

2020. 3. 24

연준의 무제한 QE 및 회사채 유동성 지원 프로그램 평가

글로벌경제부(3705-6238)

- [이슈] 연준은 3/23일 ① 국채 및 MBS 무제한 매입 ② 회사채 시장 유동성 공급 기구 및 TAF 설치 ③ 주/지방정부 신용여건 개선(기존 MMLF 및 CPFF 확대) ④ 중소기업 대출기구 신설 추진 ⑤ 은행 손실흡수능력(MAC) 완화 등 추가 대책을 발표
- [평가] 연준이 할 수 있는 모든 조치를 다한 것(Fed do whatever it takes/OE), 회사채 유동성 공급이 완전한 해결책은 아니나 유용할 것(UBS). 연준이 디폴트 위험을 안게 될 우려(전 미네아폴리스 연은 총재)
 - 미 투자등급 회사채 시장(\$8조) 감안시 이번 조치는 상대적으로 미미. 추가 확대 가능성(Citi)
- [전망] BBB 등급 기업들의 신용등급 강등 위험 축소 등 미 채권시장의 불안 완화에 기여할 것. 무제한 양적완화는 미래 국채발행 증가 기대로 이어져 금리상승 요인이 될 소지
- [시사점] 연준의 고무적 조치 불구 미국내 코로나19 확산(최소 4월은 지나야 완화 기대)과 실물경제 악화를 감안할 때 단기내 금융시장 안정으로 이어질 지는 불확실

- [이슈] 연준은 3/23일 ① 국채 및 MBS 무제한 매입 ② 회사채 시장 유동성 공급 기구 및 TAF 설치 ③ 주/지방정부 신용여건 개선(기존 MMLF 및 CPFF 확대) ④ 중소기업 대출기구 신설 추진 ⑤ 은행 손실흡수능력(MAC) 바울 완화 등 추가 대책을 발표<표1>

- 국채 및 MBS(CMBS 포함) 무제한 매입 : 시장기능의 정상화, 금융여건 및 경제 안정 등을 위해 자산매입 지속. 특정 기간을 명시하지 않아 사실상 무제한 매입으로 간주
- 회사채 시장 유동성 공급 : 기업 및 소비자 신용 제공을 위해 SPV를 설립하여 회사채 발행 및 대출, 회사채 및 ETF 매입 지원. PMCCF, SMCCF, TAF 등 이날 새로 발표된 유동성 프로그램의 규모는 총 \$3,000억이며 재무부는 환율안정기금(ESF) 중 \$300억을 출자

※ 연준법 13 조 3 항(비정상적인 위중한 상황 발생시 비예금 금융기관에 대한 신용공여 허용)에 따라 재무부장관 승인(도드-프랭크법에 규정된 절차)을 거쳐 시행

- **PMCCF(Primary Market Corporate Credit Facility)** : 신규 회사채 발행 및 대출 지원
 - 투자등급 기업들이 대상이며 4년간의 브리지 파이낸싱 제공. 차입자들은 대출 후 첫 6개월 동안 이자 및 원금상환 유예 가능하며 연준의 재량에 따라 연장도 가능
- **SMCCF(Secondary Market Corporate Credit Facility)** : 유통시장에서 만기 5년 이내의 투자등급 회사채와 미 상장 투자등급 회사채 ETF 매입

- **TALF(Term Asset-Backed Securities Loan Facility) 설치**: 학자금자동차 신용카드 대출, 중소기업청(SBA) 보증 대출 등을 담보로 한 ABS 발행 지원
- **주지방 정부 신용여건 개선**: 기 시행중인 MMLF 및 CPFF 지원대상을 확대
 - **MMLF**: 변동금리 지방채(VRDNs), 은행 CD 등 다양한 유형의 증권 포함
 - **CPFF**: 높은 등급 혹은 면세 CP를 지원 대상에 추가하고 적용금리 인하
- **MSBLP(Main Street Business Lending Program) 신설 추진**: 중소기업 대출 지원 등 목적
- **손실흡수능력(TLAC) 완화**: 은행들의 대출 증가를 통한 가계 및 기업 유동성 공급 도모
 - 금융시스템상 중요한 은행들이 부실에 대비하여 충분한 손실흡수를 위해 쌓아야 하는 추가 자본금

