

III. 자본시장 전망

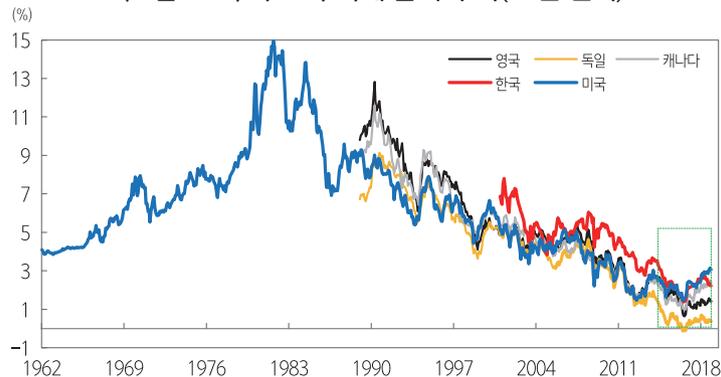
1. 한·미 금리 전망

가. 금융위기 이후 글로벌 금리 동향 및 주요 이슈

□ 금융위기 이후 주요국에서는 경제성장세에도 저금리 기조가 유지되어온 가운데, 낮은 금리수준이 경기회복세 확대를 지원함과 동시에 주식을 포함한 위험자산가격의 상승을 뒷받침

- 경제성장세 및 통화정책 정상화에도 불구하고 주요국 시장금리는 금융위기 이전보다 현저하게 낮은 수준을 유지
- 저금리 기조로 경제주체의 위험선호성향이 강화되며 위험자산에 대한 자산배분이 확대³⁾

〈그림 III-1〉 주요국 국채 금리 추이(10년 만기)



주 : 10년 만기 국채 금리의 월간 자료

자료: 자본시장연구원, Bloomberg

□ 이러한 가운데 주요국 시장금리 및 위험자산가격 결정에 중요한 영향을 미치는 미국 금리가 올해 4분기부터는 금융위기 이후 경제가 본격적인 성장세에 진입한 이래 처음으로 3%대에 안착을 시도 중

3) 저금리가 위험선호에 미친 영향에 대해서는 Brunnermeier and Schnabel(2016) 및 Choi and Kronlund(2018) 등을 참고할 수 있으며, 특히 최근 미국경제학회가 동 이슈에 대해 온라인 포럼을 진행 중(www.aeaweb.org/forum/311/have-low-interest-rates-led-to-excessive-risk-taking)

- 미 연준은 2019년에도 기준금리 인상기조를 유지할 것으로 전망되는 가운데, ECB도 연준에 이어 자산매입 중단과 함께 기준금리 정상화를 시작할 예정
- 주요국 장기금리는 미국 장기금리에 동조화되는 경향(Caceres, Carriere-Swal-low, Demir and Gruss, 2016; Hordahl, Sobrun and Turner, 2016)⁴⁾

□ 2019년 미국은 통화정책 및 경기순환주기 모두 ‘Late cycle’*에 접어들 것으로 예상되는 가운데 미국 금리의 상승추세 유지 여부와 상승폭의 중요성이 크게 증가

*Late cycle은 다양한 관점에서 정의될 수 있으나, 본 전망에서는 미국 경기가 2020년 초에 정점에 진입할 것으로 예상되는 점과 연준의 기준금리 인상 또한 2019년 말을 전후해 마무리될 것으로 전망되는 점을 고려하여 경기가 정점에 진입하기 1년 전 및 기준금리 인상 종료 1년 전의 기간을 late cycle로 정의(주식 전망에서도 동일한 기준을 적용)

- 미국 금리가 금융위기 이전 수준으로 복귀할 것인지에 대해서는 상이한 의견이 존재하는데, 미국을 포함한 주요 선진국의 저금리는 고령화 및 생산성 하락과 같은 경제의 구조적인 요인을 반영한 현상이기 때문에 앞으로도 저금리 기조가 유지될 것으로 보는 견해가 존재⁵⁾
- 한편에서는 현재 미국의 경기확장세를 감안할 때, 그 동안 유지되어온 저금리 기조가 마무리될 가능성이 높으며 이로 인해 주식 등 위험자산 가격도 영향을 받을 것이라는 의견도 제기⁶⁾

□ 한편, 국내 금리는 미국과는 달리 올해 5월 이후 하락추세를 유지하여 한·미간에 시장금리 역전 폭이 사상 최대치까지 확대

4) 국가간 장기시장금리의 동조화는 통화정책 요인 보다는 후술하는 기간 프리미엄에 의해 유발되는 것으로 분석
 5) 저금리 기조의 구조적 요인에 대한 논의는 Fischer(2017), Crescenzi(2018) 및 Eggertsson, Lancastre and Sumnerse(2018) 등을 참고
 6) 미국 금리가 금융위기 이전 수준으로 복귀할 가능성을 제기한 견해에 대해서는 Feldstein(2018), Kosar(2018) 및 Siegel(2018) 등을 참고

- 2017년 이후 국내 금리는 미국 금리에 강하게 동조화되어 왔으나, 올해 하반기부터 미국 금리와 탈동조화 현상이 심화
- 이로 인해 한·미간에 기준금리와 더불어 시중금리의 역전이 심화

□ 금리 전망편에서는 금리구성요인을 통화정책에 대한 기대와 기간 프리미엄으로 구분하고, 각 요인별 분석을 통해 미국과 한국의 금리경로를 전망⁷⁾⁸⁾

〈참고 5〉

금리구성요인의 분해

- 본 보고서에서는 Adrian, Crump and Moench(2013a, 이하 ACM)의 이자율 기간구조모형을 활용하여 금리를 ①통화정책에 대한 기대(이하 위험조정금리)와 ②채권의 리스크 프리미엄인 기간 프리미엄으로 분해
 - 위험조정금리는 미래 단기금리(기준금리)에 대한 시장의 기대치를 반영하며, 이를 통해 시장이 예상하는 미래 기준금리 변화 경로를 파악
 - 예) 1년 만기 위험조정금리는 향후 1년 동안 예상되는 기준금리들의 평균으로 1년간의 기준금리 인상경로를 반영
- 위험조정금리를 통한 통화정책에 대한 시장의 기대는 ①기준금리 인상속도 및 ②명목중립금리 관점에서 파악이 가능
 - 시장이 예상하는 2019년말까지의 누적 기준금리 인상 횟수는 ‘1년 후의 1개월 위험조정금리’를 통해 파악 가능
 - 시장이 평가하는 명목중립금리는 ‘5년 후 5년 위험조정금리’를 통해 파악

7) 금리결정요인의 분해는 ACM 모형뿐만 아니라 다양한 이자율기간구조모형을 통해서 도출이 가능한데, 대부분의 이자율기간구조모형들은 모형의 추정에 월별 금리자료가 사용되는 반면, ACM 모형은 일별 금리자료를 이용해 추정이 가능하여 일별로 금리구성요인을 관찰할 수 있다는 점에서 이자율 기간구조모형의 현실적용에 혁신을 가져온 것으로 평가

8) ACM 모형에서는 국채의 만기를 1개월 단위로 구분

- Laubach and Williams(2016)는 중립금리를 경제가 일시적인 요인의 영향에서 벗어나 균형상태에 도달했을 때 지속될 수 있는 단기금리로 정의하면서, 5년 후에 5년간 유지될 것으로 기대되는 단기금리를 예시로 제시
- 5년 후 5년 위험조정금리는 5년 후부터 10년까지 예상 기준금리의 평균으로 Christensen and Rudebusch(2017) 등의 선행연구에서 시장이 평가하는 안정상태(steady state)에 대한 기대를 도출할 때 자주 사용

□ 기간 프리미엄(term premium)은 단기채권 대비 장기채권 투자에 따른 보상수익률로 투자자가 인지하는 금리상승 위험이 커질수록 증가

- 기간 프리미엄은 다양한 요인에 의해 결정되는데, 물가상승위험·경기여건·통화정책의 불확실성·채권에 대한 수요와 공급(예: 중앙은행의 양적완화로 인한 채권수요 증가)·경제주체의 위험선호도 등이 대표적 요인

금리결정요인



□ 본 보고서에서는 국내 금리의 경우 KIS채권평가가 제공하는 만기 1개월부터 120개월까지의 일별 할인채 금리를 사용하여 ACM 모형을 추정

- 2001년 1월 2일부터 2018년 11월 16일까지의 자료를 이용
- 미국은 Gurkaynak, Sack and Wright(2006)가 제공하는 일별 할인채 금리를 사용하여 ACM 모형을 추정하였으며, 1970년 1월 2일부터 2018년 11월 16일까지의 자료를 이용

나. 미국 금리 전망

1) 2018년 미국 금리 동향

□ 2018년 미국 국채 금리(10년 만기)는 높은 상승세를 나타내며 금융위기 이후 경제가 본격적인 성장세에 진입한 이래 처음으로 3%대에 안착을 시도 중인 가운데 상반기에는 통화정책에 대한 기대(위험조정금리)가 주요 금리 상승요인으로 작용하였으며, 하반기에는 기간 프리미엄이 확대되며 금리가 상승 (<그림 III-2>)

- 2018년 미국 금리는 연간 기준으로 2013년 긴축발작(Taper Tantrum)으로 인한 금리 급등을 제외할 경우 금융위기 이후에 가장 높은 상승세를 기록(2017년 말 대비 70bp 가량 상승, 2018년 11월 16일·10년 만기 국채 금리 기준)
- 10년 만기 금리는 2017년말 2.41%에서 올해 6월말에는 2.86%까지 상승하였으며, 10월부터는 2012년 이후 처음으로 3%대에 안착
- 위험조정금리는 견조한 경제성장세 및 세계개혁의 영향으로 중립금리의 상승 가능성과 연준의 지속적인 금리인상에 대한 기대가 반영되며 상승세를 유지
- 기간 프리미엄은 연초 확장적 재정정책 및 물가 상승세 확대 우려를 반영하며 급등한 후 6월부터는 미·중 무역갈등 심화로 하락세를 나타냈으나, 9월 들어 특히 통화정책의 불확실성이 확대되며 급등

