경제 및 자본시장 전망

2018년 하반기

자본시장연구원

Contents

요약 1

I. 전망의 배경 및 주요 내용 11

1. 2019년 국내외 경제 및 자본시장의 주요 이슈 11
2. 전망의 주요 내용 : 최근 경제상황 및 향후 자산가격 전망에 대한 질문 12

II. 경제 및 통화정책 전망 17

1. 주요국 경제 전망 19
2. 국내 경제 전망 25
3. 통화정책 전망 39

III. 자본시장 전망 47

1. 한·미 금리 전망 52
2. 한·미 주식시장 전망 83
3. 환율 전망 123
4. 부동산시장 전망 131

IV. 전망의 위험요인 143

참고문헌 149

KCMI

요 약

1. 경제 전망

□ **2019년중 미국(2018년 2.9% → 2019년 2.5%)과 유로지역(1.9% → 1.6%)은 성장세가 점차 잠재성장률 수준에 근접해가면서 2020년 상반기중 정점에 근접할 전망**

— 반면, 중국(6.6% → 6.2%)은 하강국면에 진입할 것으로 예상

□ **국내 경제는 2018년 및 2019년에 걸쳐 투자가 조정을 받는 가운데 민간소비와 수출이 완만한 증가세를 이어가면서 2% 중후반 수준의 성장을 이어갈 전망(2018년 2.7% → 2019년 2.6%)**

— 경기국면상으로는 2017년 하반기에 이미 정점에 도달하여 최근에는 하강국면에 진입하였으며, 2020년 상반기중 저점에 도달할 전망

• 당초 전망(2018년 하반기 경기 고점)과 달리 경기 정점이 2017년 하반기로 앞당겨진 원인은 금년중 투자가 예상보다 크게 부진했기 때문

— 이러한 성장세 둔화 추세를 감안하면 잠재성장률 또한 하향 추세를 지속할 것으로 예상(2018~2020년중 2.6~2.7%)

경제전망 요약

(단위: %)

	2017	2018	2019	경기국면 (2018→2019년)
미 국	2.3	2.9	2.5	확장
유로지역	2.4	1.9	1.6	확장
중 국	6.9	6.6	6.2	둔화 → 침체
한 국	3.1	2.7	2.6	둔화 → 침체

2. 통화정책 전망

□ **미 연준(FRB)의 금리인상은 경기 정점으로 예상되는 2020년 1분기까지 3.5% 수준에서 마무리될 전망**

— 수요부문 물가압력으로 인해 연준의 목표수준을 소폭 상회하는 수준의 물가상승세가 상당 기간 지속될 것으로 예상

— 이에 따라 연준은 경기 정점까지 점진적으로 금리를 인상할 것으로 예상되며, 최종 기준금리 수준은 명목중립금리(3%)를 소폭 상회할 전망

□ **한국은행은 2019년중 기준금리를 동결하였다가 2020년중 미 연준의 금리인상 종료가 확인된 시점에 인하할 것으로 예상**

— 향후 통화정책 여건을 살펴보면 인상(대내외 금융안정) 및 인하(실물경제) 요인이 엇갈리고 있으나, 어느 한쪽이 우세하지 않을 것이라는 점이 동결의 배경

통화정책 전망 요약

	2019년	2020년
한국	1.75% (연중 동결)	1.50% (1회 인하)
미국	2020년 1분기 3.5% (2019년 3회 및 2020년 1분기 1회)	
역전폭	-1.5~1.75%p	-2.0%p

□ **한편, 최근 부동산 가격 상승에 대한 통화정책적 대응 필요성이 제기됨에 따라 부동산 가격 및 가계부채에 대한 통화정책과 거시건전성 정책의 효과를 비교·분석**

— 분석 결과, LTV가 주택 부문에 제한적인 영향을 미치는 반면, 금리 인상은 경제전반에 대한 긴축 효과를 갖는 만큼, 대출 축소나 주택가격 안정 측면에서 금리인상에 따른 정책 비용(GDP 감소)이 더 큰 것으로 나타남

3. 한·미 금리 전망

□ **미국 금리는 2018년 4분기부터 금융위기 이후 경제가 본격적인 성장세에 진입한 이래 처음으로 3%대에 안착을 시도 중**

— 2019년은 미국이 Late cycle에 접어들 것으로 전망되는 가운데, 미국 금리의 상승추세 유지여부가 글로벌 자산가격 변화의 핵심 동인이 될 전망

□ **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**

— 경기순환주기(및 기준금리 인상기)의 Late cycle은 금리 상승구간이며, 마지막 기준금리 인상을 전후해 장기금리가 기준금리를 하회

— 시장은 이번 기준금리 인상기의 최종 기준금리를 3.2% 내외 수준으로 예상하고 있어 1회 정도의 기준금리 인상을 반영하지 않은 것으로 분석

• 최종 기준금리 예상치: 연준, 3.4%, 자본시장연구원, 3.5%

— 미국 금리의 기간 프리미엄은 대체적으로 경기 및 통화정책 요인에 부합하나, 대략 20~30bp 정도의 상승 가능성이 있는 것으로 예상

□ **미국의 장단기 금리 차(10년 금리-2년 금리 기준)는 점진적으로 축소되어 2019년 4분기중 역전될 것으로 예상**

— 장단기 금리 차는 통상 기준금리 인상이 마무리되는 시점을 전후해 역전되며, 경기침체(NBER 기준)에 1~2년 정도 선행하는 경향

— 따라서 장단기 금리 차이 관점에서 볼 때, 2019년중에 미국 경제가 침체에 빠질 가능성은 높지 않은 것으로 판단

□ **국내 금리는 성장세 둔화를 반영하여 5월 이후 하락추세를 유지하였으며, 한·미 금리역전이 심화**

— 하반기 들어 부진한 경기여건으로 미국 금리와 탈동조화되며 하락

□ **중장기 경제여건과 통화정책 요인을 감안할 때 2019년은 금리 하락기로 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%)**

— 2019년 국내 경기는 하강국면으로 연말까지 마이너스 GDP갭이 확대될 전망

— 상반기에는 시장금리가 기준금리를 하회하지 않을 것으로 예상되나, 연말에 근접하면서 3년 만기 금리는 2020년 기준금리 인하 가능성을 반영하여 기준금리를 하회할 가능성이 있는 것으로 예상

□ **한·미 금리역전 폭은 양국의 기초경제여건 차이가 반영된 현상으로, 2019년에는 역전 폭이 보다 심화될 것으로 전망**

— 기준금리 및 시장금리 역전은 한·미간 기초경제체력 차이를 반영한 현상인 만큼, 금융안정에 유의하되 중장기적 관점에서 국내 잠재성장률 및 경제 역동성 제고를 위한 정책적 노력이 필요

4. 한·미 주식시장 전망

□ **2019년 글로벌 자본시장의 가장 큰 화두는 미국 주식의 상승세 유지 여부**

— 미국 주식시장은 2018년 4분기 들어 변동성이 확대되며 하락세를 시현중으로 장기상승추세 유지여부에 불확실성이 증가

— 미국 주가 약세의 주요 원인은 기대이익의 점진적 감소와 함께 연준의 기준금리 인상지속으로 인한 시장금리 상승세 유지 가능성

□ **미국 주식은 2019년에도 상승세를 유지할 전망이나 금리상승으로 할인율 부담이 본격화되며 주가 상승폭이 제한될 것으로 예상, 반면 변동성은 확대되어 위험 대비 기대수익이 높지 않을 전망**

— 내년중 미국 경기는 확장국면의 Late cycle에 진입할 것으로 예상되는데, 역사적으로 미국 주가는 Late cycle에서 상승세를 유지

— Late cycle 동안에는 기업실적 보다는 국채 금리를 중심으로 한 할인율 상승이 주가 결정에 중요한 가운데, 미 금리가 3% 중반까지 상승할 것으로 예상되어 금융위기 이후에 처음으로 할인율 정상화가 본격적으로 주가에 반영될 전망

□ **미국 주가상승을 주도해온 성장주의 강세는 2019년에도 이어질 전망이나, 가치주 투자 확대를 통한 위험관리가 필요**

— Late cycle에서 시장지수 하락 시 가치주의 상대성과가 우수했다는 점을 감안할 때, 가치주 투자를 통한 위험관리가 필요할 전망

— 성장주가 가치주보다 금리상승에 취약하다는 점을 고려할 때, 상반기 중에는 '가치주의 가치'가 부각될 가능성

— 하반기에는 경기정점이 가까워짐에 따라 경기정점에 성과가 우수한 경향을 보여온 '성장주의 가치'가 부각될 가능성

□ **2018년 1월에 사상 최고치를 기록한 국내 주식은 상승세를 이어가지 못하고 부진한 성과를 시현**

— 미·중 무역분쟁 및 미국 금리상승으로 글로벌 주식시장이 약세를 보인 가운데 국내 주식은 주요국보다 저조한 성과를 기록

— 이는 대외 요인 뿐 아니라 국내 성장세 둔화와 그에 따른 경기 국면 변화에 크게 기인한 것으로 판단

□ **2019년 국내 주식시장은 2018년에 이어 부진한 성과를 이어갈 것으로 전망되는 가운데, 하반기 들어서는 점차 안정세를 회복하여 반등을 모색할 수 있을 것으로 기대**

— 경기순환주기상 2019년 국내 경기는 상반기에 둔화국면, 하반기에는 침체국면을 지날 것으로 예상되는데, 경기하강 국면에서 국내 주식은 변동성 대비 수익률이 저조

— 국내 경기가 하강국면이라도 미국 경기가 확장세를 유지하여 주가에 큰 폭의 조정이 발생하지 않을 경우 국내 주식의 하방 리스크가 다소 완화될 수 있을 것으로 기대

— 국내 경기가 2020년 상반기에 저점을 통과할 것으로 예상되어, 하반기부터는 주가가 점진적으로 안정되어 추세전환을 모색할 것으로 기대

5. 환율 전망

□ **2018년 원달러 환율은 4월초에 저점을 기록한 후 달러 강세 및 국내 주식시장 부진 등으로 상승세로 전환**

□ **2019년 원달러 환율은 경기부진을 반영하며 2018년에 이어 상승추세(원화 약세)가 지속될 것으로 전망, 다만 하반기부터는 상승세가 둔화될 것으로 예상**

— 경기순환국면상 2019년은 환율이 상승압력을 받을 것으로 전망되나, 경기저점이 임박한 하반기에는 상승세가 제한될 것으로 예상

— 중국의 성장세 둔화 및 신흥국 금융불안 가능성 등으로 글로벌 위험회피 현상이 유지될 것으로 보이는 점도 환율 상승요인으로 작용할 전망

6. 부동산시장 전망

□ **한·미 부동산가격은 경기변동과 크게 연동되지 않고 우수한 성과를 시현**

— 주택가격은 경기둔화국면에서만 하락하며, 다른 경기국면에서는 상승하는 경향을 가져 여타 위험자산에 비해 낮은 경기순응성을 보유

□ **다만, 주택의 공급탄력성이 낮은 지역에서는 부동산가격이 경기순응성을 가지며 주식과 유사한 위험-수익 특성을 나타내는 것으로 분석**

— 한·미 모두 공급이 제한되는 지역에서는 주택가격이 경기 회복 및 확장국면에서만 강세를 나타내며, 경기 저점·정점·둔화·침체 국면에서는 하락

□ **2019년 국내 부동산가격은 외부충격이 없을 경우 약보합세를 나타낼 것으로 전망되며, 주택공급탄력성이 금융불균형 해소에 중요하다는 점에 유의할 필요**

— 국내 경기가 둔화국면임을 감안할 때, 주택가격이 소폭 하향 안정화될 전망

— 부동산시장으로 자금이 과도하게 집중되는 핵심 원인이 주택가격이 경기국면에 상관없이 안정적인 수익률을 보이는데 있을 가능성

자본시장 전망 요약

주식	미국	시장지수 상승세 유지, 기대수익은 높지 않을 전망 성장주 상승추세 유지, 가치주 투자확대를 통한 위험관리 필요
	한국	상반기중 성과 부진, 하반기에 안정 후 반등 모색
금리	미국	상승세, 연말 예상 금리 3.5% 내외(10년 만기 기준)
	한국	연중 하향 안정(국고 10년 1.8~2.3%, 국고 3년 1.7~2.0%)
원달러 환율		상승세, 하반기 상승세 둔화
부동산		약보합, 지역별로 주택공급탄력성에 차별화 전망

7. 전망 위험요인

□ **향후 경제 및 자본시장 전망에 대한 핵심적인 위험요인은 미국 통화정책 경로의 불확실성이 될 것으로 예상**

— 고용사정 개선에 따른 물가상승 압력 확대 및 미국 경제의 잠재성장률 제고는 금리인상 확대 요인인 반면, 경기 둔화 및 연준의 물가안정에 대한 확신으로 중립금리 수준에서의 조기 종료는 금리인상 축소 요인

KCMI

I. 전망의 배경 및 주요 내용

1. 2019년 국내외 경제 및 자본시장의 주요 이슈
2. 전망의 주요 내용:

   최근 경제상황 및 향후 자산가격전망에 대한 질문

I. 전망의 배경 및 주요 내용

1. 2019년 국내외 경제 및 자본시장의 주요 이슈

□ 2018년은 대내적으로 경기가 예상보다 부진한 가운데 국내 주식시장은 주요국에 비해 부진한 성과를 나타냈으며, 대외적으로는 미 연준의 기준금리 인상 지속 및 미·중 무역분쟁 등으로 전 세계 주요 자산가격의 변동성이 크게 확대

□ 2019년은 대내외적으로 경제 및 자본시장이 전환점을 맞이하는 중요한 한해가 될 것으로 예상

— 우선 미국 경기가 확장국면의 후반부(late cycle)에 접어들 것으로 예상되는 가운데, 글로벌 실물경제 및 자산가격 결정에 중요한 영향을 미치는 미 연준의 기준금리 인상경로에 대한 불확실성이 증가

— 또한 보호무역주의 및 정치적 불확실성은 글로벌 경제 및 자산가격의 하방 위험을 확대시킬 것으로 예상

□ 이에 따라 본 보고서에서는 아래의 이슈를 중심으로 2019년 전망을 제시

— 미 연준의 기준금리 인상경로 및 자산시장에 대한 영향

— 금융위기 이후 글로벌 경제회복을 견인해 온 미국 경제의 성장세 지속 여부

— 글로벌 위험자산가격의 방향을 결정해온 미국 주식의 추세 전환 가능성

— 금융위기 이후 주식을 포함한 위험자산가격의 상승세를 뒷받침한 저금리 기조의 마무리 가능성과 미국 금리의 상승추세 유지 여부

— 국내 경기의 회복 가능성 및 바람직한 통화정책 방향

— 주요국 대비 국내 주식시장의 상대적 부진의 원인 및 재도약 가능 여부

2. 전망의 주요 내용 : 최근 경제상황 및 향후 자산가격 전망에 대한 질문

가. 경제 및 통화정책 전망

□ 2017년 하반기 이후 세계경제의 동반 회복세가 금년 들어 국별로 차별화되는 양상이 나타나는 가운데, 견조한 성장세에 따른 미국의 기준금리 인상이 한국을 포함하여 미국과 경기상황이 괴리된 여타국에 부담으로 작용

— 투자를 비롯한 국내의 주요 실물경제지표가 이미 뚜렷한 하강국면을 나타냄에 따라 미국의 경제성장 및 통화정책 경로와 탈동조화(de-synchronization)된 국내의 향후 성장경로에 대한 관심이 증대

□ 이에 따라 최근 국내외 경제상황과 관련하여 다음과 같은 질문이 제기되며, 금번 경제 및 통화정책 전망은 이러한 질문들을 중심으로 분석

— 미국의 경기 확장세는 언제까지 지속될 것이며, 기준금리 인상경로는 어떠할 것인가?

— 당초(2017년 11월 및 2018년 7월) 전망에 비해 국내 경제가 부진한 가운데, 원인은 무엇인가?

— 세계경제의 성장세 둔화 가능성을 감안할 때 부진한 국내 경기흐름이 언제까지 지속될 것인가?

— 국내 실물경제가 둔화되는 가운데 부동산 가격 상승에 대해 통화정책으로 대응할 필요가 있는가?

□ 이러한 질문들에 답하기 위해 과거 데이터를 통해 미국과 한국의 중기 경기순환(business cycle) 경로(〈참고 1〉 참조) 및 예상 통화정책 경로를 전망

〈참고 1〉

경기국면의 구분

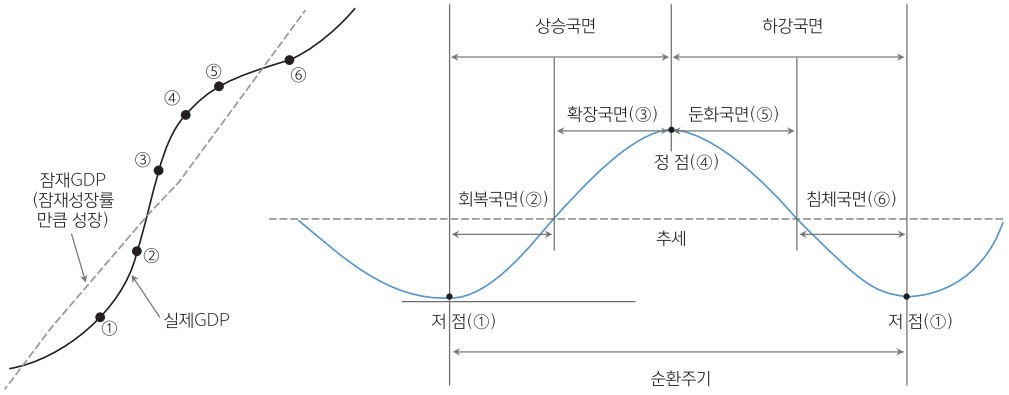
□ 본 보고서에서는 Ahn & Min(2016)의 방법론을 바탕으로 경기순환을 장기추세를 중심으로 6개의 국면으로 이해

— 장기추세는 경제이론상 기초경제여건(economic fundamental)에 부합하는 적정 수준인 잠재GDP이며, 장기추세의 성장률이 잠재성장률에 해당

— 이러한 국면구분은 GDP갭(=실제GDP - 잠재GDP)의 추정을 기반으로 한만큼 실제 성장률 추세에 따른 구분과 달라질 수 있음

• **'확장'국면에서 '정점'에 근접할수록 성장률 자체는 둔화되나 여전히 잠재성장률을 상회함에 따라 GDP갭은 확대**

〈그림 Ⅱ-3〉 미국의 GDP갭 및 경기순환 국면 추이 및 전망



경기국면	국면별 특징
저점	경기순환중 장기추세를 가장 크게 하회
회복	장기추세를 하회하나 잠재성장률보다 빠르게 성장
확장	장기추세를 상회하여 잠재성장률 이상으로 성장중
정점	경기순환중 장기추세를 가장 크게 상회
둔화	장기추세를 상회하나 성장률이 잠재성장률보다 하락
침체	장기추세를 하회하였으며 성장률도 잠재성장률보다 낮은 상황

나. 자본시장 전망

□ (미국 금리전망) 주요국 시장금리 및 위험자산가격 결정에 중요한 영향을 미치는 미국 금리의 상승추세 유지 여부 및 상승폭을 분석

— 미국 금리는 연준의 통화정책 정상화에도 불구하고 금융위기 이전에 비해 여전히 낮은 수준에 머물러 경제회복을 지원하고 글로벌 위험자산 가격의 상승을 뒷받침

— 하지만 올해 4분기부터는 금융위기 이후 경제가 본격적인 성장세에 진입한 이래 처음으로 미국 금리가 3%대에 안착을 시도 중

□ (미국 주가전망) 2019년 글로벌 자본시장의 가장 큰 화두인 미국 주식시장의 장기 상승추세 전환여부 및 성장주 중심의 시장구조 변화 가능성을 분석

— 글로벌 금융위기 이후 미국 주식의 상승세를 주도한 성장주의 상승세 지속 여부는 글로벌 자산가격 변화와 관련하여 주목해야 할 핵심 변수일 것으로 판단

□ (국내 금리전망) 국내 금리 하락의 원인을 분석하여, 향후 한·미 금리 역전을 전망하고 요구되는 정책적 대응방안을 모색

— 국내 금리는 미국과는 달리 올해 5월 이후 하락추세를 유지하여 한·미간 시장금리 역전 폭이 사상 최대치까지 확대

□ (국내 주식전망) 국내 주식이 부진한 성과를 나타낸 원인을 분석하고, 2019년중 재도약 가능성을 진단

— 국내 주식은 2009년부터 시작된 장기 회복국면에서 주요국에 비해 저조한 성과를 기록

□ (국내 부동산전망) 시중자금이 부동산시장으로 집중되는 원인을 분석하고, 2019년 시장전망과 함께 국내 자원배분의 효율성을 제고하기 위한 정책적 제언을 제시

— 경기변동에 따른 미국과 한국 부동산 가격의 경제적 특징을 분석

KCMI

Ⅱ. 경제 및 통화정책 전망

1. 주요국 경제 전망
2. 국내 경제 전망
3. 통화정책 전망

요 약

1. 경제 전망

□ 2019년중 미국(2018년 2.9% → 2019년 2.5%)과 유로지역(1.9% → 1.6%)은 성장세가 점차 잠재성장률 수준에 근접해가면서 2020년 상반기중 정점에 근접할 전망

— 반면, 중국(6.6% → 6.2%)은 하강국면에 진입할 것으로 예상

□ 국내 경제는 2018년 및 2019년에 걸쳐 투자가 조정을 받는 가운데 민간소비와 수출이 완만한 증가세를 이어가면서 2% 중후반 수준의 성장을 이어갈 전망(2018년 2.7% → 2019년 2.6%)

— 경기국면상으로는 2017년 하반기에 이미 정점에 도달하여 최근에는 하강국면에 진입하였으며, 2020년 상반기중 저점에 도달할 전망

• 당초 전망(2018년 하반기 경기 고점)과 달리 경기 정점이 2017년 하반기로 앞당겨진 원인은 금년중 투자가 예상보다 크게 부진했기 때문

— 이러한 성장세 둔화 추세를 감안하면 잠재성장률 또한 하향 추세를 지속할 것으로 예상(2018~2020년중 2.6~2.7%)

경제전망 요약

(단위: %)

	2017	2018	2019	경기국면 (2018 → 2019년)
미 국	2.3	2.9	2.5	확장
유로지역	2.4	1.9	1.6	확장
중 국	6.9	6.6	6.2	둔화 → 침체
한 국	3.1	2.7	2.6	둔화 → 침체

2. 통화정책 전망

□ 미 연준(FRB)의 금리인상은 경기 정점으로 예상되는 2020년 1분기까지 3.5% 수준에서 마무리될 전망

— 수요부문 물가압력으로 인해 연준의 목표수준을 소폭 상회하는 수준의 물가상승세가 지속될 것으로 예상

— 이에 따라 연준은 경기 정점까지 점진적으로 금리를 인상할 것으로 예상되며, 최종 기준금리 수준은 명목중립금리(3%)를 소폭 상회할 전망

□ 한국은행은 2019년중 기준금리를 동결하였다가 2020년중 미 연준의 금리인상 종료가 확인된 시점에 인하할 것으로 예상

— 향후 통화정책 여건을 살펴보면 인상(대내외 금융안정) 및 인하(실물경제) 요인이 엇갈리고 있으나, 어느 한쪽이 우세하지 않을 것이라는 점이 동결의 배경

통화정책 전망 요약

	2019년	2020년
한국	1.75% (연중 동결)	1.50% (1회 인하)
미국	2020년 1분기 3.5% (2019년 3회 및 2020년 1분기 1회)	
역전폭	-1.5~1.75%p	-2.0%p

□ 한편, 최근 부동산 가격 상승에 대한 통화정책적 대응 필요성이 제기됨에 따라 이에 대한 통화정책과 거시건전성 정책의 효과를 비교·분석

— 분석 결과, LTV가 주택 부문에 제한적인 영향을 미치는 반면, 금리 인상은 경제 전반에 대한 긴축 효과를 갖는 만큼, 대출 축소나 주택가격 안정 측면에서 금리인상에 따른 정책 비용이 더 큰 것으로 나타남

II. 경제 및 통화정책 전망

1. 주요국 경제 전망

가. 최근 주요국 경기상황과 당초 경기전망 비교

□ 세계경제는 2017년 하반기 이후의 성장세를 이어가고 있으나, 점차 개선 흐름이 완만해지고 있는 것으로 판단

— 국별로는 미국이 재정확대 및 고용사정 개선 등의 영향으로 지난해 예상을 상회하는 견조한 성장세를 나타내고 있는 가운데, 중국은 당초 예상에 부합하는 수준의 성장세를 유지하고 있고 유로지역 전망은 연중 하향 조정

〈표 II-1〉 주요국 성장률 조정 추이

(단위: %)

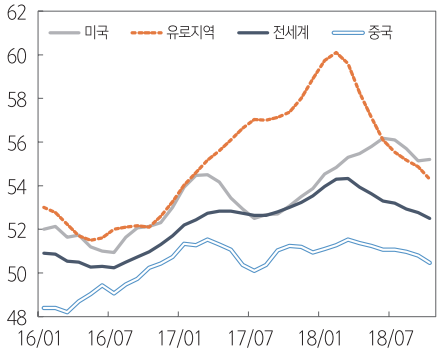
	2017	2018[1)]		
		2017년 11월	2018년 7월	2018년 11월
미 국	2.3	2.4	2.9	2.9
유로지역	2.4	1.8	2.2	1.9
중 국	6.9	6.4	6.5	6.6

주 : 1)은 전망치

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

— 최근 미중 무역분쟁 및 유럽의 정치불안 등으로 경기관련 심리지표 및 선행지표가 둔화되면서 미국 이외의 주요국에서 성장세 둔화에 대한 우려가 점증

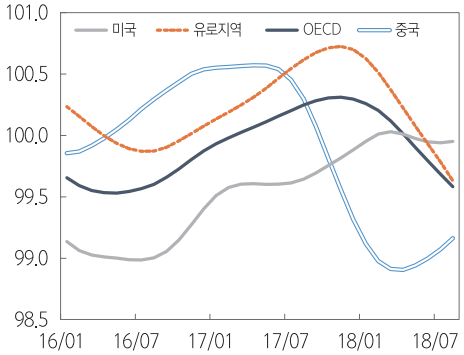
〈그림 II-1〉 제조업 구매관리자 지수



주 : 3개월 이동평균 기준

자료: Datastream

〈그림 II-2〉 OECD 경기선행지수



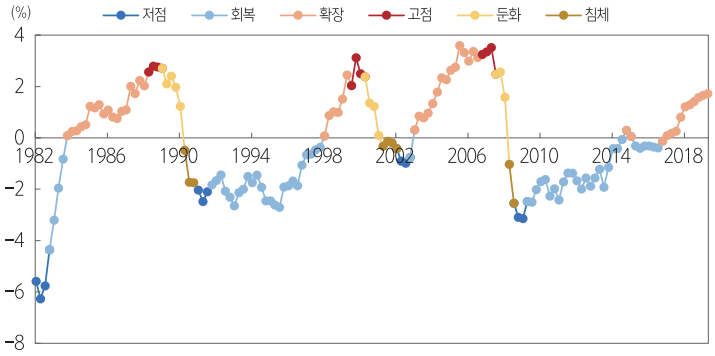
자료: Datastream

나. 주요국 성장경로 전망

□ 미국은 내년중에도 잠재성장률을 상회하는 견조한 성장세를 이어갈 것으로 예상(2018년 2.9% → 2019년 2.5%)

— 다만, 세제개편의 경기부양 효과가 점차 축소되고 연준의 기준금리 인상이 지속됨에 따라 2020년 상반기중 경기 정점에 도달할 가능성

〈그림 II-3〉 미국의 GDP갭 및 경기순환 국면 추이 및 전망

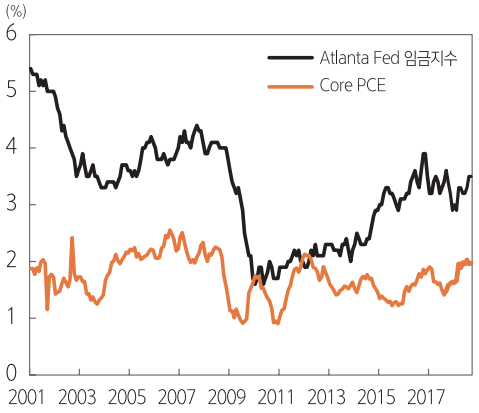


자료: 자본시장연구원 자체 추정

□ 경기 확장세 지속으로 미국의 물가상승세 또한 점차 확대될 전망(2018년 1.9% → 2019년 2.1%, Core PCE 기준)

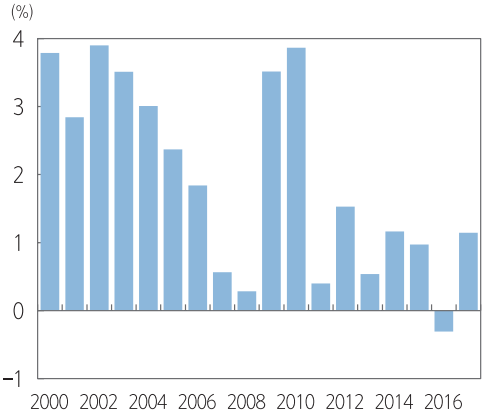
— 노동시장 과열 우려에도 불구하고 생산성의 완만한 개선세 등으로 임금 상승이 제한적일 것으로 보여 물가급등으로 연결되지는 않을 전망(〈참고 2〉 참조)

〈그림 II-4〉 미국 물가 및 임금 추이



자료: Datastream

〈그림 II-5〉 미국 노동생산성 증감률



자료: Fernald(2014)

〈참고 2〉

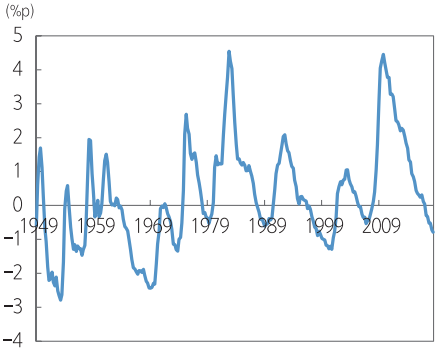
미국의 경기과열에 따른 금리인상 가속화 가능성 진단

□ 미국은 고용사정 개선이 지속됨에 따라 실업률이 자연실업률을 크게 하회하면서 임금상승률 또한 점진적인 상승세

— 2018년 3분기 실업률갭(=실업률−자연실업률)이 −0.8%p에 도달했으며, 임금상승률은 3.1%를 기록하여 연준의 목표물가수준(2%)에 부합하는 수준

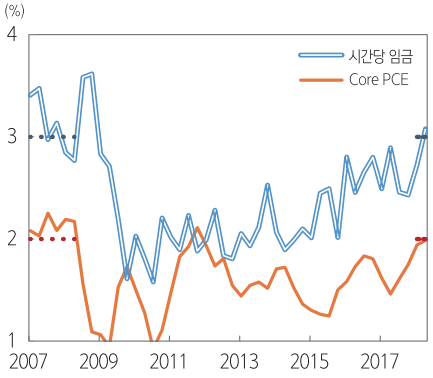
— 내년중에도 미국의 경기확장세가 지속될 것으로 보여 노동시장 유휴인력(slack) 축소에 따른 임금 상승 → 물가 상승 → 금리인상 가속화에 대한 우려가 확대

미국 실업률갭



주 : 실업률갭 = 실업률 − CBO 추정 자연실업률
자료: FRED

평균 시간당 임금 및 물가



자료: FRED

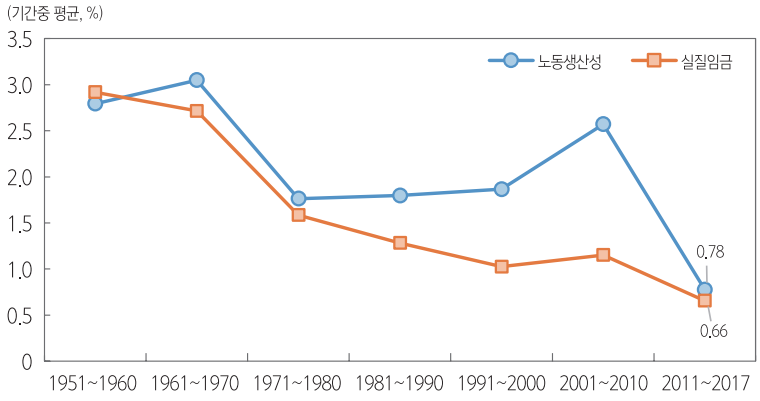
□ 선행연구 결과 임금이나 물가상승률의 고용개선에 대한 반응정도가 축소(Phillips curve flattening)된 것으로 나타나 고용개선과 물가안정이 양립할 것으로 판단

— 최근 데이터를 이용하여 미국의 임금 필립스 곡선을 추정한 결과, 물가상승이나 미래의 임금상승 기대가 현재의 임금상승에 미치는 영향은 큰 반면 실업률갭 축소에 따른 임금상승 효과는 매우 제한적(Gali, 2011; Kang et al., 2018)

— 이러한 필립스 곡선 평탄화의 원인으로는 노동생산성 개선 둔화 및 기대 인플레이션 안정화 등이 원인으로 지적

• 실질임금 상승률이 노동생산성 증가율을 장기간 상회할 수 없는 만큼, 2000년대 중반 이후 둔화된 노동생산성이 향후 임금상승의 구조적 제약요인이 될 전망(Clarida, 2018)

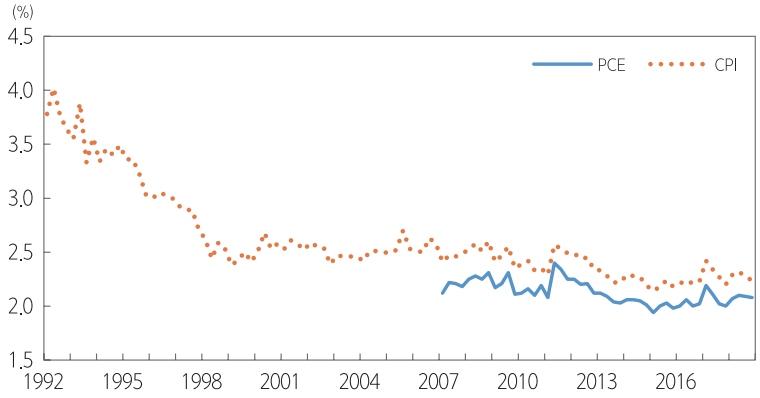
노동생산성과 실질임금 추이



주 : 실질임금은 시간당 보수(compensation per hour)를 GDP deflator로 실질화
자료: Fernald(2014), FRED

• 또한, 임금 및 물가에 즉각적인 영향을 미치는 기대 인플레이션은 1990년대 후반 이후 고용사정과 무관하게 연준의 목표수준에서 안정적

기대 인플레이션 추이



주 : 전문가 대상 향후 10년간 PCE 및 CPI 상승률 전망치의 연간 평균
자료: Datastream

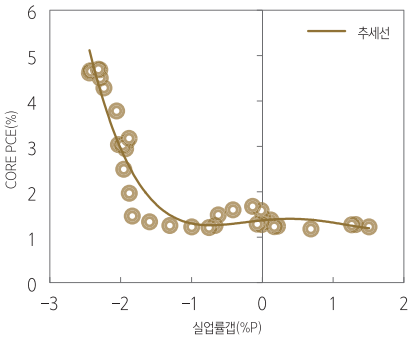
□ 한편, 1960년대와 같이 경기활황으로 실업률갭이 일정 수준 이하로 하락하면서 물가상승이 크게 확대(non-linear Phillips curve)될 가능성에 대한 우려(Lacker, 2017)도 존재하나, 현재와의 비교가 적절치 않은 상황

— 1960년대 당시 재정확대로 실업률이 하락하고 물가가 폭등한 바 있으나, 물가가 비선형적으로 급등한 시점의 실업률갭은 -2%p로, 현재 기준으로는 실업률이 2% 중반으로 하락해야 도달 가능한 수준

— 최근 경기순환과 유사성이 큰 1990년대의 경우 실업률갭이 -1.3%p까지 하락하였으나, 물가는 1990년대 중반이후 2% 수준에서 안정

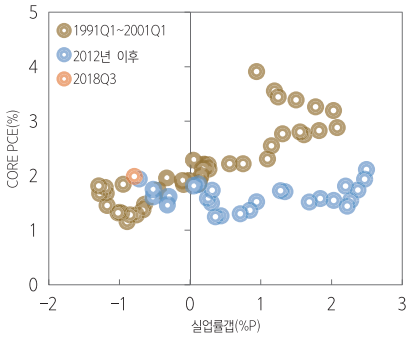
• Powell(2018)은 당시 노동시장 상황에 대한 연준의 적절한 판단과 이를 바탕으로 한 완만한 금리인상이 미국 경제의 장기 호황에 기여한 것으로 평가

1960년대 실업률갭과 물가상승률



자료: FRED

1990년대 및 최근 비교



자료: FRED

□ 이에 따라 2018년 9월 FOMC 직후 공개된 FOMC위원들의 경제전망 또한 실업률이 계속해서 자연실업률을 하회하겠으나 물가는 안정될 것으로 예상

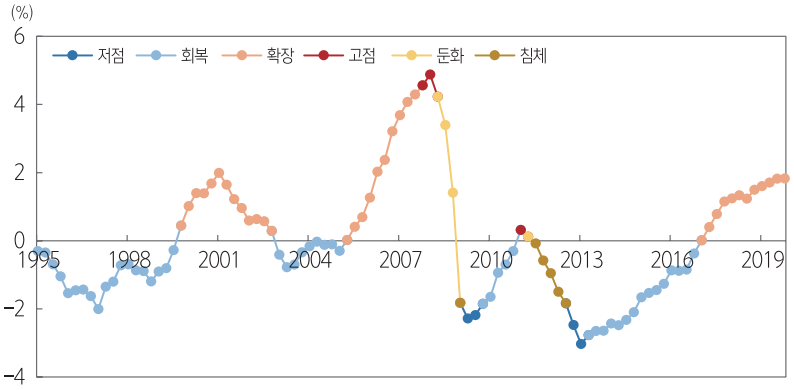
— 최근 연준 관계자들은 필립스 곡선의 평탄화, 자연실업률의 과대 추정 가능성 등을 언급하며 고용개선에 따른 물가불안 가능성을 낮게 평가

— 다만, 필립스 곡선의 평탄화는 일단 물가가 급등한 이후에는 물가 안정을 위해 큰 폭의 고용손실을 감수해야 한다는 점을 의미(Kuttner and Robinson, 2010)하는 만큼, 연준은 물가안정을 위해 점진적 금리인상을 도모해 나갈 것으로 판단

□ 유로지역은 세계경제 둔화에 따른 수출 및 투자의 둔화로 성장률이 둔화될 전망(2018년 1.9% → 2019년 1.6%)이며, 2020년 상반기중 정점에 도달할 가능성

— 완만한 수요압력 및 통화정책 정상화 기대에 따른 유로화 강세 등으로 물가는 ECB 목표 수준 이하에서 안정될 것으로 예상(2018년 및 2019년 1.7%)

〈그림 II-6〉 유로지역의 GDP갭 및 경기순환 국면 추이 및 전망



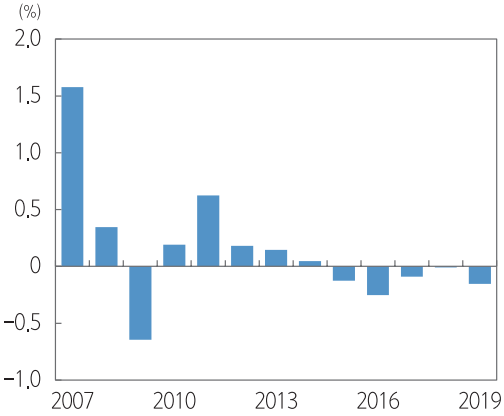
자료: 자본시장연구원 자체 추정

□ 중국은 정부주도 구조개혁 및 미중 무역갈등 등에 따른 투자 둔화로 내년중 성장률이 더욱 둔화될 전망(2018년 6.6% → 2019년 6.2%)

— 미국이 결국 대중국 수입품 전체에 관세를 부과할 것으로 예상되는 가운데, 재정확대 및 완화적 통화정책이 이러한 하방위험을 일부 상쇄할 것으로 예상

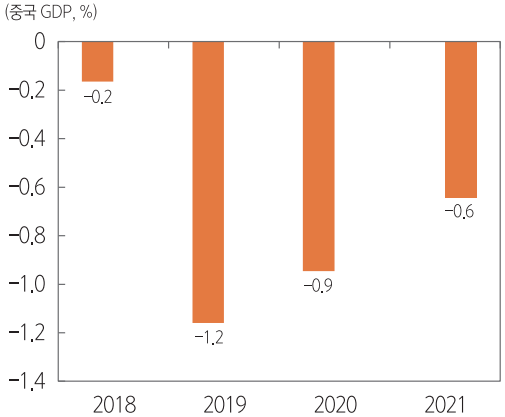
• 무역갈등 장기화에 따른 생산설비의 제3국 이전은 장기 성장에 큰 위협

