

# 2020년 금융시장 전망



2019년 10월

리서치팀 이 동 호 02) 2009 7062 dhlee@leading.co.kr

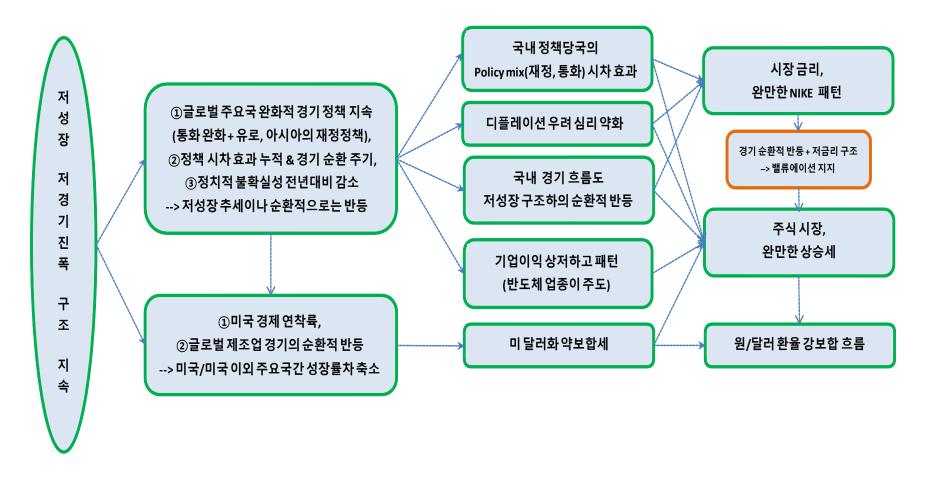
# 2020년 금융시장 전망

- 1. 요약
- 2. 2020년 경제 흐름 개관 3
- 3. 미국 경제 연착륙 예상 4
- 4. 미 달러화 약보합 전환 5
- 5. 제조업 경기의 순환적 반등 6
- 6. 인플레이션율 점진적 상승 9
- 7. 금리, 좁은 박스권 내 상저하고 패턴 11
- 8. 주식시장, 완만한 상승세 15



#### ■ 2020년 금융시장 전망 요약:

- 2017년 하반기 이후의 '추세 / 순환 동시 하강' 양상에서 2020년은 '추세 하강 유지, 순환적 요인 반등' 흐름 예상
- KEY : 미국 경제 연착륙 + 글로벌 제조업 경기의 순환적 반등 → 미국 보다 제조업 비중 높은 지역과 미국간 성장률 격차 축소 → 미 달러화 가치 약보합 → 안전자산 선호 현상 약화



# 2020년 경제 흐름 개관 : 저성장률 구조하의 순환적 반등



#### ■ 2017년 4/4분기 이후의 추세/순환 동시 하강 국면 → 2020년은 추세 하강, 순환 회복으로 변화

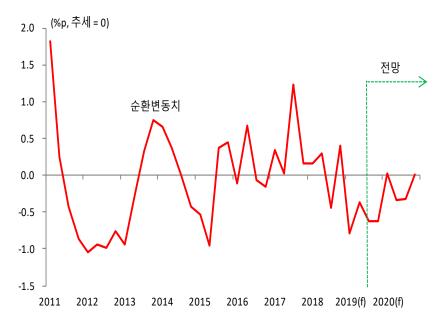
- 잠재성장률 저하 요인 유지되는 환경이나 경기 순환적으로는 2020년 완만한 회복 예상
- 순환적 회복은 미국 경기 연착륙, 글로벌 제조업 경기 순환적 반등, 정책당국의 통화/재정 policy mix 시차 효과, 경기 순환 주기 등에 기인(2019년 경제성장률 1.8%(컨센서스 1.9%), 2020년 2.2%(컨센서스 2.3%) 예상)

#### <경제 성장률의 추세는 계속 '하향'>

#### (%, yoy) 6.0 5.5 전망 5.0 추세 성장률 4.5 4.0 3.5 3.0 2.5 2.0 1.5 경제성장률 1.0 2017 2018 2019(f) 2020(f) 2012 2013 2014 2015 2016

