



Readers' Cut

연방기금시장과 QT

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

연준은 QT의 속도 조절로 준비금이 풍부한(Abundant) 수준에서 적정(Ample) 레벨로 점진적인 복귀가 가능할 것으로 판단. 향후 양적 긴축 관련 리스크 판단 지표로 EFFR - IORB와 SOFR - IORB 스프레드 확대 및 지속 여부를 제시

연방기금시장이란?

연방기금시장(Federal Fund Market)은 지급준비금을 활용하여 자금의 대차가 이루어지는 단기금융시장(무담보, 주로 익일 만기). 주 이용자는 은행과 정부지원기관(GSEs, Government-Sponsored Enterprises) 등. 여기서 결정되는 이자율이 연방기금금리(Federal Fund Rate)로, 연준의 기준금리는 연방기금금리의 상(Upper Bound), 하단(Lower Bound)을 의미

유동성 정책과 연방기금시장의 변화

금융위기 이전 연준의 준비금 정책 방침은 제한적인 공급(Limited Supply of Reserves). 준비금이 부족하지 않으면서도 (Scarce, 준비금은 Abundant → Ample → Scarce 세 국면으로 구분) 안정적인 수준을 유지하는데 핵심은 적절한 레벨의 필요지급준비금(reserve requirement) 설정. 따라서 당시 연준은 적극적인 공개시장운영으로 은행들이 준비금을 필요한 최소 수준만 보유할 수 있도록 노력. 보유 준비금이 요구 수준을 초과하는 은행들은 해당 분을 연방기금시장에서 준비금이 부족한 은행들에게 대출. 기존 자금 조달에 요구 준비금 충족 수요까지 더해지면서 연방기금시장에서 적극적인 거래가 이루어짐

금융위기 이후 연준의 대규모 자산 매입 정책으로 연준 자산과 함께 준비금도 크게 증가(2008년 400억달러 → 2014년 2조 8,000억달러). 준비금이 풍부(Abundant)해지자 연준은 'Floor System*'을 도입. 2019년에는 적정 수준의 준비금 정책(Ample Reserve)을 유지하겠다고 발표. Ample 환경 하에서는 중앙은행의 적극적인 공개시장운영 필요성이 감소. 대신, IORB(지준부리: (지)급(준)비금에(부)여하는(이)자)와 RRP 금리 조절을 통해 연방기금금리를 IORB - RRP 범위 내 위치하도록 관리. 2020년에는 필요지급준비금을 0으로 설정, 초과지급준비금 개념 삭제

연준의 준비금 관리 방침은 필요한 준비금 레벨 유지(필요지급준비금)를 위해 중앙은행이 적극적으로 시장에 개입(공개 시장운영)하는 것에서 준비금 보유에 따른 수익을 보장(IORB)하는 것으로 변화. 밥을 일일이 직접 떠먹여(금융위기 전) 주던 연준이 지금은 스스로 와서 먹고 싶은 밥상을 차리는 것(금융위기 후)에 집중한다고 볼 수 있음. 이와 함께 연방기금시장에서의 자금 조달 및 준비금 확보 목적 거래 유인도 크게 감소

시장참가자들과 거래 유인

금융위기 이후 연방기금시장의 주요 자금 공급자는 GSE, 그 중에서도 FHLB(Federal Home Loan Banks, 연방주택대출 은행). 동 은행의 자금 공급량은 전체 시장의 약 97%. 연방주택대출은행은 내부 지침 상 일정 수준의 유동성 자산(미 국 채, 연방기금, Repo, 예금 등) 보유가 필요. 그러나 FHLB는 연준에 준비금 예치(IORB 수취)가 불가능. 따라서, 보유 현금을 활용한 수익 창출 목적으로 연방기금시장에서 대출을 제공(자금 공급). 2024년 초 FHLB의 연방기금시장 평균 대출금리는 IORB를 7bp 하회. 낮은 FHLB 대출금리는 EFFR(Effective Federal Fund Rate, 연방기금금리)이 IORB를 상회하지 못하는 주된 이유 중 하나. 나머지 자금 공급자는 수탁은행(Custodian Banks)이나 금융기관 대상 은행(Banker's Banks). 이들은 주로 소형(자산 1,000억달러 미만) 또는 신용도가 낮은 은행들에게 자금을 공급하고, 준비금 예치(IORB 수취)가 가능하기 때문에 대출금리는 IORB를 8bp 상회(2024년 초 기준)

