

경제 및 자본시장 전망

2021년 상반기

Contents

요약	1
I. 경제 및 통화정책 전망	11
1. 주요국 경제 전망	11
〈이슈-1〉 미국 경제의 과열과 인플레이션 우려	21
2. 국내 경제 전망	32
3. 통화정책 전망	39
II. 자본시장 전망	45
1. 금리 전망	45
2. 주식시장 전망	57
3. 원달러 환율 전망	62
〈이슈-2〉 신흥국 자본 유출입 분석	67
참고문헌	81

1. 경제 전망

- 2021년 미국의 경제성장률은 당초 예상보다 높은 6.8%에 이를 전망이며, 3분기에는 팬데믹 이전 예상 성장경로 상의 실질GDP 규모를 넘어설 전망
 - 효율적인 백신 개발과 신속한 접종으로 인해 경제활동 정상화가 예상되는 가운데, 대규모 재정부양책 및 누적된 개인저축의 영향으로 소비가 급격하게 회복될 것으로 예상
- 2021년 중국의 경제성장률은 8.5%로 예상되며, 상고하저의 흐름을 보일 전망
 - 글로벌 교역량 증대의 영향으로 수출이 호조를 보일 것으로 예상되며, 그 결과 생산 및 투자도 개선될 것으로 전망
- 국내 경제는 2021년중 수출 및 설비투자를 중심으로 4% 초반 수준의 회복세를 나타낼 것으로 전망 (2021년 4.3% → 2022년 2.6%)
 - 수출 및 설비투자의 기여도가 크게 확대될 것으로 예상됨에 따라 2021년 성장률이 당초 전망(2020년 10월 3.3%)에 비해 크게 상향 조정
 - 소비자물가 상승률은 공급부문 상승 요인에 의해 2021년중 1.8%를 기록하였다가 국제유가가 안정화되면서 2022년중에는 1.3%로 하락할 전망

국내 경제성장률 및 소비자물가 상승률 전망

(단위: 전년동기대비, %)

	2020	2021			2022
		상반기	하반기	연간	
GDP 성장률	-1.0	4.0	4.7	4.3	2.6
소비자물가 상승률	0.5	1.7	1.8	1.8	1.3

〈이슈-1〉 미국 경제의 과열과 인플레이션 우려

- 최근 제기되고 있는 미국 경제의 과열과 인플레이션 폭등, 그리고 뒤늦은 강력한 통화긴축에 따른 경제의 심각한 재침체 가능성은 다소 과도한 우려
- 향후 예상되는 양의 GDP갭 수준, 실업률 하락 정도, 인플레이션 변화 방향 등을 종합해 볼 때 정책적으로 충분히 관리 가능한 수준인 것으로 판단
 - 양의 GDP갭은 2022년 3분기에 정점에 도달할 전망이며, 2021년 성장률 전망 시나리오(6.8% 및 8.1%)와 상관없이 과거 사례와 비교 시 상대적으로 낮은 수준
 - 실업률은 2021년 성장 시나리오에 따라 3.9~4.7% 내외가 전망되어 자연 실업률 수준인 4.43%에서 크게 벗어나지 않는 범위에 머물 것으로 예상
 - Core PCE 인플레이션은 전년동기대비 기준으로 향후 1년간은 2%를 넘어설 가능성이 있으나, 2년 이동평균 기준으로는 연준의 목표수준인 2%에서 크게 벗어나지 않을 전망
- 결론적으로 현재의 미국 경제는 당초 예상보다 훨씬 강하게 반등하고 있지만, 향후 방향성으로 볼 때 통화정책을 통해 통제 가능한 수준에 머물 전망
 - 다만, 당초 예상보다는 통화정책 기조의 변화가 다소 빨라질 것으로 전망

2. 통화정책 전망

- 미국 경제는 2022년 2분기~2023년 2분기 내외에 연준의 정책 목표인 “2%의 장기 평균 인플레이션”과 “자연실업률에 가까운 실업률”에 도달할 가능성이 커서 2022년부터 통화정책 기조를 점진적으로 수정할 것으로 예상

- 2021년 3분기~4분기중에 테이퍼링 시그널을 제시한 후 실제 테이퍼링은 양의 GDP갭이 정점에 도달할 2022년 3분기 이전에 시작할 전망
 - 최초의 금리 인상은 장기 평균 인플레이션이 2%를 상당 기간 초과하고, 실업률이 자연실업률 이하로 내려올 시점이 될 것이며, 현재로서는 2023년 3분기 내외가 될 것으로 예상
- 국내 경기의 빠른 회복세에도 불구하고 소비자물가 상승세가 견조하지 않은 데다 미진한 고용사정 개선세 등을 감안하여 상당 기간 완화적 통화정책 기조를 유지할 것으로 예상
- 다만, 민간신용 확대 등 금융안정에 대한 우려로 금리인상이 예상보다 조기화(2022년 1월) 될 가능성도 배제할 수 없는 상황

3. 금리 전망

(미국 금리)

- 미국 금리는 견조한 경기 회복세 및 물가상승압력 등으로 상승세가 지속될 전망
- 미국 경제는 2021년 하반기 GDP갭이 양(+)으로 전환되며 경기 모멘텀이 강화될 것으로 예상
 - 추세물가 상승률은 경기 회복세가 강화됨에 따라 점차 확대될 전망
 - 연준은 경제지표를 바탕으로 테이퍼링 및 기준금리 인상 시기를 판단할 것으로 예상되는 가운데 금리상승이 변동성 확대 등 금융불안을 수반하지 않을 경우 이를 용인할 것으로 전망

- 2021년 하반기 미국 금리의 상승세가 지속되는 가운데 국채 10년물 금리는 1.5~2.1% 범위에서 형성될 것으로 전망
 - 금리 상승속도는 성장, 고용, 물가 등 경제지표의 영향을 받는 가운데 상반기에 비해 상승폭은 완만할 것으로 예상
 - 공급망 병목현상 등 수급불균형 장기화에 따른 물가상승 압력은 금리 변동성 확대요인으로 작용
 - 한편 향후 성장경로에 따라 금리의 상·하방 위험이 상존

(국내 금리)

- 성장률 및 물가 요인에 의한 금리 상승은 크지 않을 것으로 예상되는 가운데 국고채 발행이 크게 늘어난 데 따른 수급 부담이 금리상승 요인으로 작용할 전망
 - GDP갭이 2021년 4분기 이후 양(+)으로 전환되겠으나 국내 금리와 성장 간의 상관관계가 높지 않아 이에 따른 금리상승 압력이 크지 않을 것으로 예상
 - 추세물가 상승률도 물가안정목표를 하회하는 1.5% 수준에 그칠 전망
 - 재정지출 확대 지속으로 국고채 발행이 크게 늘어나는 가운데 투자기관 등의 자산 증가율 추이를 감안할 때 수급부담이 적지 않을 것으로 예상
 - 금리가 빠르게 상승할 경우 한국은행은 국고채 매입을 통해 금리 변동성 완화를 위해 노력하겠으나, 대내외 경기 회복에 따른 전반적인 금리상승 추세에 미치는 영향은 제한적일 전망
- 2021년 하반기 국내 금리는 상승세가 이어질 것으로 예상되는 가운데 국고채 10년물 금리 상단과 하단은 각각 2.4%, 2.0% 수준으로 전망

- 대외 금리 상승, 국고채 발행 확대에 따른 수급불균형 등에 주로 기인하여 금리가 상승할 것으로 예상
- 한·미 금리 동조화로 인해 대외 요인에 의한 국내 금리 변동이 클 것으로 예상
- 향후 추경편성으로 국고채 발행물량이 증가할 경우, 수급불균형 가중으로 금리의 상방위험이 확대될 가능성

4. 주식시장 전망

(미국 주식시장)

- 2021년 경기 회복세에 힘입어 미국 주식시장은 상승세를 유지할 것으로 전망 (연말 S&P500지수 4,100~4,400pt)
 - 경제 정상화와 함께 기업실적이 크게 개선되고 있으며 미 연준의 완만한 통화정책 정상화 계획을 감안하면 지수의 추가상승이 가능할 것으로 예상
 - 2021년 경제성장이 주가지수에 상당부분 선반영된 것으로 추정되며, 법인세 인상이나 연준의 통화정책 정상화 등 잠재적인 주가 조정 가능성이 존재하는 만큼, 지수의 추가 상승폭은 크지 않을 전망
 - 다만, 인플레이션 위험 증가나 그로 인한 연준의 긴축 가속화는 주식시장의 조정 요인으로 작용
 - 또한 법인세 증세 정도에 따라 기업이익 감소와 주식시장 조정 가능성 존재

(국내 주식시장)

- 2020년 KOSPI지수는 코로나19 감염확산 상황에서 해외 주요 지수 대비 우수한 성과를 거두었으며 2021년에도 양호한 성과를 이어가는 상황

- 2021년 1월 급등 이후 KOSPI지수는 미국의 금리 및 물가와 통화정책 정상화 움직임에 따라 횡보하고 있는 상황
- 2021년중 국내 경기의 회복세가 지속될 것으로 예상됨에 따라 주식시장도 상승세를 유지할 전망 (연말 KOSPI지수 3,100~3,400pt)
 - 수출 증가와 함께 기업실적이 크게 개선되고 있으며 미 연준의 완만한 통화정책 정상화 계획을 감안하면 지수의 추가상승이 가능할 것으로 예상
 - 2021년 경제성장이 KOSPI지수에 상당부분 선반영된 것으로 추정되며 미 연준의 통화정책 정상화 등 잠재적인 주가 조정 가능성이 존재하는 만큼, 지수의 추가 상승폭은 크지 않을 전망
 - 다만, 미국의 인플레이션 위험이 증가하면서 미 연준의 긴축이 예상보다 가속화된다면 국내 주식시장의 조정 가능성 존재

5. 원달러 환율 전망

- 2021년 원달러 환율은 달러강세 시기에 상승하면서 주요 통화 대비 약세
 - 2021년 원달러 환율 상승은 2020년 4분기중 원달러 환율 고유요인의 증가로 발생한 원화 강세(환율 하락)의 되돌림 영향으로 추정('고유요인'은 달러지수 등 대외요인이나 실물경제 요인을 제외한 원달러 환율 고유의 여건을 반영)
- 2021년 하반기 원달러 환율은 하향 안정화될 전망 (1,060~1,140원)
 - 2021년중 수출이 증가하고 국내 경기가 회복국면을 이어갈 것으로 예상되며 원달러 환율이 하향 안정화 될 것으로 전망

- 달러지수는 안정될 것으로 예상하지만, 미국 통화정책 정상화 우려로 환율 하단은 제한될 것으로 예상
- 다만, 미국의 인플레이션 위험 증가나 연준의 긴축 가속화는 원달러 환율의 상승 위험요인으로 작용

〈이슈-2〉 신흥국 증권자금 유출입 분석

- 신흥국 주식 및 채권자금 유출입 규모는 달러지수와 성장률에 의해 주로 결정
 - 달러화가 약세(강세)일 때는 신흥국으로 자금이 유입(유출)되는 경향
 - 신흥국 자체의 내부요인으로는 성장률이 자금유출입의 주요 요인으로 작용
- 코로나19 감염확산 이후 외국인의 채권 자금 유출은 규모나 기간 면에서 제한적인 반면, 주식 자금 유출은 규모도 클 뿐만 아니라 신흥국 주식 시황에 비해 장기화
 - 코로나19 감염확산 시기 중 경기부양책 규모 및 백신보급 차이로 신흥국들의 성장률 회복세는 선진국에 비해 상대적으로 지연(코로나19에 대응한 신흥국과 선진국의 재정지출 규모는 각각 GDP의 4.0% 및 16.4%(IMF))
 - 경기회복 속도의 차이와 함께 높아진 주가 수준, 비대면이나 4차산업 관련 업종이 상대적으로 취약한 점 등은 신흥국 주식 자금 유입 지연과 관계되는 것으로 판단
- 향후 신흥국 증권자금 흐름을 판단하기 위하여 신흥국 경기 회복세와 글로벌 달러화 강세 여부에 유의할 필요가 있으며 2021년 하반기중 신흥국 증권자금의 대규모 유출 위험은 작을 전망

- 2022년부터 백신보급이 원활해지면서 신흥국들의 성장률도 회복할 것으로 예상
- 일시적인 물가상승과 완만한 통화정책 정상화를 감안하면(미 연준의 전망 반영) 달러지수가 현재 수준(89~91)에서 급등할 가능성은 작을 것으로 예상되는 만큼 신흥국 자본 유출입에 미치는 부정적인 효과는 제한적일 전망
- 다만, 미국의 인플레이션 위험 증가로 미 연준의 긴축이 가속화된다면 달러지수가 급등하면서 신흥국 증권자금의 유출 가능성이 상존
- 또한 백신보급의 차질이나 코로나19 재확산(변이 바이러스 등)으로 신흥국 경제 정상화가 지연될 위험도 존재

I. 경제 및 통화정책 전망

1. 주요국 경제 전망

〈이슈-1〉 미국 경제의 과열과 인플레이션 우려

2. 국내 경제 전망

3. 통화정책 전망

I. 경제 및 통화정책 전망

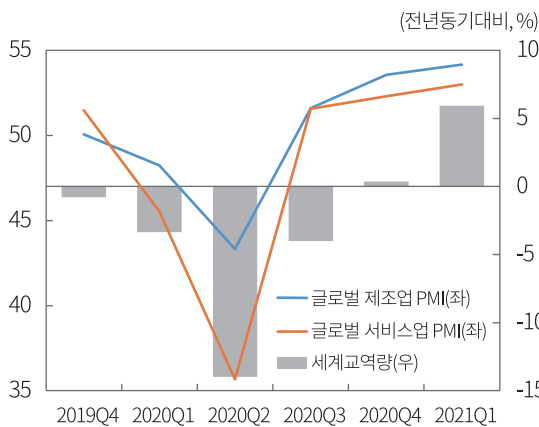
1. 주요국 경제 전망

가. 최근 글로벌 경제 상황 평가

□ 글로벌 경제는 지역에 따라 회복의 강도와 속도에 다소 차이는 있지만 2020년 하반기의 반등세를 유지

- 글로벌 제조업 구매관리자지수(PMI)는 반등세를 유지하고 있으며, 최근에는 서비스업 PMI 역시 상승추세가 매우 빠른 편
 - 유로지역의 종합 PMI의 경우 제조업의 회복세에도 불구하고 2020년말 경제 재봉쇄의 영향으로 회복세가 상대적으로 지연
- 글로벌 상품 교역 역시 기저효과를 감안하더라도 강한 반등세 시현
 - 주요국 경제활동의 재개에 따라 자동차 등 내구재 수요가 증대하고 있으며, 제조업 신규주문도 강하게 반등
 - 소비재, 반도체 및 전기전자를 포함한 산업재 등에 대한 글로벌 교역 증대

〈그림 1-1〉 글로벌 교역 및 PMI



주 : 2021년 1분기 세계교역량은 1~2월 기준
 자료: CPB, Bloomberg

〈그림 1-2〉 주요국 PMI

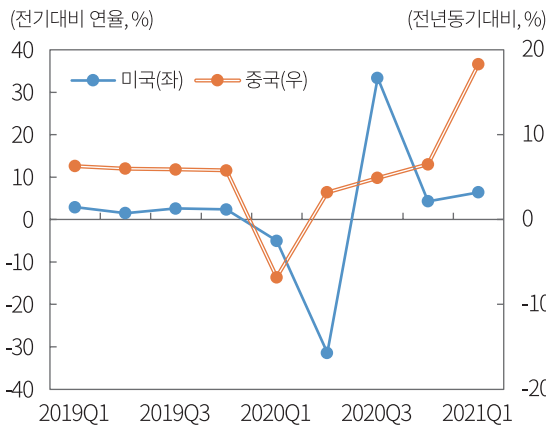


자료: Bloomberg

□ 글로벌 경제의 두 축인 미국 및 중국의 GDP성장률은 강하게 반등

- 2021년 1분기 성장률은 미국이 6.4%(전분기대비, 연율), 중국이 18.3%(전년동기대비) 기록
- 확장적 거시정책 등 다양한 요인이 글로벌 경제의 강한 반등을 주도
 - 백신의 효과가 검증되고, 접종이 진행됨에 따라 경제활동이 서서히 재개
 - 2020년에 쌓인 초과 저축의 일부가 소비로 전환되기 시작
 - 주요국의 대규모 재정지출이 계속되고 있는 가운데 미국의 경우 3월부터 American Rescue Plan(ARP)에 따른 대국민 지원이 시작
 - 여전히 확장적 통화정책이 유지됨에 따라 우호적 금융시장 상황 지속

〈그림 1-3〉 미국 및 중국 GDP 성장률



자료: BEA, Bloomberg

〈그림 1-4〉 미국 및 유로지역 금융상황지수



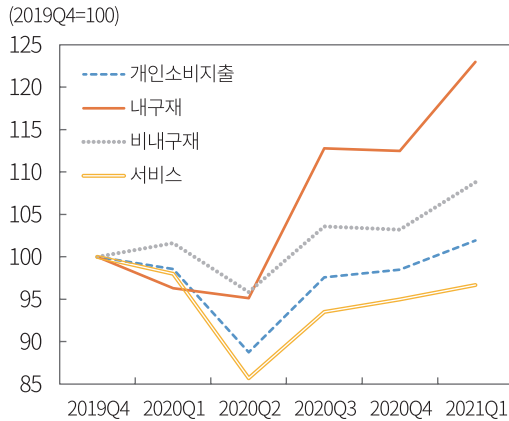
자료: Goldman Sachs, Bloomberg

□ 미국의 개인소비지출(PCE) 회복세와 함께 제조업 회복세도 본격화

- PCE는 2021년 1분기에 2019년 4분기 수준을 상회
 - 주로 내구재가 회복을 주도했으며, 서비스에 대한 소비지출은 여전히 팬데믹 이전에 비해 낮은 수준
- 제조업은 이러한 수요의 회복을 바탕으로 강한 반등세를 시현

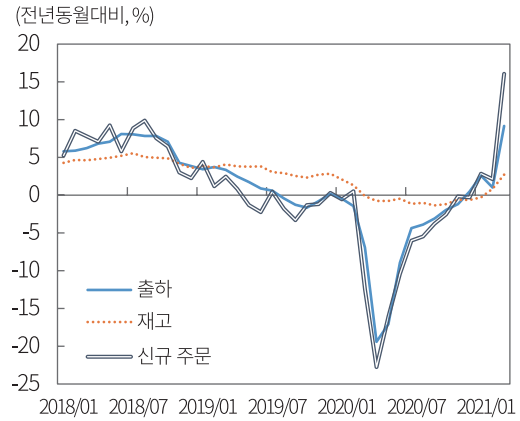
- 상품 수요의 확대로 인해 신규주문과 출하의 증가율은 매우 빠른 속도로 상승하는 반면, 재고 증가율은 상승 속도가 더딘 편

<그림 1-5> 미국 소비지출



자료: FRED

<그림 1-6> 미국 제조업 출하, 재고 및 신규주문



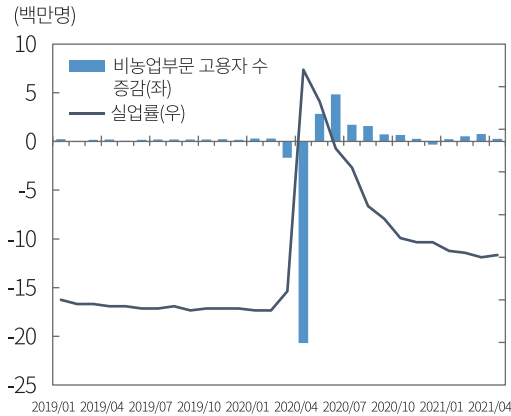
자료: US Census Bureau

□ 미국의 고용시장은 점진적으로 회복 중이지만, 아직 팬데믹 이전 수준으로 돌아가지 못하고 있는 상황

- 2021년 4월 기준 비농업부문 총 고용자 수는 팬데믹 이전 최고치(2020년 2월) 대비 약 822만명이 적은 수준
 - 1월부터 총 고용자 수가 늘어나는 추세였으나 4월에 다시 증가세 둔화
 - 주간 신규 실업수당 청구 건수도 5월 기준 약 50만건으로 팬데믹 이전 평균 수준 대비 두 배가 넘는 상황
- 실업률은 4월 기준 6.1%로 여전히 팬데믹 직전(2020년 2월)의 3.5%보다 확연하게 높은 상태
- 소비와 제조업 경기의 회복에 비해 고용시장 회복이 더딘 이유로 다음과 같은 다양한 원인이 제기
 - 여행, 레스토랑 등 서비스업 회복의 지연
 - 높은 실업급여로 인한 자발적 실업 선택

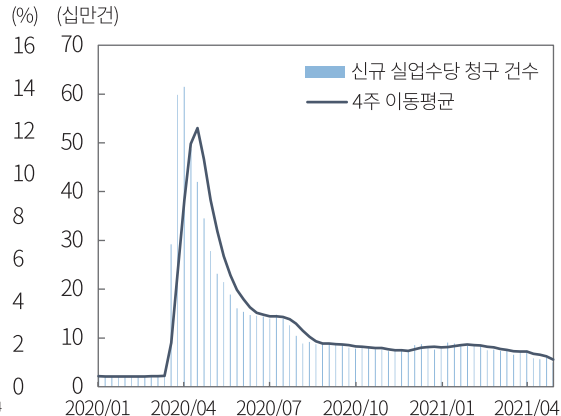
- Covid-19 바이러스 감염 우려, 자녀 돌봄 필요성 등 팬데믹 상황에 따른 불가피한 실업