〈그림 II-7〉 중국의 GDP갭



자료: 자본시장연구원 자체 추정

〈그림 II-8〉 미중 무역갈등의 영향



주 : 미국이 대중 수입품 전체에 관세 부과한 경우

자료: IMF

2. 국내 경제 전망

가. 최근 국내 경기상황과 당초 경기전망 비교

□ 2017년중 완만한 개선흐름을 보였던 국내 경제는 금년 들어 투자를 중심으로 당초 전망에 비해 성장세가 둔화된 모습

— 민간소비는 완만한 증가세를 유지하고 수출 또한 양호한 흐름을 이어가는 등 당초 전망과 대체로 부합하는 움직임

— 반면, 설비투자는 2017년중 큰 폭 확대(14.6%)에 따른 기저효과, 건설투자는 선행지표의 추세적 둔화 등으로 금년중 조정 가능성이 예측되었으나, 최근의 투자 조정폭은 당초 예상을 크게 상회하는 수준

〈표 II-2〉 경제 성장률 추이

(단위: 전기대비, %)

	2017			2018		
	연간	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4
GDP 성장률	3.1	1.4	-0.2	1.0	0.6	0.6
민간소비	2.6	0.8	1.0	0.7	0.3	0.7
설비투자	14.6	0.2	-0.7	3.4	-5.7	-4.7
건설투자	7.6	1.1	-2.3	1.8	-2.1	-6.4
수 출	1.9	5.6	-5.3	4.4	0.4	3.9

자료: 한국은행

— 이에 따라 주요 예측기관들의 금년중 GDP 및 투자 증가율 전망이 지속적으로 하향 조정

〈표 II-3〉 2018년 경제성장률 및 지출부문별 컨센서스 전망치 추이[1)]

(단위: %)

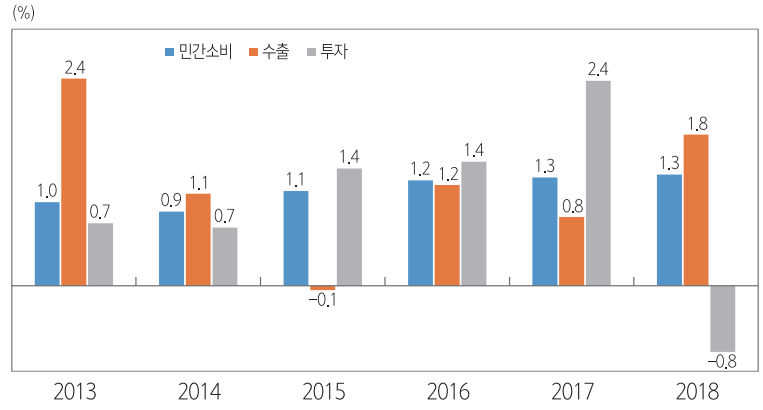
	2017년 11월	2018년 1월	4월	7월	10월
GDP 성장률	2.9 (3.0)	3.0	2.9	2.9 (2.9)	2.8
민간소비	2.5 (2.6)	2.5	2.7	2.9 (2.7)	2.8
고정투자[2)]	2.7 (2.2)	2.8	2.4	1.8 (1.3)	0.3
수 출	4.0 (4.5)	4.0	4.1	3.7 (3.9)	3.6

주 : 1) ( )내는 자본시장연구원 전망치, 2) 설비투자, 건설투자 및 지적재산권투자를 포괄

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

□ 2013년(금번 경기순환기의 최근 저점)이후 점차 확대된 투자의 성장기여도가 금년 중 음(-)으로 반전될 전망(2017년중 2.4%p → 2018년중[1] −0.8%p)

〈그림 II-9〉 지출항목별 성장기여도

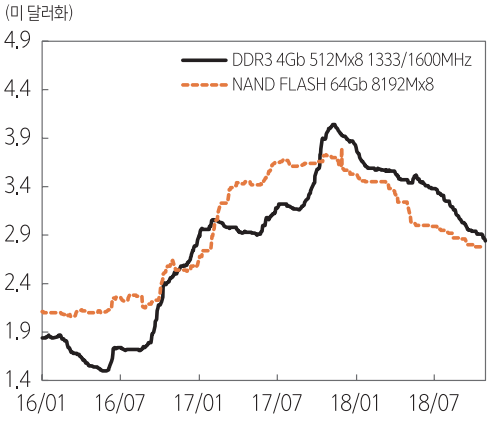


자료: 한국은행, 자본시장연구원

□ 한편, 지난해의 경기 회복세는 반도체 활황국면(semiconductor super cycle)에 크게 의존했으며 금년중 경기 둔화는 반도체 주도 경기회복의 한계를 시현

— 글로벌 반도체 경기가 IT기기 고사양화, 기업용 서버 투자 등으로 수요가 확대된 반면, 생산업체들이 공정전환 등으로 공급확대에 어려움을 겪으면서 2016년 중반 이후 글로벌 반도체 활황세가 국내 업체들의 설비투자 및 수출 확대로 연결

〈그림 II-10〉 반도체 가격 추이



자료: Bloomberg

〈표 II-4〉 반도체 부문의 국민경제적 위상 (2017년 기준)

(단위: %)

	비중	기여율[1]
수출	17.3	47.1
설비투자[2]	30.1	85.7

주 : 1) 2017년중 수출 및 설비투자 증가에 대한 반도체 부문의 기여율을 의미
2) 설비투자는 국민계정상 전기 및 전자기기 제조업 기준

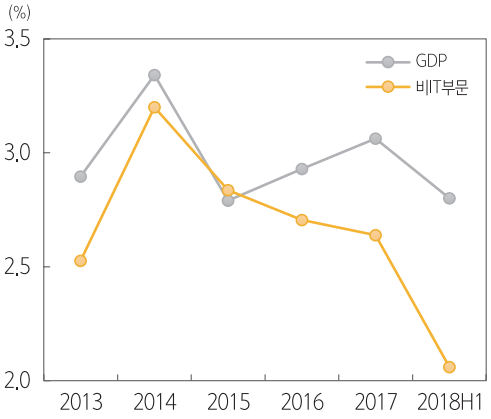
자료: Datastream, 한국은행

1) GDP 지출부문별 성장기여도(%p)는 '지출부문별 실질 성장률 × 전년도 명목 투자/전년도 명목 GDP'로 계산되며, 지출부문별 성장기여도의 합은 해당년도 GDP성장률과 동일

— 산업연관효과 및 취업유발효과가 낮은 반도체 산업의 특성상 반도체 부문의 성장세가 비반도체 부문으로 확대되지 못해 산업간 격차 확대, 고용과 경기의 괴리, 특정산업에 대한 의존도 심화에 따른 경기 변동성 확대 등의 부작용이 발생

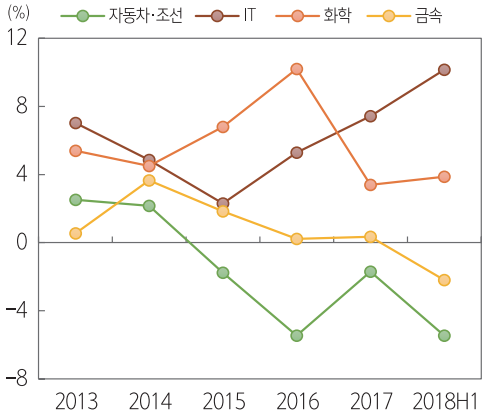
- 반도체 등 IT부문을 제외한 비IT부문의 성장률을 시산[2]해보면 2014년 이후 주력 제조업의 경쟁력 저하로 성장세 둔화가 지속중인 것으로 분석
- 금년중 설비투자 부진은 비IT부문 제조업의 부진이 당초 예상보다 장기화되는 가운데 반도체 초과공급 우려로 IT부문 투자마저 크게 조정(2018년 3분기 기준 전년동기대비 −30.4%)된 데 기인

〈그림 II-11〉 비IT부문 성장률 추이



자료: 자본시장연구원 자체 추정

〈그림 II-12〉 주요 업종별 성장률 추이



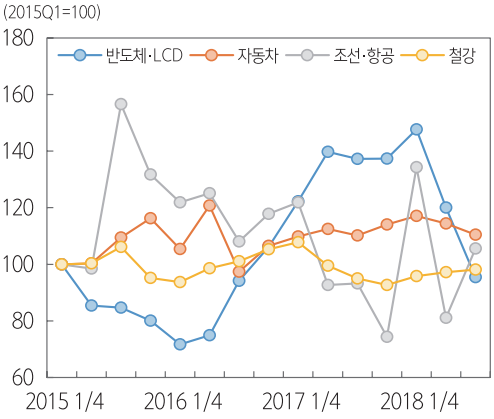
자료: 한국은행

〈표 II-5〉 업종별 산업연관효과 및 취업유발효과

	생산유발률	고용유발 인원(명)
반도체	1.49	3.6
철강	2.73	4.6
자동차	2.53	8.6
선박	2.37	8.2

주 : 1) 수출 한 단위 당 경제전체 유발되는 생산액
2) 수출 10억원 당 경제전체 유발되는 취업인원
자료: 강내영·심혜정(2018)

〈그림 II-13〉 주요 업종별 설비투자



자료: 통계청

2) 비IT부문 GDP는 전체 GDP에서 전기 및 전자기기 제조업을 차감한 것으로, 실질 GDP는 세부항목의 합이 총합과 동일하지 않는 만큼(비가법성) 엄밀한 계산결과는 아님

나. 경제성장률 전망

□ 국내 경제는 금년과 내년에 걸쳐 투자가 조정을 받는 가운데 민간소비와 수출이 완만한 증가세를 이어가면서 2% 중후반 수준의 성장을 나타낼 전망(2018년 2.7%, 2019년 2.6%)

〈표 II-6〉 경제 성장률 전망

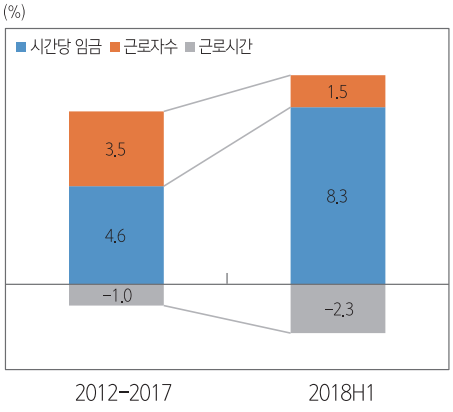
(단위: %)

	2017	2018	2019
GDP 성장률	3.1	2.7	2.6
민간소비	2.6	2.7	2.5
설비투자	14.6	-2.0	1.5
건설투자	7.6	-3.6	-2.5
수 출	1.9	4.1	3.7

자료: 한국은행, 자본시장연구원

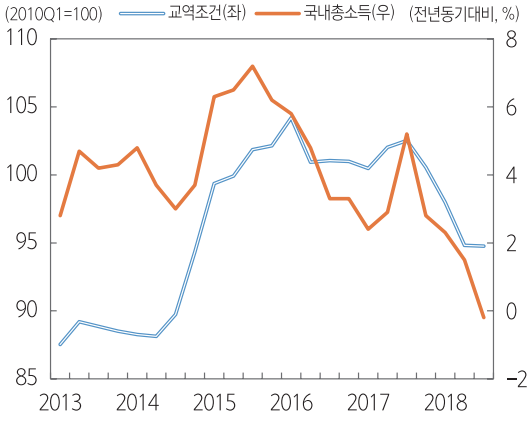
□ 민간소비는 임금소득 개선, 정부의 소득지원정책 등에 힘입어 완만한 증가세를 지속할 것으로 보이나, 고용부진 및 교역조건 악화에 따른 실질 구매력 악화가 제약요인으로 작용할 전망

〈그림 II-14〉 임금총액 상승률



주 : 임금총액=시간당 임금×근로시간×근로자수
자료: 고용노동부

〈그림 II-15〉 교역조건 및 국내총소득

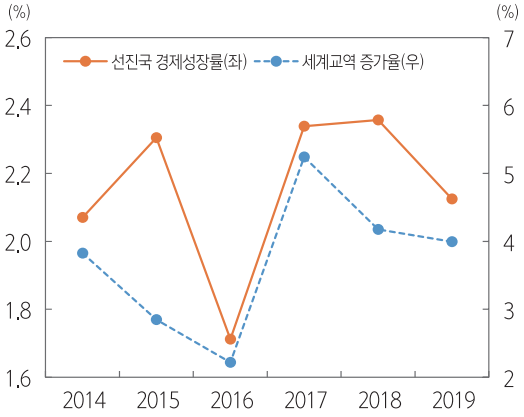


자료: 한국은행

□ 수출은 주요국 성장세 및 세계교역 증가세 둔화가 예상되는 가운데 글로벌 반도체 경기 또한 둔화될 것으로 보여 내년중 증가율이 점차 완만해질 것으로 예상

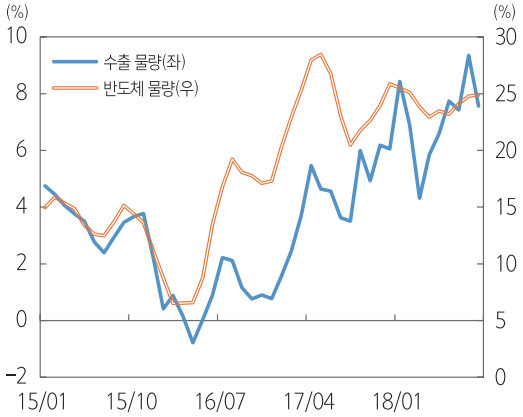
— 반도체 활황국면에 대한 엇갈린 견해에도 불구하고 반도체 경기가 선진국 경기와 공행성이 매우 큰 데다 증권업계도 반도체 기업들의 매출액 증가가 크게 둔화될 것으로 예상하고 있는 점을 감안

〈그림 II-16〉 선진국 경제성장률 및 세계교역 증가율



자료: IMF

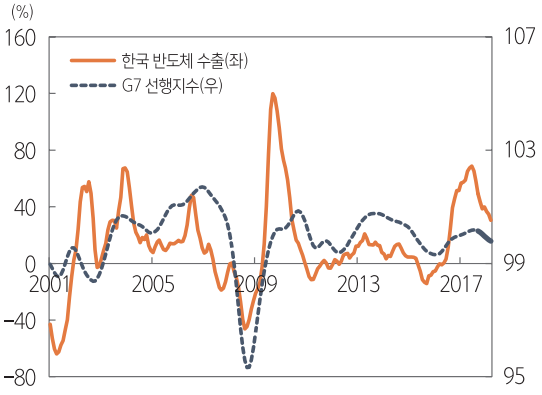
〈그림 II-17〉 수출물량 증가율



주 : 전년동기대비, 3개월 이동평균

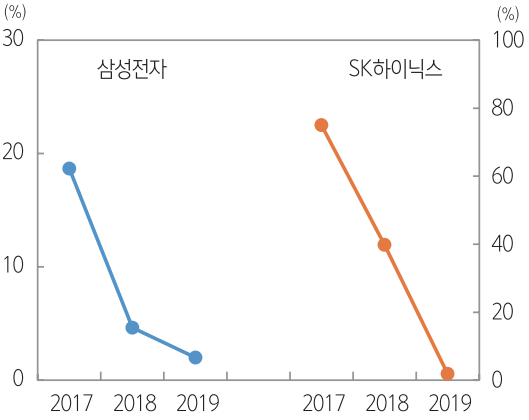
자료: 관세청

〈그림 II-18〉 반도체 수출과 선진국 경기



자료: IMF

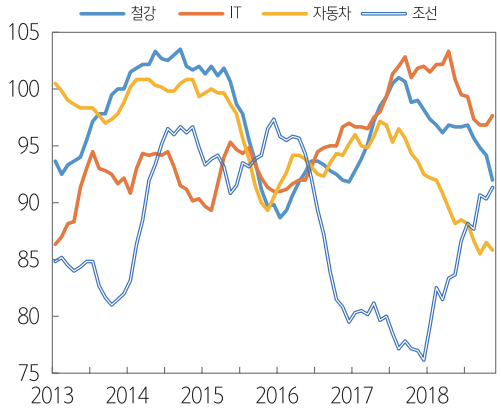
〈그림 II-19〉 반도체 업체 매출액 전망



자료: Dataguide 및 국내증권사 기업분석 리포트

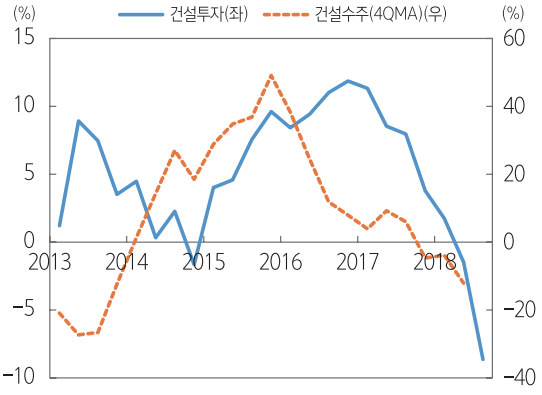
□ 설비투자는 주력 제조업의 회복 지연 및 반도체 경기 둔화 등으로 2019년에도 회복세가 미약할 것으로 보이며, 건설투자도 주택건설을 중심으로 부진한 흐름이 지속될 전망

〈그림 II-20〉 업종별 설비투자전망 BSI



주 : 3개월 이동평균
자료: 한국은행

〈그림 II-21〉 건설수주 및 건설투자

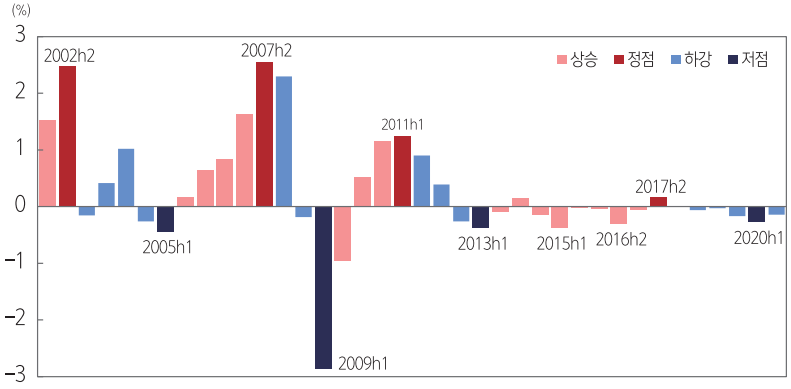


주 : 전년동기대비. 건설수주는 실질화
자료: 통계청

□ 한편, 국내 경제는 2017년 하반기에 이미 정점에 도달하여 최근에는 하강국면에 진입하였으며, 향후 완만한 하강국면이 지속될 전망

— 세계경제 성장세의 둔화 추세(〈참고 3〉 참조)를 감안하여 2020년 국내 경제성장률은 2.5% 수준으로 축소될 것으로 예상

〈그림 II-22〉 GDP갭 추이 및 전망

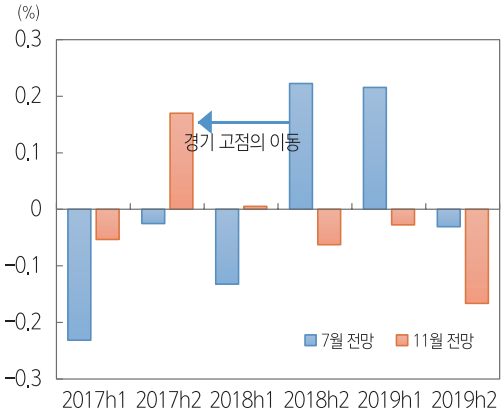


자료: 자본시장연구원 자체 추정

— 중장기 성장률 전망을 바탕으로 GDP갭을 추정해보면 당초 7월 전망(2018년 하반기 경기 고점)과 달리 경기 정점이 2017년 하반기로 앞당겨진 것으로 분석되었으며, 하강국면이 완만하게 이어지다 2020년 상반기에 저점에 도달할 전망

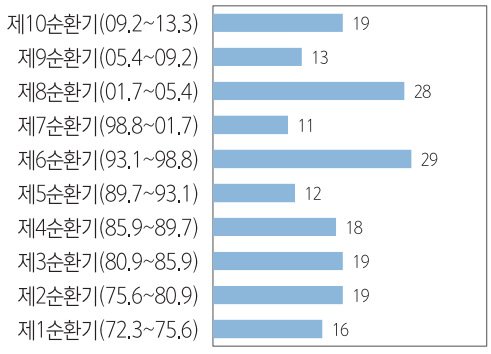
- 당초 전망과 경기국면에 변화가 발생한 원인은 투자가 예상보다 가파르게 조정되면서 금년 성장률이 하향 조정된 데 기인
- 금번 하강국면은 약 10분기 동안 지속될 것으로 보여 평균적인 수축기(6분기, 통계청 경기순환 기준)보다 길 것으로 예상

〈그림 II-23〉 당초 전망과의 차이



자료: 자본시장연구원 자체 추정

〈그림 II-24〉 경기순환기별 수축기간



자료: 통계청

— 이러한 성장세 둔화 예상을 감안하여 추정한 잠재성장률은 주요 기관들의 당초 추정치보다 다소 낮은 수준이며, 하향추세가 계속되고 있는 것으로 분석

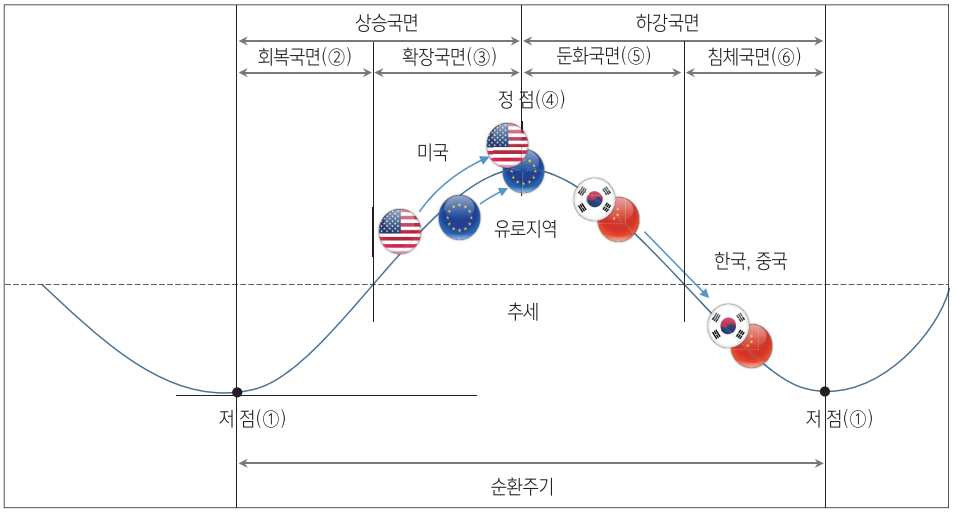
〈표 II-7〉 잠재성장률 추정치 비교

추정기관	잠재성장률 추정치
한국은행[1]	2016~2020년중 2.8~2.9%
한국개발연구원[2]	2016~2020년중 3.0%
국회예산정책처(2018)	2018~2022년중 2.7%
OECD(2018)	2019년중 3.1%
자본시장연구원	2016~2020년중 2.7%
	(2018~2020년중 2.6~2.7%)

주: 1) 김도완·한진현·이은경(2017)
2) 권규호·조동철(2014)

□ 한국과 주요국의 경기국면을 종합적으로 살펴보면 미국과 유로지역의 경기 확장국면이 마무리(late cycle)되고 있는 반면, 한국과 중국은 하강국면에 진입

〈그림 II-25〉한국 및 주요국의 향후 경기순환 국면



주: 출발점은 2018Q3이며, 도착점은 2019Q4 기준

□ 미국 경제가 확장세임에도 불구하고 국내 경제 성장세가 둔화되고 있는 것은 국내 경제가 미국보다는 중국에 크게 동조화된 결과

— 미국 등 선진국 수요 확대가 중국에 대한 국내 중간재 수출을 견인하는 효과는 점차 약화된 반면, 중국의 내수가 한국의 대중 수출에 미치는 영향력은 시변적으로 확대(Kang, 2018)

〈표 II-8〉 미·중과 한국간 성장률의 상관관계

	2000Q1~2007Q4	2010Q1~2018Q3
미 국	0.39	0.15
중 국	0.11	0.42

주: 미국과 중국의 일분기전(t-1) 전기대비 성장률과 한국의 성장률간 시차 상관관계. 단, 중국의 전기대비 성장률은 2010Q4부터 존재하므로 2010Q3 이전 데이터에 대해서는 전년동기대비 성장률로부터 역산한 GDP를 X-13-ARIMA로 계절조정하여 추정

〈참고 3〉

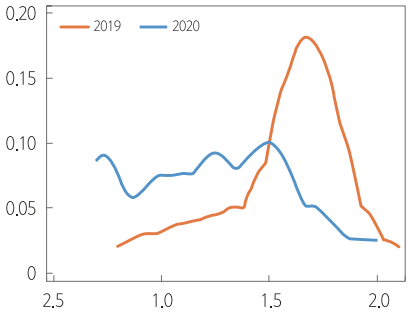
2020년 세계경제 성장률 전망분포

□ 주요 기관들의 2020년 세계경제 성장률 전망치의 분포를 살펴보면 전망시계의 연장 뿐만 아니라 주요국 성장세에 대한 시각 차이로 인해 전망 불확실성이 크게 확대

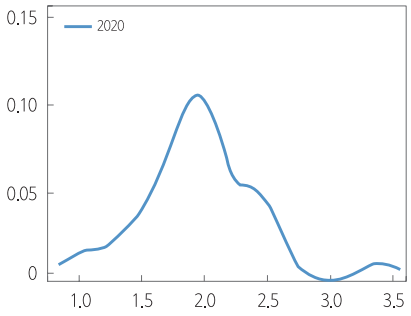
— 2019년 성장률은 3% 후반으로 컨센서스가 형성된 반면 2020년 성장률에 대해서는 2% 후반에서 3% 중반까지 넓은 범위에서 뚜렷한 시각차가 존재

— 2020년중 미국은 잠재성장률 수준에서 상하방위험이 균형을 이룰 것으로 예상된 반면, 중국 및 유로지역에 대해서는 위기 가능성을 시사하는 시각이 존재

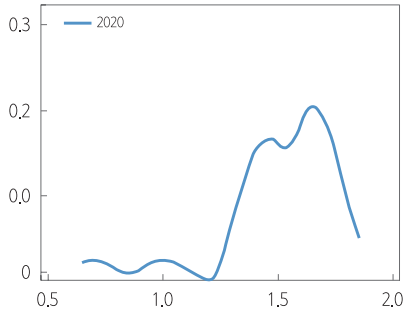
세계경제 성장률 전망분포 추정



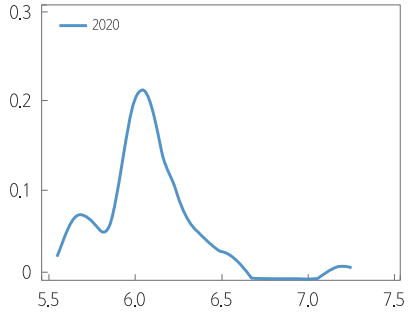
2020년 미국 성장률 전망분포 추정



2020년 유로지역 성장률 전망분포 추정



2020년 중국 성장률 전망분포 추정



주 : kernel density 추정 결과

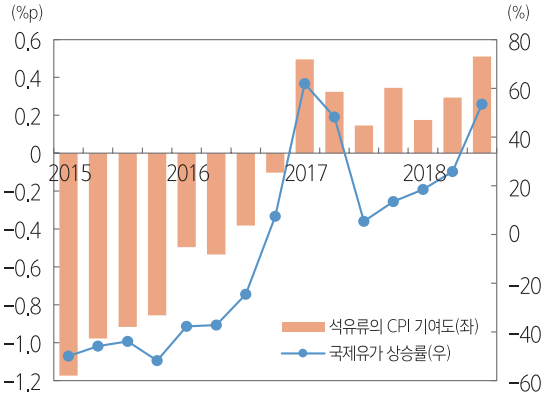
자료: Bloomberg

다. 물가 전망

□ 소비자물가는 국제유가 및 임금 상승세에도 불구하고 미약한 수요압력 및 정부의 공공복지 강화정책 등으로 금년 및 내년중 1% 중후반의 상승률을 유지할 전망(2018년중 1.6%, 2019년중 1.6%)

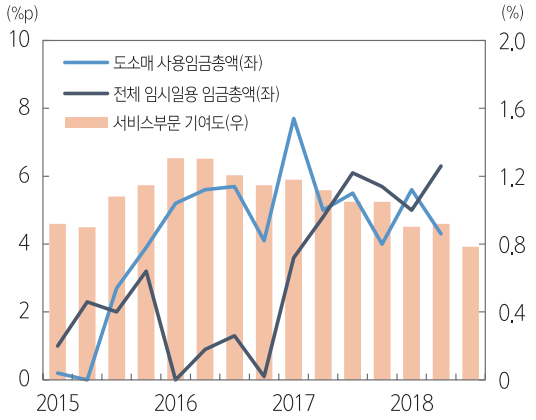
— 금년중 석유류의 소비자물가 상승률에 대한 기여도가 확대되었으나, 내년중 국제유가의 안정화 예상 및 정부의 유류세 인하 조치를 감안하면 내년중 유가상승의 파급효과는 제한적일 것으로 예상

〈그림 II-26〉 국제유가 및 석유류의 CPI 기여도



주 : 국제유가는 두바이 기준. 상승률은 전년동기대비
자료: 한국은행, Datastream

〈그림 II-27〉 임금상승률 및 서비스업 CPI 기여도



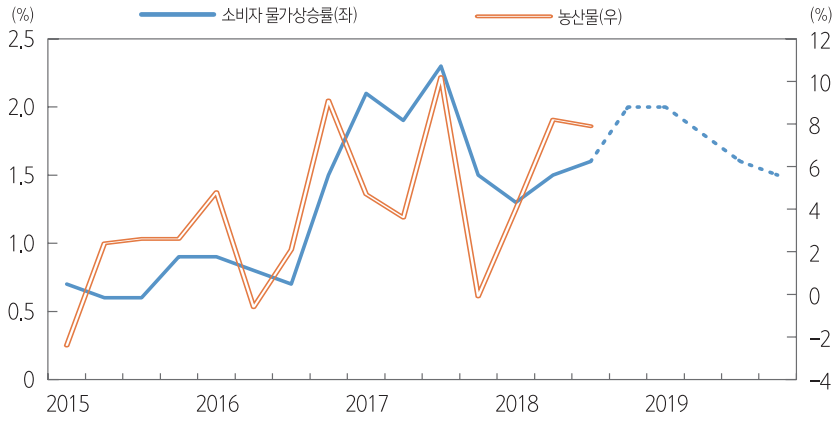
자료: 한국은행, 고용노동부

— 또한, 금년중 큰 폭의 최저임금 인상에도 불구하고 서비스 부문의 물가상승 기여도는 오히려 하락세

— 종합적으로 최근 혹서 및 기저효과에 따른 농산물 가격 급등(2017년 4분기 −0.1% → 2018년 9~10월중 13.1%)과 같은 일시적 요인이 해소되면 물가상승률은 내년중 점차 하락세를 나타낼 것으로 예상

• 한편, 2018년 12월 소비자물가지수의 가중치가 개편될 예정이나 가격상승률이 낮은 공산품 비중은 확대되고 최근 저물가의 주요인이었던 공공서비스 비중은 무상지원 등으로 축소될 것으로 보여 전체적인 영향은 중립적일 전망

〈그림 II-28〉 소비자물가상승률 추이 및 전망



자료: 한국은행

라. 전망 위험요인

□ 향후 성장경로에는 상하방 위험이 혼재되어 있는 것으로 판단

〈표 II-9〉 위험요인 평가

주요 요인	가능성	영향력
(상방 불확실성)		
• 정부의 확장적 재정정책		
• 유가하락에 따른 실질구매력 상승		
• 미·중 무역분쟁 타결에 따른 중국 경제성장세 회복		
(하방 위험)		
• 미국의 자동차 관세부과(〈참고 4〉 참조)		
• 미국의 경기과열에 따른 금리인상 가속화		
• 부진한 고용사정 지속에 따른 소비심리 악화		

〈참고 4〉

미국의 자동차 관세 부과 영향 분석

□ 미 상무부는 무역확장법(Trade Expansion Act) 232조에 의거 국가안보침해를 이유로 금년 5월 수입 자동차 및 부품에 대한 조사를 실시

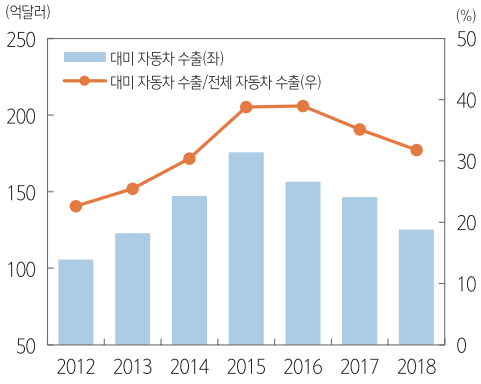
— 2018년 3월 미국은 동 조항을 근거로 철강(25%) 및 알루미늄(10%)에 대해 관세를 부과

— 미 상무부는 최근(11월 13일) 조사결과를 트럼프 대통령에게 비공식 전달하였으나, 수정을 위해 보류중인 것으로 전언

— 한편, 9월 30일 타결된 USMCA는 232조에 따른 관세부과에 대해 일정 한도 내 면제 조항이 있는 반면, 한·미 FTA는 별도의 예외규정이 없는 상황

□ 미국은 한국 자동차 수출의 최대 시장(2017년중 전체의 35.1%)이며, 자동차 및 자동차 부품은 대미 수출의 30%를 차지하는 최대 수출품목

대미 자동차 수출 추이



주 : 2018년은 1~8월중 실적을 연율화

자료: 한국무역협회

품목별 대미 교역 동향

(단위: 억달러, %)

품목명	금액	증감률	비중
승용차	83.4	-16.6	20.5
자동차부품	39.7	-1.5	9.8
무선전화기	31.4	-0.8	7.7
반도체	29.9	49.8	7.4
제트유	17.4	13.6	4.3
총수출액	406.1	2.4	100.0

주 : 2018년은 1~8월중

자료: 한국무역협회

□ 2019년중 자동차 및 부품에 대한 관세부과가 국내 경제에 미치는 효과를 시산해보면 직간접 생산감소액은 13조원, 부가가치 감소효과는 GDP의 0.2%, 고용감소 효과는 4만명으로 추정

— 미국의 공산품 수입수요의 가격 탄력성이 1에 가깝다는 선행연구(Ghodsi et al., 2016) 결과에 따라 자동차 수입수요의 가격 탄력성이 단위탄력적이며 국내 자동차 업계가 관세 인상분(25%)을 가격에 완전 전가하다고 가정

• 가격탄력성이 1인 경우 관세율 25% 부과 시 국내 수출이 25% 감소

— 예상 수출감소액에 2014년 산업연관표의 생산유발계수, 부가가치 유발효과계수 및 취업유발계수를 적용하여 관세부과에 따른 효과를 시산

• 이러한 분석은 무역분쟁 확전에 따른 금융시장 불안에 따른 간접적인 효과는 제외한 결과이며, 실제 국내 자동차업계가 관세 인상분을 소비자에게 얼마나 전가시키느냐에 따라서도 달라질 수 있음

미국 관세부과에 따른 GDP 및 고용 감소규모 추정

2018년중 자동차 및 부품 수출액[1](조원, A)	20.2
관세 부과에 따른 수출감소액[2](조원, B=A×0.25)	5.1
관세부과 효과[3]	
생산감소액(조원, B×2.53)	12.8
부가가치 감소규모(GDP대비 %, B×0.69)	0.2
고용감소규모(만명, B×0.86)	4.3

주: 1) 2018년 1~8월중 자동차 및 부품 수출액을 연율화 한다음 1~11월중 평균환율(1,096원)로 원화 환산한 금액

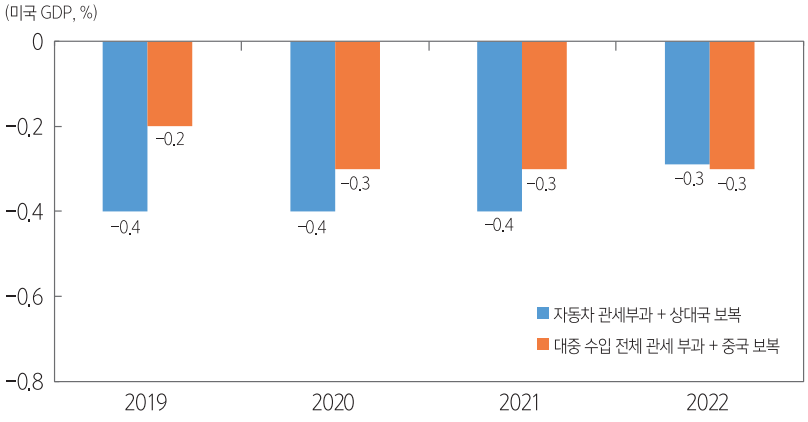
2) 수입가격 탄력성이 1이고 관세율 인상분이 가격에 완전 전가된다고 가정

3) 2014년 산업연관표 이용

□ 한편, 자동차 관세의 파급효과나 미국 내 반대여론 등을 감안할 때 실제 관세 부과보다는 상대국과 수입할당(quota)을 교섭할 가능성이 큰 상황

— IMF(2018)는 미중 무역분쟁보다 미국의 자동차 관세부과가 미국 경제에 미치는 부정적 효과가 더 클 것으로 판단

미·중 무역분쟁 및 자동차 관세 부과 효과



자료: IMF

— 또한, 미 상무부가 지난 7월에 개최한 공청회에서 전미자동차 노조(UAW)를 제외한 미국자동차정책협의회(AAPC), 전미자동차딜러협회(NADA) 등 대다수의 자동차 관련 단체는 관세부과에 반대의사를 전달

— 이러한 점들을 감안할 때 미국이 무역확장법 232조에 의거해 관세가 부과된 철강의 사례처럼 상대국과의 수입할당(quota)을 교섭할 가능성

• 3월에 철강에 대한 관세가 부과된 후 한·미간 협의를 통해 5월부터 한국산 철강의 면세범위를 2015~2017년 수출 평균의 70%로 설정하였다가, 미국내 철강 공급이 부족해지자 8월말 이후에는 면세 한도가 폐지

□ 한편, 미국의 보호무역주의 기조가 강화됨에 따라 실제 관세부과로 이어지지 않더라도 국내 자동차 업체들이 현지생산비율을 높이는 방식으로 대응할 것으로 예상됨에 따라 장기적으로 국내 투자 및 고용에 부정적인 영향을 미칠 가능성

3. 통화정책 전망

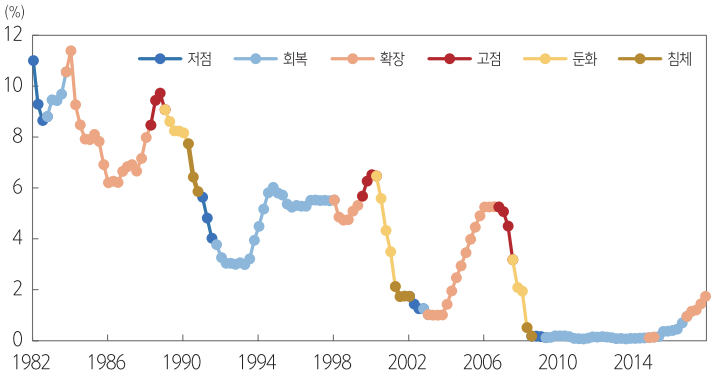
가. 미국 통화정책 전망

□ 미 연준(FRB)의 금리인상 패턴을 살펴보면, 대체로 경기 정점에 도달한 후 기준금리가 중립금리를 소폭 상회하는 수준에서 종료

— 물가상승률이 둔화국면에서 가장 높은 것으로 나타나 정점에 도달할 때까지 금리를 인상

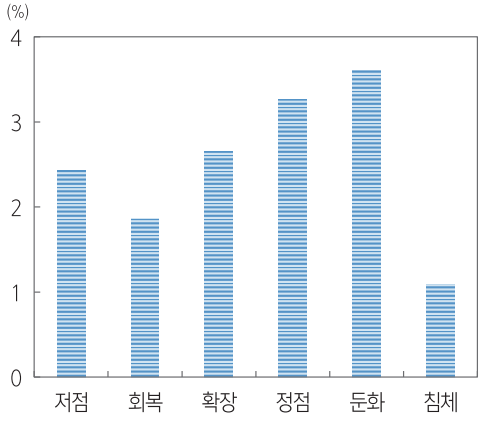
— 다만, 최근에는 물가가 안정되면서 정책대응 필요성이 줄어들어 금리인상 종료시기가 앞당겨지고 금리인상 종료시점의 금리갭 또한 축소되는 경향

〈그림 II-29〉 미국 기준금리와 경기국면



자료: Datastream, 자본시장연구원

〈그림 II-30〉 경기국면별 미국 Core PCE 상승률



주 : 1982Q3~2018Q2기간중 전기대비연율 기준

자료: Datastream, 자본시장연구원

〈표 II-10〉 금리인상기별 금리갭

(단위: %p)

금리인상 중단시점	금리갭[1)]
1989Q2	1.5
1995Q2	1.5
2000Q3	0.6
2006Q3	0.6

주 : 1) 실질기준금리 − 실질중립금리(Holston et al. (2017) 추정치). 단, 기대 인플레이션의 불확실성을 감안하여 금리인상 중단 시점 및 다음 분기까지의 평균적인 금리갭 수준임

자료: NY Fed, 자본시장연구원

□ 이번 금리인상기는 경기 정점으로 예상되는 2020년 1분기까지 3.5% 수준에서 마무리될 전망

— 향후 통화정책 여건을 살펴보면 2019년중 잠재성장률(1.8~1.9%)을 상회하는 성장세로 인해 GDP갭이 확대되고 정점에 도달한 이후에도 상당 기간 양(+)의 GDP갭을 유지할 전망

