



**meritz Strategy Daily**

# 전략공감 2.0

## Strategy Idea

돈(money) 권하지 않는 사회

## 오늘의 차트

유럽 증시 내 리오프닝 업종 주가 차별화의 시사점

## 칼럼의 재해석

연준의 대차대조표 축소가 은행의 미국채 수요에 미치는 영향

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.

## Strategy Idea



▲ 채권/자산 전략  
Analyst 윤여삼  
02. 6454-4894  
yeosam.yoon@meritz.co.kr

## 돈(money) 권하지 않는 사회

- ✓ 인플레이션 및 금융불균형 문제대응 통화정책 환수 강화, 마이너스 채권 급격히 축소
- ✓ 아직 양호한 경기여건을 감안할 때 연초 위험자산 변동성 확대는 일부 수습과정을 거치겠으나 금융환경 타이트해지며 전반적인 투자여건 위축 이어질 전망. 현재 정책민감도가 가장 높은 채권시장이 겪는 스트레스가 고평가 인식이 높은 위험자산으로 전이될 위험 증대
- ✓ 2분기 이후 물가위험이 감소하더라도 연준자산 축소 같은 이벤트 민감도까지 점검 필요

### 마이너스 채권의 감소, '쉬운 돈(easy money)의 시대' 종료

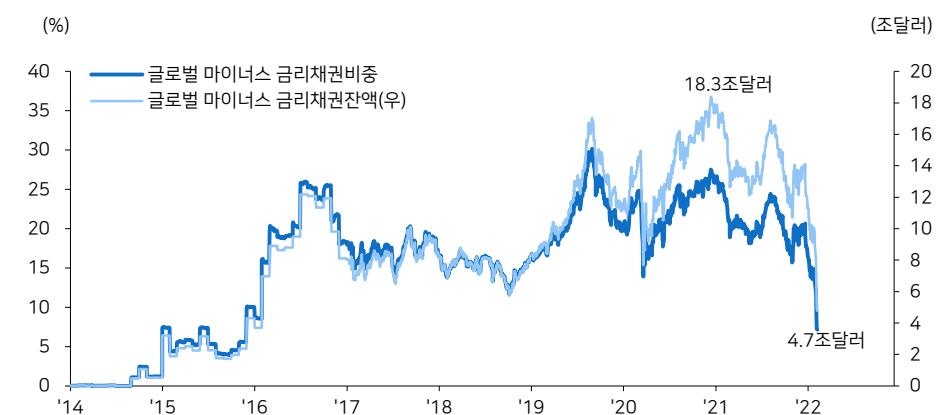
금융시장 통화정책에 대한 민감도 높아

연초부터 금융시장의 변동성이 커지고 정책에 대한 민감도가 높다. 작년 연말 연준의 올해 금리인상 기대치는 2차례 50bp, 3월 인상 확률도 30% 정도에 불과했으나 현재는 5차례 이상 125bp에 3월 한번에 50bp 인상 확률이 40%이다.

2024년까지 기준금리 인상이 없을 것이라고 연도까지 못 박았던 RBA(호주)와 ECB는 첫 통화정책 회의를 통해 '완화기조를 좀 더 유지하겠으나 예상보다 빠른 통화정책 환수 가능성'을 인정했다. 일본은 아직 기준금리를 언급할 단계는 아니지만 양적완화 기조를 줄여가며 실질적인 유동성 축소에 나서고 있다.

통화정책 환수기조에 가장 먼저 민감도를 높이는 분야는 채권시장인데 18조 달러가 넘었던 마이너스 금리 채권이 5조 달러 밑으로 줄었다<그림 1>.

그림1 펜데믹 초기 18조 달러(27%)를 넘었던 마이너스 채권, 5조 달러(7%)까지 축소



자료: Bloomberg 메리츠증권 리서치센터

## マイナス 금리 채권, 플러스 영역으로 진입 중

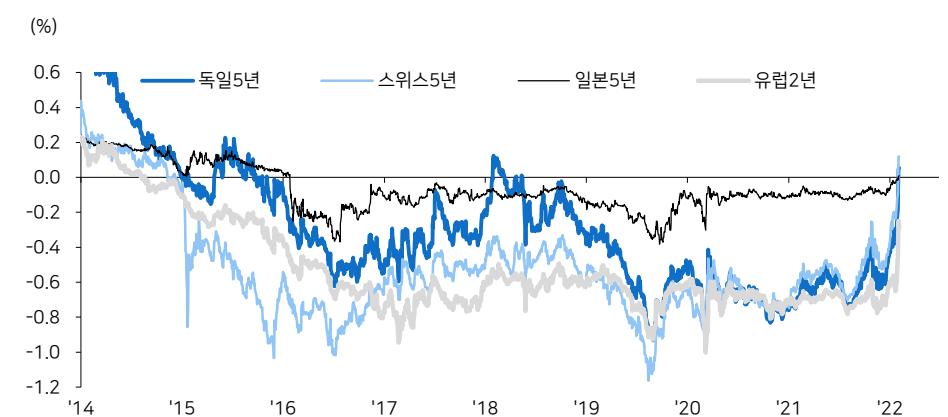
대표적인 마이너스 금리 지역인 유럽과 일본의 중기금리인 5년금리가 독일, 스위스, 일본 공히 플러스 영역으로 진입했고, 유럽2년 평균금리는 마이너스이긴 하나 2015년 이후 최고 수준으로  $-0.2\%$ 대까지 올라왔다<그림 2>.

금융위기와 남유럽 위기를 거치면서 2014년부터 (북)유럽 및 일본에서 등장한 마이너스 금리채권은 가장 대표적인 완화적 금융환경을 대표하는 현상이었다. 돈을 빌려주면서 이자를 받는 것이 아닌 지금해야 할 정도로 '돈(차입 = 소비 & 투자)을 퀸하는 사회'라고 말할 수 있었다. 돈을 퀸하는 시대, 금융시장은 투자에 좋은 여건이었다는 점에서 기대수익률을 높게 가져갈 수 있었다.

