

2021. 7. 29

## 미국 FOMC(7월): Standing for you

### ▲ 채권분석

Analyst 윤여삼

02. 6454-4894

yeosam.yoon@meritz.co.kr

- ✓ 6월 깜짝 점도표 상향대비 7월 FOMC는 시장 예상에 부합하는 무난한 결과. 스탠딩 레포 도입을 통해 향후 테이퍼링 실시에 따른 부작용을 낮추는 사전작업 진행
- ✓ 인플레이션이 예상보다 높고 리스크가 존재하나 일시적 요인이 주도한다는 의견 유지. 테이퍼링은 논의가 심화되었으나 실시 시점은 아직 고민 중이며, 최근 모기지금리 급락에 따른 주택시장 과열에도 MBS 매입축소는 국채와 유사할 것을 시사
- ✓ 9월 회의에는 통화정책 정상화 게이지 높이겠지만 완화기조 자체는 유지될 것

### 통화정책 정상화를 위한 준비, 그럼에도 완화기조 유지

일반적으로 FOMC 회의는 수정경제전망(SEP)과 점도표가 제시되는 분기말대비 이번처럼 분기초 회의의 긴장감이 높지 않음. 예상에 부합하는 무난한 7월 FOMC 결과를 고려해 기존 8월 잭슨홀 컨퍼런스에서 테이퍼링 관련 이론적 배경을 강화하고 9월 회의에서는 구체적 계획이 등장할 것으로 전망

연준의 통화정책 정상화 의지는 시장금리에 일부 부담요인이 될 수 있으나 질서 있고 계획적인 완화기조의 철수라면 금리상승 압력 지속성 높지 않을 것. 현재 미국채10년 1.2%대는 금리하단 테스트 구간 정도로 보고 있으며 9월 FOMC 전후로 1% 중반 정도까지 오를 수 있으나 3월 기록한 고점은 넘지 않을 것

7월 FOMC 회의 결과는 테이퍼링 논의는 진일보했으나 아직 시점관련 명확한 시그널을 주지 않음. 다만 시중 단기유동성 안전성을 위한 상시레포(standing repo)제도를 도입하여 통화정책 정상화가 진행될 때 부담을 덜어내는 작업 실시. Standing repo가 국채를 담보로 금융기관들의 레포차입을 용이하게 한다는 점에서 일시적인 단기자금시장 경색 등 유동성 교란을 방어할 수 있는 수단

경기와 물가에 대한 시각은 기존 의견에서 큰 변화는 없었으며, 인플레이션 관련 예상보다 높아 불확실성이 존재하나 '일시적 요인'이 주도하고 있다는 의견 유지. 최근 델타 변이 확산에도 질병에 대한 우려는 심각한 정도는 아니라고 평가. 고용지표 관련 가을 정도에는 개선이 강화될 수 있다는 의견 또한 유지

주택경기 과열로 인해 선제적인 MBS 매입축소와 관련해 큰 틀은 국채매입 축소와 같은 방향으로 진행할 것으로 밝혀 현재 통화정책 완화기조를 급격하게 선회할 가능성은 낮춤. 잭슨홀 컨퍼런스에서 무엇을 이야기할지 질문에는 사전적 언지를 주지 않았으나 테이퍼링 관련 가이드언스를 더욱 강화할 것으로 같음

최근 TGA로 인한 단기채 공급감소로 역레포(RRP) 잔고가 급증하는 부분이나 미국채 금리 하락이 연준의 잘못된 신호에 의한 것이 아니냐는 질문에 시장성을 감안된 현상이지만 큰 문제 없다고 강조, 현재 금융시장 불균형 우려 낮다고 평가

