

다시 중앙은행으로 시선 집중

Economist 김승현 769-3912 economist1@daishin.com

10월 4일 영국과 ECB 회의 예정

지난 9월 유럽과 미국 통화정책이 모습을 드러냄

ECB에서 시작해서 미국 연준의 QE3 발표까지 중앙은행의 정책이 지난 9월의 화두였다. 이제 시장은 중앙은행의 정책에 냉정해지기 시작했다. 현재까지 내놓은 정책이 효과가 제한적일 수 있다는 의구심이 자리를 잡고 있기 때문이다.

통화정책 효과, 기대보다 강력하지 않다는 회의론이 대두

ECB의 무제한 국채매입정책(OMT : Outright Monetary Transactions)은 스페인이 구제금융을 신청하지 않으면 정책이 시작될 수 없는 한계가 있다. 아직 스페인은 구제금융에 대한 구체적인 계획을 제시하지 않았다.

미국의 QE3역시 시장의 기대보다 빨리, 그리고 MBS를 매입하는 정책으로 발표되면서 미국 경기안정에 대한 기대를 확대시켰다. 그런데 매입규모가 장기에 걸쳐 안정적으로 진행되는 만큼 단기적인 효과가 크지 않을 것이라는 회의론적인 시각이 제기되고 있다.

낮아진 기대에서 다시 통화 정책 주간을 맞이

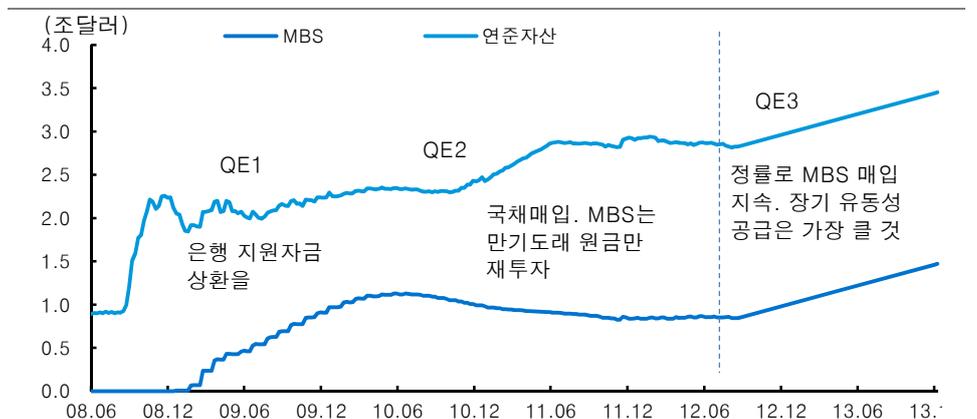
중앙은행 정책에 대한 기대가 약화되는 가운데, 다시 통화정책 주간을 맞이하게 된다. 유럽에서 10월 4일에 영국과 ECB 월례 정례통화정책 회의가 예정되어 있다. 10월 5일에는 일본중앙은행의 정례회의가 예정되어 있다.

연준의 QE3에 대한 대응, BOJ가 던진 화두를 유럽이 어떻게 대응하는지가 관건

이번달의 선진국 통화정책회의에 대해서 시장은 큰 기대가 없다. 지난달 이미 한번의 정책파도가 지난 이후이기 때문이다. 당장 새롭게 무엇인가를 더 할 것이라는 것이 가시권에 들어오지 않기 때문이다.

그런데 미국의 QE3 이후 일본중앙은행이 양적완화 확대조치를 발표했다. 유럽과 미국의 정책이 자국의 문제를 해결하기 위한 것이었다면, 일본 정책은 다른 선진국의 정책에 대한 대응 성격이었다. 즉, 엔화강세를 저지하기 위한 정책성격이 강했다. 영국도 비슷하게 대응할 수 있는 가능성은 충분하다.

그림 1. 미국 QE3정책 이전 1~2차 정책에 비해 단기 강도는 약함



자료: CIBC 대신증권 리서치센터

통화정책 릴레이로 이어질까?