### 위험자산의 기대수익률은 낮아져

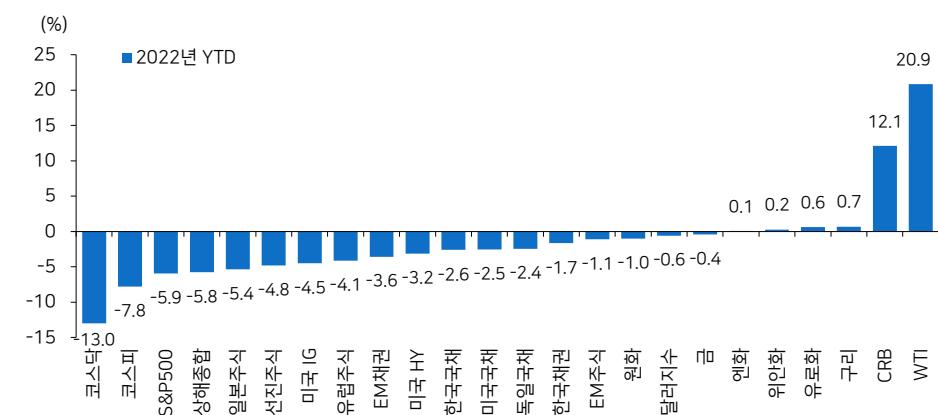
그렇지만 펜데믹 2년간 위험자산들은 비싸져 기대수익률은 낮아졌고 정책은 인플레이션을 기반으로 돌아설 수 밖에 없는 상황에 이르렀다. 아직 잔여 유동성의 힘이 경제를 지지하고 금융시장도 반락을 견인할 정도의 힘 정도는 남아있겠으나 기초자체는 만만치 않는 국면이다. 올해 시작하자마자 공급이슈가 있는 원자재를 제외한 대부분 자산들의 성과가 좋지 않다는 점은 유념할 부분이다<그림 3>.

그림2 독일, 스위스, 일본 5년 국채금리 플러스 반전, 유럽 2년금리 2015년 이후 최고



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 원자재를 제외하고 올해 들어 모든 자산 투자수익률 마이너스 기록 중



자료: Bloomberg, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

## 펜데믹 극복 과정에서 불거진 인플레이션과 금융불균형

'Why so serious?' 필자가 베트맨에 나오는 조커라면 올해 주요국 통화정책을 향해서 하고 싶은 말이다. 대답은 명확하고 심플할 것이다. '인플레이션!' 지난해 3분기만 해도 올해 물가전망은 글로벌 평균 3% 초반 정도 수준이었다.

글로벌 물가 전망 상향조정되며  
정책민감도 높아지고 있어

그렇지만 공급망 충격 지속과 과잉저축이 지지하는 가수요, 일부 원자재 가격급등에 임금상승까지 뒤섞이면서 올해 글로벌 평균 물가 전망치는 4.2%까지 올라왔다 <그림 4>. 미국이나 캐나다 유로존 등 주요국은 올해 물가가 지난해보다도 더 높을 수 있다는 기대가 높아지면서 정책민감도를 높이고 있다<그림 5>. 11일 오전 확인될 미국 1월 CPI 결과는 이 전망치를 더 높일 가능성도 있다.

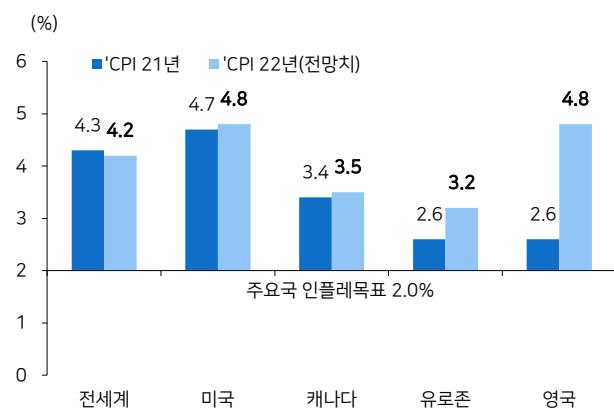
상기했듯이 현재 물가가 높은 이유도 비교적 명확하게 알고 있다. 이중 유가 등 에너지 요인은 기저효과가 아래로 전환되고 있지만 일부 중고차 같은 내구재나 집세(rent)같은 물가 내에서도 후행요인, 유가상승 등의 부담 등은 일부 공급부담 요인 완화에도 안정을 확신하기 어렵게 만드는 부분이다.

그림4 2022년 물가전망 올해가 시작하고도 상향 지속



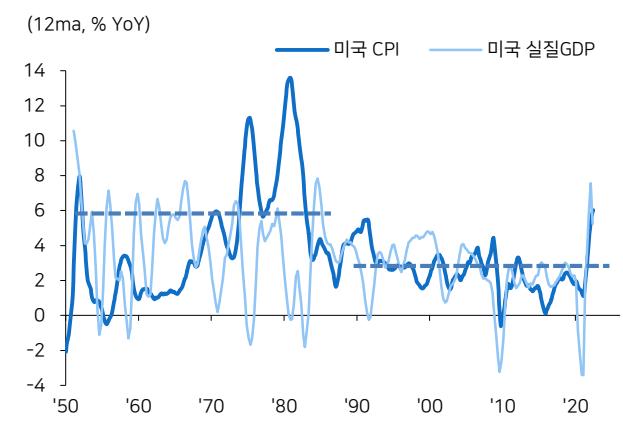
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 작년보다 올해 물가부담이 더 높을 수 있다는 우려



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 1990년 이후 낮아진 성장&물가를 넘어선 최근 동향



자료: US BLS, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림7 높은 임금상승 = 수요견인 압력, 기준금리 인상 지지



자료: FRB, US BLS, AT Fed, 메리츠증권 리서치센터

미국 물가상승률은 1990년대 이후 성장탄력과 함께 레벨다운이 진행된 이후 가장 높은 압력을 반영하고 있고, 올해 상반기까지 유지될 것으로 보인다<그림 6>. 1970~80년대 대비 성장레벨이 낮아진 것이 아니라면 이 물가를 잡기 위해서 통화정책은 당시와 같이 인상을 단행해야 할지도 모르겠다.

#### 높은 자산가격 수준, 금융불균형 정책 당국자의 부담 요인

여기에는 불가피하다고 볼 수 있으나 정책이 만든 풍부한 유동성은 주식, 채권, 부동산 등 모든 자산들의 가치를 큰 폭으로 끌어올렸다. 물론 지난해부터 채권시장은 약세를 기록하고 있지만 주식과 부동산 등 실물경기대비 자산가격 수준은 매우 높은 편이다. 이 과정에서 부채급증까지 수반되며 양극화 심화 등 금융불균형이 전 세계 정책당국으로 하여금 부담요인이라고 할 수 있다.

#### 양적완화 국면의 수혜자는 채권이 아닌 위험자산

다수 투자자들은 양적완화(QE)가 금리를 낮췄다고 알고 있는데 4차례의 미국 양적완화 실시기간 동안 금리는 올랐다. 실제 2020년 하반기 미국채10년 0.5% 저점은 찍고 올해 초까지도 연준이 채권을 사주고 있지만 금리는 오르고 있다. 우리가 보는 양적완화의 최종 수혜자는 주식을 중심으로 한 위험자산이다.

