



BOJ 통화정책 회의에 대한 소고

1) 규모는 유지했지만, 새로운 정책 수단을 선보인 BOJ

- 전일 BOJ는 통화정책 회의에서 기준금리 및 자산 매입 규모를 기존 수준으로 유지
- 그러나 장단기 금리 조작이라는 새로운 통화정책 톨을 제시했으며, 아울러 물가 목표 달성 시까지 본원통화 확대를 지속하겠다고 발표
- 정책의 연속성에 대한 우려를 완화 시키고, 장단기 금리차의 과도한 축소를 방어하겠다는 의지를 피력한 것

2) ECB와 BOJ의 공통점, 장기금리의 하락에 대한 경계심 표현

- BOJ 통화정책 회의 직후 일본 증시는 금융주 중심으로 급등. 반면 엔화는 장 마감 후 오히려 강세 전환. 정책 효과 및 여력에 대한 불신이 남아있는 만큼 엔화는 약세 진행이 어려웠던 것으로 판단
- 엔화 약세에 부담을 느낄 수 있는 국내 증시 입장에서는 엔화 약세가 저지된 것이 일단은 우호적
- 보다 중요한 것은 BOJ와 ECB가 모두 장기 금리의 추가적인 하락에 대한 경계심을 피력했다는 부분

3) 중앙은행의 태도 변화에서 유추해 볼 수 있는 시나리오

- 만성화된 양적완화는 은행 수익성 악화, 채권 시장으로의 자금 집중, 실물 투자 의지 악화 등의 부작용을 초래
- 그러나 ECB와 BOJ가 나서서 양적완화를 통한 장기금리의 하락 국면 종식을 선언한 만큼 국채 시장으로의 자금 쏠림 완화, 기업들의 투자 사이클 회복 등을 기대해 볼 수 있음
- 이와 같은 환경 하에서 우월한 퍼포먼스가 기대되는 은행, 소재, 기계 업종 등에 대한 관심 유지

1. 규모는 유지했지만, 새로운 정책 수단을 선보인 BOJ

항목	내용
정책금리 및 국채매입	- 현행 정책금리 -0.1% 동결. 필요에 따라 추가완화 가능 - 매입규모는 연 80조엔 유지하되 필요 시 변경 가능
기타 자산매입	- ETF와 J-REIT에 대해서는 각각 연간 6조엔, 900억엔 규모로 매입 진행 - CP와 사채에 대해서는 각각 2.2조엔, 3.2조엔의 잔고를 유지
장단기 금리 조작 Yield curve control	- 10년물 국채 금리가 0% 수준을 유지할 수 있도록 국채 매입 진행 - 매입대상에 대한 평균 만기 목표(7~10년)는 폐지 - 장단기금리조작을 위해 BOJ가 매입 이율을 지정하고, 최장 10년 만기 자금을 고정금리로 직접 공급하는 방안 도입
오버슈팅 커미트먼트 Inflation Overshooting Commiment	- 소비자물가지수(신선식품제외)의 전년비 상승률이 안정적으로 2%를 상회할 때까지 장단기금리조작을 통한 본원통화 확대 방침 유지

자료: BOJ 발표 내용 요약, 유안타증권 리서치센터

- ▶ 전일 통화정책 회의에서 BOJ 는 금리 및 자산 매입 규모를 현 수준으로 유지
- ▶ 그러나 장단기 금리 조작과 목표 달성 시까지 통화공급 지속을 선언

