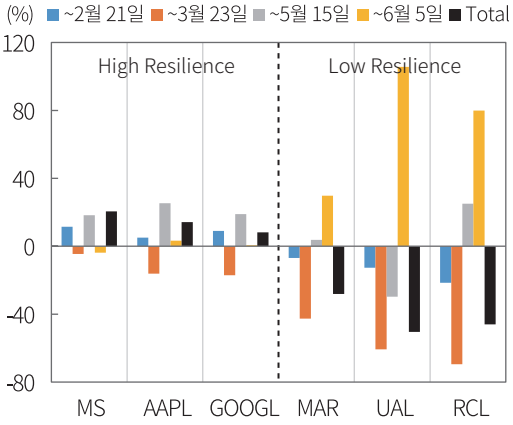
〈그림 II-21〉 코로나19 시기별 미국 주식시장 업종별 CAPM-조정 수익률



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

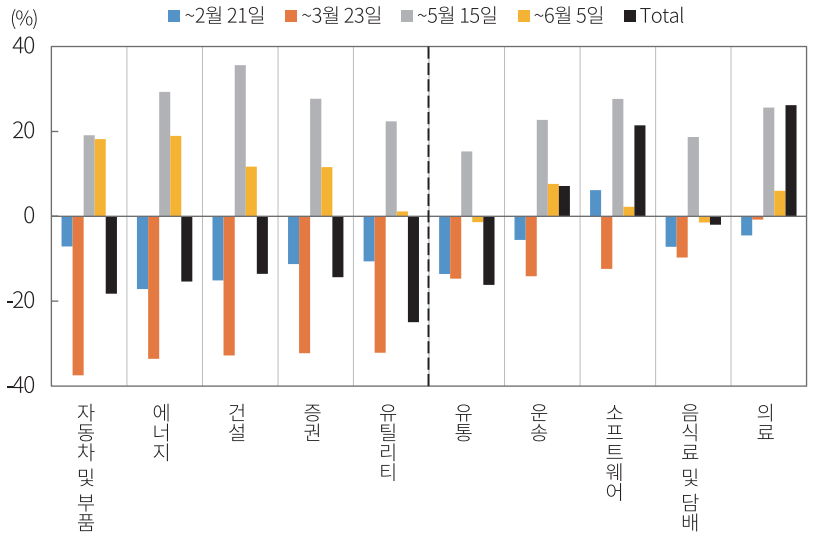
— 기업 특성에 따라 코로나19 감염확산 시기 중 수익률 격차가 심화

• 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

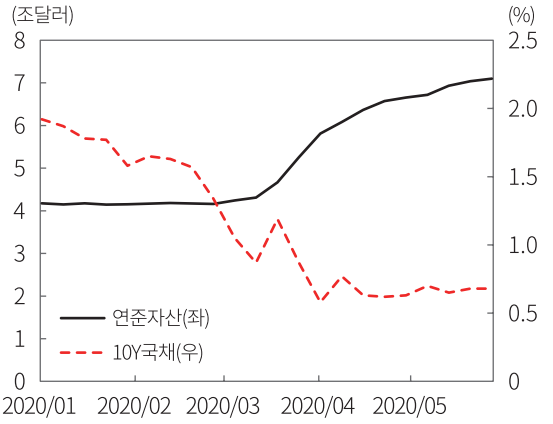
나. 2020년 하반기 미국 주식시장 전망

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

— 경제 정상화를 선반영하며 주식시장은 회복

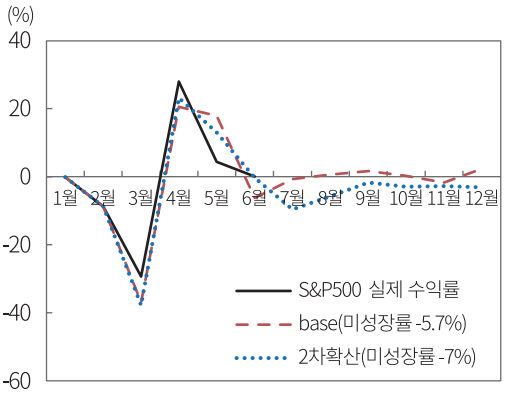
— 풍부한 유동성과 통화 및 재정정책 기대는 실물경제 회복에 앞서서 주식시장에 긍정적으로 작용

