

## II. 자본시장 전망

### 1. 한·미 금리 전망

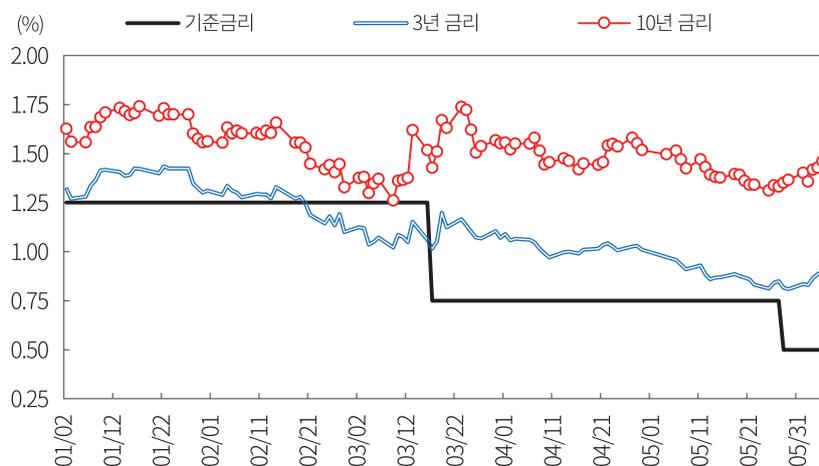
#### 가. 국내 금리 전망

##### 1) 2020년 상반기 국내 금리 동향

□ 상반기 국내 금리는 높은 변동성을 동반한 가운데 하락세를 시현하였으나, 하락폭은 주요국에 비해 낮은 수준 (<그림 II-1>, <그림 II-2>)

- 한국은행은 코로나19에 대응하기 위해 큰 폭의 기준금리 인하를 단행하고, 국채매입을 통해 과도한 금리 상승을 억제
  - 기준금리는 1.25%에서 역사적 최저수준인 0.5%까지 인하
  - 2회에 걸쳐 3조원 규모의 국고채 단순매입을 실시
- 안전자산 선호는 금리 하락요인으로 작용한 반면, 국채발행 증가는 금리 상승을 유발
- 다만 장기물을 중심으로 주요국에 비해 낮은 금리 하락세를 시현

