

ECB 정책금리 결정 내용 및 시장 반응 조사보고

(14. 12. 5)

파리사무소

- ◆ ECB는 최근 정책위원회 회의를 통해 정책금리 동결을 결정하고 당초의 경제성장률 예상치를 하향조정함
 - 시장은 조만간 EU 회원국의 국채매입까지 포함한 포괄적인 양적완화 대책이 추가적으로 도입될 것이라는 데 대부분 동의하고 있는 상황임.
 - <자료 : 한은 프랑크푸르트 사무소 제공자료 및 현지 언론>

1 ECB 정책결정의 주요 내용

- ECB는 12.4일 개최된 정례 정책위원회 회의에서 정책금리 동결*을 결정
 - * 기준금리(the main refinancing operations rate) 0.05%, 한계대출금리(the marginal lending facility rate) 0.30%, 수신금리(the deposit facility rate) -0.20%
 - 향후 2년 동안 지속될 채권매입 프로그램(커버드본드 및 ABS 매입)과 '16년 6월까지 실시예정인 TLTRO 프로그램 등 비전통적 통화정책수단을 통해 ECB는 자산을 '12년 초반 수준까지 확대할 예정
 - 이러한 조치들이 더욱 완화적인 통화정책 여건을 조성함으로써 ECB의 forward guidance 정책 유지에 기여할 것으로 기대
- 내년 초 정책위원회는 그간 취해진 통화완화조치의 효과, ECB 자산증가 현황 및 최근 유가변동을 고려한 중장기 물가전망 등을 종합 검토하여 추가적인 통화 완화조치 도입 여부*를 결정할 방침
 - * 동 내용에는 통화 완화조치들의 규모(size), 속도(pace) 및 증권 구성(composition)의 변화도 포함
 - 이와 관련하여 유관부서와 관련 위원회는 추가조치 도입에 따른 기술적인 문제들을 검토 중임

- ECB는 유로지역 중장기 인플레이션 기대가 물가목표(below but close to 2%) 수준에서 확고히 형성되는 한편 물가도 목표수준으로 복귀할 수 있도록 모든 조치를 취할 예정

2 경제·통화상황 분석 및 경제전망 수정

(경제·통화상황 분석)

- 금년 3/4분기 경제성장률이 전분기 대비 0.2% 증가에 그치면서 유로지역의 성장동력이 약화되었음을 반증함에 따라 향후 경제성장 전망이 대부분 하향 수정됨
 - 그러나 한편으로 완화적 통화정책 추진, 금융시장상황 개선, 재정건전화 및 구조개혁 진전, 실질가처분소득 증가, 글로벌 경기회복에 따른 수출 확대 등이 내수회복에 기여할 것으로 전망
- 10월중 광의의 통화량(M3) 및 신용 증가율은 기초적으로 부진한 모습을 지속하면서, M3 및 M1은 각각 전월과 같은 수준을 유지
 - * M3 : 2.5% → 2.5%, M1: 6.2% → 6.2% <전년동월대비>
 - 10월중 기업대출 증가율(전년 동월대비)은 순상환 증가, 기업대출의 경기 후행적 특성, 신용위험 상존, 기업 및 금융기관의 디레버리징 지속 등의 영향으로 전월(-1.8%)에 이어 마이너스(-1.6%)를 기록
 - * 가계대출의 경우 0.6% 증가 (전월 0.5%)
- 투자 확대, 일자리 창출 및 생산성 증가 등을 위해서는 생산 및 노동시장 개혁을 강력히 추진함과 동시에 기업영업환경도 개선하여야 함
 - 이를 위해서는 일부 국가들의 경우 효과적이고 신뢰할 만한 구조개혁 추진이 필수적이며 재정정책 또한 안정성장협약을 준수하면서 이러한 개혁정책을 뒷받침하여야 함
- 특히 1.26일 발표된 유럽집행위원회의 유럽투자계획(the investment plan for Europe)이 경제회복에 기여할 것으로 봄

(수정 경제전망)

