



# 2021년 하반기 경제 및 자본시장 전망

---

2021.05.25.

자본시장연구원 거시금융실

# 목 차

---

**1** 경제 및 통화정책 전망

**2** 금리 전망

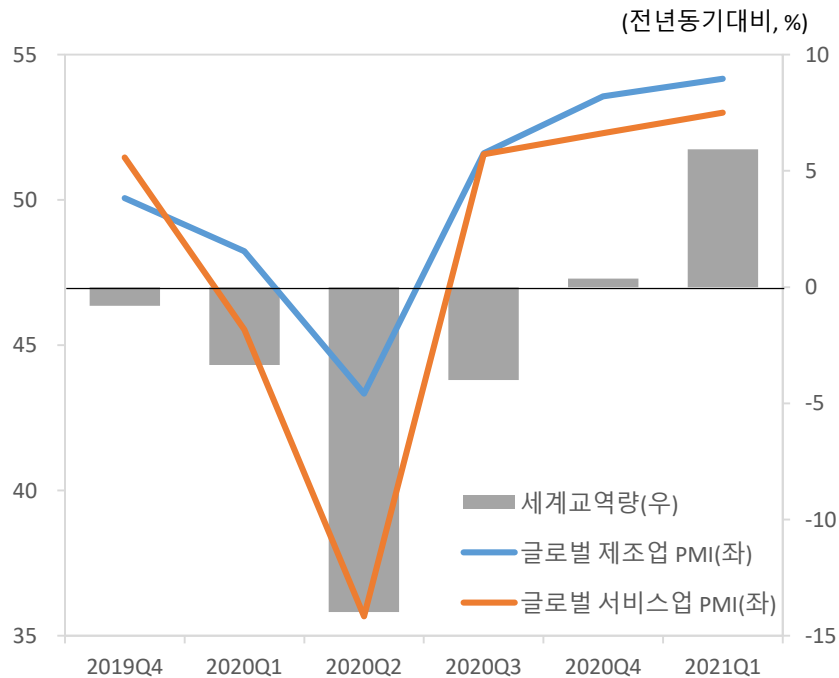
**3** 주식 및 환율 전망

# 1. 경제 및 통화정책 전망

# 글로벌 경제 동향

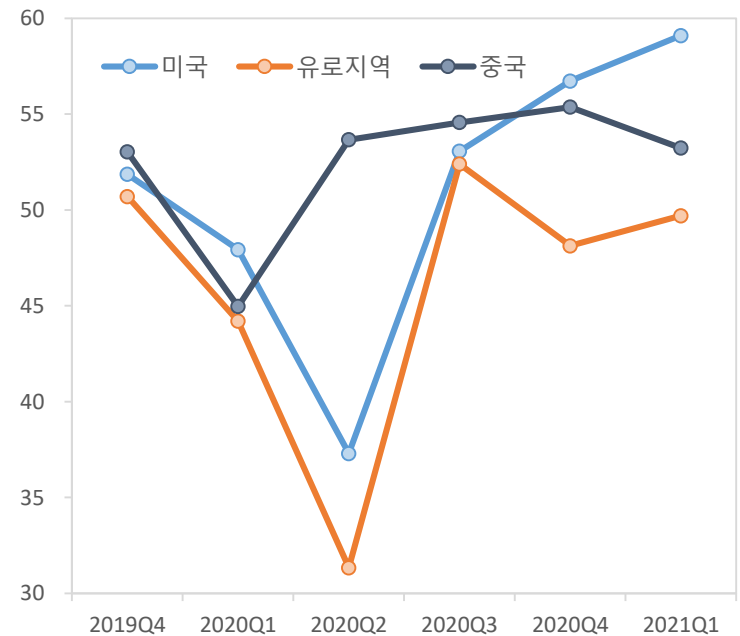
- 글로벌 상품 교역이 강하게 반등하는 가운데, 제조업과 서비스업 경기도 반등세 유지
  - 백신 개발 및 접종 확대, 확장적 거시정책, 우호적인 금융시장 상황 등이 경기 반등의 원인

## 글로벌 교역 및 PMI



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

## 주요국 PMI



자료: Bloomberg

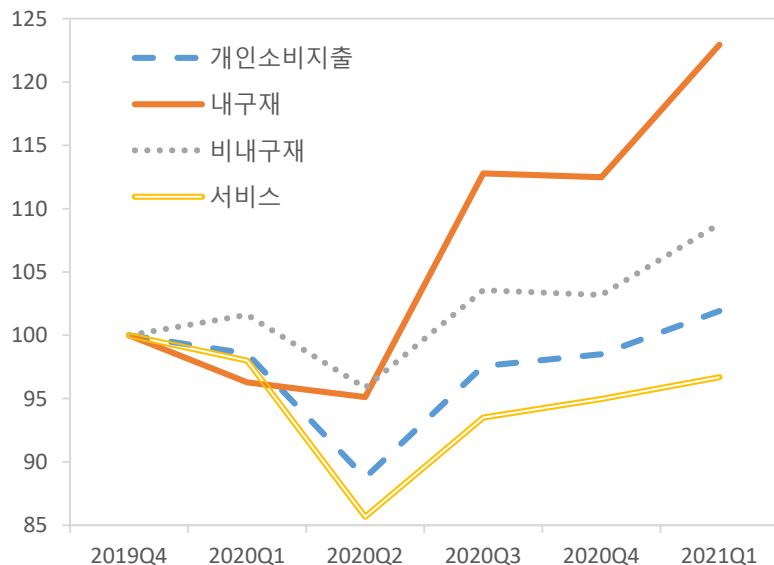
# 미국 및 중국 경제 동향

## ■ 미국의 개인소비지출(PCE)과 중국의 소매판매 등 수요의 강한 반등세 유지

- 미국의 경우 내구재 소비가 크게 증가하고 있는 가운데, 서비스 소비는 여전히 부진
- 중국의 경우 소매판매가 강한 반등세를 지속한 가운데, 산업생산의 반등세는 주춤

### 미국 소비지출

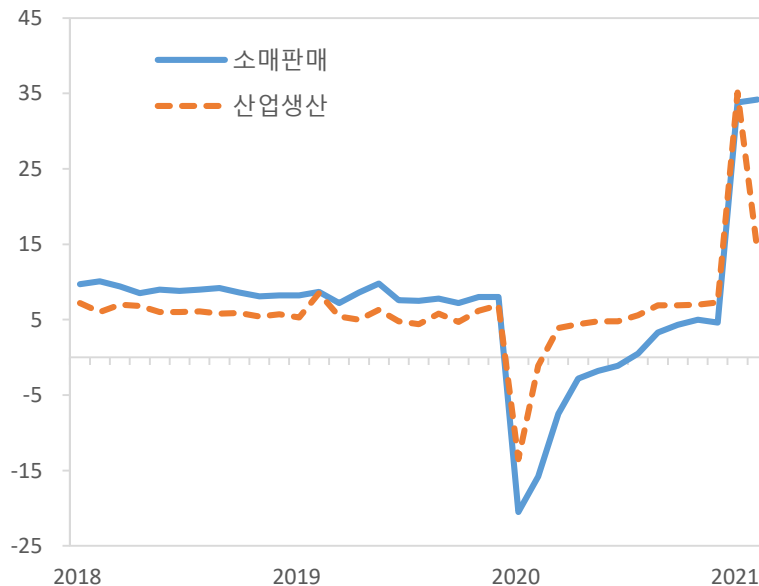
(2019Q4=100)



자료: FRED

### 중국 산업생산 및 소매판매

(전년동월대비, %)



자료: 중국 국가통계국

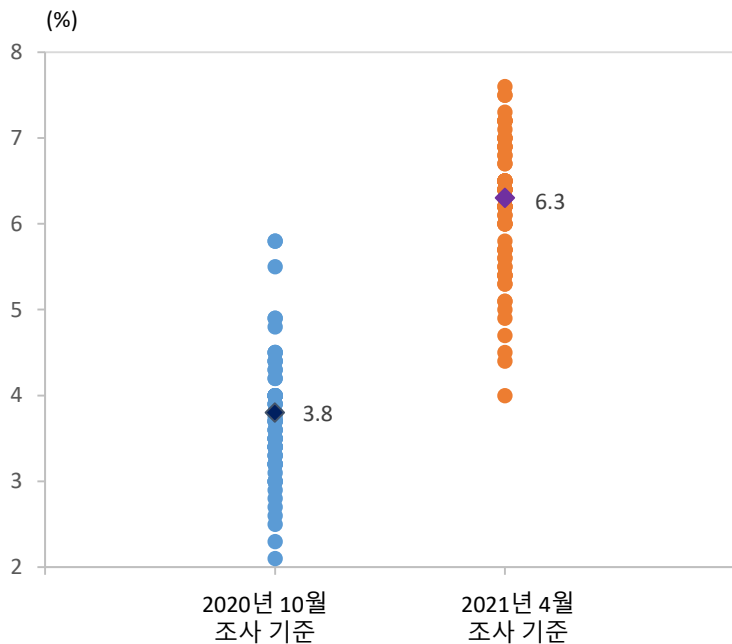
# 미국 성장률 전망

■ 연간 성장률은 6.8% 내외로 전망되며, 2분기에 정점에 이른 후 점차 떨어질 전망

■ 미국의 실질GDP 규모는 팬데믹 이전 예상 성장경로 상의 규모를 3분기에 따라잡을 전망

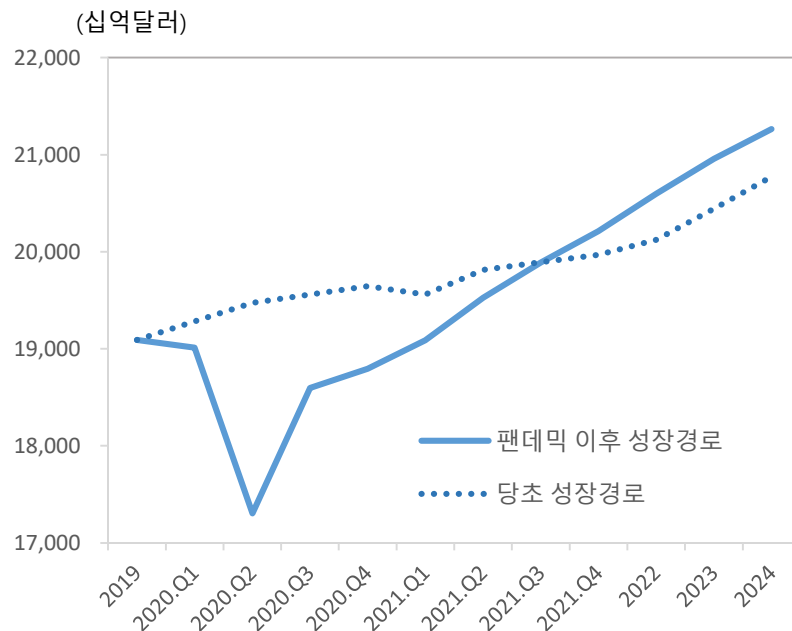
■ 확장적 통화 및 재정정책 기조, 축적된 잉여저축이 2021년 미국 경제 급반등을 이끌 것으로 예상

## 미국 성장률 전망



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

## 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

# 중국 성장률 전망

■ 연간 성장률은 8.5% 내외가 예상되며, 상고하저의 흐름을 보일 전망

■ 글로벌 교역량이 늘어남에 따라 상품 수출이 호조를 보일 전망이며, 생산 및 투자도 양호할 전망

■ 다만, 몇 가지 요인으로 인해 하반기로 갈수록 경기회복의 속도가 둔화될 전망

■ 기저효과의 축소

■ 소득계층 간 격차 확대로 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

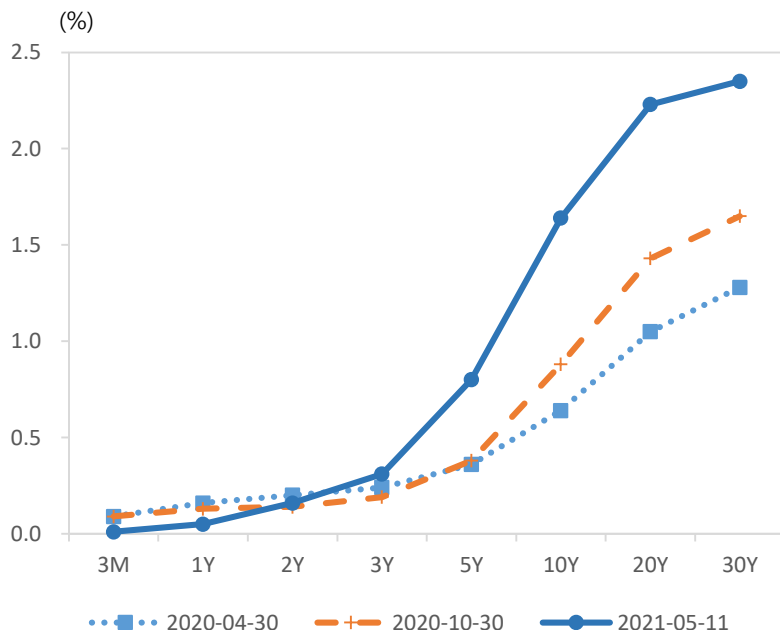
■ 여러 경제적 이슈에서 발생하고 있는 미국과의 갈등

# 이슈-1: 미국 경제의 과열과 인플레이션 우려

■ 최근 미국 경제의 과열과 인플레이션 폭등, 그리고 뒤늦은 통화긴축에 따른 경기 재침체 가능성이 제기되고 있으나, 이는 다소 과도한 우려

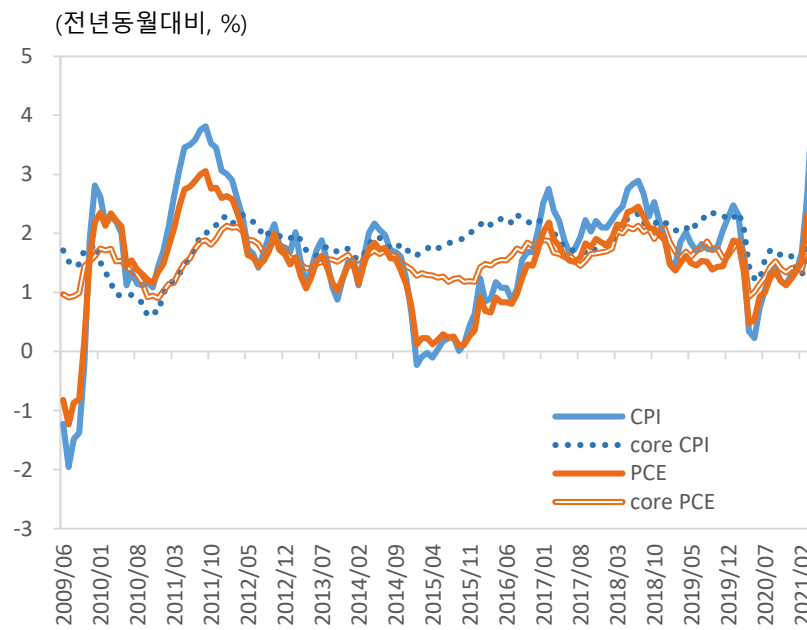
- 최근 시장의 기대 인플레이션 상승에 이어 실제 인플레이션 역시 상승하는 추세
- 향후 예상되는 양의 GDP갭, 실업률, Core PCE 인플레이션 수준을 감안할 때 통제 가능한 범위

