

2016년 국제금융시장 전망

- 연준의 금리인상이 미칠 영향 -

〈요 약〉

- (시장금리는 제한적 상승 전망) 연준 금리인상 경로에 대한 뚜렷한 컨센서스가 형성되지 않아 내년중 예상 시장금리 변동 분포가 매우 넓은 가운데 정책금리 인상의 영향이 큰 중단기금리를 중심으로 **완만한 상승세**를 보일 전망
 - 금리상승의 제약 요인으로는 잠재성장률 둔화 추세, 연준의 채권 재투자 지속, 여타 중앙은행의 완화기조 지속, 미국채 헤지수요 및 발행 축소 전망 등이 거론
- (달러화 강세 지속, 중반 이후 모멘텀 약화) 금리인상에 따른 미국과 여타국간 금리차 확대 등으로 미달러화의 강세 추세가 지속되겠으나 추후 금리인상 경로의 불확실성 등으로 2016년 중반(이르면 2/4분기)부터 강세 모멘텀은 약화될 전망
 - 달러화 강세 요인으로는 주요국 중앙은행과의 통화정책 차별화, 신흥시장국 경제 불안 우려 등이 공통적으로 거론
 - 중반 이후 달러화의 강세 모멘텀 약화는 주로 주요국간 통화정책 차별화 기대가 완화될 가능성이 큰 데다 정책실패(policy error) 우려에 따른 조정 가능성 등이 그 근거로 제시
- (신흥시장국 불안 가능성) 2013년 taper tantrum과 같은 급격한 투자자금 이동 및 이에 따른 전반적인 신흥시장국(이하 'EM') 불안 가능성은 크지 않을 전망이나 금리인상에 따른 투자자금 환류 등 **글로벌 자금 흐름의 변화가 EM 시장의 불안**으로 이어질 가능성
 - 특히 유가 및 원자재가격 하락세가 지속되고 중국 경기둔화까지 가세할 경우 원자재 수출의존이 높은 EM은 물론 **대중국 교역비중이 높은 EM**으로 까지 시장 불안이 확대될 우려
 - 다만 중장기적으로는 기초경제여건에 따라 EM별 영향이 차별화될 전망이며, 연준이 금리인상 속도에 대한 시장기대와의 갭을 적절히 조율해 나간다면 그 영향이 축소될 것으로 기대
- (신용시장 약세 예상) 금리인상의 배경이 될 경기회복이 신용시장을 지지하는 요인으로도 작용하겠으나, 전례 없는 **유동성 공급**에 기반한 고수익 추구현상이 상당기간 신용상품의 가격상승 요인으로 작용하였던 만큼 향후 연준의 금리인상 및 유동성 흡수에 따라 신용시장은 약세를 보일 전망

- **수급 측면**에서도 금리상승에 따른 조달비용 증가로 차환발행의 유인이 줄어들겠지만, M&A 소요자금 마련 목적의 회사채 발행이 2016년중에도 계속될 전망이어서 스프레드 확대압력으로 작용할 전망
- 그러나 향후 연준의 실제 유동성 흡수조치는 금리인상 후에도 상당기간이 지난 시점에 이루어질 것이라는 기대가 높은 상황이어서 신용시장의 **급격한 투자 위축 가능성**은 크지 않을 것이란 견해가 일반적 관측
- **(글로벌 주가에 미치는 영향은 제한적)** 연준의 금리인상이 인플레이션 우려(monetary shock)보다 **경기상황 개선(real shock)**에 주로 근거할 것으로 예상되는 데다 금리인상 경로가 완만할 가능성이 높은 만큼 금리인상이 주가에 미치는 부정적 영향은 크지 않을 전망
 - 다만 중국 및 EM의 경제불안이 재현되거나 유가 및 원자재 하락세 등이 지속되면서 시장의 위험회피 심리가 확대될 경우에는 급격한 **되돌림 현상**으로 상당폭 조정받을 우려도 존재
- **(금리변동성 급등락 가능성)** 연준의 최초 금리인상 이후에도 추가 금리인상 및 주요국간 정책 기초차이와 관련한 불확실성이 상존하는 가운데 시장 충격 발생시 금리 변동성 급등락 현상이 빈번해질 가능성
 - 이와 같은 **변동성 급등락**은 연준의 통화정책 관련 불확실성 외에도 채권 시장의 유동성 악화(liquidity problem) 등 **구조적 변화**에 기인하는 바가 크다는 해석이 대체적인 평가

- ◇ 연준의 12월 기준금리 인상은 그동안 충분히 예상되어 상당부분 시장가격에 반영되어 온 데다 향후 금리인상 속도에 대해서도 점진적일 것이라는 기대가 큰 상황이어서 연준의 금리인상이 국제금융시장에 미칠 영향은 우려할 수준이 아닌 것이라는 전망이 우세
 - 다만 일부 신흥시장국 및 신용시장 등은 어느 정도의 부정적 영향을 받을 것으로 보이며, 또한 향후 연준의 금리인상 속도가 현재의 예상보다 빨라지면서 그 영향이 커질 가능성도 배제할 수 없는 상황
- ⇒ ■ 연준의 통화정책 정상화 과정 및 금리인상 속도에 영향을 미칠 요인에 대한 지속적인 분석과 일부 시장불안이 전염효과 등을 통해 글로벌 위험요인으로까지 확대될 가능성에 대해서는 면밀한 모니터링이 더욱 필요

