元大金利

이재형 Fixed Income Strategist
jaehyung.lee@yuantakorea.com

QT중단, 유동성 공급구조 변화를 의미

단기자금 공급 구조 변화 과정에서 몇 가지 지표들 점검

10월 Fed금리 인하 후, 12월부터는 미국 연준의 자산 축소가 중단된다. QT가 중단된다는 것은, 통화정책 긴축이 종료된다는 것보다는, 시중 유동성 공급 구조가 변하는 점을 반영한 기술적 대응이다.

연준의 부채 구조 변화를 볼 때, 그동안 달러 유동성이 공급되었던 주요 경로는 MMF를 통한 레포자금 공급이었다. 연준의 자산 축소 과정에서, RRP(연준부채)가 감소하였고, 이 과정에서 MMF 자금은 시중의 Repo시장으로 공급되었다.

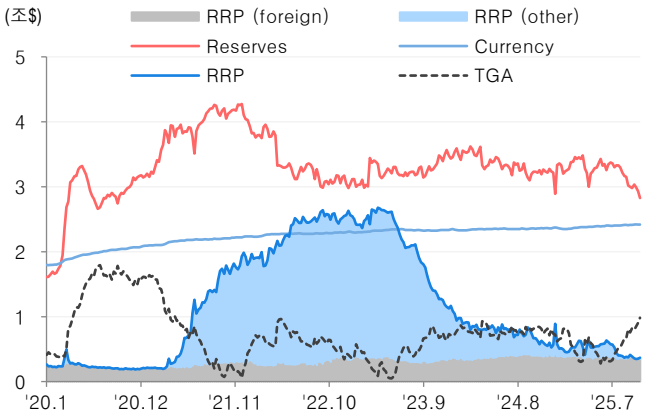
Fed의 달러자금 공급의 싸이클은 Fed자산/부채 확대 → 금융기관 현금 증가 → 금융기관의 유동성공급 → 금융기관현금감소/Fed자산 축소 → 금융기관 현금 감소 → Fed자산증가/금융기관 현금 보완 순으로 진행된다.

연준의 QT가 종료된다는 것은 금융섹터의 현금 여력이 약화된 싸이클에 진입했다는 것이다. 금융기관의 현금 자산이 필요한 시기에, 연준은 다시 QE를 재개해야 한다.

달러 MMF의 현금 여력이 약화되면서, 작년부터 이어진 단기자금 공급 강도는 이전에 비해 약화될 것이다. 원화 장기금리가 단기간에 큰 폭 상승한 것도, 대내외 단기자금에 노출된 장기채권 익스포저가 확대된 영향이 작용한 것이다.

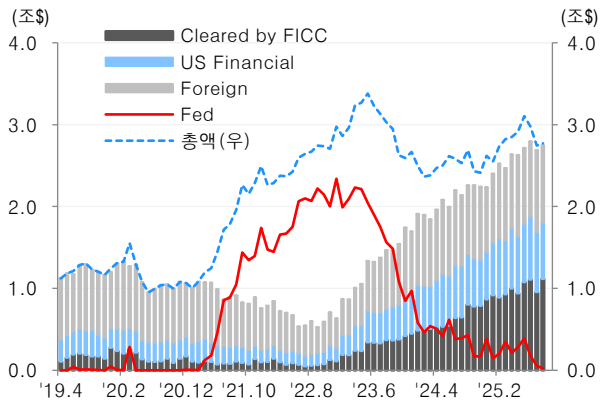
전반적인 자금시장 충격으로 확산될 것인지는 좀더 지켜볼 문제이다. 아직 미국 상업은행의 현금 자산이 많은 편이고, 중앙은행을 통한 자금지원 등 다양한 정책수단이 있다. 다만 기존 시중자금의 공급 구조가 변하면서, 금리 변동성이 확대될 것이며, 특히 단기자금 의존도가 높은 영역의 가격 변화를 주시할 필요가 있다.