## 테이퍼링 준비단계지만 시장과 충분히 소통할 것

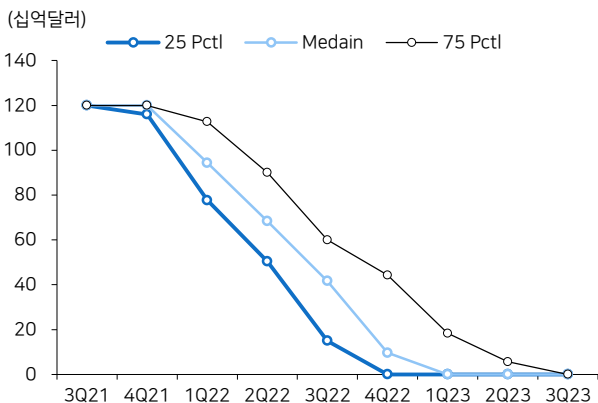
무난한 7월 FOMC 회의 결과  
1)테이퍼링 논의에도 시점 미정  
2)상시레포제도 도입

7월 FOMC는 시장 예상에 부합하는 무난한 회의였다. 포인트는 1)테이퍼링에 대한 논의는 더욱 진전했으나 시점은 미정, 2) 통화정책 정상화 과정에서 불거질 수 있는 단기자금시장 교란을 제어할 수 있는 상시레포(standing repo)제도 도입, 3) 경제와 물가에 대한 기존 시각은 견지한 정도로 평가할 수 있다.

시장의 관심이 높은 테이퍼링 관련해서는 연준 인사간에 논의는 강화되었지만 당장 시점을 발표할 단계는 아니라고 파월의장은 밝혔다. 최근 미국 주택경기 과열과 관련해 MBS부터 사전적으로 매입을 줄여야 한다는 의견도 검토는 했으나 큰 틀의 테이퍼링은 MBS와 국채 균형적으로 진행해야 한다고 언급했다.

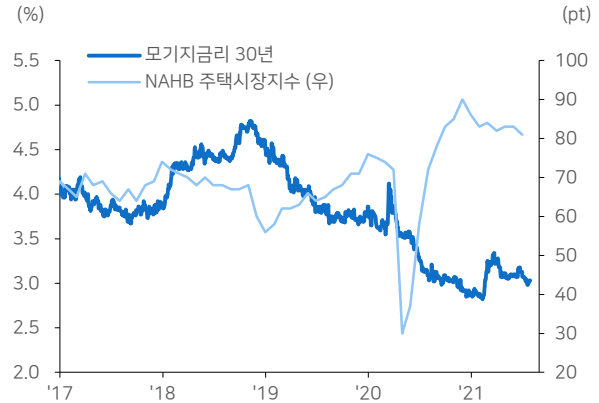
구체적인 테이퍼링 실시시점은 이야기하지 않았지만 잭슨홀 컨퍼런스와 관련된 질문에 '사전적 답변은 어렵다', '다만 테이퍼링 관련 가이드는 더욱 강화할 것'이라고 밝혀 잭슨홀 컨퍼런스와 9월 FOMC 회의에서는 통화정책 정상화 게이지가 좀 더 높아질 수 있는 준비 정도는 시사했다.

그림1 PD 서베이, 테이퍼링은 내년 1분기부터 시작 유력



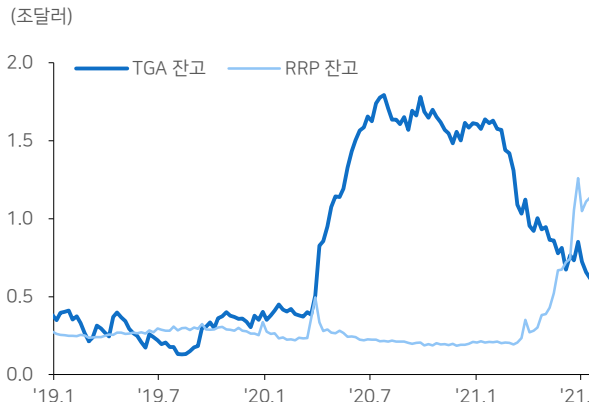
자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림2 모기지금리 하락에 따른 주택경기 과열 우려



