

II. 자본시장 전망

1. 한·미 금리 전망

가. 미국 금리 전망

1) 미국 금리 동향

□ 미국 금리는 연준의 통화정책 기조변화 및 미중 무역분쟁의 영향으로 크게 하락한 가운데 만기 10년까지 기준금리를 하회 (<그림 II-1>, <그림 II-2>)

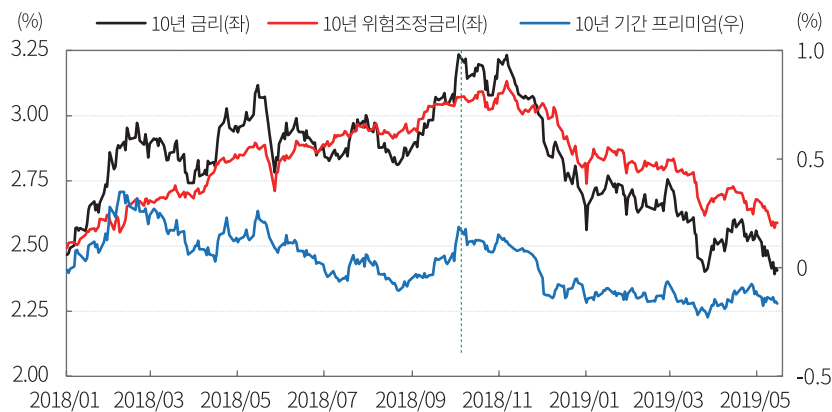
- 지난해 10월부터 시작된 통화정책 서프라이즈로 금리인상 경로가 급격하게 하향 조정
 - 연준의 2019년말 기준금리 전망치가 9월 FOMC 3.1%(3회 인상)에서 3월에는 2.6%(동결)로 하락
- ACM 모형²⁾을 통해 금리 하락요인을 살펴보면, 10년 만기를 기준으로 위험조정금리(통화정책에 대한 기대)가 금리 하락분 중 58%를 차지 (<표 II-1>)
 - 위험조정금리의 하락폭은 약 48bp로 연준의 2019년말 기준금리 전망치 조정폭 50bp와 유사한 수준
 - 시장금리가 통화정책 변화를 선반영하는 경향이 있기 때문에 통상 기간 프리미엄의 변동폭이 위험조정금리 보다 크게 형성되는 점을 감안할 때, 금변금리 하락기에서 연준의 통화정책 변경이 시장에 서프라이즈로 작용
- 한편, 미중 무역분쟁 및 물가부진 등은 기간 프리미엄 하락요인으로 작용

2) 한·미 금리전망에서는 Adrian, Crump and Moench(2013, 이하 ACM)의 금리모형을 이용하여 금리를 통화정책에 대한 기대(위험조정금리)와 기간 프리미엄으로 구분하고 각 요인별로 분석함. ACM 모형과 관련한 논의는 자본시장연구원(2018)을 참고

□ 특히 장단기 금리차(10년 금리 - 3개월 금리)가 금융위기 이후 처음으로 역전

- 미국의 장단기 금리차 중 10년 금리 - 3개월 금리가 12개월 후 경기침체를 예측하는 데 신뢰도가 가장 높은 구간(Bauer and Mertens, 2018)
- 10년과 3개월 금리차는 3월 FOMC 이후 일시적으로 역전된 후 정상화되었으나, 5월말에 재차 역전
 - 3개월 금리는 기준금리 인상으로 지난해 10월 대비 상승한 반면, 10년 만기 금리는 크게 하락

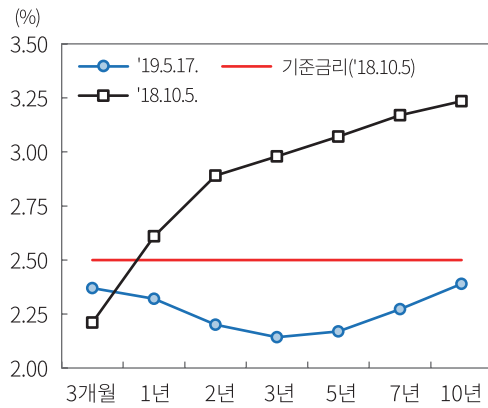
〈그림 II-1〉 미국 금리 및 구성요소 추이



- 주 : 1) 위험조정금리 및 기간 프리미엄은 OIS조정ACM 모형을 통해 도출
 2) OIS조정ACM 모형에서는 Lloyd(2018a)의 방법에 따라 ACM 모형 추정시 만기 1년 이하는 OIS 금리, 만기 1년 초과는 국채 금리를 이용(ACM 모형은 1983년 1월 2일~2019년 5월 17일까지의 자료를 사용하여 추정)
 3) 2019년 5월 17일까지의 일별 자료

자료: ACM, Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 II-2〉 만기별 금리



자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈표 II-1〉 금리 하락요인 분해

('18.10.5일~'19.5.17일, %p, %)	10년 만기
금리	-0.83
위험조정 금리 (통화정책에 대한 기대)	-0.48 (58)
기간 프리미엄 (시장 및 경제 불확실성)	-0.35 (43)

주 : 2018년10월5일부터 2019년5월17일까지의 금리·위험 조정금리·기간 프리미엄 변화(괄호 안은 기여 비율)

자료: ACM, 자본시장연구원

2) 통화정책요인 분석: 금리인하에 대한 시장의 기대 파악

□ 통상 연방기금금리선물, OIS(Overnight Index Swap) 및 국채 선도금리 등을 통해 통화정책에 대한 기대를 파악

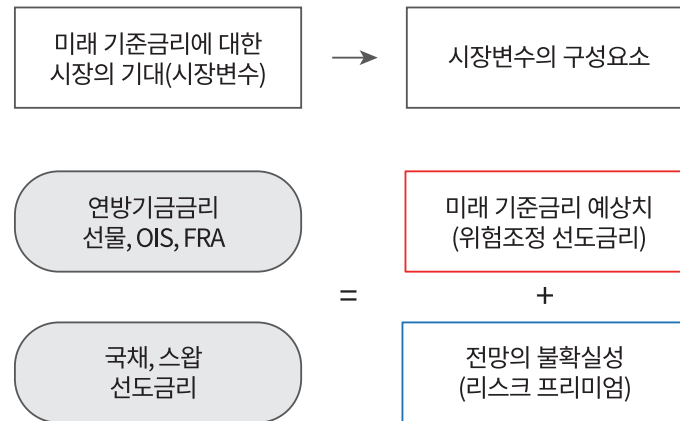
— 시장의 기대를 관찰(추정)할 수 있는 금융수단

□ 하지만 연방기금금리선물 등과 같은 시장변수에는 미래 기준금리에 대한 예상치와 함께 전망의 불확실성(리스크 프리미엄)³⁾도 같이 반영(Shiller et al., 1983; Dai and Singleton, 2002; Sack, 2004 등) (〈그림 II-3〉)

— 결과적으로 시장변수의 변화에는 미래 기준금리 예상치에 대한 변화뿐만 아니라 리스크 프리미엄의 변화도 포함

3) 본고 금리전망편에서 사용하는 현물(spot) 기간 프리미엄(spot term premium)과의 용어상 혼동을 피하기 위해 리스크 프리미엄으로 지칭하였으나, 여기서 리스크 프리미엄은 선도 기간 프리미엄(forward term premium)을 의미