I. 검토 배경

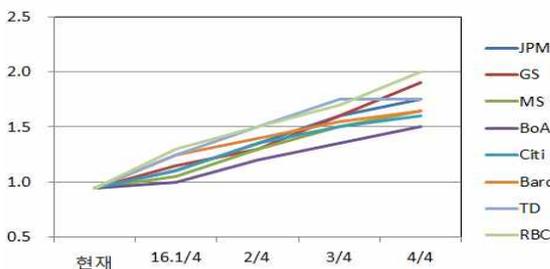
- 12월 FOMC 회의에서 연준의 금리인상이 기정사실화되는 가운데 연준의 금리 인상이 국제금융시장에 미칠 영향이 2016년도 금융시장 전반의 가장 큰 이슈로 부각되고 있음
 - 이번 금리인상 사이클은 i) 전례가 없었던 양적 완화 및 제로금리가 정상화되는 과정이며 ii) 주요 선진국간 통화정책 기조 차이 확대, 국제원자재 시장 및 중국 경기 관련 불확실성 등 과거 금리인상 사이클과는 상이한 점이 많아 시장에 미치는 영향 또한 상당한 차이가 있을 것으로 예상
- ⇒ 연준의 정책기조, 시장의 평가, 과거 인상기와의 비교 등을 통해 연준의 금리 인상이 향후 국제금융시장에 미칠 영향을 주요 시장별로 살펴보고자 함

II. 연준의 금리인상이 국제금융시장에 미칠 영향

1 시장금리는 제한적 상승 전망

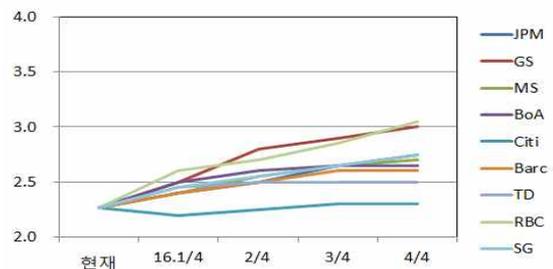
- 연준 금리인상 경로에 대한 뚜렷한 컨센서스가 형성되지 않아* 내년중 예상 시장금리 변동 분포가 매우 넓은 가운데 정책금리 인상의 영향이 큰 중단기 금리를 중심으로 **완만한 상승세**를 보일 것이라는 전망이 시장의 중론
 - * 뉴욕사무소가 최근 조사한 바에 따르면 18개 투자은행 가운데 절반인 9개 기관이 2016년 중 3회(75bp)의 금리인상을 전망하고 있으나 4회(100bp) 인상을 전망한 기관과 2회(50bp) 인상을 전망한 기관도 각각 4개와 5개로 적지 않은 상황
- 시장금리의 예상 상승폭은 예상 정책금리 인상폭(금년 12월~내년 12월중 약100bp) 보다 낮을 것으로 전망되고 있으며 특히 장기금리 상승이 제한적일 전망
 - 2016년도 금리전망보고서를 발표한 기관들의 평균적인 전망치는 2년물 금리(7개 기관) 약 80bp 상승, 10년물 금리(10개 기관) 약 45bp 상승에 그칠 것으로 예상(2015.12.9.일 현재)

2년물 금리경로 전망



자료: 각사(7개) 전망보고서

10년물 금리경로 전망



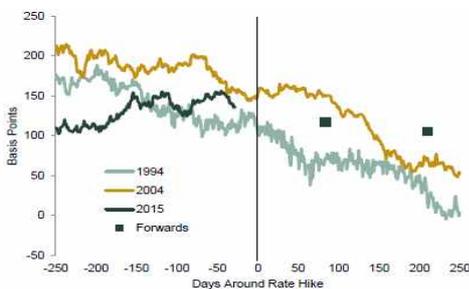
자료: 각사(10개) 전망보고서

- **금리상승의 제약 요인**으로는 잠재성장률 둔화 추세, 연준의 채권 채투자 지속, 여타 중앙은행의 완화기조 지속, 미국채 헤지수요 및 발행 축소 전망 등이 거론
 - 현재 노동시장의 slack이 축소되고 있는 상황에서 2~2.5%의 성장률을 기록하고 있어 미 경제의 **잠재성장률이 둔화 추세에 있을 것으로 보는 견해가 많으며** 이에 따라 장기 중립금리 수준이 추가 하락할 가능성도 제기(Barclays, TD 등)
 - 연준은 정책금리가 합리적인 수준에 이를 때까지 **채투자를 지속할 계획임을 시사**하고 있어 이 경우 연준의 자산스톡이 그대로 유지되기 때문에 기간프리미엄의 상승 또한 억제될 전망(JP Morgan 등)
 - **Dudley 뉴욕연준 총재(6.5일)**: 채투자 중단까지는 조금의 여유가 있으며 중단에 앞서 금리가 합리적인 수준(reasonable level)까지 상승해야할 것임. 합리적인 수준이 1%일지 또는 1.5%일지 뚜렷한 결론에 도달하지는 못하였음
 - **9월 FOMC 의사록**: 금리인상 개시 직후 채투자를 중단하는 것과 페더럴펀드 금리가 특정 수준(1~2%)에 도달한 이후 중단하는 것이 대체로 큰 차이가 없을 수 있지만 심각한 경제충격이 발생하는 경우 정책금리를 급격히 인하할 필요성이 줄어들다는 점에서는 후자*에 잇점이 있음
 - * “continuing reinvestment until normalization of the level of federal funds rate was well under way”

