5) 금리 전망(10년 만기 기준)

□ 2021년 국내 금리는 상저하고 흐름 속에 제한적 상승세가 예상되는 가운데, 금리 하단 및 상단은 각각 1.5% 및 1.9% 내외로 전망

— 내년중 국내 경기회복국면이 지속되고, 미국 금리가 상저하고를 나타낼 것으로 전망되는 만큼 국내 금리도 하반기에 높게 형성될 가능성

— 다만, 완만한 경기회복세 및 저조한 물가를 고려할 때, 추세금리의 상단(2.0%)까지 상승하지는 않을 것으로 예상

- 2021년에는 잠재성장률이 2.1% 수준까지 하락할 것으로 전망되는 가운데 경제성장(실제GDP)이 낮아진 장기추세(잠재GDP)에 미치지 못하는 수준(마이너스 GDP갭 유지)
- 역사적 최저 수준까지 하락한 추세물가 또한 2021년에 1% 수준으로 소폭 개선되는데 그칠 전망

— 아울러 우수한 코로나19 방역 성과 및 국고채 수급 불균형으로 2020년중 국내 금리의 하락폭이 크지 않았던 점 또한 금리 상승 폭을 제한하는 요인

— 결과적으로 내년중 국내 금리는 순환적 상승이 가능하겠으나, 기초경제여건의 개선이 뒷받침되지 않는 한 금리의 추세적 하락세는 유효할 전망

- 2021년중 미국은 추세보다 순환적 금리 변동에 초점을 맞출 필요가 있으나, 국내는 추세요인의 지속성에 관심을 가질 필요

2. 한·미 주식시장 전망

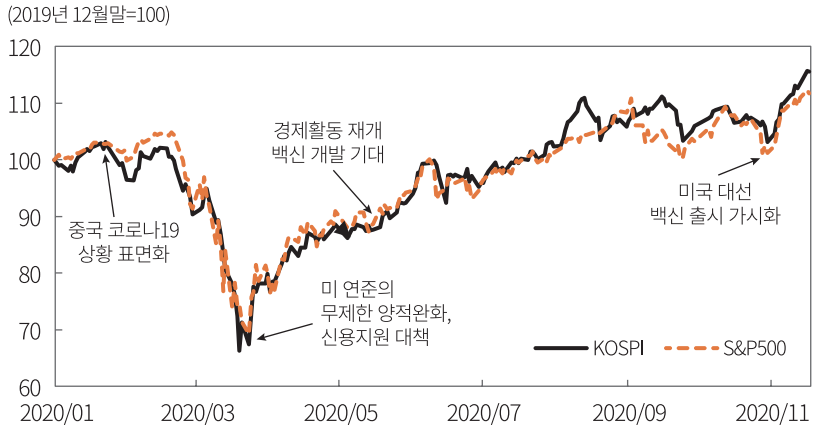
□ 2020년 국내 및 주요국 주식시장은 코로나19 감염확산으로 큰 폭의 조정을 겪은 후 반등에 성공하여 상승 추세를 유지

— 1월 중국 코로나19 상황이 표면화 된 이후 KOSPI지수는 약세로 전환

— 국내 주식시장은 글로벌 주식시장과 함께 큰 조정을 겪은 후 반등하여 상승 추세를 유지

- 주요국의 재정 및 통화정책 대응
- 5월 이후 백신 개발 및 주요국 경제활동 재개로 지수는 빠른 회복과 상승추세로 진입

〈그림 II-16〉 2020년 KOSPI 지수와 S&P500지수 추이



자료: Bloomberg, 자본시장연구원

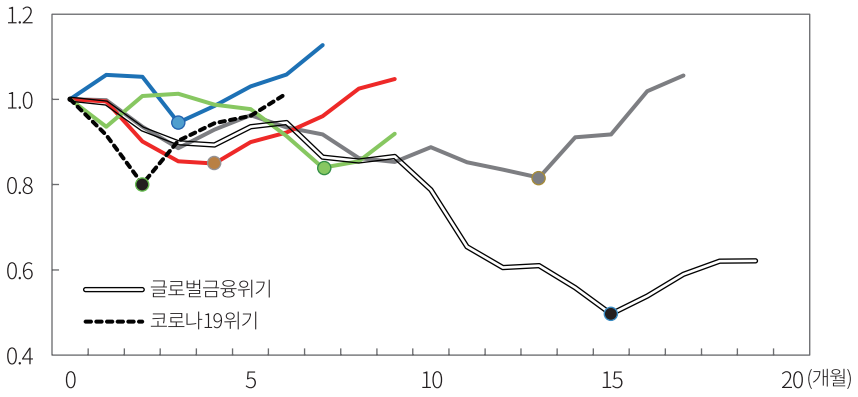
가. 미국 주식시장: 반등 및 회복 요인

□ 주식시장은 경기수축기(contraction)의 마지막인 저점(trough) 직전보다 2~5개월 전부터 반등

— 그래프에서 경기저점(개별 그래프의 오른쪽 끝 부분) 이전부터 S&P500지수는 상승세로 전환

— S&P500지수는 GDP갭 회복(GDP갭=0) 시기까지 경기수축기 진입 직전월말 대비 20~40% 수준의 상승률을 보임

〈그림 II-17〉 경기수축기 동안 S&P500지수



주 : 1) 1980년부터 NBER 경기수축기(contraction) 표시
2) 가로축은 수축기 진입 후 경과기간, 개별 그래프 끝은 수축기 마지막 월을 의미하면 반등시점을 점으로 표시
3) 월말 지수를 사용하며 세로축은 수축기 진입 직전 월말 지수를 1로 표준화

