

연준의 양적완화(QE) 정책 시행 효과와 종료에 따른 영향 전망

23 Jun. 2011 김중만, 김용준, 윤인구, 최성락

Summary

■ 1차 및 2차 양적완화 정책 시행 과정

○ 1차 양적완화(QE1)

- QE1은 버냉키 연준의장이 2008년 12월 2일 MBS 등 총 6,000억 달러의 자산매입 계획을 밝힘으로써 사실상 시작되었으며, 2008년 12월 17일에 개최된 FOMC 회의에서 제로금리와 함께 공식화
- 이후 2010년 3월까지 재무부증권 3,000억 달러, MBS 1조 680억 달러, 공공기관채 1,570억 달러 등 총 1조 5,250억 달러 규모의 자산을 순매입하고 종료되었음

○ 2차 양적완화(QE2)

- QE2는 2010년 9월 21일 FOMC 회의에서 보유 자산의 만기도래 회수분을 재투자하기로 결정하고, 2010년 11월 4일 FOMC회의에서 2011년 6월 말까지 장기국채를 6,000억 달러 추가매입하기로 결정함으로써 시작
- 이후 최근까지(6월 8일) 재무부증권을 7,380억 달러 순매수하였으며, 만기 도래에 따른 회수 등으로 MBS와 공공기관채는 각각 1,360억 달러, 320억 달러 감소하여 연준의 직접보유 증권은 5,700억 달러 증가

■ QE 정책 시행에 따른 효과에 대한 평가

○ 실물경제 영향?

- 경제성장률은 QE1 시행 초기인 2008년 4/4분기 연 -6.8%에서 1년 후인 2009년 4/4분기 5%로 회복되었고, 2010년 2/4분기에는 연 1.7%로 낮아졌으나 QE2가 시작된 2010년 4/4분기에는 3.1%로 회복되었음
- 이와 같이 볼 때 QE1 및 QE2 정책의 시행이 경기회복에 도움이 된 것으로 평가할 수도 있겠으나, 2009년 2월(7,872억 달러) 및 2010년 12월(7,215억 달러) 등 2차에 걸쳐 막대한 규모의 경기부양을 단행한 점을 감안할 때 큰 도움이 된 것으로 보기는 어려움

○ 장기금리 하락 유도에는 실패

- 10년 만기 국채의 유통수익률은 QE1 시행 직전인 2008년 11월 말 연 2.9% 내외에서 종료 직후인 2010년 4월 초 3.9% 내외로 상승하고, QE2 기간 중에도 연 2.6% 내외에서 한때 3.7% 내외까지 상승한 후 최근 3% 내외로 반락

- QE1 및 QE2 기간 중 큰 규모의 자산(채권)을 매입하였음에도 불구하고 장기금리가 상승한 이유는 통화공급 급증 우려로 인플레이션 기대가 상승하여 명목금리를 상승시키는 요인으로 작용한 때문
- 다만 QE1 기간 중에는 자산매입이 MBS, 공공기관채 등 모기지 관련 증권을 중심으로 이루어짐에 따라 30년 만기 고정모기지 금리가 1%p 내외 하락하였음

○ 주가에는 긍정적 영향

- S&P500지수는 QE1 기간 동안 30% 이상 상승하고, QE2 시행 이후에도 최근까지 10% 가까이 상승하였음
- 주가가 전반적으로 상승한 이유는 유동성장세가 지속되는 한편, 양적완화 정책의 시행으로 경기가 회복될 것으로 기대된 때문일 수도 있을 것임

○ 달러화 약세 요인

- 주요 7개 통화(유로, 엔 등 포함)에 대비한 달러화 명목실효환율은 QE1 기간 동안 10% 내외 하락하고 QE2 기간에도 5%가까이 하락하였음
- 또한 기타 19개 통화(한국 원, 중국 위안 등 포함)에 대비한 달러화 명목환율도 QE1과 QE2 기간 동안 각각 6%와 3% 정도 하락한 것으로 나타남
- 이에 따라 QE2 결정 당시 달러화 약세를 유도하기 위한 의도라는 중국, 브라질, 프랑스 등 주요국들의 비난이 어느 정도 타당한 것으로 인정할 수도 있을 것임

○ 금융경색 완화에 어느 정도 효과

- QE1 시행 직전에는 은행들이 기업 및 소비자 대출기준을 대폭 강화하는 등 금융경색이 극도에 달하였으나 종료 무렵에는 대출기준을 완화하기 시작하였고, 최근까지 대출기준 완화 추세가 지속되고 있음
- 이와 같이 볼 때 QE1 및 QE2 시행이 금융경색 완화에 어느 정도 도움을 준 것으로 인정할 수 있을 것임
- 그러나 모기지 대출의 경우 최근에 대출기준 강화의 정도가 QE1 시행 이전에 비해 낮아지기는 하였지만 아직까지 지속되고 있는 점을 감안할 때 금융경색 완화 효과가 제한적인 것으로 평가

■ QE 종료에 따른 영향에 대한 전망

○ QE3 가능성?