〈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

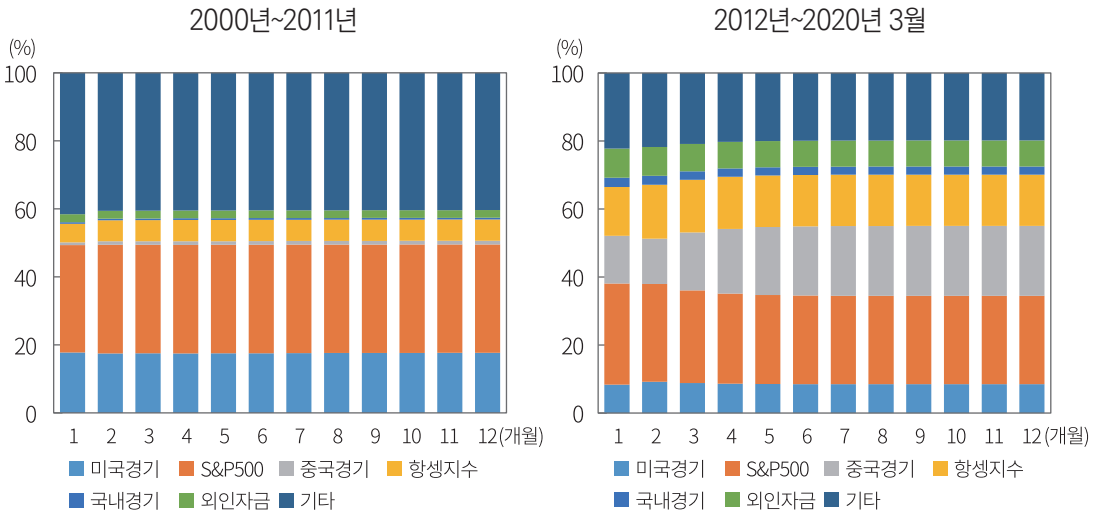
다. 국내 주식시장 요인분석

□ 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), 항셍지수(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 항셍지수 사용, 기여도 결과는 소규모 개방경제인 한국의 특성을 반영하여 해외 경기 변동 및 금융변수가 국내 경제변수의 영향을 받지 않는 블록 외생성을 고려한 VAR 모형을 이용

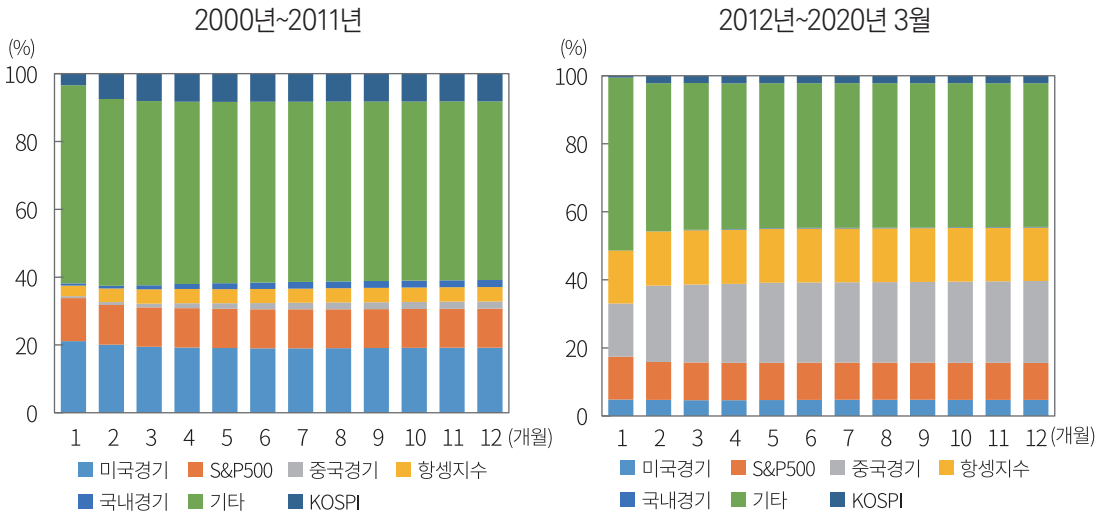
자료: Bloomberg, FnGuide, 자본시장연구원

□ 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), 항셍지수(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 항셍지수 사용, 기여도 결과는 소규모 개방경제인 한국의 특성을 반영하여 해외 경기 변동 및 금융변수가 국내 경제변수의 영향을 받지 않는 블록 외생성을 고려한 VAR 모형을 이용