자료: NBER, Bloomberg, Datastream, 자본시장연구원

〈표 II-2〉 경기수축기 동안 S&P500지수 회복시기와 상승폭

수축기 시작	수축기간	지수 반등 시작[1]	GDP갭 회복시기 수익률[2]
Jan-80	6	4개월전	26%
Jul-81	16	4개월전	22%
Jul-90	8	5개월전	22%[3]
Mar-01	8	2개월전	-19%[4]
Dec-07	18	4개월전	40%
Feb-20	3*	2개월전*	24%*

주 : 1) 수축기간 종료 이전 지수반등 시작 시기(왼쪽 그래프에 점으로 표시된 부분)
2) 수축기 직전 월말 지수 대비 GDP gap 회복(gap=0)시기 지수 수익률
3) 1차 피크(peak) 도달시기 지수 반영
4) IT버블과 911테러로 인해 주식시장 부진, *는 추정치를 반영하며 2020년 5월까지 경기수축기, 2021년 하반기 GDP갭 회복 및 지수 추정치를 반영

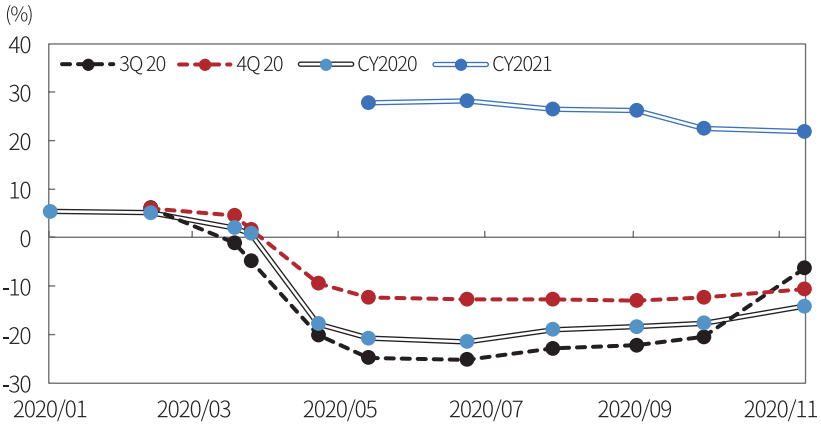
자료: Bloomberg

□ 코로나19 감염확산 이후 미국 S&P500지수 기업들의 이익 전망치는 급격히 하락하였으나, 점차 하락폭이 축소

— 2020년 3분기 이익 전망치는 전년동기대비 24.8% 감소하였으나, 현재 6.3% 수준으로 감소폭 축소

— 2020년 이익 전망치는 현재 전년동기대비 14% 감소이지만, 2021년은 22% 증가로 기업실적 회복 기대

〈그림 II-18〉 S&P500 지수 구성 기업들의 이익 증가율 전망 추이



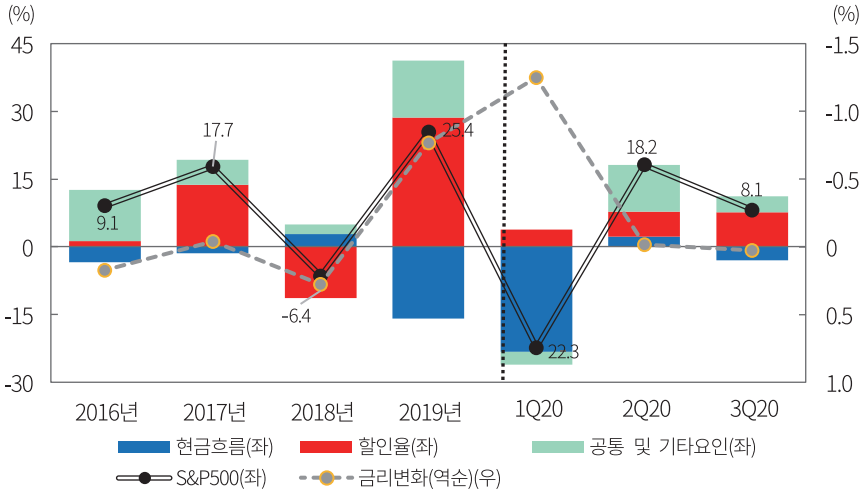
주 : 전년동기대비 이익 증가율, 가로축은 전망 시기
자료: Factset Earning Insight

□ 코로나19 감염확산 이후 금리의 하향 안정화는 주식시장 회복의 주요 요인으로 작용

— 1분기중 경제 상황 및 기업 실적 악화로 인한 주가 하락 압력 증가
(〈그림 Ⅱ-19〉 막대 그래프의 파란색)

— 금리 하락은 할인율 하락에 영향을 주며 지수 상승 및 회복에 도움
(〈그림 Ⅱ-19〉 막대 그래프의 빨간색)

〈그림 II-19〉 할인율과 현금흐름 요인으로 S&P500지수 수익률 분해



주 : Campbell&Shiller(1988, 2004) Dynamic Gorden 모형 적용, 배당 자료는 1년 후 실현된 값을 적용하였으며 2020년은 배당 선물을 이용하여 추정
자료: Robert Shiller 데이터 페이지(http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm), Bloomberg, 자본시장연구원

