

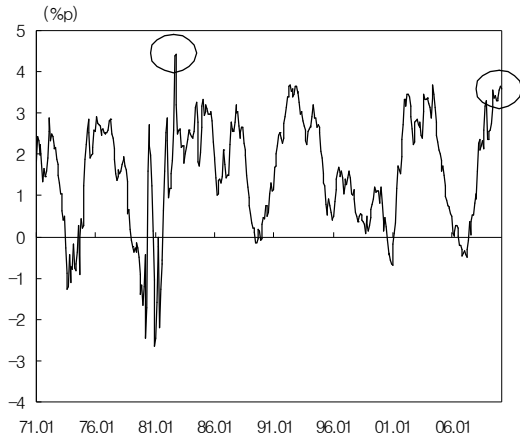
미국의 장단기금리 격차 확대 원인간 시사점

- ◆ 최근 미국에서는 단기금리가 제로 수준에 머물고 있음에도 불구하고 장기금리는 상승하여 장단기금리 격차가 1980년대 이후 가장 크게 확대됨
- ◆ 이러한 장단기금리 격차의 확대는 연준의 통화정책기조나 인플레이션 기대심리에서 비롯되었다기보다는 미래 재정상황에 대한 높은 불확실성으로 인해 시장이 요구하는 기간 프리미엄(term premium)이 커졌기 때문인 것으로 판단
- ◆ 확대된 장단기금리 격차가 상당기간 지속될 경우 통화정책의 유효성 저하, 재정비용 증대, 장기채권의 화폐화(monetization) 등 다양한 문제점이 초래됨
- ◆ 따라서 금리체계를 정상화하기 위해서는 무엇보다 시장이 신뢰할 수 있는 재정건전화 프로그램을 조속히 마련하고 이를 실천에 옮기는 모습을 보임으로써 기간 프리미엄을 줄이는 것이 중요

1. 최근 추이와 특징

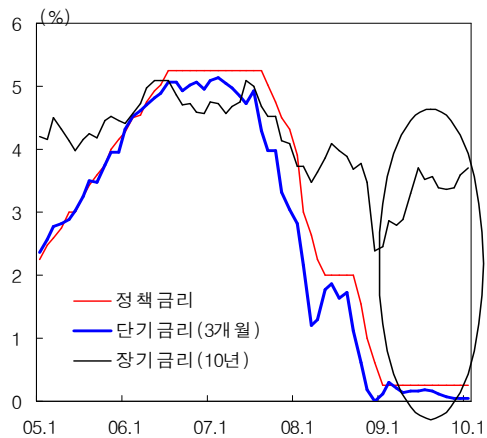
- 미국의 장단기금리 격차(10년 만기 국채금리-3개월 만기 재정증권금리)는 2007년 3월(월평균 기준 -0.50%p)을 저점으로 계속 확대되어 금년 1월 현재 3.66%p로 1982년 9월 이후 최고치 기록(2월중 3.58%p)
- 2009년 이후에는 단기금리가 0%대의 낮은 수준에 머물고 있음에도 불구하고 장기금리가 상승함에 따라 장단기 금리격차가 확대

장단기금리 격차 추이



자료 : Bloomberg

장단기 금리 추이



자료 : Bloomberg

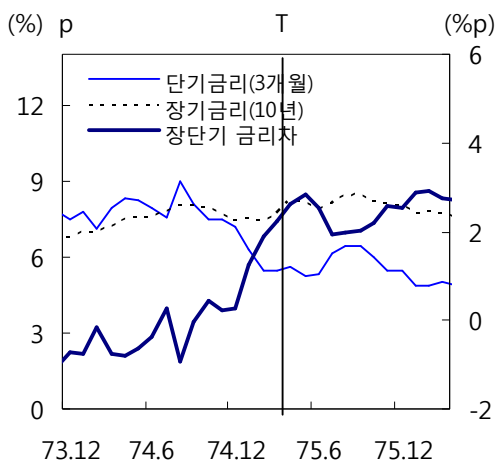
□ 과거에도 경기가 저점을 통과하기 전후해서 장단기 금리 격차는 확대*되는 모습을 보였는데 이번에는 예전과 다른 특징이 나타남

* 장단기금리 격차와 경기와의 관계는 <붙임 1> '미 장단기금리 격차의 경기 선행성 분석' 참조

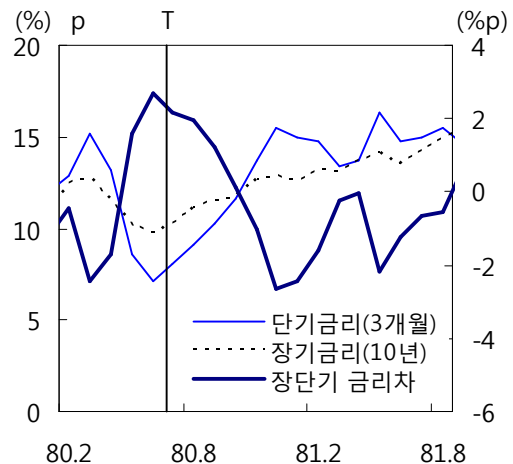
○ 과거에는 대체로 장단기금리가 모두 상승하거나 하락하는 등 같은 방향으로 변동하는 가운데 격차가 확대되었으나 이번에는 단기금리는 고정되어 있는 상태에서 장기금리만 상승

각 경기저점 전후의 장단기금리 격차 추이

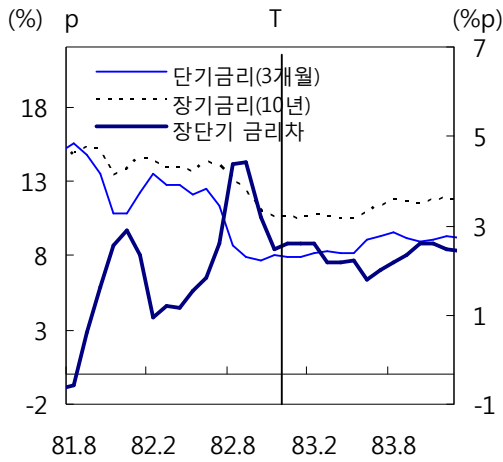
(1973.12~76.3)