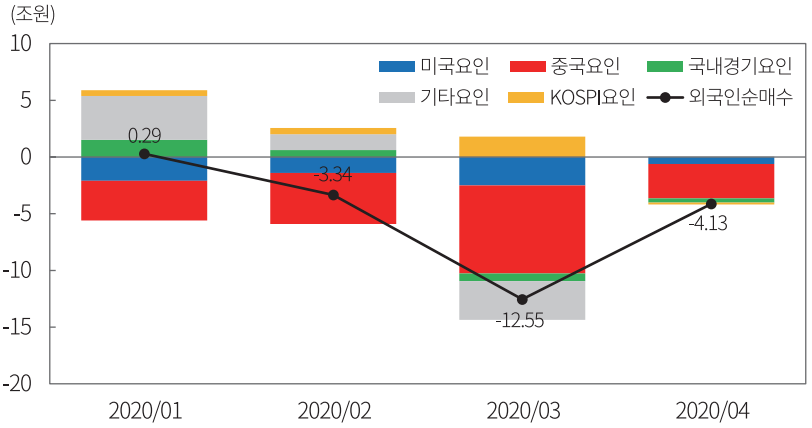
자료: Bloomberg, FnGuide, 자본시장연구원

□ 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 항셍지수 사용, 기여도 결과는 소규모 개방경제인 한국의 특성을 반영하여 해외 경기 변동 및 금융변수가 국내 경제변수의 영향을 받지 않는 블록 외생성을 고려한 VAR 모형을 이용

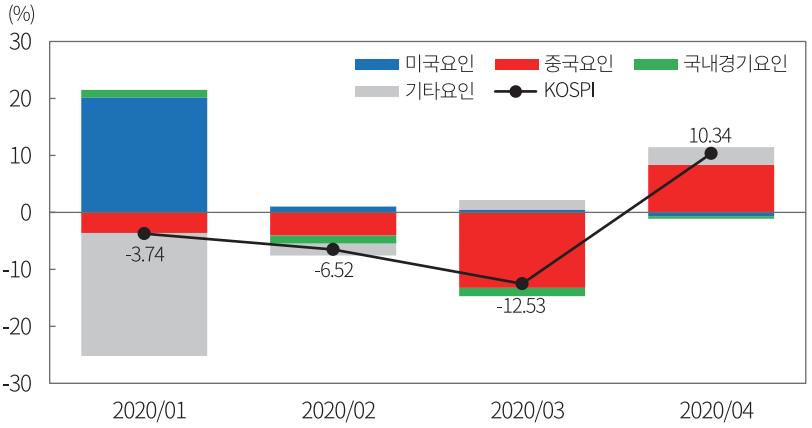
자료: Bloomberg, FnGuide, 자본시장연구원

□ 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 항셍지수 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

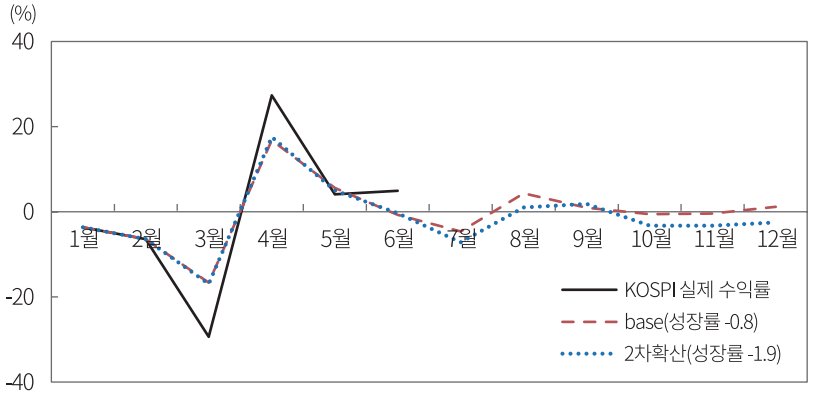
□ 각국의 경제활동 재개와 경기 정상화 기대로 국내 주식시장은 3월의 조정 폭을 만회

