

## 비트코인과 통화정책 신뢰성

연구원 이은주 769-3091 eunjoollee@daishin.com

### 비트코인의 인기, 통화정책에 대한 의구심 반영

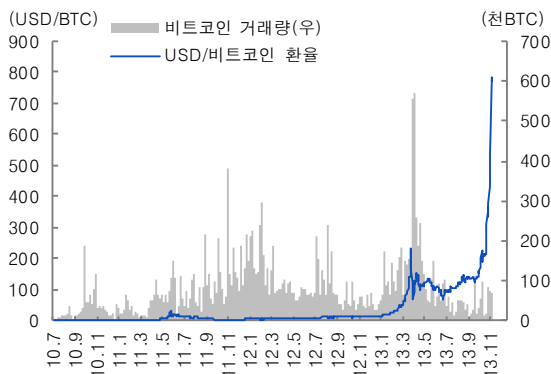
비트코인이라는 것이 있다. 비트코인은 디지털통화로 통화량을 조절하는 중앙은행이 없는 통화다. 비트코인은 네트워크 내에서 누구나 생성할 수 있는데, 생성 방법은 일련의 프로그래밍 연산 문제를 해결함으로써 만들어진다. 문제 해결로 생성되는 비트코인의 양은 시간이 갈수록 줄어들어 총 2,100만BTC를 넘지 못하도록 설계되어있다. 비트코인을 사용할 수 있는 매장 수는 전세계적으로 800여개에 불과하지만, 여태까지 등장한 여러가지 디지털통화 중 가장 성공적이라는 평가를 받고 있다.

연초이후 비트코인의 투자 수익률은 5,636.5%로 최근 비트코인에 대한 관심이 높아지고 있다. 비트코인에 대한 이례적인 관심은 통화량을 조절하는 중앙은행에 대한 불신과 통화정책에 대한 의구심을 반영하고 있다고 생각한다. 비트코인의 통화량을 조절하는 '독점기구'인 중앙은행이 없기 때문이다.

주요 중앙은행들은 금융시장과의 소통을 새로운 정책수단으로 사용하고 있다. 2008년 12월, 금리에 대한 포워드가이드를 제시하고 2012년말에는 금리인상 단서를 경제지표와 연동시키는 에반스물을 채택한 연준은 금융시장과의 소통에 많은 노력을 기울이고 있다. 캐나다 중앙은행(09년 4월), 유럽중앙은행(13년 7월), 영란은행(13년 8월) 등 주요 중앙은행들이 금리에 대한 포워드가이드를 내놓았다. 중앙은행들은 향후 통화정책 방향과 경기평가에 대해 더 많은 정보를 금융시장에 전달하려고 노력하고 있다.

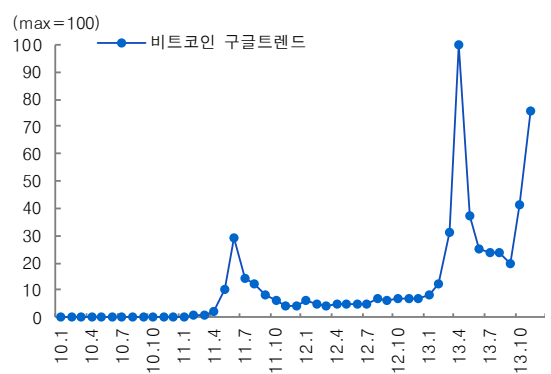
금융시장과의 소통은 향후 통화정책에 대한 중앙은행의 의도를 명백하게 시사함으로써 시장에 정책 금리가 낮은 수준에 머무를 것이라는 기대를 심어주고, 이에 따라 시장 금리도 낮은 수준에서 유지시켜 통화정책의 효과적인 파급을 도우려는 데 목적이 있다. 그런데 중앙은행들의 이런 친절함이 오히려 불확실성을 늘린다. 과도하게 중앙은행 정책을 예측하기 때문일 수 있다.

그림 1. 비트코인 가치, 올해 5,636.5% 상승



자료: bitcoincharts.com, 대신증권 리서치센터  
주: 최대 거래소인 mtgox 거래소 기준

그림 2. 검색량도 급등



자료: Google, 대신증권 리서치센터  
주: '비트코인' 검색이 가장 많았던 기간의 관심도를 100으로 설정. 11월은 예비치

## 자산매입 축소, 5월 이후 금융시장 변수

아이러니컬하게도 금융시장과의 소통에 선구자 역할을 했던 연준이 최근 금융시장 변동성을 키우는 데 일조하고 있다. 5월 이후 금융시장은 9월 양적완화 축소를 기정 사실화하는 한편, 양적완화가 언제부터 축소될 것인가를 놓고 미국 경제지표 하나, 연준 의원 발언 하나에 크게 출렁였다. 예상을 상회하는 긍정적 경제지표는 양적완화 축소시기를 앞당길 것이라는 예측에 힘을 실어주며 종종 주식 등 위험자산의 가격 하락으로 이어지는 기이한 현상이 벌어지기도 했다.