— 이에 따라 수요부문 압력으로 인해 연준의 목표수준을 소폭 상회하는 수준의 물가상승세가 당분간 지속될 것으로 예상되는 만큼 경기 정점까지 점진적 금리인상이 진행될 것으로 예상

• 물가목표의 대칭성을 감안하여 연준이 목표수준을 하회한 경우와 마찬가지로 목표수준을 소폭 상회하는 상황에 대해 용인할 가능성

— 최종 기준금리 수준은 3.0% 수준의 명목중립금리 평가치에 0.5%p 내외의 금리갭을 감안한 수준

• 금년과 같은 4회 인상도 가능하겠으나, 정점에 근접할수록 실물지표간 방향성이 엇갈리거나 금융시장의 변동성이 커질 수 있어 금리인상 중 일부가 2020년으로 이연될 가능성이 높은 것으로 판단

〈표 II-11〉 미국 통화정책 전망

		2018년	2019년	2020년	중립금리
경기순환 국면 전망		확장	확장	1분기: 정점	
기준금리	FOMC 전망	2.4% (연중 4회 인상)	3.1% (2~3회 인상)	3.4% (1회 인상)	3.0%
	자본시장 연구원 전망	2.5% (연중 4회 인상)	2020년 1분기 3.5% (2019년 3회 및 2020년 1분기 1회)		3.0% 내외

자료: FRB, 자본시장연구원

□ 한편, 향후 통화정책 경로의 위험요인으로 고용사정 개선에 따른 물가상승 압력 확대 및 미국 경제의 잠재성장률 제고는 금리인상 확대 요인인 반면, 경기 둔화 및 연준의 물가안정에 대한 확신으로 중립금리 수준에서의 조기 종료는 금리인상 축소 요인(Ⅳ장 참조)

나. 한국 통화정책 전망

□ 향후 한국은행의 통화정책 여건을 살펴보면 전망시계에서 금리 인상 및 인하 요인이 엇갈리는 상황

— 2020년 상반기까지 국내 경제가 하강국면을 이어갈 것으로 예상되고 물가 또한 목표수준을 하회할 것으로 보여 실물경제 흐름은 인하 요인이 될 전망

— 반면, 한·미간 기준금리 역전이 장기간 큰 폭으로 확대되는데 따른 대외 금융안정 우려 및 가계부채 누증에 따른 대내 금융안정 부담은 인상 요인

— 종합적으로는 향후 경기 하강국면이 완만하게 진행되면서 부동산 가격이 안정되고 환율 등 대외변수가 제한적인 약세 흐름을 보일 것으로 전망(Ⅲ장 참조)되는 만큼, 인상과 인하 요인중 어느 한쪽이 뚜렷하게 우세하지는 않을 것으로 판단

□ 이에 따라 한국은행은 2019년중 기준금리를 동결하였다가 2020년중 미 연준의 금리인상 종료가 확인된 시점에 인하할 것으로 예상

— 잠재성장률 둔화로 중립금리가 하락할 것으로 보여 기준금리가 동결되더라도 기준금리와 중립금리간 차이가 축소되면서 통화정책의 완화정도는 축소될 전망

— 한편, 한국은행의 10월 전망치(2019년중 2.7%)에 대해 금융통화위원회가 잠재성장률 추세에 근접한 수준으로 평가(한국은행, 2018)한 만큼, 국내 성장세가 예상보다 개선된 흐름을 보일 경우 내년중 한차례 금리인상 가능성도 상존

〈표 Ⅱ-12〉 한국의 통화정책 전망 및 한·미 통화정책 경로 비교

		2019년	2020년
경기국면	한국	둔화 → 침체	저점 → 회복
	미국	확장	정점 → 둔화
기준금리	한국	1.75% (연중 동결)	1.50% (1회 인하)
	미국	2020년 1분기 3.5% (2019년 3회 및 2020년 1분기 1회)	
	역전폭	-1.5~1.75%p	-2.0%p

자료: 자본시장연구원

다. 국내 통화정책 관련 현안 점검

□ 최근 수도권 부동산 가격 상승의 주원인으로 저금리에 따른 유동성 확대가 지적되면서 통화정책적 대응 필요성이 제기되고 있으나, 금융통화위원회 내부에서도 의견이 엇갈리는 상황(한국은행, 2018)

— 일부 위원은 거시건전성 규제 강화만으로 금융불균형 확대를 제어하기 어려운 만큼 금리인상을 통해 비효율적 투자유인을 낮추어 금융불균형을 억제할 필요가 있다고 주장

— 반면, 다른 위원은 최근 수도권 가격 상승이 가계부채 증가를 유도하는지 분명하지 않은데다 국지적 성격이 강한 만큼 선별적 대응이 가능한 거시건전성 정책의 우선적 활용이 바람직하다고 주장

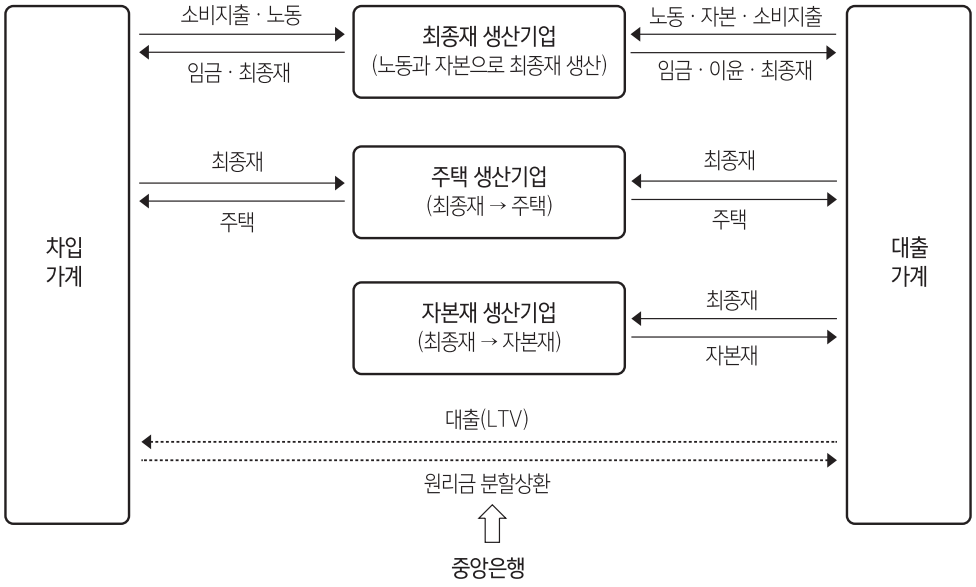
□ 이에 따라 한국의 거시 데이터를 이용하여 추정한 동태적 일반균형모형(DSGE)을 통해 통화정책, 보유세 인상 및 LTV 강화의 거시경제적 효과를 비교

— Alpanda and Zubairy(2017)의 모형을 1999년부터 2017년까지 GDP, 소비, 투자, 주택가격, 가계부채 등 거시데이터를 이용하여 추정(Bayesian estimation)

— 동 모형에는 차입 및 대출 가계로 구성된 가계부문, 최종재 생산기업과 주택생산기업, 자본재 생산기업으로 구성된 기업부문 및 중앙은행으로 구성

- 가계의 효용이 최종재 및 주택 소비에 의존하는 가운데, 대출 가계는 차입가계에 주택구입 대출을 제공하며, 대출에는 LTV 규제가 적용
- 최종재 생산기업은 대출 및 차입 가계로부터 노동, 대출 가계로부터 자본을 조달하여 최종재를 생산
- 주택 생산기업은 대출 및 차입 가계의 최종재를 주택으로 변환(건설투자)하는 역할을, 자본재 생산기업은 대출 가계의 최종재를 자본재로 변환(설비투자)하는 역할을 담당
- 중앙은행은 GDP갭과 물가상승률에 따라 기준금리를 결정(Taylor rule)하고 LTV를 설정하며, 기준금리는 차입 가계의 대출금리에 영향

〈그림 II-31〉 모형 개요



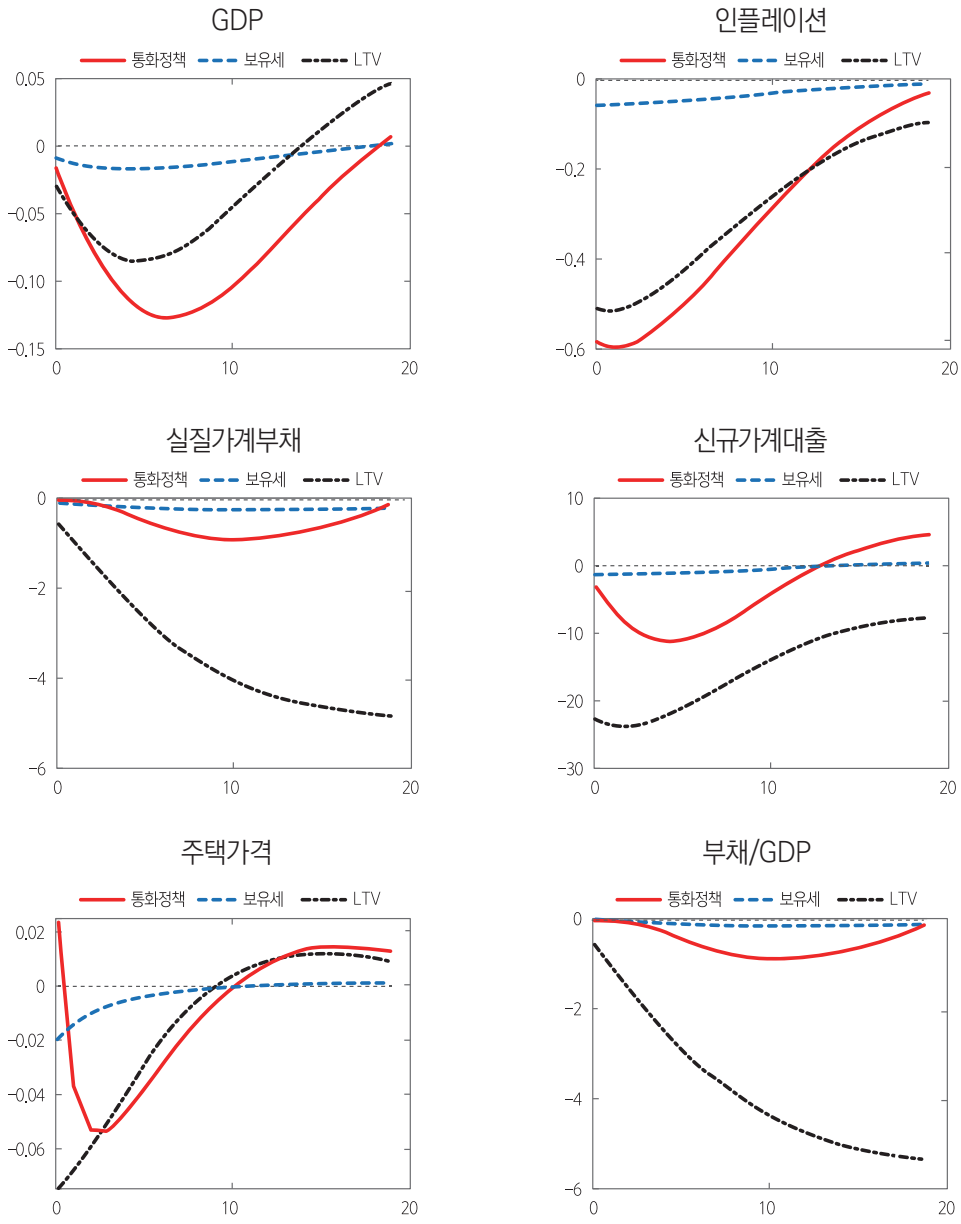
□ 추정된 모형을 이용한 분석 결과, 가계부채 및 주택가격 상승에 대응하기 위해 기준금리를 인상하는 것보다 LTV 등 거시건전성 정책을 이용하는 것이 효과적

— LTV 및 보유세가 주택관련 부문에 제한적인 영향을 미치는 반면, 기준금리 인상은 경제전반에 대한 긴축 효과를 갖는 만큼, LTV와 유사한 정도의 대출 축소 및 주택가격 안정 효과를 얻기 위해서는 더 큰 정책비용(GDP 감소)이 수반

• 특히, 금리인상이 신규 대출을 줄이는 효과는 적은 반면, 물가하락 효과는 커서 실질가계부채나 GDP대비 부채비율 측면에서 LTV에 비해 열위

• 한편, 9·13 대책에 포함된 보유세 인상은 거시경제 전체로 보면 인상규모가 크지 않아 실물경제 전반에 미치는 영향은 미미한 수준이나, 주택가격 안정에는 제한적이나마 효과를 갖는 것으로 분석

〈그림 II-32〉 통화정책, 보유세 인상 및 LTV 강화



주: 기준금리 100bp 인상, 보유세 0.03%p 인상, LTV 5%p 인상에 따른 효과

□ 최근(11월 30일) 금융통화위원회가 금융불균형 해소를 이유로 금리인상을 단행하였으나, 하강국면에서의 금리인상이 내년중 성장세에 부담으로 작용할 전망

KCMI

Ⅲ. 자본시장 전망

1. 한 · 미 금리 전망
2. 한 · 미 주식시장 전망
3. 환율 전망
4. 부동산 전망

요 약

1. 한·미 금리 전망

□ **미국 금리는 2018년 4분기부터 금융위기 이후 경제가 본격적인 성장세에 진입한 이래 처음으로 3%대에 안착을 시도 중**

— 2019년은 미국이 Late cycle에 접어들 것으로 전망되는 가운데, 미국 금리의 상승추세 유지여부가 글로벌 자산가격 변화의 핵심 동인이 될 전망

□ **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**

— 경기순환주기(및 기준금리 인상기)의 Late cycle은 금리 상승구간이며, 마지막 기준금리 인상을 전후해 장기금리가 기준금리를 하회

— 시장은 이번 기준금리 인상기의 최종 기준금리를 3.2% 내외 수준으로 예상하고 있어 1회 정도의 기준금리 인상을 반영하지 않은 것으로 분석

• 최종 기준금리 예상치: 연준, 3.4%, 자본시장연구원, 3.5%

— 미국 금리의 기간 프리미엄은 대체적으로 경기 및 통화정책 요인에 부합하나, 대략 20~30bp 정도의 상승 가능성이 있는 것으로 예상

□ **미국의 장단기 금리 차(10년 금리-2년 금리 기준)는 점진적으로 축소되어 2019년 4분기중 역전될 것으로 예상**

— 장단기 금리 차는 통상 기준금리 인상이 마무리되는 시점을 전후해 역전되며, 경기침체(NBER 기준)에 1~2년 정도 선행하는 경향

— 따라서 장단기 금리 차이 관점에서 볼 때, 2019년중에 미국 경제가 침체에 빠질 가능성은 높지 않은 것으로 판단

□ **국내 금리는 성장세 둔화를 반영하여 5월 이후 하락추세를 유지하였으며, 한·미 금리역전이 심화**

— 하반기 들어 부진한 경기여건으로 미국 금리와 탈동조화되며 하락

□ **중장기 경제여건과 통화정책 요인을 감안할 때 2019년은 금리 하락기로 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%)**

— 2019년 국내 경기는 하강국면으로 연말까지 마이너스 GDP갭이 확대될 전망

— 상반기에는 시장금리가 기준금리를 하회하지 않을 것으로 예상되나, 연말에 근접하면서 3년 만기 금리는 2020년 기준금리 인하 가능성을 반영하여 기준금리를 하회할 가능성이 있는 것으로 예상

□ **한·미 금리역전 폭은 양국의 기초경제여건 차이가 반영된 현상으로, 2019년에는 역전 폭이 보다 심화될 것으로 전망**

— 기준금리 및 시장금리 역전은 한·미 간 기초경제체력 차이를 반영한 현상인 만큼, 금융안정에 유의하되 중장기적 관점에서 국내 잠재성장률 및 경제 역동성 제고를 위한 정책적 노력이 필요

2. 한·미 주식시장 전망

□ **2019년 글로벌 자본시장의 가장 큰 화두는 미국 주식의 상승세 유지 여부**

— 미국 주식시장은 2018년 4분기 들어 변동성이 확대되며 하락세를 시현 중으로 장기상승추세 유지여부에 불확실성이 증가

— 미국 주가 약세의 주요 원인은 기대이익의 점진적 감소와 함께 연준의 기준금리 인상지속으로 인한 시장금리 급등 가능성

□ **미국 주식은 2019년에도 상승세를 유지할 전망이나 금리상승으로 할인율 부담이 본격화되며 주가 상승폭이 제한될 것으로 예상, 반면 변동성은 확대되어 위험 대비 기대수익이 높지 않을 전망**

— 내년중 미국 경기는 확장국면의 Late cycle에 진입할 것으로 예상되는데, 역사적으로 미국 주가는 Late cycle에서 상승세를 유지

— Late cycle 동안에는 기업실적보다는 국채 금리를 중심으로 한 할인율 상승이 주가 결정에 중요한 가운데, 미 금리가 3% 중반까지 상승할 것으로 예상되어 금융위기 이후에 처음으로 할인율 정상화가 본격적으로 주가에 반영될 전망

□ **미국 주가상승을 주도해온 성장주의 강세는 2019년에도 이어질 전망이나, 가치주 투자 확대를 통한 위험관리가 필요**

— Late cycle에서 시장지수 하락 시 가치주의 상대성과가 우수했다는 점을 감안할 때, 가치주 투자를 통한 위험관리가 필요할 전망

— 성장주가 가치주보다 금리상승에 취약하다는 점을 고려할 때, 상반기중에는 '가치주의 가치'가 부각될 가능성

— 하반기에는 경기정점이 가까워짐에 따라 경기정점에 성과가 우수한 경향을 보여온 '성장주의 가치'가 부각될 가능성

□ **2018년 1월에 사상 최고치를 기록한 국내 주식은 상승세를 이어가지 못하고 부진한 성과를 시현**

— 미·중 무역분쟁 및 미국 금리상승으로 글로벌 주식시장이 약세를 보인 가운데 국내 주식은 주요국보다 저조한 성과를 기록

— 이는 대외 요인 뿐 아니라 국내 성장세 둔화와 그에 따른 경기 국면 변화에 크게 기인한 것으로 판단

□ **2019년 국내 주식시장은 2018년에 이어 부진한 성과를 이어갈 것으로 전망되는 가운데, 하반기 들어서는 점차 안정세를 회복하여 반등을 모색할 수 있을 것으로 기대**

— 경기순환주기상 2019년 국내 경기는 상반기에 둔화국면, 하반기에는 침체국면을 지날 것으로 예상되는데, 경기하강 국면에서 국내 주식은 변동성 대비 수익률이 저조

— 국내 경기가 하강국면이라도 미국 경기가 확장세를 유지하여 주가에 큰 폭의 조정이 발생하지 않을 경우 국내 주식의 하방 리스크가 다소 완화될 수 있을 것으로 기대

— 국내 경기가 2020년 상반기에 저점을 통과할 것으로 예상되어, 하반기부터는 주가가 점진적으로 안정되어 추세전환을 모색할 것으로 기대

3. 환율 전망

□ **2018년 원달러 환율은 4월초에 저점을 기록한 후 달러 강세 및 국내 주식시장 부진 등으로 상승세로 전환**

□ **2019년 원달러 환율은 경기부진을 반영하며 2018년에 이어 상승추세(원화 약세)가 지속될 것으로 전망, 다만 하반기부터는 상승세가 둔화될 것으로 예상**

— 경기순환국면상 2019년은 환율이 상승압력을 받을 것으로 전망되나, 경기저점이 임박한 하반기에는 상승세가 제한될 것으로 예상

— 중국의 성장세 둔화 및 신흥국 금융불안 가능성 등으로 글로벌 위험회피 현상이 유지될 것으로 보이는 점도 환율 상승요인으로 작용할 전망

4. 부동산시장 전망

□ **한·미 부동산가격은 경기변동과 크게 연동되지 않고 우수한 성과를 시현**

— 주택가격은 경기둔화국면에서만 하락하며, 다른 경기국면에서는 상승하는 경향을 가져 여타 위험자산에 비해 낮은 경기순응성을 보유

□ **다만, 주택의 공급탄력성이 낮은 지역에서는 부동산가격이 경기순응성을 가지며 주식과 유사한 위험-수익 특성을 나타내는 것으로 분석**

— 한·미 모두 공급이 제한되는 지역에서는 주택가격이 경기 회복 및 확장국면에서만 강세를 나타내며, 경기 저점·정점·둔화·침체 국면에서는 하락

□ **2019년 국내 부동산가격은 외부충격이 없을 경우 약보합세를 나타낼 것으로 전망되며, 주택공급탄력성이 금융불균형 해소에 중요하다는 점에 유의할 필요**

— 국내 경기가 둔화국면임을 감안할 때, 주택가격이 소폭 하향 안정화될 전망

— 부동산시장으로 자금이 과도하게 집중되는 핵심 원인이 주택가격의 낮은 경기순응성에 있을 가능성

자본시장 전망 요약

주식	미국	시장지수 상승세 유지, 기대수익은 높지 않을 전망 성장주 상승추세 유지, 가치주 투자확대를 통한 위험관리 필요
	한국	상반기중 성과 부진, 하반기에 안정 후 반등 모색
금리	미국	상승세, 연말 예상 금리 3.5% 내외(10년 만기 기준)
	한국	연중 하향 안정(국고 10년 1.8~2.3%, 국고 3년 1.7~2.0%)
원달러 환율		상승세, 하반기 상승세 둔화
부동산		약보합, 지역별로 주택공급탄력성에 차별화 전망

III. 자본시장 전망

1. 한·미 금리 전망

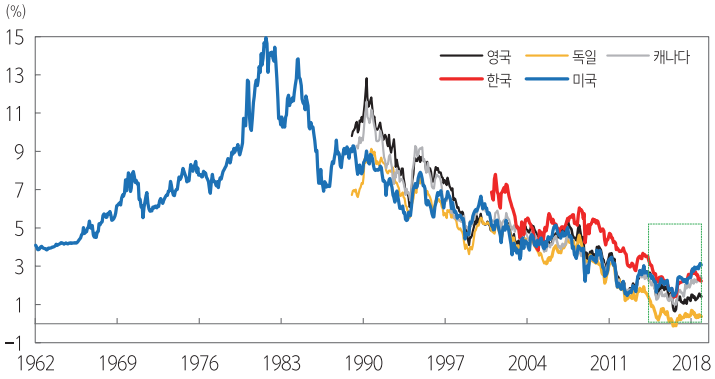
가. 금융위기 이후 글로벌 금리 동향 및 주요 이슈

□ 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 확대[3)]

〈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-Swallow, 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 존재[5]

— 한편에서는 현재 미국의 경기확장세를 감안할 때, 그 동안 유지되어온 저금리 기조가 마무될 가능성이 높으며 이로 인해 주식 등 위험자산 가격도 영향을 받을 것이라는 의견도 제기[6]

□ 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 Summerse(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 전망[7)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

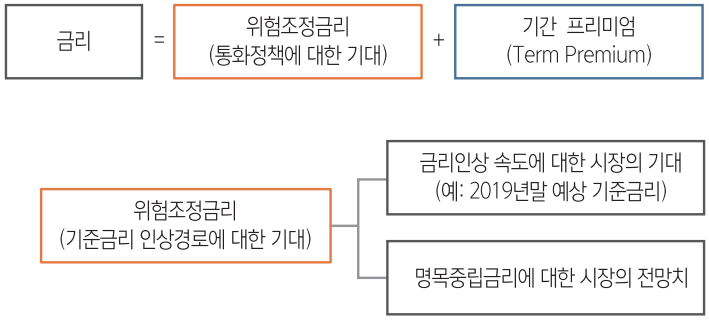
8) ACM 모형에서는 국채의 만기를 1개월 단위로 구분

- 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〉)

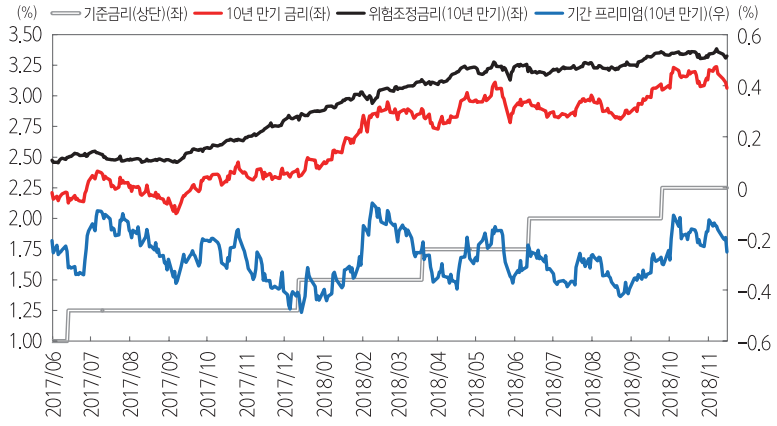
— 2018년 미국 금리는 연간 기준으로 2013년 긴축발작(Taper Tantrum)으로 인한 금리 급등을 제외할 경우 금융위기 이후에 가장 높은 상승세를 기록(2017년 말 대비 70bp 가량 상승, 2018년 11월 16일·10년 만기 국채 금리 기준)

— 10년 만기 금리는 2017년말 2.41%에서 올해 6월말에는 2.86%까지 상승하였으며, 10월부터는 2012년 이후 처음으로 3%대에 안착

— 위험조정금리는 견조한 경제성장세 및 세제개혁의 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

— 옐런의장 재임 당시 연준의 중립금리 전망치가 지속적으로 하향 조정

• 옐런의장은 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 세제개혁으로 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

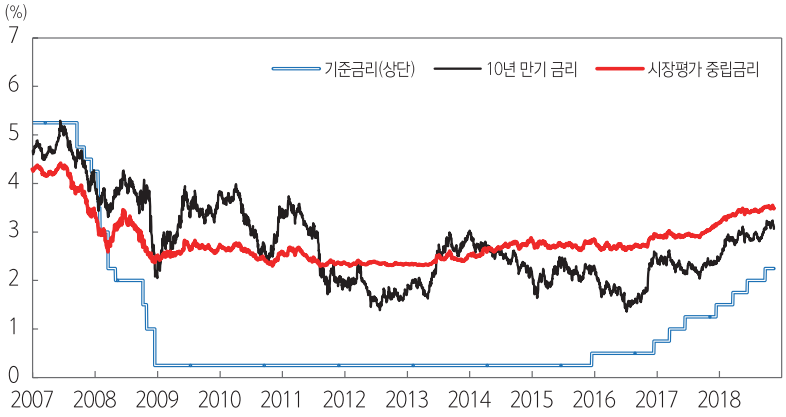
— 다만 중립금리는 올해 10월 이후 연준 내부의 엇갈린 의견에도 불구하고 이번 기준금리 인상 사이클의 최종 기준금리와 연관되므로 향후 연준의 중립금리 전망치 변화를 예의주시할 필요

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

10) 2018년 5월에 윌리엄스 뉴욕연준총재도 세제개혁으로 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

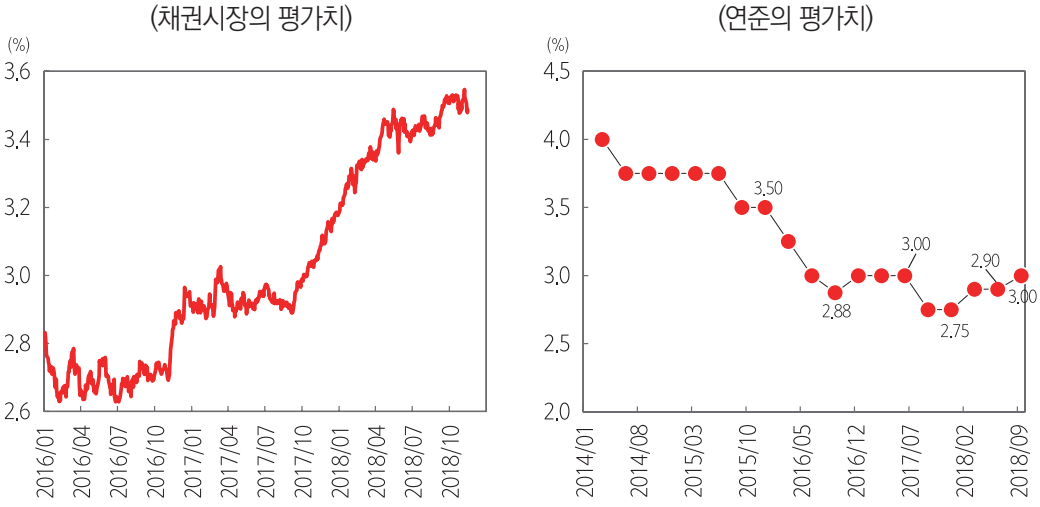
〈그림 Ⅲ-3〉 미국 국채 금리에 반영된 명목중립금리 (2007~2018)



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%)치에 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 가능성[11)]

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

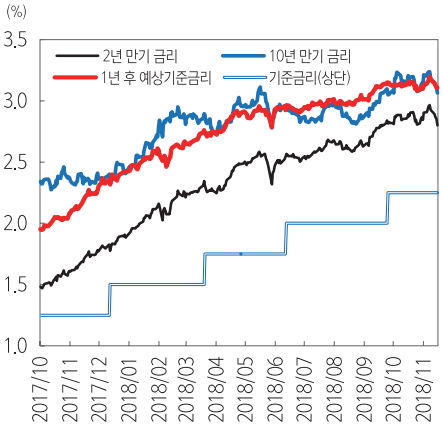
— 연준 및 본 보고서는 2020년 1분기까지 기준금리가 총 4회 인상되어 3.5%에 달할 것으로 예상하는데 반해 시장은 총 3회의 인상(3.25%)을 반영 중

— 다만, 2019년~2020년중 연준의 통화정책 경로에 상하방 불확실성이 상존하는 만큼 기준금리 인상 전개양상에 따라 시장금리의 변동성이 확대될 것으로 예상

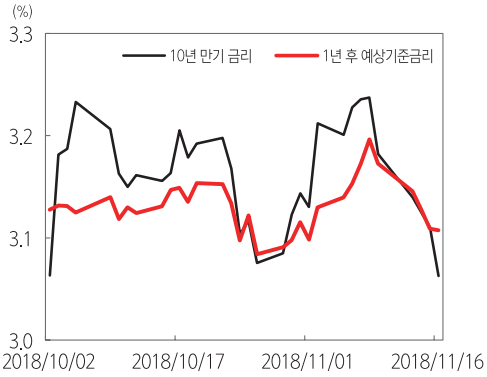
11) 본 분석에서는 미국 금리에 대해 ACM 모형을 추정시 Gurkaynak, Sack and Wright(2006)이 제공하는 할인채 금리를 사용하는데, 분석시점을 기준으로 11월 16일까지의 할인채 금리만 사용가능하였음. 시장의 예상 기준금리가 11월 8일 3.20%를 고점으로 11월 16일 3.11%까지 하락추세를 보이고 있어 11월 20일 이후에는 3%대 초반으로 하락했을 것으로 추정(2018년 월별로 시장이 예상하는 2019년말 기준금리 수준을 살펴본 결과, 대략적으로 10년 만기 금리가 3%를 하회할 경우 시장은 2019년말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

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

(2017년 1월 2일~2018년 11월 16일)



(2018년 10월 2일~2018년 11월 16일)



주 : 2017년 1월 2일부터 2018년 11월 16일까지 ACM 모형을 통해 도출된 1년 후 예상 기준금리

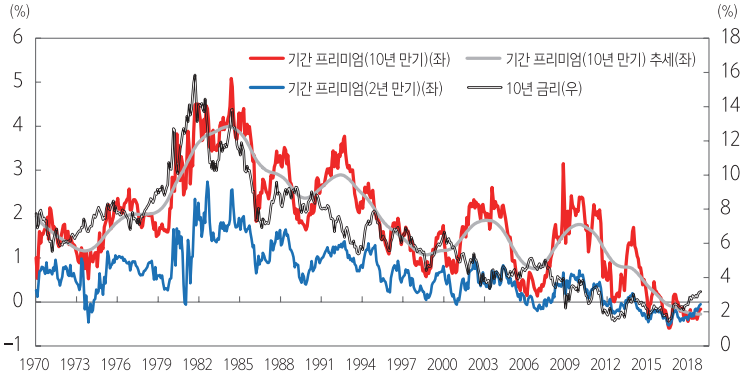
자료: 뉴욕연준, 자본시장연구원

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



주 : 1) 1970년부터 2018년 10월까지의 월간 자료

2) 기간 프리미엄의 추세는 Grant and Chan(2017)의 비관측요인 모형을 통해 도출

자료: 뉴욕연준, Bloomberg, 자본시장연구원

(1) 기간 프리미엄의 결정요인[12]: 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 규제로 인한 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 시장참여자은 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

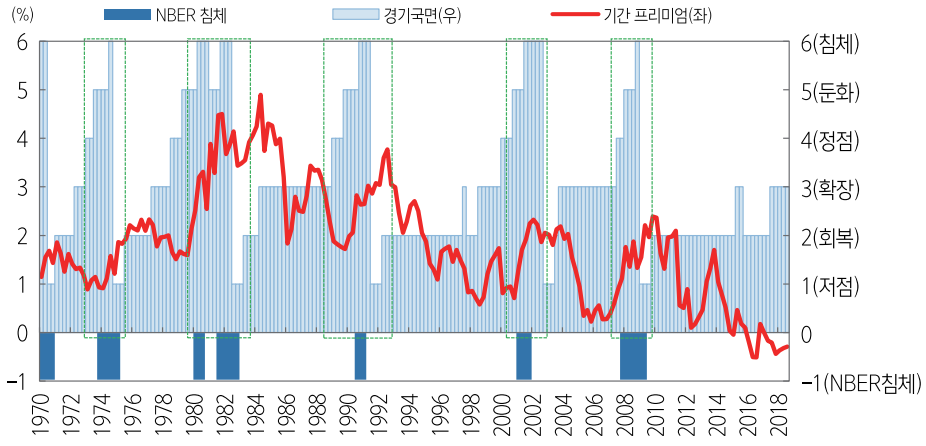
(2) 기간 프리미엄 결정 요인: 순환적 요인

□ 기간 프리미엄은 경기 회복국면부터 정점국면까지는 하락하는 경향이 있으며, 경기 정점의 후반부 또는 둔화국면부터 상승하기 시작하여 경기저점까지 상승세가 유지[13)]

— 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)



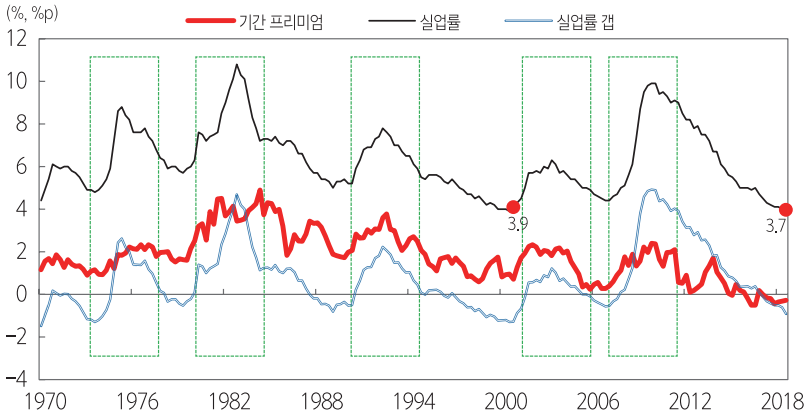
주 : 1) 1970년 1분기부터 2018년 3분기까지의 분기별 자료
2) 경기국면은 Ahn and Min(2016)의 방법을 통해 도출

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 보유(〈그림 Ⅲ-48〉).