주 : 추세치는 계절조정 GDP에서 Hodrick-Prescott 필터로 분리 자료 : 한국은행, 리딩투자증권 리서치센터

#### <추세선을 중심으로 등락하는 순환적 흐름은 '반등'>



자료 : 한국은행, 리딩투자증권 리서치센터

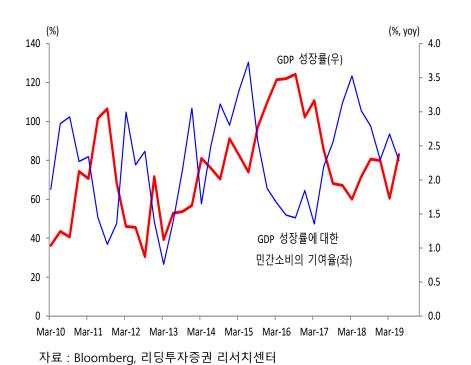
# 미국 경제 연착륙 예상



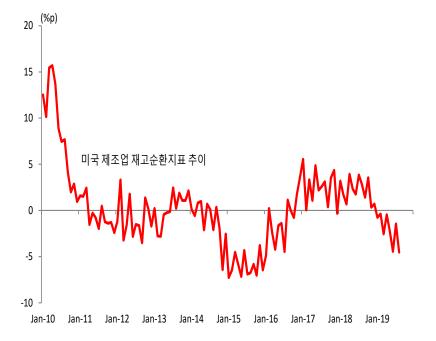
#### ■ 미국 소비의 안정성 유지 + 미국 제조업 경기 2020년 상반기중 바닥 통과

- 미국 일자리의 90%를 구성하는 서비스업의 고생산성과 양호한 임금 + 서비스업의 적은 경기 변동성 + 저금리 환경 등이 민간소비가 가지는 스무딩 기능(경기둔화시 속도 제어) 작동을 원활케 할 것
- 미중 무역분쟁 완화 + 금리 인하 정책의 누적 시차 효과 + 달러화 약보합 전환 + 대선 앞 둔 경기 정책 등은 2018~19년에 없었던 신규 모멘텀 → 내년 상반기중 완만하나마 미국 제조업 경기 바닥 통과 예상

#### <경제 성장률 둔화시 작동하는 소비의 스무딩 기능>



<바닥권에 근접해 가고 있는 미국 제조업 경기(19년 8월 현재)>



자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치센터

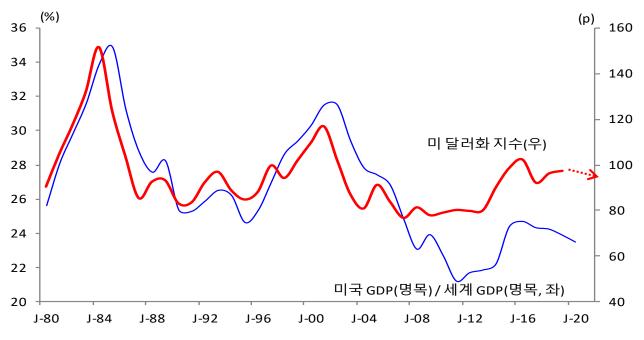
# 미 달러화 약보합 전환



#### ■ 미 달러화의 Safe haven적 속성 약화

- 2018년부터의 달러화 강세 현상은 i) 글로벌 제조업 부진으로 미국 이외 지역에 대한 경기 우려감의 상대적 강화, ii) 미중 무역 분쟁 악화 등 주요 정치적 이벤트의 악영향 우려 심리 강화 등으로 달러화의 safe haven 속성이 커진데 기인
- 향후 글로벌 제조업 경기의 순환적 회복으로 제조업 비중 높은 미국 이외 주요국과 제조업 비중 낮은 미국간 성장률 격차 축소, 미중 무역 분쟁 완화 등으로 미 달러화는 2016년 고점을 지난 미국 GDP 비중과 유사한 흐름 보일 전망
- 달러화 약세는 미국 제조업에 긍정적 영향 주면서 미국 경기 연착륙에 기여하고, 중국의 기업 부채(달러) 부담을 경감시킬 전망