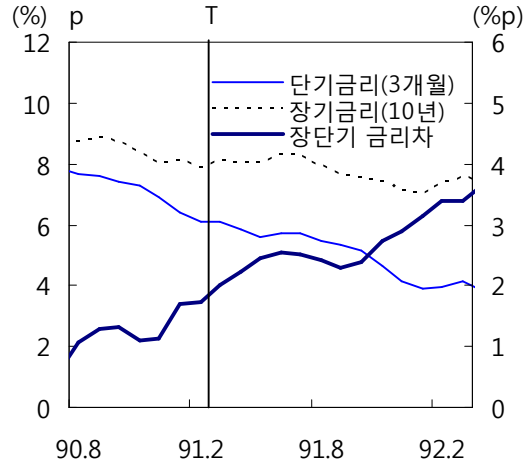
(1980.2~81.8)



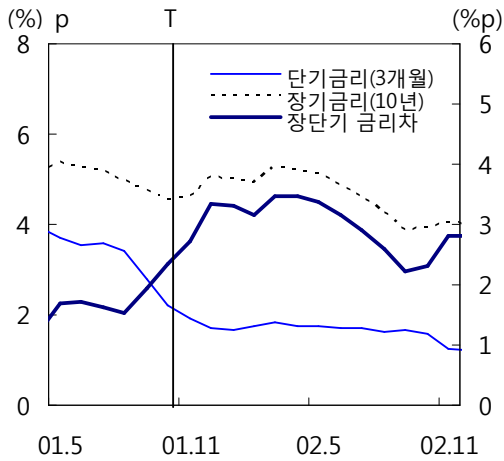
(1981.8~83.11)



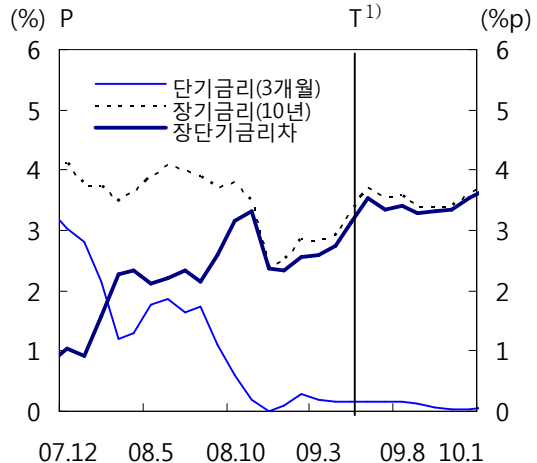
(1990.8~92.3)



(2001.5~02.12)



(2007.12~현재)



주 : 1) 2009.6월을 경기저점으로 간주

2. 장단기금리 격차 확대요인

- 최근 장단기금리 격차 확대가 장기금리 상승에서 비롯되고 있음을 감안하여 동 격차 확대를 장기금리의 상승요인을 통해 파악
- 장기금리에 관한 이론은 다양하나 대체로 기대가설(Expectation Hypotheses)과 유동성프리미엄가설(Liquidity Premium Hypothesis)을 종합하여 설명

◆ 장기금리 = 미래의 예상단기금리 평균+기간프리미엄(term premium)

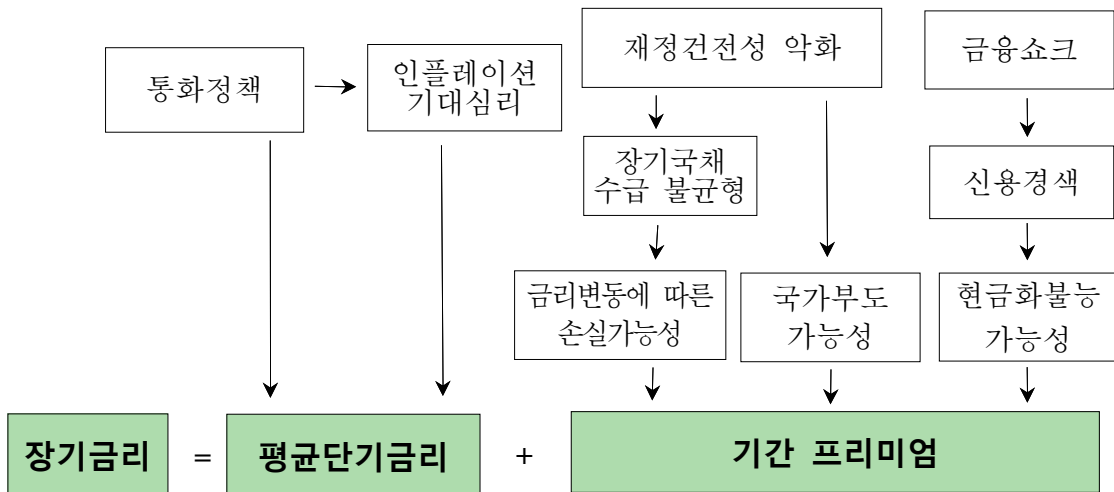
* 자세한 내용은 <붙임 2> '장기금리 결정요인에 대한 가설' 참조

$$i_{nt} = \frac{i_t + i_{t+1}^e + i_{t+2}^e + \dots + i_{t+(n-1)}^e}{n} + l_{nt}$$

i_{nt} : 만기 n 채권 t기 현재금리, i_{t+1}^e : 만기 1인 채권의 t+1기 예상금리
 i_t : 만기 1인 채권 t기 현재금리, l_{nt} : 기간프리미엄

- ① 미래의 예상단기금리 평균은 통화정책 기조와 시장의 인플레이션 기대심리에 의해 영향을 받으며
- ② 기간프리미엄은 채권을 장기간 보유함에 따라 발생할 수 있는 (a) 금리변동에 따른 손실가능성 (b) 국채부도 가능성 (c) 필요시 현금화하지 못할 가능성 등 다양한 불확실성에 의해 좌우

장기금리 결정 요인



⇒ 장기금리 상승의 원인을 각 요인별로 점검

(예상단기금리 측면 - 기대가설)

