



키움증권 리서치센터 투자전략팀
채권전략 안예하 yhahn@kiwoom.com



미 연준 SLR 규제 완화 영향 점검

Check Point

- 미 연준은 대형은행들에 대한 자본건전성 규제를 완화하기로 결정. 주요 대형은행에 적용되는 강화된 보완적 레버리지 비율을 낮추는 것. 기존 규제로 무위험 자산 보유가 제약된 바 있는데, SLR을 낮추는 완화 정책 시행시 국채 매입이 이전보다 확대될 것으로 기대
- 그간 높은 미국채 금리의 변동성에는 수급 불균형 리스크가 기인했으며, SLR 규제 완화로 인한 은행권의 국채 등 무위험 자산 매입 확대는 금리 변동성을 낮출 요인으로 기대. 특히 하반기 부채한도 협상 진행 이후 늘어날 국채 발행 공급을 고려하면 SLR 규제 완화는 수급 리스크를 완화시키는 요인
- 다만 이번 규제 완화 정책에서 SLR 비율 산정의 분모에서 국채과 지준금을 제외하는 방안에 대해서는 대안의 형태로 남겨뒀다는 점에서 코로나 19 당시 시행했던 SLR 규제 완화 수준의 국채 매입 확대나 금리 하락 압력을 기대하기는 제한적임. 최종안에서 국채를 분모에서 제외하는 방안까지 포함된다면 금리 하락폭은 강화될 것
- 3 분기 중 SLR 규제 완화와 미 연준의 9 월 금리 인하 기대를 반영해 미국채 금리 하락 압력 예상 경로는 유효. 다만 경기 연착륙 속 연준 인하폭이 크지 않다는 점, 국채 발행 확대 기조가 예상된다는 점 등은 금리 하락폭을 제약시키며 미국채 10 년물 3 분기 하단은 3.9% 수준일 것으로 예상. 4.0%를 하회할 경우 비중 축소가 적절하다는 기준의 전망 유지

미 연준은 현지시각 6 월 25 일 대형 은행 등 금융기관들의 자본건전성 규제를 완화하기로 제안했다. 주요 대형은행에 적용되는 강화된(enhanced) 보완적 레버리지 비율(Supplementary Leverage Ratio, eSLR) 비율을 낮추기로 결정한 것이다. 기존 2% 혹은 3%의 eSLR 베폐를 동일하게 절반으로 줄이는 것으로 하여, 5% 선으로 규제받던 기관들은 3.5~4.5%, 6% 선으로 규제받던 기관들 또한 3.5~4.5% 선으로 비율이 낮아질 것으로 예상된다.

미 연준은 SLR 규제로 인해 은행들의 미국채 증개 활동 등이 약화되어 오는 등 실질적인 제약으로 작용해왔다고 언급했으며, 이번 조치로 금융기관의 자본이 좀더 효율적으로 배분되도록 하는 효과를 낼 것이라고 주장했다. 따라서 미국채 시장의 기능이 개선될 것이라고 언급했다.

은행은 총 익스포저 대비 자기자본 비율을 최소 3% 이상 유지해야 하며, 글로벌 시스템적으로 중요한 은행(G-SIB)은 추가로 2% 베폐를 포함해 5%를 충족해야 했다. 여기서 문제는 SLR 규제에서 총 익스포저의 자산에 대해서 위험도는 모두 동일하게 적용되었다는 점이다. 대출 자산과 미국채, 지준금 등이 모두 같은 위험도를 적용받았다. 따라서 은행들의 국채 매입이 제약되고 증개 기능이 약화되는 등의 영향으로 나타나게 되었고, 이를 조정할 필요성이 높아졌다.

특히 미국 국채 발행 기조가 계속해서 확대될 것으로 우려되고 있어 늘어나는 공급 대비 수요가 약할 경우 수급 불균형 이슈가 발생할 수 있다는 우려가 수시로 부각되었다. 미 연준의 테이퍼링이 지속됨에 따라 주요 국채 매수 주체의 부채 속에 은행에 대한 규제는 수요 부채로 이어진다는 것이다. 실제로 미 연준의 QT 와 함께 미국채 변동성 지수는 높아지면서 계속해서 높은 수준을 유지하고 있다.

