



Readers' Cut

QT 다음은 포트폴리오 조정

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

2024년 초부터 연준은 향후 자산을 단기국채 위주로 구성할 것임을 꾸준히 언급. 일부 인사들은 재정증권 보유 비중이 금융위기 이전 수준까지 확대되어야 함을 주장. 캔자스시티 연은은 향후 연준의 자산 포트폴리오 조정 관련 네 가지 고려 요인을 제시. 대부분 요인은 단기국채 위주 자산을 지지하나 과도할 경우 금융안정을 저해할 가능성도 존재. QT 이후 대차대조표 정책의 화두는 자산 구성 조정으로 예상. 적정(Ample) 준비금 추정만큼 적정 재정증권 비중의 추정도 중요

QT 종료 이후에도 방대할 자산 규모

연준 대차대조표 정책의 궁극적 목표는 절대적 자산 규모를 이전 수준으로 줄이는 것이 아님. 현재 QT는 '과도하게 비대해진' 자산 규모를 축소하는 것. 양적 긴축 종료 이후 연준 자산은 GDP에 비례해서 증가할 전망. 대체로 준비금 규모가 GDP 대비 8~10%까지 줄어들면 전체 자산은 재차 증가할 것으로 예상됨

연준 보유 채권 구성의 변화

2008년 이전 SOMA(System Open Market Account: 뉴욕 연은의 공개시장운영계좌, 연준이 보유한 시장성 채권은 SOMA에 예치. 연준의 공개시장운영 관련 업무는 뉴욕 연은에 일임되어 있기 때문에 QE와 QT는 SOMA 보유 채권 매매로 진행) 내 Bills(단기국채: 만기 1년 이내 재정증권) 비중은 약 37%. 이는 당시 통화정책 시스템(Corridor System)에 기인. 동 시스템에서는 세밀한 준비금(유동성) 조정이 중요. 이는 연준의 충분한 재정증권 보유를 필요로 함. 유동성 공급은 주로 단기국채 매입을 통해 진행되고, 재할인 창구 대출의 담보 증권도 대부분이 재정증권

금융위기 이후 연준이 보유한 채권의 가중 평균 만기는 민간 부문을 상회하기 시작. 이는 QE를 통해 장기채를 집중적으로 매입했기 때문. 2011~12년 실시된 오퍼레이션 트위스트로 연준 보유 채권 만기는 급격하게 증가, 2012~13년에는 10년을 상회. 이후 급격하게 늘어난 만기는 감소했으나, 2020년부터 재차 확대되는 추세. QT가 장기국채 위주로 실시되고 있음에도 늘어나는 만기 추세는 현재진행형. 이로 인해 오퍼레이션 트위스트가 종료된 지 10년이 넘었고, 양적 긴축 정책까지 실시되는 중임에도 여전히 연준 자산 포트폴리오는 미국 장기국채 금리의 하방 압력으로 작용 중. 2024년 2분기 말 기준 연준의 자산 구성은 미국 10년 금리를 여전히 약 100bp 누르고 있는 것으로 추정

단기국채 위주 포트폴리오 구성이 필요한 이유

연초부터 연준은 향후 보유 자산은 단기국채 위주로 구성할 필요가 있음을 꾸준히 언급. 일부 인사들은 재정증권 보유 비중이 금융위기 이전 수준까지 확대되어야 함을 주장. 단기국채 위주의 포트폴리오를 원하는 이유는 여러가지가 있지만 최근 부각되는 것은 '미래를 위한 준비'. 후 또 다른 위기가 발생할 경우 정책금리는 0%에 근접할 것이고, 장기금리도 제로금리에 보폭을 맞추려면 대차대조표에 장기국채를 채울 수 있는 공간이 필요하다는 것이 금융위기와 코로나를 거치며 연준이 얻은 교훈. 그러나 불필요한 자산 규모 변화는 피하고 싶기 때문에 평상시 단기국채를 충분히 보유하다가 이를 매도, 장기국채로 매꾸려는 것. 즉, 자산 변화 없는 오퍼레이션 트위스트를 준비하고자 함

포트폴리오 조정 시 고려 사항 4가지

1) 정책여력(Policy Space): 상술한 것처럼 평상시 단기채권을 충분히 보유한다면 필요 시 전체 자산의 증가 없는 장기금리 하락 유도가 가능. 현재 SOMA 내 재정증권 비중은 약 3%(전체 국채 대비로는 약 5%). 연준이 원하는 '개량형' 오퍼레이션 트위스트 실행을 위해서는 턱없이 부족한 수준

