

주간 ISSUE CHECK

ECB 양적완화 임박, 국내시장에 미칠 영향력은?

Strategist 김정호

02) 3787-2385

hmcstar@hmcib.com

Chief Strategist

이영원

02) 3787-2505

youngwon.lee@hmcib.com

- 유럽중앙은행 22일 저녁 통화정책회의의 예고, 이번 회의에서 미국식 양적완화를 채택할 가능성 높아
- 규모는 약 5,000억 유로 정도가 될 것으로 예상 이는 미국의 양적완화 보다는 작은 규모이나, 지난 LTRO와는 비슷한 규모, 최근 언론 보도로 납입 자본금 비율에 따른 국채매입 방식이 유력
- QE정책은 지난 LTRO에 비해 현 유로존 상황에 효과적인 유동성 공급 방식이 될 것으로 판단, 대출 수요에 따라 유동성의 확장 여부가 결정되는 LTRO와 달리 QE는 은행의 대출수요와 상관없이 유동성이 공급되기 때문
- 이번 정책 시행시 디플레이션 우려 감소에 따른 위험자산 선호 자금 뿐만 아니라 유동성 자체 확대에 따른 자본유입 기대, 무제한 양적완화는 진행되지 않을 것으로 예상되는 것 만큼 미국과 같은 파급력은 제한될 것이나 1차 LTRO와 비슷한 수준(5.54조)의 유럽계 자금 유입 효과 낼 것으로 기대

22일 저녁, 유럽중앙은행(이하 ECB)의 통화정책회의가 예고되어 있다. 이번 회의는 어느 때보다도 시장의 이목이 집중되어 있다. 신년 첫 통화 정책회의이기도 하거니와, 이번 회의에서 이사회가 미국식 양적완화를 채택할 가능성이 매우 높게 점쳐지고 있기 때문이다

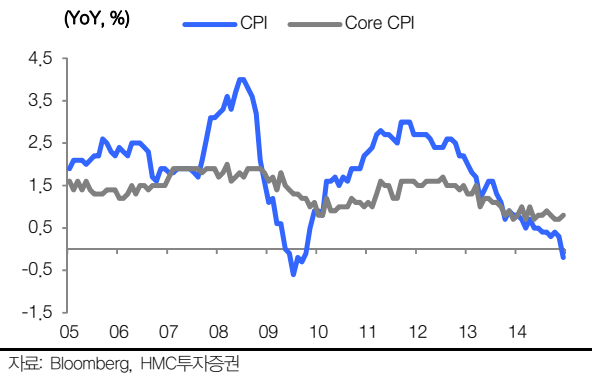
지난해 중순 이후 유로존에 대한 경기둔화 및 디플레이션 우려가 재개된 바, 특히 12월 들어 소비자 물가 상승률이 (-)로 돌아서면서 디플레이션이 가시화 되었다. 수요 둔화와 더불어 공급 가격 하락 요인이 일시에 겹치면서, 물가 편제 상의 12개 섹터 대부분에서 하락 압력이 관측되고 있는 상황이다. 특히 유가하락에 따른 에너지 가격 급락 및 주거비, 식료품 기여도 둔화가 유로존의 (-) 물가상승을 유도한 것으로 판단된다. 이에 마리오 드라기 ECB 총재는 디플레이션을 타개하기 위해 ECB가 추가 부양에 나설수 있음을 여러차례 강조해 왔다.

특히 지난 14일 유럽사법재판소(ECJ)가 ECB의 무제한 국채매입 프로그램(OMT)이 위헌이 아니라는 취지의 결정을 내리면서 QE에 대한 기대감은 더욱 배가되고 있다. 실제로 OMT가 실현되지는 않았으나, 본 판결의 결과에 따라 유럽연합(EU) 조약에 근거(회원국에 대한 ECB의 직접적인 자금 조달을 금지)한 ECB의 직접적 국채매입에 대한 위법성 여부가 가려지며, 미국식 양적완화 가능성에 대한 가장 근원적이고 규범적인 제한이 해제될 것인지에 대한 여부가 가려졌던 만큼 본 취지의 결과는 ECB QE결정에 기여하는 바가 크다.

