

장단기 금리역전을 바라보는 서로 다른 시각들

강영신(주택금융연구원 연구원)

- ▶ '22.7월 美 장단기 금리가 역전된 이후 점차 심화되어 '81년 이후 가장 큰 역전폭 기록
- ▶ 미국의 장단기 금리 스프레드 역전 이후 경기 침체에 대한 우려가 있는 한편 최근의 금리역전은 연준의 공격적인 기준금리 인상에서 기인하였기 때문에 경기침체로는 이어지지 않을 것이라는 의견 상존

2022년 이후 미국 장단기 금리차는 점차 감소하여 '22.4월초 이틀간 역전되었다가 양전하였으나 '22.7월 다시 역전된 이후 점차 심화되어 $-0.48\%p$ ('23.3.22일 기준)

- 1981년 이후 가장 낮아진 수치로 (3.8일 $-1.07\%p$) 이로 인해 한편에서는 '과거의 사례처럼 경기침체에 진입하게 되는 것이 아닌가?'에 대한 우려도 제기되고 있음

〈최근 미국 장단기 금리차(10y-2y)〉



※ 자료: Federal Reserve Bank of St. Louis

여기서 말하는 장단기 금리차란 장기채권(美 국채 10년물)과 단기채권(美 국채 2년물)의 금리 차이이며, 미국 2년물 국채금리가 10년물 국채금리보다 높아지는 현상을 '장단기 금리 역전'이라고 표현

- 금리결정이론에 따르면 장기금리는 현 시점에서 예상하는 '미래 단기금리 평균' + '기간 프리미엄'으로 구성되며, 단기금리는 연준의 기준금리 가이드에 따라 컨트롤된다고 알려짐
 - 채권의 만기가 길수록 커지는 금리변동위험에 따라 장기금리는 투자위험에 대한 보상(기간 프리미엄)이 추가되어 단기금리보다 높게 형성되는 편
 - 단기금리는 큰 변화가 없는 편이나, 장기금리는 시장에서 수요와 공급에 따라 금리 변동이 크게 일어나는 편
- 미국의 주요 장단기금리 지표는 앞서 말한 10년물과 2년물 차이뿐만 아니라 수익률곡선, 단기선물 스프레드 등 크게 세 가지로 구분됨

〈미국의 주요 장단기금리 지표〉

구분	장기금리	단기금리	특징
10y-2y	<ul style="list-style-type: none"> • 10년물 • 투자자들의 장기 인식 및 심리를 반영 	<ul style="list-style-type: none"> • 2년물 • 현재의 통화정책 기조를 나타내는 지표 	<ul style="list-style-type: none"> • 금융시장 참가자, 언론에서 주로 활용
국채 수익률곡선 (10y-3m)		<ul style="list-style-type: none"> • 3개월물 • 연준 정책금리와 은행들의 순이자 마진을 직접적으로 반영 	<ul style="list-style-type: none"> • 학계 주로 활용 • 중앙은행 발표
단기선물 스프레드 (18m3m-3m)	<ul style="list-style-type: none"> • 현재 3개월물 국채 금리와 18개월 후 3개월물 선도금리의 차이 		<ul style="list-style-type: none"> • '19.6월 연준 이코노미스트가 처음 소개 • 연준위원들이 선호

※ 권도현(2023)미국의 국채 수익률곡선 역전에 대한 평가, 국제금융센터

장단기 금리역전이 경기침체를 예측하는 원인에 대하여 명확하게 밝혀지지 않았으나 과거 장단기 금리 역전 이후 경기침체가 반복적으로 발생한 사례로 인하여 장단기 금리역전 이후 경기침체가 발생한다는 시각 존재

- 장단기 금리 역전 경로로 제시되는 것은 크게 두 가지
 - ① 미래단기금리↓: 추후 경기 둔화가 예상되어 기준금리 인하에 대한 기대감이 커지면(미래 단기금리↓) 장기금리가 낮아져 단기금리와 역전
 - ② 기간프리미엄↓: 기준금리 인하가 예상되지 않아도 경기전망 악화 등으로 투자자들의 장기채권 수요가 증가하면 장기채권 금리가 하락(기간프리미엄이 낮아지거나 음전)하여 장단기 금리역전 발생 가능

