

Strategy Idea



▲ 해외채권/크레딧  
Analyst **임제혁**  
02. 6454-4898  
jeyhyuk.im@meritz.co.kr

## BOJ, ECB & FED 통화정책 점검

- ✓ BOJ, 4월 정상화 착수 이어지는 과정. 1월 ECB는 매파적인 스탠스 이어질 것
- ✓ FED, 조기 인하 기대 확대하기는 어려워. 조정국면 이어질 것으로 예상
- ✓ QT 감속이 더 중요한 이슈. 3Q 가능성 유력, 단기자금시장 고려 2Q로 당겨질 가능성도 고려

### 통화정책 Week – BOJ Review, ECB/FOMC Preview

23일 BOJ를 시작으로 25일 ECB, 다음주 목요일(2월1일) 연준의 통화정책 회의가 예정되어 있다. 각국의 통화정책 상황과 향후 전망에 대해 다뤄보고자 한다. 일본의 경우 4월 정책 정상화 예정, ECB는 1월에도 매파적인 스탠스를 예상한다.

FED의 경우 시장의 3월 인하기대를 되살릴만한 완화적인 스탠스는 제한적일 것이다. 12월 의사록에서 언급된 QT의 구체적인 내용을 추가적으로 확인할 수 있는지 여부가 더 중요할 것이다.

과거 사례를 기반으로 QT 감속이 있을 수 있는 구간은 올해 3분기가 가장 가능성이 높은 것으로 판단한다. 다만 최근 레포시장에서의 스트레스를 고려해 볼 때 풍부한 기준에도 불구하고 단기자금시장에서 수요-공급 미스매치가 일부 발생하는 것으로 판단된다. 초과 유동성 성격의 RRP가 고갈되는 4월, 기준금이 재차 줄어드는 국면에서 QT를 한분기정도 앞당겨서 시행될 가능성도 고려할 필요가 있다. 자세한 설명을 이어서 하겠다.

### BOJ- 아직은 확인해야 할 게 남았다

일본 기준금리 동결, YCC도 유지

일본의 경우 시장 예상대로 기준금리를 동결하고 YCC 정책도 유지했다. 부진했던 11월 소비자지표와 지진의 불확실한 영향을 고려했을 때 시장 예상에 부합했던 결과였다. 여전히 임금-물가간의 선순환을 확인해야 하고 완화적인 정책을 유지하겠다고 언급했다.

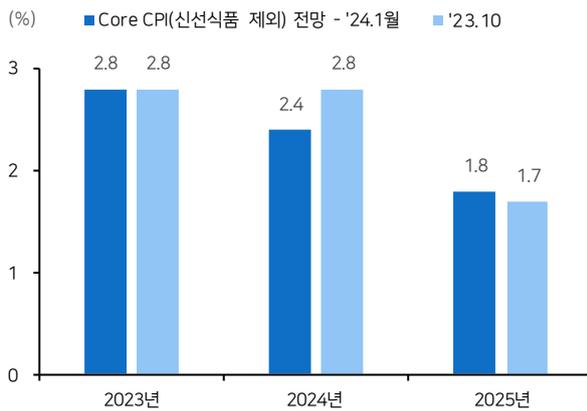
우에다 총재 기자회견, 4월 정상화 기대에 우호적으로 작용

다만 성명문에서 물가의 목표 달성의 가능성이 높아지고 있다고 언급된 부분, 그리고 기자회견에서 우에다 총재가 1) 마이너스 금리의 부작용을 고려할 필요가 있고 2) 금리를 인상하더라도 일본의 금융여건은 아주 완화적이라고 언급한 부분을 기반으로 BOJ의 정상화 기대는 유지되었다. 일본채 10년 금리는 전일대비 1.3bp 상승 마감했다.

분기별 경제전망에서 달라졌던 점은 1) 2024년 물가 전망이 2.8%→2.4%로 하향, 2025년은 1.7%→1.8% 상향 2) 2023년 회계연도 경제성장률은 2%→1.8%, 2024년은 1%→1.2%로 상향조정된 측면이다.

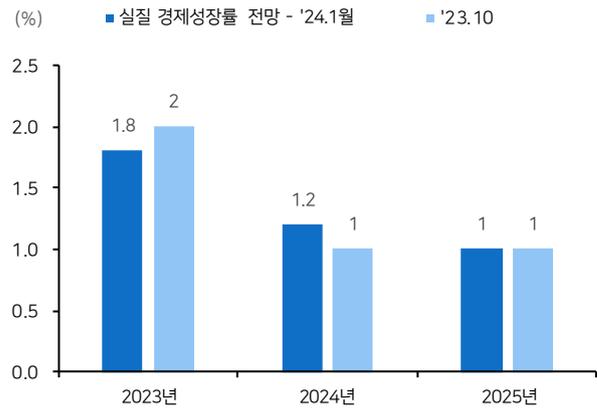
1)과 관련해서는 최근 수입물가의 과급효과가 줄어들며 재화 물가 상승 압력이 빠르게 줄어들고 있는 부분이 작용했다<그림 3>. 2024년 물가 전망의 하향 전망도에 에너지 가격의 하향 안정화가 반영된 결과라고 언급했다. 2025년 물가 전망 상향 조정된 점은 물가가 타계수준을 향해 중장기적으로도 유지될 가능성을 일본은행이 점차 높게 보고 있음을 시사한다.

그림1 BOJ, 1월 경제전망 - CPI



자료: BOJ, 메리츠증권 리서치센터

그림2 BOJ, 1월 경제전망 - 경제성장률 전망



자료: BOJ, 메리츠증권 리서치센터

올해 1~2Q 실질임금 (+) 전환 예상

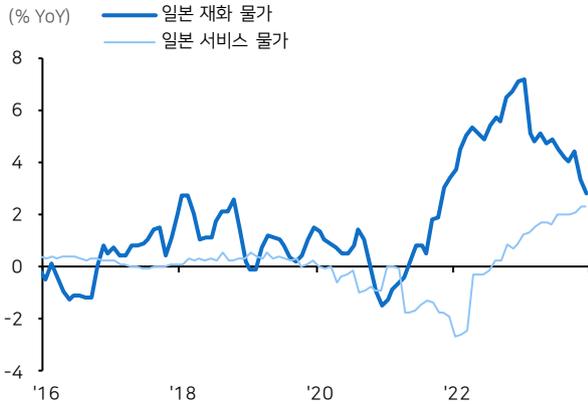
상향조정된 경제전망의 중요한 기반은 1) 경직적인 임금 물가 2) 재화중심의 인플레이션 완화로 인한 실질임금 (+) 전환이다. 일본은 연초에 진행되는 노사협정인 '춘투'에서 연내 임금의 방향성에 지대한 영향을 주게 된다. 지난 2023년에 춘투협상에서 요청 4.5%에 실제타결 3.58%로 임금이 협상되었고, 이를 반영 일본의 기본급도 2% 부근까지 안정적으로 상승하였다.

4월, 대기업 중심 춘투 확인하며 정상화 예상

올해 춘투에서 제시된 임금 목표는 5%다. 정부와 BOJ의 바람대로 지난해와 비슷한 수준의 춘투 결과가 도출된다면, 내년 1~2분기 중 실질임금의 (+) 전환을 확인할 수 있을 것이다. 이는 여전히 위축되어있는 소비성향의 개선으로 이어지고→영업이익이 개선되고 있는 기업이 임금을 다시 올려주는 선순환의 발판이 될 것으로 보인다<그림 4>.

