

Fed Monitor

대차대조표 정책의 New Phase

채 권 김성수 | sungsoo.kim@hanwha.com | 3772-7616

크레딧 한시화 | shhan1229@hanwha.com | 3772-7737

| C o n t e n t s |

I.	핵심요약.....	03
II.	연준 대차대조표 소개	04
III.	대차대조표 뜯어보기	09
	1. 단기자금 시장과 금리	09
	2. 대차대조표 주요 항목들	14
IV.	대차대조표 정책의 향방은?	20
	1. QT 종료와 새로운 Ample Level	20
	2. 자산 포트폴리오 조정	22
	3. 자산과 준비금, 실질적 유지냐, 축소냐	24
V.	대차대조표 정책이 금리에 미치는 영향	30

I. 핵심요약

성공적인 QT 종료,
RMP 통해
상황 유지 중

두 번 실패는 없었다. 자산을 줄여 나가는 동안 시장의 발작은 없었고, 준비금도 GDP 대비 9%를 하회하지 않았다. 산발적인 단기자금시장 불안은 대부분 계절적 요인 때문이었다. QT는 성공적으로 마무리되었다. 한때 9조달러에 육박하던 연준 자산은 QT 종료 시점 기준 6조 5,358억달러로 약 2조 4,000억달러 감소했다. 현재 연준은 RMP(Reserve Management Purchase)를 통해 유동성 환경을 조정하면서 점진적으로 자산 규모를 재차 키워 나가는 중이다.

재정증권 비중은 계속
늘어날 것이고, QE는
웬만하면 하지 않을 것

앞으로 대차대조표 정책에 있어 확실해진 것은 두 가지, 장기간 논의가 필요한 것은 한 가지다. 확실해진 것은 1) 보유 채권 중 재정증권 비중을 계속해서 늘려나갈 것이고, 2) QE는 극히 예외적인 경우에만 사용해야 한다는 점이다. 확실해진 두 가지는 기존 연준 인사, Warsh 의장 지명자 모두 동의한다.

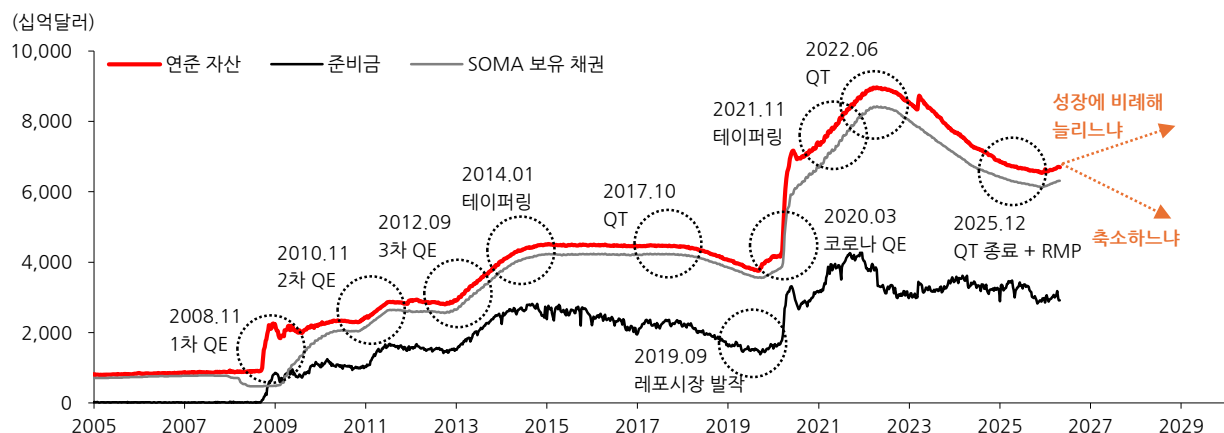
향후 논의과제는
대차대조표의 유지
또는 축소 여부

논의가 필요한 부분은 대차대조표의 '실질적' 유지 또는 축소 여부다. Warsh와 일부 연준 구성원들은 준비금 수요 감소를 통해 대차대조표의 절대적 규모를 축소시켜야 한다는 입장이다. 다른 한 편에서는 경제 성장에 비례한 증가를 이야기한다. 경제가 성장하는데 유동성 공급 규모가 유지된다면 이는 실질적인 양적 긴축이라는 것이 이들의 설명이다.

방향성과 상관없이
정책은 변동성 확대 +
장기금리 상승 재료

자산 포트폴리오 조정을 결정하기까지 약 3년이 걸렸듯 대차대조표 규모에 대한 논의는 장기간에 걸쳐 진행될 것이다. 방향성과 무관하게 앞으로 대차대조표 정책은 전반적인 시장 변동성을 구조적으로 키움과 동시에 장기금리의 하락을 제한하는 강력한 요인으로 작용할 전망이다.

[그림1] 주요 이벤트 국면별 연준 자산 및 보유 채권, 준비금 규모 추이



자료: the Fed, New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

II. 연준 대차대조표 소개

연준 대차대조표: 연준 대차대조표(The Federal Reserve's balance sheet)는 연준이 보유하고 있는
매주 금요일 새벽 발표 자산을 7개 테이블로 정리한 자료다. 모든 데이터는 미국시간 수요일 종가 기준으로 작성되며, 목요일 오후 4시 30분경(한국시간 금요일 오전 5시 30분 또는 6시 30분) 발표된다.

7개 테이블 중 1번과 5번이 중요 7개 테이블 중 주요 정보는 1번과 5번에 있다. 1번 테이블은 준비금이 어떻게 형성되는지를 추적한다. 연준의 대차대조표 항목을 유동성 공급과 흡수 요인으로 구분해 은행 시스템의 준비금의 수요와 공급 환경을 보여준다. 공급 요인(Supply Reserve Funds) 중 국채나 대출 규모가 증가한다는 것은 그만큼 시중에 연준의 국채 매입 대금 또는 대출해준 자금이 공급된다는 의미이다.

1번: 유동성 흡수와 공급 요인으로 구분 흡수 요인(Absorbing Reserve Funds)도 마찬가지다. 재무부 일반 계정, RRP에 자금이 유입되면 바깥에 있던 돈이 연준으로 들어오는 것으로, 유동성 흡수를 의미한다. 지금처럼 공급 측면 자산 항목이 흡수보다 크다는 것은 아직도 유동성 환경이 완화적이라는 의미이다. 실제로 미국 증시와 공급/흡수 비율 추이는 유사한 흐름을 보인다.

흡수 요인은 준비금을 제외한 항목들 1번 테이블 내 유동성 흡수 요인은 준비금을 제외한 항목들이다. 준비금은 연준이 임의로 조정할 수 없기 때문에 별도로 구분된다. 이 숫자는 5번 테이블의 준비금 숫자와 간혹 다르다. 두 수치의 차이는 자금 유출입, 집계 시차 등에 따른 오차(1번: Float, 5번: Deferred Availability Cash Items)에 기인한다.

[표1] 대차대조표 구성

주요 내용
Table 1. Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions - 연준이 보유하고 있는 자산을 시중 유동성의 공급, 또는 흡수 요인으로 분개해 놓은 시트
Table 2. Maturity Distribution of Securities, Loans, and Selected Other Assets and Liabilities - 연준 자산(국채, RRP 등 8개 항목)의 만기별 분포(15일 이내, 16~90일, 91일~1년, 1~5년, 5~10년, 10년 초과)
Table 3. Supplemental Information on Mortgage-Backed Securities - 연준 보유 MBS와 현금성 자산 현황. RMBS와 CMBS 구분되어 있음. 결제, 거래 시차에 따른 오차도 확인 가능
Table 4. Information on Principal Accounts of Credit Facilities LLCs - 신용 대출 창구를 통한 대출 자산 현황. 현재 발표하는 3개 항목(MSLP, MLF, TALF II) 모두 코로나로 인해 신설된 창구들
Table 5. Consolidated Statement of Condition of All Federal Reserve Banks - 진정한 의미의 대차대조표. 연준의 자산, 부채, 자본 표시
Table 6. Statement of Condition of Each Federal Reserve Bank - 지역 연은 대차대조표. 12개 지역 연은 자산, 부채, 자본의 총합은 Table 5와 일치
Table 7. Collateral Held against Federal Reserve Notes: Federal Reserve Agents' Accounts - 유통 중인 달러에 대한 담보. 유통 중인 모든 달러는 연준 보유 자산으로 담보가 설정되어야 함. 담보 설정 가능 자산은 미 국채, SDR, 금 등

자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

5번: 자산, 부채, 자본이 있는 진짜 대차대조표

연준 보유 채권, 준비금과 RRP 등이 포함

5번 테이블은 자산과 부채, 자본으로 구성되어 있는 전통적인 의미의 대차대조표다. 자산 항목에는 보유 채권과 대출 등이, 부채 쪽에는 RRP와 준비금, 재무부 일반 계정(TGA, Treasury General Account) 등 연준이 언제든지 현금으로 바꿔주어야 할 항목들이 포함된다.

부채 부문의 기타(Other Liabilities and Accrued Dividends) 항목은 최근 들어 마이너스 폭이 가파르게 커지고 있다. 마이너스인 것도 이상한데 숫자가 날이 갈수록 커지는 이유는 동 항목이 연준 자산 운용 초과 수익분에 대한 재무부 송금액이기 때문이다. 마이너스 금액(적자)과 미 국채 금리 흐름을 같이 그려보면 어느 정도 이해가 가능하다.

2번: 보유 채권별 만기 현황

그 외 2번 테이블에서는 연준 보유 채권(국채, MBS 8개 항목)의 만기별 현황을 확인할 수 있다. 동 테이블 기준, 연준이 보유한 국채의 가중평균 만기는 9.12년이다. 시장성 전체 국채의 평균 만기(약 5.83년)와 약 3.3년간 차이 있다. 현재 연준이 진행하는 프로젝트 중 하나는 보유 채권의 만기를 줄여서 시장에 미치는 불필요한 영향력을 축소시키는 것이다.

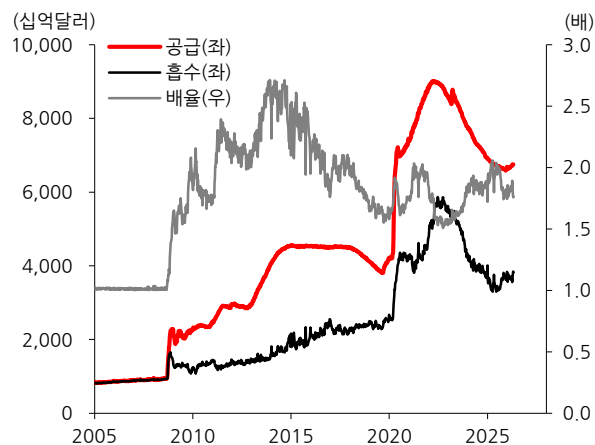
6번: 개별 지역 연은 대차대조표는

6번에서는 12개 지역 연은 각각의 대차대조표를 확인할 수 있다. 지역 연은 대차대조표의 합은 연준 전체 대차대조표(5번)와 일치한다. 뉴욕 연은 자산은 3조 4,823억달러로 나머지 11개 연은을 합친(3조 2,176억달러) 것보다 많다. 이는 연준 소유 증권 매매 업무(공개시장운영)를 뉴욕에서 담당하기 때문이다.

