

KB 지식 비타민

중장기 금리 전망과 결정요인 점검

- 글로벌 금리의 장기 하락과 최근 초저금리 상황
- 금리 하락 배경: 추세적 요인과 일시적 요인
- 향후 3~5년 국내외 금리 결정 요인
- 중장기 금리 전망과 초저금리 지속 여부



< 요약 >

□ 글로벌 금리는 1980년 이후 추세적으로 하락 흐름을 보이고 있고, 2008년 글로벌 금융위기 이후 저금리 기조가 강화됐으며, 2020년 코로나19 대유행으로 초저금리 환경에 진입

□ 중장기 금리 하락요인: 추세적 요인과 일시적 요인

- 1990년대부터 2010년대까지 한계생산체증에 따른 전세계 성장률 하락으로 글로벌 금리가 하락
- 인플레이션과 기대심리가 낮아지고, 안정적인 통화정책 운용으로 인플레이션 변동성 하락
- 달러 기축통화 체제에서 달러자산 투자 증가는 달러 유동성 확대와 맞물리면서 무위험 금리 하락
- 세계화와 금융시장 개방으로 인해 글로벌 자금의 국경간 이동이 원활해지면서 저금리 추세 확산
- 2020년 코로나19 대유행에 따른 글로벌 경기침체에 대응해 확장적 통화재정정책이 공격적으로 시행되면서 최근과 같은 초저금리 환경 형성

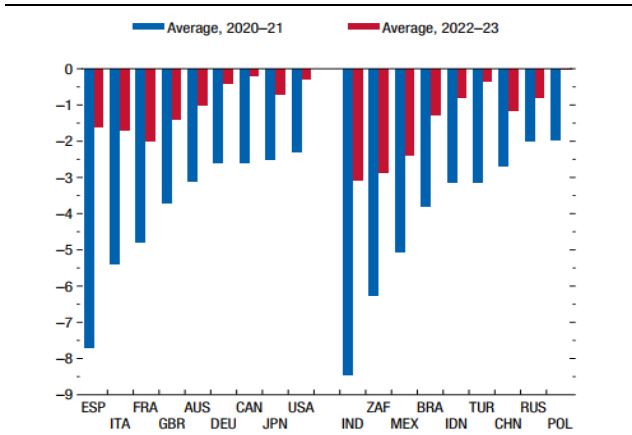
□ 향후 금리 변동은 경기회복 경로와 관련이 높으나, 저금리 환경이 지속될 전망

- 코로나19 대유행에 따른 경제충격이 2020년 2분기에 저점을 형성할 것으로 예상되며, 방역 강화와 백신 개발 등으로 완만한 회복 경로를 보이면서 국내외 금리가 완만한 상승 흐름을 보일 전망
- 글로벌 금리의 장기 추세로 보면, 코로나19 충격 이후 완만한 금리 상승은 추세 복귀를 의미하며, 경제성장률 하락과 디스인플레이션, 금융시장 개방 등에 따른 저물가 추세는 지속될 것으로 예상됨
- 통화정책 측면에서는 인플레이션 경계감이 약화되고 중앙은행이 인플레이션 파이터로서의 의식이 낮아질 전망. 금리정책 정상화가 늦어지면서 저금리 환경이 지속될 가능성이 높음

