

## Strategy Idea



▲ 글로벌 투자전략 - 선진국

Analyst 황수욱

02. 6454-4896

soowook.hwang@meritz.co.kr

## 부채한도 협상 난항이 유동성 우려로 이어질 수 있는 연결고리

- ✓ 부채한도 협상 과정 난항에 따른 불확실성이 단기채 수요 변동성을 야기함
- ✓ RRP와 단기채에 주로 투자하는 MMF 자금의 RRP로 쏠림 심화, 시중 유동성 축소 유발
- ✓ 금리 인상 영향으로 당분간 MMF 시장 규모 확장될 가능성 고려시 주식시장에는 부정적

### 미국 부채한도 협상 시각 차이는 좁혀지지 않는 중

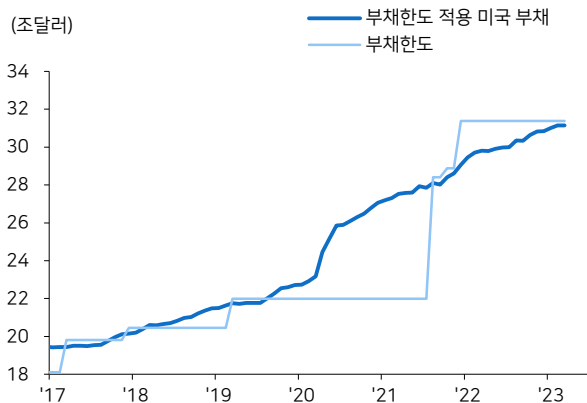
부채한도 협상 관련  
미국 양당 입장차 재확인

4월 18일 미국 공화당 소속 매카시 하원의장은 뉴욕증권거래소에서 부채 한도 상향을 위한 요구조건을 다시 공개적으로 밝혔다. 연방정부 지출을 작년 수준으로 동결하는 조건에서 부채한도는 한시적으로 1년 상향하는 법안을 발의하겠다는 것이다. 반면 민주당은 계속해서 조건없는 상향을 요구하고 있는 상황이고, 상/하원 다수당을 양당이 나누고 있어 4월이 되었음에도 협상에 진전이 없어 보인다.

미국 CDS 프리미엄 급등하면서  
관련 우려 부각

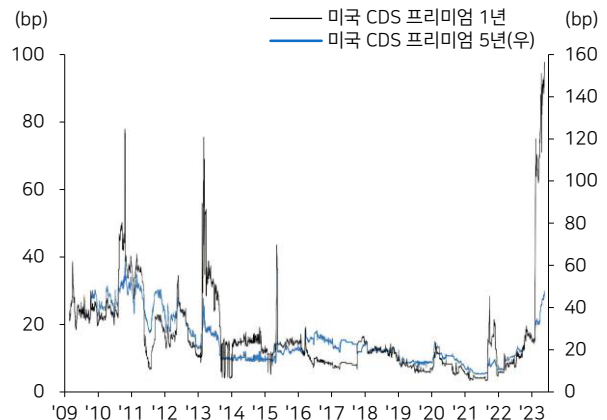
올해 1월부 미국 정부부채는 31조 달러를 기록하며 작년 상향된 부채한도(31.4조 달러)에 근접하기 시작했다(3월말 기준 31.15조달러). 다른 금융시장 반응은 아직 드러나지 않고 있지만, 미국 부도 위험을 나타내는 CDS 프리미엄은 1년물 기준 100bp를 넘으며 사상 최고치를 경신했고, 지표물인 5년물은 2011년 미국 신용등급 강등 시기 수준에 근접하며 우려를 키웠다.

그림1 2023년 1월 미국 정부부채 한도 도달



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 CDS 1년물, 5년물 금리: 1년물 금리 사상 최고치



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 미국 정부부채 한도 도달 이후 빠르게 소진되는 재무부 현금잔고

