



정상화 준비에 나서는 ECB

1. 확대되는 경제지표와 증시의 괴리

- 8월 부진했던 신흥국 증시는 빠른 회복세. 급락했던 중국 증시는 지난 2월 이후 최고치로 상승
- 반면 경제지표는 부진한 흐름이 지속. 8월 글로벌 제조업 PMI는 전월대비 -1.3pt 하락. 경기서프라이즈 지수는 대부분 마이너스권
- 최근 신흥국 증시의 강세는 유로존의 긴축 전환 가능성을 반영한 달러 약세에 있는 것으로 판단

2. 긴축 시계가 앞당겨진 유로존

- 목표 기간과 금액이 있는 ECB의 PEPP 정책은 향후 자연스러운 테이퍼링 효과를 가지게 될 예정
- 그러나 최근 유로존의 물가 급등이 확인되면서 자산매입 정책의 조기 중단 가능성이 제기되는 중
- 유로존의 8월 CPI는 08년 이후 최고치, 독일은 93년 이후 최고치로 상승

3. 최근 달러 약세를 견인한 유로존의 금리 상승

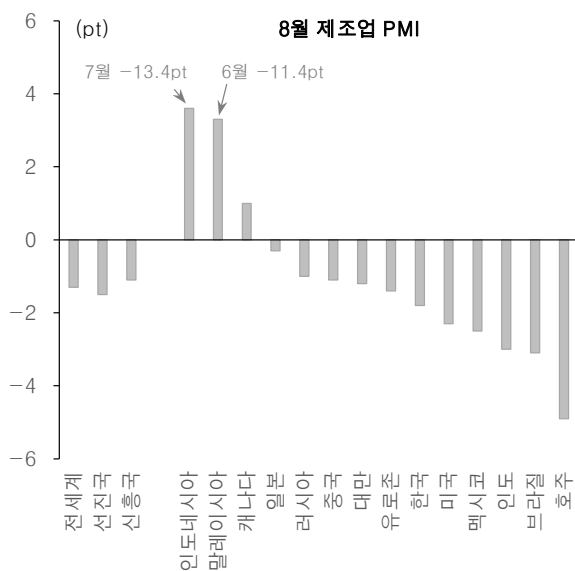
- PEPP 조기 중단 가능성을 반영해 독일의 국채금리는 빠른 상승세. 반면 연준의 긴축 시계와 국채금리에는 큰 변화가 없는 상태
- 결과적으로 미국과 독일의 금리차는 빠르게 축소되는 양상. 최근 달러 약세에 핵심적인 영향을 미치고 있는 것으로 해석
- 9일 개최될 예정인 ECB 통화정책회의 결과를 관심있게 살펴볼 필요

1. 확대되는 경제지표와 증시의 괴리

8월 중국 정부의 고강도 규제와 원자재 가격 하락, 글로벌 경기모멘텀 둔화의 영향을 받았던 신흥국 증시는 빠른 회복세를 보이고 있다. MSCI 신흥국 지수의 최근 1주간 수익률은 +3.0%를 기록하고 있고, 급락했던 중국 증시는 오히려 지난 2월 이후 최고치로 상승(상해종합지수 기준)했다. 중국의 영향을 크게 받았던 홍콩과 대만, 한국 증시의 수익률도 동반 회복되는 양상이다.

8월 신흥국 증시의 하락을 야기했던 변수들에는 실상 큰 변화가 없었다. 중국 정부의 규제는 최근 게임과 헬스케어 분야로 확대됐고, 원자재 가격은 CRB 지수 기준 최근 1주간 +0.3% 상승에 불과했다. 한편 월초 확인된 글로벌 제조업 PMI는 전월대비 -1.3pt 하락했다. 전월대비 지표가 상승한 국가는 25개국 중 7개국으로, 코로나19 충격이 첫 반영된 작년 4월 이후 최저 수준이었다. 주요국 경기서프라이즈 지수는 미국(-56.8pt), 유로존(-15.4pt), 일본(4.6pt), 영국(-51.1pt), 중국(-48.3pt) 등 대부분의 국가에서 마이너스권을 기록하고 있다. 글로벌 전반에서 눈높이를 충족하는 경제권이 없는 것인데, 그럼에도 최근 신흥국 증시가 강하게 반등하고 있는 것은 유로존의 긴축 전환 가능성을 반영한 달러 약세에 있는 것으로 판단된다.