## 미국 채권 수익률곡선 변화



자료: FRED

## 미국 CPI 및 PCE 인플레이션



자료: FRED



# 이슈-1: 미국 경제의 과열과 인플레이션 우려

■ (GDP갭 기간별 비교) 양의 GDP갭은 2022년 3분기에 정점에 도달할 전망이며, 과거 사례와 비교 시 상대적으로 낮은 수준

■ 재정지출 확대의 승수효과, 가계 누적저축의 소비화 정도 등을 가장 크게 가정한 시나리오 2의 경우에도 양의 GDP갭은 크게 높지 않은 수준

## 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.Q3)	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

# 이슈-1: 미국 경제의 과열과 인플레이션 우려

- (GDP갭 기간별 실업률 변화) 실업률은 2021년 성장률 시나리오에 따라 2023년 2~3분기 내외에 3.9~4.7% 수준으로 떨어질 전망이며, 이는 자연실업률 4.43% 범위에 근접

## 미국 양의 GDP갭 기간별 실업률 변화 비교 및 전망

(단위: %)

양의 GDP갭이 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

2) 양의 GDP갭 전환 이후 최저 실업률의 ( ) 내 수치는 전환 이전 최고 실업률 대비 비율을 의미

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

4) 양의 GDP갭 전환 이후 최저 실업률은 이전 최고 실업률 대비 비율을 각각 36% 와 30%로 가정해 역산한 수치

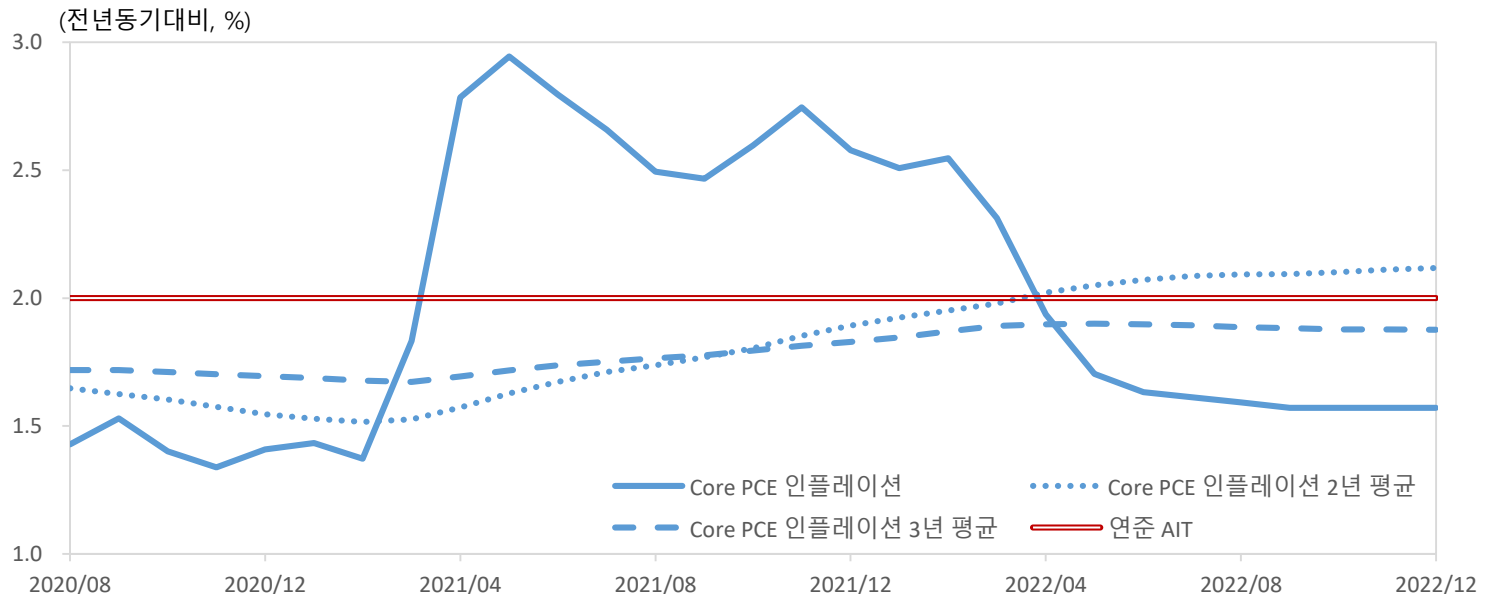
자료: FRED, 자본시장연구원

# 이슈-1: 미국 경제의 과열과 인플레이션 우려

■ (인플레이션 전망) Core PCE 인플레이션은 2년 이동평균 기준으로 연준의 목표치인 2%를 2022년 2분기에 넘어설 것으로 보이나, 동 목표치에서 크게 벗어나지 않을 전망

■ 팬데믹 이전 디플레이션 우려의 원인이 되었던 구조적 요인들이 여전히 상존

## 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  
3) 전월대비 Core PCE 인플레이션을 전망한 후 인플레이션 지수 추정, 이를 통해 전년동기대비 인플레이션 전망  
4) AIT는 연준의 새로운 평균물가목표제(2%) 의미  
5) 인플레이션의 2년, 3년 평균치는 계산 시점 기준 직전 24개월, 36개월 롤링 평균을 의미

자료: FRED, 자본시장연구원

# 미국 통화정책 전망

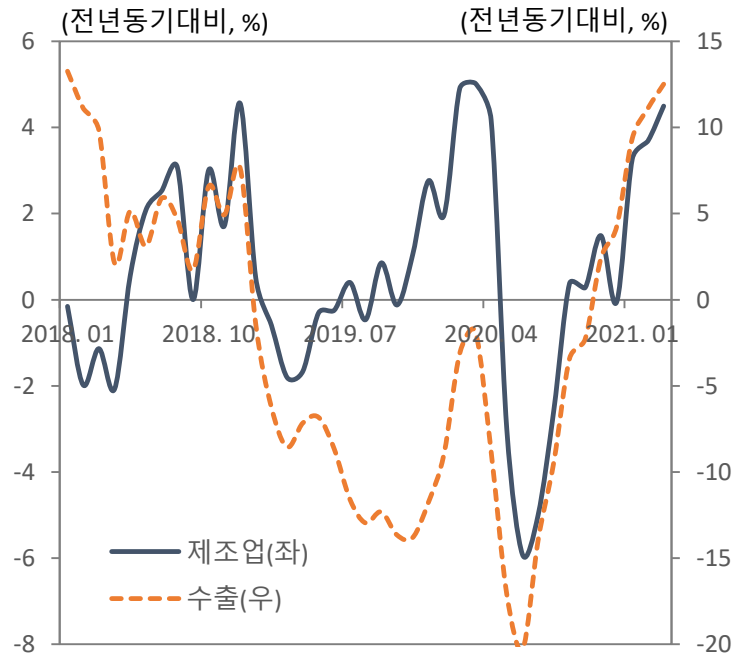
- 미국 경제는 2022년 2분기 ~ 2023년 2분기 내외에 연준의 정책 목표에 도달할 가능성
  - 연준의 정책목표는 "2%의 장기 평균 인플레이션" 과 "자연실업률에 가까운 실업률"을 추구
- 따라서 2022년부터 통화정책 기조를 점진적으로 전환할 것으로 예상
  - 2021년 하반기중에 테이퍼링 시그널을 제시한 후, 실제 테이퍼링은 양의 GDP갭이 정점에 도달할 것으로 보이는 2022년 3분기 이전, 즉 상반기중에 시작할 전망
  - 최초의 금리인상은 장기 평균 인플레이션이 2%를 상당 기간 초과하고, 실업률이 자연실업률 이하로 내려올 시점이 될 것이며, 현재로서는 2023년 3분기 내외가 될 것으로 예상

# 국내 경제 동향

## ■ 제조업·수출 중심의 회복세가 뚜렷한 가운데 서비스업·소비 부진도 완화

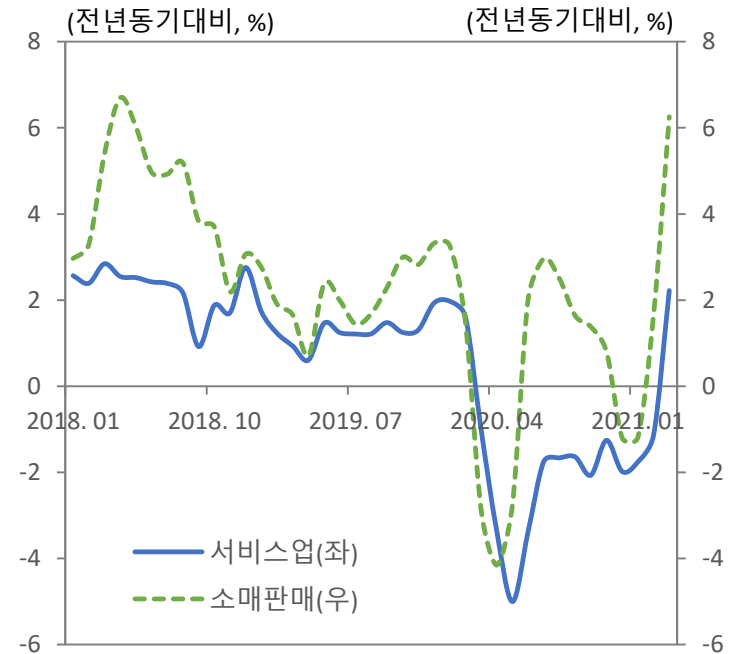
- IT부문을 중심으로 설비투자 개선세가 지속되고 건설투자도 회복 조짐
- 고위험군에 대한 백신접종으로 코로나19 중증률이 감소함에 따라 사회적 거리두기가 완화

