

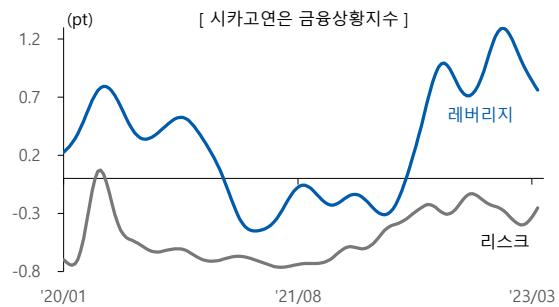


불안과 함께 통화정책은 다음 국면으로

1. 인플레이션에서 본격 경기에 대한 관심으로

- 연준의 경제전망 가장 주목할 부분은 성장률 전망치가 하향 조정된 부분.
- 연준은 올해 성장률 전망치를 -0.1%p 하향 조정해 0.4% 성장을 전망했으며, 내년 성장률은 종전 대비 큰 폭인 -0.4%p 하향 조정해 1.2% 성장을 전망.
- 결국 SVB 파산으로 촉발한 금융불안의 여진을 감안한 조정으로 생각.
- 당장 미국 중소형 은행들을 중심으로 대출조건이 강화될 예정인 가운데, 신용 여건 악화와 함께 자금조달의 어려움으로 내수 경기 둔화는 불가피.

미국 중소형 은행들을 중심으로 대출조건이 강화될 가능성, 신용 여건 악화와 함께 자금조달의 차질 발생 가능성



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2. 여전히 높은 불안, 당겨질 정책 전환 기대

- 지난해 급격한 금리 인상의 여파로 상업은행들이 보유한 MBS와 국채 가치 하락으로 연결.
- 3월 FOMC에서는 연내 금리 인하 가능성에 대해 선을 그었지만, 현재 금융불안을 완화시킬 수 있는 수단은 결국 금리 인하.
- 3월 FOMC로 매파적 스탠스는 정점을 통과했지만, 금융안정을 위한 연준의 스탠스 변화 기대는 점차 당겨질 것으로 생각.

상업은행의 MBS 및 국채 자산은 감소하고 있지만 여전히 높은 수준. 듀레이션 확대로 금리 상승에 취약



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

1. 인플레이션에서 본격 경기에 대한 관심으로

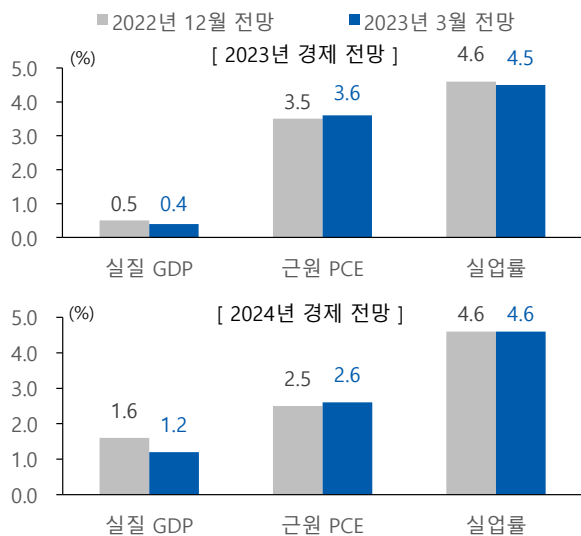
3월 FOMC에서는 기준금리를 4.75~5.00%로 25bp 인상 했다. SVB 파산 등 은행권 유동성 위기 확대로 금리 동결 전망도 존재하였지만, 연준 여전히 인플레이션 억제를 위한 추가 긴축이 필요하다는 점에서 25bp 인상을 결정했다.

수정된 연준의 경제전망 가장 주목할 부분은 성장률 전망치가 하향 조정된 부분이다. 연준은 올해 성장률 전망치를 -0.1%p 하향 조정해 0.4% 성장을 전망했으며, 내년 성장률은 종전 대비 큰 폭인 -0.4%p 하향 조정해 1.2% 성장을 전망했다.

결국 SVB 파산으로 촉발한 금융불안의 여진을 감안한 조정으로 생각된다. 당장 미국 중소형 은행들을 중심으로 대출조건이 강화될 분위기가 확대되는 가운데, 신용 여건 악화와 함께 자금조달의 어려움으로 내수 경기 둔화는 불가피해 보인다.

