

II. 자본시장 전망

1. 금리 전망*

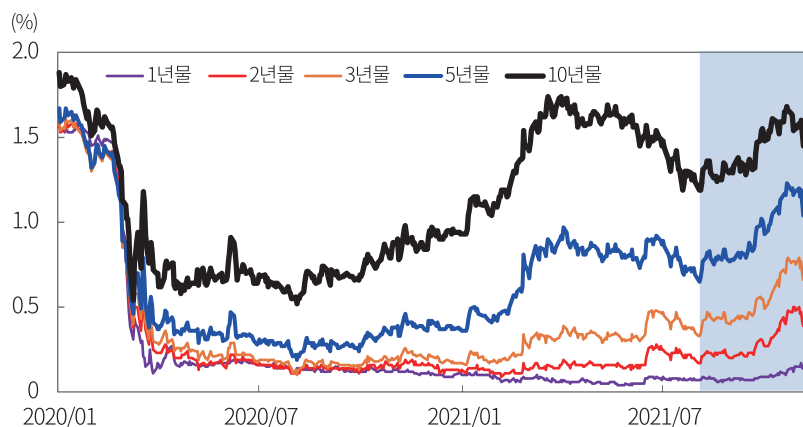
가. 미국 금리 전망

1) 최근 미국 금리 동향

□ 미국 금리는 인플레이션 우려 및 연준의 통화정책 기조 정상화 기대 등으로 8월 이후 상승

- 미 국채 10년물 금리는 3월말 연중 최고치(1.74%)를 기록한 이후 델타 변이 확산 우려 등으로 하락하였으나, 물가 오름세가 가팔라지며 인플레이션 우려가 높아짐에 따라 다시 상승 전환
- 특히, 인플레이션 압력으로 연준의 조기 금리인상 기대가 높아짐에 따라 국채 만기 전반에 걸쳐 금리가 상승

〈그림 II-1〉 미 국채 금리 추이



주 : 음영으로 표시된 영역은 2021년 8월 이후 기간

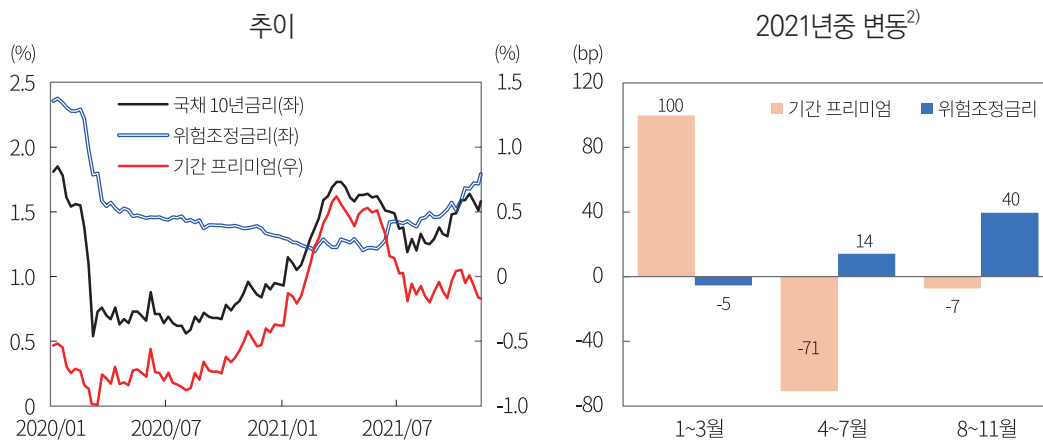
자료: FRED

* 거시금융실 연구위원 정화영(junghy0103@kcmi.re.kr)

□ 미 국채(10년물) 금리 변동을 위험조정금리와 기간 프리미엄 요인으로 나누어 살펴 보면, 올해 1~7월중에는 물가 및 성장경로의 불확실성에 크게 영향을 받았으나 8월 들어 통화정책 기대의 영향이 확대⁴⁰⁾

- 1~7월중에는 기간 프리미엄의 변화에 주로 기인하여 큰 폭으로 등락
- 8월 이후 기간 프리미엄의 영향이 크게 낮아진 반면 통화정책 정상화 기대가 높아짐에 따라 위험조정금리가 상당폭 상승

