

VIP 고객용

08-01(통권 10호)

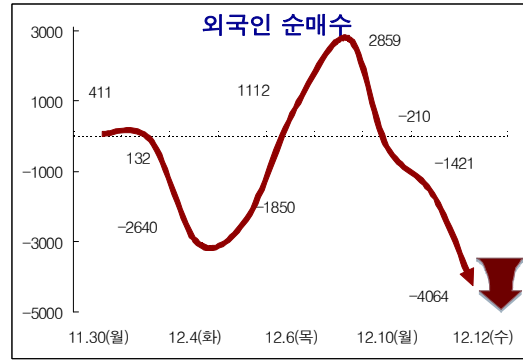
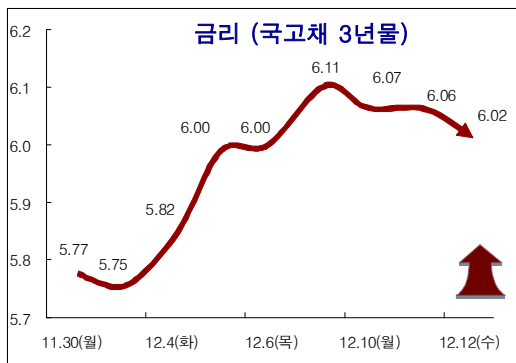
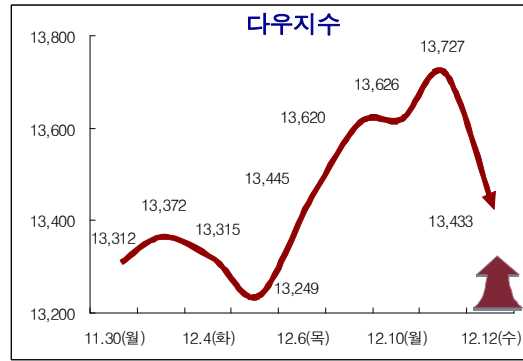
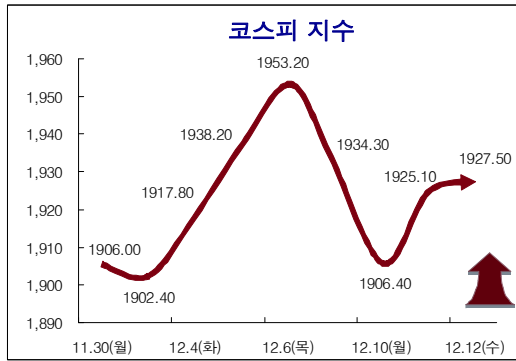
2008.1.30.

금융빅뱅 인사이트



- 자본 시장 분석
 - 경기둔화 우려와 높은 위험프리미엄 지속
- 금융 빅뱅 이슈
 - 시장금리 상승 추세 지속할까

月間 主要 經濟 指標 (12.14 ~ 01.10)



Better than the Best!

목차

자본 시장 분석

□ 증시 Focus: 경기둔화 우려와 높은 위험프리미엄 지속 1

금융 빅뱅 이슈

□ 시장금리 상승 추세 지속할까 6

□ 본 자료는 주요 투자자들을 위해 작성한 국내 금융 빅뱅 현안에 대한 설명 자료입니다.
 □ 본 보고서에 있는 내용을 인용 또는 전재하시기 위해서는 본 증권사와 연구원의 허락을 얻어야 하며, 보고서 내용에 대한 문의는 아래와 같이 하여 주시기 바랍니다.
 □ 현 대 증 권 : 김 형 권 연구위원 (2014-1768, hk.kim@hrcviews.com)
 □ 현대경제연구원 : 박 덕 배 전문연구위원 (3669-4009, dbpark@hri.co.kr)

Executive Summary

□ 증시 Focus: 경기둔화 우려와 높은 위험프리미엄 지속

1. 투자 의견 '중립(Neutral)' 유지와 적정 KOSPI 소폭 하향조정

2007년 하반기부터 높아진 변동성을 감안해 지수전망시 고려하는 위험수위를 소폭 높여 향후 6개월 기준 적정 KOSPI 수준을 1,780p(1,600~1,960p)에서 1,700p(1,530~1,870p)로 4.5% 하향 조정한다.

2. 미국경제 상반기 중 침체상태 지속전망

하반기 금리인하 효과를 기대하기 전까지 미국 제조업동향 위축상태 지속, 고용동향 추가 악화, 소비동향 침체국면 지속을 예상하고, 이는 이머징마켓 경제성장세에도 직간접적으로 영향을 미쳐 성장률의 둔화를 가져올 것이다.

3. 과거 미국경제 침체시기와 비교시 약 6~7개월 뒤 주가 바닥 지날 것으로 예상

1969년 이래 6차례의 미국 경제 침체국면을 비교연구한 결과, 경기선행지수는 6.개월, 주가는 7.7개월 뒤 바닥을 통과한 것으로 확인된다.

4. 채권보증보험사의 신용등급하락우려 지속 전망

2008년 초 글로벌 주식시장 급락 원인 중 하나였던 서구선진국 채권보증 보험사의 신용등급 하락 우려와 신규자본 확충의 문제는 진행형으로서, 隗중에도 글로벌 금융시장의 신용위험을 확산시킬 것으로 판단된다.

5. IT와 금융 업종의 비중확대를 추천

시장 투자 의견 '중립(Neutral)'에 따라 가치주와 안정적 성장주로 비중확대를 추천한다. 업종별로는 가치주의 비중이 높아지고 있는 IT업종, 금융업종을 포함한 전통적 경기방어 업종인 헬스케어, 유틸리티, 필수소비업종의 비중확대를 추천한다.

□ 시장금리 상승 추세 지속할까

1. 서브프라임과 Money Move에 움직이는 국내 금리

2007년 하반기 이후 국내 시중금리의 변동성이 높아지고 있다. 2007년 1월 급등하던 CD금리는 1월 10일 5.89%까지 급등하다가 하락세를 나타내며 1월 28일 현재 작년 12월 중순경의 금리 수준인 5.70%까지 떨어졌다.

2007년 금리가 상승세를 나타낸 것은 은행권 자금이 증시로 유입되는 소위 Money Move 현상 때문으로 볼 수 있다. 2007년 약 20조 원(추정치)의 광의유동성(L)증가 내역 중, 은행예금의 증가는 26조 원에 그친 반면, 주식형예금의 경우 68조 원 증가에서 나타난 것 같이, 은행 예금에서 주식으로의 Money Move 현상이 두드러지게 되었다. 더욱이 기업의 투자자금 수요가 지속적으로 늘어가는 것에 반해 은행 수신이 따라가지 못하는 상황 하에서 은행들이 금융채 및 CD 발행을 증가시킨 것이 금리 상승을 부추기게 되었다.

그러나 2008년 1월 중순부터 씨티그룹과 메릴린치 등 대형 금융기관들이 잇따라 최악의 손실을 발표하면서 서브프라임 불안이 본격적으로 확대되자 국내 주식시장이 크게 동요하게 되고 Money Move 현상이 진정된다. 즉, 은행에서 주식형 펀드 등으로의 자금 이동이 줄어들게 됨으로써 은행권의 자금 여유를 가져와 최근과 같은 금리 하락에 영향을 미치게 되었다.

2. 상승 압력 가능성이 존재하는 하반기 시장금리

앞으로 시장금리는 상반기에 하락할 것으로 예상이 되는 가운데 하반기에 들어 서브프라임 사태가 진정될 경우, 상승 요인이 부각될 수 있어 하락세로부터 반전할 가능성이 존재한다.

우선 상반기에는 전세계적인 정책 금리 인하, 안전자산 선호, 미국발 경기 침체 가능성 등의 요인이 금리에 강하게 작용할 것으로 예상된다. 즉, 2008년 상반기 국내 금융시장은 글로벌 신용경색으로 인한 안전자산선호 현상이 나타나면서 역 Money Move 현상이 나타날 것으로 전망되고 있다. 미국이 대폭적인 금리인하를 단행한 것 또한 통화당국의 금리인하 가능성을 높이고 있다. 뿐만 아니라 신정부의 '경제 살리기' 차원에서의 기업투자 활성화를 위하여 대출금리 인하 유도 가능성도 커지고 있다. 따라서 이러한 하락요인들이 크게 작용하면서 상반기 동안에는 전반적으로 하락세를 지속할 것으로 보인다.

Executive Summary

(전세계적인 정책 금리 인하) 첫째, 서브프라임 사태로 인한 투자은행들의 손실이 예상보다 큰 것으로 발표되자 글로벌 금융시장 불안이 확대되고 경기 침체가 우려되자 미국을 비롯한 주요국이 정책 금리를 내리게 되었다. 국내 통화당국 또한 물가가 불안한 상승세를 보이고 있으나 우선적으로 경기회복과 금융시장 안정을 걱정해야 하는 처지이다. 또한 신정부의 '경제 살리기' 차원에서 기업의 투자활성화를 위해 정책적으로 기업 대출금리 인하를 유도할 것이다. 새 정부는 경제성장률 7%, 1인당 GDP 4만 달러, 세계 7대 경제 강국 진입이라는 '대한민국 747'을 국가의 비전으로 제시한 만큼 '경제살리기'에 역점을 두고 있다. 이와 같은 이유로 적어도 상반기 중에는 정책 금리를 인하할 가능성이 높아지고 있다.

(안전자산 선호) 둘째, 서브프라임 여파 확대에 따른 안전자산 선호 현상이다. 서브프라임 사태로 인한 투자은행들의 손실이 예상보다 큰 것으로 발표되면서 불안심리가 커지고, 이에 따른 글로벌 금융시장 불안이 확대되고 있다. 미 주택가격 하락세 등에 의한 부실 규모는 머잖아 금융시스템이 감내할 수 있는 규모(약 4,500억 달러 정도)를 돌파할 가능성이 점증하고 있다. 이에 2008년 1월 22일 미국 연방준비위원회는 전격적으로 0.75%p 정책금리를 인하하였다. 이와 같은 글로벌 신용경색은 곧 우리나라에도 은행 예금, 채권과 같은 안전자산 선호 현상을 유발시키게 될 것이고 은행의 대출 여력을 증가시키어 금리 인하 요인으로 작용하게 된다.