시장은 이미 ECB의 추가 완화 정책에 대한 기대를 반영하고 있다. 그렉시트(GREXIT) 우려에도 불구하고 유로존 내 위험국의 국채수익률이 하향조정 되고 있으며 유로화 역시 금융위기 이래 최저치를 기록하고 있는 중이다

이러한 반응이 가장 드라마틱하게 나타난 곳이 스위스이다. 15일 스위스 중앙은행은 유로-스위스프랑 환율의 하한 제한을 폐지했다. 지난 2011년 9월 유로존 위기에 따라 안전자산 선호로 스위스프랑화 가치가 급등하자 스위스 중앙은행은 유로-스위스프랑 환율의 하한을 1.20스위스프랑으로 설정했다. 이제까지는 유로화에 대비한 스위스 프랑의 가치를 1.20 아래로 비교적 성공적으로 제한했으나 유럽 중앙은행의 추가 부양이 가시화 됨에 따라 유로화 가치가 추세적인 하락세를 보이면서 비용 상승에 대한 부담이 확대된 것으로 판단된다.

〈그림1〉 유로존 소비자물가 12월중 (-) 성장률 시현



〈그림2〉 에너지 및 음식료, 주거가격 하락이 이유



〈그림3〉 유로/달러 환율 금융위기 이래 최저수준 시현



〈그림4〉 스위스프랑/유로 환율 급등



규모와 방법은?

ECB가 양적완화를 실시할 경우 그 규모는 약 5,000억 유로 정도가 될 것으로 예상되고 있다. 이는 미국의 양적완화 보다는 작은 규모이나, 지난 LTRO와는 비슷한 규모이다.

논란이 되었던 국채매입 배분방법으로는 GDP비중에 따라 국채를 매입하는 방식, ECB 납입 자본금 비율에 따라 국채를 매입하는 방식 등이 거론되고 있으나, 최근 언론 보도로 납입 자본금 비율에 따른 국채매입 방식이 유력해지고 있다.

먼저 GDP에 따라 국채매입 규모를 결정할 경우 (IMF, 2013년 GDP 기준), 유로존 주요국의 국채매입 비중은 독일(28.1%, 1403억유로), 프랑스(21.7%, 1083억유로), 이탈리아(16.0%, 799억 유로), 스페인(10.5%, 524억유로) 정도가 된다.

반면 납입비율에 따라 국채매입 규모를 결정할 경우 (IMF, 2013년 GDP 기준), 유로존 주요국의 국채매입 비중은 독일(25.6%, 1403억유로), 프랑스(20.2%, 1083억유로), 이탈리아(17.5%, 799억 유로), 스페인(12.5%, 524억유로) 정도가 될 것이다.

GDP에 의한 방식이건 납입비율에 의한 방식이건 재전건전성이 상대적으로 양호한 주요국들

은 큰 혜택을 볼수 있는 반면 재정건정성이 상대적으로 취약한 국가의 경우 혜택을 크게 받지 못할 것으로 판단된다. 다만 납입 비율 방식이 GDP방식보다 주요국 집중도를 상대적으로 완화하며 중소기업에게 더 많은 배분 비중이 할당된다.

〈표2〉 QE 5000억 유로 가정시 국가별 배분비중 예상(GDP 규모별, ECB 납입규모별)

	GDP규모	국채매입규모	비중	납입비율	국채매입규모	비중
독일	4286.1	1403.7	28.1	18.0	1278.4	25.6
프랑스	3309.3	1083.8	21.7	14.2	1008.5	20.2
이탈리아	2442.4	799.9	16.0	12.3	873.6	17.5
스페인	1601.6	524.5	10.5	8.8	625.0	12.5
네덜란드	1006.5	329.6	6.6	4.0	284.1	5.7
벨기에	599.2	196.2	3.9	2.5	177.6	3.6
그리스	285.0	93.3	1.9	2.0	142.0	2.8
오스트리아	490.5	160.6	3.2	2.0	142.0	2.8
포르투갈	259.4	85.0	1.7	1.7	120.7	2.4
핀란드	315.2	103.2	2.1	1.3	92.3	1.8
아일랜드	273.7	89.6	1.8	1.2	85.2	1.7
슬로바키아	112.9	37.0	0.7	0.8	56.8	1.1
리투아니아	54.8	18.0	0.4	0.4	28.4	0.6
슬로베니아	56.6	18.5	0.4	0.3	21.3	0.4
라트비아	36.5	12.0	0.2	0.3	21.3	0.4
룩셈부르크	71.2	23.3	0.5	0.2	14.2	0.3
에스토니아	29.3	9.6	0.2	0.2	14.2	0.3
키프로스	25.8	8.5	0.2	0.1	7.1	0.1
몰타	11.4	3.7	0.1	0.1	7.1	0.1
유로존 계	15267.4	5000.0	100	70.4	5000.0	100.0