Fed 부채 계정, RRP 잔고 축소는 MMF 현금력 약화를 의미



자료: Bloomberg

달러 MMF 의 RRP 급감과 레포자금 공급 확대. 이전에 비해 공급 확대 어려운 구조



자료: OFR

QT중단, 유동성 공급구조 변화를 의미

연준의 자산 축소 중단은 완화적 정책 기조로의 전환이 아니라, MMF 의 잉여현금 감소와 상업은행의 현금자산 비중이 낮아진 점에 대한 대응이다. 통화정책 싸이클상 금융섹터의 현금자산을 보완할 필요가 있을 때, 연준은 다시 자산을 매입하는 QE 가 재개될 것이다.

현금력 약화에 따라, 달러 MMF 를 통한 글로벌 달러자금 공급 강도는 이전에 비해 약화될 것이다. 단기자금 시장의 여건 변화는 장기금리 변동성 확대로 이어질 것이다. 펀더멘털에 비해 리스크 프리미엄이 낮았던, 크레딧물의 밸류에이션도 자금 변화에 민감하게 반영할 것이다.

Repo 시장이 크게 확대되는 과정에서 레버리지 포지션이 늘어난 부분은, 자금 조달 여건에 따라 민감하게 변화가 있을 것이다. 장기국채 수급과 미국 상업은행의 익스포저에서 빠르게 늘어난 private credit, 국내시장에서도 레포펀드와 사모거래 등에 연관되어 있는 신용 리스크에 대한 부분도 유동성 여건에 따라 민감하게 반응할 수 있는 부분이다.

시중 유동성, 금융기관의 자산구조로 판단해야

Fed 의 자산 증감은 금융섹터의 현금 자산의 크기에 영향을 준다. Fed 의 부채 계정은 상업은행 등 연준과 거래를 하는 금융기관의 현금성자산이 된다. 금융섹터에서 경제 주체로의 자금 공급은 금융섹터의 현금 이외의 자산, '대출' 등의 자산으로 반영된다. 즉 금융섹터의 현금 자산보다는 이외의 자산 증감이 실질적인 시중 유동성 공급량 변화를 반영한다.

Fed 자산 축소기에 부채 계정에서는 RRP 가 빠르게 감소하였다. 이 과정에서 MMF 를 통해 단기자금이 $2조 달러 이상 공급되었다. 단순하게 보면, MMF 가 보유한 $2조 이상의 현금이 시중의 단기자금 시장에 공급된 것으로 볼 수 있다.

하지만 RRP 잔고가 거의 소진되면서, 이와 같은 MMF 를 통한 단기자금 공급 강도는 이전 수준으로 유지되기 어렵다. Fed 자산 축소가 지속되면, 이제는 RRP 가 아니라 상업은행의 지준금, Reserves 가 감소하는 구조로 이어지게 된다. 하지만 미국 상업은행의 현금 자산 비중이 10% 아래로 낮아지면서, 시중은행의 현금자산 여력도 넉넉하지 않은 편이다. 이러한 구조적 요인에 의해 연준의 자산축소가 중단되는 것이다.

그렇다고 시중 유동성 여건이 빠르게 약화된다고 단정하기 어렵다. 신용팽창 과정에서 단기자금 시장이 유지되고, 적시적인 연준의 자산 매입 재개, 대형은행들의 현금력 등을 고려할 수 있기 때문이다. 다만 단기자금 공급 구조 변화에 따라, 채권 금리의 변동성 확대는 불가피할 수밖에 없을 것이다.