주요 연방기금시장 수요자는 외국은행. 이들의 주된 대출 목적은 연방기금금리와 IORB 간 차익거래**. FHLB(IORB보다 7bp 낮은 금리)에서 대출을 받아 연준에 예치하는 구조. 유동성 상황에 따라 시장 점유율이 변화하나 대체로 70~80% 대 수준을 유지 중(2024년 초 기준 약 90%). 2017~2019년 연방기금금리가 IORB를 상회했을 때 외국은행의 자금 수요가 감소한 바 있음

두 번째로 큰 수요 주체는 대형은행. 이들은 LCR(Liquidity Coverage Ratio, 유동성커버리지비율) 개선을 위해 연방기금시장을 이용(이는 외국은행도 해당). LCR 산식에서의 차입금은 대주(貸主)의 성격, 그리고 어떤 유형의 자금인가에 따라 다르게 분류되는데, FHLB의 대출 자금은 상대적으로 안전한 것으로 평가. 일부 다른 보고서에 따르면 대형은행들은 LCR 개선을 위해 타 은행이 제시하는 금리보다 연방기금금리가 높더라도 동 시장에서의 자금 조달을 선호

소형, 지방은행은 전통적인 준비금 관리 목적으로 연방기금시장을 이용. 이들은 대체로 시장 유동성이 부족할 때 거래량이 증가하는 경향을 보임. 특히, 전체 준비금이 감소하면 각자의 준비금 유지를 위해 자금 확보 경쟁이 치열해짐. 현재는 시장 내 점유율이 크지 않지만 향후 QT에 따른 준비금 감소가 예상됨에 따라 소형, 지방은행 거래량은 증가할 전망

이전 QT와 연방기금시장

연준은 2017년 10월 ~ 2019년 7월까지 자산 축소 정책을 시행. 동 기간 명목 GDP 대비 준비금 규모는 11%에서 7%로 감소. 이와 함께 EFFR도 상승. 2018년 봄부터는 다른 단기자금시장 금리(국채 Repo 금리 등)가 연방기금금리를 상회하면서 FHLB는 자금 공급 분 일부를 연방기금시장에서 Repo 시장으로 이동. 이는 연방기금시장의 거래량 감소를 초래. FHLB 자금 감소로 외국은행의 수요도 줄어들었기 때문. 이후, EFFR이 IORB 부근까지 상승하면서 수익성도 약화(2019년 상반기에는 IORB를 상회하기 시작)

반면, 국내은행은 QT 정책 시행으로 대출 수요가 증가(점유율도 약 30%까지 ↑). 이는 준비금 총량 감소(QT)에 따른 은행들의 개별 준비금 확보 노력(전통적인 유동성 관리 유인 증가)에 기인. 일부 소형은행은 IORB를 상회하는 금리에서 자금을 조달. 국내은행들의 거래 행태 변화를 보면 준비금이 덜 풍부(Less Abundant)해진다는 징후 포착 가능

2019년 7월 QT 종료 뒤에도 다른 연준 자산과 달리 준비금은 계속해서 감소, 이는 준비금 확보 경쟁 심화를 촉발. 같은 기간 Repo 시장 유동성은 더 크게 경색되고 피로도가 누적, 9월 중순 Repo 시장 발작 발생. Repo 시장 문제는 거꾸로 연방기금시장에도 영향을 끼침. 9월 17일 EFFR이 목표 범위(2.00~2.25%, 기준금리 상, 하단)를 벗어난(2.30%) 것. 이를 통해 다른 단기자금시장 문제가 연방기금 시장으로 불똥이 튈 수 있다는 것을 확인. 참고로 EFFR의 목표범위 이탈은 연준의 시장 통제력 약화(통화정책 영향력 약화)를 의미. 즉각적인 대응(SRF, Standing Repo Facility 개설 등)이 불가피