영란은행이 이번 회의에서 특별한 대책이 나올 것이라는 기대수준은 약함

그러나 아무런 대책이 없을 경우에도 달러가치 안정이 유지될 수 있을지는 불분명

영란은행, 방어적 정책을 구사할 수 있는 가능성은 여전히 열려있음

일본은행, 환율정책의 중심으로 부각시킬 수 있는 가능성은 열려있음

영국 영란은행(BOE)이 자산매입 규모 확대를 발표한 것은 7월 5일이다. 7월9일부터 시작해서 요일별로 만기가 다른 국채를 매입하기로 결정했고, 확대 규모는 500억 파운드였다. 당시 영란은행은 자산매입 한도가 소진되는데 걸리는 시간은 4개월 정도로 발표했다. 즉, 기간을 10월말까지로 정한 것이다. 이에 근거해서 볼 경우 10월 4일 예정된 회의에서는 자산매입규모 확대를 발표할 시점이 아니다. 더욱이 BOJ의 양적완화 확대 정책을 계기로 달리는 오히려 반등하는 등 환율 측면에서의 압박도 거세지 않다.

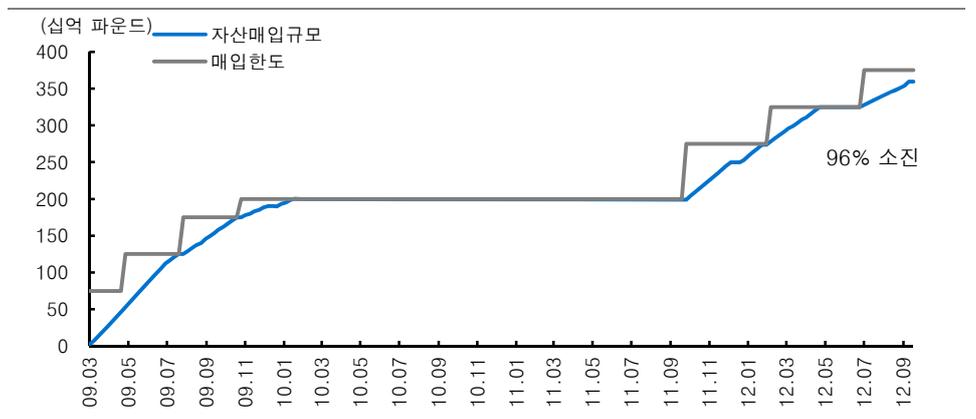
그런데 이처럼 달러가치가 안정을 유지할 수 있었던 것은 정책효과에 대한 회의뿐만 아니라 일본에 이어 영국, 그리고 유럽도 통화를 푸는 정책을 할 수 있다는 전망이 기여하고 있다. 따라서 10월 통화정책 회의에서 영국이 당장 새로운 정책이 없는 것으로 확인될 경우 달러는 다시 약세로 돌아서는 계기가 될 수 있다.

영국 입장에서는 당장 정책을 발표할 수 없는 상황이어도 어느 정도 통화팽창에 대한 가능성을 열어 두어야 자국의 금리와 환율을 안정적으로 방어할 수 있다. 다음날 예정된 일본의 통화정책 회의 역시 고려하지 않을 수 없다. 일본에서는 9월 19일 국채매입 규모 확대조치이후에도 통화발행을 통해 미국 국채를 매입하는 정책(달러 강세를 유도)을 시행해야 한다는 강경한 발언까지 정치권에서 제기되고 있다.

결국 영란은행의 결정에 따라서 선진국 중앙은행의 정책은 현시점에서 일단락 되는 것으로 인식될 수도 있고, 새로운 통화확장 경쟁으로 이어질 수 있는 가능성도 열려있다. 일본에 비해서는 독자적인 정책 행보를 보여온 영국의 정책 결정은 미국이 내놓은 QE3정책의 파장을 가늠해 볼 수 있는 시험대 역할을 할 수 있다.

한편 일본의 통화정책회의에서 주목할 것은 통화정책 영역에 대한 판단이다. 이미 19일에 자산매입규모 확대를 결정했기 때문에 다시 5일 통화정책 회의에서 그 규모를 더 확대하지는 않을 것이다. 그런데 최근 일본내에서 논란이 되고 있는, 해외채권 매입이 통화정책 영역인지, 환율정책 영역인지에 대한 언급 가능성은 있다. 환율 정책은 재무성 소관으로 되어 있는데, 해외채권 매입은 통화정책 영역에 포함될 수 있다고 일본은행이 시사할 경우 중앙은행이 환율에 영향을 미칠 수 있는 계기를 만드는 것이다.

그림 2. 영국 중앙은행(BOE)의 양적완화 정책 추이



자료: CIBC 대신증권 리서치센터

ECB의 정책도 완결된 것은 아니다

재정위기에 반응했던 ECB
이제 은행위기에 대한
대응책을 내놓을 수순?