〈그림 II-3〉 통화정책에 대한 시장의 기대치 추출

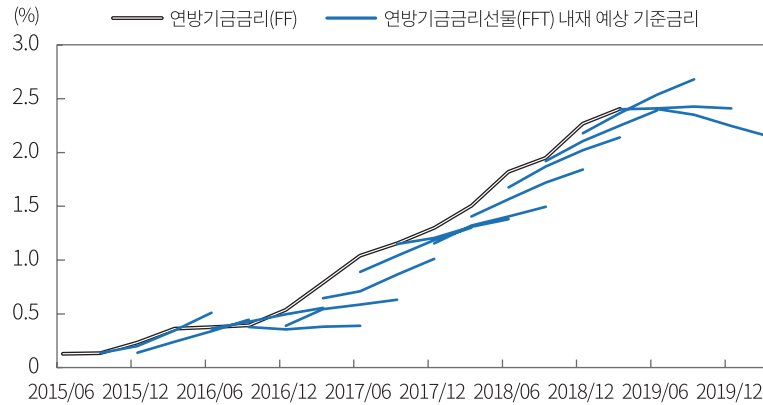


자료: 자본시장연구원

- 따라서 연방기금금리 등을 통해 통화정책에 대한 시장의 기대를 파악할 경우 리스크 프리미엄이 zero가 아닌 만큼 편의(bias)가 발생
- 2016년 이후 연방기금금리선물에 반영된 기준금리 예상치는 연준의 금리인상 경로를 체계적으로 과소추정하는데, 이는 음의 리스크 프리미엄이 존재함을 시사 (〈그림 II-4〉)
 - Piazzesi and Swanson(2008)이 1998년부터 2005년까지 연방기금금리선물의 미래 기준금리에 대한 예측력을 분석한 결과, 선물에 반영된 기대치가 실제 연방기금금리를 체계적으로 과대평가 한 것으로 분석
 - Piazzesi and Swanson(2008)의 지적과 같이 이는 〈그림 II-4〉와 반대로 통계적으로 유의한 양의 리스크 프리미엄이 존재함을 의미⁴⁾
 - 이와 같이 시장변수에 포함된 리스크 프리미엄은 시가변성(time-varying) 및 부호가변성(sign-switching)의 특성을 보유

4) 리스크 프리미엄을 고려하지 않고 연방기금금리선물 및 OIS금리 등으로 통화정책에 대한 기대를 파악하는데 따른 문제점은 여러 기존연구에서 지적된 바 있음. 관련 기존연구는 Lloyd(2018b)의 문헌고찰을 참고하기 바람

〈그림 II-4〉 연방기금금리선물에 반영된 기준금리 기대치와 실제 기준금리(연방기금금리)



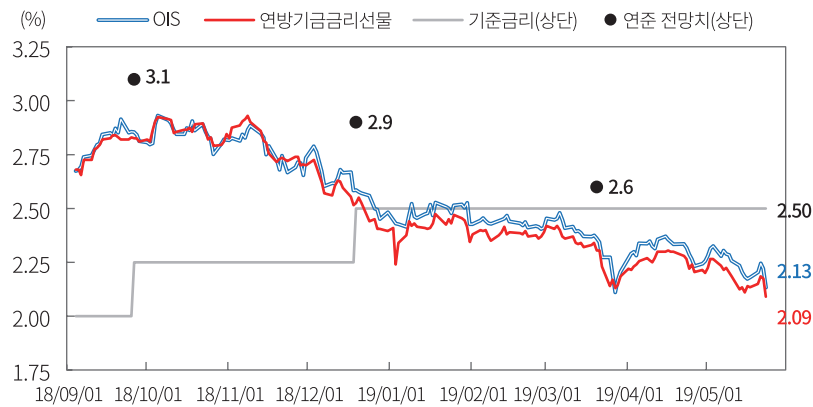
주 : 1) 분기별 연방기금금리(해당 분기의 마지막 월 연방기금금리의 평균값)
2) 연방기금금리선물 내재 기준금리는 1~4분기 후에 만기가 도래하는
연방기금금리선물에 반영된 연방기금금리

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

□ 2018년 9월 이후 연방기금금리선물 및 OIS에 내재된 2019년말 기준금리 기대치는 연준의 전망치 보다 낮게 형성되고 있는데, 특히 2019년 들어서는 올해 중 연준의 기준금리 인하 가능성을 매우 높게 평가 중 (〈그림 II-5〉, 〈그림 II-6〉)

- 5월 23일 기준 연방기금금리선물에 내재된 올해 중 금리인하 가능성은 80%에 육박하며, 2회 인하 가능성도 29%
- OIS금리에 반영된 올해 말 기준금리도 연준의 전망치를 크게 하회

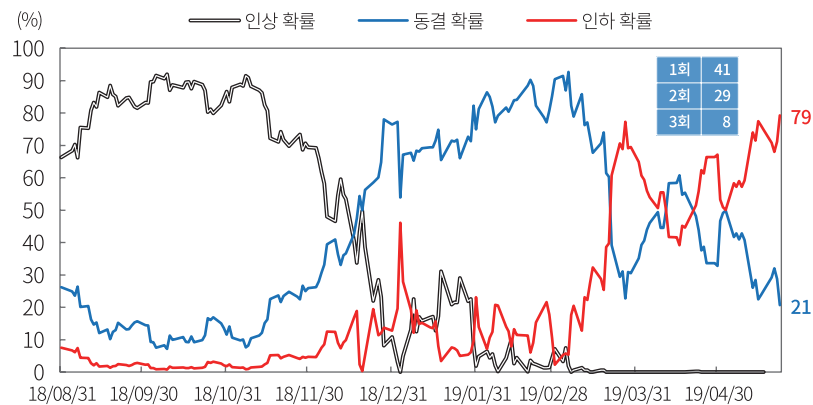
〈그림 II-5〉 연방기금금리선물 및 OIS금리에 반영된 2019년말 미국 기준금리



- 주 : 1) 연방기금금리선물은 2019년 12월 만기물 금리
 2) OIS는 일별로 OIS 수익률 곡선에 내재된 2019년 12월 선도금리
 (만기 1개월~15개월 OIS금리에서 산출된 1개월 선도금리를 활용)
 3) 분석기간은 2018년 9월 3일~2019년 5월 23일

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 II-6〉 연방기금금리선물에 내재된 2019년말 통화정책 변경 확률

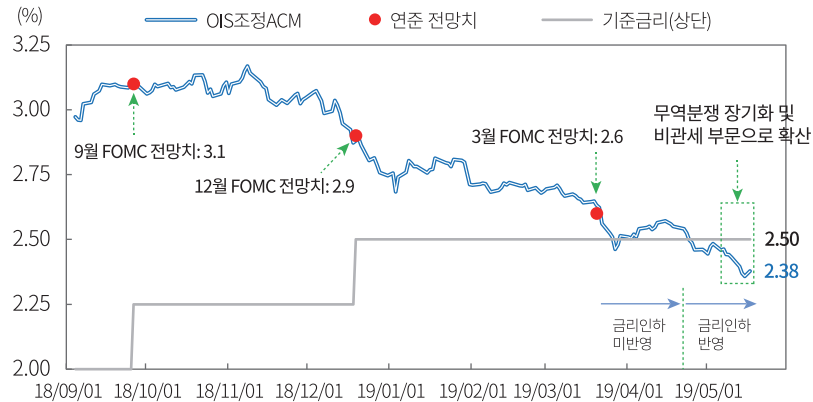


- 주 : 1) 2019년12월 FOMC 기준
 2) 분석기간은 2018년 9월 3일~2019년 5월 23일
 3) 박스에 표시된 횟수별 인하확률은 5월 23일 종가 기준 확률

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

□ 반면 리스크 프리미엄을 조정(제거)하여 도출한 순수 미래 기준금리 예상치(위험조정 선도금리)를 살펴보면, 3월 FOMC 이전까지 시장의 2019년말 기준금리 기대치는 연준의 전망치에 매우 근접 (<그림 II-7>)⁵⁾

〈그림 II-7〉 위험조정 선도금리에 반영된 2019년말 기준금리(상단기준) 예상치
(2018. 9. 3 ~ 2019. 5. 17)



주 : 일별(2018년 9월 3일~2019년 5월 17일)로 OIS조정ACM 모형에 의해 추정된
2019년 12월 위험조정 선도금리
자료: ACM, 자본시장연구원

- <그림 II-7>에 따르면 시장은 5월 들어 무역분쟁의 장기화 가능성이 높아지면서 연내 1회 금리인하 가능성을 빠르게 반영하기 시작
- 그 동안은 시장이 무역분쟁을 일시적인 역풍으로 간주함에 따라 동 이슈가 주로 안전자산 선호 경로를 통해 기간 프리미엄 하락요인으로 작용해왔으나,
 - 5월부터는 실물경제에 미칠 수 있는 영향에 대한 우려가 본격적으로 반영되기 시작한 것으로 평가
 - 결과적으로 5월 들어 무역분쟁에 대한 시장의 평가에 중요한 변화가 발생하고 있는 것으로 보이므로 주목할 필요가 있는 것으로 판단