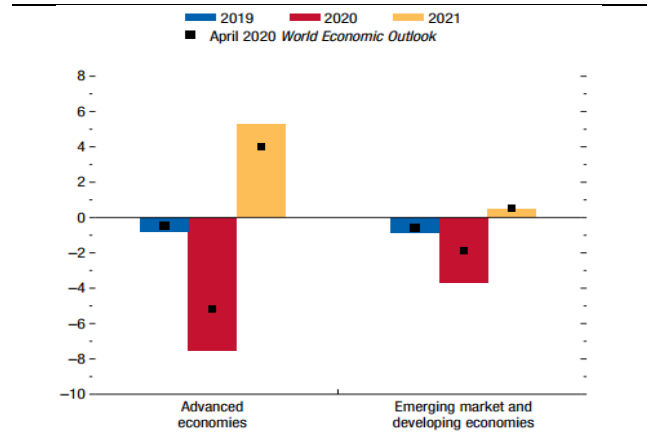
□ 중장기 저금리 환경 지속의 변수는 인플레이션 기대심리 확산

- 코로나19 충격에서 벗어나는데 상당한 시간이 걸릴 것이며, 세계경제의 성장부진이 장기화될 가능성이 높아, 상당기간 디스인플레이션 현상이 나타날 것으로 예상
- 다만, 재정지출 확대를 통화정책이 지원하는 재정의 화폐화 현상이 발생할 경우, 인플레이션으로 연결될 가능성도 경계

IMF, GDP갭 예측



재정수지 적자(% , GDP 대비)

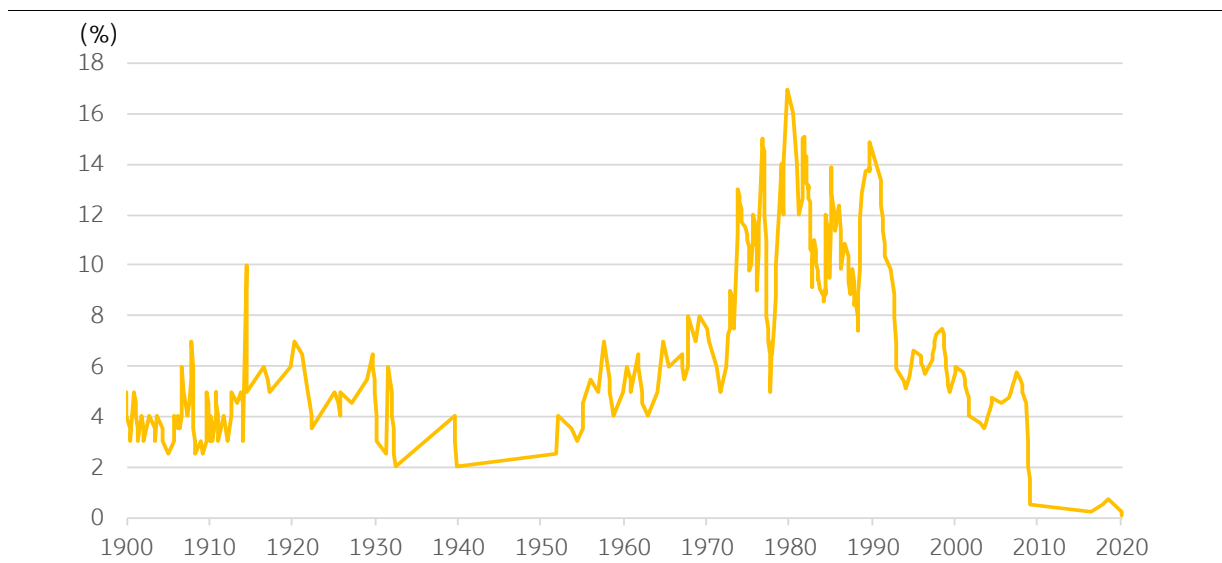




■ 글로벌 금리의 장기 하락 추세와 최근 초저금리 상황

- 글로벌 금리는 1980년 이후 추세적 하락 흐름을 보이고 있고, 2008년 글로벌 금융위기 이후 저금리 기조가 강화됐으며, 2020년 코로나19 대유행으로 다수의 선진국이 제로금리정책을 펼치면서 초저금리 상황에 이르고 있음
 - 우선, 1970년대 중동의 지정학적 위험이 높아지면서 오일쇼크가 나타났으며, 높은 인플레이션에 대응에 통화긴축정책(고금리정책)이 추진되었음
 - 1990년대 이후에는 물가안정목표제와 금리중시 통화정책이 시행되는 등 중앙은행의 정책 능력이 향상되면서 인플레이션이 안정되고 글로벌 금리도 하락 추세 지속
 - 2000년대 들어 고성장과 저물가로 대변되는 골디락스 시대를 지나, 2008년 글로벌 금융위기 이후 미국과 유럽 중앙은행이 제로금리정책과 양적완화정책을 시행하면서 본격적인 저금리 시대가 열렸음
 - 2016년 이후 미국 연준이 금리정상화를 시작하면서 글로벌 금리가 상승했으나, 2020년 코로나19가 전세계적으로 대유행하면서 미국 중앙은행(Fed)뿐 아니라 대부분의 선진국이 제로금리정책과 양적완화정책을 실행하는 상황에 이르고 있음
 - 한국의 경우, 기준금리를 0.50%까지 인하했으며, 2020년 11조원 규모의 국고채 단순매입을 실행할 것으로 추산. 또한 향후 시장안정화를 위해 본격적인 자산매입 정책을 추진할 가능성이 높은 것으로 예상됨

