



## Readers' Cut

### 권위자도 확실히 제시하지 못하는 자산 정책 경로

채권전략 김성수 sungsoo.kim@hanwha.com 3772-7616

연준은 앞으로 산발적인 시장 변동성 확대를 용인할 전망이다. 변동성은 시장이, 위기는 중앙은행이 담당하겠다는 의미. 자산 정책 측면에서는 연준이 생각하는 적정(Ample) 준비금은 당초 추정했던 수준보다 더 낮을 가능성이 커지는 중. QT가 빨리 종료되어야 할 이유가 없다는 것. 여기에 더해 QT 이후 자산 정책의 방향과 별개로 정확한 경로와 해법을 연준도 제시하지 못하고 있음. 중장기적으로 변동성 확대는 피할 수 없는, 시장의 상수가 되어가고 있다는 판단

#### 기준금리 인하와 자산 축소 정책이 대립하지 않는 이유

자산 정책의 권위자 Logan 총재는 연준의 기준금리 인하와 양적 긴축의 정책이 대립하지 않음을 두 가지 이유로 설명. 첫 번째는 긴축 지속. 통화정책이 조정 국면에 진입했지만 기준금리는 여전히, 그리고 한동안 중립금리 위에 위치할 것. 대차대조표 축소는 소위 양적 '긴축'으로 불리며, 유동성에 제한을 두는 정책. 두 번째는 정상화. 기준금리는 물가 안정을 위해 가파르게 인상. 현재 인플레이션은 크게 둔화되었고 지금부터는 고용이라는 다른 임무도 신경써야 하는 만큼 기준금리는 정상적인 레벨로 복귀 중. 연준 자산도 코로나 시기 경기 방어를 위해 크게 증가. 이제는 동 수준을 유지할 필요가 없어졌으니 정상적인 규모로 되돌리는 것

#### 유동성 그리고 리스크 판단 지표

다른 연준 인사들과 마찬가지로 Logan 총재도 유동성은 매우 풍부(Abundant)한 상황으로 판단. 현재 준비금은 약 3조 2,000억달러로 코로나 창궐 직전인 2020년 초(약 1조 7,000억달러)의 약 두배. 지금도 유동성은 적정(Ample) 수준을 상회. 적극적인 양적 긴축 정책에도 동 항목 감소 속도가 더딘 것은 준비금을 바라보는 시중은행들의 인식 변화. 코로나와 2023년 은행 위기 등을 거치며 은행들의 유동성 수요가 강해졌음. 그러나 Logan 총재는 불과 5년만에 은행의 유동성 수요가 두배 증가했을 가능성은 낮다고 평가. 순전히 은행 수요로 인해 유동성이 풍부해졌다면 적정 수준도 크게 올려 잡아야 하나, 은행들의 스탠스가 그 정도로 강력하게 변하지는 않았음

또한, 단기자금시장 금리(SOFR, EFFR, TGCR 등)가 IORB 훨씬 아래에 위치하고 있다는 점도 준비금(유동성)이 풍부한 상태라는 것을 알 수 있음. 현재 TGCR-IORB 스프레드는 평균적으로 -8.0bp(SOFR, EFFR스프레드는 각각 -5.3bp, -7.0bp). 준비금과 국채담보 레포 모두 무위험 익일만기 자산이지만 준비금의 유동성이 조금 더 높음을 감안하면 유동성은 과잉 공급 상태. 당사는 연준 보고서를 인용, 이전 리포트([Readers' Cut] 연방기금시장과 QT, 7/24)에서 향후 유동성 리스크 판단 지표로 EFFR-IORB와 SOFR-IORB 스프레드(+) 전환 뒤 유지 + 거래량 증가)를 제시한 바 있음

Logan 총재는 더 나아가 TGCR-IORB 스프레드 추이를 주시하고 있다고 언급. SOFR이 TGCR(Tri-party General Collateral Rate, SOFR의 일부)보다 더 광범위한 거래에 이용되지만 동 금리에는 레포시장에 직접 접근이 어려운 이들을 위한 중개 거래 보상이 일부 반영되어있기 때문. 현재 SOFR, EFFR, TGCR-IORB 스프레드 모두 분기말 일시적 요인을 제외하면 안정적 수준을 유지 중