뉴욕 연은 자산이 압도적

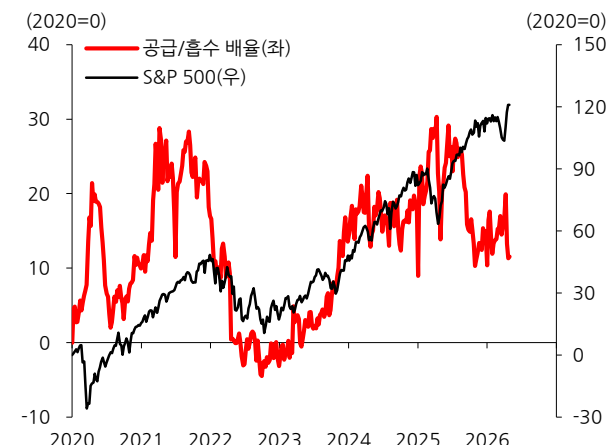
참고로 지역 연은 총재들 중 유일하게 뉴욕 연은 총재는 FOMC에서 당연직이며, 통상적으로 연준 의장, 부의장에 이은 3인자 역할을 하고 있다. 또한, 대체로 뉴욕 연은 총재는 FOMC 내 대표적인 중립 인사다.

[그림2] 연준 자산 중 공급 및 흡수 요인, 배율 추이



자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

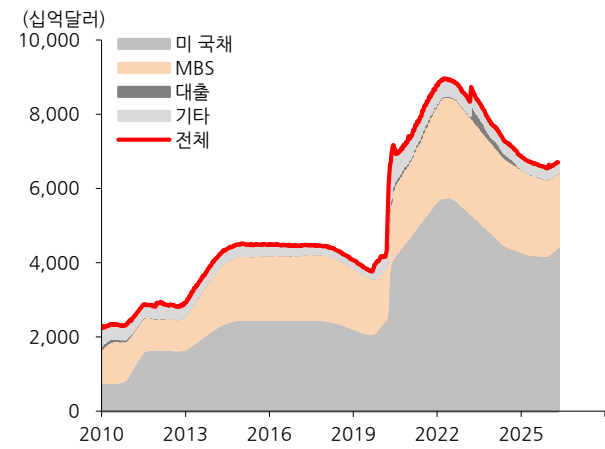
[그림3] 2020년 이후 공급/흡수 배율과 S&P 500 지수 추이



주: 2020년 초 대비 증감률

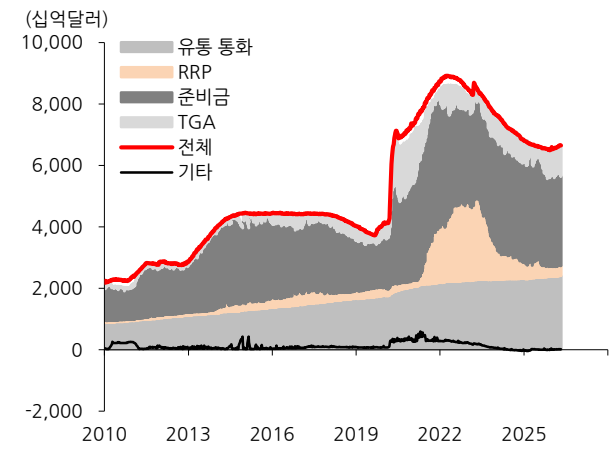
자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 연준 주요 자산 추이



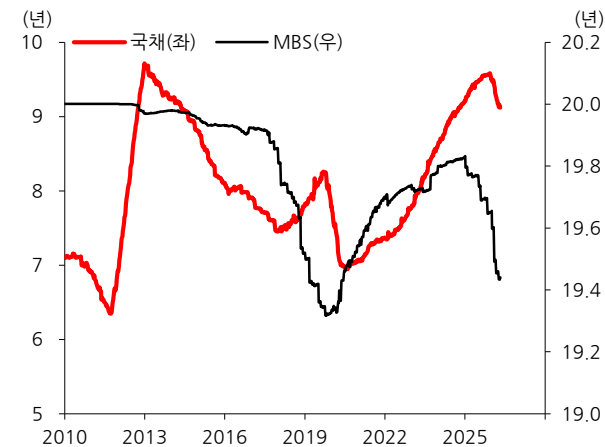
자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 연준 주요 부채 추이



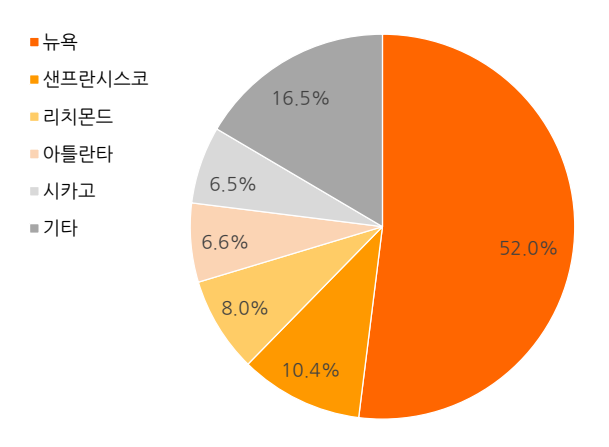
자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 연준 보유 국채 및 MBS 가중평균 만기 추이



자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 지역 연은 자산 비중



자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 연준 대차대조표(Consolidated Statement of Condition of All Federal Reserve Banks)

(십억달러)

구분	5/6	1주 전 대비	4주 전 대비	16주 전 대비	52주 전 대비	QT 종료	QT 시작
전체 자산(Total Assets)	6,709.5	9.6	15.6	127.8	(1.4)	173.7	(2,205.5)
금(Gold certificate account)	11.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
SDR(Special drawing rights certificate account)	15.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	10.0
동전(Coin)	1.4	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	0.2
보유 증권 (Securities, unamortized premiums and discounts, repurchase agreements, and loans)	6,615.1	7.7	9.7	124.7	2.4	159.2	(2,198.8)
보유 증권(Securities held outright)	6,417.6	8.4	11.8	132.9	26.2	172.8	(2,063.0)
미 국채(U.S. Treasury securities)	4,434.2	8.4	27.4	190.9	218.1	245.4	(1,336.6)
단기 국채(Bills)	437.9	7.6	25.3	187.9	242.4	242.4	111.8
중장기 명목 국채(Notes and bonds, nominal)	3,615.4	(3.3)	15.2	47.9	18.0	45.4	(1,358.0)
중장기 물가채(Notes and bonds, inflation-indexed)	279.0	3.3	(11.6)	(33.2)	(34.7)	(30.7)	(103.9)
물가 관련 가격 조정(Inflation compensation)	101.9	0.8	(1.5)	(11.7)	(7.6)	(11.6)	13.5
기관채(Federal agency debt securities)	2.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
MBS(Mortgage-backed securities)	1,981.1	0.0	(15.6)	(58.0)	(191.9)	(72.6)	(726.4)
미상각 할증(Unamortized premiums on securities held outright)	217.2	(0.3)	(1.6)	(6.8)	(23.5)	(9.4)	(120.0)
미상각 할인(Unamortized discounts on securities held outright)	(25.4)	(0.1)	(0.2)	(1.8)	(1.8)	(2.1)	(0.9)
Repo(Repurchase agreements)	0.0	0.0	(0.1)	0.0	(0.0)	0.0	0.0
대출(Loans)	5.8	(0.4)	(0.2)	0.3	1.5	(2.1)	(14.9)
잔존 MSLP(Net portfolio holdings of MS Facilities)	1.4	0.0	0.1	(0.2)	(5.4)	(1.1)	(25.3)
잔존 MLF(Net portfolio holdings of Municipal Liquidity Facility)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(5.5)
잔존 TALF II(Net portfolio holdings of Term Asset-Backed Securities Loan Facilities)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(2.2)
추심 처리 중 자산(Items in process of collection)	0.1	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
부동산 등(Bank premises)	0.7	(0.0)	(0.0)	0.0	0.1	0.0	0.0
중앙은행 간 스와프(Central bank liquidity swaps)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.0
재무부 예치 외화표시 자산(Foreign currency denominated assets)	19.5	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.8
기타(Other assets)	44.9	1.5	5.6	3.0	1.3	15.3	15.3
전체 부채(Total liabilities)	6,662.3	8.8	14.9	126.7	(4.3)	172.4	(2,211.1)
발행 달러(Federal Reserve notes, net of F.R. Bank holdings)	2,405.9	2.3	4.4	23.8	72.2	28.4	175.5
RRP(Reverse repurchase agreements)	322.7	(0.0)	(22.2)	4.9	(201.9)	(9.9)	(1,907.9)
예금(Deposits)	4,166.6	8.6	30.1	94.6	141.1	152.4	(219.2)
예금 기관 정기 예금(Term deposits held by depository institutions)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
준비금(Other deposits held by depository institutions)	3,051.5	132.3	(132.1)	(10.3)	(149.1)	173.3	(305.9)
재무부 일반 계정(U.S. Treasury, General Account)	862.8	(125.3)	165.7	85.7	266.9	(45.8)	82.2
외국 공식기관(Foreign official)	9.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.7
기타(Other)	242.9	1.7	(3.6)	19.2	23.4	24.9	2.8
시차에 따른 오차(Deferred availability cash items)	0.4	(1.1)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.6)	0.1
대출 프로그램 보유 유가증권(Treasury contributions to credit facilities)	0.8	0.0	0.0	0.0	(2.6)	0.0	(17.1)
기타(Other liabilities and accrued dividends)	(234.1)	(1.1)	2.6	3.3	(13.1)	2.1	(242.5)
전체 자본(Total Capital)	0.7	0.7	1.1	2.9	1.3	5.6	0.7
납입자본(Capital paid in)	0.7	0.7	1.1	2.9	1.3	5.6	0.7
잉여금(Surplus)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타(Other capital accounts)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 연준 준비금 공급/흡수 요인(Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions)

(십억달러)