- 유로지역은 성장동력 약화, 지정학적 위험 고조, 민간부문의 신뢰도 하락 및 미진한 구조개혁 등의 영향으로 경제의 하방위험이 증가
 - 금년중 유로지역 경제성장률은 +0.8%로 전망 ('15년 1.0%, '16년 1.5%)
- 최근 유가 및 환율 동향 등을 감안한 유로지역 소비자물가는 금년중 0.5% 증가할 것으로 전망 ('15년 0.7%, '16년 1.3%)
 - 9월 물가전망치에 비해 하향 수정된 것은 유가 하락에 주로 기인한 것으로 성장전망치 하락도 일부 반영됨
 - 그럼에도 불구하고 지난 몇 주간의 유가 하락이 전망치에 반영되지 못한 점을 감안할 때 차기 수정전망치는 더욱 하락할 가능성도 있음
 - 정책위원회는 성장동력 회복 여부, 지정학적 위험, 환율 변동 및 통화정책 파급효과 등이 물가에 미치는 영향을 면밀히 모니터링할 예정

ECB 수정 경제전망

	GDP 성장률			HICP 증가율		
	6월 전망	9월 전망	금번 전망	6월 전망	9월 전망	금번 전망
2014년	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
2015년	1.7	1.6	1.0	1.1	1.1	0.7
2016년	1.8	1.9	1.5	1.4	1.4	1.3

(언론 및 전문가 반응)

- ECB 통화정책 결정문중 비전통적 통화조치들의 규모, 속도 및 증권구성 변경 가능성을 언급한 문구와 관련하여 증권구성 변경은 대상증권에 국채를 포함하는 매입 프로그램 도입을 염두에 둔 것으로 해석 (The Wall Street Journal)
 - 또한 발표된 수정경제전망이 하향 조정된 점, 최근 몇 주간의 유가 하락이 모두 반영되지 못한 점 등을 감안할 때 조만간 QE 도입 가능성이 높은 것으로 예상

- 일부 전문가는 최근 들어 기대 인플레이션의 원유가격에 대한 민감도가 커짐에 따라 ECB의 정책운용을 더욱 어렵게 하고 있는 것으로 분석 (Commerzbank)
- 중장기 기대 인플레이션이 빠르게 하락하고 있는 것과 관련하여 「Goodhart's law」 현상으로 해석
 - * 경제지표의 통계적 규칙성을 조정할 목적으로 인위적으로 규제하게 되면 본질적 특성이 사라진다는 법칙으로, 세계적인 통화정책 이론가인 찰스 굿하트(Charles Goodhart, 1936~) 영국 런던정치경제대학(LSE) 교수가 1975년 발표한 법칙
- ECB 드라기 총재가 지난 7월 연설*에서 중장기 인플레이션 기대를 확고히 유지하려 한다고 언급한 이후 동 지표가 이전보다 민감하게 변동
 - * We are strongly determined to safeguard the firm anchoring of inflation expectations over the medium to long term.(Memorial lecture in honour of Tommaso Padoa-Schioppa, 2014.7.9)

2015년도 ECB 통화정책결정회의 개최 예정일

개최월	일자	개최장소	개최월	일자	개최장소
1월	1.22 (목)	프랑크푸르트	7월	7.16 (목)	프랑크푸르트
3월	3. 5 (목)	키프로스	9월	9. 3 (목)	프랑크푸르트
4월	4.15 (목)	프랑크푸르트	10월	10.22 (목)	말타
6월	6. 3 (목)	프랑크푸르트	12월	12. 3 (목)	프랑크푸르트

3 주요 질의응답

- [QE조치의 조기 실시에 대한 입장] 통화정책결정문에서 추가조치와 관련하여 내년초(early next year)라고 명시한 것은 내년 1월에 QE를 실시한다는 의미가 아니라 그간 ECB가 취해온 완화조치의 과급효과와 물가전망 특히 최근의 유가급락이 중기 인플레이션 기대에 미치는 영향을 조기에 평가하겠다는 의미
- 유가급락의 경우 HICP에 미치는 1차 효과 외에도 서비스 가격 하락 등을 통한 2차 효과를 가져오므로 예의주시해야 할 필요

- [QE를 실시하는데 있어 만장일치가 필요한지 여부] QE는 ECB에 부여된 물가 안정 책무를 충실히 이행하기 위하여 실시하는 것으로 정책위원간 만장일치가 반드시 필요한 사항은 아님
 - 중장기 기대 인플레이션의 하락으로 원하지 않는 금융긴축(unwanted tightening)이 초래하는 상황이 지속될 경우 추가적인 조치가 필요하게 될 것임