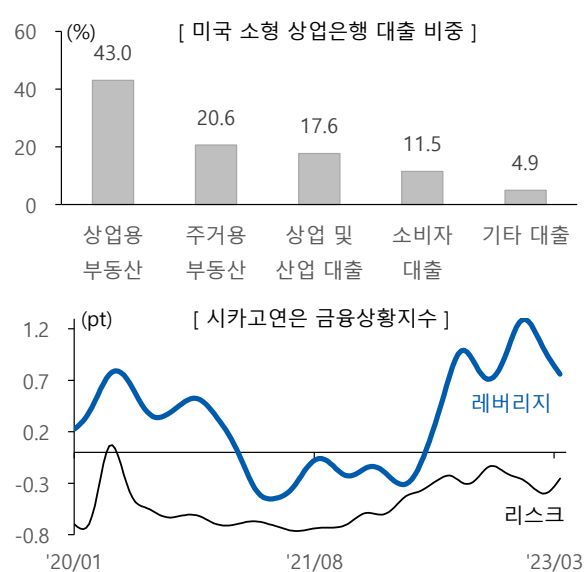
3월 FOMC를 분기점으로 매파적 스탠스는 정점을 통과한 것으로 보인다. 금리 인상 대한 부담은 줄어들었지만, 이제부터 경기 향방에 대한 관심과 이에 대응하는 연준의 스탠스가 관심의 대상이 될 국면이다. 다만, 시장과 연준의 경기 판단에 대한 괴리가 지속적으로 존재한 만큼, 경계심은 지속될 것으로 생각된다.

[차트1] 성장률 전망치 하향 조정. 2023년 -0.1%p 하향 (0.5%→0.4%), 2024년 -0.4%p 하향(1.6%→1.2%).



자료: Bloomberg, 유인타증권 리서치센터

[차트2] 미국 중소형 은행들을 중심으로 대출조건이 강화될 가능성. 금융상황에서도 레버리지 여건 악화, 리스크 상승.



자료: Bloomberg, 유인타증권 리서치센터

2. 연준의 대차대조표 변화에 대한 고민

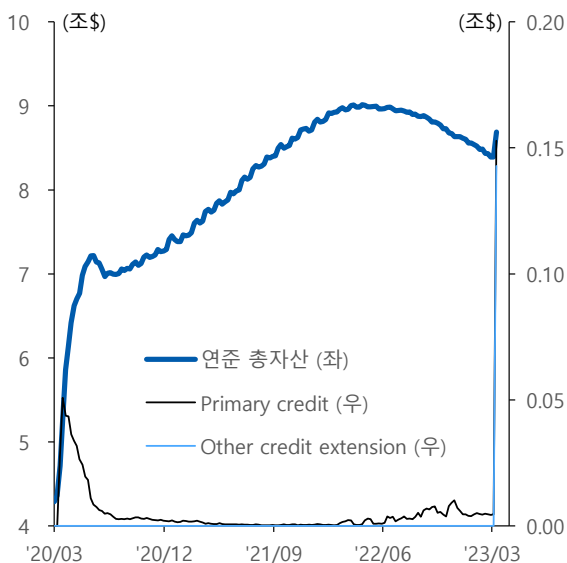
최근 발생한 금융 불안으로 인해 연준의 대차대조표 상에도 변화가 확인되었다. 3월 3주 연준의 대차대조표 잔고는 8.7조 달러로 SVB 파산 직전인 3월 1주 대비 2.9천억 달러 증가했다. 대차대조표 축소를 진행중인 상황에서 변화가 발생한 것이다.

대차대조표상 대출이 급증했는데, 예금 기관에 자금을 공급하는 계정인 Primary credit에는 1.5천억 달러가 투입되었으며, Other credit extension에는 1.4천억 달러가 투입되었다. 또한 SVB 사태 이후 신설한 BTFP에 11.9십억 달러가 투입되었다.

현재의 금융 불안을 진화하기 위한 대응이지만 문제는 향후이다. 연준과 재무부의 움직임에도 금융 불안은 아직 진정되지 못한 상황에서 지금과 같이 유동성지원창구를 통해 대차대조표 확대를 지속할 수 있을지 여부이다.

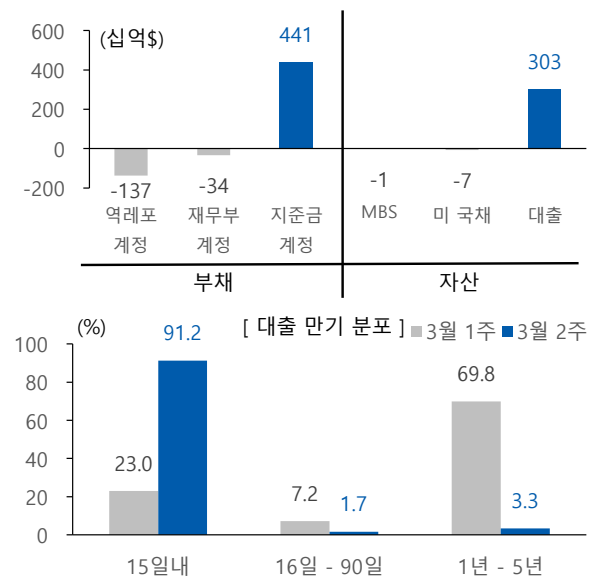
연준의 대차대조표에서는 QE와 QT 목적의 채권과 금융안정 목적의 채권을 별도로 표기하는 등 현재 변화가 QE가 아님을 밝히고 있다. 다만 연준의 의도와 달리 재할인 창구의 가동은 자금 조달에 어려움이 있다는 것을 공식적으로 알리는 방향으로 연결되어 시장에서는 경계의 시선도 나타나고 있다.