〈그림 1-7〉 미국 고용자 수 증감 및 실업률



자료: FRED

〈그림 1-8〉 미국 신규 실업수당 청구 건수



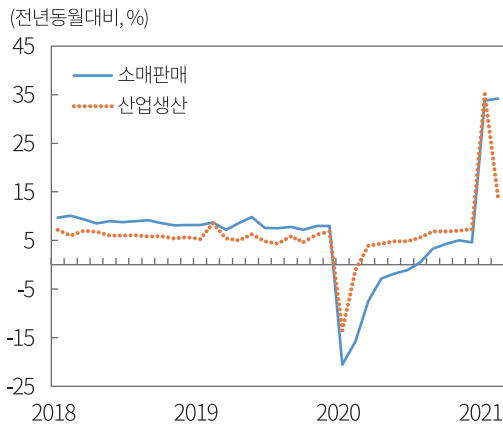
자료: FRED

□ 중국 경제는 기저효과로 큰 폭 반등 후 다소 정체된 상황

- 소매 판매의 폭발적인 증가율은 2월에 이어 3월에도 지속
 - 자동차 등 내구재 판매뿐만 아니라 소비재도 대부분 높은 증가율 유지
- 생산, 수출 모두 3월에 전년동기대비 증가율이 2월에 비해 둔화되는 추세인데, 이는 기저효과가 크게 작용한 것으로 판단
 - 2020년 2월은 전세계에서 가장 먼저 중국에서 Covid-19이 창궐하던 시기로 강력한 경제봉쇄로 인해 대부분의 경제지표가 급락
 - 생산의 경우 통신·전자기기 제조 등이 높은 증가율을 시현¹⁾

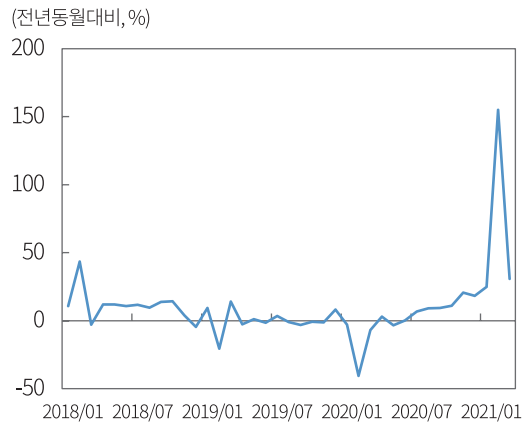
1) 중국 국가통계국

〈그림 1-9〉 중국 산업생산 및 소매판매



자료: 중국 국가통계국

〈그림 1-10〉 중국 수출



자료: 중국 해관총서

나. 백신 접종과 경제 봉쇄의 완화

□ 예상보다 빨리 다양한 백신이 개발되어 접종이 시작됨에 따라 Covid-19 감염자가 많았던 미국과 유럽을 중심으로 접종률이 빠르게 상승

— 접종률이²⁾ 가장 높은 이스라엘의 경우 2020년 12월 20일 0.09%에서 2021년 5월 8일에는 62.6%까지 상승

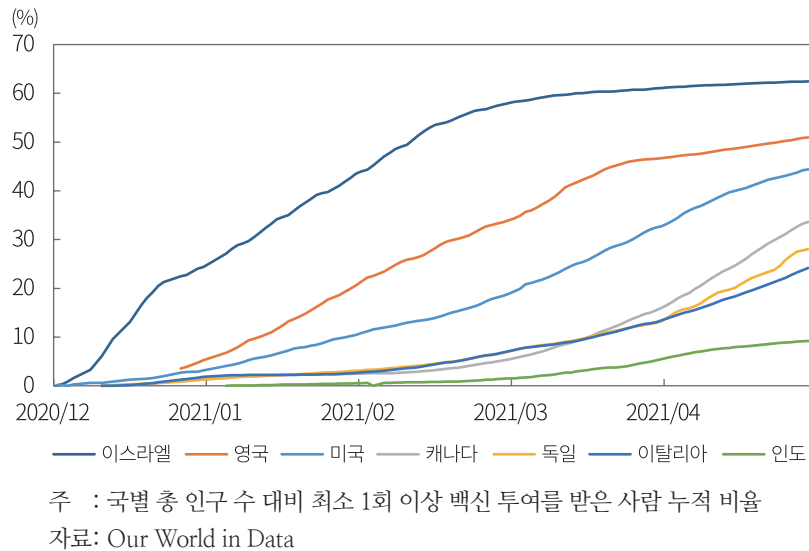
- 미국(45.2%), 영국(51.8%) 등 Covid-19 팬데믹이 대규모로 확산되었던 국가에서 접종률이 빠르게 상승

- 접종률이 50%를 넘는 국가는 5월 8일 기준 16개국

— Bloomberg의 Vaccine Tracker에 따르면 가장 부유한 27개 국가가 전세계 백신 접종의 35.1%를 차지

2) 국별 총 인구 수 대비 최소 1회 이상 백신 투여를 받은 사람 누적 비율

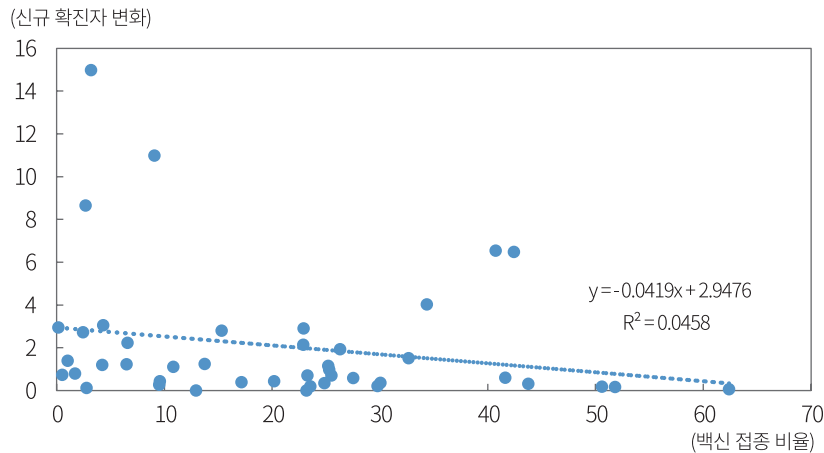
〈그림 1-11〉 주요국 백신 접종 현황



□ 데이터 분석이 가능한 43개국을 살펴본 결과 백신 접종률과 신규 확진자 변화 간에는 미약한 음의 상관관계가 발견되지만, 백신 접종률이 높은 국가일수록 신규 확진자가 큰 폭으로 감소

- 아직 많은 국가에서 2020년 12월 1일 대비 신규 확진자가 늘어나고 있는 가운데, 43개국 중 51.2%인 22개국에서 신규 확진자가 감소
 - 전체 국가를 분석대상으로 할 경우 백신 접종률과 신규 확진자 변화 간의 음의 상관관계는 아직 높지 않은 것으로 측정
- 그러나 분석대상 국가를 백신 접종률이 높은 국가로 제한할수록 신규 확진자가 줄어드는 국가의 비율이 상승
 - 백신 접종률 20% 이상인 23개국 중 15개국에서(65.2%) 신규 확진자 감소
 - 백신 접종률 상위 5개국 중 칠레를 제외한 4개국(이스라엘, 몰타, 영국, 미국)에서는 2020년 12월 1일 신규 확진자 수를 100명이라고 가정할 경우 2021년 4월 30일에는 6명(이스라엘)~31명(미국)으로 감소

〈그림 1-12〉 신규 확진자 변화 및 백신 접종 비율



- 주 : 1) 백신 접종률 및 신규 확진자 확인이 가능한 43개국 대상
 2) 신규 확진자 변화는 2020.12.1일 대비 2021.4.30일의 변화이며, 신규 확진자가 줄어든 경우 수치가 1 미만
 3) 백신 접종 비율은 2021.4.30일 기준 국별 총 인구 수 대비 최소 1회 이상 백신 접종을 받은 사람의 누적 비율

자료: Our World in Data, 자본시장연구원

□ 대부분 국가에서 아직 백신 접종률이 높지 않아 신규 확진자의 감소세도 뚜렷하지 않고, 이에 따라 경제활동 통제의 완화도 아직은 미약

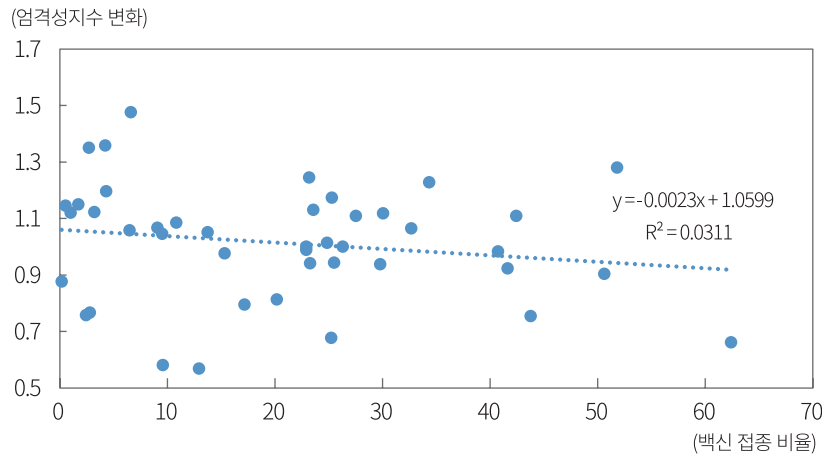
— 엄격성 지수의 변화와 백신 접종률 간의 음의 상관관계는 매우 미약

- 즉, 아직은 백신 접종률이 높더라도 경제활동 통제를 크게 완화시키지 못하고 있다는 의미
- 43개국 중 엄격성지수가 1 미만이어서 경제활동 통제가 조금이라도 완화된 국가는 18개국으로 전체의 41.8%
- 다만, 이 국가들조차 엄격성지수의 변화가 크지 않은 것으로 조사

□ 결국 각 국가별로 전체 인구 대비 70% 내외의 사람들이 백신을 접종하고 신규 확진자 수가 급감해야만 경제활동 통제가 크게 완화될 것으로 판단

— 그 시기는 불확실하나, 선진국의 경우 2021년 하반기 달성이 가능할 전망

〈그림 1-13〉 엄격성지수 변화 및 백신 접종 비율



- 주 : 1) 백신 접종률 및 엄격성지수(stringency index) 확인이 가능한 43개국 대상
 2) 엄격성지수 변화는 2020.12.1일 대비 2021.4.30일의 변화이며, 엄격성지수가 줄어드는 경우 (경제활동 통제 완화) 수치가 1 미만
 3) 백신 접종 비율은 2021.4.30일 기준 국별 총 인구 수 대비 최소 1회 이상 백신 접종을 받은 사람의 누적 비율

자료: Our World in Data, 자본시장연구원

다. 주요국 경제 전망

□ 2021년 미국의 경제성장률은 당초 예상보다 높은 6.8% 내외가 될 전망이며, 성장률 수치는 2분기에 정점에 이른 후 조금씩 떨어질 것으로 예상

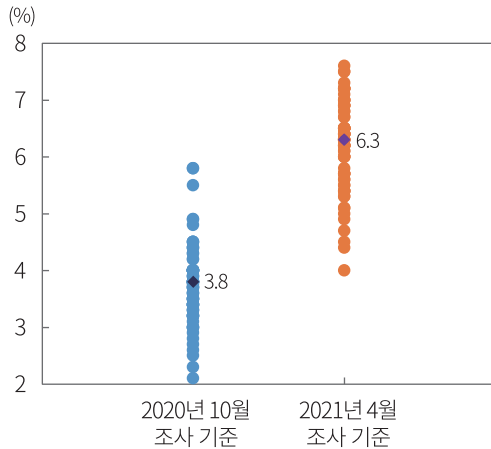
— 최근 IMF와 OECD, 주요 글로벌 투자은행(IB)들은 2021년 미국의 경제성장률을 2020년 10월 전망 대비 대폭 상향 조정

• 성장률 전망(중간값 기준): 3.8%(2020년 10월) → 6.3%(2021년 4월)

— 성장률 예상 수치를 기준으로 볼 때 미국의 실질GDP 규모는 당초(팬데믹 이전) 예상 성장경로 상의 규모를 2021년 3분기에 따라잡을 것으로 예상

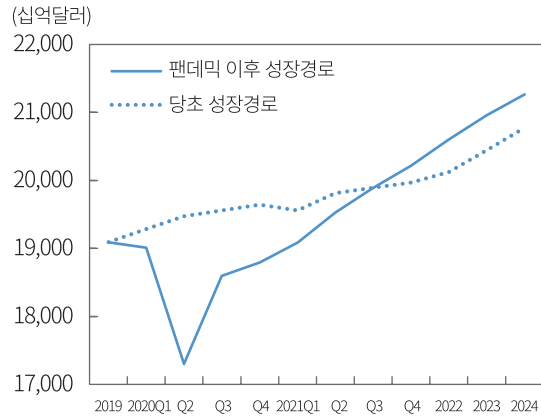
• 2021년 1분기에는 팬데믹 직전인 2019년 4분기 실질GDP 규모에 도달

〈그림 1-14〉 미국 성장률 전망



주 : 1) 주요 IB와 IMF, OECD 전망 포함
 2) 조사 기준 시점은 IMF 전망 발표 기준
 자료: Bloomberg, IMF, OECD

〈그림 1-15〉 미국 실질GDP 성장경로



주 : 1) 미국 실질GDP(연율)의 당초 성장경로는 IMF 2019년 10월 성장률 전망 전제
 2) 팬데믹 이후 성장경로(2021년 이후)는 본원의 성장률 전망 전제
 자료: FRED, IMF, 자본시장연구원

□ 확장적 통화 및 재정정책 기조 유지, 축적된 잉여저축이 2021년 미국 경제의 급반등을 이끌 것으로 예상

- 미국의 재무부와 연준은 시장의 경기과열 우려에도 불구하고 노동시장이 완전한 회복에 이르지 못했음을 지적하며, 2021년중 완화적인 거시정책 기조에 큰 변화가 없을 것임을 시사
- American Rescue Plan에 따른 약 1.9조달러의 재정지출은 승수효과를 통해 경제성장률을 끌어올릴 것으로 예상
 - 1.9조달러 중 1.75조달러가 2021년중 집행 예정
 - 특히 인당 1,400달러의 수표를 지급하는 것이 핵심인 Economic Impact Payments는 2021년중 0.43조달러에 달하는데, 이 중 상당액이 단기간에 소비지출로 사용될 것으로 예상
- 팬데믹 이후 축적된 상당한 규모의 초과저축이 경제활동이 본격화되면서 상품 및 서비스 수요 증대를 유도할 것으로 예상

- 미국은 백신 접종 속도가 빨라서 하반기에는 인구의 70% 내외가 백신을 접종받거나, 감염으로 면역을 가지게 될 것으로 예상³⁾
- 따라서 경제활동의 회복 역시 본격적으로 진행되어 상품뿐만 아니라 서비스 부문도 본격적인 회복세에 진입할 전망

□ 2021년 중국의 경제성장률은 8.5% 내외로 예상되며, 상고하저의 흐름을 보일 것으로 전망

— 글로벌 교역량이 늘어남에 따라 상품 수출이 호조를 보일 전망이며, 이에 따라 생산 및 투자도 양호한 흐름을 이어갈 것으로 예상

- 경제활동이 본격화됨에 따라 그간 부진했던 서비스업 부문도 회복될 전망이며, 따라서 소비도 양호한 모습을 보일 것으로 전망

— 다만, 몇 가지 요인으로 인해 하반기로 갈수록 경기회복의 속도가 둔화될 것으로 예상

- 상반기의 높은 성장률 수치는 기저효과를 상당 부분 반영
- 팬데믹의 영향으로 소득계층 간 격차가 확대되었으며, 그 결과 한계소비성향이 높은 중산층 이하 가계의 소비 회복 제약
- 완만한 경기회복을 유도하는 중국 정부의 조심스러운 정책 기조
- 자국 빅테크 회사에 대한 중국 정부의 규제 움직임
- 상대적으로 더딘 신흥국 국가의 경기 반등
- 무역뿐만 아니라 여러 경제적 이슈에서 발생하고 있는 미국과의 갈등

3) Statista(www.statista.com) 참조

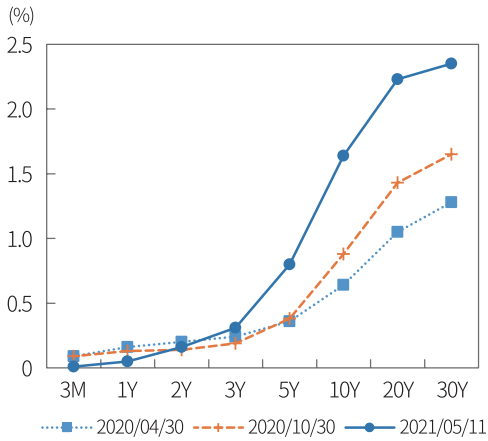
이슈-1 : 미국 경제의 과열과 인플레이션 우려

가. 우려의 배경

- Covid-19 팬데믹을 극복하기 위해 취했던 확장적 통화정책 및 재정정책의 결과 미국 경제가 과열되고, 인플레이션이 급등할 수 있다는 우려 제기
 - 이러한 우려는 바이든 행정부가 마련한 약 1.9조달러의 경기부양책을 담은 American Rescue Plan(ARP) Act가 의회를 통과하자 본격화
- 이러한 의견은 다양한 논거를 바탕으로 부각되고 있으며, 결과적으로 미국 경제가 짧고 강한 반등 이후 깊은 침체에 재진입할 수 있음을 우려
 - 백신접종 확산으로 경제활동이 본격화되면 수요가 급격하게 팽창할 가능성
 - 확장적 거시정책의 결과 경제 전체의 유동성이 계속 증가
 - 팬데믹 이후 경제활동 규제로 인해 개인들이 대규모 초과저축 보유
 - 반면 공급 부문의 문제로 인해 비용 상승의 가능성은 점증
 - 팬데믹의 여파로 반도체 등 일부 업종에서 공급 차질 발생
 - 과도한 실업급여의 지급으로 노동공급의 본격적 회복을 제약
 - 연준의 통화정책 정상화가 늦어져 기대 인플레이션과 실제 물가 급등이 동시에 발생하면, 이를 제어하기 위해 강력한 통화긴축이 불가피해지고, 이는 심한 경기 재침체를 유발할 수 있다는 것이 이 주장의 핵심
 - 최근 시장의 기대 인플레이션이 상승함은 물론 실제 높은 수준의 물가 상승률이 발표되어 이러한 우려를 무시할 수 없는 상황
 - 팬데믹 직후인 2020년 4월말과 2020년 10월말 대비 미국 채권 수익률 곡선의 기울기가 크게 상승

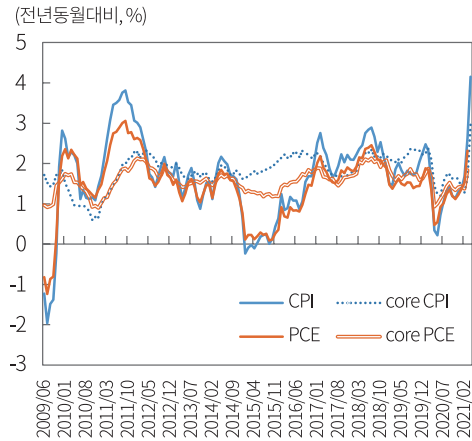
- 2021년 4월 전년동기대비 CPI 인플레이션이 2008년 9월 이후 가장 높은 4.2%를 기록해 기저효과를 감안하더라도 시장 예상을 크게 상회

〈그림 1〉 미국 채권 수익률곡선 변화



자료: FRED

〈그림 2〉 미국 CPI 및 PCE 인플레이션



자료: FRED

나. 수요 측면의 핵심 변수

□ 미국 경제의 과열 가능성을 촉발시킨 수요 측면의 두 가지 변수에 대한 객관적인 시각을 조망할 필요⁴⁾

— 대부분의 전망기관들이 2021년 미국의 경제성장률을 예상보다 크게 상향조정한 것은 다음의 두 가지 요인 때문

- 대규모 재정 부양책
- 팬데믹 직후부터 축적되기 시작한 개인의 초과저축

4) 경제 과열은 성장률이 잠재성장률을 크게 넘어서고, 실업률이 자연실업률 수준을 하회함으로써 상당한 인플레이션 압력이 발생하는 것을 의미

- 2021년 3월 미국 의회를 통과한 1.9조달러 규모의 재정부양책은 부양책이 전혀 없었을 경우 대비 미국 실질GDP를 4% 내외 증가시킬 것으로 전망
 - 분석기관들은 재정부양책의 세부 내용별 경기부양효과(재정승수)를 기초로 이러한 수치를 제시⁵⁾

