

9월 ECB 리뷰: Dovish bias vs 유로화 강세

▲ 경제분석

Economist 이승훈
02. 6098-6619
seunghoon.lee@meritz.co.kr

- ✓ 9월 ECB, 현행 기조 유지, 향후 정책방향은 10월 예고 시사
- ✓ Dovish한 기자회견 내용에도 유로화 강세 시현, 경제전망 상향 조정과 Dovish Fed 선회 가능성 반영한 것으로 판단
- ✓ 향후 ECB 통화정책 및 유로화에 대한 견해: 1) 18년 초부터 1년간의 테이퍼링과 2) 19년 이후 금리인상 검토, 유로화는 추가 경기개선과 Fed의 스탠스 변화 가시화될 경우 추가 상승 압력 받을 것

9월 ECB, 기존 기조 유지. 향후 정책방향은 10월 예고 시사

정책결정: ECB, 9월 회의에서 Refinancing rate/예치금리 동결 + 연말까지 월간 자산매입 규모(600억 유로) 유지. 2018년과 그 이후 통화정책 방향은 10월 중 공개할 것임을 예고. 이에 대한 기초 작업으로 9월 회의에서는 QE의 기간과 매입규모 조정에 대한 다양한 시나리오 및 영향에 대한 토론만이 존재했음을 언급

경제전망 상향 vs 물가전망 하향: 수정 경제전망 특징은 1) 내수부문 전망 개선과 2) 유로화 강세에 따른 수출/물가 전망 하향 조정으로 요약 가능. 2017년 GDP 전망이 기존 1.9%에서 2.2%로 크게 상향 조정되었고, 2018~19년 내수 전망 개선되었다. 물가 전망의 경우, 2017년 전망치 유지(1.5%)된 반면 2018~19년 전망이 1.2%와 1.5%로 기존 전망대비 각 0.1%포인트 하향 조정. 대체로 유로화 강세 영향

유로화 강세에 대한 진단: 드라기 총재, 유로화 강세를 '불확실성을 야기하는 요인 (source of uncertainty)' 로 진단, 물가안정 영향 가능 위한 모니터링 필요성 언급. ECB 경제전망에서는 유로화 강세가 경기개선 기대에 기인한 것이기에 부정적인 영향이 크지 않을 수 있다는 관점에 무게. 즉, 물가정상화 기대의 유효성 시사

1년 간에 걸친 테이퍼링과 2019년 이후 금리인상이 우리의 baseline

향후 통화정책 방향: 기존의 완화적 기조에서 크게 벗어나지 않는, 점진적 통화정책 정상화 수순을 따르게 될 것으로 예상. 우리 baseline 시나리오는 1) 2018년 초부터 1년간에 걸친 테이퍼링 (점진적인 월간 자산매입 규모 축소), 그리고 2) 2019년 이후 ECB예치금리(현행 -0.4%) 및 refinancing rate(현행 0%)의 인상. Fed가 2014년 이후 최초의 금리인상 시점까지 보여 주었던 행태를 ECB도 답습할 가능성

유로화 전망: 역내 경기지표 추가 호전/유로존 실질이자율 상승 및 Fed 정책스탠스 변화 가능성 감안시 유로화 추가 절상 가능. 후자와 관련해서는 Brianard 연준 이사와 Kaplan 총재의 물가 정상화 신중론, 그리고 Fischer 부의장의 사퇴 등이 다소 dovish한 Fed로의 선회 가능성을 높임에 주목

ECB, 9월 회의에서 현행 기조 유지. 향후 방향은 10월 공개 예고

9월 ECB 회의, 현행 기조 유지

ECB는 9월 7일 열린 통화정책회의에서 기존의 정책기조를 그대로 유지하였다. ECB는 정책금리(Main refinancing rate)와 ECB 예치금리(Rates on deposit facility; DFR)를 각각 0%와 -0.4%에서 동결하는 한편, 올 연말까지의 월간 자산매입 속도(매월 600억 유로)를 유지하였다. 또한, 1) 정책금리가 자산매입 종료 이후까지 현행 수준을 유지할 것으로 예상된다는 문구와 2) 하방 위험 발생시 QE의 규모와 기간을 조정(확대)할 수 있다는 문구도 그대로 유지되었다.