### 제조업 및 수출



주 : 3개월 이동평균  
자료: 통계청, 자본시장연구원

### 서비스업 및 소매판매



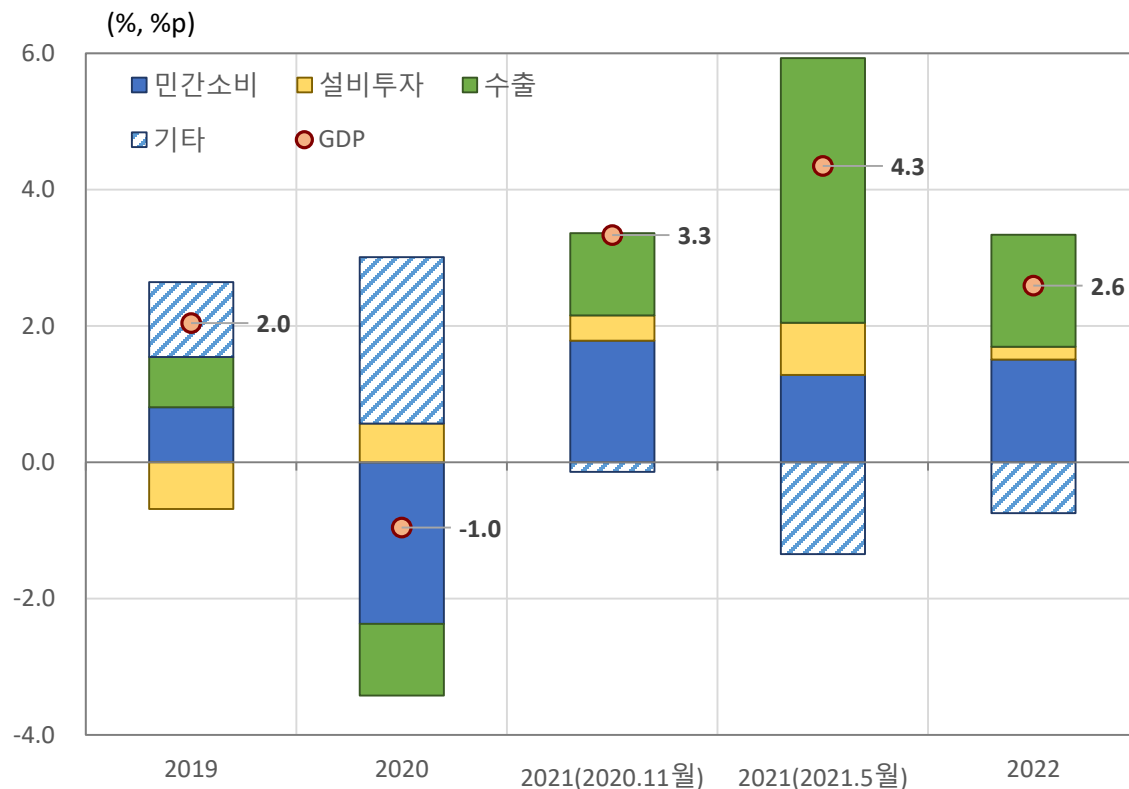
주 : 3개월 이동평균  
자료: 통계청, 자본시장연구원

# 국내 성장률 전망

■ 2021년중 수출(9.2%) 및 설비투자(8.5%)를 중심으로 4.3% 성장할 전망

■ 백신보급으로 소비 회복세(2021년 2.8% → 2022년 3.5%)가 확대됨에 따라 2022년중 2.6% 성장할 전망

## 부문별 성장 기여도



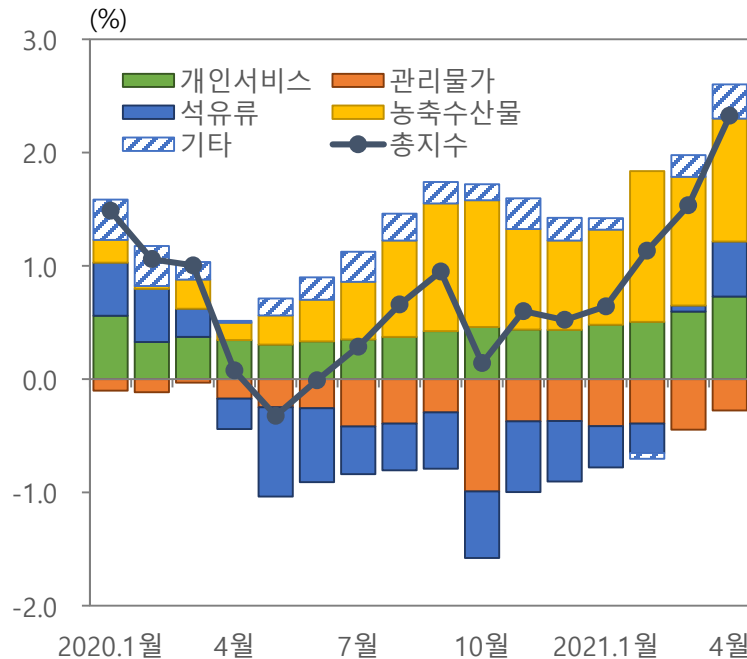
자료: 자본시장연구원

# 국내 물가상승률 전망

■ 공급 요인의 등락으로 2021년중 1.8% 상승하였다가 2022년중에 1.3%로 하락

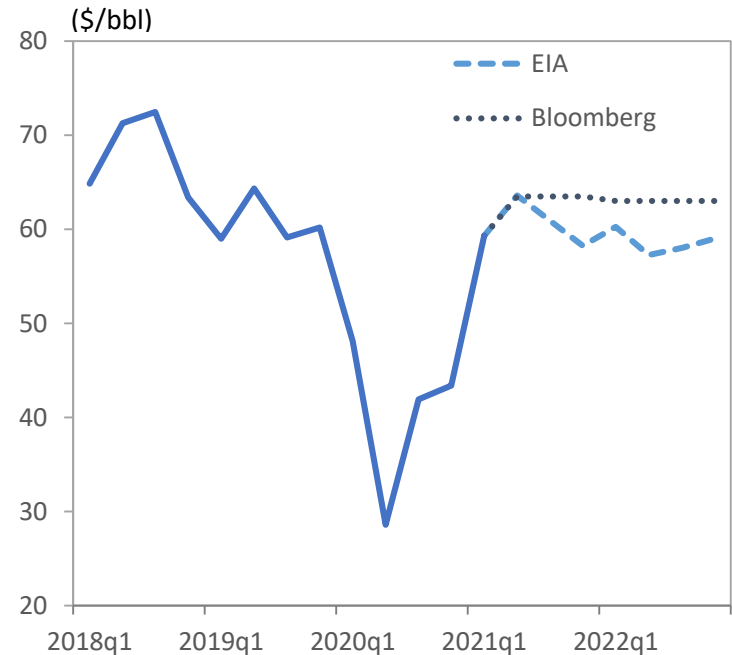
■ 농축수산물의 기여도가 점차 축소되고 국제유가 또한 완만하게 하락할 것으로 전망되는 데 기인

## 품목별 소비자물가상승률 기여도



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

## 국제유가 전망



주 : WTI와 Brent의 평균  
자료: Bloomberg, EIA

# 국내 전망 위험요인

■ 코로나19 상황 및 백신공급 불안 외에도 상·하방 불확실성이 매우 큰 상황

상방 불확실성 (+)	하방 위험 (-)
<ul style="list-style-type: none"><li>• 주요국의 가파른 회복세</li><li>• 보복소비에 의한 내수 확대</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 국내외 통화정책의 조기 정상화</li><li>• 선진국의 자국 서비스 중심 회복</li><li>• 정책지원에 가려진 취약 부문의 지급불능 위험 확대</li><li>• 반도체 공급지연에 따른 생산 차질</li></ul>

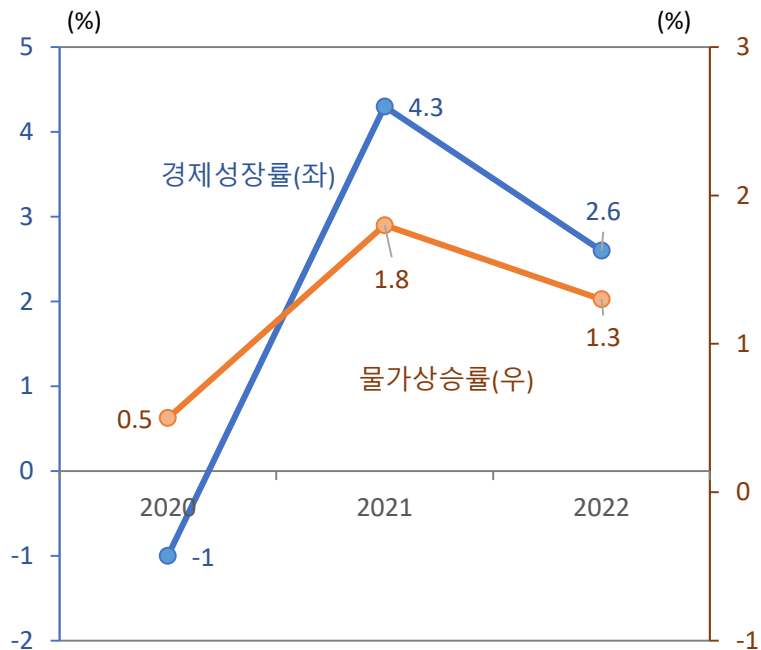


# 통화정책

■ 성장 및 물가 경로를 감안하면 최초의 금리인상은 2022년 3분기로 예상

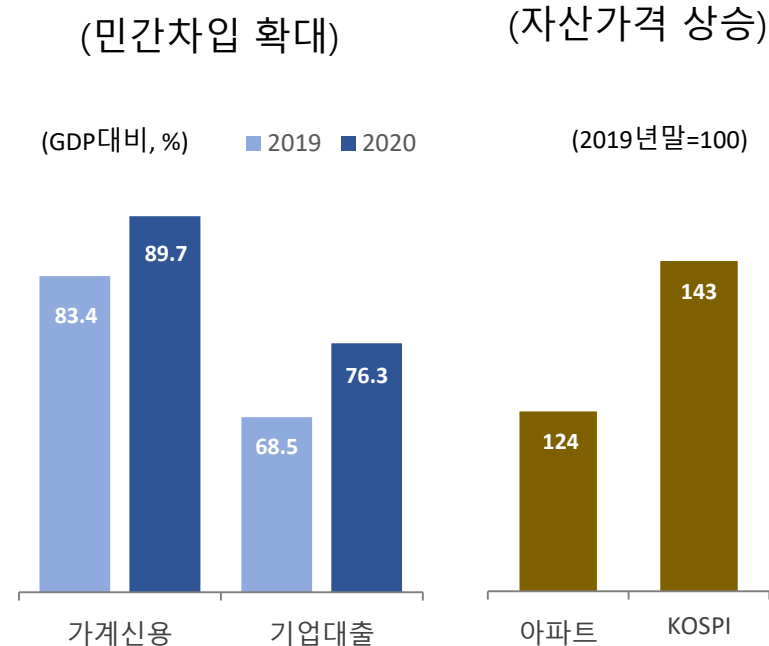
■ 다만 금융안정에 대한 우려로 예상보다 조기에(2022년 1월) 인상될 가능성도 상존

## 성장 및 물가 경로



자료: 자본시장연구원

## 금융불균형 누적



주 : 아파트(전국)는 2021.2월 기준, KOSPI는 2021.4월말 기준  
자료: 한국은행, 자본시장연구원

## 2. 금리 전망

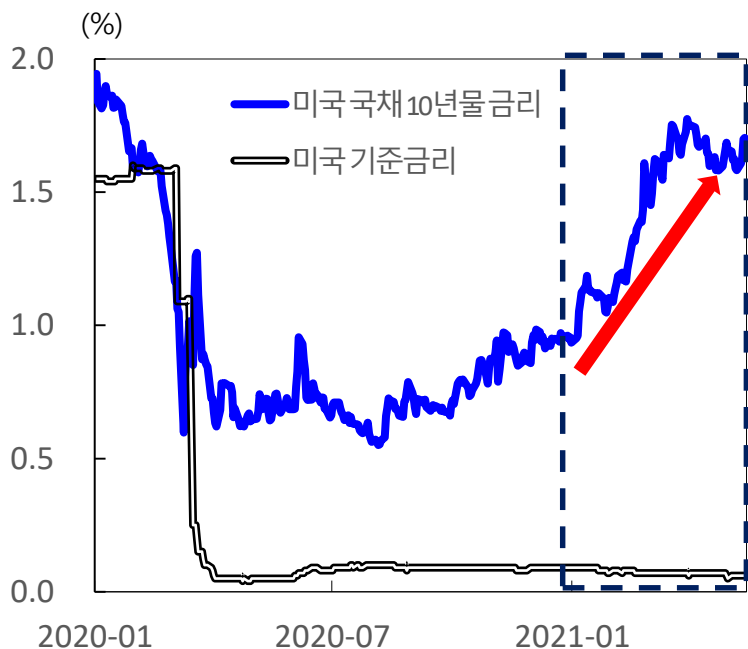
# 미국 금리 : 2021년 상반기 동향

■ 대규모 재정지출 확대에 따른 경기 회복, 인플레이션 우려 등으로 상승폭이 확대

■ 물가 및 성장 경로의 불확실성이 확대됨에 따라 기간 프리미엄이 빠르게 상승한 데 기인

■ 통화정책에 대한 기대(위험조정금리)는 큰 변화가 없는 모습

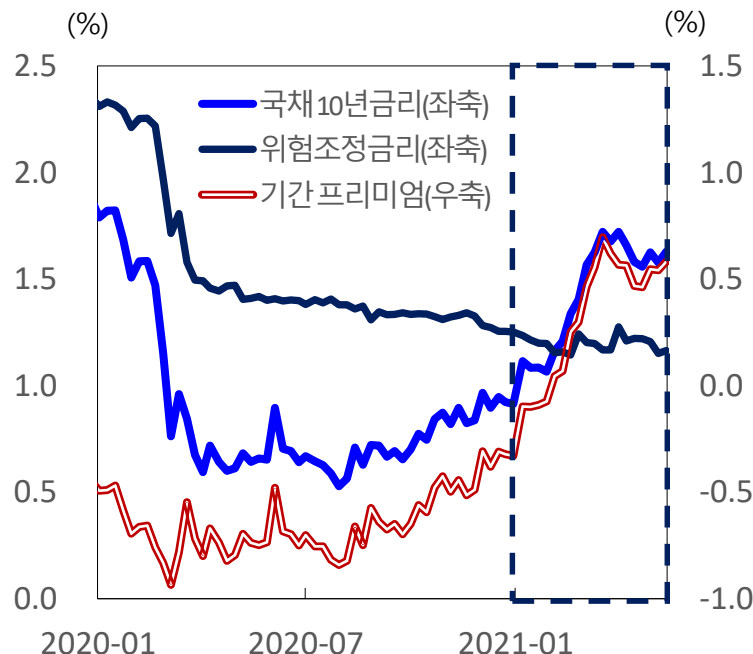
## 미국 금리 추이



주 : 1) 2020년 1월 2일~2021년 5월 14일 일별 자료  
2) 미국 기준금리는 실질 연방기금금리(effective federal funds rate)