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

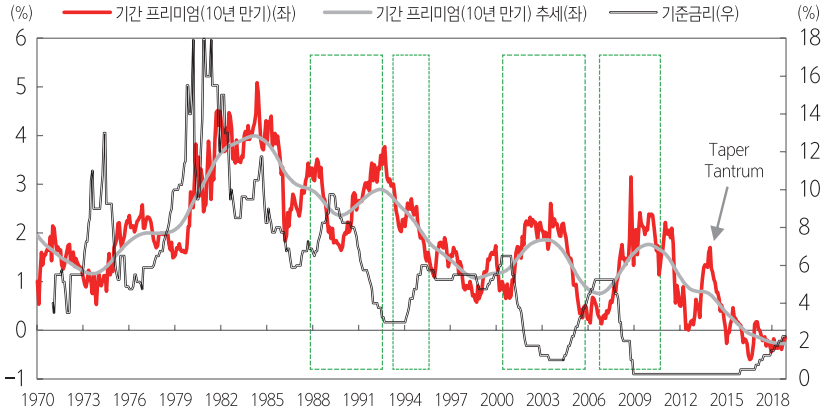
〈그림 Ⅲ-8〉 실업률과 기간 프리미엄(10년 만기)



주 : 실업률갭은 실제 실업률에서 자연실업률을 차감한 값
자료: 뉴욕연준, 세인트루이스연준, 자본시장연구원

□ 기준금리 인상기에는 기간 프리미엄이 축소되고 인하기에는 확대되는 경향이 존재하며(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)

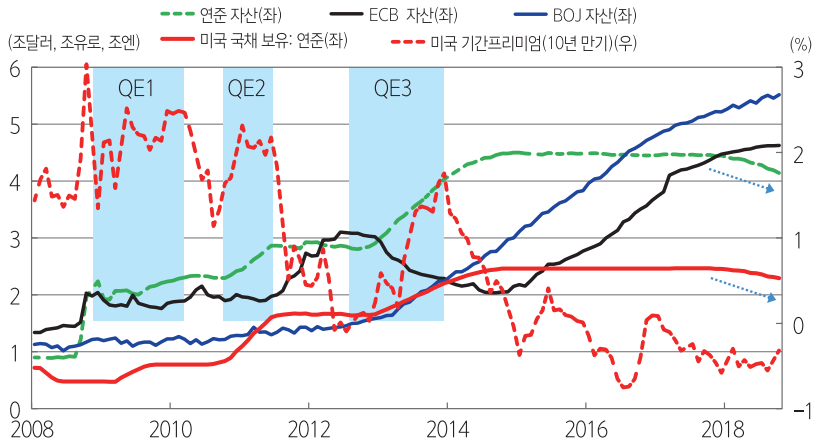


주 : 1970년부터 2018년 11월일까지의 월간 자료(11월은 9일까지의 자료를 사용)
자료: 뉴욕연준, Bloomberg, 자본시장연구원

□ 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)



자료: 뉴욕연준, Bloomberg, 자본시장연구원

□ 종합적으로 2019년 미국의 예상 경기여건과 통화정책 경로를 고려할 때, 수급요인을 제외할 경우 기간 프리미엄의 상승압력은 크지 않은 것으로 평가

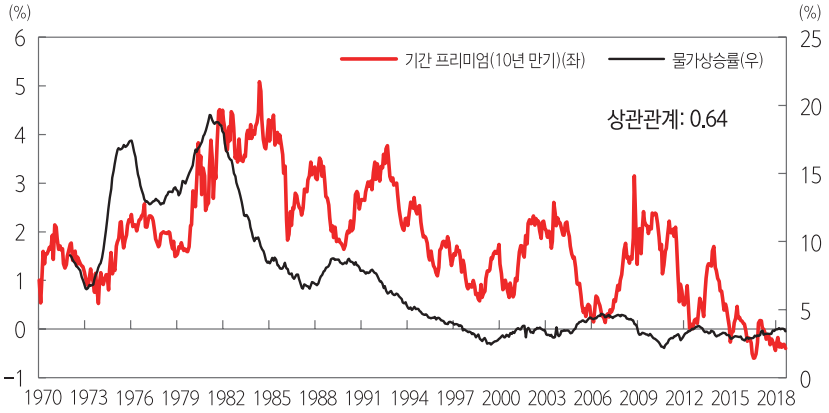
— 미국 경기는 2019년에도 확장국면을 이어갈 것으로 전망되며, 실업률 또한 상승추세로 전환할 가능성이 크지 않아 연준의 기준금리 인상도 지속될 예정

(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

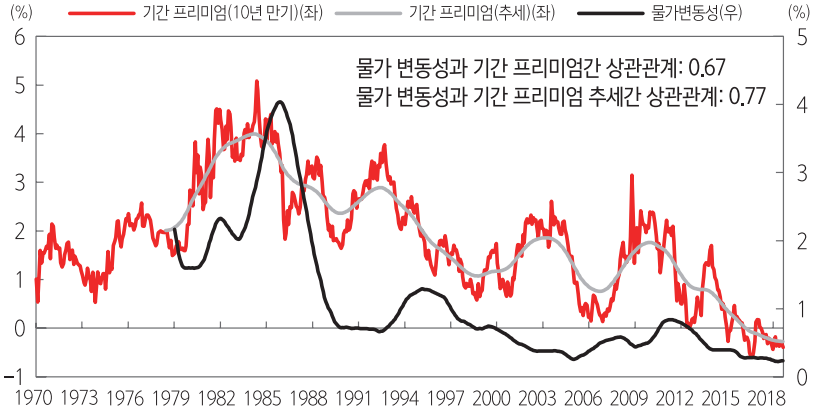
〈그림 Ⅲ-11〉 물가상승률과 기간 프리미엄(10년 만기)



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

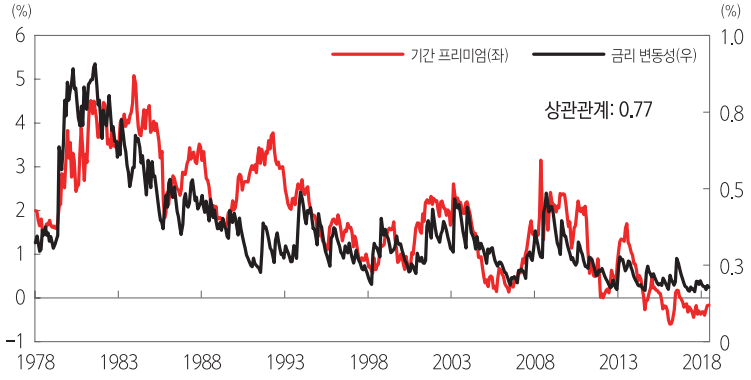
자료: 뉴욕연준, 세인트루이스연준, 자본시장연구원

□ (금리 변동성과 기간 프리미엄) 변동성은 금리상승 위험을 종합적으로 나타내주는 요인으로 볼 수 있는데, 금리 변동성의 장기추세는 통화정책 및 경기변동과 연관성이 높지 않은 가운데[14] 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 장기추세는 순환적 요인 외에 구조적인 요인의 영향을 주로 반영

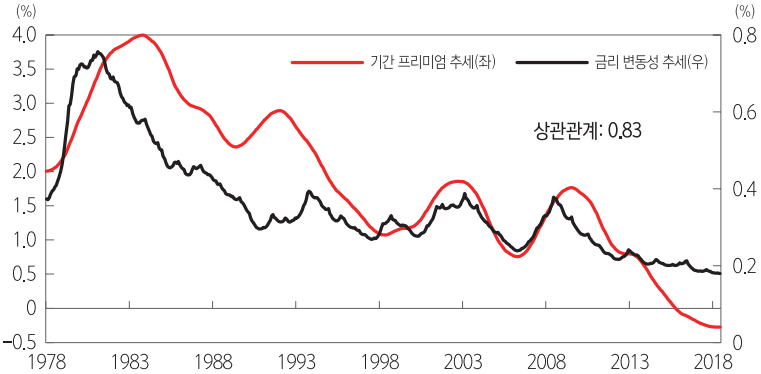
〈그림 Ⅲ-13〉 금리 변동성과 기간 프리미엄(10년 만기)



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

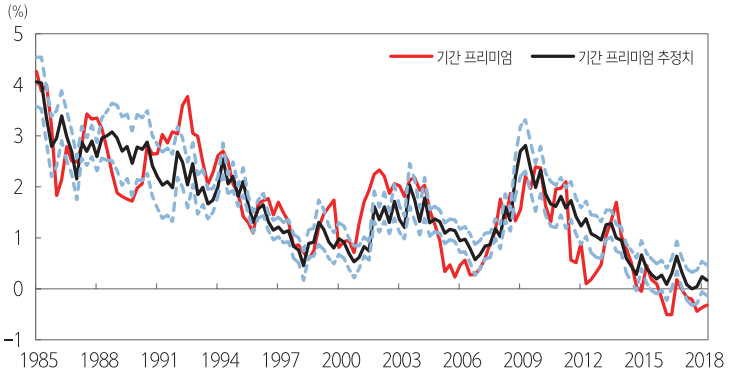
14) 1990년 이후 금리 변동성 추세와 기준금리간의 상관관계는 0.3을 소폭 하회하였으며, 경기변동과 금리 변동성 추세 또한 명확한 관계가 존재하지 않는 것으로 분석

□ (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 가능성

— 최근의 기간 프리미엄이 적정 기간 프리미엄의 90% 하한선에는 못 미치나 그 폭이 20~30bp 수준으로 제한되어 경제요인에 비해 과도하게 낮지는 않은 것으로 판단 [15]

〈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 장기금리가 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

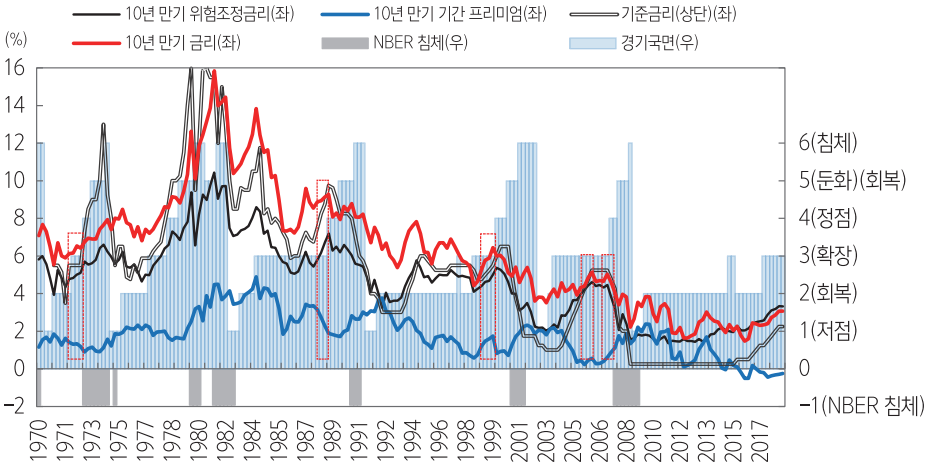
— 통화정책 측면에서 고용사정 개선에 따른 물가상승세 확대가 실현되어 금리인상이 가속화되고 긴축의 정도(기준금리가 중립금리를 상회하는 정도)가 심화될 경우 시장금리의 상승폭도 크게 높아질 전망

— 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 위험자산가격에 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〉)

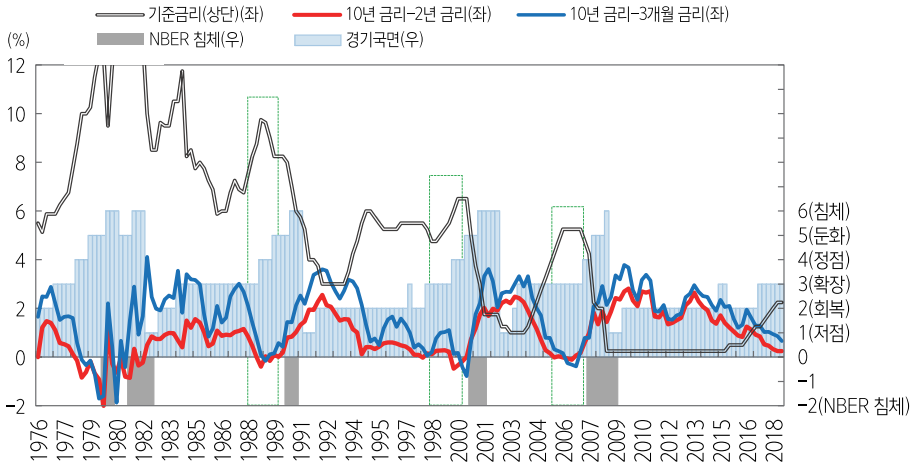
— 장단기 금리 차(10년 금리 - 2년 금리 기준)는 통상 기준금리 인상이 마무리되는 시점 및 경기 확장기말·정점국면에서 역전되는 경향

— 실증적으로 경기침체에 대한 강력한 시그널인[16] 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 경기침체기에 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 전망[17]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

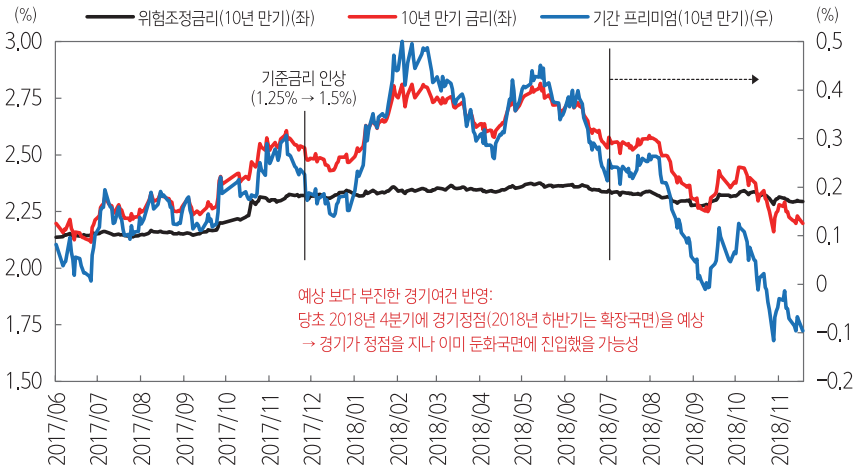
— 이로 인해 국내 경기는 올해 초부터 이미 둔화국면에 진입한 것으로 판단

— 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

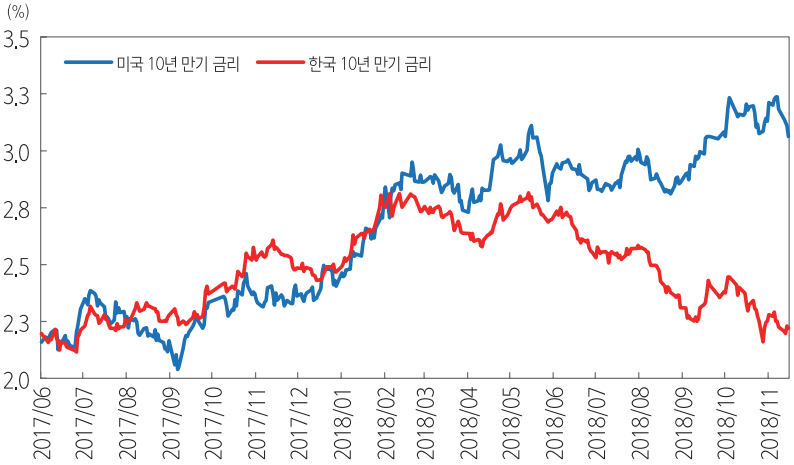
〈그림 Ⅲ-18〉 2018년 한국 금리 및 금리 구성요소 추이(10년 만기)



주 : 1) 2017년 6월부터 2018년 11월 16일까지의 일간 자료
2) 위험조정금리와 기간 프리미엄은 ACM 모형을 통해 도출

자료: 뉴욕연준, KIS채권평가, Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 Ⅲ-19〉 한·미 금리 탈동조화(10년 만기)



주 : 2017년 6월부터 2018년 11월 16일까지의 일간 자료

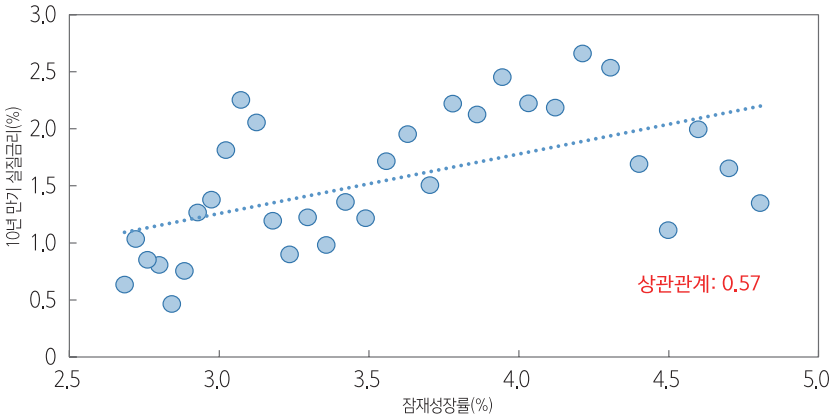
자료: 뉴욕연준, KIS채권평가, Bloomberg, 자본시장연구원

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

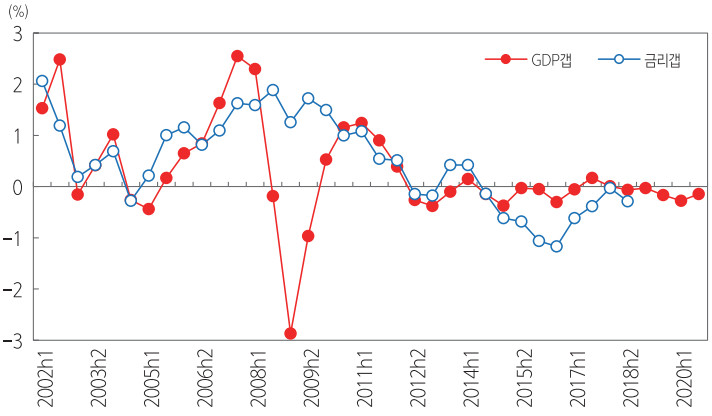


주 : 1) 2003년부터 2018년까지의 반기별 잠재성장률 및 10년 만기 실질금리 평균
2) 실질금리는 명목금리에서 추세물가를 차감하여 도출
3) 추세물가(trend inflation)는 Stock and Watson(2016)의 방법을 통해 도출

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

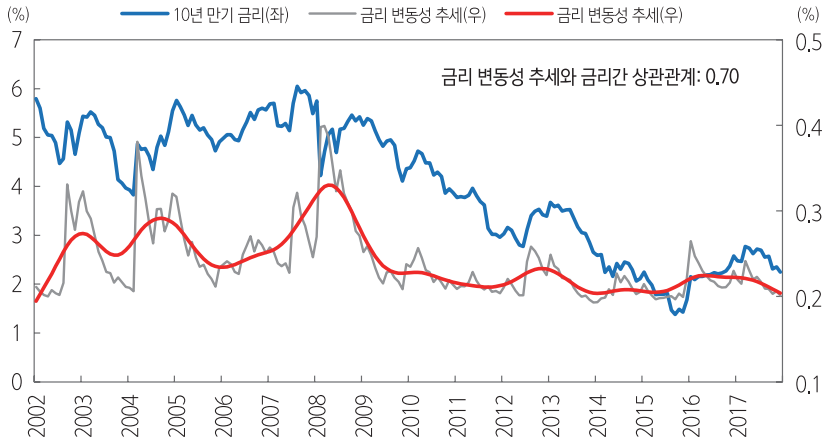
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

□ 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, 경제여건으로부터 도출된 명목중립금리가 2.2%내외 수준이라는 점을[18] 감안할 때 중립금리 측면에서 중장기 금리의 상승 압력은 낮은 것으로 평가(〈그림 Ⅲ-23〉)

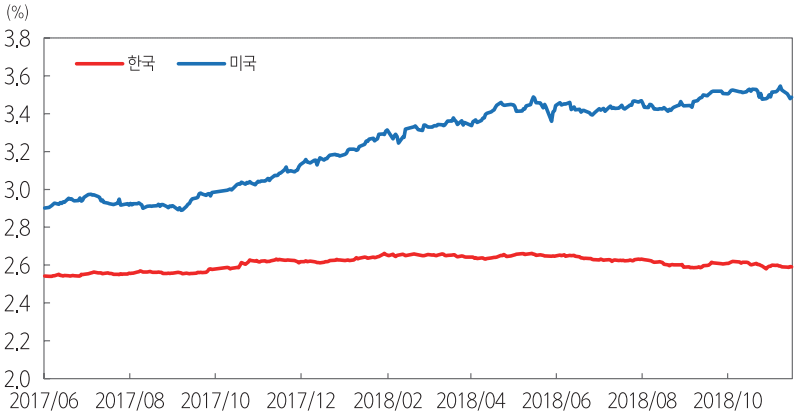
— 금리에 반영된 중립금리는 금융위기 이후부터 2016년 하반기까지 추세적인 하락세를 보였으며, 이후 좁은 범위에서 등락

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

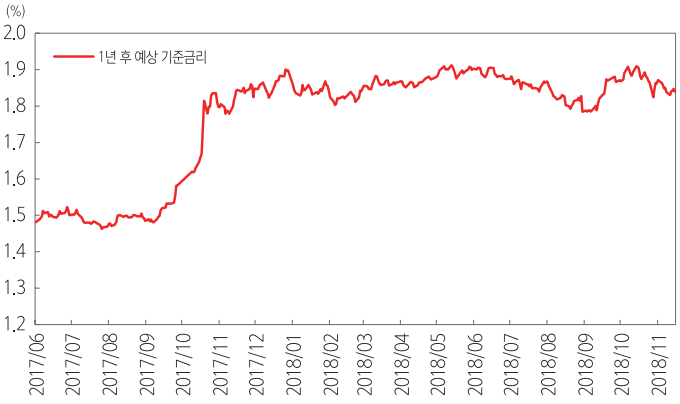
— 2018년중 국채 금리에 반영된 1년 후 예상 기준금리는 대략 1.8% 중반에서 변동

— 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

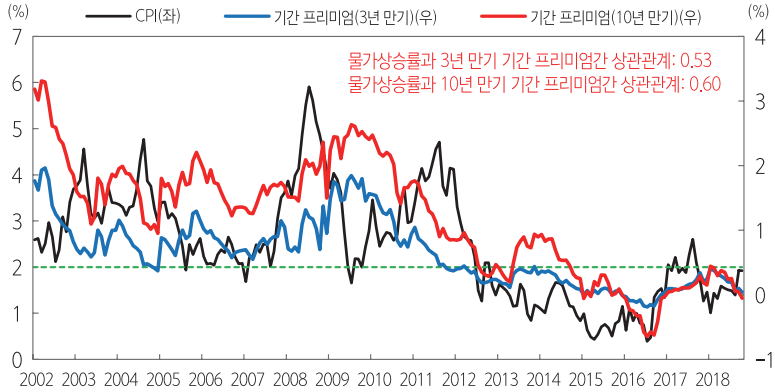
4) 국내 금리 전망 : 기간 프리미엄 요인

(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

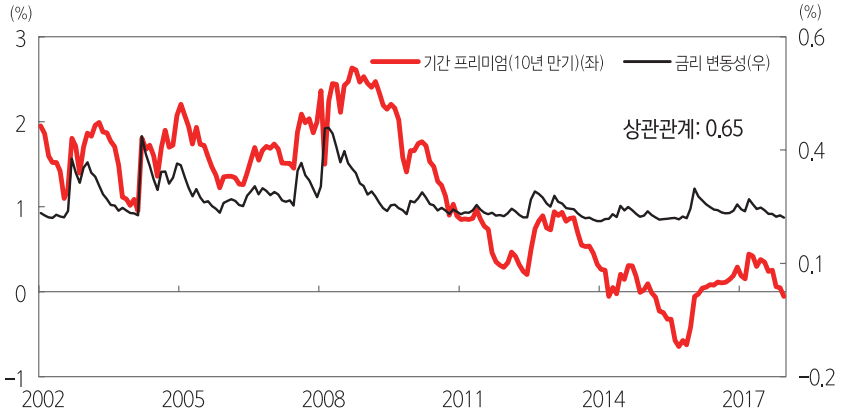
자료: 뉴욕연준, KIS채권평가, 통계청, 자본시장연구원

(2) 금리 변동성과 기간 프리미엄

□ 국내에서도 기간 프리미엄이 금리 변동성과 높은 연관성을 가지는데, 최근 국내 금리 변동성이 하향 안정화되고 있어 변동성 확대로 인한 기간 프리미엄의 상승 가능성도 크지 않은 것으로 평가 (〈그림 Ⅲ-26〉, 〈그림 Ⅲ-27〉)

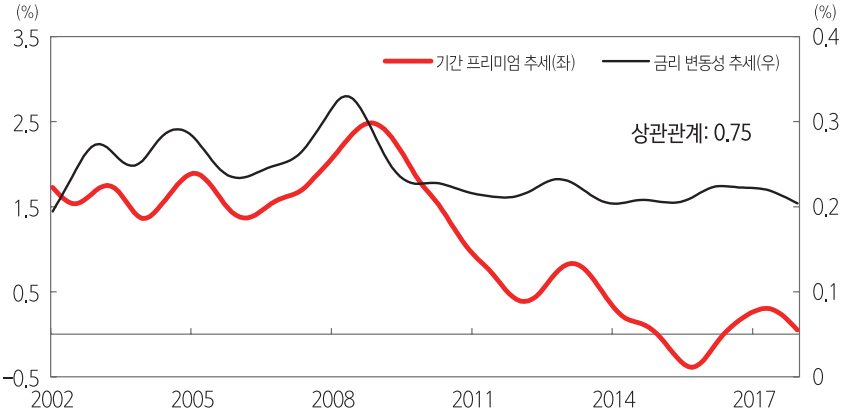
— 미국과 유사하게, 단기 기간 프리미엄 및 금리 변동성 보다는 추세간에 보다 높은 상관관계가 존재

〈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

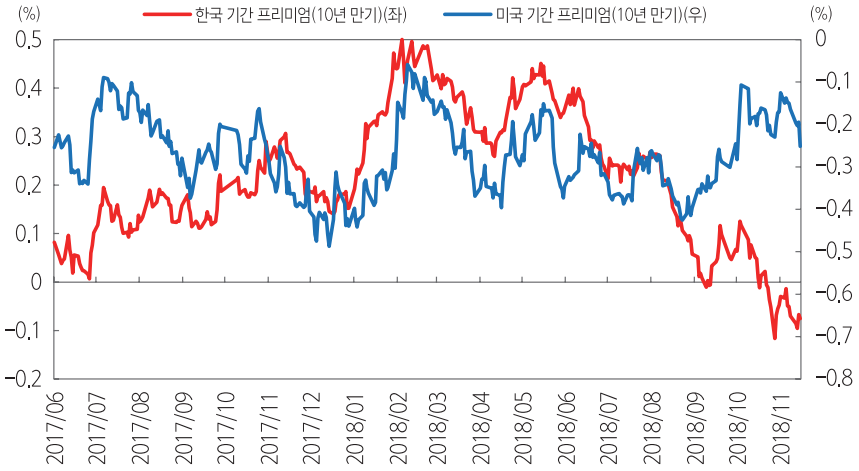
(3) 한·미 기간 프리미엄 동조화

□ 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 동조화[19)]

— 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

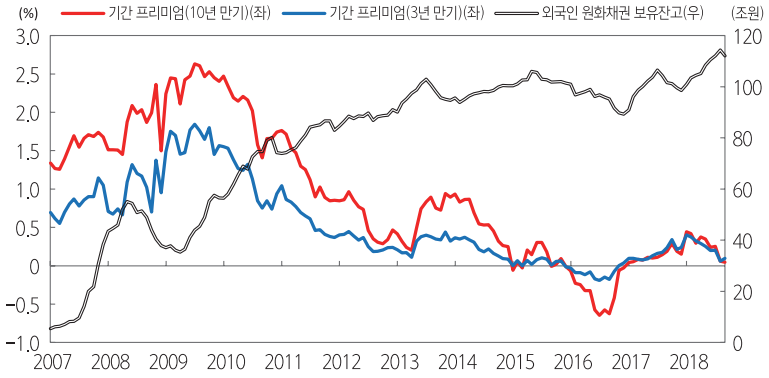
(4) 외국인 원화채권 투자와 기간 프리미엄

□ 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 전망(〈그림 Ⅲ-29〉, 〈그림 Ⅲ-30〉)

— 2016년 이후 외국인의 원화채권 투자와 기간 프리미엄이 일관된 관계를 갖지 않음

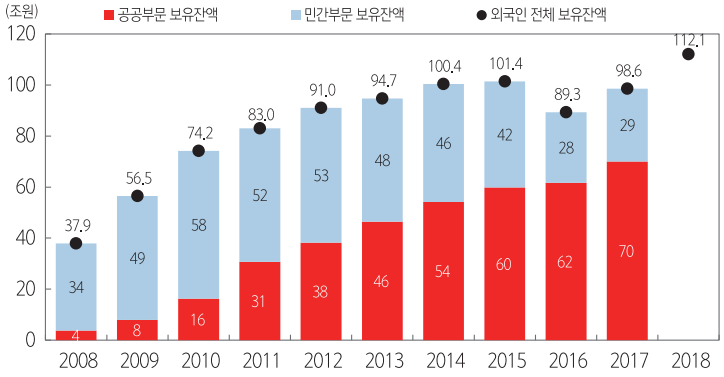
— 금융위기 이후 외국인 원화채권 투자는 민간비중이 꾸준히 축소된 반면, 공공부문(중앙은행, 국부펀드 등)은 크게 확대(공공부문 비중: 2017년말 10% 2017년말 71%)

〈그림 Ⅲ-29〉 외국인 채권투자와 기간 프리미엄



자료: 뉴욕연준, KIS채권평가, 금융감독원, 자본시장연구원

〈그림 Ⅲ-30〉 외국인 채권투자와 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〉)

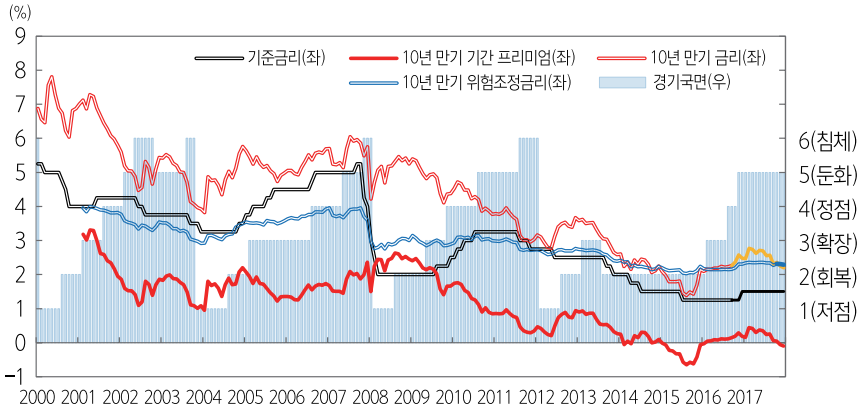
— 2019년 국내 경기는 경기순환주기상 상반기는 둔화국면, 하반기는 침체국면으로 연말까지 마이너스 GDP갭이 확대될 전망이며, 통화정책은 2019년중 동결 후 2020년에 미국 기준금리 인상이 마무리된 후 인하 예상

— 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

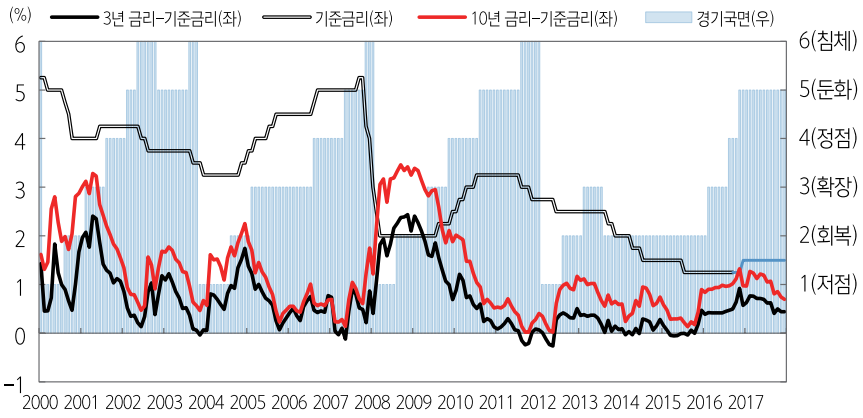
〈그림 Ⅲ-31〉 경기국면 및 통화정책과 금리 구성요소



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〉)

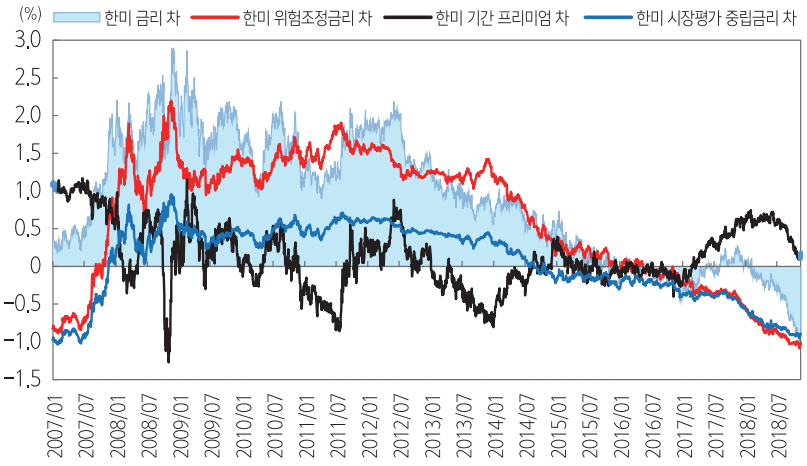
— 최근 양국의 시장금리 역전은 기간 프리미엄이 아닌 위험조정금리 및 시장이 평가하는 중립금리의 역전에서 유발

— 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

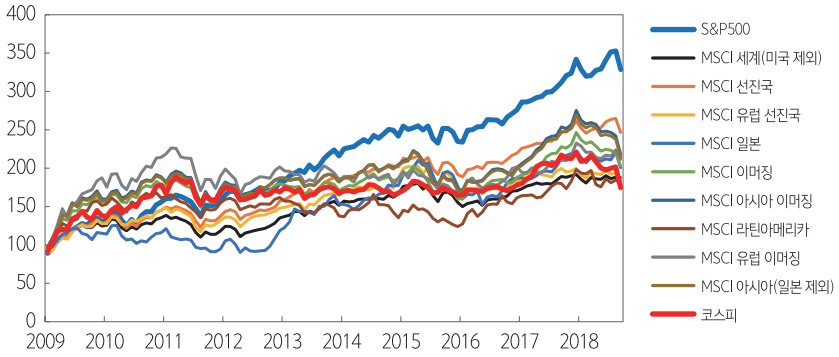
— 결과적으로 양국의 기준금리 및 시장금리 역전은 양국간 경제의 기초체력 차이를 반영한 현상인 만큼, 금융안정에 유의하되 중장기적 관점에서 국내 잠재성장률을 제고하고 경제의 역동성을 복원하는데 논의의 초점이 맞추어질 필요

2. 한·미 주식시장 전망

가. 금융위기 이후 주요 글로벌 주가지수 동향

□ 글로벌 주요 주가지수는 2009년 2월 이후 2018년 10월까지 대부분 상승한 가운데 미국이 가장 높은 상승률을 기록한 반면 한국은 가장 저조한 수익률을 기록[20](〈그림 Ⅲ-34〉, 〈그림 Ⅲ-35〉)

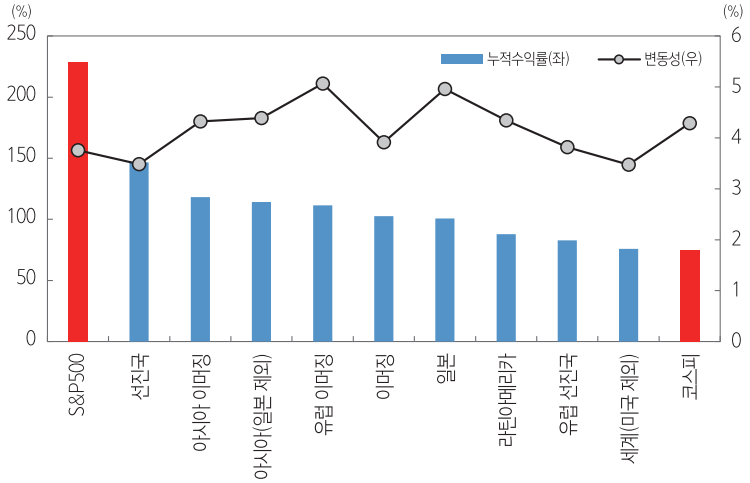
〈그림 Ⅲ-34〉 금융위기 이후 주요 주가지수 추이



주 : 1) 2009년 2월부터 2018년 10월까지의 월별 주가 기준, MSCI 지수는 로컬 통화 기준
2) 2009년 2월 지수를 100으로 표준화

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 Ⅲ-35〉 금융위기 이후 주요 주가지수 상승률 및 변동성



주 : 1) 2009년 2월부터 2018년 10월까지의 지수별 누적상승률 및 월간 수익률의 변동성(표준편차)
2) MSCI 지수는 로컬 통화 기준

자료 : Bloomberg, 자본시장연구원

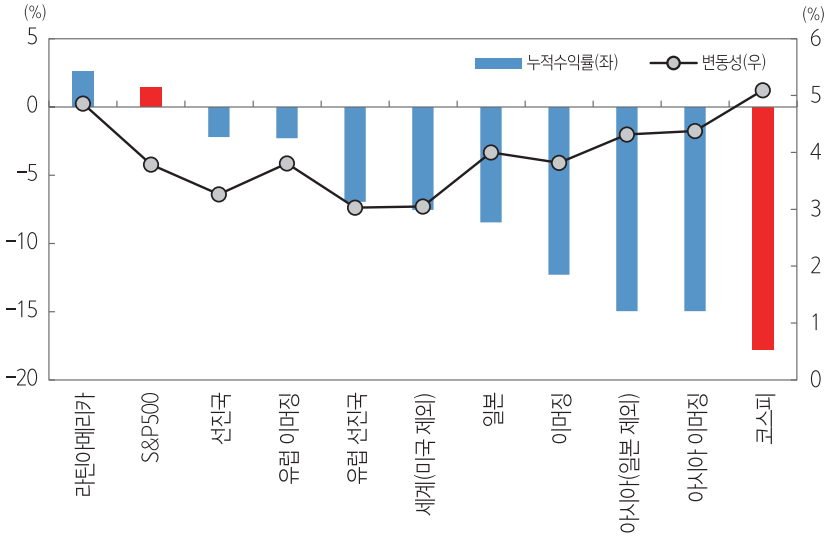
20) 2009년 2월부터 2018년 10월까지의 누적상승률 기준

□ 2018년 들어서는 미국(S&P500)을 제외한 대부분의 주가지수가 하락하였으며, 특히 한국(KOSPI)이 가장 큰 폭의 하락세를 시현 (〈그림 Ⅲ-36〉)

— S&P500은 2018년 10월의 하락에도 연간으로는 상승세를 유지

— 한국은 하락폭과 함께 변동성도 가장 높은 수준

〈그림 Ⅲ-36〉 2018년 주요 주가지수 변화 및 변동성



주 : 1) 2017년 12월말부터 2018년 10월말까지의 누적수익률 및 같은 기간 월간 수익률의 변동성(표준편차)
2) MSCI 지수는 로컬 통화 기준

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

□ 미국 주가는 주요 글로벌 주가지수의 변화에 영향을 미치는 핵심 요인으로, 특히 미국 주가가 하락할 경우 다른 주가지수도 대부분 동조화되며 하락 (〈표 Ⅲ-1〉, 〈표 Ⅲ-2〉)

— 글로벌 주가지수는 미국 주가 상승시에도 동조화되는 경향을 보였으나 미국 주가가 하락할 때 동조화 강도가 상승

— KOSPI지수는 미국 주가가 큰 폭으로 변동하지 않을 경우 다른 나라에 비해 동조화 정도가 낮았으며, 특히 하락시에는 주요 지수 중 국내 고유요인의 영향이 큰 것으로 분석[21)]

21) 변동 폭에 관계없이 미국 주가가 하락(상승)한 경우 KOSPI를 제외한 나머지 주가지수의 평균 하락(상승)비중은 80%(75%)인데 비해, KOSPI의 하락(상승)비중은 62%(67%)

〈표 Ⅲ-1〉 글로벌 주가 변화에 대한 미국 주가의 영향 (1)

(단위: 개월 수, %)

	상승 월 수 (미국 2% 이상 상승 월 수)	상승비중	하락 월 수 (미국 2% 이상 하락 월 수)	하락비중
MSCI 세계(미국 제외)	42(47)	89	17(18)	94
MSCI 선진국	47(47)	100	18(18)	100
MSCI 유럽 선진국	41(47)	87	17(18)	94
MSCI 일본	35(47)	74	17(18)	94
MSCI 이머징	35(47)	74	17(18)	94
MSCI 아시아 이머징	36(47)	77	16(18)	89
MSCI 라틴아메리카	33(47)	70	16(18)	89
MSCI 유럽 이머징	36(47)	77	16(18)	89
MSCI 아시아 (일본 제외)	36(47)	77	15(18)	83
KOSPI	34(47)	72	12(18)	67

주 : 1) 상승(하락)비중은 미국(S&P500)지수가 2% 이상 상승(하락)한 월중 해당 지수가 상승(하락)한 경우
2) 2009년 2월부터 2018년 10월까지의 월별 주가 변화 기준, 각 지수는 로컬 통화 기준

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈표 Ⅲ-2〉 글로벌 주가 변화에 대한 미국 주가의 영향 (2)

(단위: 개월 수, %)

	상승 월 수 (미국 3.76% 이상 상승 월 수)	상승비중	하락 월 수 (미국 3.76% 이상 하락 월 수)	하락비중
MSCI 세계(미국 제외)	22(22)	100	10(10)	100
MSCI 선진국	22(22)	100	10(10)	100
MSCI 유럽 선진국	22(22)	100	10(10)	100
MSCI 일본	17(22)	77	10(10)	100
MSCI 이머징	22(22)	100	10(10)	100
MSCI 아시아 이머징	22(22)	100	9(10)	90
MSCI 라틴아메리카	21(22)	95	9(10)	90
MSCI 유럽 이머징	22(22)	100	10(10)	100
MSCI 아시아 (일본 제외)	22(22)	100	9(10)	90
KOSPI	19(22)	86	9(10)	90

주 : 1) 상승(하락)비중은 미국(S&P500)지수가 3.76% 이상 상승(하락)한 월중 해당 지수가 상승(하락)한 경우
2) 2009년 2월부터 2018년 10월까지의 월별 주가 변화 기준, 각 지수는 로컬 통화 기준
3) 3.76%는 2009년 2월~2018년 10월 기간 동안 S&P500지수 월별 수익률의 표준편차

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

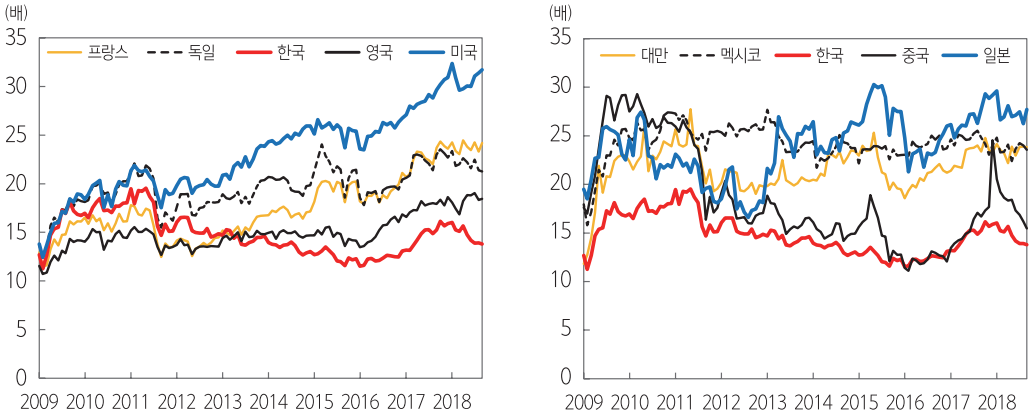
□ 미국 주식은 주요 지수 중 '경기조정 주가-이익비율(Cyclically Adjusted Price to Earnings ratio: CAPE)'이 가장 높은 것으로 나타나 실현이익(earning) 대비 가장 높은 수준의 주가를 유지 (〈그림 Ⅲ-37〉, 〈그림 Ⅲ-38〉)

— Campbell and Shiller(1998)가 제안한 CAPE는 현재의 실질주가를 과거 10년 동안의 평균 실질이익으로 나눈 값으로 기업의 실현된 이익창출능력에 비해 주가가 얼마나 높은 수준인가를 나타내는 지표 (경기변동에 따른 이익변화를 통제하기 위해 과거 10년간의 실적을 평균)

□ 한국은 2013년 이후 다른 나라 지수에 비해 CAPE의 하락 폭이 두드러져, 2018년에는 주요 30개국 중 하위 27위를 기록

— 2013년 이전에는 선진국 보다 높은 수준의 CAPE를 유지하였으나, 2013년 이후에는 다른 나라 지수의 CAPE가 상승하거나 보합세를 유지한 반면 KOSPI는 하락 추세에 진입

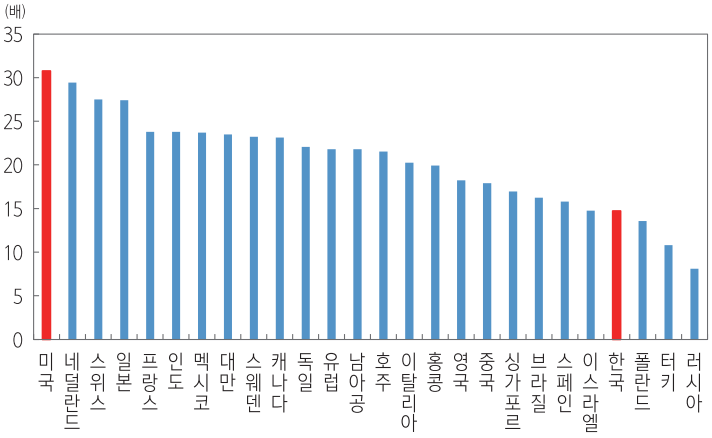
〈그림 Ⅲ-37〉 주요국 주가지수의 CAPE 추이



주 : 2009년 1월부터 2018년 9월까지 매월 CAPE 값, 각 지수는 해당 국가의 MSCI 종합주가지수

자료: Barclays

〈그림 Ⅲ-38〉 주요국 주가지수의 2018년 CAPE 평균



주 : 2018년 1월부터 9월까지 주요 30개국 MSCI 종합주가지수의 매월 말일 CAPE 평균
자료: Barclays

나. 미국 주식시장 전망

1) 금융위기 이후 미국 주가 상승의 특징 및 주요 원인

□ 미국 주식은 금융위기로 인한 경기침체기인 2009년 2월부터 상승추세가 시작되어 역사상 가장 긴 '장기상승기(bull market)'에 진입 (〈그림 Ⅲ-39〉)