#### <미국 GDP 비중 감소는 달러화 약세 요인>



# 제조업 경기의 순환적 반등



#### ■ 글로벌 제조업 경기 반등 가능성과 관련된 시그널

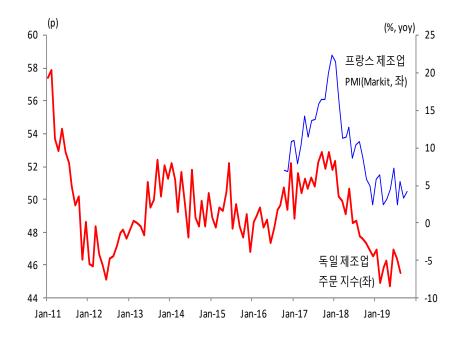
- 2015~16년 중국발 제조업 경기 침체 상황과 비교시 불황의 깊이와 순환 주기 면에서 바닥권 근처 판단.. 최근 들어 지표 반등 조짐
- 상대적으로 더 부진했던 유로 지역 제조업 경기 흐름도 추가적인 하강보다는 바닥권 도달 판단
- 누적된 경기 부양 정책의 시차 효과, 최근 미중 무역협상의 긍정적 흐름도 글로벌 제조업 업황에 양호한 여건 제공
  - ㅇ 2020년 유로, 아시아 이머징 지역의 재정정책 강화 가능성도 기대 요인

#### <<u>주요 지역 제조업 PMI 반등 조짐</u>>

#### 58 주요지역제조업 PMI(Markit) 추이 56 54 52 50 48 Jan-11 Jan-12 Jan-13 Jan-14 Jan-15 Jan-16 Jan-17 Jan-18 Jan-19

#### 자료 : Bloomberg

#### <유로 주요 지역 제조업 지표도 바닥권 수준>



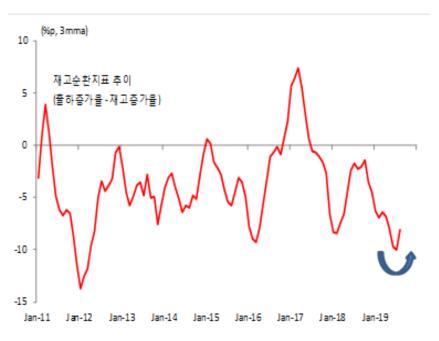
자료 : Bloomberg



#### ■ 한국 제조업 경기 선행 지표도 업황 반등 가능성을 예고

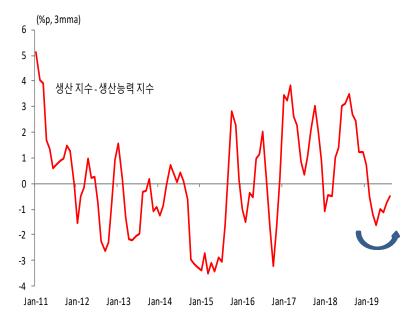
- 글로벌 제조업 경기 선행지표 반등 조짐 보이는 가운데 재고 대비 판매 속도가 개선되기 시작(재고순환지표의 반등)
  - o 한국도 제조업 불황의 깊이 및 순환 주기, 글로벌 선행 지표 반등, 경기 부양 정책 시차 효과 등 고려시 선행 지표 반등의 연속성 기대
- 생산 능력 대비 생산의 상대 강도 개선 > 설비투자가 추가 악화될 시기는 아니라는 점을 시사
  - o 향후 미중 무역협상 진전이 지속된다면 투자에서의 pent up demand가 살아날 확률도 일정 부분 존재

