



# Readers' Cut

## QT Indicator

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

### 준비금의 세 단계

준비금 상황은 Abundant, Ample, Scarce 세 단계로 구분 가능. Abundant는 준비금이 충분히 풍부한 상황을 의미. 이 환경에서는 연준의 양적 긴축이 중단될 이유가 없음. RRP에 자금이 남아있는 상황을 Abundant로 해석 가능. Ample은 적정 준비금의 최소 규모로 충분한 규모이되, 유의미한 편익 수익을 얻지 않는 수준. 중립금리 또는 잠재성장률과 유사한 개념. QT는 준비금이 Ample Level에 도달하기 전에 중단되어야 함. Scarce는 준비금이 충분하지 않은 상태로, 유동성 부족 관련 시장 리스크가 터져나올 수 있는 레벨. 대체로 EFFR(Effective Federal Fund Rate, 연발실효금리)과 준비금은 반비례 관계. 준비금이 감소하면 연방기금시장에 풀릴 수 있는 자금이 감소하기 때문. 현재 연준이 평가하는 준비금은 Abundant이며, Ample 국면 진입 징후를 포착하기 위해 노력 중

### 연준이 제시한 네 가지 준비금 상황 판단 지표

뉴욕 연은은 준비금의 Ample 국면 진입 여부를 판단할 수 있는 1) 국내은행의 연방기금시장 이용 실적(Federal Funds Borrowed by Domestic Depository Institutions), 2) 은행 지급결제 완료 시간(Share of Payments Settled after 5:00pm), 3) 일중 초과 인출 규모(Average Intraday Overdrafts), 4) IORB(Interest on Reserve Balances, 저준부리) 또는 이보다 높은 금리로 거래된 국채 Repo 실적(Share of Repo Volume at or above IORB), 네 가지 지표를 제시

1) 국내 은행의 연방기금시장 이용 실적: 국내외 은행의 연방기금시장 이용 목적은 상이. 외국 은행들은 EFFR - IORB 스프레드를 이용한 차익거래가 주 용도인 반면, 국내은행은 일시적 유동성 확충이 필요할 때 연방기금시장을 이용. 준비금이 풍부(Abundant)한 상황이라면 국내은행의 이용실적은 매우 저조하나, 풍부한 상황에서 적정 수준으로, 또는 적정 수준에서 부족(Scarce)해질 때 국내은행 연방기금 수요는 증가하게 됨. 연방기금시장 이용 기관 내역은 공개되지 않지만 EFFR - IORB 스프레드가 확대(또는 역전 폭 축소)됨에도 이용 실적이 증가(또는 줄지 않음)한다면(외국은행 연방기금시장 이용 유인 감소), 국내은행의 유동성 수요가 크다고 추정 가능. 2021년 8월부터 EFFR - IORB 스프레드는 대략 -7bp 수준을 유지 중이나 연방기금시장 거래량은 2023년 은행위기 이후 감소 추세. 또한, 99% 거래량 가중평균 EFFR - IORB 스프레드는 4월 중순 이후 (+) 전환. 외국은행의 연방기금시장 이용 유인 확대, 국내은행의 이용 유인 감소 요인

2) 은행 지급결제 완료 시간: 통상 결제업무 완료 시간인 오후 5시를 넘긴 지급결제 완료 비중이 높아진다는 것은 그 만큼 은행들의 준비금이 충분하지 않다는 방증. 일일 결산 시 준비금이 부족하면 안되기 때문. 준비금이 풍부한 상황에서 적정 수준으로, 또는 적정 수준에서 부족해질 때 은행들의 지급 지연(delay outgoing payments) 유인이 증가. QT 실시 이래 오후 5시를 넘긴 지급결제 완료 비중은 꾸준히 감소, 현재 10%대 중, 후반 수준 유지 중. 아직까지 결제 시간 조정 이 필요할 만큼 준비금이 줄어들지 않았음