— 주식시장의 장기상승기(bull market)에 대한 일반적 정의는 존재하지 않는 가운데, Lunde and Timmermann(2004)은 주가가 특정 기간 동안 해당 시점까지의 고점 보다 '일정 비율' 이상 하락할 경우 해당 고점까지를 장기상승기로 정의

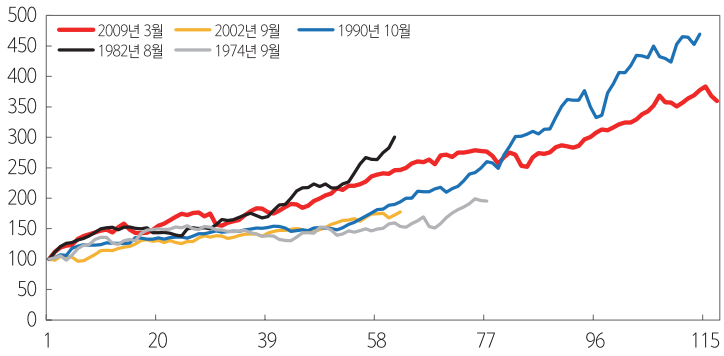
— Lunde and Timmermann(2004)과 Mackintosh(2018) 등의 지적과 같이, 미국에서는 '일정 비율'을 20%로 간주하는 오랜 시장관행이 존재

— 이에 본고에서는 주가가 해당 시점까지의 고점 대비 20% 이상 하락하지 않을 경우 상승국면이 유지되는 것으로 정의

— 금융위기 이전에 가장 오래 동안 유지된 상승기는 1990년 1월(NBER 기준 침체기)에 시작해 2000년 3월(IT버블붕괴시기)까지의 114개월

— 이번 상승기는 2009년 3월(금융위기로 인한 경기침체기)에 시작해 2018년 10월까지 117개월 동안 지속 중

〈그림 Ⅲ-39〉 1871년 이후 미국 주식시장의 주요 장기상승국면



주 : 1) S&P500 월말 종가 기준
2) 가로축은 주가 저점으로부터 경과 월 수, 저점의 지수를 100으로 표준화
자료: Shiller online data[22], 자본시장연구원

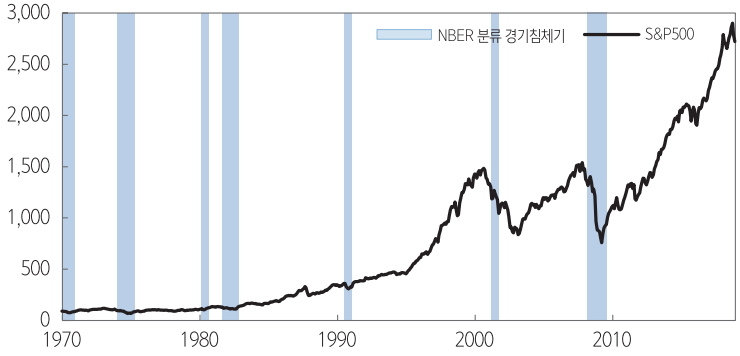
□ 이번 상승기가 장기간 지속되는 핵심 요인은 2009년부터 시작된 장기 경기성장세

— 미국 주가는 대략적으로 경기침체기(NBER 분류기준) 또는 회복국면 초반부터 상승하기 시작해 경기정점 부근까지 상승세가 이어지는 경향 (〈그림 Ⅲ-40〉)

— 2009년 2분기를 저점으로 회복세에 진입한 이번 경기확장은 2018년 4분기까지 총 38분기 동안 유지 중으로 1854년 이후 두 번째로 긴 확장국면 (〈그림 Ⅲ-41〉)

— 가장 길게 유지된 확장기는 1991년 1분기~2001년 1분기까지의 40분기로 2019년에도 경기확장세가 유지될 것으로 예상되어 이번 확장국면이 미국 역사상 가장 긴 경기확장기가 될 전망

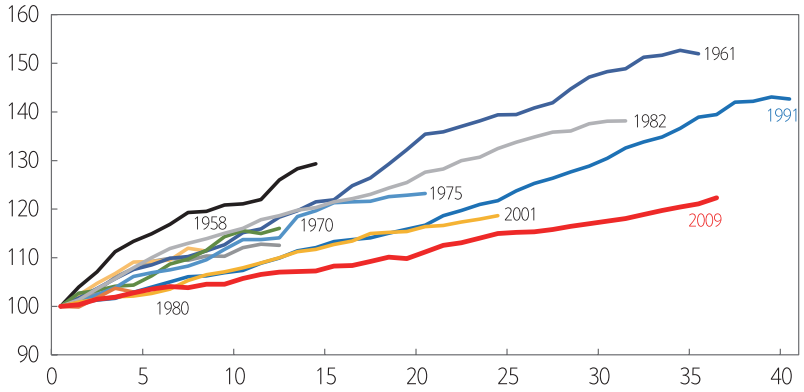
〈그림 Ⅲ-40〉 미국 경기변동과 주가



주 : 음영으로 표시된 부분은 NBER이 분류한 경기침체기
자료: Shiller online data, NBER, 자본시장연구원

22) www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm

〈그림 Ⅲ-41〉 미국 경기확장기

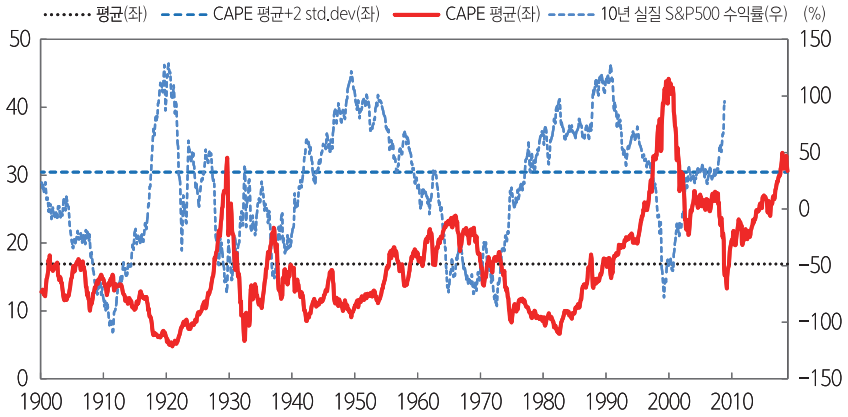


주 : 1950년 이후 NBER 기준 경기저점에서 정점까지 GDP 성장률, 가로축은 경기저점으로부터 경과 분기 수
자료: 자본시장연구원, 세인트루이스연준

□ 금번 상승국면의 특징은 Shiller CAPE가 2000년 IT버블기를 제외할 경우 역사상 가장 높은 수준까지 상승했다는 점으로, 이는 실현이익에 비해 주가 수준이 상대적으로 높게 형성되었음을 시사

— CAPE비율의 적정성과 유용성에 대해서는 논란이 존재하나[23], 현재 시점의 CAPE비율이 미래 장기(10년) 주가수익률에 대해 높은 예측력을 가진다는 점(Shiller, 2015)에서 높은 CAPE 수준에 대해 관심이 고조 (〈그림 Ⅲ-42〉)

〈그림 Ⅲ-42〉 미국 S&P500지수의 CAPE 추이



주 : 1) CAPE의 평균과 표준편차는 1880년 1월부터 2018년 10월까지의 CAPE 값으로부터 도출
2) 10년 실질S&P수익률은 매년 1월부터 향후 10년간 실질S&P지수 수익률의 이동평균
자료: Shiller online data, 자본시장연구원

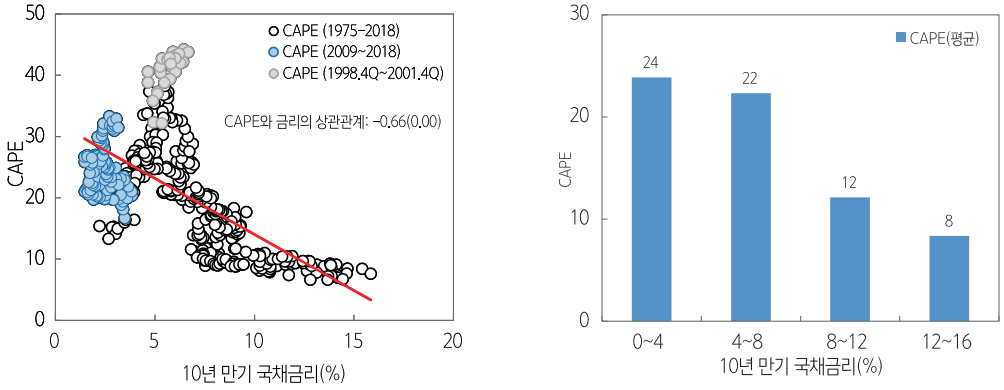
23) CAPE지수와 관련한 논의는 Siegel(2016) 및 Arnott and Kalensnik(2018)을 참조

□ 높은 미국 주가 수준 및 CAPE비율에는 다양한 원인이 존재하는 것으로 평가되는 가운데 금융위기 이후의 낮은 금리 수준이 핵심적인 역할을 한 것으로 평가

— 금리가 낮을수록 CAPE비율이 높아지는 경향이 존재 (〈그림 Ⅲ-43〉)

— S&P500지수의 월별 수익률과 월별(10년 만기 기준) 금리 변화간에도 통계적으로 유의한 음의 상관관계(-0.13, p-value 0%)가 존재

〈그림 Ⅲ-43〉 미국 금리 수준과 S&P500 CAPE



주 : 1) 1975년 1월부터 2018년 10월까지의 월별 10년 만기 국채 금리와 CAPE비율, 상관관계의 괄호는 p-value
2) CAPE 평균은 금리 수준별 CAPE비율의 평균

자료: Shiller online data, 자본시장연구원

□ 특히 금융위기 이후에 지속된 저금리 기조는 (1)주가에 적용되는 할인율 하락 (2)경제주체의 위험선호 강화 및 채권 대비 주식의 투자매력도 증가 (3)기업의 조달비용 감소 등의 경로를 통해 주가 상승 및 실적 대비 높은 밸류에이션에 기여

— 미 연준은 저금리를 통해 완화적인 금융여건을 조성함으로써 경제주체의 위험선호 경로를 통해 경제회복을 지원(Brunnermeier and Schnabel, 2016)

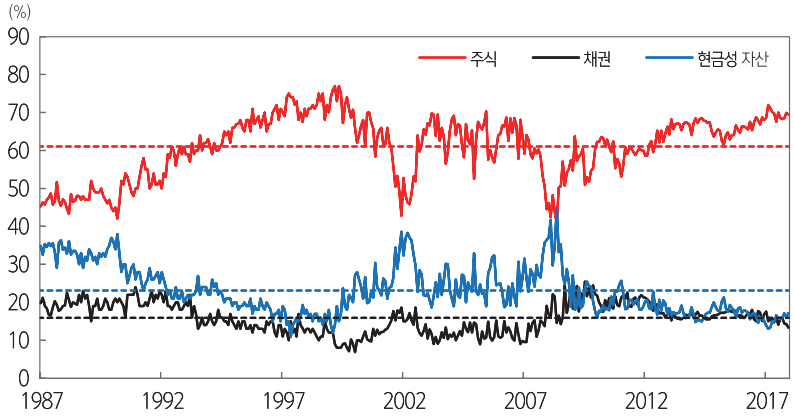
— 금리 수준과 경제주체의 위험선호도는 비선형적 관계를 가지는데, 금융위기 이후에 금리가 역사적으로 가장 낮은 수준에 머물러 위험선호를 통한 '수익률 추구' 현상이 발생한 것으로 분석(Lian, Ma and Wang, 2018)

— 실제로 미국개인투자자협회(American Association of Individual Investors)가 조사한 바에 따르면 금융위기 이후 개인투자자들은 주식투자를 지속적으로 늘려와 2018년 하반기에는 2001년 IT버블기를 제외하고 가장 높은 수준에 도달 (〈그림 Ⅲ-44〉)

— 저금리와 위험선호로 인한 할인율 하락도 주가 상승에 기여한 것으로 평가되는데, 미국 S&P500에 대한 주식 리스크 프리미엄(Equity Risk Premium: ERP)[24] 이 1960년 이후 가장 낮은 수준을 기록 (〈그림 Ⅲ-48〉)

— 이로 인해 2018년 들어 금리가 주가 변동성 확대에 가장 중요한 요인으로 지적

〈그림 Ⅲ-44〉 미국 개인투자자의 자산배분



주 : 1) 미국개인투자자협회는 1987년 11월부터 매월 회원들을 대상으로 주식(펀드포함)·채권(펀드포함)·현금성자산간 자산배분에 대해 설문조사를 실시
2) 점선은 각 자산별 배분율의 평균

자료: 미국개인투자자협회(American Association of Individual Investors)

2) 경기변동, 이익 증가율 및 할인율과 주가간의 관계

□ (경기변동과 주가) 경기변동은 주가를 결정하는 핵심 요인으로 미국 주가는 경기변동에 선행하는 특성을 가지는 가운데 경기저점부터 상승하기 시작하여 경기정점을 기점으로 하락세로 전환 (〈그림 Ⅲ-45〉)

— 주가는 경기저점부터 상승세가 시작되어 회복·확장국면까지 상승세가 지속된 후 경기가 정점을 지나며 하락추세로 전환

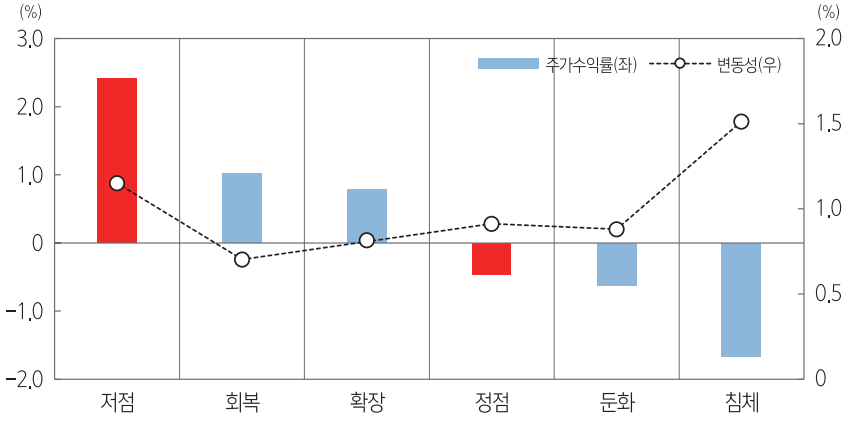
— 반면, 주가변동성은 경기추세가 전환되는 저점과 정점에서 가장 높아지며, 경기상승국면(회복·확장)과 하강국면(둔화·침체)에서는 상대적으로 낮은 수준

24) 주식 리스크 프리미엄은 다음 절 '2) 경기변동, 이익증가율 및 할인율과 주가간의 관계'에서 논의

— 주가 수익률과 변동성 모두 경기저점에서 가장 높아지는데, 이는 경기저점에서는 위험이 수익률로 보상받음을 의미

— 회복·확장국면에서는 경기저점 보다 수익률이 저조하나 변동성 또한 낮기 때문에 위험을 고려할 경우 성과가 나쁘지 않은 것으로 분석

〈그림 Ⅲ-45〉 경기국면별 S&P500 수익률 및 변동성



주 : 1) 1962년 1월부터 2018년 9월까지의 월별 S&P500 수익률
2) 수익률은 국면별 월간 수익률의 평균, 변동성은 일별 수익률의 월간 변동성[25]

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

□ 아래에서는 〈그림 Ⅲ-45〉에서 확인된 주가와 경기변동간의 관계가 나타나는 원인을 분석

□ 주가는 기업이 창출하는 미래 이익(배당)의 현재가치이므로 이익의 (기대)성장률이 높을수록 그리고 할인율이 낮을수록 주식의 가치가 상승

— 주식에 대한 단순 배당(이익) 현재가치 이론에 따르면 주가지수와 같은 영속기업의 현재주가(주가/이익비율)는 1/(할인율-이익증가율)

— 따라서 할인율이 증가(하락)할수록 주가는 하락(상승)하며, 이익증가율이 증가(하락)할수록 주가는 상승(하락)

25) 매월 일별 수익률의 표준편차

— 할인율은 무위험 할인율과 주식의 리스크 프리미엄(Equity Risk Premium: ERP)으로 구성되는데, 본 보고서에서는 Himmelberg and Weldon(2017)의 방법을 통해 ERP를 도출

• Himmelberg and Weldon(2017)이 제시한 ERP는 CAPE비율에서 무위험 할인율[26] 및 명목이익증가율을 차감한 값

□ 실제로 미국 주가(S&P500)와 기대이익 성장률 및 할인율간 관계를 살펴보면, 기대이익은 주가에 양의 영향을 미치는 반면, 무위험할인율 및 ERP는 주가에 음의 영향을 미치는 것으로 분석 (〈표 Ⅲ-3〉)

〈표 Ⅲ-3〉 기대이익, 할인율 및 주가간의 관계

		주가 결정요인		
		기대이익 성장률	무위험 할인율	ERP
전체 국면	계수	0.11	-0.16	-0.58
	(p-value)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
		R2=0.27, F검정 p-value=0.00		

주 : 1962년 1월부터 2018년 9월까지의 월별 S&P500 수익률을 기대이익 성장률, 무위험 할인율 변화율, ERP 변화율에 대해 회귀분석

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

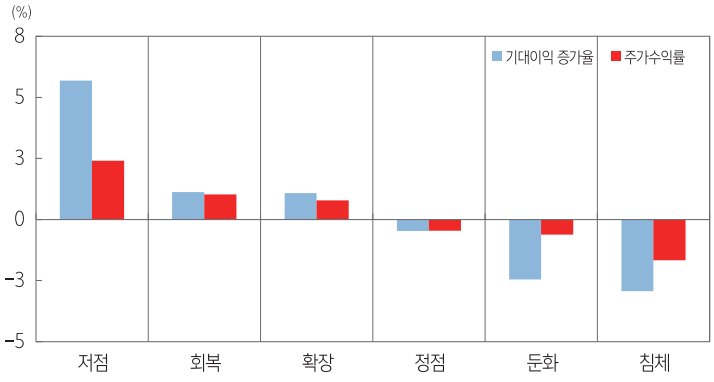
□ 이하에서는 경기국면별로 주가와 기대이익 및 할인율간 관계를 분석

□ (경기국면별 기대이익과 주가) 기대이익은 경기저점에서 가장 크게 증가하는 반면 경기정점부터 감소하는 경향을 보여 경기국면별 주가 변화와 대체로 일치 (〈그림 Ⅲ-46〉)

— 기대이익은 경기국면별로 '경기저점→확장국면'까지는 증가하지만 경기정점부터 감소하기 시작하여 감소세가 침체국면까지 지속

26) 무위험 할인율은 본 보고서 한·미 금리전망편에 제시된 ACM 모형을 사용해 도출된 10년 만기 위험조정금리를 사용

〈그림 Ⅲ-46〉 경기국면별 S&P500 수익률 및 기대이익 증가



주 : 1) 1962년 1월부터 2018년 9월까지의 월별 S&P500 수익률 및 기대이익 증가율
2) 기대이익은 미래 6개월 동안 실현된 이익을 대용치로 사용

자료: Shiller online data, Bloomberg, 자본시장연구원

□ (경기국면별 할인율과 주가) 할인율은 경기저점부터 확장기까지는 감소하지만 경기정점에 증가세로 전환하여 침체기까지 이어져 기대이익과 상반된 행태 (〈그림 Ⅲ-47〉, 〈그림 Ⅲ-48〉)

— 경기저점국면에서는 무위험 할인율과 ERP가 모두 감소[27)]

— 회복 및 확장국면에서는 무위험 할인율은 증가하나 ERP의 감소폭이 이를 상회하여 전체 할인율이 감소

• 경기회복 및 확장국면에서는 경기상승세를 반영하여 무위험 할인율이 증가하는 반면 ERP는 경기저점에 이어 하락세를 유지

— 경기가 정점에 도달하면 무위험 할인율은 감소하고 ERP는 상승하는데, ERP 확대폭이 무위험 할인율 하락폭을 상회하여 전체 할인율은 증가

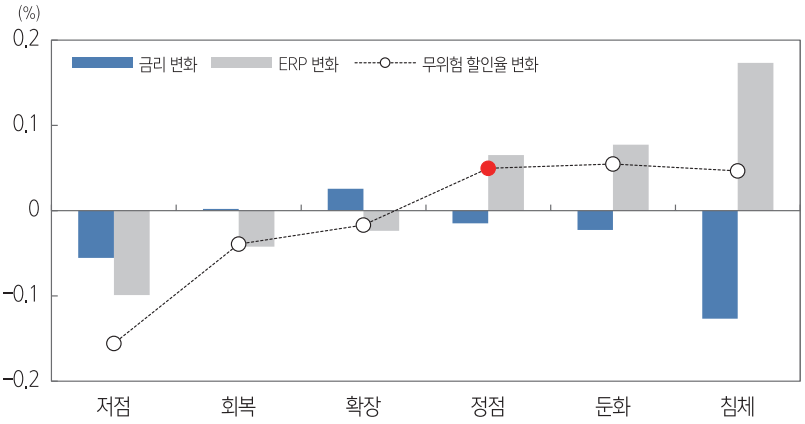
• 경기정점에서는 기준금리 인하에 대한 기대감으로 무위험 할인율이 하락하는 반면 경기추세 전환 가능성 및 이로 인한 기대이익 감소를 반영하여 ERP가 상승

— 둔화 및 침체국면에서는 ERP의 상승폭이 무위험 할인율의 하락폭을 상회

• 둔화 및 침체 국면에서는 기준금리 인하의 영향으로 무위험 할인율이 하락세를 유지하는 반면, 경기부진의 영향으로 경제주체의 위험회피도가 증가하여 ERP가 크게 확대

27) 무위험 할인율은 기준금리 인하의 영향으로 하락하며, ERP는 경기개선에 대한 기대감을 반영하여 하락하는 것으로 해석 가능

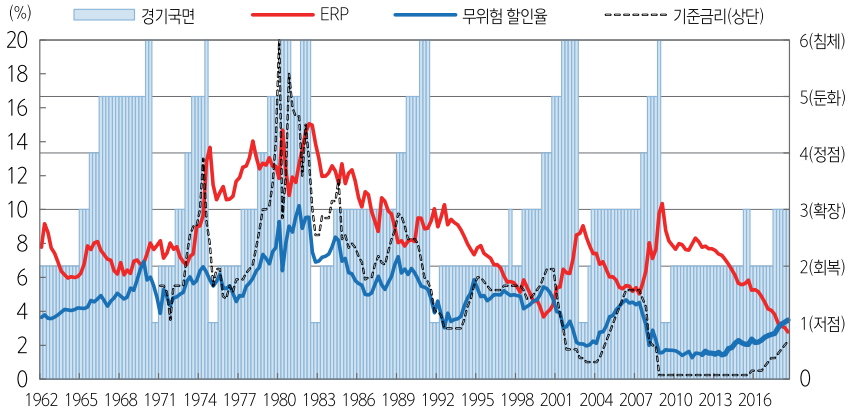
〈그림 Ⅲ-47〉 경기국면별 할인율



주 : 1) 할인율은 무위험 할인율(금리)와 ERP의 합
2) 금리(무위험 할인율)는 ACM 모형을 통해 도출
3) 수익률은 국면별 월간 수익률의 평균, 변동성은 일별 수익률의 월간 변동성[28]

자료: Shiller online data, Himmelberg and Weldon(2017), 뉴욕연준, 세인트루이스연준, 자본시장연구원

〈그림 Ⅲ-48〉 경기국면별 할인율 추이



주 : ERP와 무위험 할인율(위험중립금리)은 각각 Himmelberg and Weldon(2017) 및 ACM 모형을 통해 도출

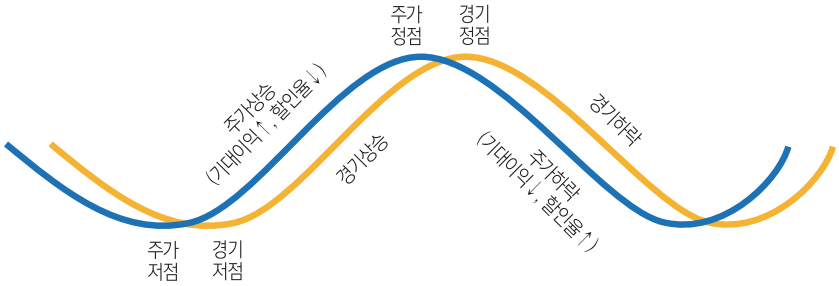
자료: ACM, Himmelberg and Weldon(2017), 뉴욕연준, 세인트루이스연준, 자본시장연구원

□ 이상을 종합하면, 주가사이클이 경기사이클에 선행하여 경기 추세가 전환되기 전에 주가 추세가 변화 (〈그림 Ⅲ-49〉)

— 역사적으로 현재 미국 경기국면인 확장국면에서는 기대이익 증가·할인율 하락의 영향으로 주가가 상승세를 시현

28) 매월 일별 수익률의 표준편차

〈그림 Ⅲ-49〉 경기사이클과 주가사이클



자료: 자본시장연구원

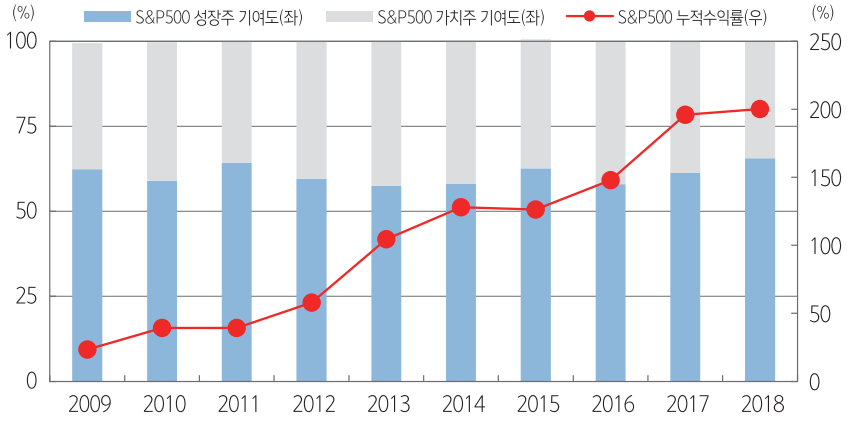
3) 성장주 주도의 시장구조

□ 이번 미국의 주가 상승기의 특징 중 하나는 성장주가 주가 상승을 주도하였다는 점으로 성장주가 가치주 대비 우수한 성과를 시현

— 2008년말 대비 2018년 10월말까지 S&P500지수의 누적상승률 중 약 65%가 성장주의 상승에 기인한 반면, 가치주의 기여도는 34% (〈그림 Ⅲ-50〉)

— 연간 성과를 기준으로, 2009년부터 2018년(10월말)까지 총 10년 중 8년에 걸쳐 성장주 상승률이 가치주 성과를 상회 (〈그림 Ⅲ-51〉)

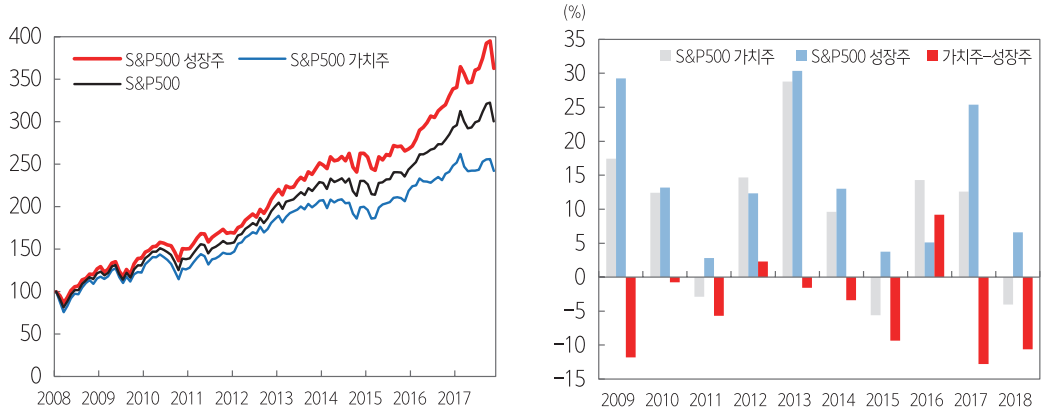
〈그림 Ⅲ-50〉 금융위기 이후 S&P500 상승률 중 성장주와 가치주의 기여도



주 : 1) S&P500에 속한 종목을 S&P가 정한 방법에 따라 성장주와 가치주로 구분
2) 2009년부터 2008년 대비 연간 누적상승률 (2018년은 10월말까지의 상승률)

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 Ⅲ-51〉 S&P500 성장주와 가치주의 상대성과



주 : 1) 상대성과(가치주-성장주)는 연간 가치주지수 상승률에서 성장주지수 상승률을 차감하여 도출
2) 2008년은 10월말일까지의 상승률

자료: 자본시장연구원, Bloomberg

□ 가치주 대비 성장주의 초과성과는 역사상 가장 긴 주가상승기간 및 CAPE 등과 같은 높은 벨류에이션 수준과 더불어 이번 상승기의 가장 중요한 특징으로, 이하에서는 가치주와 성장주의 상대성과에 대해 분석

— 기존 연구를 바탕으로 가치주와 성장주의 특징 및 상대성과를 비교[29)]

(1) 가치주(value stocks), 성장주(growth stocks) 및 가치주 프리미엄(value premium)

□ 통상 성장주는 기업의 펀더멘털 대비 현재 주가 수준이 높은 주식을 의미하며 반대로 동 비율이 낮은 주식을 가치주로 분류

— 기업의 펀더멘털은 실현된 이익·매출액·배당·장부가치 등을 통해 포함하여 기업의 내재가치를 나타낼 수 있는 변수를 의미(Ang, 2018)

□ 가치주 프리미엄은 가치주 수익률에서 성장주 수익률을 차감한 값으로 정의되는데, 금융위기 이전에는 미국을 중심으로 주요 선진국 주식시장에서 가치주의 평균 성과가 성장주를 상회 (〈그림 Ⅲ-52〉)

29) 가치주 및 성장주에 관한 전반적인 논의는 Chan and Lakonishok(2004), Asness et al.(2015) 및 Patari and Leivo(2017)를 참고

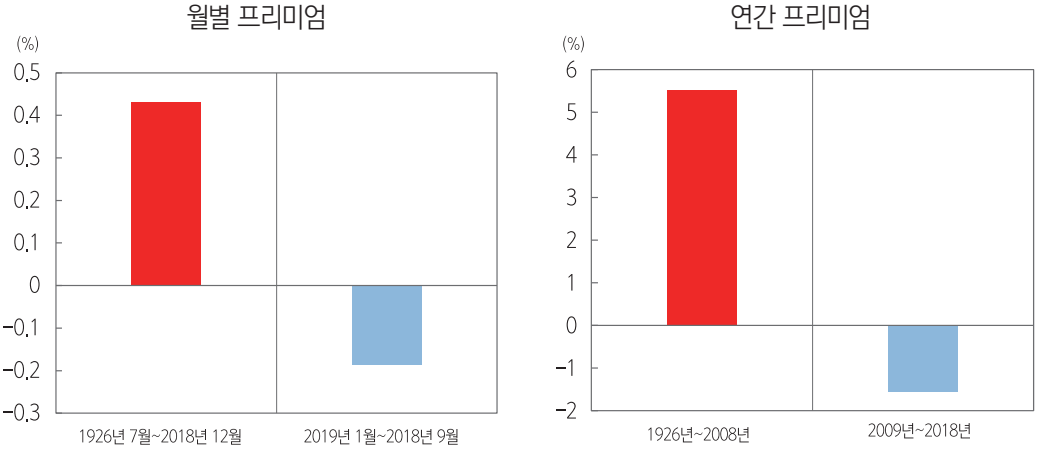
— Fama and French(1992, 1993, 1994, 2015: 이하 Fama and French)의 정의[30]에 따라 가치주와 성장주를 구분한 후, 1926년부터 월별 및 연별 가치주 프리미엄을 비교한 결과 금융위기 이전에는 가치주가 성장주 보다 우수한 성과를 시현(양의 가치주 프리미엄)[31]

• 이와 같은 가치주의 우수한 성과는 가치투자를 뒷받침하는 근거로 활용

— 하지만 금융위기 이후에는 가치주 프리미엄이 음의 값으로 전환

— 이와 같은 성장주 대비 가치주의 저조한 성과는 기타 주요 글로벌 가치주·성장주에서도 관찰

〈그림 Ⅲ-52〉 미국 주식의 가치주 프리미엄



주 : 월별(연간) 가치주 프리미엄은 월별(연간) 가치주 수익률에서 성장주 수익률을 차감한 값

자료: French data library[32], 자본시장연구원

30) 가치주 프리미엄(=가치주 수익률-성장주 수익률)에 대한 논의를 주도하고 있는 Fama and French는 기업의 장부가치(book value)를 시장가치(market value)와 비교하여, 장부가치에 비해 시장가치가 상대적으로 높은(낮은) 주식을 성장주(가치주)로 정의

31) 양의 가치주 프리미엄이 주목받는 이유는 가치주와 성장주가 시장베타계수(CAPM)에 차이가 존재하지 않기 때문. 성장주 대비 가치주의 높은 성과에 대한 해석은 학자들간에 이견이 존재하는데, 크게 Fama and French를 중심으로 가치주의 높은 성과는 가치주가 기업의 수익성 등과 관련된 위험이 크기 때문이라는 의견을 제시하는 반면, Lakonishok, Shileifer and Vishny(1994) 등은 가치주는 저평가·성장주는 고평가된 주식이라는 관점을 제기

32) www.mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html

(2) 가치주와 및 성장주의 경제적 특성: 경기변동, 금리 및 전체 시장수익률

□ 가치주와 성장주의 특성에 대한 기존 연구의 논의를 종합하면 (1)가치주는 성장주보다 경기변동에 민감하게 반응할 가능성이 높으며, (2)성장주는 가치주 보다 금리 변화에 민감

— 가치주의 이익(배당)은 성장주 보다 전체 시장의 이익(배당)과 높은 상관관계를 가지는 것으로 분석되었는데(Hansen, Heaton and Li, 2008; Cohen, Polk and Vuolteenaho, 2009), 이는 가치주의 성과가 성장주 보다 경기변동에 연동될 수 있음을 시사

— 이론적·실증적으로 성장주는 가치주 보다 먼 미래에 실현될 이익의 중요성이 높기 때문에 주가결정요인 측면에서 실적 변화 보다 할인율의 변화에 민감[33], 반대로 가치주는 성장주 보다 할인율의 변화 보다는 단·중기시계의 실적 변화에 민감하게 반응(Lettau and Wachter, 2007; Campbell, Polk and Vuolteenaho, 2010)

□ (가치주 프리미엄과 경기변동: 금융위기 이전) Fama and French의 성장주·가치주 간 상대성과를 경기순환국면별로 분석한 결과, 금융위기 이전에는 (1)경기회복·확장국면에는 양의 가치주 프리미엄이 존재한 반면, (2)경기정점에는 가치주 성과가 성장주를 하회 (〈그림 Ⅲ-53〉)

— 경기둔화기에는 가치주 프리미엄이 양의 값을 가지나 유의하지 않은 것으로 분석

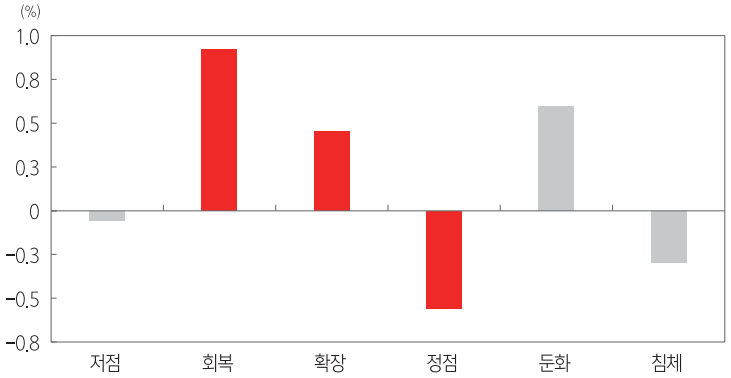
— 따라서 대체적으로 가치주가 성장주 보다 경기변동 리스크에 더 많이 노출되어 있음을 시사

□ (가치주 프리미엄과 경기변동: 금융위기 이후) 금융위기 이전과는 달리, 금융위기 이후에는 경기회복·확장국면에서 음의 가치주 프리미엄이 존재하여 가치주가 성장주 보다 낮은 성과를 가지는 것으로 분석 (〈그림 Ⅲ-54〉)

33) 이와 같은 이유에서 성장주를 고듀레이션(high-duration)주식, 가치주를 저듀레이션(low-duration)주식으로 지칭, Dechow, Sloan and Soliman(2004)의 실증분석에 따르면 성장주가 가치주 보다 이익(현금흐름)의 듀레이션이 긴 것으로 나타남

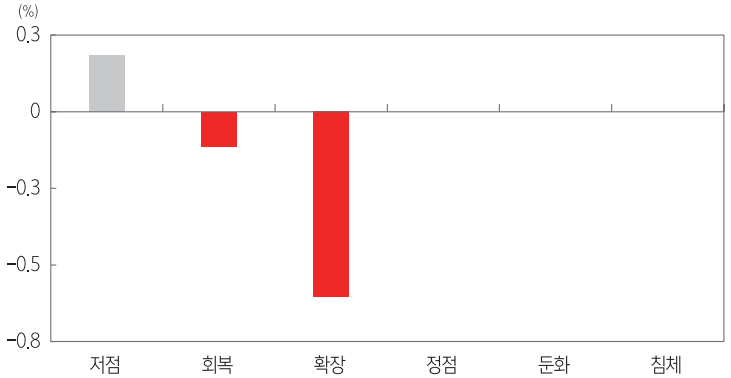
— 결과적으로 금융위기 이전에는 매우 강하게 나타났던 경기확장에 따른 양의 가치주 프리미엄이 관찰되지 않는 것으로 분석

〈그림 Ⅲ-53〉 가치주 프리미엄과 경기순환주기: 금융위기 이전



주 : 1) 1975년 1월부터 2007년 12월까지 Fama and French 성장주·가치주의 월별 수익률 자료를 이용하여, Ahn, Min and Yoon(2018)의 방법론을 적용
2) 가치주 프리미엄은 월별 가치주 수익률에서 성장주 수익률을 차감하여 도출, 양의 가치주 프리미엄은 가치주 수익률이 성장주 수익률 보다 높음을 의미
3) 분석기간에서 IT버블기는 제외, IT버블기는 Ofek and Richardson(2003) 및 DeLong and Magin(2006)을 참고하여 1998년 11월부터 2001년 12월까지로 선정
4) 그림에서 회색으로 표시된 부분은 가치주 프리미엄이 유의수준 15%에서 통계적으로 유의하지 않음을 의미, 회복·확장·정점국면에서 가치주 프리미엄은 p-value는 각각 0%, 1%, 10%
자료: French data library, 자본시장연구원

〈그림 Ⅲ-54〉 가치주 프리미엄과 경기순환주기: 금융위기 이후



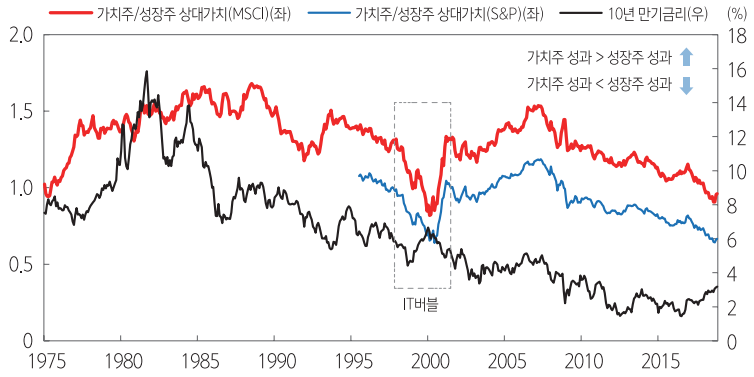
주 : 1) 2008년 1월부터 2018년 9월까지 Fama and French 성장주·가치주의 월별 수익률 자료를 이용하여, Ahn, Min and Yoon(2018)의 방법론을 적용
2) 그림에서 회색으로 표시된 부분은 가치주 프리미엄이 유의수준 15%에서 통계적으로 유의하지 않음을 의미
자료: French data library, 자본시장연구원

□ (가치주 프리미엄과 금리) 금리가 상승하면 가치주가 성장주 대비 우수한 성과를 보이며, 반대로 금리 하락기에는 성장주 성과가 우수한 경향 (〈그림 Ⅲ-55〉)

— 가치주·성장주간 상대가치 변화와 10년 만기 금리 변화간에는 일부시기를 제외할 경우 대체적으로 양의 상관관계가 존재 (〈그림 Ⅲ-56〉)

— 분석기간 총 479개월 중 양의 상관관계가 68%

〈그림 Ⅲ-55〉 가치주 프리미엄과 금리

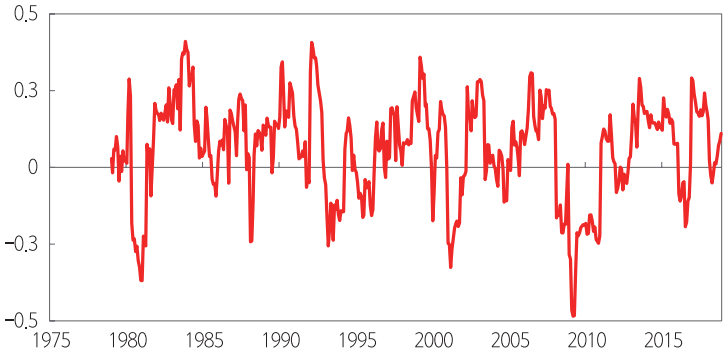


주 : 1) 1975년 1월부터 2018년 10월까지 월별 미국 10년 만기 국채 금리, MSCI 미국 가치주·성장주 지수와 S&P 500 가치주·성장주 지수

