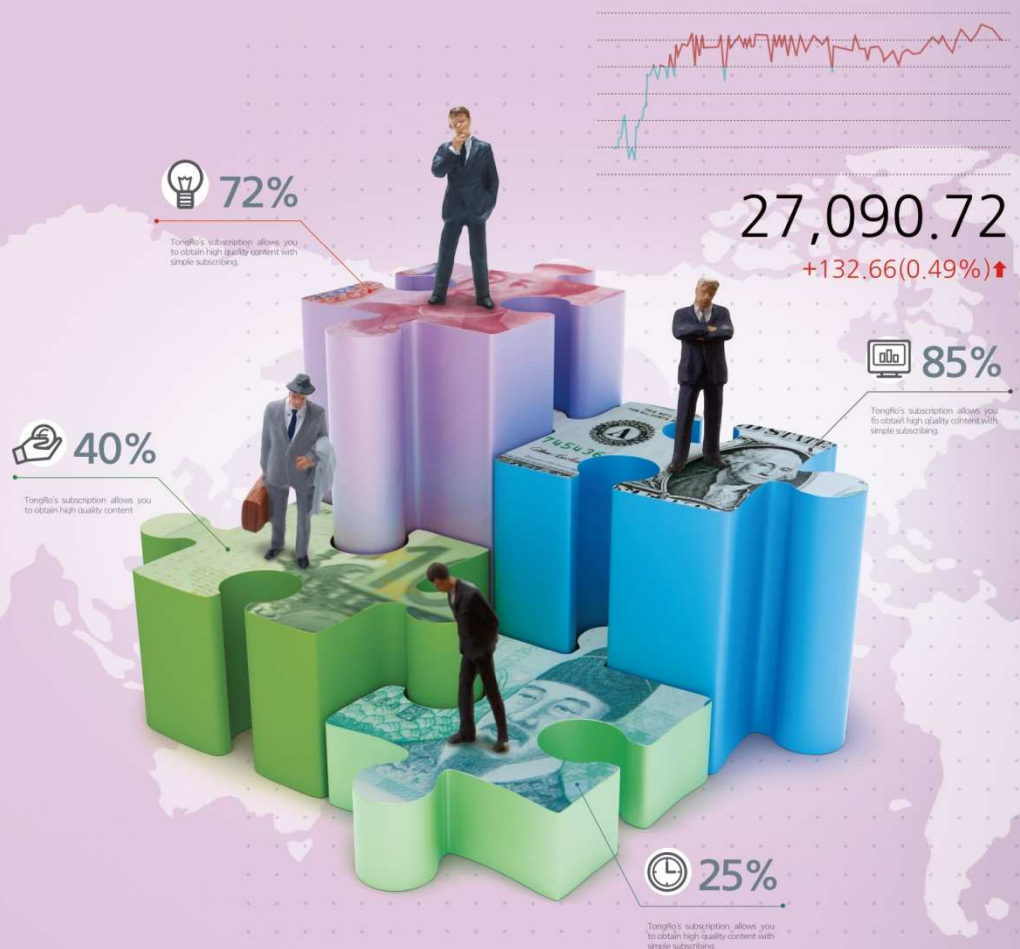


Fed Watcher

ECB 정책발표에 대한 금융 시장의 민감도

Part I Funds Watcher

Part II Fed/Issue Watcher Financial market sensitivity to announcements by the ECB



Money & Policy Tracker

	CDPQ, 동남아시아에 대한 직접투자 증가 (2021.01.05) 4P 캐나다 대형 퇴직 연기금인 CDPQ가 동남아시아 시장에 대한 긍정적 전망을 토대로 직접 투자를 늘려오고 있으며 향후 늘려갈 전망. CDPQ는 물류업체 Logos와의 제휴와 더불어 중국, 인도, 인도네시아 등의 자산에 적극적으로 투자 중. CPPIB(캐나다 연금투자위원회) 또한 인도네시아 Logos와의 계약을 통해 JV에 2억 달러를 투자 예정. 여타 캐나다 펀드들도 동남아시아에 관심 집중.
	Aon, 2021년 연금 리스크 이전 시장의 활성화 전망 (2020.01.06) 5P 영국 보험중개회사 Aon은 2021년에 연금바이인(Buy-in), 연금바이아웃(Buyout), 장수 스왑(Longevity swap) 등 연금 리스크 이전 시장의 활성화를 전망. 금융시장의 변동성 증가, 기대수명 상승에 따른 장수 고려의 어려움 등의 이유로 연금 리스크 이전 시장은 향후 지속적으로 성장할 전망.
	네덜란드 연기금, 백신 랠리로 연금 삭감 면해 (2021.01.06) 7P 네덜란드의 대표적인 연기금 ABP와 PFZW는 Pfizer Biontech 백신 승인으로 인한 주식 시장 랠리에 힘입어 최소 기금적립률을 만족하였으며, 이에 연금 삭감을 면할 수 있었다고 발표함. 반면, 식품 부문 등 비교적 수익률이 좋지 못했던 섹터의 펀드는 연금 삭감을 면치 못할 가능성이 높음.
	ECB 발표에 대한 금융 시장의 민감도 (2021.01.02) 10P ECB의 통화정책 발표에 대한 다양한 자산 가격 및 지표의 민감도를 분석. 채권 스프레드, 주가 그리고 유로달러 환율은 시간이 지나면서 정책 발표에 더욱 민감해짐을 확인. 하지만 마켓 서프라이즈의 변동성은 완화된 스탠스를 취할 때 더 높았던 것을 통해 ECB의 통화정책 발표의 중요성 인지 가능.