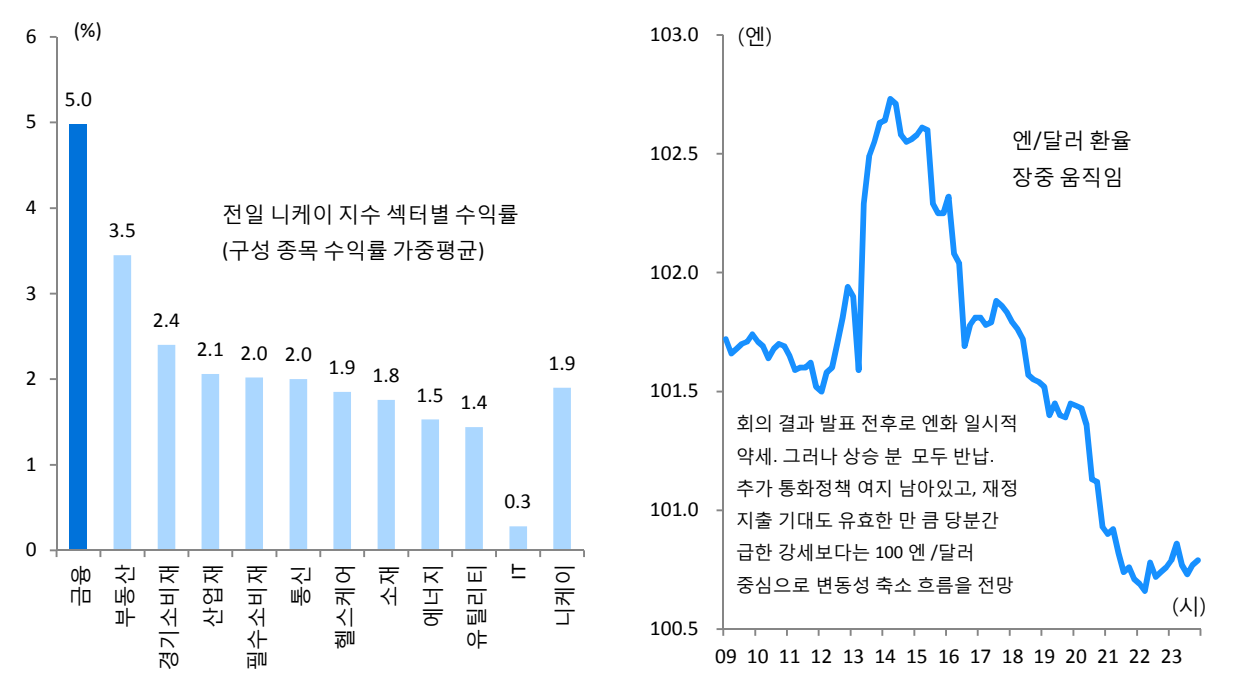
전일 BOJ 통화정책 회의가 진행됐습니다. BOJ 의 정책과 관련해 사전적으로 많은 논란이 있었는데, 기준금리(-0.1%)와 자산 매입 규모는 그대로 유지했습니다. 그러나 두 가지 변화를 통해 새로운 버전의 QQE 를 도입한 것으로 평가할 수 있습니다.

한가지는 목표한 인플레이 수준이 안정적으로 유지될 때까지 통화공급을 지속하는 Inflation overshooting commitment 입니다. 사실 상 무제한적인 양적완화를 천명한 것으로써 정책의 연속성에 대한 의구심을 완화시킨 것으로 볼 수 있습니다.

보다 방점을 두고자 하는 다른 한가지 결정은 장단기 금리커브를 정책 운용 대상으로 삼는 Yield curve control 을 도입했다는 점입니다. 마이너스 금리와 국채 매입의 유연한 활용을 통해 장기금리(10년물)를 0% 부근에서 유지하기로 한 것인데, 이를 통해 기존 양적완화의 부작용인 장기금리의 마이너스 상황 고착화와 장단기 금리차의 과도한 축소를 방어하겠다는 의지를 보인 것으로 평가할 수 있습니다.

주식시장 투자전략

2. ECB 와 BOJ 의 공통점, 장기금리의 하락에 대한 경계심 표현



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

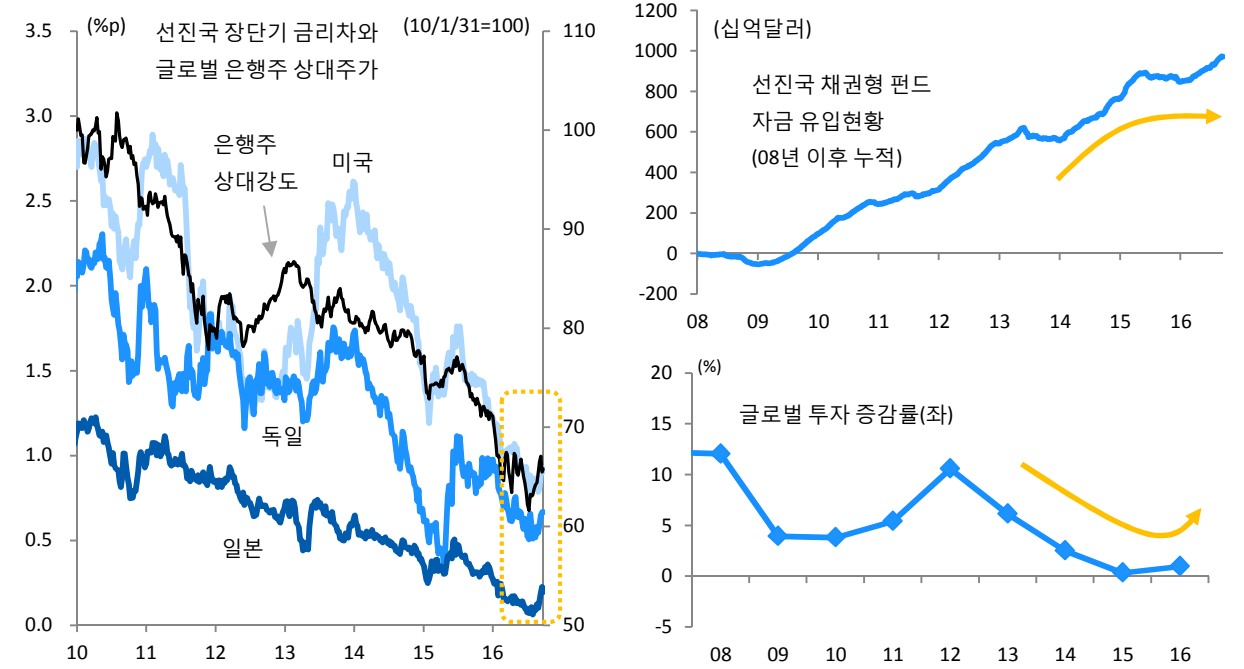
- ▶ 전일 일본 증시는 금융주들의 약진과 함께 큰 폭으로 +1.9% 상승 마감
- ▶ 엔/달러 환율은 통화정책 회의 전후로 급등했으나, 상승폭을 모두 반납하는 흐름