그림8 펜데믹 과정에서 공급된 유동성, 전반적인 자산가격 상승세 견인



그림9 글로벌 증시, 늘어나는 유동성 여건을 쫓아 상승

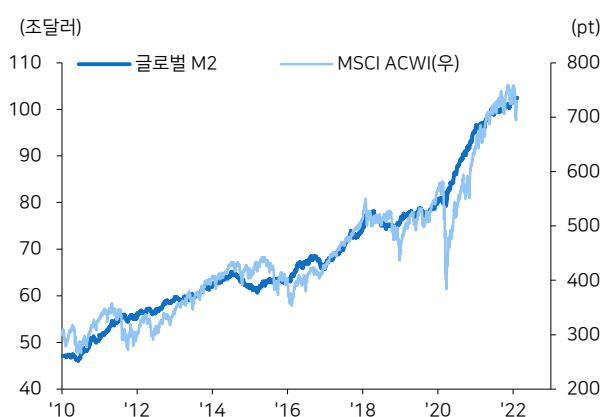


그림10 글로벌 금융환경지수, 최근 변동성 확대에도 완화적



이는 미국만의 현상이 아닌 글로벌 전체적으로 돈이 풀리는 압력이 높은 구간에서 위험자산들의 성과가 좋았던 것은 사실이다<그림 9>. 연초 연준의 통화정상화 압력이 높아지는 구간에서 위험자산들의 불안심리가 커졌지만 1월 FOMC 회의에서 파월의장은 'financial market보다 real market이 더 중요하다'고 강조하면서 현재 완화적인 금융환경을 지적했다<그림 10>.

#### 주요국 정책기대치 테이퍼트럼 이후 최고 수준

#### 유동성 증가탄력은 점차 줄어들 가능성이 높아

미국 통화정책은 3월 50bp 인상 가능성은 포함 연간 5차례 이상 기준금리 인상 기대를 반영 중이다. 지난해 금리인상을 단행한 국가들은 올해 연간으로 예상보다 높은 금리인상 기대를 제시 중이며, 주요 10개국(미국, 캐나다, 유럽, 영국, 스위스, 노르웨이, 스웨덴, 호주, 뉴질랜드, 한국 등) 2년 내 선도금리 기준 정책기대는 2018년 수준을 훌쩍 넘어 테이퍼 턴트럼 이후 최고 수준이다<그림 11>.

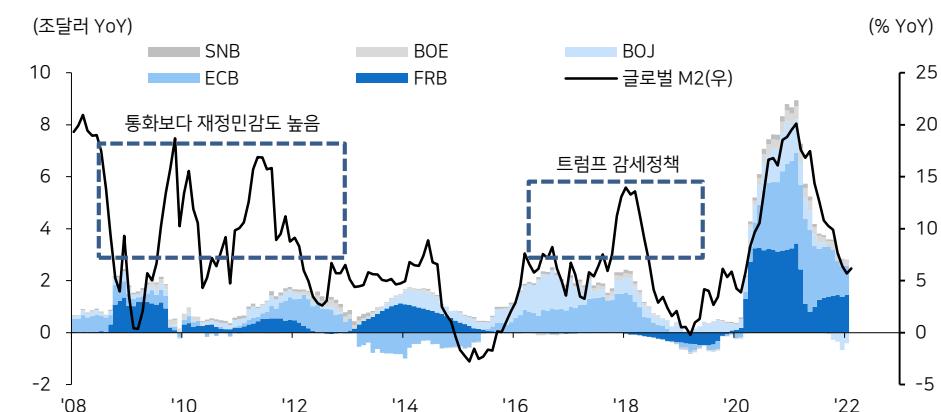
이를 감안할 때 재정정책과 중앙은행 자산증가를 기반으로 한 유동성 증가탄력도 올해 더 줄어갈 공산은 커졌다<그림 12>. 금리인상 압박과 ECB, BOJ의 양적완화 종료, 하반기 연준자산 축소와 같은 부담은 더 가중될 것이다.

그림11 주요 10개국 2년 뒤 기준금리 반영한 선도금리 급등, 유동성 탄력 둔화 연결



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 2009년, 2018년 대비 통화정책의 유동성 민감도 높은 편



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 매섭게 돌아선 정책이 유발할 수 있는 오버킬(overkill) 우려

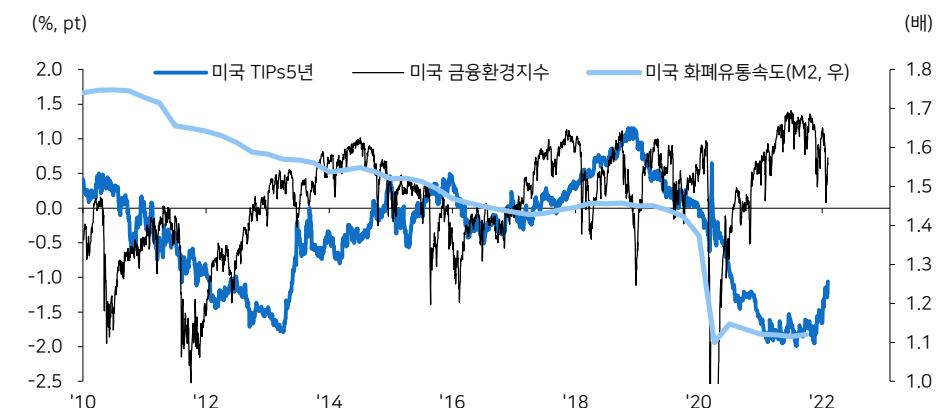
정책대응, 실물경제 '오버킬' 관련 목소리 높아져

발등에 떨어진 인플레이션과 금융불균형을 끄기 위해서 정책대응이 빨라지는 만큼 금융시장 변동성 확대 정도에 그치는 것이 아니라 실물경제에 찬물을 끼얹을 수 있는 오버킬(overkill) 관련 목소리도 높아지고 있다. 1970년대 케인즈언의 정책실패의 경험을 염려하는 시각도 최근 심심찮게 볼 수 있다.

지난해까지는 연준의 양적완화 대상 중 TIPs(물가채)가 편입되어 있어 물가가 오르기 전부터 시장의 실질금리가 예상보다 큰 폭으로 낮아졌는데 올해 통화정상화 압력이 높아지면서 최근 TIPs 금리가 오르고 있다. 현재는 실질금리와 명목금리가 같이 오르고 있어 시장 기대인플레 지표인 BEI 자체는 변화가 없는데 추가 명목금리 상승이 제한되는 시점부터 기대인플레는 꺾일 수 있다.

과거 실질금리 상승은 전반적인 금융환경 완화여건이 약화되는 것을 의미한다. 다만 통화환수 시기 완화적 재정지출 혹은 민간의 자생적 유동성 확대(통화승수나 화폐유통속도 등) 정도로 완화환경을 유지한 경우는 있다<그림 13>.