SLR 비율은 $\frac{\text{자기자본 Tier 1 Capital}}{\text{총 익스포저(대출, 은행 보유 자산(국채, 지준 등)}} * 100$ 의 산식으로 산출할 수 있으며, 비율이 기준 5%에서 3.5%까지 떨어지게 된다면, 자기자본 1,000 억 달러로 가정 시, 5%일 경우 보다 3%일 때 총 익스포저는 8,571 억 달러 증가하게 된다(5% 가정시 2조 달러, 3.5% 가정시 2조 8,571 억 달러).

2025년 1분기 기준 미국 8개 G-SIB의 Tier 1 Capital 규모는 1조 97 억 달러였으며, SLR 비율이 6.1% 수준이었다는 점을 감안 역추산하게 되면 1분기 기준 G-SIB의 총 익스포저는 17조 9,830억 달러 가량이다. SLR 비율이 3.5%까지 낮아지게 될 경우 확대 가능한 익스포저 규모는 31조 3,430 억 달러 가량으로 약 13조가 증가하게 된다.

다만 현실적으로 3.5%까지 낮아지는 비율을 모두 활용할 가능성은 낮고, 현재 6.1% 수준을 5% 수준으로만 낮춘다고 가정하면 익스포저 한도는 21조 달러로 가정할 수 있다. 이는 2025년 1분기와 비교하면 약 4조 달러가 증가하는 셈이다. 이 가운데 국채 매입 규모를 20% 수준으로 산정한다면 8천억 달러 가량 추가 매수 여력이 존재하게 된다.

늘어나는 한도가 모두 국채로 투자되지 않는다 하더라도 금융여건은 다소 완화될 것으로 기대된다. 기존보다 국채 보유량에 대한 버퍼가 확대되는 것이며, 국채 보유가 증가할수록 은행들의 유동성과 안정성이 개선되는 등 대출 여력 또한 확보 가능하다. 국채를 담보로 한 레포 거래도 확대될 수 있는 등 금융시장 전반적으로 유동성이 확대될 수 있는 여력이 생기게 되는 효과가 나타난다.

뿐만 아니라 기존 수요의 부재로 높아졌던 미국채 변동성이 완화될 것으로 기대한다. 특히 하반기 부채 한도 협상과 함께 재정증권 발행이 증가하게 될 경우 은행들의 수요 확대 기반이 없다면 변동성이 추가로 확대될 여지가 있는 상황이었다고 판단한다. 그 상황에서 미 연준의 규제 완화 제안은 시장 변동성 우려를 완화시키면서 미국채 금리의 상단은 점차 낮아질 것으로 예상한다.

다만, 앞서 언급했듯 이번 연준의 제안에는 기존 코로나 당시의 규제 완화와는 차이점이 존재한다. 코로나 19 당시 SLR 규제로 인해 은행들의 미국채 보유가 제약되자 1년 동안(2020년 4월~2021년 3월) 규제를 한시적으로 완화하여 SLR 비율에서 분모에 해당하는 총 익스포저에서 국채와 지급준비금을 제외한 바 있다. 하지만 이번 규제 완화 내용에는 버퍼를 완화하는 한편 여러 대안에 대해서도 의견을 구한다고 언급하며 브로커 딜러가 거래 목적으로 보유한 미국채를 SLR 분모에서 제외하는 방안과 모든 미국 국채 및 지급준비금을 SLR 분모에서 제외하는 방안을 넣어두었다.

즉, 이번 제안의 주요 골자는 SLR 비율을 낮추는 것이며, 분모에서 국채를 제외하는 방안까지는 주요 기관들의 의견을 조율하는 기간 동안(60일) 협의하여 결정할 예정이다. 그 과정에서 분모에서 국채를 제외하는 방안이 포함되지 않을 가능성도 있다는 것이다. 특히 규제를 지나치게 완화시킬 경우 금융 리스크가 높아질 수 있다는 점에서 채권 딜링 과정에서의 미국채 보유를 SLR 분모에서 제외하는 방안이 채택될 가능성이 높다. 따라서 분모에서 국채를 제외하는 방안이 포함되지 않는다면 미국채 매입량은 4~5천억 달러 수준일 것으로 예상하는 것이 합리적인 수준으로 본다. 그 경우 현재 규모 대비 약 20% 증가하는 수준이다.