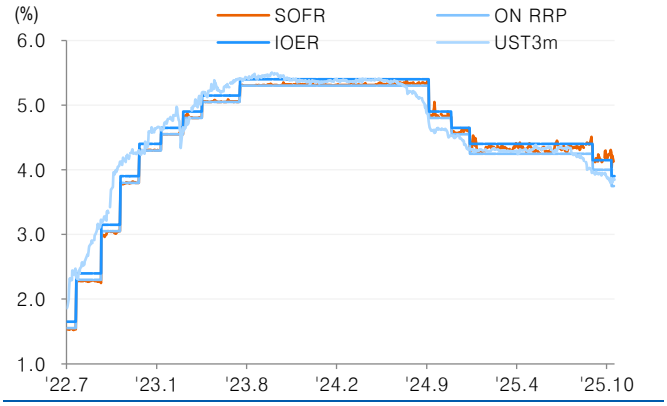
시중자금 여건 변화에 따른 유동성 리스크의 조짐을 살필 수 있는 몇가지 데이터를 살펴보았다.

달러 레포금리와 Fed 금리, 단기국채금리

1) 달러 레포금리는 연준의 통화정책 수행 과정에서 정책금리 수준에서 관리된다. Fed 정책금리 밴드 내에서, 통화정책수행에 적용되는 주요 단기금리는 지준금리와 RRP 금리가 있다. (IORB, ON RRP rate) 단기자금시장 수급 여건이 약화될 때 RP 금리는 상대적으로 정책금리에 비해 높은 수준을 보인다.

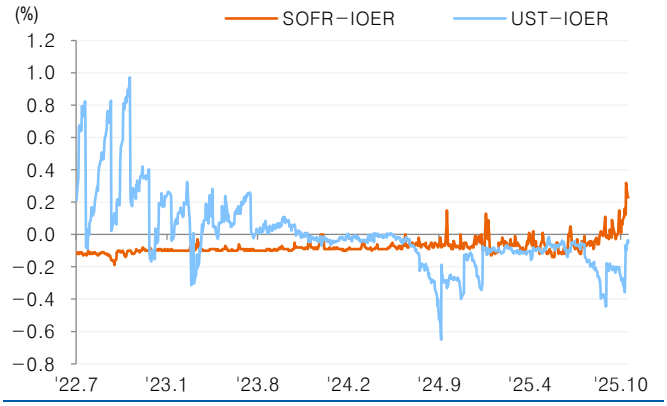
단기국채금리는 위험선호와 정책금리 기조에 따라 변하는 경향이 있다. 금리 인상기에는 정책금리보다 높은 수준에서 등락하고, 인하기에는 낮은 수준에서 등락하는 패턴을 보인다. 작년 Fed 금리 인하가 시작되면서, 달러 레포금리는 변동성이 확대되었으나, 정책금리보다 낮은 수준을 유지하였다. 올해 들어서는 정책금리보다 높은 수준에서 등락하고 있다.

[그림1] Fed 지준금리, RRP 금리와 레포, 단기국채 금리 추이



자료: Bloomberg

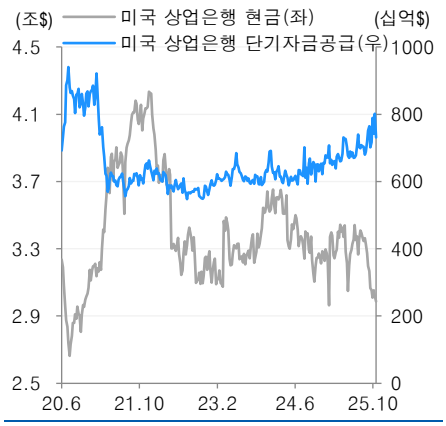
[그림2] 지준금리와 레포, 단기국채 금리 스프레드, 레포금리 상대적 상승세



