

# 하반기 금융시장 전망



2021. 6. 30  
리서치실 이 동 호  
02) 2009 7062  
dhlee@leading.co.kr

■ 금년 하반기까지 위험자산 선호 현상 유지 예상

- 하반기부터는 경기상승 국면 후반부(경기상승 속도 둔화세) 진입 → 이후 2022년 하반기부터는 경기하강(재고순환) 국면 시작 예상
- 최근의 핫 이슈인 인플레이션 문제는 하반기부터 진정될 전망
- 위험자산 선호 현상 금년 하반기까지 유지 예상
- 금년 하반기에 기준 금리 인상. 장기금리는 보험권 흐름 예상

< 금년 하반기 이후 주요 지표 흐름 예상 >

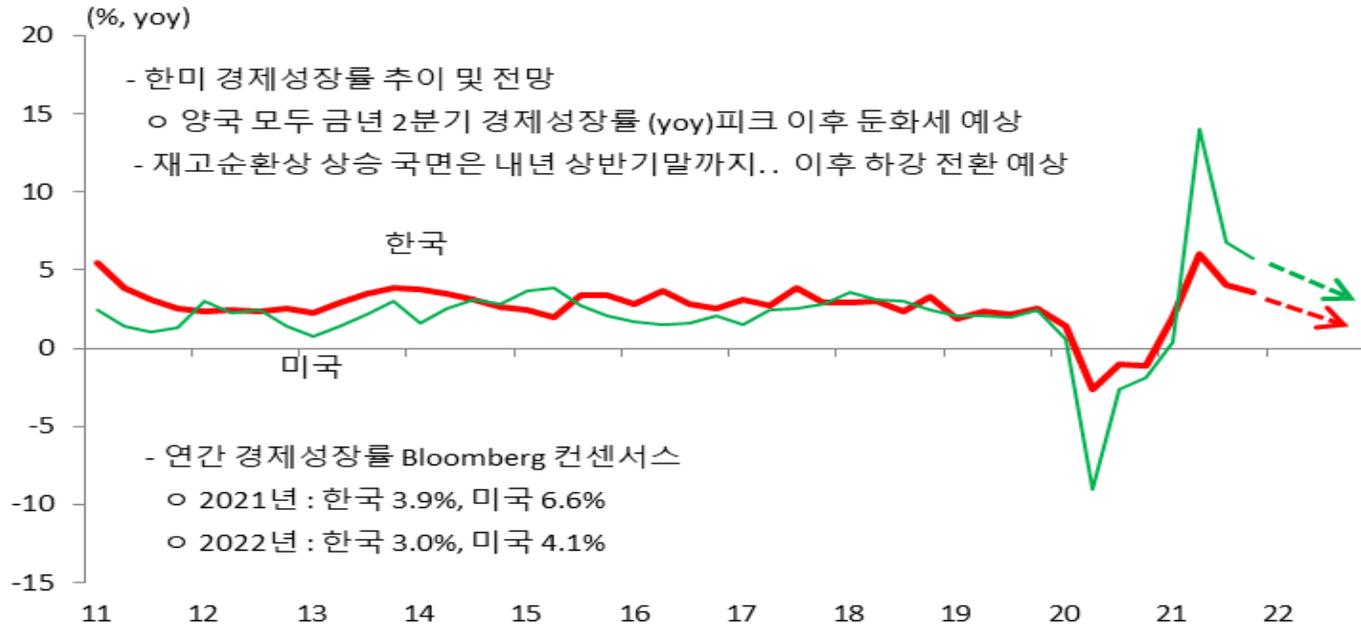
구분	2021 하반기	2022 상반기	2022 하반기
경기	상승 국면(상승 속도는 둔화)		하강 국면(재고순환)
인플레이션	2Q 피크 후 둔화세 전환		안정화
금리	장기금리 3Q 초반 피크 후 보험세	보험세 지속	소폭 약세(금리 하락)
	장단기 금리 스프레드 축소세		
주가	더딘 상승, 연말경 피크	경기하강 선반영하며 약보합	약세
환율	원/달러 환율 약보합권 흐름 : 미 달러화 강보합, 위안화 약보합 흐름		약세
위험선호도	고위험	중위험	중위험 ~ 저위험
시중 유동성	기준금리 금년 하반기 1회(25bp), 내년 상반기 1회(25bp) 인상 예상 유동성 회수 정책 급격할 가능성 희박(높지 않을 인플레이션 압력, 구조조정 없었던 경기회복과 크레딧 문제, 내년 대선도 고려 요인)		

자료 : 리딩투자증권

■ 하반기부터 경기상승 국면 후반부, 내년 하반기부터는 경기 하강 국면 전환 예상

- 2021 하반기 ~ 2022 상반기말 : 경기상승 속도 더뎠지는 시기(베이스 효과 소멸, 작년에 어긋난 분기별 계절 요인의 정상화)
- 내년 하반기부터는 경기하강(재고순환상) 국면 진입 예상
- yoy 경제성장률은 금년 2분기가 피크

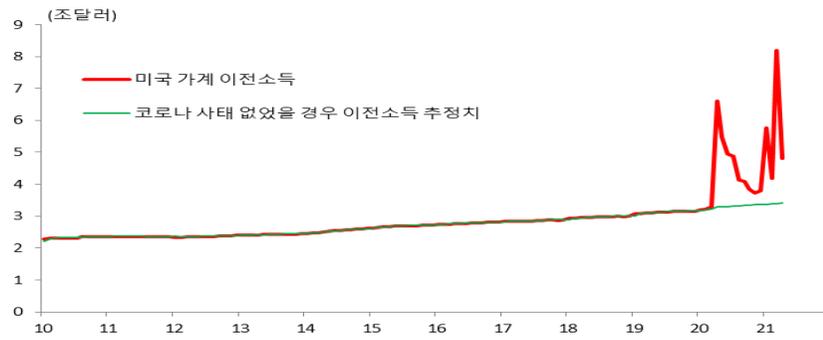
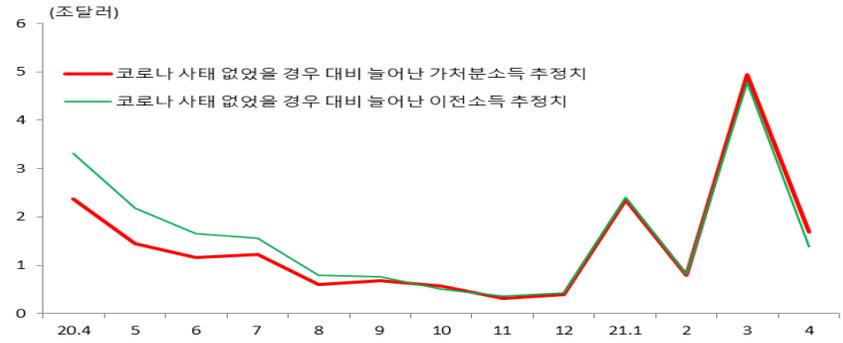
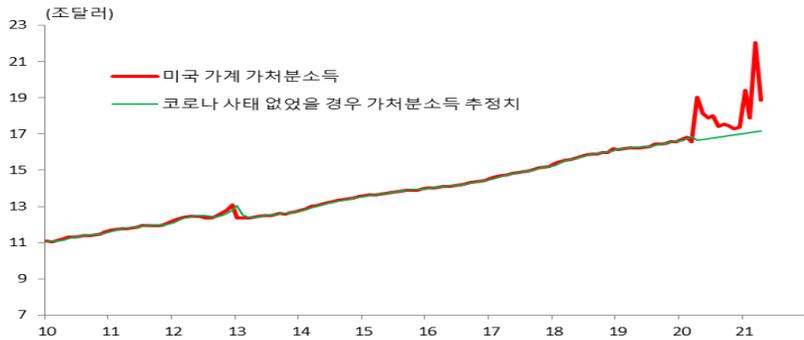
< 금년 하반기 이후의 한미 경기 흐름 예상 >