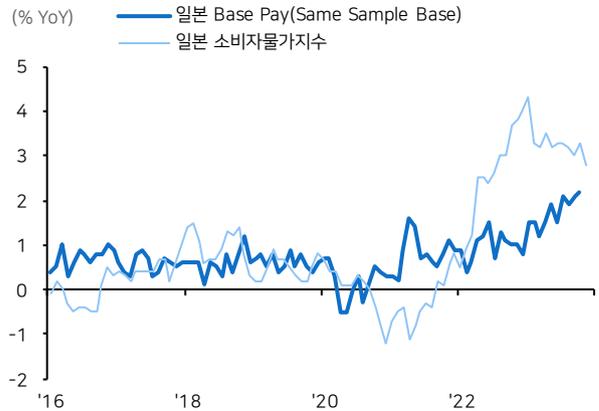
BOJ는 지난 12월 채권 매입규모를 축소하고, 유희도 일부 조정하는 통화정책 정상화 수순을 지속적으로 밟아가고 있다<그림 5>. 마이너스 금리의 폐지는 올해 4월 대기업 중심의 춘투결과를 확인하는 시기로 전망한다.

그림3 BOJ - 일본 서비스 물가 2%를 향해 가는 중



자료: 일본 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림4 일본 실질임금 (+) 전환 올해 1~2분기 가시화



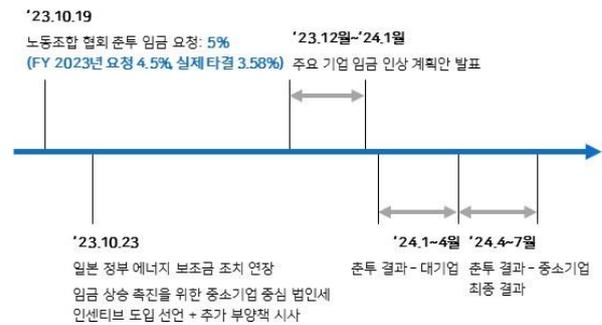
자료: BOJ, 일본 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림5 BOJ 자산매입 규모는 조정 중

| 만기    | 1Q24           |    | '23.12         |    |
|-------|----------------|----|----------------|----|
|       | 매입규모 (월간, 십억엔) | 횟수 | 매입규모 (월간, 십억엔) | 횟수 |
| <1    | 150            | 1  | 150            | 1  |
| 1~3   | 300~650        | 4  | 400~650        | 4  |
| 3~5   | 350~750        | 4  | 450~750        | 4  |
| 5~10  | 400~900        | 4  | 450~900        | 4  |
| 10~15 | 100~500        | 3  | 100~500        | 4  |
| 15<   | 50~350         | 2  | 50~350         | 3  |

자료:BOJ, 메리츠증권 리서치센터

그림6 제목



자료: 메리츠증권 리서치센터

## ECB – 임금이 무서운 라가르드

### 부진한 유로존 경기

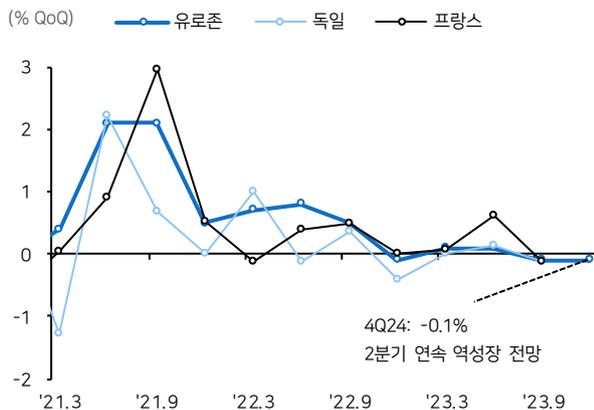
유로존은 지난해 하반기부터 서비스 업황까지 부진하며 전반적인 경기여건이 미국에 비해 열세다. 지난해 4분기 GDP도 역성장할 가능성이 높으며, 기술적인 침체(2분기 연속 역성장)의 위기를 마주하고 있다.

### 매파적인 라가르드, 이유는 임금

그럼에도 불구하고 올해 들어 ECB의 인하기대는 6.5번→5.4번으로 축소되고 있는데, 중심에는 인하 기대와는 선을 긋고 있는 라가르드가 있다. 라가르드는 지난 다보스 포럼에서도 1) 경직적인 임금 인플레이션과 2) 시장의 지나친 금리 인하 프라이싱으로 인한 금융여건 완화의 부작용에 대해 언급한 바 있다.

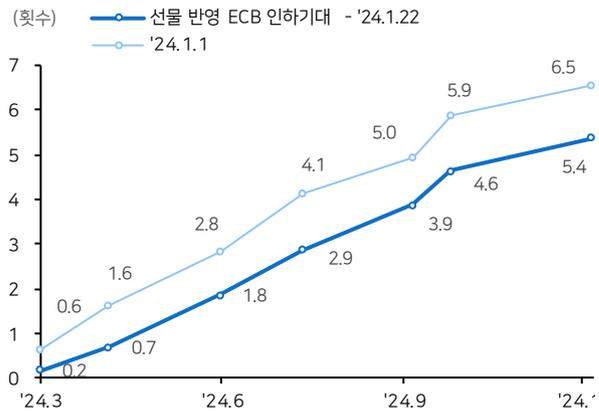
실제로 공식적인 임금 지표는 4%대에서 내려오지 않았고, 이에 선행하는 Indeed.com의 유로존 임금 또한 경직적인 모습을 보이고 있다. 이에 더해 최근 12월 유로존 헤드라인 HICP 물가 중심으로 물가상승률이 소폭 반등했다.

그림7 유로존 주요국 2분기 연속 역성장 예상



자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

그림8 부진한 경기에도 금리 인하기대 되돌리는 중



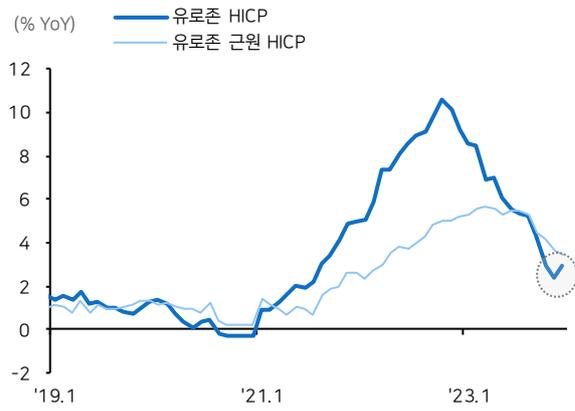
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 여전히 높은 임금물가



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 12월 반등한 유로존 헤드라인 물가



자료: 메리츠증권 리서치센터

**유로존 기업, 임금 올려줄 여력 제한적**

임금 관련 우려가 높으나, 유로존은 긴축의 영향력이 실물경제에 빠르게 파급되고 있다. 미국과 다르게 금융환경지수는 지난해 1분기부터 금융여건이 긴축적인 여건에 들어섰음을 시사한다<그림 11>.

기업들 또한 금리인상으로 인해 이자비용 부담이 빠르게 높아지고 있으며<그림 12>, 부진한 내수로 인해 기업들의 가격 전가력은 오히려 낮아진 상황이다. 이로 인해 유로존의 고용 기대지수는 기준선을 하회하고 있어, 이에 후행해 취업자수 또한 둔화될 것으로 예상된다<그림 13>.