(미국발 경기 침체 우려) 셋째, 미국과 세계 경제의 공동 침체에 대한 우려다. 미국 주택 경기 부진이 소비에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높아 보이며, 미국의 거시정책이 적절히 대응하지 못할 경우 성장세 급락도 가능하다. 대형투자은행들은 이미 2007년 미국 경제성장률 전망을 2% 수준으로 하향 조정하였으며, 2008년 전망치에 대해서도 점점 부정적인 시각이 높아지고 있다. 미국경제의 침체, 신용경색과 미 금리인하에 따른 부작용 등이 세계 경제 및 금융시장에 예상보다 큰 부정적인 영향을 미치면서 글로벌 경기 침체에 빠뜨릴 수 있다. 우리나라 역시 대미수출은 물론, 높은 대미수출의존도(21%)를 보이는 중국이 영향을 받게 되면 대중수출 또한 타격을 받게 될 수 있다. 이처럼 수출 경기 위축으로 인한 경기 침체가 예상될 경우, 국내 시중금리는 저금리로 전환할 가능성이 존재한다.

Executive Summary

한편, 하반기에는 만약 서브프라임 문제의 해결이 될 경우라면 글로벌 물가급등, 부동산가격 안정, 시중유동성 증가 등의 요인들에 의해 상승 압력이 작용할 가능성을 배제할 수 없다. 미국 대형 투자은행들이 내다보고 있듯이 만약 서브프라임 사태가 진정되면서 시장의 불확실성이 악화될 경우 Money Move 현상이 다시 진행되고, 억눌려 있던 물가상승 문제가 부각되면서 금리가 상승할 가능성을 배제할 수 없기 때문이다. 또한 시중 유동성의 존재는 상반기 하락 요인이 다소 완화될 경우, 부동산, 주식 등에 자금이 몰려 금리를 올리는 요인으로 부각될 수 있다.

(글로벌 물가급등) 첫째, 구조적인 수급불균형에서 야기되는 글로벌 물가급등 현상이다. 11월 중 전년동기대비 소비자물가는 미국은 4.3%, 중국의 경우 전 6.9%로 치솟았다. 이러한 물가불안은 기본적으로 글로벌 시장에서 석유 및 원자재와 농산물의 가격급등에 기인하고 있다. 중국과 인도와 같은 인구대국 신흥국가의 고성장에 따른 수요 급증에다 달러화 약세에 따른 투기적 수요가 겹치면서 나타나고 있는 현상이다. 게다가 옥수수 등을 사용한 바이오 에너지개발 붐도 곡물의 수급불안을 야기하고 있다. 국내적으로도 지난해 12월부터 소비자물가는 한은의 목표 범위를 벗어난 전년동월대비 3.6%, 소비자 생활물가지수는 이보다 높은 4.8%를 기록하고 있어 주의를 필요하고 있다.

(시중유동성 증가) 둘째, 여전히 과잉유동성 문제를 안고 있다는 점이다. 2007년 1월 말 광의유동성은 전년동기대비 12.5%로 두 자리수의 증가세를 기록했다. 이는 금융당국의 다양한 긴축 조치에도 은행들의 가계와 중소기업에 대한 대출 확대 등에 의한 것으로 분석된다. 이러한 과잉유동성은 언제든지 부동산, 주식 등 초과수익이 존재하는 곳으로 유입되어 해당 자산의 가격을 쉽게 급등시킬 수 있다. 이에 따라 통화당국은 통화 환수 의지를 지속할 것으로 보인다.

(부동산가격 안정) 셋째, 확고한 정책당국의 부동산가격 안정 의지다. 최근 신정부의 양도소득세 감소, 투기과열지구, 투기지역 해제 추진에 대한 기대로 기존 집값이 상승세를 보이고 있다. 그러나 신정부는 부동산 가격 안정을 위해 경계의 끈을 놓지 않겠다는 입장이므로 하반기 들어 본격적으로 부동산 가격이 상승세를 나타내면 금리 인상으로 이어질 수 있다.

3. 대응 과제

정부와 금융기관은 적어도 금년 상반기 동안에는 무엇보다도 서브프라임 사태에 따른 피해를 최소화하기 위한 노력과 하반기에 들어 시장금리 상승 압력이 작용할 것에 대비한 세심한 주의가 필요하다.

첫째, 서브프라임 사태에 따른 투자자들의 불안 심리를 차단해야 한다. 이를 위해 금융감독 당국은 금융기관, 각종 기금 등이 보유하고 있는 서브프라임 관련 MBS, CDO, CDS 등의 파생금융상품의 부실 가능 금액이 얼마인지를 파악한 후, 이를 줄이는 방향으로 유도해야 한다. 또한 유출입 자본에 대한 모니터링을 강화함으로써 투기 자본의 국내 금융 시장 교란을 방지해야 할 것이다.

둘째, 금리정책을 신중하게 운영할 필요가 있다. 금리 인하는 물가 상승과 시중 유동성 등의 요인을 고려한 후 신중하게 이루어져야 할 것이다. 한편, 하반기에 물가 상승이 가시화되어 시장금리 상승 압력이 작용할 경우, 금리 급등 현상을 막기 위한 유연한 통화정책이 수반되어야 한다.

셋째, 수출 감소에 대비, 내수를 활성화시켜야 한다. 세계 경기침체는 수출 감소로 이어질 것이므로 규제 완화, 기업투자 활성화 정책 등 내수 진작책을 선제적으로 시행하는 것이 필요하다. 또한 제조업의 신성장 동력 확보, 서비스 산업 개발 등을 통해 국내 수요 및 투자를 제고해야 할 것이다.

넷째, 금융기관들은 시장 분석을 위한 객관적 자료를 투자자에게 제공한다. 즉, 시장 상황 및 전망 등을 고객들에게 충분히 설명하여 과도한 개인 투자자들의 투매를 억제하도록 해야 한다. 반면, 자사의 투자 현황을 정확하게 전달함으로써 개인 투자자들이 정보의 부족으로 인한 손실을 방지할 수 있도록 해야 한다.

다섯째, 은행들은 단기금리 변동성 확대에 대한 대비책을 세워야 한다. 자금 흐름이 주식으로 흘러가는 Money Move 현상이 가속화됨에 따라 은행의 대출 여력이 약화되는 것에 대비하기 위해서는 은행채의 발행을 통해 장기적으로 자금의 안정적인 공급을 확보해야 한다.

증시 Focus: 경기둔화 우려와 높은 위험프리미엄 지속

○ 미국경제 침체상태 지속 전망

- 2007년 12월 중 크게 악화된 미국의 제조업동향(ISM지수 47.7%로 중립선 50%를 하회), 고용동향(비농가취업자수 1.8만 명으로 급감, 실업률 5.0%로 상승), 소비동향(핵심소매판매 2.6% 증가로 본격 침체신호)에서 미국경제의 둔화세가 연착륙선상에서 경착륙 상태로 진입하고 있음을 알 수 있음
- 따라서, 2007년 하반기부터 시작된 금리인하 사이클의 효과를 가늠해볼 수 있는 2008년 하반기 이전까지는 침체국면이 이어질 것으로 전망
- 미국 경제가 2007년 하반기부터 하강사이클로 진입한 이후 인하 폭이 커지고 있는 정책금리 인하의 효과가 예상되는 하반기 이전까지는 침체상태가 유지 될 것으로 판단

○ 역사적 비교 1: 경기선행지수 바닥, 6.5개월 뒤에 가능

- 미국 전미경제조사국(NBER)에서 구분한 미국경제 침체국면은 최소한 두 분기이상 전년대비 마이너스 성장을 하거나 이에 준하는 경기둔화시기로 정의
- 역사적으로 미국 경제가 침체국면에 있었던 사례와 비교할 경우, 경기선행지수로 본 경제 회복 시기는 평균적으로 6.5개월, 주가는 7.7개월이 지나서 바닥을 지난 것으로 확인
- 2008년 1월을 미국경제가 또 다른 침체국면으로 진입하는 시작 시점이라면, 상반기 중 미국경제와 주가는 각각 둔화세와 조정국면을 지속할 가능성이 큰 것으로 판단

자본시장분석

- NBER에서는 최근 미국경기의 사이클상 정점은 2006년 1분기로서 이미 24개월 전에 정점을 지난 것으로 보고 있음
- 이후 미국경제는 약 2년간 경제성장세가 둔화되어왔으나 여전히 확장국면을 이어가고 있음
- 미국내 부동산시장침체와 서브프라임 문제에도 불구하고 글로벌경제 호황 덕분에 연착륙기조가 이어져왔으나 2008년 들어 그 둔화 폭이 커지며 침체국면 진입 우려가 증가하고 있는 것
- 역사적으로 미국 경기선행지수는 고점으로부터 침체국면에 진입한 시점까지 평균 12.3개월이 소요되었고, 이후 선행지수가 돌아서며 상승하기 시작하는 시점까지는 6.5개월이 필요한 것으로 나타남
- 앞선 6차례의 시기를 볼 때, 선행지수의 고점부터 침체국면 시작 시점까지의 기간이 길수록 선행지수가 바닥을 확인하는 시기는 빠르게 다가오는 경향이 있기는 하지만, 최소한 4개월(6차례 중 3차례 평균)이 소요될 것으로 추정됨

미국경제 침체국면과 경기선행지수의 고점과 저점시기

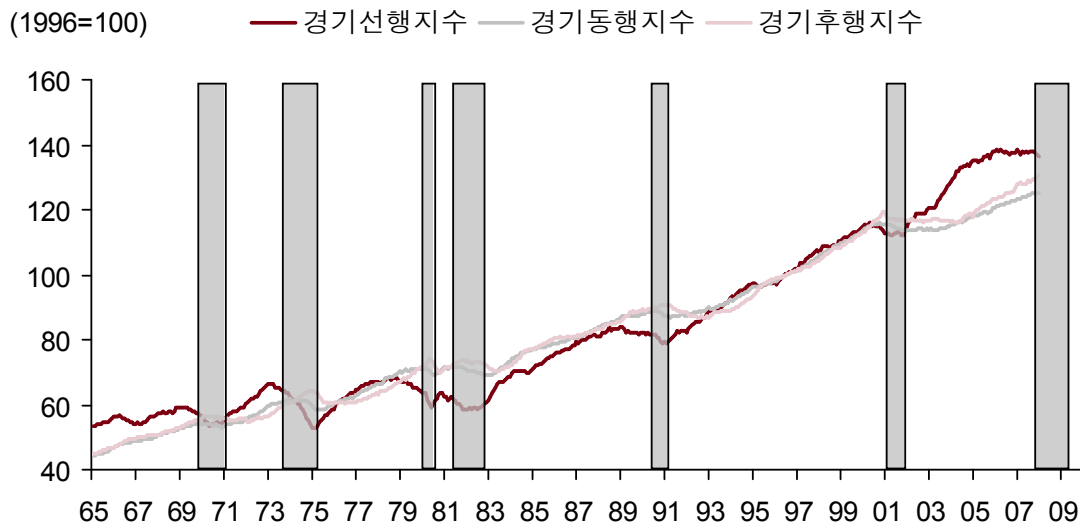
(단위:개월)

침체국면			선행지수고점~침체국면시작	침체국면시작~선행지수바닥
시작	끝	개월수		
Dec-69	Nov-70	11	10	5
Nov-73	Mar-75	16	9	15
Jan-80	Jul-80	6	15	5
Jul-81	Nov-82	16	8	7
Jul-90	Mar-91	8	17	5
Mar-01	Nov-01	8	15	2
평균		10.8	12.3	6.5
Jan-08			24	?