그림13 실질금리 상승에도 완화적 금융환경 유지, 민간자생적 유동성 활용 올라와야



자료: Bloomberg, FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림14 유동성 민감도 높은 가상자산 단기충격 발생



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 정책환수 부담은 신용여건 움직임이 중요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 기대 인플레 탄력 둔화되는 경우 위험자산 변동성 확대될 것

팬데믹 위기를 극복한 민간경제가 자생적으로 유동성을 확대할 가능성이 있지만 올해 2분기 정도 BEI와 같은 기대인플레 지표들의 탄력이 둔화되는 것이 확인될 경우 일부 유동성과 인플레이션 수혜가 있었던 비트코인 같은 자산은 재차 변동성이 확대될 위험이 크다<그림 14>. 완화적인 금융환경의 준거 역할을 하는 신용스프레드 역시 향후 방향성을 확대될 위험성을 고려해야 한다<그림 15>.

완화적인 대출태도와 같은 지표로 인해 당장 양호한 경기여건을 지지할 수 있을 것으로 기대되나, 향후 통화정책 환수기조를 쫓아 타이트해지는 방향으로 전환될 것이다<그림 16, 17>. 금융기관들의 유동성 펌프가 빠빠해지는 만큼 성장탄력 역시나 동일하게 움직일 공산이 크다.

OECD 기준 경기선행지수는 재고사이클을 감안하여 지난해 하반기에 정점을 확인했는데 물가에 앞서가는 선행성을 인정하더라도 물가는 기저효과 등으로 점차 안정화 될 것이다<그림 18>. 높은 물가로 인한 실질임금 하락과 구매력 약화, 기업들의 원가부담 누적, 타이트해지는 금융환경은 실물경제를 냉각시킬 수 있다.

그림16 미국 은행대출태도 아직 완화적 수준이지만...



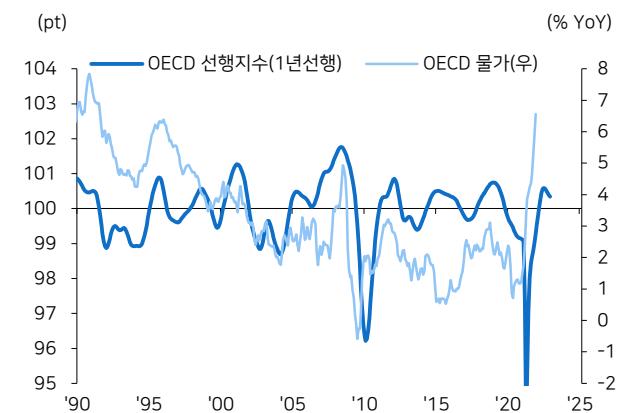
자료: US BEA, FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림17 정책환수는 대출태도 둔화로 연결될 것



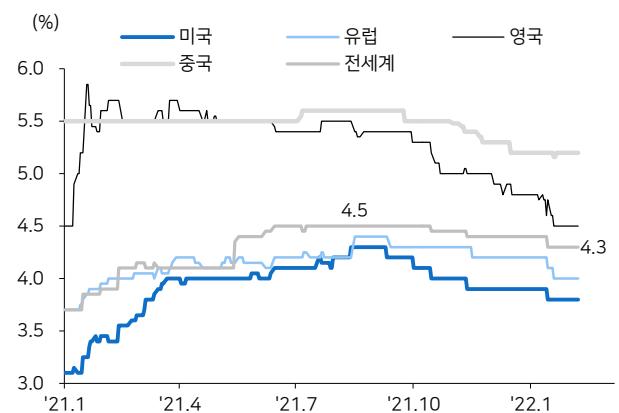
자료: FRB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 OECD 선행지수 반락, 후행지표인 물가에 시사



자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림19 주요국 2022년 성장 전망, 양호하나 낮아지고 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

높은 물가압력으로 주요국 성장을 전망 탄력 둔화되고 있어

올해 주요국 성장을 전망은 대부분 잠재성장을 상회하는 높은 수준들을 예상하고 있지만 지난해 3분기를 정점으로 높아진 물가만큼의 반대급부로 탄력이 둔화되고 있다<그림 19>. 여기에 통화정책 중심으로 금융환경까지 위축될 경우 실물경제에 대한 기대는 더욱 낮아질 수 밖에 없다.

작년 4분기 첫 인상 단행 후 올해 2월에도 금리를 올린 영국은 지난해 2% 중반에서 올해 물가 전망이 4% 후반까지 물가부담이 커지면서 1년내 기준금리 기대치가 0.50%(현) → 2.00%까지 오를 것을 반영 중이다. 이는 10년과 2년 금리차를 15bp 이내까지 줄이면서 미래 기대치 둔화로 이어졌다<그림 20>.

주요국은 아니지만 동유럽 국가 중 체코의 경우 올해 3% 중반 정도 기준금리 정상화가 예상되었으나 예상보다 가파른 물가 부담으로 2월 현재 4.5% 기준금리 인상을 단행했다<그림 21, 22>. 현재 체코 2년 금리는 4%까지 올랐다가 3.6%로 오히려 반락하고 있고, 10년 금리는 3.1% 수준으로 전구간 일드 커브가 역전되었다. 향후 통화정상화 관련 금융 안정성 측면에서 관찰이 필요하다<그림 23>.

그림20 영국 장단기금리차 15bp 이내로 축소



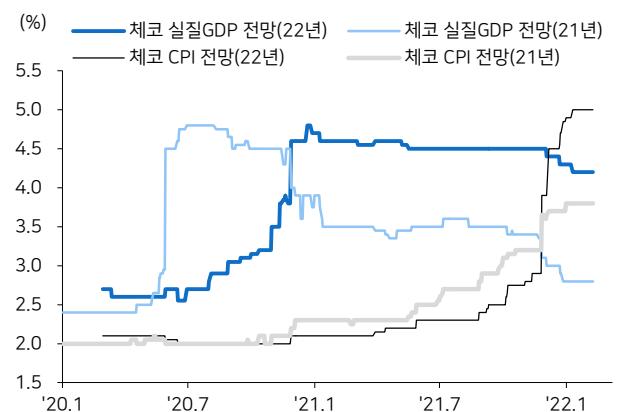
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 체코 공격적인 금리인상, 장단기금리 역전