— 주요국 경제활동 재개와 하반기 경기 회복을 선반영하며 국내 주식시장은 반등

— 풍부한 유동성과 미국을 중심으로 한 글로벌 주식시장의 회복은 국내 주식시장에 긍정적으로 작용

• 코로나 감영확산 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, 항셍지수 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 방역성과로 실물경제 타격이 상대적으로 적은 점은 향후 경기 및 주가 회복에 긍정적 영향
- 풍부한 글로벌 유동성과 주요국의 통화 및 재정정책의 효과로 추가상승 여력이 일부 있을 것으로 예상

— 하반기 중 대외적인 위험요인은 국내 주식시장의 조정요인으로 작용

- 국내뿐 아니라 글로벌 경제 회복 과정에 차질이 발생한다면, 수출위주의 국내 경제에 악영향
- 주요국의 코로나19 재확산은 수출위주의 국내 경제에 악영향을 주며, 다시 경기침체국면으로 진입 예상
- 미중 갈등 악화, 또는 코로나19 이후 경제상황이 안정되면서 관세나 출구전략 등으로 국가간 갈등 발생은 국내 주식시장의 조정 요인으로 작용

3. 원달러 환율 전망

가. 원달러 환율 동향

□ 코로나19로 인한 금융시장 불안 과정에서 달러는 강세를 보였으며, 미연준의 주요국 통화스왑과 회사채시장 안정화 방안 발표 후 달러강세 진정

— 달러지수는 금융시장 불안시기에 강세를 보이며, 원달러 환율 상승의 주요 요인으로 작용

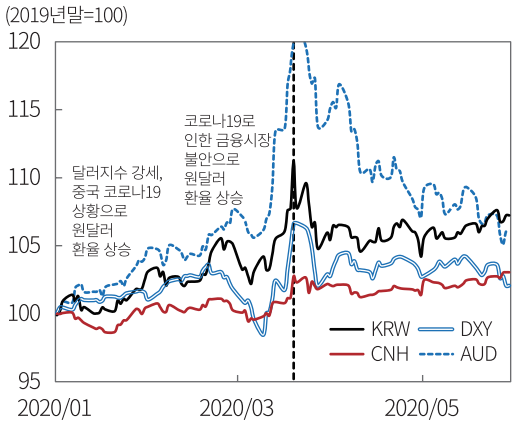
□ 2020년 원달러 환율은 코로나19 감염확산 과정에서 상승 후 금융시장 불안이 진정되고 경제활동 재개가 가시화되면서 하락 안정세

— 코로나19로 인한 달러 강세 및 금융시장 불안과 글로벌 실물경제 침체는 수출 비중이 큰 국내 경제와 원달러 환율에 부정적인 요인

— 원달러 환율은 코로나19 및 금융시장 상황에 따라 등락

• 3월19일 연준의 통화스왑 발표 후 원달러 환율 급등세 진정

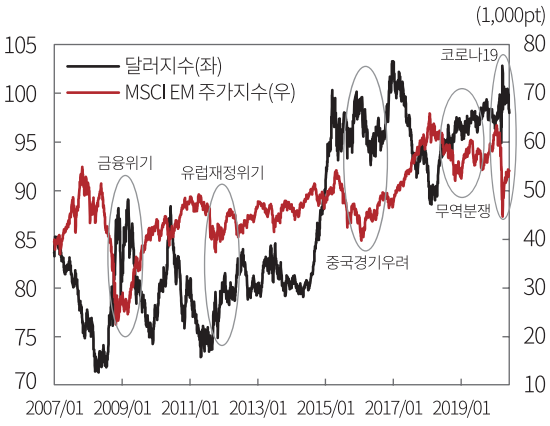
〈그림 II-31〉 2019년 주요 환율 추이



주 : 2019년말 값을 100으로 표준화

자료: Bloomberg

〈그림 II-32〉 금융불안시기와 달러지수



주 : 금융불안시기는 MSCI EM 주가지수가 하락하는 시기로 표시

자료: Bloomberg

□ 2020년 원달러 환율은 2019년에 이어 주요 통화대비 약세

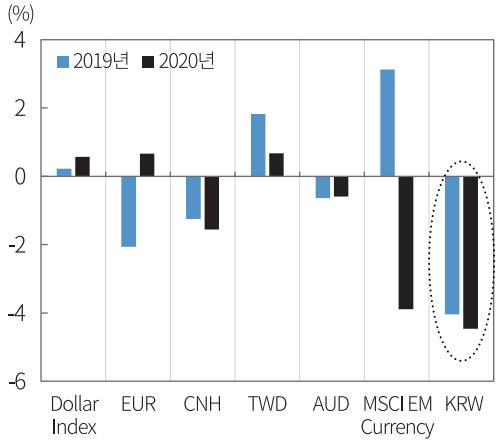
— 글로벌 코로나19 감염확산 과정에서 원달러 환율은 호주달러와 함께 큰 폭의 약세 (환율 상승)