Part I

Funds Watcher

글로벌 집행기관 동향

최근 업데이트 된 글로벌 집행기관들(국부펀드, 연기금, 대학기금 등)의 최신 동향을 요약, 정리 했습니다.

연기금 (Pension Fund)

- ✓ CDPQ, 동남아시아에 대한 직접투자 증가
- ✓ Aon, 2021년 연금 리스크 이전 시장의 활성화 전망
- ✓ 네덜란드 연기금, 백신 랠리로 연금 삭감 면해



Funds Watcher

CDPQ, 동남아시아에 대한 직접투자 증가 – 2021.01.05, Asian Investor

- ▶ 캐나다의 이 대형 연기금은 선호도가 점점 높아지고 있는 지역에 대한 전망을 주시하고 있는 한편, 심지어 더 큰 규모의 동종 펀드인 CPPIB는 인도네시아에서의 새로운 물류 제후에 동의했다.
- ▶ 캐나다에서 두 번째로 규모가 큰 퇴직 기금인 CDPQ(캐나다 퀘백연금)는 최근 동남아에 대한 투자 비중을 확대해가고 있으며, 특히 직접 투자를 통해 이뤄지고 있다. 이는 이 기금이 보다 넓은 지역에 대한 투자 비중을 지속적으로 늘려가고 있기 때문이다.
- ▶ 세계적인 거대 자산배분가들은 가장 큰 지역시장인 중국과 인도를 선호하는 경향이 있지만, 인도네시아와 여타 아시아 국가들이 점점 더 많은 관심을 끌고 있다. 실제로 CDPQ보다 규모가 더 큰 CPPIB(캐나다 연금투자위원회)는 인도네시아에서 물류전문업체 Logos와 함께 새롭게 합작 회사를 출범하였다.
- ▶ 펀드의 국제 투자 부문인 CDPQ Global의 부사장 Anita George는 “지난 2년 동안 우리는 동남아에 대한 직접 투자를 늘려왔다” 고 언급하였다. 그녀는 CDPQ가 이 지역에 현재 약 50억 캐나다 달러(39억 달러) 규모의 자산을 보유하고 있다고 덧붙였다. 2018년 이후 할당액이 얼마나 증가했는지에 대해서는 언급하지 않았다. 이는 3,300억 캐나다 달러(2,580억 달러) 규모의 글로벌 포트폴리오에서 약 2%를 차지하며 아시아 전체 투자액의 약 5분의 1을 차지한다.
- ▶ 이는 CDPQ가 전세계 신흥시장에 더욱 집중하고 있으며, 특히 아시아 시장에 집중하고 있다는 점을 방증한다. 2016년 이후, 7%에 달하는 신흥시장 할당량을 거의 두 배 가까이 늘렸다. 아시아는 이러한 익스포저의 대부분을 차지하고 있으며, 호주, 중국, 인도, 동남아시아, 대만에 걸쳐 펀드 자산의 11%를 차지하고 있다. George는 2016년 이래로 이러한 아시아 익스포저는 65% 증가하였다고 몸바이에서 말했다.
- ▶ “아시아의 경우, 2016년 이후 인프라 부문에서 우리의 익스포저가 7배 이상 증가하였고, 사모주식펀드에 있어서는 거의 3배 가까이 증가했습니다. 공모 측면에서는, 그 증가는 주로 채권에서 이루어졌습니다” 라고 그녀는 첨언하였다. 또한 CDPQ가 특히 2018년부터 동남아에 초점을 맞추고 있다고 언급하였다.
- ▶ “우리는 전도유명한 잠재력을 보고 있으며, 여러 나라를 심층적으로 분석하는 데 많은 시간을 보냈습니다. 그리고 우리는 인도네시아에서의 물류와 국채에 직접적인 투자를 해왔습니다. 동남아는 경제 성장, 인구, 그 경제에서 수요의 범위를 고려할 때 매우 흥미로운 지역입니다” 라고 그녀는 덧붙였다.