2) 이자율 위험(Interest Rate Risk): 재정증권 금리는 대체로 기준금리 부근에서 등락, 변동성이 중장기 채권 대비 상대적으로 작은 편. 특히, 통화정책 조정 국면(기준금리의 인상 또는 인하)에서는 장기국채보다 금리 변동에 따른 위험이 크게 낮음. 또한, 금융위기와 같은 특수한 상황이 아니면 투자 리스크는 시장이 부담해야 하는 부분. Bailey 영란은행 총재도 "평상시 이자율 위험은 민간이 부담하는 것이 타당"하다고 언급

3) 시장 영향 최소화(Market Neutrality): 시장과 연준의 보유 채권 만기를 일치시키는 것이 중립적이라는 의견도 있지만 시장 메커니즘 관점에서는 연준이 만기를 최대한 줄이는 것이 중립적. 장기금리 하락을 유도하는 정책이 한참 전에 종료되었음에도 여전히 연준의 존재는 동 구간 금리 하방 압력으로 작용 중. 선부른 만기 확대는 또 다른 시장 왜곡 요인으로 발전할 가능성. 또한, 재정증권 위주 자산 구성은 공개시장운영 관련 단기국채 공급을 상쇄시킬 수 있음. 인위적으로 채권을 매입할 필요가 없다는 것

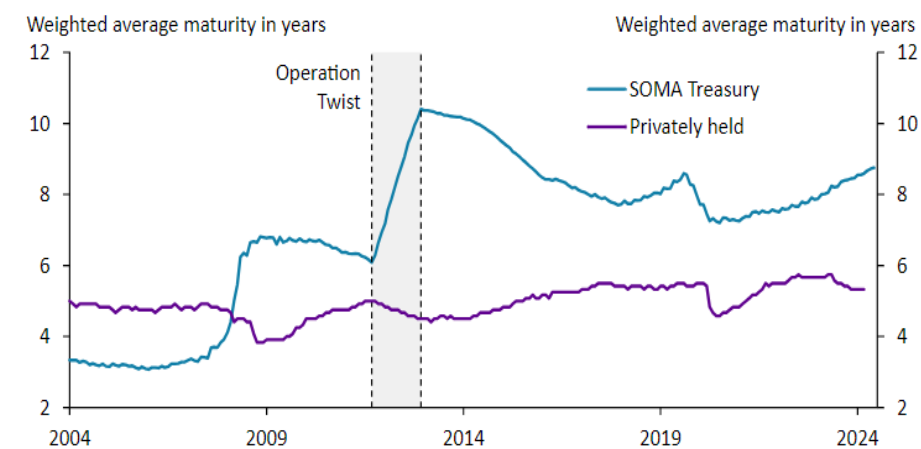
4) 금융안정(Safe-Asset Provision): 캔자스시티 연은 연구 보고서에 따르면 시장 참여자들은 단기채권 보유를 통해 편의 수익(convenience yield) 수취가 가능. 즉, 재무부(재정증권 발행)와 연준(공개시장운영)이 원활한 단기국채 공급 환경을 조성할 경우 시장의 과도한 '수익추구 행태(excessive amounts of maturity formation)*' 조절이 용이. 포트폴리오 관련 고려 요인 중 1~3번째는 단기국채 위주의 구성을 지지하나 동 항목은 연준이 지나치게 많은 재정증권을 보유할 경우의 리스크를 설명. 실제로 금융위기 이전 전체 잔존 재정증권 중 약 25%가 SOMA에 예치

* 시장에 단기국채가 충분하지 않을 때 참여자들의 단기 유동화(민간자산 바탕) 증권 발행 유인이 증가. 이는 금융 안정성을 저해하며, 2008년 금융위기의 일부 원인 중 하나로 추정(그림 3 참고)

QT 이후는 자산 조정

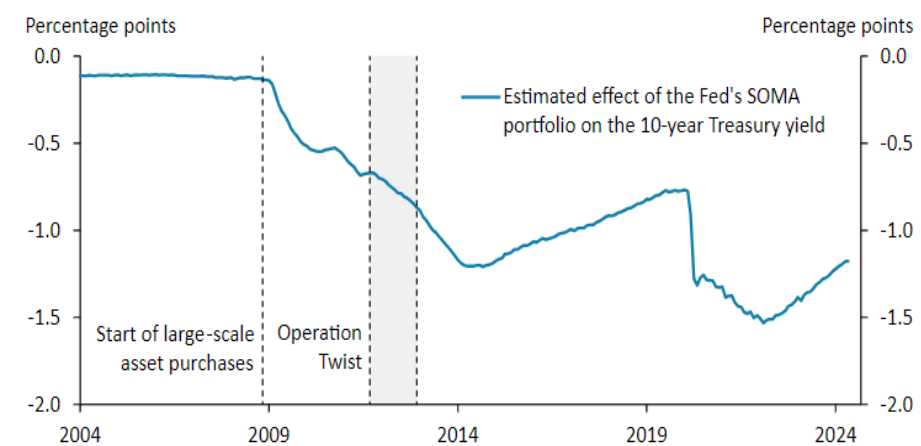
전체적인 자산 규모를 줄이는 양적 긴축 정책이 종료된 후에는 자산 구성을 조정하는 것이 대차대조표 정책의 핵심이 될 가능성. 당장은 크게 감소한 재정증권 비중을 끌어올리는 것에 이견이 없겠으나, 장기적으로는 적정 비중 추정과 관련 논의가 핵심이 될 것. 유동성 환경을 해치지 않는 적정(Ample) 준비금 수준 파악이 QT의 핵심이라면 포트폴리오 조정 국면에서는 적정 단기국채 비중을 알아내는 것이 중요할 수 있다는 판단