□ 최근(10월부터) 경제 정상화가 가시화되면서 금리 변화에 따라 미국 주요지수들의 상대적인 성과가 차별화 되는 상황

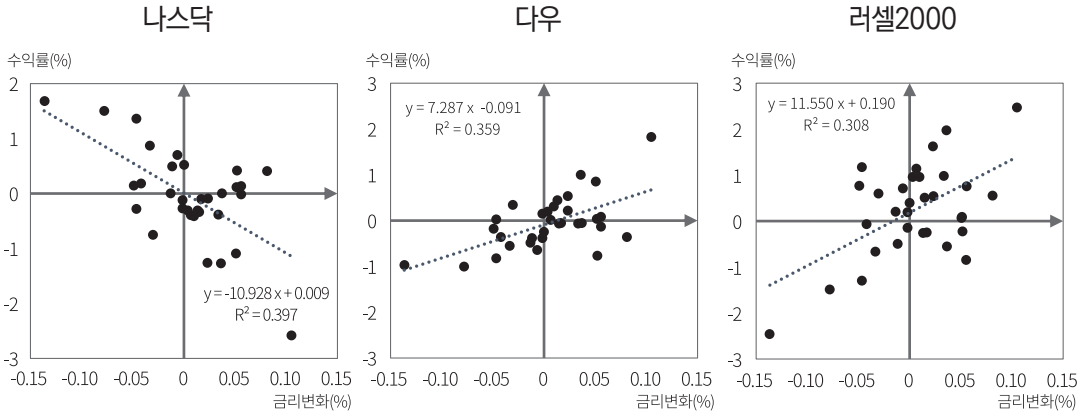
— 경기 회복이나 기업실적개선은 주가 상승 요인이나, 금리 상승은 할인율 증가로 주가에 부정적

— 경제 정상화 기대로 기업실적 개선 기대와 금리(10년 국채) 상승이 병행되는 시기

• 할인율 영향이 큰 성장주 위주의 나스닥지수 상대성과는 금리변화와 음의 상관관계

• 소형주 실적 개선 전망으로 러셀2000 지수 상대성과는 금리 변화와 양의 상관관계

〈그림 II-20〉 미국 지수별 CAPM-조정 수익률과 금리변화(2020년4Q)



주 : 1) market factor를 반영한 CAPM-조정 수익률(Ramelli, S., and A. F. Wagner; 2020)
2) 2020년 10월 1일~11월 17일 일간 수익률과 금리(미국 10년 국채금리) 변화

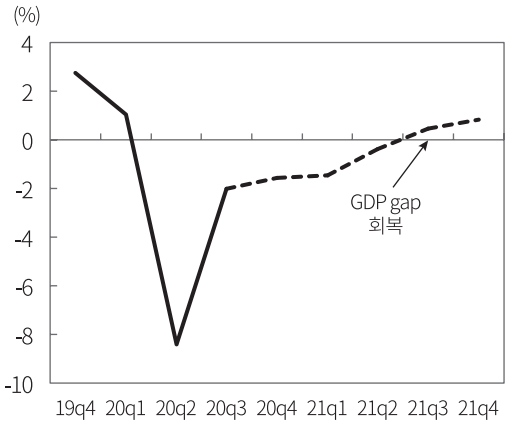
자료: Bloomberg, Fama-French Factor Return data, 자본시장연구원

나. 미국 주식시장: 2021년 전망

□ GDP갭을 회복하면서 주식시장은 2021년에 상승세를 이어갈 것으로 추정

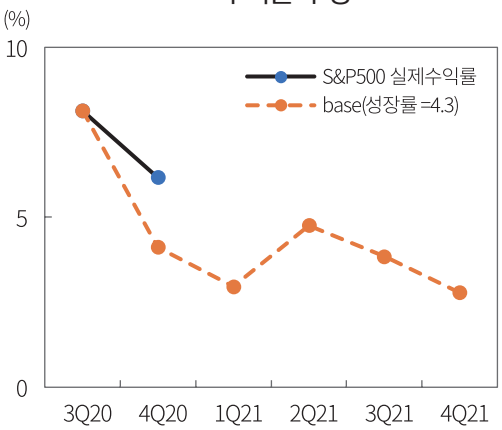
— 성장률을 반영하면 지수는 상승세를 보일 것으로 추정(2021년말 4,000pt)

〈그림 II-21〉 미국 GDP갭 추이



자료: FRED, 자본시장연구원

〈그림 II-22〉 성장률을 반영한 S&P500지수 수익률 추정



주 : VAR 모형 사용하여 10월부터 forecasting, 미국, 중국의 실물경제 전망치를 반영
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

□ 2021년중 경기 회복국면을 이어가며, 미국 주식시장은 상승세를 유지할 전망 (2021년말 S&P500지수 3,800~4,200pt)

— 기업실적도 회복세를 보일 것으로 예상되며, 풍부한 유동성과 통화 및 재정정책은 주식시장에 긍정적으로 작용

• 다만, 최근 지수는(고점 3,626pt) 경제정상화를 선반영하여, 추가 상승폭은 상대적으로 크지는 않을 전망

— 금리는 주가 밸류에이션을 훼손할 정도의 상승추세로 전환되지 않을 것으로 예상

• 시장금리(10년 국채금리)는 경기회복을 반영하며 상승하겠지만, 미연준의 정책 등으로 과도하게 상승하지는 않을 것으로 예상

• 시장금리 상승으로 인한 부정적인 효과는 경제나 기업실적 성장이 상쇄할 수 있을 것으로 추정되지만, 과도한 금리 상승은 주식시장의 위험요인으로 작용할 가능성 존재

— 코로나19 재확산으로 인한 경제 정상화 지연이나 정책적 불확실성은 주식시장의 조정요인으로 작용

- 경제정상화 지연으로 인한 예상보다 부진한 실물경제 상황은 주식시장의 조정요인으로 작용
- 재정정책 불확실성, 미중 갈등 악화, 또는 코로나19 이후 출구전략 등으로 국가 간 갈등 발생은 주식시장의 조정 요인으로 작용