- ▶ 그 지역은 또한 지정학적 다양화를 촉진한다. 일례로 중국으로부터 벗어난 몇몇의 제조작업들과 같이, 공급망을 한 나라의 경제에 덜 의존하기 위해 점점 더 많은 국제 기업들은 이동하거나 고려하고 있다. CDPQ는 동남 아시아에 대한 익스포저를 구축하기 위해 꾸준하고 신중한 접근법을 취해왔다. George는 “우리는 직접적이든 외부 관리자를 통해서든 국제와 같은 상장 및 유동성 시장에 투자함으로써 상황을 이해하려고 노력한다. 그리고 나서 우리는 직접적으로 개인 자산에 투자하기 시작한다”라고 언급했다.
- ▶ CPPIB와 마찬가지로, CDPQ는 싱가포르에 기반을 둔 Logos와 제휴하고 있으며, 특히 2016년에 제휴를 맺은 중국, 인도, 인도네시아 및 싱가포르의 창고에 투자하고 있다. 2017년 인도네시아 Logos와 첫 계약을 체결한 CPPIB는 새로운 JV에 2억 달러를 투자할 예정인데, 해당 JV는 타사 물류, 데이터 센터 및 산업용 공간의 세입자들을 대상으로 한 다양한 시설 포트폴리오를 개발할 계획이다. 이 펀드는 “Logos가 이 새로운 벤처 사업을 위한 강력한 기회를 가진 파이프라인을 찾아냈으며, 향후 12개월 동안 이 사업을 실행할 것입니다”라고 발표문을 통해 밝혔다.
- ▶ CPPIB의 아시아 부동산 투자 책임자인 Jimmy Phua는 2019년 초에 “CPPIB는 수년 동안 동남아시아의 물류 자산에 대해 낙관적이었다”라고 언급했다. 그는 증가하는 아시아 지역의 소비력, 스마트폰의 사용, 전자상거래 선호가 물류와 같은 산업에 있어서 마치 로켓 연료와 같다고 표현했다.
- ▶ 다른 캐나다 펀드들도 동남아시아에 초점을 맞추고 있다. 온타리오 교사 연금 계획은 호주, 인도, 뉴질랜드뿐만 아니라 싱가포르 지역에 대한 투자를 목표로 하기 위해 9월에 싱가포르에 사무실을 열었다.
- ▶ 마찬가지로, 싱가포르 국부펀드 GIC는 동남아시아가 강력한 기회를 제공하는 것으로 보고 있다. 물론 이 지역의 주식 시장은 COVID-19 전염병으로부터의 반등이 북아시아 시장에 비해 크게 뒤쳐졌지만, 이는 일부의 국가들이 유행병의 영향에서 벗어나는 것이 더디다는 점을 어느 정도 반영한 것이다.

〈 CDPQ ramps up direct investment in Southeast Asia 〉

<https://www.asianinvestor.net/article/cdpq-ramps-up-direct-investment-in-southeast-asia/465791>

Aon, 2021년 연금 리스크 이전 시장의 활성화 전망 - 2021.01.05, IPE

- ▶ Aon은 연금 이전거래 시장(Bulk Annuity Market)이 300억 파운드(330억 유로)에서 400억 파운드 사이 규모의 연금 제도 거래를 흡수할 것이며, 이에 따라 장수 스왑¹(Longevity Swap) 시장 또한 바빠질 예정이라고 말했는데 이는 컨설팅 회사들이 제시한 전망과 대체로 일치한다.

¹ 종신연금 부채를 가지고 있는 연금사업자가 장수 리스크를 전가하기 위해 재보험사와 체결하는 장수 파생상품 중 하나.