① 통화정책 기초

- 연준의 저금리 정책이 당분간 지속될 것으로 보여 미래의 단기금리 상승기대에 따른 장기금리 상승효과는 제한적인 것으로 판단
 - 경기회복에도 불구하고 실업률이 높은 상태*를 유지하고 있어 시장에서는 상당기간 저금리 정책기조가 지속될 것으로 전망
 - * 연준의 금리 인상시점은 대체로 고용사정이 안정되는 시점과 일치
 - 버냉키 의장도 고용사정에 대해 우려하면서 현재 인플레이션이 낮은 상태에 있어 상당기간 저금리기조를 유지할 수 있을 것이라고 발언(2.24일 하원)
 - 에반스 시카고 연준 총재는 경기회복세는 느리게 전개될 것이며 기준금리를 올리는 것은 ‘상당히 나중의 일이 될 것(quite a way’s away)’이라고 발언(3.4일, 시카고 CFA 소사이어티)

주요예측기관의 연준 정책금리 전망

	2010				2011
	3월	6월	9월	12월	
JP Morgan	0.00~0.25	좌동	좌동	좌동	0.50
Deutsche Bank	0.00~0.25	좌동	0.75	1.25	-
Morgan Stanley	0.00~0.25	좌동	0.50	1.50	2.00
Citigroup	0.00~0.25	좌동	좌동	1.00	1.50
Goldman Sachs	0.00~0.25	좌동	좌동	좌동	좌동
UBS	0.00~0.25	0.50	0.75	1.00	3.00

② 인플레이션 기대 심리

- 금융시장 안정을 위한 양적완화정책(quantitative easing)의 실시로 연준의 대차대조표가 큰 폭으로 확대되자 팽창된 유동성이 인플레이션으로 연결될 것이라는 우려가 제기

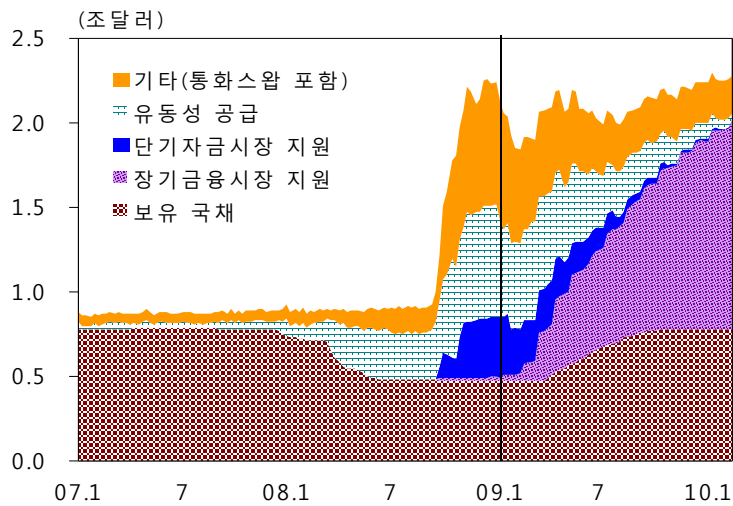
— 금년 2월말 현재 미 연준의 자산/부채 규모는 글로벌 금융위기 이전의 3배 수준인 2.3조달러

- 양적완화정책의 일환으로 실시된 특별 유동성 공급조치* 가운데 금융기관 및 단기금융시장 지원 규모는 2009년초부터 줄어들기 시작하였으나

장기금융시장 지원잔액은 MBS 및 GSEs 채권 매입을 중심으로 계속 증가하고 2009.3월부터 시작된 국채 직매입도 3,000억달러 까지 확대

* 자세한 내용은 <붙임 3> ‘미 연준의 특별 유동성 공급조치’ 참조

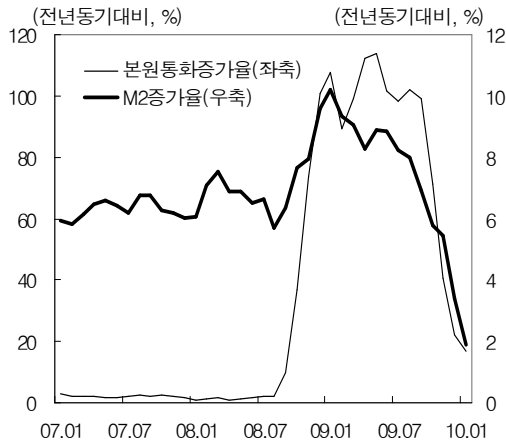
미 연준의 총자산 추이



○ 그러나 은행들이 대출에 신중한 태도를 보이고 있어 연준이 공급한 유동성을 초과기준으로 보유하고 있으며 이에 따라 통화량 증가율은 오히려 하락

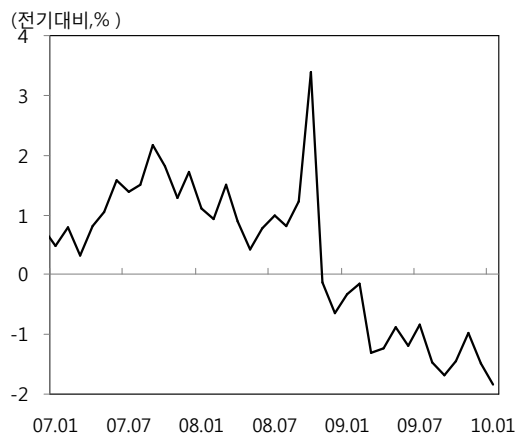
— 본원통화 증가율이 크게 상승하였으나 M2증가율은 2009.1월 10.2%를 기록한 이후 꾸준히 하락하였으며 상업은행 대출도 2008.11월 이후 감소세를 지속