〈그림 II-2〉 미 국채 10년물 금리 결정요인 분해¹⁾



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

2) 11월은 11월 12일 기준

자료: Federal Reserve Bank of New York, FRED

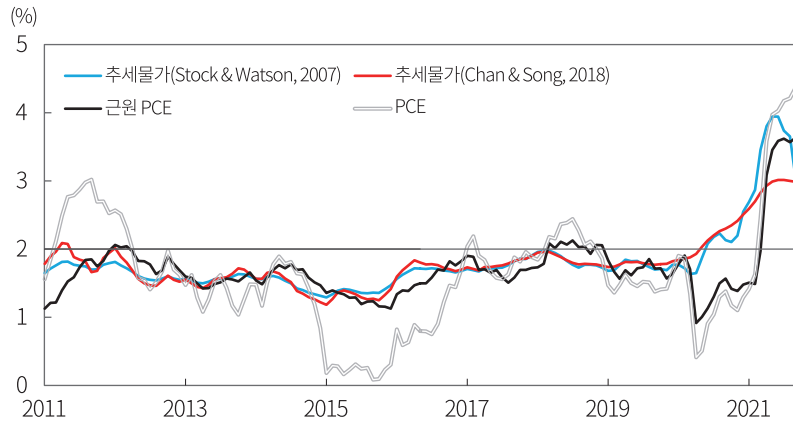
2) 물가 및 성장률 요인

□ 물가상승세가 가팔라지는 가운데 추세물가 상승률이 목표수준인 2%를 크게 상회

- 5월 이후 근원 PCE(식료품 및 에너지 제외) 물가상승률이 3% 중반 수준으로 확대되며 높은 물가 오름세가 지속
- 추세물가 상승률이 3% 수준까지 확대되며 인플레이션 목표(2%)를 상당폭 상회

40) 이자율 기간 구조(term structure of interest rates) 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 성장경로에 대한 불확실성, 수급상황 등)을 반영

〈그림 II-3〉 미국 물가상승률 추이

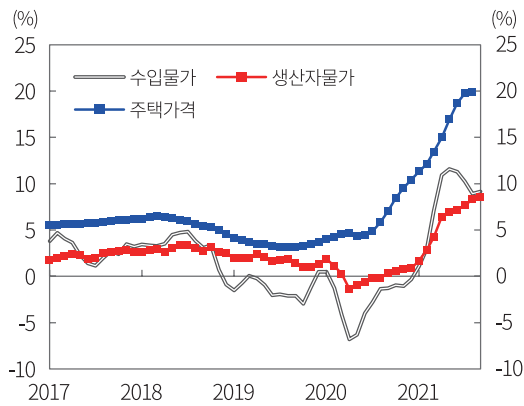


주 : 근원 PCE와 PCE는 전년동월대비 상승률, 추세물가 상승률은 근원 PCE를 이용하여 각 통계모형을 통해 추정된 장기적 물가 상승률

자료: FRED

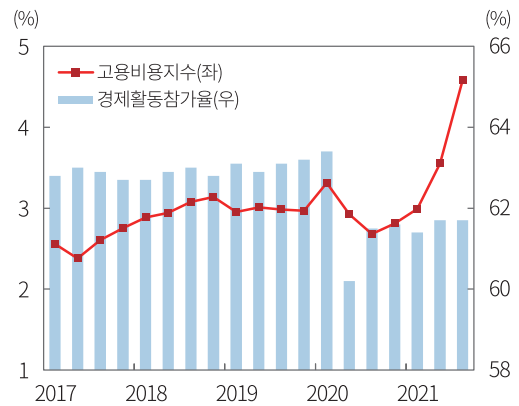
- 원자재가격 상승, 공급망 병목 등 공급측 요인에 주로 기인한 인플레이션 압력이 높아지는 가운데 노동시장의 수급불균형도 물가상승 요인으로 작용
 - 수입물가와 생산자물가가 높은 오름세를 기록하고 있으며 주택가격도 가파르게 상승함에 따라 인플레이션 장기화에 대한 우려가 확산
 - 부동산 가격 상승은 완화적 금융환경, 정부의 가계소득 보전 및 공급망 교란에 따른 주택공급 차질이 맞물린 데 기인
 - 바이러스 감염 우려 등으로 노동 공급이 빠르게 개선되지 않음에 따라 임금 상승률도 확대
 - 2021년 10월 경제활동참가율 61.6%는 팬데믹 이전(2020년 2월)의 63.3%를 크게 하회