[그림 1] 1900년 이후 영국 bank rate와 기준금리 추이



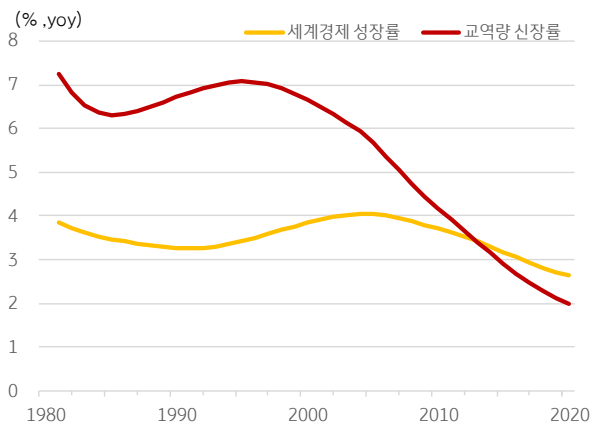
주: 1981년~1996년 min band dealing rate, 1997년~2005년 repo rate, 2006년~ official bank rate
 자료: 영란은행



■ 금리 하락 배경: 추세적 요인과 일시적 요인

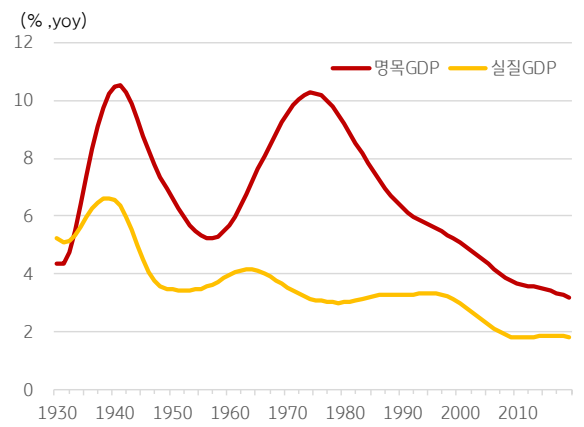
- 첫째, 1990년대부터 2010년대까지 한계생산체증에 따른 전세계 성장률 하락으로 글로벌 금리가 하락
 - 세계경제 성장률은 1990년대 소폭 하락했으며 2000년대 중국의 경제성장으로 반등했으나, 2010년대 들어서 하락폭 확대. 글로벌 교역 신장률은 1990년대 이후 둔화 추세
 - 미국의 명목과 실질 GDP 성장률은 1980년 이후 하락세가 지속되고 있으며, 2000년 이후 실질 GDP 성장률 추세는 횡보하고 있으나, 명목GDP 성장률은 하락 흐름
 - 경제규모가 커질수록 노동과 자본의 한계생산비용이 체증하면서 세계경제 성장률은 둔화되고 있으며, 2010년 이후에는 전세계적으로 인구 고령화로 인해 노동력 감소 문제가 대두