본원통화 및 M2 증가율



자료 : 미 연준

상업은행 대출증가율

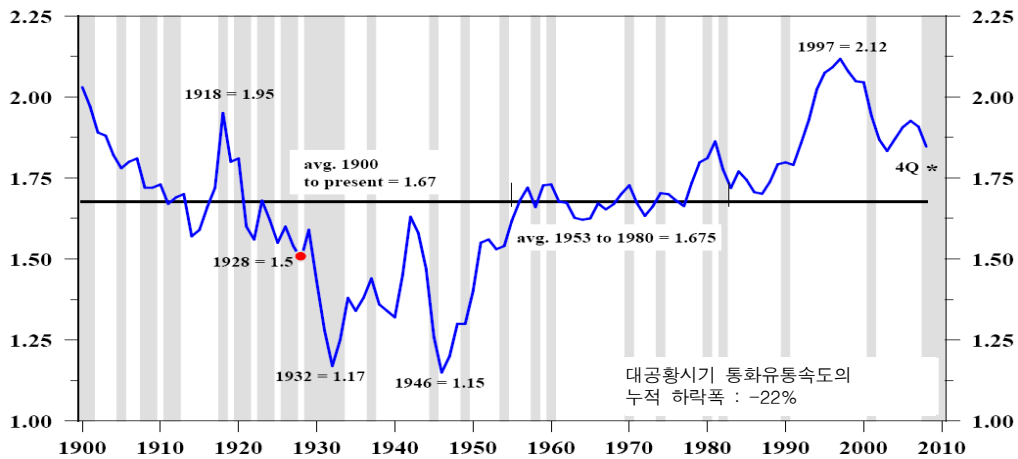


자료 : 미 연준

- 또한 그림자금융시스템(shadow banking system)의 쇠락*, 민간부문의 디레버리지 지속 등으로 통화유통속도도 크게 하락

* 구조화증권 등 '고수익-고위험' 채권을 사고파는 과정에서 새로운 유동성이 창조되는 시스템으로 투자대상의 구조가 복잡하여 순익이 투명하게 드러나지 않는다는 점에서 '그림자'라는 명칭을 사용

미국의 통화유통속도¹⁾

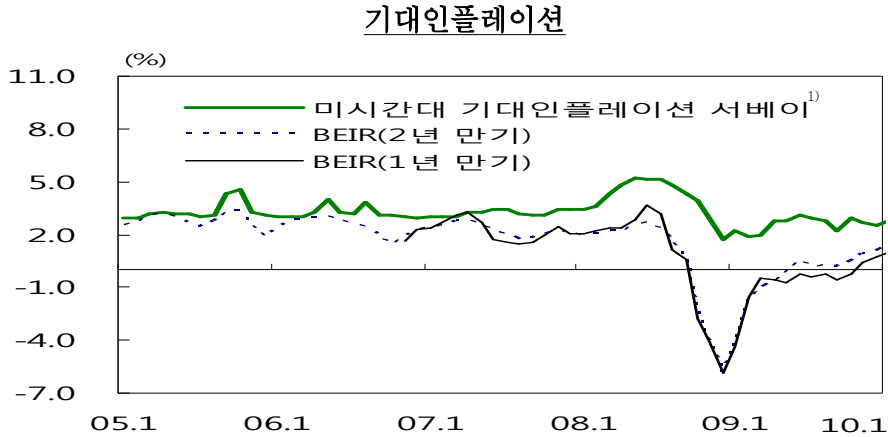


주 : 1) 명목GDP/M2 2) 음영은 미국의 경기침체기
 자료 : Hoisington

- 이처럼 확대된 본원통화가 실제 통화량 증가 및 경제활동으로 이어지지 않으면서 경제주체들의 인플레이션 기대심리도 안정적인 수준을 유지

— BEIR(Break Even Inflation Rate)*과 미시간대 인플레이션 Survey에 나타난 기대인플레이션이 낮은 수준을 유지

* 1~2년 만기 국채 금리와 물가연동국채 금리와의 차이



주 : 1) 1년후의 기대인플레이션
 자료 : Bloomberg

⇒ 인플레이션 기대심리를 장기금리 상승의 원인으로 지목하기는 어려움

(기간프리미엄 측면 - 유동성 프리미엄 가설)

□ 재정건전성 우려에 따른 금리변동 손실 가능성

○ 글로벌 금융위기에 대응하는 과정에서 미국의 재정적자 및 국가부채 규모가 크게 늘어나 재정건전성에 대한 우려가 제기

— 미국의 재정적자 비율(對GDP)은 2008년도(회계년도 기준) 3.2%에서 2009년도에는 9.9%로, 국가부채 비율(對GDP)은 69.2%에서 83.4%로 대폭 상승

— 앞으로 고령화의 진전, 건강보험 개혁 등으로 연금, 의료비용과 관련된 재정지출이 늘어나 재정건전성은 더욱 나빠질 가능성

- OMB(Office of Management and Budget)와 CBO(Congressional Budget Office)는 경기가 회복되더라도 재정적자 비율이 금융위기 이전보다 높은 수준을 유지하고 국가부채도 계속 늘어날 것으로 예상

미국의 재정적자 및 국가부채¹⁾ 추이와 전망

(GDP대비 %)

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
재정적자	OMB	1.2	3.2	9.9	10.6	8.3	5.1	4.2	3.9	3.9
	CBO	"	"	"	9.2	6.5	4.1	3.2	2.7	2.6
국가부채	OMB	64.4	69.2	83.4	94.3	99.0	100.8	101.6	101.9	102.6
	CBO	"	"	"	90.2	95.2	95.6	94.8	93.9	93.7

주 : 1) 회계연도 기준(전년 10월~해당년도 9월)

- o 그러나 금융시장에서는 **OMB와 CBO의 재정전망이 낙관적인 시나리오에 기초하고 있으며**

오바마 행정부의 재정건전화 계획도 의회구성 변화, 정치 리더십의 부재 등으로 **원활히 추진되기 어려울 것이라고 인식하고 있어 재정건전성에 대한 우려가 좀처럼 진정되지 않고 있는 상황**

- OMB는 2010~14년중 연평균 경제성장률을 3.8%로 전망하였는데 이는 IMF(2.5%)보다 1%p 이상 높은 수치*

* 이밖에 Bush 행정부가 실시했던 대다수 임시 감세조치들이 예정대로 2010년말 종료되고, 2011년까지는 연방정부의 卍정부지원도 종료될 것이며, Pay-as-you-go 원칙을 부활하여 향후 10년간 유지할 것이라는 낙관적 전망을 전제

미국의 경제성장률 전망

(%)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2020
OMB (2010.2)	2.7	3.8	4.3	4.2	4.0	3.6	2.5
IMF (2010.1)	2.7	2.4	2.6	2.5	2.1

자료 : OMB, IMF

— 오바마 행정부는 재정건전화를 최우선 과제로 추진하고 있으나
의회구성 변화, 이해당사자들의 반발 등으로 구체적인 성과를 달
성하기까지 적지 않은 난관이 예상*

* 이에 대한 자세한 내용은 「해외경제정보」 제2010-5호(2010.1.26일) '미국
의 재정수지 전망과 재정건전화를 위한 과제' 참조

· 특히 최근 오바마 대통령 지지도 하락*의 원인이 되고 있는 실
업문제가 조속히 해결되지 못할 경우 추가적인 재정지출이 불가
피할 것으로 보이는데 이는 재정건전화 과제와 충돌