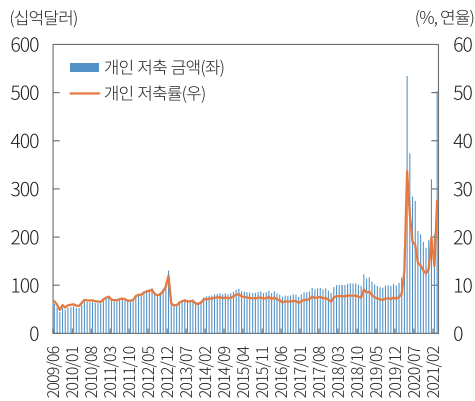
- 다만, 전망기관들의 당초 전망수치에도 2021년의 확장적 재정정책이 전제되어 있으므로 새로운 재정부양책이 당초와 비교해 실질GDP를 순증가시키는 규모는 약 2% 내외로 추정
 - 당초 대선 결과와 상관없이 2021년에도 추가적인 재정부양책이 나올 가능성이 컸었던 상황
 - IB, IMF, OECD 등의 2021년 미국 경제성장률 전망 변화는 약 2.5%p 수준
 - 2021년 미국 경제성장률 전망 변화: 2020년 10월 3.8% → 2021년 4월 6.3%
 - 다만, 성장률 전망 상향 조정치 중에서 바이든 행정부의 새로운 재정부양책이 기여하는 순기여분이 얼마인지는 불확실
 - 평균적으로는 2%p 내외인 것으로 추정

- 2021년 미국 경제 성장률을 7% 후반 수준 또는 8%가 넘을 것으로 보는 기관들은 팬데믹 이후 축적된 개인의 초과저축이 대거 소비로 활용되는 것을 전제하고 있으나, 그 규모는 불확실
 - 월간 저축의 장기 추세치를 넘어서는 금액을 초과저축이라 가정할 때 2020년 3월~2021년 3월까지 누적된 초과저축은 약 2.2조달러
 - 이는 2020년 미국 실질GDP의 약 12% 수준

5) Brookings(2021.1.28., The macroeconomic implications of Biden's \$1.9 trillion fiscal package), Moody's Analytics(2021.1.15., The Biden fiscal rescue package: Light on the horizon) 참조

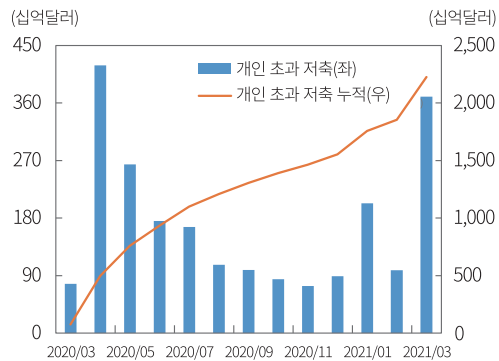
- 여기에는 팬데믹 이후 국민들에게 직접 지급된 이전소득 포함
- 재정부양책과 마찬가지로 당초 전망에도 이 부분은 일정 수준 반영되어 있기 때문에 실제 실질GDP 순증가에 얼마나 기여하는지 불확실
- 전망기관들 간의 미국 경제성장률 전망에 차이가 큰 것은 초과저축의 소비 전환 정도와 실질GDP 증대에 미치는 영향을 보는 시각 차이 때문
- 이코노미스트는 최근 미국의 경우 소비성향이 높은 소득 하위 계층의 저축 증가율이 높은 점을 들면서, 초과저축의 상당부분이 소비될 것으로 예상⁶⁾
- 그러나 소득 하위 계층의 경우 초과저축을 부채 상환 등에도 활용할 수 있어서 보유 저축의 대부분을 소비한다는 가정은 다소 강한 것으로 판단
- 또한 경제 전체 초과저축 중 상당 부분은 소득 중상위 계층이 보유하고 있을 가능성이 커서 실제 이연소비가 예상보다 크지 않을 가능성도 존재

〈그림 3〉 미국 개인 저축금액 및 저축률



자료: FRED

〈그림 4〉 미국 개인 초과 저축금액



주 : 실제 월 저축액과 평균 월 저축액(개인 월 가처분소득에 '09.6월~'20.2월 평균 저축률 7.3%를 곱해 구한 금액) 간의 차액을 개인 초과 저축액으로 정의
 자료: FRED, 자본시장연구원

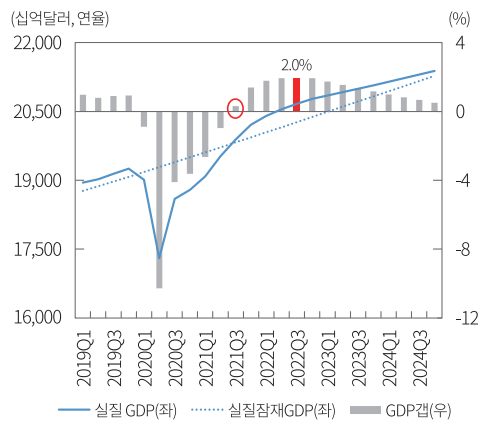
6) The Economist(2021.3.13.~3.19., The World's consumers are sitting on piles of cash. Will they spend it?) 참조

다. GDP갭과 실업률 변화 방향

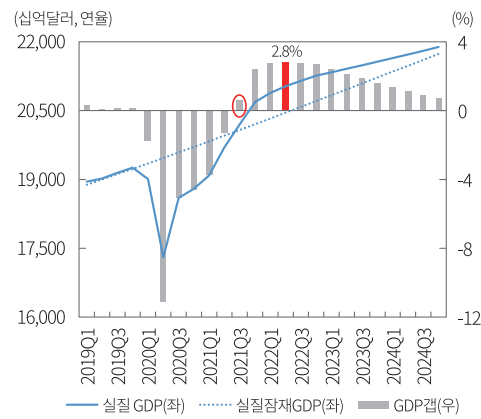
□ 2021년 미국 경제 성장률 전망치 두 가지 시나리오를 전제로 2024년까지 GDP갭을 추정한 결과 기간 중 최대 GDP갭은 2022년 2~3분기중 2.0~2.8%에 도달할 전망

- 성장률 전망 시나리오는 다음과 같이 구성
 - 시나리오 1: 컨센서스(6.3%) 대비 다소 높은 6.8%(KCMi 전망치) 가정
 - 시나리오 2: 8.1%(Morgan Stanley 전망치) 가정
- GDP갭이 양으로 전환하는 시점은 두 시나리오 모두 2021년 3분기
- GDP갭이 정점에 이르는 시점은 시나리오 1의 경우 2022년 3분기, 시나리오 2의 경우 2022년 2분기
 - 정점에서의 GDP갭은 각각 2.0%와 2.8%

〈그림 5〉 미국 GDP갭: 시나리오 1



〈그림 6〉 미국 GDP갭: 시나리오 2



- 주 : 1) GDP갭(%)은 ((실질GDP-실질잠재 GDP)/실질잠재GDP)×100
 2) 잠재GDP는 Hodrick-Prescott 필터로 구한 추세로 가정
 3) 시나리오 1은 2021년 미국 경제 성장률을 6.8%로 가정(KCMi전망)한 추정치
 4) 2022년 이후의 GDP는 IB 평균 전망치와 IMF 전망치 참조

자료: Bloomberg, FRED, IMF, 자본시장연구원

- 주 : 시나리오 2는 2021년 미국 경제 성장률을 8.1%로 가정(Morgan Stanley)한 추정치
 자료: Bloomberg, FRED, IMF, 자본시장연구원

□ 향후 2024년까지 예상되는 미국 실질GDP의 양의 갭 수준은 과거 대비 상대적으로 낮은 것으로 분석

- 1961년 이후 양의 GDP갭이 4분기 이상(1년) 지속되었던 7개 기간과 금번 전망 대상 기간(2021.Q2~2024.Q4)의 GDP갭을 비교한 결과 최대치 및 평균치의 수준이 과거 대비 상대적으로 낮은 것으로 분석
- 성장률 시나리오에 따라 약간의 차이는 발생
 - 양의 GDP갭 최대치는 두 시나리오 모두 과거 대비 낮은 수준
 - 다만, 성장률 시나리오 2(2021년 8.1%)의 경우 양의 GDP갭 평균 수준이 다소 상승

〈표 1〉 미국 양의 GDP갭 기간별 비교

(단위: %)

양의 GDP갭이 4분기 이상 지속된 기간	기간별 양의 GDP갭 통계			
	최대	최소	평균	
65.Q3~69.Q4 (18분기)	3.5	0.6	2.0	
72.Q2~74.Q2 (9분기)	3.8	0.5	1.9	
77.Q2~80.Q1 (12분기)	4.3	0.2	2.4	
84.Q2~90.Q3 (26분기)	2.8	0.1	1.5	
98.Q3~01.Q3 (13분기)	3.1	0.1	1.5	
03.Q3~08.Q3 (21분기)	3.7	0.3	2.4	
17.Q3~19.Q4 (10분기)	1.0	0.1	0.8	
21.Q3~24.Q4	시나리오 1	2.0 (22.Q3)	0.3	1.3
	시나리오 2	2.8 (22.Q2)	0.6	1.9

주 : 1) 2019년 4분기까지의 GDP갭은 시나리오 1을 가정해 추정된 값만 적시

2) 양의 GDP갭이 4분기 연속 이어진 기간을 분석대상 기간으로 선정

자료: Bloomberg, FRED, 자본시장연구원

- 과거의 사례를 참고하여 향후 양의 GDP갭 구간에 실업률이 얼마나 떨어질지 추정한 결과 시나리오 1하에서는 약 4.7%, 시나리오 2하에서는 약 3.9% 전망
- GDP갭이 양으로 전환되는 시점은 일반적으로 경기순환 상 회복 국면에서 확장 국면 사이
 - 실업률은 GDP갭이 양으로 전환되기 훨씬 이전부터 정점에서 내려오기 시작하며, 양의 GDP갭이 정점에 이른 후에도 상당 기간 내려가는 특성
 - 과거 분석대상 기간을 통해 살펴보면, 양의 GDP갭 전환 이후 최저 실업률은 양의 GDP갭 전환 이전 최고 실업률 대비 50~80% 내외 기록
 - 실업률 전 고점에서 양의 GDP갭 전환 시점까지의 기간이 길수록 실업률 하락 정도도 큰 편
 - 예를 들어 2017.Q3~2019.Q4 기간의 경우 양의 GDP갭으로 전환한 시점인 2017년 3분기를 기준으로 실업률이 31분기 이전에 전 고점에 도달한 후 하락하기 시작해 전 고점 대비 36%인 3.6%까지 하락
 - 2021.Q3~2024.Q4 추정기간의 경우 경기가 강하게 반등하고 있는 만큼, 실업률 저점의 고점대비 수준도 과거 사례보다 훨씬 낮을 것으로 가정해, 시나리오 1의 경우 약 4.7%, 시나리오 2의 경우 약 3.9%가 될 것으로 예상
 - 실업률이 최저 수준까지 떨어지는 시점은 양의 GDP갭이 정점에 도달하는 2022년 3분기보다 3~4분기 늦은 2023년 2~3분기 내외로 예상
 - 따라서 시나리오 1의 예상 최저 실업률은 2023년 2분기에 예상되는 미국의 자연실업률 4.43% 대비 더 높은 수준이며, 시나리오 2의 예상 최저 실업률은 이보다 더 낮은 수준⁷⁾

7) 미국의 자연실업률 추정치 출처는 FRED

〈표 2〉 미국 양의 GDP갭 기간별 실업률 변화 비교 및 전망

(단위: %)

양의 GDP갭 4분기 이상 지속된 기간	기간별 실업률 변화			
	양의 GDP갭 전환 이전 최고 실업률	양의 GDP갭 전환 시점 실업률	양의 GDP갭 전환 이후 최저 실업률	
65.Q3~69.Q4 (18분기)	7.0(17분기 전)	4.3(62.4)	3.4(48.6)	
72.Q2~74.Q2 (9분기)	6.0(3분기 전)	5.7(94.5)	4.8(79.0)	
77.Q2~80.Q1 (12분기)	8.5(7분기 전)	7.1(84.3)	5.7(67.3)	
84.Q2~90.Q3 (26분기)	10.7(6분기 전)	7.4(69.7)	5.2(48.8)	
98.Q3~01.Q3 (13분기)	7.6(24분기 전)	4.5(59.4)	3.9(51.1)	
03.Q3~08.Q3 (21분기)	6.1(1분기 전)	6.1(100.0)	4.4(72.3)	
17.Q3~19.Q4 (10분기)	9.9(31분기 전)	4.3(43.3)	3.6(36.2)	
21.Q3~24.Q4	시나리오 1	13.1(5분기 전)	약 5.8(44.3)	약 4.7(36.0)
	시나리오 2	13.1(5분기 전)	약 4.8(36.6)	약 3.9(30.0)

주 : 1) 분기 실업률(월간 실업률 평균) 기준. 양의 GDP갭 전환 이후 실업률의 ()내 수치는 전환 이전 최고 실업률 대비 비율을 의미

2) 시나리오 1 및 2의 양의 GDP갭 전환 시점(2021년 3분기) 실업률은 2021년 4월 실업률 6.1%를 고려해 산정한 추정치

3) 시나리오 1 및 2의 양의 GDP갭 전환 이후 최저 실업률은 전환 이전 최고 실업률 대비 비율을 각각 36%와 30%로 가정해 역산한 수치

자료: FRED, 자본시장연구원

□ 다만, 팬데믹으로 인해 발생한 “노동력 부족하의 고실업률”이라는 미국 고용시장의 특이한 상황은 하반기로 갈수록 조금씩 정상을 찾을 것으로 전망

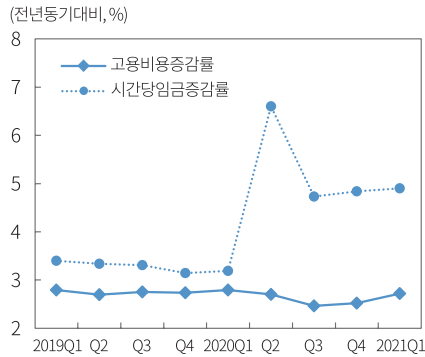
— 최근 미국의 시간당 임금 증가율이 높은 수준을 형성하고 있고, 채용공고도 빠르게 늘어나고 있는 등 기업의 노동수요는 크게 증가하고 있는 상황

— 이에 비해 여전히 실업률이 높고, 기업의 고용비용이 크게 증가하지 않고 있는 것은 노동 공급이 원활하게 이루어지지 않고 있다는 의미

• 높은 실업급여로 인한 자발적 실업과 육아, 바이러스에 대한 두려움 등 여러 가지 요인으로 인해 사람들의 일자리 복귀가 늦어지고 있기 때문

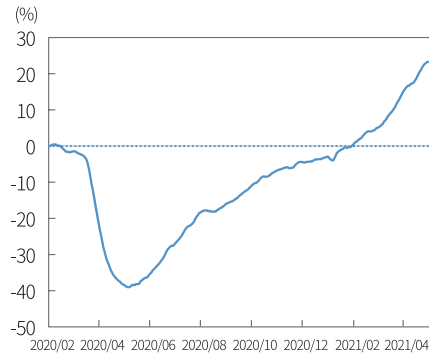
— 경제활동이 정상화될 것으로 예상되는 하반기에는 일자리 복귀가 본격화하면서 실업률과 시간당 임금 상승률이 동시에 떨어질 것으로 예상

〈그림 7〉 미국 고용비용 및 임금



자료: FRED, 자본시장연구원

〈그림 8〉 팬데믹 직전 대비 채용공고 증감률



주 : 증감률의 기준일은 2020년 2월
자료: FRED

라. 인플레이션 변화 방향

□ 2021년 3~4월에 CPI 인플레이션이 크게 상승함에 따라 강력한 인플레이션 발생 우려가 부각되고 있으나, 아직은 단기적인 현상이라는 시각이 강한 편

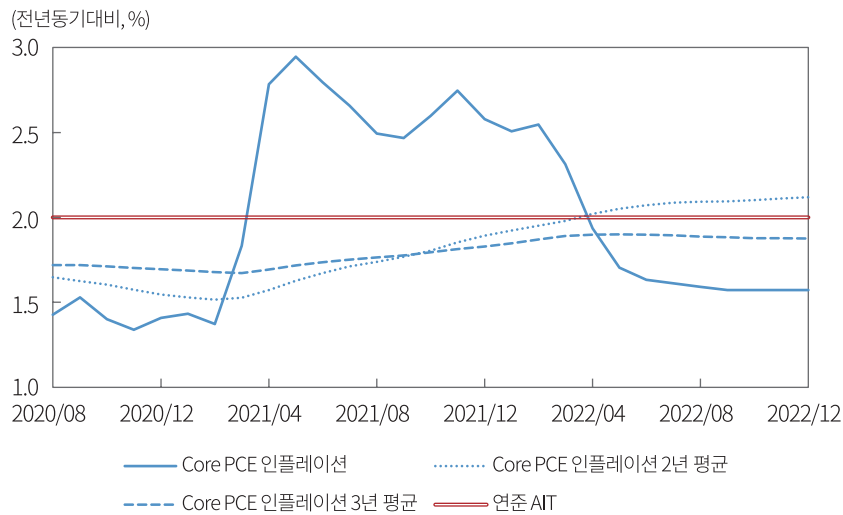
- 팬데믹 확산 직후부터 CPI가 낮은 수준을 유지함에 따른 기저효과
- 일부 공산품의 공급 차질에 따른 단기적인 가격 왜곡
 - 4월 CPI 인플레이션은 전월대비 0.8%였는데(전년동월대비 4.2%), 이는 대부분 중고차가격의 상승(전월대비 10.0%)에 기인
 - 이는 반도체 품귀로 인해 완성차 업체의 신차 출하가 지연되고 있기 때문

□ 단기적인 인플레이션 압력은 당분간 이어질 가능성이 클 전망

- 4월 Core PCE 인플레이션도 전월대비 0.5% 내외에 이를 것으로 전망

- 적어도 3분기까지는 전월대비 인플레이션이 글로벌 금융위기 이후의 장기평균을 상회할 가능성
- 이 경우 기저효과 등으로 인해 전년동기대비 Core PCE 인플레이션이 상당 기간 2~3% 범위에서 움직일 것으로 예상

〈그림 9〉 미국 인플레이션 전망 및 연준 AIT와의 비교



- 주 : 1) 2021년 4월 Core PCE 인플레이션(전월대비)은 시장 컨센서스(0.5%) 가정
 2) 전월대비 인플레이션은 점진적으로 하락해 2021년 10월부터 글로벌 금융위기 이후의 장기평균인 0.13%에 수렴하는 것으로 가정. 전월대비 Core PCE 인플레이션을 전망 한 후, Core PCE 인플레이션 지수 추정
 3) 이를 통해 전년동기대비 인플레이션 전망
 4) AIT는 연준의 새로운 평균물가목표제(2%) 의미
 5) 인플레이션의 2년, 3년 평균치는 계산 시점 기준 직전 24개월, 36개월 이동평균을 의미
 자료: FRED, 자본시장연구원

- Core PCE 인플레이션이 약 1년간 2%를 상회할 경우 2년 이동평균 인플레이션은 점차 연준의 평균 인플레이션 목표치(AIT)인 2%에 근접
 - 2022년 2분기 내외에 2%를 넘어설 전망

— 3년 이동평균 인플레이션은 2022년말까지 2% 하회⁸⁾

□ 다만, 2022년 2분기 이후에는 단기적인 인플레이션 압력이 누그러지면서 2년 이동평균 인플레이션도 안정을 찾아갈 가능성

— 2021년 4월 이후 Core PCE 인플레이션이 2%를 상회하면 2022년에는 기저효과로 인해 인플레이션 압력이 축소될 전망

— 팬데믹 이전 디플레이션 압력으로 작용했던 구조적 요인들이 상존

- 인구고령화의 진전으로 인한 구조적인 총수요 부족
- 부채가 쌓인 가계의 소비 능력 저하
- 자본수익률 하락 등의 영향으로 인한 기업의 저투자
- 플랫폼 경제, AI 등 경제구조의 변화로 인한 비용 축소 요인

마. 요약

□ 최근 제기되고 있는 미국 경기의 과열과 인플레이션 폭등, 그리고 뒤늦은 강력한 통화긴축에 따른 미국 경기의 심각한 재침체 가능성은 다소 과도한 우려

□ 향후 예상되는 양의 GDP갭 수준, 실업률 하락 정도, 인플레이션 변화 방향 등을 종합해 볼 때 정책적으로 충분히 관리 가능한 수준인 것으로 평가

— 양의 GDP갭은 2022년 3분기에 정점에 도달할 전망이며, 2021년 성장률 전망치 시나리오와 상관없이 과거 사례와 비교 시 상대적으로 낮은 수준

- 즉, 재정지출 확대의 승수효과, 가계 누적 저축의 소비화 정도 등을 가장 크게 가정하더라도(시나리오 2) 양의 GDP갭은 크게 높지 않은 수준

8) 연준이 AIT의 기준이 되는 이동평균 계산 기간을 어떻게 설정하고 있는지는 알려진 바가 없는 상황

- 실업률은 2021년 성장률 시나리오에 따라 3.9~4.7% 내외가 전망되어 자연실업률 수준인 4.43%에서 크게 벗어나지 않는 범위에 머물 것으로 예상
 - 실업률 3.9~4.7% 수준은 2023년 2~3분기 내외에 도달할 전망
 - Core PCE 인플레이션은 전년동기대비 기준으로 약 1년간 2%를 넘어설 가능성이 있으나, 2년 이동평균 기준으로는 연준의 AIT인 2%를 크게 벗어나지 않을 것으로 예상
 - Core PCE 인플레이션 2년 이동평균은 2022년 2분기에 연준의 AIT인 2%를 넘어설 전망
- 결론적으로 현재의 미국 경제는 당초 예상보다 훨씬 강하게 반등하고 있지만 향후 방향성으로 볼 때 통화정책을 통해 통제 가능한 수준에 머물 전망
- 다만, 당초 예상보다는 통화정책 기조의 변화가 보다 빨라질 수 있지만, 역설적으로 이를 통해 연준 통화정책 기조에 대한 불신이 축소될 가능성