〈그림 II-4〉 주요물가¹⁾ 상승률²⁾



주 : 1) 생산자물가지수는 최종재 기준, 주택 가격은 케이스실러 지수 기준
2) 전년동월대비
자료: FRED

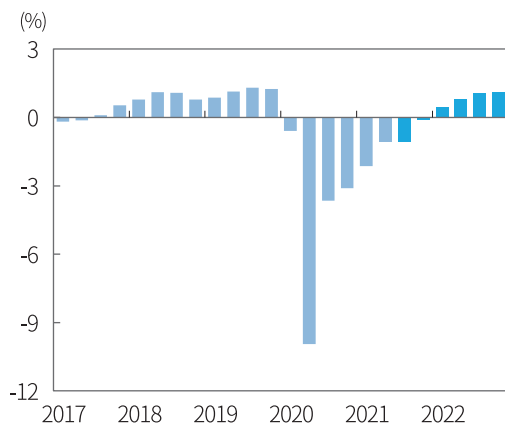
〈그림 II-5〉 고용비용지수 및 경제활동참가율



주 : 고용비용지수(Employment Cost Index)는 민간기업 임금·급여 기준 전년동기대비 상승률
자료: FRED

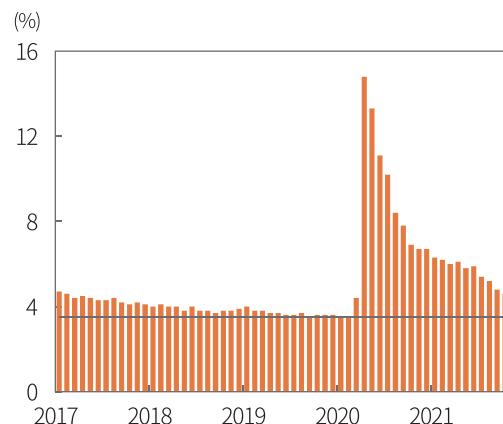
- GDP갭이 2022년 이후 양(+)으로 전환될 것으로 예상되는 등 실물경제는 꾸준한 회복세를 이어갈 전망
 - 고용의 경우 실업률 하락세가 지속되고 있으나 코로나19 이전에 비해서는 여전히 높은 수준

〈그림 II-6〉 GDP갭



주 : 2021년 4분기 이후는 성장 전망치를 이용
자료: 자본시장연구원

〈그림 II-7〉 실업률



주 : 실선은 팬데믹 이전(2020년 2월) 실업률을 나타냄
자료: FRED

3) 통화정책 요인

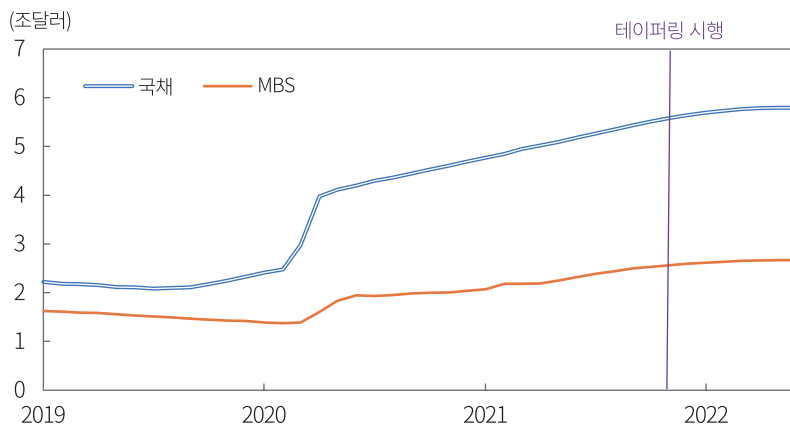
□ 물가상승세가 예상보다 가팔라지는 가운데 경제 회복세가 이어질 것으로 전망됨에 따라 연준은 11월부터 자산매입 축소(테이퍼링)를 시행

— 매입규모를 매월 150억달러씩⁴¹⁾ 축소하되, 경제전망 변화에 따라 2022년 이후 축소규모를 조정 가능

- 현재의 테이퍼링 속도를 유지할 경우 연준의 자산매입은 내년 6월 종료

— 국채 및 MBS 발행 감소, 안전자산 수요 지속 등으로 테이퍼링이 가파른 금리 상승을 유발하지 않을 것으로 전망(이슈-2 참고)