5) <그림 II-7>에는 제시되지 않았으나, 분석기간 동안 단기구간의 리스크 프리미엄(선도 기간 프리미엄)이 음의 값을 가지는 것으로 분석

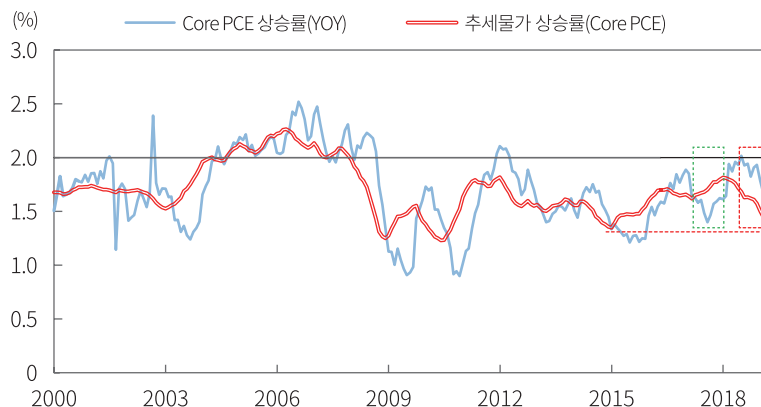
3) 기간 프리미엄요인 분석

- 이상에서 살펴본 바와 같이 미국 국채금리에는 기준금리(1회) 인하 가능성이 5월에 들어서야 반영되기 시작했음에도 불구하고, 시장금리가 기준금리를 크게 하회하는 이유는 기간 프리미엄 하락에 있는 것으로 분석

(1) 물가요인

- 미국의 추세물가는 금융위기 이후 2%를 기조적으로 하회한 가운데, 2018년 하반기 부터 하락세로 전환하여 올해 3월에는 1.5%를 하회 (<그림 II-8>)
- 연준 내부에서도 의견이 엇갈리는 가운데, 파월의장의 견해와는 달리 최근 물가부진이 일시적인 현상이 아닐 수 있음을 시사
 - 2017년에는 물가상승률이 부진하였으나 추세물가는 상승
 - 물가충격지수 또한 2012년 이후 지속적으로 마이너스 영역에 머무르고 있는 상태 (<그림 II-9>)

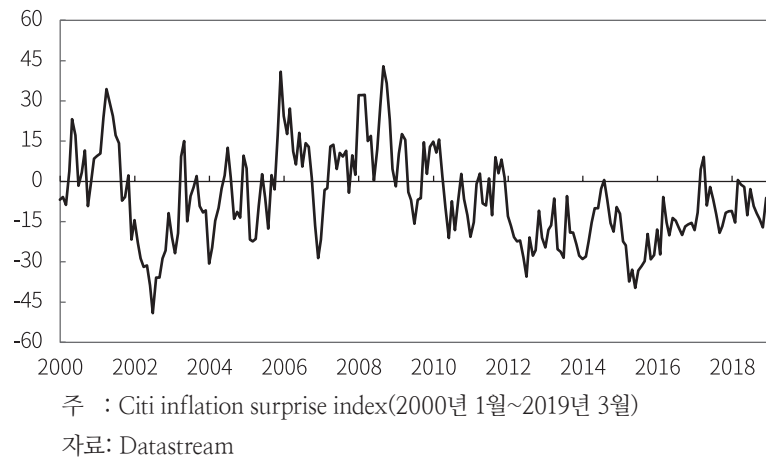
<그림 II-8> 월별 물가(Core PCE) 상승률과 추세물가 상승률



주 : 추세물가 상승률은 Stock and Watson(2007) 모형으로 추정(2000년 1월~2019년 3월)

자료: 세인트루이스연준, 자본시장연구원

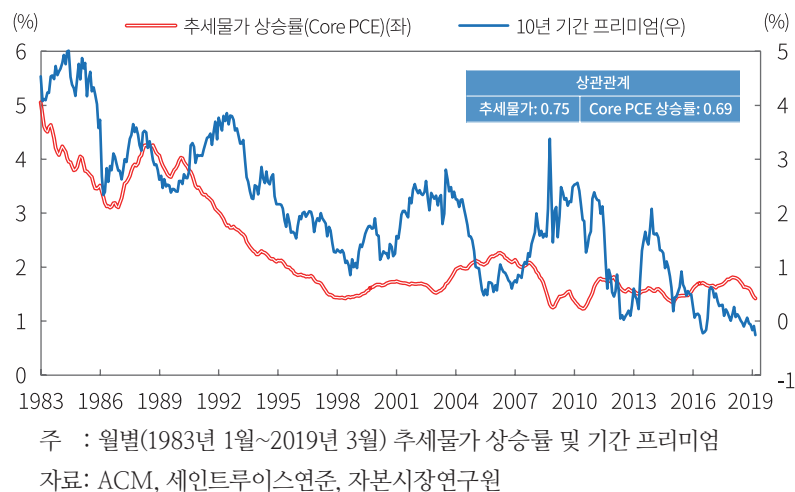
〈그림 II-9〉 물가충격지수



□ 미국 금리의 기간 프리미엄이 하락한 가장 중요한 이유는 무역분쟁과 함께 물가부진에 있는 것으로 분석 (〈그림 II-10〉)

- 물가요인은 고정수익자산인 국채의 기간 프리미엄 결정에 핵심적인 역할을 담당
- 미국 10년 만기 기간 프리미엄은 물가요인과 높은 상관관계를 가지는 가운데, 특히 전체 물가상승률 보다 추세물가와 높은 상관관계를 시현

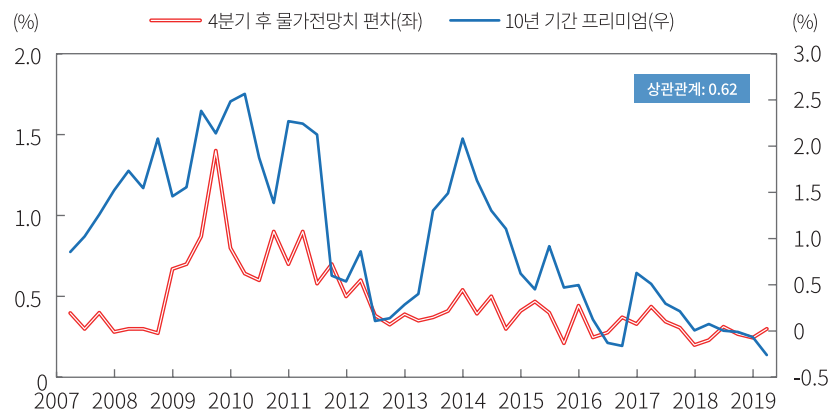
〈그림 II-10〉 추세물가 상승률과 기간 프리미엄



□ 물가수준이 지속적으로 2%를 하회하는 가운데, 물가 불확실성(Inflation uncertainty) 또한 매우 낮은 수준 (<그림 II-11>)

- 경제주체가 인식하는 예기치 않은 물가상승위험이 낮음을 의미
- 물가 불확실성이 낮을수록 기간 프리미엄이 하락하는 경향이 존재
 - 기존연구에 따르면 통상 추세물가가 낮을수록 물가 불확실성도 낮은 것으로 지적(Golob, 1994 등)

<그림 II-11> 물가 불확실성과 기간 프리미엄



주 : 1) 물가전망치 편차는 필라델피아연준이 실시하는 전문가전망서베이(Survey of Professional Forecasts)의 4분기 후 Core PCE 전망치 중 상위 25%에서 하위 75%를 차감한 값

2) 2007년 1분기부터 2018년 4분기까지의 분기별 자료

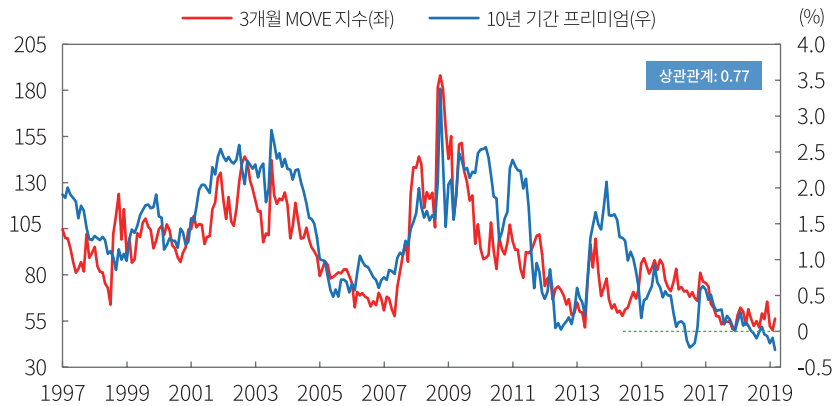
자료: ACM, 필라델피아연준, 자본시장연구원

(2) 기타요인

□ 시장이 평가하는 금리 변동 위험 또한 1997년 이후 최저 수준까지 하락 (<그림 II-12>)