참고: 침체국면은 전미경제조사국(NBER)에서 정의한 기간을 적용

자료: NBER, Thomson Datastream.

미국경제 침체국면과 경기지수 동향



자료: NBER, Thomson Datastream.

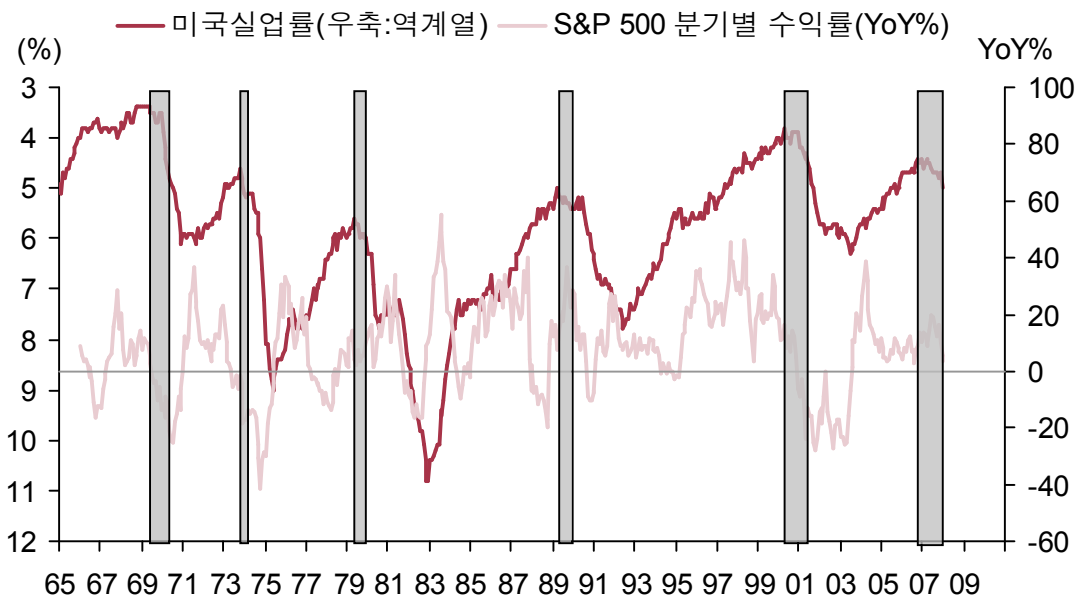
- 역사적 비교 2: 미국 실업률 정점, 2.5%p 상승해 7.0%대 실업률 가능
 - 고용동향의 악화는 경기가 연착륙상태를 유지하다가 둔화세가 깊어질 때 등장하는 가장 대표적인 현상
 - 2007년 12월 미국 실업률은 4.7%에서 5.0%로 급등하며 최저 수준이었던 2007년 3월 4.4%에서 0.6%p 상승
 - 역사적으로 최저 실업률에서 0.5%p 이상 상승하여 경기침체 우려가 짙어졌던 시기와 비교할 때, 이후 실업률이 계속 상승해 정점을 기록하기까지 과거 6차례 평균 3.0%p 상승
 - 2008년 1월 실업률에 대한 시장 컨센서스는 현재 4.9%로 나타나 있지만, 실업률이 정점을 확인하고 고용상태의 최악시점이 지나가기까지는 앞으로 2.5%p 더 상승해 7.0%의 실업률까지 추가적인 고용동향 악화를 예상

실업률최저시점 기록이후 0.5%p 상승시점 이후 비교

실업률 최저		0.5%p 이상 상승시점			실업률 정점		
시점	실업률	시점	실업률	경과개월수	시점	실업률	실업률 증가분
1969-05	3.4%	1970-02	4.2%	9	1971-08	6.1%	2.7%
1973-10	4.6%	1974-02	5.2%	4	1975-05	9.0%	4.4%
1979-05	5.6%	1980-01	6.3%	8	1980-07	7.8%	2.2%
1981-07	7.2%	1981-10	7.9%	3	1900-03	10.8%	3.6%
1989-03	5.0%	1990-08	5.7%	17	1992-06	7.8%	2.8%
2000-04	3.8%	2001-07	4.6%	15	2003-06	6.3%	2.5%
2007-03	4.4%	2007-12	5.0%	9			
					평균 증가분		3.0%

자료: Thomson Datastream.

미국 실업률 최저를 지나 0.5%p 상승한 시점과 주가의 분기수익률 동향



자료: Thomson Datastream.

○ 역사적 비교 3: 미국 주가는 7.7개월 뒤 13~15% 추가하락 뒤 바닥 확인

- 최근 두 차례(1990년, 2001년)의 미국 경제 침체국면 시기 한국 주가 바닥까지 도달한 시간과 하락률을 살펴보면, 기간으로는 2개월~5개월, 하락 폭은 17%, 21%에 달함

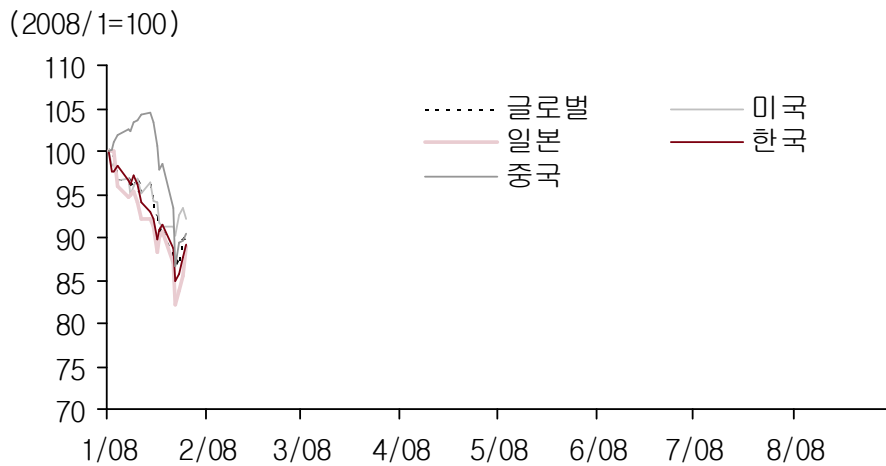
- 따라서, 2008년 현재 11%하락률과 급락기간은 아직도 충분하지 않을 가능성이 크다고 볼 수 있음

최근 2차례 미국경제 침체국면과 주가

지역	08년1월~		90년 7월~91년 3월		01년 3월~ 01년11월	
	경과일수	하락률(%)	저점도달기간	하락률(%)	저점도달기간	하락률(%)
글로벌전체	25일	10	3개월	22	5개월 24일	22
미국	25일	8	3개월 15일	17	5개월 24일	19
일본	25일	11	3개월	33	5개월 17일	23
한국	25일	11	2개월 17일	21	5개월 17일	17
중국	25일	10			6개월 22일	23

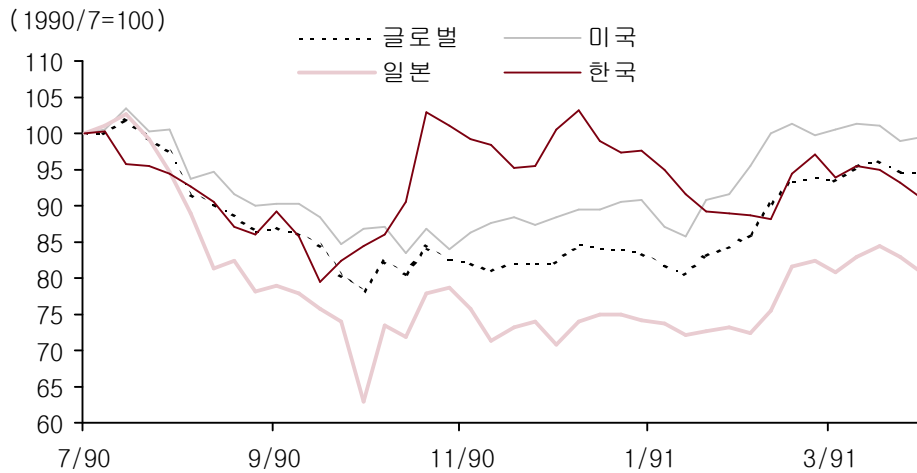
참고: 글로벌전체=MSCI ACWI, 미국=DJIA, 일본=Nikkei 225, 한국=KOSPI, 중국=상해종합
 자료:NBER, Thomson Datastream.