자료: 각 언론, HMC투자증권

〈표3〉 미국과 유로존, 금융 부양 패키지

프로그램명칭	QE1	QE2	LTRO	QE3	T- LTRO
국가	미국	미국	유로존	미국	유로존
규모	17,000억\$	6,000억\$	4890억(1차), 5000억(2차)	14,200억\$	4000억유로
시기	2009.03~2010.03	2010.11~2011.06	2011.11~(1차) 2012.02.29~(2차)	2012. 09(MBS), 2012. 12(장기채)	2014.09 2014.12
내용	재무부증권 3000억\$ MBS 1조 680억\$ 공공기관채 1670억\$	국채 6,000억\$	ECB역내 은행대상 연1%금리, 3년간 대출	MBS 매월 400억\$ 장기채 매월 450억\$	ECB역내 은행대상 MRO+10bp금리, 18년 9월 만기

자료: 각 언론, HMC투자증권

QE, 지난 LTRO와는 다르다.

미국의 1~3차 QE와 일본의 QE, ECB의 1차 LTRO 등 그간의 경험을 통해 밝혀진 바, 주요 중앙은행의 비 전통적인 완화정책은 유동성 확대와 더불어 고위험 고수익 자산에 대한 자금 유입을 유도한다. 다만, 2차 LTRO 및 TLTRO 등 1차에 이어서 단행된 일련의 ECB 정책들이 금융 시장에 정책효과는 이전의 정책들에 비해 다소 인상적이지 못하다.

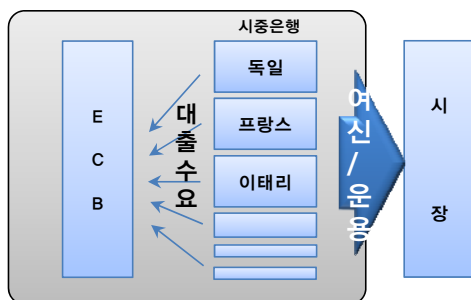
이는 LTRO나 QE 모두 민간은행을 매개로 시중에 유동성을 공급하는 하는 데에 있어서는 경로를 같이 하지만, 그 목적과 방식에 있어 차이가 존재했기 때문이다. 주지하다시피, FED의 QE는 중앙은행이 시중은행의 국채를 매입, 이를 통해 유동성을 직접 공급하는 방식이다. 반면, ECB의 LTRO는 직접적 매입이 아닌 대출 프로그램이다. 즉 저리에 장기 대출이 가능한 프로그램을 설정하고 각 시중은행의 수요에 따라 대출이 진행된다.

중앙은행의 대출수요와 상관없이 유동성이 공급되는 QE에 비해 LTRO는 대출 수요가 없으면 유동성이 늘지 않으며 오히려 환매의지에 따라 잔고가 감소할 수 있다. 따라서 LTRO정책은 단기 유동성이 제한된 금융위기 시에는, 은행권 대출수요 급증에 따라 시중의 유동성을 확대 시킬 수 있었으나, 이후 유로존 금융 정상화와 은행권 건전성 확보 의지에 따른 환매압력 강화에 따라 잔고가 지속적으로 감소해왔다.

영세기업과 가계대출 감소가 유로존 대출잔고 감소의 주 원인이라는 판단하에 진행된 TLTRO 역시 목표치인 4000억 유로에 못미치는 2100억 유로만 대출이 성사되었다. 이에 따라 신규정책의(T LTRO) 시행에도 환매되는 자금이 신규 대출 자금보다 높아 시중에 유통되는 유동성은 ECB의 예상에 크게 못 미쳤다.

