



# HI Economy

## 구로다 효과는 있고 드라기 효과는 없는 이유

### ■ BOJ 구로다 총재보다 ECB 드라기 총재 효과가 약한 이유

- 유로지역 금융시장은 여전히 불안한 모습을 보여주면서 글로벌 경기 및 금융시장에 커다란 부담요인으로 작용중임. 특히, BOJ의 추가 양적완화 조치 발표 이후 일본 주가와 엔화 흐름과 달리 드라기 총재의 추가 양적완화 시사 발언에도 불구하고 유로 주식시장과 유로화의 반응은 BOJ 효과와는 극명히 대조되는 모습임
- 지난 10월 31일 BOJ의 추가 양적완화 조치 발표이후 Nikkei225지수는 7.8% 급등, 엔화 가치는 5.2% 하락한 반면에 드라기 총재 발언이후 유로 지역 주가는 평균적으로 -1% 이상 하락하였고 유로화 절하폭은 0.2%에 그치고 있음. 물론 BOJ는 실제 유동성 추가가 실시되었고 ECB는 아직 립서비스 차원이라는 점에서 차이는 있지만 분명한 것은 기대만큼 ECB 혹은 드라기 총재의 약발이 약화되고 있다는 점임
- 이 처럼 드라기 총재의 발언이 금융시장에서 큰 신뢰를 받지 못하는 이유는 무엇일까? 이와 관련하여 첫번째로 드라기 총재 발언에 비해 ECB의 실제 부양조치가 시장 기대치를 밑돌고 있음을 들 수 있음. ECB자산규모와 여타 주요국 중앙은행의 자산규모 추이를 비교하더라도 ECB의 유동성 확대 규모가 여타 국가에 비해 낮은 수준을 알 수 있음. 더욱이 여타 중앙은행과 달리 2012년 이후 ECB의 자산규모는 축소되고 있는 상황임
- WSJ 역시 ECB의 추가 완화정책이 “약속보다 희망에 가깝다고” 평가함(14년 11월 8일 연합뉴스포맥스 기사 참조). 드라기 총재가 ECB의 대차대조표 규모를 12년초 수준(약 1조 유로)으로 돌려놓을 것이라고 밝혔지만 독일 분데스뱅크 총재는 성명 자체는 찬성했지만 대차대조표를 1조 유로 더 확대하는 것을 목표로 하지 않고 있다고 언급함
- 결국 ECB내에서 양적완화 규모 혹은 형태를 두고 아직 이견이 존재하고 있어 여타 중앙은행과 같은 일사불란한 양적완화 정책이 추진될 여부가 미지수임
- 두번째로는 통화정책과 맞물린 부문이지만 유로화의 약세 강도가 엔화의 약세폭에 미미하다는 점도 드라기 혹은 ECB 정책의 효과를 떨어뜨리는 요인으로 작용중임
- 세번째로 기존 리스크가 제대로 해소되지 못하고 있다는 점임. 최근 그리스 국채금리가 심리적 저항선인 8% 선을 넘나들고 있는 등 잠재해 있던 그리스 리스크가 재차 부각되고 있고 서방과 러시아간 갈등도 해소되지 못하고 있음도 ECB의 정책 효과 약화 요인임. 러시아 루블화 가치는 지난 6월 중순 이후 약 39% 절하되었고 추가 급락세가 이어지고 있음은 유가 급락과 더불어 서방과 러시아간 갈등이 지속되고 있음을 시사함
- 마지막으로 독일 경기 둔화임. PIGS 리스크에도 불구하고 유로 경제가 지탱할 수 있었던 것은 독일경제가 견조한 회복세를 보여준 것이 중요 요인이었지만 최근 독일 경기 둔화세가 지속되면서 ECB 정책의 한계가 노출되고 있다는 판단임. 실제로 독일 경기의 가파른 둔화세를 반영하듯 독일 4년물 국채금리 마저 마이너스 금리를 기록하는 등 독일마저 디플레이션 리스크에 점차 직면하는 모습임

### ■ 드라기 총재(=ECB)의 립서비스가 아닌 과감한 혹은 공격적 행동이 필요

- 현재의 정책기조가 유지될 경우 유로 경기의 장기 침체 혹은 디플레이션 리스크는 시간이 흘러갈수록 확대될 수 밖에 없다는 판단임. 그리고 유로 경기 리스크는 미국 경기 회복에도 불구하고 글로벌 경기 및 금융시장 반등에 커다란 제약요인으로 작용할 수 밖에 없을 것임
- 따라서 드라기 총재의 립서비스 차원에 그치고 있는 부양정책이 실제 행동으로 이어질 여부가 글로벌 경기와 금융시장 관점에서 반등의 중요 열쇠로 작용할 것임. 이러한 차원에서 오는 12월 ECB 통화정책회의에서 어떠한 부양카드를 시장에 던져줄지 여부가 글로벌 금융시장의 반등 혹은 추가 조정을 결정하는 주요 변수가 될 것임