빠르게 소진되는 재무부 현금잔고.  
시장은 X-date 예상 시점으로  
6-7월 보는 중

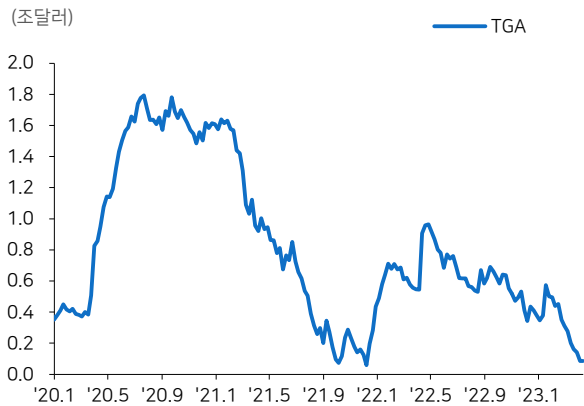
부채한도가 새로 설정되기 전까지 재무부는 남아있는 현금잔고와 비상조치를 활용할 수 있는데 모두 소진하는 시점을 X-date라고 한다. 이때까지 의회는 부채한도에 대한 협상을 마무리짓지 못하면 디폴트가 발생할 수 있다. 부채한도에 도달한 1월 이후 미국 재무부 현금잔고는 빠르게 감소 중이다. 작년 말까지만 해도 5천억 달러 수준을 유지하던 재무부 잔고는 4월들어 866억달러까지 감소했다. 골드만삭스는 저조한 세수로 재무부 현금잔고 소진 시기를 6월로 보았다.

### 변동성이 나타난 미국 단기채 시장

미국채 1개월물 금리 하락 vs  
3개월물 금리 급등하는 특이 현상

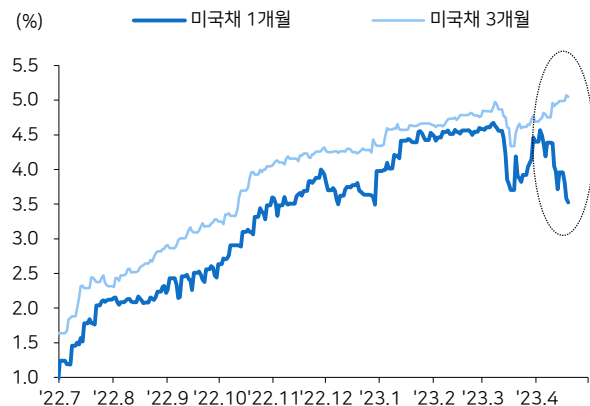
4월 들어 단기물 금리 사이에 변동성이 나타난 것도 부채한도 협상, X-date와 연관이해 해석하는 시각도 있다. 4월 18일 기준 미국채 1개월물은 전월말대비 82bp 하락한 반면 3개월물은 38bp 상승하며 6월물(19bp), 12개월물(20bp)에 비해 금리 상승이 나타났다. 단기물 사이 선호도 차이는 응찰률에서도 나타났는데, 연초 이후 미국채 1개월물 응찰률은 높아진 반면, 3개월물 응찰률은 부진했다.

그림3 TGA(재무부 현금잔고) 소진까지 얼마 남지 않음



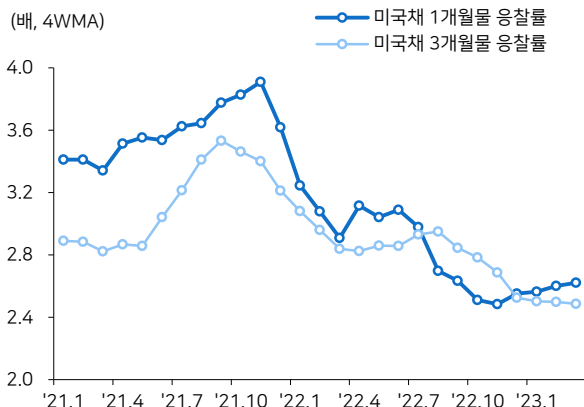
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국채 단기물 금리 차별화: 1개월물 vs 3개월물



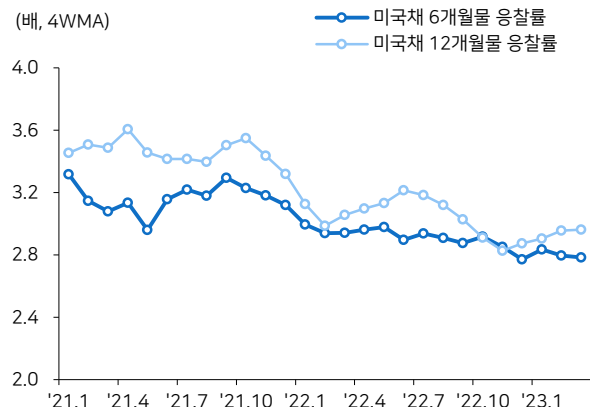
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 초단기물 중심 응찰률 하락, 3개월물 하락 추세 심화