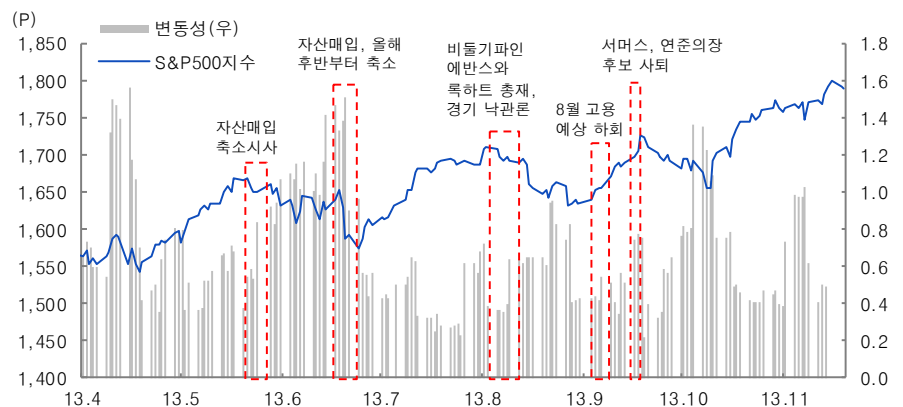
자산매입 축소 가능성이 본격적으로 제기된 시기는 5월 22일이다. 버냉키 의장은 상하원 합동연설에서 “향후 고용시장과 물가상승 전망에 따라서 적절한 수준에서 통화정책 위원회는 자산매입 규모를 늘리거나 줄일 수 있다”고 발언했다. 6월 FOMC회의 이후 기자회견에서는 “연준의 예상에 부합하는 경기회복세가 확인된다면 월간 자산매입 속도를 올해 하반기부터 줄여나갈 수 있을 것으로 예상된다”고 밝혔다.

2월 20일 공개된 1월 FOMC회의록에서도 연준 위원 중 1명이 양적완화 정책에 반대표를 던진 것이 드러나며 잠시 자산매입 축소가 주목되었다. 그러나 당시 고용지표는 견조한 성장세를 보이고 있었고 부채협상과 재정절벽 협상이 타결된 후였기 때문에 미국 경기회복에 대한 자신감이 강했다. 자산매입 축소 실행에도 미국 경제는 성장세를 이어갈 수 있을 것이라는 신뢰가 높았던 것이다.

금융시장이 자산매입 축소에 민감해진 것은 미국 경제가 연초와 같은 빠른 성장을 지속시킬 수 있을까 하는 의문을 가지고 있음을 시사한다. 이런 의구심 때문에 연준의 발언들은 확대 해석되었다고 생각한다. 버냉키 의원의 발언을 뜯어보면 자산매입 축소 가능성에 대한 언급은 항상 ‘경기회복이 우리(연준)의 기대에 부합하는 수준으로 지속된다는 점이 확인된다면’이라는 단서가 붙어있다.

그렇지만 금융시장은 ‘올해 후반’이라는 부분에 더 집중하며 9월 자산매입 축소를 기정 사실화 했다. 이런 가정 하에 미국 경제지표가 예상보다 긍정적으로 나올 경우 자산매입 축소가 예상보다 일찍, 더 큰 규모로 실행될 수 있다는 우려가 제기되었다. 반대로 지표가 예상치를 하회할 경우 자산매입 규모가 유지될 것이라는 베팅이 힘을 얻으며 금융시장의 변동성이 커졌다. 연준 위원들의 양적완화 관련 발언들 역시 유동성 공급축소에 대한 금융시장의 우려를 자극했다.

그림 3. 양적완화 축소 이슈, 금융시장의 주요 변수



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

주: 변동성은 5일 실현변동성 사용

### 시장과의 소통 실패는 금리상승으로 이어져

자산매입 축소 이슈는 5월부터 지금까지 지속적으로 금융시장의 주요 변수로 작용하고 있다. 최근에는 기업들의 어닝서프라이즈와 엘런 부의장의 비둘기파적인 발언(소위 엘런 효과. 엘런 부의장은 상원 청문회에서 아직까지 자산시장이 버블이라는 특별한 증거는 찾을 수 없고, 자산가격 버블위험에도 견고한 성장이 실현될 때까지 양적완화를 지속할 것이라고 언급)에 미국 증시는 다시 사상 최고치로 뛰어올랐다.