구분	5/6	1주 전 대비	4주 전 대비	16주 전 대비	52주 전 대비	QT 종료	QT 시작
전체 공급 요인(Total factors supplying reserve funds)	6,760.8	10.6	15.7	128.1	(0.7)	174.7	(2,203.5)
신용 자산(Reserve Bank credit)	6,662.0	10.4	15.5	127.6	(1.5)	174.2	(2,216.6)
보유 증권(Securities held outright)	6,417.6	8.4	11.8	132.9	26.2	172.8	(2,063.0)
미 국채(U.S. Treasury securities)	4,434.2	8.4	27.4	190.9	218.1	245.4	(1,336.6)
단기 국채(Bills)	437.9	7.6	25.3	187.9	242.4	242.4	111.8
중장기 명목 국채(Notes and bonds, nominal)	3,615.4	(3.3)	15.2	47.9	18.0	45.4	(1,358.0)
중장기 물가채(Notes and bonds, inflation-indexed)	279.0	3.3	(11.6)	(33.2)	(34.7)	(30.7)	(103.9)
물가 관련 가격 조정(Inflation compensation)	101.9	0.8	(1.5)	(11.7)	(7.6)	(11.6)	13.5
기관채(Federal agency debt securities)	2.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
MBS(Mortgage-backed securities)	1,981.1	0.0	(15.6)	(58.0)	(191.9)	(72.6)	(726.4)
미상각 할증(Unamortized premiums on securities held outright)	217.2	(0.3)	(1.6)	(6.8)	(23.5)	(9.4)	(120.0)
미상각 할인(Unamortized discounts on securities held outright)	(25.4)	(0.1)	(0.2)	(1.8)	(1.8)	(2.1)	(0.9)
Repo(Repurchase agreements)	0.0	0.0	(0.1)	0.0	(0.0)	0.0	0.0
외국 공식기관(Foreign official)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타(Other)	0.0	(0.0)	(0.1)	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0
대출(Loans)	5.8	(0.4)	(0.2)	0.3	1.5	(2.1)	(14.9)
Primary credit	5.7	(0.4)	(0.1)	0.4	3.3	(2.1)	4.9
Secondary credit	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Seasonal credit	0.0	(0.0)	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0
PPPLF(Paycheck Protection Program Liquidity Facility)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(1.8)	(0.0)	(19.8)
BTFP(Bank Term Funding Programme)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타(Other credit extensions)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타 과거 대출 창구	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)
잔존 MSLP(Net portfolio holdings of MS Facilities)	1.4	0.0	0.1	(0.2)	(5.4)	(1.1)	(25.3)
잔존 MLF(Net portfolio holdings of Municipal Liquidity Facility)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(5.5)
잔존 TALF II(Net portfolio holdings of Term Asset-Backed Securities Loan Facilities)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(2.2)
기타 과거 프로그램	100.3	0.2	0.3	0.3	(4.6)	(0.6)	(19.9)
시차에 따른 오차(Float)	(0.3)	1.1	(0.0)	0.0	0.0	0.6	(0.2)
중앙은행 간 스와프(Central bank liquidity swaps)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.0
기타 자산(Other Federal Reserve assets)	45.6	1.5	5.6	3.0	1.4	15.3	15.3
재무부 예치 외화표시 자산(Foreign currency denominated assets)	19.5	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.8
금(Gold stock)	11.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
SDR(Special drawing rights certificate account)	15.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	10.0
이전 주화, 지폐, 국채(Treasury currency outstanding)	53.1	0.0	0.1	0.2	0.6	0.3	2.3
준비금 제외 흡수요인(Total factors, other than reserve balances, absorbing reserve funds)	3,709.4	(121.7)	147.8	138.4	148.4	1.3	(1,897.6)
유통 통화(Currency in circulation, 추정치)	2,457.2	2.4	4.5	24.0	73.0	28.7	177.0
RRP(Reverse repurchase agreements)	322.7	(0.0)	(22.2)	4.9	(201.9)	(9.9)	(1,907.9)
외국 및 국제 공식기관(Foreign official and international accounts)	321.1	(0.9)	(23.6)	6.5	(48.6)	(9.0)	55.5
기타(Other)	1.6	0.9	1.5	(1.6)	(153.2)	(0.9)	(1,963.4)
재무부 소유 현금 및 현금성 자산(Treasury cash holdings)	0.4	0.0	0.0	0.1	(0.1)	0.1	0.3
준비금 제외한 예치금(Deposits with F.R. Banks, other than reserve balances)	1,115.1	(123.7)	162.1	104.9	290.3	(20.9)	86.7
시중 예금기관 정기예금(Term deposits held by depository institutions)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무부 일반계정(U.S. Treasury, General Account)	862.8	(125.3)	165.7	85.7	266.9	(45.8)	82.2
외국 공식기관 예치금(Foreign official)	9.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.7
기타(Other)	242.9	1.7	(3.6)	19.2	23.4	24.9	2.8
대출 프로그램 보유 유가증권(Treasury contributions to credit facilities)	0.8	0.0	0.0	0.0	(2.6)	0.0	(17.1)
기타(Other liabilities and capital)	(186.9)	(0.3)	3.3	4.5	(10.2)	3.4	(236.9)
준비금(Reserve balances with Federal Reserve Banks)	3,051.5	132.3	(132.1)	(103)	(149.1)	173.3	(305.9)

자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 대차대조표 뜯어보기

1. 단기자금 시장과 금리

7개 금리와 메커니즘을
이해하면 대차대조표
해석이
수월하다

연준과 관련된 7가지 금리, 단기자금 시장의 개념과 메커니즘을 이해하면 대차대조표 해석이 수월해진다. 7가지 금리와 시장에는 1) 연방기금시장, 2) Repo, 3) 준비금, 4) RRP, 5) 재할인 창구, 6) 상설 창구, 7) 한시적 창구가 있다. 7가지 개별 금리와 이용 실적, 금리들 간의 스프레드를 조합하면 전반적인 미국 금융 시장 스트레스 상황을 파악할 수 있다.

1) 연방기금시장,
Federal Funds Market

연준의 통화 정책이 가장 먼저 반영되는 곳은 연방기금시장(Federal Funds Market)이다. 연방기금시장은 은행들이 초과 준비금을 서로 거래(만기는 익일)하는 시장이다. 이때 형성되는 거래 금리가 Federal Funds Rate, 즉 미국의 기준금리다. 통상 언급되는 기준금리는 Federal Funds Rate Upper Bound를 의미하며, 연방기금금리는 이 상한을 넘을 수 없다.

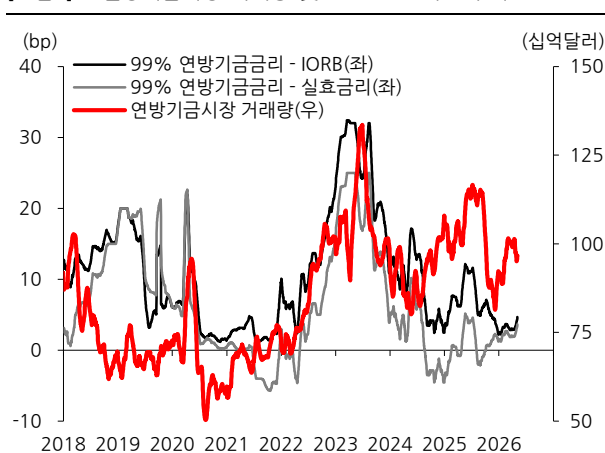
연준이 정해진 금리로
은행끼리 거래

연방기금시장은 연준이 정해진 금리로 은행끼리 거래하는 시장이고, 이 거래 금리가 곧 미국의 기준금리다. 시장 참여자 대부분이 쉽게 흔들리지 않는 대형 은행이다. 즉, ‘가중평균 거래 금리 - 실효 기준금리(또는 IORB)’ 스프레드가 크게 확대되거나 거래량이 빠르게 증가 또는 감소할 때는 대체로 미국 금융환경이 불안한 시기로 볼 수 있다.

2) Repo,
시장끼리 거래

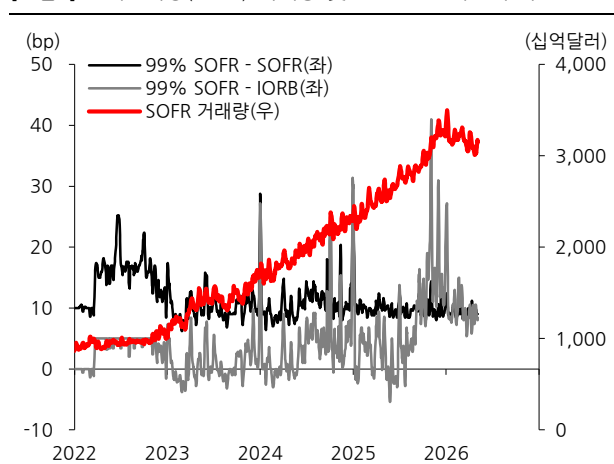
Repo 시장은 연준이 아닌(간접적인 영향은 있지만) 시장 참가자들이 형성하는 시장으로, 금리(SOFR) 역시 시장 메커니즘에 의해 결정된다. SOFR은 실제 거래에서 취합된 금리의 거래량 가중평균 중간값으로, 뉴욕 연은이 집계 후 공표한다. 흔히 단기자금 시장이라 하면 바로 Repo 시장을 의미한다.

[그림8] 연방기금시장 거래량 및 IORB 스프레드 추이



주: 30일 MA, 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 레포시장(SOFR) 거래량 및 IORB 스프레드 추이



주: 5일 MA, 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

레포 금리
스프레드 확대,
금융시장 불안

Repo 시장은 연준의 개입이 어렵기 때문에 2019년 시장 발작 같은 문제도 종종 일어난다. 연방기금시장처럼 ‘가중평균 거래 금리 - SOFR 금리(또는 IORB)’ 스프레드가 크게 확대되면 단기자금시장에 이상이 있다는 신호다. 2019년 시장 발작, 2020년 코로나 사태 때가 대표적이며, 2023년, 2025년에도 스프레드 확대로 시장이 긴장했던 적이 있다.

3) 준비금,
은행이 연준에 맡긴 돈

준비금(Reserve Balance)은 연방기금시장을 이용할 수 있는 은행들이 연준에 맡긴 돈이다. 연준은 이 은행들에게 예치금에 대한 이자를 지급한다. 그 이자가 ‘지급준비금에 부과하는 이자’, 즉, 지준부리(IORB, Interest Rate on Reserve Balance)다. 통상적으로 IORB는 단기자금 거래금리 중 연방기금금리 상단을 제외하고 가장 높다. 금리가 높아야 은행들이 준비금을 쌓아놓을 유인이 생기고, 준비금이 풍부해야 유동성 경색이 오지 않기 때문이다.