자료 : 한국은행, Bloomberg, 리딩투자증권

## ■ 하반기부터 예상되는 글로벌 경기상승 속도 둔화.. 기 누적된 미국 가계 저축 여유분이 둔화 속도를 제어할 전망

- 코로나 사태 이후 급증한 미국 가계 가치분 소득은 대규모 이전소득에 의한 것
- 코로나 사태 없었을 경우 대비 늘어난 대규모 이전소득은 대부분 저축으로 누적
- 일시적이었던 대규모 이전소득 프로그램은 하반기초 종료되지만 기 누적된 저축액은 의미있는 수치
  - 예 : 2020.4~2021.4 동안 코로나 없었을 경우 대비 늘어난 저축액 누적치는 1.6조 달러로 2021년 예상 미국 명목 GDP의 7.1% 수준
    - 1.6조 달러 모두 소비되지 않겠지만(유가증권, 부동산 쪽으로 상당부분 이동) 경기상승 속도 둔화시 의미있는 버퍼 역할



주 : 코로나 사태 없었을 경우 추정치는 exponential smoothing 기법 활용  
자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

## ■ 중장기 균형 저축률, 위기 직전보다 높아질 전망이나 현재 저축률 보다 낮을 전망 → 잉여 소비 가능액 존재 → 경기 방어

- 현재의 미국 가계 저축률은 비정상적(2021년 4월 현재 15.0%).. 향후 중장기적으로 하락 예상
- 위기 해소 이후의 균형 저축률이 위기 직전보다 높아지는 과거의 경험 감안시 향후 장기 균형 저축률은 10~12% 수준 추정
  - 1970년 이후의 경험상 위기 직전 대비 2~3년에 걸쳐 평균 2~4%p 높아지는 경향 존재(코로나 사태 직전 저축률은 8% 수준)
- 현재 저축률과 중장기 균형 저축률간의 갭 만큼 잉여 소비 가능액 존재 → 중장기적인 글로벌 경기 방어력 보유

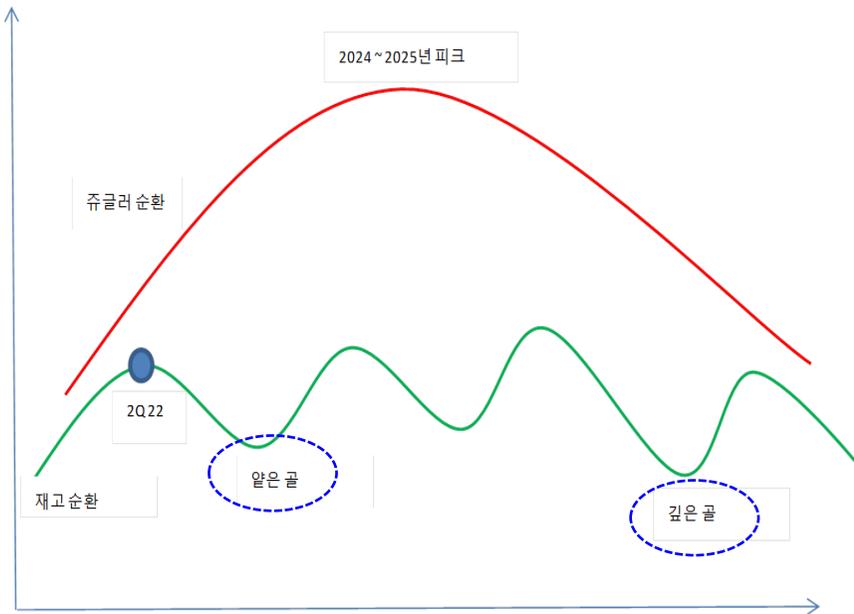
< 미국 가계 저축률 추이 및 전망 >



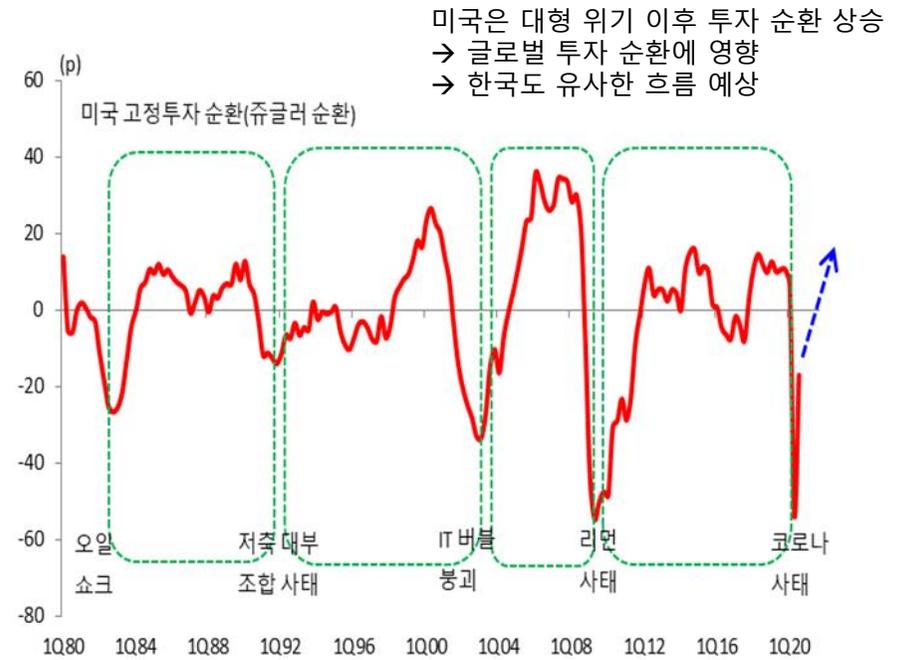
자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

