



Readers' Cut

인하보다 중요했던 ECB의 큰 한걸음

채권전략 김성수 sungsoo.kim@hanwha.com 3772-7616

ECB의 정책금리 조정 폭 차별화와 신규 정책 운영체계의 합의는 1) 금융위기 이후 크게 약화된 시장 자생력 회복과 2) 중앙은행은 근본의 역할에 집중 등 크게 두 가지. 앞으로 인위적인 금리 조정은 물론 유동성은 무조건적인 자산의 '매입'이 아닌 '대출'로 공급할 것이지만 위기 상황에서는 보다 기민하게 움직이겠다는 것으로 해석 가능. 시장에서의 중앙은행 역할 축소는 ECB뿐만 아니라 주요국 중앙은행들도 진행 중. 변동성 장세가 빈번해질 가능성

정책금리 스프레드 조정 및 통화정책 운영 체계 변경

9월 18일 ECB의 조정된 정책금리 발효와 함께 3월 기 발표되었던 통화정책 운영 방침 변경안이 시행. ECB는 9월 12일 통화정책회의에서 MRO(재융자금리, 3.65%)와 MLF(한계대출금리, 3.90%)를 각각 60bp, DFR(예금금리, 3.50%)을 25bp 인하, 세 가지 정책금리* 모두 조정

3월 발표된 통화정책 변경 관련 주요 내용은 1) DFR을 정책금리로 지속해서 사용하되, 단기자금시장 환경 변화가 통화 정책에 영향을 미치지 않는 한 일시적 변동성(단기금리의 DFR 상회)을 용인(short-term money market interest rates are expected to evolve in the vicinity of the DFR with tolerance for some volatility as long as it does not blur the signal about the intended monetary policy stance), 2) 기존 장단기(단기: MRO(익일 만기 대출), 장기: LTRO(3개월만기 대출) 채널을 통한 유동성 공급 지속 및 추후 장기 구조화증권(structural longer-term credit operations)과 포트폴리오 증권(structural portfolio of securities) 담보 대출도 제공할 예정**, 3) MRO - DFR 스프레드를 기존 50bp에서 15bp로 축소, 4) 최소 지급준비율은 1.0%, 기준부리(renumeration of minimum reserves)는 0.0% 유지 등

신규 Framework의 합의: 1) 시장 메커니즘 강화

통화정책 운영 체계 변경의 합의는 크게 두 가지, 1) 금융위기 이후 크게 약화된 시장 자생력 회복과 2) 중앙은행은 근본의 역할에 집중. 단기자금시장 금리의 일시적인 DFR 상회 용인은 중앙은행의 인위적인 시장 환경 조성을 지양하겠다는 것으로 해석 가능. 본래 이자율 위험은 정책당국이 아닌 시장 참가자들이 부담해야 하는 리스크. 또한, 시장금리가 DFR 보다 높아질 경우 시중은행들은 ECB 내 자금 예치보다 자금 대출 유인이 커지게 되면서 자연스러운(시장 참여자들에 의한) 시장 안정을 도모할 수 있게 됨. 기준율(1.0%), 0.0% 기준부리 유지도 민간은행들의 시중 유동성 공급을 장려(ECB 자금 예치 유인 억제)하겠다는 것

신규 Framework의 합의: 2) No Free Lunch + ECB는 본래의 역할에 집중

ECB의 유동성 정책은 '돈을 주는(자산 매입 → 유동성 공급)' 것이 아니라 '돈을 빌려주는(자산을 담보로 대출 → 유동성 공급)' 것으로 변화. MRO와 LTRO를 통한 장단기 대출 프로그램 유지와 추후 대출 채널 다변화(구조화증권 등)는 결국, 더 이상 공짜로 자금을 대주지 않겠다는 의지를 보여준 것. APP(Asset Purchase Programme)와 PEPP(Pandemic Emergency Purchase Programme) 같은 자산 매입 프로그램 중단 지속 강조가 이에 대한 방증

MRO - DFR 스프레드 축소는 비상 상황 시 ECB의 시장 개입 신속성과 효율성을 높일 수 있는 결정. 단기금리의 DFR 상하를 용인한 상황에서 ECB가 수용할 수 있는 단기금리 상단은 MRO 금리. 스프레드 축소로 ECB의 개입에 정당성을 부여하는 Buffer는 50bp에서 15bp로 축소. 더 이상 시장을 인위적으로 조정하지는 않겠지만 위기 상황에서는 기민하게 대응할 명분을 확보한 것으로 판단. 또한, 금변 금리 결정에서 DFR 대비 MRO 인하 폭이 컸던 것은 은행들의 ECB 대출 문턱을 낮춰준 것. 안되겠다 싶으면 망설이지 말고 도움을 청하라는 의미