**12월 HICP 반등은 에너지 보조금 관련 일시적 기저 효과**

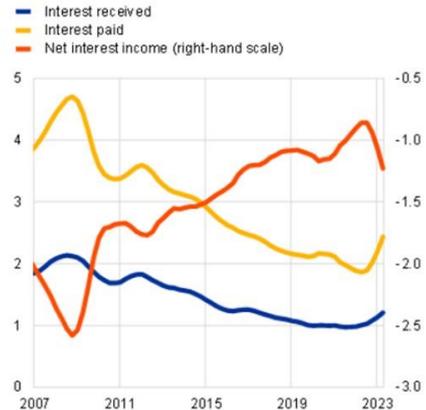
12월 반등한 물가의 경우에도 2022년 12월 있었던 일회성 가스 요금 상환의 영향력이 컸으며<그림 14>, 천연가스 TTF선물은 하향 안정화 흐름을 이어가고 있다. ECB는 2분기 중 첫번째 금리 인하하고, 4번 이상의 금리 인하가 있을 것으로 예상된다.

**그림11 유럽, 금융여건 2022년부터 긴축적으로 변화**



자료: 메리츠증권 리서치센터

**그림12 기업들의 이자부담 늘어나고 있어**



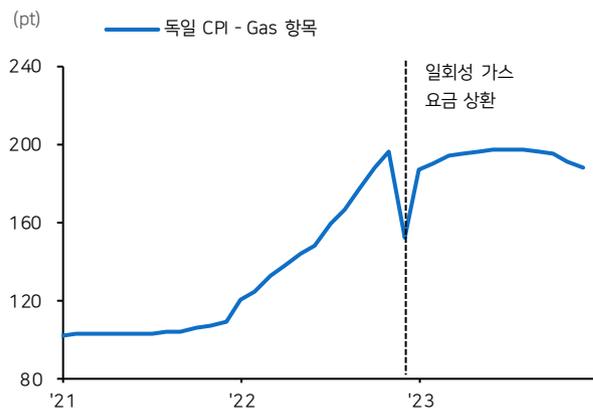
자료: 메리츠증권 리서치센터

**그림13 취업자를 늘릴 여력이 크게 없는 유로존 기업**



자료: 메리츠증권 리서치센터

**그림14 12월 CPI 반등도 일시적인 요인**



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 2월 FOMC –QT의 구체적인 내용을 확인할 수 있을까?

2월 FOMC, 조기 인하 기대  
강화하기는 어려울 것

완화적이었던 12월 FOMC 이후 시장은 여전히 3월의 인하기대를 일부 반영하고 있다. 여전히 강한 경기를 고려, 2월 FOMC에서는 1분기 내의 빠른 인하 기대를 정당화할 내용은 확인하기 어려울 것으로 예상된다.

QT 관련 구체적인 내용에  
주목할 필요

2월 FOMC에서 주목할 만한 측면은 12월 의사록에서 깜짝 등장한 QT(연준의 자산 축소, 만기도래하는 채권의 재매입 중단)의 구체적인 계획과 관련된 내용이다. 본격적인 QT의 방향성 논의에 앞서 중요한 개념인 1)은행의 안정적이라고 느끼는 최소한의 기준(LCLOR)과 2)연준의 단기자금시장 관련 통화정책 시스템에 대해 짚고 넘어갈 필요가 있다.

### 미국 상업은행이 연준에 예치해놓는 예금(초과 유동성) = 지준금

지준금 = 유사시에 대비해 은행이  
연준에 쌓아놓는 유동성

지준금은 은행이 전체 예금액 중 일정량을 연준에 예치해놓은 현금성 자산, 미국 상업은행들이 연준에 주는 예금이다. 은행이 가지고 있는 지준금의 양은 LCLOR을 얼마로 인지하는지에 따라 지속적으로 변하게 되고, SLR와 같은 유동성 규제에 영향을 받기도 한다. 가령 SVB와 같이 금융위기 상황에서 은행은 유사시에 대응할 수 있는 유동성을 최대한 많이 갖고 있으려고 한다.

연준이 통화정책 목표로 제시하는 연방기금금리(FFR) 레인지는 연준에 예금을 예치할 수 있는 은행들 간의 거래인 하루짜리 단기금리를 타겟팅한다. 현재 연준의 연방기금금리 레인지는 5.25~5.5%인데, 연준은 은행들의 단기금리가 이 레인지에서만 거래될 수 있도록 여러 장치를 마련해두었다.

연준은 1) 상단- IORB(지준금(은행의 예금)에 연준이 주는 이자)와 2) 하단 - RRP 금리를 지정해서 운용하고, 단기자금 금리(EFFR)가 이 범위를 넘어서면 유동성을 공급하거나 상/하단 금리를 미세 조정하는 방식으로 통화정책을 운용한다.

RRP = MMF가 연준에 쌓아놓은  
대기성 자산 성격의 유동성

RRP는 꼭 연준에 예금을 예치할 수 있는 은행이 아닌 MMF와 같은 금융주체들도 사용할 수 있는 연준의 예금 시스템이다. 특히 코로나 국면에서 MMF의 잔고가 크게 늘어나 잉여 유동성이 생기자, MMF는 연준의 RRP에 예금을 맡기고 이자를 수령해갔다.

이를 연준의 플로어 시스템(Floor system)이라고 하고, 은행들이 자금을 빌리고 빌려주는 단기금리(EFFR)가 정해놓은 하단과 상단 사이에서 움직이게 하는 것이 목표다. Floor system은 금융위기 이후 연준의 채권을 비롯한 여러 자산의 매입(QE) 이후로 시행되게 되었다. 다음은 QT에 대한 설명이다

### QT(연준의 자산축소)는 민간의 유동성을 회수 - 지준금과 RRP

QT(자산축소)는 민간의 유동성을 회수하는 과정

QT는 QE(연준의 자산매입)로 민간에 풀린 유동성을 회수해오는 과정이다. QT를 이해하기 위해서는 연준의 계정과 QT가 계정에 미치는 변화를 이해해야 한다.

QE가 진행되면서 연준이 채권을 중심으로 자산을 매입했고(연준 자산 증가), 이는 민간의 유동성을 증가(연준 부채 증가)로 이어졌다. 특히 부채 항목에서 1) 은행의 지준금 2) 그리고 여타 금융기관들의 RRP 잔고가 늘어났다. 앞서 지준금은 은행이 연준에 예치하는 예금, RRP는 은행 외의 MMF와 같은 다양한 금융기관들이 연준에 예치하는 예금이라고 설명했다.

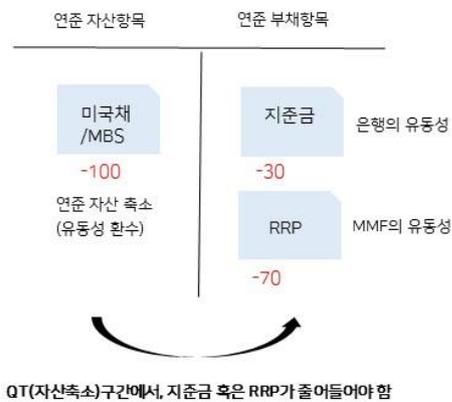
QE로 인한 은행의 초과 유동성은 지준금이고, 그 외 MMF와 같은 금융기관들의 대기자금성격의 초과 유동성은 RRP인 것이다.

유동성 회수는 RRP 혹은 지준금에서 주로 발생

QT가 진행되는 과정에서 연준이 매입한 채권이 줄어들게 되고(자산 감소), 이는 동시에 민간의 유동성(연준 부채항목)의 감소로 이어지게 된다. 동일한 양이 줄어드는 것은 대원칙이고, 민간의 유동성(부채) 안에서 어떤 항목이 줄어드는지는 그때 그때 다르다.