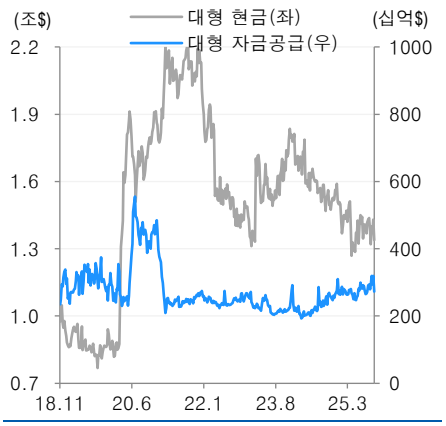
자료: Bloomberg

2) Repo 금리가 IORB 보다 높으면, 상업은행은 보유 현금을 Repo 시장에 공급할 수 있다. 작년부터 미국 상업은행의 단기자금 운용액은 $2천억 정도 증가하였다. 반면 상업은행이 보유한 현금은 감소하고 있다. 특히 대형 상업은행의 현금 자산 비중 감소는 은행을 통한 단기자금 공급 강도에 영향을 미치게 된다.

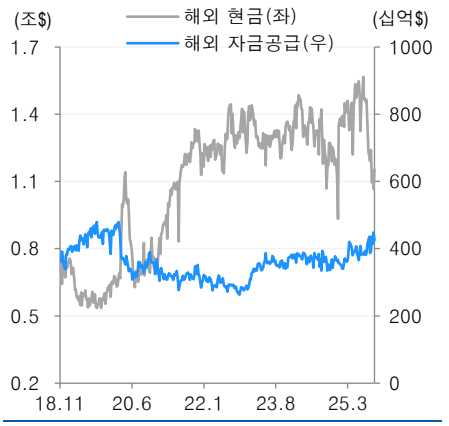
[그림 3] 미국 상업은행 현금과 단기자금 공급



[그림 4] 대형은행 현금과 단기자금 공급



[그림 5] 해외은행 현금과 단기자금 공급

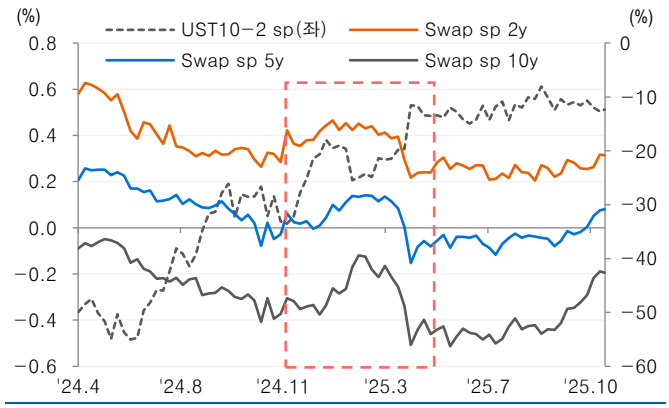


자료: Bloomberg

3) 상업은행 자금 여력은 스왑 스프레드에도 반영된다. 은행권 자금 여건이 악화될 때, 스왑 스프레드는 하락하고, 자금 여건 개선 기대는 스프레드 상승 요인이 된다. 올해 들어 달러 스왑 스프레드는 상승하다가 2분기 들어 급락하면서, 장기금리가 큰 폭 상승하였다.

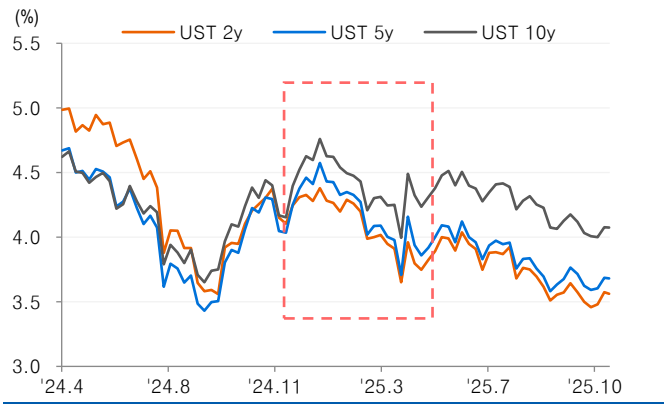
스왑 스프레드는 낮은 수준을 유지하다가 10월부터 상승하는 양상인데, 장기에 비해 단기는 아직 변동이 미미한 편이다. 장기 스왑스프레드가 장기금리 방향성과 연관해서 등락했다면, 단기 스프레드 상승을 통해 자금 여력 개선 여지를 확인해 볼 수 있을 것이다.