## 유동성 그리고 RRP

소진되지 않고 있는 RRP도 유동성이 적정 수준을 상회하고 있음을 보여주는 예. RRP-IORB 스프레드는 -10bp. RRP 금리가 사실상 단기자금시장 금리의 하한 역할. 시장 참가자들은 RRP보다 더 높은 수익을 보장하는 투자처(2022~2023년 RRP → 재정증권 사례)를 찾으면 자금을 이동시키겠지만, 지금도 3,000억달러에 육박하는 자금이 머무르고 있다는 것 자체가 초과 유동성 환경에 대한 방증

향후 RRP에는 소량(negligible)의 자금만 남아있는 것이 적절하다는 것이 Logan 총재의 의견. 동 창구의 역할(단기시장 금리 하단)을 고려하면, 정상적인 상황에는 자금을 넣어 놓을 유인이 없음. 유동성이 상시 머무를 필요가 없는 곳임. 또한, 추후 단기자금시장 금리가 IORB 수준으로 상승하면 추가 규모 감소가 있을 것으로 예상. 그럼에도 소진량이 충분치 않을 경우에는 RRP 금리 인하를 통해 대응이 가능. 다만, 소진이 아닌 소량의 자금이 남아있을 것으로 보는 이유는 최근 RRP 자금 유출 속도에 둔화에서 유추가 가능. 지금까지 빠르게 빠져나간 자금들은 이동이 자유로웠던 성격의 자금들. 지금까지 남아있는 자금들은 익일물 시장에 가치를 두고 있거나, 레포시장에서의 거래 상대방 리스크를 염두에 두고 있을 가능성. 따라서 RRP가 완전한 소진 또는 예전 같은 소진 속도를 보이기는 어려울 전망

## 유동성 환경과 정책 전망

Logan 총재는 앞으로의 유동성 환경은 지난 3분기 말, 2018~2019년 대차대조표 정상화 국면처럼 일시적이지만 금리 상승 국면이 꾸준히 나타날 것으로 예상. 이런 상황들은 연준이 개입, 안정시킬 문제가 아님. 시장에 유동성이 고갈되어서 발생하는 것이 아니라 유동성 분배 중 발생하는 일시적 중개 과정의 마찰로 보는 것이 타당. 또한, 산발적 금리 상승은 시장 참가자들에게 주는, 유동성 재분배와 관련한 시그널의 역할을 할 수 있음. 시장의 노이즈는 시장이 해결하도록 하는 것이 자산 축소 정책의 성공 여부에도 중요한 부분. 과도한 시장 대응은 결국 자산 축소 실패로 귀결될 가능성

장기적으로 연준은 직접 관리하는 EFRR뿐만 아니라 SOFR 등 단기시장금리도 IORB 수준(roughly) 또는 그 보다 소폭 낮은 레벨로 운영 및 유도할 필요. 금융기관들은 준비금 예치의 가능 여부로 불이익을 받아서는 안됨. 그러려면 단기자금시장금리 차별화를 억제해야 함. 그러나 RRP의 소진이 아닌 소량의 자금이 필요하듯 IORB와 정확히 같은 수준이 아닌 하락 여력을 남겨놓는 이유는 민간 시장, 연준 간의 일부 기술적 차이와 경쟁에 따른 상황 변화를 감안해야 하기 때문. 일정 스프레드(small spread)는 일종의 버퍼로 생각하는 것이 적절