- 투자순환(주글러 순환) 상승은 재고순환상의 둔화 속도를 컨트롤
  - o 금년부터 투자순환 상승 국면 시작(한국(K 뉴딜), 미국(인프라 투자 등) 공히)
- 내년 2Q 이후 재고순환 하강해도 투자순환은 상승 국면 유지 → 재고순환 하강시 그 골은 깊지 않을 것
  - o 만약 투자순환이 하강 국면일 때 재고순환도 하강하면 그 골이 깊을 가능성 높음.. 그러나 이는 2025년 이후 예상
- 경기상승 속도 둔화(금년 하반기~내년 상반기) & 재고순환 하강(내년 하반기부터)으로 위험 선호도는 서서히 낮아지겠지만 투자순환 상승, 미국 잉여 저축분 등이 안전판 역할을 할 전망

### < 투자순환, 금년부터 상승 시작 >



자료 : 리딩투자증권



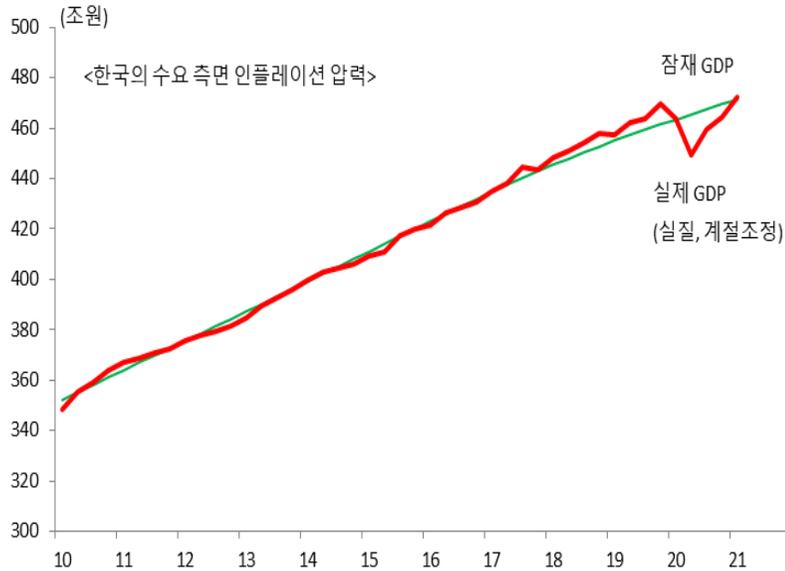
미국은 대형 위기 이후 투자 순환 상승  
→ 글로벌 투자 순환에 영향  
→ 한국도 유사한 흐름 예상

자료 : FRED, 리딩투자증권

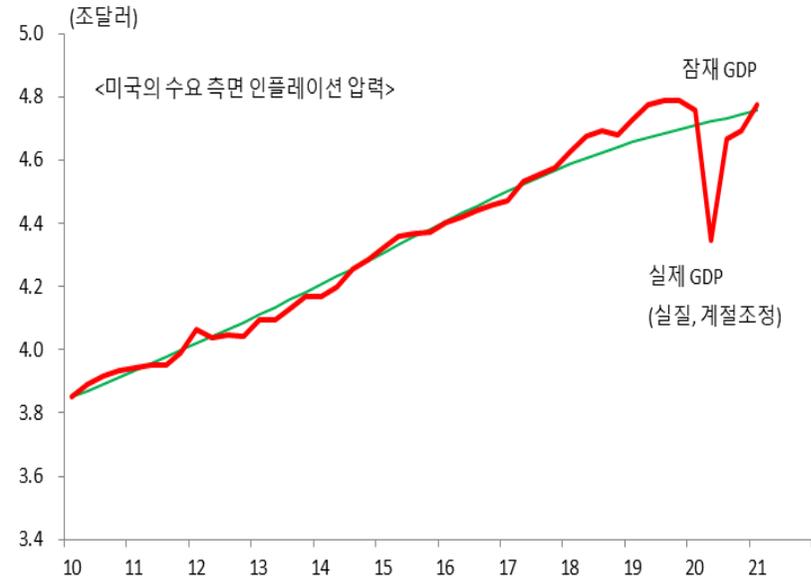
■ 실제 물가 상승률의 선행지표인 GDP 갭(수요측면 압력)은 하반기 물가에 큰 부담 아닐 전망

- 한국, 미국 공히 금년 1분기에 실제 GDP와 잠재 GDP 수준이 비슷해 진 것으로 추정
- GDP 갭의 실제 물가 선행성(평균 3분기) 감안시 수요 측면 압력은 금년 말경에 실제 물가에 반영될 전망
- 하반기에 공급 측면 압력 약화될 경우 연말경에 수요 측면의 영향력을 상쇄시킬 수 있을 전망