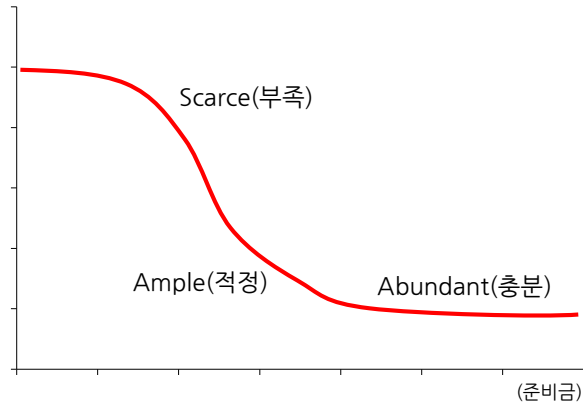
3) 일중 초과 인출 규모: 지급결제 지연과 마찬가지로 일중 자금 인출 규모가 보유 자금보다 많다는 것은 일시적 대량 출금에 대응할 수 있는 준비금이 때때로 부족하다는 의미. 자금 유출입 미스매칭(mismatches between outgoing and ingoing payments)이 빈번해진다는 것. 2023년 일평균 초과 인출 규모는 12.4억달러. 2021~2022년 대비 증가했으나 코로나 이전 대비 매우 낮은 수준

4) IORB 이상 금리로 거래된 국채 Repo 거래 실적: 은행들은 연준에 준비금을 예치하면 IORB를 수취. IORB에 프리미엄을 가산한 자금 조달 수요가 있다는 것은 웃돈을 쥐서라도 Repo 시장으로 은행 자금을 끌어와야 하는 상황을 반영. 그 만큼 유동성 환경이 예전 같지 않다고 볼 수 있음. 코로나 이후 Repo - IORB 스프레드는 (-) 유지 중. 99% 거래량 가중평균 스프레드는 5월 초 (-) 전환(2023년 일평균: +1.1bp)

상술한 네 가지 지표 중 정확한 데이터를 확인할 수 있는 것은 3번(일중 초과 인출 규모) 하나지만 데이터들은 1년 시차를 두고 연 1회 발표(2023년 데이터는 2024년 2월 공개). 2번(은행 지급결제 완료 시간)은 확인 불가. 다만, 1번(국내 은행의 연방기금시장 이용 실적)과 4번(IORB 이상 금리로 거래된 국채 Repo 실적)은 스프레드와 거래량을 통해 추정 가능. 현재 연방기금, Repo시장에 특이사항은 부재. 준비금의 Abundant 국면은 주춤한 RRP 감소 속도, 높은 IORB로 은행들의 준비금 감소 유인 부족 등으로 연장되고 있음. 지금도 유동성 환경은 긍정적

[그림1] 준비금의 세 개 국면. 지금도 Abundant

(금리, EFFR)



자료: 한화투자증권 리서치센터

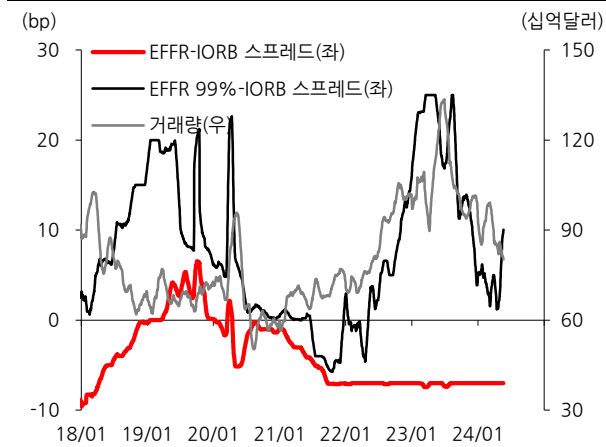
[그림2] 국내은행의 연방기금시장 이용 실적 추이



주: 2016 국내은행의 연방기금시장 일 평균 거래량 비중은 5~35%

자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] EFFR-IORB 스프레드와 연방기금시장 거래량 추이