2. 국내 경제 전망

가. 최근 국내 경제 상황

- 지난(2020년 11월) 전망 이후 국내 경제는 제조업·수출을 중심으로 경기 회복세가 뚜렷한 가운데 서비스업·소비의 부진도 완화되는 모습
- IT부문을 중심으로 설비투자의 개선세가 지속되고 있으며 건설투자는 부진이 지속되고 있으나 선행지표를 중심으로 회복 조짐

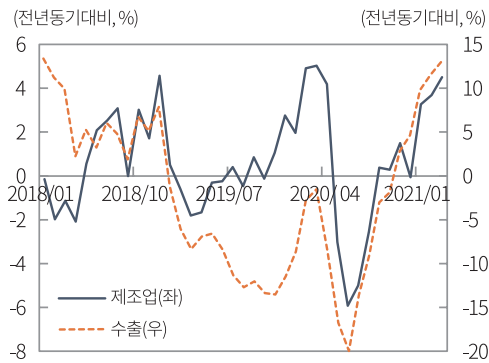
〈표 1-1〉 경제 성장률 추이

(단위: 전기대비, %)

	2020					2021
	연간	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4
GDP 성장률	-1.0	-1.3	-3.2	2.1	1.2	1.6
민간소비	-4.9	-6.5	1.5	0.0	-1.5	1.1
설비투자	6.8	0.2	-0.5	8.1	-2.0	6.6
건설투자	-0.1	0.5	-1.5	-7.3	6.5	0.4
수출	-2.5	-1.4	-16.1	16.0	5.4	1.9
제조업	-0.9	-1.0	-8.9	7.9	3.0	2.8
서비스업	-1.1	-2.4	-0.9	0.9	0.7	0.8

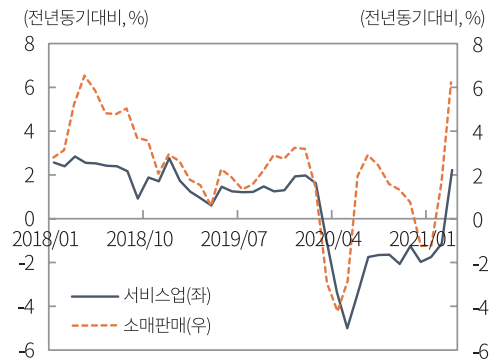
자료: 한국은행

〈그림 1-16〉 제조업 및 수출



주 : 3개월 이동평균
자료: 통계청, 자본시장연구원

〈그림 1-17〉 서비스업 및 소매판매



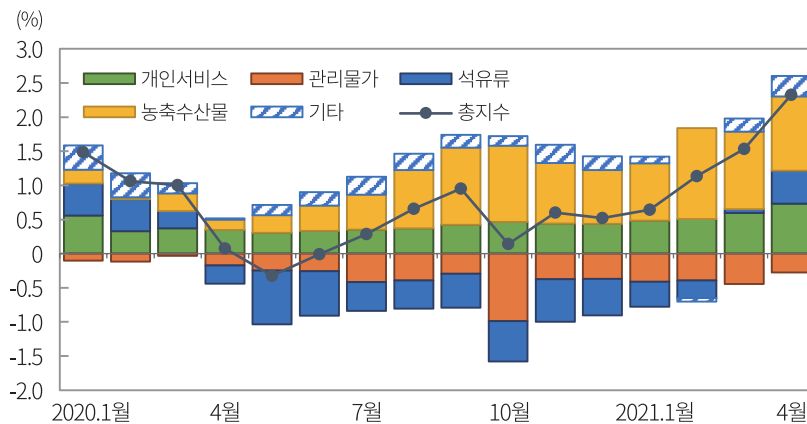
주 : 3개월 이동평균
자료: 통계청, 자본시장연구원

□ 소비자물가 상승률은 2020년중 저물가에 따른 기저효과와 함께 농축수산물 및 석유류를 중심으로 상승세가 가파르게 확대(2021년 1월 0.6% → 4월 2.3%)

— 농축수산물은 이상 기후에 따른 작황 불안 등으로 육류, 채소 및 과일을 중심으로 2020년 9월 이후 급등(2019년 1월~2020년 6월 112.8 → 2020년 9월~2021년 4월 128.1)

- 향후 작황이 안정되면서 농축수산물 가격이 현재 수준(2021년 4월 130.12)을 유지할 경우 소비자물가 상승률에 대한 기여도는 점차 축소될 전망(2021년 2분기 1.09%p → 3분기 0.56%p → 4분기 0.37%p)
- 석유류 또한 2020년 하반기 이후 국제유가가 가파르게 상승하면서 2021년 3월 이후 기여도가 양(+)으로 전환된 후 점차 확대
 - 현재의 유가 수준(2021년 4월 102.25)이 지속될 경우 유가의 파급력을 고려하지 않더라도 2021년말까지 0.56%p의 기여도를 유지하는 것으로 시산
- 이밖에도 영화관람료, 학원비 등 개인서비스의 기여도가 점증하고 있으며 통신비 등 정부의 규제를 받는 관리물가 품목의 인하 압력은 점차 완화

〈그림 1-18〉 품목별 소비자물가 상승률 기여도

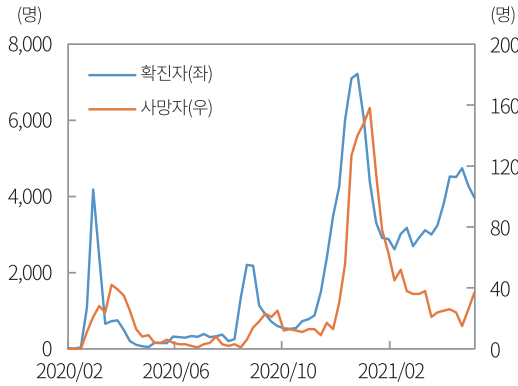


주 : 관리물가는 이병록·노현주(2020)에 따라 구분
 자료: 통계청, 자본시장연구원

나. 코로나19 감염확산에 따른 사회적 거리두기 변화 및 백신 접종

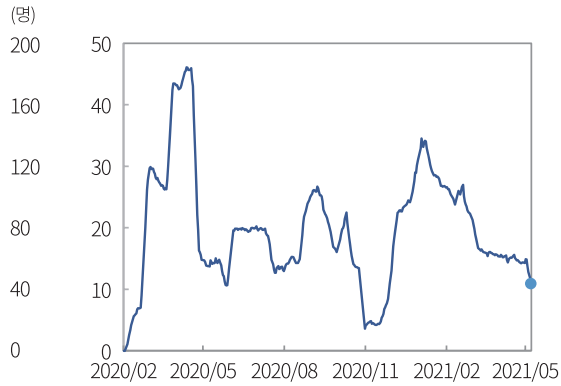
□ 4월 이후 코로나19 재확산에도 불구하고 2월말 이후 고위험군에 대한 백신 접종으로 위중증률 및 치명률이 감소함에 따라 실효적 거리두기는 점차 완화되는 모습

〈그림 1-19〉 코로나19 확진자 및 사망자



주 : 주간 기준
자료: 통계청, 자본시장연구원

〈그림 1-20〉 코로나19 거리두기 지수



주 : 7일 이동 평균
자료: Goldman Sachs

- 3분기 이후 백신공급이 안정화되는 가운데 하반기로 갈수록 사회적 거리두기 단계가 점차 완화되면서 소비·비대면 서비스업의 개선세가 지속될 전망
 - 5월 17일 기준 1차 및 2차 백신 접종률은 전체 인구의 7.3% 및 1.8%로 5월 들어 공급 부족으로 접종 증가세가 크게 둔화
 - 다만, 정부는 2분기중 1,832만회, 3분기 및 4분기중 각각 8천만회 및 9천만회의 백신 도입을 통해 전국민의 70% 이상이 9월까지 1차 접종, 11월까지 2차 접종을 완료할 것으로 예상(질병관리청, 2021)

다. 국내 성장경로 및 물가 전망

- 국내 경제는 2021년중 수출 및 설비투자를 중심으로 4% 초반 수준의 회복세를 나타낼 것으로 전망 (2021년 4.3% → 2022년 2.6%)
 - 수출(2020년 -2.5% → 2021년 9.2%)은 미국을 중심으로 세계경제가 가파르게 회복될 것으로 예상됨에 따라 높은 증가세를 나타낼 것으로 예상

- 반도체 부문을 중심으로 설비투자(2020년 6.8% → 8.5%) 증가세가 확대될 것으로 예상되며, 건설투자(-0.1% → 1.1%)는 주택건설 부진이 완화되면서 소폭의 성장세로 전환될 전망
- 민간소비(2020년 -4.9% → 2.8%)는 지난해 큰 폭의 감소에 따른 기저효과와 함께 백신보급에 따른 사회적 거리두기 완화에 힘입어 하반기로 갈수록 회복세를 나타낼 전망
- 2022년에는 민간소비의 회복세에 힘입어 추세성장률을 상회하는 2% 중반의 성장세를 나타낼 것으로 예상

〈표 1-2〉 국내 경제성장률 전망

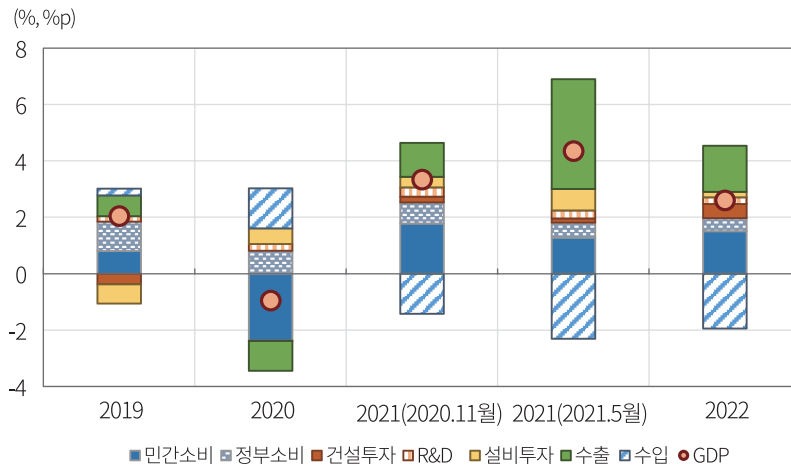
(단위: 전년동기대비, %)

	2020	2021			2022
		상반기	하반기	연간	
GDP 성장률	-1.0	4.0	4.7	4.3	2.6
민간소비	-4.9	1.2	4.3	2.8	3.5
설비투자	6.8	10.4	6.7	8.5	2.0
건설투자	-0.1	-1.3	3.3	1.1	3.6
총 수출	-2.5	12.7	6.2	9.2	3.7
총 수입	-3.8	7.3	5.4	6.3	5.2

자료: 자본시장연구원

- 한편, 2021년 성장률이 당초 전망(2020년 10월 3.3%)에 비해 크게 상향 조정된 원인은 수출 및 설비투자의 기여도가 크게 확대될 것으로 전망되는 데 주로 기인
- 미국의 대규모 재정확대 등에 힘입어 글로벌 경기가 당초 전망에 비해 가파르게 회복될 것으로 예상됨에 따라 수출 및 설비투자의 2021년 성장률에 대한 기여도가 각각 2.7%p 및 0.4%p 확대
 - 반면, 민간소비는 기저효과(2020년 -4.9%)에도 불구하고 당초 예상보다 회복세가 완만한 것으로 나타나 기여도가 0.5%p 하향 조정

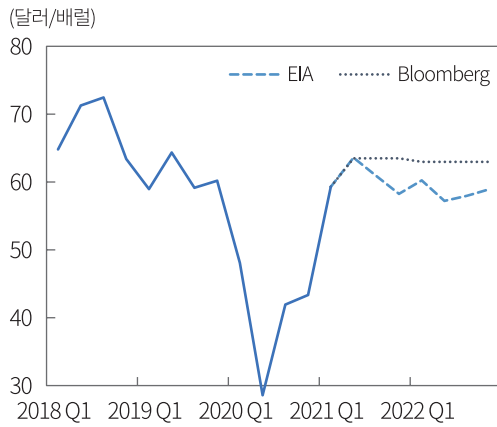
〈그림 1-21〉 부문별 성장률 기여도



자료: 자본시장연구원

- 소비자물가 상승률은 공급부문 상승 요인에 의해 2021년중 1.8%를 기록하였다가 국제유가가 안정화되면서 2022년중에는 1.3%로 하락할 전망
 - 금년중 물가상승률은 농축수산물의 기여도가 점차 축소될 것으로 예상되는 데다 국제유가의 완만한 하향세가 예상(EIA, 2021)됨에 따라 2분기를 정점으로 점차 완만하게 하락할 전망
 - 한편, 2022년중에는 수요부문 물가압력이 강하지 않은 가운데 미·이란 합의에 따른 이란의 석유수출 재개 가능성 등으로 유가의 추가적인 하락세가 예상됨에 따라 코로나19 이전의 저물가 추세로 복귀할 전망

〈그림 1-22〉 유가 전망



주 : 1) WTI 및 Brent의 평균치
 2) 점선은 전망치
 자료: Bloomberg, EIA, 자본시장연구원

〈그림 1-23〉 소비자물가 상승률 전망



주 : 점선은 전망치
 자료: 자본시장연구원

라. 전망의 위험요인

□ 코로나19 상황 및 백신공급 불안 외에도 향후 성장경로에 대한 불확실성이 상·하방 모두 매우 큰 상황

〈표 1-3〉 전망의 위험요인

상방 불확실성(+)	하방 위험(-)
<ul style="list-style-type: none"> • 주요국의 예상보다 가파른 회복세 • 국내 이연수요(pent-up demand)에 의한 소비 확대 	<ul style="list-style-type: none"> • 글로벌 인플레이션 확대에 따른 국내외 통화정책의 조기 정상화 • 반도체 공급지연에 따른 생산 차질 • 선진국의 자국 서비스 소비 중심 회복으로 국내 경제에 대한 제한적 파급효과

3. 통화정책 전망

가. 미국 통화정책 전망

□ 연준은 미국 경제가 통화정책의 목표에 도달하기 전에는 현재의 확장적 기조를 바꾸지 않을 것임을 여러 차례 언급

- 연준의 통화정책 목표는 최대 고용 달성과 안정적인 인플레이션 유지
 - 연준은 4월 FOMC에서 장기 평균 인플레이션 2% 유지와 기대 인플레이션 2% 고정이 중요함을 언급
 - 특히 그동안 실제 인플레이션이 장기 평균 2%에 미치지 못했음을 지적하며, 인플레이션이 2%를 미세하게 넘어서도록 하는 것이 목표임을 표방
 - 이는 연준이 여전히 인플레이션의 하방 위험에 주목하고 있음을 반영
- 연준은 경제가 반등하고 있지만 여전히 목표에 도달하지 못하고 있다는 입장
 - 최근의 인플레이션 상승을 단기적인 요인 때문으로 해석
 - 고용시장은 회복이 느리며, 팬데믹의 충격에 취약한 분야 역시 아직은 완전히 회복되지 않아 경제 전망에 위험요인이 많다는 의견

□ 따라서 2021년중에는 연준의 통화정책 기조가 변화하지 않을 것으로 보이지만, 2022~2023년에 미국 경제가 연준의 목표 수준에 도달할 가능성이 커서 당초 예상보다는 이른 시점에 정책 기조에 변화가 있을 것으로 전망

- 우선은 시장의 기대 인플레이션이 크게 상승하는 것을 방지하기 위해 2021년 3분기~4분기중에 테이퍼링 시그널을 줄 것으로 예상
 - 최근의 인플레이션 상승이 당분간 지속될 것으로 보이는 바, 연준이 인플레이션 압력을 주시하고 있다는 시그널을 시장에 제시할 필요
- 실제 테이퍼링의 시작은 양의 GDP갭이 정점에 도달할 것으로 보이는 2022년 3분기 이전이 될 것으로 예상

- 최초의 금리 인상은 장기 평균 인플레이션이 2%를 상당 기간 초과하고, 실업률이 자연실업률 이하로 내려올 시점이 될 것이며, 현재로서는 2023년 3분기 내외가 될 것으로 전망

나. 국내 통화정책

□ 한국은행은 국내 경기의 예상보다 빠른 회복세에도 불구하고 소비자물가 상승세가 견조하지 않은데다 미진한 고용사정 개선세 등을 감안하여 상당 기간 완화적 통화정책 기조를 유지할 전망

- 추세 물가상승률이 금번 전망시계에서 1.5% 수준에 머물 것으로 예상되는 데다 최근 시장금리가 상승함에 따라 사실상의 긴축 효과가 발생하고 있는 점 또한 당분간 기준금리의 동결 가능성을 높이는 요인
- 또한 한국은행의 통화정책 목표에 고용안정을 추가하려는 정치권 등의 움직임을 의식하여 고용개선 여부가 금리인상의 주요 고려사항이 될 수 있다는 점 또한 완화적 통화정책 기조가 지속될 수 있는 요인으로 작용할 전망
- 이에 따라 최초의 금리인상 시점은 지난(2020년 11월) 전망과 마찬가지로 2022년 3분기가 될 것으로 판단

□ 이러한 전망의 위험요인으로 실물경기 회복세가 뚜렷해지는 반면 민간신용 확대 등 금융안정에 대한 우려가 커져 금리인상이 조기화 될 가능성도 배제할 수 없는 상황

- 코로나19 대응 과정에서 완화적인 정책기조로 민간의 차입이 크게 확대됨에 따라 금융불균형이 누적
 - 2020년 명목 GDP 성장률은 0.3%에 불과한 가운데 가계신용은 전년대비 7.8%, 기업 대출금은 11.7% 증가
 - 특히 가계부채와 주택가격 상승(2021년 2월 전국 아파트 가격 전년동기대비 21.2% 상승)이 되먹임 되면서 대내외 충격에 대한 경제구조의 취약성이 확대

- 2021년 4월 한국은행 금융통화위원회 의사록에서도 금융불안에 대한 우려를 표명하는 위원들이 늘어남(한국은행, 2021)
- 이러한 점들을 감안하여 기준금리가 기본 시나리오에 비해 조기 인상될 경우 인상 시점은 국내 정치일정 등을 감안하여 2022년 1월이 될 전망

II. 자본시장 전망

1. 금리 전망
2. 주식시장 전망
3. 원달러 환율 전망

〈이슈-2〉 신흥국 자본 유출입 분석

II. 자본시장 전망

1. 금리 전망

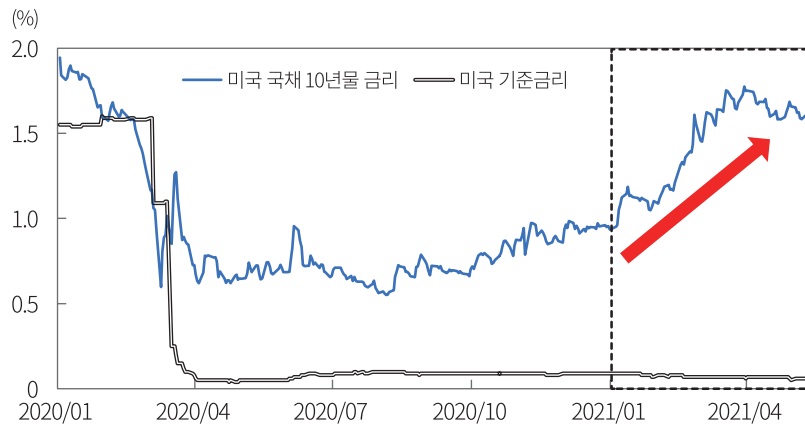
가. 미국 금리 전망

1) 2021년 상반기 미국 금리 동향

□ 미국 금리는 바이든 행정부의 대규모 재정지출 확대에 따른 경기 회복, 인플레이션 우려 등으로 상승폭이 확대

- 2020년 8월 이후 상승세가 지속된 국채 10년물 금리는 2021년 들어 더욱 가파르게 상승하여 3월말 연중 최고치인 1.74%를 기록
- 다만 4월 이후 연준의 완화적 통화정책기조 지속, 고용지표 부진 등 하락요인과 물가상승률 확대 등 상승요인이 혼재된 가운데 일정 범위 내에서 등락

