

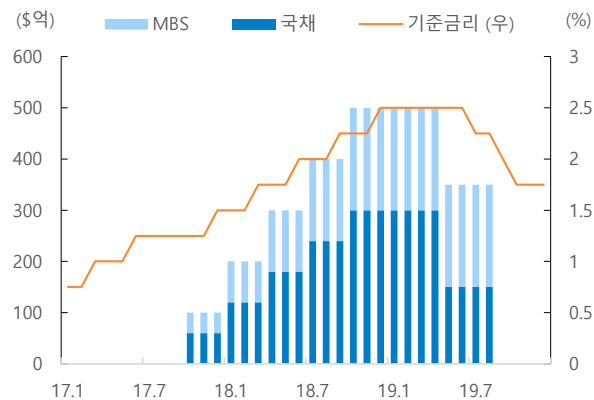
# Today's Chart

2022-06-10

[Economist] 류진이 (2122-9210) jinlee@hi-ib.com, [Economist] 박상현 (2122-9196) shpark@hi-ib.com

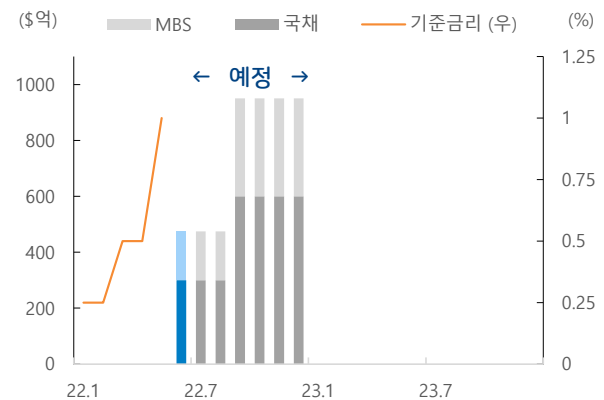
## 시작된 양적긴축, 현재 달러자금 시장은?

그림1. 2017~19년 연준의 월간 자산 감축 상한액



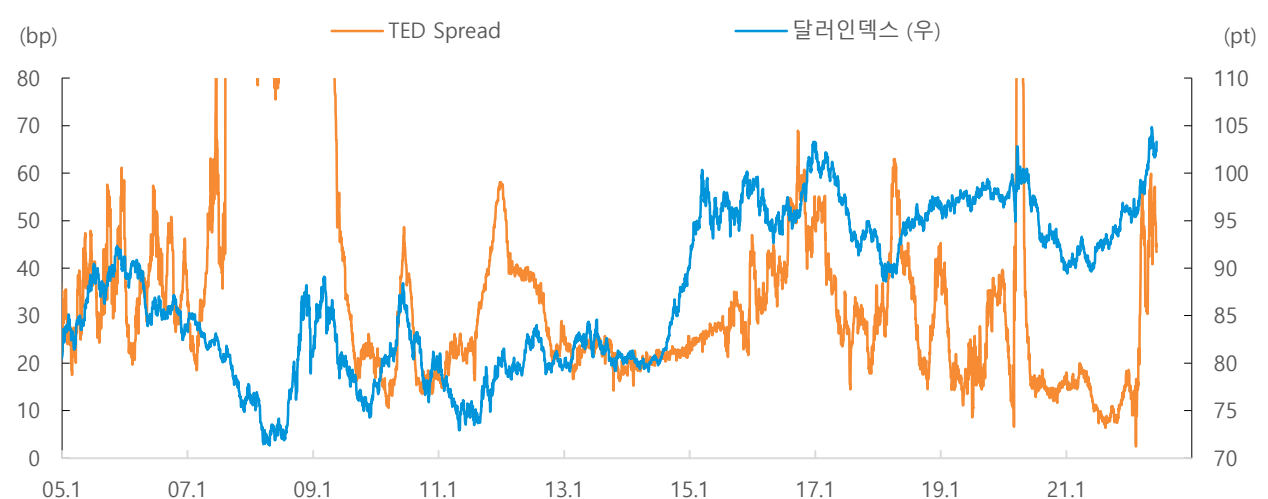
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림2. 2022년 이후 연준의 월간 자산 감축 상한액 (예정)



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림3. TED Spread 확대될 때 달러화도 함께 강해지는 흐름



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림4. TED spread = LIBOR - 미국채 3개월 금리. 2017년 양적긴축 당시 TED spread 추이