- 금리 변동성은 금리결정요인이 총체적으로 반영된 금리 위험
- 무역분쟁 추이에 따라 단기적으로 금리 변동성이 높아질 수 있으나, 추세적인 금리상승 요인으로 작용하지는 않을 전망

〈그림 II-12〉 금리 변동성과 기간 프리미엄

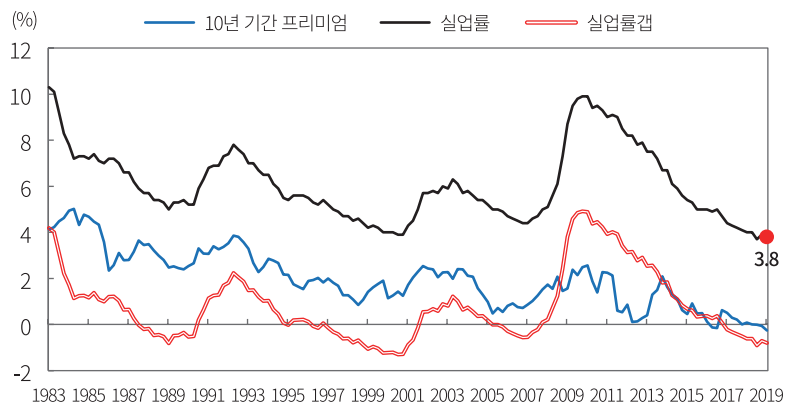


주 : 1) 메릴린치 3개월 만기 MOVE(Merrill Option Volatility Estimate) 지수
 2) 1997년 1월~2019년 3월 동안의 월별 자료
 자료: ACM, 메릴린치, 자본시장연구원

□ 경기측면에서도 기간 프리미엄의 상승압력은 높지 않을 전망 (〈그림 II-13〉)

— 실업률은 기간 프리미엄의 순환적 변동을 결정하는 주요 요인

〈그림 II-13〉 실업률과 기간 프리미엄



주 : 실업률갭은 실제 실업률에서 자연실업률을 차감한 값
 자료: ACM, 세이트루이스연준, 자본시장연구원

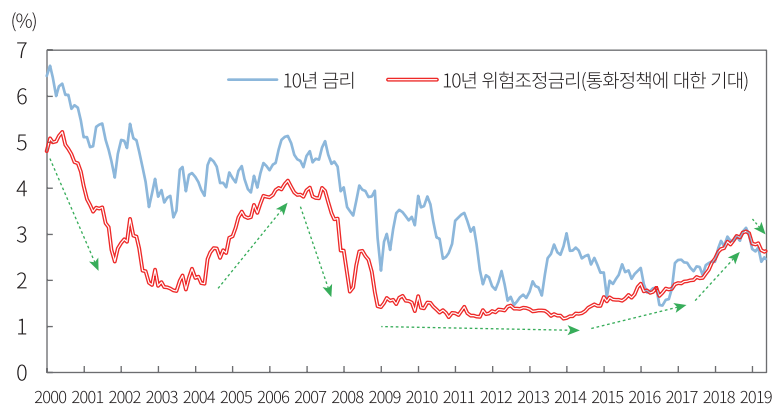
4) 하반기 미국 금리 전망 종합

(1) 금리 수준

□ 미국 금리는 추가 하락 가능성이 우세한 것으로 평가: 10년 기준 하단 2.1%, 상단 2.6% 내외

- 시장은 5월 들어 무역분쟁 장기화 및 격화 시나리오에 가중치를 높이고 있으며, 이에 따라 올해 중 금리인하 가능성을 반영하기 시작한 상황
 - 다만, 무역분쟁이 정치현상인 만큼 불확실성은 상존
- 통화정책에 대한 기대(위험조정 금리)의 추세적인 특성을 감안할 때 무역분쟁이 극적으로 타결되지 않는 한, 연준이 단기간내에 기준금리 인하를 시사하지 않더라도 시장의 연내 기준금리 인하 가능성 반영은 지속될 것으로 예상 (<그림 II-14>)
- 무역분쟁 격화 가능성이 커지면 금리 하단이 더 낮아질 전망

<그림 II-14> 위험조정 금리(통화정책에 대한 기대)의 추세적 특성



주 : 2000년 1월부터 2019년 5월(17일)까지의 월별 자료

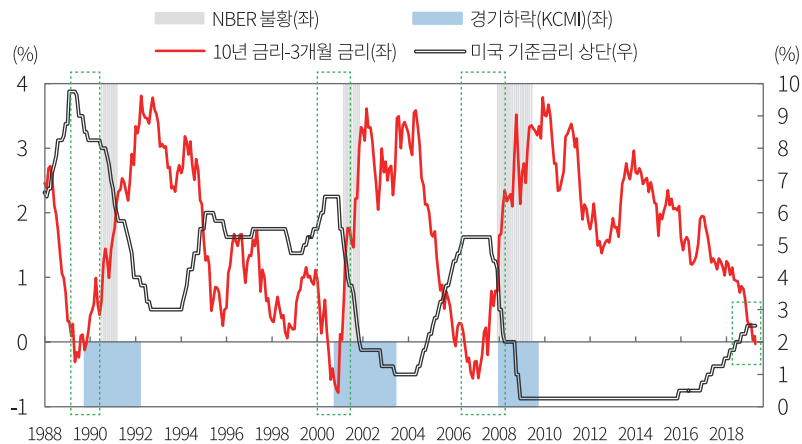
자료: ACM, 자본시장연구원

(2) 장단기 금리차

□ 5월 들어 장단기 금리차가 금리인하 가능성을 반영하여 역전된 만큼 추이에 주목할 필요 (<그림 II-15>)

- 1980년 이후 시장이 기준금리 인하를 예상해 10년 금리가 하락하며 3개월 금리와 역전된 후, 실제 기준금리 인하가 단행되고 경기가 하락국면에 진입
 - 위험조정 선도금리를 통한 분석
- 최근 기간 프리미엄 하락 등을 이유로 장단기 금리차의 경기예측력이 낮아졌다는 의견이 존재하나, 금번 역전이 금융위기 이후 처음으로 기준금리 인하를 반영한 현상이라는 점에서 관심이 필요
 - 물론, 아직 역전폭이 크지 않고 1회 정도의 금리인하가 반영되고 있어 본격적으로 경기침체를 강하게 시사하기 보다는 시장의 우려가 점진적으로 반영되고 있는 것으로 평가
- 향후 장단기 금리차는 역전과 정상화를 반복할 가능성이 있는 것으로 판단되나, 만약 역전이 고착화되면 연준 등 정책당국도 유의할 필요

<그림 II-15> 장단기 금리차와 경기변동



주 : 1) 경기하락(KCMCI)은 자본시장연구원이 추정한 미국 경기순환국면이 둔화·침체·저점에 해당하는 시기

2) 1983년 1월부터 2019년 5월(10일)까지의 월별 자료

자료: NBER, Bloomberg, 자본시장연구원

나. 국내 금리 전망

1) 국내 금리 동향

□ 국내 금리는 경기 및 물가 부진, 미국 금리 급락세 등의 영향으로 3년 금리가 기준금리를 하회하는 수준까지 하락 (<그림 II-16>, <그림 II-17>, <표 II-2>)

— 금리 하락은 기준금리 인하에 대한 기대(위험조정 금리) 보다 기간 프리미엄 하락이 주요 원인

□ 국내 금리전망에서는 (1)최근 금리 수준의 기초경제여건 대비 적정성, (2)시장금리의 기준금리 인하 가능성 반영 정도, (3)물가부진의 지속성 여부 및 시장금리에 미치는 영향에 대해서 논의