* 2009.1월 68%였던 오바마 대통령의 지지도(Gallup 조사)가 고용사정 악화,
건강보험 개혁안 추진 등으로 2010.2.18~20일중 조사에서는 48%까지 하락

○ 이처럼 정부의 약속(commitment)에도 불구하고 재정건전성 확보가
쉽지 않아 장기국채의 발행확대*는 불가피하며 이는 국채가격의
하락을 가져올 것이라는 우려가 시장에 팽배

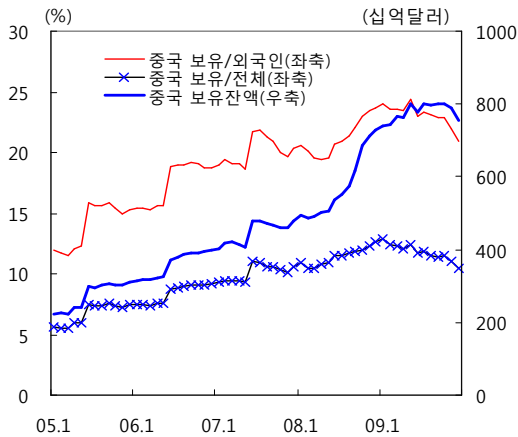
* 2007년 1,939억달러였던 국채 순발행규모가 1조 2,574억달러(2008년) 및 1조
4,757억달러(2009년)로 증가하였으며 2010년에는 1조8,000억달러를 넘어설 것
으로 예상

— 한편 미 달러화 약세에 대한 우려 등으로 중국을 중심으로 미
국채매입을 줄이려는 움직임*도 수급불균형을 초래하여 국채가
격을 낮추게 될 것으로 예상

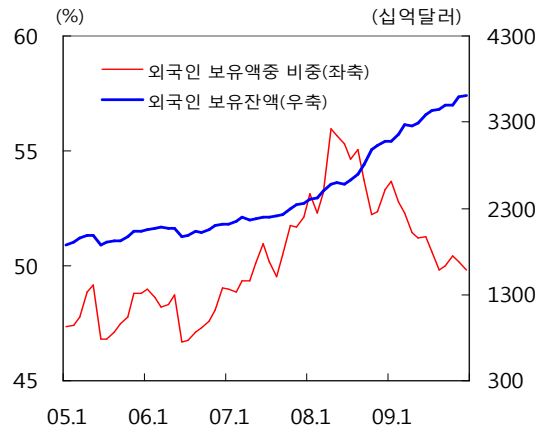
* 중국의 미 국채투자 잔액은 지난해 6월 이후 8,000억달러 수준에서 머물다
가 12월 들어 354억달러나 감소. 이에 따라 외국인의 미 국채투자중 중국
비중이 2009.5월말 24.3%를 고점으로 12월말에는 20.9%까지 하락

⇒ 장기채권의 유동성 프리미엄을 높여 장기금리 상승을 초래한
주된 원인

중국의 미 국채 보유잔액 및 비중



외국인의 미 국채 보유잔액 및 비중



② 국가부도 위험

- 재정건전성 우려에도 불구하고 기축통화 국가인 미국의 국가부도 위험은 매우 낮은 것으로 평가

— 지난해 10월 이후 미 국채의 CDS 프리미엄이 다소 상승하기는 하였으나

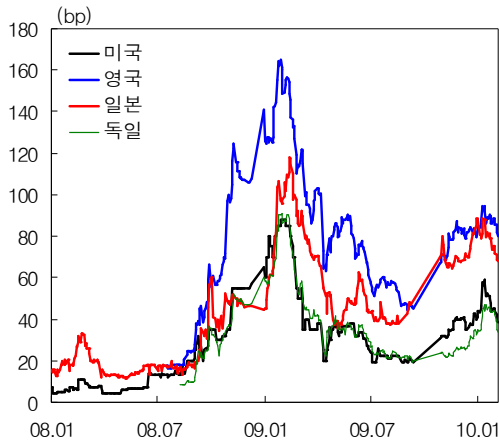
일본, 영국 등에 비해서는 크게 낮으며 재정건전성에 대한 우려가 크지 않은 독일*과 비슷한 수준

* 독일은 2009. 6월 헌법을 개정하여 정부차입을 투자지출 규모 이내로 제한한 기존의 재정준칙에 경기변동을 고려한 재정적자를 GDP의 0.35% 이내로 제한하는 내용을 추가

— 한편 미 달러화는 상당기간 기축통화로서 지위를 유지할 것으로 전망되고 있어 유사시에는 발권력을 동원한 대응이 가능*

* 미 국채 보유자가 만기연장을 거부할 경우 연준이 국채를 대신 매입하고 대금을 국채 보유자에게 지급. 이 경우 본원통화 확대의 부작용이 생길 수 있으나 연준의 다른 정책수단으로 흡수 가능

미국의 CDS 프리미엄¹⁾ 추이



주 : 1) 5년 만기 국채 기준
자료 : Bloomberg

주요국 재정수지

	(GDP대비 %)				
	2007	2008	2009	2010	2011
미국	-2.8	-6.5	-11.2	-10.7	-9.4
독일	0.2	0.0	-3.2	-5.3	-4.6
영국	-2.7	-5.0	-12.1	-12.9	-11.1
일본	-2.5	-2.7	-7.4	-8.2	-9.4

자료 : OECD

③ 국채 현금화 불능 가능성

- 금융위기가 발생하여 글로벌 금융시장이 경색될 경우 안전자산에 대한 선호가 증가하여 미 국채에 대한 수요가 오히려 확대되었던 과거의 경험에 비추어 현금화 불능 가능성 때문에 기간 프리미엄이 상승한 것으로는 판단되지 않음
- 또한 미 국채시장은 규모면에서 세계 최대의 시장이어서 유동성 확보면에서도 유리

주요국 국채발행 잔액¹⁾

(10억달러)						
미국	영국	독일	프랑스	이태리	일본	중국
9,151.9	1,141.8	1,560.6	1,691.7	2,053.6	9,704.8	1,415.8

주 : 2009.9말 기준
자료 : BIS Quarterly Review (2010.3월)