- [유로지역에서의 QE 효과] 미국 및 영국에서의 QE는 성공적으로 시행된 것으로 보이나 일본의 경우 구조조정, 재정정책 등의 효과가 혼합되어 있으므로 그 효과에 대한 평가를 내리기 어려움. 그러나 QE는 ① 신용완화, ② 신호효과, ③ 포트폴리오 rebalancing 효과* 등이 있음
 - * 유로표시 자산과 비유로표시 자산간의 포트폴리오를 재조정
 - 이러한 효과는 미국, 영국 등 개별 국가마다 처해있는 여건(initial conditon)에 따라 다르게 나타남

- [QE의 매입대상 자산 및 법적타당성에 대한 견해] ECB는 금과 외화표시 자산을 제외한 모든 자산을 매입할 수 있으며, 정책위원회는 불법적인 것을 논의하는 것이 아니라 국채매입을 포함할 수도 있는 QE가 ECB의 법적 책무범위 내에 있으므로 그 책무를 다하지 않는 것이 불법일 수 있음

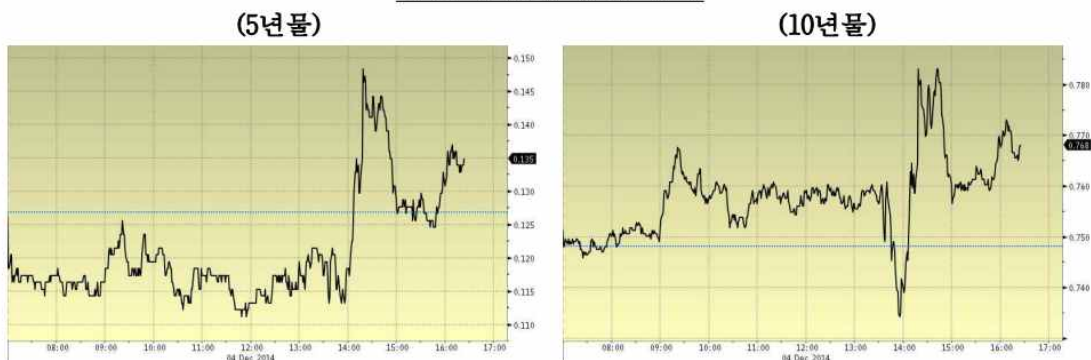
- [Juncker EU 집행위원장의 투자계획에 대한 견해] 최근 EU지역의 가장 중요한 이슈는 민간 및 공공 부문에 대한 투자부진인데 지난 1.26일 발표한 Juncker EU 집행위원장이 제시한 대규모 투자계획안은 이에 대한 당연한 대응이며 EU 경제를 활성화하는 데 기여할 것임

4 유럽금융시장 반응

- 유럽금융시장에서는 추가 완화조치에 대한 Draghi 총재의 보다 구체적인 언급이 없었으나 ECB의 유로지역 경제성장, 물가 전망의 하향조정 및 ECB의 B/S 확대에 대한 정책의지 등으로 내년 초 국채 매입의 양적완화 정책 도입을 확신하는 분위기임

- '15년, 16년 ECB의 경제전망 하향조정이 시장예상보다 크게 이루어진데다가 기자회견문에서 전월에는 ECB의 B/S가 2012년초 수준으로 확대될 것으로 “예상(expected)”이라는 표현이 “의도한다(intended)”라고 바뀐 점 등에 주목하면서 보다 dovish해 진 것으로 평가
 - 한편 일각에서는 ECB의 새로운 정책도입이 없을 것이라는 예상을 유지하면서도 최근의 유가하락, 다음회의부터 회의주기 조정(1개월 → 6주) 등으로 회사채 또는 정부채 매입 등에 대한 보다 구체적인 언급을 기대하기도 하였던 만큼 다소 실망스럽다는 평가도 제기
- 독일국채금리는 ECB Draghi 총재의 기자회견이 진행되면서 세부발언내용에 따라 급등락하다가 전일보다 상승한 수준에서 마감하였고 유로화 환율 및 주요국 증시는 정책결정발표 이후 강세 및 하락세로 전환되었음

독일 정부채 금리 추이



환율 및 주요국 주가 추이