○ **주요국 중앙은행들의 완화기조 지속도 금리 상승의 제약요인**

- 해외중앙은행의 자산규모 1조달러 증가는 미국채 10년물 금리를 12bp 하락시키는 효과가 있으며 연준이 연중 자산 채투자를 지속할 경우 2016년중 4대 중앙은행(미연준, ECB, 일본은행 및 영란은행)의 자산규모는 약 1.6조 달러 증가할 전망(JP Morgan)
- 글로벌 채권시장 간의 상관성이 높아지고 있는 상황에서 주요국 중앙은행들이 완화기조가 지속된다면 수익률이 상대적으로 높은 미국채에 대한 수요 확대 요인으로 작용할 가능성(TD)

과거 금리인상기의 5-30년 만기 국채금리차



자료 : TD Bank

10년물 금리 변동 요인 회귀분석

변수명	현수준	연중변동	추정계수	금리영향
5y5y 인플레이션 스왑(%)	2.24	-0.09	0.428	-4bp
내년 성장률 전망(%)	2.7	-0.2	0.19	-4bp
4대 중앙은행 자산규모(10억달러)	11,011	776	-0.00015	-12bp
3m*3m OIS 금리(%)	0.42	0.25	0.309	+8bp
연준 포워드가이드스(개월)	1.3	-4.7	-0.022	+10bp
CFTC 트레이더포지션(z값)	-1.5	-0.6	-0.19	+11bp

자료 : JP Morgan

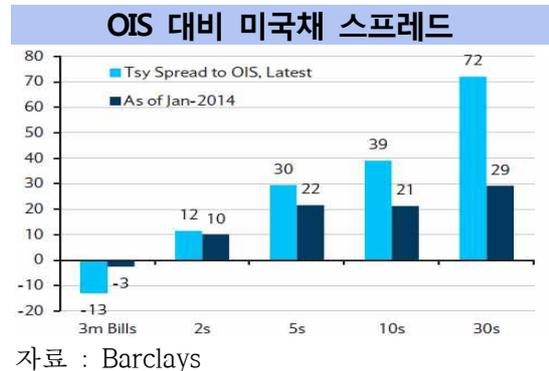
○ 미국채 보유시 여타 위험자산과의 **위험분산 효과가 크다는 점도 금리상승 제약요인**으로 작용할 가능성

■ 다만 인플레이션 상승시 국채의 위험자산에 대한 헤지 효과가 약화되면서 포트폴리오 헤지 목적의 국채 수요가 위축될 가능성은 지적*

* Goldman Sachs는 모형분석 결과를 통해 인플레이션 상승시 주식과 채권 수익률 간의 상관관계수가 상승할 가능성이 높다고 주장. 예컨대 인플레이션이 1.7~1.8% 수준을 넘어 서면 동 상관관계수 상승폭이 커질 수 있어 현재 -0.5 수준인 상관관계수가 내년도에는 -0.25까지 상승할 수 있음(음의 상관관계 약화)

○ 2016년중 재무부가 MMF 개혁*에 따른 단기국채 선호에 부응하여 중장기 이표채 발행 보다는 T-bill 발행을 선호할 것으로 예상되는 등 **중장기 국채 발행이 줄어들** 것으로 예상되는 점도 금리상승 제약요인이 될 전망(Barclays, TD 등)

* i) MMF의 안정성 제고를 위해 신용위험이 높은 MMF(프라임 MMF)에 대해 시가평가방식을 도입하고 ii) 유동성 제고를 위해 유동성 기준 미달시 수수료 및 환매제한 규제를 신설하며 iii) 기타 리스크 관리 및 투명성 제고 조치를 도입. 이에 따라 단기 정부채('T-bill'), RP 등 위험이 낮고 유동성이 높은 우량 초단기 상품에 대한 수요초 현상이 심화될 전망



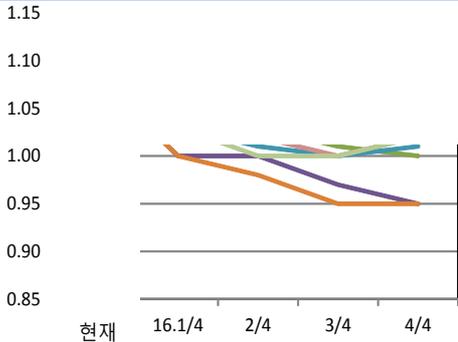
2 달러화 강세 지속, 중반 이후 모멘텀 약화

□ 금리인상에 따른 여타국과의 금리차 확대 등으로 미달러화의 강세 추세가 지속되겠지만 추후 금리인상 경로의 불확실성 등으로 중반(이르면 2/4분기)부터 강세 모멘텀은 약화될 가능성

○ 2016년 환율 전망보고서를 발표한 9개 기관 대부분이 연중 강세를 전망하였으나 내년 4/4분기(말)를 미달러화 강세의 정점으로 보는 기관은 2개에 불과하였고, 현재보다 약세를 보일 것으로 전망하는 기관도 소수(2개) 존재