[그림6] Fed 지준금리, RRP 금리와 레포, 단기국채 금리 추이



자료: Bloomberg

[그림7] 지준금리와 레포, 단기국채 금리 스프레드, 레포금리 상대적 상승세



자료: Bloomberg

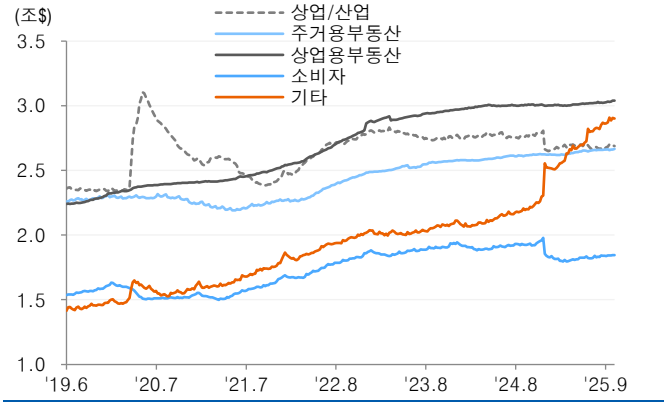
미국 상업은행의 대출 증가는 NDFI 에 대한 대출

상업은행은 대출로 시중에 유동성을 공급하는 비중이 제일 크다. 작년부터 미국 상업은행 대출은 완만하게 $1.5조 정도 증가하였다. 미국 상업은행의 대출 자산을 유형별로 분류해보면, 부동산과 산업대출 등은 증가세가 정체된 반면 기타 부분의 대출이 증가하였다.

올해부터 미국 상업은행이 감독기관에 보고하는 자산 분류 체계에서 NDFI 에 대한 항목에 대한 변화가 있었다. 은행의 기타 대출 부분에서 주로 NDFI 에 대한 대출이 증가한 부분이 크다. NDFI 는 모기지기관, PE 등이 포함되는데, 특히 최근에는 AI 관련 산업 등 Private Credit 과 관련된 대출이 증가하였다.

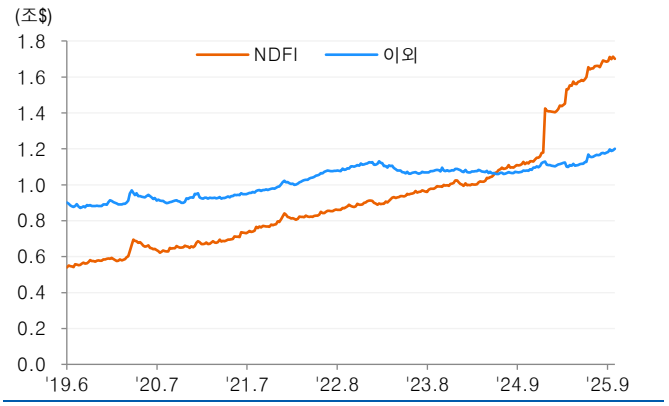
즉 미국 상업은행이 대출을 통해 시중에 공급하는 유동성은, 작년부터 대부분 사모투자와 연관된 NDFI 에 대한 대출에 집중되었다고 볼 수 있다. 사모투자는 리스크에 대한 정보의 비대칭성으로 위험 요인을 사전에 모니터링하기 어려운 측면이 있다. 지난 10월 미국 지역은행, Zion 은행에 대한 문제도 NDFI 와 연관된 신용위험과 관련이 있었다. Private credit 과 관련된 리스크는 NDFI 에 대한 대출이 많은 은행들의 실적에 영향을 줄 수 있다.