- ▶ Willis Towers Watson은 지난 달에 300억 파운드의 연금바이인(Buy-in)²과 연금 바이아웃(Buyout)³이 2021년에 완료될 것으로 예상하고 있으며, Mercer가 240억 파운드의 장수 스왑과 함께 600억 파운드에 가까운 연금 이전거래, 장수 스왑 및 새로운 위험 이전 솔루션을 계획하고 있다고 말했다. Hymans Robertson은 2021년 동안 300억 파운드가 넘는 규모의 연금 이전거래에 대해 언급했다.
- ▶ Willis Towers Watson에 따르면, 2020년에 500억 파운드 이상의 연금제도 부채가 연금 이전거래(300억 파운드 이상)과 장수 스왑(240억 파운드 이상)을 통해 보험사와 재보험사에 이전되었다. Aon은 2020년이 ‘변동성이 큰 금융 시장에 걸쳐 영향을 끼친 COVID-19 관리의 필요성, 장수 고려에 대한 불확실성, 변동스러운 공급자들의 입맛’으로 정의되는 한 해라고 말했다.
- ▶ 2020년 De-risking 시장의 특징 중 하나는 중소기업 거래의 확산이었다. Aon의 데이터에 따르면, 알려진 2020년 연금 이전 거래액 중 4분의 1도 안되는 금액이 소위 10억 파운드 이상의 초대형 거래에서 나온 것이다. 가장 큰 액수는 Old British Steel Pension Scheme(OBSPS)의 20억 파운드의 계약이었으며, Merchant Navy Officers Pension Fund(MNOPF)의 16억 파운드의 연금바이인 계약이 뒤를 이었고, 이는 장수 스왑에서 전환된 것이다.
- ▶ Aon의 리스크 해결 팀의 파트너인 Mike Edwards는 “2020년 전체 거래량은 2019년보다 낮았지만, 가장 큰 거래를 제외한 모든 거래에서 연금 이전거래 시장은 성장했으며, 10억 파운드 미만 규모 거래의 거래량이 약 50% 가까이 증가하였다”고 말했습니다.
- ▶ Aon은 2021년에 모든 규모의 연금제도 있어서 유연성과 민첩성을 갖춘 매력적인 기회가 있을 것으로 기대하고 있다. Edwards는 “많은 보험사들이 10억 파운드 이상의 거래를 지속적으로 원하고 있으며, 우리는 시장의 전체 규모가 300억 파운드에서 400억 파운드로 증가하여 많은 보험사들이 점유율을 높일 것으로 기대하고 있습니다.” 라고 말했다. “하지만 전체 볼륨은 항상 대형 거래의 수에 따라 달라집니다.”
- ▶ 장수 스왑 시장에서 2020년 가장 큰 거래량은 연초에 Lloyds Banking Group이 후원하는 100억 파운드에 대한 세 가지 거래로부터 이뤄졌다. Aon의 위험 해결 팀 수석 컨설턴트인 Hannah Brinton에 따르면, 지난해에는 연금제도에 있어서 장수 리스크에 대한 전반적인 태도의 변화가 있었는데, “경감을 우선시하는 연금제도들이 많아졌다.”고 말했다. 2021년에는 재보험사들이 연금 이전거래와 같은 방식으로 거래를 선택하고 우선시하는 상황이 점점 더 많아짐에 따라 장기 스왑 거래를 하기 위해 연금제도가 제대로 준비되어야 할 것이라고 Brinton은 말했다. Willis Towers Watson은 올해 초에 여러 개의 장수 스왑이 진행 중에 있다고 지난 달 말한 바 있다.

² 연금바이아웃을 보완한 리스크 이전 기법. 연금부채를 매각하지 않고 연금보험을 구입해 연금부채 부담을 헤지하는 방법.

³ 기업이 보험회사 등에 일정한 비용을 지불하고 퇴직연금의 자산과 부채를 이전하는 방법. 많은 비용이 지불된다는 단점이 존재

- ▶ 자문위원들은 또한 올해 소위 '슈퍼펀드'라고 불리는 확정급여(DB) 통합업체와의 첫 거래를 예상하고 있다. Aon의 리스크 해결 팀 수석 컨설턴트 Karen Gainsford는 "더 큰 문제는 통합업체가 규모를 얼마나 성공적으로 달성할 것이며 이러한 일이 얼마나 빨리 일어날 수 있느냐 하는 것입니다." 라고 말했다. "2020년 보편적인 주제는 연금제도에 대한 큰 관심이었으나 어느 누구도 선도자가 되는 것은 꺼려했습니다. 일단 첫 거래가 일어나고 개념이 입증되면 2021년에는 슈퍼펀드 거래의 수문이 열리는 것을 목격할 수 있을 것입니다."
- ▶ 적극적인 마케팅을 펼치고 있는 Clara-Pensions와 The Pensions SuperFund 라는 통합업체 두 곳 모두 규제 당국의 평가 과정을 통과하지 못하고 있다. Mercer의 위험 이전 및 확정급여형(DB) 여행 계획 책임자인 Andrew Ward는 2030년 영국의 확정급여형(DB) 퇴직연금 중 보험화 되지 않은 유니버스는 위험 이전을 행사하거나 또는 연금 수령자에게 지불하는 방식을 통해 그 크기가 현재 크기의 약 절반 정도로 감소할 것이라고 말했다.

〈 Aon adds to outlooks for active 2021 pension risk transfer market 〉
<https://www.ipe.com/news/aon-adds-to-outlooks-for-active-2021-risk-transfer-market/10049888.article>