〈그림 II-8〉 연준 보유 국채 및 MBS 추이 및 전망



주 : 2021년 11월 이후 현재의 자산매입 축소 규모가 지속되는 것으로 가정
자료: FRED

□ 연준 위원들의 정책금리 전망치가 꾸준히 상향 조정되고 있는 가운데, 시장의 금리 인상 기대는 이보다 더 높은 모습

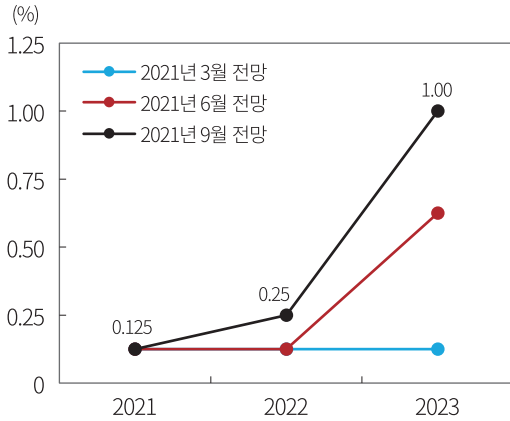
— 올해 3월 FOMC 점도표에 따르면 정책금리가 2023년까지 동결될 것으로 전망 되었으나, 9월 FOMC 점도표에서는 2022년과 2023년 정책금리 전망치(중간값 기준)가 각각 0.25%, 1.0%로 상향 조정

- 12월 FOMC 점도표에서 정책금리 전망치가 추가 상향 조정될 가능성

41) 국채와 MBS 매입규모를 각각 100억달러, 50억달러씩 축소

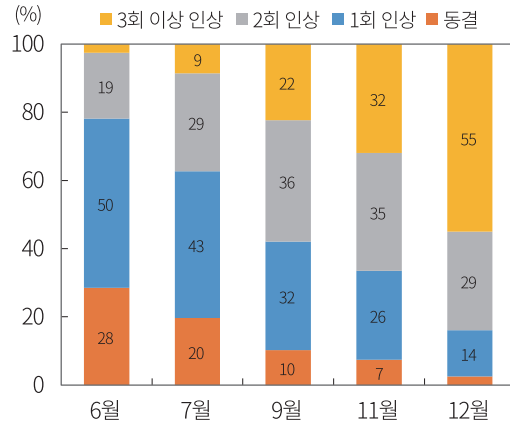
- 한편 시장은 2022년말까지 정책금리가 2회 이상 인상될 확률을 84%로 평가하며 금리인상이 빠르게 이루어질 것으로 예상
- 연준과 시장의 금리인상 전망은 향후 인플레이션 지표에 크게 영향을 받을 전망

〈그림 II-9〉 FOMC 정책금리 전망치



주 : 매 연말 정책금리 전망치, FOMC 점도표의 중간값 기준
 자료: Fed

〈그림 II-10〉 시장의 정책금리 기대



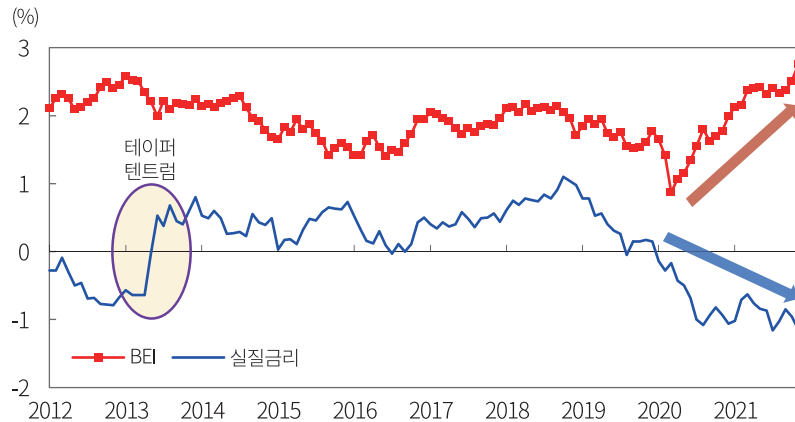
주 : 1) 2022년 각 FOMC 회의에서 현재 정책금리 (0~0.25%) 대비 기대되는 금리 인상 횟수
 2) 2021년 11월 12일 조회 기준
 자료: CME Group