< 한미 수요 측면 인플레이션 압력 현황 >



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

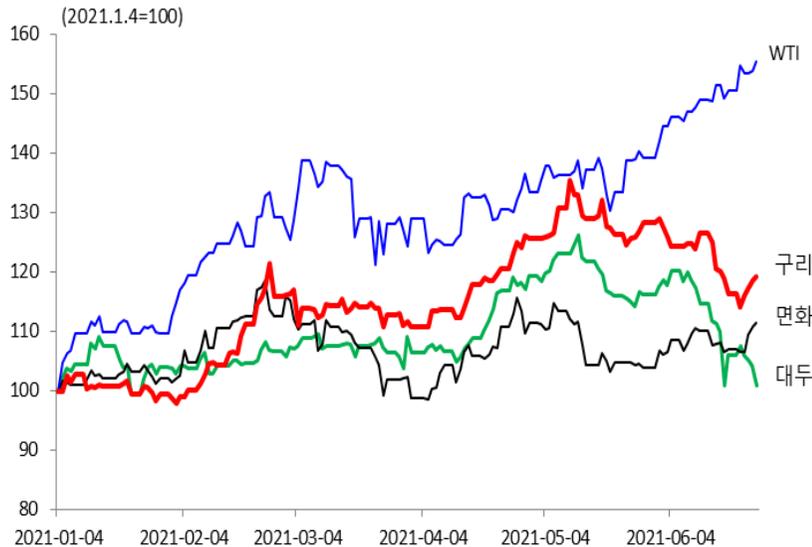


자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

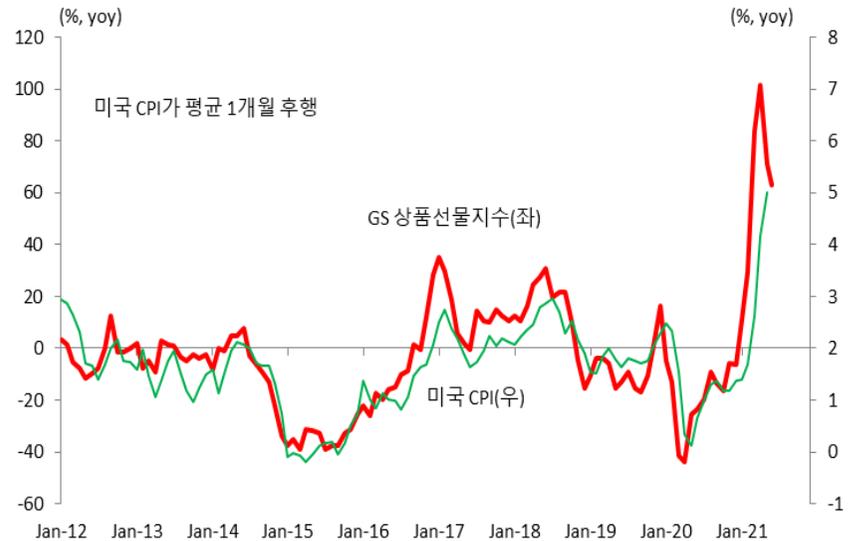
## ■ 하반기 원자재 가격 상승률 둔화 예상

- 중국 정책 당국의 원자재 가격 상승 규제 스탠스 지속될 전망..최근 원유 제외 주요 원자재 가격은 안정화 흐름
- 상품 가격 지수 상승률(yoy)은 지난 4월에 피크 아웃 판단.. 미국 소비자 물가 상승률에 선행하는 지표
- 국제 유가도 산유국 증산, 하반기 경기상승 속도 둔화 등으로 드라이빙 시즌 종료 이후 안정화 예상
- 하반기 원자재 가격 상승률 둔화는 연말경 수요 측면 압력의 실제 물가 반영 효과를 감소시킬 수 있을 전망

< 공급 측면 인플레이션 압력은 하반기에 약화 예상 >



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

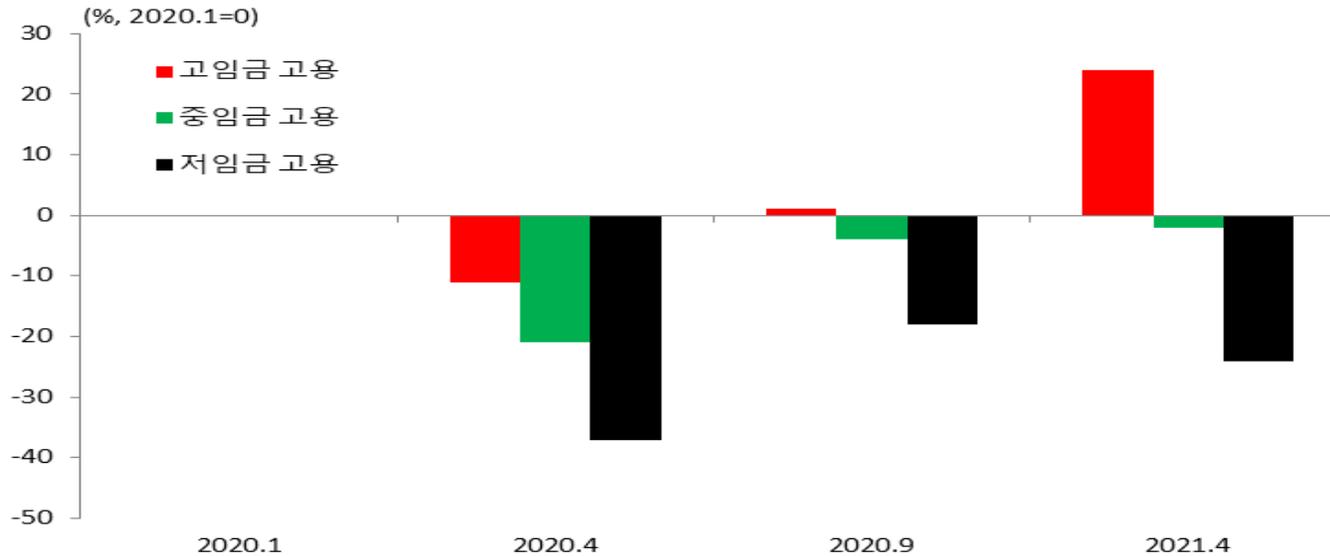


자료 : Dataguide, 리딩투자증권

■ 하반기 미국 고용시장으로의 주된 유입군은 저임금 근로자군 → 전체 임금 상승률을 높이지 않을 효과 기대

- 최근까지의 미국 고용시장 특징은 코로나 직전 대비 고임금, 중임금 근로자의 유입이 대부분이라는 점
  - 고임금 고용은 이미 코로나 이전 보다 큰 폭 증가, 저임금 근로자들의 고용 시장 유입은 여전히 부진
- 9월초 대규모 실업급여 프로그램 종료 전후로 하여 하반기 미국 고용시장으로의 주된 유입군은 저임금 근로자군이 될 전망
- 이는 저임금 근로자 비중 확대를 통해 미국 전체 임금 상승률이 높아지기 힘들게 하는 요인으로 작용할 전망

< 미국 임금 수준별 고용 현황 >

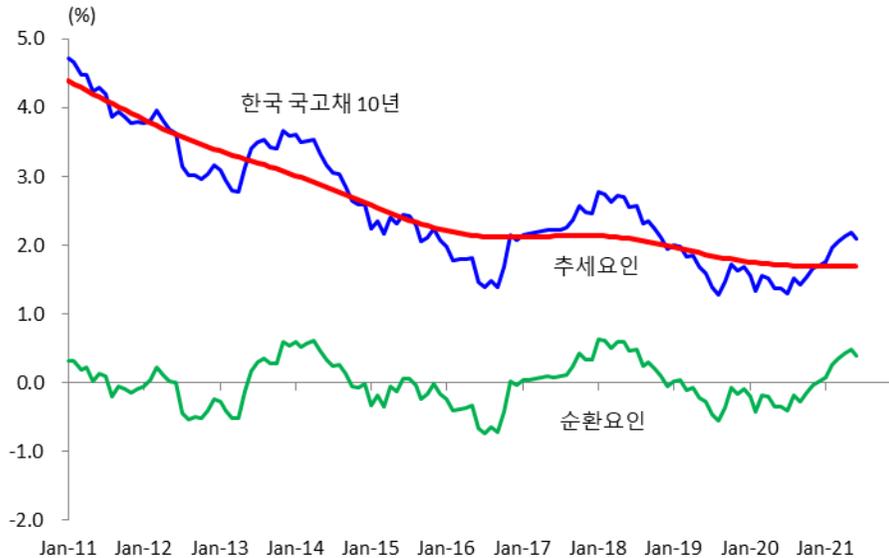


주 : 고임금은 6만불 초과, 중임금은 2.7만불~6만불, 저임금은 2.7만불 미만  
 자료 : Opportunity insights, 리딩투자증권