* 과거 금리인상기에는 연준과 여타국간 정책기조 차이가 크지 않아 금리 인상후 동조화되면서 달러화가 대체로 약세를 나타내었음

USD/EUR 환율경로 전망



자료 : 각사 전망보고서

과거 금리인상 전후 미달러화 절상률



자료 : Morgan Stanley

- **미달러화 강세 요인**으로는 주요국 중앙은행과의 통화정책 차별화, 신흥시장국 경제 불안 우려 등이 공통적으로 거론
 - 최소한 1/4분기까지는 미국 경제지표의 특별한 부진이 관찰되지 않는 가운데 금리 인상과 함께 미달러화가 강세를 유지할 것이라는 견해가 중론
- **중반 이후 달러화의 강세 모멘텀 약화**는 주로 주요국간 통화정책 차별화 기대가 완화될 가능성이 큰 데다 정책실패(policy error) 우려에 따른 조정 가능성 등이 그 근거로 제시
 - 내년중 주요 선진국 경제가 추세 이상의 회복세를 지속할 경우 현재 외환시장의 지배적인 테마인 **divergence** 기대가 **약화**되면서 점차 convergence에 대비하는 투자행태가 나타날 수 있다는 점을 지적(TD, BNP Paribas)
 - 금리인상 초기에 경기둔화 등의 부정적 영향이 가시화되지 않더라도 하반기 부터는 시장참가자들이 실제 연준의 금리인상 속도와 상관없이 점차 **정책실패 가능성**을 우려하기 시작하면서 달러화가 조정받을 수 있다는 전망도 제기
 - 반대로 미달러화 강세가 좀 더 오래 지속될 것으로 보는 기관은 연준이 미달러화 강세를 우려하고는 있지만 2014년 이후 미달러화 큰 폭 강세에도 불구하고 미 경제가 견조한 회복세를 유지한 점 등에 비추어 연준이 추가적인 달러화 강세를 용인할 수 있을 것이라는 논리를 근거로 제시(Goldman Sachs)

3 신흥시장국 불안 가능성

- 연준의 2013년 taper tantrum시와 같은 급격한 투자자금 이동 및 이에 따른 전반적인 신흥시장국(이하 'EM') 불안 가능성은 크지 않을 전망이나 금리인상에 따른 투자 자금 환류 등 **글로벌 자금 흐름의 변화가 EM 시장의 변동성 확대**로 이어질 가능성

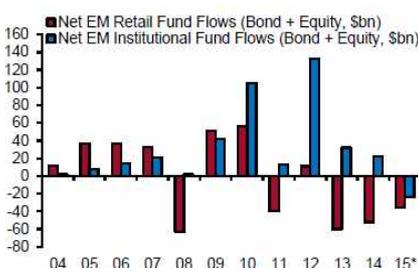
- 장기간 시장 선반영, 완만한 금리인상 경로 기대 등으로 급격한 자금유출은 제약될 전망이나 연준의 금리인상 속도에 따라 미국-EM간 내외금리차 축소 등에 따른 자금 유출이 EM 금융시장 불안요인으로 작용할 가능성
- EM 투자 선진국 펀드 중 개인투자자금이 상당 규모 유출된 가운데 기관 투자자금도 최근 유출세로 전환되는 모습

외국인자금의 EM 채권시장 유입



자료 : Credit Suisse

미국유럽 펀드자금의 EM 유출입



자료 : Credit Suisse

선진국 및 EM 금융여건



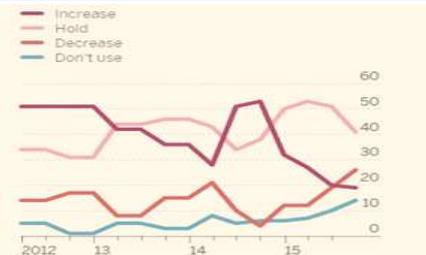
자료 : ECB

- 금리인상에 따른 달러화 강세(EM 환율 약세)가 추가 진행될 경우 유로화(funding currency)로 조달*하여 주로 EM에 유입(달러화로 전환하여 투자)되었던 자금의 유출이 심화될 가능성**

* BIS의 분석 결과(Quarterly Review, '15.12.6) 유로화 환율 절하 및 저금리 등을 배경으로 유로화로 조달하여 유로 이외 지역에 투자(cross-border claims)된 자금이 2014년 하반기 이후 큰 폭 증가 추세

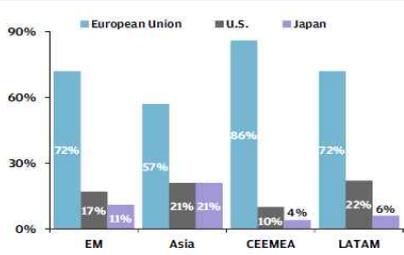
** 미-여타국간 정책기조 차이(policy divergence)에 따른 달러화 수요 확대로 유로/달러 스왑레이트의 (-) 폭이 커진 가운데, 달러화 추가 강세시 달러 조달비용 상승 및 EM 투자 포지션 손실(환손실) 등에 부담이 커진 글로벌 투자자들이 우선 EM 투자자금을 회수할 가능성을 배제할 수 없음

유럽지역의 EM 투자 설문조사 결과



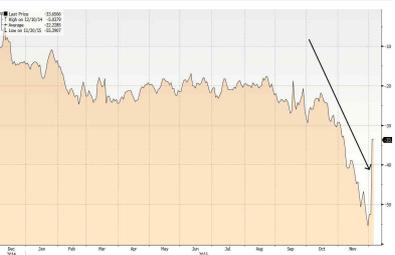
자료 : Expert Investor Europe (Financial Times, '15.10.7)

선진국 은행의 EM 대출 비중



자료 : J.P.Morgan Asset Mgt.