시장에서의 존재감을 줄여 나가는 중앙은행들

주요국 중앙은행들의 QT와 함께 연준의 인하와 대차대조표 정책은 별개 운영 방침과 이번 ECB의 통화정책 운영체계 변경, 영란은행 Bailey 총재의 이자율 위험 관련 연설, “향후 금리정책의 핵심은 단기금리”라는 일본은행 우에다 총재 기자회견의 공통점은 더 이상 통화정책 당국이 적극적으로 시장 금리를 조정하지 않겠다는 것. 이제부터는 시장 스스로 금리를 결정해 나가고, 중앙은행은 혹시 모를 상황에 조금 더 세부적으로 대비(최종 대부자 역할 강화)해 나가겠다는 이야기. 이에 따른 변동성 장세는 앞으로 빈번해질 가능성

* ECB의 정책 금리

1) Main Refinance Operation Rate(재융자금리, MRO): ECB의 기준금리. 시중은행이 ECB로부터 자금을 조달할 때 지불하는 금리로 만기는 1주일. 현재 MRO 금리는 3.65%

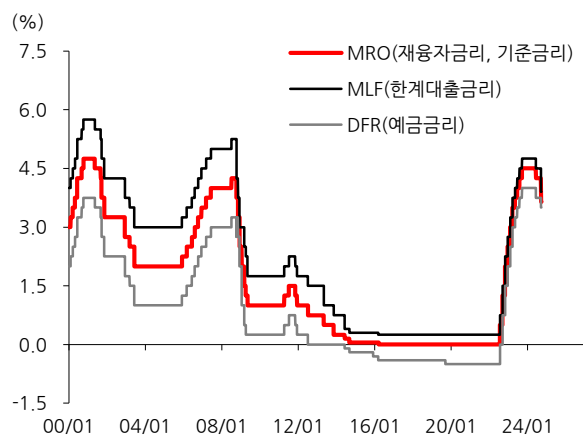
2) Marginal Lending Facility Rate(한계대출금리, MLF): 시중은행이 익일 만기로 ECB에게서 자금을 조달할 때 지급하는 금리. 연준의 재할인 창구(Discount Rate) 개념과 유사. 현재 MLF 금리는 3.90%

3) Deposit Facility Rate(예금금리, DFR): 시중은행이 ECB에 자금을 예치하고 수취하는 이자. 과거 연준의 초과지준부리(IOER)와 유사한 개념(현재 ECB의 지준부리(Remuneration of Minimum Reserves는 0.0%). 현재 DFR 금리는 3.50%

** 구조화증권 대출 관련

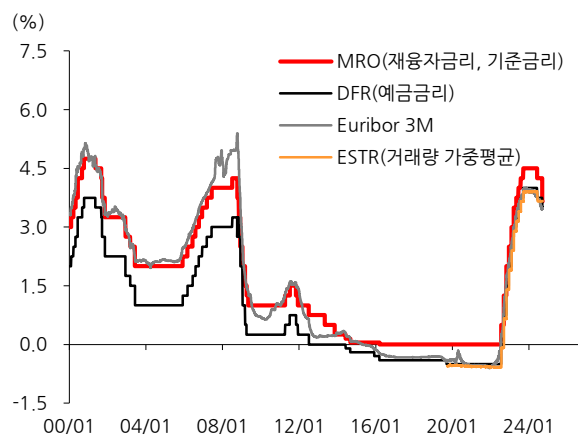
구조화증권 대출 프로그램 개설은 시중은행 유동성 지원을 용이하게 만드는 것이 목적. 세부 내용은 향후 대출 계정이 채차 증가할 때 공개 예정(once the Eurosystem balance sheet begins to grow durably again). 즉, ECB의 QT가 종료되거나, 대차대조표 정책이 다시한번 완화적으로 바뀔 때 가동될 채널로서, 자산매입 프로그램 이후 차세대 시장 지원 계획이라고 볼 수 있음. 또한, ECB는 동 프로그램을 통해 지속적인 APP, PEPP 등의 중단과 유동성 정책이 통화정책 기조에 영향을 미치지 못하게 할 수 있을 것으로 기대

[그림1] ECB 정책금리 추이



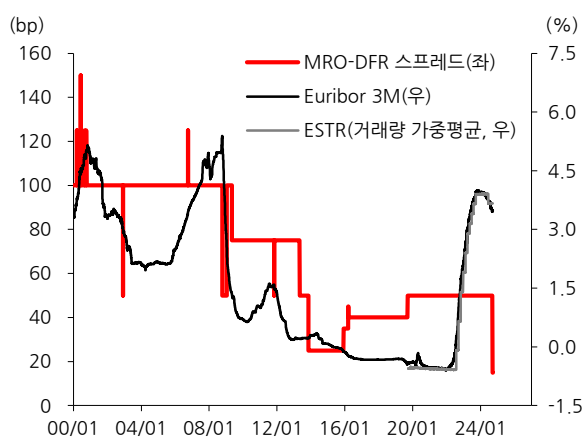
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] ECB 단기자금시장 금리 추이