#### <선행 지표인 재고순환지표의 반등>



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권 리서치센터

#### <설비투자 증설 필요를 시사하는 지표 흐름>



# 제조업 경기의 순환적 반등



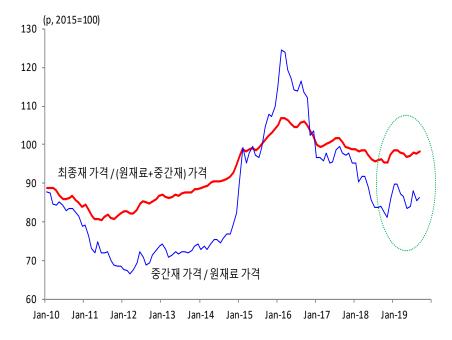
- 재고 증가 속도 완화되는 가운데 판가 측면에서의 채산성 개선 조짐 → 향후 생산 및 출하의 회복 기대 가능
  - 재고 증가 속도가 추가 확대되지 않는 상황(천정권에서 증가 속도 약화)
  - 이러한 상황에서는 판가 측면에서 채산성이 개선되고 있을 경우 일정 시차 이후 생산 및 출하의 회복이 가능 ㅇ 가공 단계별 공장도 판매 가격으로 판단시 채산성 개선 조짐 관찰.. 금년 초 이후 완만하나마 개선되는 양상

#### <천정권에서 모멘텀 약화 중인 재고 증가 속도>

# 20 (%, yoy) 재고 증가율 추이 15 0 -5 Jan-11 Jan-12 Jan-13 Jan-14 Jan-15 Jan-16 Jan-17 Jan-18 Jan-19

자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치센터

#### <더디나마 판가 측면에서 채산성 개선되는 양상>



자료: 한국은행, 리딩투자증권 리서치센터

# 인플레이션율 점진적 상승



#### ■ 비용(Cost-push) 측면 : 완만한 유가 상승 예상

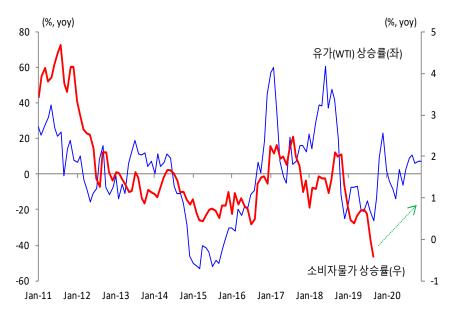
- 글로벌 제조업 경기 반등과 미 달러화 약세는 유가 상승 요인으로 작용
  - ㅇ 미국 셰일 오일 증산이 유가 상승 속도를 제한할 것
  - o 2020년 유가(WTI)는 상반기 평균 55 달러, 하반기 평균 60 달러 내외 예상.. 연평균은 금년 평균(57 달러)과 비슷
- 유가 상승은 소비자 물가 상승률의 점진적 상승으로 이어질 전망

#### <글로벌 제조업 경기 회복 + 달러화 약세 → 유가 상승 요인>

#### \_ (\$/배럴) - 105 120 100 100 95 80 유가(WTI, 좌) 90 60 85 40 80 미 달러화 지수(우) 20 75 Jan-10 Jan-11 Jan-12 Jan-13 Jan-14 Jan-15 Jan-16 Jan-17 Jan-18 Jan-19 Jan-20

자료 : Bloomberg, 리딩투자증권 리서치센터

#### <점진적 유가 상승이 소비자 물가 상승률에 영향 줄 것>



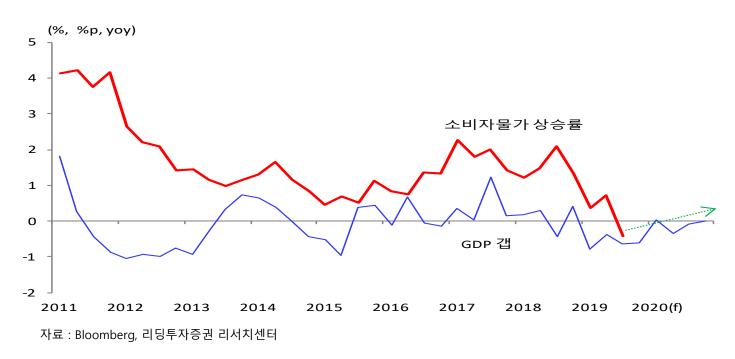
# 인플레이션율 점진적 상승



#### ■ 수요(Demand-pull) 측면 : GDP 갭 회복

- 2020년 제조업 경기 회복, 통화 및 재정의 policy mix와 시차 효과로 경제성장률 소폭 회복 전망 ○ 2019년 1.8% → 2020년 2.2% 예상으로 순환적인 반등 예상
- 이에 따라 GDP 갭은 금년 하반기를 저점으로 점진적인 회복 예상
- 비용 측면(유가), 수요 측면(GDP 갭) 공히 인플레이션율의 점진적 상승 요인으로 작용할 전망