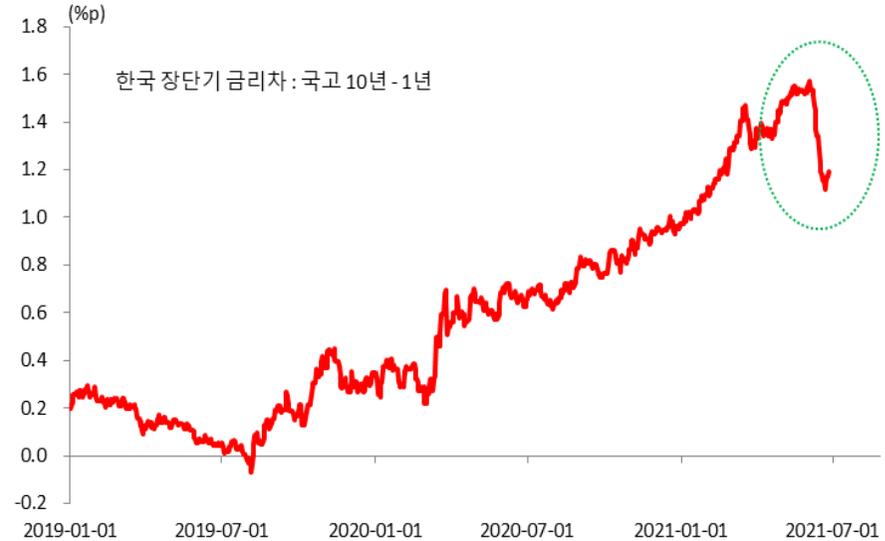
## ■ 금리의 '추세' 요인과 '순환' 요인에 대한 판단으로 하반기 장기 금리 안정화를 예상

- 장기금리의 추세 요인 결정 변수는 '잠재성장률'.. 잠재성장률은 그 동안 우하향 추세. 향후에는 플랫한 흐름 예상
  - 잠재성장률 = f(노동, 자본스톡, 총요소생산성).. 노동은 경제활동인구 감소, 코로나 사태에 따른 경제의 빠른 디지털화 현상으로 인해 기존의 감소세 지속 예상, 자본과 총요소생산성은 4 차 산업 중심으로 증가 예상되나 디지털 산업의 고용유발 효과 크기가 관건
- 순환 요인은 경제성장률과 물가상승률의 함수.. 하반기 이후 경제성장률은 둔화세 예상, 물가 상승률은 안정화 예상
- 경제 정상화 과정에서 기준금리 인상 예상(향후 1년간 각 25bp씩 2회 인상 예상) → 장단기 금리차 축소세 이어질 전망

< 장기금리의 추세 요인은 플랫, 순환요인은 둔화 예상 >



< 장단기 금리차는 하반기에 축소될 전망 >

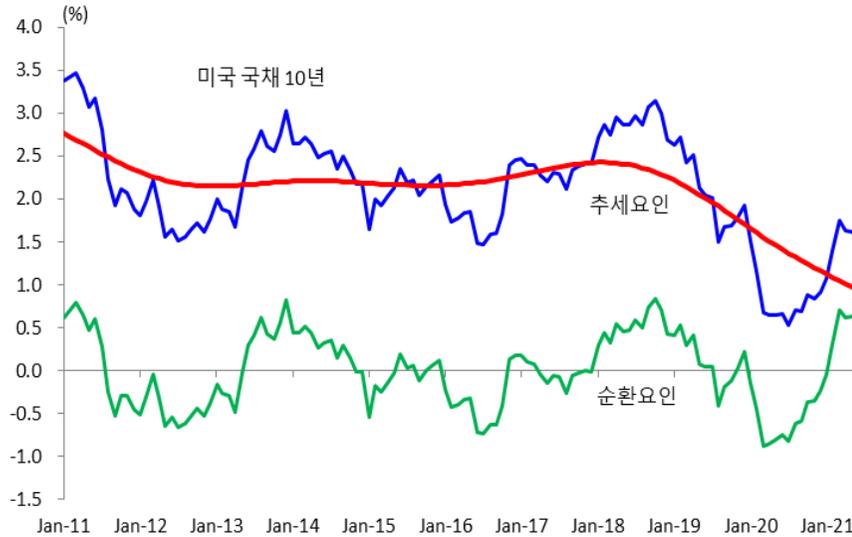


주 : 금리 요인분해는 Hodrick Prescott 필터링 기법을 활용  
 자료 : Dataguide, 리딩투자증권

## ■ 미국 장기금리의 추세 요인은 플랫, 순환 요인은 둔화 예상

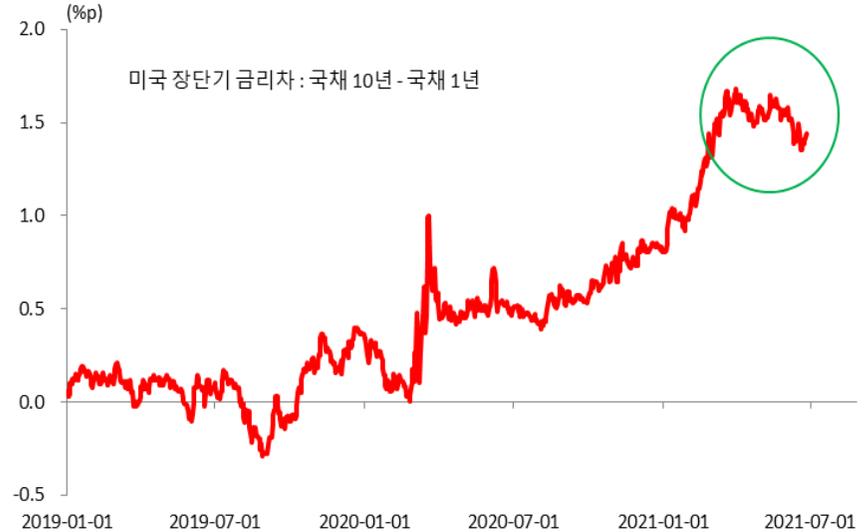
- 미국 잠재성장률도 기존의 우하향 추세에서 향후 플랫한 패턴 예상.. 잠재성장률 결정요인들의 향후 흐름은 한국과 유사할 전망
  - 미국의 경우도 경제의 빠른 디지털화 현상에 따른 업종간 투자 증가율, 업종간 총요소생산성의 차별화될 흐름이 노동시장에 미칠 영향력이 관건
- 순환 요인은 경제성장률과 물가상승률의 함수.. 한국과 마찬가지로 하반기 이후 경제성장률은 둔화세 예상, 물가 상승률은 안정화 예상
- 미국은 하반기에 기준금리 인상 가능성 희박하나 통화정책 스탠스 변화(테이퍼링 시작) 영향 받으며 장단기 금리차가 축소될 전망