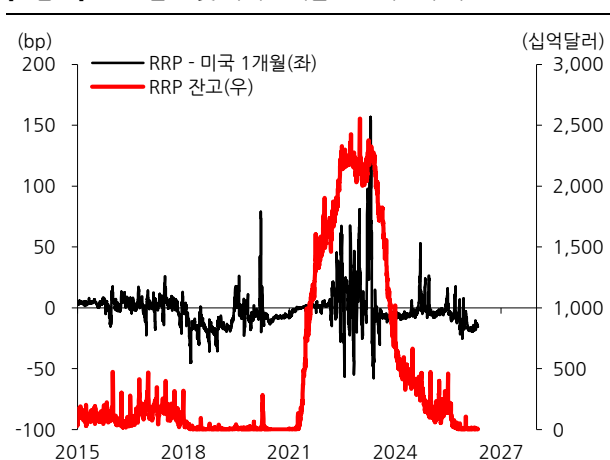
4) RRP
금융기관이
연준에 맡긴 돈

그 외 금융기관들이 돈을 맡기는 곳이 역레포라고 부르는 RRP(Reverse Repurchase Agreement)다. 금융기관이 자금을 예치하면 연준은 그에 상응하는 채권을 매각하고, 예치금에 대한 이자(RRP 금리)를 지급한다. RRP 창구 개설의 원래 목적은 유동성 흡수였지만, 현재는 대형 은행을 제외한 금융기관들의 단기자금을 수용하는 역할도 하고 있다.

5) 재할인 창구
은행용 비상창구

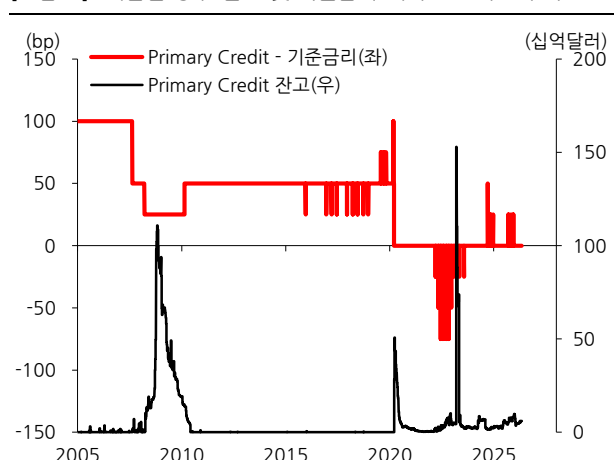
재할인 창구(Discount Window)는 은행이 급할 때 자금을 대출받는 곳이다. 재할인 창구에는 Primary, Secondary, Seasonal Credit 등 세 종류가 있지만, 사용량의 대부분이 Primary Credit이기 때문에 사실상 ‘재할인 창구 = Primary Credit’으로 보아도 무방하다. 2020년 3월 이후 Primary Credit 금리는 연방기금금리 상단과 동일하다.

[그림10] RRP 잔고 및 국채 1개월 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 재할인 창구 잔고 및 기준금리 대비 스프레드 추이



자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

Primary Credit 사용 독려 중

은행들은 높은 비용, 낙인효과 때문에 재할인 창구 사용을 꺼린다. 소극적인 대출 수요는 SVB 사태와 같은 금융시장 리스크로 이어질 수 있다. 이에, 연준은 2023년부터 은행들의 재할인 창구 사용을 독려 중이다. 우선, 상술한 대로 2010년부터 '연방기금금리 상단(기준금리) + 50bp'로 설정했던 Primary Credit 금리를 2020년 3월 기준금리와 동일하게 낮추었다.

낙인효과 제거 위해 사용 의무화도 검토 중

낙인효과 제거를 위해서는 은행들의 재할인 창구 정례 사용 의무화가 논의 중에 있다. 모든 은행들이 훈련과 같이 정기적으로 재할인 창구를 사용할 경우 구조적으로 낙인효과는 사라진다.

6) 상설 창구 레포시장용 비상창구

상설 레포 창구(SRF, Standing Repo Facility)는 레포시장 같은 단기자금시장 유동성이 경색되었을 때 금융기관들이 사용하는 대출 창구다. 2019년 단기자금시장 경색(레포시장 발작) 때 개설됐으며, 2021년 7월에 정식 상설화 되었다. 대출은 주로 국채를 담보로 익일 만기로 자금을 빌릴 수 있다. 현재 대출 한도는 5,000억달러다.

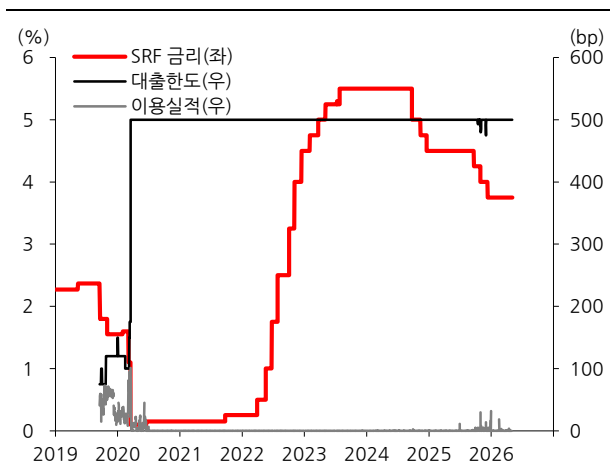
상설 창구와 재할인 창구의 차이점

재할인 창구와 상설 창구는 얼핏 보면 비슷한 역할을 수행하는 시스템 같지만 본질적으로 역할이 다르다. 두 창구 모두 연준이 담보를 받고 현금을 공급한다는 점은 같지만 재할인 창구는 개별 은행의 유동성 부족을 메우는 창구다. 상설 창구는 단기자금시장이 위험에 빠지지 않게 하는 시장운영 도구다.

재할인은 은행만 상설은 PD도 이용 가능

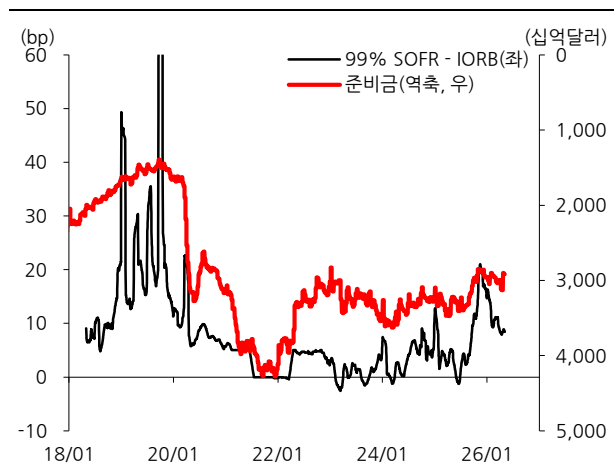
둘의 차이는 크게 두 가지로 설명할 수 있다. 첫 번째, 이용하는 주체들이 다르다. 재할인 창구는 예금취급기관 전용이지만 상설 창구는 은행뿐만 아니라 PD도 이용이 가능하다. 국채와 레포시장에서 PD의 중개 기능에 문제가 생기면 금융시장 전체 자금 흐름이 훼손될 수 있다. 이러한 문제는 재할인 창구만으로 해결이 불가능하다.

[그림12] 상설 레포 창구(SRF) 금리 및 이용 실적 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 준비금, 단기자금시장금리 스프레드 추이(레포시장)



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

재할인은 개별 기관에
상설은 시장 전체에
집중

두 번째, 재할인 창구는 개별 은행의 일시적 유동성 부족을 메꿔주는 용도다. 상설 창구는 레포시장 불안정으로 인한 시장 전체의 리스크 확산을 방지하는데 목적이 있다. 연준은 SRF가 자금시장 금리의 상방 압력을 제한하고, 금리 상승 압력이 통화정책의 첫 번째 파급 경로인 연방기금시장으로 번지는 것을 막는다고 설명한다.

7) 한시적 창구
특정상황 때문에 생긴
Discount Window

한시적 창구는 특정한 상황 때문에 생긴 대출 창구다. 은행들은 낙인효과, 엄격한 대출 자격 요건들 때문에 재할인 창구 이용을 꺼린다. 이런 이유들로 적시에 자금 수혈을 주저하면 더 큰 위험을 초래할 수 있기 때문에, 연준은 위기 때마다 한시적 창구를 개설해왔다.

대표적인 예가
BTFP

대표적인 예가 BTFP(Bank Term Funding Programme)다. 2023년 은행 위기 당시 어려움에 처한 은행들을 위해 신설된 대출 프로그램이다. 긴급 프로그램이었던 만큼 Primary Credit보다 이용 가능 대상이 확대되었고 대출 비용도 낮추는 등 진입 문턱을 크게 낮췄다.

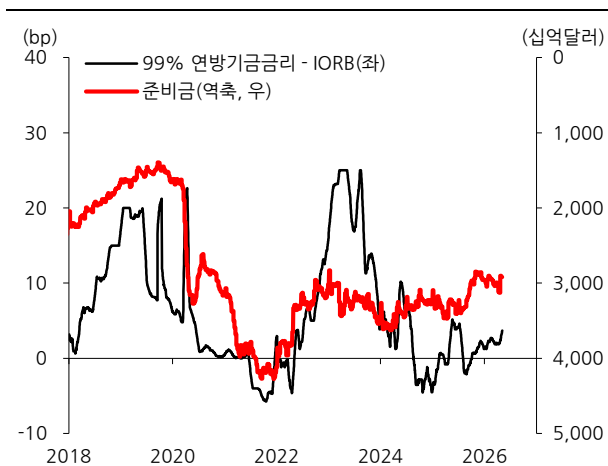
단기시장금리 - IORB
스프레드가 (+)
전환하고

여러 단기자금시장금리와 데이터들을 조합하면 전반적인 미국 금융시장 상황, 특히 유동성 환경을 파악할 수 있다. 대표적으로는 ‘자금조달(연방기금, 레포시장)금리 - IORB’ 스프레드가 (+)로 전환된 뒤 계속해서 확대되고, 동시에 시장 거래량이 같이 늘어나면 유동성 환경이 악화된다고 판단이 가능하다.

