

투자포커스

유럽 LTRO 상환종료. 유럽주도 위험선호 확대

Economist 김승현 769-3912 economist1@daishin.com

2차 LTRO 상환 종료. 유럽 유동성 확장구간으로 진입

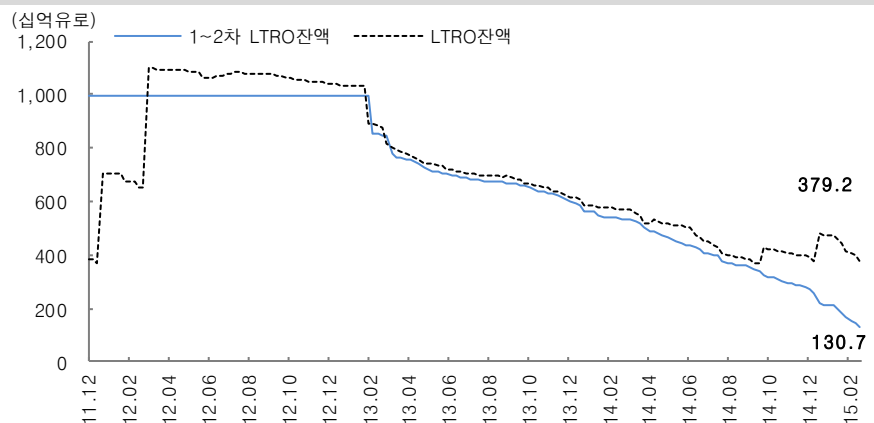
유럽중앙은행은 2014년 6월부터 기준금리를 인하하고, 중앙은행 예치 예금에 대한 마이너스 금리를 도입했으며, 자산매입 정책을 발표하는 등 확장적인 정책을 펼쳐왔다. 하지만 이러한 정책에 대한 평가는 인색했다. 별다른 성과를 내지 못할 것이라는 전망이 대세였고, 유럽경제에 대한 전망도 오히려 하향되었다.

상황은 최근 변하고 있다. 유럽경제에 대한 평가가 뚜렷하게 개선되고 있으며, 호전되고 있는 경제지표는 이런 시각을 더욱 뒷받침하고 있다. 유럽경제 개선에 따라서 정책에 대한 기대역시 같이 높아지고 있다. 유럽은 디플레이션에서 벗어나기 어려울 것이라는 시각이 우세했지만 유럽에서 인플레이션에 대한 기대가 제기되기 시작하고 있다.

2월 26일에는 의미있는 이벤트가 예정되어 있다. 2012년초에 1.1조유로 규모로 ECB가 시중은행들에게 제공한 장기 저리대출 프로그램인 LTRO만기가 도래한다. 이에 따라서 유럽 은행들은 남아있는 잔액을 상환해야 한다. 지난주까지 미상환 잔고는 1,300억 유로정도였다. 지난해 하반기에 두차례에 걸쳐서 시행한 TLTRO 자금과 낮아진 은행들의 조달금리를 감안하면 상환자금 조달은 전혀 무리가 없을 것이다.

시중은행에 대한 대출은 ECB입장에서는 자산이다. 그간 시중은행들의 LTRO조기상환 때문에 ECB가 자산확대 정책을 시행했음에도 불구하고 지난 7개월 동안은 ECB자산은 오히려 감소추세에 있었다. 늘어나지 않는 유동성때문에 ECB의 확장정책 효과를 기대할 수 없었다. 그동안 ECB의 정책은 건축속도를 완화시키고 있었을 뿐이기 때문이다. 이런 제약요인이 LTRO상환 종료를 계기로 사라진다.