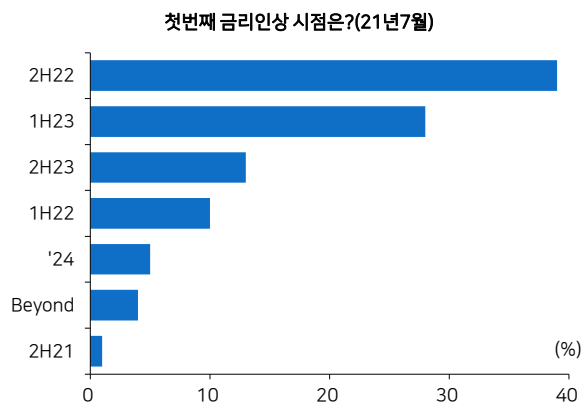
자료: Bloomberg, NAHB메리츠증권 리서치센터

그림3 TGA 잔고 감소로 시중 잉여유동성 RRP로 몰려



자료: US Treasury, FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림4 시장 연방금리 인상 기대보다 파월의장 발언 완화적



자료: BofA GFM, 메리츠증권 리서치센터

또한 상시레포(standing repo)제도 도입을 통해 과거 연준의 정책회수 과정에서 단기자금시장 충격 등 부작용을 방어하기 위한 수단도 마련했다. 이미 4월 FOMC에서 논의가 진행되었던 단기유동성 안전판까지 도입하면서 금융시장에 미칠 파장을 최소화하기 위한 노력이 엿보였다(standing repo 관련 내용은 아래 참고).

경기개선 흐름 이어지는 가운데  
물가우려는 아직 일시적 의견

미국 펀더멘탈은 경기개선 흐름은 강화되고 있다(continue to strengthen)는 정도는 성명서 내용에 포함했다. 고용관련 질문에 대해서도 가을 정도에는 회복세가 강화될 것이라는 의견도 견지했다. 여전히 높은 물가에 대해서는 상방 리스크는 인정해도 일시적인 요인이 주도하고 있다는 견해 역시 유지했다.

이를 종합하여 성명서 내에 'Since then, the economy has made progress toward these goals, and the Committee will continue to assess progress in coming meeting'이라는 부분을 삽입하여 다음 회의인 9월부터 테이퍼링 등 통화정책 정상화 관련된 내용이 강화될 수 있는 정도도 인정했다.

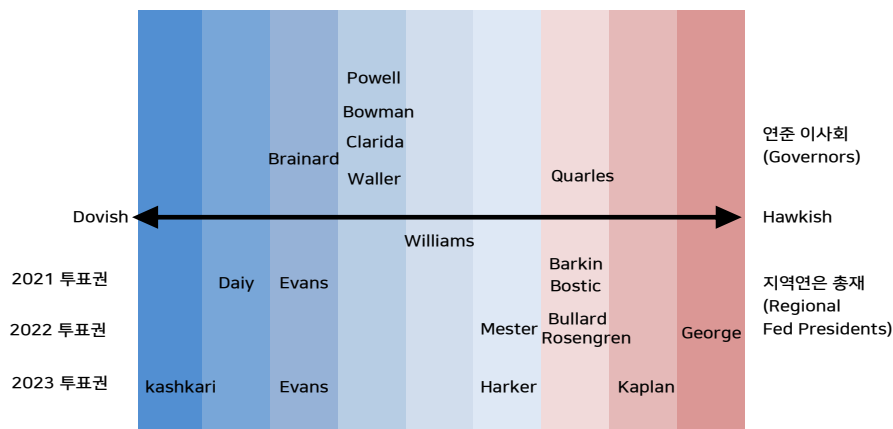
다음 회의부터 통화정책 정상화  
과정 논의, 금리인상 검토 일러

다소 빠른 시점이나 금리인상 관련해서는 '현재 고려할 단계가 아니다'고 강조하고 '양적완화를 유지하면서 금리를 올리는 것은 자연스럽지 않다'고 했다는 점에서 시장기대가 2022년 연말 정도에 첫 인상을 기대하는 것 대비 테이퍼링이 종료되기 전까지는 인상은 쉽지 않다는 완화적 발언을 더했다.