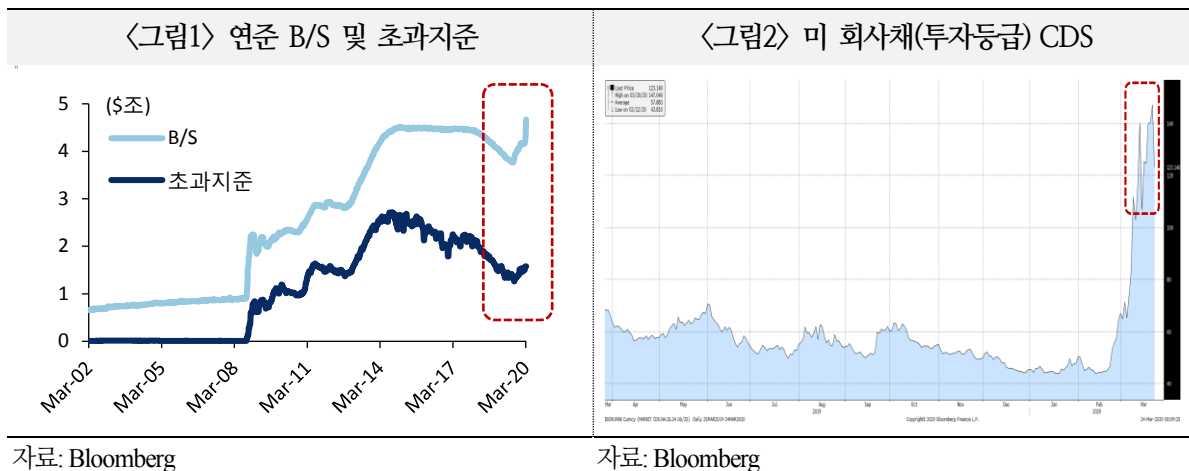
〈표1〉 글로벌 금융위기와 코로나19 위기 시의 연준의 정책대응 비교

	조치	금융위기	코로나19	주요내용
유동성 공급	Repo	O	O	프라이머리 딜러 대상 익일물/기간물 레포 운용
	TAF	O		예금은행 대상 무기명 입찰을 통한 대출
	TSLF	O		은행이 프라이머리 딜러에게 MBS, 회사채를 담보로 국채 대여
	PDCF	O	O	프라이머리 대상 O/N 대기성 여신
	통화스왑	O	O	글로벌 달러화 검색 완화를 위해 스왑라인 개설/확대
신용 시장 지원	AMLF	O	O (MMLF)	MMF지원을 위해 예금기관에 MMF가 보유한 ABCP(→'20년은 대상 확대) 매입자금을 대출
	CPFF	O	O	회사채시장 지원 위해 SPV에 기업 CP, ABCP 매입자금을 대출
	MMIFF	O		MMF 지원을 위해 SPV에 MMF가 보유한 CD, 은행채, CP 매입자금을 대출
	TALF	O	O	기업/소비자 신용여건을 개선하기 위해 ABS, CMBS 투자자들에게 동 증권을 담보로 대출
	PMCCF	X	O	발행시장에서 투자등급 회사채를 SPV를 통해 매입/대출 제공
	SMCCF	X	O	유통시장에서 투자등급 회사채를 SPV를 통해 매입
	MSBLP	X	추진	중소기업 대출 지원을 위해 설치
자산 매입	국채/MBS	O	O	금융위기시에는 3차에 걸쳐 진행. 이번에는 3.15일 \$7000억, 3.23일 무제한 매입 발표
	CMBS	X	O	3/23일 새롭게 포함
	만기연장	O		단기국채 매도, 장기국채 매입(Operation Twist)
감독 규제	유동성/ 자본규제	-	O	은행들이 그간 쌓아온 자본과 유동성 buffer를 통해 민간부문 유동성 공급을 독려. 손실흡수능력(TLAC) 비율 완화
부실자 산정리	TARP	O		은행자본 확충, 자동차산업/주택시장 지원, 부실자산 매입 등

자료: KCIF, Fed, 음영은 현재 시행 중이거나 계획 중인 조치, 녹색은 이번에 신규 도입된 조치

- **평가 연준이 할 수 있는 모든 조치를 다한 것(Fed do whatever it takes/OE), 회사채 유동성 공급이 완전한 해결책은 아니나 유용할 것(UBS). 연준이 디폴트 위험을 안게 될 우려(전 미니애폴리스 연은총재)**
- **양적완화**: 연준이 QE 규모, 속도, 기간을 명시하지 않은 것은 시장 유동성을 회복하고 거시경제 회복을 촉진하겠다는 의도를 나타낸 것(UBS)<그림1>

