

경제분석

선진국 통화정책 정상화 부담에 대한 소고



윤창용

(02) 3772-1583

cyoon@shinhan.com

- ◆ Fed 자산 재투자 중단과 ECB의 QE Tapering 압박. 외환시장은 후자에 집중해 유로화 강제
- ◆ 자산재투자 종료 시 국채보다 MBS 시장 상대적 우려. 트럼프, MBS 투자 활성화 계획 추진
- ◆ ECB, 빠른 속도의 QE로 금융시장 안정에 기여. QE Tapering 시 금융시장에 잡음 발생 가능
- ◆ 다만 2013년과 비교해 양호한 글로벌 금융시장 여건과 학습효과로 긴축 발작 가능성은 제한

Fed의 자산 재투자 중단과 ECB의 QE Tapering 압박

Fed에 이어 ECB의 통화정책 정상화 압력 고조

연준(Fed)에 이어 유럽중앙은행(ECB)까지 통화정책 정상화 압력이 고조된다. 미국과 유로존의 물가 상승세는 중앙은행 목표치인 2%를 미달한다. 하지만 경기 개선과 금융시장 안정에 힘입어 중앙은행의 발권력에 대한 의존성은 현저히 줄어들었다. 이에 Fed는 7월 연방공개시장위원회(FOMC)에서 자산 재투자 종료 계획을 발표했다. ECB의 드라기 총재도 자산 매입의 점진적 축소(QE Tapering)를 논의 중이라고 밝혔으며 10월 26일 통화정책회의가 주목된다.

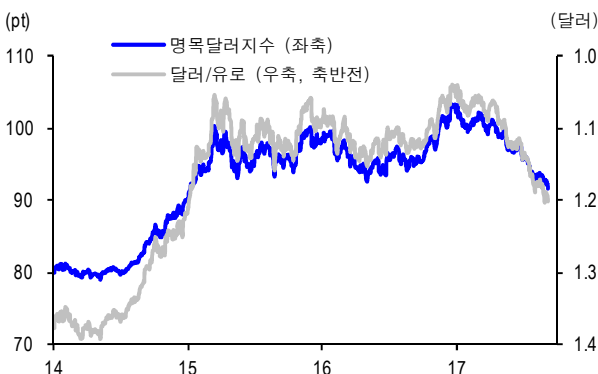
외환시장은 Fed보다는 ECB에 주목. 유로화 가치 강세 시현. 채권시장의 우려 반영은 미미

Fed가 금융위기 이후 세 차례 QE 동안 매입한 증권 매입 규모는 3.4조달러를 초과하며, 2017년 미국 예상 GDP 기준 18%에 이른다. 유로존의 발권력 도입은 미국보다도 크다. 금융위기 발생 전 ECB의 자산은 1.5조유로에서 현재는 4.3조유로까지 확대됐다. 각종 신용 프로그램을 제외한 순수 증권 매입 규모는 2.3조유로 정도로, 2017년 유로존 예상 GDP 기준 21%에 해당된다. 두 중앙은행 공히 막대한 발권력을 동원했던 점은 분명하다.

이미 Fed는 기준금리 인상을 시작으로 통화정책 정상화를 진행 중이나 ECB는 서서히 불씨를 지피는 입장이다. 이에 Fed의 자산 재투자 중단보다는 ECB의 QE Tapering에 좀 더 이목이 쏠리며 환율 변동성이 심화됐다. 유로존 성장세 개선과 ECB의 통화정책 정상화 가능성을 반영해 최근 달러/유로 환율은 1.2달러를 돌파하는 등 유로화 가치가 뚜렷한 강세를 보이고 있다.

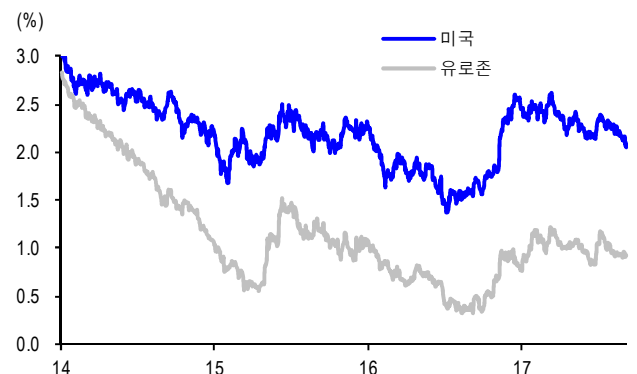
다만 채권시장은 두 중앙은행의 발권력 변화에 대한 우려를 반영하지 않고 있다. 미국 국채 10년 금리는 연중 최저치인 2.05%까지 하락했다. Fed의 자산 재투자 중단 가능성에도 트럼프 정책 불확실성과 허리케인 영향에 따른 경제지표 부진 등 때문이다. 유로존 국채 금리도 뚜렷한 추세 상승 전환으로 보기에 미흡하다. 그러나 2013년 5월 긴축 발작(Tapering tantrum)의 경험을 상기하면, 두 중앙은행의 통화정책 변화에 대한 긴장감을 다소 높일 필요는 있다.