2008년 1월 이후 주요국가 주가동향



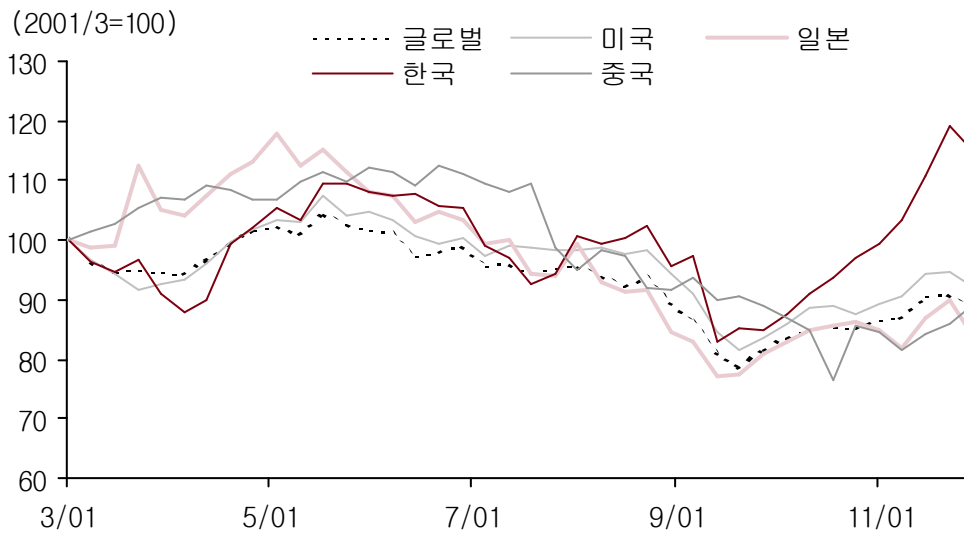
참고: 글로벌전체=MSCI ACWI, 미국=DJIA, 일본=Nikkei 225, 한국=KOSPI, 중국=상해종합
 자료: NBER, Thomson Datastream

1990년 7월~1991년 3월 주요 주가 동향



참고: 글로벌전체=MSCI ACWI, 미국=DJIA, 일본=Nikkei 225, 한국=KOSPI, 중국=상해종합
 자료:NBER, Thomson Datastream

2001년 3월 ~2001년 11월 주요 주가 동향



참고: 글로벌전체=MSCI ACWI, 미국=DJIA, 일본=Nikkei 225, 한국=KOSPI, 중국=상해종합
 자료:NBER, Thomson Datastream.

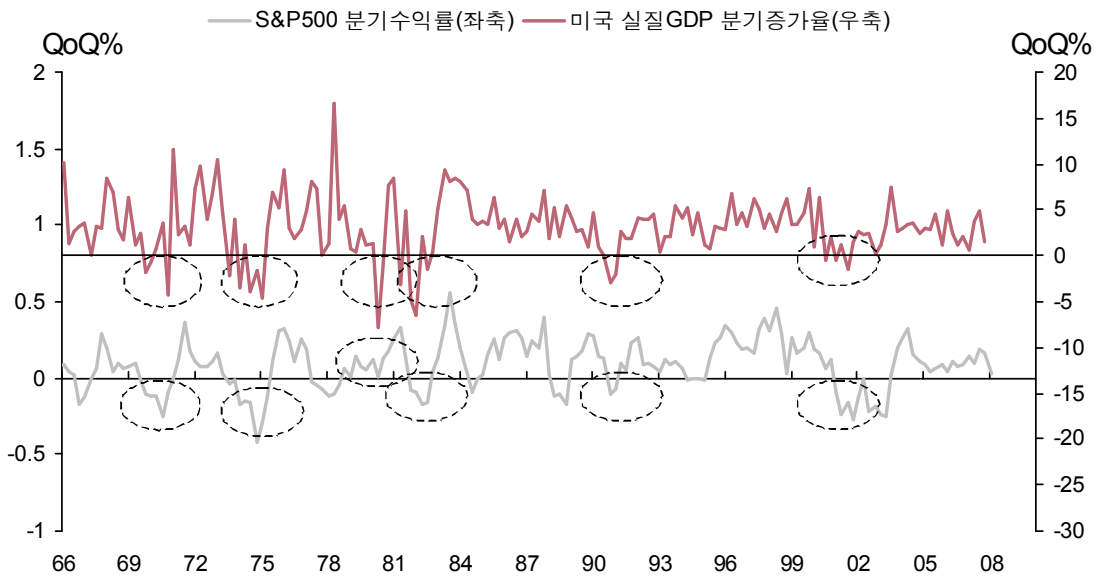
- 나아가 1969년 이래 6차례의 미국경제 침체국면동안 미국주가의 하락률의 평균치는 23%하락률과 7.7개월의 시간이 소요된 것으로 나타났음
- 이를 감안하면, 현재 미국 주가의 하락률과 그 기간으로 볼 때, 추가적인 조정국면이 이어질 것으로 판단하는 것이 합당함

1969년 이래 6차례 침체국면과 미국 주가

침체국면			경제 침체국면 시작부터 주가바닥까지		주가정점~주가바닥 하락률
시작	끝	개월수	개월수	하락률(%)	
1969-12	1970-11	11	6	-25.7	-36.1
1973-11	1975-03	16	12	-42.1	-48.2
1980-01	1980-07	6	3	-9	-17.1
1981-07	1982-11	16	14	-21.1	-27.1
1990-07	1991-03	8	4	-17.8	-19.3
2001-03	2001-11	8	7	-22.2	-36.8
평균		10.8	7.7	-23.0	-30.8
2008-01	2008-01			-9.4	-15.0

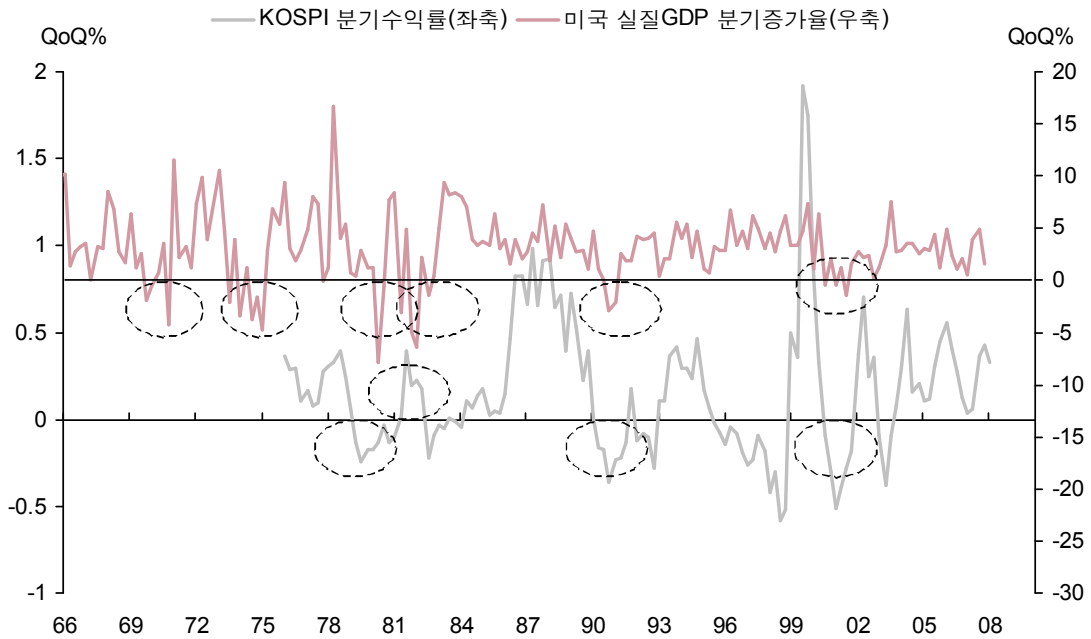
참고: 주가는 S&P 500
 자료: Thomson Datastream

미국 경기침체국면과 주가의 분기수익률 추이



참고: 주가는 S&P 500
 자료: Thomson Datastream.

미국 경기침체국면과 한국 주가의 분기수익률 추이



참고: 주가는 KOSPI
 자료: Thomson Datastream.

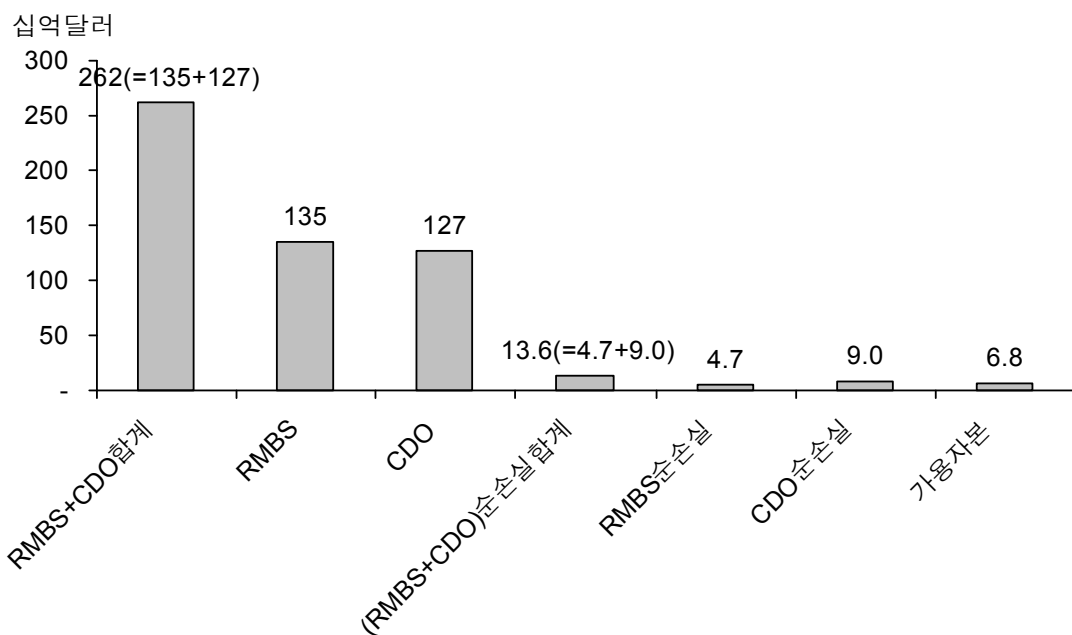
○ 글로벌 금융시장의 또 다른 위험요인: 채권보증 보험사들의 신용등급 하락 우려

- 1월 중 글로벌 주식시장 급락세의 또 다른 원인으로서는 미국의 채권보증보험사들 중 일부 보험사들의 신용등급 하락과 추가 하락 우려가 있었음
- 2007년 8월 서브프라임사태가 본격화되었을 때와 마찬가지로 이번 사안이 얼마만큼의 부정적 영향을 끼치며 글로벌 금융시장의 위험을 확대시킬 것인가에 대해서는 정확히 알 수 없음
- 다만, 이번 사안은 서브프라임모기지 채권의 부실과 이를 기초로 한 CDO 등 파생채권들의 위험 상승으로 발생한 결과 중 하나에서 또 다른 부실화를 야기할 원인이 될 가능성이 있다고 판단됨
- 2007년 11월부터 2008년 1월 셋째 주까지 해외 주요 경제전문 언론을 통해

파악한 바에 따르면, 미국 채권 보증보험사(Monoline Insurers)들이 보험을 제공하고 있는 채권은 지방채권 약 1.4조 달러, 구조화채권 1조 달러로서 총 2.4조 달러 규모임