Chief Economist

**박상현** (2122-9196)  
shpark@hi-ib.com

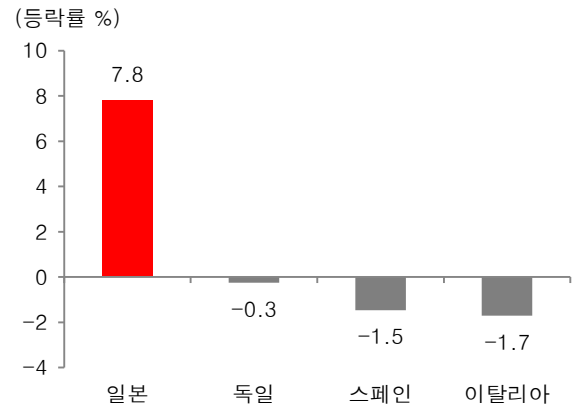
Economist

**이승준** (2122-9187)  
sjlee@hi-ib.com

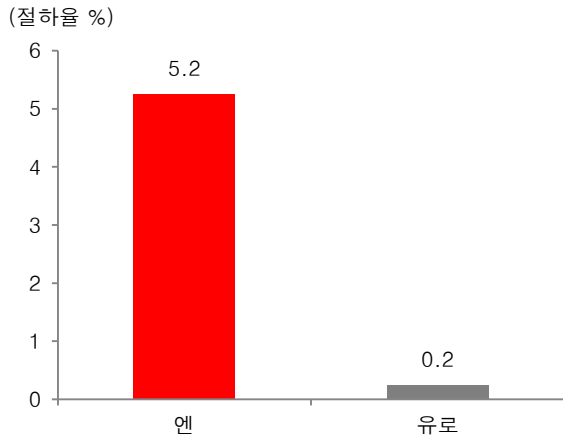
<그림 1> 드라기 총재가 12년 수준으로 ECB 대차대조표 규모를 돌려 놓기 위해서는 현재보다 약 1조 유로의 자산확대가 필요



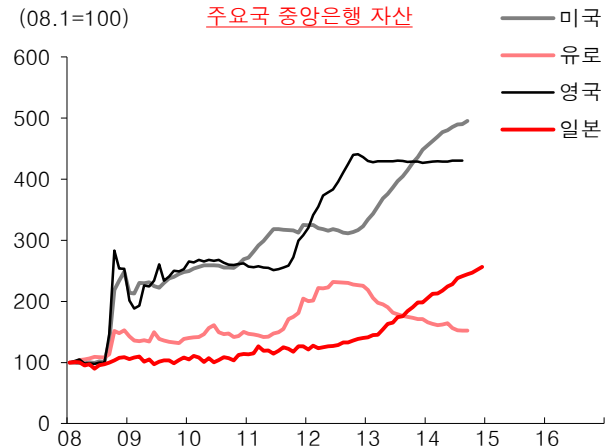
<그림 2> BOJ 회의(10월 31일) 및 ECB 회의(11월 6일) 이후 일본과 주요 유로존 국가 추이(회의 전일대비 11월 7일까지 등락폭)



<그림 3> BOJ 회의(10월 31일) 및 ECB 회의(11월 6일) 이후 엔화와 유로화 절하율 추이(회의 전일대비 11월 7일까지 절하율)