■ 따라서 장단기 금리역전과 경기침체는 어느 쪽이 선행되는 지에 대한 인과관계가 다소 불분명한 편

- ① 단기금리 상승과 긴축 통화정책으로 경제활동이 둔화될 경우 장단기 금리가 역전되며 경기 침체 발생: 장단기 금리역전 발생 → 경기침체 발생
- ② 투자자들이 경기침체를 예상하면 장기채권을 선호함에 따라 장기채권 금리 하락(기간 프리미엄 하락)으로 장단기 금리역전 : 경기침체 전망 → 장단기 금리역전 발생

●● 1980년 이후 미국의 장단기 금리역전은 총 7번 발생하였으며, 이중 경기침체는 6번 발생

■ 이전 사례를 보면 장단기 금리역전 후 5~23개월 후에 경기 사이클이 확장에서 수축으로 전환되는 추세를 보임

- 1980, 1981년의 경우 금리역전폭이 크며(-1%p 이상), 지속기간도 상대적으로 긴 편(20개월 이상)이었으나 1998년에는 금리역전폭(-0.1%p)과 지속기간(1개월)이 미미
- 1988년의 경우에는 긴축통화정책으로 인하여 단기금리가 높았으나, 장기금리는 아시아 금융불안, 러시아 모라토리엄 등으로 인한 안전자산 선호현상으로 하락하였으며 이로 인해 금리역전이 발생
- 2001년에는 IT버블 붕괴가 주가급락으로 이어진 닷컴버블이, 2008년에는 서브프라임 모기지로 인한 글로벌 금융위기가 발생

〈미국 장단기 금리차(10y-2y)와 경기 침체〉

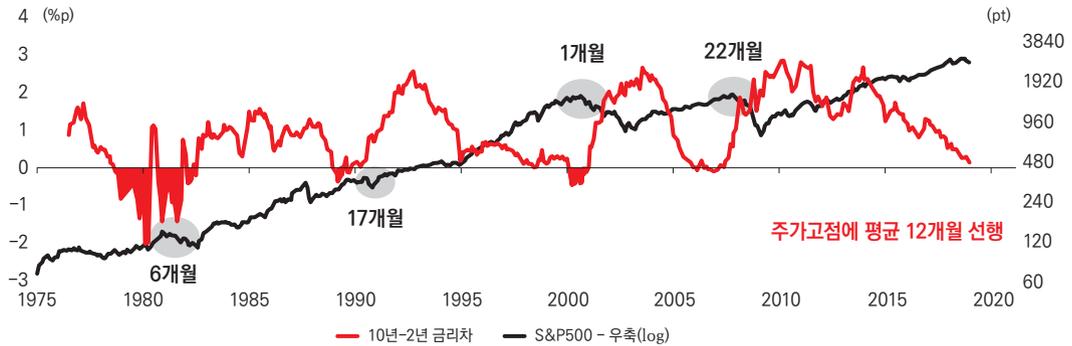


※ 자료: Federal Reserve Bank of St. Louis

※ 주: 음영부분은 세인트루이스 연방은행 기준 경기 침체시기

- 과거 사례를 살펴보면 대개 ① 기준금리 인상이 마무리되는 시점에, ② 시장이 기준금리 인하를 예상하여 장단기 금리가 역전되고, ③ 실제로 기준금리가 인하되면, ④ 경기 침체에 돌입하는 것으로 나타남
- 장단기 금리차와 주가와의 관계는 장단기 금리역전 이후 주식시장의 약세가 4차례 발생하였으며 평균 12개월(1~22개월) 선행하고, 지수는 평균 33% 하락한 것으로 나타남

〈미국 장단기 금리차 및 주가〉



※ 자료: Bloomberg

※ 주) 1980년, 1998년 제외

장단기 금리역전으로 인한 미국의 경기침체 가능성에 우려를 표하는 견해와 반대로 현재의 금리역전은 연준의 공격적인 기준금리 인상에서 기인하였기 때문에 경기침체로는 이어지지 않을 것이라는 의견도 존재