이성적으로 연준이 하나, 두개의 지표로 경기를 평가 한다고 생각하기에는 너무 어렵고, 한두명의 FOMC위원들이 한 발언이 다음 FOMC의 의사결정에 큰 영향력을 끼칠 것이라고 판단하는 것도 적절하지 않다. 실제로 연준이 자산매입 축소에 나선다면, 이는 미국 경제가 통화정책 스테로이드 없이도 자생적으로 회복할 수 있다는 것을 의미할 것이다. 자산매입 축소로 경제 성장이 둔화될 수 있다는 우려는 과도할 수 있다.

그러나 연준의 통화정책을 앞서가려고 하는 투자자들의 지나친 열정 때문에 연준의 통화정책을 둘러싸고 금융시장에서는 쏠림현상(herding behaviour)이 나타났다. 연준의 통화정책 만큼 주목받을 수 있는 이슈가 없었기 때문이기도 하다. 쏠림현상이 나타나고 나서는 이성적인 투자자라도 이에 따르는 것이 이득이다. 각각의 투자자는 가격 수용자로서 금융시장에서 쏠림현상을 수정할만한 교섭력이 없기 때문이다.

금융시장이 갈피를 잡지 못하고 있는건 연준이 생각하고 있는 경기회복의 증거가 무엇인지, 경기회복 강도에 대한 기대가 어느 정도인지 불분명하기 때문이다. 연준의 경기 평가는 완만한(moderate), 다소 완만한(modest) 등 제한적인 언어를 사용해 왔고 이는 금융시장이 자산매입 후퇴 속도를 측정하는 데 큰 도움이 되고 있지는 않다.

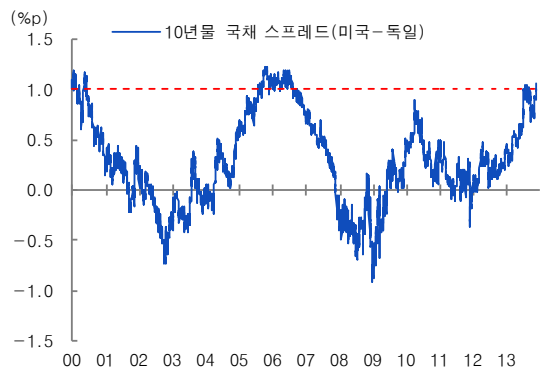
자산매입 축소에 대한 우려가 여름보다 수그러들었음에도 불구하고 이미 모기지금리는 4%대로 상승했고 국채금리도 78.2bp 올랐다. 자산매입 축소 이슈에서 비교적 자유로웠던 독일 국채와의 금리차는 5월 21일 53.2bp에서 최근 106.9bp로 확대되었다. 금리 상승으로 인한 기업과 가계의 조달비용 증가는 연준의 소통정책 실패 비용이라고 할 수 있다. 지금처럼 자산매입을 지속할 것이라는 언급을 계속하기보다 경기상황에 대한 평가를 구체적으로 제시해 예측가능성을 높여 주어야 불확실성이 해소될 것이다.

그림 4. 자산매입 지속에도 모기지금리 상승



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 5. 독일과의 금리차, 100bp 상회



자료: Datastream, 대신증권 리서치센터

## 금융시장과의 소통 확대, 금융시장 변동성 감소에 긍정적

연준 역시 더 친절해질 필요가 있다고 생각하는 것 같다. 20일 공개된 10월 FOMC회 의록에는 6월과 9월 FOMC 결정에 대한 금융시장의 반응에 대해 연준위원들이 논의했다고 밝혀져 있다. 이들은 금융시장과 소통하는 데 어려움을 공감하며 금리뿐만 아니라 자산매입 규모에 대해서도 예측 가능한 정보를 전달 할 수 있도록하는 다양한 소통 방법이 논의되었다.

이 중에는 비농업고용자수나 실업률이 일정 수준에 도달하면 자동적으로 자산매입 규모를 줄이는 메커니즘을 제시하자는 의견이 있었고, 자산매입 기한이나 총 매입액을 제시하자는 옵션도 논의되었다.

비록 10월 FOMC에서는 소통 정책에 대한 어떤 결정도 이루어지지 않았으나 앞으로 소통정책이 강화될 가능성이 높다. 특히 차기 연준 의장이 될 가능성이 높은 옐런 부의장에 대한 기대가 크다. 그는 2010년부터 에반스를 도입을 주장했을 만큼 금융시장과의 소통을 중요시 해 왔기 때문이다.