- 금년 1/4분기부터 경기회복 모멘텀이 상당 폭 약화되었는 바 남유럽 재정위기, MENA 사태 등의 영향으로 Double Dip에 빠져들 우려도 있기 때문에 연말을 전후하여 QE3 시행이 불가피할 것이라는 견해도 있음
- 그러나 작년 말부터 headline 인플레이션 압력이 증가하기 시작하고, 그간 QE1 및 QE2 정책을 시행한 결과 공급된 막대한 규모의 유동성이 인플레이션을 가속시키는 요인으로 작용할 수도 있기 때문에 연준으로서도 QE3까지 시행하기는 어려울 것임
- 다만 보유하고 있는 자산의 만기 회수분 재투자를 지속하는 한편 금리인상, 자산매각 등 출구전략 시행을 당초 예상보다 3~6개월 연기하며 당분간 관망세를 취할 것으로 예상(MS)

○ 채권시장 영향

- QE2 종료는 단기적으로 미국 국채에 대한 수요를 감소시켜 금리 상승 요인으로 작용하겠지만 상승의 폭은 제한적일 전망
- 미국 국채에 대한 국내외 투자수요가 견조세를 유지하고, QE2 종료로 인플레이션 기대가 하락할 경우 명목금리를 하락시키는 요인으로 작용

○ 주식시장 영향

- 유동성 공급 중단으로 위험용인 경향이 강화되면서 QE 기간 중 크게 상승했던 주식 등 위험자산의 가격에 대한 조정압력이 높아짐에 따라 주가는 당분간 약세를 유지할 가능성
- 하반기부터 미국의 경기 모멘텀이 다시 회복될 경우 단기 조정 후 점진적인 상승세로 돌아설 수도 있을 것으로 예상

○ 외환시장 영향

- QE2 이후 달러 자금 유동성 축소 기대 등으로 달러화가 단기적으로 강세를 유지할 것으로 전망
- 이후 ‘달러 캐리 트레이드’ 등으로 달러 약세 요인들이 재부각되겠지만, 연말을 전후하여 내년 중 연준의 금리인상 기대 증가 등으로 다시 강세 기조로 전환할 가능성

○ 금융시장 영향 전반에 대한 서베이 결과

- Bloomberg 통신이 시장참여자들을 대상으로 QE2 이후 금융시장 상황에 대해 설문 조사 결과 장기금리 상승, 주가 하락, 달러 강세 전망이 우세한 것으로 나타남

■ 1차 및 2차 양적완화 정책 시행 과정

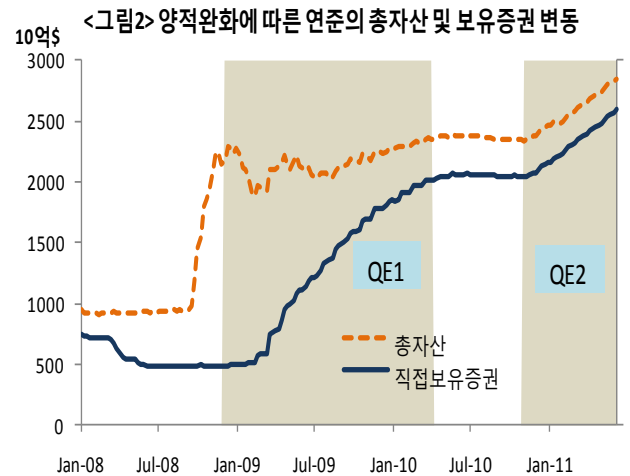
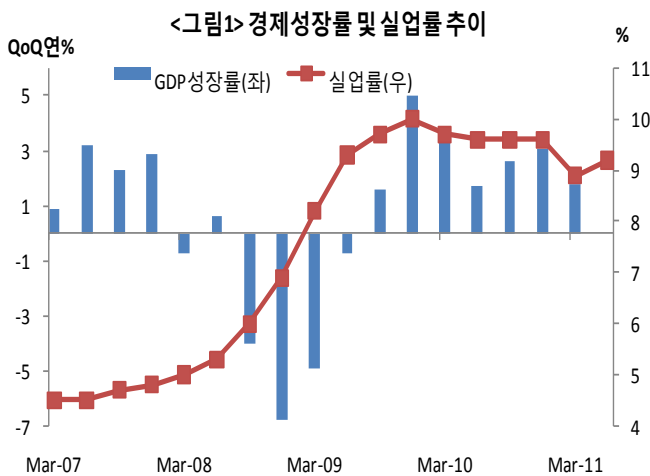
○ 1차 양적완화(QE1)

- QE1은 버냉키 연준의장이 2008년 12월 2일 MBS 5,000억 달러, 공공기관채(agency security) 1,000억 달러 등 도합 6,000억 달러의 자산매입 계획을 밝힘으로써 사실상 시작(<표 1> 참조)
- 2008년 12월 17일에 개최된 FOMC 회의에서는 정책금리인 Fed Funds 금리를 0~0.25%로 인하하고 양적완화 정책을 공식화
- 2009년 3월 18일에 개최된 FOMC 회의에서는 자산매입 규모를 MBS 1조 2,500억 달러, 공공기관채 2,000억 달러, 장기국채 3,000억 달러 등 총 1조 7,500억 달러로 확대하기로 결정
- 2009년 8월 12일에 개최된 FOMC 회의에서는 자산매입 종료 계획을 밝혔는 바, 장기국채 매입은 2009년 10월까지, MBS 및 공공기관채 매입은 2009년 연말까지 종료하기로 결정
- 2009년 11월 4일 FOMC 회의에서는 MBS 및 공공기관채의 매입 시한을 2010년 3월 말까지로 연장하고, 공공기관채의 매입 규모를 1,750억 달러로 축소(매입 대상 채권 소진)
- 2009년 12월 16일에 개최된 FOMC 회의에서는 유동성 공급을 위해 가동되었던 ACPM, CPFF, PDCF, TSLF 비상 조치의 종료 계획과 함께 유동성 회수 일정을 밝히는 동시에 2010년 3월 말로 자산매입 종료 재확인