주: 30일 MA

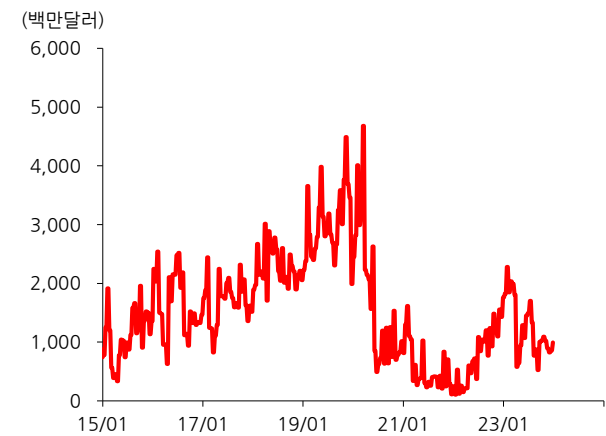
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 오후 5시 이후 은행 지급결제 완료 비중 추이



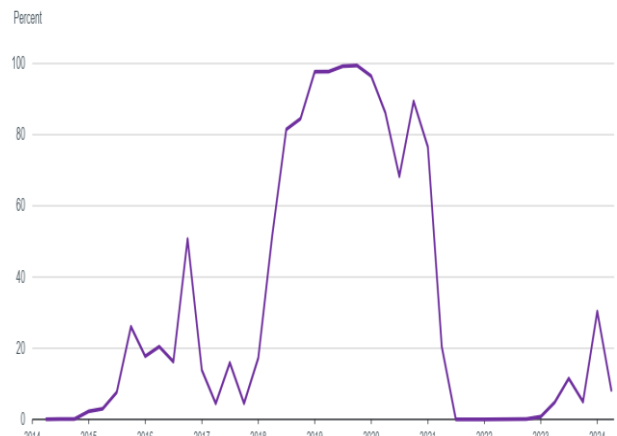
자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 일중 초과 인출 규모 추이



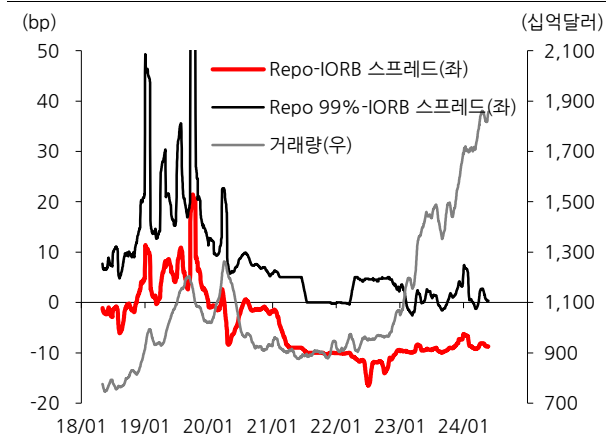
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] IORB 이상 금리로 거래된 국채 Repo 실적



자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

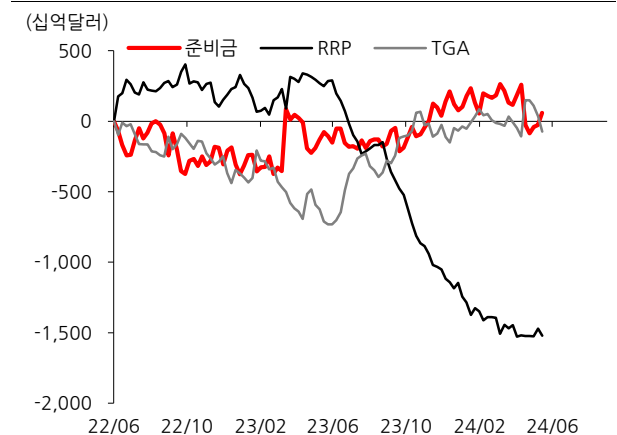
[그림7] Repo-IORB 스프레드와 거래량 추이



주: Repo 금리는 SOFR 기준, 30일 MA

자료: New York Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] QT 실시 이후 준비금 및 RRP 잔고 변동 추이



주: RRP는 국내자금 기준

자료: the 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].

---