그림 1. ECB의 LTRO 잔액 현황



자료: ECB, 대신증권 리서치센터

주: LTRO잔액 = 1,2차 LTRO + 1,2차 TLTRO

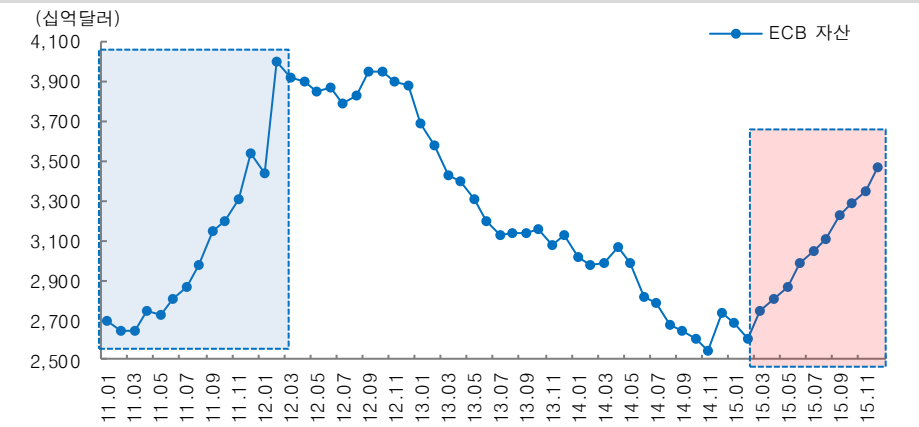
유동성 확장 효과가 이제 빛을 발한다

3월부터는 ECB자산 증가 속도가 빨라질 것이다. 그림2에서처럼 가파른 자산증가세를 예상된다. 매분기말마다 6번의 TLTRO프로그램이 가동하고, 이미 ECB가 발표한 것처럼 3월부터는 매월600억 유로의 자산매입 정책이 시행된다. 과거와 달리 시중은행의 대출상환 때문에 ECB 자산이 감소하는 역할이 사라지면서 의도했던 ECB 자산증가를 이끌어낼 수 있게 되었다.

특히 3월에 집중할 필요가 있다. 3월은 유동성 감소효과가 일시적으로 컸었던 2월대비 유동성 확장 증가 속도가 매우 빨라진다. 전월대비로 2천억 달러 정도의 유동성 증대가 나타날 것이다. 그리고 2월중 유동성 하락을 감안해서 3월 초반에 ECB의 자산매입 속도가 일시적으로 빨라질 가능성도 높다. 단기적으로 유동성이 확장되는 속도가 빨라지게 되면 유럽 정책에 대한 기대도 더 커지는 계기를 만들 것이다.

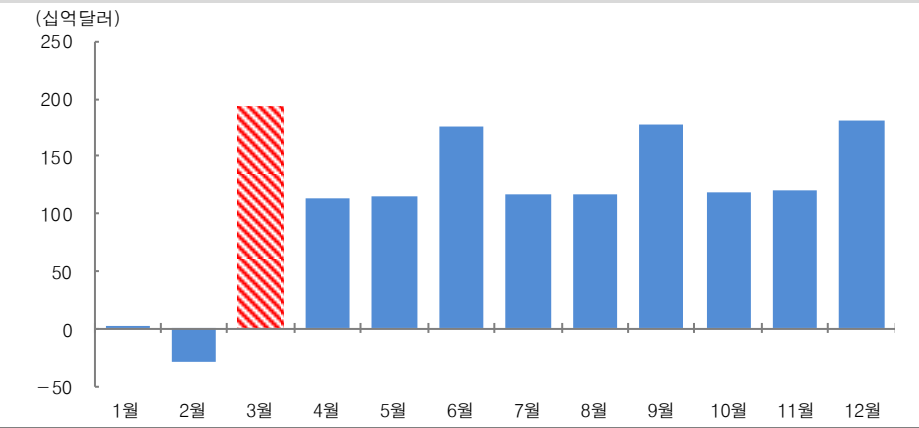
유럽 유동성 확장은 최근에 개선되고 있는 유럽 경기전망과 맞물려 더 큰 효과를 나타낼 수 있을 것이다. 낮아진 유가와 금리에 따른 비용감소효과와 그리스 사태 진정에 따른 위험선호 완화 등이 가세하면서 늘어난 유동성은 보다 더 높은 위험을 감수하는 자산으로 이동할 가능성이 그만큼 커졌다.

그림 2. ECB의 자산추이. 2011년 이후처럼 3년만에 유럽의 유동성 확장이 예상



자료: ECB, 대신증권 리서치센터

그림 3. 2015년 BIG3(미국, 일본, 유럽) 중앙은행의 전월대비 자산증감 예상. 3월 증가속도 가속



자료: CEC, 대신증권 리서치센터

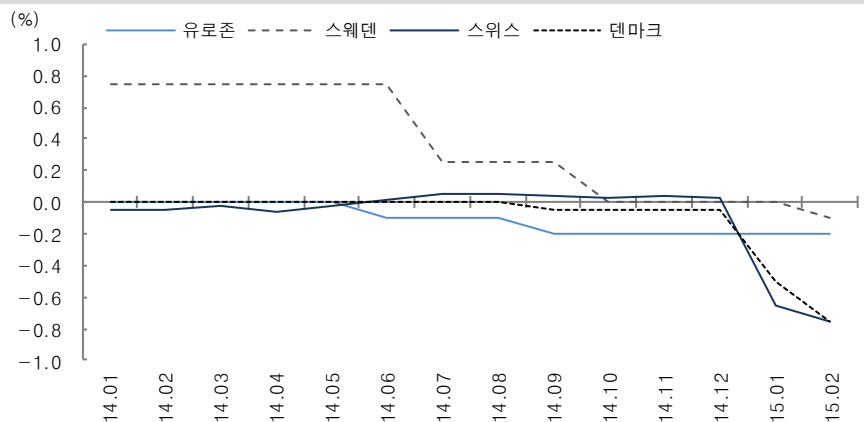
늘어난 유동성. 갈 곳이 없다

최근 유럽주요 채권은 금리가 마이너스로 떨어지고 있다. 심지어는 우량 회사채도 마이너스 금리로 발행되기 시작하고 있다. 그리고 유럽중앙은행은 중앙은행에 예치하는 자금에 대해서도 마이너스 금리를 부과하고 있다. 그리고 이런 유럽의 유동성 확장에 대한 대응으로 스위스, 스웨덴, 덴마크와 같은 국가들도 마이너스 금리 정책을 도입했다. 이외에 많은 국가의 중앙은행들도 금리인하에 나서며 확장적인 정책을 도입하고 있다.