< 미국 장기금리의 추세 요인은 플랫, 순환요인은 둔화 예상 >



주 : 금리 요인분해는 Hodrick Prescott 필터링 기법을 활용  
 자료 : Dataguide, 리딩투자증권

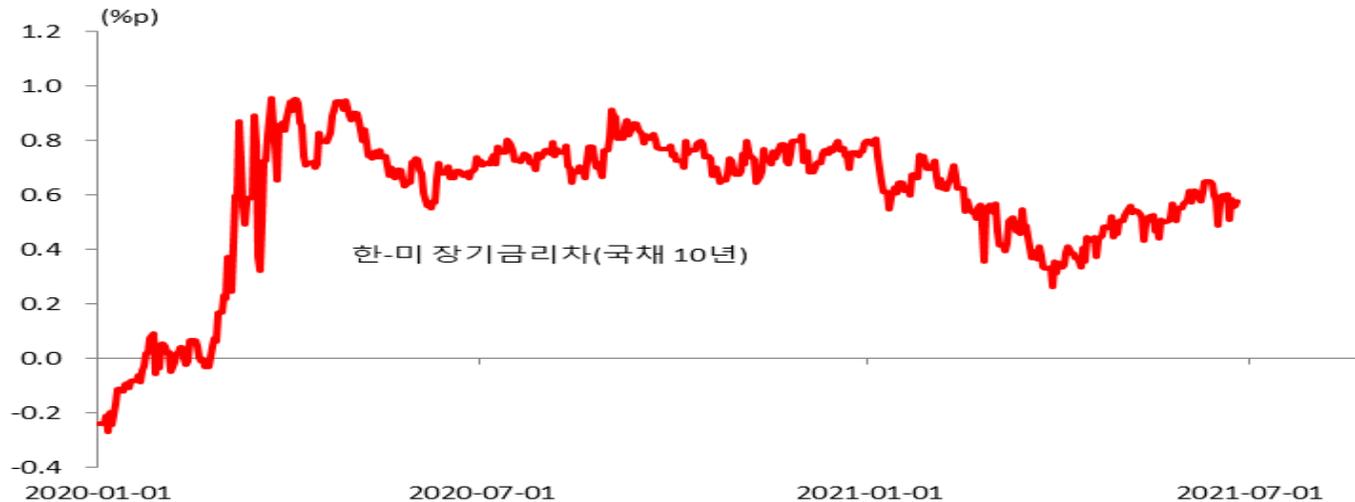
< 미국 장단기 금리차도 하반기에 축소될 전망 >



## ■ 하반기에 한-미간 장기 금리차가 계속 확대될 확률은 낮을 전망

- 연초 이후 미국 백신 효과 기대로 양국간 금리(국채 10년물) 스프레드가 축소되다가 최근 확대되는 모습.. 향후에도 지속될 가능성 낮아
  - 한국의 sovereign risk가 커질 환경은 아님
  - 향후 잠재성장률(장기금리의 추세요인)의 경로는 양국 모두 플랫할 전망
  - 순환요인(경제성장률, 물가상승률) 측면에서는 미국이 오히려 우위(2021~22년 블룸버그 컨센서스 기준) :  
미국 경제성장률(6.6%, 4.1%), CPI 상승률(3.5%, 2.5%), 한국 경제성장률(3.9%, 3.0%), CPI 상승률(1.7%, 1.5%)
- 향후 미국 장기금리가 큰 폭 오름세 보일 확률 낮은 상황(p.11)에서 한국 장기금리가 독자적으로 계속 올라갈 가능성은 낮을 전망  
즉, 하반기 미국 장기금리가 보험권 흐름이면 한국도 유사한 흐름 예상

< 하반기에 한-미 장기 금리차가 계속 확대되지는 않을 전망 >

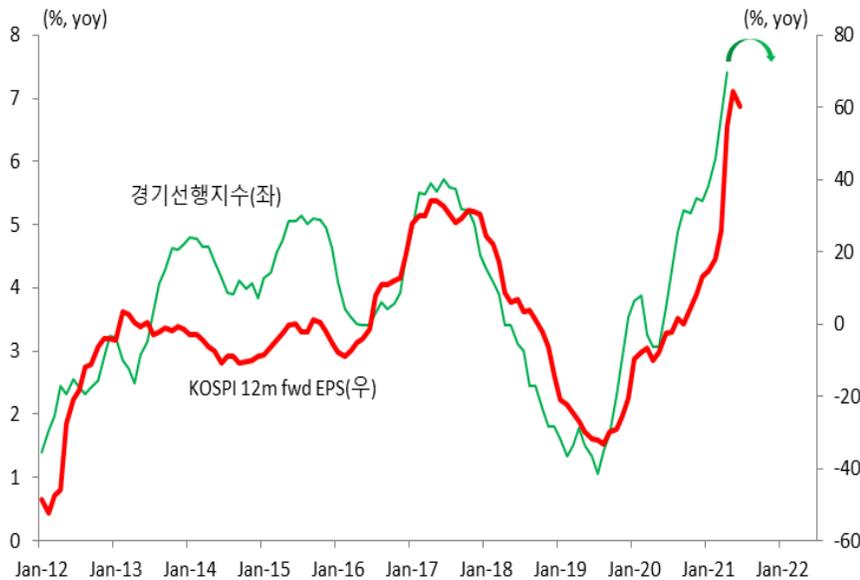


자료 : Dataguide, 리딩투자증권

## ■ 하반기 경기상승 모멘텀 둔화 → 예상 기업이익 증가 속도 둔화 → 내년 하반기 경기 정점을 선반영하는 과정으로 이어질 전망

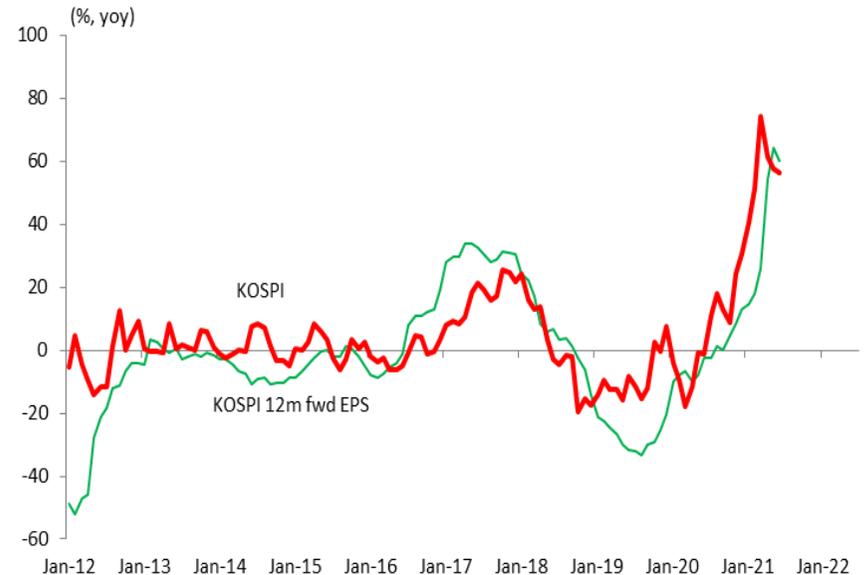
- 하반기 경기상승 모멘텀 둔화는 기업이익 예상치 증가 속도 둔화로 이어질 전망
- 기업이익 예상치 증가 속도 둔화는 주가 상승 속도 둔화로 이어질 것
- 주식시장의 경기 정점 선반영 과정이 금년 말부터 시작될 전망(내년 상반기말 경기 정점 예상)
- 단 내년 상반기말 이후의 경기하강의 골이 깊지 않을 전망(p.4~6)이어서 내년 주가는 약보합 흐름 예상