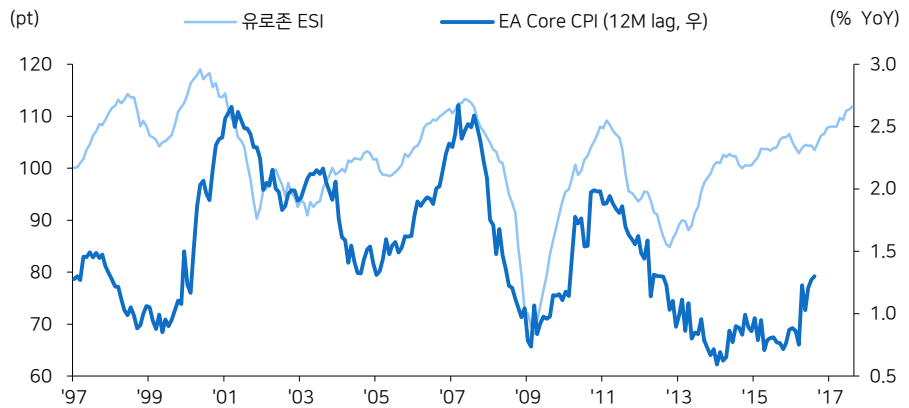
2018년 통화정책 방향에 대한 세부 내용은 10월 공개

이번 회의에서는, 당사와 시장의 예상대로 2018년과 그 이후 통화정책 방향에 대한 예고가 없었다. 드라기 총재는 앞으로 한 달 정도 남짓 기간 중 전망의 리스크가 크게 발생하지 않는다면, 대부분 내용을 10월 중 공개할 것임을 예고하였다. 이에 대한 기초(preliminary) 작업으로 9월 회의에서는 QE의 기간과 매입규모 조정에 대한 다양한 시나리오 및 영향에 대한 토론만이 존재했음을 언급하였다.

통화정책 기조 자체는 불변: 여전히 완화기조 유지의 필요성을 강조

상당히 완화적인 통화정책 기조가 지속될 필요가 있다는 기존 문구가 유지되었고, 기자회견에서도 기조변화 불변이 재확인되었다. 드라기 총재는 2007년 이후 유로존 성장률이 가장 높은 수준임에도 불구하고 ECB의 유일한 목표(mandate)가 1) "2%에 근접하는 수준으로의 물가안정이며, 2) 현재 그 수준에 실제 물가가 미치지 못하고 있기에 완화기조의 유지가 필요하다는 입장을 피력하였다. 반면, 저물가가 고착화에 대한 질문에는, 1) 물가가 궁극적으로는 ECB의 목표에 수렴할 것이라는 확신을 가지고 있으며 2) 최근의 저물가를 초래한 요인인 저임금, 저생산성, 글로벌 밸류체인 영향 등이 일정 시차를 두고 점차 소멸될 것이기에 통화정책의 인내심(patience)와 지속성(persistence)이 중요함을 재차 강조하였다.

그림1 유로존 경기심리지수와 Core CPI: 결국엔 물가가 목표에 근접할 것이라는 ECB의 확신



자료: Economic and Financial Affairs, Eurostat, 메리츠증권증권 리서치센터

9 월 회의에 대한 관심사: 경제전망 변화와 유로화 강세 진단

대다수 금융시장 참여자들이 10월 정책발표를 예상하고 있었다는 점에서 이번 회의에 대한 관심은 1) 경제전망 변화와 2) 최근 유로화 강세에 대한 드라기 총재와 ECB의 인식에 집중된 바 있었다. 각각에 대한 상술은 아래와 같다.

내수 전망 개선, 특히 2017년 GDP 전망 2.2%로 상향 조정

- **수정 경제전망:** 먼저, ECB Staff의 수정 경제전망의 특징은 1) 소비와 투자 확대에 기반한 내수부문 전망의 개선과 2) 유로화 강세에 따른 수출 전망과 물가 전망의 하향 조정으로 요약할 수 있다. 성장률 전망의 경우, 2017년 전망이 기존 1.9%에서 2.2%로 크게 상향 조정되었고, 2018~19년 내수 전망이 개선되었다. 물가 전망의 경우, 2017년 전망은 유지(1.5%)되었으나 2018~19년 전망이 1.2%와 1.5%로 기존 전망(1.3%와 1.6%) 대비 각각 0.1%포인트 하향 조정되었다. 드라기 총재는 이를 대체로 유로화 강세의 영향으로 진단하였다.