— 올해 들어 3년 금리가 기준금리 부근까지 하락하면서, 국내 기초경제여건을 고려할 때 금리 수준이 적정한지에 대해 관심이 증가

• 2016년 상반기에 금리가 역사적 최저 수준까지 하락한 후, 하반기에 급등세로 전환한 사례

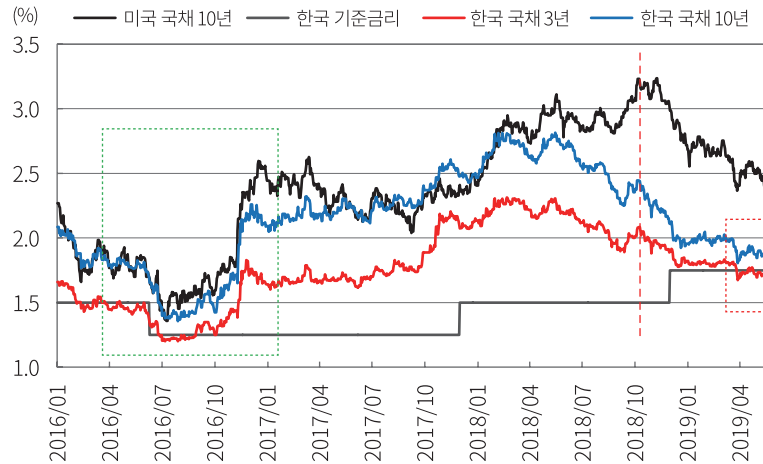
— 3월 FOMC 이후 3년 금리가 기준금리를 하회하기 시작함에 따라 시장금리가 기준금리 인하를 어느 정도 반영했는지가 중요 이슈로 부각

• 기존에 국내 채권시장에서 3년 금리가 기준금리를 하회하면, 최소 1회 이상의 기준금리 인하가 시장금리에 대부분 반영된 상태

• 현재 금리 수준에 기준금리 인하가 어느 정도 반영되었는지에 대한 판단은 향후 금리 경로 예상에 매우 중요

— 올해 들어 국내 물가도 미국과 마찬가지로 부진세를 이어가는 가운데, 낮은 물가의 지속성 여부가 통화정책 결정 및 시장금리 형성에 중요 요인으로 작용할 전망

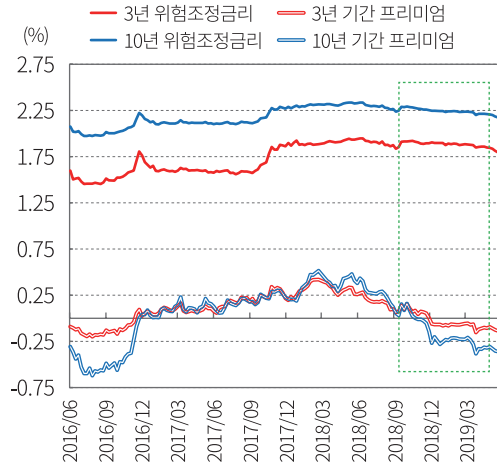
〈그림 II-16〉 국내 금리 추이



주 : 일별자료(2016년 1월 2일~2019년 5월 23일)

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 II-17〉 금리 구성요소 추이



주 : 위험조정금리 및 기간 프리미엄은 ACM 모형을 통해 추정(주별 자료: 2016년 6월 3일~2019년 5월 23일)

자료: ACM, KIS채권평가, 자본시장연구원

〈표 II-2〉 금리 하락요인 분해

(‘18. 10. 5~’19. 5. 23, %p, %)	3년	10년
금리	-0.43	-0.64
위험조정 금리	-0.13 (30)	-0.12 (19)
기간 프리미엄	-0.29 (70)	-0.52 (81)

주 : 2018년 10월 5일부터 2019년 5월 23일까지의 금리·위험조정금리·기간 프리미엄 변화(괄호 안은 기여비율)

자료: ACM, KIS채권평가, 자본시장연구원

2) 국내 금리의 추세(Trend)와 순환(Cycle) 요인

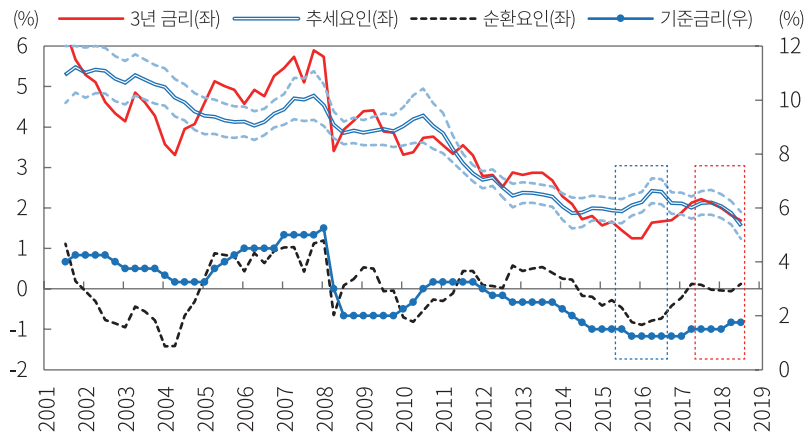
□ 기초경제여건에 부합하는 금리 수준을 살펴보기 위해, Cieslak and Povala(2015)의 방법을 확장하여 추세성장률(잠재성장률)과 추세물가가 의미하는 3년 및 10년 금리를 도출

- 3년 및 10년 금리를 분기별 추세성장률(trend growth)과 추세물가(trend inflation)에 대해 회귀분석하여 얻어진 금리를 추세금리(trend interest rate)로 파악
 - 추세금리에는 기간 프리미엄이 포함되지 않는데, 추세금리에 적정 기간 프리미엄을 함께 고려하여 얻어진 금리 수준은 구조적인 금리(structural interest rate)로 해석 가능
- 실제 금리와 추세금리간 괴리를 금리의 순환요인(cyclical component)으로 파악

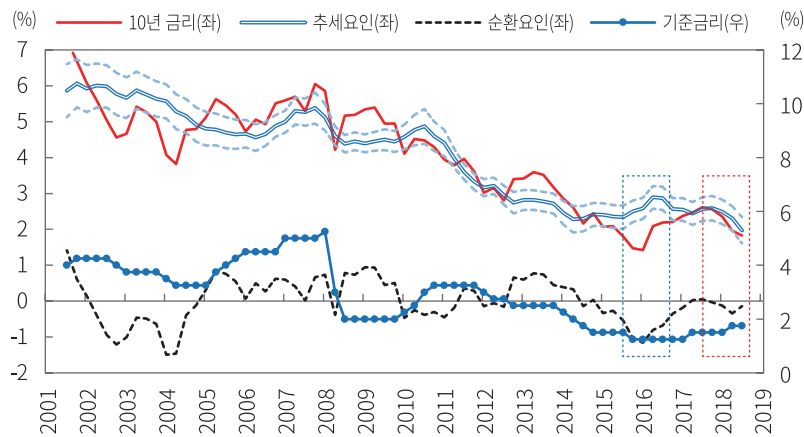
□ 지난해 3분기에 시작된 금리 하락은 국내 기초경제여건의 변화를 반영한 현상 (〈그림 II-18〉, 〈그림 II-19〉)

- 최근 금리 수준은 잠재성장률과 추세물가 수준에 부합하는 가운데, 잠재성장률 보다 추세물가 부진이 금리 하락의 주요 원인
- 2016년 상반기에는 시장금리가 추세금리를 큰 폭으로 하향 이탈하였으나, 최근 금리는 추세금리에 부합하는 수준
- 올해 1분기말 기준 잠재성장률과 추세물가를 고려한 3년 및 10년 추세금리는 각각 1.5% 및 1.9%를 소폭 상회하는 수준
- 흥미로운 점은 금리의 순환요인이 통화정책 사이클과 연관되어 있다는 측면으로, 이는 통화정책의 초단기금리 변경을 통한 경기순환 조절이 장기금리에 반영되고 있음을 시사

〈그림 II-18〉 3년 금리: Trend and Cycle



〈그림 II-19〉 10년 금리: Trend and Cycle



- 주 : 1) 분기별 추세금리(trend interest rate)는 Cieslak and Povala(2015)의 방법을 확장하여 추세물가(trend inflation) 및 추세성장률(trend growth)로부터 추정
 2) 추세물가는 Stock and Watson(2016), 추세성장률(잠재성장률)은 Ahn and Min(2011) 방법을 적용하여 도출
 3) 순환요인(cyclical component)은 만기별 시장금리와 추세금리간 차이(시장금리에서 추세금리를 차감)
 4) 파란색 점선은 추세금리의 95% 신뢰구간 중 상단과 하단

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

3) 통화정책요인 분석: 금리인하에 대한 기대

□ ACM 모형에서 도출된 ‘6개월 후 1개월 위험조정 선도금리’를 활용하여 시장금리에 반영되어 있는 기준금리 인하에 대한 기대를 추출 (<그림 II-20>)