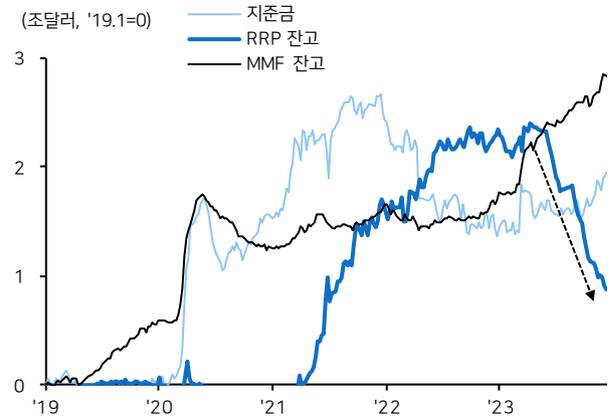
RRP와 지준금은 성격이 조금 다른데, 지준금은 은행의 자산이라는 점에서 실물경기에 미치는 영향력이 더 크다. 가령 지준금, 현금성 자산이 많은 은행들은 대출에 완화적인 스탠스를 취할 수 있다. 한편 RRP는 연준과 금융기관간의 거래에 일종으로 실물경기의 유동성에 미치는 영향력은 상대적으로 제한된다. RRP는 연준과-MMF간의 묶여있는 돈이다. 다만 RRP 또한 지준으로 전환될 수 있다는 점에서 은행의 초과 유동성으로의 의미는 갖는다.

그림15 연준의 유동성 회수 → 지준/RRP의 감소로 이어져



주: 부채항목에는 여러 계정이 있으나, 규모가 가장 크고 QT의 영향을 많이 받는 지준금/RRP로 간소화  
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림16 지금까지는 지준금 대신 RRP가 감소



자료: US FED, 메리츠증권 리서치센터

RRP는 어떻게 지준으로 전환될 수 있을까? 이는 MMF의 투자 방향에 달려있다. MMF는 GFC 이후의 규제로 인해 만기가 짧은 우량물, 미국 단기채나 레포에만 거래를 할 수 있다. 2022년까지는 1)단기채 금리가 연준의 RRP 금리보다 낮았고, 2)단기채 발행도 제한적이었으므로 MMF는 연준의 RRP에 2조달러가 넘는 초과 유동성을 막대하게 쌓았었다.

2023년 이후 미국 단기채 발행이 크게 늘어나면서 MMF는 연준의 역레포에 묶여 있던 자신들의 초과 유동성을 미국채를 사는데 쓰기 시작했다. 이는 곧 재무부의 재정의 원천으로 쓰이게 되며, 재정을 집행하는 과정에서 민간에 유동성이 풀리고, 이는 민간의 예금이체와 같은 행위를 통해 은행으로 돌아오게 된다.

MMF가 RRP에 묶여있는 자금을 활용해 계속 미국채를 사준다면, 지준의 양이 늘어나게 되는 것이다. 현재 RRP가 가파르게 줄어드는 과정에서 연준의 자산축소에 도 불구하고 지준금이 늘어나고 있다

지준금 대신 RRP가 줄어들며  
매끄러운 QT 진행 중

RRP가 지금 중요하게 조명되는 이유는, 연준의 QT에도 RRP가 지준금 대신 잘 줄어들었기 때문이다. QT는 결국 유동성의 환수하는 과정인데, 1) 은행의 지준금 혹은 2) MMF와 같은 금융기관들의 RRP 중 하나는 축소되어야 한다.

만약 MMF가 RRP의 초과유동성을 활용하지 않고 RRP에 돈을 묶어두었고, 미국 채 매수도 해주지 않았다면, 지준이 더 빠르게 감소했을 것이다.

4월 RRP 소진 예상, 지준금  
본격적으로 감소할 것

지금까지는 MMF가 RRP의 자금을 활용해 미국채를 매수해주면서 지준금이 늘어났지만, RRP가 다 소진되게 되면 지준이 본격적으로 줄어들게 된다. 이것이 RRP의 소진이 QT의 변곡점으로 언급되는 이유다. 현재 추이가 지속된다면 RRP가 줄어드는 시점인 4~5월부터 지준이 다시 감소하게 될 것이다.

QT는 실물경기에 미치는 영향이 크고, 단기자금시장유동성의 원천인 은행의 지준금의 향방이 중요하기 때문이다. 지준금이 단기자금시장에 갖는 의미는 8쪽부터 이어진다.

**QT는 지준금이 Scarce(부족)해지기 전에 stop**

지준금은 레벨에 따라 가장 풍부한 상태(abundant) → 충분한 상태(ample) → 부족한 상태(Scarce)로 나뉘게 된다.

2008년 이후 QE를 통해 은행의 유동성(자산)이 늘어나게 되었는데, 유동성이 굉장히 풍부한 상황(abundant)에서는 은행의 단기자금을 빌리려는 수요가 늘어나도 단기금리가 올라가지 않는다. 그림 17번의 'abundant'의 플랫한 곡선에 해당한다.

QT, 지준금이 부족(Scarce)해지기전에 중단

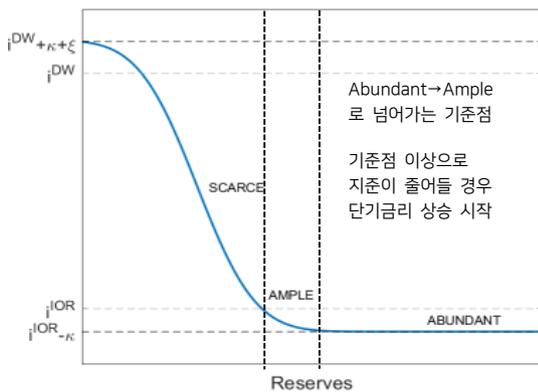
그러다가 현재와 같이 QT를 통해 시중에 뿌려놓은 유동성을 회수하려고 하고, 이 과정에서 주로 은행의 지준금이 줄게 된다. QE를 통해 굉장히 풍부했던 은행의 유동성(지준금)이 줄어들게 되고, 어느 시점에서는 ample 국면으로 넘어간다. 그 국면이 <그림 17>에서 IORB 금리와 곡선이 만나는 곡선의 (-) 기울기가 생기는 지점이다. 이 국면에서는 지준금이 줄어드는 과정에서 단기자금시장에서 약간의 압력이 생겨나기 시작하고, 단기자금의 조달금리가 상승하기 시작한다.

부족한 지준금은 단기자금시장금리의 상방 압력으로 작용

Scarce한 상태는 <그림 17> 가장 왼쪽 국면에 해당하는데, 이때부터는 지준금에 감소에 단기금리가 매우 민감하게 반응하기 시작한다. 2019년에 목격했던 레포금리 발작 사태가 발생했던 국면이고, 연준은 QT를 매끄럽게 이행하기 위해 지준금이 Scarce 국면으로 넘어가는 것을 방지해야 한다.

이 때 abundant/ample/scarce를 구분하는 기준이 '최소 지준금을 이정도만 가지고 있어야 한다'에 해당하는 지준금의 양 LCLOR이다. 은행들은 LCLOR보다 지준금이 내려갈 경우 단기자금을 빌려주는데 보수적이게 변할 것이고, 이는 금리 상방 압력으로 이어질 수 있기 때문이다.

**그림17 은행의 지준 수요와 단기금리의 결정**



자료: NY FED, 메리츠증권 리서치센터

**그림18 지준금/은행 및 지준금/GDP 비율 추이**



자료: FED, 메리츠증권 리서치센터

### LCLOR은 고정값이 아닌 시장에 상황에 따라 변하는 수치

LCLOR과 관련해서는 기관들마다 전망 수치가 상이하다. 1) 월러 연준 인사는 GDP의 10~11% 수준까지 지준금이 줄어들 경우 QT의 감속이 필요하다고 언급 2) 뉴욕연준은 2022년 5월 논문에서 은행 자산의 13~14%(2015~2019년 기준) 3) 재무부의 입찰에 참여해 채권을 투자자들에게 분배하는 딜러인 Primary Dealer (PD들은) 3.125조(GDP의 11.0%)라고 언급했다<표 1>.