- 이 중에서 구조화 채권 중 26%에 해당되는 규모가, 현재 서브프라임 사태로 인하여 가치하락이 문제가 되고 있는 주거용 모기지채권(RMBS)과 부채담보 부채권(CDO)에 노출
- 문제는, RMBS와 CDO채권의 가치가 미국 주거용 부동산시장 침체와 서구선 진국 신용시장의 경색 때문에 계속해서 떨어지고 있다는 점
- S&P사에서 지난 1월 17일, 자본적정성을 평가한 바에 따르면, 보증보험사 9개사의 RMBS+CDO 세후 순손실 규모가 136억 달러 증가하였고, 현재 업체들의 가용자본은 68억 달러로 집계
- 이는 채권 보증보험사가 추가로 자본확충을 성공시키지 않으면, 자본적정성 충족미달로 신용등급 하향조정이 불가피하게 됨

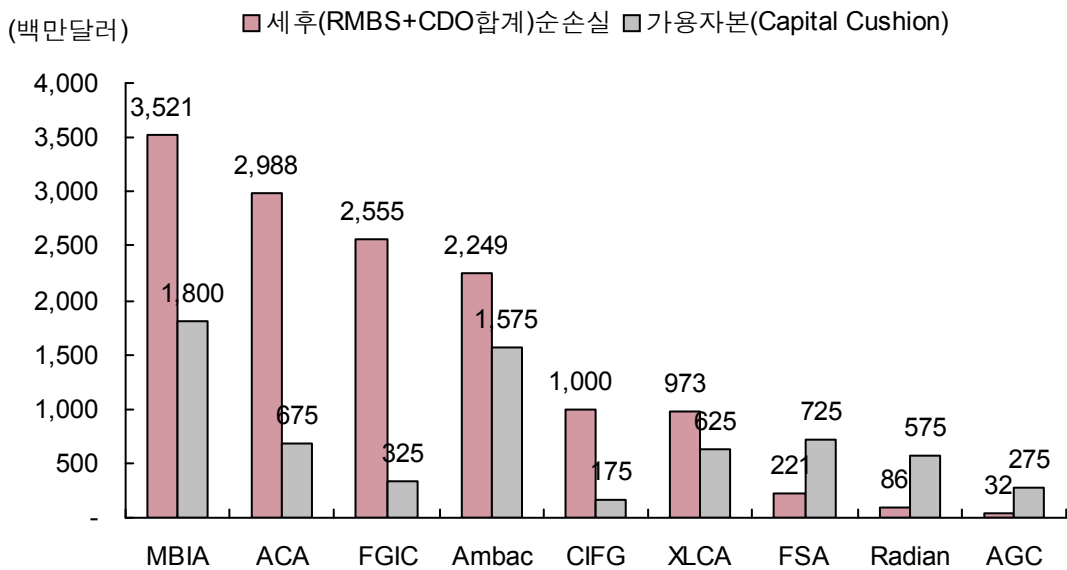
미국 보증보험업계의 RMBS+CDO노출 비중과 2008년 1월 자본적정성 현황



참고: RMBS=주거용모기지초채권, CDO=부채담보부채권, (RMBS+CDO)순손실합계=S&Ps에서 1월 17일 자본적정성 시험결과 부족금액, 가용자본=Capital Cushion으로서 현재 총당가능한 자본규모

자료: S&P's, Financial Times, WSJ, Thomson Financial.

보증보험 9개사의 1월 자본적정성 시험 후 손실추정액과 가용자본 추정



자료: Financial Times 1월 18~24일자의 S&P's의 자본적정성 결과 보도 부분을 발췌

○ 채권 보증보험사의 부실은 신용경색 악화의 새로운 도화선

- 2007년 11월 중 서구선진국 투자은행들의 서브프라임관련 파생채권 투자에 대한 손실규모 확대와 추가 총당금 설정규모가 증가하면서 글로벌 금융시장은 2007년 8월에 이어 또 한차례 신용경색위기가 발생
- 그러나, 이 당시 Fed의 통화정책 의사결정진은 인플레이션 우려의 입장을 버리고, 적극적 금리인하를 통해 금융시스템의 비정상적 상태를 완화를 위해 적극적 금리인하 표명과 유동성 공급을 약속
- 이후 글로벌 금융시장은 다소 진정되며 단기자금시장의 추가적인 신용경색은

나타나지 않으며 안정세를 보여왔음

Fed의 Term Auction Facility 3차례 현황

단위:십억 달러,명,%

경매일	조달금액	신청금액	신청경쟁률	참가자	낙찰금리
12월 19일	20	61.5	3.08	93	4.65
12월 20일	20	57.6	2.88	73	4.67
1월 14일	30	55.5	1.85	56	3.95
1월 28일	30				

참고: Term Auction Facility란, Fed(미국 중앙은행)에서 단기자금시장에 유동성 공급을 하기 위하여 자금부족상황에 있는 금융기관들이 무기명으로 필요한 금액을 효과적으로 조달 받을 수 있는 있도록 경매를 통한 자금조달방법으로 연말연초 자금시장 안정에 기여를 하고 있는 제도

자료: Fed.

- 그러나 1월 들어, 앞서 언급한 채권 보증보험사들의 신용등급하락 우려가 재차 불거지며 대형보증보험사 중 한 곳의 신용등급이 하향 조정(1월 18일 Fitch사, 업계 2위인 Ambac 신용등급 하향)되기에 이르렀고, 글로벌 주식시장은 2007년 여름 이래 3번째 신용경색위기의 파고에 휩싸임

○ 해결책 모색 중이나 적지않은 고통과 시간 필요

- 미국 보험규제당국과 채권보증보험사들이 보증한 지방채권 및 구조화채권에 투자한 주요 투자은행 관계자들이 신규자본투입을 위해 논의 중이라고 알려져 있으나, 그 시기와 방법에 대해 알려진 바가 없고 적지 않은 시간을 필요로 한다는 사실만 알려짐
- 1997년 외환위기를 경험한 한국투자가입장에서 본 현재 미국보증보험사들의 신규자본조달 문제는, 시장에서 희망하는 것처럼 최악의 시기가 지나간 것이기 보다는 추가 해결과정에서 또 다른 신용경색 및 서구선진국 투자은행들의 손실규모 확대 가능성이 남아 있는 것으로 판단

- 그 이유는, RMBS와 CDO의 기초자산 중 하나인 미국 주거용부동산 시장의 침체는 계속되고 있기 때문에, 신용등급하락 위기에 처한 보증보험사들의 자본상태 악화가 지속될 가능성
- 이러한 상황에서 신규투자가 입장이라면 시간이 지날수록 더 매력적인 가격에 투자할 수 있기 때문에 개입시기를 늦출 것으로 예상됨
- 시장에서 기대하는 대형 투자은행들이 공동으로 신규자본 출자를 빠른 시간 내 합의하기보다는 서로 간의 복잡한 이해관계로 인하여 쉽게 결정되지 않을 가능성이 더 큰 것으로 보는 편이 외환위기를 경험한 입장에서 내리는 객관적인 판단이 될 것
- 2008년 들어 글로벌 금융시장의 또 다른 신용위기 확대의 도화선이 되고 있는 미국 채권보증보험사의 신규자본확충 노력과 신용등급 하락우려는 적지않은 시간동안 주식시장의 위험확대요인으로 남아있을 것으로 예상
- 앞서 큰 규모의 손실을 확정지은 서구선진국 투자은행들의 정상적인 투자금융서비스 활동을 제약하는 또 다른 요인으로서 감안

○ 투자전략 - 가치주와 안정적 성장주 선택

- 전통적으로 대내외 경기비민감 업종으로서 통신서비스, 필수소비, 유틸리티업종의 ‘비중확대’ 를 제시
- 그 동안 장기간 투자비중확대 의견을 제시해왔던 에너지,소재,산업재 업종은 투자의견을 ‘중립’ 으로 한 단계 하향조정하고 종목선택은 보다 안정적인 성장주로서 집약
- 또한 당사 스타일분석을 통해 밝혀진 가치주로서 시가총액이 증가하고 있는 IT와 금융업종의 투자비중 역시 ‘비중확대’ 의 투자의견을 제시

한동욱 연구위원 (2014-1708, tuksan.han@hdsrc.com)

시장금리 상승세 지속할까

1. 서브프라임과 Money Move에 움직이는 국내 금리

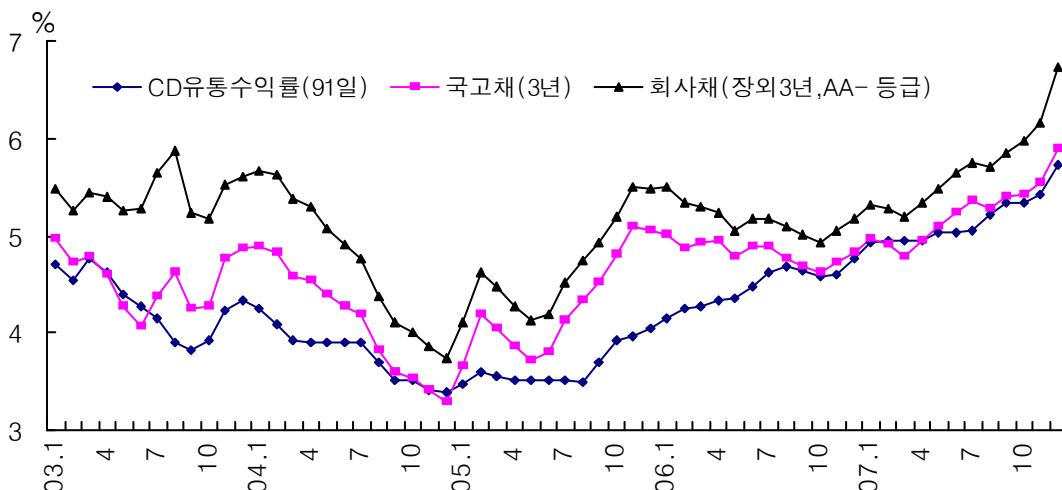
○ 2007년 하반기 이후 국내 시중금리의 변동성이 높아지고 있음. 2007년 12월 급등 하던 CD 금리는 2008년 1월 10일 5.89%까지 급등하다가 하락세를 나타내며 1월 28일 현재 작년 12월 중순경의 금리 수준인 5.70%까지 떨어짐