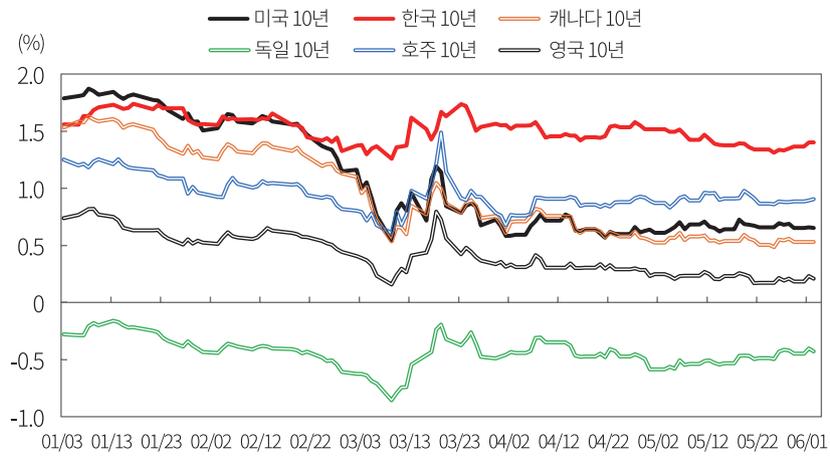
<그림 II-1> 상반기 국내 금리 추이



주 : 2020년 1월 2일부터 6월 5일까지의 일별 자료

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 II-2〉 주요국 10년 만기 국채 금리 추이



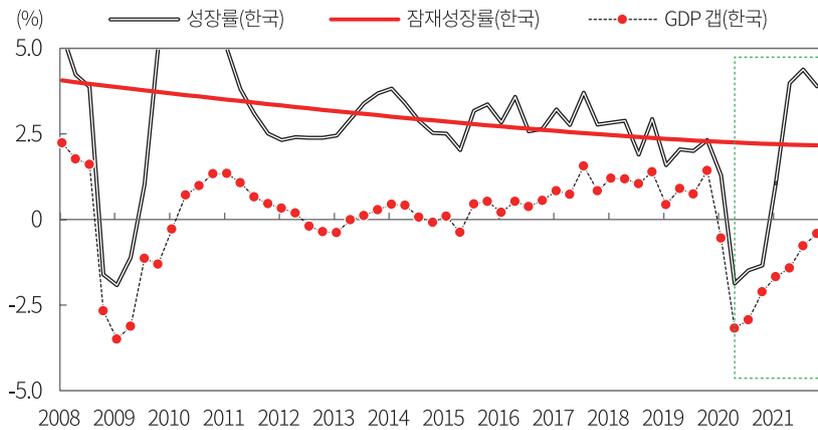
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

2) 성장률 및 물가요인

□ 경기반등에도 2020년 중 마이너스 GDP갭이 지속될 전망 (〈그림 II-3〉)

— 잠재성장률의 하락세가 유지되는 가운데 경기회복 강도는 잠재성장률에 미치지 못할 전망

〈그림 II-3〉 국내 성장경로 추이 및 전망



주 : 성장률 및 잠재성장률은 전년 동분기 대비  
 자료: 한국은행, 자본시장연구원

□ 하반기에는 물가 또한 부진세가 이어질 전망 (<그림 II-4>)

- 2018년 이후 하락세가 지속되고 있는 추세물가는 코로나19로 1% 수준을 큰 폭으로 하회
- 추세물가는 물가상승률 중 일시적 요인을 제외한 구조적 물가 수준을 의미

<그림 II-4> 국내 물가상승률 추이 및 전망



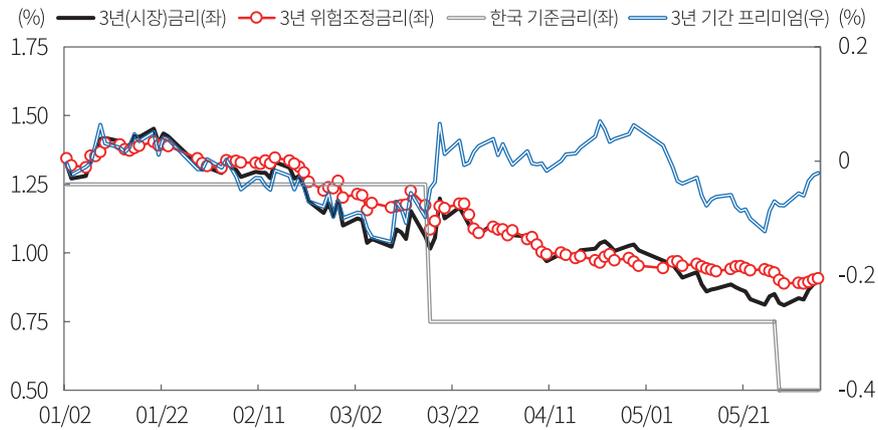
주 : 1) 2002년 1월부터 2020년 5월까지의 전년 동월비 물가상승률 및 추세물가상승률  
 2) 월별 추세물가상승률은 Stock and Watson(2007) 모형을 이용하여 추정  
 3) 빨간색 선은 자본시장연구원 2020년 연간 물가상승률 전망치(0.4%)  
 자료: 한국은행, 자본시장연구원

3) 하반기 금리 변동 결정요인

□ 통화정책은 하반기에도 금리 하향안정화에 기여할 것으로 전망되는 반면, 국채발행 증가는 기간 프리미엄 확대를 통해 금리 상승요인으로 작용할 전망 (<그림 II-5>, <그림 II-6>)