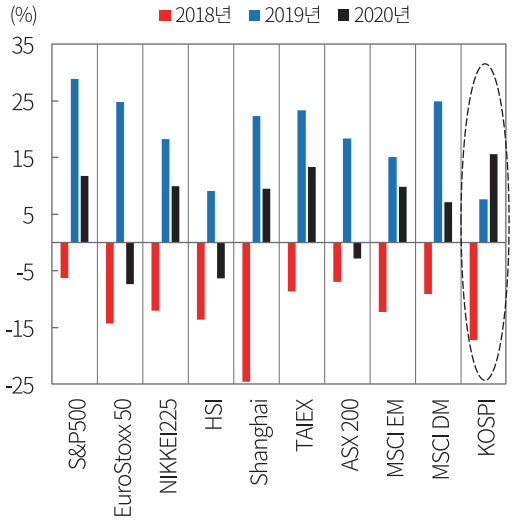
다. 국내 주식시장: 성과와 요인분석

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

— 글로벌 코로나19 감염확산 이후, KOSPI지수는 타 국가 지수 대비 양호한 성과를 보이며 2020년중 가장 높은 수익률(그래프 지수들 중) 시현

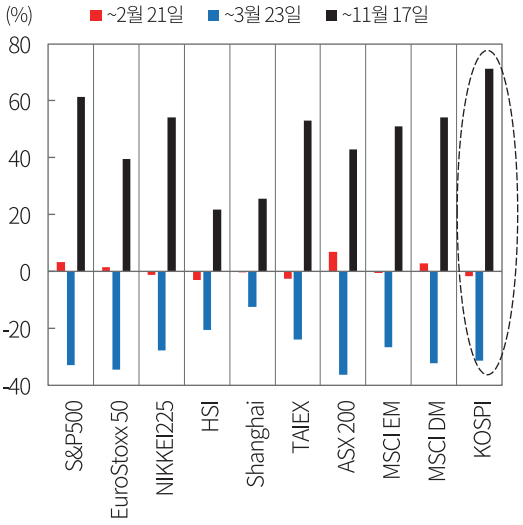
- 연초(~2월 21일) KOSPI지수는 상대적으로 저조한 성과였지만, 3월 23일 이후 가장 높은 수익률을 시현
- 주요국 대비 양호한 방역성과와 실물경제 훼손이 상대적으로 적은 상황

〈그림 II-23〉 2018~2020년 주요 지수 수익률



주 : 2020년은 11월 17일까지의 수익률
자료: Bloomberg

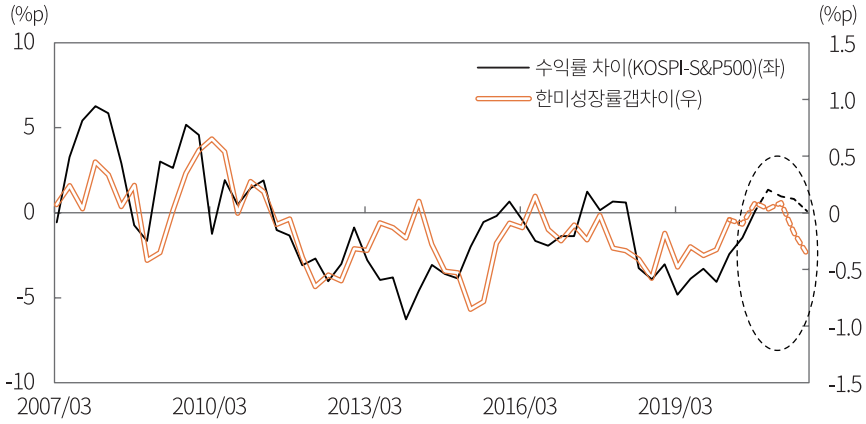
〈그림 II-24〉 2020년 시기별 주요지수 수익률



자료: Bloomberg

□ 2020년 양호한 국내 성장세와 연계하여 KOSPI지수는 S&P500지수 대비 높은 성과를 시현

〈그림 II-25〉 S&P500 지수 구성 기업들의 이익 증가율 전망 추이



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

자료: Bloomberg, Datastream, 자본시장연구원

□ 국내주식시장은 미국 주식시장의 영향을 받으며, 2012년부터 중국 경제의 영향도가 증가

— 2012년부터 KOSPI 수익률에 대한 미국 실물경제 영향도(〈그림 Ⅱ-26〉 짙은 파란색)는 감소하고 중국 경기(〈그림 Ⅱ-26〉 짙은 빨간색), 항셍지수(〈그림 Ⅱ-26〉 주황색)의 영향도가 증가

□ 2020년 KOSPI지수 회복은 중국 경기 반등 및 국내 고유 요인과 밀접한 관계

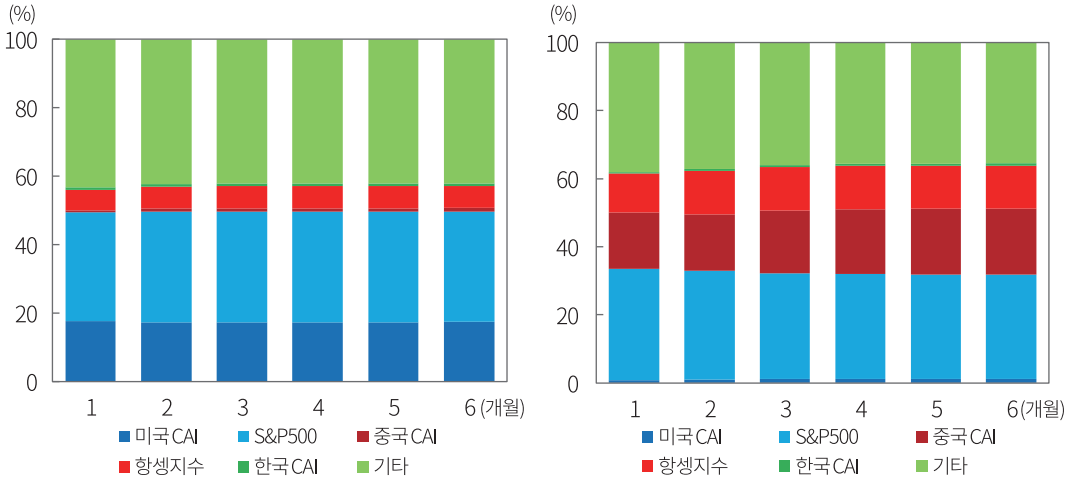
— 2~3월 코로나19로 인한 대외 여건 악화(주로 중국 영향)가 지수 하락에 영향