#### <GDP 갭 회복은 소비자 물가 상승 요인으로 작용할 것>



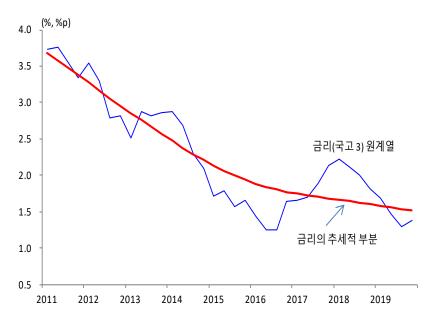


#### ■ 금리의 추세적 부분은 우하향세, 순환적 부분은 반등 양상

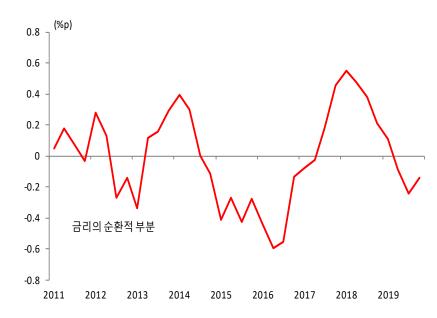
- 경제 변수 시계열은 추세적 부분과 순환적 부분으로 분리해서 판단할 필요
- 추세적 부분은 주로 장기적이고 구조적인 측면, 순환적 부분은 경기 순환적 흐름을 반영.. 금리 흐름도 마찬가지
- 금리는 2018년 초부터 금년 3/4분기까지 추세/순환 공히 하향 흐름을 보이다 4/4분기부터 추세 하향/순환 반등으로 분리

#### <속도는 완만해졌으나 금리의 추세적 부분은 우하향세>

#### <금리의 순환적 부분은 반등>



주 : 추세 부분은 Hodrick-Prescott 필터로 추출 자료 : Bloomberg, 리딩투자증권 리서치센터



주 : 순환 부분은 Hodrick-Prescott 필터로 추출 자료 : Bloomberg, 리딩투자증권 리서치센터



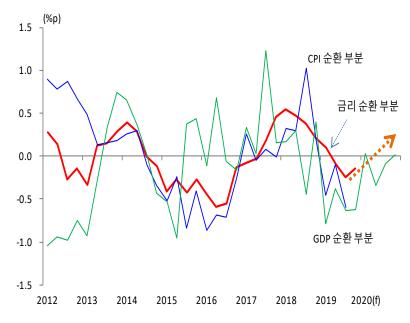
#### ■ 2020년 추세 요인과 순환 요인의 방향성 혼조

- 내년에도 이어질 확률 높은 잠재성장률 하향세는 물가의 추세 변화율에 영향 > 금리의 추세 부분은 2020년에도 하향 예상
- 그러나 2020년 경기 및 물가 상승률의 순환적 반등은 금리의 순환 부분에 (+) 영향 미칠 전망
- 추세 요인과 순환 요인의 방향성 혼조, 재정정책 강화로 인한 국채 발행 규모 확대 고려시 2020년 시장 금리는 좁은 박스권내 상저하고 패턴 예상

#### <2020년 금리 추세 부분은 하향세 지속 예상>

#### 4.0 3.5 3.0 잠재성장률 2.5 2.0 소비자물가 추세 변화율 1.5 1.0 금리 추세 부분 0.5 2012 2013 2014 2015 2016 2019 2020(f) 2017 2018 자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치센터