유로/달러 스왑레이트 추이

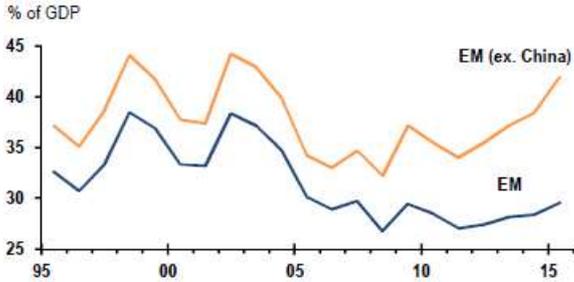


자료 : Bloomberg

- 또한 금융위기 이후 EM 민간부분의 외화표시 부채가 크게 늘어난 점도 달러화 강세시 원리금 상환 부담 확대*로 이어지면서 EM 투자심리를 저해할 가능성

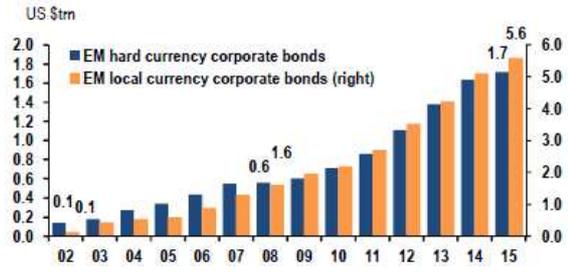
* EM 기업들의 부도건수가 금년중 지난해 대비 40% 급증하여 2009년 이후 최대치를 기록하였으며 EM 부도율(3.8%)이 미국 부도율(2.5%)을 수년만에 처음으로 추월(2011년에는 각각 0.7% 및 2.1% 수준) (Wall Street Journal, 11.30일)

EM 외채 추이



자료 : J.P.Morgan

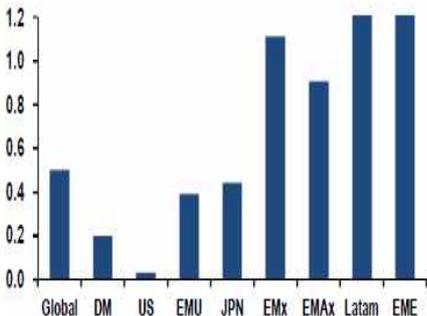
EM 민간기업 발행 채권규모



자료 : J.P.Morgan

- 특히 유가 및 원자재 가격 하락세가 지속되고 중국 경기둔화까지 가세할 경우에는 원자재 수출의존도가 높은 EM은 물론 대중국 교역 비중이 높은 EM으로까지 시장 불안이 확대될 우려
 - 달러 강세가 원자재 가격 하락압력으로 작용하는 데다 당분간 원유 수급불균형(공급초)이 지속될 가능성이 높다는 전망이 우세한 상황이어서 산유국 및 원자재 수출 EM의 불안 요인이 상존
 - 중국의 경기둔화 시에는 글로벌 교역여건이 악화되는 데다 중국 기업 부실화 등에 따른 금융시장 불안으로 대중국 의존이 높은 EM의 경기 및 금융 위축으로 이어질 가능성

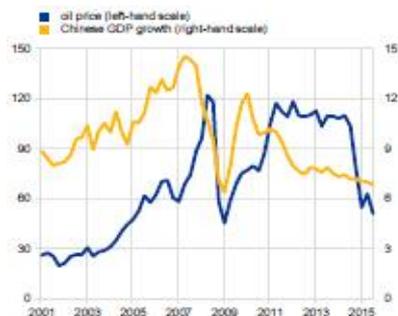
중국 실질 GDP 변동의 영향



주: 1) 실질 GDP 성장률 1%p 변동시 4분기 후 영향

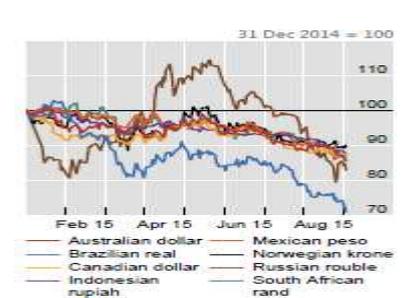
자료: J.P.Morgan

중국 경제성장률과 유가 추이



자료 : ECB

원자재 수출 EM 환율 추이



자료 : BIS

<참고>

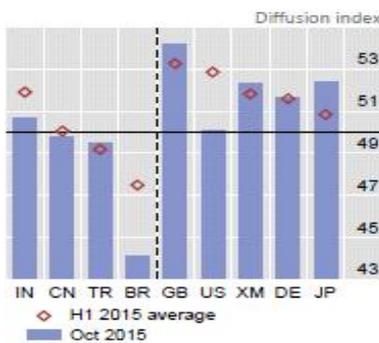
BIS의 EM 리스크 진단*

* “Uneasy calm awaiting lift-off”(Quarterly Review, '15.12.6)

□ BIS는 과거보다 미 금리에 대한 EM 금리의 민감도가 높아지고 거시·금융 여건이 부진한 상황이기 때문에 연준의 금리인상이 EM에 미칠 부정적 전이효과(negative spillover)의 위험이 클 수 있다고 진단

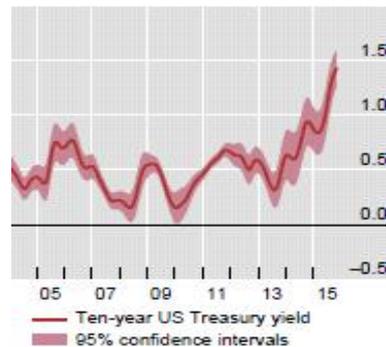
○ 또한 EM의 지속적 신용팽창으로 진행되어 온 부채비율 상승이 연준의 금리인상 후 금리상승 및 달러화 강세의 영향이 확대되면서 EM 경제의 부담요인으로 작용할 수 있음을 지적