[그림1] 연준 보유 채권의 가중평균 만기는 민간 부문보다 훨씬 긴 편



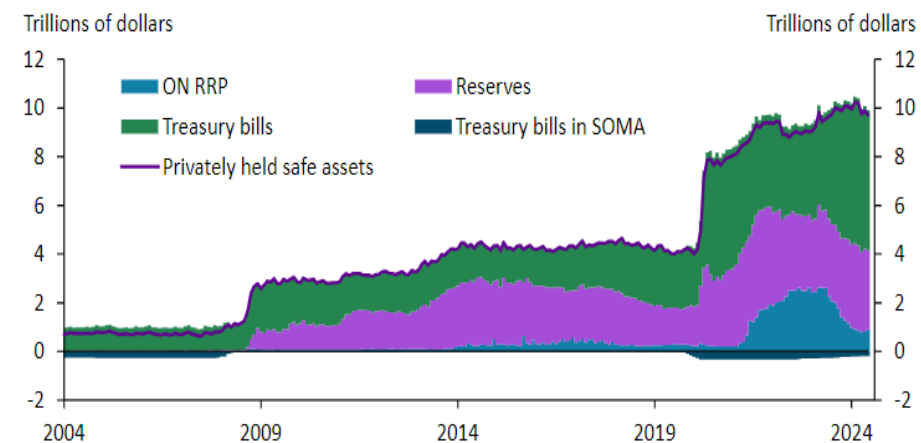
자료: Kansas City Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] QT가 한창인데도 연준 자산은 미국 금리의 하방 압력으로 작용



자료: Kansas City Fed, 한화투자증권 리서치센터

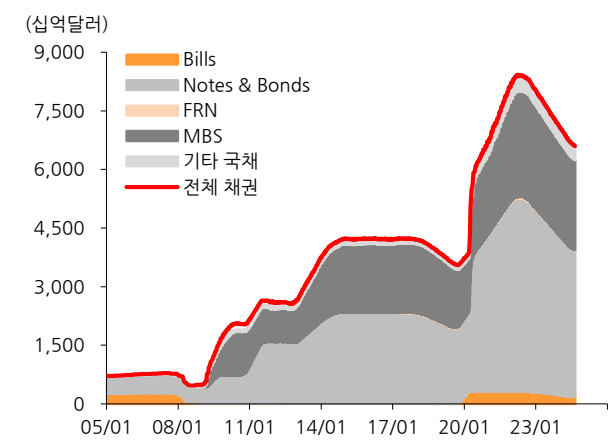
[그림3] 단기국채 위주로 자산 포트폴리오를 구성하면 금융 불안 리스크를 키울 가능성



주: SOMA 계정 내 재정증권(진한 청록색)이 많아질수록 시중 공급량이 줄어들음을 의미. 따라서 (-)로 표시

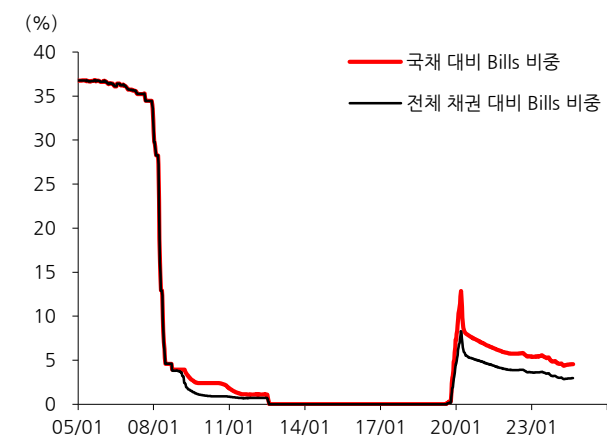
자료: Kansas City Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] SOMA 계정 내 채권 보유량 추이



자료: New York Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] SOMA 계정 내 단기국채 비중 추이



자료: New York Fed, Bloomberg, 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].