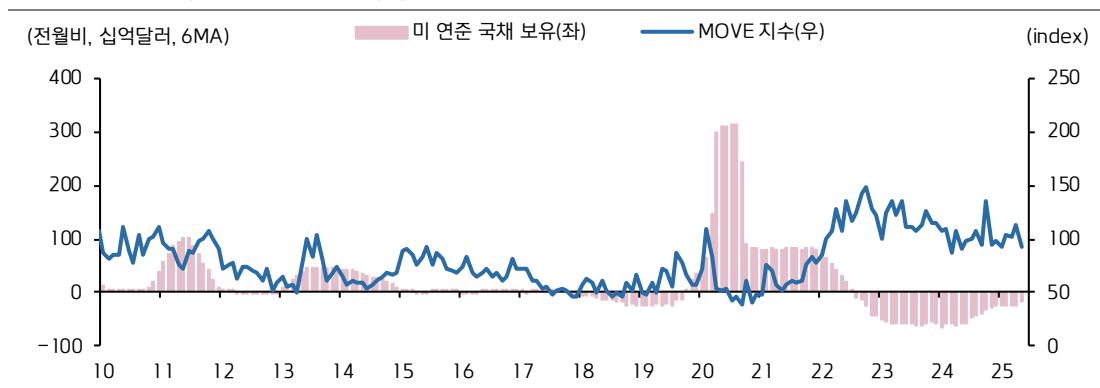
이와 같은 산출 근거는 과거 2020~2021년 사이 G-SIB의 자본 변화 등을 고려시 대략 20% 수준을 국채에 배분한 것으로 추정한 것에서 기인한다. 단, 당시에는 한시적 예외로 익스포저에서 국채를 제외했었다는 점을 고려시 국채 매수 비중이 20%보다 낮을 것으로 예상하며 약 4천억 달러(10% 비중 배분 가정)~8천억 달러(20% 비중 배분 가정) 수준으로 측정해볼 수 있다. 분모에서 국채를 제외하는 방안까지는 시행되지 않는다면 4~5천억 달러 규모로 예상해볼 수 있다.

한편 늘어나는 은행의 보유량은 늘어나는 국채 공급을 소화할 수 있을까. 상반기 1~5월까지의 국채 순발행 규모가 2,815 억 달러에 그쳤다는 점과 감세안 지속에 따른 재정 적자 규모 확대 기조 등을 고려할 때 하반기부터 국채 발행 규모가 확대될 가능성이 높다. 은행의 보유비중 확대는 국채 공급 리스크를 일부 완화시켜 줄 수 있겠으나, 국채 시장에서의 은행의 보유 비중이 8% 수준이라는 점을 고려하면 절대적 영향력을 행사하기엔 제한적이다.

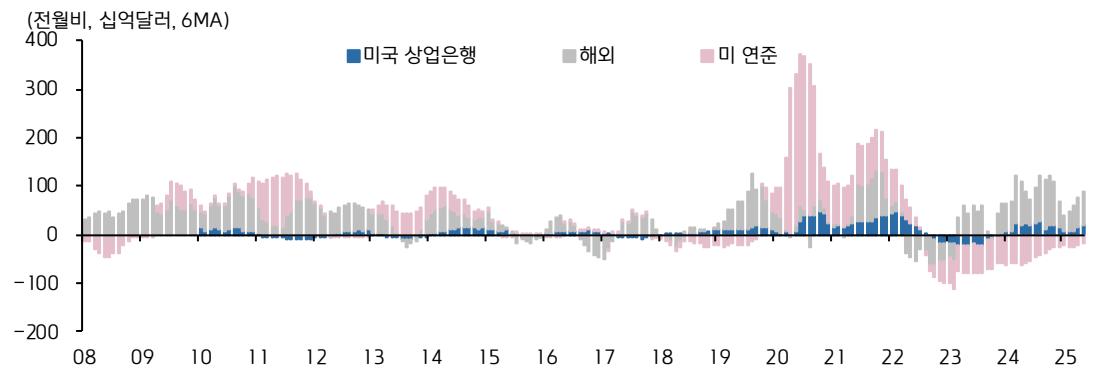
SLR 규제 완화로 미국채 10년물 금리는 하향 압력을 유지하겠으나 그 폭은 제한적이다. 기존에 SLR 규제 완화에 대한 기대는 유지되었던 가운데 분모에서 국채를 제외하는 방안은 아직 확정인 내용이 아니라는 점에서 미국채 금리 하락폭은 크지 않을 것으로 예상한다. 뿐만 아니라 은행이 국채 시장에서 차지하는 비중이 8% 수준으로 그 규모가 절대적으로 크지는 않다는 점 또한 금리 하락폭을 제약시킬 요인으로 본다. 시장금리 변동성을 완화시켜줄 수 있는 가장 큰 주체는 미 연준으로, 미 연준의 QT 종료 정책이 제시되지 않는다면 은행의 매수 여력만으로 시장 변동성이 이전 수준으로 돌아가도록 하기엔 기대하기 어렵다.