#### <2020년 금리의 순환적 부분은 반등 예상>

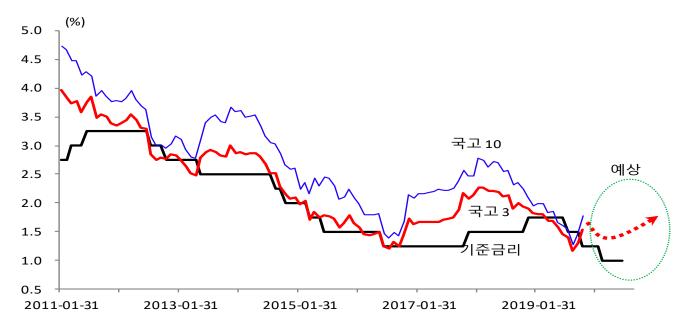




#### ■ 내년 2월경 기준 금리 추가 인하 예상

- 2019년 4/4분기 GDP 성장률(yoy)은 기고 효과로 다시 반락 예상(발표 시점 : 2월말~3월초)
- 소비자 물가 상승률(yoy)은 금년말 상승했다가 유가의 기고 효과로 연초 다시 반락 예상(1월부터 반락)
- 연초 경제 지표 불안정성, 경기 부양 정책의 연초 적극 시행 의지(통화/재정 policy mix), 4월 총선 등을 감안시 2월에 기준 금리 25bp 추가 인하 예상
- 시장 금리는 연초 인하될 기준 금리와의 괴리를 좁힌 이후 경기 지표의 순환적 반등세를 반영하며 완만한 상승 예상

#### < 내년 2월에 기준 금리 추가 인하 예상 >



# 금리, 좁은 박스권내 상저하고 패턴



#### ■ 내년 채권형 펀드 감소세 전환 예상.. 수급 부담 요인

- 2018년초 이후 일방적인 금리 하락으로 급증한 채권형 펀드 수탁고는 2020년 감소 전환 예상
  - ㅇ 금리 레벨과 방향성 측면에서 2018~19년 대비 수탁고 흐름에 불리하게 작용
- 큰 폭의 감소가 예상되지는 않으나 국채 발행 규모 확대와 함께 채권시장 수급에 부담 요인으로 작용
- 저금리 기조가 훼손된 것은 아니라는 점에서 채권형 펀드 이탈 자금은 실물형(부동산+특자) 펀드로 이동할 가능성 높음
  - ㅇ 2020년 안전자산 선호 현상 약화 & 위험 자산 선호도 급상승 까지는 아닌 환경 → 중위험 중수익 상품으로의 자금 유입세 지속

#### < 2020년 채권형 펀드 수탁고 감소 예상 >



자료 : Dataquide, 리딩투자증권 리서치센터

#### <실물형 펀드 수탁고 증가세 지속>



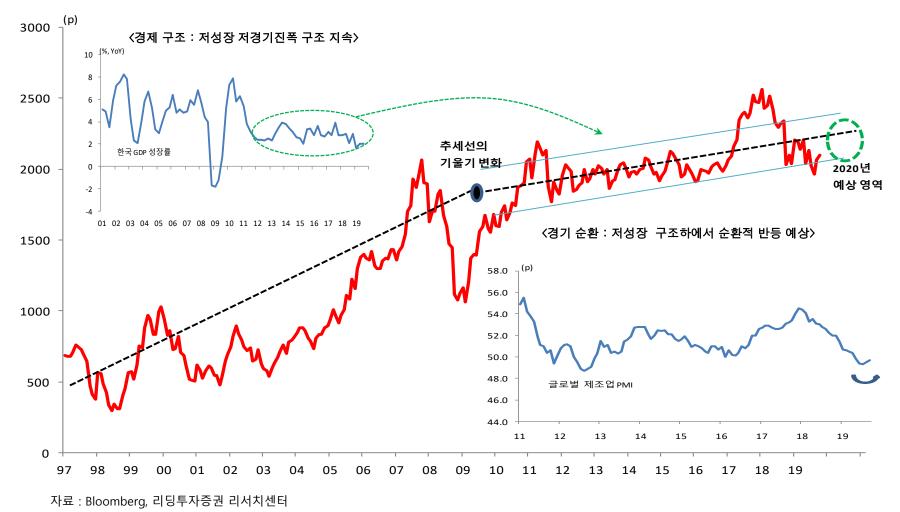
자료 : Dataguide, 리딩투자증권 리서치센터

# 주식 시장, 완만한 상승세



#### ■ 저점과 고점이 완만하게 높아지는 흐름(KOSPI 기준 2,000~2,300p 밴드 예상)

- 2019년 8월 미중 관계의 급격한 악화로 기존 밴드 하향 이탈.. 이후 무역협상 진전으로 밴드내 복귀
- 2020년은 미중 무역협상 노이즈 약화 및 경기의 순환적 반등, 저금리 기조 유지 영향 등으로 기존 밴드내에서 완만한 상승세 예상