확대되면
시장에 비우호적

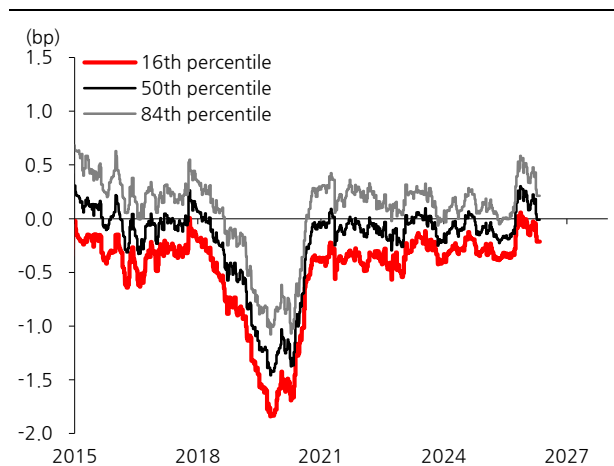
자금조달 비용이 높아지는데 거래량이 늘어난다는 것은 그만큼 자금 공급이 원활하지 않다는 것을 의미한다. 실제로 동 스프레드가 (+)로 전환되었을 때가 대부분 시장이 경색되었을 때였다. 그 외에는 뉴욕 연연에서 발표하는 ‘Reserve Demand Elasticity(준비금 변화 대비 연방기금금리의 민감도)’도 참고할 만한 지표다. 동 지표의 (-)값이 커질수록 시장 환경은 비우호적임을 뜻한다.

[그림14] 준비금, 단기자금시장금리 스프레드 추이(연방기금시장)



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] Reserve Demand Elasticity 추이



자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 단기자금 및 유동성 관련 주요 데이터

(%, bp, 십억달러)

구분	5/7	전일 대비	전주 대비	전월 대비	연초 대비	QT 종료	QT 시작
Federal Funds Rate(연방 기금금리, 은행끼리 거래)	3.75	0.0	0.0	0.0	0.0	(25.0)	275.0
기준금리 상단	3.50	0.0	0.0	0.0	0.0	(25.0)	275.0
기준금리 하단	3.625	0.0	0.0	0.0	0.0	(25.0)	275.0
중간값	3.64	0.0	0.0	0.0	0.0	(25.0)	281.0
실효금리(EFFR, Effective Federal Funds Rate)	3.69	0.0	(1.0)	3.0	0.0	(24.0)	279.0
99% 거래량 가중평균 금리	118.0	0.0	28.0	12.0	44.0	33.0	33.0
거래량	3.75	0.0	0.0	0.0	0.0	(25.0)	275.0
Repo(Repurchase Agreement, 시장끼리 거래)							
SOFR(Secured Overnight Financing Rate)	3.61	0.0	(5.0)	(1.0)	(26.0)	(51.0)	281.0
99% 거래량 가중평균 금리	3.71	0.0	(4.0)	0.0	(29.0)	(50.0)	276.0
거래량	3,129.0	0.0	(146.0)	(131.0)	(356.0)	(325.0)	2,135.0
TGCR(Tri-party General Collateral Rate)	3.60	0.0	(4.0)	(1.0)	(22.0)	(47.0)	280.0
99% 거래량 가중평균 금리	3.64	0.0	(2.0)	(2.0)	(21.0)	(49.0)	269.0
거래량	1,270.0	0.0	20.0	(27.0)	15.0	0.0	915.0
Reserve Balance(준비금, 은행이 연준에 맡긴 돈)							
지준부리(IORB, Interest Rate on Reserve Balance)	3.65	0.0	0.0	0.0	0.0	(25.0)	275.0
규모(주간 단위 업데이트)	3,032.6	0.0	114.0	5.9	75.2	136.0	(289.4)
RRP(Overnight Reverse Repurchase Agreement, 금융기관이 연준에 맡긴 돈)							
RRP(Reverse Repurchase Rate)	3.50	0.0	0.0	0.0	0.0	(25.0)	270.0
규모	0.77	(0.9)	(7.5)	(14.6)	(105.2)	(2.5)	(1,964.2)
참가자(Bids, Award)	6	(1)	(6)	(16)	(43)	(3)	(87)
Discount Window(재할인 창구, 은행들이 급할 때 이용하는 대출창구)							
Primary Credit	3.75	0.0	0.0	0.0	0.0	(25.0)	275.0
규모(주간 단위 업데이트)	5.74	0.0	(0.4)	(0.3)	(3.9)	(2.1)	4.9
SRF(Standing Repo Facility, 레포시장 참가자들이 급할 때 이용하는 대출창구)							
SRF Rate	3.75	0.0	0.0	0.0	0.0	(25.0)	275.0
한도	500.0	0.0	0.0	0.0	0.0	25.0	0.0
이용실적	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	(13.5)	0.0
국채 금리							
미국 1 개월	3.62	(1.2)	(1.6)	(1.2)	9.3	(26.0)	287.4
미국 2 년	3.91	4.6	4.2	12.4	43.8	38.1	127.0
미국 10 년	4.39	3.7	1.6	9.3	21.9	30.0	148.0
미국 30 년	4.96	2.5	(0.5)	9.0	11.7	22.4	190.4
변동성 및 시장안정지표							
변동성							
Move Index	72.2	1.6	0.2	(10.9)	8.3	0.9	(37.1)
스프레드(확대될수록, 특히 (+) 전환되면 리스크 증가)							
EFFR-IORB	4.0	4.0	5.0	1.0	4.0	3.0	0.0
SOFR-IORB	6.0	6.0	10.0	6.0	35.0	31.0	5.0
TGCR-IORB	(1.0)	(1.0)	1.0	1.0	20.0	23.0	5.0
유동성(Reserve Demand Elasticity, 16th, 84th 모두 음수 전환 시 위험)							
16th percentile	(0.21)	0.00	0.00	(0.05)	(0.21)	(0.24)	0.15
50th percentile	(0.01)	0.0	0.0	(0.1)	(0.3)	(0.3)	0.1
84th percentile	0.21	0.0	0.0	(0.1)	(0.3)	(0.3)	0.1

자료: the Fed, New York Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2. 대차대조표 주요 항목들

대차대조표
핵심지표 뽑아내기

대차대조표의 방대한 항목을 매주 일일이 확인하는 것은 현실적으로 어렵기 때문에 핵심 지표를 선별해야 한다. 우리는 자산 항목의 대출과 보유 채권, 부채 항목에는 준비금, TGA, 그리고 1번 테이블의 공급/흡수 배율을 핵심지표로 판단한다. 자본은 규모나 변동 폭이 매우 작아 연준의 정책 변화를 확인하는 데 큰 영향을 미치지 않는다.

대출: 재할인 창구, 파산
은행 관리 자산

대출 현황을 살펴보아야 하는 이유는 금융기관들의 스트레스 상황을 한눈에 파악하기 쉽기 때문이다. 은행끼리 해결하지 못하고 연준에 자금 공급을 요청했다는 것은 자체적 해결이 힘들 정도로 시장 상황이 어렵다는 것을 뜻한다.

Primary Credit:
언제나 사용 가능한
재할인 창구

Primary Credit은 일정 요건을 갖춘 은행들이 대출을 받을 수 있는 창구다. 재할인 창구로 불리며, 개별 은행들에 대해 연준의 최종 대부자 역할이 이루어지는 곳이다. 대출에는 담보가 필요한데, 적격 담보 자산은 연준이 공개시장 운영을 통해 매입 가능한 자산이 원칙이지만 회사채와 ABS도 취급한다. 나머지 Secondary, Seasonal Credit 등은 사용량이 미미해 매번 확인할 필요는 없다.

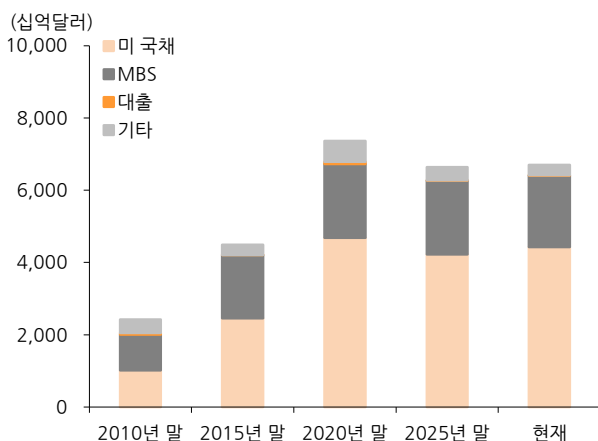
최근 접근성 제고 위해
제도 정비 중

담보 가치는 시가로 평가하며, 대출 기간은 최대 90일이다. 대출 금리는 대체로 기준금리 상단과 동일하며, 변동금리를 적용한다. 낙인효과와 높은 금리로 인해 금융기관들이 필요할 때에도 이용을 꺼리는 경향이 있는데, 최근 연준(정례적 사용 의무화)과 정부(대출금리 인하)가 관련 제도를 개선하고 있다.

필요 시
한시적 창구도 개설

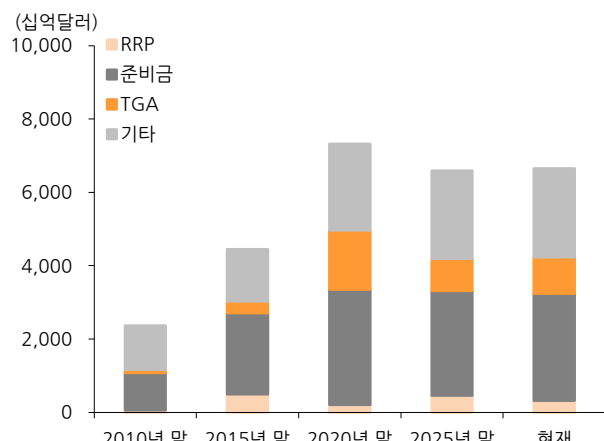
은행들의 낙인효과 우려, 은행 외 금융시장 참가자들의 지원이 필요할 때는 한시적인 대출창구를 개설하기도 한다. SVB 사태 때 BTFP, 코로나 시절 MLF와 PPPLF 등이 대표적인 예다.

[그림16] 자산 주요 구성 항목 추이



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 부채 주요 구성 항목들



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

채권: 데이터는
대차대조표보다 SOMA

연준 보유 채권은 대차대조표의 자산보다 뉴욕 연은의 SOMA(System Open Market Account) 계정에서 확인하는 것이 적절하다. 연준은 중앙은행 특성상 비시장성 채권 등 의무적으로 보유해야 하는 채권이 별도로 존재하기 때문이다. 연준 보유 채권 중 매매가 가능한 채권은 모두 SOMA 계정에 있다. 연준은 공개시장운영과 매매업무를 뉴욕 연은에 일임했으며, 뉴욕 연은의 시장 거래 창구가 SOMA다. QE와 QT 모두 이 계정에서 이루어진다.

중장기 국채 비중
가장 크고, 재정증권
비중 늘어나는 중

SOMA가 보유한 채권은 미 국채(Bills(재정증권), Notes & Bonds(이표채), TIPS, FRN), MBS(CMBS, RMBS)와 연방기관채(Federal Agency) 세 가지다. 이 중 중장기 국채(Notes & Bonds)가 약 57.1%로 가장 큰 비중을 차지하며, 두 번째로 큰 MBS는 약 31.4%다. 재정증권 비중은 QT 직전 3.9%에서 현재 6.9%까지 증가했다.