자료: Bloomberg, FRED

## 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

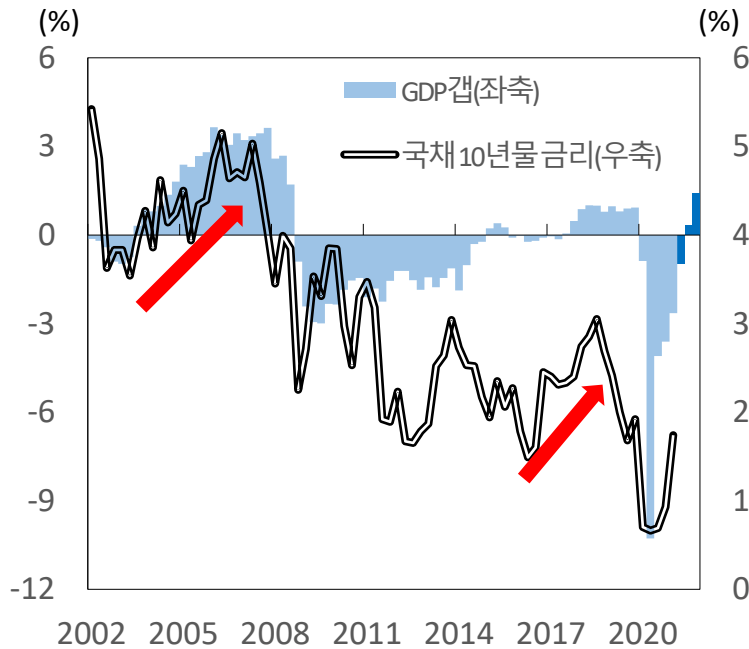
자료: New York Fed

# 미국 금리 : 성장률 및 물가 요인

■ 하반기 견조한 경기 성장세 및 물가상승압력 등이 금리상승 요인으로 작용할 전망

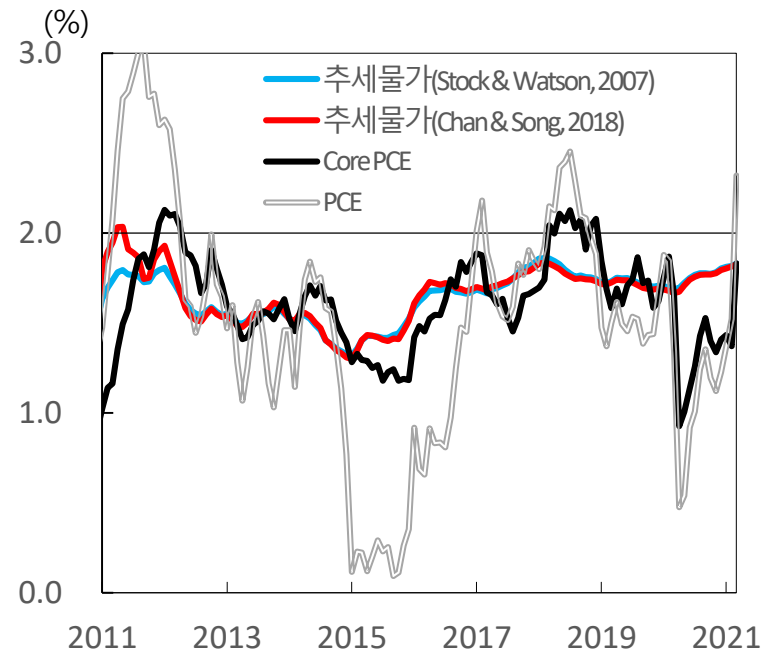
- 미국 경제는 2021년 하반기 GDP갭이 양(+)으로 전환되며 경기 모멘텀이 강화될 것으로 예상
- 추세물가 상승률은 경기 회복세가 강화됨에 따라 점차 확대될 전망

## GDP갭과 국채 10년물 금리



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

## 미국 물가상승률 추이



주 : 1) Core PCE와 PCE는 전년동월대비 증가율  
2) 추세물가 상승률은 Core PCE를 이용하여 각 통계모형을 통해 추정한 장기적 물가 상승률

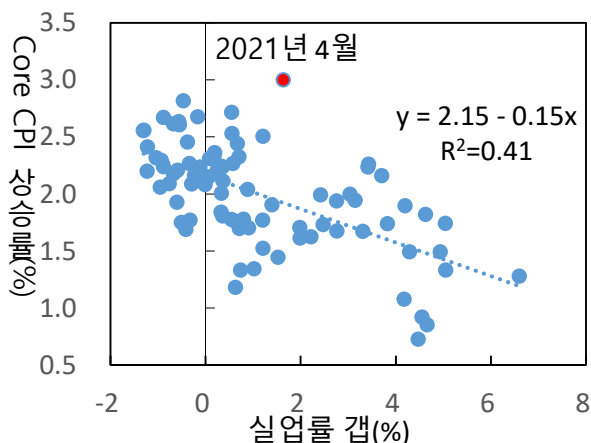
자료: FRED

# 미국 금리 : 통화정책 요인

## ■ 연준은 경제지표를 바탕으로 테이퍼링 및 기준금리인상 시기를 판단할 전망

- 고용개선이 물가에 비해 상대적으로 느리게 진행됨에 따라 테이퍼링 시점은 고용시장의 본격적인 회복 이후가 될 전망
- 한편 금리상승이 변동성 확대 등 금융불안을 수반하지 않을 경우 이를 용인할 것으로 예상

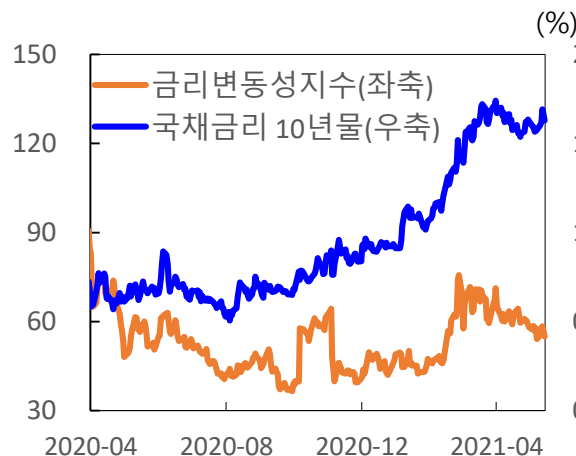
### 실업률 갭과 Core CPI 상승률



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

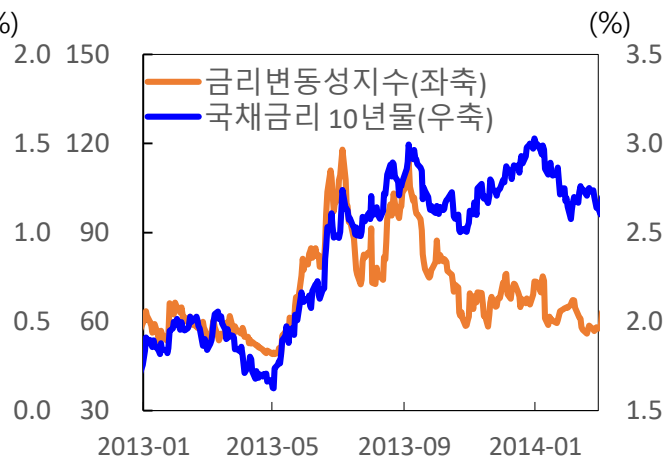
### 금리상승기 변동성지수 비교

(2020년 4월~2021년 5월)



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

(2013년 1월~2014년 2월)



# 미국 금리 : 2021년 하반기 전망

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

미국 국채 10년물 금리 전망



# 국내 금리 : 2021년 상반기 동향

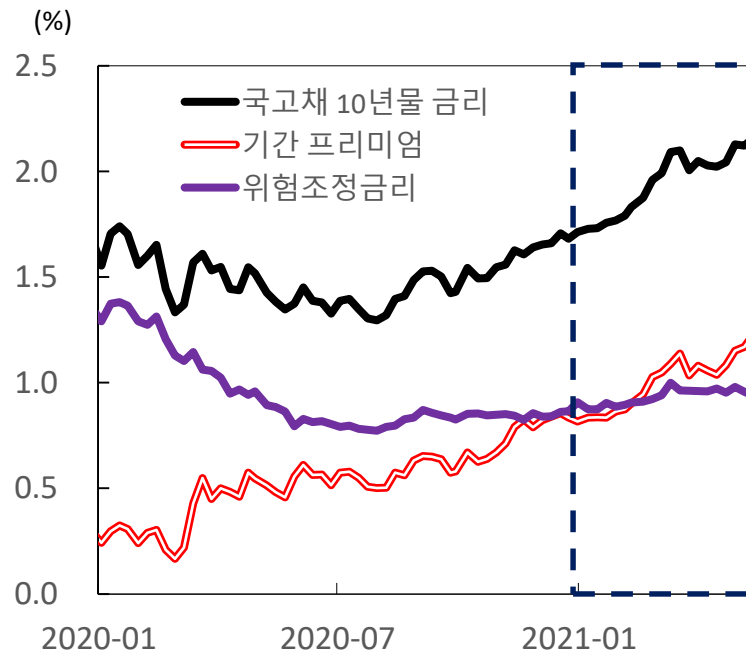
- 대내외 경제여건 개선, 국고채 발행 확대에 따른 수급우려 등으로 상승세가 지속
  - 10년물 국고채 금리는 코로나19 이전 수준을 상회(2019년말 1.67% → 2021년 5월 14일 2.16%)
  - 2021년 상승세가 가팔라졌던 미 국채와 달리 국내 국고채 금리는 2020년과 비슷한 속도로 상승
  - 통화정책에 대한 기대는 큰 변화가 없는 가운데 기간 프리미엄의 상승에 주로 기인

## 금리 추이



자료: Bloomberg, 금융투자협회

## 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

# 국내 금리 : 성장률 및 물가 요인

## ■ 성장률 및 물가 요인에 의한 금리 상승은 크지 않을 것으로 예상

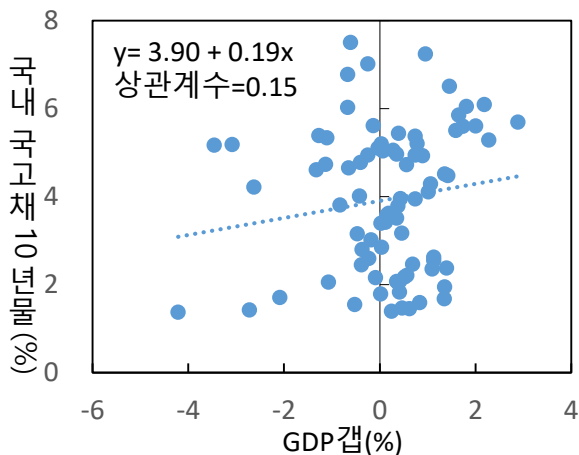
### ■ 국내 금리는 대내 경제여건보다는 대외 금리 변화에 더 크게 영향을 받는 모습

- 국내 금리와 미국 금리 간의 상관계수(0.86)가 국내 금리와 GDP갭 간의 상관계수(0.15)를 크게 상회

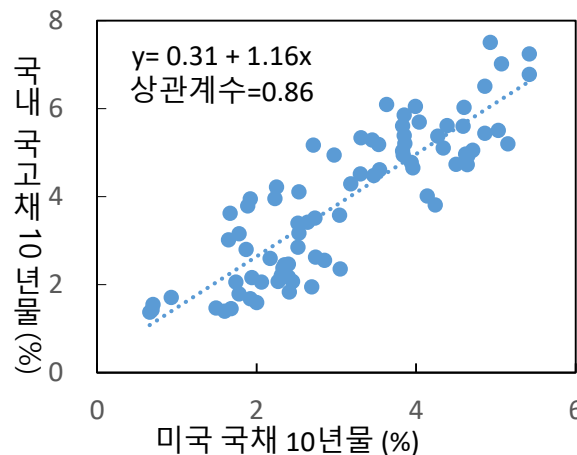
### ■ 추세물가 상승률도 물가안정목표를 하회하는 1.5% 수준에 그칠 전망

## 국내 금리와 상관관계

국내 금리와 GDP갭

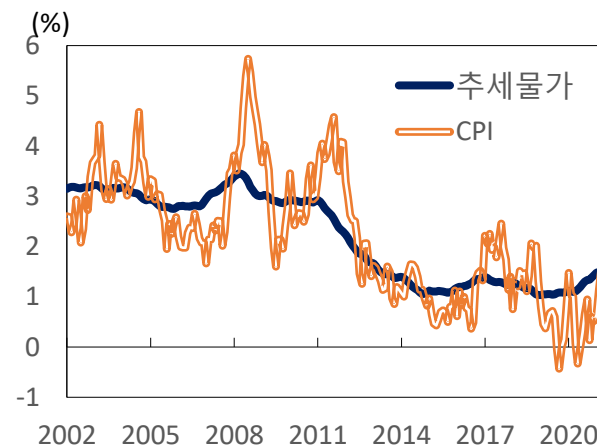


국내 금리와 미국 금리



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

## 국내 물가상승률



주 : 추세물가 상승률은 CPI를 이용하여 Stock & Watson(2007) 모델을 통해 추정된 장기적 물가상승률  
자료: Bloomberg, 금융투자협회