[차트1] 8월 글로벌 제조업 PMI는 작년 4월 이후 가장 큰 낙폭을 기록. 대부분의 국가가 전월대비 하락



자료: 유안타증권 리서치센터

[차트2] 경기서프라이즈 지수도 빠른 하락세가 지속. 경제지표가 눈높이를 충족하는 국가를 찾기 어려운 실정



자료: 유안타증권 리서치센터

2. 건축 시계가 앞당겨진 유로존

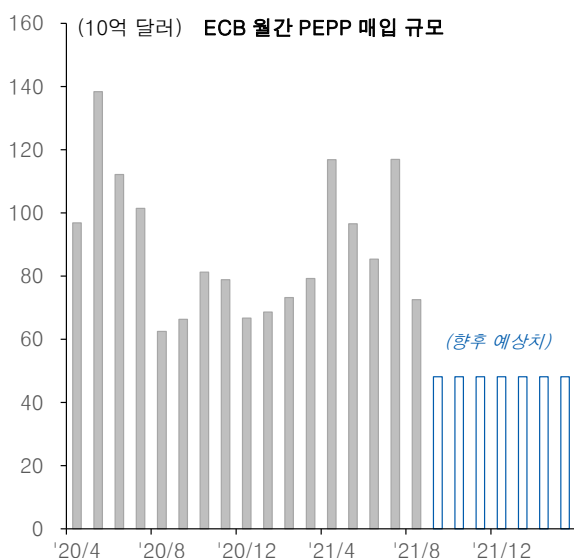
작년 4월 시작된 ECB의 PEPP 매입정책은 22년 3월까지 총 1.85조 유로 규모의 채권을 매입하는 것을 목표로 하고 있다. 현재까지 집행한 금액은 1.51조 유로, 잔존금액은 3369억 유로다.

잔존금액을 향후 7개월간(~22년 3월) 균등하게 매입할 경우 월간 매수 금액은 481.3억 유로 수준이 된다. 1분기 월평균 736.7억 유로, 2분기 월평균 995.3억 유로였던 것에서 급감하는 것이다. 결국 정책 변경 없이도 자연스러운 테이퍼링이 진행되게 된다.

그러나 최근 유로존의 물가가 급등한 것으로 확인되면서 ECB가 PEPP 매입 정책을 조기 중단할 수 있다는 주장이 강해지고 있다. 유로존의 8월 CPI는 전년대비 +3.0% 상승해 08년 10월(3.2%) 이후 최고치, 독일은 3.9%로 93년 12월(4.3%) 이후 최고치를 기록했다.

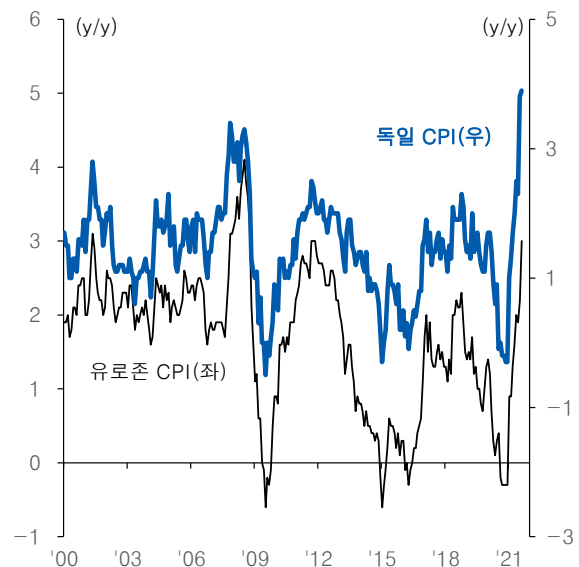
독일 중앙은행은 자국의 물가상승률이 연내 5% 수준에 도달할 가능성이 있는 것으로 추정하고 있다. 이러한 흐름을 감안해 최근에는 독일과 ECB 내부에서도 '국채매입 속도를 줄이기 충분한 상황이 되었다'는 평가(클라스 노트, 로버트 홀츠먼 등)가 제시되고 있다.