적정지준, 시장의 상황에 따라 변화하는 수치

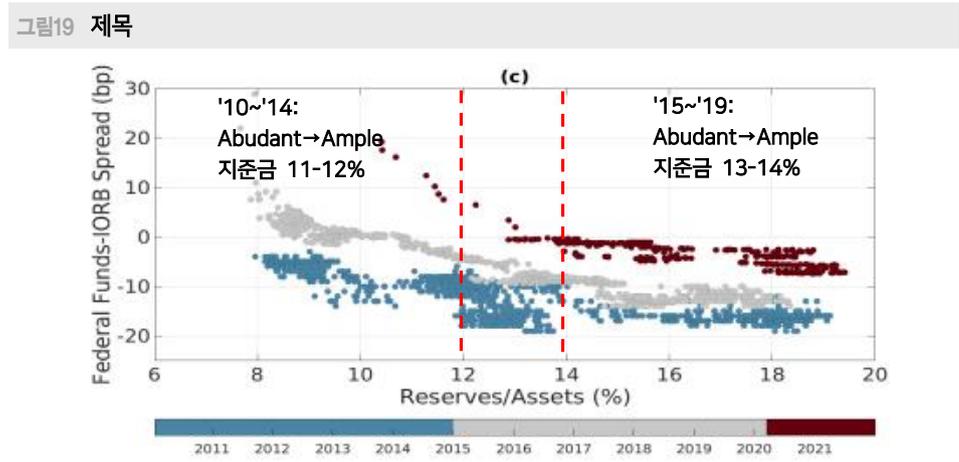
이 외에도 시장에서 흔하게 언급되는 GDP의 8%와 같은 수치들은 과거 2019 레포발작 당시 문제가 실제로 발생했던 순간의 지준/GDP 비율이다. LCLOR은 주로 과거에 문제가 일어났던 시기를 기반으로 많이 산출되는데, 이 외에도 1) (현재 은행들의 지준금에 대한 태도(은행들이 LCLOR을 어느정도로 인식하고 있는지) 2) 단기자금시장의 수요-공급 스트레스가 어떠한지에 따라 변하게 된다.

상기할 점은, LCLOR은 고정값이 아니라는 것이다. NY FED의 "Scarce, Abundant, or Ample? A Time-Varying Model of the Reserve Demand Curve"라는 페이퍼에서는 지준금/은행 자산의 비율과 단기금리의 민감도에 대해 분석한다.

결론은 2010~2014년 사이에서는 abundant→ample의 기준은 11~12%, 2015~2019년의 기준은 13~14%이고<그림 19>, 기준점이 규제상황이나 유동성 여건에 따라 변한다는 점이다. 현재 지준금은 은행 자산 대비 13.9%, GDP 대비해서는 12.1%로 NY FED의 기준 대비해서는 여유가 있어 보인다.

| 표1 제목                      |  |
|----------------------------|--|
|                            | LCLOR 기준                                   |
| 월러 연준 인사                   | GDP의 10~11% 되는 수준에서는 QT의 감속이 필요 (현재 12.1%) |
| Primary Dealer Survey      | 지준금 3.125조(GDP의 11%)에서는 QT 중지              |
| 뉴욕 연준('22.5 working paper) | 은행 자산의 13~14%('15~'19 기준) (현재 13.9%)       |

자료: 언론, 메리츠증권 리서치센터



자료: NY FED, 메리츠증권 리서치센터

### 과거 기준으로 지준금은 풍부, 그런데 왜? - 2019년의 레포발작

과거 기준으로는 지준 풍부,  
다만 현재 단기자금시장  
스트레스 점검할 필요

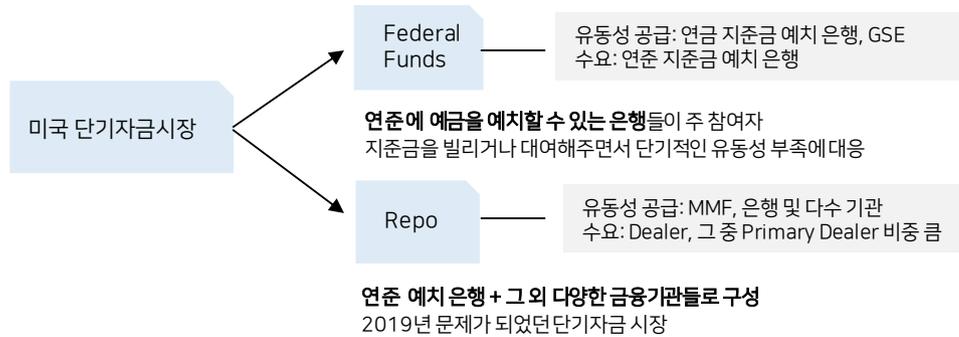
과거 데이터를 기준으로 봤을 때 지준의 양은 아직 풍부해 보인다. 그럼에도 불구하고 12월말 단기자금시장의 교란은 왜 일어났으며 로건과 같은 일부 연준 인사들이 QT를 조절할 필요가 있다고 언급하는 것일까? 이는 문제가 발생했던 2019년 9월에서 힌트를 찾아볼 수 있다.

미국의 가장 규모가 큰 단기자금시장은 1) Federal Funds Market 시장과 2) 레포(repo)이다. Federal Funds Market은 앞서 설명했던 연준에 예금을 예치하는 은행들이 주로 지준금을 가지고 단기자금을 거래하는 시장이다.

레포시장의 교란, 2019년  
페더럴펀드마켓으로 전이

레포시장은 특정 자산을 담보로 자금을 빌리는 시장이다. Federal Funds Market에 비해 다양한 민간 투자자들도 참여를 하고 1) 자금 대여(유동성 공급) - MMF, 은행 및 달러들 2) 자금 차입(유동성 수요) - 달러들 특히 미국채의 발행시장에서 재무부와 투자자들의 브로커리지 역할을 하는 Primary Dealer(PD)들이 주요 참여자다. 2019년 Repo시장의 문제는 페더럴 펀드 마켓으로 전이된 바 있다.

그림20 미국 단기자금시장, 레포/페더럴펀드 마켓으로 구성. 2019년 레포시장에서 교란 발생



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림21 레포시장 주요 참여자 - 자금 대여=MMF, 은행 / 차입=달러, 헤지펀드



자료: 메리츠증권 리서치센터

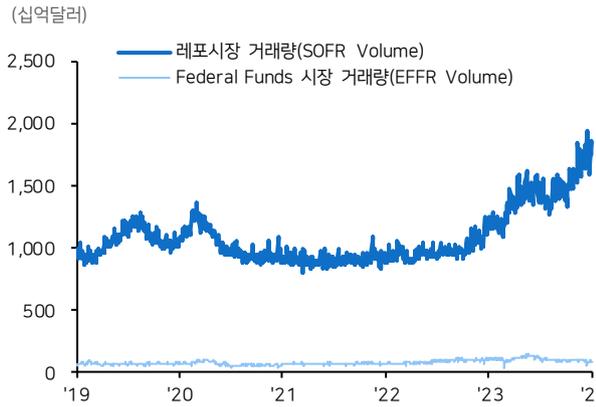
PD들은 미국채 입찰에 참여해 채권을 양도받고, 투자자들에게 분배하는 과정에서 레포시장을 통해 자금을 조달받는다.