〈그림 II-1〉 미국 금리 추이



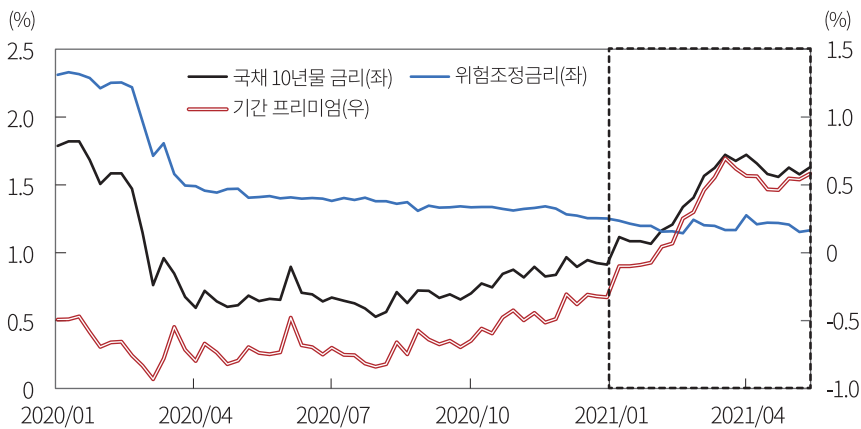
주 : 1) 2020년 1월 2일~2021년 5월 14일 일별 자료

2) 미국 기준금리는 실질 연방기금금리(effective federal funds rate)

자료: Bloomberg, FRED

- 최근의 금리 상승은 물가 및 성장 경로의 불확실성이 확대됨에 따라 기간 프리미엄이 빠르게 상승한 데 기인⁹⁾
 - 금리가 상승세로 전환한 작년 8월 이후 국채 10년물 금리 변동의 대부분은 기간 프리미엄에 의해 설명
 - 통화정책에 대한 기대는 큰 변화가 없음에 따라 위험조정금리는 좁은 범위 내에서 등락하는 가운데 변동성이 크게 낮은 모습

〈그림 II-2〉 미국 국채 10년물 금리 결정요인 분해



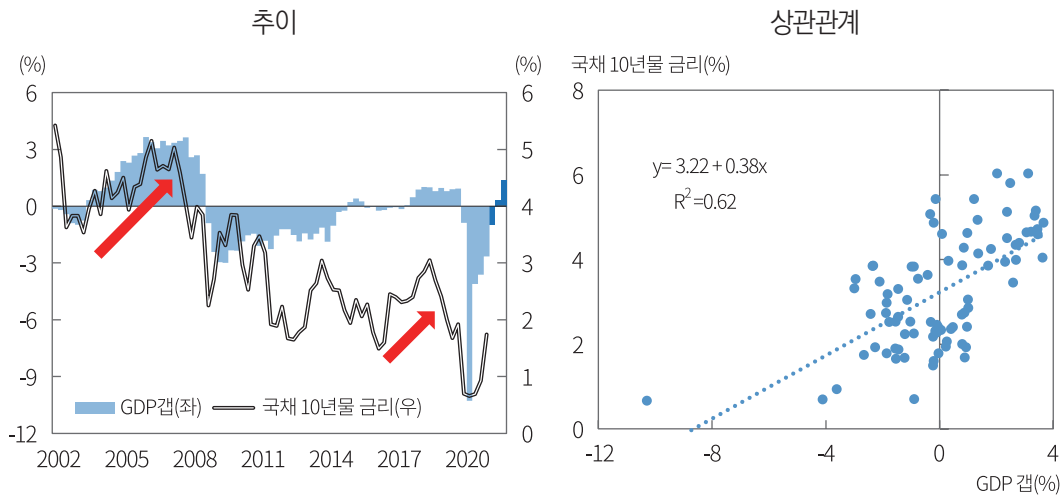
주 : 1) Adrian et al.(2013) 모형의 기간 프리미엄과 위험조정금리 추정치
 2) 2020년 1월부터 2021년 5월 14일까지 주별 자료
 자료: New York Fed, Bloomberg

2) 성장률 및 물가 요인

- 미국 경제는 2021년 하반기 GDP갭이 양(+)으로 전환될 것으로 예상되며 이는 금리 상승 요인으로 작용할 전망
 - 2000년 이후 GDP갭과 국채 10년물 금리 간의 상관계수는 0.62로 경기 모멘텀이 강화될수록 금리는 오름세를 기록

9) 이자율 기간 구조(term structure) 모형에 따르면 장기금리 결정요인은 위험조정금리(risk-neutral yield)와 기간 프리미엄(term premium)으로 구성. 위험조정금리는 미래 단기금리 기댓값의 평균을 나타내며 기간 프리미엄은 그 외 요인들(물가 및 성장 경로에 대한 불확실성, 수급상황 등)을 반영

〈그림 II-3〉 GDP갭과 국채 10년물 금리



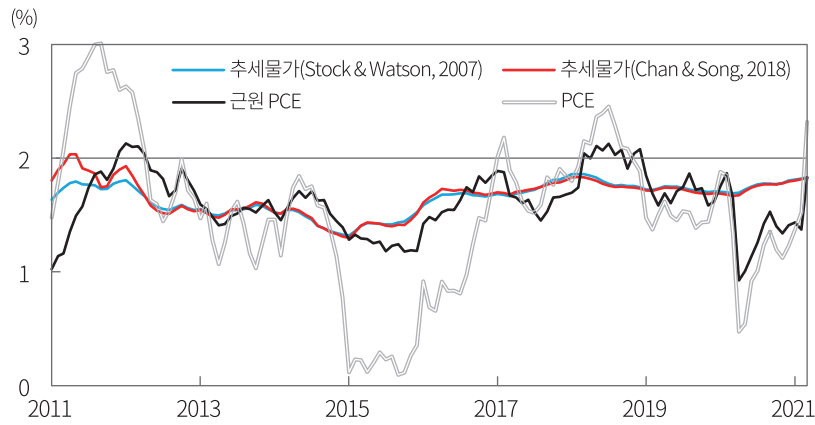
주 : 2021년 2분기 이후 GDP갭은 성장 전망을
이용하여 추정
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

주 : 2000년 1분기~2021년 1분기
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

□ 추세물가 상승률은 경기 회복세가 강화됨에 따라 점차 확대될 전망

- 추세물가 상승률은 2020년 상반기 1.7%에서 2021년 3월 1.8%로 소폭 확대되었으나 물가상승률 목표수준인 2%보다는 낮은 수준
- 4월 이후 근원 PCE(식료품 및 에너지 제외) 물가상승률은 2% 중반 수준으로 확대될 것으로 예상
 - 근원 CPI 상승률이 3월 1.6%에서 4월 3.0%로 상당폭 확대
- 다만 4월 물가상승폭의 확대는 지난해 물가 상승이 낮았던 데 따른 기저효과 및 수급 불균형에 주로 기인하는데, 이에 따라 실업률 갭에 비해 물가상승률이 크게 높은 수준
 - 공급망 차질에 따른 수급, 노동공급 부족 이슈 등으로 물가상승률은 당분간 높은 수준을 기록할 전망

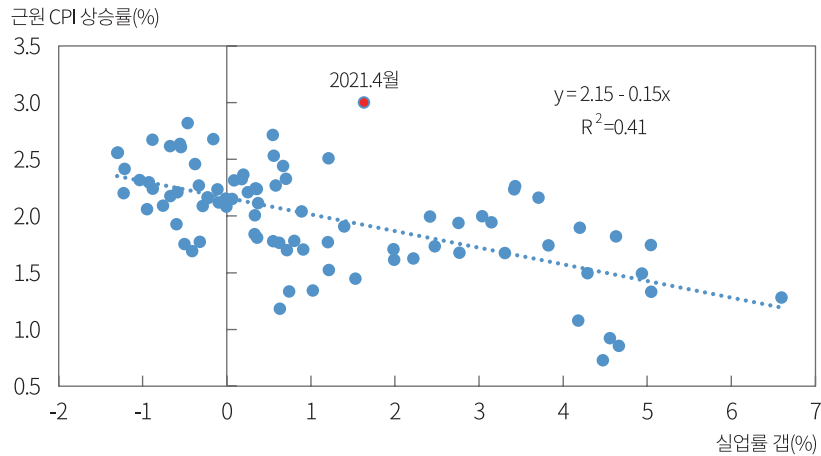
〈그림 II-4〉 미국 물가상승률 추이



주 : 근원 PCE와 PCE는 전년동월대비 증가율, 추세물가 상승률은 근원 PCE를 이용하여 각 통계모형을 통해 추정된 장기적 물가 상승률

자료: FRED

〈그림 II-5〉 실업률 갭과 근원 CPI 상승률



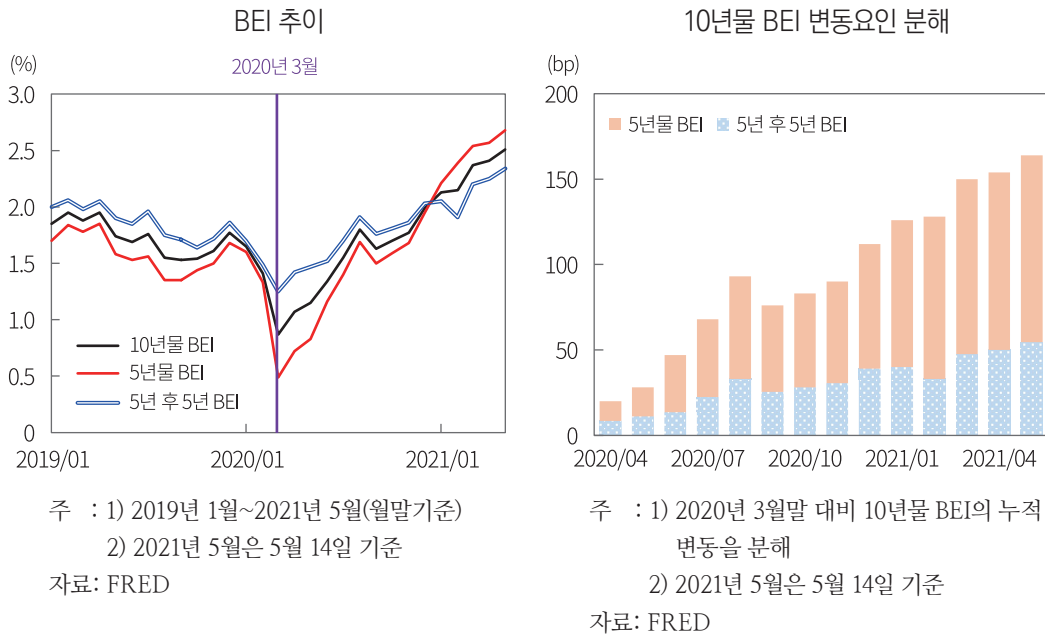
- 주 : 1) 2000년 1분기~2021년 1분기
- 2) 실업률 갭은 실업률과 자연실업률 간의 차이
- 3) 빨간색 점은 2021년 4월 기준

자료: FRED

□ 기대인플레이션이 오름세를 나타내는 가운데 특히 단기 인플레이션에 대한 불확실성이 상대적으로 빠르게 확대

- 2020년 4월 이후 10년물 BEI(breakeven inflation)가 큰 폭 상승하였는데, 상승 폭의 67%가 향후 5년간의 인플레이션에 대한 보상에 기인¹⁰⁾
 - 2020년 4월 이후 10년물 BEI는 164bp 상승하였는데 향후 5년 구간(5년물 BEI)의 기여도는 109.5bp, 5년 이후 5년 구간(5년 후 5년 BEI)의 기여도는 54.5bp를 기록

〈그림 II-6〉 미국 BEI 추이 및 변동요인 분해



3) 통화정책 요인

□ 연준은 통화정책 운영에 신중을 기할 것으로 예상되는 가운데 경제지표를 바탕으로 테이퍼링 및 기준금리인상 시기를 판단할 전망

- 연준은 완전고용 및 물가목표로의 실질적인 진전(actual progress)을 바탕으로 통화정책을 운영할 것이라는 결과 중심(outcome-based)의 가이드를 제시

10) BEI는 각 연물별 채권 수익률에서 물가연동채권 수익률을 차감하여 산출. 10년물 BEI와 5년물 BEI를 각각 BEI_{10} , BEI_5 로 정의하면 5년 후 5년 구간의 물가상승에 대한 보상을 의미하는 $BEI_{5,5}$ 는 다음 관계를 이용하여 도출 가능

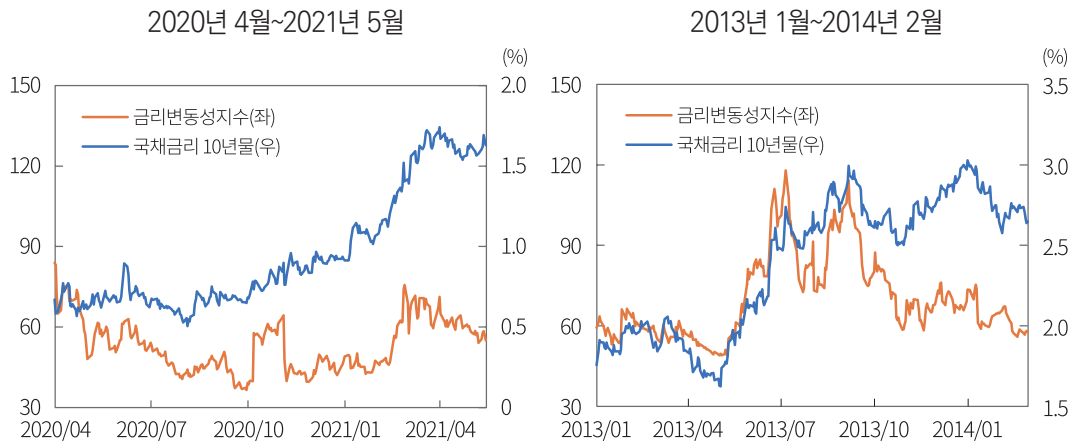
$$(1 + BEI_{10})^{10} = (1 + BEI_5)^5 (1 + BEI_{5,5})^5$$

- 물가상승률은 당분간 목표수준인 2%를 상회할 것으로 예상되나 고용개선이 상대적으로 느리게 진행됨에 따라 테이퍼링 시점은 고용시장의 본격적인 회복 이후가 될 전망
 - 2021년 4월 실업률은 전월대비 0.1%p 상승한 6.1%로 자연실업률 4.5%를 상회

□ 한편 연준은 금리상승이 변동성 확대 등 금융불안을 수반하지 않을 경우 이를 용인할 것으로 예상

- 연준은 일부 자산 가격이 국채 금리 수준에 비해 고평가되어 있다고 판단(Financial Stability Report, 2021.5)
- 향후 금리 상승으로 인한 자산가격 조정 시 코로나19 이후 확대되었던 금융과 실물간의 괴리가 축소되는 효과
- 2013년 테이퍼 텐트럼(taper tantrum) 당시 금리상승이 크게 높은 금리변동성을 동반했던데 반해 최근 금리상승기에는 변동성이 낮은 수준을 지속

〈그림 II-7〉 금리상승기 변동성지수 비교



주 : 1) 2021년 5월은 5월 14일 기준
 2) 금리변동성지수는 Merrill Lynch Option Volatility Estimate(1개월)

자료: Bloomberg

4) 2021년 하반기 미국 금리 전망

- 2021년 하반기 미국 금리는 상승세가 지속되는 가운데 국채 10년물 금리는 1.5~2.1% 범위에서 형성될 것으로 전망
 - 견조한 경기 회복세 및 물가상승압력 등이 금리상승 요인으로 작용
 - 금리 상승속도는 성장, 고용, 물가 등 경제지표의 영향을 받는 가운데 상반기에 비해 상승폭은 완만할 것으로 예상
 - 공급망 병목현상 등 수급불균형 장기화에 따른 물가상승 압력은 금리 변동성 확대요인으로 작용
 - 한편 향후 성장경로에 따라 금리의 상·하방 위험이 상존
 - 경제가 예상보다 빠르게 회복할 경우 테이퍼링 및 기준금리 인상 시점이 앞당겨지며 금리의 상방위험이 확대
 - 반면 경기 개선이 예상보다 느리게 진행될 경우 금리가 하락할 가능성

나. 국내 금리 전망

1) 2021년 상반기 국내 금리 동향

- 국내 금리는 대내외 경제여건 개선 및 국고채 발행 확대에 따른 수급우려 등으로 상승세가 지속
 - 10년물 국고채 금리는 코로나19 이전 수준을 상회(2019년말 1.67% → 2021년 5월 14일 2.16%)
 - 추경예산 편성에 따른 국고채 발행 확대(+10조원)도 금리상승 요인으로 작용
 - 다만 2021년 들어 상승세가 가팔라졌던 미 국채 금리와 달리 국내 국고채 금리는 2020년과 비슷한 속도로 상승
 - 10년물 국고채 금리는 지난해 하반기 상승폭(2020년 8~12월중 +43bp)과 올해 상반기 상승폭(2021년 1월~5월 14일중 +43bp)이 동일한 수준

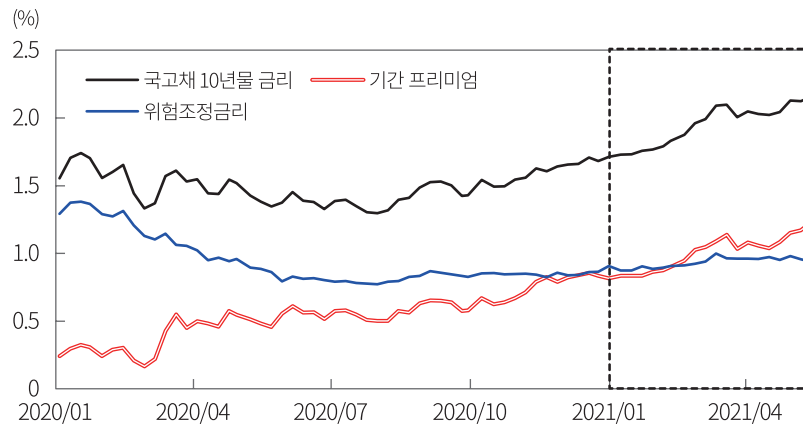
〈그림 II-8〉 금리 추이



자료: Bloomberg, 금융투자협회

- 상반기중 금리 상승은 통화정책에 대한 기대보다는 기간 프리미엄 상승에 주로 기인
 - 미래 단기금리에 대한 시장 기대를 반영하는 위험조정금리는 2021년 들어 변동이 거의 없는 모습

〈그림 II-9〉 국고채 10년물 금리 결정요인 분해



주 : 1) Adrian et al.(2013) 모형의 기간 프리미엄과 위험조정금리 추정치

2) 2020년 1월부터 2021년 5월 14일까지 주별 자료

자료: Bloomberg, 금융투자협회

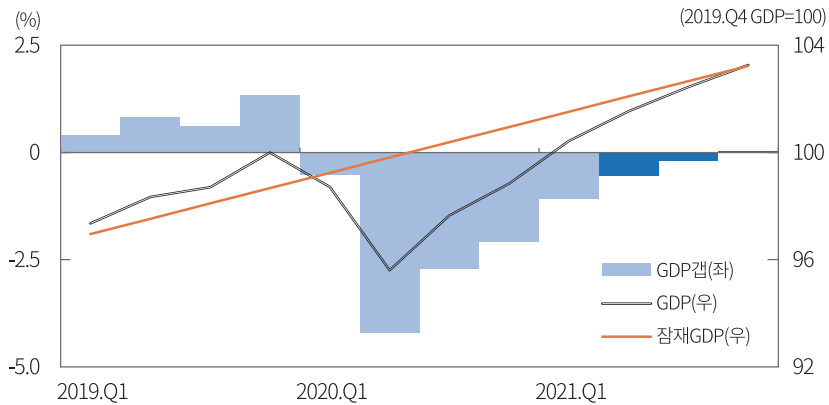
2) 성장률 및 물가 요인

□ GDP갭이 2021년 4분기 이후 양(+)으로 전환될 것으로 예상되나 이에 따른 금리상승 압력은 크지 않을 것으로 전망

— 국내 금리는 대내 경제여건보다는 대외 금리에 더 크게 영향을 받는 모습

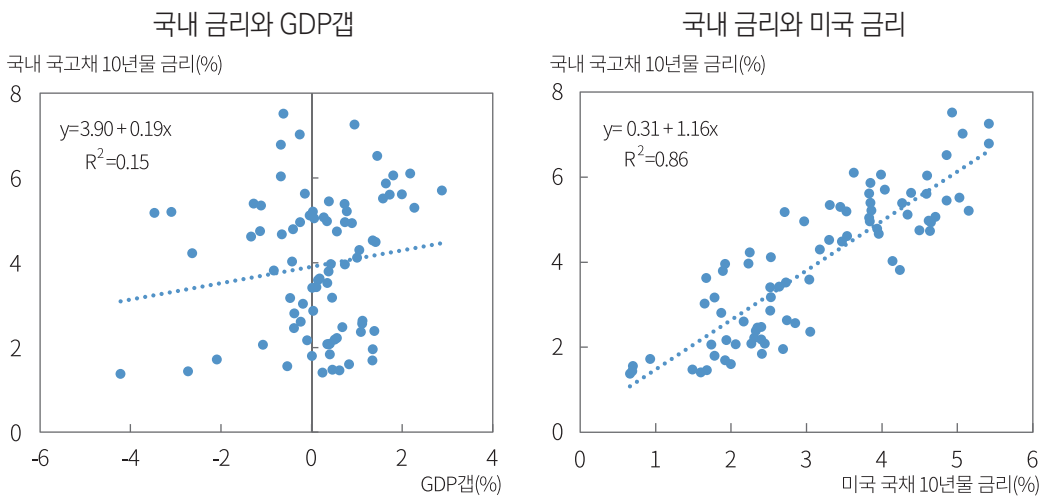
- 2001년 이후 국내 금리와 미국 금리 간의 상관관계수(0.86)가 국내 금리와 GDP갭 간의 상관관계수(0.15)를 크게 상회