# 국내 금리 : 수급 및 통화정책 요인

## 재정지출 확대 지속에 따른 국고채 발행 증가는 금리 상승요인으로 작용

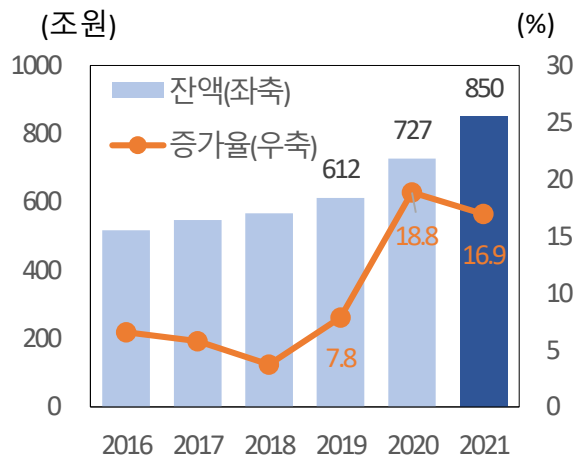
### 투자기관들의 자산 증가율 추이를 감안할 때 수급부담이 적지 않을 것으로 예상

- 2020년과 2021년 국고채 잔액 증가율은 각각 18.8%, 16.9%로 투자기관들의 최근 5년 연평균 자산증가율을 상회

### 금리가 빠르게 상승할 경우 한은은 국고채 매입을 통해 변동성 완화를 위해 노력할 것으로 예상

- 다만, 대내외 경기 회복에 따른 전반적인 금리상승 추세에 미치는 영향은 제한적일 것으로 전망

### 국고채 잔액 및 증가율



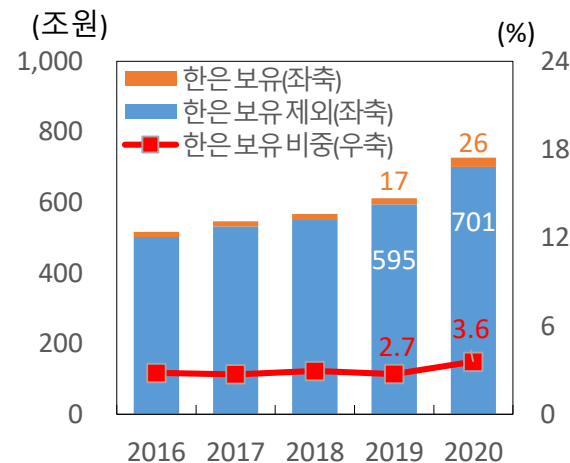
주 : 1) 연말기준  
2) 2021년은 추경예산 편성을 반영한  
예상규모  
자료: 연합인포맥스

### 투자기관별 자산 및 국고채 잔액 증가율

	2016	2017	2018	2019	2020	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 : 1) 은행은 은행계정과 신탁계정 합산(외은지점 포함)  
2) 보험은 생명보험사와 손해보험사 합산  
3) 연기금은 국민연금기금, 사학연금기금, 공무원연금  
기금의 운용금융자산 합산  
4) 연평균은 2016~2020년중 평균  
자료: 금융감독원, 각 연기금 홈페이지, 연합인포맥스

### 국고채 잔액중 한은 보유 비중



주 : 국고채 잔액을 한은 보유분과 시장  
보유분(한은 보유 제외)으로 구분  
자료: 연합인포맥스, 한국은행 연차보고서

# 국내 금리 : 2021년 하반기 전망

■ 2021년 하반기 국내 금리는 상승세가 이어질 것으로 예상되는 가운데 국고채 10년물 금리 상단과 하단은 각각 2.4%, 2.0% 수준으로 전망

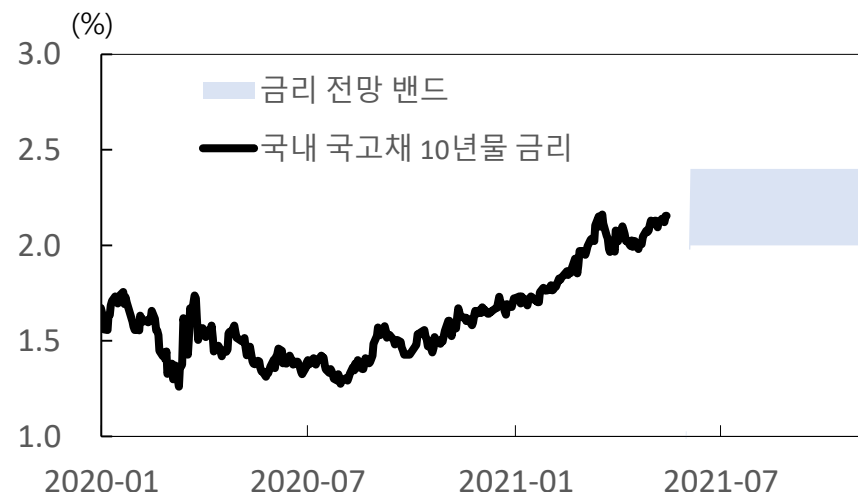
■ 성장률 및 물가 요인에 의한 금리 상승은 크지 않을 것으로 예상

- 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

## 국내 국고채 10년물 금리 전망



### 3. 주식 및 환율 전망

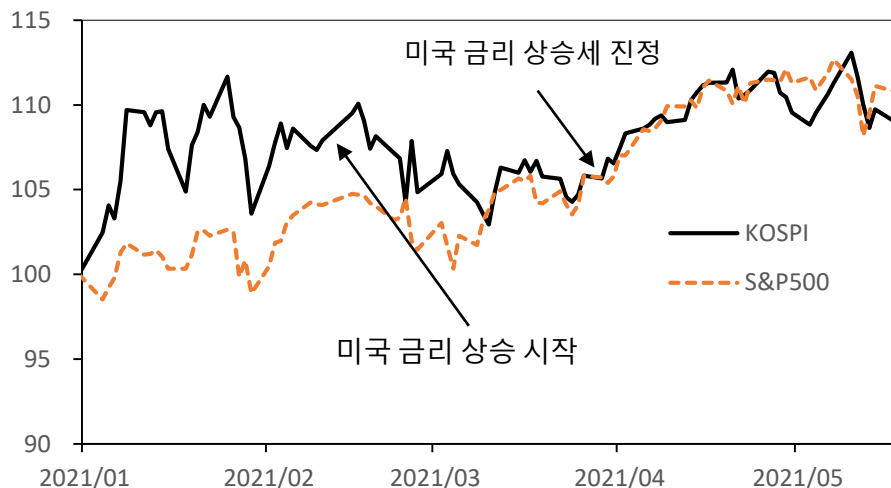
# 2021년 국내 주식시장 동향

■ 2021년 1월 급등 이후 KOSPI지수는 미국의 금리 및 물가와 통화정책 정상화 움직임에 따라 횡보하고 있는 상황

- 미국 금리 상승기 전후로 조정이 있었지만, 미국 금리 안정 이후 코스피 지수는 3,100pt대를 회복
- 2020년 KOSPI지수는 코로나19 감염확산 상황에서 해외 주요 지수 대비 우수한 성과를 거두었으며 2021년에도 양호한 성과를 이어가는 상황

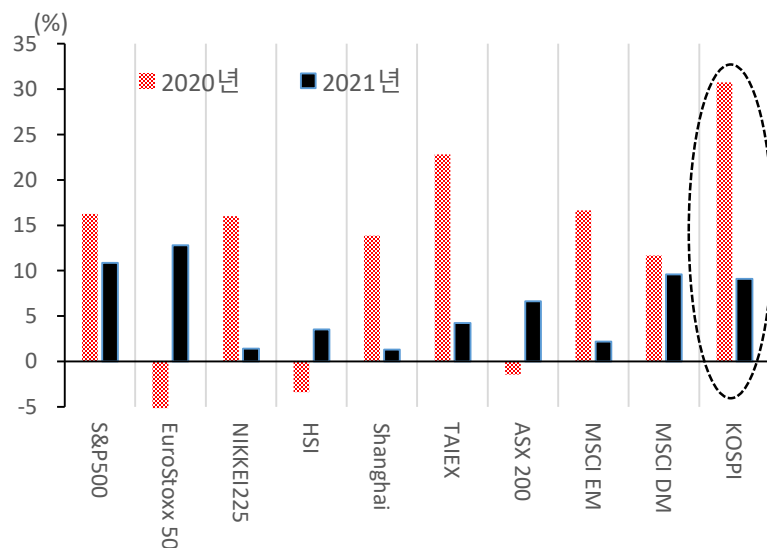
2021년 KOSPI지수와 S&P500지수 추이

(2020년12월말 = 100)



자료: Bloomberg

2020~2021년 주요 지수 수익률



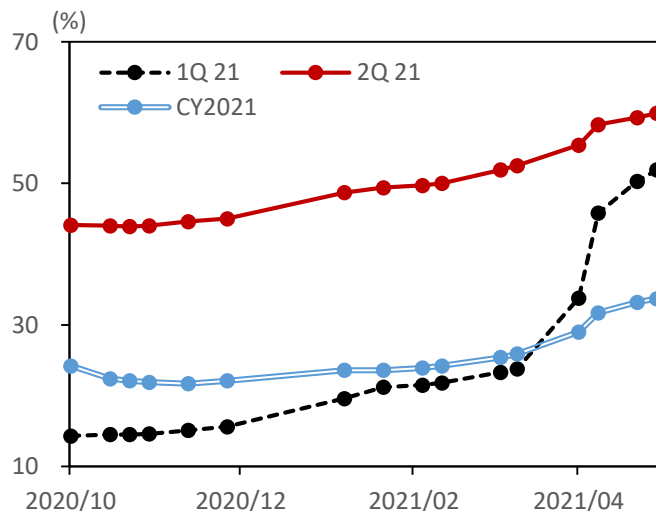
주 : 2021년은 5월 17일까지의 수익률  
자료: Bloomberg

# 기업실적 개선 전망

## ■ S&P500, KOSPI지수 구성 기업들의 이익 전망치가 꾸준히 상향

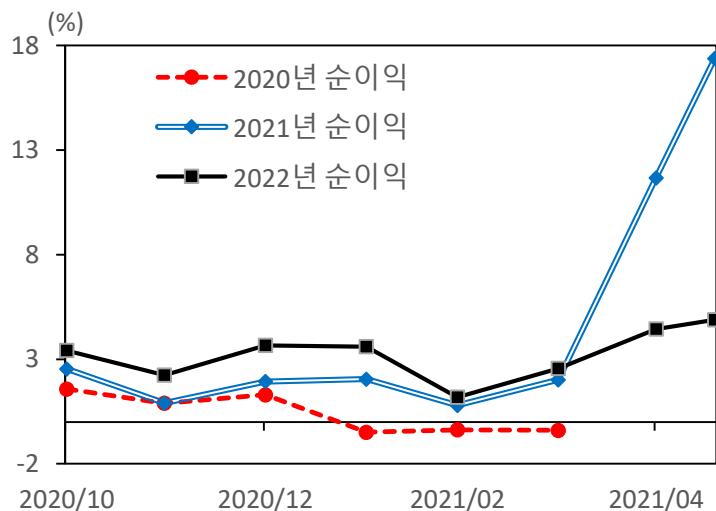
- S&P500 구성 기업들의 2021년 1분기 실적은 연초 예상보다 크게 증가(전년동기대비 +52%)하였으며 2021년 이익 전망도 꾸준히 상향
- 코스피지수 구성 기업들의 2021년, 2022년 순이익 전망치도 상향
  - 2021년 1분기 순이익은 크게 증가하여(전년동기대비 +361%) 과거 최고였던 2017년 1분기 보다 14% 높은 수준(금융업 제외, 한국거래소)

S&P500 지수 구성 기업들의 순이익 증가율 전망 추이



주 : 전년 동기대비 이익 증가율, 가로축은 전망 시기  
자료: FactSet Earning Insight

코스피지수 구성 기업들의 순이익 전망치 변화율 추이



주 : 전월대비 순이익 컨센서스 변화율, 가로축은 전망 시기  
자료: FnGuide

# 2021년 하반기 미국 주식시장 전망

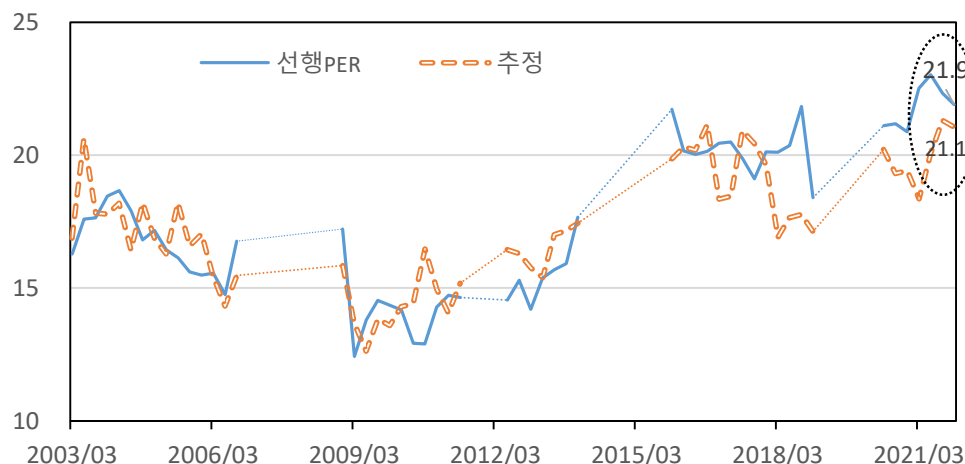
■ 2021년 미국은 회복 및 확장 국면을 이어가며 기업 이익의 증가가 예상되는 가운데,  
미국 주식시장은 상승세를 유지할 것으로 전망 (연말 S&P500 지수 4,100~4,400pt)

■ 일시적인 물가상승과 완만한 통화정책 정상화(미 연준의 전망)를 가정

■ 다만, 경제 성장을 선반영한 면이 있으며, 법인세 인상이나 미 연준의 통화정책 정상화 등 잠재적인  
주가 조정 가능성이 존재하는 만큼, 지수의 추가 상승폭은 크지 않을 전망(연말 4,250pt)