주요 EM 및 선진국 제조업 PMI



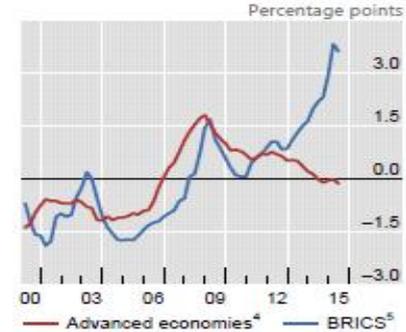
주: 1) IN: 인도, CN: 중국, TR: 터키, BR: 브라질, GB: 영국, XM: 유로지역, DE: 독일
자료: BIS

EM 금리의 미 금리 대비 민감도



주: 1) JPMorgan GBI-EM index 금리와 미국채 10년 금리간 회귀식의 추정계수
자료: BIS

선진국 vs EM 부채상환비율 추이



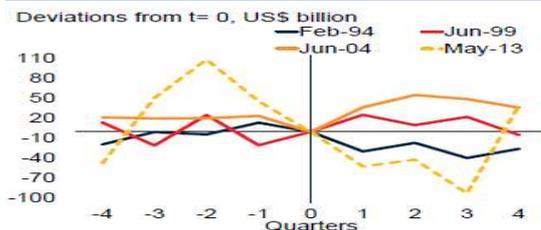
자료: BIS

□ 그러나 EM에 대한 금리인상의 영향은 중장기적으로는 경상수지, 외환보유액 수준, 외채구조 등 기초경제여건에 따라 **EM별로 차별화**될 전망(World Bank)

○ 취약 EM의 경우 자금이탈 등에 의한 부정적 영향 지속이 예상되지만 주요국 경기회복이 가시화될 경우에는 우량 EM을 중심으로 수출 및 경기에 대한 긍정적 영향으로 이어질 가능성*

* 과거에도 연준의 금리인상이 인플레이션 요인보다 경기상승 요인(real shock)에 기인하는 경우 신흥시장국 주가가 상승하는 경향

과거 금리인상 전후 신흥시장국 투자자금 유출입



자료: World Bank

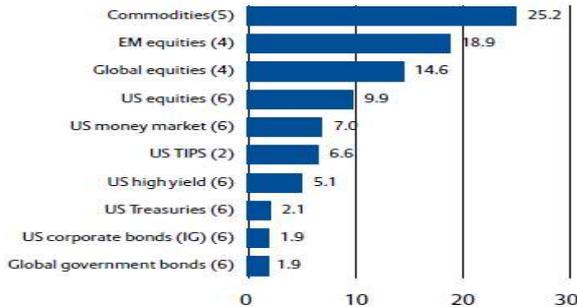
금리 인상 후 12개월간 신흥시장국 주가 변동률



자료: World Bank

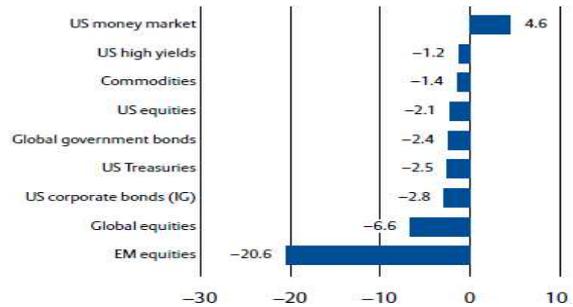
- 아울러 향후 연준이 금리인상 속도에 대한 시장기대와의 갭을 적절히 조율해 나간다면 EM에의 부정적 영향이 축소될 것으로 기대
- 과거 시장 기대를 넘는 충격이 있었던 1994년 금리인상기와 2013년 taper tantrum시 EM 주식 등이 크게 부진

과거 금리인상기 평균 자산별 성과



자료: Allianz Global Investors

1994~96년 금리인상 기간중 자산별 성과

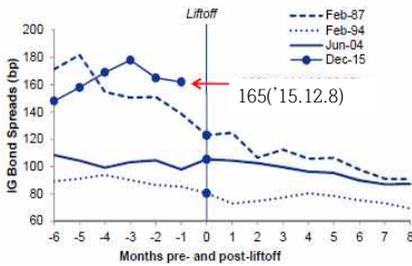


자료: Allianz Global Investors

4 신용시장 약세 예상

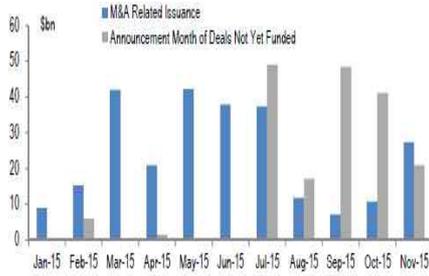
- 금리인상의 배경이 될 경기회복이 신용시장에도 지지하는 요인으로도 작용하겠으나, 전례 없는 유동성 공급에 기반한 고수익 추구현상이 상당기간 신용상품의 가격상승 요인으로 작용하였던 만큼 향후 연준의 금리인상 및 유동성 흡수에 따라 신용시장은 약세를 보일 전망
 - 수급 측면에서도 금리상승에 따른 조달비용 증가로 차환발행의 유인이 줄어들겠지만, M&A 소요자금 마련 목적의 회사채 발행이 2016년중에도 계속될 전망이어서 스프레드 확대압력으로 작용할 전망
 - 섹터별로는 금융위기 이후 디레버리징 및 건전성 향상 노력이 계속되어온 데다 금리인상에 따른 수익성 개선 효과가 예상되는 금융부문이 국제원자재 시장 부진 및 중국 경기둔화 리스크의 영향이 상대적으로 큰 비은행부문보다 유리할 것으로 예상
- 그러나 향후 연준의 실제 유동성 흡수조치(재투자 중단 등)는 금리인상 후에도 상당기간이 지난 시점에 이루어질 것이라는 기대가 높은 상황이어서 신용시장의 급격한 투자 위축 가능성은 크지 않을 것이란 견해가 일반적 관측
 - 다만 예상을 벗어난 금리인상 속도와 같은 충격요인이 있을 경우 신용채권 시장의 낮은 유동성(liquidity)이 시장변동성 확대요인으로 작용하면서 고위험 자산을 중심으로 신용시장의 불안이 재현될 우려도 존재