명목달러지수와 달러/유로 환율



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

미국과 유로존 국채 10년 금리



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

1) Fed의 자산 재투자 종료에 대한 점검

Fed의 자산 재투자 종료 압박
배경: 기준금리 인상으로
자산 재투자 유지 비용 상승

먼저 Fed의 자산 재투자 종료 압박 배경부터 살펴보자. Fed는 2015년 12월을 시작으로 네 차례에 걸쳐 기준금리를 100bp 인상했다. 현재 연방기금 목표금리는 연 1.00~1.25% 수준이다. 기준금리 인상 시 연준에 맡긴 은행의 초과지준금에 지불하는 초과지준부리도 같이 오른다. Fed가 매입했던 국채의 평균 금리는 2%대 초반인데, 기준금리 인상으로 초과지준부리가 오를 시 Fed가 자산 재투자를 유지하는 비용 부담은 커지게 된다. 양적완화 이후 대폭 위축됐던 연방기금 거래의 활성화를 통한 금리 경로의 정상화를 위해서도 재투자 축소가 필요하다.

미국 국채 7년 금리와 초과지준부리



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

연방기금 거래 잔액



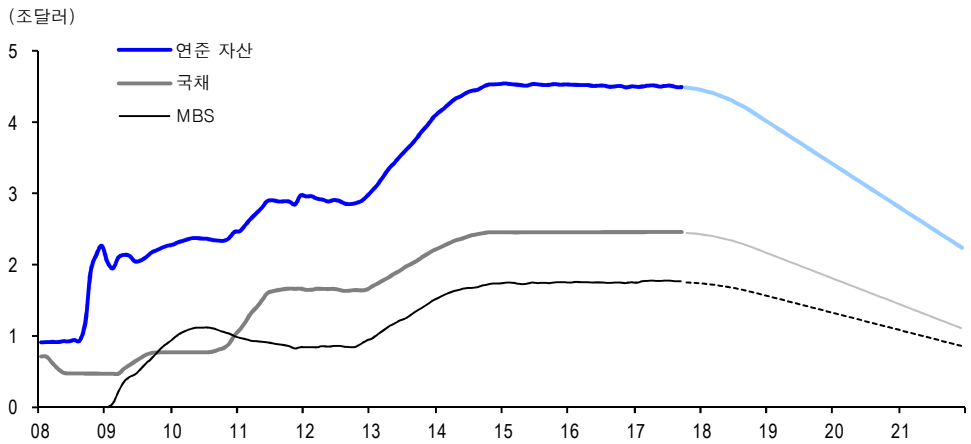
자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

19~20일 FOMC 회의에서 자산
재투자 중단 시작 예상.
재투자 중단 규모 국채와 MBS
각각 60억달러, 40억달러. 3개월
마다 규모 확대

이에 다음 정상화 수순으로 기준금리 인상에 이어 19~20일에 연방공개시장위원회(FOMC)에서 자산 재투자 중단에 들어설 가능성이 높다. 지난 7월 통화정책회의에서 Fed는 자산 재투자 중단을 국채와 MBS 각각 60억달러, 40억달러로 시작하기로 결정했다. 이후 3개월 마다 국채는 60억달러, MBS는 40억달러씩 늘리게 된다. 12개월 이후부터 국채와 MBS를 각각 300억달러, 200억달러씩 재투자를 중단할 계획이다.

현재 Fed가 보유한 국채와 MBS는 각각 2.5조달러, 1.8조달러다. 10월부터 계획대로 진행 시 올해와 2018년, 2019년 국채 재투자 중단 물량은 각각 180억달러, 2,520억달러, 3,600억달러까지 늘어난다. 같은 기간 동안 MBS는 120억달러, 1,680억달러, 2,400억달러가 된다. 2020년부터는 2019년과 마찬가지로 국채는 연간 3,600억달러, MBS는 2,400억달러씩 줄어든다.

연준의 자산 재투자 종료를 반영한 자산 추이



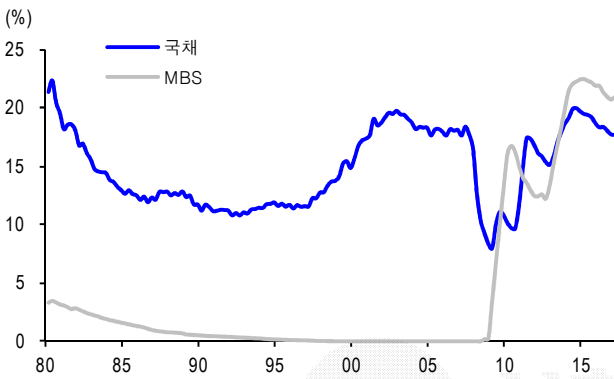
자료: FRB, 신한금융투자

2020~2021년 경 자산 채투자 종료 예상되며, 국채 및 MBS 시장 수급 부담 우려

동일한 속도로 계속 채투자 중단을 진행할 경우 2021년 말에 Fed의 국채와 MBS 보유액은 각각 1.1조달러, 0.9조달러로, 현재 보유 수준의 절반 이하에 도달하게 된다. 2008년 9월 금융위기 발생 전만 하더라도 Fed의 자산은 1조달러, 국채로 한정된 증권 보유액은 0.5조달러에 그쳤다. 경제 규모 확대와 국채 및 MBS 발행잔액 증가 등을 종합해볼 때, Fed의 자산 채투자 종료는 2020~2021년 경 종료로 예상된다.