내년 2월 임기인 파월의장이 연임을 위해 최근 정부정책과 코드를 맞추고 있다는 일각의 의심도 있으나 후임 유력인사가 비둘기파인 브레이너드라는 점에서 우려는 크지 않다. 다만 함께 내년 연방금리 투표권을 가진 지역연준 총재들의 성향이 매우 파격이라는 점 등을 고려하면 통화정책 관련 진행여건이 만만치 않을 수 있는 정도가 관건이겠다.

이 모든 여건을 종합해 7월 회의는 '우리가 정상화는 준비하고 있지만 금융시장이 그렇게 걱정할 정도는 아니니까 걱정하지마' 정도로 해석할 수 있겠다.

그림5 올해보다 내년 연준 인사들의 성향 매파기조 강화될 것으로 전망



자료: BofA 재인용, 메리츠증권 리서치센터

## 참고: 상시레포제도(standing repo:SRF)

5월28일 칼럼의 재해석 '다시 시작된 Standing Repo 도입 논의' - 이종빈 연구원

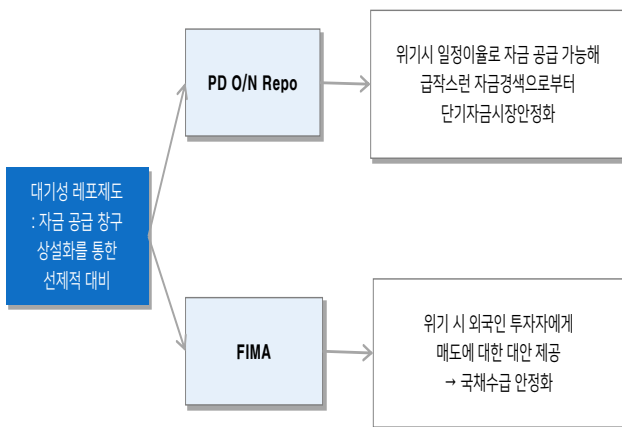
4월 FOMC 의사록에서 언급된 자산매입에 대한 논의 외에 대기성 레포제도 (Standing Repo Facility) 구축에 대한 논의가 이루어졌다는 점에 주목할 필요가 있다. 스탠딩 레포란 은행이 보유한 국채를 은행의 지급준비금과 상시 교환할 수 있도록 하는 제도이다. 즉, 은행들은 필요시 정해진 금리로 보유한 국채를 기준으로 교환할 수 있는 것이다.

스탠딩 레포 구축의 이점은 두 가지이다. 1) 은행이 급작스러운 충격에서 보유 자산을 활용해 빠르게 필요자금을 유동화할 수 있다는 점. 그리고 2) 연준의 입장에선 직접적인 자산매입을 진행하지 않고도 시중에 유동성을 공급할 수 있다는 점이다. 중앙은행의 입장에선 정책 개입을 더 세분화할 수 있다. 가령 100의 충격과 200의 충격에 모두 직접 자산매입을 통해 정책을 시행해야 했다면, 스탠딩 레포 창구가 개설되면 작은 충격엔 일시적인 환매조건부거래로 대응할 수 있다.

처음 동 제도의 도입 논의(2019년)에선 이에 대해 정부 자금조달을 지원하는 수단으로 인식될 수 있다는 비판을 받았다. 그러나 이번 회의에서 상당수의 위원들은 대기성 레포거래를 도입하는 것의 잠재적 이익이 비용보다 크다고 판단했다. 도입 가능성을 논하기는 이르나 이러한 논의가 제기된다는 것은 자산매입이나 금리인하 말고도 연준에게 단기자금시장을 컨트롤할 수 있는 도구가 존재한다는 것을 시사한다. 그리고 정책이 정상화 되는 국면에서 발생할 수 있는 노이즈를 관리할 수 있는 요소다(요약).