○ 2차 양적완화(QE2)

- 2010년 7월 21일에 개최된 Humphrey-Hawkins 증언에서 버냉키 연준의장은 경기부양을 위해 필요할 경우 추가 조치를 취할 준비가 되어있다고 밝혀 QE2 가능성 시사
- 2010년 3월 말에 종료된 양적완화 정책을 재개하기로 결정한 이유는 2010년 2/4분기 경제성장률이 연 1.7%로 둔화되고 6월 이후 고용이 감소세로 반전함에 따라 실업률이 7월 중 9.5%에서 11월에는 9.8%로 반등하는 등 고용상황이 다시 악화되는 조짐을 보인 때문(<그림 1>)
- 2010년 9월 21일에 개최된 FOMC 회의에서는 우선 이미 보유하고 있는 증권의 만기 회수분을 재투자하기로 결정
- 2010년 11월 4일에 개최된 FOMC 회의에서는 2011년 2/4분기 말까지 장기국채 6,000억 달러를 매입하기로 결정
- 2011년 4월 27일에 개최된 FOMC 회의에서는 장기국채 6,000억 달러 매입을 동년 6월까지 종료할 것임을 재확인하고 출구전략 시행 윤곽과 함께 자산 정상화의 원칙을 제시

Issue Analysis



○ 연준의 직접보유 증권 대폭 증가

- QE1 및 QE2 정책을 시행한 결과 연준이 RP 등의 담보로 취득한 증권 이외에 직접 보유하는 증권의 규모가 대폭 확대되고 포트폴리오를 구성하는 자산의 종류도 국채인 재무부증권을 포함하여 MBS와 공공기관채로 다양화 되었음
- QE1이 종료된 2010년 3월 31일 연준의 직접보유 증권의 총 규모는 2조 140억 달러로 QE1 시행 직전인 2008년 11월 26일에 비해 1조 5,250억 달러 증가하였는 바,
- 재무부증권이 3,000억 달러 증가하는 한편 MBS가 1조 680억 달러, Fannie Mae, Fraddie Mac 등이 발행한 공공기관채가 1,570억 달러 증가하여 자산매입이 모기지 관련 증권을 중심으로 이루어 진 것을 알 수 있음

<표> 1차 및 2차 양적완화 기간 중 연준의 직접보유 증권 규모 변화

(단위: 10억 달러)

1차 양적완화(08년 12월 2일~10년 3월 31일)					2차 양적완화(10년 11월 4일~11년 6월 30일)				
	재무부 증권	MBS	공공 기관채	합계		재무부 증권	MBS	공공 기관채	합계
08/11/26(직전)	477	-	12	489	10/10/27(직전)	838	1,051	150	2,039
10/3/31(직후)	777	1,068	169	2,014	11/6/15(최근)	1,576	915	118	2,609
변 동	+300	+1,068	+157	+1,525	변 동	+738	-136	-32	+570

자료: Federal Reserve Board

- 한 가지 특기할 사실은 QE1 기간 동안 연준의 직접보유 증권이 대폭 증가하였음에도 불구하고 지준(reserve) 관련 자산 총액은 2008년 11월 26일 2조 1,460억 달러에서 2010년 3월 31일 2조 3,490억 달러로 2,030억 달러 증가하는데 그친 점임(<그림 2>)

Issue Analysis

- 이는 자산매입을 통해 시장에 유동성을 공급하는 한편 ACPM, CPFF, PDCF, TSLF 등 비상조치를 통해 공급했던 유동성을 회수한 때문
- QE2 기간 중에는 재무부증권이 7,380억 달러 증가한 반면 MBS와 공공기관채는 각각 1,360억 달러, 320억 달러 감소하여 자산매입이 국채를 중심으로 이루어졌음
- QE2 중에는 직접보유 증권이 5,700억 달러 증가한 데 대해 지준 관련 총자산의 규모는 2조 3,420억 달러에서 2조 8,700 달러로 5,280억 달러 증가하였음(<그림 2>)

■ 양적완화 시행 결과 실물경제 및 금융시장 미친 영향

○ 실물경제 영향?