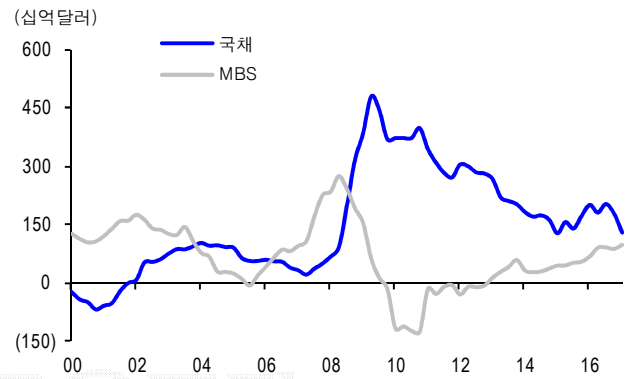
한편 Fed의 자산 채투자 축소 시 국채 및 MBS 시장에서는 수급 부담이 우려된다. Fed가 보유한 국채와 MBS는 발행잔액 대비로 각각 17%, 20%에 해당된다. 현재 연간 국채와 MBS 순발행액은 각각 6,000~7,000억달러, 3,000~4,000억달러 정도다. 월간으로 환산 시 각각 500억달러, 300억달러 내외다. Fed의 초기 채투자 종료 물량인 국채 60억달러와 MBS 40억달러는, 현재 월간 순발행액 기준으로 각각 12~13%에 해당된다.

국채와 MBS 발행잔액에서 연준이 보유한 비중



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

미국의 분기별 국채와 MBS 발행잔액 증감



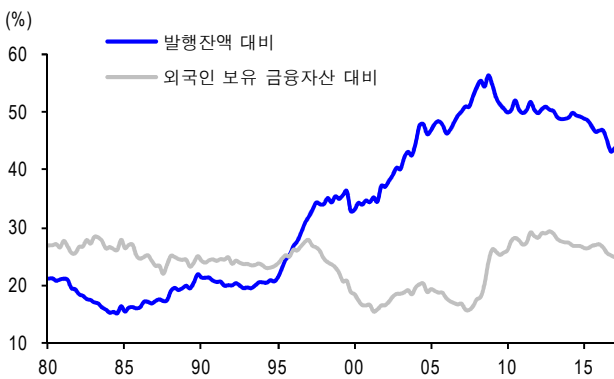
자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

Fed 대신 국채 수요할 주요 주체는 외국인과 시중은행 등. 이들이 보유한 자산에서 국채가 차지한 비중은 후퇴하는 추세

Fed를 대체할 국채 수요 주체로는 외국인과 시중은행이 있다. 미국 국채를 가장 많이 보유한 경제 주체는 외국인으로 발행잔액의 43%를 초과한다. 다음으로 Fed, 개인연금 및 퇴직연금 펀드, 가계, 뮤추얼펀드 등 순이다. 외국인이 보유한 미국 금융자산 중 국채 비중은 2011년 29%를 넘어섰으나 올해는 25% 아래로 떨어졌다. Fed의 세 차례 QE 시행 후 시중은행(외국계 지점 포함)이 연준에 맡긴 지급준비예치금은 2.3조달러를 넘는다.

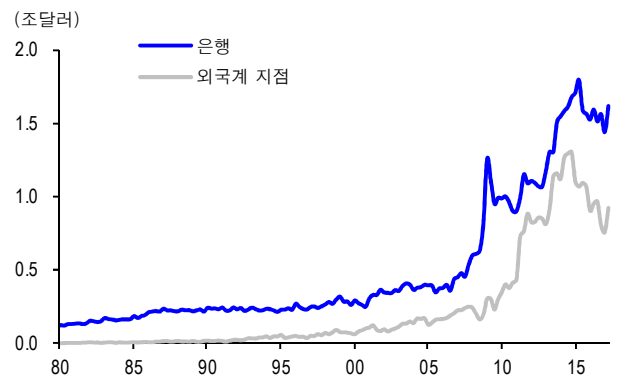
이 밖에도 개인연금 및 퇴직연금 펀드와 보험사 등 장기 투자기관의 국채 발행잔액 대비 보유 비중은 낮아졌다. 해당 기관이 보유한 자산에서도 국채가 차지하는 비중은 후퇴했다. 동 기관은 부채의 만기가 길어 국채 금리 상승 시 투자 유인이 커지게 된다.