• 글로벌 경기침체와 교역 감소로 원달러 환율과 호주달러(Commodity 통화)는 상대적으로 약세

— 금융시장 안정과 경제활동 재개 기대로 원달러 환율은 강세로 전환(환율 하락)되었으나 연초 수준을 회복 못한 상황

— 5월 미중 갈등의 심화로 위안화 약세가 진행되면서 원화 약세 요인으로 작용

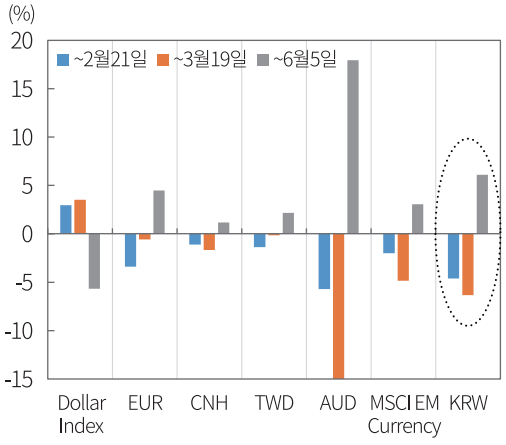
〈그림 II-33〉 2019년, 2020년 주요 통화 절상률



주 : 2020년은 6월 5일까지 환율 절상률 표시, 음수는 해당 통화 약세를 의미

자료: Bloomberg

〈그림 II-34〉 2020년 시기별 주요 통화 절상률



주 : 음수는 해당 통화 약세를 의미

자료: Bloomberg

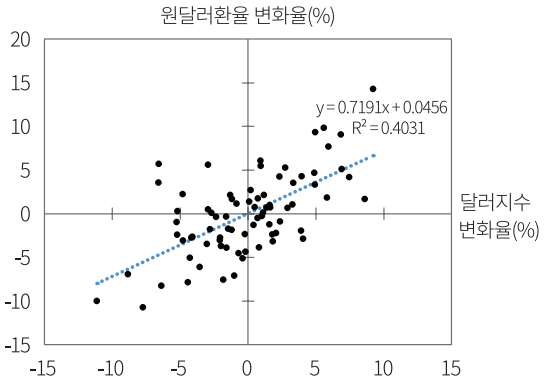
나. 원달러 환율 변화의 주요 요인

□ 원달러 환율 변화는 대외적으로는 달러지수 및 글로벌 위험선호도에 의해 주로 결정

— 원달러 환율은 달러지수와 동반 등락하는 한편, 글로벌 금융시장의 위험선호도가 증가하면 하락하는 경향

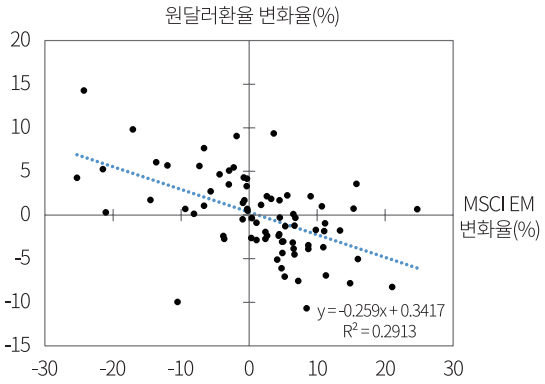
— 코로나19로 인한 금융시장의 위험회피와 달러 강세가 2020년 원달러 환율 상승의 주요 요인