- 경제성장률은 QE1 시행 초기인 2008년 4/4분기 연 -6.8%에서 2009년 3/4분기에는 연 1.6%로 회복되고 1년 후인 2009년 4/4분기에는 5%로 높아진 후 2010년 1/4분기에는 3.7%로 다소 하락하였음
- 실업률은 2008년 3/3분기 6%에서 2009년 4/4분기 10%까지 상승한 후 2010년 1/4분기에는 9.7%로 낮아졌음
- QE1 종료 이후 2010년 2/4분기 경제성장률은 연 1.7%로 낮아졌으나 QE2가 시행된 2010년 4/4분기에는 연 3.1% 회복된 후 2011년 1/4분기에는 연 1.8%로 다시 하락하였음
- 실업률은 2010년 2/4분기부터 같은 해 4/4분기까지 3분기 연속 9.6%에 머문 후 2011년 1/4분기에는 8.9%로 하락하였으나 2011년 5월에는 9.1%로 반등하였음
- 이와 같이 볼 때 QE1 및 QE2 정책의 시행이 실물경제 회복에 어느 정도 기여한 것으로 평가할 수도 있을 것임
- 그러나 2009년 2월 7,872억 달러, 2010년 12월 7,215억 달러 등 2차에 걸친 재정을 동원한 대규모 경기부양을 감안할 때 양적완화 정책의 시행에 따른 경기부양 효과가 컸던 것으로 평가하기는 어려워 보임

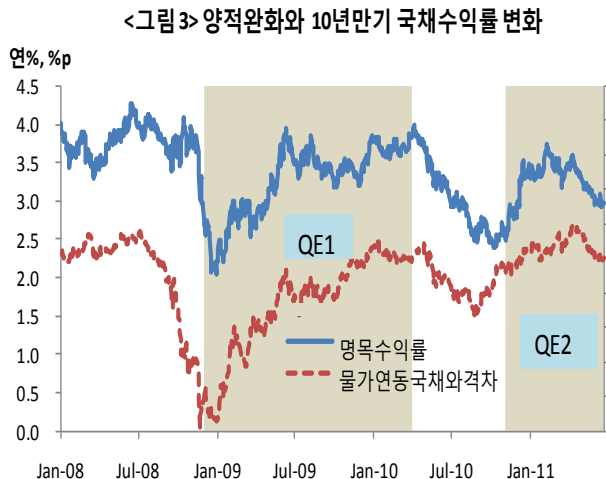
○ 장기금리 하락 유도에는 실패

- QE1 및 QE2 기간 동안 막대한 규모의 국채와 모기지 관련 증권을 매입하였음에도 불구하고 장기금리는 오히려 상승한 것으로 나타남(<그림 3>)
- 지표금리인 10년 만기 국채의 유통수익률은 QE1 시행 직전인 2008년 11월 말 연 2.9% 내외에서 종료 직후인 2010년 4월 초 3.9% 내외로 100bp 가까이 상승하였음



Issue Analysis

- QE2 기간 중에는 10년 만기 국채의 유통수익률이 2010년 10월 말 연 2.6% 내외에서 2011년 2월 3.7% 내외까지 상승한 후 최근에는 3% 내외로 반락



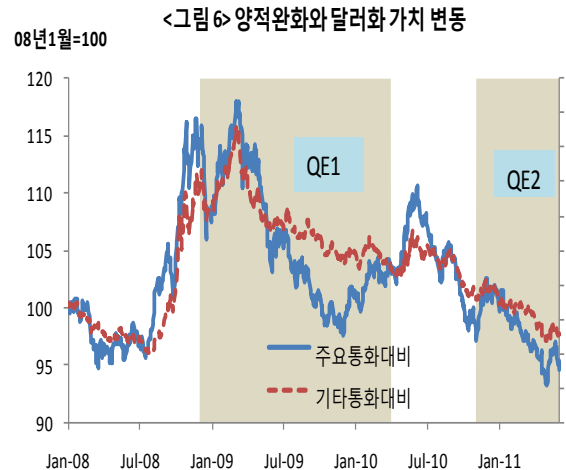
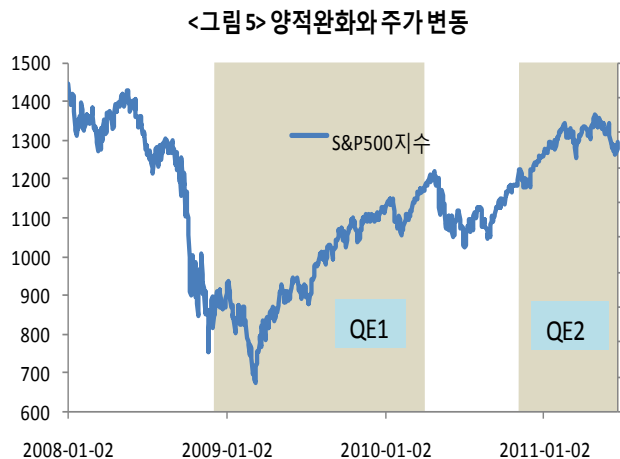
- 연준의 자산매입에도 불구하고 금리가 오히려 상승한 원인은 자산매입에 따른 통화공급 확대에 의해 장기 인플레이션 기대가 상승하고 이는 다시 명목금리 상승 요인으로 작용한 때문
- 장기 인플레이션 기대의 변동을 반영하는 10년 만기 일반국채와 물가연동국채 사이의 수익률 격차는 2008년 11월 말 0.35% 포인트 내외에서 2010년 4월 초 2.3% 포인트 내외로 확대되고, QE2 기간에는 2010년 10월 말 2.1% 포인트 내외에서 2011년 3월 초 2.5% 내외까지 확대된 후 최근에는 2.25% 포인트 내외로 축소되었음(<그림 3>)
- 30년 만기 고정 모기지 금리는 2008년 11월 말 연 6% 내외에서 2010년 4월 초 5% 내외로 하락하였는 바(<그림 4>), QE1 기간 동안 지표금리인 10년 만기 국채 수익률의 상승에도 불구하고 모기지 금리가 하락한 이유는 자산매입이 MBS 및 공공기관채 등 모기지 관련 채권을 중심으로 이루어진 때문으로 해석
- QE2 기간 중에는 자산 매입이 장기 국채를 중심으로 이루어지고 모기지 관련 증권에 투자된 금액은 일부 회수됨에 따라 장기 모기지 금리는 상승하였음