유로화는 경계할 요인이지만, 물가에 미치는 부정적 영향은 크지 않을 것

- **유로화:** 드라기 총재는 유로화 강세를 '불확실성을 야기하는 요인(source of uncertainty)' 로 진단하였고, 중기 물가안정 영향을 가늠하기 위한 모니터링이 필요하다고 밝혔다. 모니터링 영역이며 물가 하방 요인임에는 분명하지만 ECB 내에서는 유로화 강세의 부정적인 영향이 크지 않을 수 있다는 관점에 무게를 두고 있다.

이는 ECB가 9월 수정 경제전망¹에서 최근의 유로화 강세를 외생변수 충격에서 기인된 것으로 보기 보다, 내수 전망 개선 등 내생적 요인에서 주로 비롯된 것으로 진단하고 있기 때문이다. 이러한 경우에는 심지어 물가압력이 오히려 높아질 때도 있었음을 언급하는 등 유로화 강세가 물가 정상화를 저해하는 주된 요인일 가능성은 낮음을 시사해 주고 있다. 다시 말하면, 정상화 추세는 변함이 없을 것이라는 입장으로 이해된다.

금융시장 반응: 채권금리 하락 vs 유로화 강세

주가지수 상승, 채권금리 하락 vs 유로화 강세

드라기 총재의 기자회견 전후 주식/채권시장과 외환시장은 이례적으로 상이한 움직임을 보여 주었다. 총재 기자회견 내용이 다소 dovish한 방향으로 해석되면서 유로존 증시가 상승(일간 DAX +0.67%, Stoxx600 +0.27%)하는 한편, 독일 10년 국채금리는 기자회견 직전 0.36%에서 6bp 하락한 0.30%로 마감하였다. 유로화의 경우, 최근 강세에 대한 드라기 총재의 경계감 피력에도 불구하고 1) 유로존 경제전망이 크게 상향 조정된 점과 2) 주중 Brainard, Kaplan 등 주요 연준 인사들의 비둘기파적인 발언에 따른 달러 약세 등을 반영하면서 상승폭을 더욱 확대, 종가 기준 1.2달러/유로를 상회하였다.

¹ "Box 3. Assessing the impact of recent appreciation of the euro on the inflation outlook for the euro area", Sep 2017 ECB staff macroeconomic projections for the euro area

표1 ECB 경제전망 변화

(전년대비, %)	2017년 9월			2017년 6월		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
GDP	2.2	1.8	1.7	1.9	1.8	1.7
민간소비	1.7	1.8	1.5	1.5	1.6	1.4
총고정자본형성	4.0	3.9	3.1	3.7	3.4	3.0
수출	4.7	3.7	3.8	4.8	4.3	4.1
수입	5.2	4.6	4.2	5.2	4.6	4.3
취업자수	1.5	1.0	0.8	1.4	1.0	0.9
실업률	9.1	8.6	8.1	9.4	8.8	8.3
단위노동비용	0.8	1.2	1.4	1.1	1.3	1.5
소비자물가	1.5	1.2	1.5	1.5	1.3	1.6
핵심소비자물가	1.1	1.3	1.5	1.1	1.4	1.7
달러/유로*	1.13	1.18	1.18	1.08	1.09	1.09
유가(달러/배럴)**	51.8	52.6	53.1	51.6	51.4	51.5

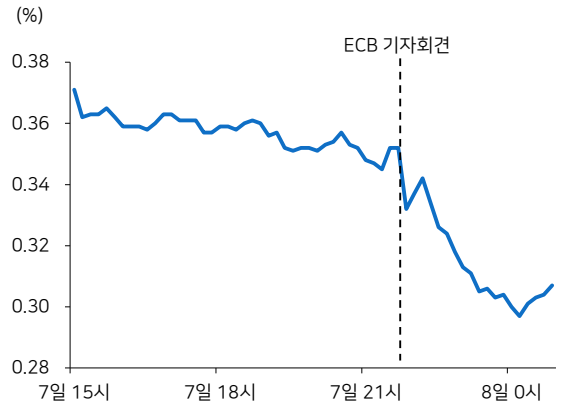
주: * 연평균 기준. 18~19년 전망은 17.8월 중순 실제치 대입. ** 유가 Forward curve의 숫자를 인용한 것
 자료: ECB staff macroeconomic projections for the euro area (2017년 9월), 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 유로화 일중 추이



주: 한국시각 기준
 자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 독일 10년물 국채금리 일중 추이