EFFR 시장은 GFC 이후 QE를 통해 기준금의 양이 많아지게 되면서 자금 수요가 더욱 줄어들게 되었다. 단기자금 시장에서는 레포시장의 영향력이 압도적이다<그림 22>.

**REPO시장과 페드럴펀드마켓은 상관관계가 높음**

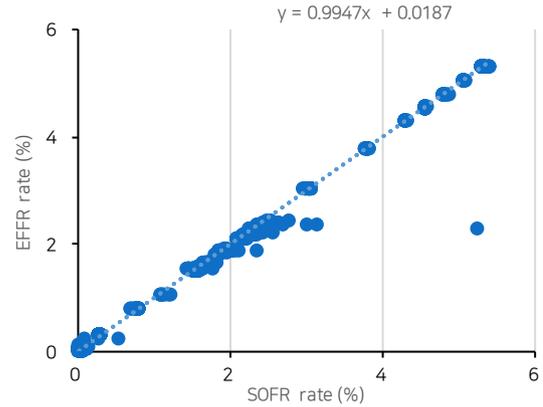
또 다른 특징은 FHLB(모기지 대출을 시행하는 공적기관)과 같은 일부 기관들은 레포시장과 페더럴 펀드 마켓 두곳 모두에 자금을 대여할 수 있고, 이로 인해 레포시장에서의 단기금리가 페더럴펀드 마켓어세의 단기금리는 상관관계가 높고, 레벨도 비슷하다. 이러한 특성으로 레포시장의 문제가 페더럴펀드마켓으로 전이될 수 있다<그림 23>.

**그림22 단기자금시장에서 레포시장의 비중이 더 커**



자료: FED, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림23 레포시장과 페더럴펀드마켓 상관성 높아**



자료: FED, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

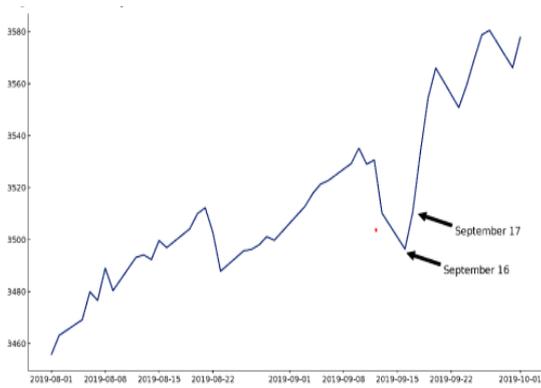
### 2019년의 레포발작, 부족한 지준+부채 증가→늘어난 PD의 레포 수요

2019년 레포발작, 계절적 요인  
+ 부족한 지준의 영향

단기자금 시장의 금리도 수요-공급 논리에서 공급이 아무리 많더라도 수요가 더 빠르게 늘어난다면, 스트레스가 발생하게 된다. 2019년 당시 레포발작으로 주요 언급되는 요인은 1) 수요 요인 - 분기말 채권입찰로 인한 PD들의 레포수요 증가 2) 공급 요인 - 분기말 법인세 납부 과정에서 기업들이 MMF 투자자금 회수이다.

그런데 NY FED가 당시 시장상황을 시간별로 정리한 'What Happened in Money Markets in September 2019?'에 따르면 이와 같은 계절적인 요인들로 인한 레포 수요의 급증은 종종 있는 일이었다. 계절적인 요인이 도화선이었으나, 레포발작 당일 이전에도 이미 수요와 공급 간의 미스매치가 확대되고 있었다.

그림24 계절적 요인 1) MMF 감소(유동성 공급 감소)



자료: OFR

그림25 계절적 요인 2) 국채 입찰 소화(유동성 수요 증가)



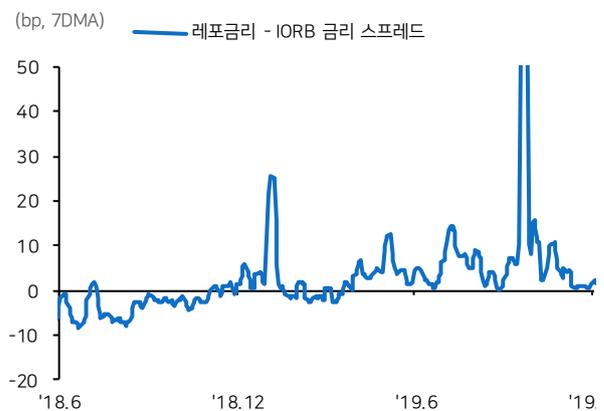
자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림26 은행 2019년 하반기부터 레포자금 대여 보수적



자료: FED, 메리츠증권 리서치센터

그림27 레포 발작 이전에도 레포금리 상방 압력 확대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2019년 QT를 진행하면서 연준이 얻은 교훈은 QT는 단기자금 시장의 유동성을 회수하는 과정이며, 이로 인해 목표에 이르기 전에 단기자금시장의 교란으로 이어질 수 있다는 점이었다.

2019년의 계절적인 요인들부터 보게되면, 실제로 MMF가 법인세 납부를 위해 9월 16~17일 양일 잔고 감소가 컸었다<그림 24>. 이와 동시에 미국채 잔고가 지속적으로 늘어남에 따라 PD들의 레포 수요가 구조적으로 늘어난 상황에서<그림 25>, 16일에 진행된 미국채 발행을 소화해야 했다.

레포시장의 큰 손인 MMF와 함께 당시 시장 영향력을 키워가던 주체가 있었는데 바로 은행이다. 은행들은 초과지준을 활용해 민간 레포시장에도 돈을 대여해주고 있었다. 그런데 2019년 하반기 은행들이 지준을 활용한 레포 시장의 대여가 늘어나지 않기 시작했고, 문제가 되었던 16~17일에 단기금리 매력이 급등했음에도 보수적인 스탠스를 보였다<그림 26>.

MMF의 일시적인 유동성 축소, 은행들의 보수적인 자금운용에 PD들의 늘어난 자금 수요는 충족되지 못했다.

레포 발작 이전에도 레포 금리는 금리의 상단인 IOER을 넘나들고 있었다<그림 27>. 다만 연준이 레포시장의 스트레스 징후에도 불구하고 QT를 중단하지 않았고, 당시 은행들은 연준의 서베이 결과에서 지준이 여전히 풍부하다는 응답이 높았다.

연준은 예상하지 못한 충격에 레포시장에 유동성을 공급했고, 2019년 9월 QT를 계획보다 빠르게 조기중단하였다.

**2024년, 늘어난 레포수요(헤지펀드/달러), 공급 - 보수적인 은행들**

헤지펀드 미국채 대량 매수, 레포 차입 늘어나

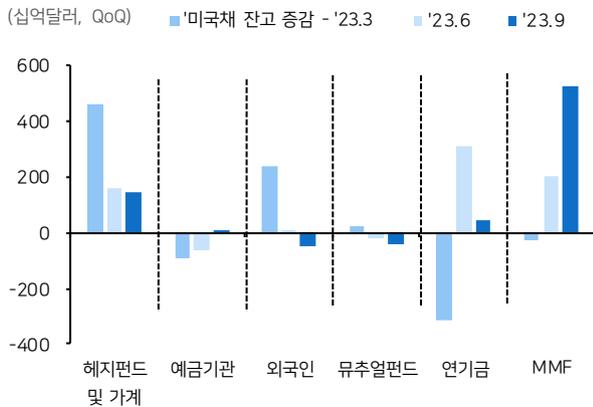
지금 레포시장은 어떨까? 레포시장에서 주로 돈을 빌리는 헤지펀드와 PD들을 중심으로 살펴보겠다. 코로나 국면 이후로 미국채 발행이 크게 늘어났다. 이 과정에서 헤지펀드가 전례없이 많은 양의 미국채를 매수해주었다<그림 28>.