〈그림 II-10〉 국내 GDP갭 추이



주 : 2021년 2분기 이후 GDP갭은 성장 전망을 이용하여 추정
 자료: 자본시장연구원

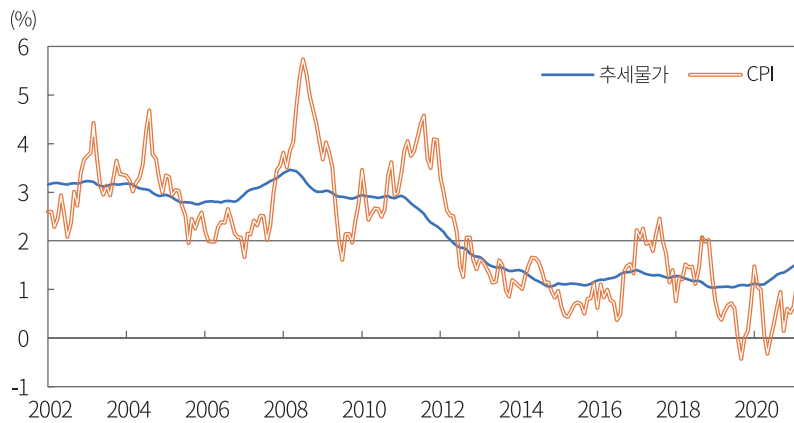
〈그림 II-11〉 국내 금리와 상관관계



주 : 2001년 1분기~2021년 1분기 분기별 자료
 자료: 금융투자협회, Bloomberg, 자본시장연구원

- 추세물가 상승률은 2020년 2분기 이후 오름세를 나타내고 있으나 물가안정목표 2%를 여전히 하회함에 따라 금리에 미치는 영향은 크지 않을 전망
 - 소비자물가는 4월 오름세가 확대되었으나, 하반기 이후 기저효과가 약화되는 가운데 공급부문 요인이 안정되면서 둔화될 것으로 예상
 - 4월 소비자물가는 기저효과가 작용하는 가운데 유가 및 농축산물 가격의 상승으로 오름세가 확대(2021년 3월 1.5% → 2021년 4월 2.3%)

〈그림 II-12〉 국내 물가상승률

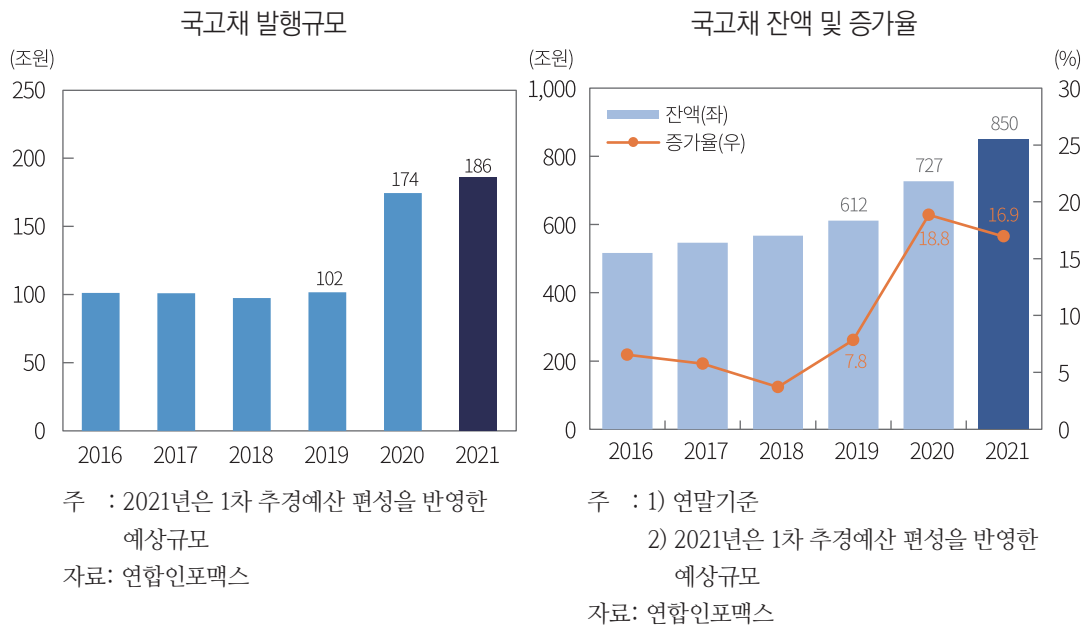


주 : 추세물가 상승률은 CPI를 이용하여 Stock & Watson(2007) 모형을 통해 추정된 장기적 물가 상승률
 자료: Bloomberg, 금융투자협회

3) 수급 및 통화정책요인

- 재정지출 확대 지속으로 2021년 국고채 발행규모는 전년에 이어 코로나19 이전 수준을 크게 상회할 전망
 - 1차 추경예산 편성에 따른 추가발행규모를 반영한 2021년말 국고채 잔액은 850조원에 달할 것으로 예상

〈그림 II-13〉 국고채 발행규모 및 잔액 추이



□ 투자기관들의 자산 증가율 추이를 감안할 때 국고채 발행 증가에 따른 수급부담이 적지 않을 것으로 예상

- 2020년과 2021년 국고채 잔액 증가율은 각각 18.8%, 16.9%로 투자기관들의 최근 5년 연평균 자산증가율을 상회
 - 국고채 발행 물량의 70% 이상을 보유하고 있는 은행과 보험사의 자산증가율은 연평균 10% 이하를 기록
- 한편 연기금의 경우 국내채권 비중을 지속적으로 축소하고 있어 수급부담 가중 요인으로 작용

〈표 II-1〉 투자기관별 자산 및 국고채 잔액 증가율

(단위: %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2016~2020년 연평균
은행	7.2	4.3	6.5	7.6	9.7	7.1
보험사	8.8	7.3	4.6	7.2	6.7	3.4
연기금	9.1	11.6	2.8	15.1	13.0	10.2
증권사	14.7	9.6	12.5	10.1	26.2	14.4
국고채 잔액	6.6	5.8	3.7	7.8	18.8	8.4

주 : 은행은 은행계정과 신탁계정 합산(외은지점 포함), 보험은 생명보험사와 손해보험사 합산, 연기금은 국민연금 기금, 사학연금기금, 공무원연금기금의 운용금융자산 합산 기준

자료: 금융감독원 금융통계정보시스템, 각 연기금 홈페이지, 연합뉴스포맥스

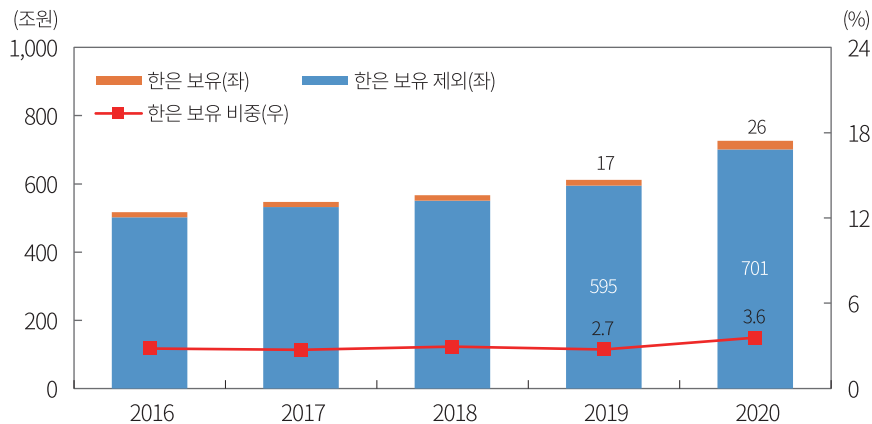
□ 금리가 빠르게 상승할 경우 한국은행은 국고채 매입을 통해 금리 변동성 완화를 위해 노력할 것으로 예상

— 한국은행은 2020년 국고채 매입 규모를 크게 확대함에 따라 국고채 보유비중이 2019년 2.7%에서 2020년 3.6%로 확대

• 한은 국고채 매입 규모: 2019년 1.3조원 → 2020년 11.0조원 → 2021년 1~4월 3.0조원

— 대내외 경기 회복에 따른 전반적인 금리상승 추세에 미치는 영향은 제한적일 전망

〈그림 II-14〉 국고채 잔액 중 한국은행 보유 비중



주 : 국고채 잔액을 한은 보유분과 시장 보유분(한은 보유 제외)으로 구분

자료: 연합뉴스포맥스, 한국은행 연차보고서

- 물가상승압력이 높지 않은 가운데 성장 경로의 불확실성이 상존함에 따라 한국은행은 2021년중 기준금리를 동결할 것으로 예상
 - 다만 금융안정 우려로 금리인상 시기가 예상보다 앞당겨질 경우 금리가 빠르게 상승할 위험

4) 하반기 국내 금리 전망

- 2021년 하반기 국내 금리는 상승세가 이어질 것으로 예상되는 가운데 국고채 10년 물 금리 상단과 하단은 각각 2.4%, 2.0% 수준으로 전망
 - 성장률 및 물가 요인에 의한 금리 상승은 크지 않을 것으로 예상
 - 국내 금리와 성장 간의 상관관계가 높지 않은 가운데 추세물가 상승률도 물가안정목표를 하회하는 1.5% 수준에 그칠 전망
 - 대외 금리 상승, 국고채 발행 확대에 따른 수급불균형 등이 금리상승의 주된 요인으로 작용
 - 한·미 금리 동조화로 인해 대외 요인에 의한 국내 금리 변동이 클 것으로 예상
 - 향후 추경편성으로 국고채 발행물량이 증가할 경우, 금리의 상방위험이 확대될 가능성

2. 주식시장 전망

가. 국내 및 미국 주식시장 동향

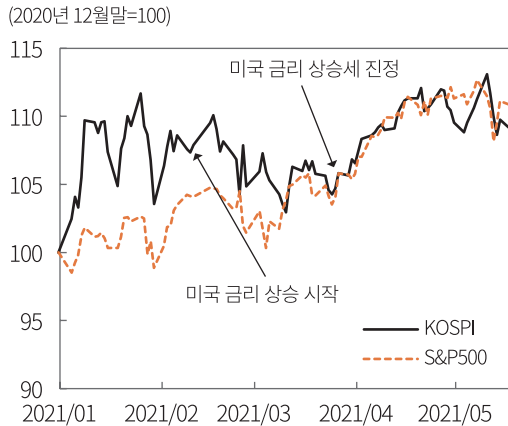
- 2021년 1월 급등 이후 KOSPI지수는 미국의 금리 및 물가와 통화정책 정상화 움직임에 따라 횡보하고 있는 상황
 - KOSPI지수는 미국 금리 상승기 전후로 조정이 있었지만, 미국 금리 안정 이후 3,100pt대를 회복

- 2020년 KOSPI지수는 코로나19 감염 확산 상황에서 해외 주요 지수 대비 우수한 성과를 거두었으며 2021년에도 양호한 성과를 이어가는 상황

□ S&P500지수는 미국 금리 상승과 통화정책 정상화 우려에도 경제 정상화 기대로 꾸준히 상승세를 유지

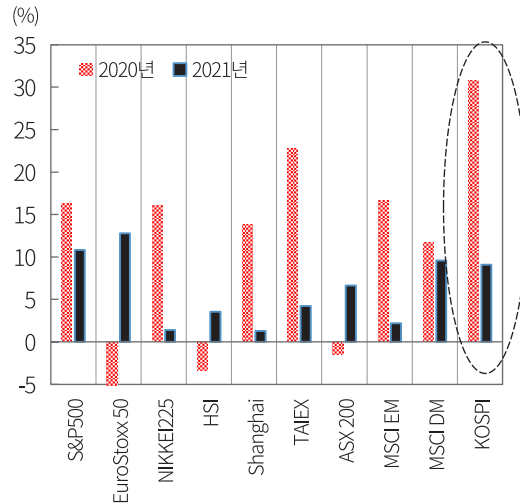
- 물가 상승 우려로 금리가 상승하는 시기에 기술주들의 조정이 있었지만, 가치주들의 호조로 S&P500지수는 2020년에 이어 2021년에도 양호한 성과를 실현

〈그림 II-15〉 2021년 KOSPI지수와 S&P500지수 추이



주 : 2020년 12월말을 100으로 표준화
자료: Bloomberg

〈그림 II-16〉 2020~2021년 주요 지수 수익률

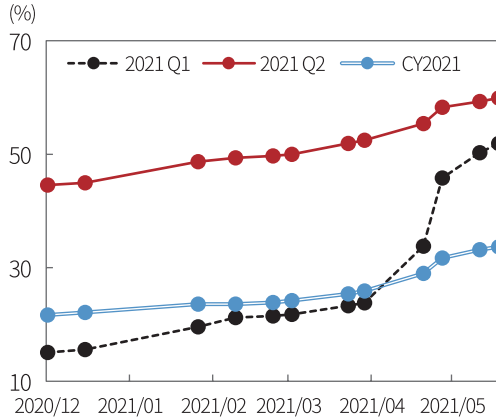


주 : 2021년은 5월 17일 수익률 기준
자료: Bloomberg

□ S&P500지수, KOSPI지수 구성 기업들의 이익 전망치가 꾸준히 상향

- S&P500지수 구성 기업들의 2021년 1분기 실적은 연초 예상보다 크게 증가(전년동기대비 +52%)하였으며 2021년 이익 전망도 꾸준히 상향
- KOSPI지수 구성 기업들의 2021년, 2022년 순이익 전망치도 꾸준히 상향
 - 2021년 1분기 순이익은 크게 증가하여(전년동기대비 +361%) 1분기중 최고였던 2017년 1분기보다 14% 높은 수준(금융업 제외, 한국거래소)

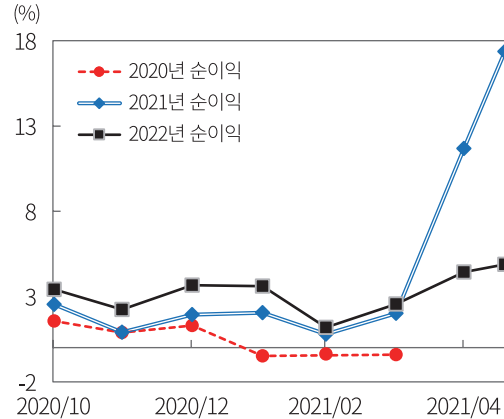
〈그림 II-17〉 S&P500지수 구성 기업들의 순이익 증가율 전망 추이



주 : 1) 전월대비 순이익 컨센서스 변화율
2) 가로축은 전망 시기

자료: Bloomberg

〈그림 II-18〉 KOSPI지수 구성 기업들의 순이익 전망치 변화율 추이



주 : 1) 전월대비 순이익 컨센서스 변화율
2) 가로축은 전망 시기

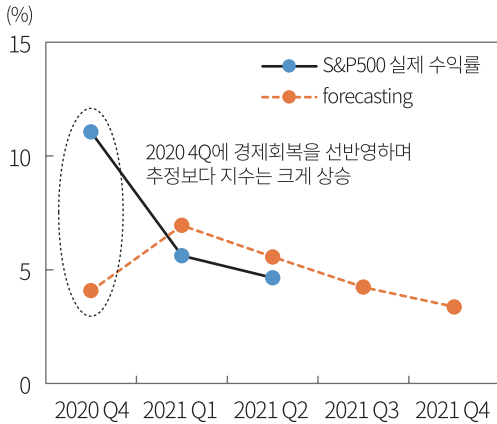
자료: FnGuide

나. 국내 및 미국 주식시장 전망: 2021년 하반기

□ (미국 주식시장) 2021년 미국은 회복 및 확장 국면을 이어가며 기업 이익의 증가가 예상되는 가운데, 미국 주식시장은 상승세를 유지할 것으로 전망 (2021년말 S&P500지수 4,100~4,400pt)

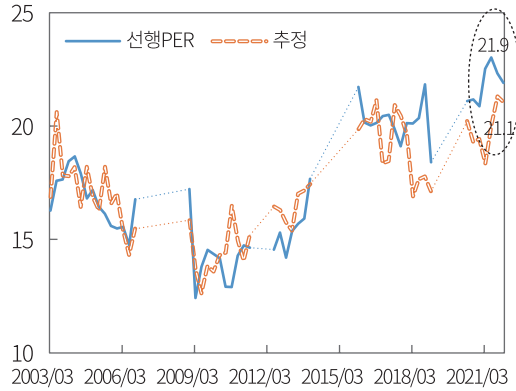
- 일시적인 물가상승과 완만한 통화정책 정상화(미 연준의 전망)를 가정
- 다만, 경제 성장을 선반영한 면이 있으며(〈그림 II-19〉), 법인세 인상이나 미 연준의 통화정책 정상화 등 잠재적인 주가 조정 가능성이 존재하는 만큼, 지수의 추가 상승 폭은 크지 않을 전망(2021년말 4,250pt)
- 2022년 예상 EPS를 반영하면 2021년말 선행PER는 21.9
 - 〈그림 II-20〉에서 실질금리, 기대물가, 성장률, VIX 등으로 선행PER를 추정하면 21.1(전망치는 다소 고평가 구간)
- 법인세율은 당초 대통령 제안보다 완화된 21%→25% 인상을 반영(증세안의 일부만 적용)하여 전망

〈그림 II-19〉 성장률을 반영한 S&P500지수
수익률 추정



주 : 1) VAR 모형 사용하여 10월부터 forecasting
2) 미국, 중국, 한국의 실물경제 전망치와 CAI(Current Activity Indicator)를 사용¹¹⁾
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 II-20〉 선행PER와 추정값 비교



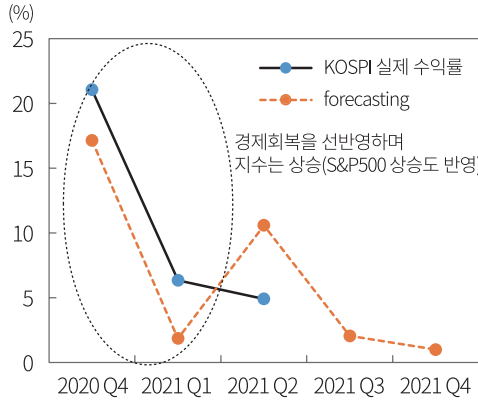
주 : 1) 종속변수로 1/선행PER, 설명변수로 실질 금리, 기대물가, 성장률(잠재, 평균 성장률), VIX 등을 사용하여 회귀분석
2) 현재 상황을 반영하기 위하여 실제 1년 후의 EPS가 증가했던 분기만을 사용
자료: S&P, Bloomberg, 자본시장연구원

□ (국내 주식시장) 2021년 국내도 회복 및 확장 국면을 이어가며 기업 이익의 증가가 예상되는 가운데, 국내 주식시장은 상승세를 보일 전망이다(2021년말 KOSPI지수 3,100~3,400pt)

- 주요국 경제 회복은 수출 증가로 이어지며 국내 주식시장에 긍정적인 효과
- 다만, 2021년 경제성장이 KOSPI지수에 상당부분 선반영된 것으로 추정되며 (〈그림 II-21〉) 미 연준의 통화정책 정상화 등 잠재적인 주가 조정 가능성이 존재하는 만큼, 지수의 추가 상승폭은 크지 않을 전망이다
 - 긴축으로 인한 유동성 감소나 미국 주식시장의 조정 요인은 국내 주식시장에도 부정적인 영향

11) CAI 지표는 장근혁·노산하(2020) 참고

〈그림 II-21〉 성장률을 반영한 KOSPI지수 수익률 추정



주 : 1) VAR 모형 사용하여 10월부터 forecasting
 2) 미국, 중국, 한국의 실물경제 전망치와 S&P500지수의 상승을 반영
 3) 실물경제 지표로 CAI 사용
 자료: S&P, Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 II-22〉 KOSPI의 S&P500 대비 초과수익률과 한·미 성장률 차이



주 : 1) 초과수익률은 분기 수익률을 4분기 이동 평균하여 각국의 CPI로 조정하여 실질수익률로 환산, 점선은 전망치 반영
 2) 한·미 성장률은 분기 성장률갭의 4분기 이동평균, 점선은 전망치 반영
 3) 성장률갭은 (성장률-잠재성장률)
 자료: Bloomberg, Datastream, 자본시장연구원

□ 주식시장 전망 위험요인

- 인플레이션 위험 증가와 미 연준의 통화정책 정상화(긴축) 가속화는 미국 등 글로벌 주식시장 조정 요인으로 작용
 - 시장 금리 상승과 미 연준의 빠른 속도의 긴축은 국내 경제에도 악영향
- 미국 법인세 인상은 기업 이익 감소와 주식시장 조정 요인으로 작용
 - 절충안으로 법인세 21%→25%를 예상하고 있지만, 추가 증세분은 주가 조정 요인(바이든 증세안 적용 시 S&P500지수 구성 기업 이익 8~9% 감소, 절충안 적용 시 3% 감소 예상)
 - 미국 주식시장 조정은 국내 주식시장 조정으로도 연결
- 코로나19 상황 악화나 미·중 갈등 심화는 주식시장 조정 요인