<그림 III-2> 2018년 미국 금리 및 금리 구성요소 추이(10년 만기)



주 : 2017년 6월~2018년 11월 16일까지의 일간 자료 (위험조정금리와 기간 프리미엄은 ACM 모형을 통해 도출)
 자료: 뉴욕연준, Bloomberg, 자본시장연구원

2) 미국 금리 전망 : 통화정책 요인(중립금리와 기준금리 인상 속도)

(1) 시장평가 중립금리

□ 2018년 11월 기준 시장이 평가하는 명목중립금리는 3.4%를 넘어 연준의 중립금리 전망치(9월 FOMC) 3.0%를 상회(<그림 Ⅲ-3>, <그림 Ⅲ-4>)

- 중립금리는 통화정책의 준거로 이번 연준의 기준금리 인상 또한 중립금리를 소폭 상회하는 수준에서 마무리될 것으로 예상
- 옐린의장 재임 당시 연준의 중립금리 전망치가 지속적으로 하향 조정
 - 옐린의장은 구조적 요인(잠재성장률 하락, 고령화, 생산성 하락 등)을 반영해 중립금리 평가치를 하향 조정(금융위기 이전 4~4.5% → 2017년 12월 2.75%)
 - 2017년중 시장이 평가하는 중립금리는 2.8~3.0%로 연준의 전망치(2.75~3.0%)에 부합
- 2017년 4분기 이후 시장의 중립금리 전망치가 금융위기 이후에 처음으로 추세적인 상승세를 보인 가운데 9월 FOMC에서 연준의 중립금리 전망치도 소폭 상승(2.9% → 3.0%)⁹⁾¹⁰⁾
 - 시장의 중립금리 평가치는 2017년 4분기 이후부터 2018년 2분기까지 세계개혁으로 인한 잠재성장률 제고가능성을 반영하여 추세적으로 상승

□ 결과적으로 금리인상의 Late cycle에 접어든 시점에서 연준의 중립금리 전망치가 큰 폭으로 상승하지 않는 한 중립금리 측면에서 중장기 금리의 상승압력은 크지 않은 것으로 평가

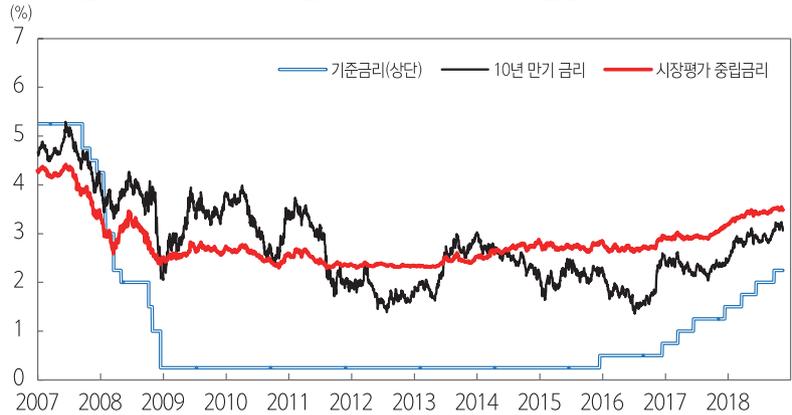
- 다만 중립금리는 올해 10월 이후 연준 내부의 엇갈린 의견에도 불구하고 이번 기준금리 인상 사이클의 최종 기준금리와 연관되므로 향후 연준의 중립금리 전망치 변화를 예의주시할 필요

9) 옐린의장 재임 당시 및 파월의장 취임 이후 연준의 중립금리와 관련된 논의 및 시사점은 백인석(2018)을 참고

10) 2018년 5월에 윌리엄스 뉴욕연준총재도 세계개혁으로 중립금리가 0.25%p 상승할 수 있다는 의견을 제시(Williams, 2018)

- 가능성은 높지 않은 것으로 판단되지만 연준의 중립금리가 상승(하락)할 경우 중장기 금리가 이를 반영하여 유의미한 변화를 보일 수 있으며, 금리인상 속도에도 변화가 예상

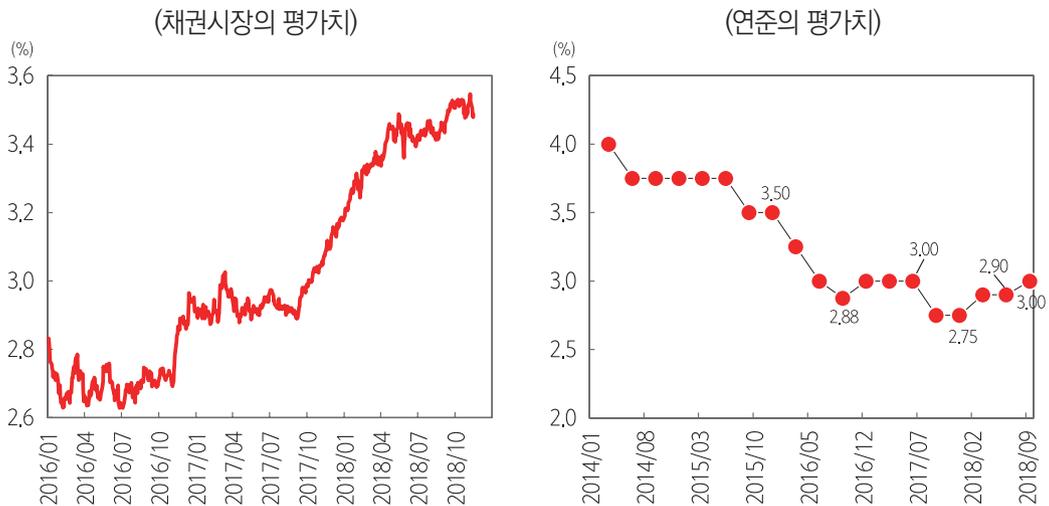
〈그림 III-3〉 미국 국채 금리에 반영된 명목중립금리 (2007~2018)



주 : 시장평가 중립금리는 ACM 모형에서 도출된 5년 후 5년 위험조정금리(5년 후부터 10년까지 1개월 만기 중립금리에 대한 기대치)

자료: 뉴욕연준, 자본시장연구원

〈그림 III-4〉 미국 중장기 금리에 반영된 중립금리와 연준의 중립금리 전망치



주 : 2017년 1월 2일부터 2018년 11월 9일까지 일간 시장평가 중립금리

자료: 뉴욕연준, FRB, 자본시장연구원

(2) 시장평가 기준금리 인상속도 : 시장의 2019년말 및 최종 기준금리 예상치

□ 2018년 11월을 기준으로 시장은 2019년말에 기준금리가 대략 3.1~3.2% 수준까지 인상될 것으로 평가하고 있으며, 2020년중에는 동결될 것으로 예상(2019년 중 3회 인상 후 동결), <<그림 Ⅲ-5>>

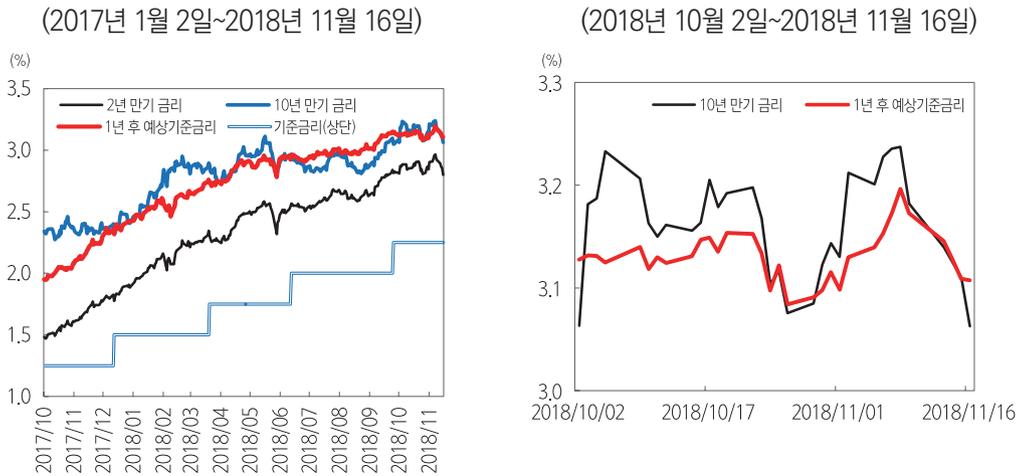
- (2019년말 예상 기준금리) 2018년 11월 시장은 2019년말에 기준금리가 3.1~3.2%까지 인상될 것으로 예상하고 있어 연준의 전망치(9월 FOMC, 3.1%) 차에 대체로 부합
- (최종 기준금리 예상치) 반면 시장이 예상하는 이번 금리인상 사이클의 최종 기준금리(terminal rate)는 3.2% 내외
 - 최종 기준금리는 시장이 예상하는 2020년 1분기말 기준금리를 의미
 - 11월중 시장이 예상하는 최종 기준금리는 3.15~3.25% 범위에서 변동
- 하지만 11월 중순 이후 내년중 연준의 기준금리 인상 속도에 대해 하방 불확실성이 부각되며 시장이 예상하는 기준금리 인상횟수가 3회에서 2회로 조정 중에 있을 가능성¹¹⁾

□ 따라서 최종 기준금리를 기준으로 시장은 1회 정도의 금리인상 가능성을 반영하지 않은 것으로 판단되며, 연준의 기준금리 인상이 예상대로 진행될 경우 시장금리의 상승요인으로 작용할 전망