[그림8] 미국상업은행의 유형별 대출 자산, 기타 부분 크게 증가세



자료: Bloomberg

[그림9] 상업은행의 기타대출, NDFI 에 대한 대출 증가



자료: Bloomberg

NDFI 에 대한 대출의 절대 액수가 많은 대형은행은 Wells Fargo, BOA, JPM, Citi 등이 있다. 자산 규모가 $1천억 넘는 은행에서 NDFI 대출 비중이 높은 은행은 First Citizens, State Street, New York Mellon, Goldman Sachs 등이 있다. Private Credit, NDFI 로 이어지는 리스크는 이들 은행의 주가 흐름에 반영될 가능성이 높을 것이다.

미국 상업은행, NDIF 대출 상위 (단위: 백만$)

Bank	총자산	대출	NDFI 대출	NDFI 대출 비중
Wells Fargo (WFC)	1,929,845	912,745	188,085	20.6
Bank of America (BAC)	3,261,789	1,147,006	205,293	17.9
JPMorgan Chase (JPM)	4,002,814	1,372,576	320,201	23.3
Citi (C)	2,352,945	707,313	85,649	12.1

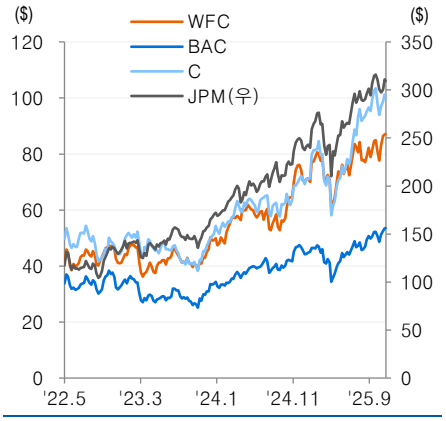
자료: S&P Global, Bloomberg, Fed, FDIC

미국 상업은행, NDFI 대출 비중 상위 (단위: 백만$)

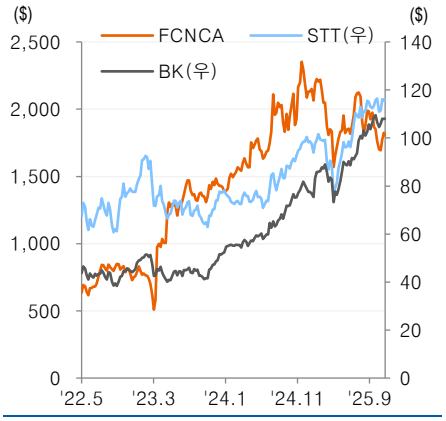
Bank	총자산	대출	NDFI 대출	NDFI 대출 비중
First Citizens (FCNCA)	223,720	140,221	33,724	24.1
State Street (STT)	353,240	43,186	32,177	74.5
New York Mellon (BK)	416,064	71,206	38,547	54.1
Goldman Sachs (GS)	1,675,972	259,177	150,815	58.2

자료: S&P Global, Bloomberg, Fed, FDIC

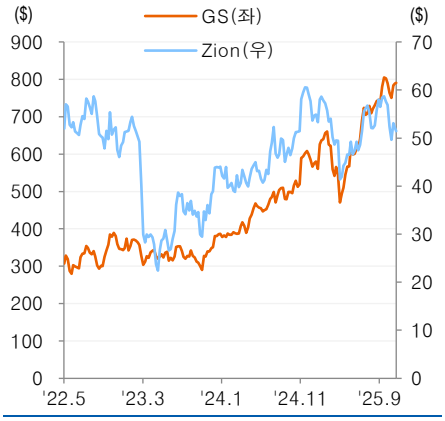
[그림 10] 미국 상업은행 주가



[그림 11] NDFI 대출비중 높은 은행 주가



[그림 12] NDFI 대출비중 높은 은행 주가



자료: Bloomberg

단기자금에 더 민감해진 원화 금리

우리나라 채권시장은 장기투자기관과 외국인의 초장기 국채 보유가 늘어난 특징이 있다. 외국인의 장기채권의 경우 대내외 단기자금 환경에 따라 포지션을 조정해야 할 필요성이 높아졌다. 올해 들어 외국인의 국채선물 매매 폭이 커지면서, 장기금리 수급에도 영향을 주고 있다.