- 통화정책에 대한 기대(위험조정금리)는 상반기에 이어 하반기에도 상승압력이 크지 않은 상황
- 수급측면에서 국고채 발행이 큰 폭으로 증가하여 기간 프리미엄이 확대되며 금리 상승이 불가피할 전망

〈그림 II-5〉 3년 만기 금리 결정요인 추이



주 : 1) 2020년 1월 2일부터 2020년 6월 5일까지의 일별자료  
 2) 금리 결정요인은 Adrian, Crump and Moench(2013, ACM) 모형을 통해 추정  
 자료: ACM, KIS채권평가, Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 II-6〉 10년 만기 금리 결정요인 추이



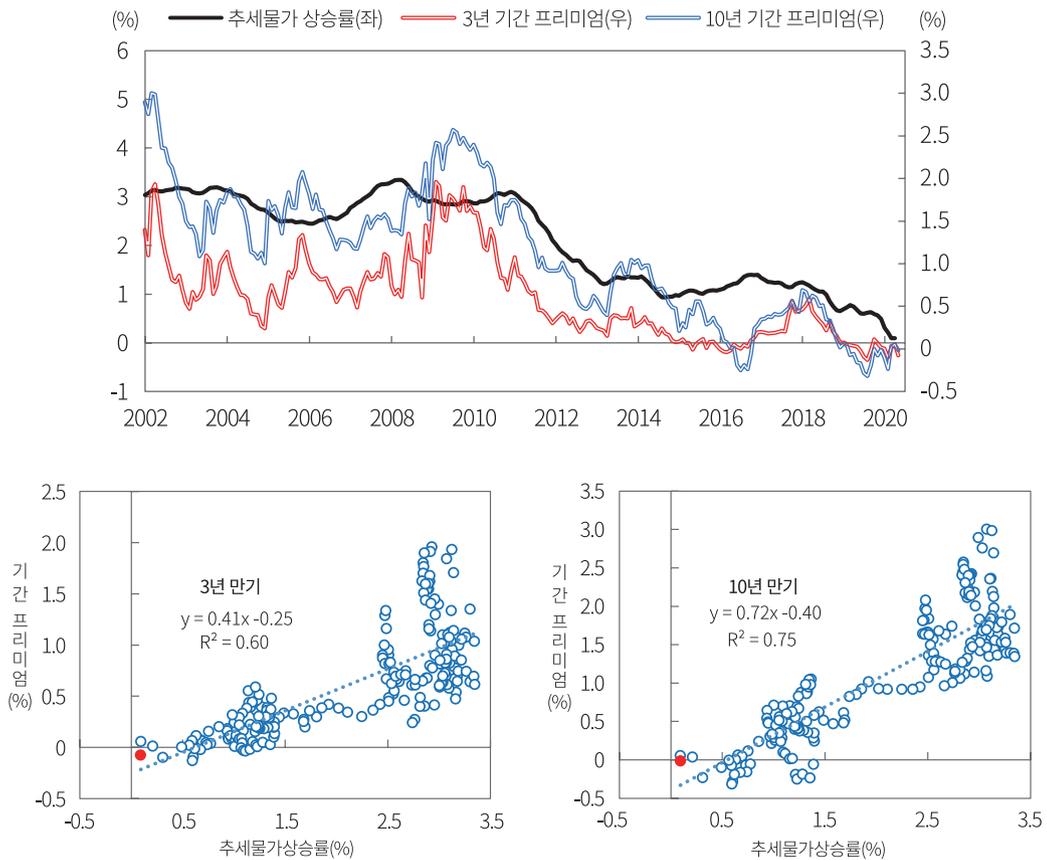
주 : 1) 2020년 1월 2일부터 2020년 6월 5일까지의 일별자료  
 2) 금리 결정요인은 ACM 모형을 통해 추정  
 자료: ACM, KIS채권평가, Bloomberg, 자본시장연구원

#### 4) 기간 프리미엄 (물가요인)

□ 상반기 국내 금리 기간 프리미엄은 물가 수준에 비해 높게 형성 (<그림 II-7>)