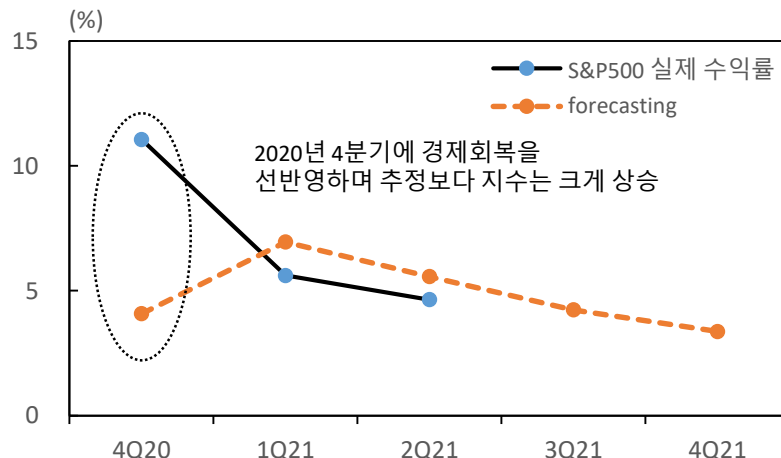
- 2022년 예상 EPS를 반영하면 선행PER는 21.9(실질금리, 기대물가, 성장률, VIX 등으로 선행PER를 추정하면 21)
- 법인세율은 당초 대통령 제안보다 완화된 21%→25% 인상을 반영(증세안의 일부만 적용)

선행PER와 추정값 비교(1년 후 실현 EPS가 증가했던 시기만을 반영)



주 : 1) 종속변수로 1/선행PER, 설명변수로 실질금리, 기대물가, 성장률(잠재, 평균 성장률), VIX 등을 사용하여 회귀분석  
2) 현재 상황을 반영하기 위하여 실제 1년 후의 EPS가 증가했던 분기만을 사용  
자료: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>, S&P, Bloomberg, 자본시장연구원

2021년 성장률을 반영한 S&P500 수익률 추정



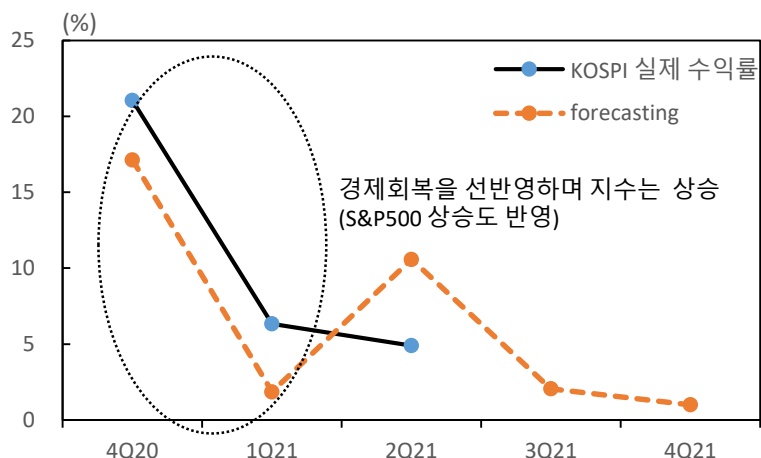
주 : 1) VAR 모형 사용하여 10월부터 forecasting, 미국, 중국, 한국의 실물 경제 전망치를 반영  
2) 실물경제 지표로 CAI(Current Activity Indicator) 사용  
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

# 2021년 하반기 국내 주식시장전망

■ 2021년 국내도 회복 및 확장 국면을 이어가며 기업 이익의 증가가 예상되는 가운데, 국내 주식시장은 상승세를 유지할 것으로 전망 (연말 KOSPI지수 3,100~3,400pt)

- 주요국 경제 회복은 수출 증가로 이어지며 국내 주식시장에 긍정적인 효과
- 다만, 경제 성장을 선반영한 면이 있으며, 미 연준의 통화정책 정상화 등 잠재적인 주가 조정 가능성이 존재하는 만큼, 지수의 추가 상승 폭은 크지 않을 전망
  - 긴축으로 인한 유동성 감소나 그 외 미국 주식시장의 조정 요인은 국내 주식시장에도 부정적인 영향

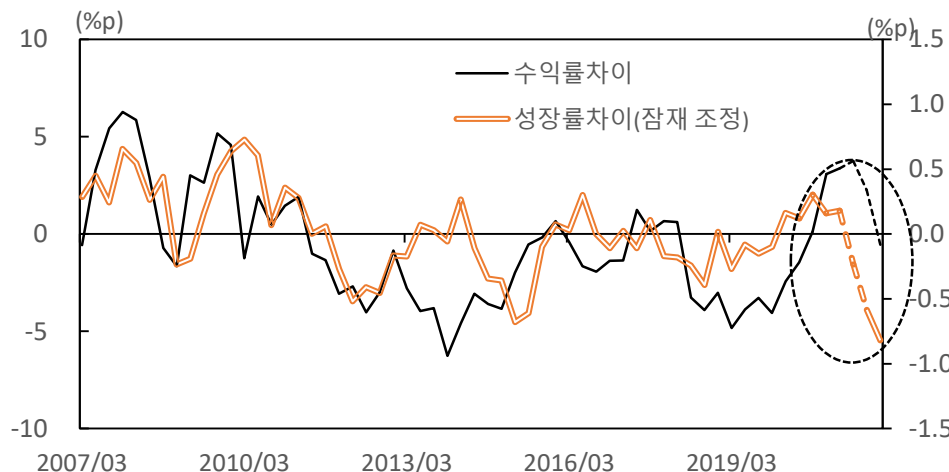
2021년 성장률을 반영한 KOSPI지수 수익률 추정



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

자료: Bloomberg, FnGuide, 자본시장연구원

KOSPI의 S&P500 대비 초과수익률과 한미 성장률 차이



주 : 1) 초과수익률은 분기 수익률을 4분기 이동평균하여 각국의 CPI로 조정하여 실질 수익률로 환산하였으며, 점선은 전망치 반영  
2) 한미 성장률은 분기 성장률갭의 4분기 이동평균이며 점선은 전망치 반영  
3) 성장률갭은 성장률-잠재성장률, 2020년 2분기 GDP를 1,3분기 평균으로 smoothing하여 2분기 성장률을 산출

자료: Bloomberg, Datastream, 자본시장연구원

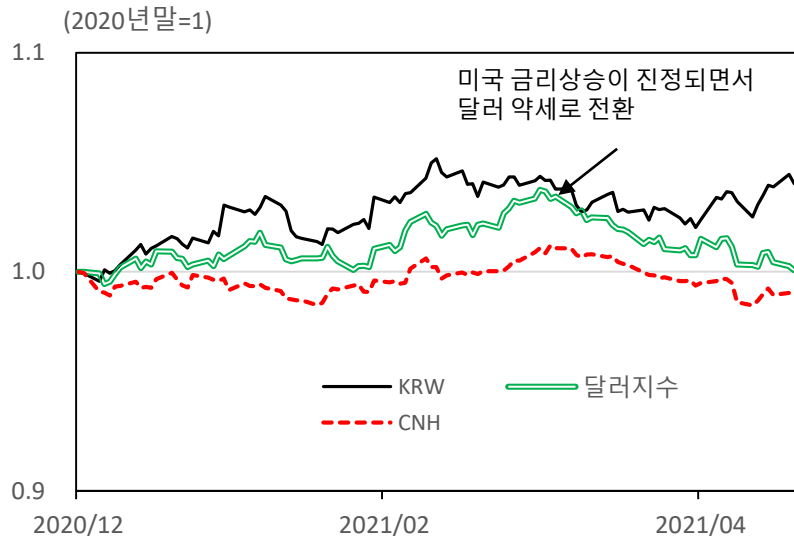
# 2021년 원달러 환율 동향

■ 2021년 원달러 환율은 달러강세 시기에 상승하면서 주요 통화 대비 약세를 시현

■ 4월부터 달러강세가 진정되었지만, 원달러 환율은 1,110~1,130원대에서 등락

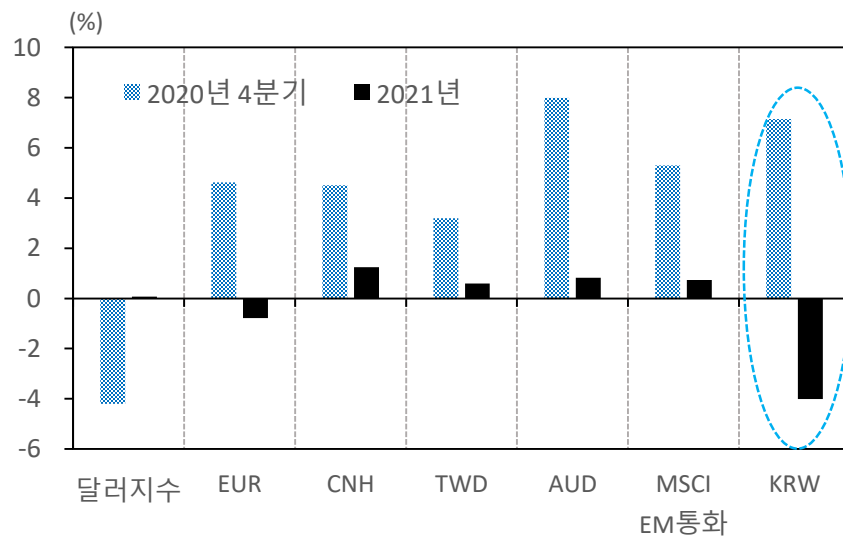
■ 원달러 환율은 2020년 4분기중 주요통화대비 강세였지만, 반대로 2021년에 약세(환율 상승)로 전환

## 2021년 원달러 환율추이



주 : 2020년말 값을 1로 표준화  
자료: Bloomberg

## 2021년 주요 통화 절상률



주 : 2021년은 5월 17일 환율 기준, 음수는 해당통화 약세를 의미  
자료: Bloomberg



# 2021년 원달러 환율 변화 요인

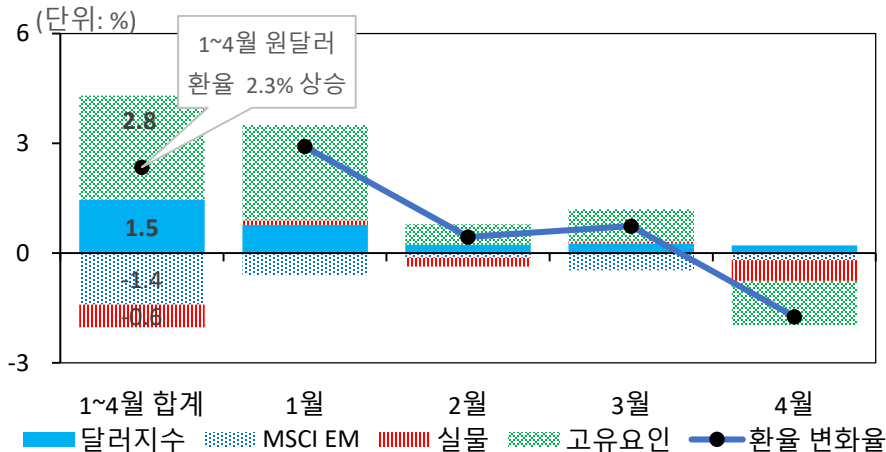
■ 2021년 원달러 환율 변화 요인으로 달러지수 외에도 원달러 환율 고유요인의 비중이 증가

주) '고유요인'은 왼쪽 그래프에서 대외요인 및 실물경제 요인을 제외한 원달러 환율 고유의 여건을 반영(초록색)

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

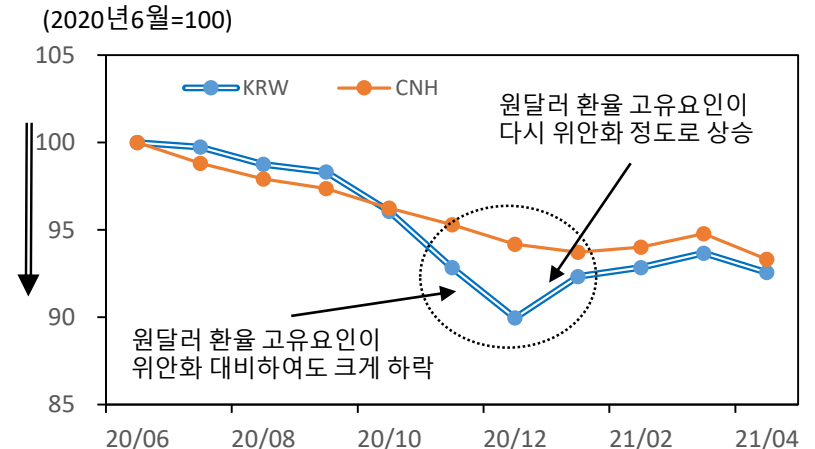
- 2020년 4분기 고유요인의 하락은 수출 증가 기대와 방역상황, 위안화 강세 등의 영향을 받은 것으로 추정
- 수출 증가는 가시화되고 있지만, 외국인 주식 매도나 해외주식 등 해외 투자 증가, 원자재(원유)가격 상승 등은 2021년 원달러 환율 고유요인의 상승에 영향을 끼치는 것으로 추정