— 중국 경기의 반등 및 회복은 KOSPI지수 상승의 주요 요인으로 추정(〈그림 Ⅱ-27〉 빨간색)

— 국내 주식시장 고유 여건(〈그림 Ⅱ-27〉 회색)도 KOSPI지수 상승에 영향

• 양호한 국내 방역 상황이나 개인투자자들의 자금 유입 등으로 추정해 볼 수 있음

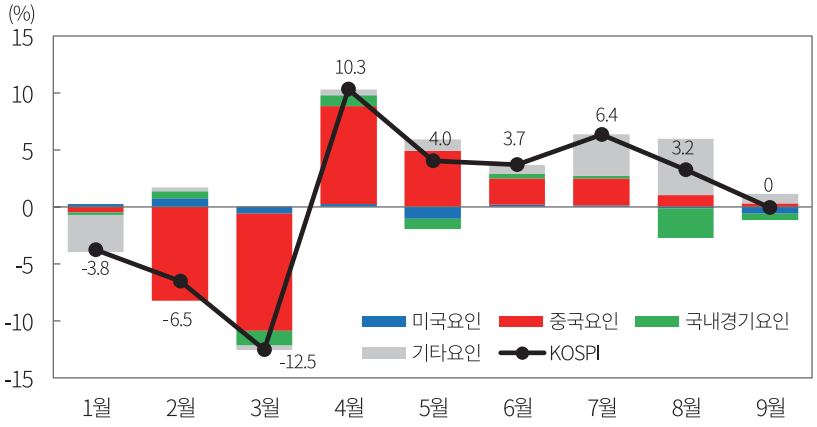
〈그림 II-26〉 국내외 요인의 KOSPI수익률에 대한 분산분해



주 : 1) 경기요인으로 각국의 CAI(Current Activity Indicator)를 사용
2) 주식시장 요인으로 미국 S&P500지수, 중국 항셍지수 사용
3) 소규모 개방경제인 한국의 특성을 반영하여 해외 경기변동 및 금융변수가 국내 경제변수의 영향을 받지 않는 블록 외생성을 고려한 VAR 모형을 적용

자료: Bloomberg, FnGuide, 자본시장연구원

〈그림 II-27〉 2020년 KOSPI 수익률에 대한 역사적 요인분석



주 : 1) 경기요인으로 각국의 CAI(Current Activity Indicator)를 사용
2) 주식시장 요인으로 미국 S&P500지수, 중국 항셍지수 사용
3) 소규모 개방경제인 한국의 특성을 반영하여 해외 경기변동 및 금융변수가 국내 경제변수의 영향을 받지 않는 블록 외생성을 고려한 VAR 모형을 적용

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

라. 국내 주식시장: 개인투자자 자금 유입의 평가와 전망

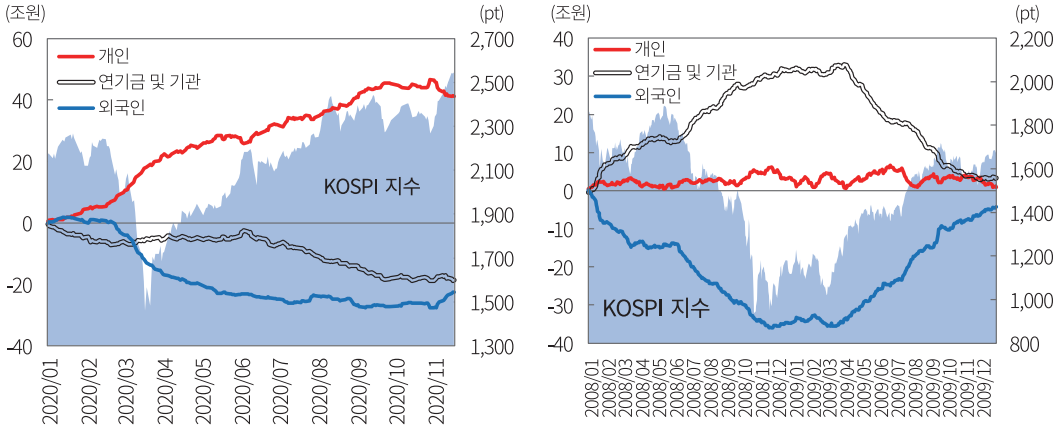
□ 코로나19 감염확산으로 주식시장이 큰 폭의 하락을 겪은 후 반등하는 과정에서 개인투자자의 대규모 자금이 증시로 순유입