[그림 2] 글로벌 GDP와 교역량 추세 증가율



주: HP필터를 통해 산출한 추세 증가율
 자료: IMF World Economic Outlook, KB경영연구소

[그림 3] 미국, 명목·실질 GDP 추세 성장률



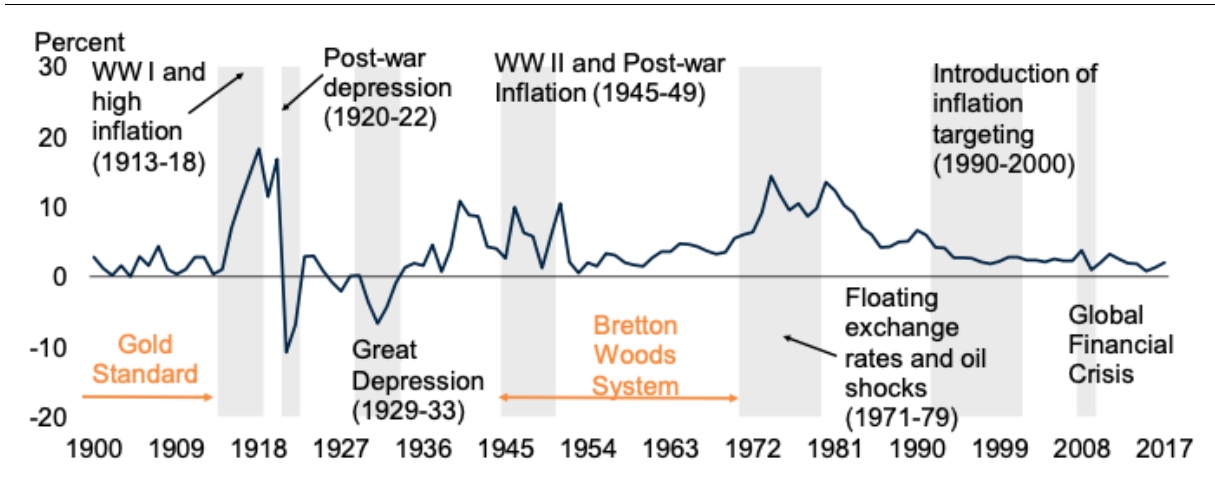
주: HP필터를 통해 산출한 추세 증가율
 자료: BEA, KB경영연구소

- 둘째, 인플레이션과 기대심리가 낮아지고, 안정적인 통화정책 운용으로 인플레이션 변동성이 줄어드는 점도 중장기적인 금리 하락 요인
 - 1990년 이후 물가안정목표제가 안정적으로 운영되면서 장기적으로 인플레이션 하락 추세가 지속되고 있으며, 인플레이션 변동성도 크지 않는 상황 지속
 - 지정학적 불안에 따른 유가 상승과 기후변화에 따른 농산물가격 변동 등 공급측 요인에 의한 인플레이션은 일시적으로 나타났으나, 생산능력 향상에 따라 총수요측 인플레이션 압력은 높지 않은 상황 지속
 - 또한 중국의 저가 제품 수출은 2000년 이후 전세계적으로 인플레이션을 낮추는 요인으로



작용하고 있음

[그림 4] 미국 소비자물가 상승률과 주요 이벤트



자료: Jongrim Ha(2019)

○ 셋째, 달러 기축통화 체제에서 달러자산 투자 증가는 달러 유동성 확대와 맞물리면서 무위험 국채 금리를 낮추었음

- 미국의 경상수지 적자를 통해 달러화가 주요 교역국에게 공급되며, 주요 교역국들은 달러자산에 투자하면서 달러화가 미국으로 회귀(달러 리사이클링)
 - 이는 달러가 필요한 국가에게 달러를 공급하여 달러 기축통화 체제를 유지하는 달러 공급과 환수 시스템

[그림 5] 달러지수

- 달러 기축통화 체제가 성립된 이후, 달러 가치는 추세적으로 하락 흐름을 지속
 - 2008년 글로벌 금융위기 이후, 저금리 정책과 양적완화정책으로 달러 공급이 늘어나면서 2011년 달러가치가 역사적 저점에 도달
 - 달러 기축통화 체제가 확고한 가운데, 안정적인 달러 공급은 달러 가치 하락과 글로벌 인플레이션 안정에 기여