2) 가치주 상대성과는 가치주 지수를 성장주 지수로 나눈 값으로 상대성과가 상승(하락)할수록 가치주(성장주)의 성과가 우수

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 Ⅲ-56〉 가치주·성장주 상대성과 변화와 금리 변화간 상관관계



주 : 1) 1975년 1월부터 2018년 10월까지 월별 10년 만기 국채 금리 변화와 MSCI 미국 가치주·성장주의 상대가치 변화

2) 조건부 상관관계는 Gallant and Tauchen(1989, 2017)의 SNP 모형을 이용하여 도출

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

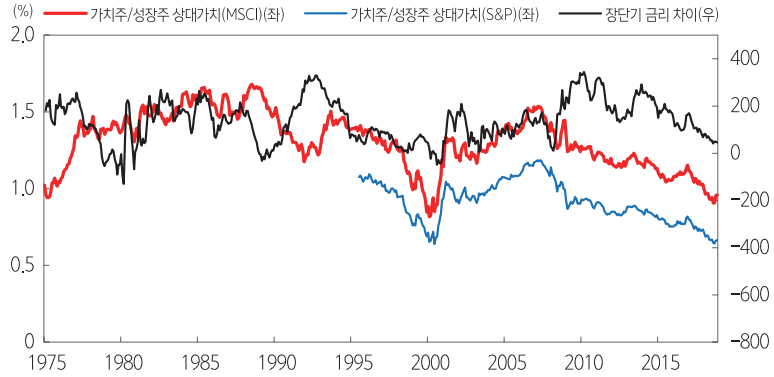
□ (가치주 프리미엄과 장단기 금리 차) 장기금리가 단기금리에 비해 많이 상승(하락)할 수록 가치주(성장주) 성과가 우수한 경향 (〈그림 Ⅲ-57〉, 〈그림 Ⅲ-58〉)

— 가치주·성장주 상대성과와 장단기 금리 차이간에 양의 상관관계가 존재

— 가치주·성장주 상대성과와 장단기 금리 차이 간 상관관계 중 양의 상관관계가 67%

— Hahn and Lee(2008)도 1963년부터 2001년까지 장단기 금리 차이(10년 금리-1년 금리)가 Fama and French의 가치주 프리미엄에 대해 양의 영향을 미치는 것으로 분석

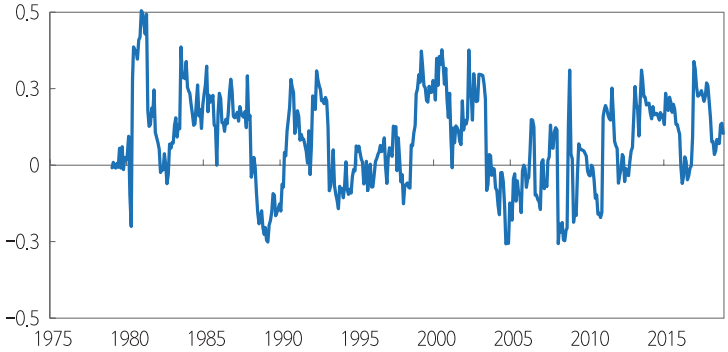
〈그림 Ⅲ-57〉 가치주 프리미엄과 장단기 금리 차



주 : 장단기 금리 차는 10년 만기 금리에서 1년 만기 금리를 차감한 값

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 Ⅲ-58〉 가치주·성장주 상대성과 변화와 장단기 금리 차이 변화간 상관관계



주 : 1) 1975년 1월부터 2018년 10월까지 월별 장단기 금리차 변화와 MSCI 미국 가치주·성장주의 상대가치 변화

2) 조건부 상관관계는 Gallant and Tauchen(1989, 2017)의 SNP 모형을 이용하여 도출

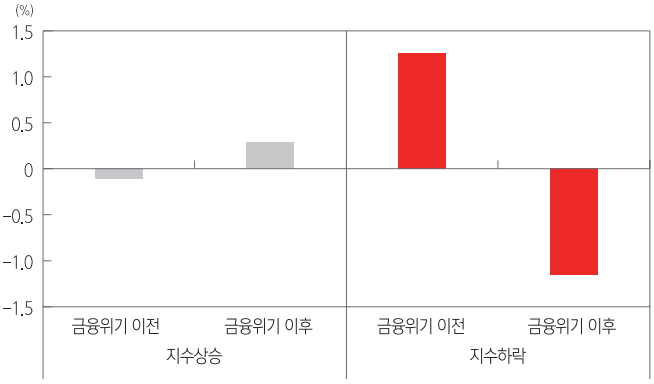
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

□ (가치주 프리미엄과 전체 시장지수 변화) 금융위기 이전에는 전체 주식시장이 하락 시 가치주가 성장주 보다 우수한 성과를 보였는데, 이와 같은 특성은 대부분의 경기 국면에서 관찰 (〈그림 Ⅲ-59〉, 〈그림 Ⅲ-60〉)

— 시장하락 시 관찰되는 양의 가치주 프리미엄은 가치주가 저평가된 주식의 특성을 가지고 있을 가능성을 시사(Lakonishok, Shileifer and Vishny, 1994; Chan and Lakonishok, 2004)

— 한편 금융위기 이전을 기준으로 가치주는 경기회복기를 제외할 경우 시장지수 상승 시 성장주 보다 열등한 성과를 시현

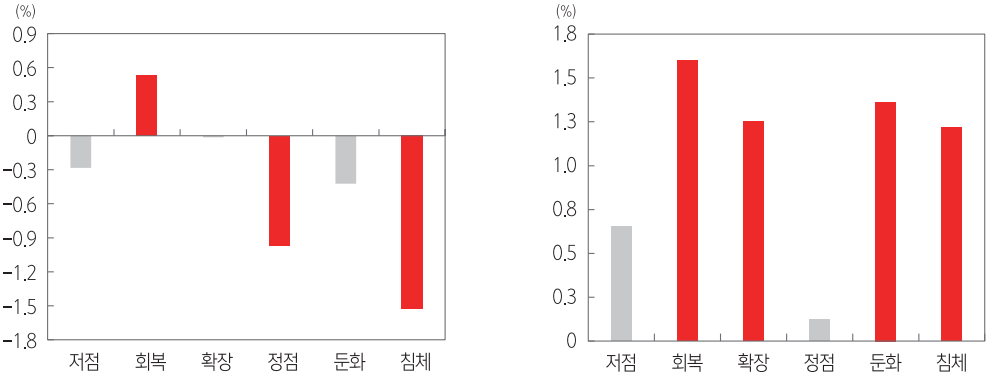
〈그림 Ⅲ-59〉 시장지수 상승·하락시 가치주 프리미엄



주 : 1) 1975년 1월부터 2018년 9월까지 월별 Fama and French 가치주 프리미엄을 이용, IT버블기는 제외
2) 월별로 시장지수(S&P500)가 상승·하락시 가치주 프리미엄의 평균
3) 그림에서 회색으로 표시된 부분은 가치주 프리미엄이 유의수준 15%에서 통계적으로 유의하지 않음을 의미

자료: French data library, 자본시장연구원

〈그림 Ⅲ-60〉 경기국면별 시장지수 상승·하락 시 가치주 프리미엄: 금융위기 이전



주 : 1) 1975년 1월부터 2018년 12월까지 Fama and French 가치주 프리미엄을 이용 (IT버블기는 제외)
2) 경기국면별로 시장지수(S&P500)가 상승(하락)시 가치주 프리미엄의 평균

자료: French data library, 자본시장연구원

(3) 금융위기 이후 가치주 부진의 주요 원인

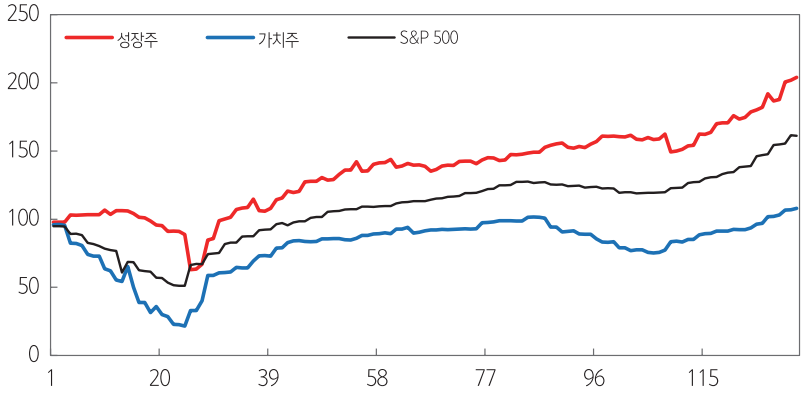
□ 가치주의 성장주 대비 부진한 성과에는 다양한 원인이 있을 수 있으나, 저금리 기조 및 완만한 경제성장세로 인한 가치주의 저조한 실적 회복세가 중요한 역할을 담당

— 이번 미국의 경기확장세는 역사상 두 번째로 길게 유지되고 있는 반면, 성장의 강도는 다른 경기확장기 보다 약한 편 (〈그림 Ⅲ-61〉)

— 이로 인해 2018년 10월 기준, 성장주의 이익은 금융위기 이전 정점 대비 100% 이상 증가하였으나, 가치주는 8% 수준의 증가에 그침 (가치주의 이익이 성장주 보다 경기확장세에 연동하는 성격)[34)]

— 이익 증가와 함께 저금리 기조 및 금리 수익률 곡선의 평탄화 추세가 가치주(및 시장지수) 대비 성장주의 초과성과에 기여

〈그림 Ⅲ-61〉 금융위기 이후 가치주·성장주의 이익 증가세



주 : 1) 금융위기 이전 경기 및 기업이익 정점(2007년 10월) 대비 (MSCI 미국)가치주·성장주 및 S&P500 기업의 주당이익 성장률
2) 가로축은 이익 정점으로부터 경과 월 수
3) 2007년 10월부터 2018년 10월까지의 이익을 사용하였으며, 2007년 10월의 주당이익을 100으로 표준화

자료: 자본시장연구원, Datastream, Bloomberg

34) 앞 절 '(2) 가치주와 및 성장주의 경제적 특성: 경기변동, 금리 및 전체 시장수익률'에서 제시된 바와 같이 가치주의 이익은 성장주 보다 거시경제여건과 높은 상관관계를 가질 가능성을 상기

4) Late cycle과 주식시장

□ 앞서 제시된 주가결정요인(경기변동, 이익, 할인율) 및 가치주·성장주간 상대성과에 대한 특징을 토대로 Late cycle 동안 미국 주식시장의 특징을 분석

□ (Late cycle: 시장지수) 2019년은 미국 경제 및 통화정책이 Late cycle에 진입, Late cycle에서 주가(S&P500)는 상승세를 유지한 가운데 주가의 주요 결정요인은 무위험 할인율(금리) (〈그림 Ⅲ-62〉, 〈표 Ⅲ-4〉)

— Late cycle은 다양한 관점에서 정의될 수 있으나, 본 전망에서는 미국 경기가 2019년 초에 정점에 진입할 것으로 예상되는 점을 고려하여 경기가 정점에 진입하기 1년 전의 시기를 Late cycle로 정의[35)36)]

— Late cycle에서는 기대이익이 증가세를 유지하였으며, 할인율 중 무위험 할인율은 상승한 반면 ERP는 보합수준을 유지하는 경향

— 주가 결정요인을 분석한 결과, Late cycle에서는 기대이익 증가 보다는 무위험 할인율이 주가에 높은 영향을 미치는 경향

• 기대이익이 경기정점에 감소세로 전환되는 경향(〈그림 Ⅲ-46〉)을 반영하여 Late cycle에서는 기대이익이 증가해도 주가에 미치는 영향이 감소하는 것으로 해석 가능

• 반면, 무위험 할인율은 기준금리 인상을 반영하여 상승세가 지속되어 상대적으로 주가에 미치는 영향이 커지는 것으로 해석 가능

— 이는 Late cycle에 들어서면 이익 보다는 무위험 할인율이 주요 리스크로 작용함을 시사

□ (Late cycle: 가치주 프리미엄) 금융위기 이전에는 Late cycle 동안 가치주와 성장주가 유의미한 성과차이를 보이지 않은 반면, 시장지수가 하락시에는 가치주의 상대성과가 우수 (〈그림 Ⅲ-62〉)

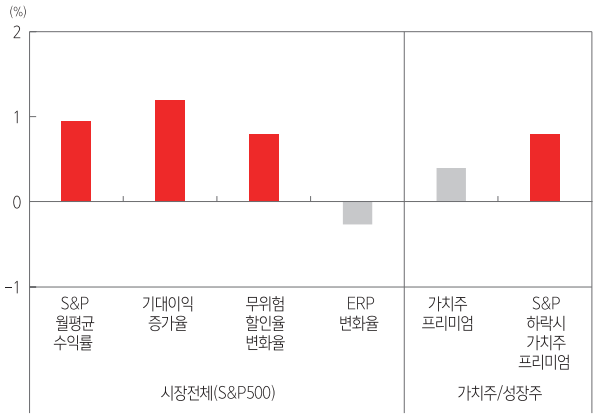
35) 정점에 진입하기 2년 이내부터는 Late cycle의 정의에 따라 분석결과에 유의한 차이를 보이지 않았으나, 2019년이 정점에 진입하기 1년 전으로 예상되는 점을 고려하여 동 시기를 Late cycle로 정의해서 도출된 결과를 토대로 논의

36) 정점에 도달하기 전 1년 이내에 회복국면이 포함되어 있을 경우에는 Late cycle에서 제외

— 금융위기 이전에는 경기확장국면 전체로는 가치주의 상대성과가 우수하였으나, Late cycle에 진입하면 가치주·성장주간 성과차이가 감소

— 하지만 Late cycle에서 시장지수가 하락할 때는 가치주의 성과가 성장주 보다 우수

〈그림 Ⅲ-62〉 미국 주식시장의 특성 요약 : Late cycle



주 : 1) 1962년 1월부터 2018년 9월까지의 월별 S&P500 수익률, 기대이익 증가율, 무위험 할인율 변화율, ERP 변화율
2) 가치주 프리미엄은 월별 Fama and French 가치주 프리미엄
3) 가치주 프리미엄 분석기간에서 IT버블기는 제외 (IT버블기는 Ofek and Richardson(2003) 및 DeLong and Magin(2006)을 참고하여 1998년 11월부터 2001년 12월까지로 선정)
4) 그림에서 회색으로 표시된 부분은 유의수준 15%에서 통계적으로 유의하지 않음을 의미

자료: French data library, Shiller online data, ACM, Himmelberg and Weldon(2017), 자본시장연구원

〈표 Ⅲ-4〉 기대이익, 할인율 및 주가간의 관계: Late Cycle

	주가 결정요인		
	기대이익	무위험 할인율	ERP (Equity Risk Premium)
계수	0.08	-0.42	-0.35
(p-value)	(0.76)	(0.00)	(0.00)
	R^2=0.24, F검정 p-value=0.00		

주 : 1) 1962년 1월부터 2018년 9월까지의 월별 S&P500 수익률을 기대이익 성장률·무위험 할인율 변화율· ERP 변화율에 대해 회귀분석
2) Late cycle은 Ahn and Min(2016)의 방법론을 통해 도출된 미국의 경기 확장국면 중 정점국면의 1년 전부터의 기간을 의미

자료: Shiller online data, ACM, Himmelberg and Weldon(2017), 자본시장연구원

5) 미국 주식시장 전망 종합: Late cycle, 이익증가율 및 할인율

(1) 시장전망

□ 미국 주식은 2019년에도 상승세를 유지할 전망이나 금리상승으로 할인율의 영향이 본격화되며 주가 상승폭이 제한될 것으로 예상, 반면 변동성은 확대되어 위험 대비 기대수익이 높지 않을 것으로 전망

— (경기요인) 역사적으로 Late cycle에서는 주가가 상승하는 경향을 유지해왔으며 경기가 정점에 진입해야 하락추세로 전환, 따라서 2009년에 시작된 장기 상승국면이 2019년에도 유지될 것으로 예상

• 최근 주가급락에도 상승추세는 유효한 것으로 판단

— (할인율요인) 미 연준의 기준금리 인상으로 시장금리(10년 만기 국채금리 기준)가 3% 중반까지 상승할 것으로 예상되어, 2019년중에는 금융위기 이후에 처음으로 금리 상승에 따른 할인율 정상화가 본격적으로 주가에 반영될 전망

• 미국 주식이 높은 밸류에이션을 유지해온 핵심 원인은 역사상 가장 낮은 수준에서 유지된 금리와 주요 중앙은행의 양적 완화를 통한 유동성 확충

• 2018년 2월과 10월에 미국 주식을 포함한 글로벌 주식의 급락은 공통적으로 미국 금리가 변동성이 확대되며 3% 이상으로 상승가능성이 제기되며 촉발

• 2019년에는 미국 금리가 3% 중반까지 상승할 것으로 예상되는데, 동 수준은 이번 장기 주식상승국면에서 경험되지 않은 영역으로 주가 밸류에이션 수준에 부담으로 작용할 전망

• 할인율 중 ERP는 2019년중 미국 경기가 확장국면이 이어질 것으로 예상되어, 주가에 부담을 주는 수준까지 확대될 가능성은 높지 않은 것으로 전망

— (기업이익요인) 2019년에는 세제개혁 효과의 퇴조 등으로 2018년 보다 기업이익 증가세가 둔화될 것이라는 견해가 다수인 가운데, 둔화폭에 대해서는 이견이 존재

• Factset에 따르면 S&P500 기업의 EPS 증가율은 2018년 20%에서 2019년에는 9%로 낮아질 전망[37)]

37) Factset, Earnings insights (2018.11.16.)

— (기업이익 증가세와 할인율의 상대적 중요성) Late cycle에서는 기업이익 증가율보다는 할인율, 특히 무위험할인율(금리)이 주가 결정에 중요, 따라서 금리상승에 따른 할인율 증가를 상회하는 수준의 이익 증가세가 뒷받침되는 지가 관건(〈표 Ⅲ-4〉)

- 상반기에는 금리상승에 따른 할인율 증가가 주가결정에 중요할 것으로 예상
- 반면, 하반기에는 경기정점이 임박함에 따라 이익증가율의 감소세 전환 리스크가 부각될 것으로 전망

(2) 성장주·가치주간 상대성과

□ 성장주의 상승추세는 2019년에도 이어질 것으로 예상되지만, 가치주 투자확대를 통한 위험관리가 필요

— 미국 성장주의 상승세 지속 여부는 2019년 글로벌 주식시장에서 가장 중요한 변수

— (금리요인) 성장주가 가치주보다 금리상승에 취약하다는 점을 고려할 때, 상반기 중에는 '가치주의 가치'가 부각될 가능성

- 이번 상승국면에서 가치주 대비 성장주의 우수한 성과에는 성장주의 이익증가세가 높았다는 점과 함께 낮은 금리 수준이 기여했음을 상기할 필요

— (시장요인) 2019년에는 주식시장의 변동성이 증가할 것으로 예상되는 가운데 Late cycle에서 시장지수 하락시 가치주의 상대성과가 우수했다는 점을 감안할 때, 가치주 투자를 통한 위험관리가 필요할 전망 (〈그림 Ⅲ-62〉)

— (경기요인) Late cycle에서는 성장주와 가치주간 상대성과 차이가 축소되나, 하반기에는 경기정점이 목전에 도래함에 따라 '성장주의 가치'가 부각될 가능성

- 역사적으로 경기정점에서는 성장주가 가치주보다 우수한 성과를 시현(〈그림 Ⅲ-53〉)

□ (위험요인) 2019년 미국 주가결정에 가장 중요한 위험요인은 연준의 기준금리 인상 경로와 미·중 무역분쟁

— 2019년중 연준의 기준금리 인상경로에 불확실성이 상존할 것으로 예상되는 가운데 기준금리 인상이 조기에 마무리되면 주가 상승세가 확대될 가능성

— 반면 3.5%를 상회하는 수준까지 기준금리 인상이 이루어지면 시장금리가 3% 후반까지 상승할 가능성이 있으며, 이 경우 성장주를 중심으로 주가 밸류에이션에 상당 폭 조정이 불가피할 전망

— 또한 미·중간에 무역분쟁이 심화·확산되면 전체 주식시장에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상되며, 특히 글로벌 비즈니스의 중요성이 높은 성장주에 미치는 영향일 클 것으로 전망

다. 국내 주식시장 전망

1) 2018년 국내 주식시장 동향

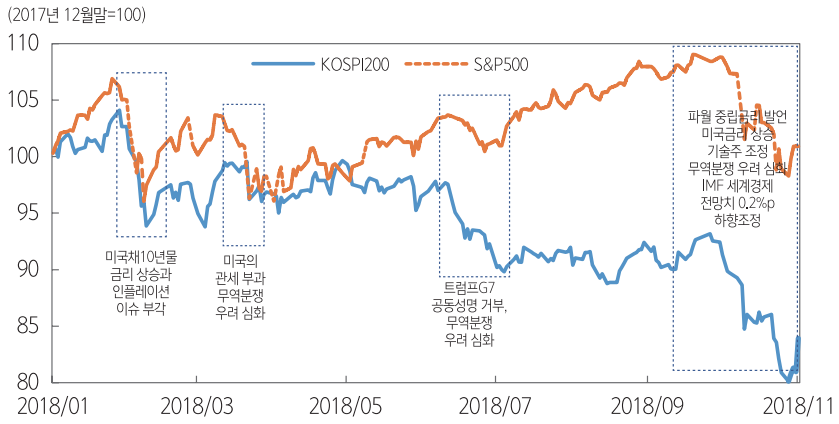
□ 2018년 1월에 사상 최고치를 기록한 국내 주식시장은 이후 상승세를 이어가지 못하고, 수차례 급락 과정을 거치면서 연초 예상과 달리 부진한 성과를 시현

— 미국 금리 상승과 무역 분쟁 등으로 인한 글로벌 금융시장의 충격 발생 시 아래 그림처럼 KOSPI200 지수는 하락하고, 이후에 상승세로 전환하지 못하는 추세(〈그림 Ⅲ-63〉)

• 10월중 미국 금리 상승 및 세계 성장률 전망 하향으로 발생된 글로벌 주식시장 충격 상황에서 큰 폭의 조정을 겪는 등 성장률 전망이 하향되고 있는 중국과 함께 글로벌 주식시장 중에서 상대적으로 저조한 성과(〈그림 Ⅲ-36〉)

• 이러한 상황은 직접적인 대외 요인과 함께 국내 성장세 둔화로부터 기인한 것으로 추정

〈그림 Ⅲ-63〉 2018년 KOSPI200지수와 S&P500지수 추이



자료: Bloomberg

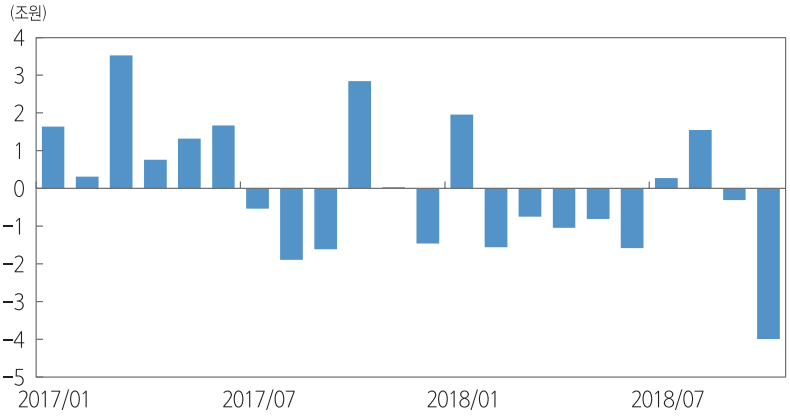
— KOSPI200과 같은 시기에 조정을 겪었던 S&P500지수는 기업 실적 기대로 다시 반등하며 9월까지는 전반적인 상승세를 유지

□ 2017년 하반기부터 시작된 KOSPI 시장 외국인의 매도 추세는 2018년에도 이어지고 있으며, 국내 주식시장 조정에도 영향

— 2016년부터 2017년 상반기까지 KOSPI 시장에 20조원 규모의 외국인 순매수가 유입되었으나, 그 이후로 2018년 10월까지 9조원 정도의 매도세가 이어지고 있는 상황

- 2017년 하반기 국내와 미국 주식시장 모두 상승하였음에도 불구하고, 이 기간 KOSPI 시장에서 외국인은 2.6조원 순매도
- 2018년 1월 글로벌 주식시장 상승세와 함께 국내 주식시장에도 외국인 매수세가 유입되었지만, 올들어 10월까지 외국인은 6.2조원 규모를 순매도(특히 10월에 4조원의 대규모 순매도)하면서 KOSPI 지수 하락에 영향

〈그림 Ⅲ-64〉 KOSPI 시장 월별 외인 순매수 추이(2017년 1월~2018년 10월)



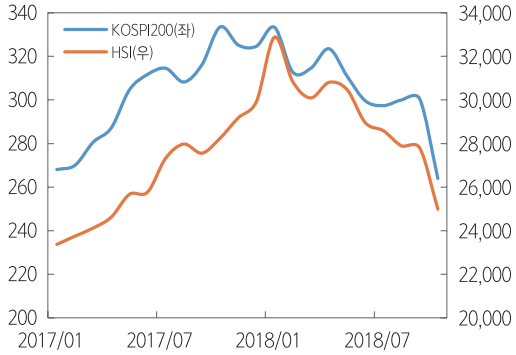
자료: Fn-Guide

□ 2012년 이후로 국내 주식시장은 미국 보다 중국과의 상관관계가 높아지고 있는 상황이며, 2018년 글로벌 주식시장에서 중국과 함께 상대적으로 부진한 성과를 시현

— KOSPI200지수와 홍콩 항생지수(HSI)[38]와의 상관관계를 추정해 보면 2012년부터[39] S&P500과의 상관관계보다 높아지고 있는 상황으로 국내 경제가 미국보다는 중국에 동조화 되어 움직이는 데서부터 기인한 것으로 추정

〈그림 Ⅲ-65〉 국내 주식시장과 중국 주식시장의 관계

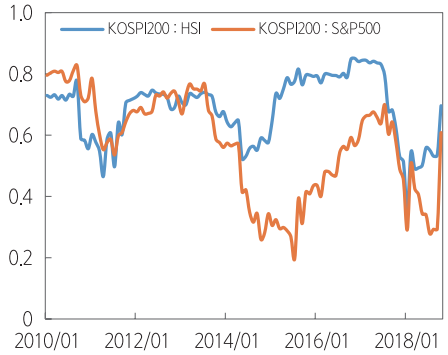
KOSPI200과 항생(HSI)지수 추이



주 : 2017년~2018년10월, 월말가격

자료: Bloomberg

지수별 상관관계 추이



주 : 지수 수익률은 월간 수익률 기준, 상관관계는 24개월 이동평균 방식으로 계산

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

38) 중국 역내 주식시장보다 외국인들의 유입이 자유로운 홍콩 항생 지수와 관계 분석

39) 그래프에서 2014년 수치부터 차이가 발생하지만, 24개월 이동 평균 방식으로 산출된 상관관계이므로 2012년경부터 항생지수와의 상관성이 높아졌다고 해석

2) 과거 경기순환 국면과 국내 주식시장

□ 국내 주식 성과는 경기순환 국면에 선행하여 저점 국면에서부터 상승세를 타게 되며, 정점 국면에 들어서면서 향 후 경제 상황을 반영하여 하락세로 전환

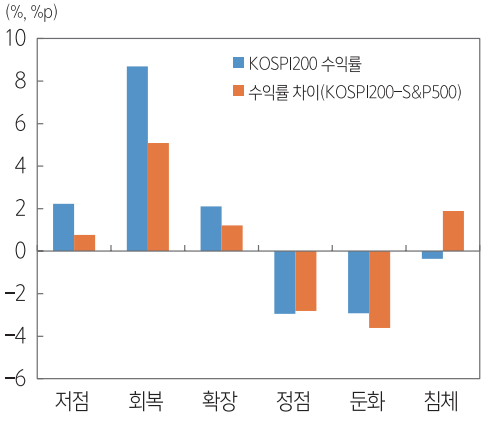
— 경기 저점에서 확장 국면까지 KOSPI200은 상승세를 보이며, 또한 이 구간에서 S&P500대비 상대적으로 좋은 성과

— 정점과 둔화 국면에서 KOSPI200은 음의 수익률로 되면서, S&P500대비 상대적으로 좋지 않은 성과를 보이지만, 침체 국면부터는 하락세가 진정

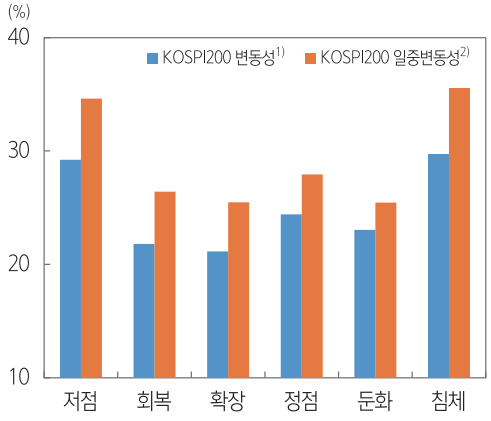
— 회복과 확장 국면에서 변동성은 낮은 편이고, 정점에서 침체 국면까지 변동성은 상대적으로 높은 수준

— 국내 주식시장의 성과측면에서, 회복과 확장 국면에서 위험(변동성) 대비 수익률이 높지만, 정점부터 둔화 국면까지는 위험(변동성) 대비 수익률이 좋지 않은 구간

〈그림 Ⅲ-66〉 경기 국면별 KOSPI200 수익률과 변동성(1998년1Q~2018년3Q)



주 : 분기 수익률의 국면별 평균
자료: Bloomberg, 자본시장연구원



주 : 1) 일별 수익률의 분기 변동성을 국면별로 평균(연율화)
2) 일별 최고가와 최저가 차이의 평균(연율화)
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

□ 외국인 투자자의 KOSPI 시장 순매수 금액은 국내 경기순환 국면뿐 아니라 미국의 경기순환 국면과 뚜렷한 연관성을 보이며, 미국 주식시장이 호황인 구간에서 국내 주식시장으로의 외국인 자금이 유입되는 경향

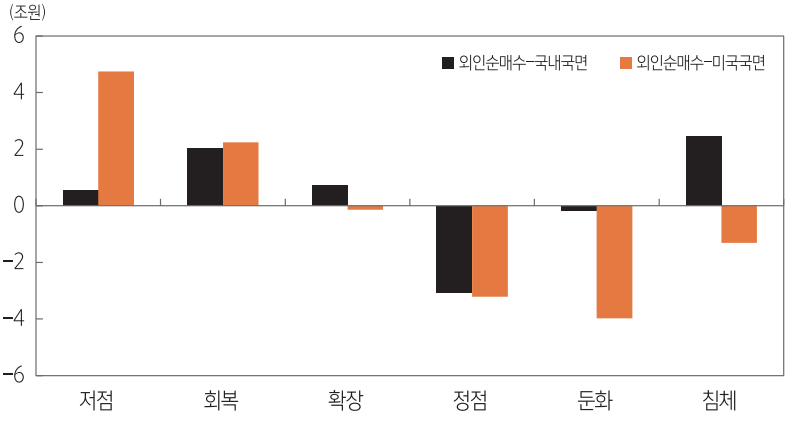
— 국내 주식시장은 저점 국면부터 본격적인 상승세를 타기 시작하는데, 그 직전인 침체 국면부터 외국인 자금이 유입되는 추세를 보이며 정점 국면에서 가장 큰 규모의 순매도 발생

— KOSPI 시장 외국인 순매수 금액은 미국의 경제 상황 및 주식시장과도 연동되며 미국 경기순환 기준으로 구분된 국면별 특징과 잘 부합

• 실증 분석 결과[40] 외국인 순매수 금액은 국내보다 미국 경기순환 국면과의 연관성이 더 뚜렷한 것으로 추정

• 미국 주식시장 호조인 저점과 회복 국면에서 KOSPI 시장으로 외국인 자금 유입이 활발해 지고, 정점부터 침체 국면까지 외국인은 국내 주식시장에서 순매도로 전환

〈그림 Ⅲ-67〉 경기 국면별 KOSPI 시장 외인순매수 금액(1998년1Q~2018년3Q)



자료: FN Guide, 자본시장연구원

40) 면별로 외국인 순매수의 차이가 있는지 더미 변수를 이용한 회귀분석 모형을 설정하여 비교 결과 미국 국면 적용시의 모형의 유효성이 더 크게 추정됨. (국내 국면 적용 조정결정계수 0.037, F확률 0.173 : 미국 국면 적용 조정결정계수 0.123, F확률 0.011)

회귀분석 모형: $y = \sum_{i=1}^{6} \beta_i D_i + \epsilon$, y는 외국인 순매수, D는 국면 더미 (i=1~6)

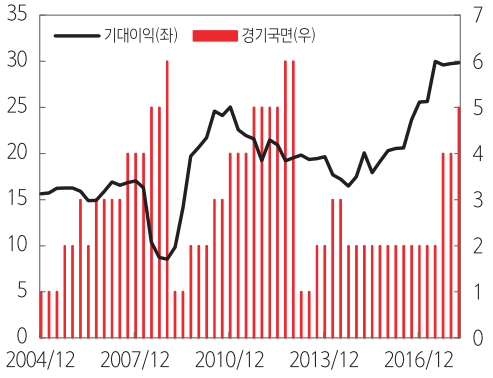
□ KOSPI200 기대이익(Earning)[41]의 변화도 경기순환 국면에 따라 특징을 나타내는데, 저점에서 확장 국면까지 기대이익이 증가하는 반면 정점부터 침체 국면까지 기대이익이 감소

— 주가는 미래의 기대이익과 할인율에 의하여 영향을 받는데, 경기 국면별로 발생되는 기대이익의 변화로 인하여 KOSPI200 수익률이 〈그림Ⅲ-66〉와 과 같은 국면별 추세를 나타내는 것으로 추정

• 2014년부터 큰 상승세를 보이던 기대이익은 2017년에 접어들면서 정체가 된 상황이며 2018년 주식시장 조정의 원인 중 하나로 추정

〈그림 Ⅲ-68〉 경기 국면별 KOSPI200 기대이익(2004년4Q~2018년3Q)

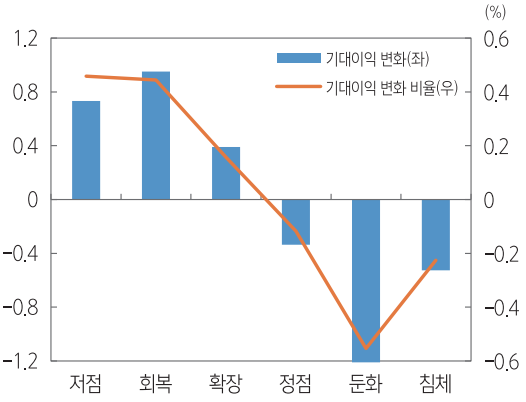
경기 국면[1]과 기대이익[2] 추이



주 : 1) 저점부터 침체까지 1~6으로 표시 2) 관찰 시점 전후 6개월(총12개월) 동안의 주당순이익

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

경기 국면별 기대이익 변화[1]와 변화비율[2]



주 : 1) 기대이익의 분기 변화를 국면별로 평균 2) 기대이익 변화를 전분기 KOSPI200 지수로 표준화

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

41) 미래의 정보를 반영하기 위하여, 기대이익 산출 시점 기준 전후 각 6개월 동안(총 12개월)의 주당 순이익 사용. 기대이익 산출 시점 이후 6개월 날짜의 Bloomberg 12M trail EPS 자료(최근 12개월 동안의 주당 순이익)를 사용

□ KOSPI200의 PER(Price Earning Ratio)도 경기 국면과 연관되는 경향을 보이는데, 저점과 회복 국면에서 가장 높으며 이후 하락하여 둔화 국면에서 최저점에 도달한 후 침체 국면에서 다시 상승 추세로 전환

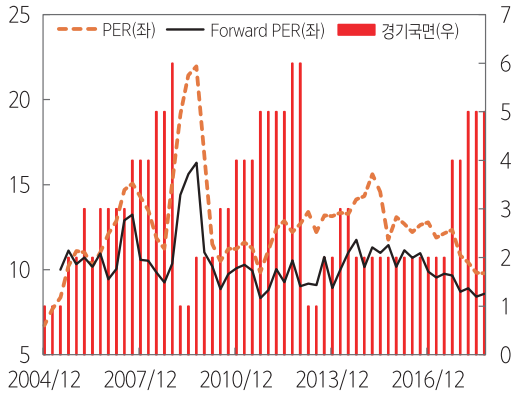
— 경기 국면별 PER 특징은 forward PER에서 좀 더 확실히 볼 수 있는데, 성장률 전망이 부정적인 둔화기에 가장 낮아지며, 성장률 전망이 긍정적인 저점과 회복기에 높은 수준

• 배당할인모형[42]에서 기업의 기대성장률이 클수록 PER 가 높아지는 관계가 되는데, KOSPI200의 PER(Forward PER)는 국내 성장률 기대와 관계되면서 국면별 특징(〈그림 Ⅲ-69〉)을 나타내는 것으로 추정

• 기대이익과 함께 PER 또는 forward PER도 국면별 주가 수익률에 영향을 주는 요인으로 2017년부터 4분기부터 하락 추세[43]를 보이면서 국내 주식시장도 부진한 성과 시현

〈그림 Ⅲ-69〉 경기 국면별 KOSPI200 PER(2004년4Q~2018년3Q)

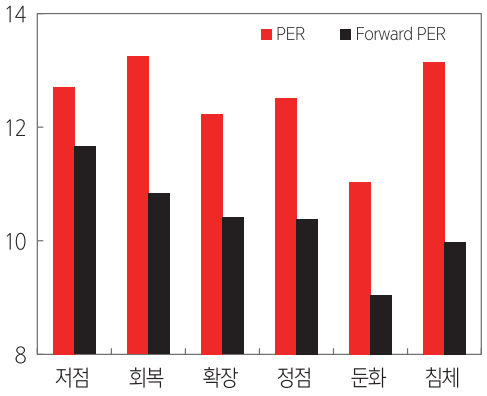
경기 국면[1]과 PER 및 forward PER[2] 추이



주 : 1) 저점부터 침체까지 1~6으로 표시, 2) 미래 1년 추정 어닝 적용

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

경기 국면별 PER 및 forward PER[1]



주 : 1) 미래 1년 추정 어닝 적용

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

42) 현재 주가 $P_0 = \frac{kE_1}{r-g}$ 로 표현할 수 있는데, 이를 적용하면 $PER = \frac{k}{r-g}$가 되며, PER은 g가 클수록 높아짐.(g는 회사의 기대 성장률, r은 무위험 금리와 risk premium을 합한 할인율, k는 배당성향, E는 다음기 기대 어닝)

43) 국내 기대 성장률의 하락과도 관계되는 것으로 추정

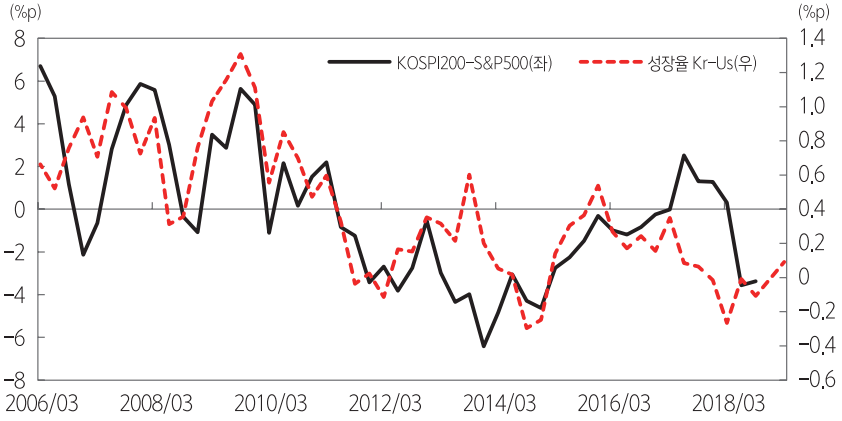
3) 미국과 국내 주식시장의 성과 차이의 주요 원인

□ 2011년부터 유지되고 있는 국내 주식시장의 미국 주식시장 대비 부진한 성과는 (〈그림Ⅲ-1〉 참고) 국내 성장세의 상대적인 둔화와 연관되는 것으로 추정

— KOSPI200과 S&P500의 수익률 차이는 양국의 성장률 차이와 비슷한 추세[44]를 나타내는 가운데, 2011년부터 성장률 차이가 하락하면서 KOSPI200도 상대적으로 부진한 성과를 유지

- 2017년 상반기에 KOSPI200이 18.2%은 수익률을 기록하면서 7.9% 상승에 그친 S&P500대비 초과 성과를 달성했는데, 이 기간에는 삼성전자가 27.7% 상승하면서 KOPI200지수 상승을 견인(삼성전자의 KOSPI200 지수 내 비중이 22~24%)
- 이후 국내 성장세 둔화 영향으로 KOSPI200은 2017년 하반기부터 다시 상대적으로 저조한 성과를 나타내는 것으로 추정