— 위험조정 선도금리는 ‘6개월 후 1개월 선도금리’에서 ‘리스크 프리미엄(6개월 후 1개월 선도 기간 프리미엄)’을 차감하여 추정

<그림 II-20> 2019년말 기준금리 수준에 대한 시장의 기대 추출

$$\boxed{\text{6개월 후 1개월 선도금리}} = \boxed{\text{6개월 후 기준금리 예상치 (6개월 후 1개월 위험조정 선도금리)}} + \boxed{\text{전망의 불확실성 (리스크 프리미엄)}}$$

□ 위험조정 선도금리를 통해 분석한 결과, 3월 FOMC 이후부터 3년 금리가 기준금리를 하회하고 있으나 최근 금리 수준에는 올해 중 기준금리 인하 가능성이 제한적으로 반영(5월 23일 기준) (<그림 II-21>, <그림 II-22>)

— 통상 국내 채권시장에서는 3년 금리가 기준금리 보다 낮으면 시장이 금리인하 가능성을 대부분 반영한 상태

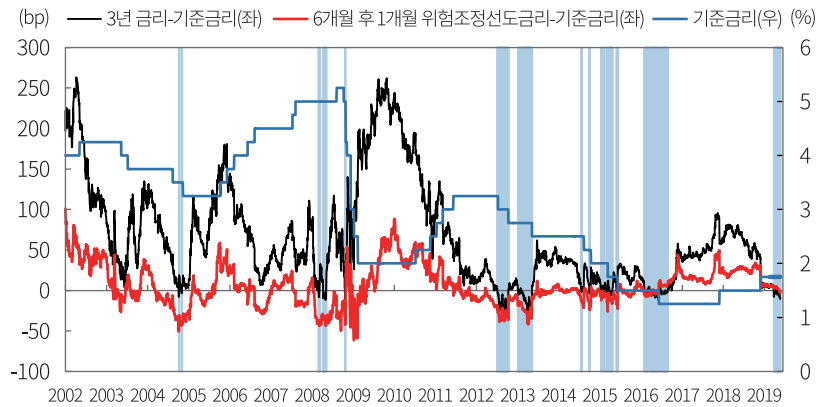
• 2002년 이후 3년 금리가 기준금리 보다 낮은 시기에는 예외 없이 위험조정 선도금리 또한 기준금리 보다 낮게 형성 (<그림 II-21>)

— 하지만 올해는 5월에 들어서면서 기준금리 인하 가능성이 금리에 반영되기 시작 (<그림 II-22>)

• 5월 이전에는 3년 금리가 기준금리를 하회하였지만 위험조정 선도금리는 기준금리 보다 높게 형성되었는데, 이는 당시까지 시장이 올해 중 기준금리 인하 가능성을 반영하지 않았음을 시사

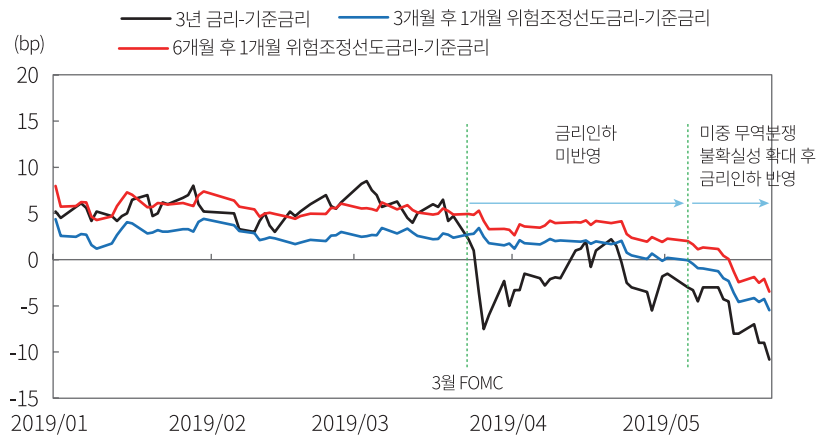
— 결과적으로 국내 시장금리는 5월에 무역분쟁 협상이 난항을 겪은 후부터 연내 기준금리 인하 가능성을 반영하기 시작한 것으로 평가

〈그림 II-21〉 위험조정 선도금리로 파악한 시장의 기준금리 인하 기대: 과거사례



주 : 1) 음영은 국채 3년 금리가 기준금리를 하회하는 시기
 2) 2002년 1월 2일~2019년 5월 23일 동안의 일별 자료
 자료: ACM, KIS채권평가, 자본시장연구원

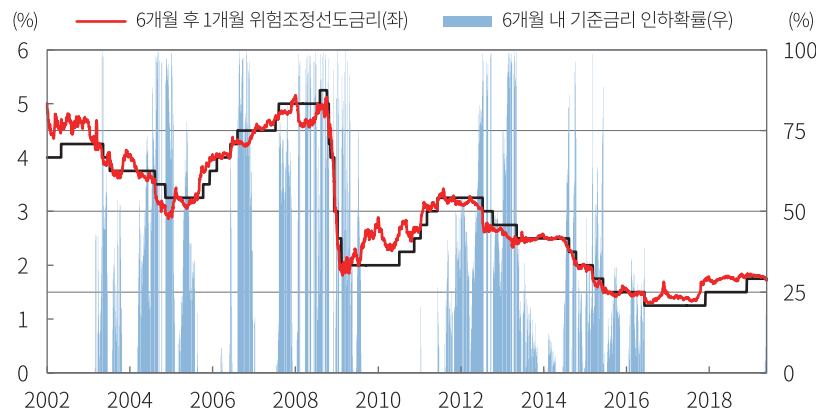
〈그림 II-22〉 위험조정 선도금리를 통해 파악한 최근 시장의 기준금리 인하 기대



주 : 2019년 1월 2일~2019년 5월 23일 동안의 일별 자료
 자료: ACM, KIS채권평가, 자본시장연구원

- 금리에 반영된 올해 중 기준금리 인하확률⁶⁾을 산출해보면, 5월 23일 기준으로 국채 금리에 내재된 기준금리 인하확률은 20%를 소폭 상회 (<그림 II-23>, <그림 II-24>)
- 금리 수준 측면에서 금리인하 기대가 제한적으로 반영되어 있기 때문에 금리인하가 가시화될 경우 시장금리가 추가적으로 하락할 여지가 있는 것으로 판단

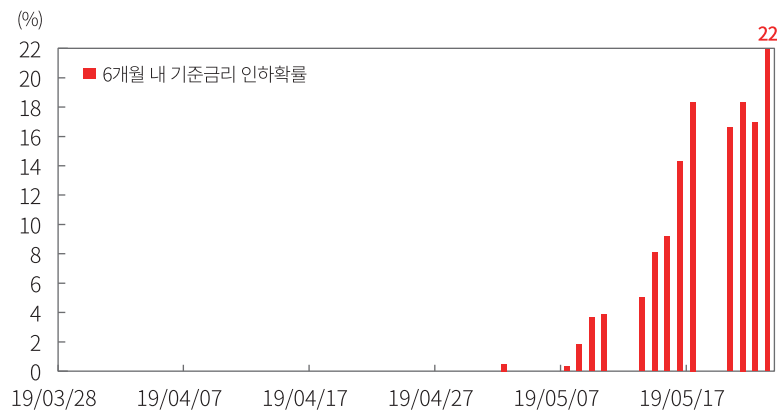
<그림 II-23> 시장이 평가하는 6개월내 기준금리 인하확률: 과거사례



주 : 금리에 반영된 예상 기준금리 인하확률은 위험조정 선도금리를 이용하여 추정(2002년 1월 2일 ~2019년 5월 23일 동안의 일별 자료)

자료: ACM, KIS채권평가, 자본시장연구원

<그림 II-24> 시장이 평가하는 올해 중 금리인하 확률



주 : 2019년 3월 28일부터 2019년 5월 23일까지의 일별 자료

자료: ACM, KIS채권평가, 자본시장연구원

6) 기준금리 1회 인하확률은 (6개월 후 1개월 위험조정 선도금리 - 현재 기준금리)/25bp를 의미함. 이를 최근 시장에 대입하면, 6개월 후 1개월 위험조정 선도금리가 1.5%이면 연내 1회 금리인하를 100% 선반영한 것으로 파악