[차트3] ECB의 PEPP 정책은 향후 자연스러운 테이퍼링 효과를 가지게 될 예정



자료: 유안타증권 리서치센터

[차트4] 최근 유로존의 물가가 급등하면서 자산매입을 조기 중단할 가능성이 제기되는 중



자료: 유안타증권 리서치센터

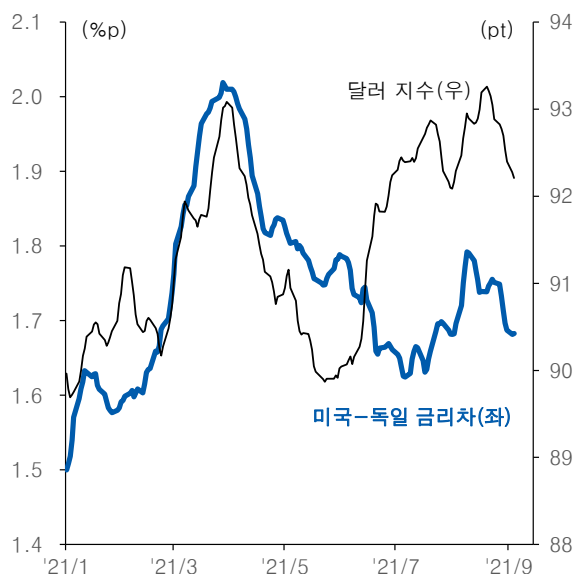
3. 최근 달러 약세를 견인한 유로존의 금리 상승

ECB의 통화정책회의는 9일(목)에 예정되어 있다. 자산매입 중단과 관련한 가이드라인이 발표될 수 있는 첫 일정인데, 이러한 기류를 반영해 독일의 10년 국채금리는 빠른 상승세(1개월전 -0.452%, 현재 -0.364%)를 보이고 있다.

유로존의 이러한 변화는 최근 달러 지수 하락에도 상당한 영향을 미치고 있는 것으로 판단된다. 달러 지수는 8/19일 고점 이후 1.6% 약세를 기록 중인데, 동 기간 구성 통화의 수익률은 유로화 1.5% 강세(57.6% 비중), 일본 엔화 0.1% 약세(13.6% 비중), 영국 파운드화 1.2% 강세(11.9% 비중) 등이었다.

완화적인 논조를 내비친 것으로 평가되는 잭슨홀 미팅, 8월 고용지표 쇼크에도 불구하고 연방선물기금에서 확인되는 연준의 정책 기조 전망에는 별다른 변화가 나타나지 않고 있다. 21년 기준금리 인상 확률은 잭슨홀 당시 0.82회에서 현재 0.74회로 소폭 하락, 22년은 1.96회에서 2.02회로 오히려 상승했다. 결국 최근 진행되고 있는 달러 약세는 미국이 아닌 유로존에서 비롯된 것으로 보이며, 9일 예정된 ECB 통화정책회의의 결과에 따라 단기적인 환율 변동성이 나타날 가능성에 주의할 필요가 보인다. 참고로 당사는 달러의 강세 전환 가능성이 높은 것으로 판단하고 있다.