1) Money Move와 금리 급등

○ 2007년 시장금리 가파른 상승세를 시현

- 2007년 시장금리는 소위 Money Move 현상에 따른 은행권 자금난 등으로 급속하게 상승세를 보여줌
 - 2006년 말 한은의 지급준비율인상 발표 이후 은행들이 추가로 적립해야 될 자금을 주로 CD발행을 통해 조달함으로써 CD금리를 중심으로 빠르게 상승
 - 2007년 2/4분기에 들어 감독당국의 외은지점 단기 외화차입에 대한 규제 방침에 의해 장기금리가 다시 상승세로 전환되고, 7, 8월에는 한국은행이 콜금리 목표를 각각 0.25%p씩 인상한 이후 그 속도가 더욱 빨라짐
 - 특히 2007년 후반 본격적으로 대두된 미 서브프라임 문제로 인해 발생한 파생금융상품 시장에서의 왜곡 현상도 가파른 상승세를 부추김¹⁾

최근의 시장금리 흐름 추이



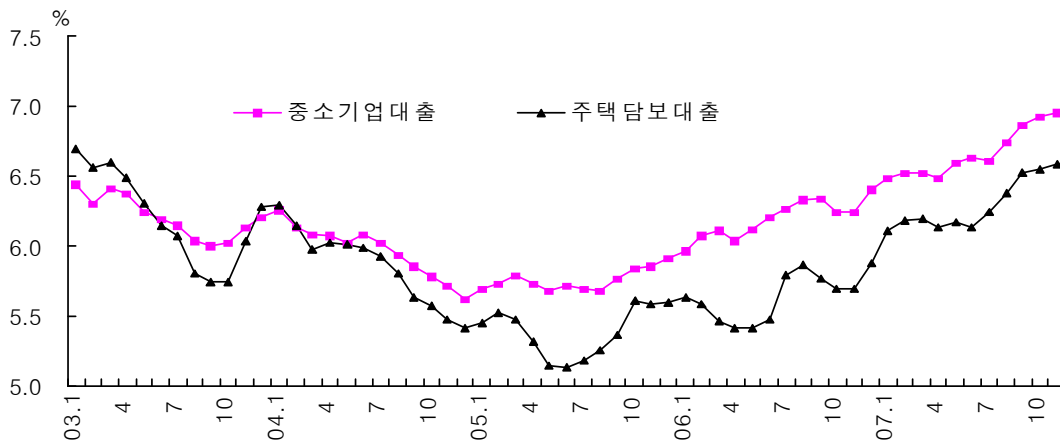
자료 : 한국은행.

1) 한편 주로 외화차입이 많은 외국계은행을 중심으로 한 통화스왑시장과 금리스왑시장에서의 왜곡현상에 따른 스왑 베이스스 확대 등도 지난 연말 금리 급등세 유인.

○ 시장금리 급등에 따라 각 금융기관의 대고객 금리도 가파르게 상승

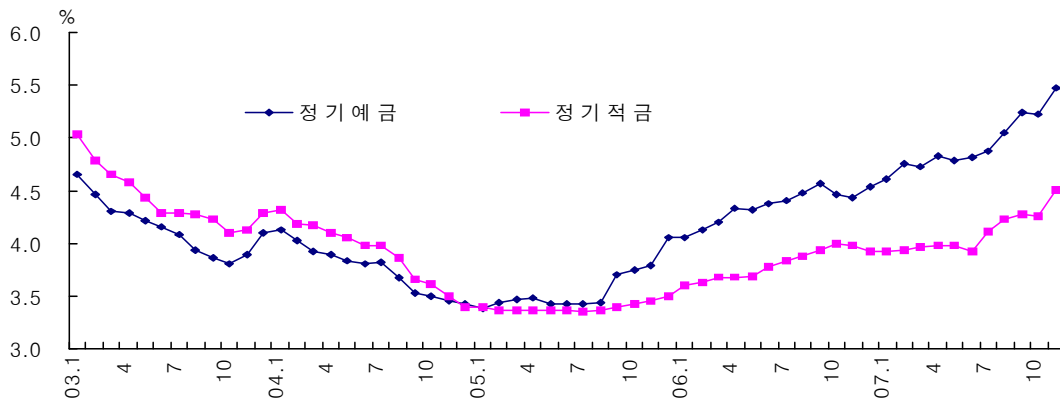
- CD금리 상승과 금융기관의 가산금리 인상으로 대출금리가 빠르게 상승
 - 은행권 대부분의 대출금리가 CD금리에 연동한 변동금리부 대출이기 때문에 CD금리 상승은 자동적으로 대출금리 상승으로 이어짐
 - 주택담보대출의 경우, 강화된 주택담보대출 규제에 대응하여 각 은행들이 앞 다투어 우대금리 혜택을 폐지하고 가산금리를 높인 것도 상승 요인
 - 예금금리의 경우 시장금리 상승에도 영향을 받지만 특히 ‘Money Move’ 현상으로 빠른 속도로 이탈되고 있는 은행권 자금을 놓치지 않기 위해 고금리 정책을 펼치고 있는 점이 수신금리 상승 속도를 증가시킴

예금은행의 대출금리 추이



자료 : 한국은행.

예금은행의 수신금리 추이



자료 : 한국은행.

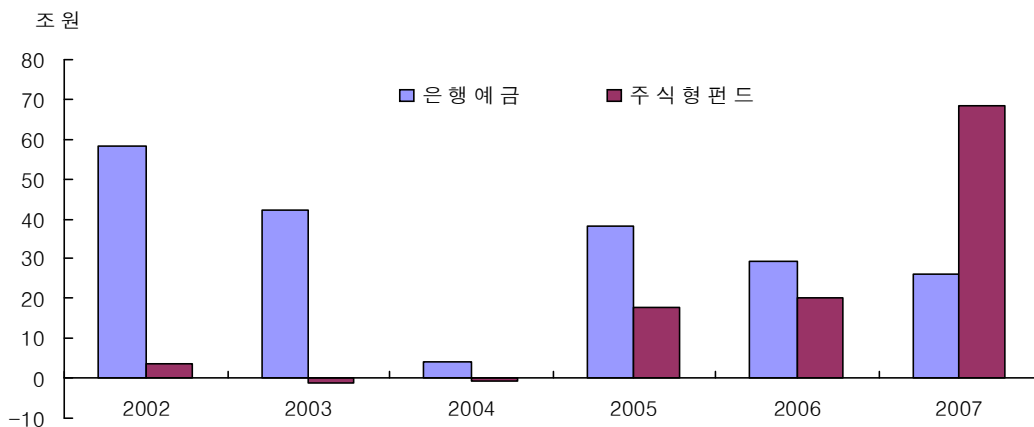
2) 최근의 서브프라임 사태와 逆 Money Move

○ 최근의 금리 급등은 무엇보다도 Money Move 현상에 따른 은행권 자금부족 현상에 기초하여 CD 및 은행채 발행을 증가시키는 것에 기인한다고 판단

- 소위 ‘Money Move’ 현상은 美 서브프라임에 따른 2007년 초 자본시장 불안에도 불구하고 지속

· 2007년 약 200조 원(추정치)의 광의유동성(L) 증가 가운데 은행예금의 증가는 26조 원에 그친 반면 주식형펀드의 경우 68조 원 증가

국내 은행예금 및 주식형펀드 증감률 추이



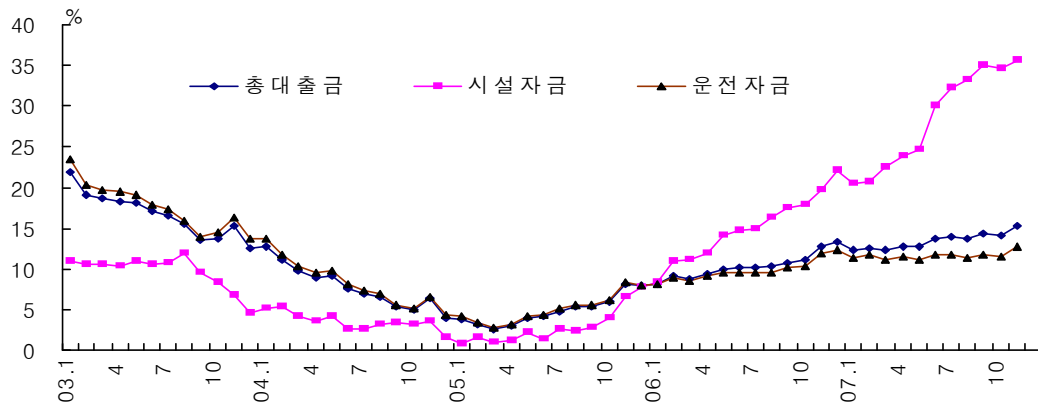
자료 : 한국은행, 자산운용협회.

- 은행권들이 경쟁적으로 여신경쟁을 펼친 것도 원인이 되지만 기업의 투자자금 수요가 지속적으로 늘어가는 것에 비해 은행 수신이 따라가지 못하는 상황에서 금융채 및 CD 발행이 증가함으로써 금리가 증가함

· 가계대출 증가율은 둔화되고 있지만 경기확장 기대 속에 기업에 대한 총대출금 증가율이 전년동기대비 두 자리 수를 기록하고 있음(설비투자 자금에 대한 증가율은 2007년 말 35%를 상회)

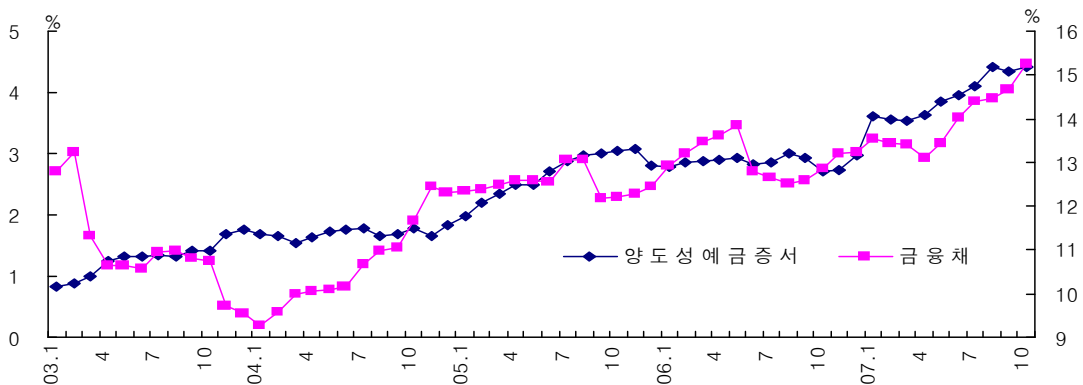
· 이처럼 기업의 투자자금 증대 등으로 자금수요는 지속적으로 늘어가지만 Money Move 현상에 따른 둔화된 수신 증가로는 이를 충족하기 어려우며, CD 및 금융채 발행이 지속적으로 확대