〈그림 II-35〉 원달러 환율과 달러지수



주 : 2001년1Q~2020년 1Q, 분기 변화율
자료: Bloomberg

〈그림 II-36〉 원달러 환율과 MSCI EM지수



주 : 2001년1Q~2020년 1Q, 분기 변화율
자료: Bloomberg

□ 원달러 환율 변화에서 대외 요인을 제외한 대내 요인은 성장률 및 수출 증가율과 밀접하게 관계

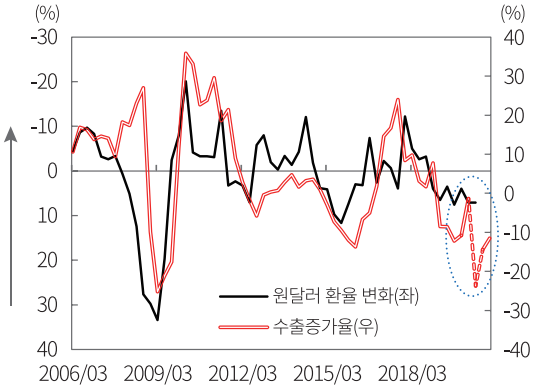
— 원달러 환율은 국내 경기 상황과 연관되어 경기 확장 시기에 하락(원화 강세)하는 반면, 둔화 시기에서는 상승(원화 약세)하는 경향

— 코로나19로 인하여 수출 감소와 성장률 하락세가 심화되었지만, 원화 약세는 금융위기 시기보다 양호

• 미연준의 통화스왑 정책 등 주요국의 부양정책으로 금융시장 안정

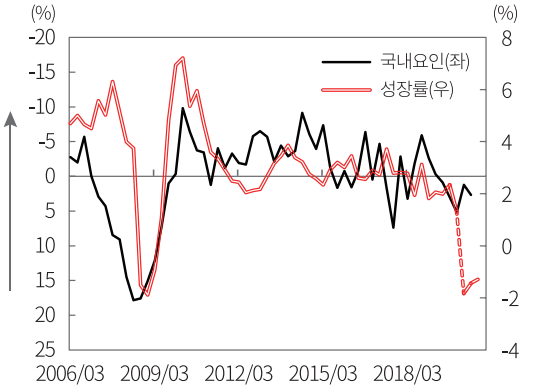
- 주요국의 경제 재개 등으로 하반기 중 경제 정상화 기대 반영
- 양호한 국내 방역 상황

〈그림 II-37〉 원달러 환율 변화[1]와 수출증가율[2]



주 : 1) 분기 변화율의 4분기 이동평균(연율화)
2) 전년 동기대비 증가율, 점선은 전망치 반영
3) 화살표 방향이 원화 강세
자료: Bloomberg, Datastream, 자본시장연구원

〈그림 II-38〉 원달러 환율 국내요인[1]과 성장률[2]



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

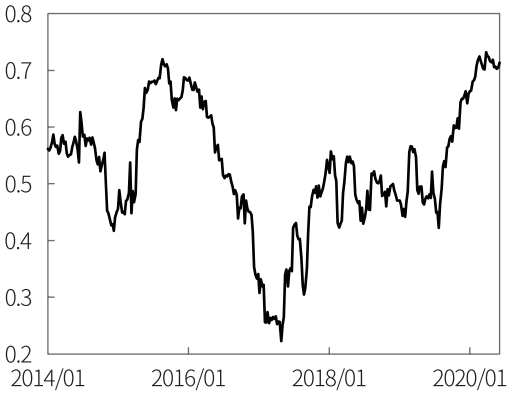
□ 원달러 환율은 코로나19 감염확산 과정에서 상대적으로 안정세였지만 5월 위안화 약세와 동조화

— 환율의 공통 요인으로 볼 수 있는 달러지수 효과를 차감한 후 원달러 환율과 위안화(CNH) 환율의 상관관계는 2015~2016년 중국 경기침체기의 수준까지 상승