○ 주가에는 긍정적 영향

- QE1 및 QE2 기간 모두 주가는 상승하였는 바, S&P500 지수는 2008년 11월 말 890 내외에서 2009년 3월 초 690 내외까지 하락한 후 2010년 4월 초에는 1,190 내외로 QE1 직전에 비해 30% 이상 상승하였음

Issue Analysis

- QE2 기간 중에는 시행 직전인 2010년 10월 말 1,180내외에서 2011년 4월 말 1,360 이상까지 상승한 후 최근에는 1,290 내외로 반락하였음
- 이와 같이 주가가 상승한 데에는 연준의 자산매입으로 유동성 장세가 형성되고, 양적완화 정책의 시행으로 경기가 회복될 것으로 기대된 때문인 것으로 해석



○ 달러화 약세 요인으로 작용

- QE1 및 QE2 기간 모두 달러화의 실효환율은 하락한 것으로 나타남. 주요 7개 통화(유로, 엔, 파운드, 캐나다 달러, 호주 달러, 스위스 프랑, 스웨덴 크로나) 대비 달러화 명목실효환율은 2008년 11월 말 114(2008년 1월 평균=100) 내외에서 등락을 거듭한 후 2010년 4월 초에는 103 내외로 QE1 직전에 비해 10% 가량 하락하였고(<그림 6>),
- QE2 기간 동안 주요 통화에 대한 달러화의 명목실효환율은 2010년 10월 말 99 내외에서 2010년 12월 중순 101 내외로 소폭 상승한 후 최근에는 95 내외로 하락하였음
- 한국 원, 중국 위안, 브라질 헤알, 멕시코 페소 등을 포함한 19개 기타 통화에 대한 달러화 명목실효환율도 2008년 11월 말 110 내외에서 2010년 4월 초 103 내외로 하락하고, 2010년 10월 말 101 내외에서 최근 98 내외로 하락하는 등 QE1 및 QE2 기간 모두 하락한 것으로 나타남
- 이와 같이 볼 때 QE2 계획 발표 당시 중국, 브라질, 프랑스, 독일 등 주요국들이 달러화 약세를 유도하려는 의도라는 비난이 어느 정도 타당한 것으로 인정할 수도 있을 것임

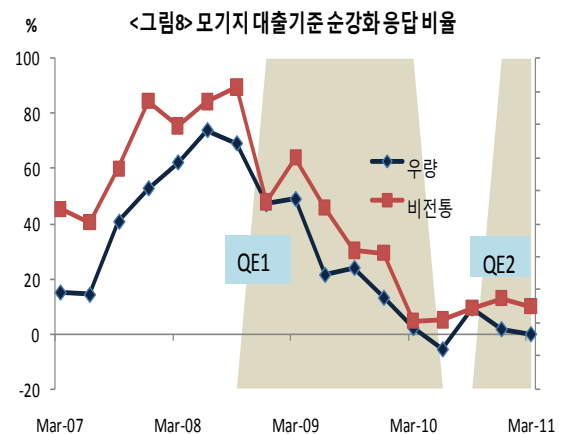
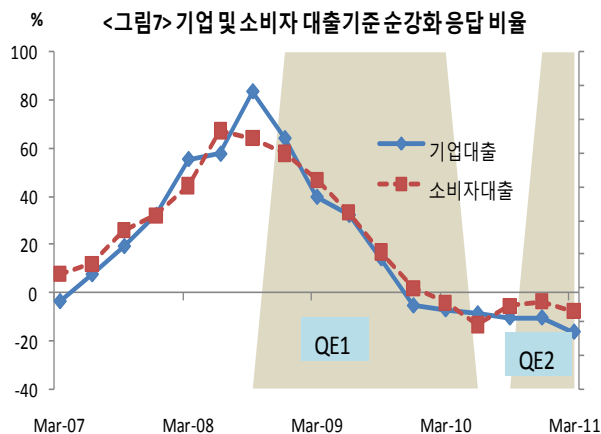
○ 금융경색 완화에 어느 정도 효과

- 연준이 주요 은행 대출담당 임원들을 대상으로 설문조사를 한 결과 QE1 직전인 2008년 3/4분기 중에 기업 및 소비자 대출 기준을 전분기에 비해

Issue Analysis

순강화(강화>완화) 했다는 응답의 비율이 각각 83.6%와 64.1%로 나타나 금융경색의 정도가 절정에 달한 것으로 파악되었음

- 기업 및 소비자 대출기준의 순강화 응답비율은 하락을 지속하여 QE1이 종료된 2010년 1/4분기에는 각각 -7.1%와 -4.0%로 전환하여 전분기 대비 완화했다는 응답의 비율이 강화했다는 응답에 비해 많았던 것으로 나타났음(<그림 7>)