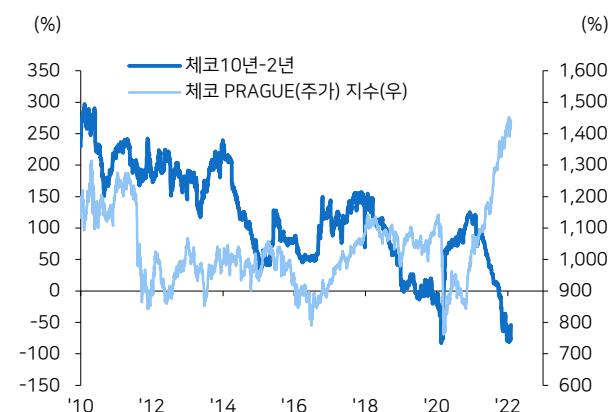
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 급격한 물가부담, 일부 성장탄력 둔화보다 중요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 역전된 장단기금리가 금융시장에 미칠 반응 점검



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 미국채 커브는 플랫닝 압력 심화 중

미국의 10년과 2년 금리차는 현재 1.9%대와 1.3%대로 60bp 내외 수준까지 줄어든 상황이다. 올해 5차례 정도 기준금리 인상이 단행되면 기준금리가 1.50%이고 2년 금리는 아마도 1.7%대까지는 반등할 가능성이 큰데 미국채10년 금리가 2.2%대 이상 오르지 않는다면 미국의 일드 커브도 계속 누울 공산이 크다.

최근 JP 모건 같은 기관은 현재 통화정책 전환의 시작점에서 아직 장기구간 금리차도 역전이 되지 않은데다, 기준금리에 민감도가 높은 초단기영역인 2년과 3개월 금리차 정도가 꺾이는 시점부터 정책둔화 우려를 반영해도 늦지 않다고 한다<그림 25>. 때문에 현재 금리차가 줄어도 경기침체 우려는 과도하다는 것이다.

### 실제 금리인상 과정에서 장기금리 탄력 줄어들 가능성 높아

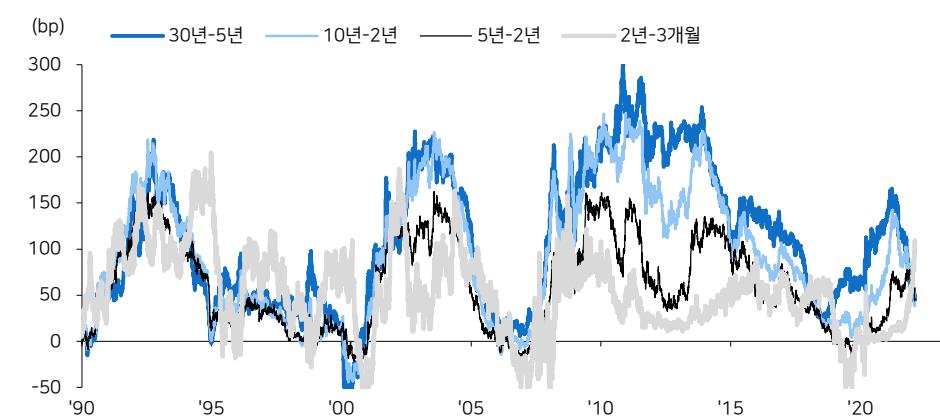
채권시장 참가자로 상기한 내용을 백분 양보하더라도 하반기 정도에 실제 금리인상 단행이 진행될 때 단기영역(2년 혹은 3개월 금리)대비 장기탄력이 줄어들 가능성성이 높다는 생각이다. '펜데믹 → 정책대응 → 유동성 공급 → 금리하락 → 위험자산 상승 → 경기회복 → 자산가산 고평가 → 물가상승 → 정책환수 → 금리상승 → 유동성 축소 → 위험자산 변동성 확대 → 경기부담' 연결고리이다.

그림24 미국 장단기금리차 축소만 가지고 경기침체를 논하기는 다소 이르지만



자료: Bloomberg, NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림25 3월 실제금리 인상 단행 이후 초단기구간 금리차 확대 멈추는 시점부터 관심



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

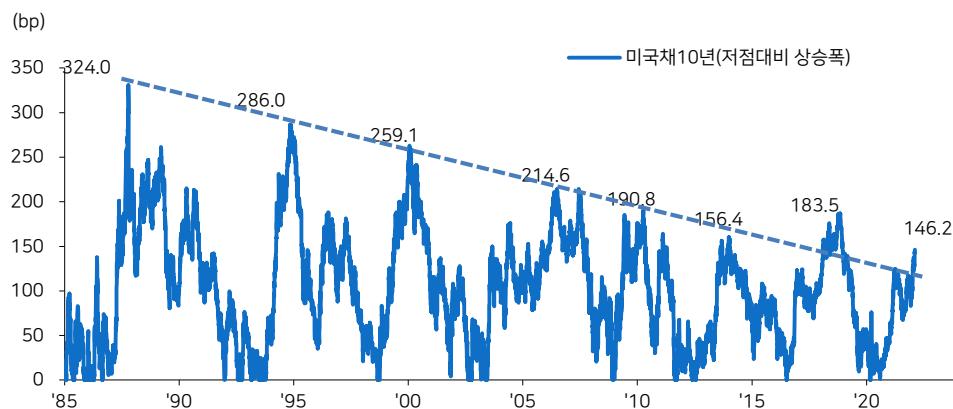
아직 장단기금리차 베파도 있고 축소되는 방향성만 가지고 걱정할 단계는 아니지만 점차 쉽게 차입할 수 있는 환경 자체가 제한되는 것은 '레버리지'는 아니라는 결론 정도는 간단하게 내릴 수 있게 한다.

1980년 중반 경기와 물가 탄력이 둔화된 이후 미국채 10년 금리는 바닥을 확인한 이후 상승 흐름을 끌고 가더라도 그 높이를 낮춰왔다<그림 26>. 트럼프 당선 이후 2018년 183bp까지 올랐던 경험이 있지만 현재 바닥대비 150bp 가까이 올라온 미국금리가 물가위험만 가지고 얼마나 더 오를 수 있을지 의문이다.

올해 채권시장, 6월 FOMC 회의 정도의 시계에서 고점 형성할 것

올해 채권시장은 3월 FOMC 회의에서 첫 금리인상과 정상화 경로 확인, 6월 회의에서는 연준자산 축소(run-off) 및 높아진 물가수준을 감안 연준의 연방금리 장기목표 수준(longer-run) 상향 여부를 결정하는 사이에 고점을 형성할 공산이 크다는 생각이다. 그 과정에서 현재 우상향 중인 인플레이션 관련 지표들이 진정되는 여부를 확인하는 것이 가장 우선 시 해야 한다는 생각이다.