네덜란드 연기금, 백신 랠리로 연금 삭감 면해 - 2021.01.06, IPE

- ▶ 2020년 12월 31일 네덜란드의 양대 연기금인 ABP와 PFZW는 기금적립률이 이 임계치인 90%를 넘었기 때문에 올해 연금을 삭감할 필요가 없어졌다. 기금적립률은 Pfizer와 Biontech의 COVID-19 백신 승인으로 고무된 주식시장의 랠리 덕분에 지난 두 달 동안 현저히 향상되었다.
- ▶ 최근 10월까지만 해도 ABP와 PFZW는 각각 87.0%, 87.4%의 기금적립률을 기록했으나, 주식시장 랠리에 힘입어 2020년 1월에 보였던 기금적립률만큼 증가했다. 작년 초, 사회부 장관 Wouter Koolmees는 연기금이 104.5%에서 90%로 삭감되는 것을 피하기 위해 필요한 최소 기금적립률을 낮추기도 했다. 새로운 확정기여금(DC) 기반 시스템으로 전환될 때 최소 95%의 기금적립률이 요구되더라도, 2026년까지는 90%의 기금적립률 수준은 유효할 것이다.
- ▶ 해당 펀드는 보도자료를 통해 연말 주식시장 랠리에 힘입어, 12월 31일에 공무원연금(ABP)의 잠정 기금적립률이 92%까지 올랐고, 올해 연금을 삭감할 필요가 없음을 확인시켰다. 의료인연금 PFZW의 기금적립률은 12월 31일 마감일 기준으로 "91%를 훨씬 초과했다"고 Joanne Kellermann 사장이 말했다.
- ▶ "최종적인 숫자를 결정짓는 데 몇 주의 시간이 더 필요하지만 올해엔 삭감이 필요 없을 만큼 충분한 마진이 있는 것 같다"고 그녀는 첨언하였고, 그 펀드가 모든 펀드 회원들에게 있어서 연금에 대한 의무 감축을 간신히 피했다며 "좋은 소식"이라고 칭찬했다. "그 해는 우리 분야의 종사자들에게 매우 힘든 한 해였기 때문에 이 점에 대해 긍정적인 소식을 전할 수 있어서 기쁩니다."

- ▶ 그러나, 이번 백신 랠리로 인해 모든 연기금이 연금을 삭감할 수 있었던 것은 아니었다. 식품 부문의 펀드인 LevensMiddelen은 11월 말에 86.9%의 기금적립률을 보였으며, 따라서 연말에는 거의 확실하게 90% 미만의 기금적립률을 보였다. 하지만, 여전히 70억 유로의 이 펀드는 여전히 삭감을 피할 수 있기를 희망하고 있다. 펀드 수탁자 Daan Muusers는 Het Financieele Dagblad와의 인터뷰에서 “불확실한 요인들”로 인해 연금을 삭감해야 할 필요가 있는지 여부를 아직 말하기 이르다고 말했다.
- ▶ 이 기금은 2주 후에 잠정적인 기금적립률을 발표할 것이다. “그러나 최종적인 수치가 나오는 3월 전에 그 기간 동안 정치적으로 무슨 일이 일어날 지 모르실 겁니다.” 라고 Muusers가 말했다.
- ▶ 야당인 노동당(PvdA)은 정부가 2021년 연금삭감을 아예 배제해야 한다고 거듭 주장했다. 총선은 두 달 남짓 후에 치러질 예정이다.
- ▶ 네덜란드 연기금 협회가 발표한 자료에 따르면, 청소부들을 위한 60억 유로 규모의 연기금인 Schoonmaak도 연말 잠정 기금적립률이 정확히 90%이기 때문에 연금을 삭감해야 할 수도 있다.
- ▶ 다른 두 펀드인 AVH와 Reiswerk도 기금적립률이 높은 다른 연기금과 합병하여 각각 9%와 18%씩 연금 삭감을 하겠다고 이미 발표한 바 있다.

〈 Vaccine rally saves Dutch pension funds from having to cut pensions 〉
<https://www.ipe.com/news/vaccine-rally-saves-dutch-pension-funds-from-having-to-cut-pensions/10049901.article>

Part II

Fed/Issue Watcher

미국 연방준비제도, 국제 금융기관 연구 및 최신 이슈

연방준비제도를 포함한 국제 금융기관(FRB, ECB, BOE, BOJ, IMF, WB, BIS, CEPR, NBER 등)에 게재된 최근 연구물 혹은 글로벌 언론기관의 최신 기사 중 흥미로운 주제를 하나 선정하여 깊이 있게 소개하고, 몇몇 주제들을 요약, 정리하였습니다.



ECB 정책발표에 대한 금융 시장의 민감도

* 경제정책연구소(CEPR)의 게시 내용을 요약, 편집했습니다. 저작권은 CEPR에 있습니다.

중앙은행의 정책발표는 금융시장에 상당한 영향을 미칠 수 있다. 이 칼럼은 ECB의 통화 정책 발표에 대한 다양한 자산 가격 및 기타 지표의 민감도를 조사한다. 채권 스프레드, 주가, 그리고 유로달러 환율은 시간이 지나면서 정책 발표에 더욱 민감해졌다. 마켓 서프라이즈의 변동성은 ECB스텐스가 긴축(tightening)일 때 보다 완화(easing)일 때 현저하게 높았다. 이는 ECB의 통화정책 발표가 시장 움직임을 좌우할 수 있는 중요한 요인이 되었다는 것을 시사한다.