- 연준 및 본 보고서는 2020년 1분기까지 기준금리가 총 4회 인상되어 3.5%에 달할 것으로 예상하는데 반해 시장은 총 3회의 인상(3.25%)을 반영 중
- 다만, 2019년~2020년중 연준의 통화정책 경로에 상하방 불확실성이 상존하는 만큼 기준금리 인상 전개양상에 따라 시장금리의 변동성이 확대될 것으로 예상

11) 본 분석에서는 미국 금리에 대해 ACM 모형을 추정시 Gurkaynak, Sack and Wright(2006)이 제공하는 할인채 금리를 사용하는데, 분석시점을 기준으로 11월 16일까지의 할인채 금리만 사용가능하였음. 시장의 예상 기준금리가 11월 8일 3.20%를 고점으로 11월 16일 3.11%까지 하락추세를 보이고 있어 11월 20일 이후에는 3%대 초반으로 하락했을 것으로 추정(2018년 월별로 시장이 예상하는 2019년말 기준금리 수준을 살펴본 결과, 대략적으로 10년 만기 금리가 3%를 하회할 경우 시장은 2019년말 기준금리를 3.0%로 예상하는 것으로 분석)

〈그림 III-5〉 미국 국채 금리에 반영된 2019년말 기준금리 예상치

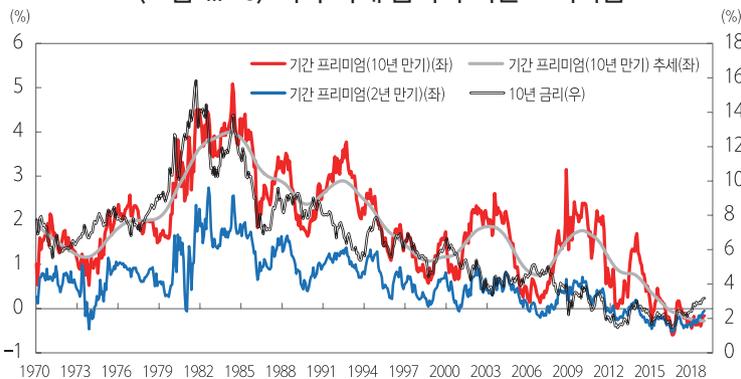


3) 미국 금리 전망 : 기간 프리미엄 요인

□ 2019년에는 통화정책과 함께 기간 프리미엄도 미국 금리결정에 주요 요인으로 작용할 것으로 예상되는 가운데, 미국 금리 기간 프리미엄은 연준의 자산축소에도 불구하고 음의 영역에 머무르며 1970년 이후 가장 낮은 수준을 유지 중

— 채권 만기가 길수록 기간 프리미엄이 증가하는 경향을 가지나, 2018년 하반기부터는 2년물 채권의 기간 프리미엄이 10년물보다 높은 수준에서 형성

〈그림 III-6〉 미국 국채 금리의 기간 프리미엄



(1) 기간 프리미엄의 결정요인¹²⁾: 순환적 요인과 구조적 요인

□ 금융위기 이후에 기간 프리미엄이 크게 낮아진 이유에 대해서는 다양한 견해가 제시되고 있으나, 경기변동 및 실업률 등과 같은 순환적 경기요인과 함께 연준을 포함한 중앙은행의 양적 완화를 주요 요인으로 파악하는 관점이 지배적

- 기존 연구들에서는 기간 프리미엄의 순환적(일시적) 특성에 초점을 맞추어 경기변동이나 실업률 등과 같은 순환적 요인의 불확실성을 기간 프리미엄의 주요 결정요인으로 제시(Fama and French, 1989; Ludvigson and Ng, 2009 등)
- 연준과 ECB의 양적 완화가 기간 프리미엄을 낮추는데 크게 기여한 것으로 평가(Bauer and Rudebusch, 2014)되며, 바젤 III 규제에 의한 은행의 국채보유 증가도 기간 프리미엄의 하락에 기여한 것으로 분석(Cohen, Hordahl and Xia, 2018)

□ 결과적으로 중앙은행의 자산축소 등과 같은 일시적 요인이 해소될 경우 기간 프리미엄이 금융위기 이전 수준으로 정상화될 것이라는 의견이 제시되고 있으며, 특히 ECB의 자산매입 중단이 미국 금리의 기간 프리미엄 변화에 전환점이 될 수 있다는 가능성이 제기

- 금융위기 이후에 나타난 저금리 기조의 원인을 모색하는 대부분의 논의들은 실질중립금리가 구조적인 경제요인(예: 고령화, 생산성 하락)에 의해 하락했을 가능성을 제기하는 반면 기간 프리미엄에 대해서는 순환적 특성에 초점(White House, 2015; Rachel and Smith, 2015; IMF, 2018)
- 한편, 연준의 자산축소에도 미국 금리의 기간 프리미엄이 사상 최저치까지 하락하고 있는 가운데, 일부 시장참여자는 ECB의 자산매입 중단이 주요국 기간 프리미엄의 추세가 전환될 수 있다는 의견을 제시(McCormick, 2018)
- 제이피모간의 서베이에 따르면 시장참여자들은 2019년 금융시장의 가장 중요한 동인으로 연준의 기준금리 인상 및 자산축소를 지적

12) ACM 모형을 포함한 전통적인 재무경제학 이자율 기간구조모형에서는 금리결정요인이 비관측요인으로 제시되므로 사후적으로 기간 프리미엄을 설명할 수 있는 요인을 모색

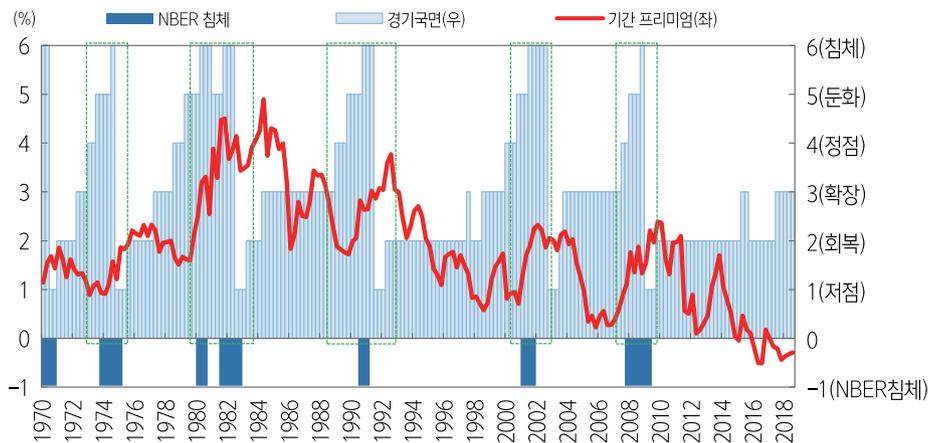
□ 본 보고서에서는 기간 프리미엄의 하락에 순환적 요인과 함께 구조적 요인 또한 기여했을 가능성을 제기하고자하며, 이하에서는 기간 프리미엄의 결정요인을 순환적 요인과 구조적 요인으로 구분하여 분석

(2) 기간 프리미엄 결정 요인: 순환적 요인

□ 기간 프리미엄은 경기 회복국면부터 정점국면까지는 하락하는 경향이 있으며, 경기 정점의 후반부 또는 둔화국면부터 상승하기 시작하여 경기저점까지 상승세가 유지¹³⁾

- NBER이 정의한 침체국면에서는 모두 기간 프리미엄이 크게 상승
- 이와 같은 기간 프리미엄의 경기역행적 특성은 대부분의 기존 연구들의 분석결과와 일치(예: Fama and French, 1989; Ludvigson and Ng, 2009)

〈그림 Ⅲ-7〉 경기국면과 기간 프리미엄(10년 만기)

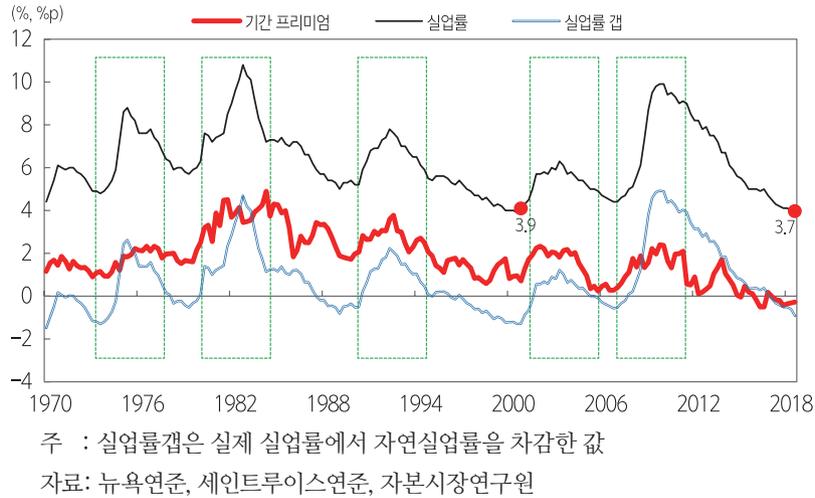


주 : 1) 1970년 1분기부터 2018년 3분기까지의 분기별 자료
 2) 경기국면은 Ahn and Min(2016)의 방법을 통해 도출
 자료: 뉴욕연준, 자본시장연구원

13) 〈그림 Ⅲ-7〉에 나타난 바와 같이 기간 프리미엄(채권 리스크 프리미엄)은 경기변동에 동행하는 특성을 가지는 반면, 다음 절에서 제시되는 바와 같이 주식의 리스크 프리미엄은 채권에 비해 경기변동에 선행하는 특성을 보유했다(〈그림 Ⅲ-48〉).