그림26 미국채10년 바닥을 기록하고 반등했던 과거 경험치



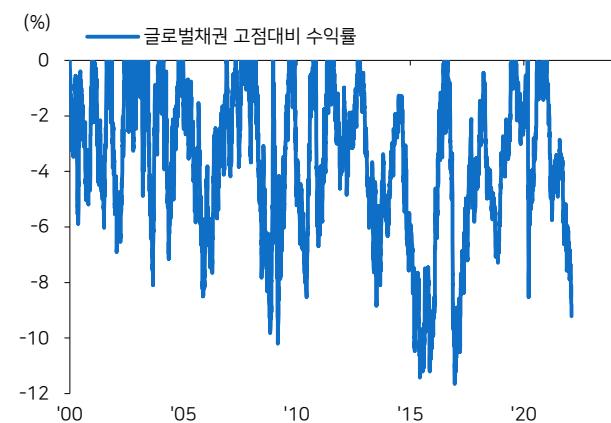
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 글로벌금리 바닥 확인 이후 반등의 총격



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 글로벌 채권지수 기준 수익률 조정 -9% 수준

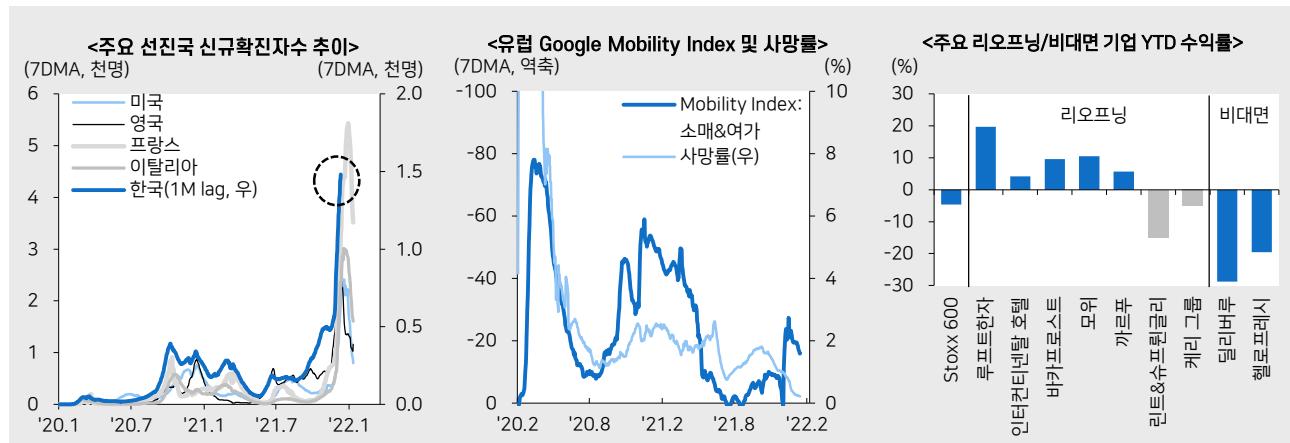


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 오늘의 차트

이진우 연구위원

## 유럽 중시 내 리오프닝 업종 주가 차별화의 시사점



선진국 중심 신규확진자수 감소세  
방역조치 완화 움직임 관찰

최근 미국과 유럽 주요국의 코로나19 신규확진자수가 감소세를 보이고 있다. 미국 신규확진자수는 고점(2.4천명)의 1/3 수준으로 감소했고, 유럽 주요국(독일 제외)의 신규확진자수도 고점 대비 35% 이상 감소했다. 이에 더해 최근 유럽 일부 지역에서 방역조치 완화 조짐이 관찰되고 있다. 1월 말 영국, 네덜란드에서 방역조치가 완화됐고, 이탈리아에서는 2월 11일부터 마스크 착용 의무화 관련 방역지침이 해제된다.

낮은 사망률 확인 이후 이동성 지수도 회복되는 모습

오미크론 변이 등장 이후 정책/자발적 유인에 급락했던 유럽의 이동성 지수도 낮은 사망률을 확인하며 회복되는 모습이다. 상기한 요소들이 리오프닝에 대한 기대감을 형성시키는 요소로 작용하고 있다.

리오프닝 업종/기업 내 실적  
기대에 따른 수익률 차별화

주목할 만한 점은 이러한 기대감을 반영하며 유럽 내 리오프닝 업종 내 수익률 차별화가 이뤄지고 있다는 점이다. 리오프닝 업종 내 수익성 개선이 기대되는 항공/호텔(여행 수요 증가 기대), 연어 양식(바카프로스트, 모위 등, 연어가격 상승 및 유럽/미국 외식업 수요 증가 기대), 오프라인 소매 산업이 강세를 보였다. 반면, 리오프닝 기대에도 불구하고 린트&슈프륀글리, 캐리 그룹 등 농산물 가격 상승으로 비용 부담이 높아진 기업들의 주가는 하락했다. 리오프닝 수혜에 대한 막연한 기대보다는 실적 기대를 수반한 주가 차별화가 진행되는 모습이다.

국내에서도 리오프닝 업종 내 차별적 흐름이 이어질 가능성

한국도 최근 코로나19의 '계절독감' 전환 검토 계획을 밝혔다. 아직 국내 신규확진자수의 추세적인 방향성 변화를 예단하기 어렵다. 다만, 그간 유럽의 신규확진자수, 방역조치 방향성 변화가 한국에 비해 빨랐다는 점을 고려 시, 향후 바이러스 확산세 진정 국면으로의 진입과 함께 국내에서도 리오프닝에 대한 기대감이 실적 기대가 높은 업종/기업의 차별적 강세로 이어질 가능성을 생각해볼 수 있다.

## 칼럼의 재해석

임제혁 연구원

## 연준의 대차대조표 축소가 은행의 미국채 수요에 미치는 영향 (Fedguy)

과거 연준의 B/S가 축소되는 구간에서 Repo 시장에서의 수요-공급 미스매치로 Repo 금리가 일시적으로 급등한 바 있다. 칼럼의 저자는 Repo발작은 은행 지준금의 축소가 아닌 과도한 수요가 주요한 영향을 미쳤다고 평가했다. 은행들이 현금보유량이 부족했다면 Repo대출을 중단했겠지만, 지준을 활용해 Repo 대출을 큰 폭으로 늘렸기 때문이다.

대차대조표 축소 과정에서 지준이 줄어들며, 미국채 시장에서 영향력이 커진 은행의 수요가 줄어들 수 있는 리스크가 존재한다. 연준의 B/S 축소 과정에서 역레포기구(RRP)에 쌓여있는 현금보다 지준을 위주로 축소될 것이라고 예상하고 있다. 이는 RRP의 수요의 대부분을 MMF가 차지하고 있고, MMF는 규제로 인해 미국 단기채, 역레포와 같은 단기 우량자산에 투자해야 하기 때문이다. 현재 단기 미국채 발행이 순상한 기조를 이어가며 물량이 부족해, 역레포 투자를 줄이기 어렵다.