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림6 그 외 단기물 응찰률은 상대적으로 변동 크지 않음



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

### 부채한도 협상 난항으로 MMF의 단기채 투자 매력에 수요/공급 측면 모두 약해짐

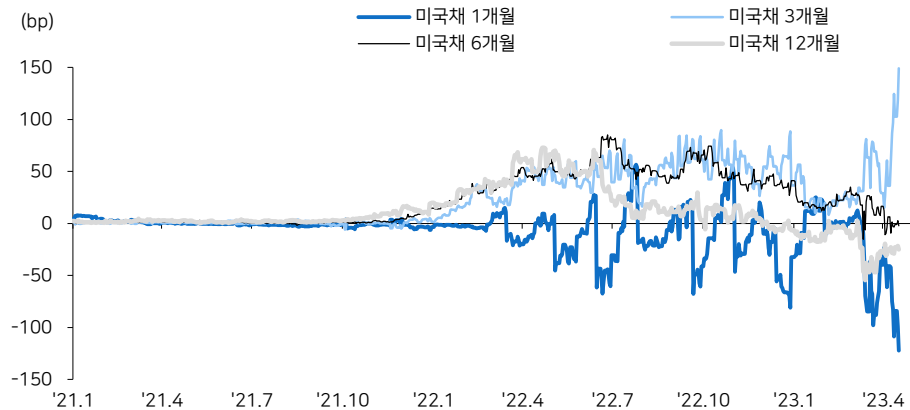
1개월물 만기 구간에는  
예상 X-date 포함안되고,  
3개월물에는 포함.  
초단기물로 수요 쏠림 가능성

미국채 3개월물의 금리 상승폭이 큰 이유를 부채한도 협상과 관련해 보는 시각이 있다. 3개월물 응찰률이 떨어지는 것은 예상되는 X-date가 3개월물 만기 이전에 포함된다는 것이다. 부채한도 협상 가능성이 낮아지며 부도 가능성이 높아지는 것은 3개월물 수요를 줄이며 상대적으로 안정적인 1개월물 수요로 쏠렸다는 것이다.

MMF 자금의 RRP 쏠림  
심화될 수 있음

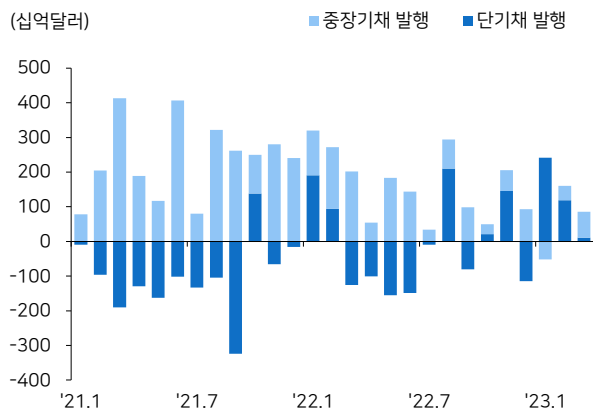
단기채를 거래하는 주체 중에는 단기 금융상품에 투자하는 MMF가 있다. MMF는 주로 단기물 채권 혹은 역레포 거래를 한다. 시중은행이 국채를 담보로 자금을 빌리는 레포 거래와 반대로 역레포 거래는 시중은행이 연준에게 자금을 맡기고 이자를 받는 거래다. 금리인상이 이어지면서 역레포 금리가 오르고 QT로 단기물 채권 발행이 줄어 이자매력이 떨어지면서 역레포 잔액이 늘어왔다. 부채한도 협상에 따른 우려로 단기채 수요가 감소하면 이런 추세는 강화될 공산이 크다. 여기에 2011년 부채협상시 이자비용 조절을 위해 단기채 중심으로 발행을 줄였던 것을 고려하면, MMF 입장에서 역레포 대비 단기채 투자매력은 낮아질 것으로 보인다.