2021년 원달러 환율 변화에 대한 요인분해



주 : 1) 2012년 10월~2021년 4월 자료를 반영하여 추정  
 2) 실물경제는 중국과 한국의 실물경제 요인의 합계, 실물경제 변수로 각국의 CAI(Current Activity Indicator)를 사용  
 3) MSCI EM은 신흥국 주가지수로 위험선호도를 반영(지수 상승이 원달러 환율 하락 요인)  
 자료: Bloomberg, 자본시장연구원

2020년 원달러 환율과 위안화 환율의 고유 요인



주 : 1) 통화별 고유요인으로 생성한 가상환율로 2020년 6월말을 100으로 표준화  
 2) 화살표방향(하락 방향)이 원화 및 위안화 강세(환율 하락) 방향  
 자료: Bloomberg, 자본시장연구원

# 2021년 하반기 원달러 환율 전망

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

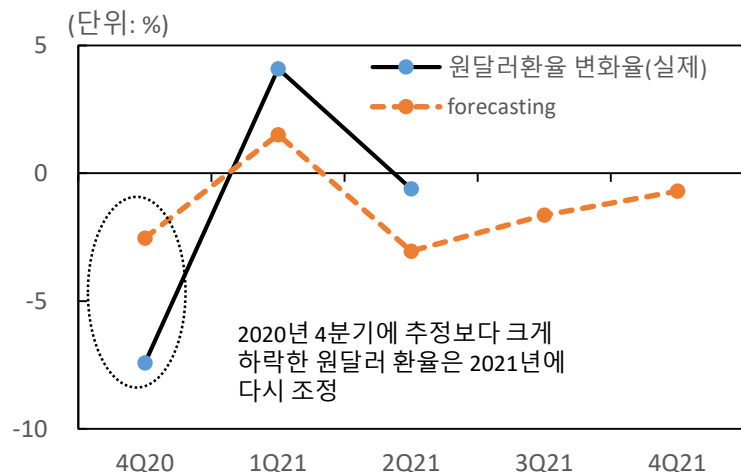
■ 2021년은 수출 증가와 함께 국내 경기순환상 회복 및 확장국면을 이어갈 것으로 예상

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

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

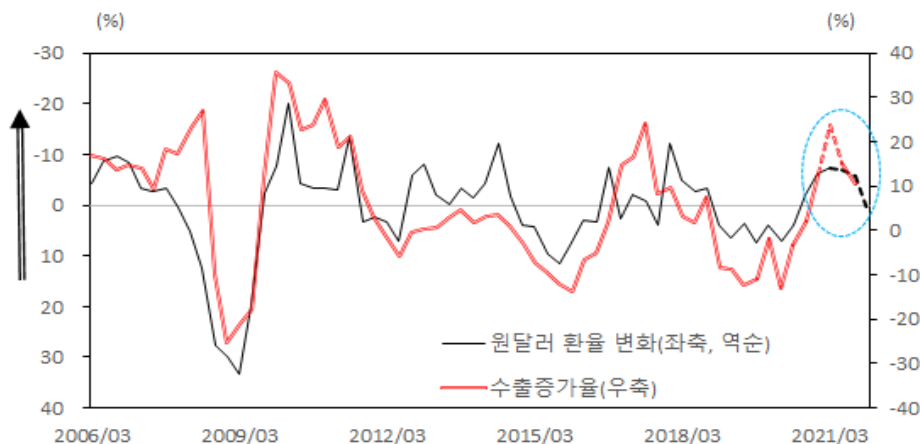
- 2018년 상반기 미·중 무역분쟁 발생 전 수준인 1,060원을 레인지 하단으로, 올해 고점 수준인 1,140원을 레인지 상단으로 예상

2021년 성장률을 반영한 원달러 환율 변화율 추정



자료: Bloomberg, 자본시장연구원

원달러 환율 변화와 수출 증가율 추이



- 주 : 1) 원달러 환율 변화율은 4분기 이동평균(연율)  
2) 수출증가율은 전기대비 증가율  
3) 2분기 수출은 1, 2분기 평균으로 smoothing하여 산출  
4) 점선은 전망치를 반영하며, 화살표는 원화 강세 방향을 표시

자료: Bloomberg, Datastream, 자본시장연구원

# 주식시장 및 원달러 환율 전망 위험요인

- 인플레이션 위험 증가와 미 연준의 통화정책 정상화(긴축) 가속화는 주식시장 조정과 원달러 환율 상승 요인으로 작용

- 시장 금리 상승과 빠른 속도의 긴축은 국내 경제에도 악영향

- 미국 법인세 인상은 기업 이익 감소와 주식시장 조정 요인으로 작용

- 절충안으로 법인세 21%→25%를 반영하였지만, 추가 증세분은 주가 조정 요인

- 바이든 증세안 적용 시 S&P500 이익 8~9% 감소, 절충안 적용 시 3% 감소 예상
- 미국 주식시장 조정은 국내 주식시장 조정으로도 연결

- 코로나19 상황 악화나 미·중 갈등 심화는 원달러 환율 상승 및 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

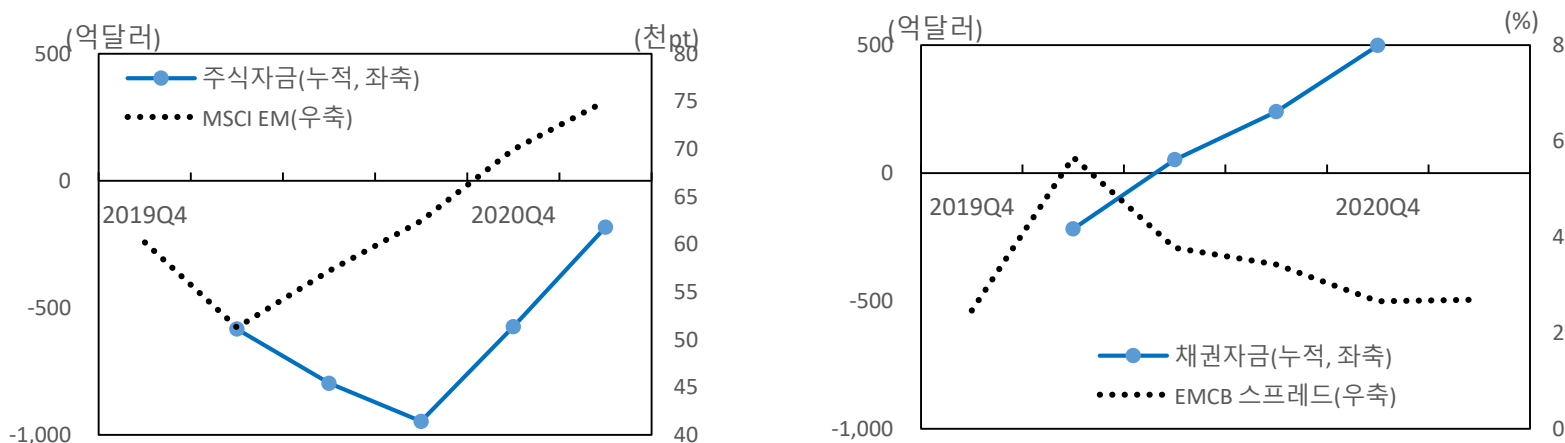
## 이슈-2: 신흥국 증권자금 유출입 분석

※ MSCI EM을 구성하는 주요국중 중국을 제외한 브라질, 인도, 인도네시아, 한국, 말레이시아, 멕시코, 러시아, 남아프리카공화국, 태국, 대만을 대상으로 비거주자의 주식 및 채권 투자자금 유출입을 분석

■ 코로나19 감염확산 이후 외국인의 채권자금 유출은 규모나 기간 면에서 제한적인 반면, 주식자금 유출은 규모도 클 뿐만 아니라 신흥국 주식 시황에 비해 장기화

- 채권자금 유출은 2020년 1분기에 국한되었으며 EMCB(Emerging Market Corporate Bond) 스프레드가 빠르게 회복되는 등 시장도 조기에 안정
- 반면, 주식자금은 2020년 1~3분기까지 채권자금 유출 규모의 4배를 상회하는 950억달러가 유출
  - MSCI EM 지수는 2020년 1분기를 저점으로 반등하여 3분기에 2019년말 수준을 회복

코로나19 확산 시기 중 신흥국 주식(좌) 및 채권(우)자금 유출입



주 : 주식 및 채권자금은 자금 유출이 시작된 2020년부터 누적 금액이며, 2021년 1분기 주식자금 흐름은 펀드자금을 이용하여 회계분석으로 추정  
 MSCI EM은 신흥국 주식시장 지수, EMCB 스프레드는 Credit Suisse Emerging Market Corporate Bond Total Spread를 의미

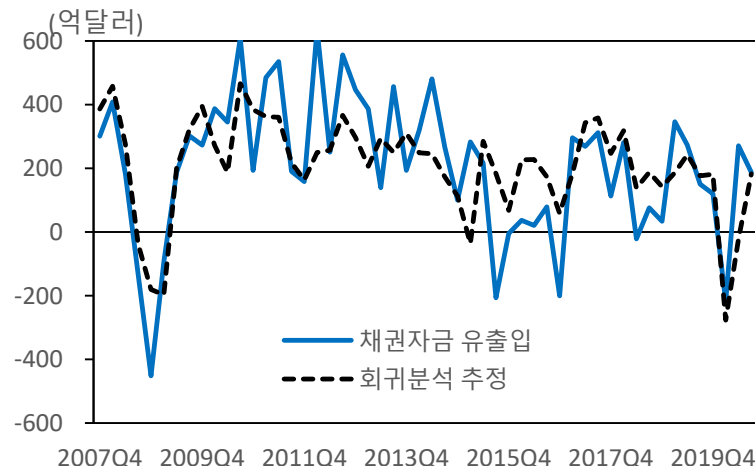
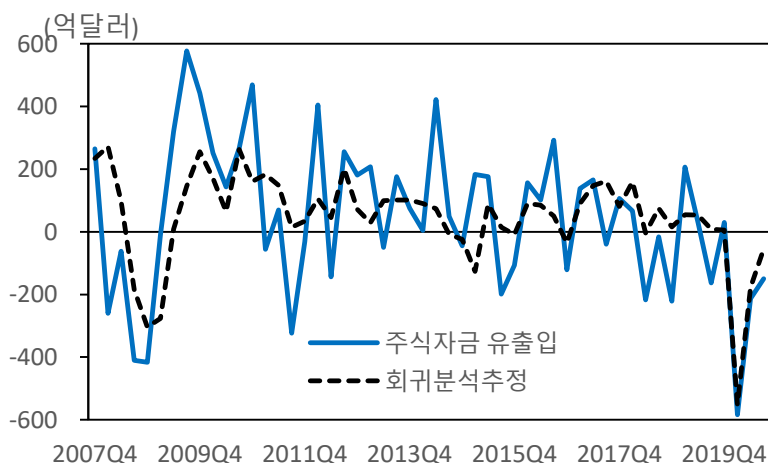
자료 : IMF, Bloomberg

## 이슈-2: 신흥국 증권자금 유출입 분석

■ (신흥국 증권자금 유출입 요인) 신흥국 주식 및 채권자금 유출입 규모는 달러지수와 성장률에 의해 주로 결정

- 신흥국에 자본을 공급하는 외부요인중 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 내부요인으로서는 신흥국들의 성장률이 자금 유출입의 주요 요인으로 작용(Powell, 2018; 강현주·이승호, 2013)
  - 신흥국의 성장률이 높을수록 자본유입이 확대

주식(좌) 및 채권(우)자금 유출입 규모 회귀분석 추정



주 : 분기별 주식 및 채권자금 유출입 규모를 각각 종속변수로 설정하고, 달러지수 변화율, 성장률(YoY)을 설명변수로 회귀분석을 시행  
자료: IMF, Bloomberg, 자본시장연구원

# 이슈-2: 신흥국 증권자금 유출입 분석

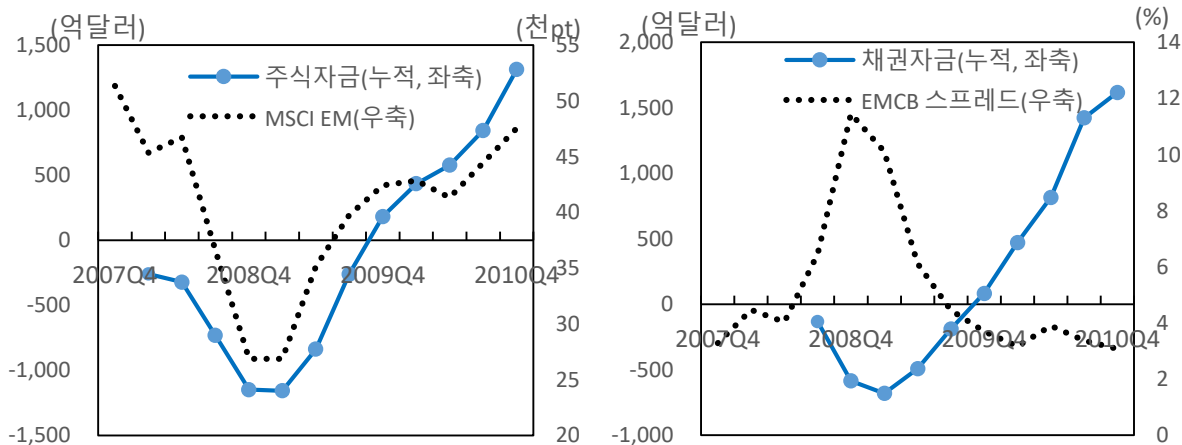
■ 글로벌 금융위기 이후 중국의 견조한 성장세 및 원자재 가격 상승은 신흥국의 가파른 경기회복을 견인하였으며, 이에 따라 신흥국 증권자금은 빠르게 재유입