- 물가는 수급과 함께 기간 프리미엄 결정의 핵심 요인
- 최근 기간 프리미엄은 수급불균형으로 인해 물가상승률에 비해 높은 수준

<그림 II-7> 추세물가와 기간 프리미엄



주 : 빨간색 원은 2020년 5월 추세물가상승률 및 만기별 기간 프리미엄

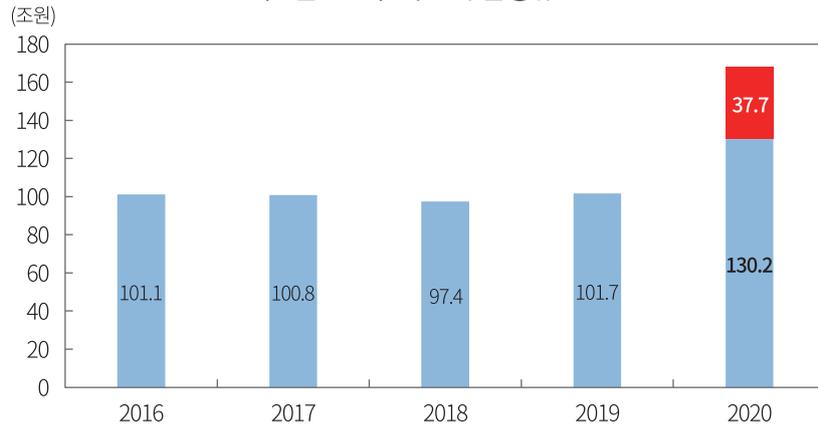
자료: ACM, 한국은행, KIS채권평가, Bloomberg, 자본시장연구원

### 5) 수급요인과 적극적 국채매입의 필요성

□ 국고채 발행의 큰 폭 증가로 금리 상승이 불가피하므로 한은의 적극적 국채매입이 필요 (<그림 II-8>, <그림 II-9>)

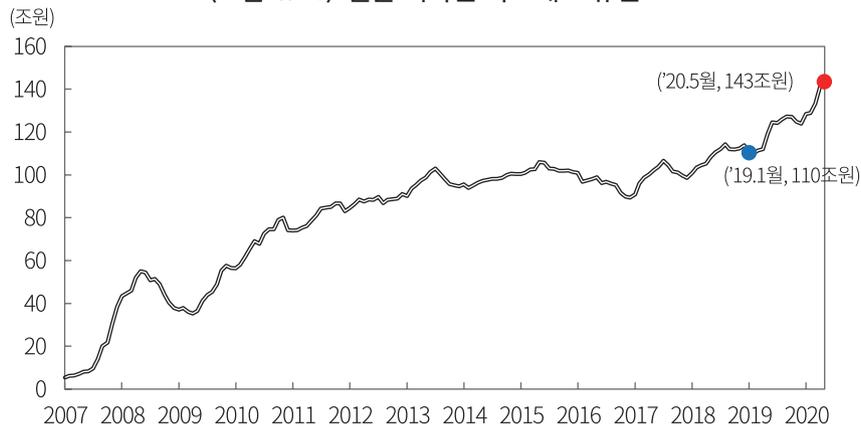
- 3차 추경까지 반영할 경우 2020년 국고채 발행규모는 최근 4년 평균(100조원 수준) 보다 60% 이상 증가한 167.9조원 수준
- 외국인 투자는 증가세가 이어지며 사상 최고치를 기록 중이나, 수급불균형 해소에는 역부족
- 한은이 적극적 국채매입으로 과도한 금리 상승의 부작용을 예방할 필요