〈그림 Ⅲ-70〉 KOSPI200의 S&P500 대비 초과 수익률[1]과 한·미 성장률 차이[2]



주 : 1) 지수 분기 수익률을 4분기 이동평균, 각국의 CPI로 조정하여 산출 , 2) 분기(QoQ)성장률의 4분기 이동평균, 국내에서 미국을 차감, 2분기 후행, 2018년 3분기부터 성장률 자료는 추정치 사용

자료: Bloomberg, Data stream, 자본시장연구원

44) 지수 수익률은 양국의 CPI를 반영하여 실질 수익률로 환산하고, 2분기 선행으로 감안. (명목 수익률 차이도 비슷한 추세)

□ KOSPI 시장 외국인 순매수 금액은 미국 주식시장과도 밀접한 관계가 있으며, 미국 주식시장[45]의 효과로 유출입되는 부분을 제외한 초과 금액은 국내주식의 상대 수익률(미국)과 관계되는 것으로 추정

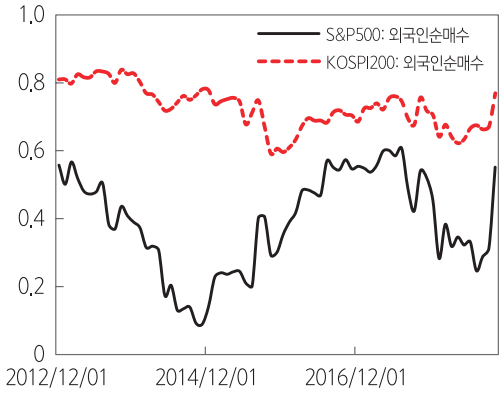
— 외국인 순매수 금액과 지수별 상관관계 추이를 보면 국내 주식뿐 아니라, S&P500 수익률과도 상관관계가 큼을 볼 수 있는데, 이는 앞에서 살펴본 미국 국면과의 연관성과도 부합(〈그림 Ⅲ-71〉 좌)

• 미국 또는 선진국 주식시장이 좋으면 외국인 매수세가 유입되고, 그로 인하여 KOSPI200 수익률에도 긍정적인 효과를 주는 것으로 추정

• 회귀분석을 이용하여 외국인 순매수금액을 S&P500 수익률과 연관되는 금액(〈그림 Ⅲ-71〉 오른쪽 그래프 추세선)과 그 효과 외에 추가로 유출 또는 유입되는 부분(회귀분석의 잔차)으로 구분 가능

〈그림 Ⅲ-71〉 외인순매수와 지수의 관계

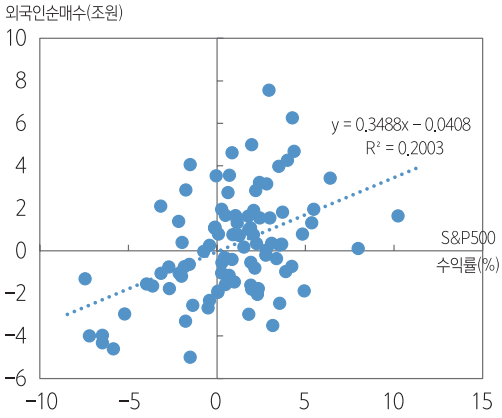
외국인순매수[1]와 지수 수익률[2] 상관관계



주 : 1) 월간 순매수 금액 2) 월간 수익률, 상관관계는 24개월 이동평균 방식 계산

자료: Bloomberg, FN-Guide

외국인순매수[1]와 S&P500 수익률[2] 관계분석



주 : 1) 월간 순매수 금액 2) 월간 수익률, 샘플기간은 2011년 1월~2018년 10월

자료: Bloomberg, FN-Guide

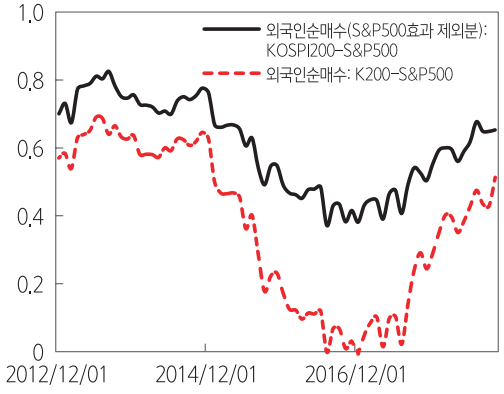
45) S&P500지수 외에 MSCI 선진국 지수로 분석해도 비슷한 결과 산출

— 미국 주식시장 성과(S&P500 수익률)로 인한 효과를 제외하고 추가로 발생되는 외국인 순매수 자금을 산출[46]하여 분석해 보면 KOSPI200의 초과수익률(S&P500 대비)과 높은 상관관계가 존재(〈그림 Ⅲ-72〉 좌)

- 회귀분석에서 잔차는 미국 주식시장 성과로 인하여 유출입되는 부분을 제외하고, 추가로 발생하는 외국인 순매수 금액으로 해석 가능
- 국내 주식시장의 해외 주식시장 대비 상대적으로 긍정(부정)적일 때 외국인 자금은 상대적으로 더 많이 유입(유출)되는 것으로 보이며, 추가로 유입되는 자금이 클수록 국내 주식시장이 해외 주식시장보다 좋은 성과가 실현되는 것으로 추정

〈그림 Ⅲ-72〉 외인순매수 중 S&P500효과 제외분과 지수 수익률 차이의 관계

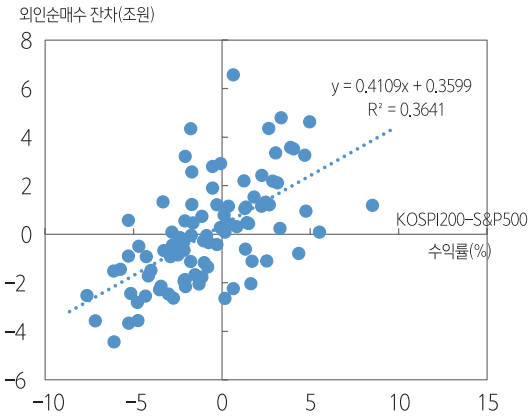
외인순매수[1]와 지수 수익률 차이[2]의 상관관계



주 : 1) 외인순매수 중 S&P500 효과 제외분 산출: S&P500 수익률로 회귀분석 후 잔차항
2) KOSPI200 수익률에서 S&P500 수익률 차감(월간 기준), 상관관계는 24개월 이동평균 방식 계산

자료: Bloomberg, FN-Guide

외인순매수[1]와 지수 수익률 차이[2]의 관계분석



주 : 1) 외인순매수 중 S&P500 효과 제외분 산출: S&P500 수익률로 회귀분석 후 잔차항
2) KOSPI200 수익률에서 S&P500 수익률 차감(월간 기준), 샘플기간 2011년1월~2018년10월,

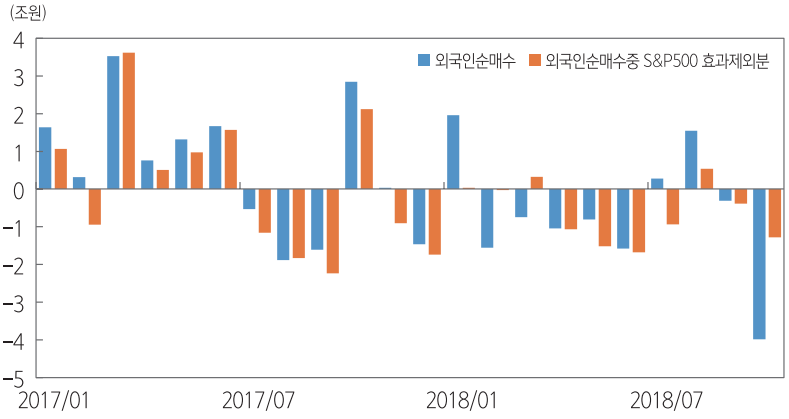
자료: Bloomberg, FN-Guide

46) 회귀식 $y = a + bX + \epsilon$에서 잔차항 산출 (y는 외국인 순매수금액, X는 S&P500 수익률) 회귀식은 〈그림 Ⅲ-71〉의 추세선

— 2016년에 이어 2017년 상반기 중 국내 주식시장에 외국인 자금이 대규모 유입되면서 KOSPI200은 S&P500대비 초과 성과를 달성하였으나, 이후 2017년 하반기부터는 외국인의 매도세로 전환되면서 국내 주식시장은 미국 대비 상대적으로 저조한 성과 시현

- 2017년 상반기 중 S&P500 상승효과를 제외하고도 6.3조원의 추가적인 외국인 자금이 국내 주식시장에 유입되면서 국내 주식시장의 호황을 주도하였고, 이 기간에 KOSPI200은 18.2% 상승하면서 S&P500 대비 10.3%의 초과 수익 달성
- 2017년 하반기 중 외국인 순매도 금액은 2.6조원이지만, S&P500 상승효과를 감안한 상대적인 순매도 금액은 5.7조원으로 추정되며, 이 기간 KOSPI200은 4.1% 상승하였지만 S&P500 대비 5.7% 저조한 성과 시현
- 2018년 1월과 8월에 2조원과 1.6조원의 외국인 순매수가 있었지만, S&P500 상승 효과를 제외하면 0.1조원과 0.5조원의 초과 유입만 발생
- 이러한 외국인 자금 추세는 2017년 하반기부터 국내 주식시장의 미국 대비 상대적으로 저조한 성과와 연관되는 것으로 추정

〈그림 Ⅲ-73〉 KOSPI 시장 월별 외인 순매수 추이(2017년1월~2018년10월)



주 : 외인순매수 중 S&P500 효과 제외분 산출: S&P500 수익률로 회귀분석 후 잔차항 계산, 회귀분석 기간은 2015년1월~2018년10월

자료: Bloomberg, FN-Guide, 자본시장연구원

4) 현재 경기 국면과 국내 주식시장

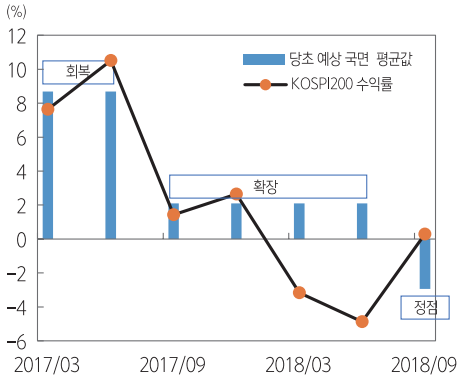
□ 2017년 중 회복~확장 국면을 반영하는 모습을 보이던 국내 주식시장은 2018년 들어서 정점을 지나 둔화 국면에 진입한 양상을 보이며 조정기간을 겪었는데, 이는 국내 경기가 당초 예상과 달리 일찍 정점~둔화 국면에 도달하였기 때문으로 판단

— 2018년 상반기까지 확장 국면을 지나 하반기에 정점 국면에 도달할 것으로 예상되던 당초 경기 전망과 달리 정점 국면이 2017년 하반기로 앞당겨지고 2018년 둔화국면으로 진입한 것으로 판단

- 2017년 국내 주식시장의 흐름은 2분기 지수 상승률 10%로 2013년 이후 경기확장 사이클에서 최고 수준을 기록하는 등 당초 예상 경기 순환 국면의 특징과 잘 부합(〈그림 Ⅲ-74〉 좌)
- 국내 주식시장은 2018년 1월말 최고점을 기록하고 이후 경기 정점 국면 통과 양상을 보였는데, 이는 당초 예상과 달리 정점과 둔화 국면이 앞당겨지는 상황을 반영한 것으로 추정(〈그림 Ⅲ-74〉 우)
- 2018년 주식시장 조정은 대외 요인(미국 금리인상, 무역분쟁)영향도 있지만, 국내 성장세 둔화와 그에 따른 경기 국면 변화로부터 기인한 것으로 판단

〈그림 Ⅲ-74〉 KOSPI200 수익률과 국면 상황

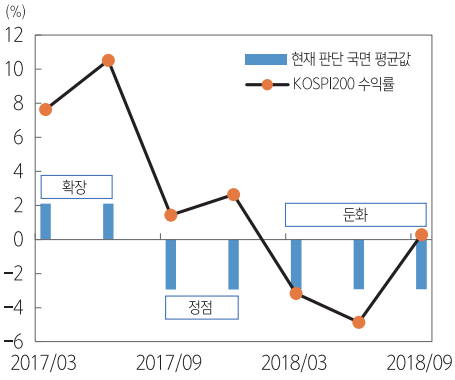
당초 예상 국면 적용



주 : 막대그래프는 KOSPI200 수익률의 해당 국면 평균, 분기 해당 국면은 자본시장연구원 7월 전망 기준

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

현재 전망 국면 적용



주 : 막대그래프는 KOSPI200 수익률의 해당 국면 평균, 분기 해당 국면은 자본시장연구원 현재 전망 기준

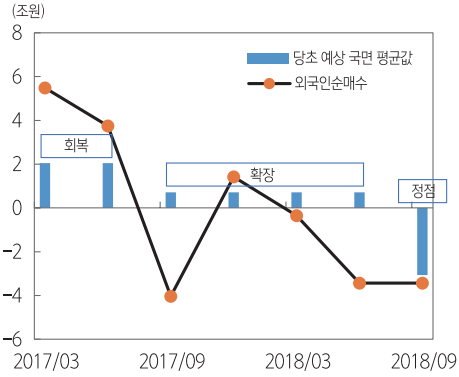
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

— KOSPI 시장 외국인 순매수는 2017년 상반기까지 당초 예상이었던 회복 국면의 특징이 나타났으나(〈그림 Ⅲ-76〉좌) 하반기부터 현재까지 순매도 추세로 전환되면서 정점과 둔화 국면이 앞당겨진 상황을 반영하는 것으로 추정

• 2017년 상반기에 추가로 유입된 자금의 이탈 가능성 존재

〈그림 Ⅲ-75〉 KOSPI시장 외국인 순매수와 국면 상황

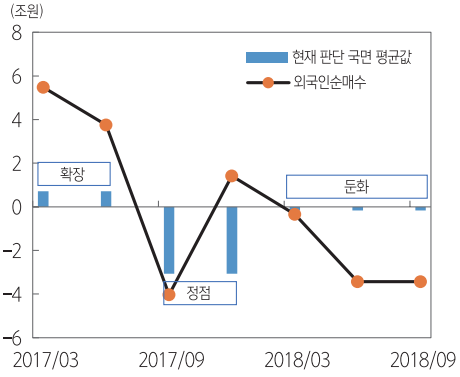
당초 예상 국면 적용



주 : 막대그래프는 외인순매수금액의 해당 국면 평균, 분기 해당 국면은 자본시장연구원 7월 전망 기준

자료: FN-Guide, 자본시장연구원

현재 전망 국면 적용



주 : 막대그래프는 외인순매수금액의 해당 국면 평균, 분기 해당 국면은 분기 해당 국면은 자본시장연구원 현재 전망 기준

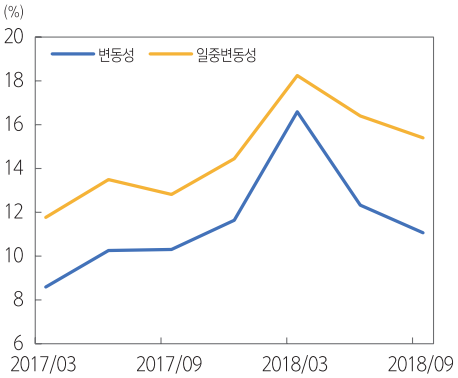
자료: FN-Guide, 자본시장연구원

— KOSPI200 변동성도 2018년 1분기 급등하여 정점 국면을 지나는 추세

— 둔화 국면에서 가장 낮은 추이를 나타내던 forward PER는 이번 순환주기(2013년 이후)에서 가장 낮은 수준까지 하락한 상황

〈그림 Ⅲ-76〉 최근 KOPI200 변동성, 기대이익, forward PER 추이

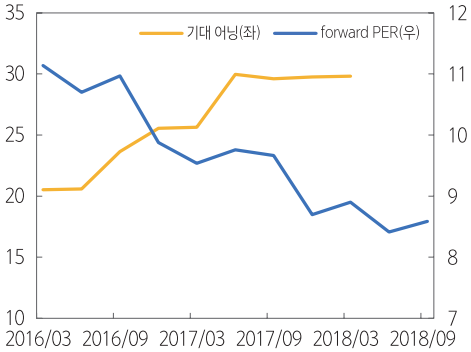
변동성[1]과 일중변동성[2] 추이



주 : 1) 일별 수익률의 분기 변동성(연율), 2) 일별 최고가와 최저가 차이의 평균(연율)

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

기대이익[1]과 forward PER[2] 추이



주 : 1) 관찰 시점 전후 6개월(총12개월) 동안의 주당순이익, 2) 미래 1년 추정 어닝 적용

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

5) 2019년 국내 주식시장 전망

□ 2019년 국내 주식시장은 2018년에 이어 부진한 성과를 이어갈 것으로 전망되는 가운데 하반기에 점차 안정되어 반등을 모색할 수 있을 것으로 기대

— 국내 경기순환 흐름상 2019년은 둔화와 침체 국면을 지날 것으로 될 것으로 전망되는데, 이 구간에서 국내 주식시장은 변동성 대비 수익률이 저조

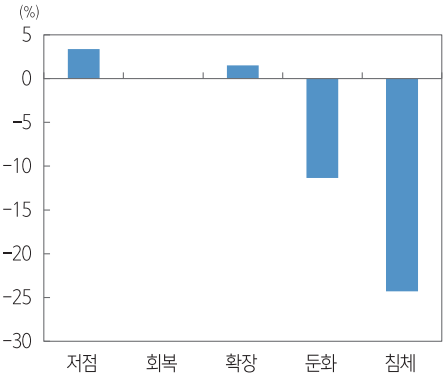
— 미국 경기순환 국면상 정점 통과(2020년 1분기 예상) 전까지 미국 주식 시장에 큰 조정이 오지 않는다면, 국내 주식시장의 하방 리스크는 다소 완화될 것으로 예상(〈그림 Ⅲ-77〉 좌)

- 2020년 상반기에 국내 경기순환상 저점 국면에 도달할 것으로 예상되는데, 저점 국면부터 국내 주식시장은 상승세로 접어들 수 있으므로 그 직전인 2019년 하반기부터 안정화 또는 반등 기대(〈그림 Ⅲ-77〉 우)
- 2018년 무역 분쟁 영향으로 주요 국가들보다 큰 조정을 받았던 국내 주식시장은 2019년 무역 협상 진행 상황에 따라 일부 반등도 가능

— 다만, 예상과 달리 미국이 2019년에 일찍 정점을 지나 둔화 국면으로 진입하면서 미국 주식시장이 본격적인 조정기에 접어든다면, 국내 주식시장도 큰 폭의 조정 압력을 받게 될 가능성 존재(〈그림 Ⅲ-77〉 좌)

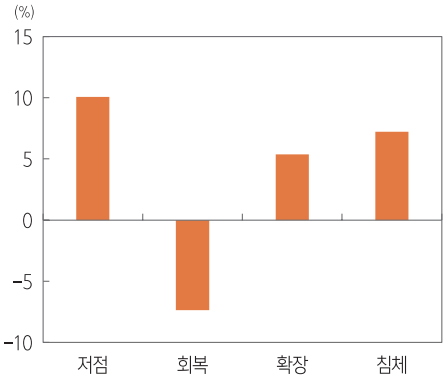
〈그림 Ⅲ-77〉 국내 둔화~저점 국면까지 미국 경기 국면별 KOSPI200 수익률

국내 둔화, 침체 국면시 미국 국면별



주 : 1998년1Q~2018년3Q
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

국내 저점 국면시 미국 국면별



주 : 1998년1Q~2018년3Q
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

3. 환율 전망

가. 달러지수

1) 달러지수 결정 요인

□ 통화정책 기대 및 금융시장 참가자들의 위험선호도가 달러지수의 주요 결정요인

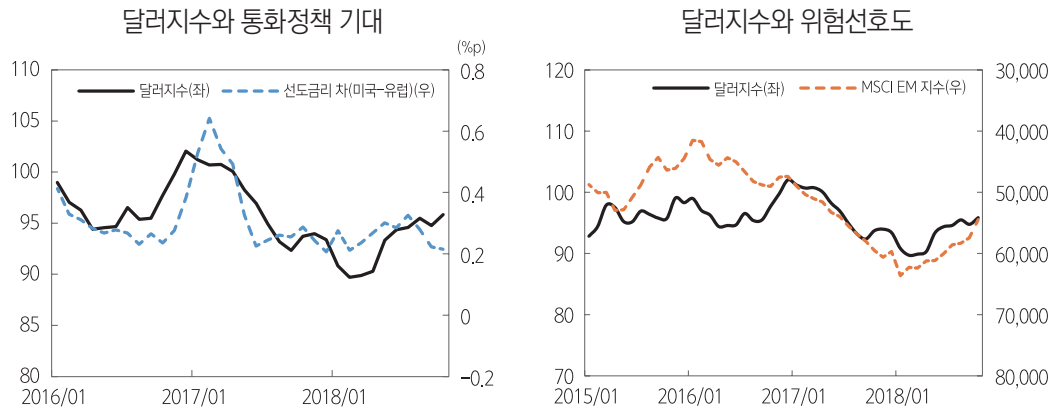
— 달러지수는 EUR/USD 환율과 상관성이 크며[47], 미국과 유럽의 예상 금리차 등 두 지역의 통화정책 기대감 차이가 주요 변동 요인

• 1년 후 1년 선도금리에서 현재의 1년 금리를 차감한 값은 1년 후의 통화정책을 가늠해 볼 수 있는 지표로 미국과 유로지역간 차이는 달러지수 변화와 비슷한 추이

— 글로벌 금융시장의 위험선호가 약화될 경우에 달러는 강세를 보이는 경향

• 2018년 신흥국 금융불안과 미중 무역 분쟁에 따른 위험선호가 약화(MSCI EM지수 하락)되면서 달러지수는 상승세를 유지

〈그림 Ⅲ-78〉 2018년 원달러 환율과 KOSPI200지수 추이



주 : '선도금리차'는 1년후 1년 선도금리에서 1년 금리를 차감한 값의 미국과 유로지역간 차이 (월별 평균값)

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

주 : MSCI EM은 역순으로 표시. (월별 평균값)

자료: Bloomberg

47) 유로 통화의 비중이 57%로 큰 부분을 차지

□ 미국의 경기 국면별 달러지수 추이를 보면(그림Ⅲ-xx 참고) 확장기에는 약세를 나타내었으나, 최근 미국 경제가 확장국면임에도 불구하고 달러지수는 강세를 시현

— 확장기의 경우 금리인상이 마무리되는 상황에서 글로벌 위험선호가 유지됨에 따라 달러지수는 대체로 약세를 나타내는 것으로 추정

— 다만, 연준의 금리 인상이 2020년 1분기까지 진행될 것으로 예상되는 가운데, 유로지역의 상대적으로 부진한 성장세 및 정치불안 등으로 통화정책 정상화에 대한 불확실성이 커 달러지수는 2018년 2분기 이후 상승세를 유지

• 또한 신흥국 금융불안 및 무역분쟁도 달러 강세에 기여

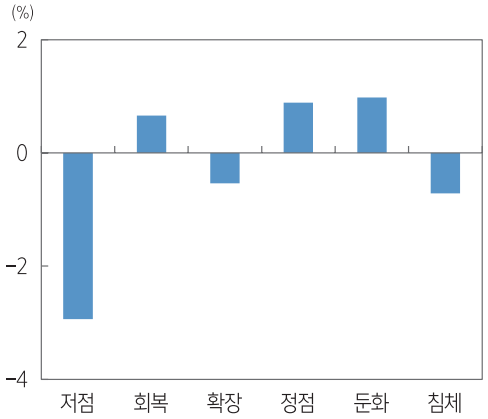
2) 2019년 달러지수 전망

□ 2019년 유로화 환율이 상승(달러 약세)할 것으로 예상됨에 따라, 달러지수는 하락할 것으로 예상

— 미국의 기준금리 인상은 시장에 이미 반영된 반면, 유로지역은 2019년 하반기에 금리 인상을 시작할 것으로 예상됨에 따라 유로화가 강세를 나타낼 전망

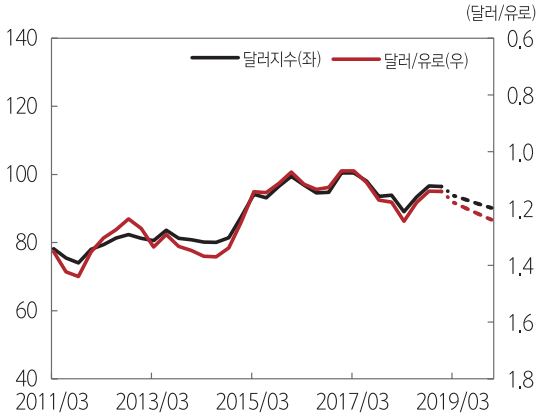
— 다만, 중국 등 신흥국 주식시장이 부진에 따른 투자자들의 위험회피 성향 확대는 달러지수 약세를 제한하는 요인으로 작용할 가능성

〈그림 Ⅲ-79〉 미국 경기 국면별 달러지수 추이



주 : 분기 변화율, 1991년3Q~2018년3Q
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 Ⅲ-80〉 달러지수와 EUR/USD 환율 추이



주 : 점선은 전망치이며 EUR/USD는 역순으로 표시
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

나. 원달러 환율

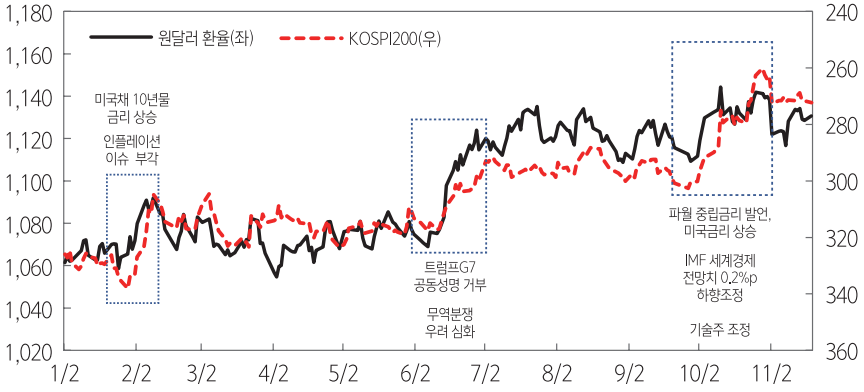
1) 2018년 원달러 환율 추이

□ 원달러 환율은 연초 달러 약세 흐름과 주가 상승 등 낙관적인 경기 전망 등이 하락요인으로 작용하면서 4월초에 연저점(1054.7원)을 기록하였으나, 이후 달러 강세 및 국내 주식시장 부진 등으로 상승세로 전환

— 10월 중 미국 금리 상승 및 세계 경제 성장세 둔화 우려 등으로 인한 글로벌 주식시장 불안과 함께 원달러 환율도 1144원대까지 상승하였으나, 달러지수와 위안화 상승이 제한되면서 이후 1130원 내외로 안정된 모습

• 트럼프 대통령의 연준 금리 인상 기조에 대한 비판과 달러 강세에 대한 우려 발언으로 달러 강세가 진정되고, 중국에 대한 환율 조작국 지정 우려 해소와 미중 무역 협상 기대 등으로 인하여 위안화가 안정되면서 원달러 환율은 10월 중 국내 주식시장 대비 상대적으로 안정세 유지

〈그림 Ⅲ-81〉 2018년 원달러 환율과 KOSPI200지수 추이

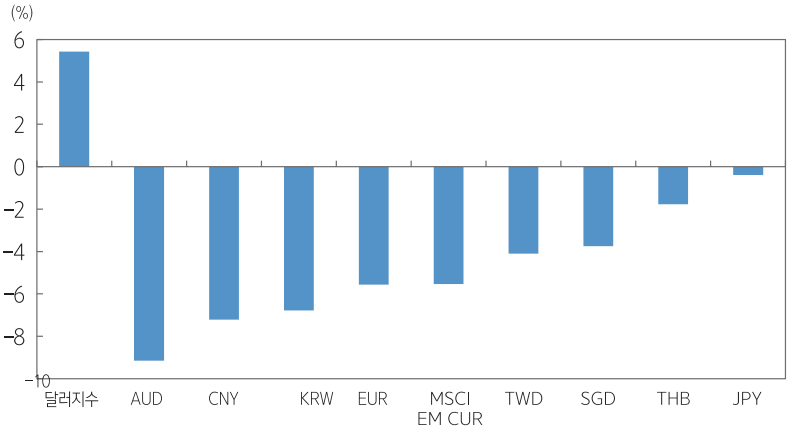


주 : KOSPI200 눈금은 역순으로 표시

자료: Bloomberg

□ 2018년 주요 통화들이 달러 대비 약세를 보이는 가운데 무역 분쟁과 세계 성장세 둔화 영향을 많이 받는 호주달러 및 위안화와 함께 원화는 상대적으로 크게 절하

〈그림 Ⅲ-82〉 2018년 주요 통화 절상률 비교

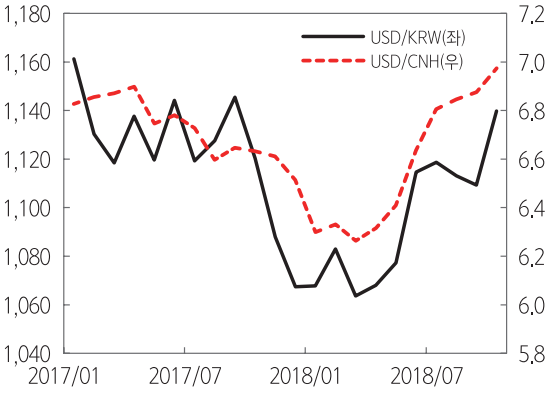


주 : 2017년 년말 대비 2018년 10월말 환율 기준으로 절상률 표시(음수는 해당 통화 약세를 의미)
자료: Bloomberg

□ 원달러 환율은 2012년 이후 달러지수보다 위안화(CNH)와의 상관관계가 높아지고 있으며 국내 경제가 중국에 동조화 된 데 기인한 것으로 추정

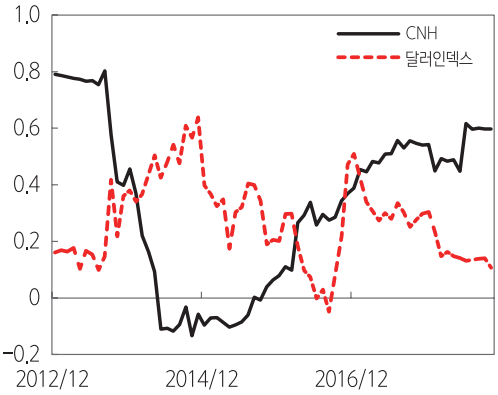
〈그림 Ⅲ-83〉 원달러 환율과 위안화 관계

원달러 환율과 위안화 환율 추이



주 : 2017년~2018년10월, 월말가격
자료: Bloomberg

원달러 환율과의 상관관계 추이



주 : 월간 환율 변화율의 상관관계를 24개월 이동평균 방식으로 계산
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

2) 원달러 환율 결정 요인

□ 원달러 환율은 대외적으로는 달러지수 및 글로벌 위험선호도, 대내적으로는 경제 성장률에 의해 크게 좌우

— 원달러 환율은 달러지수와 같이 동반 등락하는 한편, 글로벌 금융시장의 위험선호도가 증가하면 원달러 환율이 하락하는 경향

• 2001년Q1~2018년Q3중 원달러 환율과 달러지수가 반대로 움직이는 경우는 총 22분기로 전체 표분기간(71분기)중 30% 수준이며, 상이한 움직임은 대체로 글로벌 위험선호에 기인(22분기중 16분기)

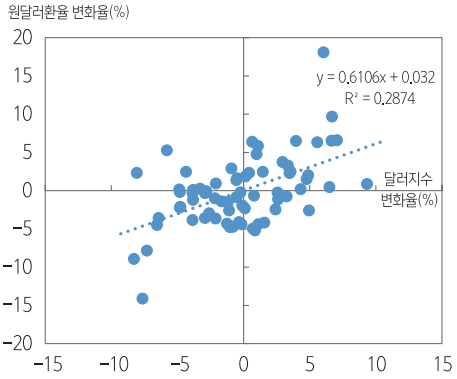
〈표 Ⅲ-5〉 달러지수와 원달러 환율 변화 분석

	원달러 환율 하락 (원화 강세)	원달러 환율 상승 (원화 약세)	합계
달러지수 상승	11 (10개 분기는 MSCI EM ↑ : 위험 선호)	22 (달러지수 및 원달러 환율 동반 상승)	32
달러지수 하락	28 (달러지수 및 원달러 환율 동반 하락)	11 (6개 분기는 MSCI EM ↓ : 위험 회피)	39
합계	39	31	71

주 : 2001년1Q~2018년3Q

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

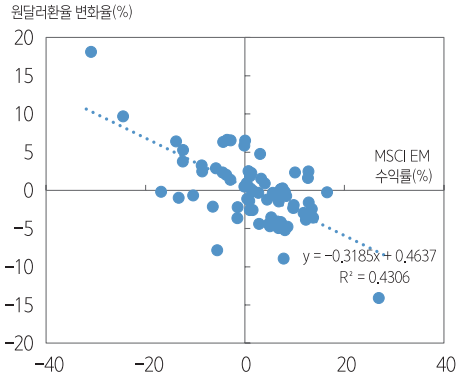
〈그림 Ⅲ-84〉 원달러 환율과 달러지수



주 : 2001년1Q~2018년3Q, 분기 변화율

자료: Bloomberg

〈그림 Ⅲ-85〉 원달러 환율과 MSCI EM지수



주 : 2001년1Q~2018년3Q, 분기 변화율

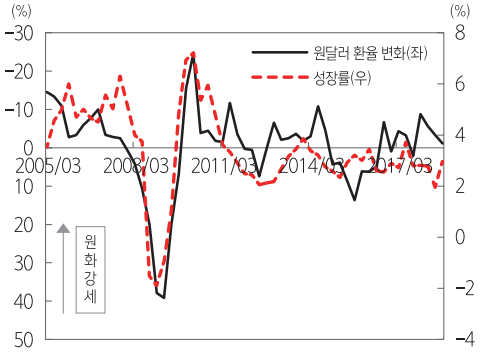
자료: Bloomberg

— 수출의 성장기여도가 높은 만큼 성장률과 수출의 상관관계가 높으며, 국내 외국인 투자가 성장률 전망에 따라 영향을 받는 경향을 반영

• 원달러 환율 변화에서 대외 금융시장 요인(달러지수 및 글로벌 위험선호)으로 설명되는 부분을 제외하면 국내요인으로 해석해 볼 수 있는데, 이는 성장률과 밀접하게 관계

〈그림 Ⅲ-86〉 원달러 환율 변화와 성장률

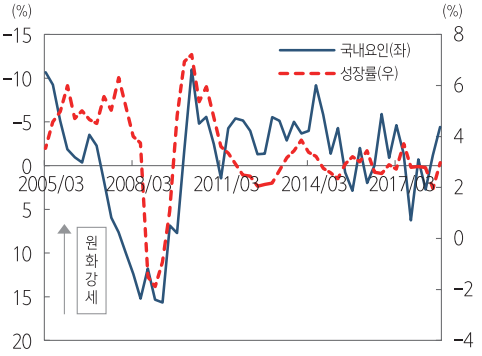
원달러 환율 변화[1]와 국내 성장률[2]



주 : 1) 4분기 이동평균(연율), 2) 전기대비 4분기 이동평균(연율)한 값을 1분기 후행

자료: Bloomberg, Datastream, 자본시장연구원

원달러 환율 변화 중 국내요인[1]과 성장률[2]



주 : 1) 원달러 환율 변화율을 대외요인(달러지수 및 MSCI EM 변화율)으로 회귀분석한 잔차의 4분기 이동평균(연율), 2) 전기대비 4분기 이동평균(연율)한 값을 1분기 후행

자료: Bloomberg, Datastream, 자본시장연구원

3) 과거 경기 국면과 원달러 환율

□ 원달러 환율은 국내 경기 상황과 연관되어 저점에서 정점 국면까지 하락(원화 강세)하는 반면, 둔화와 침체 국면에서는 상승(원화 약세)(〈그림 Ⅲ-87〉)

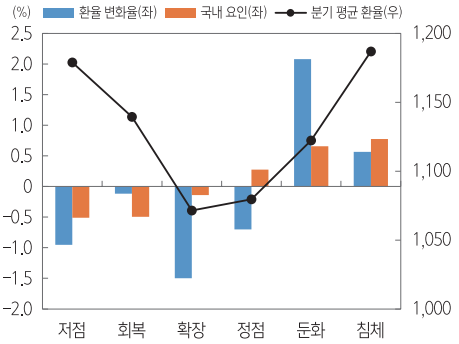
— 원달러 환율 분기 평균값은 확장과 정점 국면에 가장 낮은 수준이 되며 이후 상승하여 침체와 저점 국면에서 최대 수준(〈그림 Ⅲ-87〉)

□ 국내 주가지수와 원달러 환율은 기본적으로 음(-)의 상관관계를 나타내는데, 주가 상승기인 저점에서 확장 국면까지(〈그림 Ⅲ-66〉 참고)의 상관관계보다 주가 하락기인 정점에서 침체 국면까지의 상관관계가 강화되는 경향(〈그림 Ⅲ-88〉)

— 국내 금융시장 상황이 좋지 않은 정점에서 침체 국면까지 KOSPI200 수익률과 환율의 상관관계가 (음의 값으로) 더 높아지는 것으로 추정

— 외국인 매도 시기인 정점과 둔화 국면에서(〈그림 Ⅲ-67〉 참고) 외국인 순매수금액과 환율의 상관관계도 (음의 값으로) 더 높아지는 경향

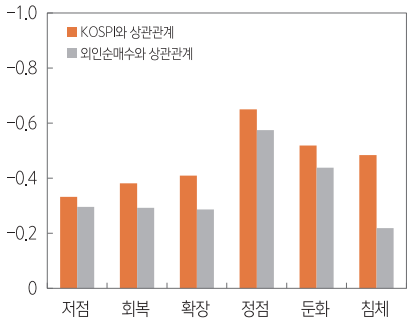
〈그림 Ⅲ-87〉 경기 국면별 원달러 환율과 국내요인[1] 추이(2001년 1Q~2018년3Q)



주 : 1) 환율 변화 중 대외 요인을 제외한 부분(〈그림 Ⅲ-86〉참고) 2) 환율 변화율과 국내요인은 분기 단위, 음의 방향이 원화 강세.