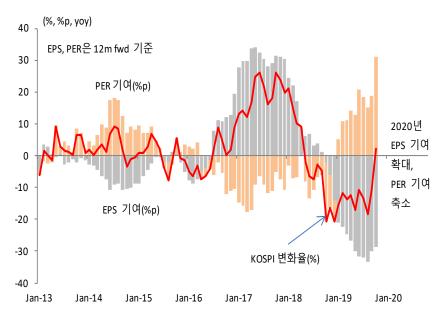




#### ■ 기업이익 회복이 주도할 2020년 KOSPI 상승

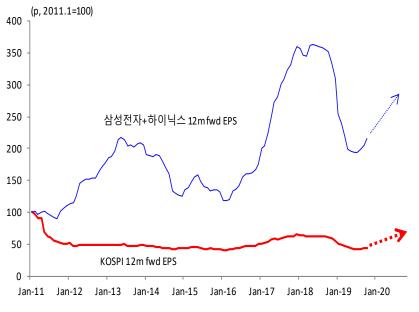
- 주가 변화율 = EPS 변화율 + PER 변화율
- EPS 변화율 측면:
  - o 내년 반도체 업황 호전 : 삼성전자, 하이닉스 순이익 합산치 금년 대비 40~50% 증가 추정 → KOSPI 전체 영향 12~15%p 효과
  - → 경기 반등 속도 더뎌 반도체 제외 업종 순이익이 low single digit 증가한다 해도 시장 EPS는 금년 대비 15% 수준은 증가
- PER 변화율 측면 : 금리의 상저 하고 패턴으로 PER 기여도가 일정 부분 (-) 전환해도 KOSPI 상승 가능

#### < 2020년에는 EPS 회복 기여도 확대 예상 >



자료: Dataquide, 리딩투자증권 리서치센터

#### <반도체 업종이 리드할 2020년 EPS 회복>



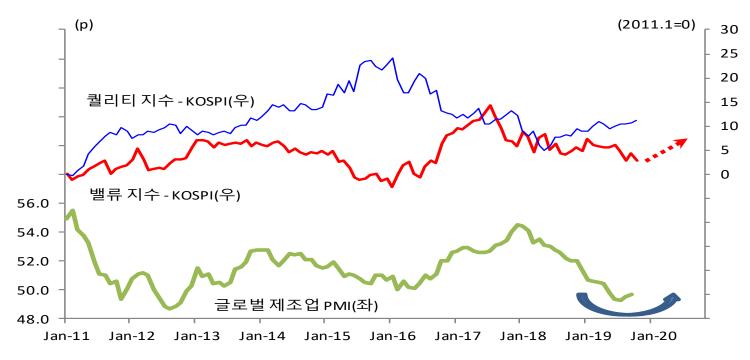
자료 : Dataguide, 리딩투자증권 리서치센터



#### ■ 밸류 스타일 관심 필요

- 경기 지표 호전시 밸류 스타일의 시장 대비 상대 강도가 강해지는 양상
- 큰 폭의 경기 회복이 아닐 것이기 때문에 퀄리티 스타일도 긍정적일 전망이나 금년 대비 밸류 스타일 비중 확대 전략 필요 ㅇ 반도체, 퀄리티 스타일, 밸류 스타일간 균형 전략

#### <경기 지표 호전시 밸류 스타일에도 기회 존재 >



주 : 퀄리티 지수는 FnGuide KS 퀄리티 가중 지수, 밸류 지수는 FnGuide KS 밸류 가중 지수

자료 : Bloomberg, Dataguide, 리딩투자증권 리서치센터



#### **▶** Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.