- 기간 프리미엄과 경기변동간의 관계는 실업률을 살펴보면 보다 명확해지는데, 기간 프리미엄은 실업률이 하락(상승)하여 실업률갭이 축소(확대)될 때 하락(상승)

〈그림 Ⅲ-8〉 실업률과 기간 프리미엄(10년 만기)



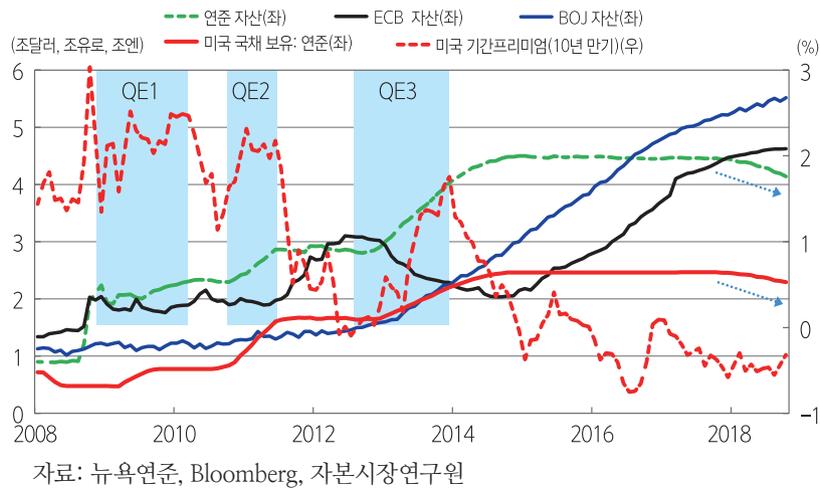
- 기준금리 인상기에는 기간 프리미엄이 축소되고 인하기에는 확대되는 경향이 존재 하며(1979~1981년의 고물가 기간은 예외), 통화정책의 불확실성이 높을 때는 기간 프리미엄이 상승(ACM, 2013b; Cohen, Hordahl and Xia, 2018)

〈그림 Ⅲ-9〉 통화정책과 기간 프리미엄(10년 만기)



- 2018년 연준의 자산축소는 기간 프리미엄에 유의한 영향을 주지 못하였으나, 올해 말을 기점으로 ECB가 양적완화를 중단할 예정에 있으며 미국의 국채 발행규모가 증가할 것으로 예상되어 수급측면에서 기간 프리미엄의 상방 불확실이 존재
 - 수급요인이 자산가격에 미치는 영향은 사전적으로 판단하기 어려운 측면이 있으나, 경기 및 금융여건에 따라서 예기치 않게 기간 프리미엄의 상승을 유발할 가능성은 상존

〈그림 III-10〉 수급요인과 기간 프리미엄 (10년 만기)



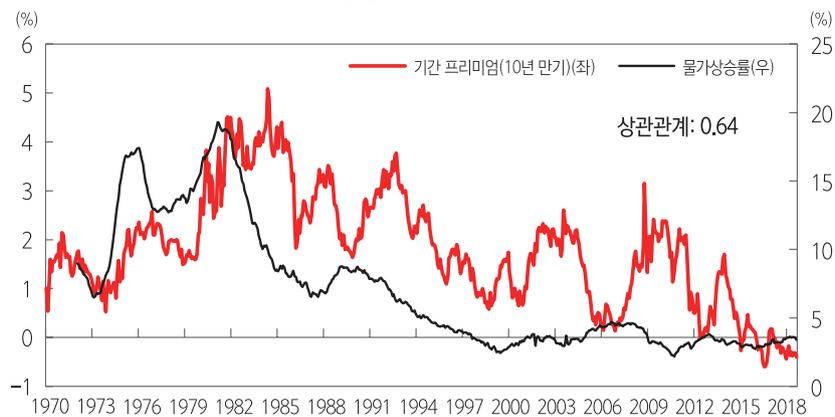
- 종합적으로 2019년 미국의 예상 경기여건과 통화정책 경로를 고려할 때, 수급요인을 제외할 경우 기간 프리미엄의 상승압력은 크지 않은 것으로 평가
 - 미국 경기는 2019년에도 확장국면을 이어갈 것으로 전망되며, 실업률 또한 상승추세로 전환할 가능성이 크지 않아 연준의 기준금리 인상도 지속될 예정

(3) 기간 프리미엄 결정 요인: 구조적 요인

□ 물가상승은 채권의 가장 핵심적인 위험요인(Wright, 2011)으로 미국의 물가는 2000년 이후에 2% 내외 수준에서 안정세를 유지하고 있으며, 특히 물가의 장기 변동성이 경기변동 및 통화정책과 무관하게 낮은 수준을 유지

- 물가수준 및 물가 변동성 모두 기간 프리미엄과 강한 양의 상관관계를 갖는데, 특히 물가 변동성과 기간 프리미엄 추세간의 상관관계는 0.8에 근접

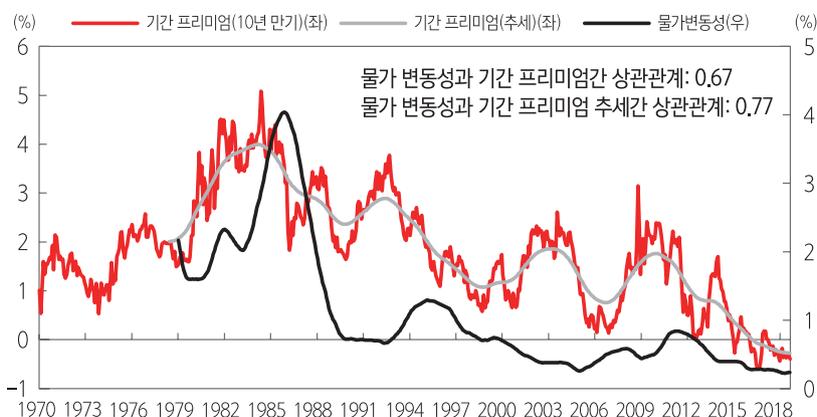
〈그림 III-11〉 물가상승률과 기간 프리미엄(10년 만기)



주 : Core PCE의 전년동월비 상승률

자료: 뉴욕연준, 세인트루이스연준, 자본시장연구원

〈그림 III-12〉 물가 변동성과 기간 프리미엄(10년 만기)



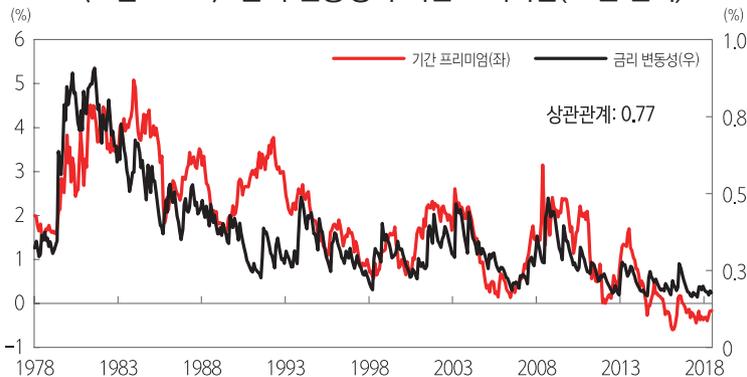
주 : 물가변동성은 월별 Core PCE 상승률의 5년 표준편차

자료: 뉴욕연준, 세인트루이스연준, 자본시장연구원

□ (금리 변동성과 기간 프리미엄) 변동성은 금리상승 위험을 종합적으로 나타내주는 요인으로 볼 수 있는데, 금리 변동성의 장기추세는 통화정책 및 경기변동과 연관성이 높지 않은 가운데¹⁴⁾ 기간 프리미엄의 추세와 매우 높은 상관관계를 시현 (<그림 Ⅲ-13>, <그림 Ⅲ-14>)

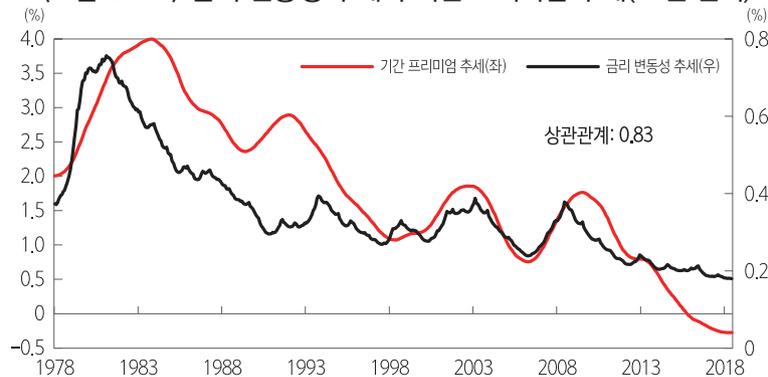
- 월별 금리 변동성과 기간 프리미엄간에도 높은 상관관계가 존재하나, 금리 변동성 추세와 기간 프리미엄 추세간의 상관관계는 0.8을 상회
- 금리 변동성은 앞에서 살펴본 요인들의 종합적인 영향을 받는데, 변동성의 장기 추세는 순환적 요인 외에 구조적인 요인의 영향을 주로 반영

<그림 Ⅲ-13> 금리 변동성과 기간 프리미엄(10년 만기)



주 : 1) 1970년부터 2018년 11월일까지의 월간 자료 (11월은 9일까지의 자료를 사용)
 2) 월간 금리 변동성은 Gallant and Tauchen(1989, 2017)의 SNP 모형을 통해 도출
 자료: 뉴욕연준, Bloomberg, 자본시장연구원

<그림 Ⅲ-14> 금리 변동성 추세와 기간 프리미엄 추세(10년 만기)