외국인의 미국 국채 보유 비중



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

미국 시중은행의 지급준비예치금

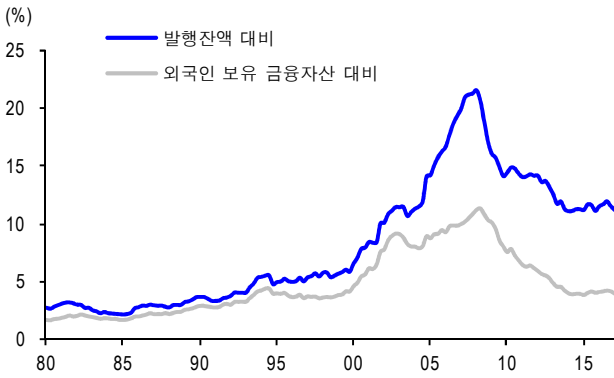


자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

국채보다는 MBS 시장 수급에 주목 필요. 시중은행의 MBS 투자 비중 25%대까지 상승

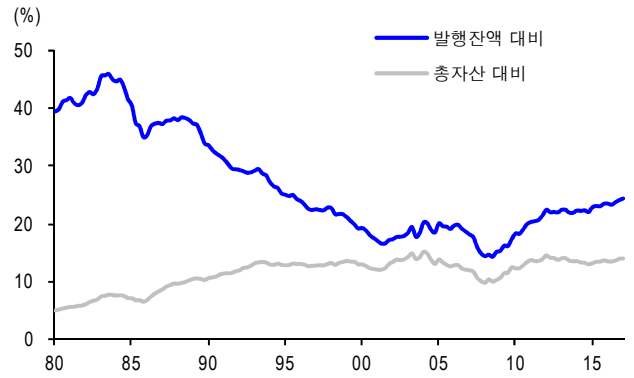
국채보다는 MBS 시장이 좀 더 걱정된다. 시중은행, Fed, 외국인, 뮤추얼펀드 등의 순으로 MBS를 보유 중이다. 특히 외국인의 MBS 보유 비중은 금융위기 이전만 하더라도 20%를 넘었으나 현재 11% 수준에 그친다. 금융위기가 MBS 부실화에서 시작된 만큼 금융위기 이전처럼 외국인들이 MBS를 대거 투자하기는 어려운 실정이다. 대신 시중은행의 지급준비예치금이 국채 수급과 마찬가지로 완충 역할을 하게 된다. 다만 시중은행의 MBS 보유 비중은 금융위기 이전 20%에서 현재 25%까지 올랐다. 시중은행의 총자산 중 MBS 보유 비중도 13%대로 작지 않다.

외국인의 미국 MBS 보유 비중



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

미국 시중은행의 MBS 보유 비중



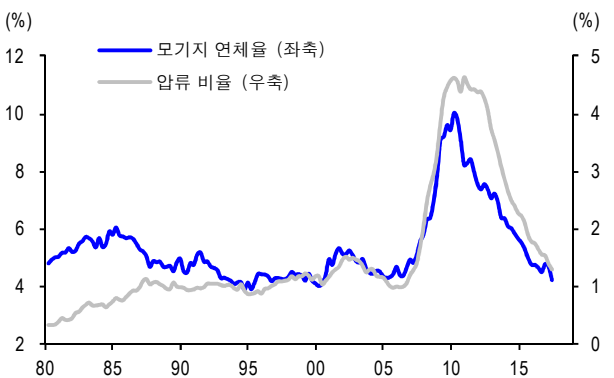
자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

트럼프 정부는 건전성 규제 완화 일환으로 MBS 투자 활성화 계획

트럼프 정부가 금융규제 완화를 추진하는 배경 중 하나로 시중은행의 MBS 투자 활성화 방안이 담겨 있다. 즉, 금융기관의 건전성 규제 완화를 통해 국채에 비해 상대적으로 위험 가중치가 높은 MBS 투자 유도가 필요하다. 이를 통해 모기지 금리 안정과 주택시장 활성화 등을 자극할 수 있다. 참고로 올해 2/4분기에 모기지 연체율은 4.24%로, 과거 주택시장 호황기 수준까지 낮아졌다. 압류 비율 역시 1%대 초반까지 떨어져 모기지 금융시장 여건은 안정적이다.

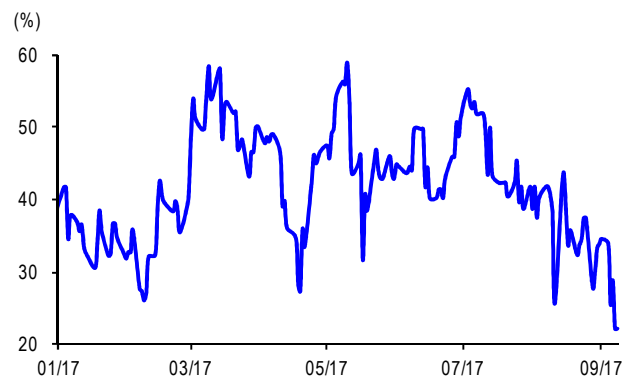
이상에서 본 바대로 Fed의 재투자 축소에 따른 수급 부담이 당장 크지 않다. 또한 이번 FOMC에서 Fed는 자산 재투자 종료와 기준금리 인상을 동시에 단행하지 않을 전망이다. 기준금리 인상은 고용 및 물가, 금융시장 여건 등에 맞춰 자산 재투자 축소와는 별개로 진행한다. 연방기금 선물시장에 내재된 12월 FOMC에서 기준금리 추가 인상 확률은 20% 대로 후퇴했다.