자료: Bloomberg

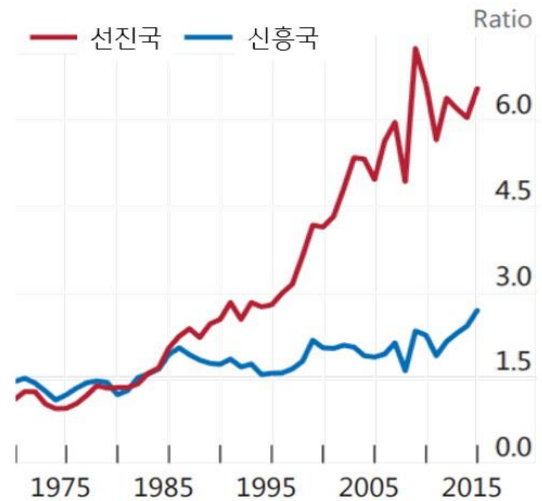
- 다만, 2011년 이후 달러 가치 상승이 추세선을 이탈하면서 장기적인 달러 약세 추세에 변화 가능성이 제기. 달러 가치 상승과 달러 공급 축소는 중장기적으로 글로벌 인플레이



션을 높이는 요인으로 작용주:

- 넷째, 세계화와 금융시장 개방으로 인해 글로벌 자금이 국가간 경계를 넘어 원활하게 이동하게 되면서 저금리 추세가 전세계적으로 확산
 - 1980~90년 이후 자유무역협상이 체결되면서 무역 개방도가 높아졌으나, 금융 개방도는 이보다 더욱 빠른 속도로 높아졌음
 - 높은 금융 개방도와 무역 개방도는 전세계 경제와 금융시장의 동조화 현상을 강화
- 다섯째, 2020년 코로나19 대유행에 따른 글로벌 경기침체에 대응해 확장적 통화재정정책이 공격적으로 시행되면서 최근과 같은 초저금리 환경 형성
 - 글로벌 금융위기 이후 제로금리정책과 양적 완화정책을 시행한 국가가 미국과 유로존에 그쳤다면, 코로나19 대유행 이후에는 대부분의 선진국들이 정책금리를 제로(0) 수준까지 인하하고 자산매입을 시작