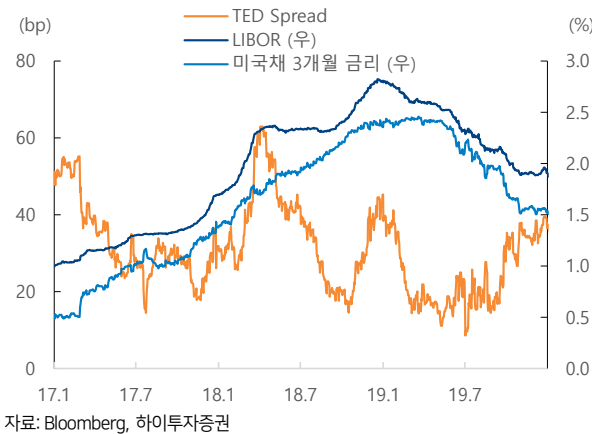
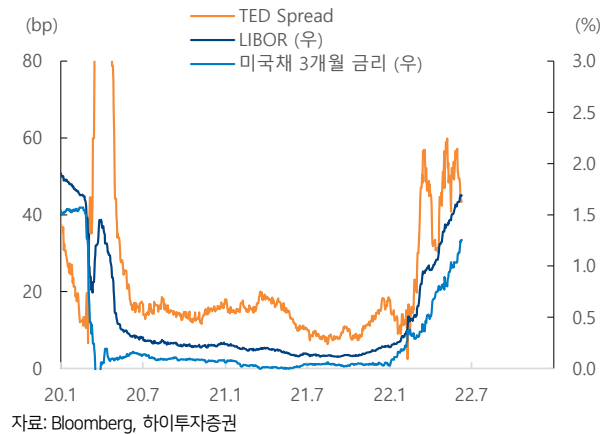


그림5. TED spread = LIBOR - 미국채 3개월 금리. 최근 TED spread 추이



## ■ 이미 시작된 연준의 양적긴축

### 6월 1일부터 미 연준 양적긴축(QT) 시작

- 이미 연준에서 밝힌 것처럼 지난 6월 1일부터 연준의 대차대조표 축소, 즉 양적긴축 과정이 시작됨. <그림 2>처럼 연준은 향후 3개월간 국채는 매월 최대 600억 달러, MBS 350억 달러씩 감축할 계획이며 3개월 후인 9월부터는 각각 600억, 350억 달러로 두배 수준까지 상향 조정할 것이라고 밝힘
- 팬데믹을 거치면서 연준 자산 규모는 4.3조 달러에서 9조 달러까지 증가해 거의 두배에 가까운 규모로 늘어났음. 이는 미국 2021년 GDP의 41%에 육박하는 규모임

### 과거 대비 빠르고 강한 QT

- 이번은 연준의 2번째 QT로, 첫 번째는 지난 2017년~2019년 진행된 바 있음
- <그림 1>에서 나타나듯 당시 2017년 10월부터 매월 100억 달러씩(국채 60억 달러, MBS 40억 달러) 감축하되 다음 분기마다 감축 상한액을 100억 달러씩 상향 조정하는 방안을 채택했음. 상한액이 가장 높았던 2018년 4분기는 월간 500억 달러로, 이번 양적긴축 시작 규모가 월간 475억 달러임과 비교해서 상당히 낮은 수준이었음
- 특히나 당시는 이미 약 19개월에 걸쳐 기준금리 인상을 4차례 단행한 이후 인상 속도를 조절하며 양적긴축을 시작했었다면, 이번에는 50bp 인상이라는 빅 스텝과 양적긴축을 동시에 진행하는 강도 높은 긴축 과정임

### 아직까지 불투명한 양적긴축의 파급효과

- 양적긴축을 우려하는 것은 이는 결국 미국에 한정된 문제가 아니라 글로벌 달러 유동성 축소로 이어질 가능성이 있기 때문. 연준 위원들의 경우에도 아직까지 QT의 파급효과에 대해 확신하지 못하는 상황임. 파월 의장은 지난 5월 FOMC 기자회견을 통해 현재 속도대로의 QT라면 기준금리 25bp 인상의 효과와 비슷할 수 있다고 언급했으나 확실하지 않다는 점을 분명히 했음
- QT를 시작하지 한달도 채 지나지 않은 시점이므로 그 영향을 분석하기에는 시기상조이나 과거 사례를 살펴보고, 현재 각종 달러 유동성 지표들을 점검해볼 필요가 있음. 연준의 강한 긴축 과정 속에 글로벌 시장의 자금 경색 리스크가 앞으로 점차 부각될 것이기 때문임

## ■ 달러 유동성, 유심히 지켜볼 필요

### 달러 유동성을 확인하기 위한 지표, TED Spread

- TED Spread 란, 유로달러 3 개월 금리와 미 국채 3 개월 (T-bill) 금리와의 차로, 사실상 무위험 이자율인 T-bill 금리 대비 단기 시장금리가 얼마나 높은지를 확인할 수 있음. 즉, 다시 말해 시장에서 달러를 구하는 것이 얼마나 어려운지를 나타내는 지표. TED Spread 가 클수록 시중의 달러 유동성이 낮다는 것을 의미함
- <그림 3>을 보게 되면 TED spread 가 2015 년 이후 변동 폭이 더 크기는 하나, 큰 흐름을 보면 스프레드가 확대될 때 달러화도 강세 흐름을 보였다는 것을 알 수 있음. 어쩌면 이는 당연한 현상인데, 달러화가 시장에서 귀하다는 뜻이기 때문