과거 금리인상기 전후 투자등급 회사채 스프레드



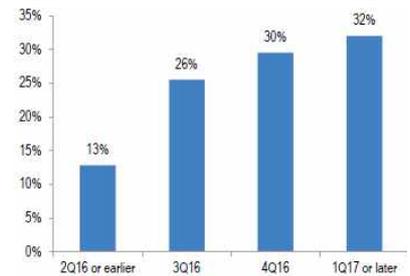
자료: Goldman Sachs

M&A 관련 미 회사채 발행규모



자료 : J.P.Morgan

연준의 MBS 재투자 중단 시점 전망

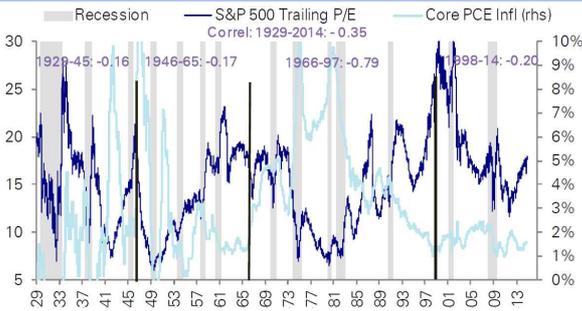


자료 : J.P.Morgan

5 글로벌 주가에 미치는 영향은 제한적

- 연준의 금리인상이 인플레이션 우려(monetary shock)보다는 경기상황 개선(real shock)에 주로 근거할 것으로 예상되는 데다 금리인상 경로가 완만할 가능성이 높은 만큼 금리인상이 주가에 미치는 부정적 영향은 크지 않을 전망
- 과거 금리인상기에도 금리인상의 배경이 인플레이션 우려보다 실질금리 상승(경기회복)에 주로 기인하는 경우 대체로 주가에 긍정적이었음 (BOA)

인플레이션과 주가



자료: Deutsche Bank

실질금리와 주가



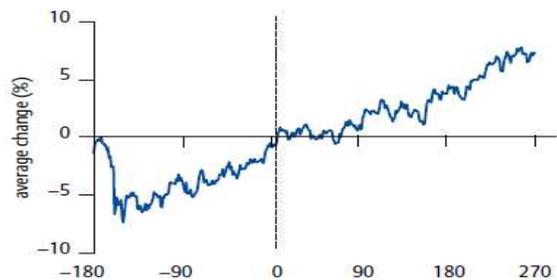
- 과거 금리 인상후 주가가 단기적으로 하락하였다가 일정 시점후 반등하는 패턴을 보였는데, 인상 후 1년 기준으로는 경기 개선 등을 반영하여 주요 선진국 주가가 모두 인상전보다 상승하는 모습

최초 인상 이후 기간별 주가변동폭(%)



자료: RBC

금리인상 전후 미 주가 추이



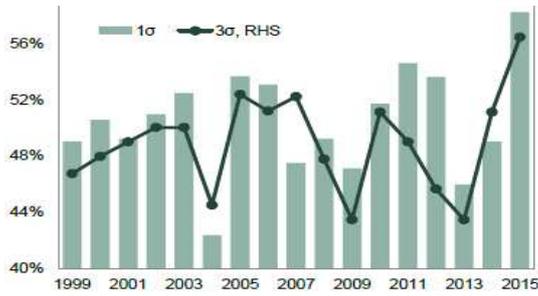
자료: Allianz Global Investors

- 다만 중국, EM의 경제불안이 재현되거나 유가 및 원자재 하락세 등이 지속되면서 시장의 위험회피 심리가 확대될 경우에는 급격한 **되돌림 현상**으로 상당폭 조정받을 우려도 존재
- 특히 유가하락세 등을 반영한 원자재 부문의 부진*이 상당기간 주가에 부담 요인으로 작용할 수 있음
 - * 원유, 가스, 금속 및 채굴 부문 기업이 금년중 전세계 신용등급 하향조정의 36% 및 부도 건수의 48%를 차지(moody's, 2015.12.2.)