미국의 모기지 연체율과 압류 비율



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

연방기금 선물시장에 내재된 12월 FOMC에서 금리 인상 확률



자료: Bloomberg, 신한금융투자

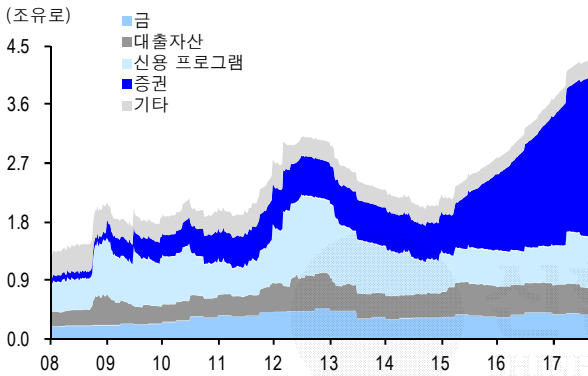
2) ECB의 QE Tapering에 대한 점검

QE 기간 동안 ECB가 매입한 국채와 신용채는 각각 2조유로, 1,500억유로 이상

다음으로 ECB의 통화정책 정상화다. Fed의 정상화 방식에 비춰볼 때, ECB의 정상화도 1) 양적완화의 점진적 축소(QE Tapering), 2) 기준금리 인상, 3) 보유 증권의 만기 도래분 재투자 종료 등의 수순이 예상된다. 현재 월 600억유로의 자산 매입 규모를 내년부터 분기마다 200억 유로씩 축소해 상반기에 QE를 종료한다. 하반기부터는 마이너스(-) 예금금리에서 벗어날 시기를 저울질하겠다. 만기 도래분 재투자 중단의 개시 시점은 빨라야 2019년 정도로 예상된다.

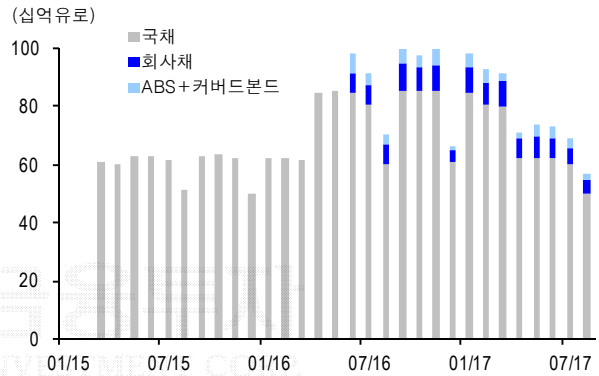
통화정책 정상화의 부담을 진단하기에 앞서 ECB의 QE 영향부터 짚어보자. 본격적인 QE는 2015년 3월부터 시작했는데, 처음엔 국채만 매입하다가 2016년 6월부터 신용채까지 매입 대상에 포함됐다. QE 기간 동안에 ECB가 매입한 국채(유로안정화기구<ESM> 등 공적기관 발행채권 포함)는 2조유로 이상이며, 신용채(커버드 본드, ABS 및 회사채) 매입도 1,500억유로를 넘어섰다. 연말까지는 매월 국채 500억유로, 신용채 50~100억유로 내외를 매입할 방침이다.

유럽중앙은행의 자산 내역



자료: ECB, 신한금융투자

유럽중앙은행의 QE 발표 후 월간 증권 매입액

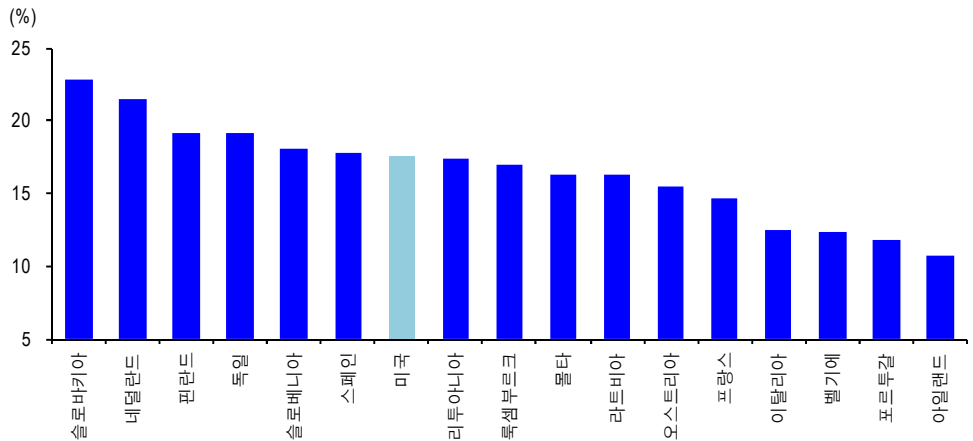


자료: ECB, 신한금융투자

ECB는 Fed보다 상대적으로 더 짧은 시기에 증권을 집중적 매입

Fed의 세 차례 QE와 비교할 때, ECB는 Fed보다 상대적으로 짧은 시기에 더 많은 증권을 매입했다. 슬로바키아와 네덜란드의 국채 매입액은 해당국 국채 발행잔액의 20%를 넘었다. 핀란드와 독일, 슬로베니아 등도 20%에 육박한다. Fed가 보유한 미국 국채는 발행잔액의 17%로, 언급한 국가들에 비해 낮은 수준이다. 참고로 ECB의 국채 매입에는 해당국 국채 발행잔액의 3분의 1 이상을 초과할 수 없다는 단서가 붙어있다.