전일 일본 금융시장의 반응을 보면 시장의 평가를 짐작할 수 있습니다. 증시는 금융주를 중심으로 +1.9% 급등했으나 엔/달러 환율은 장중 상승분을 지키지 못했습니다. 이번 정책이 장단기 금리차 축소를 방어해 은행 부담을 덜어줄 것이라는 기대는 확신을 가지게 되었지만, 아직 이것만으로 일본의 인플레이 회복과 추가 정책 여력에 대한 의구심이 모두 해소되지 않았기 때문에 엔화는 약세로 진행되지 못한 듯 합니다.

엔저에 상대적으로 민감한 국내 증시의 경우 환율 측면의 부담을 덜었다는 점이 일단 긍정적입니다. 그러나 보다 주목해 볼 부분은 ECB 에 이어 BOJ 가 장기금리의 과한 놀림에 대한 부작용을 견제하려는 태도를 명확히 했다는 점입니다. 잘 알려진 것처럼 ECB 는 직전 회의에서 매입 대상 채권의 범위를 확대할 것이라는 시장 기대와 달리 재정지출 확대만 요구하고 회의를 마쳤는데 이는 선진국 장기채의 추가 강세에 대한 경계심을 유발, 장기금리 상승을 이끌었습니다. 즉, 주요국 중앙은행들은 더 이상 장기금리의 추가 하락을 방관하지 않겠다는 태도를 보인 것으로 평가할 수 있습니다.

주식시장 투자전략

3. 중앙은행의 태도 변화에서 유추해 볼 수 있는 시나리오



자료: Bloomberg, IMF 유안타증권 리서치센터

- ▶ 지속된 양적완화는 장단기 금리차의 극단적 하락으로 은행주 부진과 직결
- ▶ 금리 하락에 대한 기대는 채권펀드로 자금 쏠림을 유발, 반대로 실물 투자는 부진

인위적으로 장기금리를 하락시키는 양적완화는 장단기 금리차 축소로 은행 부담을 심화시킵니다. 또, 장기금리 하락에 대한 맹신이 오히려 정책 목적 달성을 어렵게 만드는 부작용을 가져올 수 있습니다. 실제로 수 년 간의 양적완화로 은행의 수익여건은 악화됐고, 유동성은 채권시장에 집중되며 투자 사이클로 연결되지 않았습니다. 중앙은행이 국채매입으로 금리 하락을 보증하는 데 굳이 비싼 금리에 저성장 위험까지 있는 실물투자를 앞당겨 진행할 이유가 없기 때문입니다. 그러나 이제 ECB와 BOJ가 이 같은 국면의 종식을 선언했습니다. 중앙은행들의 태도 변화를 통해 장기금리 하락에 대한 맹신이 깨진다면, 국채시장으로의 과도한 쏠림은 완화될 가능성이 높습니다. 미래 자금 조달 비용 상승을 예상하는 기업들이 투자 집행을 앞당길 개연성이 발생합니다. 이에 더해 주요국 정부들은 재정정책을 통한 경기부양에 방점을 두기 시작했습니다. 당사가 제시하던 전망인 금리 저점 확인과 투자 사이클의 회복이 현실화될 가능성이 높아진 것입니다. 장단기 금리차 회복의 수혜주인 은행, 투자 사이클 회복 시 우월한 퍼포먼스가 기대되는 소재 및 기계 업종에 대한 관심이 필요한 시점입니다.