국내 예금은행의 기업 여신 추이



자료 : 한국은행

국내 예금은행의 CD 및 금융채 발행 잔액 증가율 추이



자료 : 한국은행

○ 하지만 2008년 1월 중순 이후 서브프라임 불안 확대로 역 Money Move 조짐이 나타나면서 금리에 영향을 미쳐 하락세를 나타냄

- 2008년 1월 글로벌 금융시장 불안의 여파로 Money Move 현상이 진정되면서 급등하던 금리 상승세도 다소 진정되는 모습

- 2007년 11월 초 2,100을 육박하던 KOSPI 지수가 불과 2달 반 만에 무려 500포인트 급락

- 은행예금에서 주식형펀드로의 자금이동이 감소함으로써 은행권의 자금 여유를 가져와 금리 하락세로 이어짐

2. 상승 압력 가능성이 존재하는 하반기 시장금리

- 앞으로 시장금리는 하락할 것으로 예상되는 가운데 하반기에 들어 서브프라임 사태가 진정될 경우, 상승 요인이 부각될 수 있어 하락세로부터 반전할 가능성이 존재함
- 우선 상반기에는 전세계적인 정책 금리 인하, 안전자산 선호, 미국발 글로벌 경제 침체 가능성 등의 요인이 금리에 강하게 작용할 것으로 예상
 - 즉, 2008년 상반기 국내 금융시장은 글로벌 신용경색으로 인한 안전자산 선호 현상이 나타나면서 역 Money Move 현상이 나타날 것으로 전망됨
 - 미국이 대폭적인 금리 인하를 단행한 것 또한 통화 당국의 금리인하 가능성을 높이고 있음
 - 이뿐 아니라 신정부의 ‘경제살리기’ 차원에서의 기업투자 활성화를 위해 대출금리 인하 유도 가능성도 커지고 있음
 - 따라서 이러한 하락요인들이 크게 작용하면서 상반기 동안에는 전반적으로 하락세를 지속할 것으로 전망됨
- 상반기 금리 하락 요인
 - **(전세계적인 정책 금리 인하)** 세계적인 정책 금리 인하와 ‘경제살리기’라는 새정부 정책 방향으로 인해 상반기에 금리는 인하할 가능성이 높아 보임
 - 서브프라임 사태로 인한 투자은행들의 손실이 예상보다 큰 것으로 발표되자 글로벌 금융시장 불안이 확대되고 경기 침체 우려로 인해 미국을 비롯한 주요국이 정책 금리 인하
 - 국내 통화당국 또한 물가가 불안한 상승세를 보이고 있으나 우선적으로 경기 회복과 금융시장 안정을 걱정해야 하는 처지임
 - 또한 미국 금리인하에 따른 한미 금리 차 확대로 양국 간 재정거래를 위한 외국자본 유입이 커지면서 환율 및 금리 급등락 등 금융시장 불안 요인 잠재
 - 새 정부는 경제성장률 7%, 1인당 GDP 4만 달러, 세계 7대 경제 강국 진입이라는 ‘대한민국 747’ 을 국가의 비전으로 제시한 만큼 ‘경제살리기’ 에 역점을 두고 있음

- **(안전자산 선호 심화)** 서브프라임 사태로 인한 투자은행들의 손실이 예상보다 큰 것으로 발표되자 글로벌 금융시장 불안이 확대되고 투자자의 불안심리가 커지면서 역 Money Move 현상 심화 가능성
 - 2008년 1월 중순 시티그룹과 메릴린치 등의 최악 손실 발표, 지속적으로 악화되고 있는 미 주택가격 하락세 등으로 머잖아 부실 규모가 금융시스템이 감내할 수 있는 규모(약 4,500억 달러 정도)를 돌파할 가능성이 점중
 - 또한 중국 증시와 부동산시장의 급락과 이에 따른 엔-캐리 트레이드의 청산 현상 등 금융시장이 요동친 것도 신용경색 우려를 증폭
 - 서브프라임 사태 이후 일시적으로 안정 기미를 보였던 국제금융시장 투자 심리지표들이 2007년 11월 이래 위협요인 부각으로 다시 악화²⁾
 - 2008년 1월 22일 미국 연방준비위원회는 전격적으로 0.75p 정책 금리를 인하
 - 금리인하에도 불구하고 서브프라임 문제가 재발할 경우 엔-캐리 트레이드 청산 등 세계 금융시장을 요동시킬 수 있음
 - 이러한 금융시장 불안은 주식으로부터 은행 적금, 채권과 같은 안전자산 선호(역 Money Move) 현상을 야기, 은행권의 CD 및 금융채 발행 등을 통한 자금조달 필요성을 해소

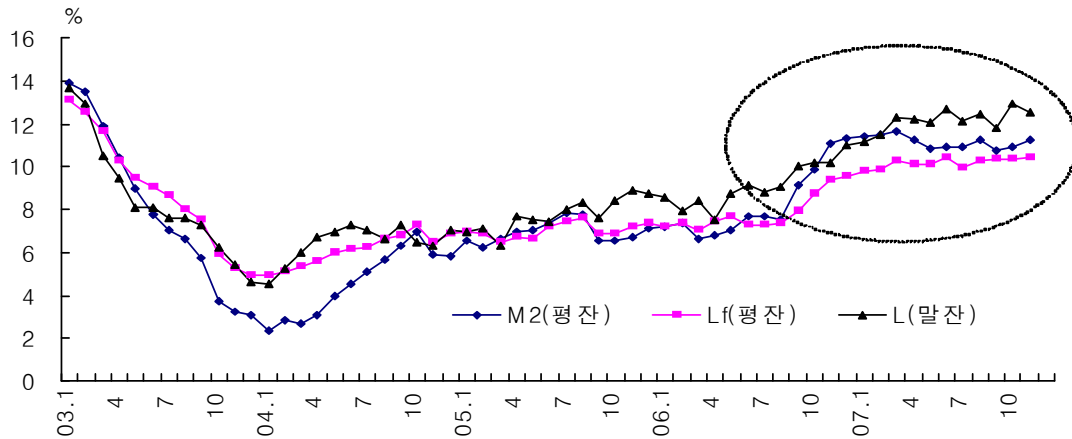
- **(미국발 글로벌 경제 침체 우려)** 미국 주택 경기 부진이 소비에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높아 보이며, 미국의 거시정책이 적절히 대응하지 못할 경우 미국 뿐 아니라 2008년 세계 성장세 급락도 가능
 - 경기 둔화에 따른 수요 감소 및 신용경색 영향 등으로 기업투자도 상당폭 위축될 전망되고, 2008년 미국의 성장률 전망치가 2% 이하의 가능성도 높아지고 있음
 - 미국 경기 침체가 지속될 경우 지나치게 높은 대미 수출의존도(21%)를 지닌 중국도 영향을 받지 않을 수가 없으며, 중국 경기 호조에 맞춰진 세계 경제 시스템은 침체 국면으로 진입할 수 있음
 - 미국 및 중국경기 침체는 수출에서 차지하는 비중이 중국 1위, 미국 2위를 차지하는 국내 수출 시장이 위축됨으로써 기업의 자금수요가 축소될 수 있음
 - 이와 같은 상황에서 내수에 의한 국내 경기 회복을 위해 시중 금리가 하락할 가능성이 높음

2) 최근 국제투자자들의 투자심리지표는 서브프라임 사태가 정점에 위치했던 2007년 8월 중순보다 높고, 국제 금융 투자자의 위험회피성향이 계속 악화되고 있음(국제금융센터).

- 한편, 하반기에는 만약 서브프라임 문제의 해결이 될 경우라면 글로벌 물가급등, 부동산 가격 안정, 과잉유동성 해소 등의 요인들에 의한 상승 압력이 작용할 가능성을 배제할 수 없음
 - 미국 대형 투자은행들이 내다보고 있듯이 만약 서브프라임 사태가 진정되면서 시장의 불확실성이 약화될 경우, Money Move 현상이 다시 진행되고, 억눌려 있던 물가 상승 문제가 부각되면서 금리가 상승할 가능성이 존재
 - 또한 시중의 과잉 유동성은 여전히 존재하고 있어 상반기 하락 요인이 완화될 경우, 부동산, 주식 등으로 자금이 몰려 금리를 올리는 요인으로 부각될 수 있음
- 하반기 금리 상승 요인
 - **(글로벌 물가상승)** 고유가 및 원자재, 그리고 농산물 가격 상승에 기인된 물가상승은 국내적인 현상이 아니라 미국, 중국 등 전 세계적인 현상으로 나타나고 있음
 - 11월 중 미국 소비자물가는 휘발유 등 에너지 제품 가격 급등으로 전월 대비 0.8%, 전년동기대비 4.3% 급등
 - 중국의 경우 육류·국제 곡물 등 식품가격 상승과 운임·임금 등 생산비용 상승 등에 기인하여 11월 CPI는 전년동기대비 6.9%, 11년래 최고로 치솟았고, 8월 이후 4개월 연속 6%를 넘어섬
 - 13개 EU 국가의 CPI 역시 전년동기 2.6%에서 3.1%로 6년래 최고로 급등
 - 국내적으로도 2007년 연평균 소비자물가상승률이 2.5%에 불과하나 지난해 12월부터 지수가 이미 3.5%를 상회하고 소비자 생활물가지수가 4.8%를 기록하는 상황에서 물가 상승이 하반기 금리 상승 변수로서 부상
 - **(시중유동성 과잉)** 통화 공급 증가가 경제성장률과 물가 상승을 고려한 적정 수준보다 높은 수준을 기록하면서 과잉유동성 문제의 점진적 해소가 필요한 상황
 - 2006년 하반기 이후 다양한 통화긴축을 단행함에도 불구하고 은행들의 가계대출 및 중소기업 대출 확대 등 외형확대 전략 등으로 M2(광의통화), Lf(금융기관유동성), L(광의유동성) 증가세가 지속
 - 2007년 11월말 광의유동성은 전년동기대비 12.5%를 기록한 것을 비롯, M2(11.3%), LF(10.4%) 모두 두 자리 수 증가

- 경제성장에 필요한 적정 규모 이상으로 지나치게 많이 풀린 자금 즉, 과잉 유동성은 부동산, 주식 등 초과수익이 존재하는 자산으로 유입되어 해당자산의 거품을 조장하는 주요인으로 지목되고 있음

국내 통화량 증가율 추이



자료 : 한국은행.