[차트5] ECB가 예상보다 빠르게 긴축 전환할 가능성이 반영되면서 미국-독일 금리차가 축소. 달러 약세를 야기



자료: 유안타증권 리서치센터

[차트6] 잭슨홀에서의 완화적인 발언, 고용지표 쇼크에도 불구하고 연준의 긴축 시계에는 큰 변화가 없는 상태

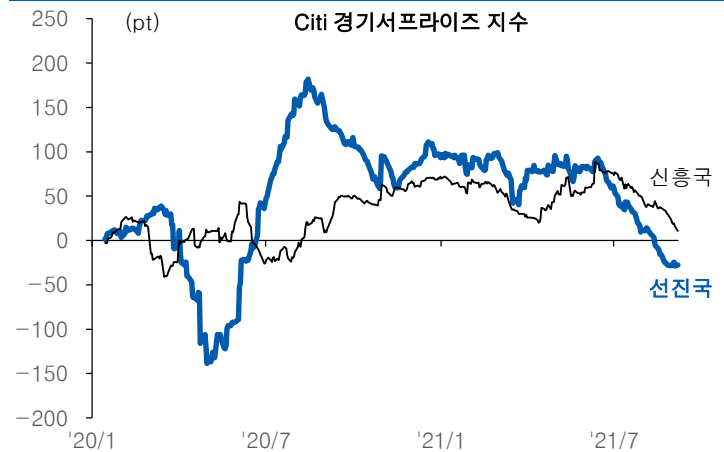


자료: 유안타증권 리서치센터

Key Chart

경기서프라이즈 지수는 빠른 하락
세가 지속

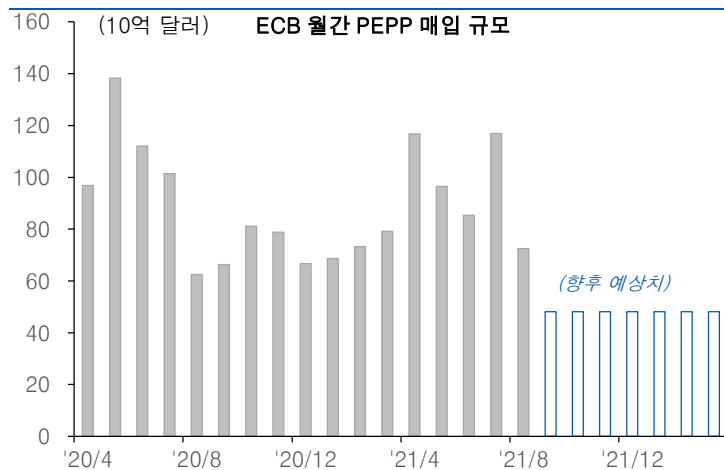
경제지표가 눈높이를 충족하는 국
가를 찾기 어려운 실정



자료: 유안타증권 리서치센터

ECB의 PEPP 정책은 향후 자연
스러운 테이퍼링 효과를 가지게
될 예정

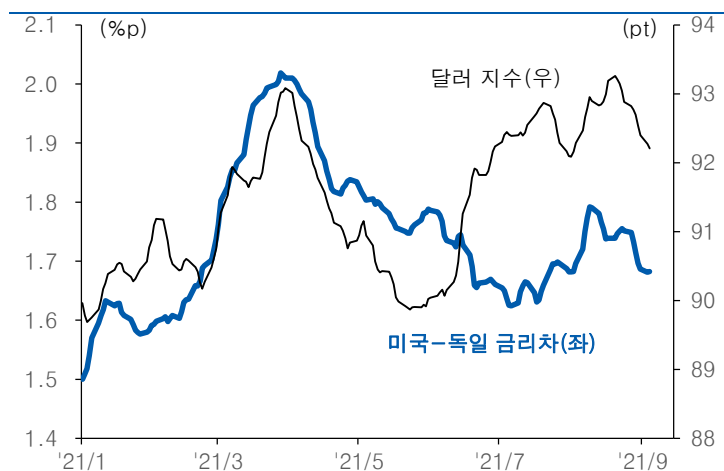
그러나 최근 유로존의 물가 급등
으로 조기 중단 가능성이 제기되
는 중



자료: 유안타증권 리서치센터

ECB가 예상보다 빠르게 긴축 전
환할 가능성이 반영되면서 미국-
독일 금리차가 축소

최근 달러 약세와 신흥국 증시의
강세 원인으로 작용 중



자료: 유안타증권 리서치센터