< 하반기 경기상승 모멘텀 둔화는  
기업이익 예상치 증가 속도 둔화로 이어질 전망 >



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

< 기업이익 예상치 증가 속도 둔화는  
주가 상승 속도 둔화로 이어질 전망 >

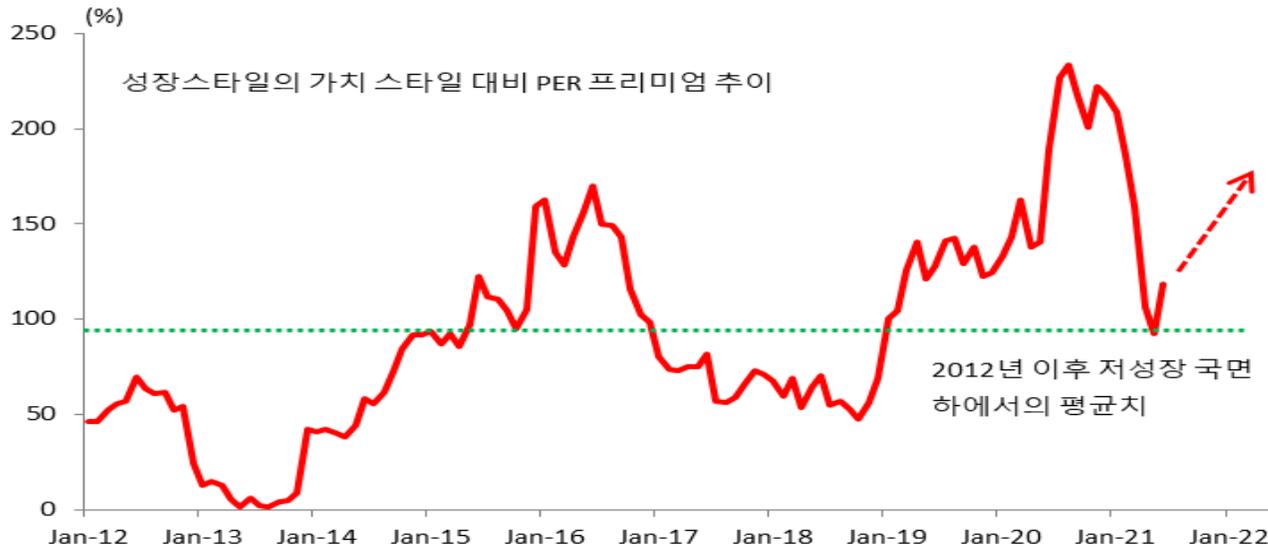


자료 : Dataguide, 리딩투자증권

## ■ 하반기에는 성장 스타일 주식의 밸류에이션 프리미엄이 더 확대될 전망

- 하반기부터는 경기상승 속도 둔화 → 내년 상반기말 경기 정점으로 가는 과정을 주식시장이 프라이싱해 갈 전망(p.13)
- 이에 따라 성장성에 대한 밸류에이션 프리미엄은 시간이 갈수록 확대될 전망
  - 최근 성장 스타일의 가치 스타일 대비 밸류에이션 프리미엄은 2012년 이후 저성장 경제하에서의 장기 평균치까지 하락 후 반등중
- 하반기에는 성장 스타일이 다시 주식시장을 주도할 것으로 예상
  - 작년 유동성 장세 때와는 달리 EPS의 상대 성장성이 핵심 포인트

< 성장 스타일 주식의 밸류에이션 프리미엄 확대 예상 >

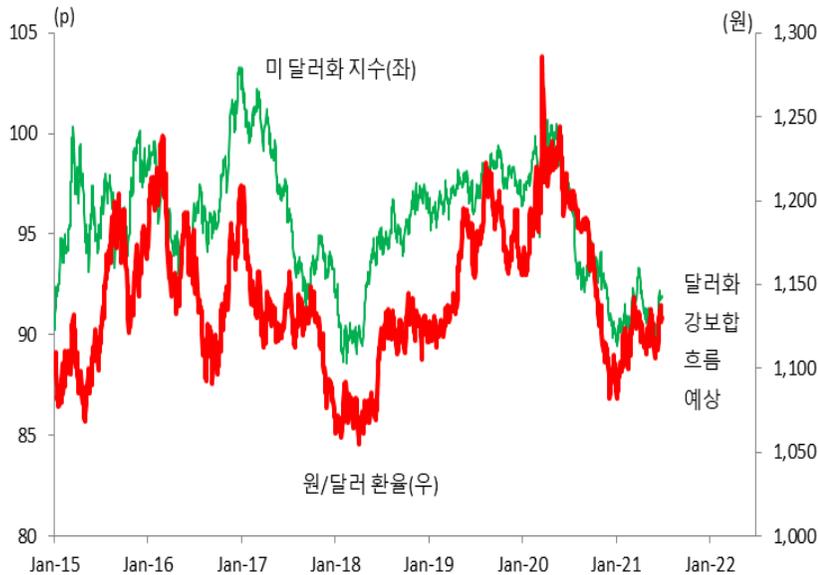


주 : MKF500 지수 내 순수성장, 순수가치 지수 기준  
 자료 : Opportunity insights, 리딩투자증권

■ 한미간 경제 성장 격차, 미 달러화 강보합, 위안화 약보합 흐름 영향

- 하반기 이후 한-미 모두 경제성장률 둔화 예상되나 미국이 한국 대비 우위의 흐름 예상
- 미국 경제의 타지역 대비 상대적 우위 흐름으로 미 달러화 지수는 강보합권 흐름 예상
- 중국 경제 성장률 둔화세 이어지며 최근의 위안화 강세가 일정 부분 되돌려질 전망
- 이에 따라 하반기 원/달러 환율은 약보합권 흐름을 보일 전망