## 연준 자산 전망, MBS가 문제

대차대조표 정상화에는 절대적인 규모 축소뿐만 아니라 자산의 구성과 대출 제도 개선도 포함. 자산부터 생각해보면, 연준은 장기적으로는 국채 위주 자산 구성을 지향한다고 꾸준히 언급. 그러나 현재 포트폴리오 조정 성과는 크게 부진. 부진한 성과는 MBS 축소 속도에 기인. 이는 높은 금리로 인해 주택 보유자들의 재융자 수요가 약하기 때문. 뉴욕 연은 보고서에 따르면 공개시장운영 관계자들은 양적 긴축이 종료되고 다시 채권을 매입할 시점이 도래할 때까지도 MBS는 유의미하게 줄어들지 않을 것으로 예상. 적어도 향후 10년 동안은 전체 자산에서 MBS가 차지하는 비중은 15% 밑으로 떨어지지 않을 것. 이에 대해 Logan 총재는 2022년 5월 FOMC에서 많은(many) 연준 구성원들이 이야기한, 재투자 중단 을 넘어서 MBS의 매각 시점을 고민해야 하겠지만 동 문제는 단기적 과제가 아니라고 밝힘. MBS만 보더라도 비대해진 연준 자산이 쉽게 줄어들지는 못할 것

## 연준 자산 전망, 포트폴리오 조정 관련 정해진 것은 없음

MBS 문제를 넘어 연준이 국채 위주로 자산을 구성했더라도, 그 국채들의 구성(만기)도 논의해야 할 사안. 국채 포트폴리오 조정에는 두 가지 옵션이 존재. 1) 연준이 보유한 국채 만기를 국채시장 만기와 비슷하게([Readers' Cut] QT 다음은 포트폴리오를 조정하거나, 7/24) 가져가거나, 2) 단기 국채 위주로 구성([Readers' Cut] 연준이 단기 국채를 원하는 또 다른 이유, 5/30)하는 것

첫 번째 옵션은 이른바 중립 포트폴리오(neutral portfolio). 잔존 국채 만기와 연준 보유 국채 만기가 동일하면 이론적으로 국채시장에 미치는 연준의 영향이 없어짐. 이럴 경우 정부 부채의 만기 구성 결정은 온전히 재무부의 몫. 재정과 통화 정책 분리 원칙을 고려하면 적절한 선택. 두 번째는 정책적 유연성을 부여. 두 가지 옵션 중 어느 것을 선택하더라도 현재 SOMA 내 재정증권 비중은 현저히 작고(10/16 기준 2.99%), 보유 채권의 가중평균만기(2024년 초 기준 대략 8.5년)는 유통시장(2024년 2분기 기준 5.9년)보다 훨씬 긴 상황. 포트폴리오 조정도 당장이 아닌 장기적 과제

## 대출 제도, 연준은 개선, 은행은 이용에 망설임이 없어야

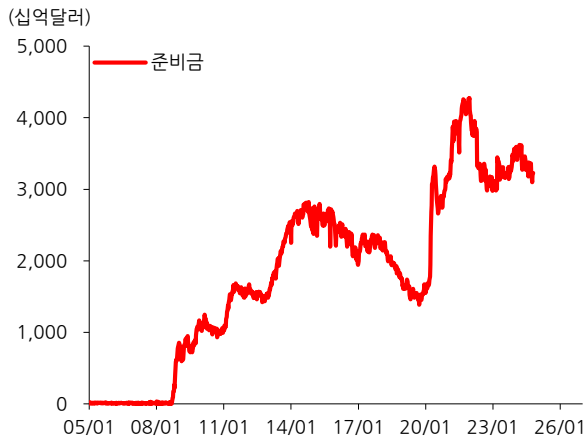
마지막으로 Logan 총재는 연준은 대출 제도의 개선이, 은행은 대출에 망설임이 없어야 함을 강조. 준비금이 적정(Ample) 수준에 가까워지면 은행들은 자금 유출과 함께 준비금이 일시적으로 적정(개별 은행들이 생각하는)량을 하회하는 상황을 마주할 가능성이 큼. 이럴 때에도 단기자금시장의 유동성 배분 능력은 훼손되지 않겠으나, 일부 노이즈 발생은 불가피. 따라서, 모든 은행들은 관련 계획은 물론 재할인 창구 이용에 거리낌이 없어서는 안됨(should be operationally ready to access the discount window)