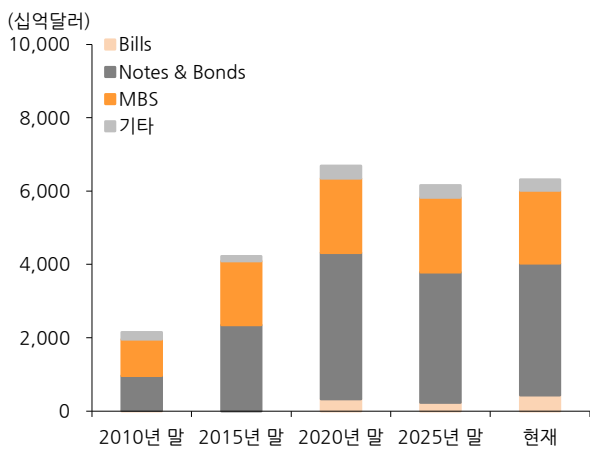
미 국채의 가장 큰
투자자가 연준

비록 연준의 국채시장 내 비중이 줄어들었다고 하지만(2021년 4분기: 26.4% → 2025년 4분기: 13.5%) 지금도 단일 투자자 기준 국채시장에서 가장 큰 비중을 차지한다. 투자주체별로 보면 외국인 다음이다. 그만큼 연준이 시장에 미치는 영향력은 크다. 현재 연준은 장기 국채 비중을 줄이면서 동시에 단기 국채 비중을 늘려 나가는 중이다. 이들의 포트폴리오 조정은 구조적으로 단기 금리를 누르면서 장기 금리의 변동성을 키우는 요인이다.

RRP: 중요도가 크게
떨어졌음

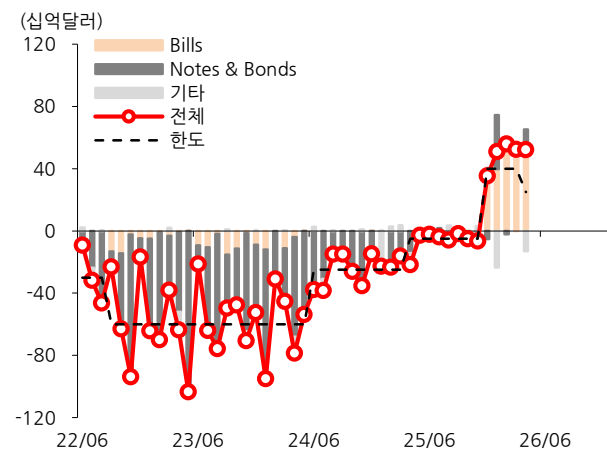
초과 유동성이라고 볼 수 있는 역레포 잔고는 2022~2023년 가파른 기준금리 인상으로 RRP 금리가 재정증권 1개월 금리를 상회하면서 한때 2.5조달러에 육박했다. 그러나 기준금리 인하, 유동성 환경의 정상화로 현재는 무의미한 수준(7억달러)으로 줄어들어 더 이상 시장에 큰 영향을 주지 못한다.

[그림18] SOMA 계정 내 채권 보유량 추이



자료: New York Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 월별 국채 보유량 증감 추이



주: 2025년 12월 이후 매입 한도는 RMP 기준(Bills)

자료: New York Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

준비금 규모
= 유동성 수준

준비금 규모는 보통 유동성 수준을 의미한다. 준비금이 많으면 그만큼 유동성이 풍부하다는 것이고, 빠르게 감소하거나 지나치게 많이 줄어들면 자금상황이 경색된 것으로 유추해볼 수 있다. 준비금 규모는 크게 부족(Scarce), 풍부(Ample), 매우 풍부(Abundant) 등 세 가지로 구분한다.

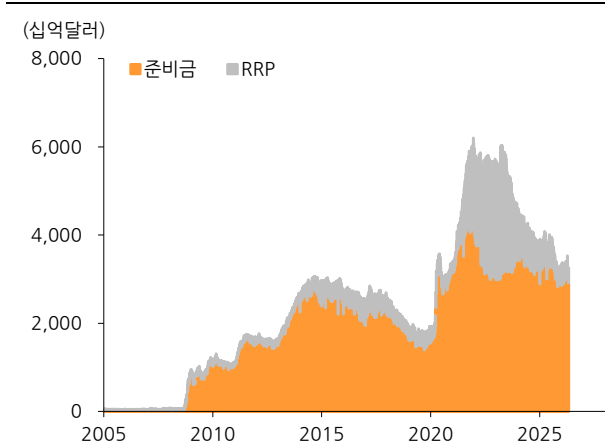
연준의 유동성 정책은
‘Ample System’에 기반

현재 연준의 유동성 정책 시스템은 ‘Ample System(은행 시스템 내 준비금 규모를 단기금리 통제가 원활하게 작동할 만큼 충분히 유지하고, 연방기금금리는 준비금의 수량 조절이 아니라 IORB, ON RRP 등 금리를 중심으로 목표범위 내에서 유도하는 통화정책 실행체계)’에 기반한다.

보통 GDP 대비 9%를
Ample 하한으로 추정

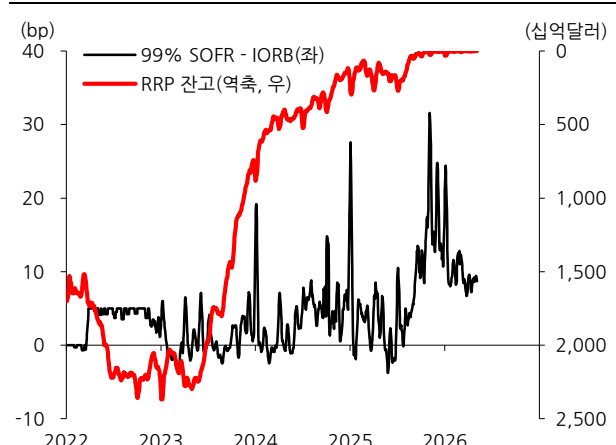
준비금 수준은 GDP 대비 비율로 판단하는데, 적정 준비금은 9%로 알려져 있다. 2019년 레포시장 발작 당시 준비금이 8%를 하회하면서 자금시장이 경색되었으니 8%가 사실상 하한이고, 여기에 Buffer를 더한 개념이 9%다.

[그림20] RRP 및 준비금 잔고 추이



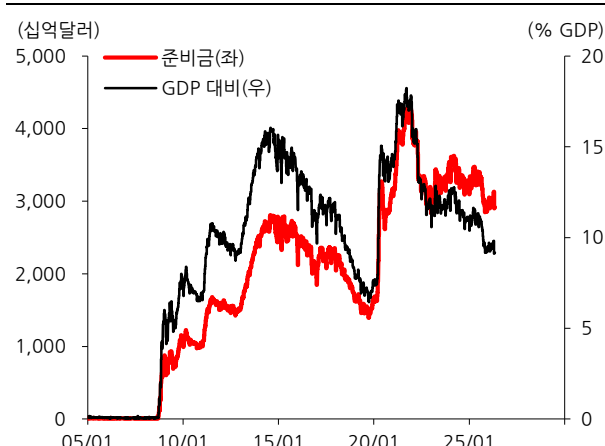
자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] RRP 잔고 급감하면서 자금시장 환경도 악화



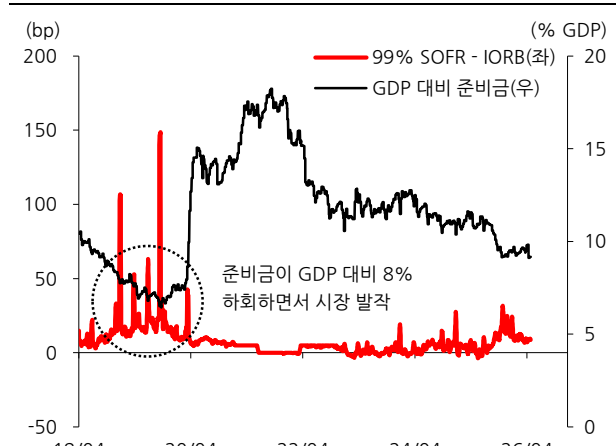
주: 10일 MA, 자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 준비금 규모 및 GDP 대비 비율 추이



자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] RRP 잔고 급감하면서 자금시장 환경도 악화



주: 스프레드는 10일 MA, 자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

TGA: 연방정부의
월급통장

TGA(Treasury General Account)는 미국 연방정부의 월급 통장이라고 이해하면 쉽다. 연방정부의 모든 수입, 지출은 TGA로 들어오고 나간다. 소득세와 법인세, 국채 발행 등으로 조달한 모든 수입은 재무부 일반계정으로 입금되며, 여기서 지출분이 각 시중은행 계좌로 빠져나간다. 동 잔고는 각각 뉴욕 연은행과 재무부가 일간 단위로 발표한다.

TGA 불확실성 증가

TGA는 코로나 창궐 전까지만 해도 대체로 안정적인 수준을 유지했다. 리치몬드 연은행에 따르면 2020년 이전까지 TGA의 역사적 평균값은 5,000억달러였다. 그러나 코로나 충격에 대응한 전례 없는 정부 지출 확대와 일련의 정치적 대립이 지속, 재정정책 불확실성 증가 등이 재무부 일반계정의 변동성을 키웠다.

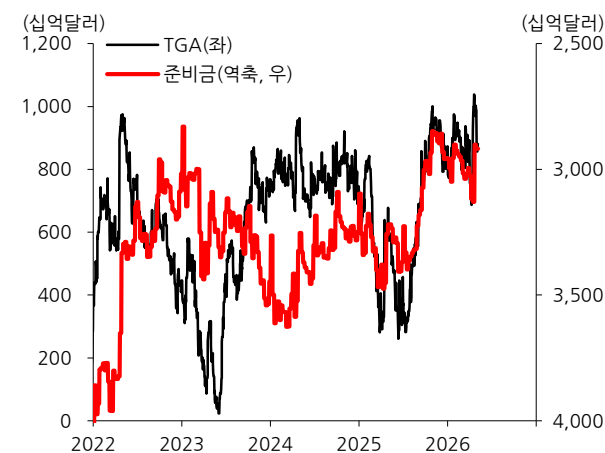
앞으로도 그럴 것

코로나 이후 바뀐 여러 환경들을 고려했을 때 향후 TGA 평균 잔고는 7,500억달러 수준으로 추정된다(리치몬드 연은행 추산). 이와 별개로 앞으로도 TGA 잔고 흐름은 들쭉날쭉한 모습을 보일 것이다. 그럼에도 재무부 계정의 고갈은 연방정부의 파산을 의미하기에 사실상 불가능하다. 또한, 일부 비상금 성격을 제외하면 준비금과 TGA는 납세 등 때문에 상호 자금 유출입이 빈번하다.