— 같은 기간 외국인투자자의 순매도가 확대되었고, 연기금 및 기관의 소폭의 매수세 관측

• 이후 외국인투자자의 매도세는 완화, 기관의 매도세 확대

— 과거 외국인 및 기관 중심의 자금흐름을 보였던 금융위기(2008~2009년) 기간과는 대조적

〈그림 II-28〉 2020년(좌) 및 2008-2009년(우) 투자주체별 누적 순매수 금액 추이



주 : KOSPI 시장 기준이며, 2020년은 11월 18일까지의 일간자료 활용

자료: DataGuide, 자본시장연구원

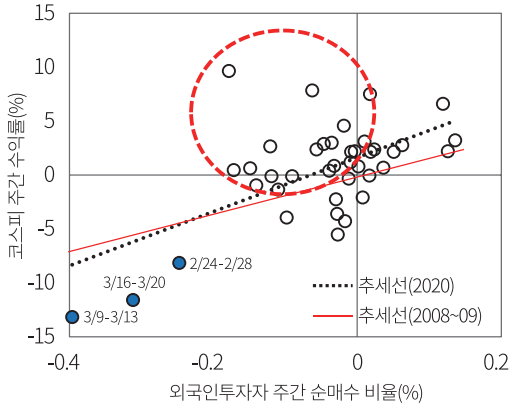
□ 2020년 개인투자자의 대규모 자금 순유입은 주식시장 조정-반등 시기에 외국인 매도세에 완충 작용을 한 것으로 추정

— KOSPI 수익률과 외국인 순매수간 정(+)의 관계를 고려해도, 올해 KOSPI 지수는 외국인 매도세에 비해 양호한 성과를 시현

— 외국인 자금 유입 요인 및 S&P500 수익률 영향을 제거한 KOSPI 지수의 조정 수익률은 2020년(2월 17일 ~ 11월 18일 기준) 중 약 25% 수준

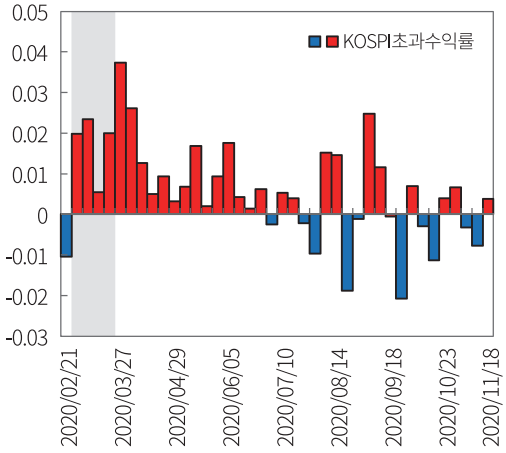
• 특히, 코로나19 감염확산 기간 외국인의 순매도가 지속되는 가운데 KOSPI지수는 상대적으로 양호한 성과 (조정 수익률 +부호)

〈그림 II-29〉 코스피 수익률 vs 외국인 순매수



주 : 2020년은 2월 17일~11월 18일 주간 자료 활용
자료: DataGuide, 자본시장연구원

〈그림 II-30〉 외국인 순매수 대비 코스피 초과 성과 추이



주 : 코스피 수익률 중 외국인 순매수비율 및 S&P500 수익률 효과 제외분 산출: 외국인 순매수 비율·S&P500 수익률로 회귀분석 (2011~2019) 후 잔차 계산
자료: DataGuide, 자본시장연구원

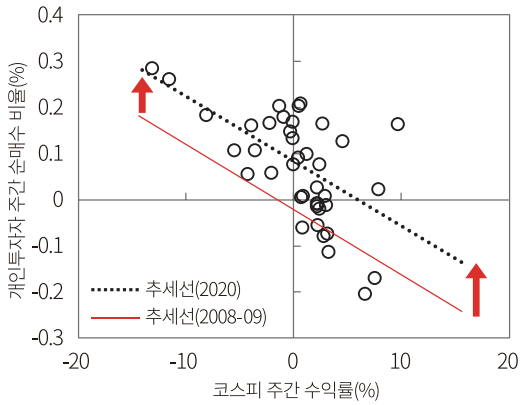
□ 2020년 주식시장 하락 및 변동성이 높은 시기에 증가되었던 개인투자자의 순매수 규모는 외국인 매도세에 대한 완충요인으로 해석 가능

— 금융위기 기간과 비교해서 개인투자자의 순매수세가 전반적으로 증대

• 추세선을 비교하면, 같은 지수 수익률 조건에서 2020년 개인투자자 순매수비율이 더 높음

• 추세선을 비교하면, 같은 지수 변동성 조건에서 2020년 개인투자자 순매수비율이 더 높음

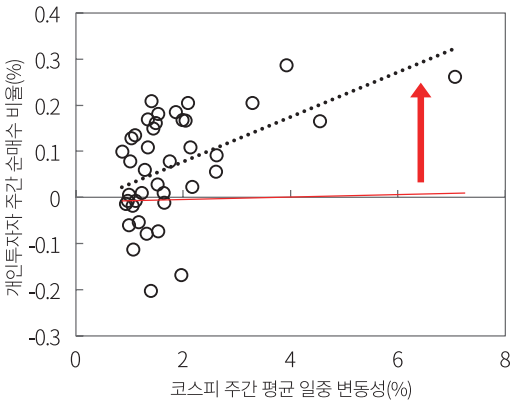
〈그림 II-31〉 개인 순매수 vs 코스피 수익률



주 : 2020년은 2월 17일~11월 18일 주간 자료 활용

자료: DataGuide, 자본시장연구원

〈그림 II-32〉 개인 순매수 vs 코스피 변동성



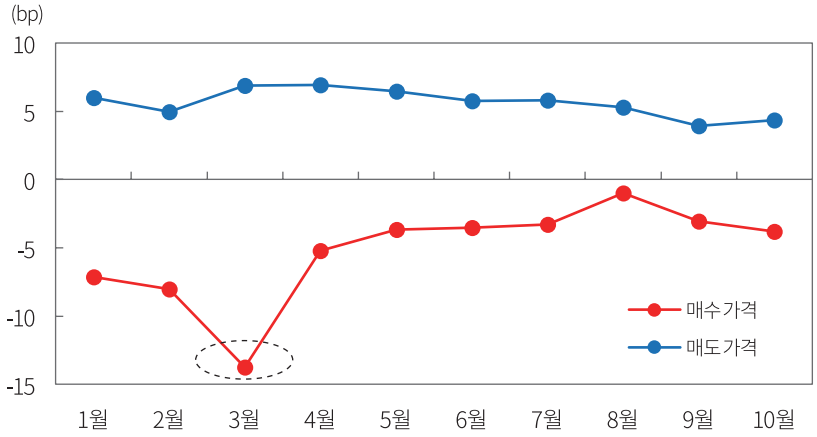
주 : 일중 변동성(%)=(고가-저가)/(고가+저가)