낙인효과 등으로 은행들이 이용을 꺼려하는 만큼, Logan 총재는 평상시 은행들의 재할인 창구 이용 훈련이 필요하다고 판단. 상설레포창구(SRF, Standing Repo Facility)도 마찬가지. '재할인 창구 이용 훈련'은 미국 통화감독청(OCC)과 Barr 연준 금융감독 부위원장도 필요성을 제기했던 바 있음. 대출제도의 경우 20여년 간 금융환경이 크게 바뀐 가운데, 연준의 유동성 정책도 발전(scarce → ample)했고, 시장이 변화하는 속도도 그 어느 때보다 빨라졌으나 큰 변화가 부재. 변화의 속도를 따라가지 못해서 발생한 대표적 위기가 2023년 뱅크런 사태

## 시장의 불확실성 용인 + 경로에 대한 확신 부족 = 빈번해질 변동성 장세

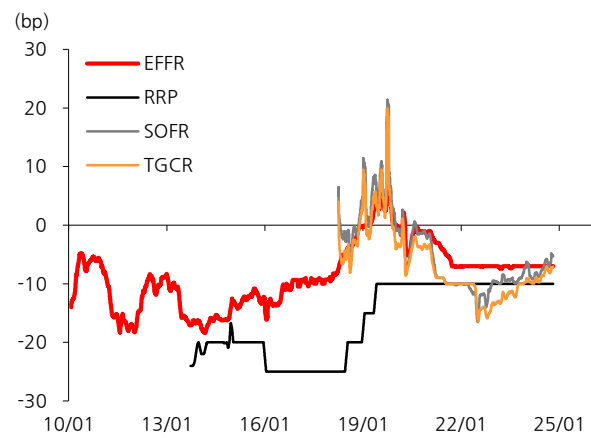
이전 당사 보고서들에서 설명했듯 연준은 앞으로 산발적인 시장 변동성 확대를 용인할 전망. 변동성은 시장이, 위기는 중앙은행이 담당(대출 제도 등 최종 대부자 역할 강화)하겠다는 것. 자산 정책 측면에서는 연준이 생각하는 적정(Ample) 준비금은 당초 추정했던 수준보다 더 낮을 가능성이 커지는 중. QT가 빨리 종료되어야 할 이유가 없다는 의미. 여기에 더해 QT 이후 자산 정책의 방향과 별개로 정확한 경로와 해법을 연준도 제시하지 못하고 있음. 중장기적으로 보아도 변동성 확대는 피할 수 없는, 시장의 상수가 되어가고 있다는 판단

[그림1] 준비금 추이



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

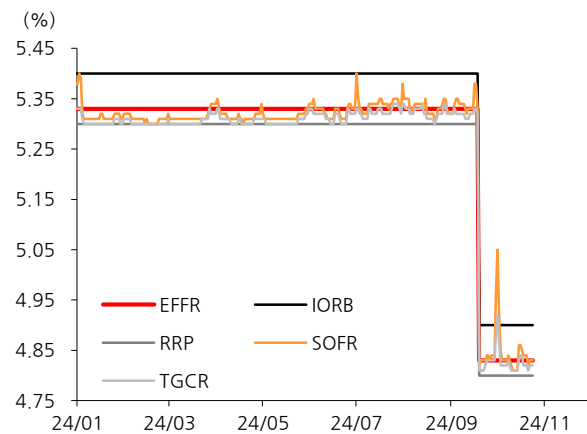
[그림2] 단기자금시장 금리-IORB 스프레드 추이



주: 30일 이동평균

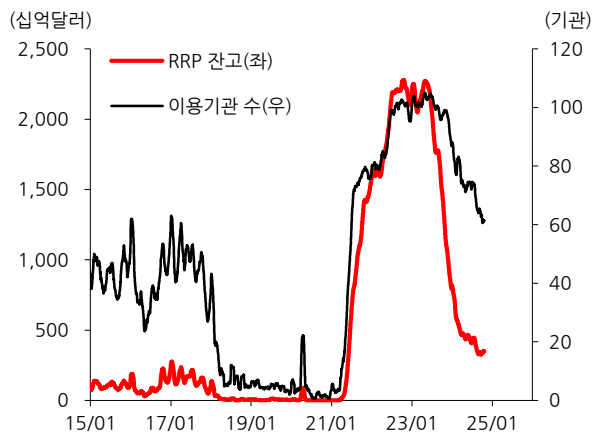
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 단기자금시장 금리 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