⇒ 최근의 장기금리 상승은 금융시장이 재정상황에 대한 부정적 전망을 근거로 가격손실 위험에 대한 기간프리미엄을 요구한 데 주로 기인한 것으로 판단

3. 장단기금리 격차 확대의 문제점

(통화정책의 유효성 저하)

□ 장단기금리 격차 확대는 통화정책의 파급경로가 제대로 작동되지 못하고 있음을 의미

○ 미 연준이 초저금리 정책을 지속하고 있는 것은 금리경로나 기대 경로 등을 통해 장기금리를 낮은 수준에서 유지하여 총수요를 진작시키기 위한 목적

* 금리경로 : 정책금리 ⇒ 단기 시장금리 ⇒ 장기 시장금리 및 여수신금리 ⇒ 총수요

기대경로 : 정책금리 ⇒ 인플레이션 기대 ⇒ 장기금리 ⇒ 총수요

□ 그러나 재정건전성에 대한 우려로 장기금리가 상승하면 연준이 의도하는 바를 충족시키기 어려워 통화정책의 유효성이 저하

(재정비용 증대)

□ 금융위기 이후 미국정부는 안정적 재원조달을 위해 단기국채보다 장기국채 발행을 늘렸는데 장단기금리 격차가 확대되면 재정비용 부담이 커지는 결과

미 국채¹⁾ 순발행 규모

(십억달러)

	2006	2007	2008	2009
Bills	-19.9 (21.8)	58.8 (22.1)	861.6 (32.2)	-73.3 (24.7)
Notes	80.3 (56.5)	46.9 (55.1)	304.1 (48.3)	1,387.9 (57.6)
Bonds	14.1 (12.3)	27.9 (12.4)	33.4 (10.3)	122.8 (9.9)
TIPS	82.5 (9.5)	60.4 (10.4)	58.2 (9.2)	38.2 (7.8)
계	157.0 (100.0)	193.9 (100.0)	1,257.4 (100.0)	1,475.7 (100.0)

주 : 1) Bills : 만기 1년 이하, Notes : 만기 2년~10년 이하, Bonds : 만기 30년

2) ()내는 국채발행물량잔액 비중(%)

자료 : 미 재무부

(장기채권의 화폐화와 금융기관의 리스크 증대)

- 장단기금리차가 높은 수준을 지속하면 그 만큼 재정거래(단기금융시장 자금조달 → 장기금융시장 자금운용) 기회가 많이 발생
 - 이는 금융위기로 취약해진 미 금융기관의 수익성을 제고시키고 장기금리의 상승압력을 억제하는 긍정적인 측면이 있으나 사실상 장기채권의 **화폐화(monetization)**를 초래하는 위험도 있음
 - * 미 연준이 장기채권을 직접 매입하지 않더라도 금융기관이 연준이 공급한 단기자금을 이용하여 장기채권을 매입할 경우 연준이 이를 직매입한 것과 같은 효과(debt monetization)
 - 아울러 장단기 금융시장간 재정거래가 증가할수록 금융기관 자산·부채의 만기불일치가 확대되어 금리변동에 따른 금융기관의 리스크가 증대될 우려

4. 시사점

- 경기순환과정에서 장단기금리 격차가 확대되는 것은 향후 경제가 회복국면에 들어서고 이에 따라 인플레이션 기대심리도 높아짐을 의미하는 것으로 해석되어 왔음
 - 그러나 장단기금리 격차가 상당히 큰 폭으로 장기간 지속될 경우에는 통화정책의 유효성 저하, 재정비용 증대 등 다양한 문제를 야기하므로 이를 적정수준으로 축소할 필요
- 현재 미 금융시장에서 나타나고 있는 장단기금리 격차는 통화정책 보다는 주로 재정건전성에 대한 우려 때문에 발생하고 있는 것으로 판단

□ 그러나 기대가설에서 상정하고 있는 통화정책적 측면도 무시할 수는 없음

○ 지금까지는 은행들이 대규모의 초과지준을 보유하고 있으나 경기가 본격 회복국면에 접어들어 자금수요가 증가하면 대출이 확대되고 통화유통속도도 빨라져 인플레이션 기대심리가 높아질 가능성

— 따라서 연준은 금리인상 이전에라도 양적완화정책 실시에 따라 공급된 유동성을 점진적으로 흡수하는 정책을 실시하고

고용시장의 개선추세를 감안하여 금리인상 시점을 선택함으로써 장단기금리 격차를 줄여나가는 전략을 추진할 필요

○ 단기금리 인상시 미래에 예측되는 평균단기금리는 상승하나 인플레이션 기대심리의 하락에 따라 장기금리 상승폭은 단기금리에 비해 작으며 그 결과 장단기금리격차가 축소되는 것이 일반적

* 2004.6월 이후 금리인상 시기를 보면, 정책금리가 1%에서 2%로 인상되는 동안 장단기금리 격차는 3.67%p에서 2.09%p로 크게 축소

□ 한편 금융시장에서는 정책금리가 1%p 이상 인상되더라도 장기금리(10년 만기 국채금리)와의 격차가 크게 줄어들지 않고 3%p 이상의 높은 수준에 머물 것으로 전망(3.1일 현재 3.00~4.00%p)*

미국 정책금리 및 장단기금리 격차¹⁾ 전망
(2010.3.1일 현재)

(%, %p)

	장단기금리 격차				
	2010				2011
	3월	6월	9월	12월	
JP Morgan	3.65 ~ 3.90	3.85 ~ 4.10	4.00 ~ 4.25	4.25 ~ 4.50	-
Deutsche Bank	3.45 ~ 3.70	3.75 ~ 4.00	3.50	3.25	-
Morgan Stanley	3.60 ~ 3.85	4.50	4.50	4.00	3.50
Citigroup	3.40 ~ 3.65	3.40 ~ 3.65	3.50 ~ 3.75	3.15	3.00
Goldman Sachs	3.25 ~ 3.50	3.00 ~ 3.25	2.90 ~ 3.15	3.00 ~ 3.25	3.75 ~ 4.00
UBS	3.45 ~ 3.70	3.30	3.15	3.00	1.26