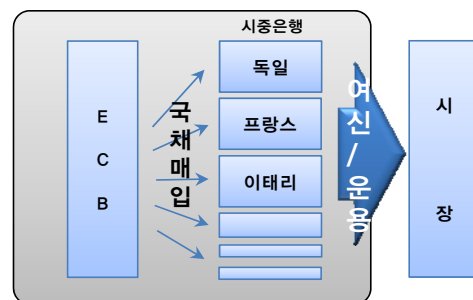
이에 따라 이번 QE정책은 지난 LTRO에 비해 현 유로존 상황에 효과적인 유동성 공급 방식이 될 것으로 판단되며, 이에 따라 시장의 영향력 역시 지난 LTRO정책보다 집약적일 것으로 예상되고 있다.

〈그림5〉 LTRO 개념도(대출 수요 시 유동성 확대)



자료: HMC투자증권

〈그림6〉 QE 개념도(대출 수요 없이도 유동성 확대)



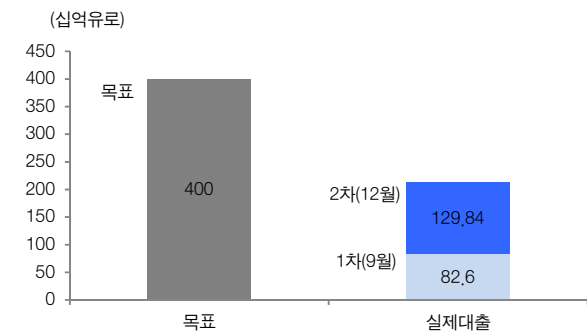
자료: HMC투자증권

〈그림7〉 LTRO 정책 시행에도 잔고 지속적으로 줄어



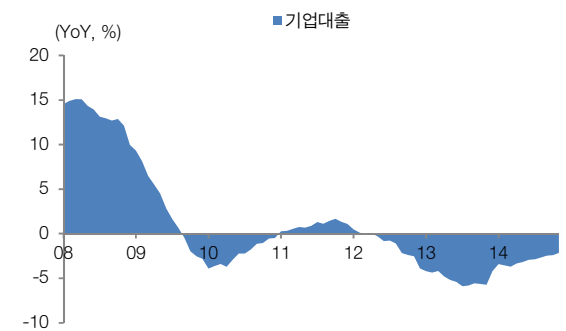
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림8〉 T LTRO 목표달성 실패



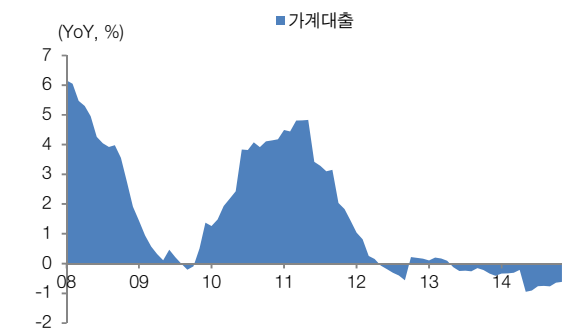
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림9〉 유로존 기업대출 30개월 연속 (-)성장



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림10〉 유로존 가계대출 19개월 연속 (-) 성장



자료: Bloomberg, HMC투자증권

ECB QE시 국내시장에 미칠 영향은

ECB가 추가 부양패키지를 단행할 경우, 두 가지 경로에 의해 우리시장에 긍정적인 흐름이 나타날 것으로 판단된다. 첫째는 ECB부양의지 확인에 따른 디플레이션 우려 감소, 두번째는 유동성 자체의 확대에 따른 자본유입 확대이다.

물론, 무제한 양적완화가 아닌 제한적 양적완화인 점, 미국 금리인상 논의, 유가 하락 등 양적완화를 상쇄할만한 이슈들이 산적했음을 상기했을 때 유로존의 부양이 미국의 사례와 같은 반전을 지니지는 못할 것으로 판단된다.