자료: DataGuide, 자본시장연구원

— 개인투자자는 다른 투자 주체에 비해 상대적으로 낮은 가격에 주식을 매수

- 주가가 급락했던 3월, 개인투자자의 평균 매수가격 비율이 가장 낮음
- 개인투자자의 주식 순매수 규모가 컸던 점을 감안하면, 이러한 경향은 주식 시장 하방위험 완화 및 주가 회복에 긍정적으로 작용했을 것으로 추정

〈그림 II-33〉 개인투자자 월별 평균 매수·매도 가격 비율 (2020년)



주 : 개별 주식의 개인투자자 평균 매수(매도) 단가 및 전체 투자자의 평균 매수(매도) 단가를 각각 계산하여, 전체 투자자의 거래 단가 대비 개인투자자의 거래단가 차이의 비율(bp)을 산출: 코스피200 종목을 대상으로 산술평균하여 최종 지표 산출

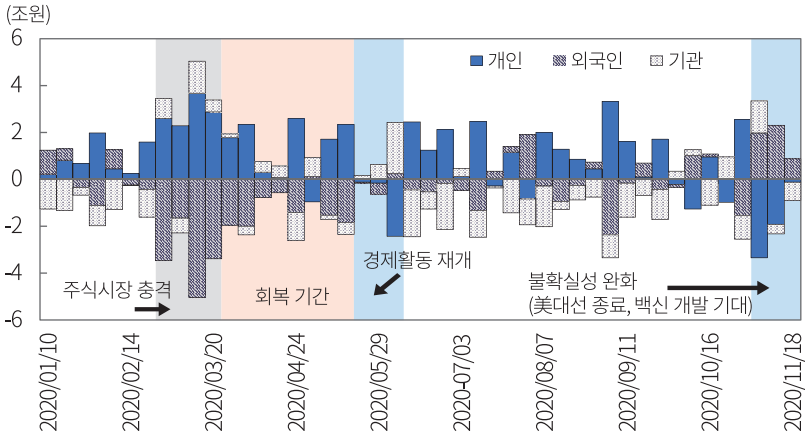
자료: DataGuide, 자본시장연구원

□ 향후 경기 회복에 따라 2021년 개인투자자의 순매수세는 2020년에 비해 감소할 것으로 전망

— 2021년 국내 경기가 회복 국면을 지나면서 본격적인 외국인 자금 유입이 예상되어 개인투자자의 순매수세는 2020년에 비해 감소할 것으로 예상

• 2020년 경제정상화에 대한 기대가 커지고(5월말~6월초), 불확실성이 해소되는 시기(11월중)에 개인 순매도 및 외국인 순매수 관측

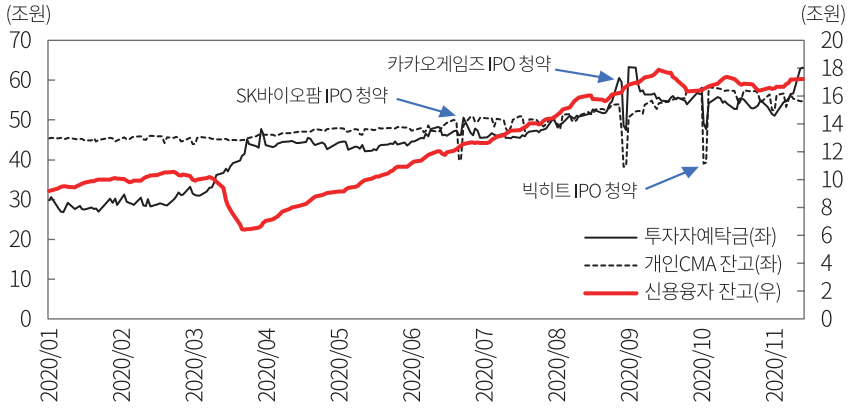
〈그림 II-34〉 2020년 시기별 주간 투자주체별 코스피 순매수 금액 추이



자료: DataGuide, 자본시장연구원

— 또한, 신용융자 잔고 및 증시 대기자금 증가세 둔화는 개인투자자 순매수세 확대에 제한 요인으로 작용할 것으로 예상

〈그림 II-35〉 증시 대기자금 및 신용융자잔고 추이



주 : 신용융자 잔고는 코스피+코스닥 합산

자료: 금융투자협회

□ 다만 개인투자자 저변 확대로 국내 주식시장의 유동성 수준이 코로나19 이전 시기보다 높게 유지될 것이며, 이에 따라 주가 하락 시 회복 탄력성(resilience)은 높게 유지될 것으로 전망

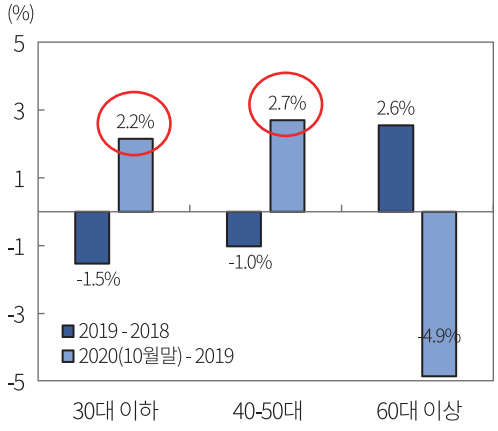
— 올해 신규 개인투자자의 지속적인 유입으로 주식투자자의 인구구조가 변화하였으며, 상대적으로 젊은 투자자의 보유 비중이 증가