- 연준은 시장 기능의 정상화를 위해 할 수 있는 모든 조치를 취하고 있지만 충분한 것은 아니며 재정지출 확대가 긴급(OE)
- **회사채 유동성 공급 기구** : 미 투자등급 회사채 시장규모(\$8조) 감안시 이번 프로그램 규모는 상대적으로 미미한(modest) 수준이나 추가 확대 가능성(Citi)<그림>
 - 의회가 연준에 직접적인 회사채 매입 권한을 주게 될 경우 SMCCF는 단명에 그칠 것
회사채 직접 매입이 어렵더라도 SPV 자본확충을 허용할 가능성 상존(Citi)
 - 의회의 환율안정기금(ESF) 증액 결정시 새 유동성 프로그램 규모 확대(Cornerstone Macro)
 - 완전한 해결책은 아니지만 신용등급 하향 위험 완화 등에 기여할 것(UBS)
 - SMCCF로 인해 달러 자산운용사 등이 B/S 악화 방지를 위한 회사채 비중축소 가능(UBS)
 - 회사채 시장의 유동성 부족 문제를 완화하기 위해 SMCCF를 설립한 것은 타당하나 PMCCF를 통해 기업대출에 개입하는 것은 연준이 디폴트 위험을 안게 된다는 점에서 바람직하지 못한 접근(Narayan Kocherlakota, 전 미니애폴리스 연은 총재)
 - 기업 주주들에게 사실상 세금으로 보조금을 주는 것이나 마찬가지. 트럼프 행정부는 바람직한 것으로 판단하겠지만 민주당은 그렇지 않을 것 연준의 독립성도 훼손될 우려
- **TALF** : 현재 시급하게 중요한 프로그램은 아니지만 경기회복에 도움이 될 전망(UBS)



- **[전망] BBB 등급 기업들의 신용등급 강등 위험 축소 등 미 채권시장의 불안 완화에 기여할 것. 무제한 양적완화는 미래 국채발행 증가 기대로 이어져 금리상승 요인이 될 소지**
 - 연준의 이번 조치 불구 코로나19 확산에 따른 수요-공급 충격을 방어하는 데에는 한계가 있지만 유동성 및 지불능력 위기로 이어지는 것을 완화할 수 있는 효과를 나타낼 것으로 기대
 - 이날 금융시장 반응은 제한적이었지만 재정지출 법안 타결시 시장안정 영향 확대 가능성
 - 다우지수 18591(-3%), S&P500 2237(-2.9%), 나스닥 6860(-0.3%), 국채 10년물 0.79%(-6bp) 달러 인덱스 102.5(-0.3%)

- 10년물 국채금리와 주가가 동시에 하락, 국채가 안전자산으로서의 기능을 회복한 점은 긍정적
- 이번 조치를 통해 연준이 ‘최종 딜러’(dealer of last resort)로서 금융시장의 정상적인 작동을 가능하게 만들 수 있을 지의 여부를 지켜볼 필요
- 추가적으로 가능한 조치들로는 연준의 회사채 직접 매입(연준법 수정 전제), 재무부 주도의 부실자산 정리 프로그램(TARP) 등
- 회사채 시장 유동성 공급 프로그램들은 투자등급의 맨 아래에 위치한 BBB 등급 기업들의 신용등급 강등 위험(fallen angels) 완화에 기여할 전망<그림4>
- 회사채 스프레드의 단기내 축소는 어렵지만 BBB 등급 기업들의 유동성 회복 계기(Citi)
 - 아직 뮤추얼 펀드로부터의 자금유출이 확대되고 있고 미 회사채의 1/4 이상을 소유하고 있는 외국계 투자자들의 행동도 변수가 될 수 있다는 점에 유의할 필요(Citi)
- 하이일드 채권은 이번 조치의 직접적인 대상은 아니지만 신용위험 완화 등의 효과를 거둘 것. 잠재적인 fallen angel들이 필요한 자본을 확충할 수 있을 것으로 예상되기 때문
- 한편, 연준의 무제한 양적완화는 향후 재정지출 재원조달을 위한 국채발행 급증 가능성을 시사
 - 국채발행 기대가 확대될 경우 국채시장의 공급초과 전망은 금리상승으로 이어질 수 있어 새로운 불안요인이 될 소지

□ [시사점] 연준의 이번 조치는 고무적이긴 하지만 미국내 코로나19 확산(최소 4월은 지나야 완화 기대)과 실물경제 악화를 감안할 때 단기내 금융시장 안정으로 이어질 지는 불확실

- 단기적으로는 미 확장적 재정지출 규모가 변수가 되겠지만 구미의 코로나19 감염이 절정을 지나고 있다는 징후가 나타날 때 금융시장의 변곡점을 기대할 수 있을 것으로 예상