<그림 II-8> 국고채 발행규모



자료: 기획재정부

<그림 II-9> 월별 외국인 국고채 보유잔고

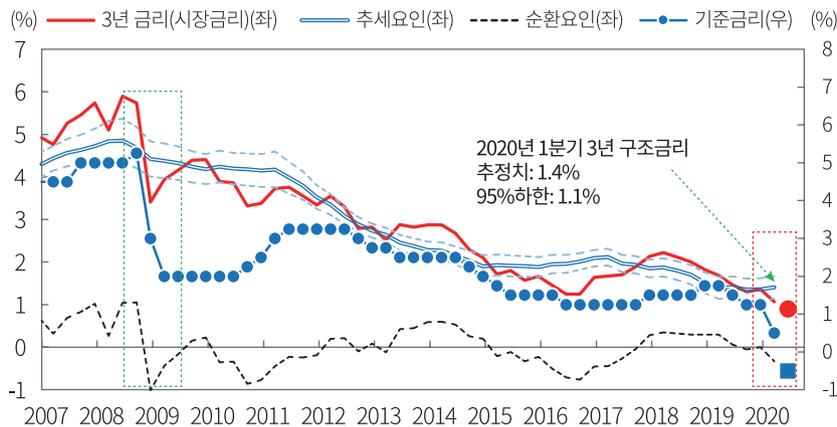


자료: 금융감독원

6) 구조적 금리 수준

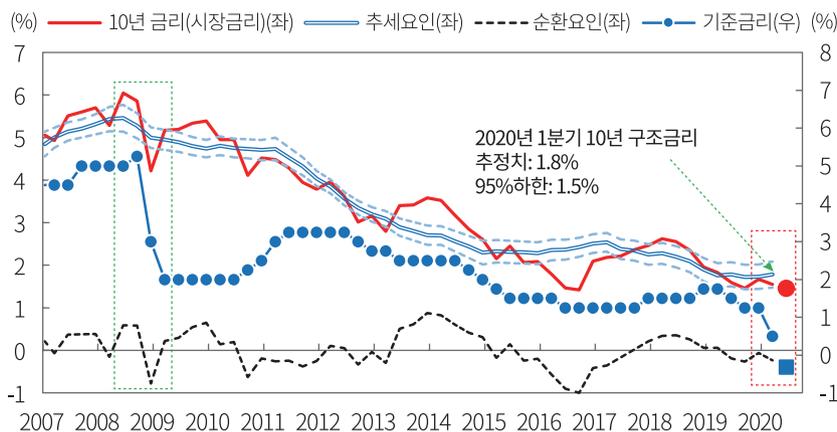
- 국채금리는 코로나19의 영향으로 구조적 수준을 하회 (<그림 II-10>, <그림 II-11>)
  - 구조적 금리는 기초경제여건(잠재성장률 및 추세물가)에 부합하는 금리 수준
  - 2020년 1분기 기준, 3년 및 10년 만기 금리의 (구조적 수준 추정치, 95% 하한선)은 각각 (1.4%, 1.1%) 및 (1.8%, 1.5%) 수준
  - 시장금리와 구조적 금리간 차이(순환요인)로 파악한 금융완화의 정도는 글로벌 금융위기 때 보다 낮은 수준

<그림 II-10> 기초경제여건에 부합하는 3년 만기 금리



자료: 한국은행, Bloomberg, 자본시장연구원

<그림 II-11> 기초경제여건에 부합하는 10년 만기 금리



자료: 한국은행, Bloomberg, 자본시장연구원

## 7) 하반기 국내 금리 전망 종합

□ 한은의 국채매입을 전제로, 3년 만기 금리는 0.6%(3분기) → 1.1%(4분기), 10년 만기 금리는 1.0%(3분기) → 1.6%(4분기)