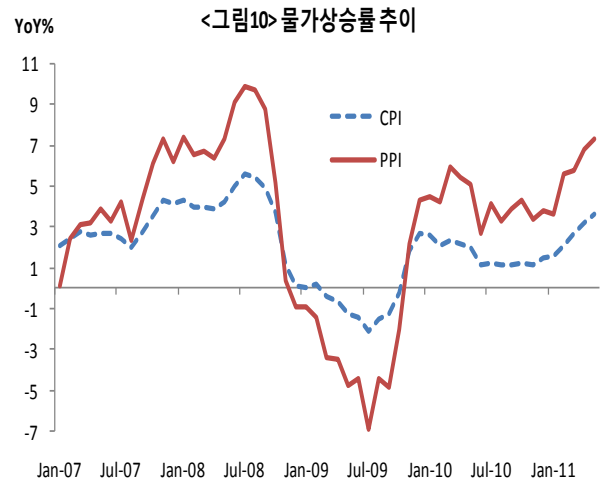
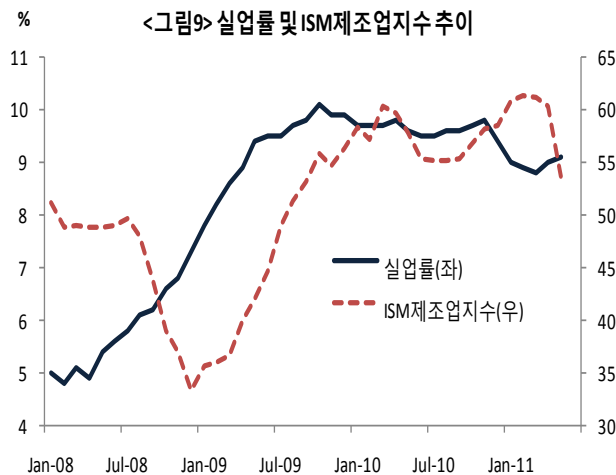
- 이후 최근까지 기업 및 소비자 대출기준 순강화 응답의 비율은 계속 마이너스를 기록하고 있는바, 이와 같은 조사 결과를 기준으로 판단할 때 QE1 및 QE2 정책 시행이 금융경색 해소에 일정부분 기여한 것으로 평가할 수 있을 것임
- 그러나 모기지 대출기준의 경우 전분기 대비 순강화 응답의 비율이 QE1 이전에 비해 낮아지기는 하였지만 최근에도 플러스를 기록하는 등 모기지 금융시장의 경색 해소 효과는 제한적인 것으로 평가(<그림 8>)

■ QE2 종료에 따른 금융시장 영향 전망

○ QE3 추진 필요성 주장 대두

- 5월 중 비농업 고용 증가가 5만 4천 명에 그쳐 4월의 23만 2천 명에 비해 대폭 축소되는 한편 실업률은 3월 중 8.8%에서 5월 중 9.1% 반등하는 등 고용상황이 다시 악화되는 조짐(<그림 9>)
- ISM제조업지수가 4월 중 60.4에서 5월 중 53.5로 큰 폭 하락하고, 4월 중 제조업 생산과 신규주문이 각각 0.4%, 1.2% 감소하는 등 생산활동 둔화
- 기존주택 판매가 3월 중 연 509만 채에서 4월 중 505만 채로 감소하고 신규주택 건설착공은 연 58.5만 채에서 52.3만 채로 감소하는 한편 전국 주택가격은 작년 3/4분기부터 금년 1/4분기까지 3분기 연속 하락하는 등 주택경기 회복이 지연되고 있음을 시사

Issue Analysis



- 최근 경제지표가 예상보다 부진한 것으로 나타남에 따라 주요 IB들은 2/4분기 중 경제성장 전망치를 4월 FOMC 회의 당시 3.5% 내외에서 2.5% 내외로 하향 조정하는 등 Soft Patch가 길어질 것으로 우려(<표 2>)
- 남유럽 재정위기가 악화되고, 중국 등 신흥국들의 긴축정책으로 경기가 위축되는 한편 MENA 지역 정정불안 고조로 원유 가격이 다시 급등할 경우 미국을 비롯한 세계경제가 다시 침체에 빠질 것으로 우려
- 이에 따라 뉴욕 대학의 Roubini 교수 등 일부 인사들은 연말에 연준이 양적완화 정책을 다시 추진할 수 밖에 없을 것이라고 주장

<표 2> 주요 IB들의 미국 경제성장 전망

(단위: 전기 대비 연 %)

	2011					2012		
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2Q	연간
UBS	1.8 (실적)	2.5	3.5	3.0	2.6	-	-	2.7
Goldman Sachs		2.0	3.3	3.3	2.6	3.0	3.0	3.2
Morgan Stanley		2.7	3.9	4.0	2.7	2.6	2.6	3.2
JP Morgan		2.0	3.0	3.0	2.4	2.0	3.0	2.8
Barclay's Capital		2.0	3.0	3.5	2.5	3.5	3.5	3.4
Bloomberg 조사		2.3	3.2	3.2	2.7	2.8	-	3.0

자료: 각 해당 IB 및 Bloomberg 통신

○ 실제로 QE3까지 갈 가능성은 높지 않은 것으로 평가

- 원유 가격 급등, 일본 부품 조달 애로 등의 영향으로 경제가 1/4분기부터 soft patch에 빠져들었지만 하반기에는 이들 요인이 해소됨에 따라 경제성장률이 3% 내외로 회복될 것이라는 전망이 다수(<표 2>)