헤지펀드는 베이스 트레이드 등 차익거래 형태의 거래를 주로 하며, 이 과정에서 수익을 극대화하기 위해 레포 차입을 통한 레버리지 거래가 수반된다. 헤지펀드는 레포 차입을 통해 늘어난 미국채에 유동적으로 대응하며 미국채 시장에 영향력을 확대했다.

PD도 늘어난 부채 소화과정에서 레포 차입 늘어

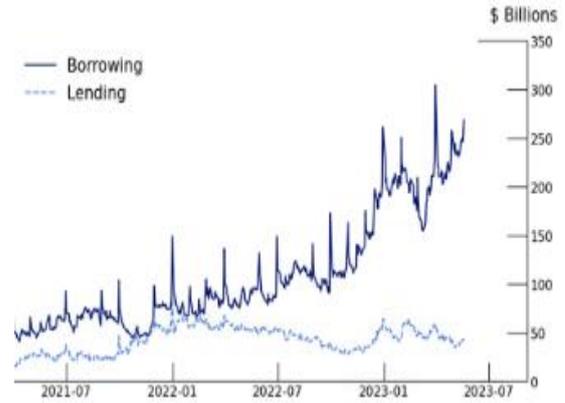
그 결과로 헤지펀드의 매도 포지션은 역대 최고 수준이고, 채권 시장의 변동성과 유동성 여건은 악화되었다. 달러들은 보통 레포시장에서 차입-대여 두가지 역할을 같이 하지만, 최근에는 대여 수요가 더 가파르게 늘어나고 있다<그림 29>. 미국채 잔고가 늘어남에 따라 PD들의 레포 차입도 빠르게 늘어났다<그림 31>.

**그림28 헤지펀드 미국채 보유량 크게 늘려**



자료: FED, 메리츠증권 리서치센터

**그림29 달러들 레포시장 차입-대여 추이**



자료: OFR

**그림30 부채 증가에 따른 PD 채권 포지션 증가**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림31 PD 레포로 자금 차입 수요 증가**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**MMF, 레포시장에 유동성 공급**

유동성 공급 측면에서는 코로나 국면에서 잔고가 크게 늘어난 MMF가 레포시장의 주요 공급자로서의 역할을 하고 있다. 다만 2023년 이후로 MMF의 레포거래가 확대되었는데<그림 32>, 이것이 가능했던 것은 1)레포 금리의 상방 압력이 시작되면서 금리 매력도가 생겼고 2) 초과 유동성이 묶여있었던 RRP(민간기간이 연준에 예치하는 예금성격)의 자금을 레포 대여에 활용했기 때문이다.

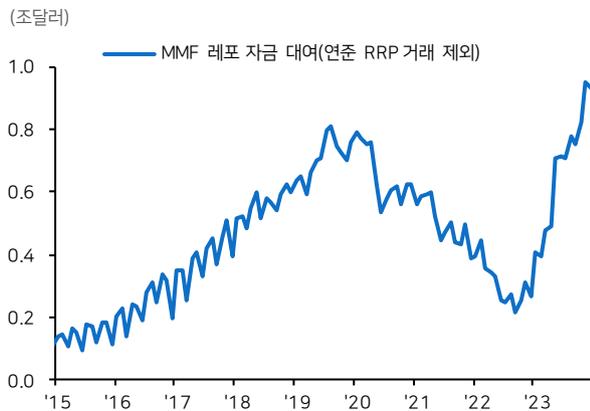
**은행들, 레포 자금 대여에 보수적**

반면 은행들은 최근 기준금이 증가하고 있음에도, 레포를 통한 자금 대여가 늘어나지 않고 있다. 이러한 상황에서 지난해 말 레포금리(SOFR 금리 - 미국채를 담보로 하는 레포거래)가 금리 상단인 IORB를 넘어서는 일이 발생했고, 그제서야 은행은 레포시장에 유동성을 공급했다<그림 33>.

**RRP 소진 - 은행의 대출태도 악화시키는 요인, MMF의 유동성 공급 감소로도 이어질 가능성**

RRP가 4월 정도에 소진될 수 있다는 점을 고려하면 기준금 감소와 함께 은행들의 태도는 더 보수적으로 변할 수 있다<그림 35>. 또한 RRP 감소는 MMF의 초과 유동성 축소를 의미한다. 단기채 투자가 이어지는 가운데 레포시장에 공급하는 유동성이 축소될 리스크가 존재한다.

**그림32 MMF, 레포 시장에 유동성을 공급하는 큰손**



자료: OFR, 메리츠증권 리서치센터

**그림33 은행, 풍부한 기준금에도 레포시장 유동성 공급 적어**



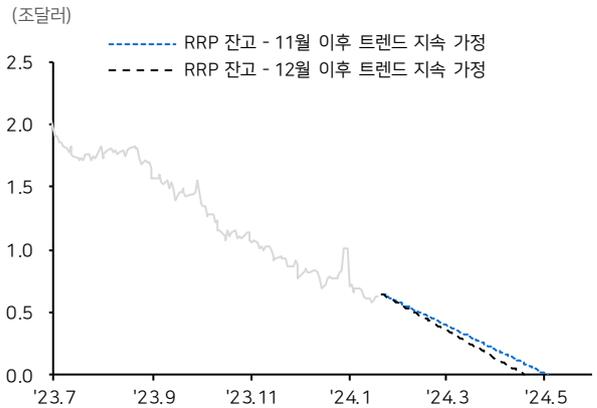
자료: FED, 메리츠증권 리서치센터

**그림34 은행 기준금과 레포거래 추이**



자료: FED, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림35 RRP, 현재 추이 지속시 4~5월 소진 예상**



자료: FED, 메리츠증권 리서치센터

12월의 레포금리 상승은 시장의 자정기능으로 안정화되었지만, 알 수 있는 사실은 1) 지준금은 많지만 은행의 레포 시장의 유동성 공급자로서의 기능이 약하고, 2) 수요가 구조적으로 늘어나 금리의 상방 압력이 발생했다는 점이다. 또한 RRP 소진이 MMF와 은행 모두의 추가적인 유동성 공급의 감소로 이어질 수 있다.

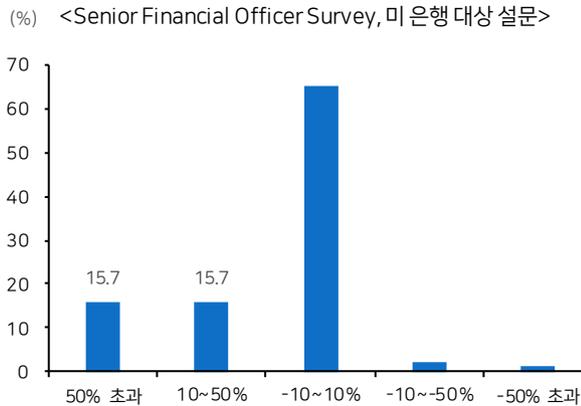
**은행은 왜 레포시장에 돈을 빌려주고 있지 않을까?**

은행, SVB 이후 지준 관련 기준 높아져

연준의 서베이 결과에서 은행이 LCLOR 산정 시 가장 고려하는 요인은 1) 유동성 스트레스 상황(테스트) 2) 자금유출에 대응할 수 있는가 이다. 지난해 5월 서베이 결과에서는 필요지준을 더 확보하고자 하는 응답자수가 늘어났다<그림 36>.