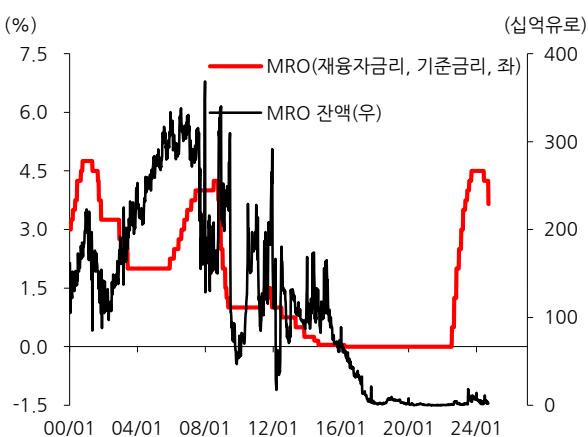
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] MRO - DFR 스프레드 및 단기자금시장 금리 추이



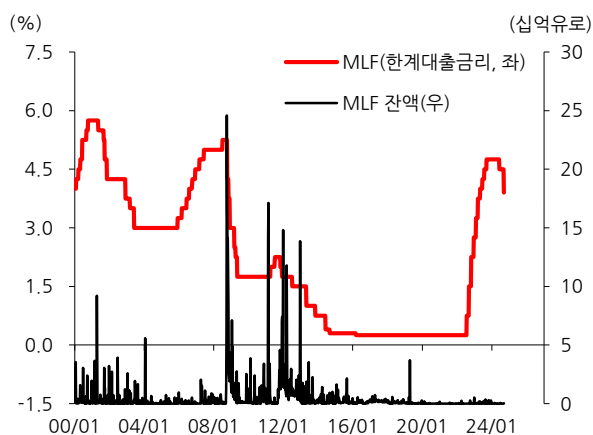
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] MRO 잔액 추이



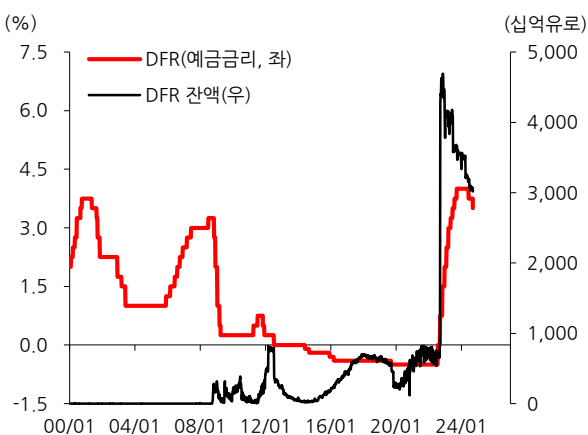
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] MLF 잔액 추이



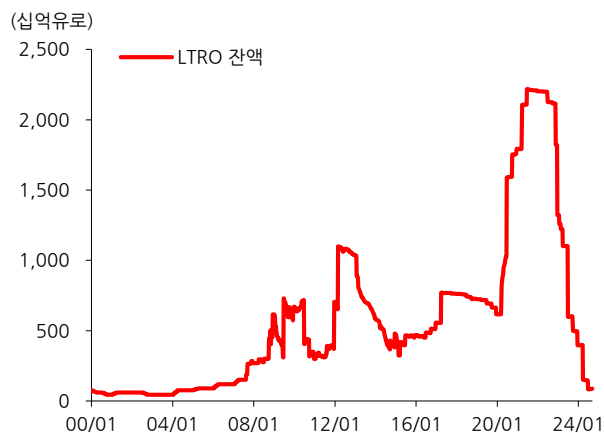
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] DFR 잔액 추이



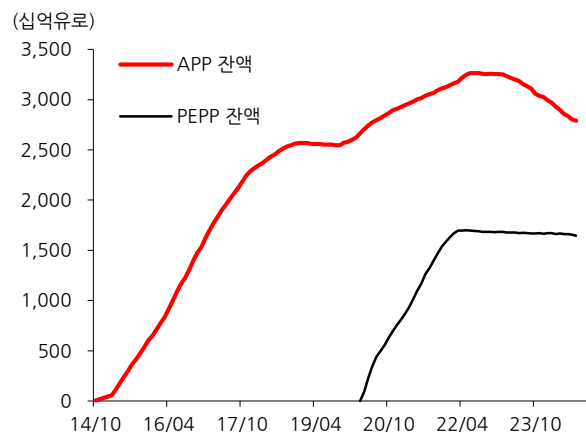
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] LTRO 잔액 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] APP, PEPP 잔액 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

◎ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

◎ GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by [Licensee].