주: 한국시각 기준
 자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

전망: 1 년간에 걸친 테이퍼링과 2019 년 이후 금리인상이 baseline 시나리오

2014 년 Fed 방식의 통화정책 정상화 수준 예상: Tapering 이 먼저, 금리인상이 나중

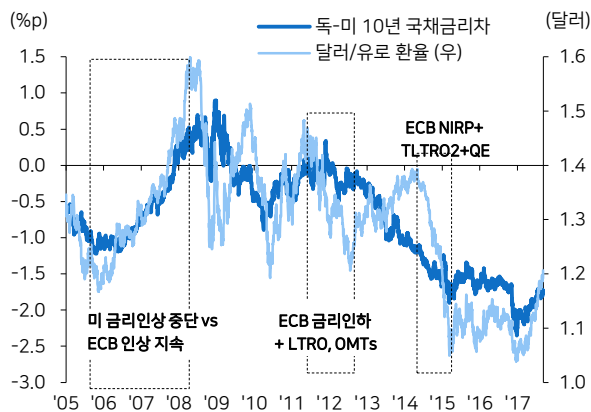
우리는 10월 발표되는 ECB의 통화정책 방향이 기존의 완화적 기조에서 크게 벗어나지 않는, 점진적 통화정책 정상화 수준을 따르게 될 것으로 예상하고 있다. 우리의 baseline 시나리오는 1) 2018년 초부터 1년만에 걸친 테이퍼링 (점진적인 월간 자산매입 규모 축소), 그리고 2) 2019년 이후 ECB예치금리(현행 -0.4%) 및 refinancing rate(현행 0%)의 인상이다. Fed가 2014년 이후 최초의 금리인상 시점까지 보여 주었던 행태를 ECB도 그대로 답습할 가능성이 높다는 판단이다.

- 유로화 추가 상승 여력 있음
- 1) 경기지표 추가 호전
 - 2) 미 연준 태도변화 가능성
 - 3) 실질실효환율도 역사적 평균대비 저평가 영역

한편, 유로화의 경우 현 수준(1.2달러=1유로)으로부터 추가 상승 가능성이 높아 보인다. 유로화 가치의 회복을 견인할 역내 변수는 경기지표의 추가 호전과 유로존 10년물 실질이자율의 상승이다(8월 3일 전략공감2.0, "주요국 통화강세 요인 점검" 참고). 대외 변수로는 Fed 정책스탠스 변화 가능성을 들 수 있다.

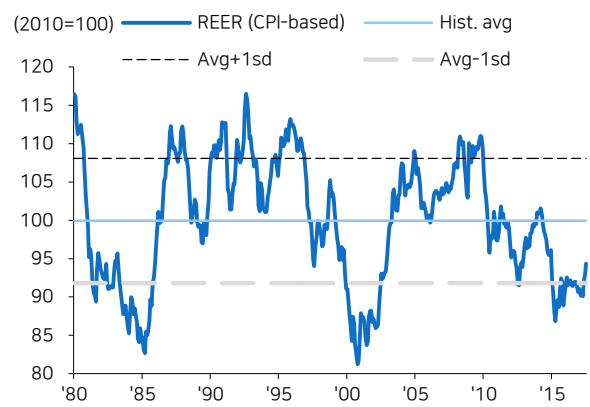
특히 Brainard 이사에 이어, 중립성향(centrist)으로 분류되어 왔던 Robert Kaplan 달러스 연은 총재(Voting member)마저도 7월 FOMC 이후 1) 인플레이션에 대해 연준이 보다 신중해야 하며(8월 11일, 9월 5일), 2) 명목 중립금리가 3%보다는 2.25%에 가깝다는 발언(9월 5일)을 한 점 때문이다. 이와 관련해서는, 앞선 발언들이 최근 Stanley Fischer 연준 부의장의 사퇴(10월 13일 전후)의사 표명과 더불어 Fed의 컨센서스가 과거에 비해 dovish한 방향으로 선회할 가능성을 높이고 있음을 주시하고 있다. 우리는 관련한 부분을 면밀히 검토한 이후 수일 내 환율 전망 조정 여부를 결정할 계획이다.

그림4 독-미 10년 국채금리차 vs 유로화



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 유로화 실질실효환율 (최근: 7월 말 기준)



자료: IMF, 메리츠증권증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 9월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 9월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 9월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이승훈)

동 자료는 "금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정" 중 "제 2장 조사분석자료의 작성과 공표"에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.