□ 연준은 장기 기대인플레이션의 상승을 유발하지 않는 범위 내에서 정책금리 인상을 인내할 것으로 예상

- 팬데믹 이전 대부분 기간동안 물가상승률이 목표수준 2%를 하회했음을 감안할 때 연준은 완만한 속도로 통화정책 정상화를 진행할 전망
 - 2010~2019년중 근원PCE 물가상승률은 연평균 1.6%에 그쳤으며, 2018년을 제외한 모든 해의 물가상승률이 2%를 하회
- 경기회복세에도 불구하고 실질금리가 2020년 중순 이후 크게 낮은 수준을 지속하고 있는데, 이는 향후 완만한 정책금리 인상기대를 반영하고 있는 것으로 판단
 - 다만, 경기전망에 대한 불확실성 지속에도 일부 기인

- 2013년 테이퍼 텐트럼 당시 통화정책 정상화 기대가 과도하게 반영됨에 따라 실질금리가 급등하였으나 금번 테이퍼링에서는 실질금리 급등이 나타나지 않을 것으로 예상

〈그림 II-11〉 실질금리 및 BEI



주 : 10년물 기준, 실질금리는 물가연동채권 수익률이며 BEI는 명목채권 수익률에서 물가연동채권 수익률을 차감하여 산출

자료: FRED

4) 2022년 미국 금리 전망

- 2022년 미국 금리는 완만한 상승세를 나타내는 가운데 국채 10년물 금리는 1.7~2.3% 범위에서 형성될 것으로 전망
 - 2022년 이후 공급망 차질이 개선됨에 따라 물가상승 압력이 완화될 것으로 예상
 - 연준은 금리인상에 신중한 가운데 성급한 통화정책 정상화 기대를 억제하기 위해 노력할 것으로 전망
 - 시장금리는 인플레이션 전개 상황에 따른 금리인상 기대 변화에 크게 영향을 받을 것으로 예상
 - 다만 공급망 회복 지연으로 높은 물가오름세가 지속될 경우 금리의 상방리스크가 증대

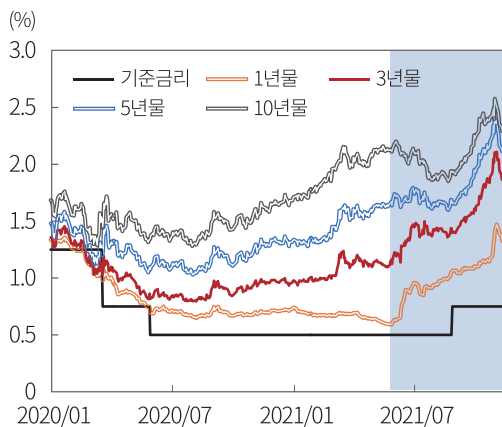
나. 국내 금리 전망

1) 최근 국내 금리 동향

□ 국내 금리는 한국은행의 기준금리 추가 인상 기대가 높아짐에 따라 단기물을 중심으로 큰 폭 상승

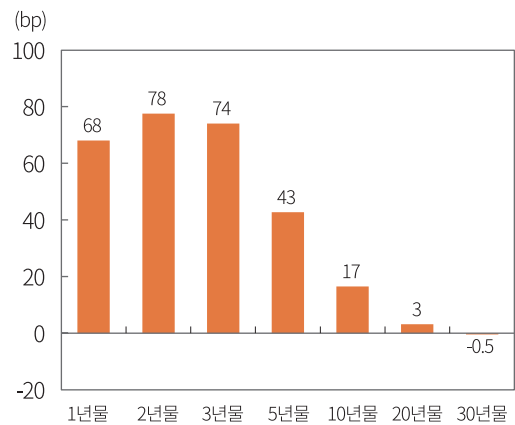
- 한국은행은 지난 8월 기준금리를 인상한 가운데 11월 추가 인상을 시사⁴²⁾
- 특히, 기준금리의 영향을 상대적으로 크게 받는 만기 3년 이하의 국고채 금리가 6월 이후 큰 폭 상승