다만 이러한 주장은 몇가지 고려할 것이 있다. 연준의 대차대조표의 축소를 고려하더라도 재정 또한 환수가 진행되며 발행물량이 줄어드는 점과, 은행의 미국채의 수요가 크게 줄어들지에 대한 검토가 필요하다. 재무부 또한 과도한 지준금 과도한 유동성 축소를 줄이려는 차원에서 단기채 발행 비중을 늘려 MMF의 단기채 매수를 늘리게 할 가능성 또한 존재한다.

## 과거 연준 대차대조표 축소 국면에서 축발된 Repo '발작'

미 연준의 통화정책 정상화 시계가 빨라지고 있다. 시장 참여자들은 3월 첫번째 금리인상 이후, 1~2분기 이내에 연준의 B/S 축소가 진행될 것이라는 전망이 우세하다. 이에 더해 연준의 B/S가 9조 달러에 임박하는 상황에서 시장은 지난번 사이클보다 대차대조표 축소폭이 더 클 것이라고 예상하고 있다.

과거 연준 B/S 축소 과정에서  
Repo 금리 급등한 경험

이로 인해 시장은 연준이 유동성을 회수하는 국면에서 2019년 9월 축발되었던 초단기 자금 거래인 환매조건부채권(Repo) '발작'과 같은 부작용이 발생할 수 있다는 우려가 존재한다. 당시 Repo 금리가 장중 10%까지 상승하는 등 연방기금금리의 상단 역할을 하는 초과지준금리(IOER)을 넘어서자 연준은 2008년 금융위기 이후 처음으로 Repo시장에 유동성을 공급했다.

그림1 2019년 9월, Repo금리 장중 10%까지 급등



자료: Bloomberg, Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림2 은행 Repo시장에서 대출 꾸준히 늘려



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

당시 레포 금리 급등의 원인으로는 주로 1)연준의 B/S 축소 과정에서의 지준금 감소 2)분기말 기업무문의 세금납부를 위한 대규모 MMF 계정 자금 인출 및 3)17일 780억 달러 규모의 미국 국채입찰 참여한 금융기관들의 해당 금액을 재무부 납부등의 요인들이 연급된다. 미국채 입찰에 참여한 딜러들은 해당 자금을 주로 레포 거래를 통해 조달한다.

**레포 발작, 지준의 감소보다 과도한 수요가 문제**

해당 칼럼에서는 당시 레포 발작의 배경으로 은행의 지준 부족으로 인한 단기자금의 공급 여력이 부족해졌던 부분보다 레포시장의 차입자들인 헤지펀드와 딜러들의 수요가 늘어난 영향이 컸다고 평가하고 있다.

2017년부터 연준의 B/S 축소가 시작되며 연준에 예치된 은행의 지준금은 지속적으로 감소했으나, 오히려 은행은 지준을 활용해 레포 대출을 늘렸다. 통상적으로 은행들은 감독/규제 요인들로 인해 레포 시장에서 차지하는 대출 비중이 작다. 대부분의 레포시장 대출은 MMF나 연기금이 차지하고 있다. 당시 레포 금리가 급등하며 초과지준금리(IOER)를 큰 폭으로 넘어서자 은행 마찰적인 비용을 감안하더라도 레포 시장에서 거래할 유인이 생겨난 것으로 보인다.

**은행, 풍부한 지준을 활용해 레포 시장에서 대출 늘려**

이 과정에서 은행들이 현금 보유가 과도하게 줄었다고 판단했다면 레포 시장에서 대출 규모를 중단하였겠으나, 연금이 유동성을 공급하기 전까지 은행들의 레포 거래량은 증가세를 지속했다. 당시 연준이 진행한 여러 서베이 결과에서도 은행들은 필요한 것보다 더 많은 지준금을 보유하고 있다고 답했다.

### **지준금 감소, 은행의 미국채 수요 감소로 이어질 수 있어**

**이번 QE 국면에서 은행들 미국채 매입 큰 폭으로 늘려**

이번 코로나19 국면에서도 연준의 대규모 자산매입은 은행의 지준금을 큰 폭으로 증가시켰다. 다만 과거와 다른 점은 은행들이 유동성을 활용해 국채 매입을 크게 늘렸다는 점이다. 은행의 채권잔고가 전체 시장에서 차지하는 비중도 큰 폭으로 상승해 '21년 6월 기준 8%를 넘어섰다.

**연준의 B/S 축소, RRP가 아닌 지준금 감소로 이어질 것**

저자는 과거 사이클보다 공격적인 연준의 B/S 축소가 지속되며 연준의 부채계정 중 역환매조건부채권(RRP)의 축소는 제한적인 반면, 지준이 큰 폭으로 감소해 은행이 채권 매수세가 꺾일 수 있다는 입장이다.

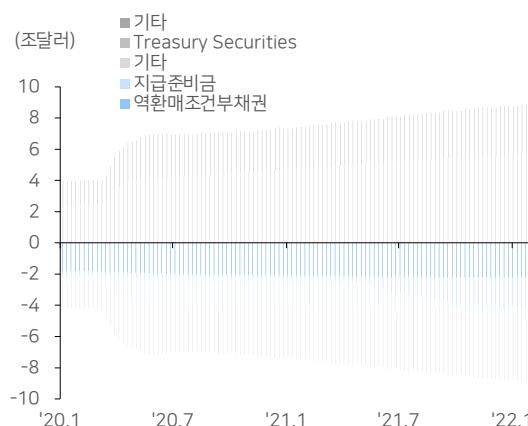
연준은 지난해 6월 FOMC에서 단기자금시장에 유동성이 늘어난 영향으로 연방실효금리(EFFR)가 연방기금 목표 하한선에 근접하자, 이를 조절하기 위해 역레포금리를 5bp 인상했다. 연준이 B/S를 확장시키는 과정에서 RRP는 지준금과 함께 큰 폭으로 증가하여 현재 1.6조 달러 수준을 유지하고 있다.

크게 늘어난 RRP 잔고의 80% 이상은 MMF(머니마켓펀드)가 차지하고 있다. MMF(머니마켓펀드) 중 Government MMF의 비중이 80%인데, Government MMF는 금융위기 대규모 환매사태로 인해 규제가 강화되어 투자대상이 만기가 짧은 미국채나 RRP 거래로 제한된다.

따라서 RRP 잔고가 줄어들기 위해서는 MMF가 단기채 투자를 늘리고, RRP는 줄여야 하는데, 미재무부는 코로나 국면에서 단기채 중심으로 국채 발행을 늘린 재상환 리스크를 줄이기 위해 지난해부터 하반기부터 순상환 기조를 이어가고 있다.