주 : 1) 미 국채(10년)금리-정책금리

- 이처럼 정책금리가 인상되더라도 과거와는 달리 장단기금리 격차가 줄어들지 않을 것이라는 시장의 인식은

장기금리 결정의 핵심이 재정상황의 미래에 달려 있으며 금리체계의 정상화를 위해서는 무엇보다 시장이 신뢰할 수 있는 재정건전화 프로그램을 조속히 마련하고 이를 실천에 옮기는 모습을 보여주는 것이 중요하다는 사실을 시사

<붙임 1>

미 장단기금리 격차의 경기선행성 분석

□ 장단기금리 격차(수익률곡선, 기간스프레드)는 실물경기의 선행성을 판단하는 유용한 지표*로 활용되고 있는데 미국의 경우 4~6분기 선행하는 것으로 분석(뉴욕 연준)

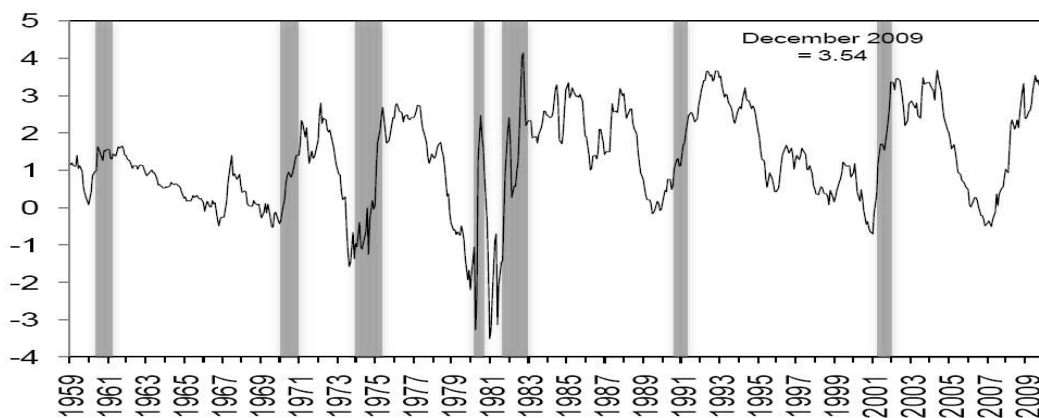
* 2000년대 중반 장단기금리 격차가 축소되면서 거의 체로 수준에 근접했음에도 불구하고 경기확장국면이 지속되자 일부에서는 동 지표의 경기선행성에 의문을 제기. 그러나 최근 경기침체기 진입 18개월전에 장단기금리 격차가 마이너스를 보이면서 장단기금리 격차의 경기선행성이 재입증

○ 특히 1970년대 이후 장단기금리 격차가 마이너스를 보인 경우 예외없이 경기침체가 수반

1960년 이후 미 장단기금리 격차¹⁾와 경기침체

회 차	마이너스 장단기금리 격차		경기침체 시작 월 ³⁾ (B)	경기 저점	B-A(개월)
	시작(A)~종료	기간 ²⁾ (개월)			
1	1966. 9~1967. 1	5	-	-	-
2	1969. 7~1970. 1	7	1970. 1	1970.11	7
3	1973. 6~1974. 9	16	1973.12	1975. 3	7
4	1978.12~1980. 4	17	1980. 2	1980. 7	15
5	1980.11~1981. 8	10	1981. 8	1982.11	10
6	1989. 6~1989.12	7	1990. 8	1991. 3	14
7	2000. 7~2001. 1	7	2001. 5	2001.11	10
8	2006. 8~2007. 5	10	2008. 1	-	18
평균 지속 기간		9.9			

주 : 1) 10년 만기 국채금리-3개월 만기 재정증권금리
 2) 장단기금리차가 마이너스에서 완전히 벗어난 기간
 3) NBER 기준 경기정점 직후 월을 경기침체 시작 시점으로 간주



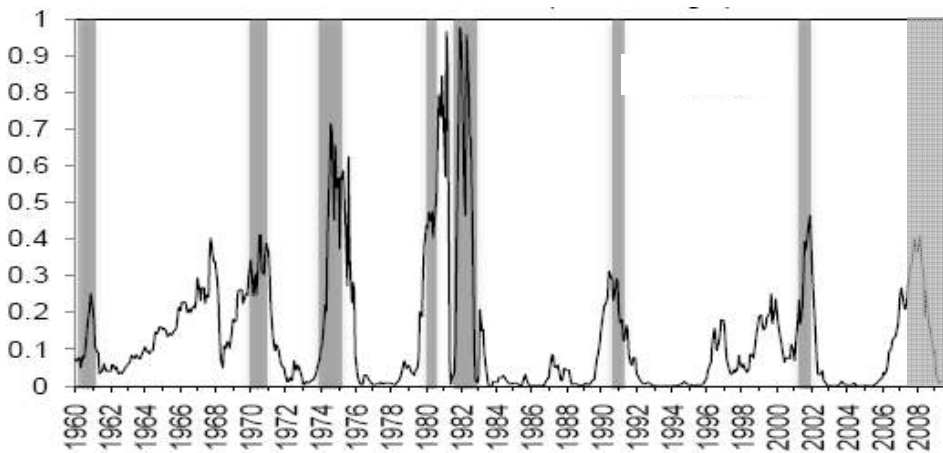
주 : 1) 음영부분은 경기침체 기간(NBER 기준)
 자료 : 뉴욕 연준

□ 뉴욕 연준은 Probability Model*을 이용하여 장단기금리 격차의 경기예측력을 매월 측정하여 발표

* 장단기금리 격차의 누적확률분포를 이용하여 향후 12개월내 경기침체가 발생할 확률로 변환하는 모델

- 측정 결과 매 경기침체기 마이너스 장단기금리 격차가 경기침체를 예측한 확률은 30%를 초과하였으며 특히 1981~82년 경기침체에 98%까지 상승
- 한편 2010년 12월 이전에 경기침체가 발생할 확률은 0.06%로 매우 낮게 측정

장단기금리 격차로 예측한 향후 12개월내 경기침체 발생 확률



자료 : 뉴욕 연준

□ 뉴욕 연준은 장단기금리 격차를 측정하는 지표로서 장기금리는 10년 만기 국채금리가, 단기금리는 3개월 만기 재정증권이 가장 유용한 것으로 분석