뿐만 아니라 최근 미 연준의 7월 인하 가능성성이 부각되는 등 연내 인하 가능성이 확대되는 분위기 또한 금리의 완만한 하락을 이끌 것으로 예상한다. 다만, 이 또한 일부 선반영된 이슈이며, 금리 인하를 하더라도 그 폭은 크지 않을 것이라는 점을 근거로 보면 3분기 중 미국채 10년물 금리 레인지는 3.9~4.6%로 제시한다. 은행의 수요가 증가하더라도 재정적자 기조로 인한 미국채 공급 리스크가 상존하는 상황이며, 파월 의장의 이 기존의 스탠스를 고수해 미 연준 금리 인하 기대가 약화될 리스크도 또한 배제할 수 없다. 따라서 미 연준의 금리 인하를 고려 미국채 10년물은 4%를 하회할 가능성을 열어두나 해당 레벨이 장기화되기보다는 상하단 레인지가 점차 좁혀져가며 재차 4%를 상회하는 흐름이 될 것으로 전망한다.

미 연준 국채 보유량 변화와 미국채 변동성 지수 추이

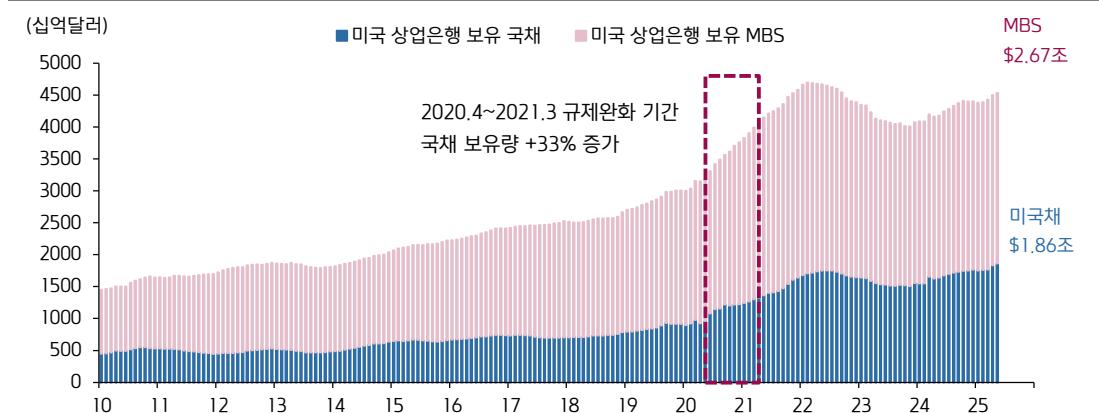


미국채 주요 수요 주체들의 보유량 변화



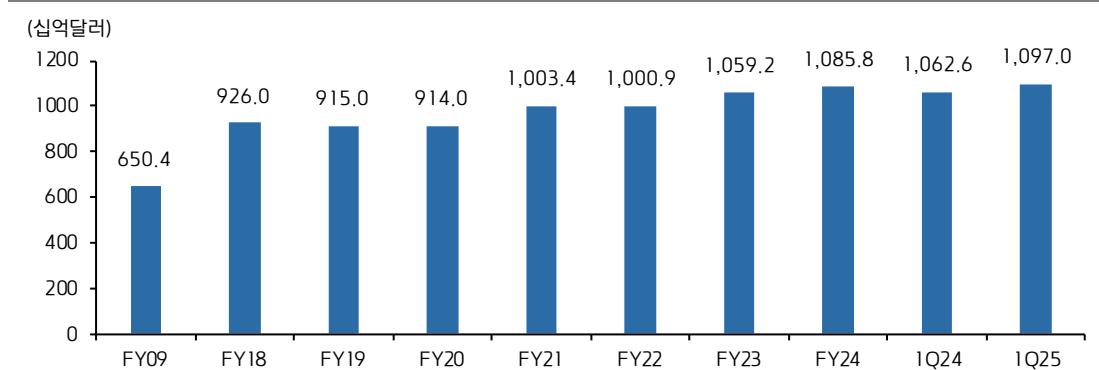
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 상업은행 보유 국채 및 MBS 추이