- 시장 기대치가 합리적이라면, 시장 기대치는 정책 규칙이나 경제 상황에 의해 도출된 통화 정책 결과와 일치한다(Hoover and Jorda 2001). 이는 마켓 서프라이즈가 실제 통화 정책 결정에서 구조적으로 벗어나지 않는다는 것을 의미한다(합리적 기대 가설은 그러한 '실수'가 일시적임을 말한다). 그리고 이론상으로 통화를 중심으로 한 시장가격의 변화는 0 평균을 가지며, 추세가 없고, 변동성이 낮다. 그렇지만, 이 주장은 '정책 입안자가 시간 불변한 반응함수를 가졌다'는 강한 가정을 상정하고 있다는 점을 인지할 필요가 있다.
- 틀에 박히지 않고 새로운 통화정책의 사용은 기존 반응함수에 대한 전환을 유도할 수 있다. 이러한 변화는 통화정책 발표의 불확실성을 가중시키고 더 큰 예측 오류를 초래한다. 더욱이, 자산매입 프로그램(Asset Purchase Programme, APP)의 시행은 중앙은행 대차대조표를 상당히 확대시켰다. 이에 따라 ECB는 금융시장에서의 입지를 강화하고 있다. 이런 배경에서 본 연구는 시장의 기대가 통화 정책 결정에 더 민감해졌는지 여부를 탐구할 것이다.

■ 연구 접근법

- 본 연구는 ECB 통화 정책 결정이 금융 시장 가격에 미치는 영향을 조사하는 것을 목적으로 Altavilla et al. (2019)에 의해 구성된 유로 지역 통화 정책 이벤트 연구 데이터베이스(MPD)를 사용한다. 이 데이터베이스는 ECB 이사회 결정이 나온 직후 일일 자산 가격 변동으로 측정된 통화 정책 서프라이즈를 수집하기 때문에, 데이터는 순전히 ECB 정책 발표에 의한 영향을 보여준다고 할 수 있다(여기서 인과 관계의 방향은 통화 정책에서 자산 가격까지). 그리고 연구는 'Monetary Event Window' 주변의 자산 가격 변동에 초점을 맞추는데, 이는 'Press Release Window'와 'Press Conference Window'를 모두 포함한다.

- 연구는 세 가지 부표본으로 구분된다.

(i) 정책 금리가 주된 수단이었던 글로벌 위기 이전 기간

(1999년 1월 ~ 2007년 5월),

(ii) ECB가 비전통적인 정책수단을 사용했던 신용 위기 및 유로 지역 국가채무 위기 기간

(2007년 6월 ~ 2014년 12월)

(iii) 양적 완화가 구현된 기간

(2015년 1월 ~ 2020년 6월)

후자의 두 기간에 ECB는 자산 매입뿐만 아니라 정책금리에 대한 선제안내(forward guidance)를 제공했다.

통화 정책 서프라이즈의 민감성을 측정하기 위해 연구는 금융시장 서프라이즈 분포의 변동성을 검토한다. 그리고 분석은 6가지 자산 분류를 가지고 진행되었다: 무위험 OIS 금리(단기 1주(최대 1년), 중기(최대 2년) 및 장기(10년~20년) 비율, 이탈리아와 스페인의 OIS금리에 대한 국채 스프레드, STOXX50 지수, 유로달러 환율(1유로 당 미국 달러로 정의)