• 2020년(10월말) 유가증권시장 연령대별 보유 비중을 비교하면 50대 이하 연령층의 비중이 증가하고, 60대 이상의 비중이 감소

— 올해 개인투자자 거래회전율은 과거 금융위기 수준을 돌파했고, 주식시장 변동성 및 수익률을 고려해도 높은 수준으로 관측

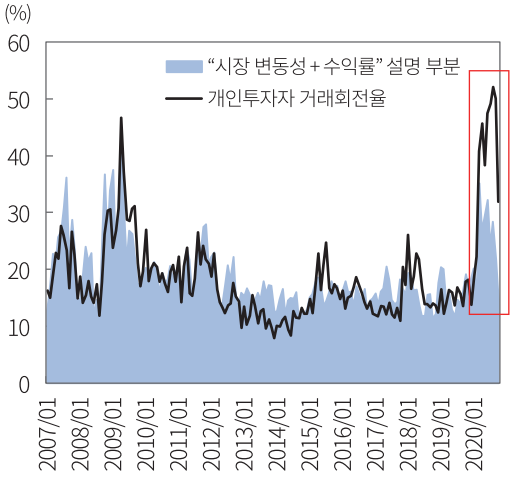
• 올해 개인투자자 거래회전율 수준은 주식시장 변동성 및 수익률을 설명하는 부분 이상으로 관측

〈그림 II-36〉 연령대별 유가증권시장 보유 비중 변화



주 : 2018, 2019년은 12월 말 기준
자료: 증권사 통계자료, 자본시장연구원

〈그림 II-37〉 개인투자자 거래회전율 및 분해



주 : 개인투자자 거래회전율 중 주식시장 변동성 및 수익률이 설명하는 부분을 하늘색 음영으로 표시
자료: DataGuide, 자본시장연구원

마. 국내 주식시장: 2021년 전망

□ 글로벌 경제활동 재개와 함께 2021년 국내 경기 회복국면을 이어가며, 국내 주식시장은 상승세를 유지할 것으로 전망 (2021년말 KOSPI지수 2,700~2,900pt)

— 국내 및 주요국 성장률을 반영하면, KOSPI지수는 상승세를 이어갈 전망 (2021년말 2,800pt)

- 풍부한 글로벌 유동성 및 주요국 재정정책 기대는 실물경제 회복에 앞서서 국내 주식시장에 긍정적으로 작용
- 주요국 대비 양호한 방역성과로 실물경제 훼손이 상대적으로 적은 점은 향후 경기 및 주가 상승에 긍정적 영향
- 다만, 2021년 경기회복세는 KOSPI지수에 선반영된 것으로 추정(최근 2,600pt)되어 경제 성장세에 비하여 지수의 추가 상승폭은 상대적으로 크지 않을 전망

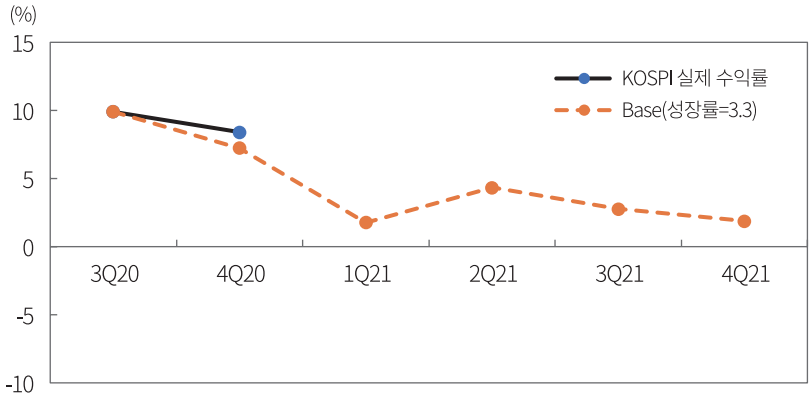
— 2021년은 회복국면을 지나면서 외국인 자금 유입이 예상됨에 따라 개인투자자의 순매수세는 감소하겠지만, 투자자 저변 확대에 따른 유동성 수준 증가로 주식시장의 회복력은 높게 유지될 전망

- 국내 뿐 아니라 미국 경기 회복 시기에도 역사적으로 외국인 자금이 국내 주식시장으로 유입
- 증시 대기자금(예탁금, CMA잔고) 및 신용융자잔고 증가세 둔화는 개인 순매수세 확대에 제한 요인

— 대외적인 위험요인은 국내 주식시장의 조정요인으로 작용

- 코로나19 악화로 국내 또는 글로벌 경제 회복이 지연된다면, 수출위주의 국내 경제와 주가에 악영향
- 주요국 정책 불확실성, 미중 갈등 악화, 코로나19 이후 출구전략 등으로 국가간 갈등 발생은 국내 주식시장에도 조정 요인으로 작용

〈그림 II-38〉 2021년 성장률을 반영한 KOSPI지수 수익률 추정



주 : VAR 모형 사용하여 10월부터 forecasting, 미국, 중국, 한국의 실물경제 전망치를 반영

자료: Bloomberg, FnGuide, 자본시장연구원

3. 원달러 환율 전망

가. 원달러 환율 동향

□ 2020년 원달러 환율은 코로나19 감염확산 과정에서 상승하였으나 주요국 경제활동 재개와 함께 수출이 회복세를 보이면서 하향 안정

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

• 9월부터 수출이 회복세를 보이는 가운데 원달러 환율은 위안화와 동조화되며 하향 안정화

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