[차트3] SVB 파산 이후 연준의 대차대조표 변동이 발생. QT 진행 중인 상황에서 연준의 총 자산이 증가.



자료: Fed, 유안타증권 리서치센터

[차트4] 연준의 자산 중 MBS, 미 국채(UST)는 감소한 가운데 대출 급증. 대출 만기는 주로 15일내 단기에 집중.



자료: Fed, 유안타증권 리서치센터

3. 여전히 높은 불안, 당겨질 정책 전환 기대

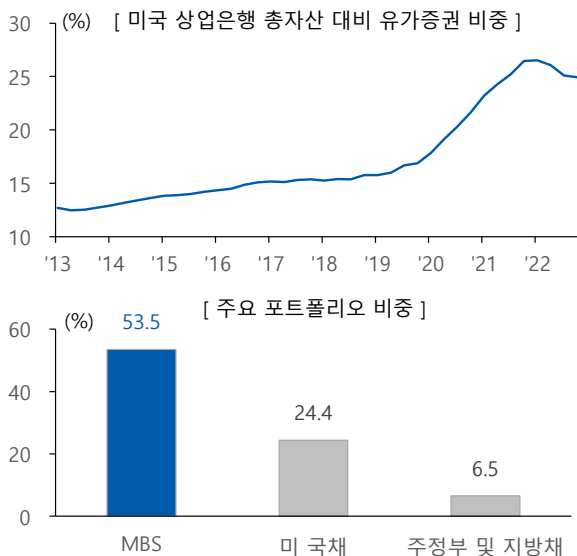
미국 상업은행의 총자산 대비 유가증권 비중은 지난해 4분기 기준 24.9% 수준으로 보유 유가증권 중 MBS가 53.5%를 차지한다. 이 밖에 미 국채는 24.4%, 주정부 및 지방채는 6.5% 비중을 차지한다.

문제는 유가증권 비중이 크게 높아진 것에 있다. 코로나19 기간 동안 예금이 대출로 전환되지 못하는 상황에서 미국의 상업은행들은 유가증권 비중을 확대하였다. 또한 위험자산 보다는 국채와 MBS 중심으로 포트폴리오를 구성하였다.

다만 지난해 급격한 금리 인상의 여파로 상업은행들이 보유한 MBS와 국채 가치는 하락은 필연적으로 연결되었다. 블룸버그에서 산출하는 MBS 수정 듀레이션은 팬데믹 직전인 2020년 1월 평균 2.91년에서 2023년 3월 현재 6.02년까지 확대되었다. MBS의 듀레이션 확대는 금리 상승에 따른 리스크 노출 확대로 연결된다.

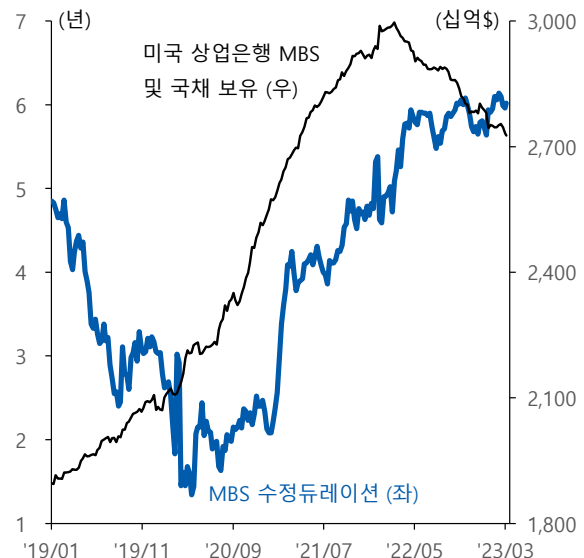
3월 FOMC에서는 연내 금리 인하 가능성에 대해 선을 그었지만, 현재 금융불안을 완화시킬 수 있는 수단은 결국 금리 인하이다. 3월 FOMC로 매파적 스탠스는 정점을 통과했지만, 금융안정을 위한 연준의 스탠스 변화 기대는 점차 당겨질 것으로 생각된다.

[차트5] 상업은행의 유가증권은 총자산의 1/4 수준. 위험자산 보다는 국채와 MBS 중심으로 포트폴리오를 구성.



자료: FDIC, 유안타증권 리서치센터

[차트6] 상업은행의 MBS 및 국채 자산은 감소하고 있지만 여전히 높은 수준. 듀레이션 확대로 금리 상승에 취약.



자료: Bloomberg, Fed, 유안타증권 리서치센터