■ 2009년 1분기까지 유출되던 주식 및 채권자금은 이후 같은 시기에 재유입 되면서 2009년 4분기 부터 금융위기 이전 수준으로 회복

- 신흥국 주식 및 채권시장도 자금 유입과 비슷한 추세로 회복

■ 금융위기 이후 신흥국으로의 주식 및 채권자금의 견조한 유입은 신흥국의 실물경기 회복세에 따른 결과임을 시사

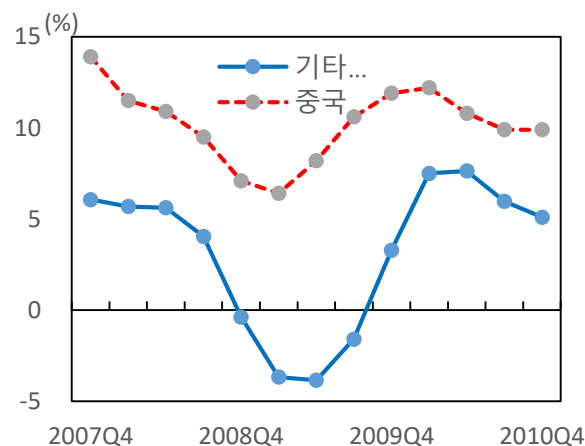
글로벌 금융위기 전후 신흥국 주식(좌) 및 채권(우)자금 유출입



주 : 주식 및 채권 자금은 자금 유출이 시작된 분기부터 누적 금액(주식 자금은 2008년 1분기, 채권 자금은 3분기부터 누적)

자료 : IMF, Bloomberg

신흥국 성장률(분기, yoy) 추이



주 : 기타 신흥국은 10개국 성장률 평균

자료 : Bloomberg

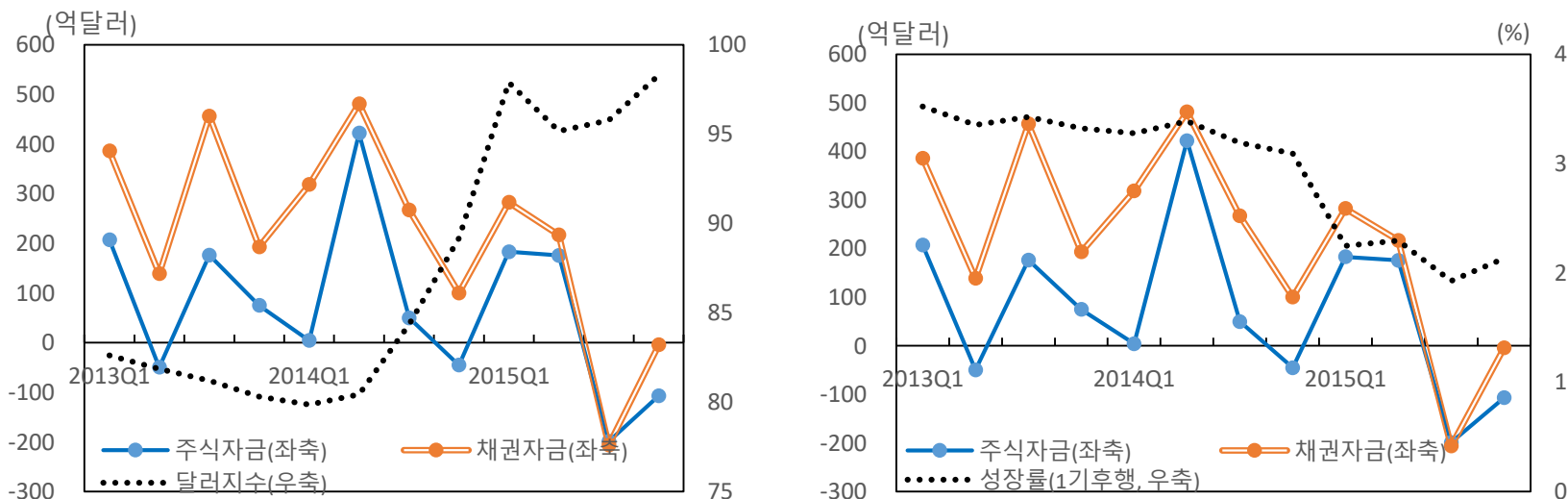
# 이슈-2: 신흥국 증권자금 유출입 분석

■ 2013년 연준의 테이퍼링 언급 시점이나 실제 테이퍼링 시행 이후를 살펴보면 달러강세 및 신흥국 경기 둔화로 자금유출이 발생했으나 규모는 제한적

■ 테이퍼링이 시작된 2014년 하반기 이후 미국의 금리인상 전망 및 유럽 경제의 부진으로 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

달러지수(좌) 및 신흥국 성장률(우) 변화와 외국인 주식 및 채권자금 유출입



자료: IMF, Bloomberg

## 이슈-2: 신흥국 증권자금 유출입 분석

■ 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)
- 신흥국은 백신 계약물량이 부족한 데다 공급시기도 선진국 보급 이후로 늦춰질 것으로 예상
- 이러한 경기회복 속도의 차이와 함께 높아진 주가 수준, 비대면이나 4차산업 관련 업종이 상대적으로 취약한 점 등은 신흥국 주식자금 유입 지연과 관계되는 것으로 판단

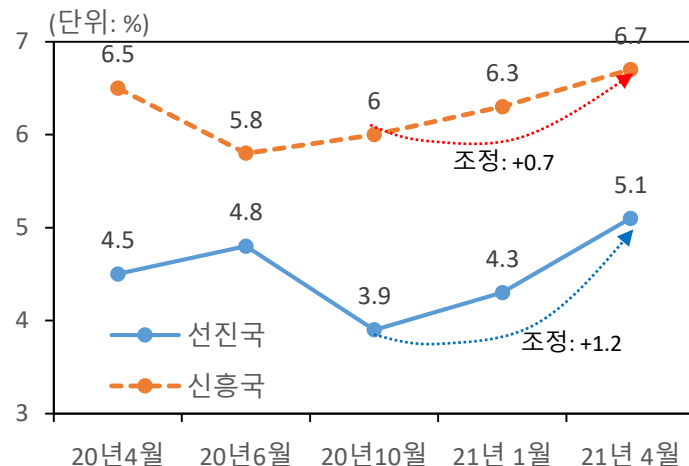
2020년중 전망 시기별 선진국과 신흥국 성장률

전망 시기(2020년)	2020년 성장률 (%)				
	4월	6월	10월	10월-6월	최종
세계	-3.3	-5.2	-4.4	+0.8	-3.3
선진국	-6.1	-8.1	-5.8	<b>+2.3</b>	-4.7
신흥국	-1.2	-3.1	-3.3	<b>-0.2</b>	-2.2

주 : 1) 신흥국과 선진국은 IMF WEO 구분  
 2) 2020년 10월 전망에서 선진국의 성장률을 6월에 비해 2.3%p  
 상향 조정한 반면 신흥국은 오히려 0.2%p 하향 조정

자료: IMF

2020년중 전망 시기별 선진국과 신흥국 성장률



주 : 1) 신흥국과 선진국은 IMF WEO 구분  
 2) 2021년 4월 전망에서 선진국의 성장률을 2020년 10월에 비해  
 1.2%p 상향 조정한 반면 신흥국은 0.7%p 상향

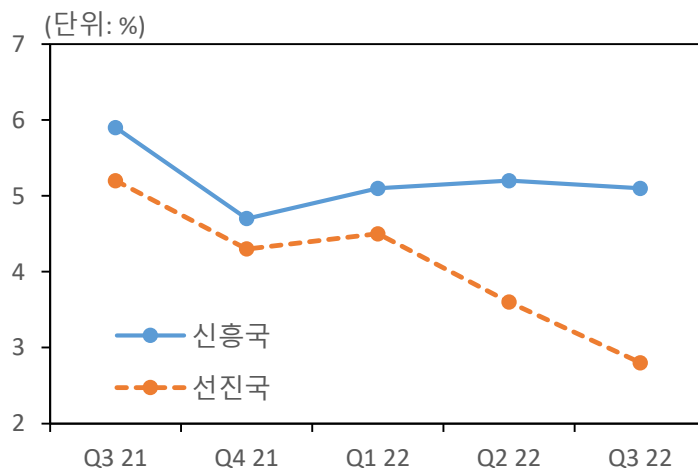
자료: IMF



## 이슈-2: 신흥국 증권자금 유출입 분석: 전망 및 시사점

- 향후 신흥국 증권자금 흐름을 판단하기 위하여 경기 회복세와 글로벌 달러화 강세 여부에 유의할 필요가 있으며 **2021년 하반기중 신흥국 증권자금의 대규모 유출 위험은 작을 전망**
- (2022년 중반부터 백신 보급이 원활해지면서 신흥국들의 성장률도 회복할 것으로 예상됨에 따라 신흥국 증권자금 유입에 긍정적
  - 2022년 미 연준의 테이퍼링 시작이 예상되지만, 신흥국 증권자금의 대규모 유출 위험은 작을 전망

신흥국과 선진국 향후 성장률 전망(분기, YoY)



자료: Bloomberg

## 이슈-2: 신흥국 증권자금 유출입 분석: 전망 및 시사점

■ 달러지수가 현재 수준(89~91)에서 급등할 가능성은 적을 것으로 예상되는 만큼 신흥국 증권자금 유출입에 미치는 부정적인 효과는 제한적일 전망

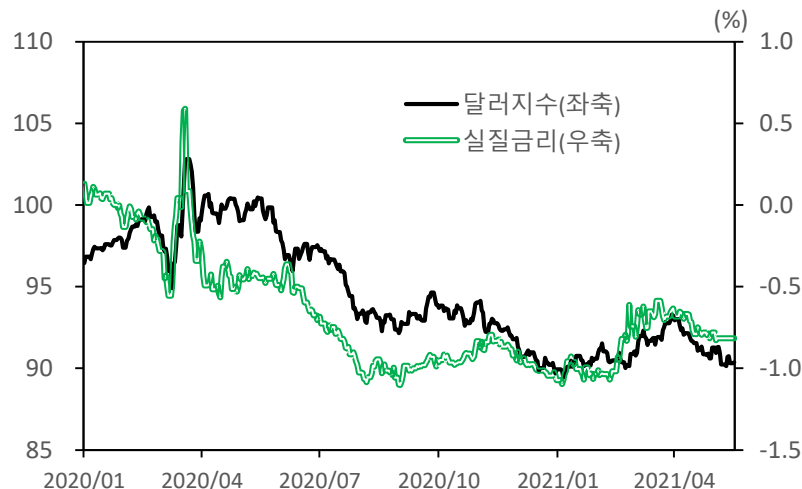
■ 일시적인 물가상승과 완만한 통화정책 정상화가 예상되며(미 연준의 전망 반영) 금리나 달러지수의 급등 가능성은 낮을 전망

- 2020년 이후 달러지수는 미국 경제 상황과 연동되어 실질금리와 비슷한 추이

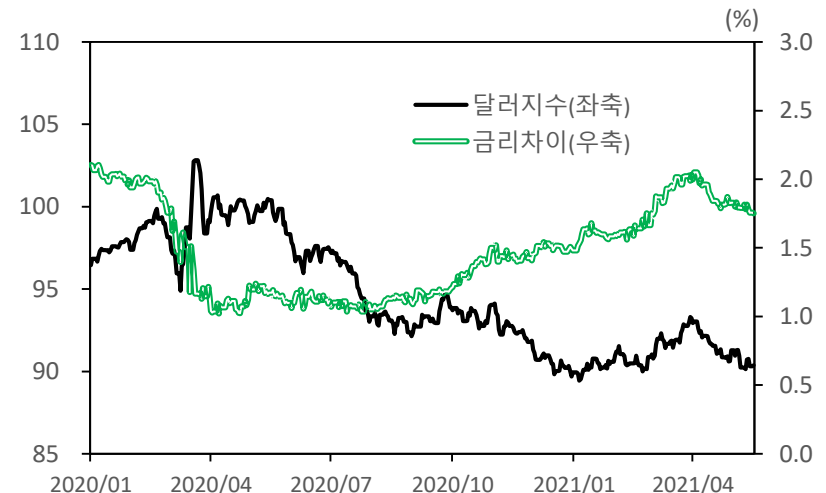
■ 백신 보급에 따른 경제활동 정상화 및 경기 부양책 등으로 유럽 또한 경제회복이 가시화됨에 따라 2014년 테이퍼링 당시와 달리 달러강세를 제한할 것으로 예상

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

### 달러지수와 미국 실질금리



### 달러지수와 미국과 독일 금리차이



주 : 실질금리는 10년 국채금리에서 BEI를 반영한 기대물가 차감  
자료: Bloomberg

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

## 이슈-2: 신흥국 증권자금 유출입 분석: 전망 및 시사점

- 미국의 인플레이션 위험이 증가하면서 미 연준의 긴축이 가속화된다면 달러지수가 급등하면서 신흥국 증권자금의 유출 가능성이 상존
  - ▮ 미 연준의 긴축 속도가 예상보다 빨라진다면 신흥국 경제 성장에도 부정적인 영향
- 백신 보급의 차질이나 코로나19 재확산(변이 바이러스 등)으로 신흥국 경제 정상화가 지연되면서 신흥국 증권자금의 유출이 가능
  - ▮ 지난 시기처럼 신흥국들의 경제 충격이 선진국들보다 상대적으로 더 크며 회복도 지연될 것으로 예상



감사합니다.