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 Ⅲ-88〉 경기 국면별 원달러 환율과 주식시장 관계(2001년 1Q~2018년3Q)



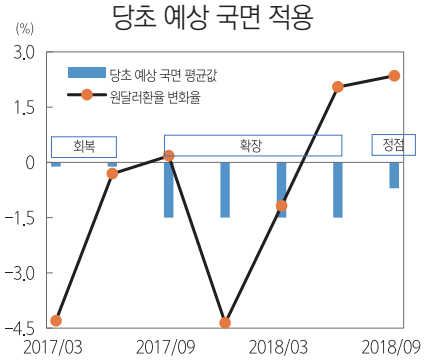
주 : 상관관계는 환율과 지수 주간 변화율(외국인 순매수는 주간 누적 순매수금액)의 상관관계로 분기별로 계산, 국면별 평균값

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

□ 2017년 원달러 환율은 회복 국면을 반영하여 움직인 반면 2018년 2분기부터 무역분쟁 우려 분위기와 함께 국내 경기가 당초 예상과 달리 조기에 하강국면으로 진입한 가운데 환율 또한 둔화 국면에 진입한 양상을 보이며 상승(〈그림 Ⅲ-89〉)

〈그림 Ⅲ-89〉 원달러 환율과 국면 상황

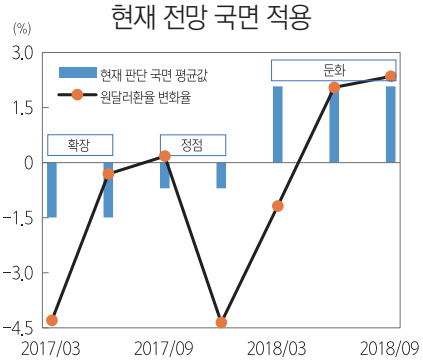
당초 예상 국면 적용



주 : 막대그래프는 환율 변화의 해당 국면 평균, 분기 해당 국면은 분기 해당 국면은 자본시장연구원 7월 전망 기준

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

현재 전망 국면 적용



주 : 막대그래프는 환율 변화의 해당 국면 평균, 분기 해당 국면은 분기 해당 국면은 자본시장연구원 현재 전망 기준

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

4) 2019년 원달러 환율 전망

□ 2019년 원달러 환율은 2018년에 이어 상승 추세(원화 약세)가 지속될 것으로 예상되나, 하반기부터 점차 안정화될 것으로 기대

— 국내 경기 국면상 2019년은 국내 경제가 하강국면을 이어갈 것으로 예상되는 만큼 환율 상승(원화 약세) 압력을 받을 전망

- 다만 2019년 하반기에는 침체국면을 지나면서 2020년 저점 국면이 가시화되는 과정에서 원달러 환율 상승세가 제한될 것으로 예상
- 또한, 단기적으로 미중 무역분쟁이 완화될 경우 지난해 무역분쟁 확전 이후의 원달러 환율 상승분(2018.3~10월중 7.2%) 범위내에서 환율이 하향 조정될 가능성

— 중국의 성장세 둔화, 신흥국 금융불안 가능성 등으로 글로벌 주식시장에서 위험회피 분위기가 유지될 것으로 보여 원달러 환율의 상승 요인으로 작용할 전망

— 반면, 유로지역의 통화정책 정상화 기대로 달러 지수는 하락할 것으로 전망되나 원달러 환율 하락 요인으로는 제한적인 영향을 줄 가능성

4. 부동산시장 전망

가. 경기 국면과 주택시장

1) 미국

□ 주택은 가계의 자산(household asset) 중 가장 큰 비중을 차지하고 금융권 가계대출의 중요한 담보(collateral)의 역할을 하고 있기 때문에, 주택가격은 가계과 은행의 대차대조표(balance sheet)에 결정적 요소

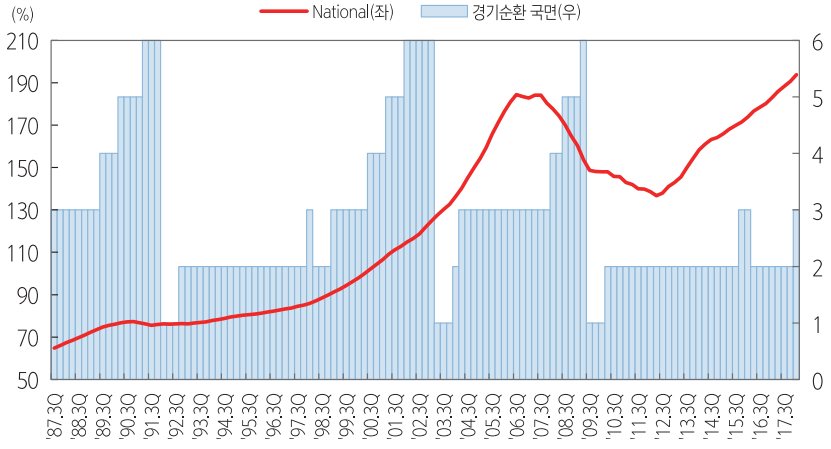
□ 미국 Case-Shiller 전국주택가격지수는 글로벌금융위기와 1991년 3분기동안의 가격하락을 제외하면 경기국면에 상관없이 양(+)의 수익률을 기록

— 침체국면인 1991년 1분기부터 3분기까지 수익률이 1.5%(연률) 하락하였으며, 1991년 3분기부터 2006년 4분기까지 21년간 142% 상승

— 글로벌금융위기 직전인 2006년 4분기부터 하락이 시작되어, 2012년 2분기까지 약 6년동안 주택가격지수는 2004년 가격 수준까지 25% 하락하였으며, 2017년 2분기에 과거 최고점 수준으로 회복, 2018년 3분기에 역대 최고가 경신

— 미국의 주택가격은 확장국면에서 정점국면으로 접어들면서 가격상승률이 둔화되기 시작

〈그림 Ⅲ-90〉 경기순환 국면[1]과 미국 Case-Shiller 전국주택가격지수



주 : 1) 저점부터 침체까지 1~6으로 표시

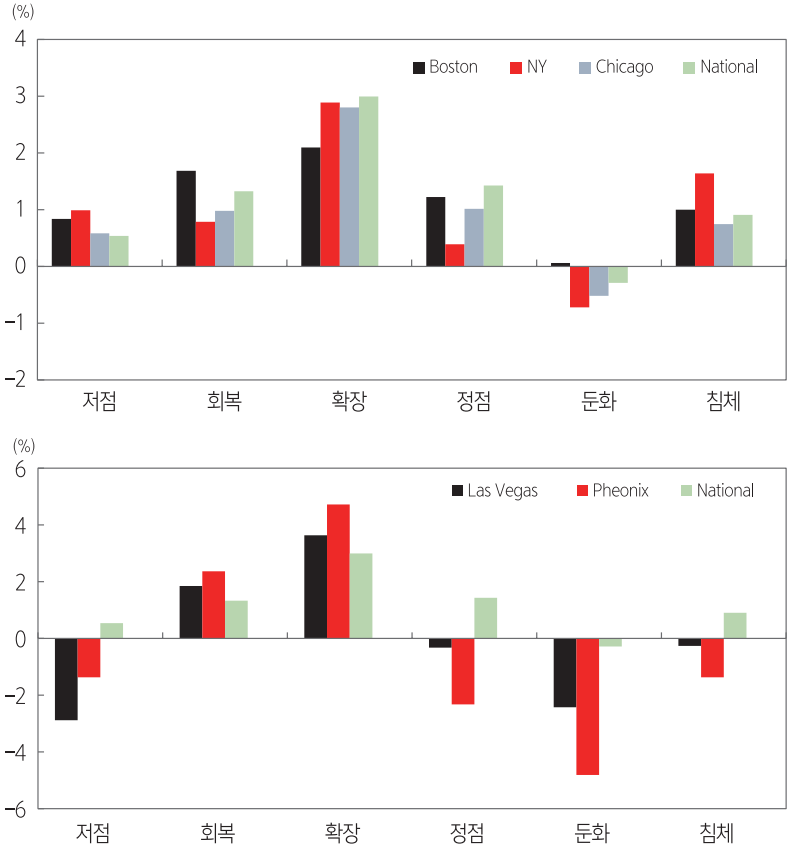
자료: Federal Reserve Bank of St. Louis, 자본시장연구원

□ 미국의 주택시장은 도시내 주택공급탄력성(local housing supply elasticities)에 따라 위험자산 혹은 안전자산의 특징을 보유

— 미국의 전국주택가격지수, Boston, New York, Chicago의 경우 저점에서 확장국면까지 수익률의 상승세가 지속, 둔화국면을 제외하고는 모두 평균적으로 양(+)의 수익률을 나타내며 이는 안전자산과 유사

— 반면, Las Vegas와 Pheonix와 같이 도시 주변 주택공급탄력성이 높은 곳은 주택수익률의 변동성이 크고, 경기순응적 특징을 나타내며 위험자산과 유사

〈그림 Ⅲ-91〉 경기국면별 미국대도시 주택수익률



주 : 1987Q1~2018Q3, 국면별 평균수익률을 연율화

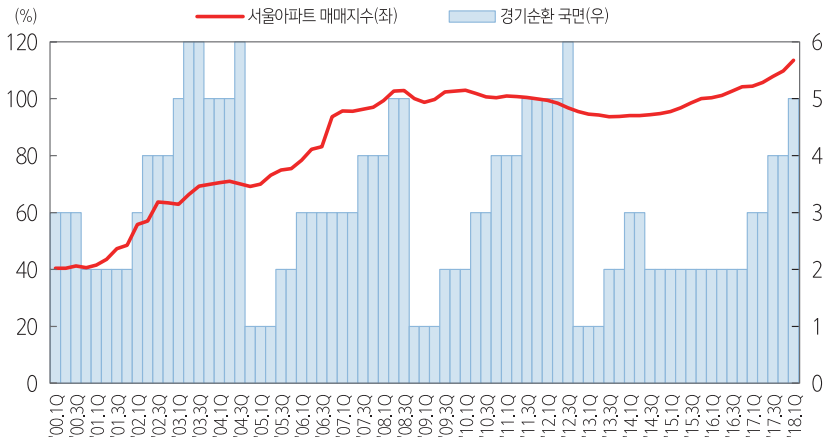
자료: Federal Reserve Bank of St. Louis, 자본시장연구원,

2) 한국

□ 서울의 아파트 매매지수는 2000년 1분기부터 2008년 3분기까지 154% 상승하였다가 글로벌 금융위기 이후 2013년 3분기까지 5년간 9% 하락하여 2006년 4분기 수준에 도달

— 그 이후 5년간 상승세를 이어가 2016년 3분기에 전 고점을 갱신하고 2018년 3분기 현재 역대 최고가

〈그림 Ⅲ-92〉 경기순환 국면[1]과 서울아파트 매매가격지수

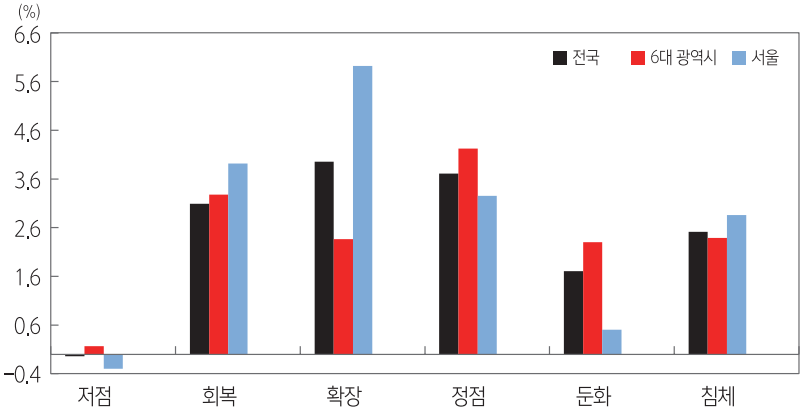


주 : 1) 저점부터 침체까지 1~6으로 표시

자료: KB주택가격동향, 자본시장연구원

□ 2000년 1분기부터 2018년 3분기까지 전국, 6대광역시, 서울 아파트는 저점을 제외하고 국면에 상관없이 양(+)의 수익률을 기록

〈그림 Ⅲ-93〉 경기국면별 전국 광역시 아파트 수익률



자료: KB주택가격동향, 자본시장연구원

□ 6대광역시 아파트 매매지수 수익률을 살펴보면 인천을 제외한 광역시의 경우 주변 행정구역의 거점도시로 충분한 배후수요가 존재하기 때문에 안전자산과 같이 행동

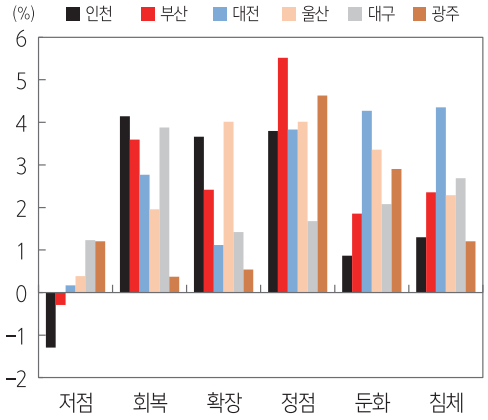
— 인천과 부산을 제외한 대전, 울산, 대구, 광주는 국면과 상관없이 항상 양(+)의 수익률을 나타내며, 침체기까지 안전자산의 역할

□ 행정구역인 구단위로 수익률을 비교해보았을 때, 미국의 주택시장과 마찬가지로 주택공급탄력성(local housing supply elasticities)에 따라 위험자산 혹은 안전자산의 특징을 보유

— 공급이 제한적인 서초·강남·송파의 경우 미국의 Boston·New York·Chicago와 같이 둔화국면 제외하고 양(+)의 수익률을 보이며, 특히 침체국면의 높은 수익률이 특징

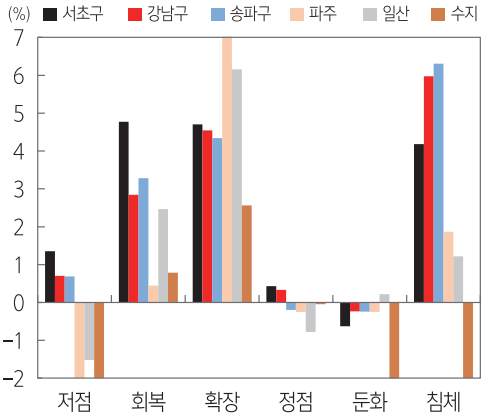
— 파주, 일산, 수지와 같이 주택공급이 탄력적일 수 있는 지역의 경우 미국의 Las Vegas나 Pheonix와 같이 회복과 확장국면에서 양(+)의 수익률을 보이며 주택가격이 경기순응적

〈그림 Ⅲ-94〉 경기국면별 6대 광역시 아파트 수익률



자료: KB주택가격동향, 자본시장연구원

〈그림 Ⅲ-95〉 공급탄력성에 따른 지역별 아파트 수익률



자료: KB주택가격동향, 자본시장연구원

□ 종합적으로 국면별 아파트 평균 수익률 분석을 통해 서울·광역시 아파트는 국면에 상관없이 안정적인 수익률을 나타내며 위험-수익률(risk-return)의 trade-off가 나타나지 않는 안전자산이라는 인식을 실제로 검증

— 주식과 같은 위험자산은 둔화·침체국면에서 음(-)의 수익률을 나타내며 변동성이 확대되는 반면, 서울·광역시 아파트의 경우 안정적인 양(+)의 수익률이 특징

— 현재와 같은 위험-수익률 프로파일(risk-return profile)에서 서울·광역시 아파트에 투자하는 것이 다른 자산에 투자하는 것에 비해 우월전략

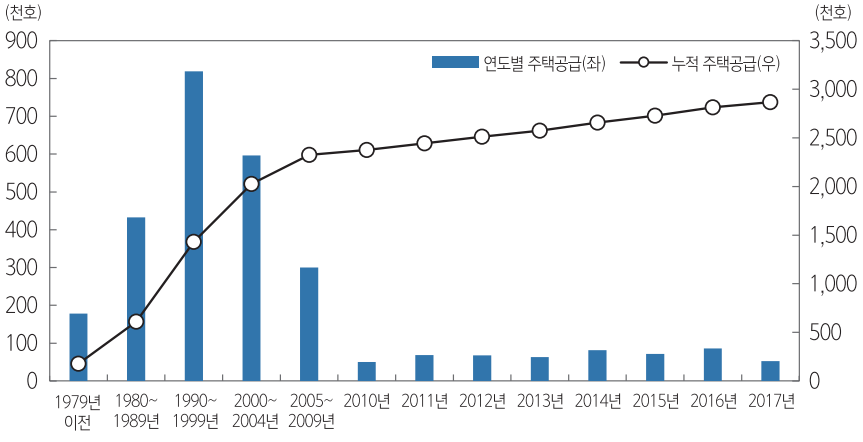
나. 서울시 주택 공급

□ 서울시 2017년말 총 주택재고량 287만채. 이는 아파트(58%), 다세대주택(25%), 단독주택(12%), 연립주택(4%), 비주거용 건물내 주택(1%)로 구성

— 전체 주택재고량의 50%는 1999년 이전에 공급되어 연식이 20년 이상으로 노후주택 정비방안이 시급

— 특히 단독주택의 90.7%, 연립주택의 82.2%, 비주거용 건물내 주택은 78.4%가 1999년 이전에 공급. 다세대주택의 경우만 2000년 이후에 공급된 비율이 70.6%

〈그림 Ⅲ-96〉 서울시 연도별 주택공급량



자료: 서울시

〈표 Ⅲ-6〉 서울 주택종류별 공급년도 구성비

(단위: %)

	1979년 이전	1980~1989년	1990~1999년	2000~2004년	2005~2009년	2010~2017년
서울시 합계	6.2	15.1	28.6	20.8	10.5	18.9
아파트	1.9	9.2	16.7	13.0	8.3	9.0
다세대	0.3	1.8	5.3	6.8	1.8	9.2
단독주택	3.7	2.4	4.4	0.5	0.2	0.4
연립주택	0.2	1.3	1.8	0.4	0.1	0.2
비주거용	0.2	0.3	0.4	0.1	0.0	0.0

자료: 서울시

□ 서울시 총 아파트는 2018년(올해 입주물량 포함) 162만채, 강남·서초·송파구의 아파트는 33만채로 이는 서울시 총 아파트의 약 20%를 차지

— 2008년 이후에 준공된 서울의 아파트는 35만채로 전체 서울시 총 아파트의 21%를 차지하며, 이 중 강남·서초·송파구에 공급된 비율은 26%, 서울의 나머지 지역에 공급된 비율은 74%

— 특히, 2008년 이후에 준공된 강남·서초·송파구의 아파트는 9만채로 서울시 총 아파트의 5.6%이며 서울시 총 주택재고량의 3%에 불과하여 선호입지의 양질의 주택은 극히 일부

〈표 Ⅲ-7〉 서울 10년 이내(2008~2018년) 준공 아파트 비율

(단위: 천 호, %)

	10년 이내 건축아파트(A)	총 아파트(B)	10년 이내 아파트 비율(A/B)
서울	345	1,621	21
강남구	23	123	19
송파구	37	95	32
서초구	30	116	32
나머지	254	1,287	20

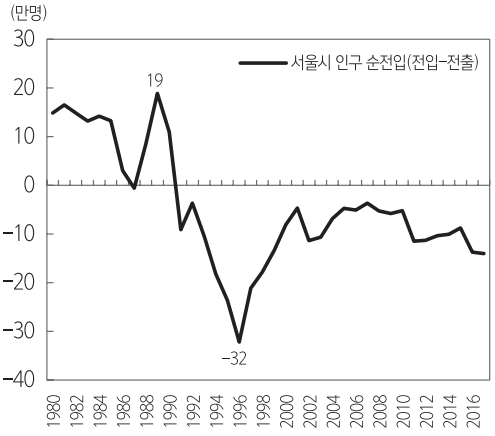
자료: 부동산 114

다. 부동산 전망과 정책제언

□ 서울의 아파트 매매지수는 ① 외부충격(external shock), ② 경기국면상 둔화·침체국면, ③ 신도시 건설등으로 인한 공급확충의 세가지 혹은 복합적인 경우 음(-)의 연간변동률을 나타내는 것으로 관찰

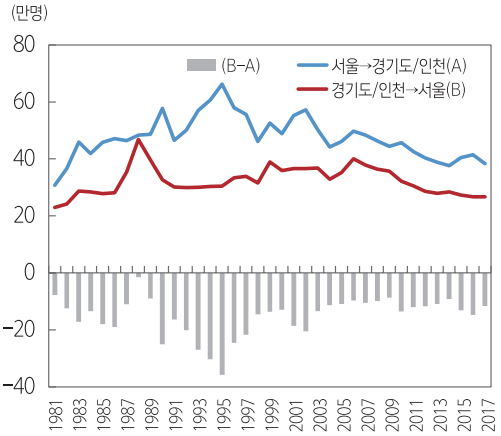
— 신도시 건설등으로 인한 공급확충: 1991년~199년중 집값 하락은 1기 신도시로 인한 아파트 대량 공급에 기인하며, 서울에서 경기도·인천으로의 인구순유출이 1990년부터이후 급증한 데 기인

〈그림 Ⅲ-97〉 서울시 인구 순전입



자료: 통계청

〈그림 Ⅲ-98〉 서울시/수도권 인구 전출입



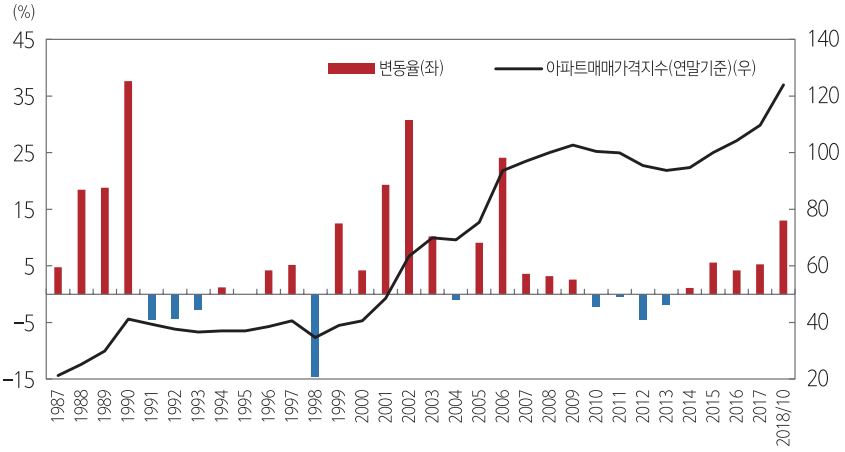
자료: 통계청

— 외부충격: IMF경제위기 직후인 1998년의 -14%는 데이터 집계 이래 최대 하락

— 경기국면상 둔화·침체국면: 2004년의 경우 경기국면이 둔화·침체·저점을 지났으며 -1%의 변동률을 기록

— 외부충격과 경기국면상 하강국면, 미분양 누적의 혼합(2010년~2013년 하락기): 2008년 글로벌금융위기 이후 서울아파트 매매지수상승률은 감소하였고, 누적된 미분양의 여파로 2010년부터 서울 아파트 매매지수가 하락하기 시작하여 2010년부터 2013년까지 가격이 하락

〈그림 Ⅲ-99〉 서울 아파트 매매가격지수와 연간변동률



자료: KB주택가격동향, 자본시장연구원

□ 다음의 요인들로 인해 내년도 서울 아파트 매매가는 외부충격이 없는 경우 보합을 나타낼 것으로 전망

— 과거 5년간 지속적인 가격상승(2013년부터 2018년 10월 현재 서울 아파트 매매지수 상승률은 32%, 올 한해 상승률은 13%)

— 정부의 강력한 수요억제정책(LTV·DTI 강화, 종합 부동산세·양도세·임대소득세 강화, 다주택자규제 강화, 임대사업자 세제혜택 제한과 대출규제 강화, 투기과열지구 및 투기지역 지정)

— 내년도 하반기에 경기국면이 둔화에서 침체국면으로 전환

□ 다만, 서울시의 경우 양질의 주택이 만성적으로 공급부족상태이기 때문에 서울시 아파트 매매가가 보합을 넘어서는 하락세로 전환하기 어려운 상태로 예상

— 현 상태는 다음과 같은 요인들로 인해 주택매도와 주택매수를 억제하여 주택가격이 안정화된 상태

• 양도세 강화로 인한 매도자의 주택매도 유인 감소

• 투기지역 및 투기과열지구의 주택담보대출규제 강화로 실수요자의 경우에도 금융제약으로 인한 주택매수 수요 감소

• 임대사업자 세제혜택 제한과 임대사업자 대출규제 강화로 인한 투자수요 감소

— 단기적 주택가격 상승을 피하기 위한 재개발·재건축 억제, HUG의 분양가 억제로 인한 민간분양연기 등은 장기적인 주택공급부족을 야기하여 가격상승을 야기할 가능성

• 입지가 양호한 지역의 재개발·재건축을 억제하는 정책은 해당지역의 공급을 제한함으로써 기존 주택 소유자들의 자본이득을 강화, 분양가 억제 정책은 청약당첨자들의 자본이득을 강화하는 부작용이 존재

• 9.21 발표된 '수도권 주택공급확대방안'에 따르면 1차로 서울내에서는 1만호, 경기 1.7만호, 인천 7천8백호 선정하고, 향후 26.5만호 택지확보 계획을 발표하였으나 실제 주택공급이 언제 이루어질지는 불확실

□ Hsieh and Moretti(2018)에 따르면 생산성이 높은 도시의 주택공급제약을 완화할 경우, 미국 전체의 총생산과 후생이 증가

— San Francisco의 경우 기존 주택 소유자들의 주택공급확대에 대한 반대와 지방정부의 토지사용제한정책으로 인해 도심이 과소사용중

— 생산성이 높은 도시의 주택공급제한은 미국 전역에 부정적 외부효과(negative externalities)를 유발

• 노동력과 공간의 비효율적인 배분 및 생산성 향상으로 인한 경제적 이득이 주택가격상승으로 희석되기 때문

— 생산성이 높은 도시의 주택공급제한을 완화할 경우 미국의 총생산과 전체 근로자들의 사회적 후생까지도 증가함을 이론적으로 설명하며, 주요 도시의 주택공급제한 정책을 완화하고, 광역교통망을 확충할 것을 정책적으로 권고

□ 결론적으로 공급이 제한적인 지역의 주택공급을 확대시키는 것이 금융불균형을 해결하는 시장친화적인 해결책

— 서울·광역시 아파트의 경우 경기국면에 상관없이 안정적인 수익률을 보이는 안전자산 성격을 보유함으로써, 개인은 주요 지역의 아파트에 투자하는 것이 우월한 투자전략

— 이러한 상황에서 주택담보대출규제 혹은 금리인상 등으로 금융불균형을 완전히 해소하기 어려움

— 주택공급이 탄력적인 지역의 아파트의 경우 위험자산의 성격을 보유하고 있음에 비추어, 공급이 제한적인 지역의 주택공급을 확대하는 것이 장기적으로 금융불균형을 해소하는데 기여할 것으로 예상

KCMI

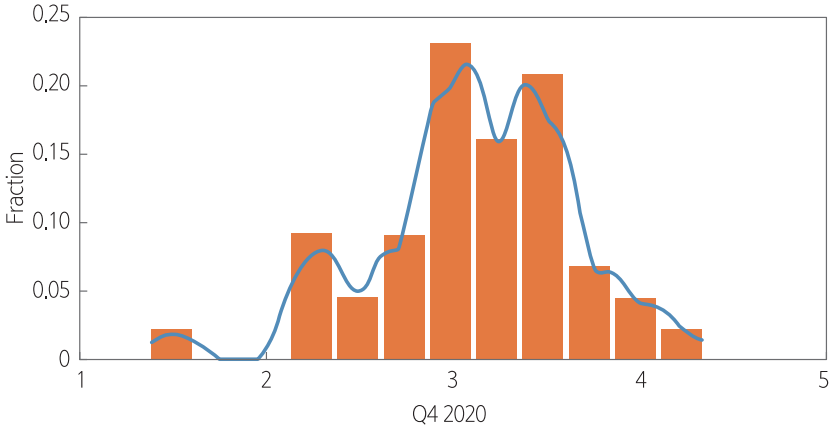
Ⅳ. 전망의 위험요인

IV. 전망의 위험요인

□ 미국 경제의 성장경로에 대해서는 예측기관간 이견이 적은 반면, 통화정책 경로에 대해서는 상당한 견해차가 존재함에 따라 향후 금융시장의 변동성을 확대하는 요인으로 작용할 전망

— 2020년말 미국의 기준금리 전망은 2019년 이후 2회 인상(3.0%)과 4회 인상(3.5%)으로 엇갈린 상황

〈그림 Ⅳ-1〉 2020년말 미국 기준금리 전망분포



주 : 실선은 kernel density 추정 결과
자료: Bloomberg

□ 아래에서는 기본 시나리오(잠재성장률을 상회하는 성장세와 물가안정을 바탕으로 2020년까지 기준금리가 3.5%로 인상)를 벗어난 경제성장 및 통화정책 경로의 가능성을 점검

가. 금리인상 확대

□ 고용사정 개선에 따른 물가상승 압력 심화(revenge of Phillips curve) 가능성을 높게 판단하고 있지 않으나(〈참고 2〉 참조), 현실화될 경우 금리인상이 가속화되고 최종적인 긴축 정도 또한 당초 예상보다 심화될 것으로 예상

— 전개양상에 따라 통화긴축으로 경기 정점이 예상보다 앞당겨 지면서 경기불황에 빠지는 과거의 경기순환 패턴이 재연될 가능성

— 이러한 경우 통화긴축으로 장기금리가 급등하고 주식가격 또한 큰 폭의 조정을 받게 될 것으로 예상

□ 반면, 그동안 부진했던 노동생산성이 IT관련 투자 확대 및 기존 기술의 저변 확대 등으로 개선될 경우 잠재성장률이 높아지면서 미국의 경기 정점이 예상보다 길어지고 최종 금리수준이 상향조정 될 가능성

— 잠재성장률 상승은 중립금리를 상승시켜 최종 금리수준은 높아질 것으로 예상되나, 양(+)의 생산성 충격이 기업의 노동수요를 축소시켜 물가에는 부정적(deflationary)인 만큼 금리인상 속도는 완만해질 가능성

— 장기 성장세에 대한 개선된 전망으로 장기금리가 완만하게 상승하는 가운데 주가 또한 동반 상승할 전망

나. 금리인상 축소

□ 미국의 재정확대 효과가 조기에 소진되면서 미국의 성장세가 예상보다 가팔라지고 경제성장에 대한 불안으로 자본시장의 변동성이 확대될 경우 금리인상이 조기에 마무리될 전망

— 성장률 둔화 전망으로 주식시장을 중심으로 금융긴축이 빈발할 경우 음(-)의 자산효과(wealth effect)로 소비 개선세가 둔화되는 데다 글로벌 수요 부진으로 국제유가의 하락세가 지속되면서 물가의 하방압력으로 작용

— 이러한 경우 경기 정점이 앞당겨 지면서 하강국면에 조기 진입할 것으로 예상되며, 금리인상의 조기 종료로 장기금리가 하락하고 주가 또한 하락할 전망

□ 한편, 경제성장 둔화에 따른 금리인상 축소 가능성과 별도로 미국 경제가 연준의 예상대로 완만하게 연착륙하는 경우에도 연준은 통화정책 파급시차 등을 감안하여 경기 정점에 도달하기 전 금리인상을 종료할 가능성도 상존

— 물가에 대한 연준의 우려가 크지 않은 가운데 통화정책의 파급효과가 약 1년후에 극대화된다는 점을 감안하여 미국경제가 둔화국면에 진입하기 전 중립금리 수준에서 금리인상을 종료하고 둔화국면을 완만하게 유도할 가능성

• Powell 의장은 잭슨 홀 컨퍼런스(8월 24일) 및 전미실물경제협회(NABE) 연차총회(10월 2일)에서 일관되게 물가와 고용시장간 관계 약화 및 자연실업률의 과대 추정 가능성을 언급

— 금리인상의 조기 종료로 장기금리는 하락할 것으로 예상되는 반면, 주가 상승세는 당분간 유지될 가능성

〈표 Ⅳ-1〉 미국의 통화정책 전망 위험요인별 실물경제 및 자본시장에 대한 영향

위험요인	통화정책 경로	실물경제 및 자본시장 영향
임금상승, 수요압력 확대 → 물가급등	금리인상 가속화 및 최종 긴축정도 심화	• 경기 정점에 조기 진입 → 경기침체 • 장기금리 상승 및 주가 하락
투자확대, 기존 기술개발의 저변 확대 → 노동생산성 개선	점진적 금리인상 및 최종 긴축정도 심화	• 잠재성장률 제고로 경기 확장기 연장 및 중립금리 상승 • 장기금리 및 주가 상승
미국 성장세 둔화 및 금융불안	금리인상 조기 종료	• 음(-)의 자산효과에 따른 수요부진 • 유가부진으로 물가하락 • 경기 정점에 조기 진입 → 하강국면으로 진입 • 장기금리 및 주가 하락
연준의 물가안정 확신	금리인상 조기 종료: 중립금리 수준에서 금리인상 마무리	• 완만한 둔화국면 • 장기금리 하락 및 주가 상승

KCMI

참고문헌

참고문헌

강내영·심혜정, 2018, 수출의 우리 경제에 대한 기여와 시사점, 한국무역협회 국제무역연구원『TRADE FOCUS』2018년 6호.

강현주·백인석, 2018, 『최근 한·미 금리 상승원인 분석 및 저금리 기조 변화 가능성 진단』, 자본시장연구원 이슈보고서 18-04.

김도완·한진현·이은경, 2017, 우리 경제의 잠재성장률 추정, 한국은행 『조사통계월보』2017년 8월호.

국회예산정책처, 2018, 『2019년 및 중기경제전망』.

권규호·조동철, 2014, 20년전의 일본, 오늘의 한국: 인구구조 고령화와 경제역동성 저하, 조동철 편,『우리 경제의 역동성: 일본과의 비교를 중심으로』, 한국개발연구원 연구보고서 2014-03.

백인석, 2018, 파월 신임 연준의장의 과제: 중립금리의 재평가, 자본시장연구원 『자본시장포커스』2018년 6호.

유복근, 2018, 글로벌 금융위기 전·후 외국인의 채권투자 결정요인 변화 분석: 한국의 사례, 『BOK 경제연구』2018-18.

한국은행, 2018.11.6, 2018년도 제19차 금융통화위원회 의사록.

Adrian, T., Crump, R., Moench, E., 2013a, Pricing term structure with linear regression, *Journal of Financial Economics* 110(1), 110-138.

Adrian, T., Crump, R., Moench, E., 2013b, Do Treasury Term Premia Rise around Monetary Tightenings?, Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Blog, April 15, 2013

Ahn, D.H., Min, B.K., 2016, In search of the missing link: A new perspective on the predictability of stock returns, Seoul National University working paper.

Ahn, D.H., Min, B.K., Yoon, B., 2018, Why has the size premium disappeared? Seoul National University working paper.

Alpanda, S., Zubairy, S., 2017, Addressing household indebtness: Monetary, fiscal or macroprudential policy? *European Economic Review* 92, 47-73.

Ang, A., 2018, Value investing: The long-term appeal of the underdog, BlackRock.

Arnott, R., Kalenik, V.L., 2018, CAPE fear: Why CAPE naysayers are wrong, Research affilates.

Aseness, C., Frazzini, A., Lsraeal, R., Moskowitz, T., 2015, Fact, fiction, and value investing, Journal of Portfolio Management 42(1), 34-52.

Bauer, M.D., Rudebusch, G.D., 2014, The signalling channel for Federal reserve bond purchases, *International Journal of Central Banking* 10(3), 233-289.

Bauer, M.D., Mertens, T.M., 2018, Information in the yield curve about future recessions, *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter* 2018-20.

Brunnermeier, M., Schnabel, I., 2016, *Bubbles and central banks: Historical perspectives, in Central Banks at a Crossroads-What Can We Learn from History?* Cambridge University.

Caceres, C., Carriere-Swallow, Y., Demir, I., Gruss, B., 2016, U.S. monetary policy normalization and global interest rates, IMF Working Paper 16/195.

Campbell, J.Y., Shiller, R.J., 1998, Valuation ratios and the long-run stock market outlook, *Journal of Portfolio Management* 24(2), 11-26.

Campbell, J.Y., Polk, C., Vuolteenaho, T., 2009, The price is (almost) right, *Journal of Finance* 64(6), 2739-2782.

Campbell, J.Y., Polk, C., Vuolteenaho, T., 2010, Growth or glamour? Fundamentals and systematic risk in stock returns, *Review of Financial Studies* 23(1), 305-344.

Chan, L.K.C., Lakonishok, 2004, Value and growth investing: Review and update, *Financial Analysts Journal* 60(1), 71-86.

Choi, J., Kronlund, M., 2018, Reaching for Yield in corporate bond mutual funds, *Review of Financial Studies* 31(5), 1930-1965.

Christensen, J.H.E., Rudebusch, G.D., 2017, A new normal for interest rates? Evidence from inflation-indexed debt, Forthcoming, *Review of Economics and Statistics*.

Clarida, R.H., 2018.10.25., Outlook for the U.S. Economy and Monetary Policy, Speech at Peterson Institute for International Economics.

Cohen, B.H., Hordahl, P., Xia, D., 2018, Term premia: Models and some stylised facts, BIS Quarterly Review.

Crescenzi, T., 2018, Rising rates: Not so fast, PIMCO.

Dechow, P.M., Sloan, R.G., Soliman, M.T., 2004, Implied equity duration: A new measure of equity risk, Review of Accounting Studies 9(203), 197-228.

DeLong, J.B., Magin, K., 2006, A short note the size of the dot-com bubble, NBER working paper No.12011.

Eggertsson, G.B., Lancastre, M., Summerse, L.H., 2018, Aging, output per capita and secular stagnation, NBER working paper No. 24902.

Engle, R.F., Kroner, K.F., 1995, Multivariate Simultaneous Generalized ARCH, Econometric Theory 11(1), 122-150.

Fama, E.F., French, K.R., 1989, Business conditions and expected returns on stocks and bonds, *Journal of Financial Economics* 25(1), 23-49.

Fama, E.F., French, K.R., 1992, The cross-section of expected stock returns, Journal of Finance 47(2), 427-465.

Fama, E.F., French, K.R., 1993, Common risk factors in the returns on stocks and bonds, *Journal of Financial Economics* 33(1), 3-56.

Fama, E.F., French, K.R., 1994, Size and book-to-market factors in earnings and returns, *Journal of Finance* 50(1), 131-155.

Fama, E.F., French, K.R., 2015, A five-factor asset pricing model, *Journal of Financial Economics* 116(1), 1-22.

Felstein, M., 2018, Why are US interest rates high and rising? Project Syndicate.

Fernald, J., 2014, A Quarterly, Utilization-Adjusted Series on Total Factor Productivity, FRBSF working paper 2012-19.

Fischer, S., 2017, The low level of global real interest rates, Federal Reserve Board.

Gali, J., 2011, The Return of Wage Phillips Curve, *Journal of the European Economic Association* 9(3), 436-461.

Gallant, A.R., Tauchen, G., 1989, Seminonparametric Estimation of Conditionally Constrained Heterogeneous Processes: Asset Pricing Applications, *Econometrica* 57(5), 1091-1120.

Gallant, A.R., Tauchen, G., 2017, SNP: A program for nonparametric times series analysis, Penn State University.

Ghodsi, M., Grübler, J., Stehrer, R., 2016, Import Demand Elasticities Revisted, wiiw working paper 132, The Vienna Institute for International Economic Studies.

Grant, A.L., Chan, J.C.C., 2017, Reconciling output gaps: Unobserved components model and Hodrick-Prescott filter, *Journal of Economic Dynamics and Control,* 75, 114-121.

Gurkaynak, R.S., Sack, B., Wright, J.H., 2006, The U.S. treasury yield curve: 1961 to present, FRB Finance and Economics Discussion Series 2006-28.

Hansen, L.P., Heaton, J.C., Li, N., 2008, Consumption strikes beta? Measuring long-run risk, Journal of Political Economy 116(2), 260-302.

Hahn, J.H., Lee, H., 2008, Yield spreads and alternative risk factors for size and book-to-market, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41(2), 245-269.

Himmelberg, C.P., Weldon, J., 2017, Bonds vs. equity: Fixing the Fed model, Goldman Sachs Economics Research.

Holston, K., Laubach, T., Williams, J, 2017, Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants, *Journal of International Economics* 108, 59-75.

Hseish, C., Moretti, E., 2018, Housing Constraints and Spatial Misallocation, *American Economic Journal: Macroeconomics,* forthcoming.

IMF, 2018, *Global Financial Stability Report*.

IMF, 2018.10., *World Economic Outlook*.

Kang, H., 2018, The Time-Varying Impact of China's Economic Rebalancing on Korea's Exports to China, *International Economic Journal* 32(1), 31-42.

Kang, H., Park, J., Suh, H., 2018, Business Cycle, Great Recession and Part-time Jobs, IBER working paper series 2018-1.

Kosar, J., 2018.10.1., Get ready for a big, fast rise in interest rates, Forbes.

Kuttner, K., Robinson, T., 2010, Understanding the flattening Phillips curve, *The North American Journal of Economics and Finance* 21(2), 110-125.

Lacker, J.M., 2017, Inflation Dynamics in Stable and Unstable Regimes: Comments on 'Deflating Inflation Expectations', U.S. Monetary Policy Forum.

Lakonishok, J., Shleifer, A., Vishny, R., 1994, Contrarian investment, extrapolation, and risk, Journal of Finance 49(5), 1541~1578.

Laubach, T., Williams, J.C., 2016, Measuring the natural rate of interest redux, *Business Economics* 51(2), 57-67.

Lettau, M., Wachter, J.A., 2007, Why is long-horizon equity less risky? A duration-based explanation of the value premium, *Journal of Finance* 62(1), 55-92.

Lian, C., Ma, Y., Wang, C., 2018, Low interest rates and risk taking: Evidence from individual investment decision, Forthcoming, *Review of Financial Studies*.

Ludvigson, S.C., Ng., S., 2009, Macro factors in bond risk premia, *Review of Financial Studies* 22(12), 5027-5067.

Lunde, A., Timmermann, A., 2004, Duration dependence in stock prices: An analysis of bull and bear markets, *Journal of Business and Economic Statistics* 22(3), 253-273.

Mackintosh, J., 2018.8.21., Calling bull on the longest bull market, The Wall Street Journal.

McCormick, L., 2018.7.10., Fed's crushing of term premium is key to Powell's yields puzzle, Bloomberg Market.

OECD, 2018.5., Economic Outlook.

Ofek, E., Richardson, M., 2003, DotCom mania: The rise and fall of internet stock prices, *Journal of Finance* 58(3), 1113-1137.

Patari, E., Leivo, T., 2017, A closer look at value premium: Literature review and synthesis, *Journal of Economic Survey* 31(1), 79-168.

Powell, J., 2018.8.24, Monetary Policy in a Changing Economy, Jackson Hole Conference.

Rachel, L., Smith, T.D., 2015, Secular drivers of the global real interest rate, Bank of England Staff working paper No. 571.

Saiz, A., 2010, The Geography Determinants of Housing Supply, *The Quarterly Journal of Economics*, 125(3), 1253-1296.

Shiller, R.J., 2015, *Irrational Exuberance, Princeton University Press*.

Siegel, J.J., 2016, The Shiller CAPE ratio: A new look, *Financial Analysts Journal* 72(3), 41-50.

Siegel, J.J., 2018, Why the stock market slip is not a slide, Knowledge@Wharton.

White House, 2015, *Long-term Interest Rates: A Survey*.

Williams, J.C., 2018, The future fortunes of R-star: Are they really rising? *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter* 2018-13.

Wright, J.H., 2011, Term premia and inflation uncertainty: Empirical evidence from an international panel dataset, *American Economic Review* 101(4), 1514-1534.

경제 및 자본시장 전망

등록일자 : 2018년 7월 24일
등록번호 : 영등포 사00038
발 행 일 : 2018년 12월 11일
발 행 인 : 박영석
편 집 인 : 강현주
발 행 처 : 한국자본시장연구원
전　　화 : (02) 3771-0600
팩　　스 : (02) 786-7570
주　　소 : 우) 07332 서울시 영등포구 의사당대로 143
홈페이지 : www.kcmi.re.kr