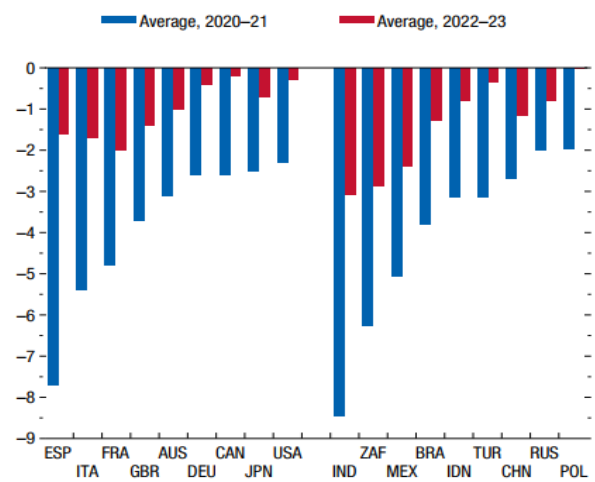
[그림 6] 무역개방도 대비 금융개방도



주: 금융개방도는 GDP 대비 해외 자산과 부채 비중
 무역개방도는 GDP 대비 수출입 비중
 자료: BIS

■ 향후 3~5 년 국내외 금리 결정 요인

[그림 7] IMF, GDP갭 예측





- 향후 국내외 금리 변화는 코로나19 충격에서 벗어나는 경로와 관련이 높을 것
- 주: GDP갭은 잠재GDP 대비 실제GDP의 % 격차
자료: IMF WEO(2020.10월)
- 최근 초저금리 현상은 글로벌 금리가 추세 하락하는 가운데, 코로나19 대응 과정에서 금리 하락폭이 확대됐기 때문
 - 코로나19 충격에서 회복함에 따라 큰 폭으로 낮아졌던 국내외 금리도 정상화될 전망
- 먼저, 코로나19 충격 이후 세계경제 회복이 완만하게 진행됨에 따라 저금리 환경은 어느 정도 유지될 전망
- 세계경제는 코로나19 충격 이후 나йки 형태의 회복경로를 보일 가능성이 높음
 - 코로나19의 재유행 및 장기화와 이에 따른 소비심리 악화, 글로벌 보호무역주의 강화, 중국의 수입대체 등이 세계경제의 회복을 제한
 - IMF 등 주요 국내외 주요 기관들은 세계경제가 2022년 중반 2019년 수준을 회복할 것으로 예상하고 있으며, 주요국 GDP갭이 2022~2023년에도 마이너스 상태일 것으로 전망
 - 또한 코로나19 충격으로 하락한 고용률과 제조업 평균가동률도 느리게 정상화될 것으로 예상되며, 경기부진 장기화에 따른 노동시장의 이력현상¹과 중소기업·자영업자의 부실화 가능성도 금리 상승에 부담
 - 코로나19 충격에서 완만하게 회복되면서 국내외 금리는 소폭 높아질 것으로 예상되나, 경제적 측면에서 저금리 상황은 지속될 가능성이 높음
- 통화·재정정책 측면에서 빠르게 금리를 올리기 어려운 환경 예상
- 먼저, 마이너스 GDP갭 지속과 낮은 인플레이션으로 인해 주요국 중앙은행들이 금리인상을 서두를 필요성은 낮은 상황
 - 미국 연준은 2023년까지 연방기금목표금리를 인상하지 않을 것이라는 forward guidance²를 제시
 - 또한 경기회복을 위해 정부가 재정지출을 확대하고 있는 동안에는 정책공조 필요성을 고려할 때, 금리인상이 어려움

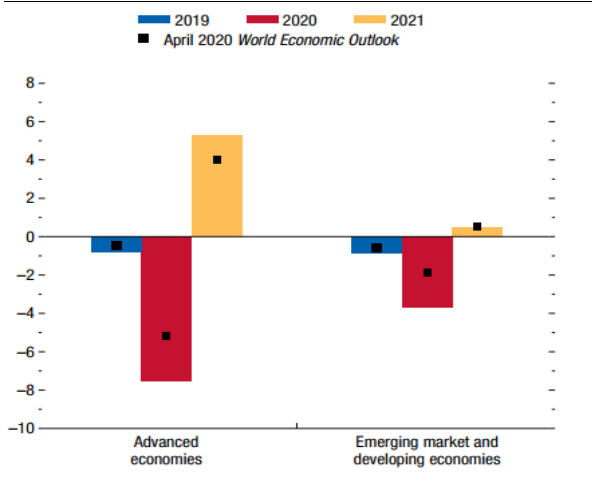
¹ 노동시장의 이력현상(hysteresis): 실업률(고용률)이 외부충격에 의해 영향을 받아 변동을 한 후 그 충격이 사라지더라도 원래수준으로 회복되지 못하는 현상

² Forward guidance: 중앙은행의 정책 수단 중 하나. 기준금리를 활용하는 전통적인 방법 외에 통화정책 운용방향에 대해 구체적인 지침을 제시함으로써 시장과 소통을 강화하는 비전통적 통화정책 수단 중 하나



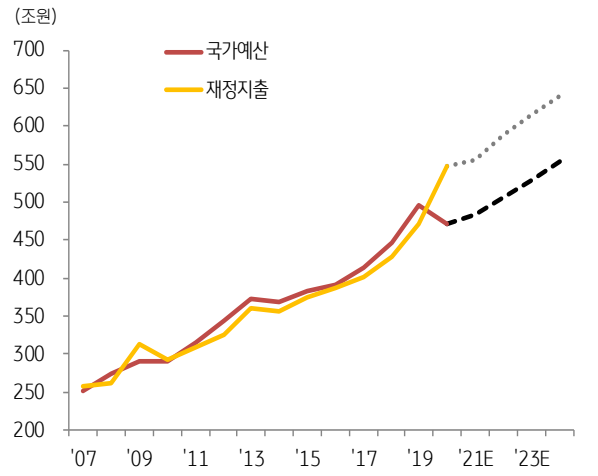
- 재정책대 시, 금리인상은 정부의 조달비용 상승과 국채 수요 약화 등으로 연결되어 재정 건전성과 국가신인도를 악화시키는 부정적 영향
- 국내에서도 국가재정운용계획에 따라 2024년까지 100조원 이상의 국채 순발행 기조가 유지될 가능성이 높으며, 이를 고려할 때 금통위가 기준금리를 큰 폭으로 올리는 것이 현실적으로 어려움
- 이는 경기회복을 위해 재정지출을 확대하고 있는 미국, 유럽 등 대부분 국가가 동일
- 대규모 국채 발행 이후 신규 발행을 줄이고 통화긴축으로 전환할 경우, 정부의 이자비용이 높아지지는 않지만, 채권투자자의 손실이 급증하면서 금융기관 수익성과 건전성에 악영향을 줄 수 있음. 이를 고려할 때, 향후 통화긴축 과정도 신중하게 진행될 가능성이 높음