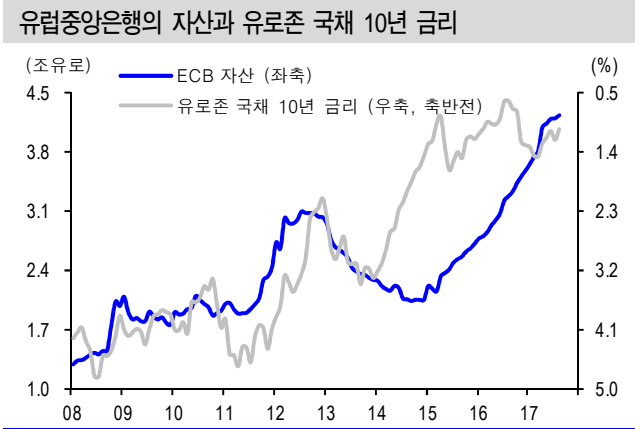
국가별 국채 발행잔액에서 중앙은행 보유액 비중



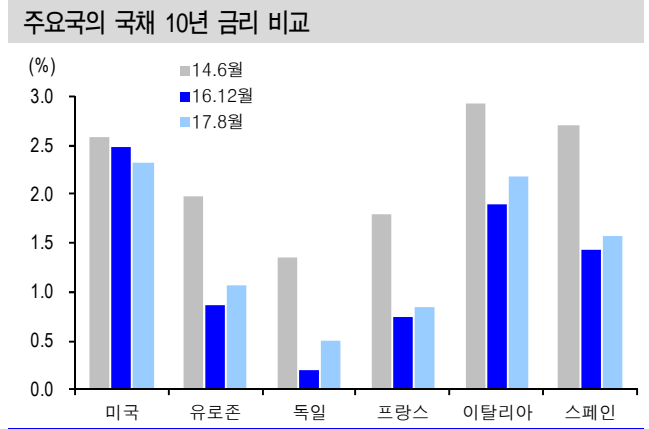
자료: Thomson Reuters, Bloomberg, 신한금융투자

2014년 하반기부터 유로존 회원국 국채 금리가 대폭 하락한 것은 ECB의 국채 매입 때문

한편 ECB의 QE가 공론화됐던 2014년 하반기부터 유로존 회원국의 국채 금리는 대폭 하락했다. 독일은 물론 이탈리아, 스페인의 국채 10년 금리도 미국보다 낮은 수준까지 떨어졌다. 특히 스페인은 지난 2년 여간 구조조정 효과로 3%대 경제성장률을 회복했으며, 소비자물가 상승률은 1%대 후반까지 올랐다. ECB의 국채 매입이 없었다면, 펀더멘탈 측면에서 스페인 국채 10년 금리가 미국보다 50bp 이상 낮을 이유가 없다.



자료: ECB, 신한금융투자

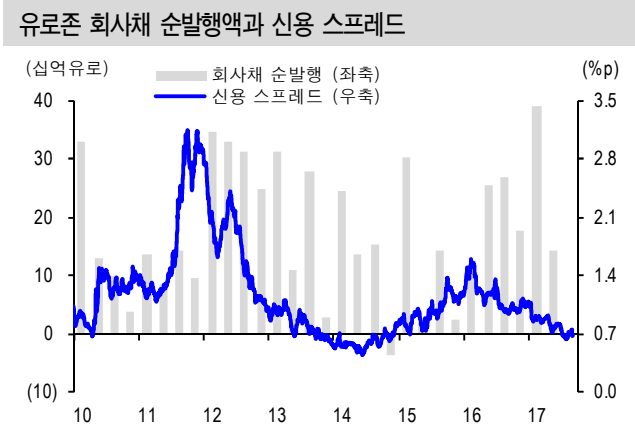


자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

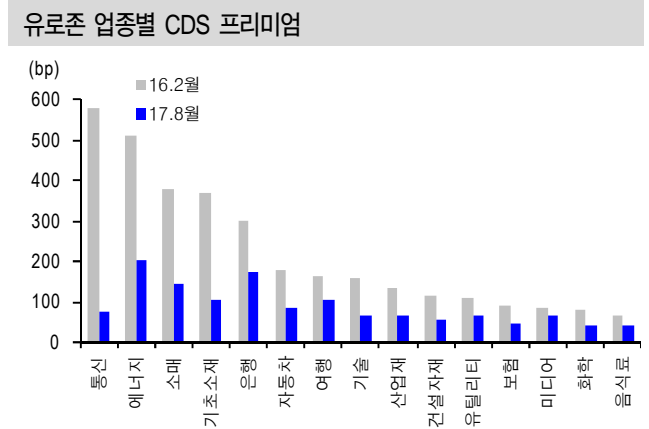
회사채 역시 ECB의 회사채 매입 발표 이후 신용 스프레드, 등급 간 스프레드 축소

회사채 시장 역시 마찬가지다. ECB의 회사채 매입 발표를 계기로, 2016년 2/4분기부터 유로존에서 회사채 순발행 물량은 대폭 증가했다. 물량 증가에도 회사채와 국채 금리 간 차이인 신용 스프레드는 되레 좁혀졌다. 회사채 등급 간 스프레드까지 대폭 축소됐다.