<그림 4> 여타 주요 선진국 중앙은행의 자산규모에 비해 ECB의 자산확대 규모는 상대적으로 미약한 수준



<그림 5> TLTRO 조치 역시 금융시장의 환영을 받지 못하고 있는 상황임

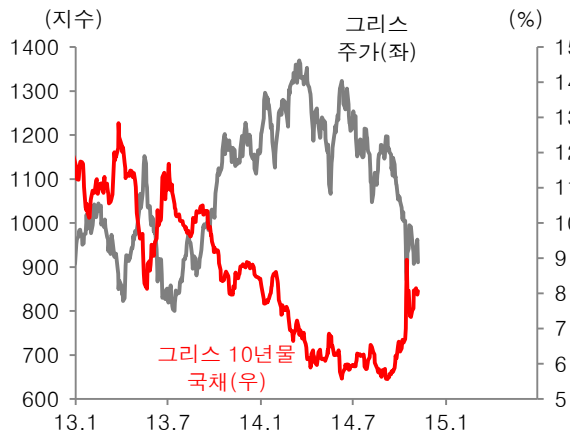


<그림 6> 엔화에 비해 유로화의 약세폭은 상대적으로 미미한 수준에 그치면서 금융시장과 경기에 커다란 활력을 주지 못하고 있음



자료: Thomson Datastream, Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

<그림 7> 그리스의 국채 금리가 다시 8%대 수준에 등락하는 등 그리스 리스크가 완전히 해소되지 못하고 있는 양상임



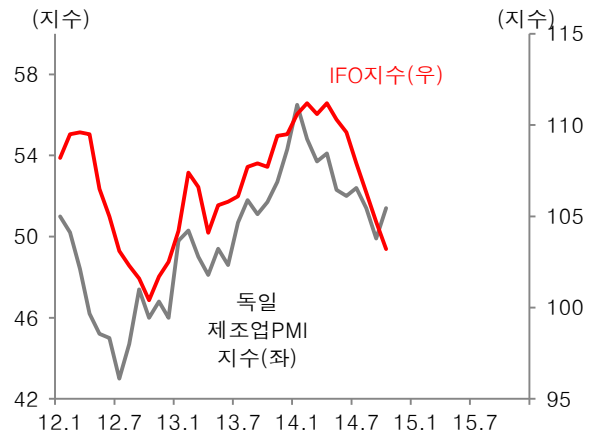
<그림 8> 서방과 러시아간 갈등 및 유가 급락 등의 여파로 러시아 금융시장 불안이 확산되고 있음은 역으로 유로 경기에 악영향을 주고 있음



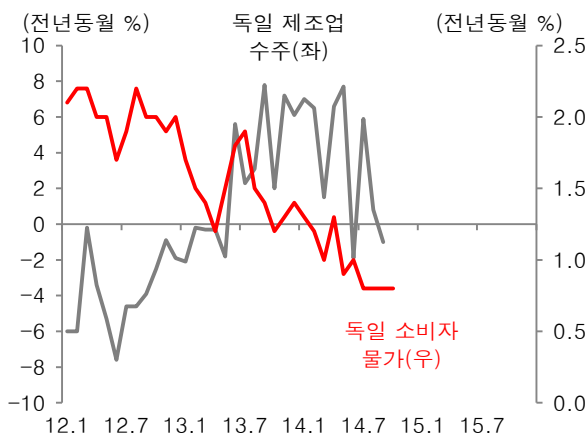
<그림 9> 독일 국채 금리의 마이너스 금리 현상이 단기물에서 점차 중장기물로 확산되고 있음

독일 국채	14년 1월 2일	14년 11월 7일	등락폭(%p)
3개월	0.055	-0.122	-0.177
1년	0.183	-0.063	-0.246
2년	0.213	-0.06	-0.273
3년	0.329	-0.044	-0.373
4년	0.608	-0.002	-0.61
5년	0.922	0.11	-0.812
10년	1.929	0.817	-1.112

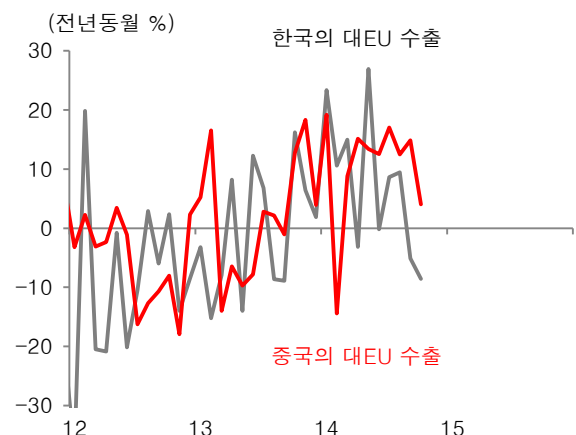
<그림 10> 독일 경기를 대변하는 IFO 지수의 하락세가 지속되는 등 독일 경제의 둔화 흐름이 가파지는 모습임



<그림 11> 독일 제조업 수주 등 실물지표 역시 하반기들면서 악화되고 있고 물가 역시 둔화세가 지속중



<그림 12> 유로존 경기둔화를 반영하듯 한국과 중국의 대 EU 수출이 둔화세를 보이기 시작함



자료: Thomson Datastream, Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여, ▶회사는 해당 종목에 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. ▶금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다. ▶당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다. ▶회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다. ▶당 보고서에 기재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박상현, 이승준)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전자, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.