Issue Analysis

- 소비자물가(CPI)의 연간 상승률이 작년 11월 1.1%에서 금년 5월 3.6%로 빠르게 상승하여(<그림10>) 인플레이션 압력이 증가하고 있고, 연준의 자산 규모가 금융위기 이전 0.9조 달러에서 최근 2.9조 달러로 대폭 증가한 것도 결국 인플레이션 압력 요인으로 작용할 것으로 우려
- QE2 결정 당시 중국, 브라질, 독일, 프랑스 등 주요국 들이 달러화 약세를 유도하기 위한 의도라며 강하게 반발했던 것과, 최근 AP 통신이 경제학자들을 대상으로 설문조사를 한 결과 압도적인 다수(95%)가 더 이상의 양적완화는 안된다고 경고한 것도 부담으로 작용
- 이에 따라 연준으로서도 QE3까지 가기에는 위험부담이 크기 때문에 당분간 인내심을 발휘하며 지켜 볼 것으로 예상(Barclay's Capital)
- 다만 이미 보유 중인 자산 만기 회수분의 재투자를 지속하면서 금리인상 및 자산매각 등 출구전략의 시행 시기를 당초 예상보다 3개월 내지 6개월 정도 지연시킬 가능성이 높은 것으로 평가(Morgan Stanley)

○ 채권시장 영향

- QE2 종료는 단기적으로 미국 국채에 대한 수요를 감소시키는 요인으로 작용하지만 이에 따른 금리 상승의 폭은 제한적일 전망
 - 연준의 장기국채 직매입 수요 소멸, 정부 재정건전성 관련 우려 확산 등으로 장기금리 상승압력이 증가할 것으로 예상. 그러나 외국 중앙은행을 비롯한 해외의 투자 수요와 함께 국내의 투자 수요도 견조세를 유지함에 따라 상승 폭은 제한적일 가능성
 - QE2 종료 후 금년 하반기 국채 순발행액은 6,500억 달러 정도로 상반기 대비 약 22% 감소할 것으로 예상되는 등 국채의 공급 감소는 금리 하락 요인으로 작용
 - QE2 이후에도 연준은 MBS 만기 회수분 월 150~180억 달러를 국채에 재투자할 것으로 예상
 - 채권형 펀드로의 자금유입은 작년 4/4 분기에 감소하는 모습을 보였으나 금년 1/4 분기에 다시 유입되는 등 뮤추얼 펀드 등의 채권 투자가 견조한 것으로 파악. 특히 해외 중앙은행들은 작년에 미국 국채를 6,970억 달러 순매입한데 이어 금년에도 3,750억 달러 정도 순매입 예상(BoA-Merrill Lynch)
- QE2 종료로 유동성 공급이 점차 축소될 것으로 예상됨에 따라 인플레이션 기대가 하락할 경우 명목금리를 하락시키는 요인으로 작용할 가능성

○ 주식시장 영향

- 유동성 공급 중단으로 위험용인 경향이 강화되면서 QE 기간 크게 상승했던 주식 등 위험자산의 가격에 대한 단기조정 압력이 높아질 것으로 예상



Issue Analysis

- 그간 달러자금 차입이 용이해지면서 선진국 및 신흥국 주식, 원자재 등 글로벌 경기사이클에 민감한 자산에 대한 투기적 수요 급증하였으나 QE2 종료로 이익실현 욕구가 커질 전망
- 특히 연준의 자산 가격 부양 의지에 기댄 기대수익률 극대화 전략이 주가 상승을 이끈 주된 요인이었으나 이미 5월 이후부터 QE2 종료에 대한 불안이 시장에 반영되고 있는 것으로 평가
- 단기조정 후 하반기부터 미국의 경기 모멘텀이 다시 회복될 경우 점진적인 상승세로 돌아설 수도 있을 것임
 - 최근 주요국 경제지표 둔화는 일시적인 현상일 가능성이 높아 보이며 하반기에 회복될 경우 위험 선호 경향이 강화될 것으로 예상(JP Morgan)
 - 연준은 보유 자산 만기 회수분의 재투자를 지속하는 등 통화정책의 기조가 상당 기간 완화적으로 유지될 것으로 보여 풍부한 글로벌 유동성 환경이 급격히 바뀌지는 않을 것으로 예상(Credit Suisse)
 - 다만 미국의 경기둔화가 예상보다 길어지거나 신흥국 긴축압력이 추가로 고조될 경우 추가 조정의 기간이 길어지고 조정의 폭이 확대될 가능성도 상존