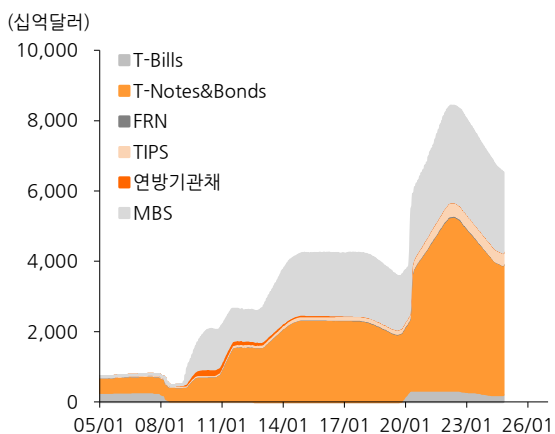
[그림4] RRP 잔고와 이용 기관 수 추이



주: 30일 이동평균

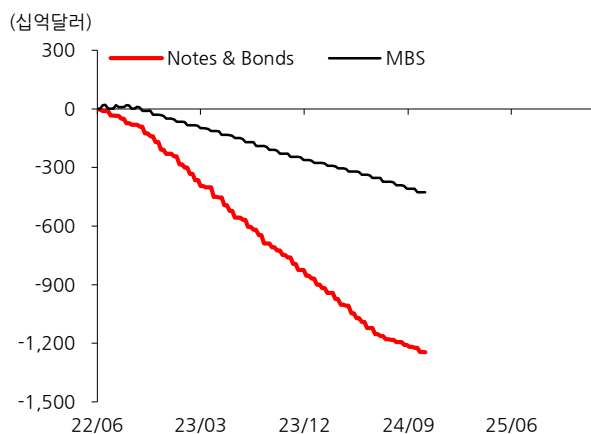
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 연준 보유 채권 규모 추이



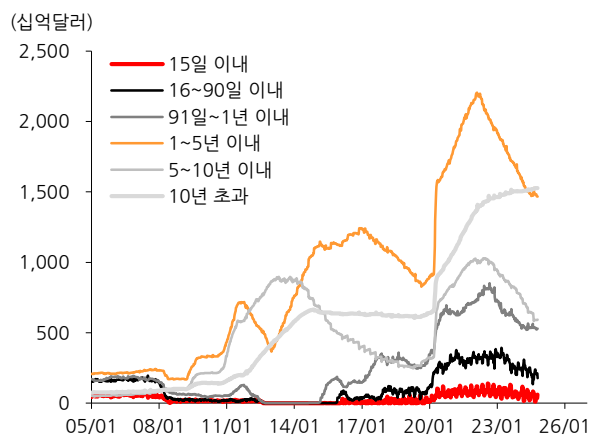
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] QT 실시 이래 이표채 및 MBS 감소량 추이



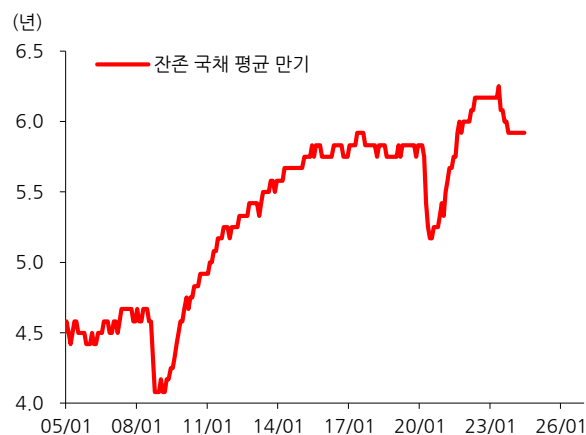
자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 잔존 만기별 연준 보유 국채 규모 추이



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 잔존 국채 평균 만기 추이



자료: U.S. Department of the Treasury, 한화투자증권 리서치센터

## [ Compliance Notice ]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

## ◎ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

## ◎ GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by [Licensee].