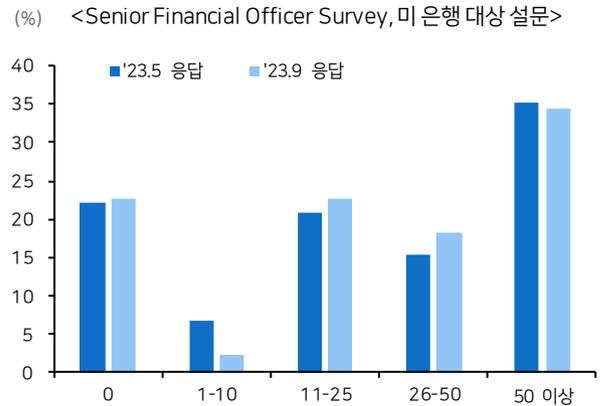
이는 SVB 파산의 영향이 크게 작용했을 것으로 예상되는데, 비슷한 질문으로 9월에 시행한 서베이에서도 LCLOR 대비 보유하고 싶은 지준의 레벨은 크게 달라지지 않았다. LCLOR 대비 10% 미만의 지준을 보유하고 싶다는 은행이 늘어났으나, 반대로 50% 이상의 응답자수도 소폭 늘어났다. 레포에서의 대여행태와 더불어 서베이에서도 과거와 달리 보수적인 은행들의 지준금 운용 태도가 확인된다.

**그림36 Q. 인지하는 LCLOR(필요지준)의 변화가 있는지?**



자료: FED, 메리츠증권 리서치센터

**그림37 Q. LCLOR 대비 보유하고 싶은 지준의 레벨은?**



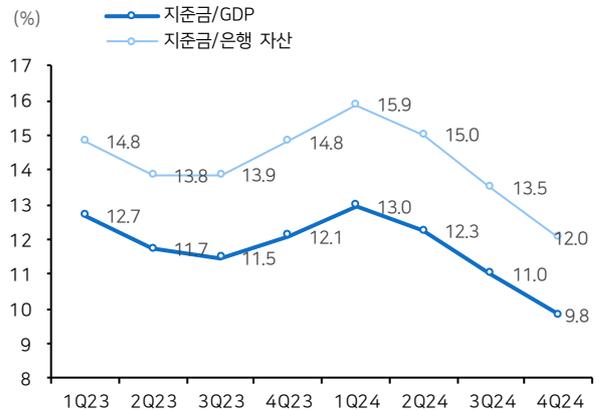
자료: FED, 메리츠증권 리서치센터

**그림38 RRP 금리 대비 레포 금리 추이**



자료: OFR, 메리츠증권 리서치센터

**그림39 QT 감속 3Q 유력, 시장 여건 고려 앞당겨질 가능성**



자료: FED, US BEA, 메리츠증권 리서치센터 가정

시장 수요 증가는 이어질 것  
수급 교란에 유의할 필요

레포 금리는 12월 말 이후 금리의 상단인 IORB를 다시 하회하고 있으나, 2023년부터 상방 압력이 지속되며 IORB에 거의 붙어있는 상황이다<그림 38>. 지준금의 절대적인 양은 과거 추이에 비해 많으나 1) 보수적인 은행 태도로 인해 지준금의 레포 대여가 부진하고 2) 수요 측면에서 - 헤지펀드, PD들의 수요는 2024년에도 지속될 대규모 국채 발행으로 줄기는 어려워 보인다.

따라서 과거보다 풍부한 지준 대비 레포시장의 유동성 여건이 악화되었을 리스크가 있고, RRP 소진 이후 수요-공급에 의해 결정되는 단기자금시장의 금리 또한 예상보다 빠르게 상방압력이 확대될 수 있다.

QT 감속 구간을 가늠해보기 위해 향후 지준금의 경로를 추정해보았는데, 가정은 다음과 같다<그림 39>.

- 1) 미국채와 MBS는 각각 600억 달러, 173억 달러 월간 QT가 지속
- 2) RRP는 평년 수준으로 회귀(0~2천억달러)
- 3) 현금통화는 2024년 3~4분기 증가분 지속
- 4) TGA 잔고는 7,500억달러에서 고정
- 5) 지준은 RRP 소진 이후 감소

지준금/은행자산 기준으로는 올해 2Q 15%→3Q 13.5%

지준금/GDP 기준으로는 2Q 12.3%→3Q 11.0%

앞서 주요 기관들의 전망 수치를 참고하면

- 1) 월러 연준 인사는 GDP의 10~11% 수준(Primary Dealer 서베이 GDP 11%) - 3Q 가능성 높음
- 2) 뉴욕연준은 은행 자산의 13~14% - 3Q 가능성 높음

최근 주요 기관들이 수치 혹은 과거 데이터를 기반으로 한 뉴욕연준의 기준으로 봤을 때 공히 QT감속 가능성이 높은 분기는 3분기로 파악된다. 다만 최근 유동성 여건의 악화로 은행들의 LCLOR 기준이 올라갔을 수도 있다는 점을 감안해보면, 베이스라인은 3Q 이지만 2Q에 조기 집행될 가능성도 고려할 필요가 있다.

마지막으로, SFR와 같이 레포시장의 영향력이 페드펀드 마켓으로 전이되는 것을 막은 기구들을 연준이 고안했지만, 사실 지난 12월에도 레포금리가 상단인 5.5%를 넘어섰음에도 기구를 이용하는 기관들은 없었다. SRF는 미국채등 우량물을 담보로 5.5%에서 연준이 자금을 대어해주는 레포기구다. 은행 뿐만 아니라 PD들도 자금을 대여할 수 있다.

은행들의 서베이결과에서도 LCLOR의 기준으로 SRF와 같은 기구의 존재를 뽑은 응답자는 기타를 제외하고 항목 중 가장 낮았다. 이론적으로는 단기금리를 완벽하게 통제해줄 수 있지만, Discount Window가 레포시장의 발작을 방지하기에는 부족했던 것처럼, 완벽하지 못할 가능성은 고려할 필요가 있다.

## 요약 및 결론

결론을 요약하자면 다음과 같다.

- 1) 필요지준(LCLOR)은 고정값이 아닌 변하는 값이다. 2019년과 같이 단기자금 시장 교란은 QT가 조기에 종료되는 요인으로 작용한다. 당시 은행의 지준금 부족으로 레포시장의 유동성 공급이 줄어든 점이 주요한 요인으로 분석된다.
- 2) 현재 과거 대비 지준금은 풍부하지만 은행의 단기자금시장 유동성 공급은 제한적이다. 이는 규제 등 구조적인 요인이 작용하는 가운데 SVB파산의 영향이 작용하고 있다.
- 3) 수요 측면에서는 미국채 발행이 늘어남에 따라 헤지펀드의 미국채 잔고가 크게 증가했고, 그 과정에서 단기자금시장 차입을 통한 레버리지 거래가 확대되었다. PD들 또한 미국채 발행 브로커리지 과정에서 단기자금시장 차입이 늘어났다.
- 4) 결과적으로 12월 말 단기자금시장에서 차입 수요가 유동성 공급 대비 늘어난 영향으로 레포 금리가 금리 상단(IORB)를 넘어섰다
- 5) 추가적으로 RRP의 4월 소진은 MMF의 레포시장의 유동성 공급 축소와 더불어 은행의 대출태도를 더 악화시킬 수 있는 요인이다
- 6) 윌러 연준인사, PD 서베이와 NY FED의 분석자료를 통해 추정된 QT 감속 시기는 3Q가 유력하다. 다만 현재 시장상황에 따라 LCLOR 기준이 올라갔고, 단기 자금시장의 스트레스가 유발되면서 QT 감속이 앞당겨질 가능성을 고려해야 한다.

## 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 추천 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.