최근 QT와 연방기금시장

2022년 6월 QT 실시 이후 GDP 대비 준비금 비율은 약 18%에서 2022년 말 12%까지 감소한 뒤 대체로 동 수준을 유지 중. GDP 대비 12%는 QT 시작 시점과 비슷한 수치. 준비금이 유의미하게 감소하지 않은 것은 RRP 잔고 때문. 두 자금의 성격이 비슷하고, 초과 유동성이라고 볼 수 있는 비금융기관 자금인 RRP가 먼저 소진되고 있는 것

초과 유동성(RRP)이 소진 중임에도 여전히 약 4,000억달러가 남아있다는 것은 자금도 준비금이 풍부한(Abundant) 상황이라는 의미. 아직까지 연방기금시장 등 단기자금시장에 이상 징후는 부재. EFFR - IORB 스프레드는 -7bp 부근에서 큰 변동이 없음. 대다수 대출금리는 IORB보다 낮은 레벨에서 형성. 일부 IORB를 상회하는 금리는 일부 은행들(신용도가 낮은 소형 및 지방은행) 거래가 주된 이유. 대부분 Repo 금리와 거래량 증가세는 금융기관들의 계절적 특성에 기인

2022년 연방기금시장에서 국내은행 거래량이 크게 증가(일 평균 50억달러 → 200억달러)한 것은 기준금리 인상에 따른 은행들의 대응으로 추정. 은행 예금금리가 단기금리 상승 폭만큼 오르지 않았기 때문. 실제로 기준금리 인상 사이클 진입 후 상당규모 은행 예금은 MMF 등 다른 투자처로 이동. 이후, 은행들이 고금리 환경에 적응(예금금리 인상 등)하면서 거래량은 다시 감소. 2023년 거래량 변동성 확대는 은행 위기에 기인. 연초 은행들이 힘들어지면서 거래량이 증가했으나 SVB 파산한 뒤 재차 크게 줄어들었음. 은행 위기가 잠잠해진 2023년 6월에는 거래량이 가파르게 반등했는데, 이는 지방은행 위기에 대비한 일부 은행들의 사전적 예방 성격이 짙음

향후 전망

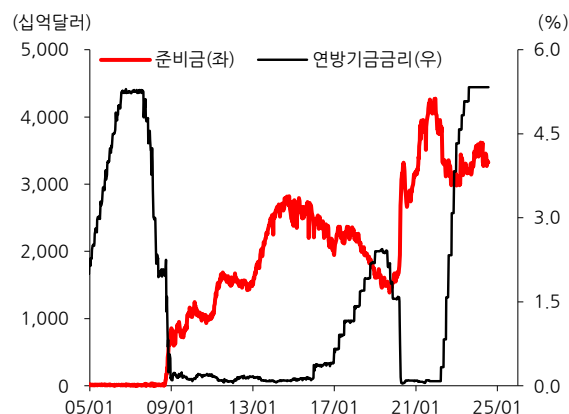
양적 긴축 정책이 지속되므로 시장과 연방기금시장은 이전과 유사한 양상을 보일 것. EFFR - IORB 및 SOFR - IORB 스프레드 역전 폭도 축소되고, IORB보다 높은 금리에서의 연방기금 거래량 역시 늘어날 가능성이 높음. 문제는 이런 현상이 일어날 시점을 예측하기가 매우 불확실하다는 것. 지금부터는 일시적 준비금 감소 시기(납세 시즌, 분기 말 등)와 EFFR - IORB, SOFR - IORB 스프레드를 유의해서 모니터링할 필요

당사는 준비금이 매우 낮은 수준으로 떨어지기 전까지 상술한 상황이 전개되지는 않을 것으로 예상. 2019년 케이스를 통해 연준은 QT의 종료와 준비금 감소세를 멈추기까지 일정 시간이 소요됨을 경험. 리치몬드 연은은 QT 종료 이후 준비금이 적정 수준(Ample)에 도달하기까지 약 3개월이 걸릴 것으로 추정. 따라서, 준비금 감소 추세와 이상 징후(EFFR 및 SOFR의 상승 및 IORB 상회 지속 등) 발생 여부를 지켜본 뒤 양적 긴축을 사전에 종료할 전망