〈그림 II-12〉 기준금리 및 국고채 금리 추이



주 : 음영으로 표시된 영역은 2021년 6월 이후 기간
자료: 금융투자협회, 한국은행

〈그림 II-13〉 국고채 금리 변동



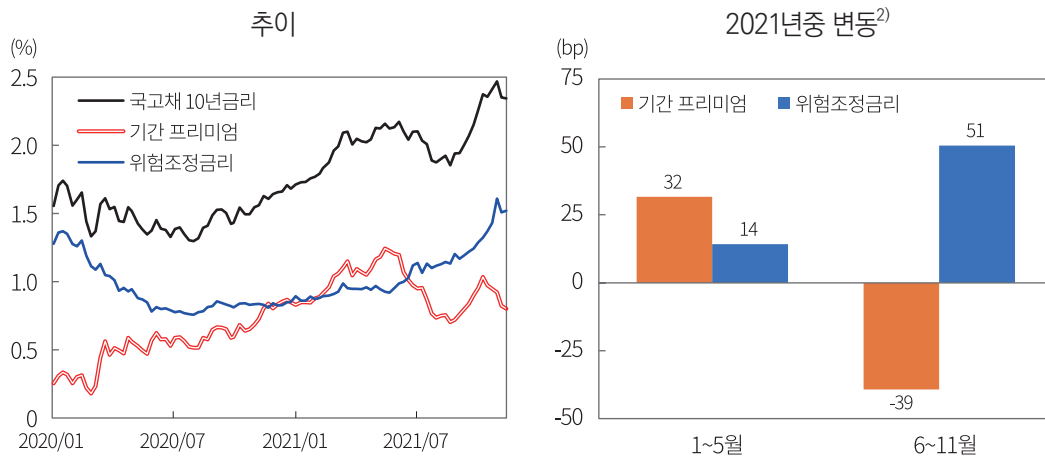
주 : 2021년 6월~11월 12일중 변동폭
자료: 금융투자협회

□ 국고채 10년물 금리의 변동요인을 위험조정금리와 기간 프리미엄으로 분해해보면, 최근의 금리 상승은 금리인상 기대가 높아진 데 기인

- 6월 이후 기간프리미엄이 하락한 데 반해 위험조정금리는 기준금리가 빠르게 인상될 것으로 예상됨에 따라 큰 폭 상승

42) 지난 10월 통화정책방향 결정회의에서 2명의 위원이 기준금리 인상 소수의견을 낸 가운데 회의 후 기자간담회에서 이주열 총재는 경기회복세가 예상에 부합할 경우 11월 기준금리 인상 가능성을 시사

〈그림 II-14〉 국고채 10년물 금리 결정요인 분해¹⁾



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

2) 11월은 11월 12일 기준

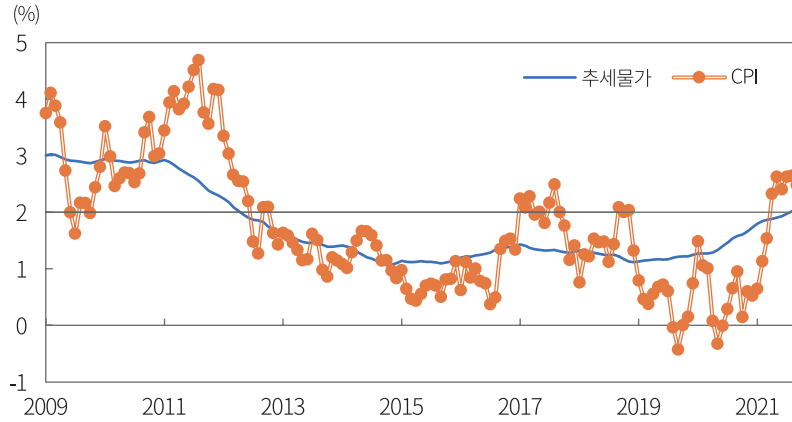
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

2) 물가 및 성장률 요인

□ 국내 물가의 오름세가 가팔라지는 가운데 추세물가 상승률은 물가안정목표 수준 (2%)에 근접

- 원자재 가격 상승 등으로 공급 물가가 높은 오름세를 나타내는 가운데 근원 CPI도 상승세가 확대
- 물가상승세는 2022년 이후 공급망 회복 등으로 완화될 것으로 예상