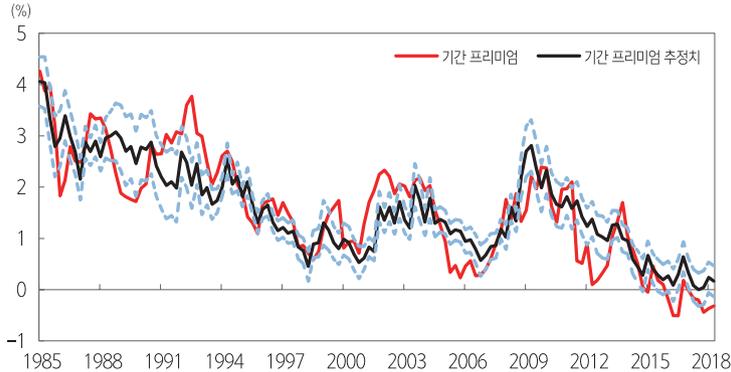
주 : 금리 변동성은 Gallant and Tauchen(1989, 2017)의 SNP 모형을 통해 도출, 금리 변동성과 기간 프리미엄의 추세는 Grant and Chan(2017)의 비관측요인 모형을 이용
 자료: 뉴욕연준, Bloomberg, 자본시장연구원

14) 1990년 이후 금리 변동성 추세와 기준금리간의 상관관계는 0.3을 소폭 하회하였으며, 경기변동과 금리 변동성 추세 또한 명확한 관계가 존재하지 않는 것으로 분석

□ (기간 프리미엄 종합 판단) 기간 프리미엄의 결정요인을 고려해 적정 기간 프리미엄을 산출한 결과, 2018년 1분기~3분기를 기준으로 실제 기간 프리미엄이 경제요인에서 도출되는 수준보다 대략 20~30bp 정도 낮은 것으로 분석(분석에서 수급요인은 제외) (<그림 Ⅲ-15>)

- 1970년 이후에 최저 수준에 근접해 있는 기간 프리미엄이 경제요인에 의해 설명되는 것보다 과도하게 낮다면 향후 예기치 않은 기간 프리미엄의 상승 가능성이 있으며, 이 경우 금리 상승경로를 통해 주식 등 여타 섹터에 충격을 줄 가능성이
- 최근의 기간 프리미엄이 적정 기간 프리미엄의 90% 하한선에는 못 미치나 그 폭이 20~30bp 수준으로 제한되어 경제요인에 비해 과도하게 낮지는 않은 것으로 판단¹⁵⁾

<그림 Ⅲ-15> 순환적·구조적 요인을 고려한 적정 기간 프리미엄



- 주 : 1) 1985년 1분기부터 2018년 3분기까지 분기별 기간 프리미엄(10년 만기)을 기준금리, 실업률, 물가상승률, 물가상승률 변동성, 금리 변동성에 대해 회귀분석(1980년을 전후한 고물가의 특성을 통제하기 위해 물가수준이 9% 미만으로 하락한 1985년부터 분석기간에 포함)
- 2) 경제변수간에 상관관계를 통제하기 위해 회귀분석에 사용된 최종 독립변수는 순수기준금리요인, 실업률, 물가, 순수물가변동성요인 및 순수금리변동성요인
- 3) Newey-West 방법에 따른 표준오차 조정, 그림자는 기간 프리미엄 추정치의 95% 신뢰구간
- 4) 순수기준금리요인을 제외한 모든 변수는 유의수준 5%에서 기간 프리미엄에 양의 영향, 순수기준금리요인은 유의수준 15%에서 기간 프리미엄에 양의 영향

자료: 뉴욕연준, 세인트루이스연준, 자본시장연구원

15) 기준금리, 실업률, 물가상승률, 물가상승률 변동성, 금리 변동성간에는 경제적·통계적으로 높은 상관관계가 존재하여 회귀분석시 변수간 상호연관성을 통제할 필요가 있음. 변수들간의 상관관계를 완전히 통제하는 것은 어려우나, 분석에서는 아래와 같은 경제적 관계를 근거로 변수간 연관성을 통제하였음. ① 기준금리는 물가 및 실업률과 각각 높은 양 및 음의 상관관계를 가지므로, 기준금리를 물가·실업률에 대해 회귀분석하여 도출된 잔차를 '순수기준금리요인'으로 고려 ②, 물가변동성은 물가상승률이 높을수록 증가하는 경향이 존재하므로, 물가변동성 중 물가수준과 관련되지 않은 부분을 '순수물가변동성요인'으로 고려, ③ 금리변동성은 물가 및 (순수)물가변동성이 높을수록 커지는 경향, 따라서 금리변동성 중 물가요인을 제외한 부분을 순수금리변동성요인으로 고려

4) 미국 금리 전망 종합

(1) 금리 수준

□ 미국 금리는 2019년에도 상승세를 이어가 10년 만기 기준으로 3.5% 내외 수준까지 상승할 것으로 전망되며, 2019년말을 전후한 시점에서 기준금리와 역전되며 이번 상승기를 마무리할 것으로 예상(〈그림 Ⅲ-16〉)

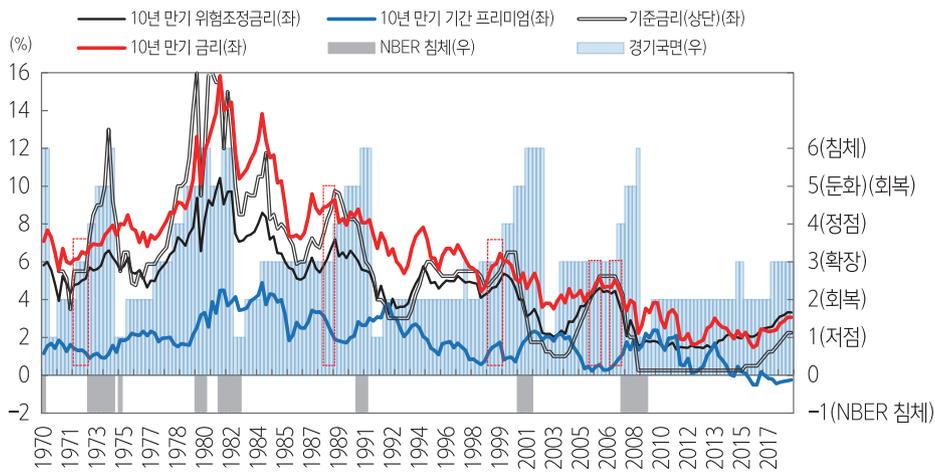
- 1970년 이후 경기순환주기상 Late cycle 또는 기준금리 인상기의 Late cycle은 금리 상승 구간이며, 각 금리 인상기에서 마지막 기준금리 인상을 전후해 장기 금리가 기준금리를 하회
- 내년말 10년 만기 금리의 예상 수준(3.5% 내외)은 시장이 이번 기준금리 인상 사이클의 최종 기준금리(3.5%)를 3.2% 내외 수준으로 예상하고 있어 1회 정도의 기준금리 인상을 반영하지 않았을 가능성과 함께, 기간 프리미엄이 경기 및 통화정책 여건 대비 20~30bp 정도 낮다는 점을 감안
 - 연준과 본 보고서에서 예상하는 이번 금리인상기의 최종 기준금리는 각각 3.4%(9월 FOMC 기준)와 3.5%이며, 시장의 전망치는 3.2% 내외
 - 기간 프리미엄의 상승 요인은 경기요인 보다는 연준의 자산축소·미국채 발행 증가·ECB의 통화정책 정상화에 무게

□ 다만, 2019년 중에는 연준의 통화정책 경로에 상하방 불확실성이 증가할 것으로 예상되어 금리 변동 또한 기준금리 인상의 전개 양상에 따라 유의미하게 달라질 가능성이 상존

- 통화정책 측면에서 고용사정 개선에 따른 물가상승세 확대가 실현되어 금리인상이 가속화되고 긴축의 정도(기준금리가 중립금리를 상회하는 정도)가 심화될 경우 시장금리의 상승폭도 크게 높아질 전망
- 2016년과 2017년 연준이 본격적인 기준금리 인상을 시작할 때와 유사하게 금리인상의 Late cycle에 접어든 2019년에는 연준의 기준금리 인상경로에 대해 시장과 연준의 견해가 크게 엇갈릴 가능성

- 아울러 연준의 자산축소 및 국채발행 증가는 수급측면의 분명한 금리상승 요인이며, 여기에 ECB의 자산매입이 중단될 경우 기간 프리미엄이 확대될 가능성
- 반면, 미국의 성장세가 예상보다 빠르게 둔화되거나, 주식시장을 중심으로 위험 자산가격에 큰 폭의 지속적인 조정이 나타나 금융긴축이 심화될 경우 기준금리 인상이 조기에 마무리 될 가능성이 있으며, 이 경우 시장금리 또한 그 동안의 상승국면을 마무리할 것으로 전망

〈그림 Ⅲ-16〉 통화정책·경기순환 국면과 금리



주 : 1970년 1분기부터 2018년 3분기(11월 21일)까지의 분기말 자료

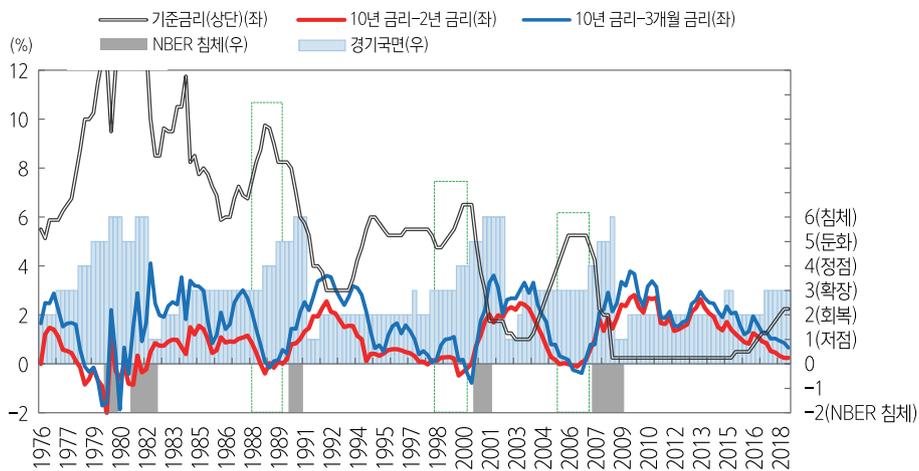
자료: 뉴욕연준, Bloomberg, 자본시장연구원

(2) 장단기 금리 차

□ 미국의 장단기 금리 차이는 점진적으로 축소되어 2019년 4분기중 역전될 것으로 예상 (<그림 III-17>)