— 5월 미중 갈등이 악화되며 위안화 약세 상황에서 원달러 환율의 대내요인은 상승

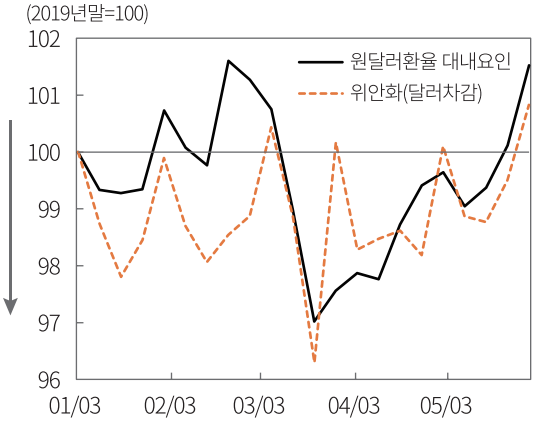
- 중국 경기 악화는 주요 교역국인 국내 경기에 부정적인 영향

〈그림 II-39〉 달러지수 효과를 제외한 원달러환율과 위안화환율의 상관관계



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

〈그림 II-40〉 달러지수 효과를 제외한 원달러환율과 위안화환율의 상관관계



주 : 1) 원달러 환율 변화율을 글로벌요인(달러지수 변화율 및 MSCI EM)으로 회귀분석하여 추정한 부분을 제외하여 산출한 가상환율, 화살표 방향이 원화 강세(환율 하락)
2) 달러지수 변화를 차감한 위안화 조정환율, 화살표 방향이 위안화 강세(환율 하락), 주간 단위로 변화율을 반영하여 산출
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

다. 2020년 하반기 원달러 환율 전망

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

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

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

— 2020년 하반기는 국내경기가 회복 국면에 진입할 것으로 예상되며, 원달러 환율은 하향 안정화될 전망

- 하반기 중 잠재성장률 수준으로 성장세가 회복될 것으로 기대되며, 역사적으로 회복 국면에서 성장세 회복 기대로 원달러 환율은 하락 추세

- 수출은 전년대비로는 크게 부진하겠지만, 2분기에 저점을 찍고 3분기부터 하락세가 감소할 것으로 기대

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

— 하반기 원달러 환율은 1,160원~1,240원 전망

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

— 코로나19 재확산으로 인한 경제봉쇄 또는 미중 갈등의 악화는 추가적으로 원달러 환율 상승요인으로 작용

KCMI

참고문헌

참고문헌

박형수, 2013, 재정정책의 승수효과에 대한 메타분석, 『재정지출과 거시경제정책』, 한국재정학회·한국조세연구원 공동 정책세미나, 3.13.

손민규·김대용·황상필, 2013, 한국은행 분기거시계량모형(BOK12) 재정모형 구축 결과, 한국은행『조사통계월보』 6월호.

이강구·허준영, 2017, 한국의 재정승수 연구: 베이지안 VAR 방법을 이용하여, 한국은행『경제분석』제23권 제1호, 55~81.

이근영, 2010,『국제금융시장 충격이 국내금융시장 변동성에 미치는 영향』, 금융연구 24(4), 49-85.

이근영·김남현, 2012,『국내외 금융변수들의 연계성 분석』, 국제경제연구 18(3), 1-36.

자본시장연구원, 2019,『경제 및 자본시장 전망』하반기.

지정구·한경수, 2016, 재정정책 분석을 위한 신케인지언 모형 구축 결과, 한국은행 『조사통계월보』 2월호.

한국은행, 2020. 6. 12, 창립 제70주년 기념사, 보도자료.

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

Baqaee, D., Farhi, E., Mina M.J., Stock, J.H., 2020, Reopening Scenarios, NBER working paper No. 27244.

Koren, M., Pető, R., 2020, Business disruptions from social distancing, *CEPR Covid Economics* 2, 13-31.

Lastrapes, W.D., 2005, Estimating and identifying vector autoregressions under diagonality and block exogeneity restrictions, *Economics Letter* 87(1), 75-81.

Lloyd, S., 2018, Estimating nominal interest rate expectations: Overnight indexed swaps and the term structure, Bank of England Staff Working Paper No. 763.

Moore, K., Lipsitch, M., Barry, J., Osterholm, M.T., 2020. 4. 30, Part 1: The Future of the COVID-19 Pandemic: Lessons Learned from Pandemic Influenza, CI-DRAP Viewpoint.

Pagano, M., Wagner, C., Zechner, J., 2020, Disaster resilience and asset prices. *CEPR Covid Economics* 21, 1-39.

Ramelli, S., Wagner, A.F., 2020, Feverish stock price reactions to Covid-19, *Swiss Finance Institute Research Paper Series.*

Sablik, T., Schwartzman, F., 2020, Will COVID-19 Leave Lasting Economic Scars, Richmond Fed Economic Brief 20-07.

Stock, J.H., Waston, M.W., 2007, Why has U.S. inflation become harder to forecast?, *Journal of Money, Credit and Banking* 39(1), 3-33.

US CBO, 2020, Interim Economic Projections for 2020 and 2021.

KCMI 경제 및 자본시장 전망

등록일자 : 2018년 7월 24일

등록번호 : 영등포 사00038

발 행 일 : 2020년 6월 23일

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