ECB의 회사채 매입 발표 이전인 2016년 2월에는 업종별 CDS 프리미엄 간 차이가 극명했다. 업종별 재무 건전성 및 수익성에 따라 조달 금리 차이가 분명했음을 의미한다. 회사채 매입 이후 업종별 CDS 프리미엄은 큰 폭 떨어졌으며 업종별 차이조차 미미해졌다.



자료: ECB, 신한금융투자



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

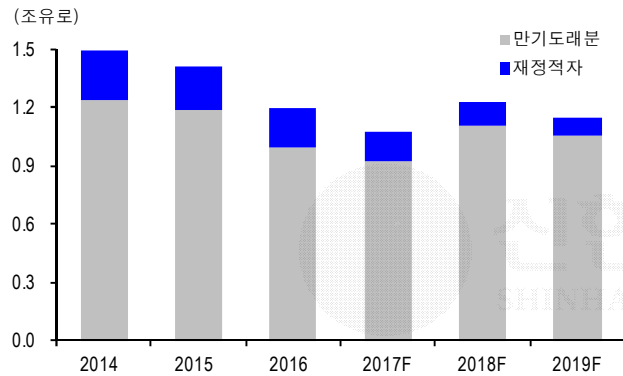
ECB의 QE Tapering은
금융시장에 잡음 일으킬 변수.
다만 점진적 속도로 진행돼
2013년 Fed의 긴축 발작 수준
보다 양호할 전망

ECB가 유로존 금융시장 안정에 크게 기여했다는 점은, 역설적으로 QE Tapering이 금융시장에 잡음을 일으킬 변수가 될 수 있음을 반증한다. 하지만 2013년 5월에 있었던 Fed의 긴축 발작과 같이 경제 및 금융시장에 큰 충격을 야기할 가능성은 낮다. Fed의 긴축 발작이라는 과거 경험도 있지만, 앞서 언급했듯이 ECB 역시 Fed와 마찬가지로 경제 및 금융시장을 고려한 점진적 통화정책 정상화를 모색할 것이기 때문이다.

유로존 회원국의 국채 만기 도래분과 재정적자 등 실질적인 수급 부담까지 점차 완화되고 있다. IMF의 Fiscal Monitor에 기초하면, 유로존 회원국의 국채 만기 도래분에 재정적자를 포함한 정부가 필요로 하는 자금은 점진적으로 축소될 전망이다. 여기에 유로존 경제 회복세가 강화될수록 세수 증가에 따라 재정 건전성은 좀 더 빠르게 개선되게 된다.

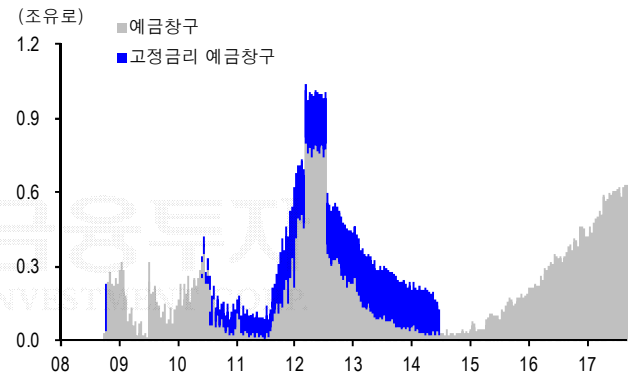
다시 말해 연간 6,000억유로의 국채 매입을 진행했던 ECB의 QE가 종료될 경우 수요 공백에 따른 금리 상승 압박은 존재한다. 다만 ECB의 QE Tapering이라는 수요측 변화와 동시에 신규 국채 발행 부담 축소라는 공급측 요인까지 고려해야 한다는 것이다. ECB가 증권 매입으로 방출된 유동성 중 상당 규모가 ECB의 예금창구에 재예치됐다는 점도 무시할 수 없다. ECB의 예금창구에 예치한 시중은행의 자금은 6,000억유로를 넘는다.

유로존의 국채 만기 도래분과 재정적자 예측치



자료: IMF, 신한금융투자

유럽중앙은행의 예금창구



자료: ECB, 신한금융투자

선진국 통화정책에 따른 긴축 발작 우려 제한적

Fed의 자산 채투자 종료와 ECB의 QE Tapering이 임박해 2013년과 같은 긴축 발작 우려

정리하면, Fed의 자산 채투자 축소와 ECB의 QE Tapering은 수급 공백 측면에서 같은 맥락에 있다. 중앙은행 물량을 시장에서 그만큼 소화시켜야 한다는 숙제를 안게 된다. 다만 중앙은행을 대신해 흡수해야 할 물량 부담이 당장은 크지 않다. 글로벌 경제 및 금융시장 여건도 2013년 5월 긴축 발작 당시보다는 훨씬 더 양호하다. ECB와 Fed 공히 통화정책 정상화를 점진적으로 진행할 것이라는 점에는 의심의 여지가 없다.