그러나 큰 이슈는 아님

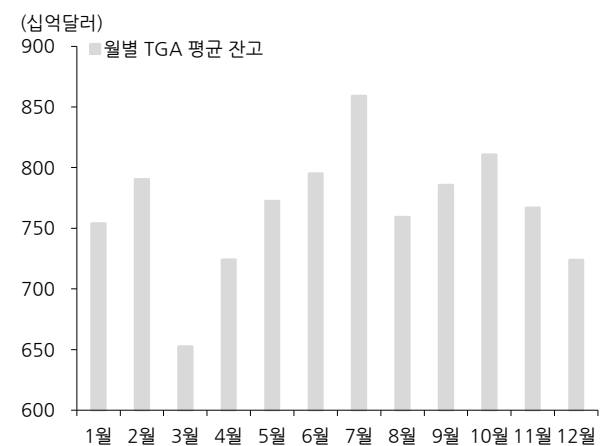
동 잔고가 바닥에 가까워지거나(재정 우려), 지나치게 커지면(유동성 흡수) 시장에 비우호적이다. 그러나 부채한도 협상 같은 이벤트 국면을 제외하면 재무부 잔고를 대차대조표나 유동성 환경의 핵심 변수로 보기는 어렵다. 정치적, 구조적으로 고갈될 수가 없고, 언젠가는 다시 채워질 항목이기 때문이다.

[그림24] TGA와 준비금 규모 추이



자료: the Fed, US Treasury, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 월별 TGA 잔고 평균치



주: 2020~2025년 월 평균

자료: US Treasury, 한화투자증권 리서치센터

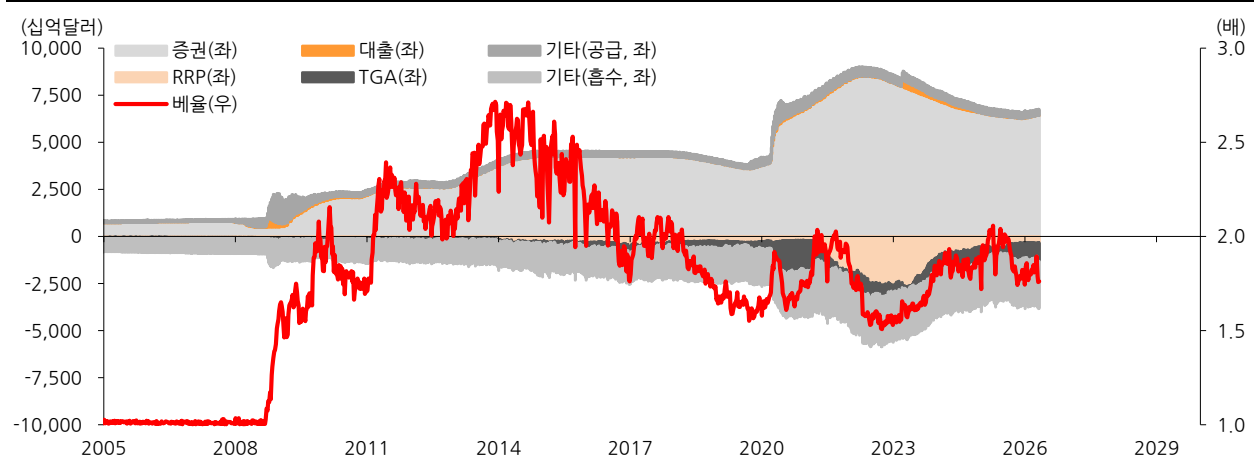
공급/흡수 배율은
연준의 대차대조표 정책
스탠스가

마지막으로 대차대조표는 아니지만 1번 테이블의 공급/흡수 배율은 연준의 대차대조표 정책 스탠스가 얼마나 완화 또는 긴축적인지 가장 적나라하게 보여주는 지표다. 앞에서 설명했듯 공급 요인(Supply Reserve Funds) 중 국채나 대출 규모가 증가한다는 것은 그만큼 시중에 연준의 국채 매입 대금 또는 대출해준 자금이 공급된다는 의미이다.

얼마나 완화 또는
긴축적인지 보여줌

흡수 요인(Absorbing Reserve Funds)도 마찬가지다. 재무부 일반 계정, RRP에 자금이 유입되면 바깥에 있던 돈이 연준으로 들어오는 것으로, 유동성 흡수를 의미한다. 지금처럼 공급 측면 자산 항목이 흡수보다 크다는 것은 아직도 유동성 환경이 완화적이라는 의미이다. 실제로 미국 증시와 공급/흡수 비율 추이는 유사한 흐름을 보인다. 유동성 흡수 요인은 준비금을 제외한 항목들이다. 준비금은 연준이 임의로 조절할 수 없기 때문에 별도로 구분된다.

[그림26] 연준 자산 공급 및 흡수 요인, 배율 추이



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

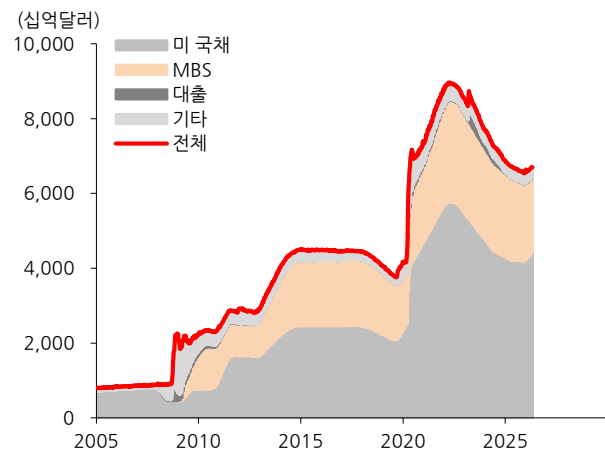
[표5] 연준 대차대조표 주요 지표

(십억달러)

구분	5/6	1주 전 대비	4주 전 대비	16주 전 대비	52주 전 대비	QT 종료	QT 시작
유동성 공급배율(공급/흡수, 배, 대비 X, 숫자가 클수록 유동성에 우호적)	1.82	1.76	1.89	1.86	1.90	1.78	1.60
전체 공급 요인	6,760.8	10.6	15.7	128.1	(0.7)	174.7	(2,203.5)
전체 흡수 요인	3,709.4	(121.7)	147.8	138.4	148.4	1.3	(1,897.6)
SOMA 보유 채권	6,315.7	7.6	13.3	144.7	33.8	184.4	(2,076.5)
국채	4,034.9	2.4	38.6	231.8	252.6	283.7	(1,233.9)
재정증권	437.9	7.6	25.3	187.9	242.4	242.4	111.8
보유 채권 대비(%)	6.9	6.8	6.5	4.0	3.1	3.2	3.9
보유 국채 대비(%)	10.9	10.7	10.3	6.6	5.2	5.2	6.2
이표채	3,597.0	(5.2)	13.3	43.9	10.2	41.3	(1,345.8)
기타	297.4	5.2	(9.7)	(29.2)	(26.9)	(26.6)	(116.1)
MBS	1,981.1	0.0	(15.6)	(58.0)	(191.9)	(72.6)	(726.4)
기타	299.7	5.2	(9.7)	(29.2)	(26.9)	(26.6)	(116.1)
부채	6,662.3	8.8	14.9	126.7	(4.3)	172.4	(2,211.1)
RRP(국내 기준)	1.6	0.9	1.5	(1.6)	(153.2)	(0.9)	(1,963.4)
준비금	3,051.5	132.3	(132.1)	(10.3)	(149.1)	173.3	(305.9)
GDP 대비(8% 이하는 위험)	9.52	9.16	9.78	9.71	10.71	9.19	13.16
TGA	862.8	(125.3)	165.7	85.7	266.9	(45.8)	82.2
기타	2,746.4	1.0	(20.2)	52.8	31.2	45.8	(24.0)

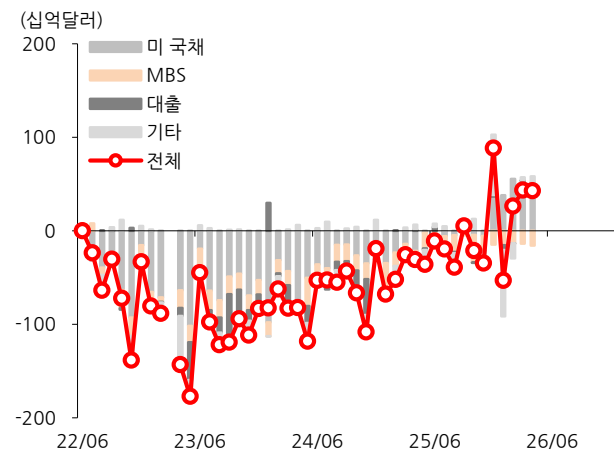
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 연준 자산 규모 추이



자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 월간 연준 자산 증감 추이



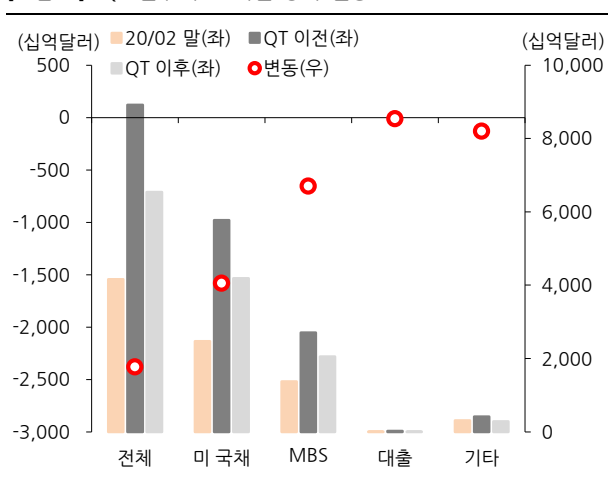
주: 23/03은 제외, 자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