이런 변화가 시사하는 것은 유럽에서 풀린 유동성이 갈 수 있는 안전자산 가격이 매우 비싸졌고, 투자가능 자산도 그만큼 줄어들고 있음을 시사한다. 유럽이 풀어내는 유동성이 이전에 시행된 정책보다 영향력이 더 강해질 수 있음을 의미한다. 미국과 일본이 시행했던 양적완화정책으로 풀린 돈은 90% 이상이 중앙은행에 재예치되었던 것을 감안하면 유럽은 발표된 금액보다 더 강한 정책을 시행하고 있는 것으로 볼 수 있다.

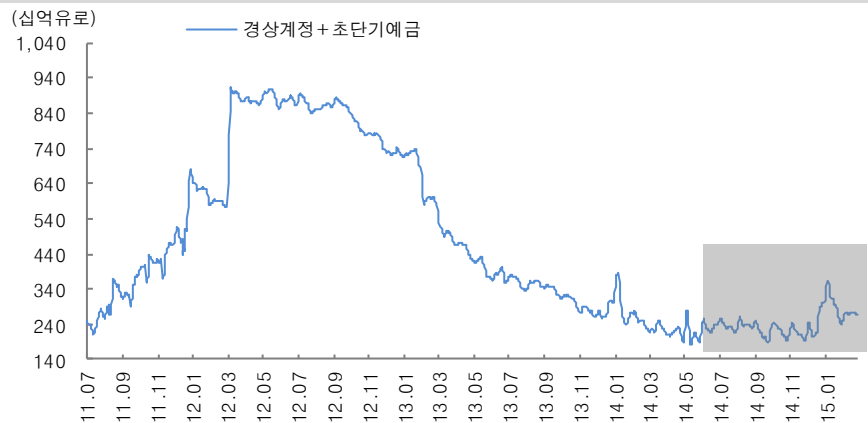
ECB가 마이너스 예금금리를 도입하고 있는 초단기예금과 경상계정에 머무는 돈은 2011년대비 현저히 낮고, 2월말 LTRO만기 상환이후에는 더 낮은 수준으로 떨어질 것으로 예상된다. 유럽중앙은행의 통화완화정책이 확대되어도 이전처럼 여기로 자금이 몰릴 가능성은 낮다.

그림 4. 마이너스 금리를 도입하고 있는 유럽의 은행들



자료: 한국은행 대신증권 리서치센터

그림 5. 마이너스 금리 도입후 달라진 그림. 중앙은행에 머무는 자금이 작아졌다



자료: 한국은행, 대신증권 리서치센터

유럽 유동성 확장에 따른 효과 : 경기민감주 주도 시장 상승

유럽 유동성 확장은 유럽 경기 개선에 대한 기대와 맞물리면서 주식시장에 긍정적 영향이 예상된다. 유럽경제 회복기대가 살아날 때 한국증시가 좋았던 등식은 이번에도 형성될 것이다.

아래는 당사 오승훈 전략가의 시장에 대한 전망의 요약이다. 유럽 유동성 확장을 계기로 이런 예상의 현실화 가능성은 더욱 커진 것으로 판단한다.

“한국증시 두가지가 달라졌다”(2월2일 투자포커스)

유동성 환경, 기업실적, 환율 변화를 감안할 때 포트폴리오 집중보다 분산이 필요한 시점이다. 변화되는 환경을 감안하여 큰 틀에서 가치영역의 경기민감주의 비중 확대를 권고한다. 유동성에 의한 위험자산 선호가 높아진다는 점에서 건설, 증권업종이 유망하며, 환율의 방향성 전환(달러강세 진정)과 유가의 저점인식이 맞물리는 에너지, 화학업종이 2월에도 유망하다고 판단한다.

“유가와 기대인플레이션, 그리고 경기민감주”(2월4일 투자포커스)

지금의 유가나 이익의 개선보다 유동성, 매크로등 거시환경 변화에 더 초점을 두고 유가관련 경기민감주를 대응해야 한다고 생각한다. 에너지, 화학, 조선업종의 상승은 유가 변화를 뛰어넘는 환경 변화를 품고 있기 때문이다. 가장 중요한 환경 변화는 ECB의 전면적인 국채매입 발표로 기대에 머물렀던 유동성 확장의 그림이 보다 확실해졌다는 점이다. 유동성 확장에 대한 기대는 위험자산에 대한 시각 변화와 자산간 평균회귀로 이미 나타나고 있다.

▶ 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.