< 하반기 미 달러화 강보합권 흐름 예상 >



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

< 하반기 중국 위안화 약보합권 흐름 예상 >

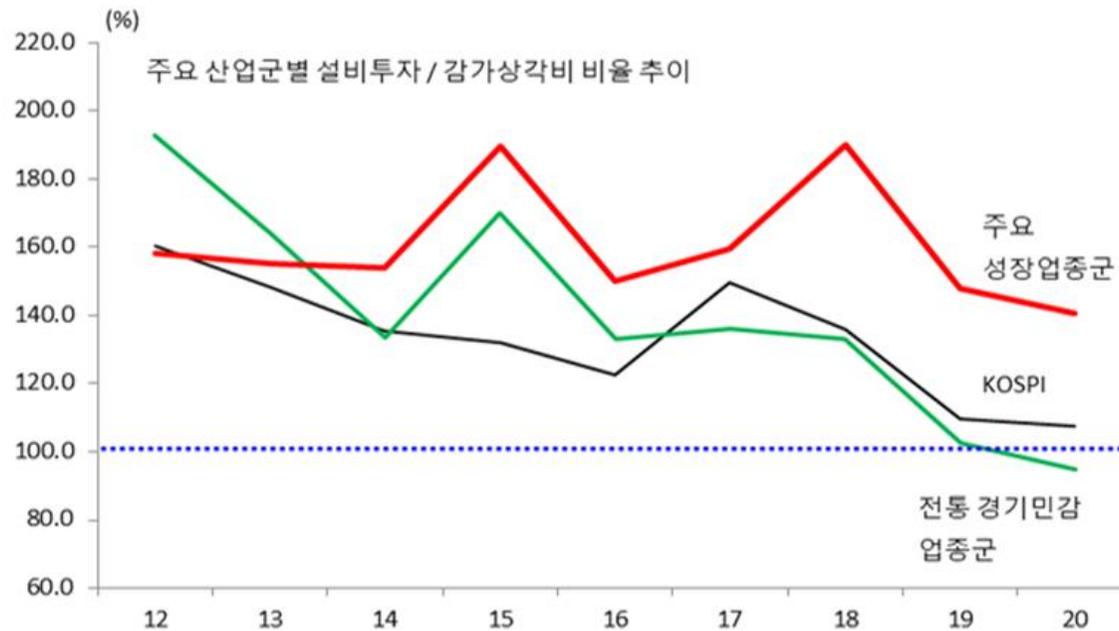


자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

## ■ 하반기 이후부터는 성장 차별성 재부각 예상

- 속도가 빠른 경기상승 국면 전반부에서는 업종간 성장 차별성이 가려질 수 있음. 그러나 속도가 더뎠지는 경기상승 국면 후반부부터 향후 경기 정점을 지나가는 과정에서는 성장 차별성이 다시 부각될 것
- 성장 차별성은 업종별 설비투자 행태에서 단적으로 드러남
  - 주요 성장 업종군(반도체/자동차/헬스케어/2차전지 등)과 전통적 경기민감 업종군(소재/산업재/경기소비재 등)의 차별성이 뚜렷
- 한국형 뉴딜 정책에 의한 투자순환 상승 국면을 주도할 업종이 주로 4차 산업인 점도 고려 요인

< 주요 산업군별 설비투자 행태 비교 >



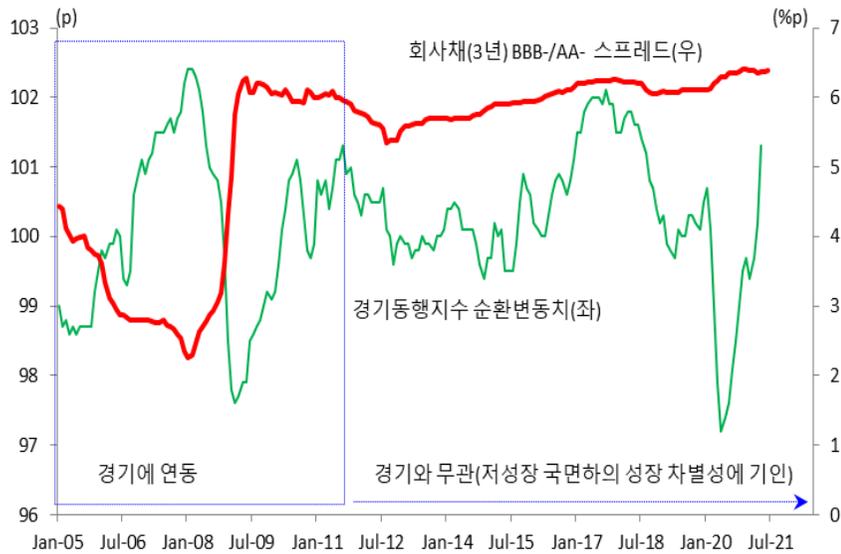
- ① 설비투자 / 감가상각비 비율 100% 초과 : 성장 업종
- ② 100% 수준 : 유지보수 투자만 하는 업종
- ③ 100% 미만 : 유지보수 투자도 안되는 업종

자료 : Dataguide, 리딩투자증권

## ■ 시간이 갈수록 크레딧 차별성이 심화될 전망

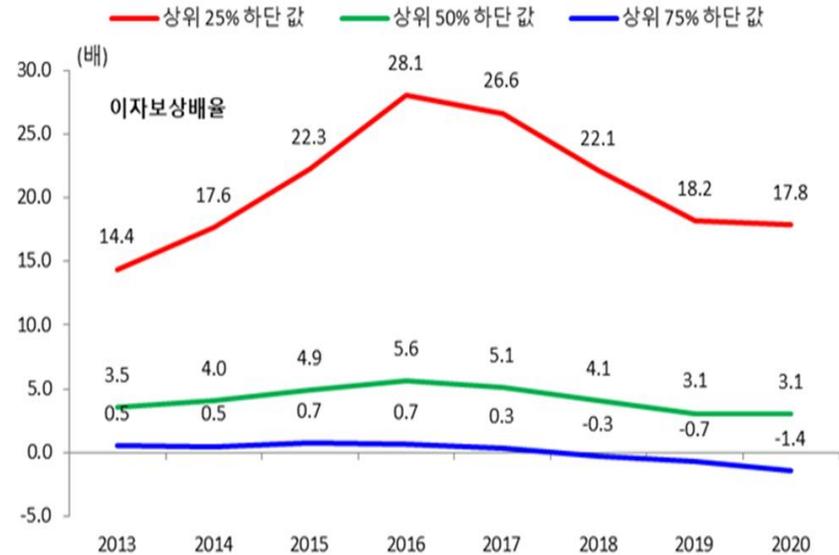
- 최근의 빠른 경기상승 국면에서도 우량 등급(A 등급)과 비우량 등급(B 등급)간 크레딧 스프레드는 축소세를 보이지 않고 있음
  - 이는 ① 추세적으로는 저성장 국면의 연장선상이라는 점, ② 부실 부문 구조조정 없이 끌고 온 경기 부양의 side effect에 기인
  - 이자보상배율 1 미만 업체 비중 증가세는 향후 금리 정책 강도에 잠재적 부담 요인 → 역으로 우량 업체는 지속적 수혜
- 경기상승 속도 둔화 시기를 거쳐 경기하강 국면으로 이행하는 과정에서 크레딧 차별성은 더 심화될 수 있음

< 최근의 크레딧 스프레드는 경기순환에 연동하지 않고 있음 >



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

< 이자보상배율로 본 부실 부문의 확대 현상 >



주 : 코스피, 코스닥 상장 업체 전체 기준  
 자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

**▶ 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.