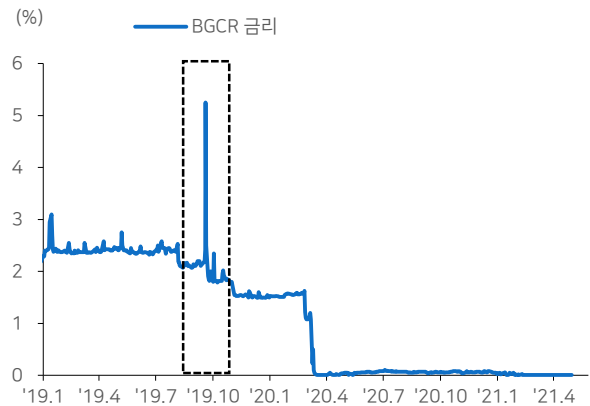
Standing repo 도입과 함께 금리는 0.25%로 현재 연방금리 상단수준으로 결정되었는데 이는 레포로 조달할 수 있는 금리가 실세연방금리보다 낮아질 경우 상시레포로 조달하여 일반 레포시장에서 차익거래를 할 수 있는 위험성이 존재하여 금리는 연방금리 상단보다는 다소 높거나 같은 수준 정도에서 설정될 것이다.

그림6 4월 논의된 상시레포 제도와 동 제도의 장점



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 2019년 연방금리 인상 이후 유동성 경색, 레포 발작



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 7월 FOMC 금융시장 반응

금융시장 반응 역시 무난  
금리하락, 주가반등, 달러약세

무난한 회의 결과는 무난한 금융시장 반응을 도출한다. 금일 회의 직후 금리가 하락하고 주가는 소폭 반등, 달러는 약세로 움직였다. 테이퍼링 관련 부담이 커질 수 있지 않을까 하는 우려를 덜고 아직 완화기조를 이어가는 연준 스탠스에 대한 안도 정도로 평가할 수 있겠다.

미국채10년 금리는 최근 금리반락에 따른 부담에도 아직 완화적인 연준 스탠스 확인으로 10년금리가 1.23%로 FOMC 이전 바닥 수준으로 내려왔다. 주식시장은 금리하락 여건을 감안 다우존스는 반락했지만 나스닥은 상승세로 마무리했다. 달러는 향후 통화정책 정상화 부담보다 당장 완화기조 유지에 약세를 기록했다.

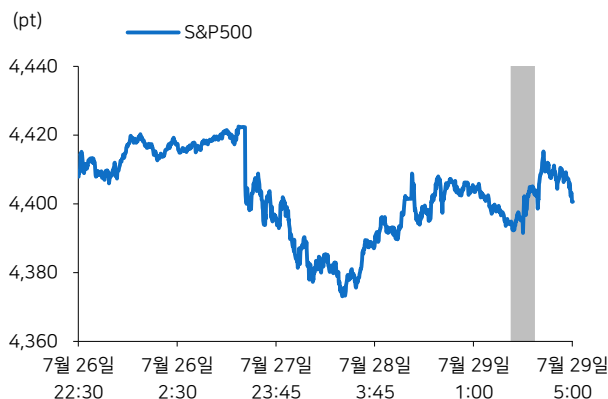
미국 통화정책은 아직 완화기조를 유지하고 있지만 전일 국내 부동산 담회관련 기준금리 인상 가능성이 거론되면서 국내 통화정책과 방향이 다르다는 것이 확인되었다. 그럼에도 글로벌 금융시장 완화기조 유지로 인한 위험선호 분위기 정도는 살아날 수 있을 것으로 판단된다.

그림8 미국채10년 3일간 일종차트



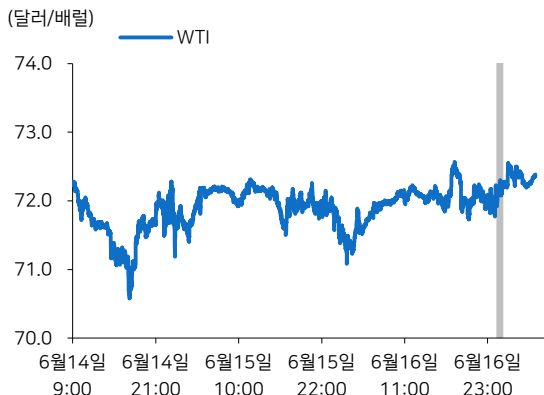
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 미국 S&P500 3일간 일종차트



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 WTI 3일간 일종차트



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 달러 인덱스 3일간 일종차트



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

## Compliance Notice

---

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다..