* Floor System: 단기금리의 하단을 IORB(은행)와 RRP(비은행)로 설정하는 것. IORB와 RRP(사실상)는 금융기관들에게 무위험수익. 따라서 자금이 필요한 기관은 IORB 또는 RRP보다 높은 수준의 수익을 제공해야 조달이 가능

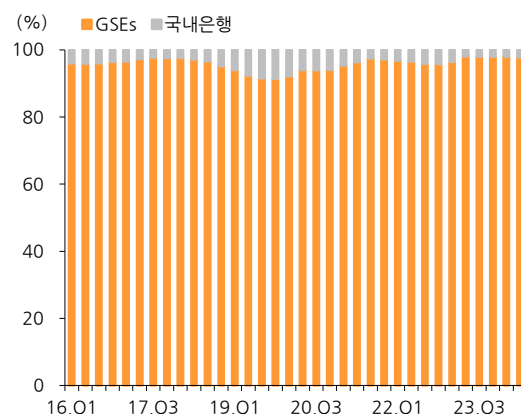
** 국내(미국)은행은 FHLB에서 대출받을 경우 수수료(총 자산에서 자기자본을 차감한 금액. 그 규모에 따라 수수료는 상이하나 최대 42bp)를 지급해야 함

[그림1] 연방기금금리와 준비금 추이



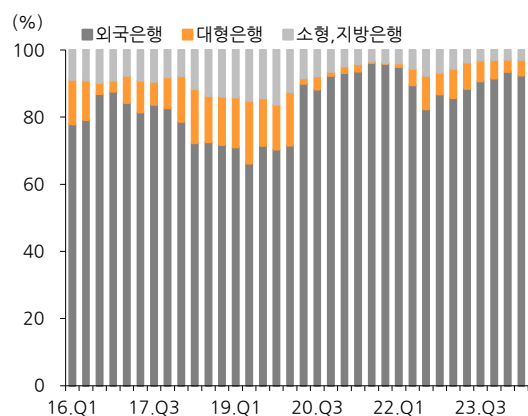
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 연방기금시장 주요 자금 공급주체



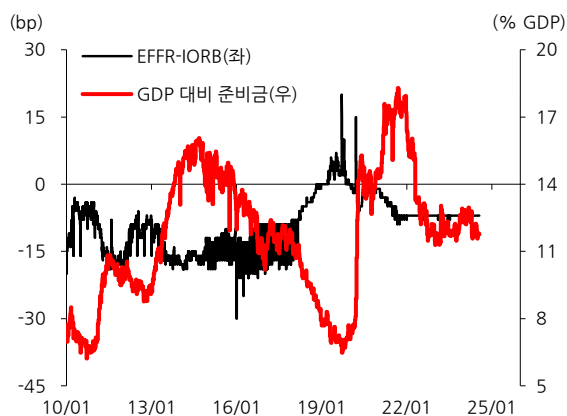
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 연방기금시장 주요 자금 수요주체



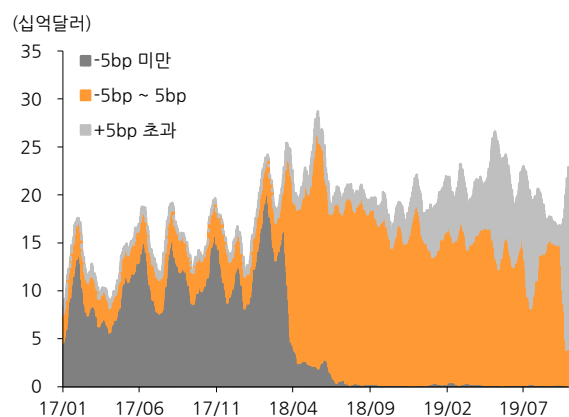
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] GDP 대비 준비금 비율과 EFFR - IORB 스프레드 추이