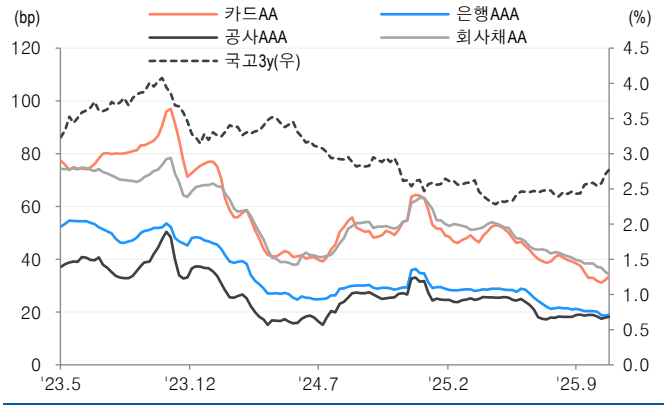
국내도 레포펀드 등 단기자금에 의존도가 높은 채권수요가 증가한 점도 특징적이다. 단기자금 여건과 포지션 조정 요인은 신용물 수요 약화에 따라 크레딧 스프레드 조정으로 나타날 것이다.

아울러 원화 장기금리가 글로벌 채권시장에 비해, 변동성이 커지고 상대적으로 상승폭이 커지는 것은 그동안 원화 장기금리를 낮게 유지할 수 있게 하였던 수요 요인들이 약화되었기 때문이다.

원화 장기금리는 보험사의 듀레이션 확대 수요와 대내외 단기자금 시장에 의존한 레버리지 투자가 확대된 수요 요인이 금리 하락 요인으로 작용하였다. 하지만 장기금리 레벨이 낮아진 부담이 있었고, 대내외 단기자금 공급 여건이 이전에 비해 약화된 점은 장기채권 수요에 영향을 주고 있다.

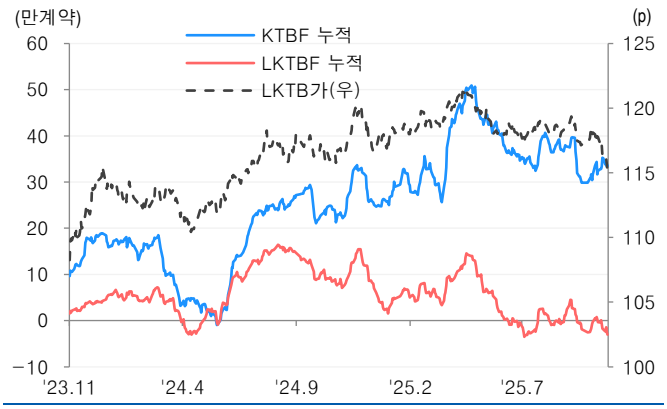
30년 국고채 금리가 다시 3%대로 상승하면서, 금리 매력이 높아진 점이 있지만, 장기투자기관들의 금리파생상품의 포지션 관리와 대응전략을 어려워지면서, 장기물 대기매수세를 낙관하기도 어려운 환경이다. 원화 장기금리는 상방 리스크에 대한 우려가 지속될 가능성이 높다.

[그림13] 국고3년 금리, 신용스프레드. 신용 스프레드 축소 부담



자료: infomax

[그림14] 외국인 국채선물 매매 변동과 선물가격 약세



자료: Infomax

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.(작성자: 이재형)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.