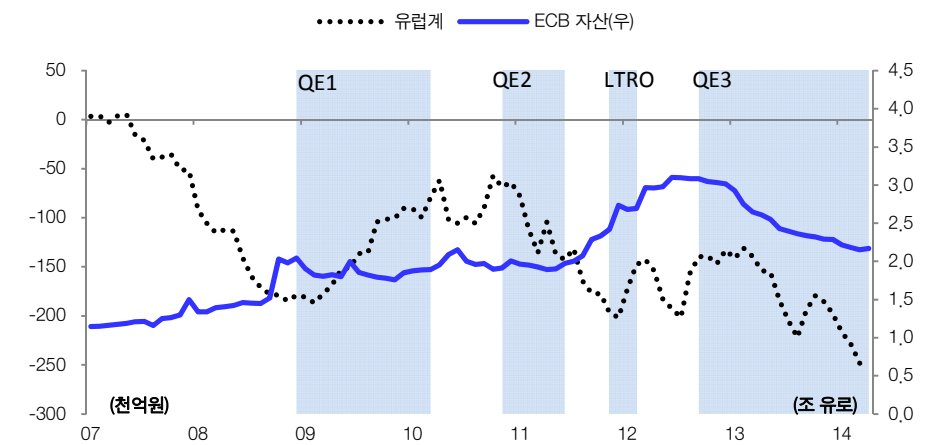
그러나 그간 유럽내 유동성 축소에 따라 유럽계 자금이 국내시장에서 이탈했고, QE와 LTRO 시 유입된 자금이 모두 회수된 만큼 유럽계 자금이 다시 우리시장에 유입될 여지는 충분하다. 특히 유럽계 자금의 국내시장 순매수는 유럽 내 대차대조표 계정크기에 따라 확대 또는 축소의 과정을 반복했음을 주목해야 한다. 지난 LTRO 수준(5.5조원)까지의 유럽계 자금 유입을 기대할 수 있다.

〈표2〉 미국과 유로존, 금융 부양 패키지 시 외국계 주식 순매수 규모

(조원)	QE1 (09.04~10.04)	QE2 (10.12~11.07)	LTRO1 (11.12~12.02)	LTRO2 (12.03~12.05)	QE3 (13.01~14.08)	TLTRO (14.09~14.12)	전체
미국	15,36	8,56	2,54	-1,23	6,72	-0,17	31,77
유럽	12,61	-6,17	5,54	-3,14	-8,41	-2,66	-2,23
아시아	-1,09	2,41	1,12	0,06	6,78	1,62	10,90
중동	3,20	0,15	-0,89	0,72	3,73	0,26	7,17

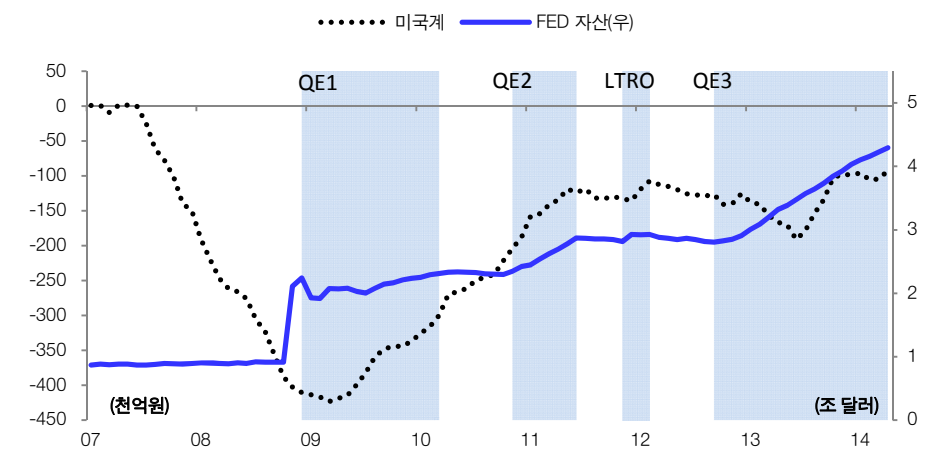
자료: 금융감독원, HMC투자증권

〈그림11〉 유럽계 자금의 국내 주식시장 누적 순매수와 ECB 자산



자료: HMC투자증권

〈그림12〉 미국계 자금의 국내 주식시장 누적 순매수와 FED 자산



자료: HMC투자증권

-
- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
 - 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
 - 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
-