- 추가 기준금리 인하가 예상되는 3분기까지 하락세를 유지할 전망이다, 한은이 국채매입을 통해 금리 상승을 억제할 것으로 예상
- 4분기에는 경기반등을 반영하며 상승세로 전환될 것으로 전망되나, 낮은 물가 및 잠재성장률을 하회하는 경기회복세로 구조적 금리 수준(3년 1.4%, 10년 1.8%)까지 상승하지는 않을 전망
- 다만, 코로나19 2차 확산 또는 미중 무역분쟁이 재점화될 경우 금리 하단이 낮아질 전망
  - 한은도 본격적 양적완화 수단으로서 국채매입을 고려할 것으로 예상
  - 양적완화로서 국채매입은 금리 상승 억제보다 금리 하락을 목적으로 하며, 매입규모 및 일정 등을 사전에 공표하는 정책

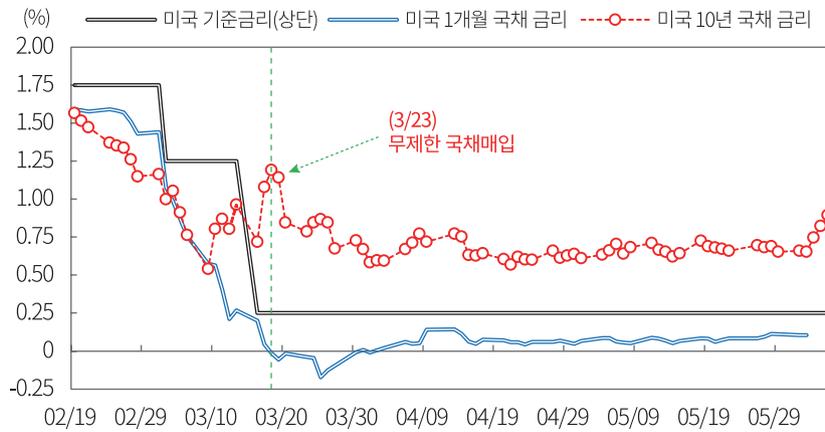
## 나. 미국 금리 전망

### 1) 2020년 상반기 미국 금리 동향

□ 3월 중순까지 급등락한 후, 연준의 무제한 국채매입(양적완화) 시행으로 하향안정화 (〈그림 II-12〉, 〈그림 II-13〉)

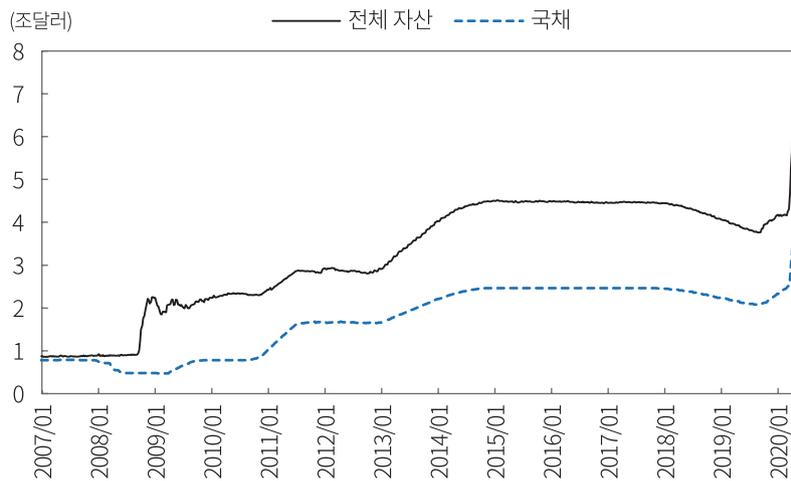
- [코로나19 본격화~3월 중순] 기준금리의 대폭 인하(1.5%p)에도 장기금리는 급등
- [3월 하순~] 연준의 무제한 국채매입 발표 이후 하향안정화
- 연준 보유 전체 자산 및 국채 규모가 각각 7조달러 및 4조달러를 상회

〈그림 II-12〉 상반기 미국 금리 추이



주 : 2020년 2월 19일부터 2020년 6월 5일까지의 일별자료  
 자료: KIS채권평가, Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 II-13〉 연준 보유자산 규모