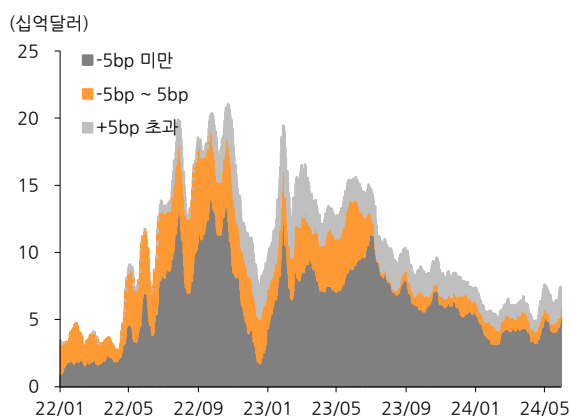


자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

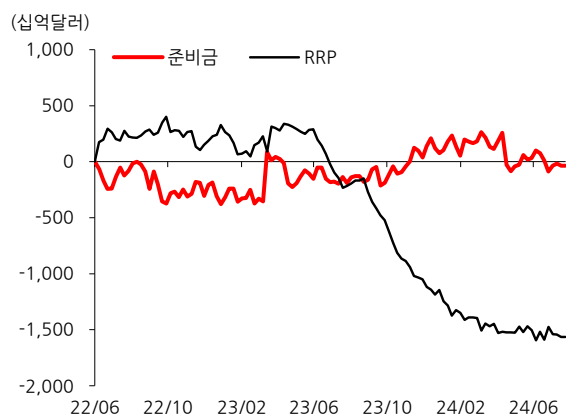
[그림5] 2017~19년 국내은행 연방기금시장 거래량 추이

주: 대출금리(EFFR - IORB)별 거래량
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 2022년 이후 국내은행 연방기금시장 거래량 추이

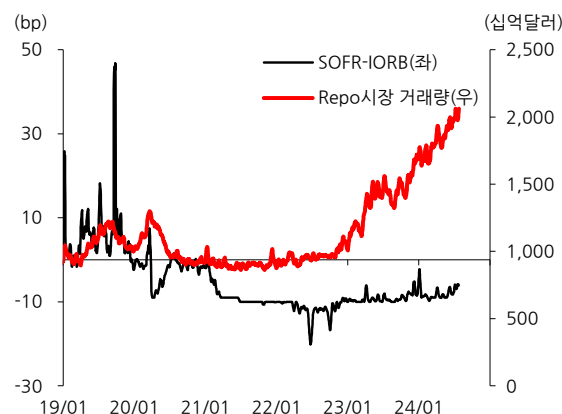
주: 대출금리(EFFR - IORB)별 거래량
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 2022년 QT 실시 이후 준비금과 RRP 변동 추이



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

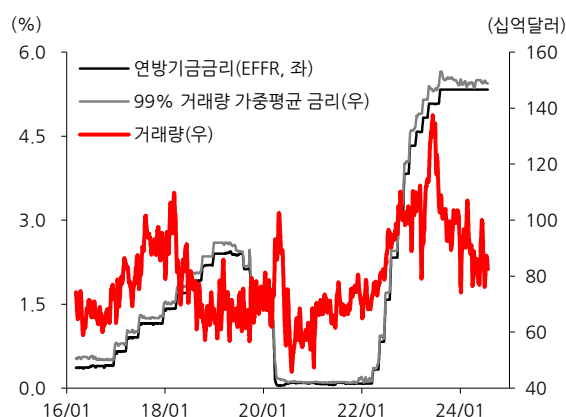
[그림8] Repo 거래량과 SOFR - IORB 스프레드 추이



주: 10일 이동평균

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

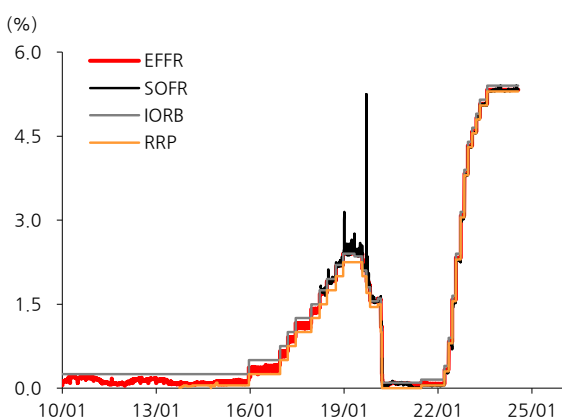
[그림9] 연방기금금리 및 기금시장 거래량 추이



주: 10일 이동평균

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 주요 단기자금시장 금리 추이



자료: the Fed, 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].