유럽은행들은 여전히 유동성
부족에 시달리고 있는
실정. LTRO정책 시행전과
환경은 유사

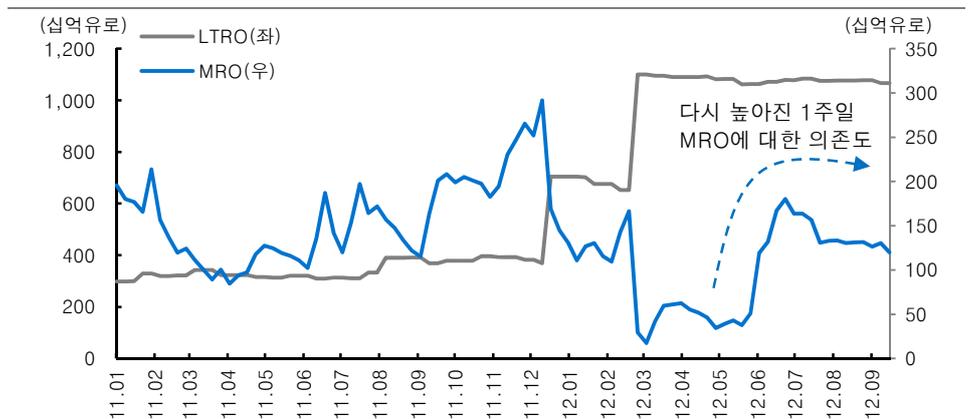
유로존 안정을 위해서는
유동성 공여까지 정책 필요

지난 9월 정례회의에서 ECB는 무제한 국채매입 정책을 발표했다. 이 정책은 각 해당 국가가 요청할 경우 만기 3년 이내의 국채시장에 ECB가 개입할 수 있다는 것이다. 이는 국가 재정문제를 해결하는데 중앙은행이 나설 것임을 선언한 것이다. 그런데 아직 유럽에서 해결되지 않은 문제가 있다. 은행의 유동성 부족문제이다.

국채매입을 통해 재정위기를 진정시킬 수 있는 방어막을 확대한 것은 긍정적이지만 이런 정책만으로 유동성 부족에 시달리는 스페인 등 남유럽 국가의 은행문제를 해결하기에는 충분하지 않다. 여전히 유로존 은행들은 유동성 부족에 시달리고 있다. 그림3에서 보이듯이 ECB의 단기자금 공여에 대한 의존도가 높아진 상황에서 LTRO정책을 시행한바 있다. 스페인의 경우 LTRO를 통해 3,200억 유로 정도를 차입한 것으로 나타났다지만 다시 MRO에 대한 의존도가 높아지는 것은 이 자금이 이미 소진되었다는 것을 의미한다.

ECB가 유럽금융시장을 빠른 시간내에 안정시키려한다면 유동성 공여에 나설 가능성을 배제하기 어렵다. 다만 그 선택의 시점이 언제인지가 문제이다. 스페인이 빠르게 국제금융을 신청하는 것으로 이미 합의가 되어 있다면 유동성 공여를 통해 빠르게 유로존 경제를 안정화시키는 정책선택을 할 수 있을 것이다.

그림 3. 유럽은행들, 다시 ECB의 단기 신용공여에 대한 의존도가 높아지고 있음



자료: 금융감독원, 대산증권 리서치센터

10월 정책릴레이 확인시
그 부담은 중국, 한국 등
무역흑자국으로 이어질 수
있음

결국 10월 주요국의 통화정책 회의를 통해 확인할 수 있는 것은 달러약세로 전환, 혹은 유동성 팽창 확산인지 여부이다. 영국, ECB, 일본 등이 추가적인 유동성 확대를 시사하지 않을 경우 다시 달러는 약세로 전환될 수 있을 것이다. 반면 이들이 유동성 확장에 나설 경우 달러는 안정을 유지하겠지만 그 부담은 이제 비선진국으로 이전될 것이다.

2010년 10월 한국은행 금통위에서는 환율문제가 가장 중요한 안건으로 상정되었다. 당시 한은총재는 “Impossible Trinity”를 언급한바 있는데, 선진국의 통화팽창으로 원화강세 압력이 높아져, 환율의 안정성을 유지하기 위해서는 인플레이션을 용인하던가, 자본이동을 규제할 수 있는 정책을 선택해야 한다는 것이었다. 이제 2년이 지난 지금 동일한 고민에 빠져들 것인지 여부가 10월 주요국 통화정책을 통해 확인될 것이다.