그림7 금리인상/QT로 RRP 금리/단기물 금리 역전



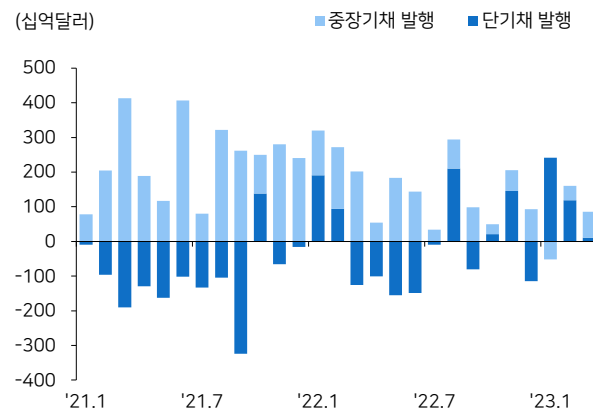
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 테이퍼링, QT 이후 단기채 발행 감소



자료: US Treasury, Bureau of the Fiscal Service, 메리츠증권 리서치센터

그림9 2011년 부채한도 협상 때 단기채 발행 축소



자료: US Treasury, Bureau of the Fiscal Service, 메리츠증권 리서치센터

### 문제는 유동성 축소

현재 RRP 금리는 4.8%이며, 5월 25bp 인상을 고려한다면 연방기금금리 하단 역할을 하는 RRP 금리는 연내 5.05%로 유지될 것으로 예상된다. 이 수준까지 고려한다면 18일 기준으로 변동성 부각되며 금리가 상승한 3월물(5.07%)을 제외하고 1개월물, 6개월물, 12개월물은 역레포 거래보다 투자 유인이 낮다.

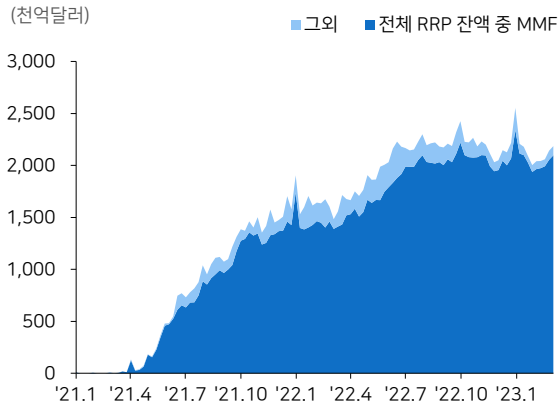
### RRP 쏠림은 지준 감소로 이어져 유동성 축소 유발

문제는 MMF의 역레포 잔액 확대가 은행 지준 감소시켜 시중 유동성을 축소시킨다는 것이다. MMF가 보유국채를 줄이고 역레포 거래를 확대하면 은행의 예금 감소로 이어져 지준금이 줄어든다. MMF가 역레포 거래를 하지 않았다면 자금이 금융 시스템 내에서 예금/채권거래로 이어져 은행부문으로 이전되며 유동성의 역할을 했을 것이다.

### TGA 잔고 감소 효과도 소진, 지준 감소 추세 뚜렷해질 수 있음

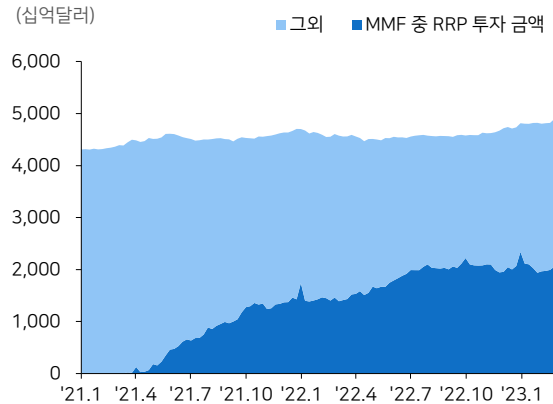
최근 RRP 잔고 증가 추세가 이어졌음에도 지준금 감소가 뚜렷하지 않았던 이유는 TGA 잔액 감소 영향도 있었는데, 이 또한 한계에 온 것을 고려할 때 RRP 잔고 증가에 따른 지준금 감소 효과는 최근보다 뚜렷해질 가능성이 높다.