- 장단기 금리 차(10년 금리 - 2년 금리 기준)는 통상 기준금리 인상이 마무리되는 시점 및 경기 확장기말·정점국면에서 역전되는 경향
- 실증적으로 경기침체에 대한 강력한 시그널인¹⁶⁾ 장단기 금리 차는 NBER기준 경기침체에 대략 1~2년 정도 선행하는 경향(10년 금리 - 2년 금리 기준)
- Bauer and Mertens(2018)에 따르면 장단기 금리 차이 중 10년 금리 - 3개월 금리가 12개월 후 경기침체를 예측하는 데 가장 신뢰도가 높은 것으로 분석되었는데, 2018년 11월 21일 기준으로 3개월-10년 금리 차이는 0.67%(2년-10년 금리 차이는 0.24%)
- 결과적으로 장단기 금리 차이 관점에서 볼 때, 미국의 경기침체는 2020년 이후에 도래할 될 가능성

<그림 III-17> 통화정책·경기순환 국면과 장단기 금리 차



주 : 1970년 1분기부터 2018년 3분기(11월 21일)까지의 분기말 자료

자료: 뉴욕연준, Bloomberg, 자본시장연구원

16) 미국에서는 1955년 이후에 모든 경기침체에 선행하여 장단기 금리 차이가 역전되었는데, 장단기 금리차이가 경기침체를 예측하는 원인에 대해서는 다양한 의견이 제시되고 있으나 아직 명확한 원인이 밝혀지지는 않은 상태(Bauer and Mertens, 2018)

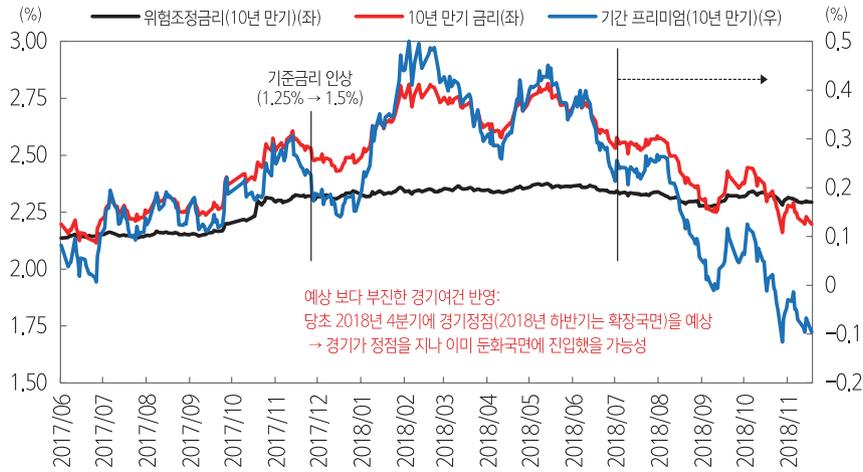
다. 한국 금리 전망

1) 2018년 한국 금리 동향과 당초 금리 전망 비교

- 국내 금리는 연중 기간 프리미엄이 금리결정을 주도한 가운데 상반기에는 미국 금리와 동조화 추세를 보였으나, 하반기들어 부진한 경기여건으로 미국 금리와 탈동조화되며 하락세를 시현(〈그림 Ⅲ-18〉, 〈그림 Ⅲ-19〉)
 - 위험조정금리(통화정책에 대한 기대)는 연중 매우 좁은 범위에서 등락하며 안정세를 유지
 - 상반기에는 국내 기간 프리미엄이 미국 기간 프리미엄에 동조화되며 국내 금리가 미국 금리와 강하게 동조화
 - 하반기 들어 국내 금리는 예상보다 부진한 고용여건과 성장세로 미국 금리 상승에도 하락세를 유지하여 2017년 11월 국내 기준금리 인상 이전 수준으로 복귀
- 당초 2018년 하반기 전망¹⁷⁾에서는 2016년 4분기부터 시작된 금리 상승이 올해말을 전후해 마무리될 것으로 예상하였으나, 성장세가 둔화된 결과 전망보다 일찍 금리가 하락국면에 진입한 것으로 평가
 - 당초 전망에서는 국내 경기가 올해 4분기에 정점에 도달할 것으로 예상하였으나 2017년 하반기를 기점으로 이미 정점을 지난 것으로 분석
 - 이로 인해 국내 경기는 올해 초부터 이미 둔화국면에 진입한 것으로 판단
 - 시장도 하반기 들어 성장세가 예상에 미치지 못함에 따라 경기가 이미 하락세에 접어들었을 가능성을 반영한 것으로 평가
 - 미·중 무역분쟁 심화 또한 국내 금리 하락을 견인

17) 자본시장연구원(2018.7.29.), 2018년 하반기 경제 및 자본시장 전망

〈그림 III-18〉 2018년 한국 금리 및 금리 구성요소 추이(10년 만기)



주 : 1) 2017년 6월부터 2018년 11월 16일까지의 일간 자료
 2) 위험조정금리와 기간 프리미엄은 ACM 모델을 통해 도출
 자료: 뉴욕연준, KIS채권평가, Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 III-19〉 한·미 금리 탈동조화(10년 만기)



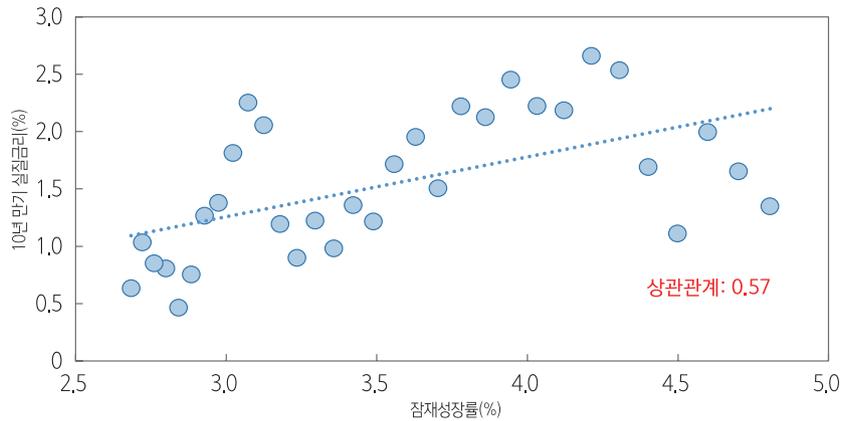
주 : 2017년 6월부터 2018년 11월 16일까지의 일간 자료
 자료: 뉴욕연준, KIS채권평가, Bloomberg, 자본시장연구원

2) 국내 금리 전망 : 경제성장 관점에서 살펴본 금리 하락의 추세적 요인과 순환적 요인

□ 장기금리는 잠재성장률에 의해 장기추세가 형성되며 GDP갭이 중기적 시계에서 잠재성장률을 중심으로 한 금리 변동을 결정

— 2000년대 들어 국내 금리는 잠재성장률의 하락을 반영하여 하락추세에 진입

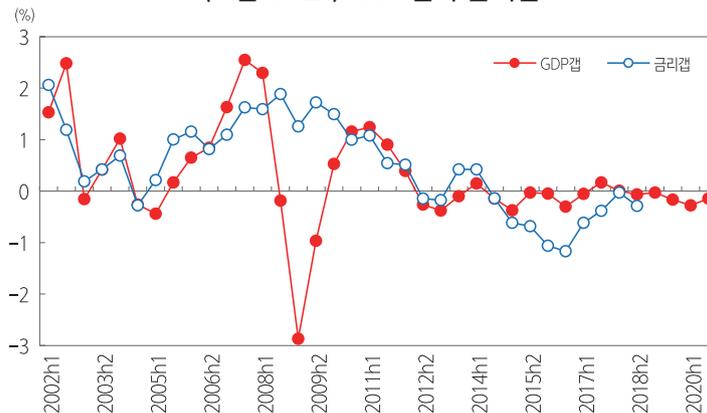
〈그림 III-20〉 잠재성장률과 금리 추이



주 : 1) 2003년부터 2018년까지의 반기별 잠재성장률 및 10년 만기 실질금리 평균
 2) 실질금리는 명목금리에서 추세물가를 차감하여 도출
 3) 추세물가(trend inflation)는 Stock and Watson(2016)의 방법을 통해 도출
 자료: Bloomberg, 자본시장연구원

□ 국내 금리는 잠재성장률을 중심으로 GDP갭이 확대되면 금리갭(=금리-잠재성장률)이 확대되는 경향이 존재하며, 반대로 마이너스 GDP갭에서는 금리갭도 역전(금리가 잠재성장률을 하회)

〈그림 III-21〉 GDP갭과 금리갭

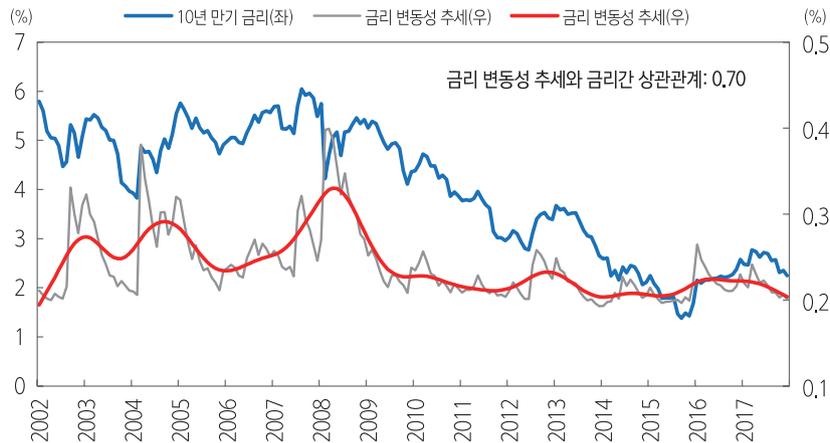


주 : 금리갭은 10년 만기 금리의 반기 평균에서 잠재성장률을 차감한 값
 자료: Bloomberg, 자본시장연구원

□ 특히 금융위기 이후의 금리 하락추세는 국내 경제의 역동성 저하를 반영한 측면도 있는 것으로 판단

- 국내 금리 변동성의 장기추세는 금융위기 이후에 하락세가 시작
- 잠재성장률 하락·인구구조 고령화·생산성 하락 등으로 인해 경제 역동성이 저하되며 저금리와 함께 낮은 금리 변동성이 고착