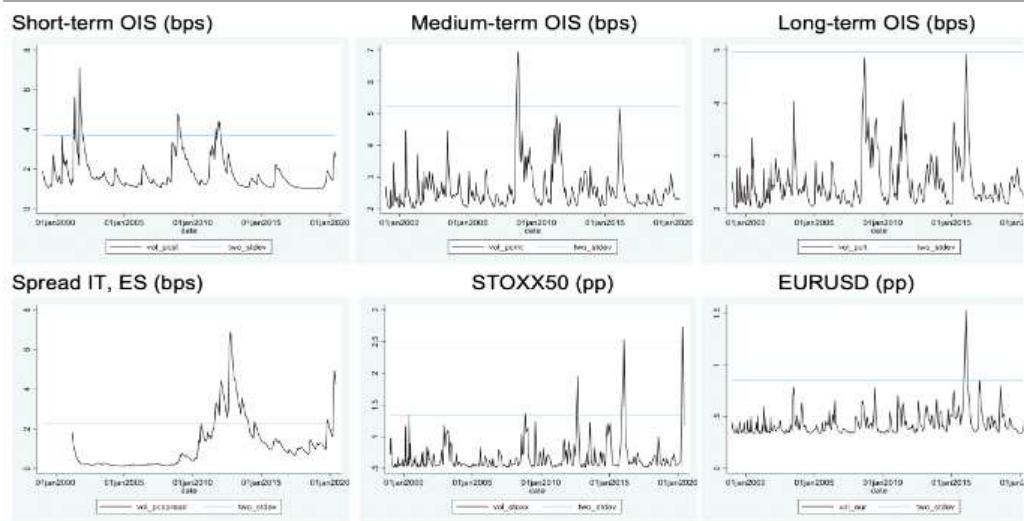
■ 마켓 서프라이즈의 변동성

- ECB 발표의 영향력은 금융 시장 서프라이즈의 변동성에 의해 측정된다. 높은 변동성은 통화 정책 변화에 따른 시장 가격의 높은 민감도를 반영한다. 이는 ECB의 의사소통이 금융시장에 강하게 영향을 미친다는 것으로 설명 가능하다. 높은 변동성은 또한 시장참여자들로 하여금 사전적으로 통화결정에 불확실성을 느끼게 하고 사후적으로는 큰 예측 오류와 극단적 반응들로 인해 큰 놀라움을 느끼게 만든다. 이는 곧 ECB의 대응 기능이 투자자들에게 종종 명확하지 않다는 것을 의미할 수 있다.

- 양적 완화 시대에는 단기 OIS금리의 변동성이 상당히 감소했다(그림 1). 단기 서프라이즈 아웃라이어는 이 기간 동안 빈번하지 않았다는 것의 또 다른 시사점은 분포의 평균으로 밀집되어 나타난다는 것이다(그림 2). 이러한 모습은 정책금리의 움직임이 적은 '실효하한(effective lower bound)'로 설명할 수 있다. 반면에, 2015년 양적 완화를 시작할 때 장기 OIS금리의 변동성은 높은 모습이지만, 이후 감소하였다(그림 1). 이는 시장이 처음에는 양적 완화에 기초한 ECB의 반응함수에 대해 불확실했지만, 이후 몇 년 안에 ECB에 적응한다는 것을 시사한다(양적 완화는 기간 프리미엄을 통한 장기 OIS 금리에 영향을 미침).

- 국채 스프레드 서프라이즈의 변동성은 2012년과 2015년 사이 그리고 올해에도 눈에 띄게 증가했다. 비슷한 맥락에서, 서프라이즈가 넓게 분포 되어 있다는 것은 글로벌 위기 이후 ECB의 발표로 극단적인 가격차 서프라이즈가 발생했음을 시사한다. 특히 2010년 이후 통화정책은 국채 매입에 의한 국채시장 안정을 목표로 하는 경우가 많았다. 그 결과, 중앙은행은 시장에 더 많이 진출하게 되었다. 평균 차이 검정에서 확인되었듯이, 글로벌 위기 이후 변동성과 극단 서프라이즈의 증가는 통화정책 발표에 따른 국채의 민감도가 증가했음을 나타낸다.

그림1 금융시장 서프라이즈의 조건부 변동성

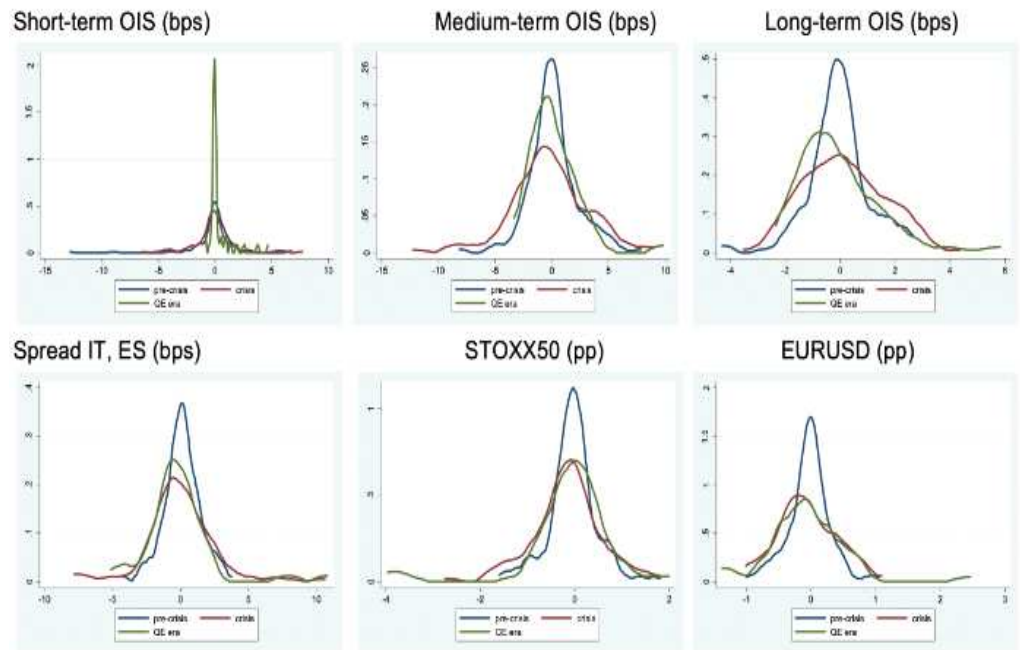


Note: conditional volatility is inferred from univariate GARCH (1,1) models.