- 또한 장단기금리 격차의 수준(Level)이 변화(Change)보다 경기예측력이 더 우수한 것으로 평가

<붙임 2>

장기금리 결정요인에 대한 가설

- 장기금리가 어떤 요인에 의해 결정되는지 이를 명확히 설명하는 이론 (theory)이 정립되어 있지 않고 여러 가설(hypothesis)이 존재하는데 기대가설, 유동성프리미엄가설, 분할시장가설 등이 대표적

① I. Fisher의 기대가설(Expectation Hypothesis)

- 장기채권금리는 동 채권의 만기동안 발생할 것으로 예상되는 단기금리의 평균과 일치

○ 주요 가정 : 서로 다른 만기의 채권들은 완전 대체재

$$○ i_{nt} = \frac{i_t + i_{t+1}^e + i_{t+2}^e + \dots + i_{t+(n-1)}^e}{n}$$

단, i_{nt} = n년 만기 채권의 현재(t기) 금리

i_{t+1}^e = 다음 기(t+1)에 예상되는 1기 만기 채권금리

i_t = 1기 만기 채권의 현재(t기) 금리

② J. Hicks의 유동성프리미엄가설(Liquidity Premium Hypothesis)

- 장기채권금리는 동 채권의 만기동안 예상되는 단기금리 평균과 유동성프리미엄*의 합과 일치

* 투자자들은 다른 조건이 일정하면 유동성이 높은 단기채권을 선호

○ 주요 가정 : 서로 다른 만기의 채권들은 대체재이나 완전 대체재는 아님. 즉 어느 한 만기의 채권을 다른 만기의 채권보다 더 선호하는 것으로 가정

$$○ i_{nt} = \frac{i_t + i_{t+1}^e + i_{t+2}^e + \dots + i_{t+(n-1)}^e}{n} + l_{nt}$$

단, l_{nt} = t시점에서 제공되는 n기 만기 채권의 유동성프리미엄

- 투자자들은 금리리스크가 적은 단기채권을 선호하는 경향이 있기 때문에 양(+)의 유동성프리미엄이 제공되어야 장기채권을 보유하게 된다고 설명

③ 분할시장이론(Segmented Market Hypothesis)

□ 서로 다른 만기를 가진 채권시장은 완전히 분할되어 있기 때문에 장기채권금리는 해당 채권의 수요와 공급에 의해서 결정

- 주요 가정 : 서로 다른 만기의 채권들은 대체재가 아님. 투자자들은 특정 만기의 채권만 선호하기 때문에 자신들이 선호하는 채권에 대한 기대 수익률에만 관심을 가지는 것으로 전제
- 따라서 동 가설에서는 단기금리에 대한 기대가 장기금리 결정에 영향을 주지 못하며 별 영향을 미치는 못하는 것으로 간주

⇒ 기대가설과 유동성프리미엄가설은 장기금리가 경제주체들의 경기, 물가, 통화정책 방향 예측에 대한 정보를 담고 있음을 의미

분할시장가설은 장기금리가 장기채권시장의 수급상황에 의해서만 결정됨을 강조하고 있으나 이는 장단기 금융시장간 재정거래가 불가능함을 전제로 하고 있기 때문에 현실성이 떨어지는 가설로 평가됨

<붙임 3>

미 연준의 특별 유동성 공급 조치

- 미 연준은 글로벌 금융위기에 대응하여 정책금리 인하와 함께 유동성 공급을 위한 비전통적 통화정책(소위 ‘양적완화정책’)을 실시
 - 비전통적 통화정책은 금융기관에 대한 유동성 공급, 신용시장 지원, 국채 직매입 등 크게 3가지로 구분
 - 금융기관 유동성 공급을 위해 예금은행 대출제도(TAF), 프라이머리 딜러에 대한 국채대여(TSLF), 대기성여신(PDCF) 제도 등을 신설
 - 금융시장 활성화를 위해 금융기관(AMLF) 및 SPV(CPFF, MMIFF)의 단기증권 매입을 지원하거나 증권화상품(TALF, GSEs 관련 채권 매입) 등을 매입
 - 2009.3월부터는 국채 직매입제도를 도입하여 10월말까지 운용

미 연준의 특별 유동성 공급제도¹⁾

	특별 유동성 공급제도	도입시기	내 용	종료시기
금 용 기 관	기존 Primary Credit 확대 - 적격담보기준 완화 - 만기 확대	2007. 8.17일 " 2008. 3.16일	주택모기지증권 추가 1일 → 30일 30일 → 90일	
	TAF (Term Auction Facility)	2007.12.12일	예금은행에 입찰을 통해 28일 및 84일 만기 자금 대출	
유 동 성 공 급	TSLF (Term Securities Lending Facility)	2008. 3.11일	회사채 등을 담보로 프라이머리 딜러에 연준 보유 국채 대여	2010. 2. 1일
	PDCF (Primary Dealer Credit Facility)	3.16일	프라이머리딜러 대상 익일물 대기성여신제도 신설	2. 1일
신 용 시 장	AMLF (ABCP MMMF Liquidity Facility)	2008. 9.19일	ABCP시장 지원(예금은행에 MMMF 보유 ABCP 매입자금 대출)	2010. 2. 1일
	CPFF (CP Funding Facility)	10.27일	CP·ABCP시장 지원 (SPV에 CP·ABCP 매입자금 대출)	2. 1일
	MMIFF (Money Market Investor Funding Facility)	11.24일	만기 90일 이내 CD은행채 CP 시장 지원(SPV에 MMMF 보유 CD은행채 CP 매입자금 대출)	2009.10.30일
지 원 ¹⁾	TALF (Term ABS Loan Facility)	11.25일	학자금·자동차·신용카드·소기업 대출 ABS 및 CMBS시장 지원 (ABS·CMBS 보유자에게 동 증권을 담보로 대출)	2010. 6.30일 (ABS) 2010. 3.31일 (CMBS)
	MBS, GSEs 관련 채권 매입 제도	"	MBS시장 등 지원(GSEs 발행 채권·보증 MBS 직매입)	2010. 3.31일
	국채 직매입	2009. 3.18일	미 국채 직매입(한도 3,000억 달러)	2009.10.30일

주 : 1) AMLF, CPFF 및 MMIFF는 단기금융시장, TALF 및 MBS, GSEs 관련 채권매입은 장기금융시장 지원 프로그램