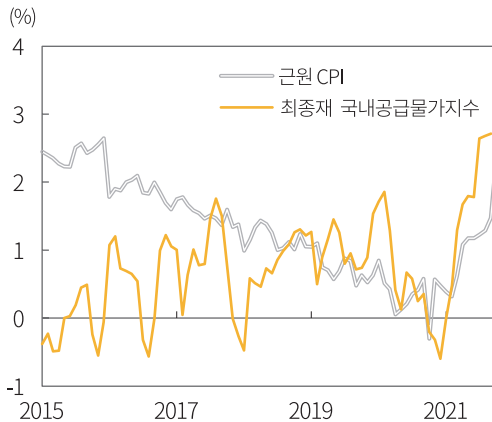
〈그림 II-15〉 국내 물가상승률



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

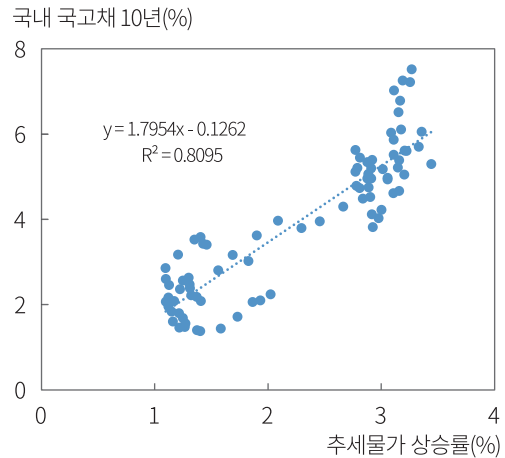
자료: 한국은행, 자본시장연구원

〈그림 II-16〉 국내 주요 물가지수 상승률



주 : 1) 전년동월대비
2) 근원 CPI는 식료품 및 에너지제외의 지수
자료: 한국은행

〈그림 II-17〉 국고채 금리와 추세물가 상승률



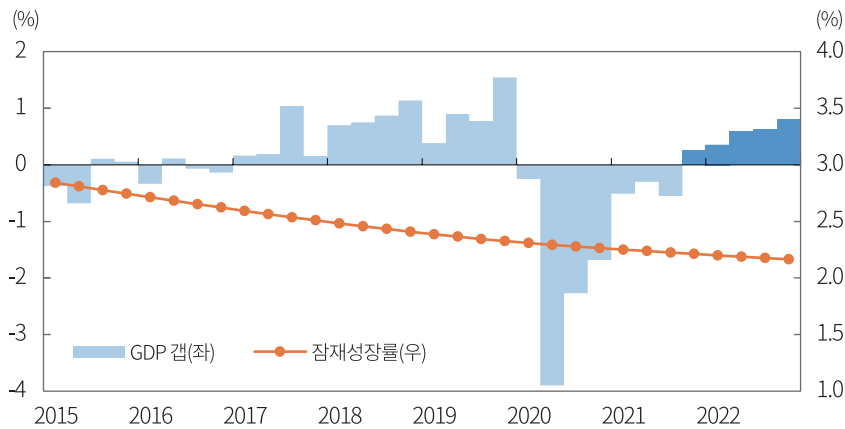
주 : 2000년 4분기~2021년 3분기의 분기별 자료
자료: 금융투자협회, 자본시장연구원