### 최근 TED spread, 2018.년 전고점에 가까운 수준까지 확대

- 팬데믹 이전 TED spread 고점은 2018 년 3 월 발생했는데, 63 bp 까지 급격히 확대되었음. 당시 FOMC 를 앞두고 긴축 우려, 미국 재무부의 재정증권(T-bill) 발행 확대로 역외 달러자금 시장이 경색되었음
- 팬데믹이라는 사상 초유의 사태가 발생했을 당시에는 151bp 까지 폭등했으나, 주요국 중앙은행과 정부의 적극적인 유동성 공급으로 스프레드는 단시간 내에 안정되었음. 하지만 연준이 긴축 기조를 강화함에 따라 최근 스프레드는 한때 58bp 수준까지 가파르게 확대. 5월 FOMC에서 미국 기준금리가 1%로 상향 조정된 이후 평균 Ted spread는 51bp로, 과거 기준금리 1% 당시 평균 TED spread 가 33bp 수준임을 고려하면 기준금리 수준 대비 스프레드가 높게 형성되어 있는 상황. 여기에는 연초부터 불거진 러시아-우크라이나 사태 또한 안전자산 선호를 자극하며 스프레드 추가 확대를 견인했다는 점도 작용함

### 물가 이슈가 잠잠해지고 나면 남은 것은 유동성, 즉 신용 리스크

- 문제는 앞으로 양적긴축이 실시됨으로써 달러 공급은 더욱 줄어들 것이라는 점. 게다가 달러화가 초강세를 유지하고 있다는 점도 부담스러운 상황임. 달러 강세는 그 자체로 글로벌 시장에 긴축 재료로 작용하기 때문
- 대표적으로 중국의 사례를 보면, <그림 6>과 <그림 7>에서 확인할 수 있듯 중국 신용위험을 반영하는 중국 CDS 도 TED spread 와 비슷한 추이를 보임. 특히 팬데믹 이후 이러한 흐름이 더욱 두드러지는데, 이미 경기 경착륙 리스크 및 부동산 사태 등으로 CDS 레벨이 크게 올라와 있는 만큼 중국 인민은행의 완화적인 통화정책에도 불구하고 향후 유동성 이슈에 민감하게 반응할 수 있음
- 단, 아직까지 유동성 리스크는 크게 두드러지지 않음. 하지만 시장의 관심이 온통 인플레이션에 집중되어 있는 가운데 이후 주목할 것은 연준 및 주요국 중앙은행들의 강도 높은 긴축의 파급효과. 앞으로 글로벌 자금시장, 특히 달러자금 시장도 유심히 지켜볼 필요가 있겠음

그림6. 과거 QT 당시 TED spread 와 중국 CDS 추이

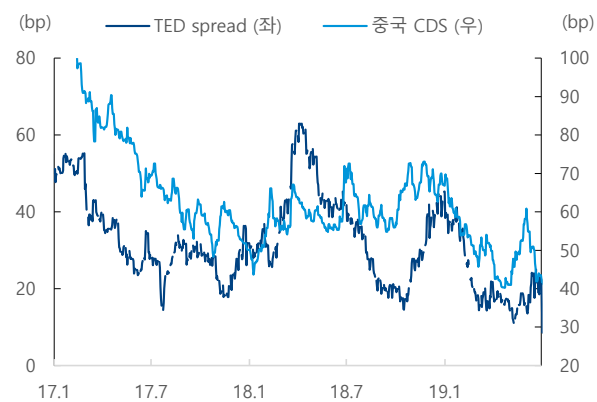
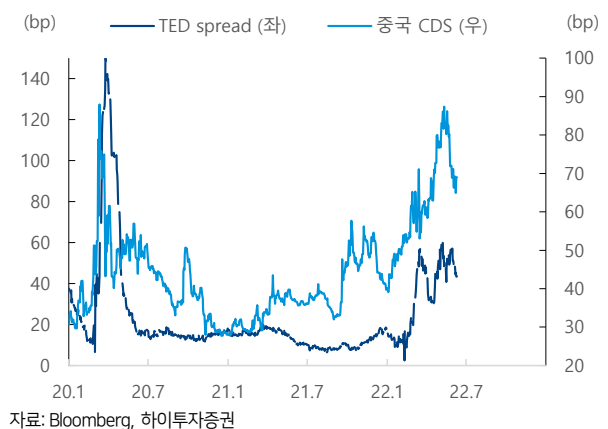


그림7. 팬데믹 이후 TED spread 와 중국 CDS 흐름은 더욱 동조화



### Compliance notice

▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.

▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 박상현, 류진이)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.