6 금리변동성 급등락(volatility spike) 가능성

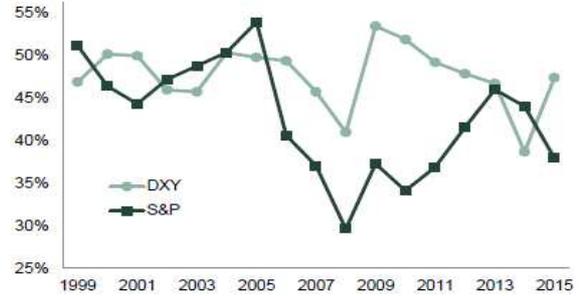
- 연준의 최초 금리인상 이후에도 추가 금리인상 및 주요국간 정책 기조차이와 관련한 불확실성이 상존하는 가운데 시장 충격 발생시 금리 변동성 급등락 현상이 빈번해질 가능성
 - 2015년중에도 연준의 금리인상 관련 불확실성 등을 배경으로 단기적인 금리 급변동 사례가 과거보다 더욱 빈번하게 발생(fat tails problem)한 바 있음
 - 2015년중 미국채 10년물 금리가 1표준편차 이상 변동한 일수의 비중은 전체 거래일의 58%로 과거 어느 때보다 높았으며 3표준편차 이상의 급변동도 9%로 1975년 이후 평균치인 6%를 크게 상회
- 이와 같은 **변동성 급등락**은 연준의 통화정책 관련 불확실성 외에도 채권시장의 유동성 악화(liquidity problem) 등 **구조적 변화**에 기인하는 바가 크다는 해석이 대체적인 평가
 - 미국채 시장의 구조적 변화 요인으로는 규제 강화 등에 따른 은행딜러들의 매매 포지션 축소 및 위험 회피성향 강화, 국채 딜러간 시장내 소규모 전자거래 브로커 비중 확대* 등을 들 수 있는데 동 변화가 스트레스 상황시 유동성 위축에 따른 변동성 급등락의 요인이라는 점이 지적
 - * 최근 공개된 비공식 자료에 따르면 BrokerTec을 통한 딜러간 거래량(2015.5~6월중) 상위 10개 기관중 8개가 HFT 등 비은행 브로커로 상위 10개 기관 총 거래량의 85%를 차지한 반면 투자은행은 JP Morgan(5위)과 Barclays(8위) 두 곳에 불과('Risk'誌)한 것으로 알려짐

미국채 10년물 금리 급변 일수 비중¹⁾



주: 1) 각 년도 영업일 중 금리 일일 변동폭이 1,3 표준편차를 넘는 일수의 비중
 자료: TD Bank

달러인덱스 및 S&P500 급변 일수 비중¹⁾



주: 1) 각 년도 영업일 중 각 지수 일일 변동폭이 1 표준편차를 넘는 일수의 비중
 자료: TD Bank

- ◇ 연준의 12월 기준금리 인상은 그동안 충분히 예상되어 상당부분 시장가격에 반영되어 온 데다 향후 금리인상 속도에 대해서도 점진적일 것이라는 기대가 큰 상황이어서 연준의 금리인상이 국제금융시장에 미칠 영향은 우려할 수준이 아닌 것이라는 전망이 우세
- 다만 일부 신흥시장국 및 신용시장 등은 어느 정도의 부정적 영향을 받을 것으로 보이며, 또한 향후 연준의 금리인상 속도가 현재의 예상보다 빨라지면서 그 영향이 커질 가능성도 배제할 수 없는 상황
- ⇒ ■ 연준의 통화정책 정상화 과정 및 금리인상 속도에 영향을 미칠 요인에 대한 지속적인 분석과 일부 시장불안이 전염효과 등을 통해 글로벌 위험요인으로까지 확대될 가능성에 대해서는 면밀한 모니터링이 더욱 필요

<참고 자료>

- 뉴욕사무소, “시장에 반영된 연준의 예상 금리인상 속도 점검”, 2015.12.3
- Barclays, “Global FX Quarterly”, 2015.11.12.
- Barclays, “Global Outlook”, 2015.11.12.
- Barclays, “Global Rates Outlook 2016”, 2015.11.19.
- BIS, “Quarterly Review”, 2015.12.6.
- BNP Paribas, “Diverging Paths”, Global Markets Strategy Outlook: Year Ahead 2016, 2015.11.24.
- BOA, “Global Credit Strategy Year Ahead”, 2015.11.23.
- BOA, “Global Economic 2016 Year Ahead”, 2015.11.22.
- Credit Suisse, “Global Economic Outlook”, 2015.11.12.
- ECB, “Financial Stability Review”, 2015.11.
- Goldman Sachs, “2016 Rates Outlook: A Reflationary Year”, Macro Rates Analyst, 2015.11.20.
- Goldman Sachs, “Global Credit Outlook 2016”, 2015.11.20.
- Goldman Sachs, “Top 10 Market Themes for 2016”, Global Markets Analyst 15/01, 2015.11.19.
- J.P.Morgan, “EM debt overhang: Mostly domestic, private and in loans”, 2015.11.6.
- J.P.Morgan Asset Management, “Emerging markets and the Fed: A game changer”, 2015.11.30.
- JP Morgan, “Forecasting Elevated Volatility and Reversion Across Assets in 2016, Fed and Options Expiry”, 2015.12.8.
- J.P.Morgan, “Global Economic Outlook”, 2015.12.1.
- J.P.Morgan, “Global Equity Research”, 2015.11.30.
- JP Morgan, “Global FX Outlook 2016”, Global FX Strategy, 2015.11.24.
- JP Morgan, “US Fixed Income Markets 2016 Outlook”, US Fixed Income Strategy, 2015.11.25.
- Morgan Stanley, “2016 Global Strategy Outlook”, 2015.11.29.
- Morgan Stanley, “Global Credit 2016 Outlook”, 2015.11.29.
- Morgan Stanley, “Global Macro Outlook”, 2015.11.29.
- Nomura, “Ushering in a Dovish Hike & Gradual Path”, Rates Weekly, 2015.12.4.
- TD Bank, “2016 Global Outlook”, Rates, FX and Commodity Research, 2015.11.10.
- TD Bank, “Market Musings”, Rates, FX and Commodity Strategy, 2015.10.16.
- TD Bank, “Rates, FX and Commodities Research”, 2015.11.10.
- The Wall Street Journal, “Emerging-Market Defaults Rise After Asia’s Debt Pileup”, 2015.11.30.