○ 외환시장 영향

- QE2 이후 달러화는 달러 유동성 축소 기대 등으로 단기적으로 강세를 유지할 것이라는 전망이 다수. 강세의 폭과 기간은 유럽 재정위기의 진행과정 및 해결 여부에 따라 달라질 전망
 - 과거 두 차례의 QE 기간 동안 달러화가 약세를 나타냈었던 학습효과 등으로 QE2 종료 자체를 달러 강세 재료로 인식하려는 경향이 나타날 전망
 - QE2 종료 이후 안전자산 선호 경향(Flight to Quality) 강화에 따른 해외자산에 대한 투자수요 감소가 달러 강세 요인으로 작용할 가능성(Deutsche Bank, Morgan Stanley 등)
 - 특히 최근 유럽 재정불안으로 촉발된 안전자산 선호경향 강화로 달러화 강세가 가속될 수도 있을 것임(과거 유럽재정 불안 시점 마다 달러화는 어김없이 강세)
- 달러 강세가 단기간 지속된 후 약세 요인들이 재부각되며 일시적으로 약세로 돌아선 후 연말을 전후하여 다시 강세 기조로 전환할 가능성
 - 연준의 제로금리 정책이 당분간 지속됨에 따라 달러화 자금을 낮은 금리에 조달하여 해외 고수익 자산에 투자하는 ‘달러 캐리 트레이드’ 수요가 달러 약세를 견인할 가능성(Dow Jones)
 - 그러나 연말을 전후하여 2012 년 연준의 금리인상 기대가 커지면서 약세요인은 점차 희석되고 강세 추세로의 전환 시도가 나타날 것으로 예상

Issue Analysis

○ 금융시장 영향에 대한 서베이 결과

- 시장참가자들은 QE2 종료 이후 금리 상승, 주가 하락, 달러 강세 상황이 나타날 것으로 예상하고 있는 것으로 나타남
 - Bloomberg 통신이 5월 13일 금융시장 거래자 및 시장분석가 등 1,263 명을 대상으로 설문조사를 한 결과, QE2 이후 10년 만기 국채의 금리가 상승할 것이라는 응답의 비율은 54%로 나타난 반면 하락할 것이라는 응답의 비율은 17%였음(<표 3>)
 - S&P500 지수가 하락할 것이라는 응답의 비율은 43%, 상승할 것이라는 응답의 비율은 17%로 주가는 하락할 것이라는 전망이 우세
 - 달러 가치가 상승할 것이라는 응답과 하락할 것이라는 응답의 비율은 각각 43%와 26%로 나타나 달러는 강세를 유지할 것이라는 전망이 우세

<표 3> QE2 종료에 따른 금융시장 영향 관련 서베이 결과

	상승	하락	보합
10년 국채 금리	54%	17%	26%
S&P 주가	17%	43%	37%
달러 가치	43%	26%	26%

자료: Bloomberg 통신

당 센터의 사전 동의 없이, 상업상 또는 다른 목적으로, 본 보고서 내용을 전재하거나 제 3 자에게 배포하는 것을 금합니다. 당 센터는 본 자료 내용에 의거하여 행해진 투자행위 등에 대하여 일체 책임을 지지 않습니다. 문의: 02-3705-6247 혹은 cmkim@kcif.or.kr, 홈페이지: www.kcif.or.kr



<부표1> 연준의 양적완화 정책 관련 주요 일지

- 2008년 12월 2일 버냉키 의장 연설: 6,000억 달러(MBS 5,000억 달러, 공공기관채 1,000억 달러) 자산 매입 계획 밝힘, 사실상 양적완화 시작
- 2008년 12월 17일 FOMC 회의: Fed Funds 금리 0~0.25%로 인하함과 동시에 양적완화 정책으로 전환 공식 인정. MBS 및 공공기관(agency securities)채 매입 한도 확대 가능성 시사
- 2009년 1월 28일 FOMC 회의: 필요할 경우 장기국채도 매입 대상에 포함
- 2009년 3월 18일 FOMC 회의: 양적완화를 위한 자산 매입 규모 1조 7,500억 달러로 확대(MBS 1조 2,500억 달러, 공공기관채 2,000억 달러, 장기국채 3,000억 달러)
- 2009년 7월 21일 Humphrey-Hawkins 증언: 버냉키 의장 출구전략 윤곽 제시
- 2009 8월 12일 FOMC 회의: 자산매입 시한 제시, 장기국채 매입은 2009년 10월말까지, MBS 및 공공기관채 매입은 연말까지
- 2009년 11월 4일 FOMC 회의: 자산매입 계획 조정, MBS 매입 시한 2010년 1/4분기까지로 연장, 공공기관채 매입한도 1,750억 달러로 축소
- 2009년 12월 16일 FOMC 회의: ACPM, CPFF, PDFC, TSLF 등 비상조치 종료 및 유동성 회수 일정 제시
- 2010년 2월 10일: MBS 및 공공기관채 매입 2010년 3월 말 종료 재확인
- 2010년 7월 21일 Humphrey-Hawkins 증언: 경제 불확실성 증대, 필요할 경우 추가 조치를 취할 준비(추가 양적완화 시사)
- 2010년 9월 21일 FOMC 회의: 현재 보유중인 자산의 만기 도래로 회수되는 부분 재투자. 필요할 경우 추가 양적완화 준비
- 2010년 11월 4일 FOMC 회의: 2011년 2/4분기까지 장기국채 6,000억 달러 매입, 필요할 경우 추가 매입
- 2011년 3월 15일 FOMC 회의: 2011년 6월 말까지 6천억 달러 자산 매입 완료 후 종료. 만기 회수분은 재투자
- 2011년 4월 27일 FOMC 회의: 2011년 6월 말까지 6,000억 달러 자산 매입 완료 후 종료 재확인. 출구전략 윤곽 및 자산 정상화 원칙 제시
- 2011년 6월 22일 FOMC 회의: QE2 6월 말 종료 재확인. 보유 자산 만기 회수분 재투자 지속