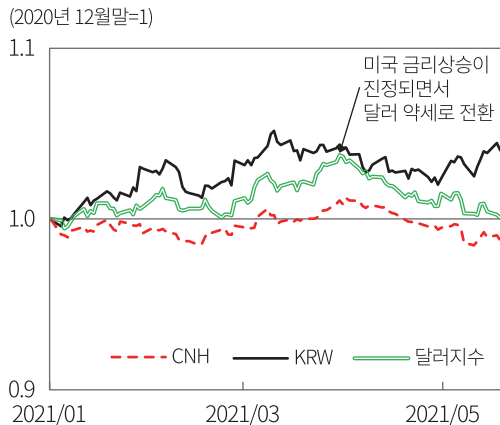
- 코로나19 상황 악화로 국내 또는 글로벌 경제 회복이 지연된다면, 수출 위주의 국내 경제에 악영향
- 경제 정상화에 따라 악화될 수 있는 미·중 갈등은 양 국가에 대한 영향도가 큰 국내 경제에 부정적인 영향

3. 원달러 환율 전망

가. 원달러 환율 동향

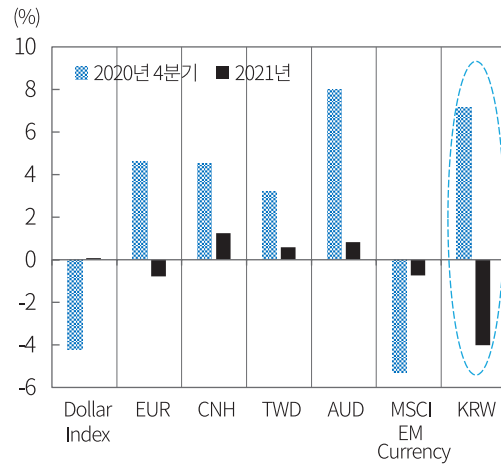
- 2021년 원달러 환율은 달러강세 시기에 상승하면서 주요 통화 대비 약세
 - 4월부터 달러강세가 진정되었지만, 원달러 환율은 1,110~1,130원대에서 등락
 - 원달러 환율은 2020년 4분기중 주요통화대비 강세였지만 반대로 2021년에 약세(환율 상승)로 전환

〈그림 II-23〉 2021년 원달러 환율 추이



주 : 2020년말 값을 1로 표준화
 자료: Bloomberg

〈그림 II-24〉 2021년 주요 통화 절상률



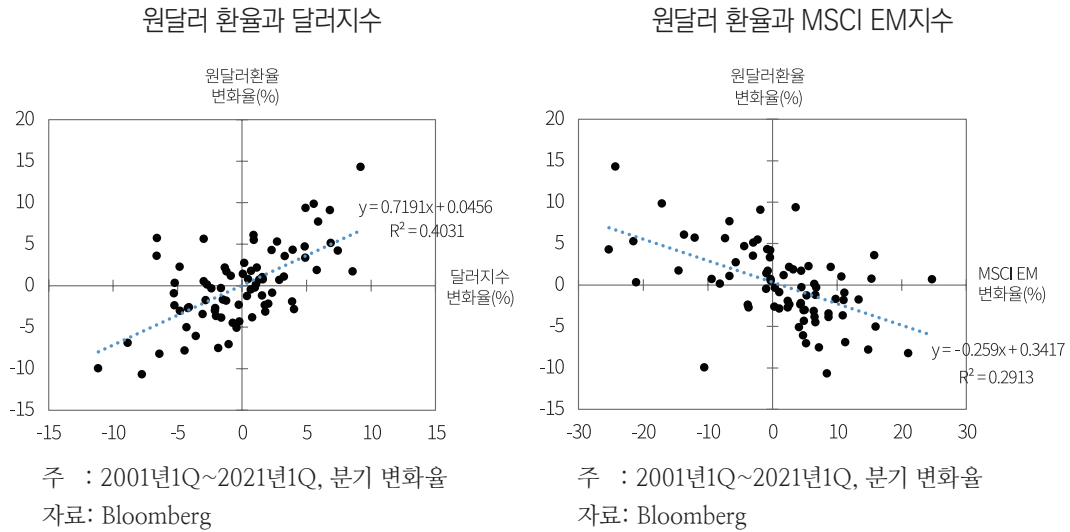
주 : 1) 2021년은 5월 17일 환율 기준
 2) 음수는 해당 통화 약세를 의미
 자료: Bloomberg

나. 원달러 환율 변화의 주요 요인

□ 원달러 환율 변화는 달러지수 및 글로벌 위험선호도에 의해 주로 결정

- 원달러 환율은 달러지수와 같이 동반 등락하는 한편, 글로벌 금융시장의 위험 선호도가 증가(MSCI EM 지수 상승)하면 하락하는 경향

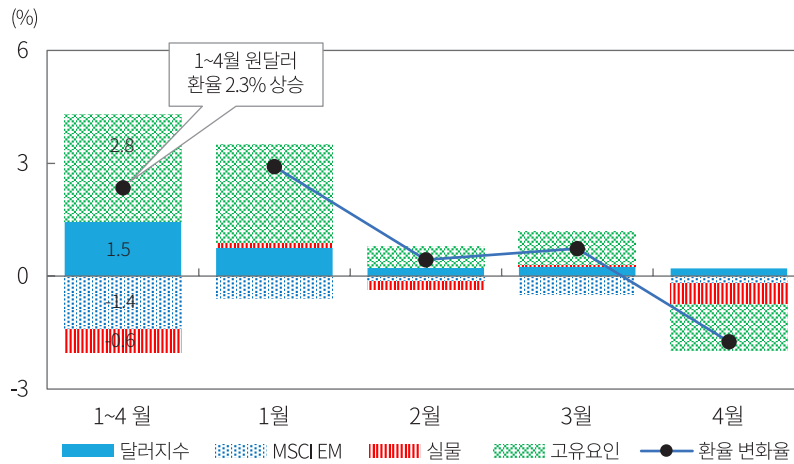
〈그림 II-25〉 원달러 환율 변화의 주요 요인



□ 2021년 원달러 환율 변화 요인으로 달러지수(+1.5%)나 MSCI EM(-1.4%) 외에 원 달러 환율 고유요인(+2.8%)의 비중이 증가¹²⁾

12) '고유요인'은 달러지수 요인, MSCI EM지수 요인, 실물경제 요인을 제외한 원달러 환율 고유의 여건을 반영(〈그림 II-26〉그래프 초록색 영역)

〈그림 II-26〉2021년 원달러 환율 변화에 대한 역사적 요인분해

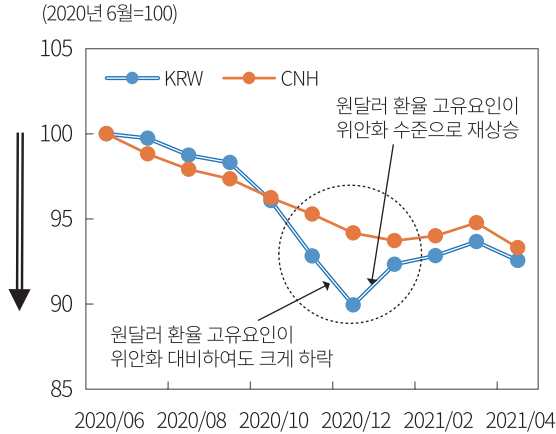


주 : 1) 2012년 10월~2021년 4월 월별 자료 반영
 2) 실물경제는 중국과 한국의 실물경제 요인의 합계
 3) 실물경제 변수로 각국의 CAI(Current Activity Indicator)를 사용
 자료: Bloomberg, 자본시장연구원

□ 2021년 원달러 환율 상승은 2020년 4분기중 원달러 환율 고유요인의 하락으로 발생한 원화 강세(환율 하락)의 되돌림 영향으로 추정

- 2020년 4분기 원달러 환율의 고유요인은 위안화 대비로도 큰 폭으로 하락
 - 당시 고유요인의 하락은 수출 증가 기대와 양호한 방역상황, 위안화 강세 등의 영향을 받은 것으로 추정
- 2021년 1월부터 고유요인은 상승하여 위안화 고유요인 수준으로 회복
 - 수출 증가는 가시화되고 있지만, 외국인 주식 매도나 해외주식 등 해외 투자 증가, 원자재(원유)가격 상승 등의 영향으로 추정

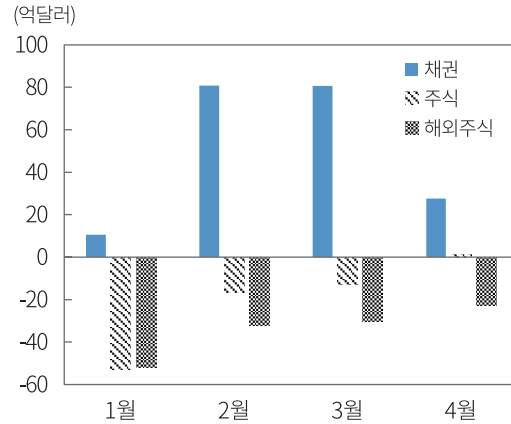
〈그림 II-27〉 원달러 환율과 위안화 환율의
고유요인 추이



주 : 1) 통화별 고유요인으로 생성한 가상환율
2) 2020년 6월말을 100으로 표준화
3) 화살표 방향이 원화 및 위안화 강세
(환율 하락)

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 II-28〉 해외 관련 증권자금



주 : 1) 주식, 채권은 외국인 순매수 금액
2) 해외주식은 국내 투자자의 해외주식
순매수 금액
3) 월평균 환율로 달러로 환산

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

다. 2021년 하반기 원달러 환율 전망

□ 원달러 환율은 2021년 수출 호조와 국내 성장률 회복 영향으로 하향 안정화 전망

— 2021년은 수출 증가와 함께 국내 경기순환 상 회복 및 확장국면을 이어갈 것으로 예상

• 달러지수는 안정될 것으로 예상하지만, 미국 통화정책 정상화 우려로 환율 하단은 제한될 것으로 예상

— 2021년말 원달러 환율은 1,095원(하반기 범위 1,060원~1,140원) 수준 전망

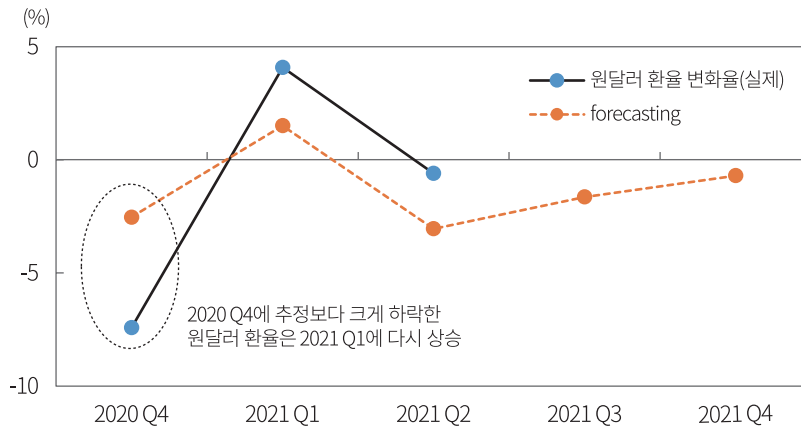
• 2018년 상반기 미·중 무역분쟁 발생 전 수준인 1,060원을 레인지 하단으로, 올해 고점 수준인 1,140원을 레인지 상단으로 예상

— 인플레이션 위험 증가와 미 연준의 통화정책 정상화(긴축) 가속화는 달러지수 상승과 함께 원달러 환율 상승 요인으로 작용

— 코로나19 상황 악화나 미·중 갈등 심화는 원달러 환율 상승 요인

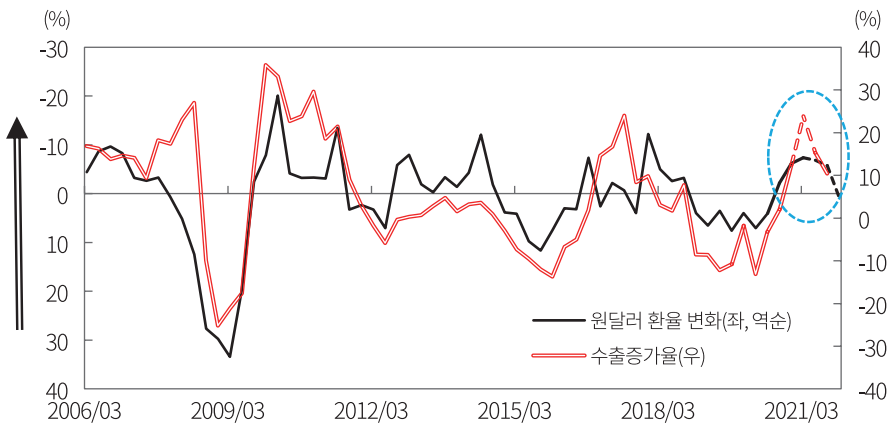
- 코로나19 상황 악화로 국내 또는 글로벌 경제 회복이 지연된다면, 수출 감소와 함께 국내 성장률도 하락
- 경제 정상화에 따라 악화될 수 있는 미·중 갈등은 양 국가에 대한 영향도가 큰 국내 경제에 부정적인 영향

〈그림 II-29〉 2021년 성장률을 반영한 원달러 환율 변화율 추정



자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 II-30〉 원달러 환율 변화와 수출 증가율 추이



- 주 : 1) 원달러 환율 변화율은 4분기 이동평균(연율)
 2) 수출증가율은 전년동기대비 증가율로 1분기 후행으로 표시
 3) 2020년 2분기 수출은 1,2분기 평균으로 smoothing하여 산출
 4) 점선은 전망치를 반영, 화살표는 원화 강세 방향을 표시

자료: Bloomberg, 무역협회

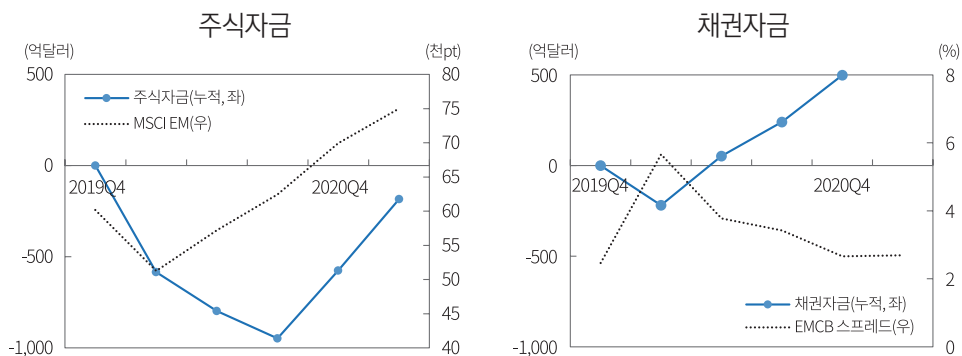
이슈-2 : 신흥국 자본 유출입 분석

※ MSCI EM을 구성하는 주요국 중 중국을 제외한 브라질, 인도, 인도네시아, 한국, 말레이시아, 멕시코, 러시아, 남아프리카공화국, 태국, 대만 등 10개국을 대상으로 비거주자의 주식 및 채권 투자자금 유출입을 분석

가. 코로나19 감염확산 이후 신흥국 증권자금 유출입 동향

- 코로나19 감염확산 이후 외국인의 채권자금 유출은 규모나 기간 면에서 제한적인 반면, 주식 자금 유출은 규모도 클 뿐만 아니라 신흥국 상황에 비해 장기화
 - 채권자금 유출은 2020년 1분기에 국한되었으며 EMCBC(Emerging Market Corporate Bond) 스프레드가 빠르게 회복되는 등 시장도 조기에 안정
 - 반면, 주식자금은 2020년 1~3분기까지 유출이 지속됨에 따라 채권자금 유출 규모의 4배를 상회하는 950억달러가 유출
 - 이러한 점은 MSCI EM 지수가 2020년 1분기를 저점으로 반등하여 3분기에 2019년말 수준을 회복한 점을 감안할 때 이례적

〈그림 1〉 코로나19 확산 시기 중 신흥국 주식 및 채권자금 유출입



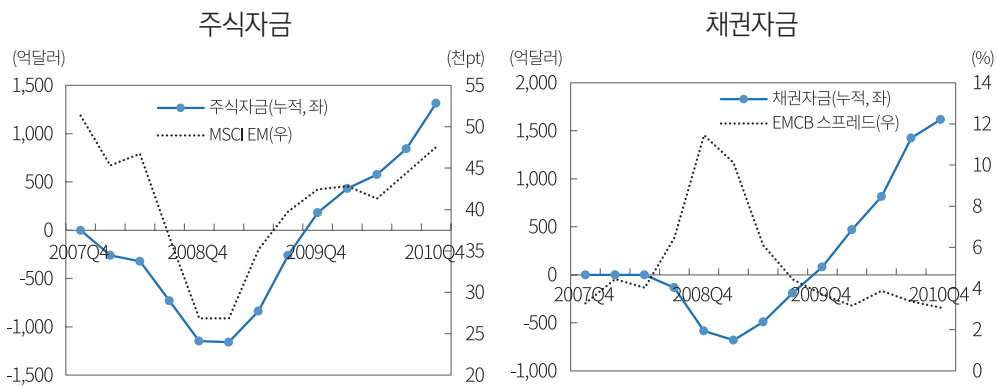
- 주 : 1) 주식 및 채권자금은 자금 유출이 시작된 2020년 1분기부터 누적 금액
 2) 2021년 1분기 주식자금 흐름은 펀드자금을 이용하여 회귀분석으로 추정
 3) MSCI EM은 신흥국 주식시장 지수
 4) EMCB 스프레드는 Credit Suisse Emerging Market Corporate Bond Total Spread를 의미

자료: IMF, Bloomberg

□ 한편 글로벌 금융위기 당시에는 신흥국 주식 및 채권자금이 모두 대규모로 유출되었다가 같은 시기에 재유입 되었다는 점에서 대조적

— 2008년부터 2009년 1분기까지 유출되던 주식 및 채권 자금은 이후 재유입 되면서 2009년 4분기부터 금융위기 이전 수준으로 회복되었으며 신흥국 주식 및 채권시장도 자금 유입과 비슷한 추세로 회복

〈그림 2〉 금융위기 전후 신흥국 주식 및 채권자금 유출입



주 : 1) 주식 및 채권자금은 자금 유출이 시작된 분기부터 누적 금액
 2) 주식자금은 2008년 1분기, 채권자금은 2008년 3분기부터 자금 유출이 시작
 자료: IMF, Bloomberg

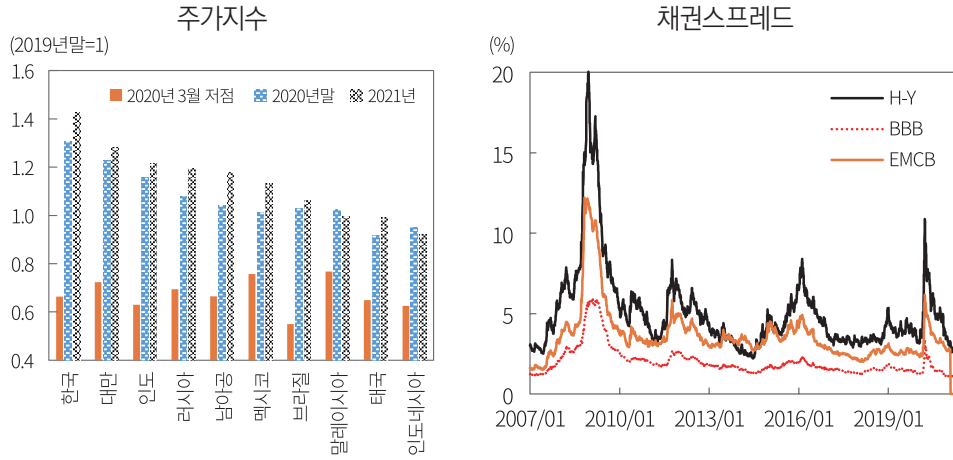
□ 코로나19 위기 발생 이후 외국인 주식자금 유입 지연에도 불구하고 신흥국 주가지수는 선진국 지수와 같이 빠르게 반등

— 미 연준의 통화스왑으로 달러지수가 하락하면서 신흥국 외환시장이 안정된 데다 주요국의 대규모 재정확대와 함께 중앙은행들의 유동성 및 신용시장 지원 정책에 힘입어 선진국 주가지수가 빠르게 회복하면서 신흥국 금융시장도 안정

• 특히 회사채 매입 등을 통해 선진국 중앙은행들이 신용시장을 지원하면서 선진국 채권시장이 안정됨에 따라 신흥국 채권시장도 회복되었으며, 신흥국 채권자금 유출은 일시적이었던 것으로 판단

— 이러한 글로벌 금융시장 개선에도 불구하고 관광 등 코로나19에 취약한 업종의 비중이 큰 국가들의 주식시장은 IT제조업 또는 원자재 수출국에 비해 상대적으로 부진(김준석, 2020)