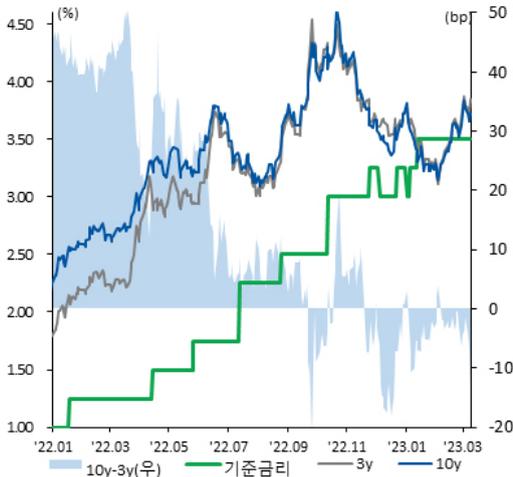
- 세인트 루이스 연준 총재는 과거 인플레이션이 안정적인 시기에는 장단기 금리역전이 경기침체를 나타내는 중요한 시그널이었으나, 최근 미국의 장단기 금리역전은 경기침체 신호라기보다는 인플레이션을 목표치까지 낮추기 위한 연준의 금리인상에서 기인했다고 평가
- 골드만삭스는 견고한 고용시장을 근거로 미국의 1년 내 경기침체 확률을 35%에서 25%로 하향조정하였으며, 1월 국제통화기금(IMF)은 올해 미국 경제성장률을 1.0%에서 1.4%로 상향
- 1986년 수익률곡선(美 국채 10y-3m)과 경기 간 관계를 처음 밝힌 캠벨 하비 듀크대 교수는 최근 고용시장 상황을 근거로 경제 연착륙 가능성을 강조하며 장단기 금리역전이 거짓신호(false signal)가 될 수 있다고 언급

- 기간프리미엄이 금융위기 이후 안전자산 수요증가, 중앙은행의 B/S확대 등에서 비롯된 구조적 하락세로 인해 낮게 형성되어 장단기 금리역전이 발생하기 쉬운 상황이기에 장단기 금리역전을 경기예측 신호로 활용하기에는 적절하지 않다는 지적도 꾸준히 제기됨

● 우리나라도 '22.9월 장단기 금리(10y-3y)가 역전되는 현상이 14년 만에 발생한 이후 역전폭이 확대되었다가 '23년 들어 축소되었으며, 국고채 3년물-기준금리 역전도 나타남

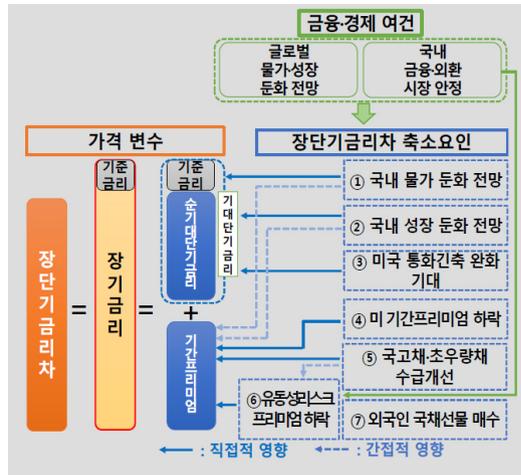
- 한국은행에서는 우리나라 금리역전에 대한 배경으로 ① 물가·성장 둔화 전망, ② 글로벌 장기금리 하락, ③ 국내 CP·신용채권시장 안정, ④ 채권시장 수급여건 개선, ⑤ 외국인 국채 선물 매수 등 국내외 요인이 복합적으로 작용했다고 언급

〈최근 금리추이〉



※ 자료: 금융투자협회 채권정보센터

〈장단기 금리차 변동요인 파급경로〉



※ 자료: 한국은행(2023)통화신용정책보고서

HF 한국주택금융공사



참고문헌

- 윤영교(2022) 미국 금리인상 가속 전망과 장·단기금리역전, KDB산업은행, 이슈브리프
- 신혜원(2022) 장단기 금리역전, 경기침체의 신호일까?, IBK 경제연구소, IBK 경제브리프 820호
- 권도현(2023) 미국의 국채 수익률곡선 역전에 대한 평가, 국제금융센터, Issue Analysis
- 한국은행(2023) 통화신용정책보고서
- Federal Reserve Bank of St. Louis(<https://fred.stlouisfed.org>)
- 금융투자협회 채권정보센터(<http://www.kofiabond.or.kr/>)