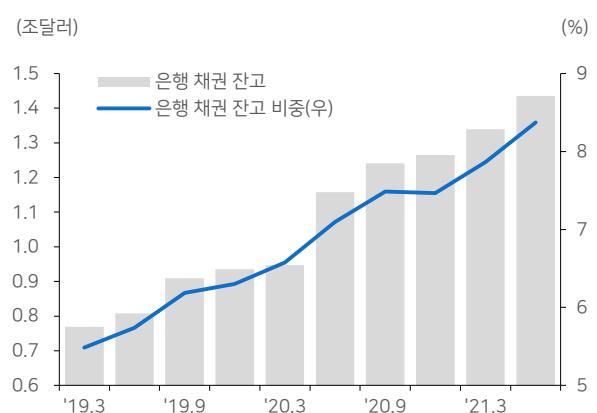
결론적으로, 연준의 B/S를 축소하는 과정에서 RRP잔고는 크게 줄지 않아 예상보다 지준금의 감소폭이 더 클 수 있다는 것이다. B/S 축소로 시장이 감당해야 하는 미국채 발행물량 부담이 늘어나는 가운데, 채권시장에서 영향력이 확대된 은행의 미국채 매수여력이 줄어들며 이번에는 레포시장이 아닌, 명목채의 상승 압력으로 이어질 수 있다는 것이다.

그림3 연준 부채 항목에서 지준금과 RRP 크게 늘어



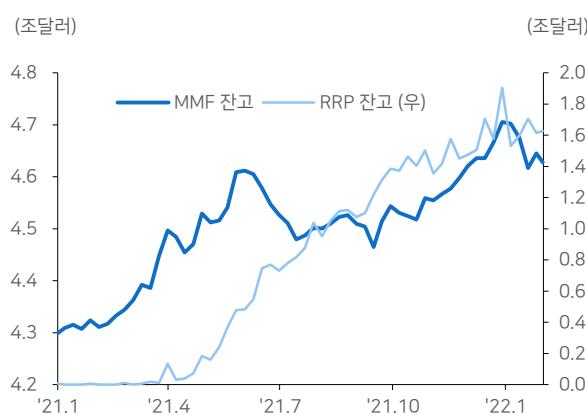
자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림4 은행의 채권 매입 및 비중 추이



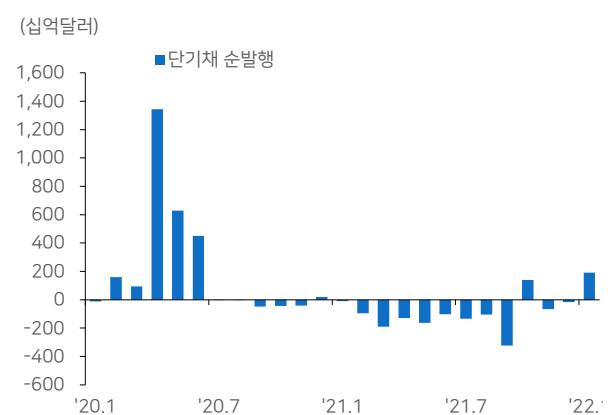
자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림5 MMF 규모 크게 늘어나며 RRP로 흘러 들어가



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 단기채는 순상환 기조 지속



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

## 은행의 미국채 수요 양호할 가능성

이러한 주장의 타당성을 살펴보기 위해서는 지준금의 축소가 은행의 미국채 매수에 미치는 영향과 미국채 발행 여건을 살펴볼 필요가 있다.

### 스탠딩레포 기구는 미국채 수요를 높이는 요인

지준금의 추이와 은행의 미국채 매수간의 관계를 보면, 과거 B/S 축소 국면에서 지준금이 큰 폭으로 줄어들며, 은행의 미국채 매수는 늘어난 것을 확인할 수 있다. 이번 국면에서도 지준금의 축소는 불가피하나, 연준의 스탠딩레포(SRF)의 도입으로 인해 은행이 미국채를 지속적으로 매입할 유인이 존재한다. SFR은 은행의 지준 수요를 낮추고, 국채의 수요를 높이는 요인인데, 이는 은행이 SRF로 통해 보유하고 있는 미국채를 담보로 현금을 창출할 수 있기 때문이다.

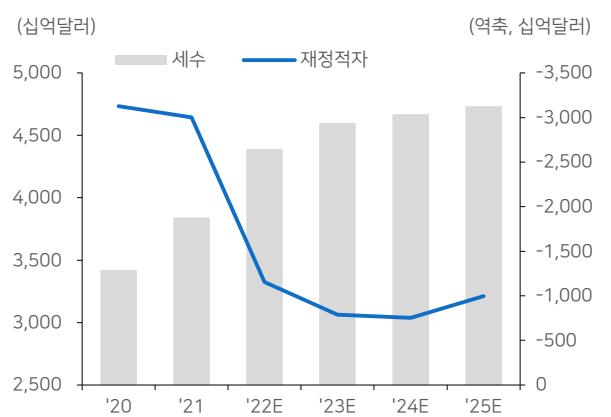
### 재정적자 큰 폭으로 줄어들며 발행부담도 축소

수급 측면에서도 재정적자가 줄어들며 발행이 줄어드는 부분을 고려해야 한다. 통화정책뿐만 아니라 재정의 규모도 정상화되며 CBO(미국 의회예산처)에 따르면 2022년 재정적자는 1.15조 달러로 지난해 3조달러에서 큰 폭으로 줄어든다. 2월 차입계획 발표에서도 발행 감소 추세가 지속되는 점을 확인할 수 있었다.

### 은행의 지준금 감축, 재무부 발행 구조변화를 통해 조절할 가능성

이에 더해, 지준금의 과도한 축소로 인해 미국채의 은행발 수급부담이 불거질 경우, 재무부가 미국채 단기채 비중을 늘려 MMF의 미국채 투자를 늘어나게 할 가능성이 있다. 또한, 미국채 금리가 단기간 내에 큰 폭으로 상승한 상황에서, 재무부 입장에서는 금리의 상승이 추세적이라는 판단이 아니라면, 장기채를 발행해 높은 금리로 장기간 이자 비용을 발생시키는 것보다 금리가 낮은 단기채로 자금을 차입하는 것이 유리하다. 상기한 요인들로 인해 은행의 지준금이 축소되더라도, 미국채 수급에 큰 부담을 주기는 어려워 보인다.

그림7 미국채 발행 물량 점차 줄어들 것



자료: CBO, 메리츠증권 리서치센터

그림8 지준금 줄어드는 국면에서도 채권 매입 늘린 경험



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

원문: *The QT-timebomb - Fedguy*