〈그림 3〉 코로나19 확산 시기 중 신흥국 국가 주가지수 및 채권 스프레드



주 : 1) 저점은 2020년 3월중 개별 주가지수 저점
 2) 2021년은 5월 17일 주가지수 기준
 자료: Bloomberg

자료: Bloomberg

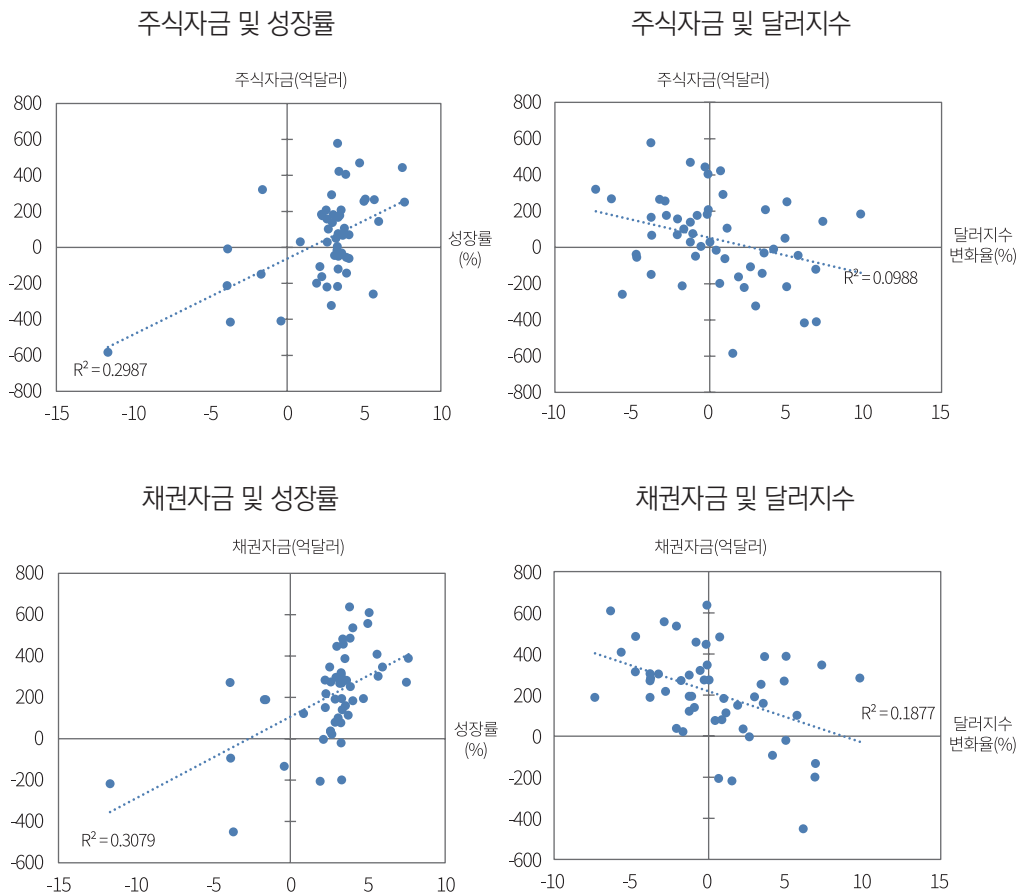
나. 신흥국 증권 자금 유출입 요인

□ 기존 문헌연구들에 따르면 신흥국 주식 및 채권 자금 유출입 규모는 달러지수와 성장률에 의해 주로 결정

- 신흥국 자본유출입에 관한 기존 문헌연구들은 신흥국에 자본을 공급하는 외부요인(push factor)과 신흥국 자체의 내부 요인(pull factor)으로 구분
- 신흥국에 자본을 공급하는 외부요인 중 대표적인 것은 달러지수로 국제금융시장에서 달러화의 유동성 상황을 반영(IMF, 2020; BIS, 2021)

- 달러화가 약세(강세)일 때는 신흥국으로 자금이 유입(유출)되는 경향
- 신흥국 자체의 내부요인으로는 신흥국들의 성장률이 자금유출입의 주요 요인으로 작용(Powell, 2018; 강현주·이승호, 2013)
- 신흥국의 성장률이 높을수록 자본유입이 확대되는 것으로 나타남

〈그림 4〉 신흥국 성장률 및 달러지수 변화와 외국인 주식 및 채권자금 유출입

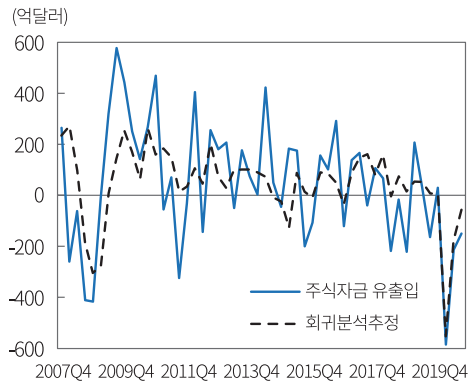


- 주 : 1) 성장률은 전년동기대비 성장률 분기데이터의 10개국 평균치
 2) 자금흐름이 성장률을 1~2분기 선행하는 점을 감안하여 성장률은 1분기 전 데이터를 사용
 3) 달러지수는 분기말 월평균의 변화율

자료: IMF, Bloomberg, 자본시장연구원

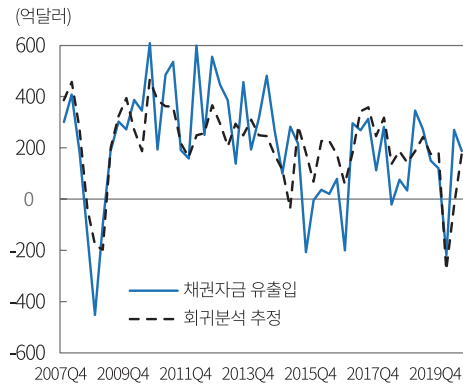
- 분기별 주식 및 채권자금 유출입 규모를 각각 종속변수로 회귀분석을 시행하면 성장률 및 달러지수 변화율이 유의하게 산출
 - 추정 결과 성장률 및 달러지수 변화율에 의한 설명은 코로나19 확산 이후의 최근 상황을 잘 설명하는 것으로 나타남

〈그림 5〉 주식자금 유출입 규모 회귀분석 추정



피설명변수: 주식 자금 유출입	회귀계수
상수	52.0
달러지수변화율(%)	-17.0**
성장률(%)	40.7***
AR1	-0.1

〈그림 6〉 채권 자금 유출입 규모 회귀분석 추정



피설명변수: 채권 자금 유출입	회귀계수
상수	99.1***
달러지수변화율(%)	-22.9***
성장률(%)	31.1***
AR1	1.8

주: 1) 종속변수(자금유출입규모)의 단위는 억달러
 2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 의미

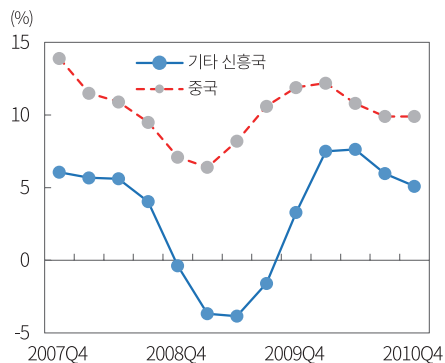
다. 주요 시기별 신흥국 증권자금 유출입 요인 분석

1) 글로벌 금융위기

□ 글로벌 금융위기 이후 중국의 견조한 성장세 및 원자재 가격 상승은 신흥국의 가파른 경기회복을 견인

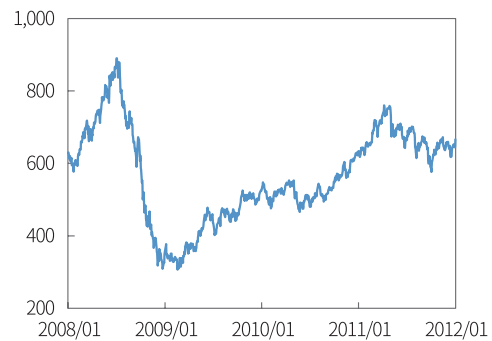
- 반면 달러지수는 일정한 추세를 형성하지 못하고 금융위기 기간 중 등락을 거듭
- 이에 따라 <그림 2>에서 나타난 바와 같이 2009년 4분기 이후 신흥국으로 주식 및 채권 자금의 견조한 유입은 신흥국의 실물경기 회복세에 따른 결과임을 시사

<그림 7> 신흥국 성장률(분기, yoy) 추이



주 : 기타 신흥국은 10개국 성장률 평균
자료: Bloomberg

<그림 8> 원자재지수(GSCI) 추이



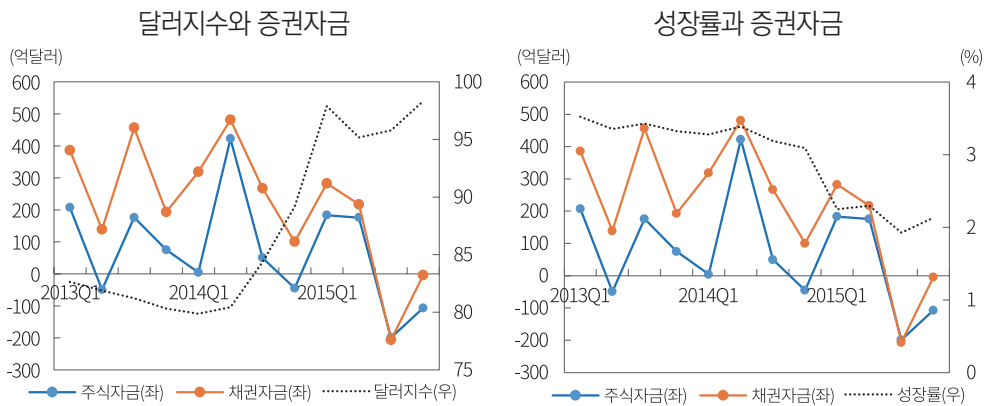
자료: Bloomberg

2) 미 연준의 자산매입 규모 축소(tapering)

□ 2013년 연준의 테이퍼링 언급 시점이나 실제 테이퍼링 시행 이후를 살펴보면 달러화 강세 및 신흥국 경기 둔화로 자금유출이 발생했으나 규모는 제한적

- 테이퍼링 언급에 따른 금융시장 충격(taper tantrum)으로 금리가 급등한 2013년 2분기에는 주식자금이 일시 유출로 전환되었다가 다음 분기에 다시 유입되었으며 채권자금은 규모가 감소하였을 뿐 계속해서 유입세가 지속
- 테이퍼링이 시작된 2014년 하반기 이후 미국의 금리인상 전망 및 유럽 경제의 부진 지속으로 미국과 유럽 간 금리차가 확대되면서 달러지수가 상승한 데다 신흥국 경기도 둔화됨에 따라 외국인 자금이 유출로 전환
 - 일부 신흥국에서 외환시장 불안이 증폭되었으나 실제 대규모 자금유출은 당시 우크라이나 침공으로 UN의 경제제재를 받은 러시아에 국한

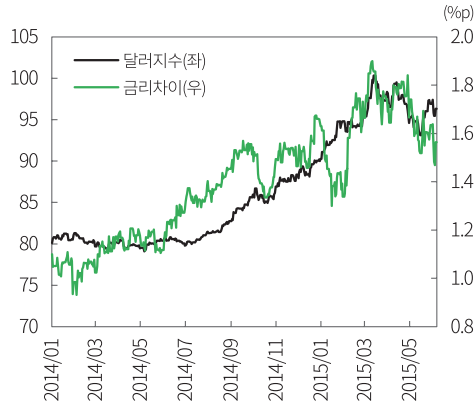
〈그림 9〉 신흥국 성장률 및 달러지수 변화와 외국인 주식 및 채권자금 유출입



자료: IMF, Bloomberg

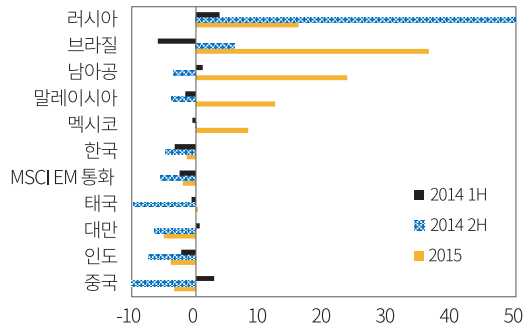
자료: IMF, Bloomberg

〈그림 10〉 달러지수와 금리 차이



주 : 금리차이는 10년 만기 미국 국채금리와 독일 국채금리 차이
 자료: Bloomberg

〈그림 11〉 2014~2015년 환율 변화



주 : 1) 달러지수 변화율을 차감한 환율 변화율
 2) 양의 방향이 해당통화 약세
 자료: Bloomberg, 자본시장연구원

3) 코로나19 감염 확산

□ 코로나19 감염 확산 시기 중 경기부양책 규모 및 백신보급 차이로 신흥국들의 회복세는 선진국에 비해 상대적으로 지연

- 코로나19에 대응한 신흥국과 선진국의 재정지출 규모는 각각 GDP의 4.0% 및 16.4%로 큰 차이(IMF)
- 또한 선진국이 선계약 방식으로 필요 이상의 백신을 확보함에 따라 신흥국은 계약물량이 부족한 데다 공급시기도 선진국 보급 이후로 늦춰질 것으로 예상
- 이에 따라 코로나19 충격이 발생한 2020년뿐만 아니라 2021년중에도 신흥국의 경기 회복 속도가 상대적으로 지연
 - 2020년 성장률에 대해 IMF는 2020년 10월 전망에서 선진국의 성장률을 6월에 비해 2.3%p 상향 조정한 반면 신흥국은 오히려 0.2%p 하향 조정

- 2021년 성장률에 대해서도 IMF는 2021년 4월 전망에서 선진국의 성장률을 2020년 10월에 비해 1.2%p 조정한 반면 신흥국은 0.7%p 조정

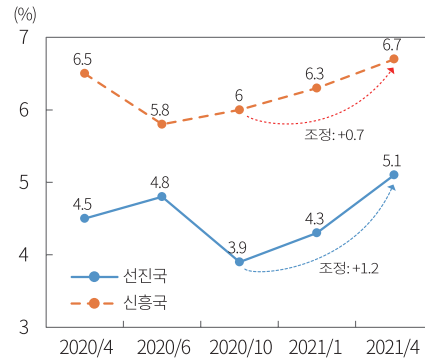
〈표 1〉 2020년중 전망 시기별 선진국과 신흥국 성장률

(단위: %)

전망 시기	2020년 성장률			
	4월	6월	10월	최종
세계	-3.3	-5.2	-4.4	-3.3
선진국	-6.1	-8.1	-5.8	-4.7
신흥국	-1.2	-3.1	-3.3	-2.2

주 : 신흥국과 선진국은 IMF 기준으로 구분
자료: IMF

〈그림 12〉 전망 시기별 선진국과 신흥국 2021년 성장률



주 : 신흥국과 선진국은 IMF 기준으로 구분
자료: IMF

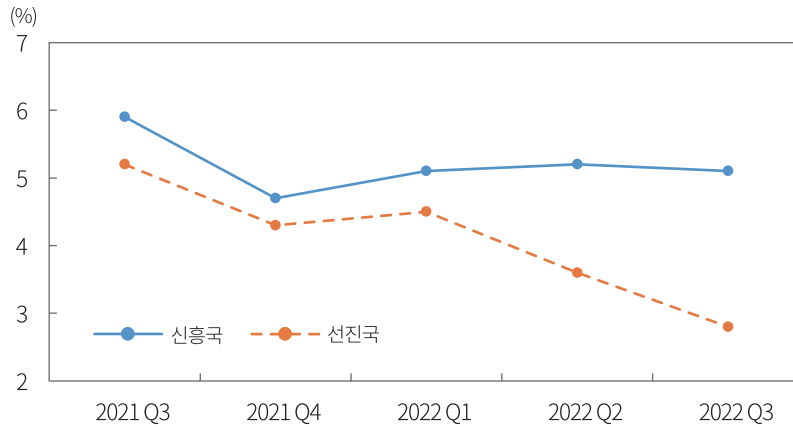
- 이러한 경기회복 속도의 차이와 함께 최근의 글로벌 주식시장 상황도 〈그림 1〉과 같은 신흥국 주식자금 유입 지연과 관계되는 것으로 판단
 - 한국이나 대만을 제외하면, 비대면이나 4차산업 관련 업종이 상대적으로 취약
 - 미국의 주가 상승과 각국의 유동성 영향으로 주식시장이 빠르게 회복함에 따라 높아진 주가 레벨 또한 신흥국 주식자금 유입에 부정적인 영향을 주었을 것으로 추정

라. 전망 및 시사점

- 향후 신흥국 증권자금 흐름을 판단하기 위하여 경기 회복세와 함께 글로벌 달러화 강세 여부에 유의할 필요

- 2022년 중반 이후 백신보급이 원활해지면서 신흥국들의 성장률도 회복할 것으로 예상됨에 따라 신흥국 자본유입에 긍정적

〈그림 13〉 신흥국과 선진국 성장률 전망(분기, YoY)



자료: Bloomberg

- 달러지수가 현재 수준(89~91)에서 급등할 가능성은 적을 것으로 예상되는 만큼 신흥국 자본유입에 미치는 효과는 제한적일 전망

- 2020년 이후 달러지수는 미국 경제 상황과 연동되어 실질금리와 비슷한 추이를 나타냄에 따라 미 연준의 전망과 같이 통화정책 정상화가 완만하게 진행될 경우 달러지수의 급등 가능성은 낮을 것으로 예상

- 2021년말 미국 금리 수준(10년 국채금리 1.5~2.1%)을 감안하면 실질 금리 상승 우려는 작음

- 백신보급에 따른 경제활동 정상화 및 경기 부양책 등으로 유럽도 경제회복이 가시화됨에 따라 2014년 테이퍼링 당시와 달리 달러강세를 제한할 것으로 예상

- 2021년 2분기부터 독일 국채금리가 상승하여 미국 국채금리와의 차이가 축소

〈그림 14〉 달러지수와 미국 실질금리



주 : 실질금리는 10년 국채금리에서 BEI를 반영한 기대물가 차감

자료: Bloomberg

〈그림 15〉 달러지수와 금리차이



주 : 금리차이는 10년 만기 미국 국채금리와 독일 국채금리 차이

자료: Bloomberg

- 다만, 미국의 인플레이션 우려가 확대되면서 미 연준의 통화정책 정상화가 가속화된다면 달러지수가 급등하면서 신흥국 증권자금의 유출 가능성이 상존
 - 또한 백신 보급의 차질이나 코로나19 재확산(변이 바이러스 등)으로 경제 정상화가 지연되면서 신흥국 성장률이 하락하는 위험도 존재

KCMI

참고문헌

참고문헌

- 강현주·이승호, 2013, 『글로벌 유동성과 국제자본이동과의 관계에 관한 연구』, 자본시장연구원 연구보고서 13-02.
- 김준석, 2020, 코로나19 확산 이후 글로벌 주식시장 성과 비교, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2020-20호.
- 이병록·노현주, 2020, 최근 관리물가 동향 및 향후 전망, BOK 이슈노트 2020-16.
- 장근혁·노산하, 2020, 『국내외 요인의 국내 주식시장에 대한 영향도 분석』, 자본시장연구원 이슈보고서 20-26.
- 질병관리청, 2021.5.12, 코백스-아스트라제네카 백신 83.5만 회분 도입(관계부처합동), 보도자료.
- 한국은행, 2021. 5. 4, 2021년도 제7차 금융통화위원회(정기) 의사록,(2021.4.15.).
- Adrian, T., Crump, R.K., Moench, E., 2013, Pricing the term structure with linear regressions, *Journal of Financial Economics*, 110(1), 110-138.
- Bank for International Settlements, 2021, Capital flows, exchange rates and monetary policy frameworks in Latin American and other economies, 15 April 2021.
- Board of Governors of the Federal Reserve System, 2021.5, Financial Stability Report.
- Brookings, 2021.1.28., The macroeconomic implications of Biden's \$1.9 trillion fiscal package.
- Campbell, J.Y., Robert J.S., 1988b, Stock prices, earnings, and expected dividends, *Journal of Finance* 43, 661-676.
- Campbell, J.Y., Robert J.S., 2004, Bad beta, Good beta, *The American Economic Review* 94(5), 1249-1275.

- Chan, J.C., Song, Y., 2018, Measuring inflation expectations uncertainty using high-frequency data, *Journal of Money, Credit and Banking* 50(6), 1139–1166.
- Energy Information Administration, 2021. 5. 11., Short-Term Energy Outlook.
- Gordon, M., 1962, *The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation*, Homewood, IL, Irwin.
- International Monetary Fund, 2019, Technical Note on Asset Valuation Models, Global Financial Stability Report October.
- International Monetary Fund, 2020, Emerging and frontiers markets: managing volatile portfolio flows, Global Financial Stability Report April.
- Lastrapes, William D., 2005, Estimating and identifying vector autoregressions under diagonality and block exogeneity restrictions, *Economics Letter* 87(1), 75–81.
- Moody's Analytics, 2021. 1. 15., The Biden fiscal rescue package: Light on the horizon.
- Powell, J.H., 2018, Monetary policy influences on global financial conditions and international capital flows, speech at the Eighth High-Level Conference on the International Monetary System.
- Stock, J.H., Watson, M.W., 2007, Why has US inflation become harder to forecast? *Journal of Money, Credit and Banking* 39, 3–33.
- The Economist, 2021. 3. 13.~3. 19, The World's consumers are sitting on piles of cash. Will they spend it?

KCMI 경제 및 자본시장 전망

등록일자 : 2018년 7월 24일

등록번호 : 영등포 사00038

발행일 : 2021년 6월 1일

발행인 : 박영석

편집인 : 김재철

발행처 : 한국자본시장연구원

전화 : (02) 3771-0600

팩스 : (02) 786-7570

주소 : 우) 07332 서울시 영등포구 의사당대로 143

홈페이지 : www.kcmi.re.kr