- (부동산 시장 안정을 위한 긴축 의지) 신정부는 부동산 가격 안정을 위해 긴축정책을 펼칠 의지를 시사
 - 최근 신정부의 양도소득세 감소, 투기과열지구, 투기지역 해제 추진에 대한 기대로 기존 집값이 상승세를 보이고 있음³⁾
 - 그러나 신정부는 기본적으로 부동산가격 안정 등을 위해 긴축에 대한 경계의 끈을 놓지 않겠다는 입장이므로 하반기 들어 본격적으로 부동산 가격이 상승세를 나타내면 금리 인상으로 이어질 수 있음
 - 단, 90년대 일본의 경험을 교훈삼아 경기침체 및 부동산시장의 경착륙 등을 고려해 급격한 금리인상은 지양할 것으로 전망

2008년 시장금리 주요 변동 요인

상반기 상승 요인	<ul style="list-style-type: none"> ○ 통화당국의 금리인하 가능성 ○ 미 금리인하에 따른 양국 금리차 확대 ○ 기업투자활성화를 위한 대출금리 인하 ○ 서브프라임 사태에 따른 안전자산 선호 심화로 逆 Money Move ○ 미국발 글로벌 경기 침체 가능성
하반기 하락 요인	<ul style="list-style-type: none"> ○ 글로벌 물가 상승 ○ 과잉유동성 억제 ○ 부동산시장 안정

3) 부동산 114 조사에 따르면 12월 19일 이후 서울의 집값은 0.25% 증가한 것으로 조사됨.

3. 대응 과제

- 정부와 금융기관은 금년 상반기 동안에는 무엇보다도 서브프라임 사태에 따른 피해를 최소화하기 위한 노력과 하반기에 들어 시장금리 상승 압력이 작용할 것에 대비한 세심한 주의가 필요
 - 첫째, 서브 프라임 사태에 따른 투자자들의 불안 심리를 차단해야 함
 - 첫째, 금융감독 당국은 금융기관, 각종 기금 등이 보유하고 있는 서브프라임 관련 MBS, CDO, CDS 등 파생금융상품의 부실 가능 금액이 얼마인지를 파악한 후 줄이는 방향으로 유도
 - 시장참여자들이 패닉(또는 capitulation) 상황으로 확대되지 않도록 기관의 펀드 환매 자제와 같은 가능한 증시 안정대책을 강구함
 - 또한 유출입 자본에 대한 모니터링을 강화함으로써 투기 자본의 국내 금융 시장 교란을 방지
 - 둘째, 금리정책을 신중하게 운영할 필요가 있음
 - 물가 상승과 시중 유동성을 고려한 후, 신중한 금리 인하가 이루어져야 할 것임
 - 한편, 하반기에 물가 상승이 가시화되어 시장금리 상승 압력이 작용할 경우, 금리 급등 현상을 위한 유연한 통화정책이 수반되어야 함
 - 셋째, 금융기관들은 시장 분석을 위한 객관적 자료를 투자자에게 제공할 필요가 있음
 - 즉, 시장 상황 및 전망 등을 고객들에게 충분히 설명하여 과도한 개인 투자자들의 투매를 억제하도록 해야 함
 - 반면, 자사의 투자 현황을 정확하게 전달함으로써 개인 투자자들이 정보의 부족으로 인한 손실을 방지할 수 있도록 해야 할 것임
 - 다섯째, 은행들은 단기금리 변동성 확대에 대한 대비책을 수립해야 할 것임
 - 자금 흐름이 주식으로 흘러가는 Money Move 현상이 가속화됨에 따라 은행의 대출 여력이 약화되는 것에 대비하기 위해서는 은행채의 발행을 통해 장기적으로 자금의 안정적인 공급을 확보해야 함

박덕배 전문연구위원 (dbpark@hri.co.kr, 3669-4009)

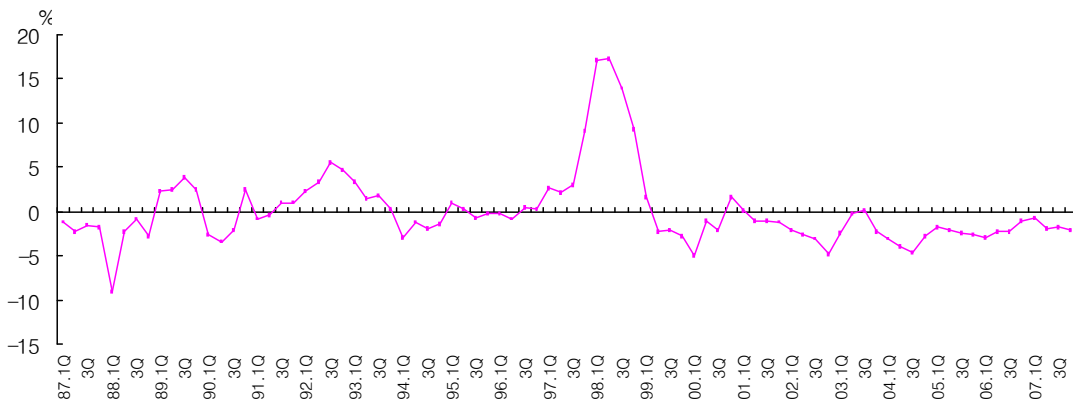
< 참고 > 피셔방정식을 이용한 장기 금리전망

- 물가상승률, 경제성장률, 시장금리 간의 관계 -

○ 물가상승률과 경제성장률을 고려한 국내 시장금리는 장기적 시각으로 볼 때 피셔방정식이 성립하고 있는 것으로 판단

- 피셔방정식(Fisher Equation)에 검토에 필요한 금리는 기준금리인 국고채수익률(3년) 보다 회사채수익률(AA-, 3년)이 적합
 - 명목이자율이 실질이자율과 기대물가상승률과의 합과 같다는 피셔방정식은 단기 금리변화를 설명할 수 없으나, 장기금리수준은 비교적 잘 설명
 - 기대물가상승률은 물가상승률을, 실질이자율은 실질 경제성장률을 대응변수로 사용하여 본 결과 피셔방정식 검토에는 현재 국내 기준금리인 국고채 수익률 보다 회사채수익률이 더욱 적합한 것으로 판단⁴⁾
 - 뿐만 아니라 피셔방정식은 변수들 간에 장기적인 관계를 밝히는 시계열 데이터가 필요한 만큼 국고채수익률 데이터에는 한계가 있음

물가상승률과 경제성장률을 차감한 명목금리 장기 추이



자료 : 한국은행

- 회사채수익률에서 경제성장률과 물가상승률을 뺀 차이가 단기적으로는 장기 균형에서 이탈하고 있으나, 장기적으로는 0을 중심으로 움직이는 것으로 보아 피셔방정식이 어느 정도 성립하고 있는 것을 볼 수 있음
 - 1987년부터 2007년까지의 분기별 회사채수익률(AA-, 3년), GDP 성장률과 소비자물가(CPI)상승률을 사용

4) 2000년 이후의 국내 무위험채권에 대한 금리수준은 안전자산 선호 현상으로 신용위험이 없는 국고채 등에 대한 수요가 급증하면서 비정상적으로 낮은 수준에 머물고 있음.

- 외환위기 직후의 고금리 시기 명목금리는 물가상승률과 경제성장률을 고려한 적정 수준에서 큰 폭으로 이탈했으며, 현재까지도 낮은 수준에 머물고 있는 것으로 보임

○ 피셔방정식에 의거 2007년 4/4분기 현재 국내 시장금리는 약 1.36% 정도 낮은 수준에 머물고 있으며, 이는 앞으로 물가 급등 시 시장금리는 가파르게 상승압력을 받을 가능성이 높음을 시사

- 피셔방정식의 장기관계를 규명하기 위해서 Johansen 공적분(cointegration) 테스트 결과 국내 금리는 물가상승률에 크게 좌우되고 있는 것으로 판단
 - 명목이자율, 경제성장률, 소비자물가상승률 변수 간에 추세(trend)는 없는 것으로 나타났고, 모두 단위근(unit-root)이 있고, 3 변수 모두 공적분(cointegration) 관계가 있는 것으로 검정되었음
 - 3 변수 간의 관계를 나타내는 표준화된 cointegration vector를 구하여 명목이자율(R), 소비자물가상승률(π), 그리고 경제성장률(g) 간 다음과 같은 선형관계식을 도출

$$R = 2.86\pi - 0.35g^{5)}$$

- 장기 추세를 나타내는 이 선형관계식을 이용, 2007년 4분기 소비자물가상승률이 3.3%, 경제성장률이 5.1%(한국은행 전망치)를 대입하면 현재의 금리 수준이 1.36%p 낮은 수준으로, 즉 경제가 정상화될 경우 금리가 현 수준보다 1.36%p 오를 수 있다는 것을 의미함
- 앞으로 물가상승 압력이 지속되면서 국내 시장금리도 동시에 높아지며, 물가 급등 현상을 잡지 못할 경우 시장금리가 다시 2자리 수로까지의 상승이 전혀 불가능 하지 않다는 것을 시사하고 있음
 - 만일 2008년 4분기 물가상승률이 4%(4.5%) 수준으로 상승하고, 경제성장률이 6%가 된다고 할 때 물가상승률과 경제성장률을 고려한 적정 금리 수준은 2007년 4분기보다 3.05%(4.48%) 더 높아져야 함⁶⁾

5) 경제성장률과는 음의 관계를 나타내고 있는 이유는 경기 호황 시 기업들의 자금수요가 늘어나면서 채권발행이 늘면서 금리가 올라가는 영향보다 가계의 채권수요가 늘어 금리가 떨어지는 효과가 더욱 크게 나타나고 있기 때문임.

6) 이 결과는 나타나는 결과를 해석한 것으로 반드시 그렇게 된다는 것이 아님. 다만 장기적으로 그만큼 올라가야 정상적인 금리 수준이 된다는 것을 의미함.

 **현대증권** **現代經濟研究院**

금융빅뱅 인사이트 | 08-01(통권10호)