몇 가지 불편한 점도 상존한다. 1) ECB의 QE Tapering은 자산 매입을 통한 유동성 방출 속도를 줄이는 것인데 반해 Fed는 자산 매입을 통해 방출된 유동성을 흡수한다는 점에서는 확연한 차이가 있다. 미국은 신용창출 흐름이 중요한 변수로, 승수효과에 주목해야 한다.

2) 시중 유동성이 중앙은행이 매입해줬던 특정 자산에 반대로 다시 묶여야 한다는 점(중앙은행 소화 물량을 시장이 대체)에서 유동성의 자유도(Dynamic)가 떨어지게 된다는 점은 분명하다.

3) 미국에서는 Fed의 자산 채투자 종료 시 국제보다 MBS 시장이 상대적으로 우려된다. 시중 은행의 MBS 투자를 자극하기 위해서는 트럼프의 금융규제 완화 조치가 동반되어야 한다.

4) 유로존의 경우 ECB의 QE가 금융시장을 크게 안정시켰다는 점이 역으로 QE Tapering에 대한 불안감을 자극한다. 다행히 유로존의 국제 만기 도래분과 재정적자는 점진적으로 줄어든다.

5) Fed는 향후 기준금리 인상과 자산 채투자 중단 물량 확대를 병행하는데, 서서히 경제 및 금융시장에 부담은 커질 수밖에 없다. 시기의 차이일 뿐 ECB의 통화정책 정상화도 마찬가지다.

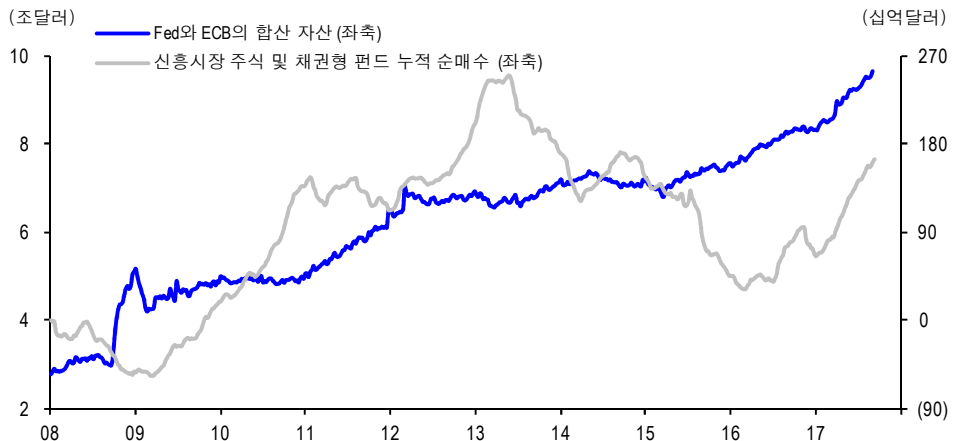
다만 1)2013년과는 달리 유로존은 채무위기에서 벗어나 양호한 성장세 구가, 2) 중국의 공급과잉 문제 해소, 3) 학습 효과 등으로 우려는 제한

한편 Fed의 자산 채투자 종료와 ECB의 QE Tapering이 임박해 2013년 5월 긴축 발작 당시와 같이 신흥시장에서 대규모 자금 유출을 경계하는 목소리가 높아질 수 있다. 하지만 당시와 현재의 제반 여건은 크게 다르다. 1) 2013년은 유로존의 채무위기가 정점이었으나, 현재 유로존은 채무위기에서 벗어나 양호한 성장세를 구가한다. 2) 2013년은 중국의 공급과잉이 시작됐지만, 2015년 하반기부터 중국의 구조조정이 본격적으로 진행됐다. 3) 학습 효과도 있다.

자금 흐름조차 차이가 있다. 금융위기 후 Fed의 QE와 중국의 대규모 부양책에 힘입어 2013년 4월까지 신흥시장으로 자금이 대거 유입됐던 시기였다. 긴축 발작이 차익실현의 빌미로 작용했으며, 신흥시장에서 자금 이탈은 2015년까지 이어졌다. 2016년부터 자금 유입이 재개됐는데, 금융위기 후 2013년 4월까지 신흥시장에 유입됐던 자금 규모보다는 상대적으로 미약하다.

결론적으로 두 중앙은행의 통화정책 변화가 국제금융시장에 일시적 잡음을 일으킬 여지는 상존하나 2013년 5월과 같은 긴축 발작까지는 걱정하지 않아도 된다.

Fed와 ECB의 합산 자산, 신흥시장의 주식 및 채권형 펀드 누적 순매수



자료: Thomson Reuters, EPFR, 신한금융투자