[그림 8] 재정수지 적자(% GDP 대비)



자료: IMF

[그림 9] 국가예산과 재정지출 전망



자료: 기획재정부

- 마이너스 GDP갭 등 국내외 경기부진으로 디스인플레이션³ 흐름이 당분간 지속될 것으로 예상되나, 인플레이션 기대심리 확산은 중장기적으로 금리 변동성을 높일 수 있는 불안요인

[그림 10] 미국 손익분기인플레이션

³ 디플레이션(deflation)은 소비자물가와 자산가격 등이 마이너스(-) 증가율을 보이는 경제상황을 의미하며, 디스인플레이션(disinflation)은 소비자물가 상승률이 플러스(+)이나 하락세를 보이는 것을 의미



- 미국 연준이 평균인플레이션 목표제⁴를 도입하면서 향후 2%를 상회하는 인플레이션을 용인할 것으로 예상. 이는 통화정책 정상화를 늦춰 인플레이션 기대심리를 상승시키는 요인
 - 올해 3월 이후 미국 채권시장의 기대인플레이션 지표(손익분기인플레이션, Break-Even Inflation)이 빠르게 반등하면서 채권시장에서 기대인플레이션을 상승에 대한 우려도 제기되었음



- 국가부채, 가계부채, 기업부채 등 모든 경제주체의 채무가 늘어나면서 정책적으로 인플레이션을 용인할 가능성 증가
 - 어느 정도의 인플레이션을 용인할 가능성이 높아짐에 따라 정책금리 인상은 인플레이션에 후행할 것이며, 시장금리는 인플레이션을 반영해 상승할 전망
- 경기회복 기대, 통화정책 정상화 과정에서 금리 변동성 확대 가능성 경계
- 경기회복 모멘텀이 강하지 않고, 통화재정정책에 대한 의존도가 높은 가운데, 국채 발행 증가, 경기회복 기대, 백신 개발 기대, 미국 대선 결과 등에 따라 금리 변동성이 확대될 가능성
 - 글로벌 금융위기 이후, 정책 정상화 과정에서 발생한 2013년 테이퍼 텐트럼⁵ 사례와 같이 현재 통화정책의 정상화를 시도할 경우, 국제금융시장에서 충격 발생 예상

■ 중장기 금리 전망과 초저금리 지속 여부

- 코로나19 대유행에 따른 경제충격이 2020년 2분기에 저점을 형성할 것으로 예상되며, 이후에는 방역 강화와 백신 개발 등으로 완만한 회복 경로를 보이면서 국내외 금리가 완만한 상승 흐름을 보일 전망

⁴ 평균인플레이션 목표제(Average Inflation Targeting): 인플레이션이 낮았던 기간을 포함한 평균 인플레이션이 2%를 넘지 않으면 인플레이션이 목표치인 2%를 넘는 인플레이션을 용인. 미 연준이 평균인플레이션 목표제를 채택함으로써 장기간 제로(0) 금리 수준과 완화적 통화정책 기조를 유지하겠다는 강력한 신호를 보낸 것으로 해석 할 수 있음