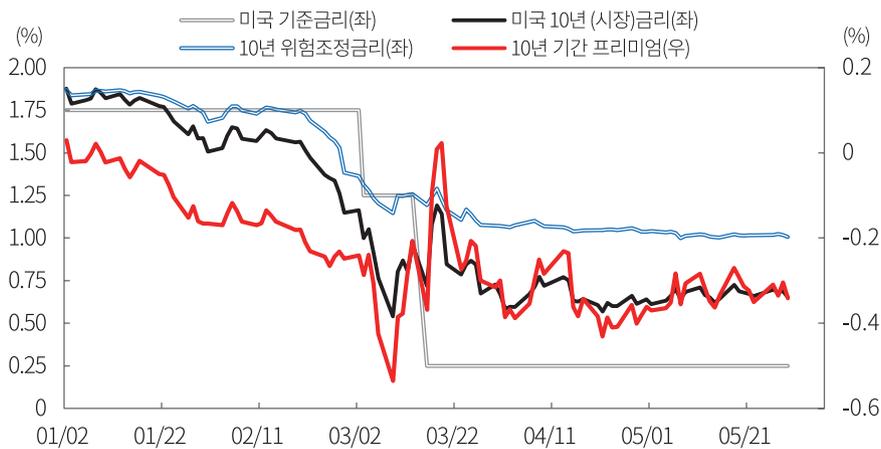
자료: 세인트루이스 연준

## 2) 미국 금리 전망

□ 변동성이 확대되는 가운데, 10년 만기 기준 0.6~1.2%의 범위에서 형성될 전망 (<그림 II-14>, <그림 II-15>)

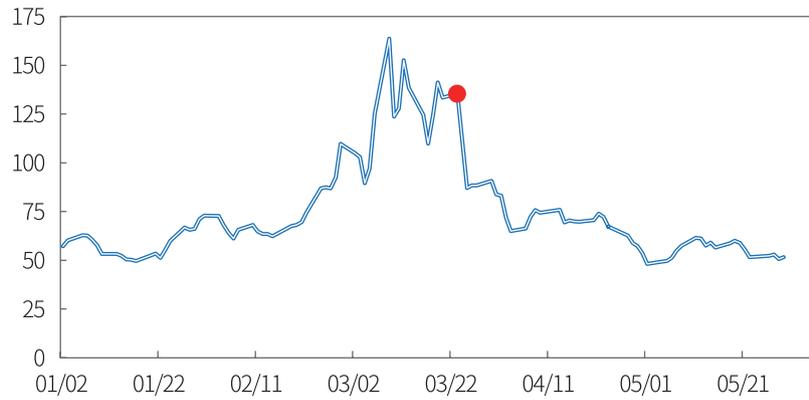
- [변동성] 코로나19 불확실성, 거시지표 및 주가 변화에 따라 금리 변동성이 확대될 것으로 예상
- [금리 상단] 필요 시 연준의 국채매입 확대로 금리 상단이 제한될 전망
- [금리 하단] 코로나19 및 미중 무역분쟁이 재차 확산되지 않는 한, 추가 금리 하락 여지도 제한

<그림 II-14> 미국 금리 결정요인



주 : 1) 위험조정금리 및 기간 프리미엄은 조정ACM 모형을 통해 도출  
 2) 조정ACM 모형은 Lloyd(2018)의 방법에 따라 ACM 모형 추정시 만기 1년 이하는 OIS 금리, 만기 1년 초과는 국채 금리를 이용하여 추정(ACM 모형은 1983년 1월 2일~2020년 5월 29일까지의 자료를 사용하여 추정)  
 3) 2020년 1월 2일부터 2020년 5월 29일까지의 일별자료  
 자료: ACM, Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 II-15〉 미국 금리 변동성



주 : 1) 2020년 1월 2일부터 2020년 5월 29일까지의 일별 금리 변동성  
2) 일별 변동성은 Merrill Lynch MOVE(1개월)지수  
3) 빨간색 원은 연준의 무제한 국채매입시행 발표일(3월 23일)  
자료: 세인트루이스 연준