〈그림 Ⅲ-22〉 금리 변동성 장기 추세와 금리 추이



주 : 1) 2002년 11월부터 2018년 10월까지의 월간 금리 변동성
 2) 월간 금리 변동성은 Gallant and Tauchen(1989, 2017)의 SNP 모형을 통해 도출
 3) 금리 변동성의 추세는 Grant and Chan(2017)의 비관측요인 모형을 이용해서 도출
 자료: Bloomberg, 자본시장연구원

3) 국내 금리 전망 : 통화정책 요인

(1) 시장평가 중립금리

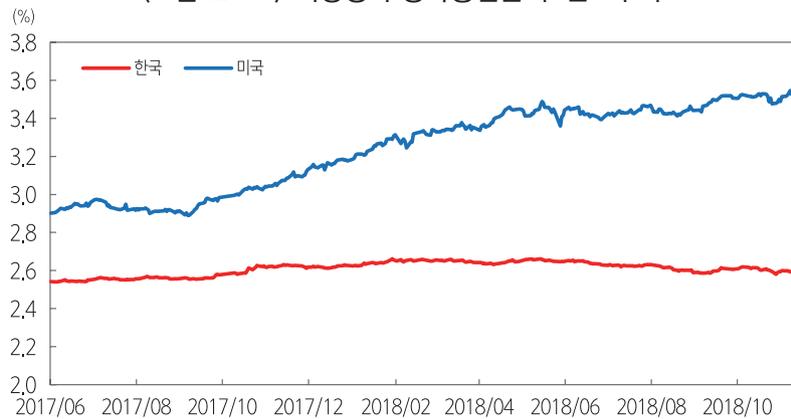
□ 2018년 11월 기준 중장기 금리에 반영된 명목 중립금리는 2.6% 수준으로, 경제여건 으로부터 도출된 명목중립금리가 2.2%내외 수준이라는 점을¹⁸⁾ 감안할 때 중립금리 측면에서 중장기 금리의 상승 압력은 낮은 것으로 평가(〈그림 Ⅲ-23〉)

- 금리에 반영된 중립금리는 금융위기 이후부터 2016년 하반기까지 추세적인 하락세를 보였으며, 이후 좁은 범위에서 등락

18) Holston, Laubach and Williams(2017)의 표준모형에 소규모 개방경제의 특성을 반영한 수정모형에서 도출된 2018년 하반기 국내 명목 중립금리는 대략 1.9~2.3% 범위로 분석

- 중립금리가 상승하기 위해서는 잠재성장률 등 기초경제여건이 유의미하게 개선되어야 하나, 단기간 내에 현실화될 가능성은 낮은 상황
- 한·미간 시장평가 중립금리는 국내 경기가 사실상 장기부진에 진입하기 시작한 2014년 하반기에 역전된 후, 최근 미국의 시장평가 중립금리가 추세적으로 상승한 영향으로 역전 폭이 크게 확대

〈그림 Ⅲ-23〉 시장평가 명목중립금리: 한·미 비교



주 : 2017년 6월부터 2018년 11월 16일까지의 일간 자료

자료: 뉴욕연준, KIS채권평가, Bloomberg, 자본시장연구원

(2) 시장평가 기준금리 인상속도 : 시장의 2019년말 기준금리 예상치

- 2018년 11월 기준 시장은 2019년중 기준금리가 1.75%에서 유지될 것으로 예상
 - 2018년중 국채 금리에 반영된 1년 후 예상 기준금리는 대략 1.8% 중반에서 변동
 - 이는 올해 11월에 한 차례 기준금리가 인상된 후 2019년중에는 동결될 것으로 예상하고 있음을 시사
 - 올해 11월에 기준금리가 인상될 가능성이 높지만, 경기가 둔화국면에 진입한 이후에 이루어지는 금리인상으로 시장금리에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 전망

□ 2019년중에 기준금리가 동결될 것으로 예상되고 시장도 이를 적정하게 반영하고 있는 것으로 분석되므로 동 측면에서 금리 상승요인이 크지 않은 것으로 평가

〈그림 III-24〉 국채 금리에 반영된 2019년말 기준금리 예상치



주 : 2017년 6월부터 2018년 11월 16일까지의 일간 자료

자료: 뉴욕연준, KIS채권평가, Bloomberg, 자본시장연구원

4) 국내 금리 전망 : 기간 프리미엄 요인

(1) 물가상승률과 기간 프리미엄

□ 2019년 중에는 물가가 2%에 미치지 못할 것으로 예상되므로 물가상승위험 측면에서 기간 프리미엄의 상승압력은 제한될 전망

— 2016년중 기간 프리미엄 하락은 물가상승률 둔화가 주요 요인으로 작용

〈그림 III-25〉 물가상승률과 기간 프리미엄



주 : 물가상승률은 2002년 1월부터 2018년 10월까지의 전년 동월비 소비자물가지수 상승률

자료: 뉴욕연준, KIS채권평가, 통계청, 자본시장연구원

(2) 금리 변동성과 기간 프리미엄

□ 국내에서도 기간 프리미엄이 금리 변동성과 높은 연관성을 가지는데, 최근 국내 금리 변동성이 하향 안정화되고 있어 변동성 확대에 의한 기간 프리미엄의 상승 가능성도 크지 않은 것으로 평가 (<그림 Ⅲ-26>, <그림 Ⅲ-27>)

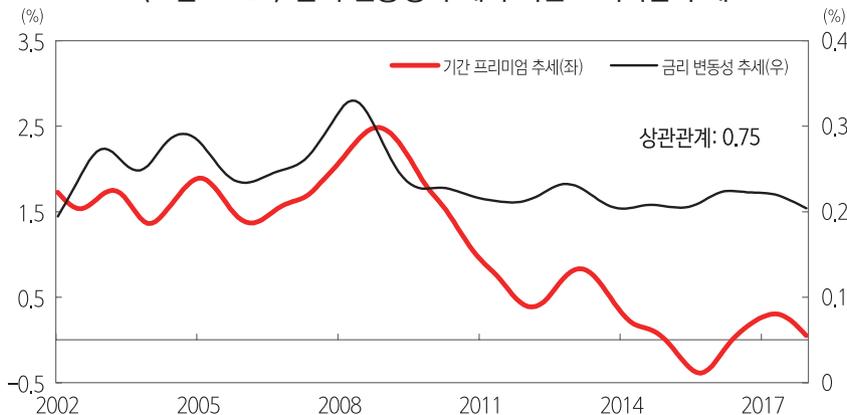
- 미국과 유사하게, 단기 기간 프리미엄 및 금리 변동성 보다는 추세간에 보다 높은 상관관계가 존재

<그림 Ⅲ-26> 금리 변동성과 기간 프리미엄



주 : 1) 2002년 11월부터 2018년 10월까지의 월간 금리 변동성
 2) 월간 금리 변동성은 Gallant and Tauchen(1989, 2017)의 SNP 모형을 통해 도출
 자료: 뉴욕연준, KIS채권평가, 자본시장연구원

<그림 Ⅲ-27> 금리 변동성 추세와 기간 프리미엄 추세



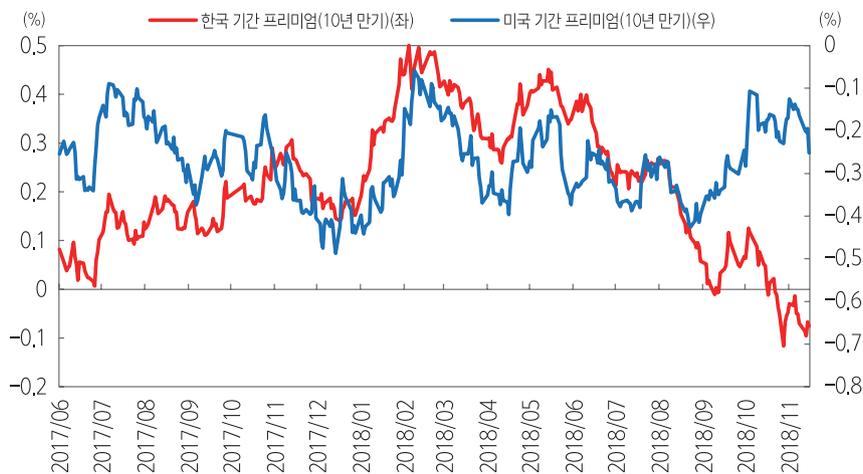
주 : 금리 변동성과 기간 프리미엄의 추세는 Grant and Chan(2017)의 비관측요인 모형을 이용해서 도출
 자료: 뉴욕연준, KIS채권평가, 자본시장연구원

(3) 한·미 기간 프리미엄 동조화

□ 2018년 9월 이후 한·미간에 기간 프리미엄의 방향성이 크게 엇갈리고 있으며, 2019년 중에도 탈동조화 추세가 유지될 것으로 예상 (<그림 III-28>)

- 2018년 상반기에는 한·미간에 기간 프리미엄이 강하게 동조화¹⁹⁾
- 국내 기간 프리미엄의 하락에는 물가안정과 함께 경제역동성 저하·인구구조 고령화 등과 같은 국내 경제의 구조적 특징이 반영되고 있는 것으로 평가