자료: 연구진 계산, CEPR, 이베스트투자증권 리서치센터

- STOXX50과 유로달러 서프라이즈의 조건부 변동성 분포는 2010년 이후 다소 상승세로 전환되어 2020년에 정점을 찍었다(그림 1). 이는 변동성 분포의 상단 꼬리 부분에 있는 더 높은 극단값뿐만 아니라 더 높은 평균, 중위수 및 상위 25%로 나타난다. 즉, 통화 정책 결정은 서로 다른 자산 계층에 영향을 미치면서 더욱 중요한 '시장 움직임(market-moving)' 사건이 되었다. 대부분의 평균 차이 검정은 이 결과를 입증한다. 게다가, 주가 분포와 유로달러 서프라이즈는 글로벌 위기 이후 더 완만해졌다(그림 2). 통화 정책에 대한 자산 가격의 민감도 증가는 일반적으로 내재된 변동성 수준이 매우 낮은 환경에서 발생한다. 이는 시간이 흐르면서 금융 시장이 다른 사건들에 비해 통화 정책 사건들에 상대적으로 더 민감해졌음을 시사한다.

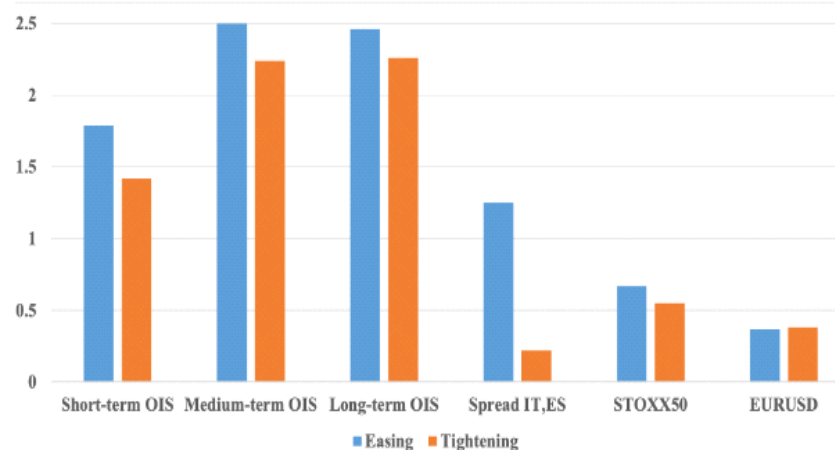
그림2 마켓 서프라이즈의 분포



자료: 연구진 계산, CEPR, 이베스트투자증권 리서치센터

- 금융 정책 결정을 긴축(tightening)한 후보다 완화(easing)된 후에 대부분의 자산에서 높은 변동성을 보인다는 것은 상당히 주목할 만하다(그림 3). 이는 부정적인 경제 전망을 가진 상황 속에서 시장 참여자들은 ECB가 완화적인 통화 정책의 스탠스를 가지고 응답한 반응함수에 대해 더욱 불확실함을 느낀다는 것을 나타낸다.

그림3 정책 스탠스에 의한 마켓 서프라이즈의 변동성(medians)



Note: The graph shows the medians of the conditional volatility for two policy stance episodes: easing (N=49) and tightening (N=20). The two-sample Wilcoxon rank-sum tests suggest that the medians are significantly different between easing and tightening episodes, for all asset classes except the exchange rate.

자료: 연구진 계산, CEPR, 이베스트투자증권 리서치센터

■ 결론

- 본 분석은 글로벌 위기 이후 자산 가격이 유로 지역의 통화 정책에 더 민감해졌다는 것을 보여준다. 금융시장과 경제의 하방 리스크를 완화시키는 데 금융완화 조치가 기여한 것 같지만 통화정책 자체는 시장 변동성의 더 큰 원천이 된 것으로 보인다. 이는 중앙은행의 명확하고 신중한 의사소통의 중요성을 강조하며 시장 참여자들이 중앙은행의 대응 기능을 잘 이해할 수 있도록 해야 함을 시사한다.

〈 Financial market sensitivity to announcements by the ECB〉
By Jan Willem van den End, Anna Samarina, CEPR, 2021.01.02.
<https://voxeu.org/article/financial-market-sensitivity-announcements-ecb>

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 신중호).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

Vol 118. 2021. 1. 4 (월) ~ 2021. 1. 10 (일)

이 자료는 미국 12개 연방준비은행, 국제 금융기관(IMF, BIS, BOJ, ECB, CEPR 등) 및 기타 연구센터에서 최근 게재한 연구물과 글로벌 집행기관들(연기금, 국부펀드, 대학기금 등)의 최신 동향을 정리 및 번역한 것입니다. 주요 국제 금융기관에서 두드러진 주제가 없는 주에는 해외 언론사, 운용사의 칼럼, 오피니언, 특집기사 등에서 발간기간에 제한 없이 눈에 띄는 주제를 요약, 인용, 편집을 거쳐 데이터를 덧붙여 정리했습니다.