그림10 전체 RRP 잔액 중 MMF 비중은 96%



자료: Federal Reserve, NewYork Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림11 MMF AUM의 43%는 RRP 투자 금액



자료: Federal Reserve, NewYork Fed, 메리츠증권 리서치센터

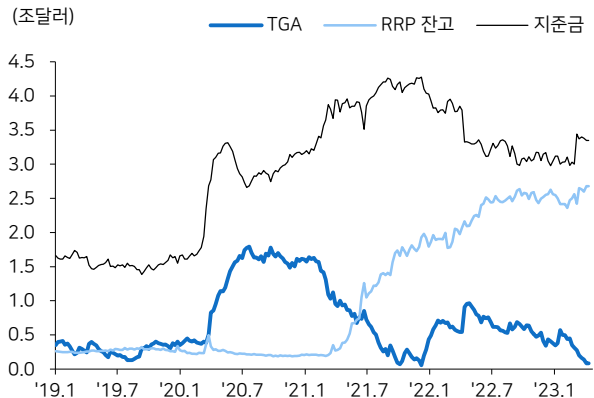
그림12 MMF의 국채 매도, RRP 매수시 대차대조표 비교

연준		시중은행		MMF
지준금	지준금	국채		국채
-10	-10			-10
RRP	국채	RRP		RRP
+10	+10			+10

주: MMF 매도한 국채를 은행이 재매입한 상황으로 가정시

자료: 한국은행(2022), 메리츠증권 리서치센터

그림13 연준 대차대조표: RRP 잔고 증가 → 지준금 감소



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

## 부채한도 노이즈 지속은 주식시장에 유동성 환경 측면에서 부정적

NewYork Fed 연구에 따르면  
통화긴축이 MMF 규모 확대 유발

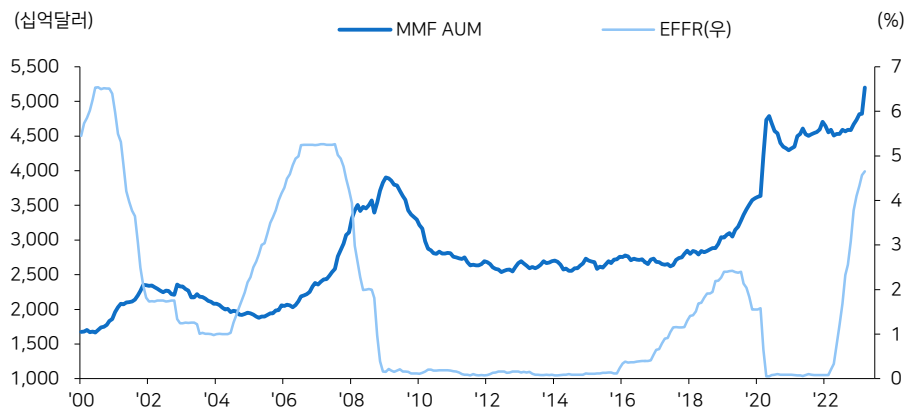
MMF 자체가 당분간 커질 것을 고려하면 MMF 자금 수요가 RRP로 쏠리는 것은 유동성 축소에 대한 우려를 키운다. 뉴욕 연은의 4월 3일자 보고서(Monetary Policy Transmission and the Size of the Money Market Fund Industry: An Update)에 따르면, 은행 예금보다 MMF가 금리인상에 민감하게 반응하며, 긴축 사이드에서 MMF에 대한 예금보다 MMF 매력을 강화시킨다고 분석하였다. 따라서 최근 통화긴축 강화 기조는 후행적으로 MMF 규모 확대를 유발한다는 것이다.

해당 보고서에서는 EFFR이 1%p 상승하면 2년간 평균 MMF AUM이 6% 증가한다고 분석했다. EFFR이 1%p 증가하면 향후 2년간 MMF AUM이 1,500억 달러 증가할 것으로 예상된다고 분석했다.

늘어나는 MMF가 부채한도  
노이즈 속 RRP 집중될 환경은  
유동성 관점에서 주식시장에  
부정적

이미 MMF AUM이 증가하는 구간에 들어섰다고 본다면, 부채한도 협상 기간을 통과하면서 늘어난 MMF 자금이 RRP에 집중되면서 시장의 유동성 환경을 위축 시키게 될 것으로 보인다. 지금은 미국채 3개월물 중심으로 변동성이 나타났으나, X-date 근접시 현재 단기물 중 수요 여력 남아있는 1개월물에 대한 수요 추가적으로 하락하면서 MMF 자금의 RRP 집중이 이어질 여지가 있다. 주식 시장 관점에서는 당분간 유동성 관점에서 부정적 환경이라는 점을 염두에 둘 필요가 있다.

그림14 NewYork Fed 분석에 따르면 EFFR 상승은 후행적으로 MMF AUM 증가 유발



자료: Bloomberg, 메리츠증권 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.