<그림 III-28> 한·미 기간 프리미엄 비교



주 : 2017년 6월부터 2018년 11월 16일까지의 일간 자료

자료: 뉴욕연준, KIS채권평가, Bloomberg, 자본시장연구원

□ 2019년중 한·미 기간 프리미엄이 동조화 추세로 회귀할 가능성도 있으나, 올해 하반기와 같이 미국 기간 프리미엄 상승에 대한 국내 기간 프리미엄의 민감도는 높지 않을 전망

- 참고로 한·미 위험조정금리(10년 만기)는 2017년 이후에 탈동조화가 고착

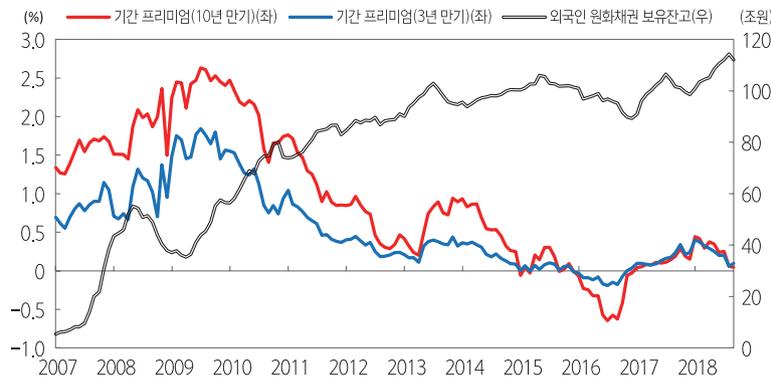
19) 상반기 한·미 기간 프리미엄 동조화에 대한 해석은 강현주·백인석(2018)을 참고

(4) 외국인 원화채권 투자와 기간 프리미엄

□ 외국인 투자자의 원화 채권투자는 금리 기간 프리미엄의 결정에 유의미한 영향을 주지 못하는 것으로 분석되며, 단기간에 대규모 자금유출 가능성이 크지 않은 점을 감안할 때 외국인 수급 측면에서 기간 프리미엄의 상승 압력은 높지 않을 전망이다(〈그림 Ⅲ-29〉, 〈그림 Ⅲ-30〉)

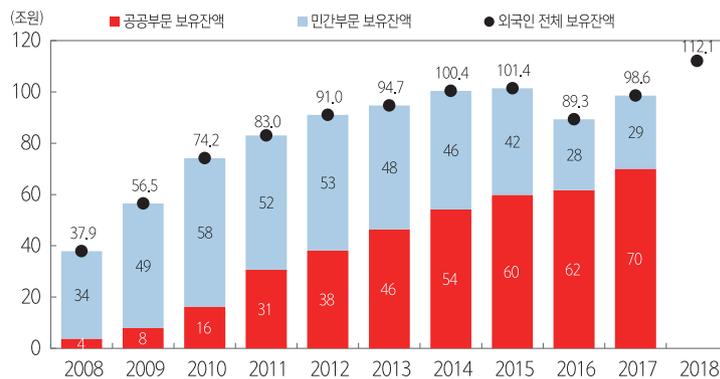
- 2016년 이후 외국인의 원화채권 투자와 기간 프리미엄이 일관된 관계를 갖지 않음
- 금융위기 이후 외국인 원화채권 투자는 민간비중이 꾸준히 축소된 반면, 공공부문(중앙은행, 국부펀드 등)은 크게 확대(공공부문 비중: 2017년말 10% 2017년말 71%)

〈그림 Ⅲ-29〉 외국인 채권투자액과 기간 프리미엄



자료: 뉴욕연준, KIS채권평가, 금융감독원, 자본시장연구원

〈그림 Ⅲ-30〉 외국인 채권투자액과 기간 프리미엄



자료: 금융감독원, 유복근(2018)

4) 국내 금리 전망 종합

(1) 금리 전망

□ 중장기 경제여건과 통화정책 요인을 감안할 때 2019년은 금리 하락기로서 국내 금리는 연중 하향 안정세를 유지할 것으로 전망되며, 상반기보다는 하반기에 금리 수준이 더 낮아질 전망(국고 10년 1.8~2.3%, 국고 3년 1.7~2.0%) (<그림 Ⅲ-31>, <그림 Ⅲ-32>)

- 2019년 국내 경기는 경기순환주기상 상반기는 둔화국면, 하반기는 침체국면으로 연말까지 마이너스 GDP갭이 확대될 전망이며, 통화정책은 2019년중 동결 후 2020년에 미국 기준금리 인상이 마무리된 후 인하 예상
- 경기순환측면에서 기간 프리미엄이 확대될 가능성이 있으나 2019년중 기간 프리미엄이 급등하여 금리 상승요인으로 작용하지는 않을 전망
 - 2013년 이후 국내 기간 프리미엄은 순환적 요인보다는 국내 경제의 구조적 특징을 반영 중인 것으로 평가
- 상반기에는 시장금리가 기준금리를 하회하지 않을 것으로 예상되나, 연말에 근접하면서 3년 만기 금리가 2020년 기준금리 인하 가능성을 반영하여 기준금리를 하회할 가능성이 있는 것으로 예상

<그림 Ⅲ-31> 경기국면 및 통화정책과 금리 구성요소



주 : 2001년 1월부터 2018년 11월(16일)까지의 월간 자료

자료: 뉴욕연준, KIS채권평가, Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 III-32〉 경기국면 및 통화정책과 시장금리·기준금리간 차이



주 : 2017년 6월부터 2018년 11월(16일)까지의 월간 자료
 자료: 뉴욕연준, KIS채권평가, Bloomberg, 자본시장연구원

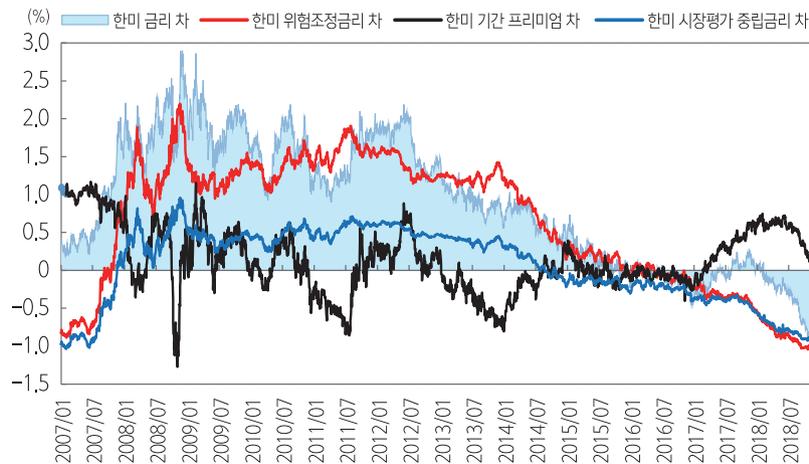
- 다만, 대외요인으로 인한 국내 금리의 상하방 불확실성이 상존하는 점에는 유의할 필요
 - 미·중간 무역갈등이 조기에 완화되어 국내 경제 회복세를 지원할 경우 금리의 상승요인으로 작용할 전망
 - 한편, 통화정책 전망편에서 논의된 바와 같이 미국의 기준금리 인상이 조기에 종료되면 미국 금리가 하락추세로 전환될 가능성이 있어 국내 금리의 하한선도 낮아질 가능성

(2) 한·미 금리역전

- 역사상 가장 높은 수준을 기록하고 있는 한·미 금리역전 폭은 양국의 기초경제여건 차이가 반영된 현상으로서 2019년에는 역전 폭이 보다 심화될 것으로 전망(〈그림 III-33〉)
 - 최근 양국의 시장금리 역전은 기간 프리미엄이 아닌 위험조정금리 및 시장이 평가하는 중립금리의 역전에서 유발
 - 위험조정금리와 시장평가 중립금리는 지속적인(persistent) 특성을 가지므로 단기간에 양국의 금리 역전이 해소되기는 어려울 전망
 - 장기시장금리에 내재된 위험조정금리와 시장평가 중립금리는 잠재성장률 및 경제역동성 등과 같은 경제의 기초체력을 반영

- 국내 기간 프리미엄이 미국에 비해 크게 상승할 경우 금리 역전이 해소될 수 있으나, 이 또한 외국인의 대규모 자금유출이나 국가부도위험이 가시화되지 않는 한 가능성이 낮은 것으로 판단

〈그림 III-33〉 한·미 시장금리 및 금리 구성요소간 차이 (10년 만기)



주 : 2007년 1월 2일부터 2018년 11월 16일까지의 일간 자료

자료: 뉴욕연준, KIS채권평가, Bloomberg., 자본시장연구원

- 금리 역전이 심화·지속될 것으로 예상됨에 따라 금융안정에 보다 유의할 필요가 있으며, 중장기적 시계에서 국내 경제의 역동성 제고를 위한 정책적 노력이 요구
 - 국내 대내외 거시건전성과 국가 신인도를 고려할 때 단기간 내에 금리 역전으로 인해 외자유출이 본격화될 가능성은 크지 않는 것으로 판단
 - 또한 국내 시장금리는 아직 주요 선진국에 비해 낮지 않은 수준을 유지 중
 - 내년에는 한·미 기준금리의 역전 폭도 확대될 것으로 예상되는 가운데 국내 통화정책을 통한 대응은 장기적 관점에서 실물경제에 부담이 될 가능성을 고려할 필요
 - 기준금리 역전은 통화정책적 현상이나, 통화정책만으로는 해소되기 어렵다는 점을 감안할 필요
 - 결과적으로 양국의 기준금리 및 시장금리 역전은 양국간 경제의 기초체력 차이를 반영한 현상인 만큼, 금융안정에 유의하되 중장기적 관점에서 국내 잠재성장률을 제고하고 경제의 역동성을 복원하는데 논의의 초점이 맞추어질 필요