최근 옐런 부의장의 비둘기파적 발언은 돈을 더 풀겠다는 의미가 아니라 금융시장이 자산매입이 지속될 것이라는 믿음을 되살리기 위한 것이라고 생각한다. 앞으로 연준이 내놓을 수 있는 추가적인 완화정책은 금융시장과의 소통 확대가 될 가능성이 높다고 생각한다. 금리에 대한 포워드가이던스처럼 자산매입에 대한 포워드가이던스를 내놓을 수도 있고 지금보다 구체적인 경기상황 평가를 내놓을 수도 있을 것이다.

금융시장의 눈과 귀가 연준의 유동성 투입 규모에 쏠려있는 만큼 소통 정책은 실행된다 하더라도 뜨끈미지근한 반응 이상을 이끌어내기 어려울 것이다. 그렇지만 통화정책 불확실성의 완화는 유동성에 민감하게 반응하는 위험자산의 변동성을 줄이는 데 긍정적인 것으로 판단한다.

많은 정책 시사점을 담고있는 10월 FOMC 회의록

경기판단

단기 경제성장률은 소폭 하향조정

10월 연방정부 일시 폐쇄 영향과 소비자출의 성장 둔화에 기인

반대로 중기 경제성장률은 소폭 상향조정 되었음

기존 전망치보다 달러 가치가 약세로 가고 장기금리가 낮은 수준에서 머무를 것으로 예상되는 반면 증시와 주택가격은 높아질 것으로 예상되기 때문

올해 미국 경제는 잠재성장률만큼 성장할 것으로 예상되고 2014년과 15년에는 잠재성장률을 상회하는 탄력적인 성장세가 나타날 것으로 보고 있음  
성장을 가속 배경은 긴축적 재정정책이 완화, 소비자심리/ 기업심리 개선, 신용확대와 완화적 통화정책

정책논의

대부분의 연준위원들은 노동시장 상황이 예상에 부합하는 수준으로 개선될 것으로 내다보고 있으며 수개월 내 자산매입 규모 축소 가능하다고 판단  
이와 함께 노동시장이 충분한 회복세를 보이기 이전부터 자산매입 규모를 축소할 경우의 시나리오에 대해서 논의

그러나 소수 위원들은 이러한 시나리오를 논의하기에 경기상황이 적절하지 않으며 노동시장 회복을 더 지켜볼 필요가 있다고 언급

일부 위원들은 노동시장 회복이나 물가상승 이외의 이슈(예를 들어, 자산시장 버블 등)로 인해 자산매입이 축소될 수 있을 경우, 이러한 기준에 대해 명확하게 밝혀야 한다고 주장

자산매입 프로그램과 관련한 금융시장과의 소통 강화 방안

자산매입 규모는 경기회복 강도에 따라 결정될 것 구체적으로, 프로그램이 시작된 시점부터 현재까지의 누적적인 성과와 향후 경기회복에 대한 예상을 바탕으로 결정될 것임을 매 FOMC성명서마다 발표

실업률이 비농업고용자수가 일정 수준에 도달하면 자동적으로 자산매입 규모를 줄이는 규칙이 제시되었고, 자산매입 프로그램의 축소 스케줄 발표하거나 향후 매입 예정인 자산 규모 발표하는 방안이 논의

연준 위원들의 경기판단에 대한 의견을 더 많이 공유하기 위해 연준 경제전망을 강화하지는 방안도 제시

자산매입 규모 축소 방법

상당한 숫자의 위원들이 국채와 MBS매입규모를 같은 속도로 축소해야한다고 주장한 반면 일부 위원들은 국채매입 규모를 MBS보다 더 빠르게 축소해야 한다고 주장. 한 명의 위원만이 MBS매입 축소를 더 빠르게 실행해야 한다고 주장

금리에 대한 포워드가이던스 강화

일부위원들은 금융시장이 자산매입 규모 축소가 금리 인상을 의미하는 것처럼 반응하고 있다고 언급

물가상승률(2.5%)이나 실업률(6.5%) 기준에 다다랐을 때 추가적인 포워드가이던스를 제시할 것인지, 금리인상 후 추가적인 포워드가이던스를 제시할 것인지에 대해 논의

대부분 위원들은 실업률이 기준치 밑으로 하락 하더라도 물가상승률이 기준치를 넘지 않는 이상 낮은 금리를 유지할 것이라는 가이던스 발표에 찬성

단기 금리를 낮게 유지하기 위한 추가적인 완화정책

은행들의 초과기준에 지급하는 금리(초과기준부리) 인하 논의

공개시장조작을 통해 RP매입이나 단기 국채 매입

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.