⁵ 테이퍼 텐트럼(Taper Tantrum): 2013년 당시 벤 버냉키 연준 의장이 자산매입 규모 축소(테이퍼링)를 시사해 국채금리가 급등한 사건을 '테이퍼 텐트럼(긴축 발작)'으로 부르면서 금융 시장에서 언급되기 시작



- 다만, GDP갭이 마이너스 상태인데다, 취업자 감소와 낮은 가동률, 자영업자 부실 증가 등 경제환경은 상당기간 부진할 것
- 또한 재정지출 확대와 경기부진 지속 등으로 완화적 통화정책 기조는 상당기간 유지될 것으로 예상되는 만큼, 저금리 환경이 지속될 것으로 예상
- 완만한 금리 상승 과정에서 국채 발행 증가, 금융부실 증가, 코로나19 재유행, 테이퍼 텐트럼 등에 따라 금리 변동성이 수시로 확대될 수 있음
 - 글로벌 국채 발행이 급증한 상황에서 세계경제가 최악의 상황을 지나게 되면, 저금리로 투자메리트가 낮은 국채를 중심으로 수요 약화 문제가 발생할 수 있음
 - 코로나19 장기화 시, 늘어난 채무가 부실화되면서 크레딧 경색이 발생할 가능성
 - 코로나19 일별 신규 확진자가 지속적으로 늘어나고 있는 가운데, 지역별로 재유행하고 장기화되면서 시장심리를 악화시킬 수 있음
 - 경기모멘텀이 약한 가운데, 미국이 상대적으로 빠른 회복세를 보이고 통화긴축에 먼저 나설 경우, 글로벌 유동성 감소를 우려해 주식·환율·채권 등 트리플 약세가 재현될 여지가 있음
- 글로벌 금리의 장기 추세로 보면, 코로나19 충격 이후 완만한 금리 상승은 추세 복귀를 의미하며, 경제성장률 하락과 디스인플레이션, 금융시장 개방 등에 따른 저물가 추세는 지속 예상
 - 달러 기축통화 유지를 위한 달러 약세 흐름이 지속될 경우 저금리에 유리한 환경이 조성될 것이며, 달러 강세는 수입물가 상승을 통해 인플레이션을 높일 가능성
- 통화정책 측면에서는 인플레이션 경계감이 악화되고 중앙은행이 인플레이션 파이터로서의 의식이 낮아질 전망. 금리정책 정상화가 늦어지면서 저금리 환경이 지속될 가능성이 높음
- 중장기 저금리 환경 지속의 변수는 인플레이션 기대심리 확산
 - 코로나19 충격에서 벗어나는데 상당한 시간이 걸릴 것이며, AI, 자율주행 등 신산업이 대중화단계로 진입하지 못함에 따라, 세계경제의 성장부진이 장기화될 가능성이 높고, 이에 따라 디스인플레이션 현상이 나타날 것으로 예상
 - 다만, 재정지출 확대를 통화정책이 지원하는 재정의 화폐화⁶ 현상이 발생할 경우, 인플레이

⁶ 재정의 화폐화(Monetization): 정부 지출 증가로 인한 재정 적자를 보전하기 위해 정부가 중앙은행에 국채를 매각하는 것을 이르는 말. 이는 통화정책의 주체인 중앙은행을 정부의 재정 운영에 동원하는 것이어서 중앙은행의 독립성을 심각하게 위협할 수 있음. 또 정부부채의 화폐화는 본원통화의 증가로 이어져 물가 상승을 견인할 가능성도 있음



선으로 연결될 가능성이 높음

- 중장기적으로 볼 때, 저성장·저물가로 실질 부채가 줄어들지 않을 가능성이 높고, 저금리 정책을 통해 부채의 부실화를 방지할 것. 풍부한 유동성과 부채 문제는 저성장 시기에 해소되지 않을 전망
- 이 과정에서 4차 산업이 세계경제 성장을 주도하는 초기 단계에 도달했을 때, 인플레이션 기대심리가 높아지고 인플레이션 파이터로써 중앙은행의 역할이 강화되고, 글로벌 금리도 본격적인 상승 추세로 전환할 가능성이 있음

<연구위원 이승훈(seunghun.lee@kbfsg.com) ☎02)2073-5759>