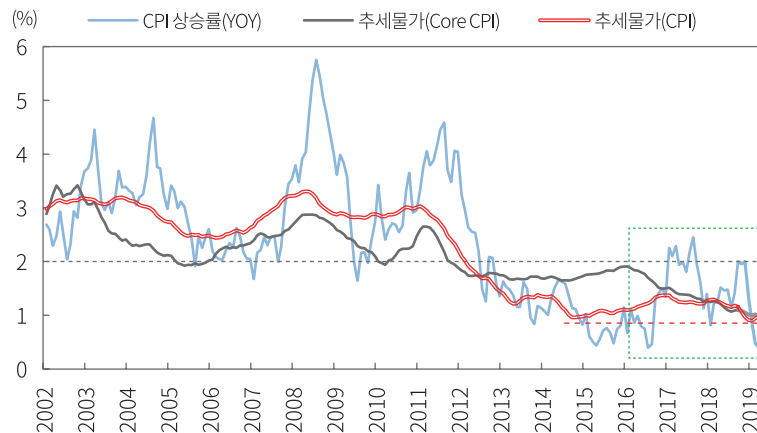
4) 기간 프리미엄요인 분석

(1) 물가요인

□ 올해 1분기 추세물가 상승률이 역사적 최저 수준에 가깝게 하락 (<그림 II-25>, <그림 II-26>)

- 국내 추세물가는 2012~2013년을 전후한 시점부터 지속적으로 2%를 하회
- 최근 추세물가는 2018년 3분기부터 하락세로 전환하여 2019년 1분기에는 0.75~0.95% 내외로 2014년말~2015년 상반기 역대 최저 수준에 근접
- 추정된 추세물가의 하단은 0.8% 내외이며, 상단은 1.0%에 미치지 못하는 것으로 분석(2019년 1분기 기준)

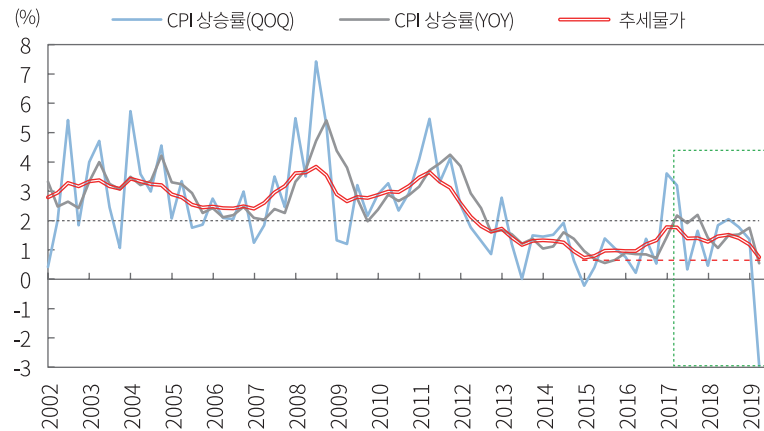
<그림 II-25> 국내 월별 CPI 상승률과 추세물가 상승률



- 주 : 1) 월별 추세물가 상승률은 전월대비 물가상승률을 Stock and Watson(2007)의 UCSV(Unobserved Components Stochastic Volatility) 모형에 적용하여 추정
 2) 2002년 1월~2019년 4월(모형 추정에는 1970년 1월~2019년 4월까지의 물가상승률을 사용)

자료: 한국은행, 자본시장연구원

〈그림 II-26〉 분기별 CPI 상승률과 추세물가 상승률



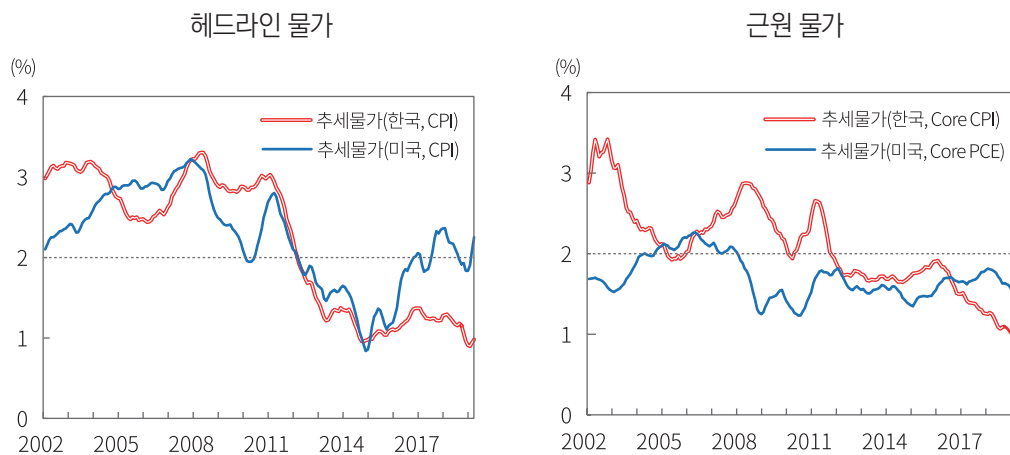
주 : 1) 분기별 추세물가 상승률은 전분기대비 물가 상승률을 Stock and Watson(2016)의 UCSVO(Unobserved Components Stochastic Volatility Outlier-adjusted) 모형에 적용하여 추정

2) 2002년 1분기~2019년 1분기(모형 추정에는 1970년 1분기~2019년 1분기까지의 물가 상승률을 사용)

자료: 한국은행, 자본시장연구원

□ 2013~2014년 이후의 추세물가 하락에는 글로벌 공통요인이 중요한 역할을 담당하였으나, 국내 헤드라인 및 근원물가 상승률은 미국 보다 낮게 형성 (〈그림 II-27〉)

〈그림 II-27〉 한·미 추세물가 비교



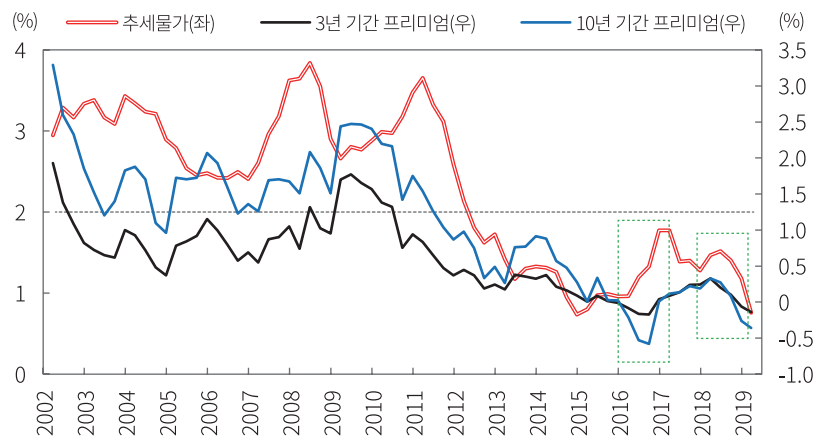
주 : 헤드라인 물가(2002년 1월~2019년 4월), 근원 물가(2002년 1월~2019년 3월)

자료: 한국은행, 세인트루이스연준, 자본시장연구원

□ 국내 금리가 지난해 3분기부터 올해 1분기까지 추세적으로 하락한 핵심 원인은 저물가

- 기간 프리미엄은 전체 물가상승률 보다 추세물가와 매우 밀접하게 연관 (<그림 II-28>, <표 II-3>)
 - 3년과 10년 기간 프리미엄이 추세물가 상승률과 0.8 이상의 높은 상관관계를 가지는 것으로 분석
- 물가상승률이 추세 요인과 일시적 요인을 모두 반영한다는 점을 고려할 때, 시장은 물가의 일시적인 변동 보다 추세적인 흐름을 구분하여 금리에 반영
 - Ang and Ulrich(2012), Ulrich(2013) 및 Cieslak and Povala(2015) 등 기존 연구에서도 추세물가가 기간 프리미엄의 상당 부분을 설명하는 것으로 분석