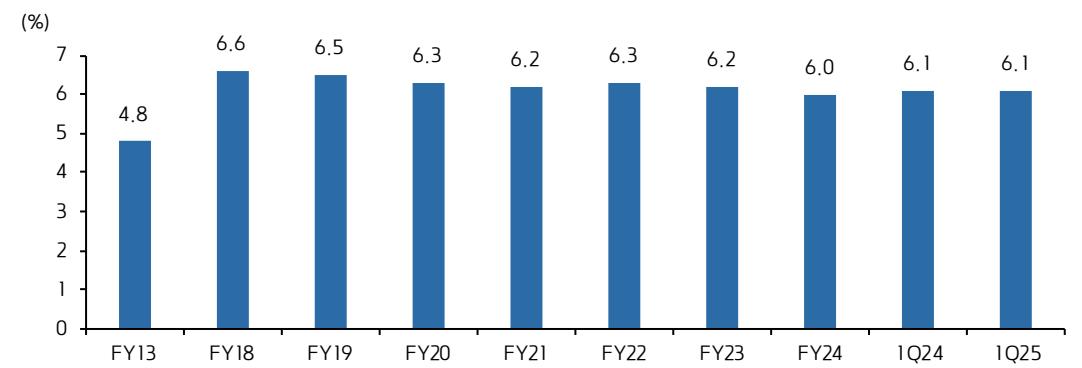
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 8개 G-SIB Tier 1 Capital 추이



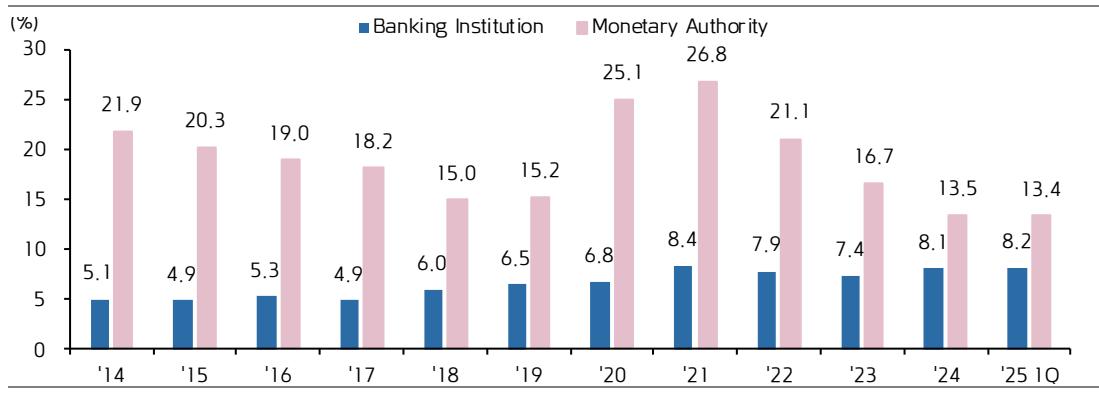
자료: SIFMA, 키움증권 리서치센터

미국 8개 G-SIB SLR 비율 추이



자료: SIFMA, 키움증권 리서치센터

미국 상업은행과 미 연준 및 재무부 계정 내 국채 보유 비중 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

-
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
-

고지사항

-
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
 - 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
 - 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.
-