□ 국내경제는 민간소비 개선, 수출 호조 등으로 회복세가 이어질 전망

— 올해 4분기 GDP갭이 양(+)으로 전환된 후 잠재수준을 상회하는 경제성장이 지속될 것으로 예상

- 다만, 잠재성장률은 지속적인 하락세가 진행되는 모습

〈그림 II-18〉 GDP갭 및 잠재성장률



주 : 2021년 4분기 이후는 성장 전망치를 이용

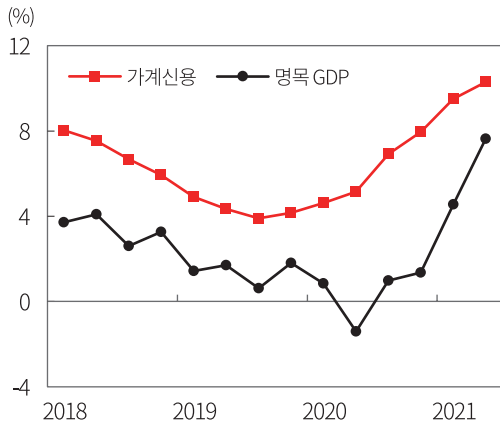
자료: 자본시장연구원

3) 통화정책 및 수급요인

□ 가계부채 누증 및 물가상승 압력 확대에 대응하여 한국은행의 금리인상 기조가 이어질 것으로 전망

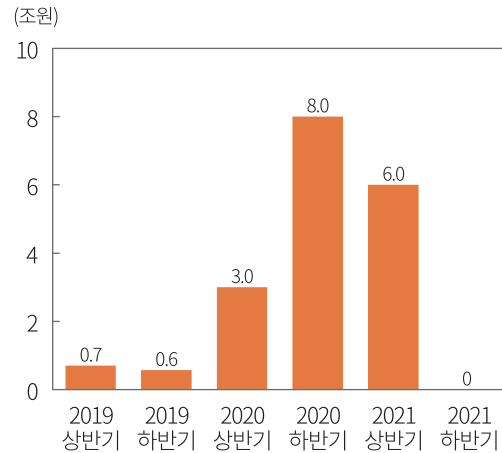
- 2021년 11월에 기준금리를 1회, 이후 2022년중 2회 인상할 것으로 예상
 - 2022년에는 공급망 병목현상 완화로 물가상승 압력이 낮아지겠으나, 가계부채 증가는 금리인상 요인으로 작용할 전망
- 한편 통화정책 정상화 기조로 인해 한국은행의 국채매입은 크게 제한적일 것으로 전망
 - 대외충격 등으로 금융시장 불안이 크게 확대되는 경우에 한해 국채매입을 시행할 것으로 예상

〈그림 II-19〉 가계신용 및 명목GDP 증가율



주 : 1) 2018년 1분기~2021년 2분기의 분기별 자료
 2) 전년동기대비 증가율
 자료: 한국은행

〈그림 II-20〉 한국은행 국채매입 추이



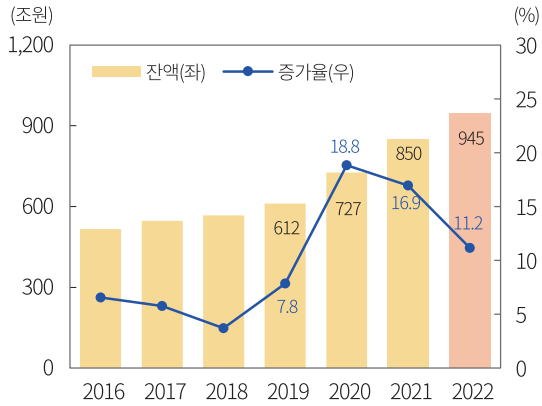
주 : 1) 반기별 매입규모
 2) 2021년 하반기는 7월~11월 12일 기준
 자료: 연합인포맥스

□ 확장적 재정운용으로 국고채 발행량은 2022년에도 팬데믹 이전에 비해 높은 수준을 이어나갈 전망

- 국고채 발행 증가율은 올해보다 둔화되겠지만, 금리상승 기조로 인해 투자수요의 약화가 예상
- 다만 팬데믹 이후 시행되고 있는 규제완화 조치⁴³⁾가 예정대로 종료될 경우, 국채 수요 확대요인으로 작용할 전망

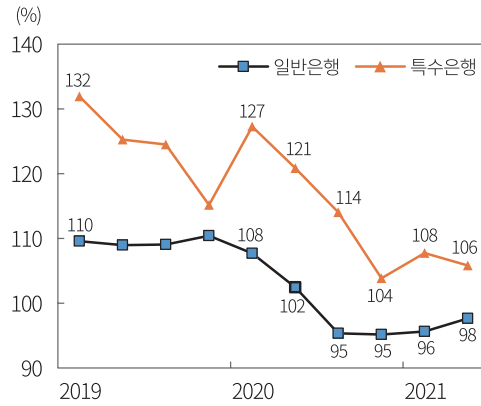
43) 통합 LCR 규제비율 완화조치(100% → 85%)가 2022년 3월말까지 연장되었으며, 차액결제 이행용 담보증권 제 공비율 인하조치(70% → 50%)도 2022년 1월말까지 연장

〈그림 II-21〉 국고채 잔액 추이 및 증가율



주 : 1) 연말 기준
 2) 2022년은 국고채 발행 계획을 반영
 자료: 연합인포맥스, 기획재정부

〈그림 II-22〉 국내은행 LCR 추이



주 : 은행그룹별 합산 기준
 자료: 금융감독원 금융통계정보시스템

4) 2022년 국내 금리 전망

- 2022년 국내 금리는 올해에 비해 상승세가 둔화될 것으로 예상되는 가운데 국고채 10년물 금리 상단과 하단은 각각 2.6%, 2.2% 수준으로 전망
 - 경기개선세가 이어지는 가운데 올해 물가상승률은 목표수준을 소폭 상회하겠으나, 공급측 요인 개선 등으로 2022년 이후 물가상승세가 둔화될 전망
 - 대외금리 상승이 시장금리 상승 요인으로 작용하는 가운데, 가계부채의 가파른 증가세가 지속될 경우 내년 기준금리 인상 속도가 빨라질 가능성
 - 한편 내년 대선 이후 재정 소요 확대로 국채 발행이 늘어날 경우, 금리 상승 압력이 확대될 위험