<그림 II-28> 분기별 추세물가와 기간 프리미엄



자료: ACM, KIS채권평가, 한국은행, 자본시장연구원

<표 II-3> 월별 물가요인과 기간 프리미엄간 상관관계

	CPI 상승률	추세물가 상승률
3년 기간 프리미엄	0.56	0.81
10년 기간 프리미엄	0.62	0.87

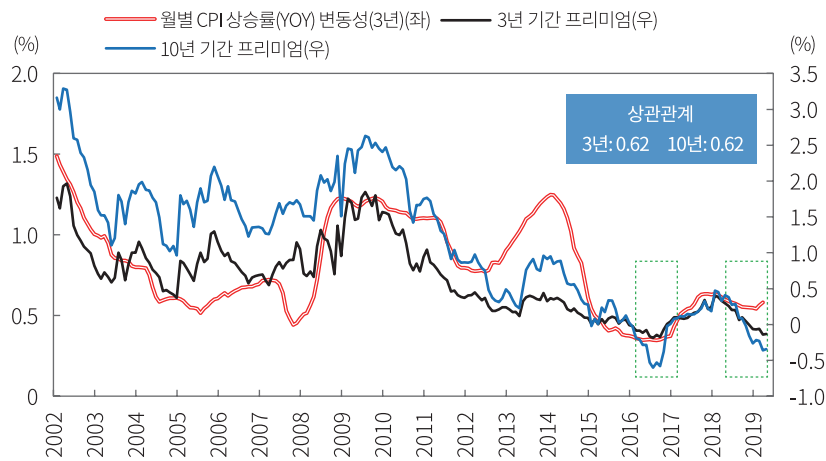
주 : 2002년 1월부터 2019년 4월까지의 전년 동월비 물가상승률 및 추세물가와 기간 프리미엄간 상관관계

자료: ACM, KIS채권평가, 한국은행, 자본시장연구원

□ 한편, 저물가가 지속되는 가운데 물가 불확실성도 매우 낮은 수준

- 기간 프리미엄은 물가상승위험이 커질수록 증가(Caporale et al., 2010; Wright, 2011 등) (<그림 II-29>, <그림 II-30>)
- 2016년 하반기 금리 급등기에는 추세물가가 상승하는 가운데 물가 불확실성도 크게 증가

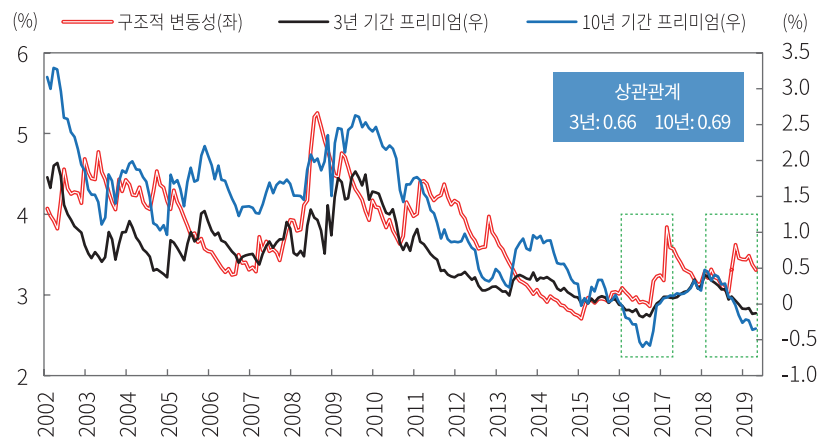
<그림 II-29> 물가 변동성과 기간 프리미엄



주 : 물가 변동성은 전년 동월비 물가상승률의 3년 표준편차

자료: ACM, KIS채권평가, 한국은행, 자본시장연구원

<그림 II-30> 물가의 구조적 변동성과 기간 프리미엄



주 : 1) Caporale et al.(2010)을 따라 구조적 변동성(structural volatility)으로 물가 불확실성을 측정

2) 구조적 변동성은 CPI 상승률을 Engle and Lee(1999)의 Component Garch 모형에 적용하여 추정

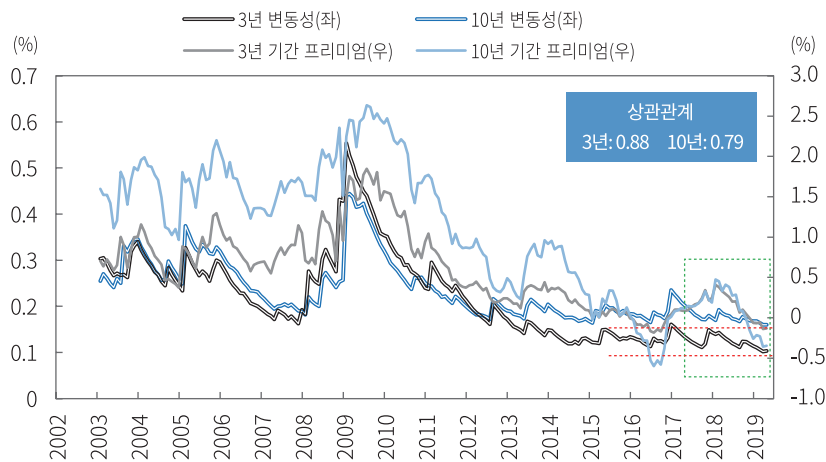
자료: ACM, KIS채권평가, 한국은행, 자본시장연구원

(2) 금리 변동성 및 대외요인

□ 금리 불확실성 또한 역사적 저점까지 하락 (<그림 II-31>)

— 금리 변동성은 금리결정요인이 총체적으로 반영된 금리 위험

<그림 II-31> 금리 변동성과 기간 프리미엄



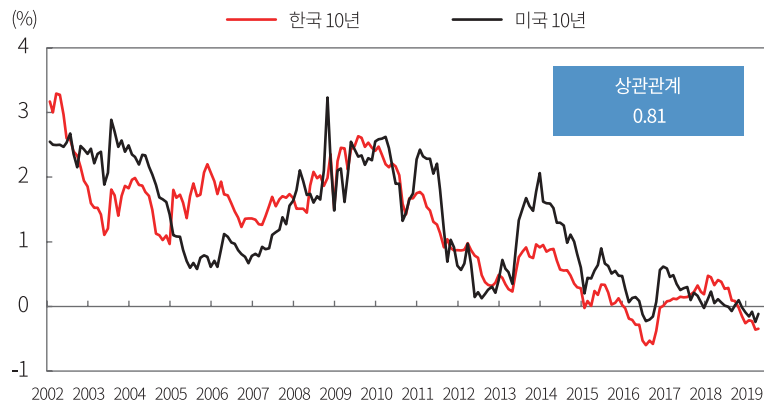
주 : 금리변동성은 월별(2003년 1월~2019년 4월) 금리 변화를 Engle and Kroner(1995) 모형에 적용하여 추정

자료: ACM, KIS채권평가, 자본시장연구원

□ 국내 기간 프리미엄 결정에는 미국요인(글로벌 공통요인)도 중요한 역할 (<그림 III-32>)

— 최근 미국 기간 프리미엄은 2016년 상반기 저점에 근접

<그림 II-32> 금리 변동성과 기간 프리미엄



주 : 월별(2002년 1월~2019년 4월) 한미 10년 만기 기간 프리미엄

자료: ACM, KIS채권평가, 자본시장연구원

5) 하반기 국내 금리 전망 종합

□ 국내 금리는 하락세가 유지되는 가운데 3년 금리는 1.5% 하회, 10년은 1.6% 부근까지 하락 전망

- 최근 국내 금리는 기초경제여건에 부합하는 수준이며, 기간 프리미엄 또한 적정 수준을 유지하고 있어 금리 상승요인이 크지 않은 것으로 판단
- 하반기 금리인하가 예상되는 가운데 최근 금리 수준에는 기준금리 인하가 일부만 반영
 - 5월 23일 기준, 금리에 반영된 올해 중 금리인하 확률은 22%
- [참고] 무역분쟁이 현상유지될 경우(baseline 시나리오), 잠재성장률 · 추세물가 · 적정 기간 프리미엄을 고려한 3년 및 10년 금리의 올해말 구조적 수준은 각각 1.4%와 1.6%를 소폭 상회

□ 무역분쟁이 격화되면 국내에서도 초저금리 시대가 앞당겨질 가능성

- 무역분쟁이 격화되면 국내 경제에 어려움이 가중될 전망으로 2020년에 추가 금리인하가 이루어질 가능성
- 잠재성장률 및 추세물가의 하락은 고령화 등과 같은 국내 구조적인 요인과 함께 글로벌 공통요인이 반영된 현상이나, 무역분쟁 격화와 같은 외부 충격시 추가하락이 가능하므로 적극적인 정책적 대응을 고려할 필요