IV. 대차대조표 정책의 향방은?

1. QT 종료와 새로운 Ample Level

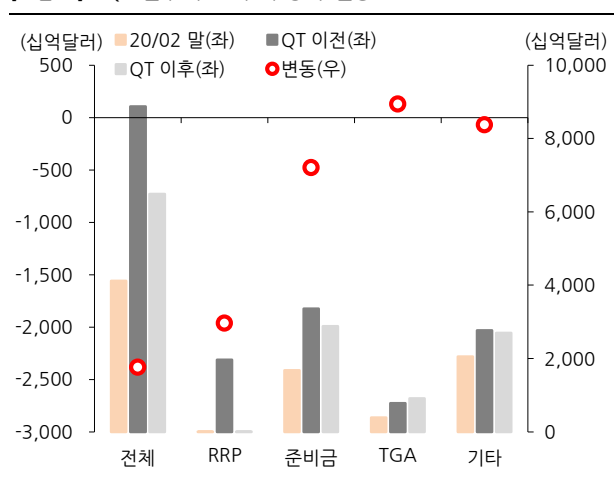
QT는 성공적으로 종료	2025년 12월 1일부로 2년 반 동안 이어지던 양적 긴축은 성공적으로 종료되었다. QT 실시 전후 연준 자산과 부채는 각각 2조 3,793억달러, 2조 3,836억달러 감소해 2025년 12월 3일 기준 6조 5,358억달러, 6조 4,899억달러를 기록했다. 자산 항목 중 미 국채는 1조 5,820억달러, MBS는 6,538억달러 줄어들었다.
위기도 큰 문제없이 넘겼음	부채에서는 RRP가 1조 9,625억달러(1조 9,650억달러 → 25억달러) 감소하면서 사실상 무의미한 수준에 도달했으며, 같은 기간 준비금은 3조 3,584억달러에서 2조 8,781억달러로 4,792억달러 축소되었다. 과거와 달리 이번 양적 긴축은 성공적이었다. 시장의 발작도 없었고, QT 도중 발생한 2023년 3월 은행위기도 큰 문제없이 넘어갔다.
QT 기간 중 준비금은 Ample Level 유지	GDP 대비 준비금은 2025년 11월 적정(Ample) 수준 하단 부근(9.16%)까지 하락했지만 8%대로 내려가지는 않았다. 연준이 국채시장에서 차지하는 비중(여전히 가장 큰 단일 투자자이자 두 번째로 큰 투자주체지만)은 2022년 2분기 25.4%에서 2025년 4분기 13.4%로 약 절반가량 감소했다.
적정 준비금 수준은 생각보다 낮다	이번 QT에서 확인된 것은 통상적인 적정 준비금 수준이 2019년 단기자금시장 경색 이후 통용되어 오던 수준보다 낮다는 점이다. 지금까지 적정 준비금 레벨은 GDP 대비 10~12%로 추정되어 왔다. 그런데 준비금이 9% 초반대까지 감소했음에도 시장에 큰 문제는 없었다.

[그림29] QT 전후 주요 자산 항목 변동



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] QT 전후 주요 부채 항목 변동



주: RRP는 미국 현지 금융기관 기준

자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

Waller가 제시한
Ample Level은
GDP 대비 9%

이에 Waller 연준 이사는 새로운 적정(Ample) 준비금을 ‘은행들이 안전하고 유동성이 풍부한 자금을 확보하기 위해 급히 움직이고, 이로 인해 단기자금시장 금리가 상승, 경제에 영향을 미치기 직전의 임계점(the threshold below which banks would need to scramble to find safe, liquid funding, something that would drive up the Federal Funds rate and money market interest rates across the economy)’으로 정의하면서 적정 준비금 수준을 GDP 대비로 9% 제시했다.

현재 준비금 규모는
Ample Level에
사실상 도달

1분기 명목 GDP 기준으로는 2조 8,670억달러, 2026년 GDP 전망치(32조 8,000억달러)에 대입하면 2조 9,140억달러 정도가 된다. 현재 수준(2조 9,180억달러)보다 약 40~600억달러 작다. 9%라는 수치는 2019년 레포시장 발작 이전 상황에 근거한다. 2019년 초 준비금은 GDP의 약 8% 수준이었는데, 당시 연준은 은행이나 큰 스트레스를 야기하지 않고 순조롭게 자산을 축소하고 있었다. 그러나 당해 9월 준비금이 7%를 하회하자 레포시장 발작이 발생한 것이다.

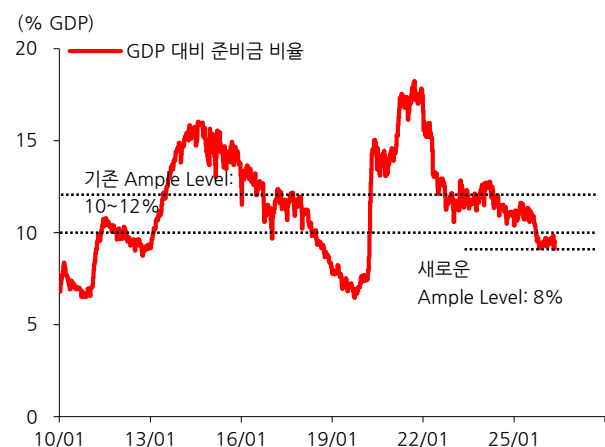
9%는
은행 사이즈 증가,
완충지대 설정에 기인

따라서, 준비금의 임계 수준은 8%로 추정된다. 여기에 1) 은행 규모와 중요도가 커졌기 때문에 더 많은 준비금이 필요할 수 있고, 2) 임계수준(8%) 위 완충지대 구축도 중요하기 때문에 9%가 산출되었다. 지금 준비금은 ‘Ample Level’에 사실상 도달했다.

추가 축소 가능여부가
앞으로의 과제

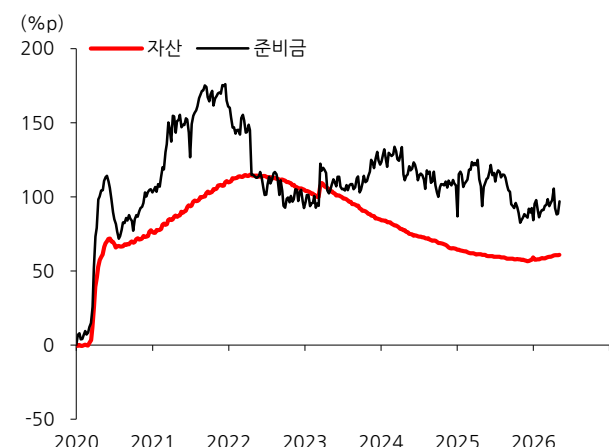
앞으로의 관건은 준비금을 늘려가느냐, 아니면 유지 또는 축소하느냐다. 경제는 성장한다. 성장에 비례한 준비금 증가는 실질적인 유지를 뜻한다. 반면, 준비금 규모를 축소가 아니라 유지하더라도 실질 사이즈는 축소된다.

[그림31] 최근 추정한 Ample Level은 GDP 대비 9%



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 2020년 초 대비 연준 자산 및 준비금 증가율



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

2. 자산 포트폴리오 조정

QT 종료 이후
자산 포트폴리오 조정
실시

2024년 초부터 연준은 향후 보유 자산은 단기국채 위주로 구성할 필요가 있음을 꾸준히 언급해 왔다. 일부 인사들은 재정증권 보유비중이 금융위기 이전 수준까지 확대되어야 한다고 주장한다. 단기국채 위주의 포트폴리오를 원하는 이유는 여러 가지가 있지만 시장 메커니즘 왜곡 방지와 ‘미래를 위한 준비, Non-QE’다. 연준은 그들이 막대한 채권을 보유하면서 시장 금리가 왜곡(연준 채권 보유로 미 국채금리는 지금도 100bp가량 하락 효과)되어 있다고 판단한다.

Non-QE에 대비

또한, 언젠가 금융위기 같은 위기가 발생할 경우 정책금리는 다시 한번 0%에 근접할 것이고, 단기금리도 이에 영향을 받아 크게 하락할 것이다. 동시에 장기금리도 제로금리에 보폭을 맞추려면 대차대조표에 장기국채를 채울 수 있는 공간이 필요하다는 것이 금융위기와 코로나를 거치며 연준이 얻은 교훈이다.

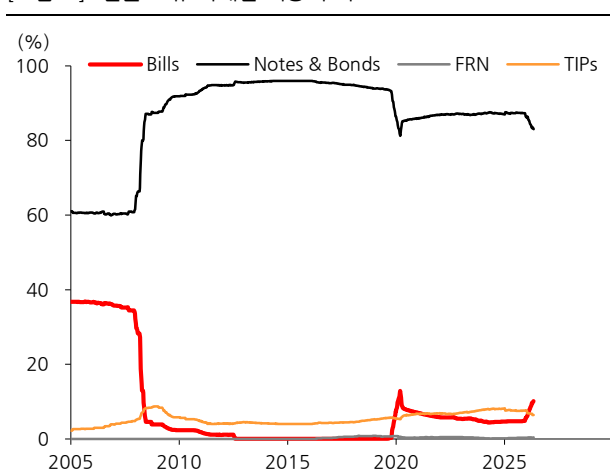
자산 변화 없는
오퍼레이션 트위스트

그러나 불필요한 자산 규모 변화는 피하고 싶기 때문에 평상시 단기국채를 충분히 보유하다가 이를 매도, 장기국채로 메꾸려는 것이다. 즉, 자산 변화 없는 오퍼레이션 트위스트를 준비하고자 한다.

포트폴리오 조정
고려사항 네 가지
1) 정책 여력

연준이 자산 포트폴리오를 조정할 때 고려 사항은 크게 네 가지가 있다. 첫 번째, 정책 여력이다. 평상시 단기채권을 충분히 보유한다면 필요 시 전체 자산의 증가 없는 장기금리 하락 유도가 가능하다. 현재 SOMA 내 재정증권 비중은 약 7%(전체 국채 대비로는 약 10%)다. 연준이 원하는 ‘개량형’ 오퍼레이션 트위스트 실행을 위해서는 턱없이 부족한 수준이다. 참고로 금융위기 이전 연준 보유 채권에서 재정증권 비중은 30% 중후반대였다.

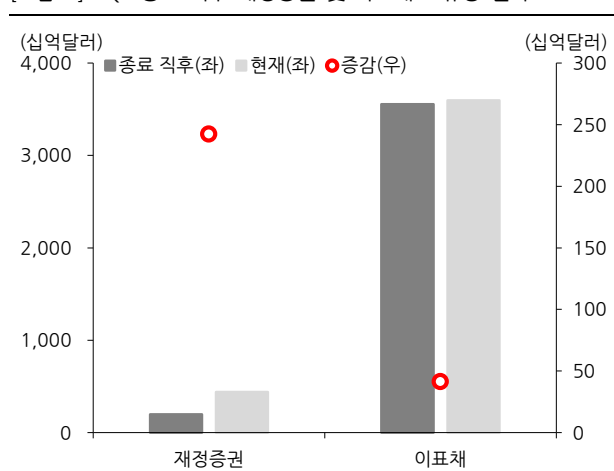
[그림33] 연준 보유 국채별 비중 추이



주: MBS 등 非 국채 제외

자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

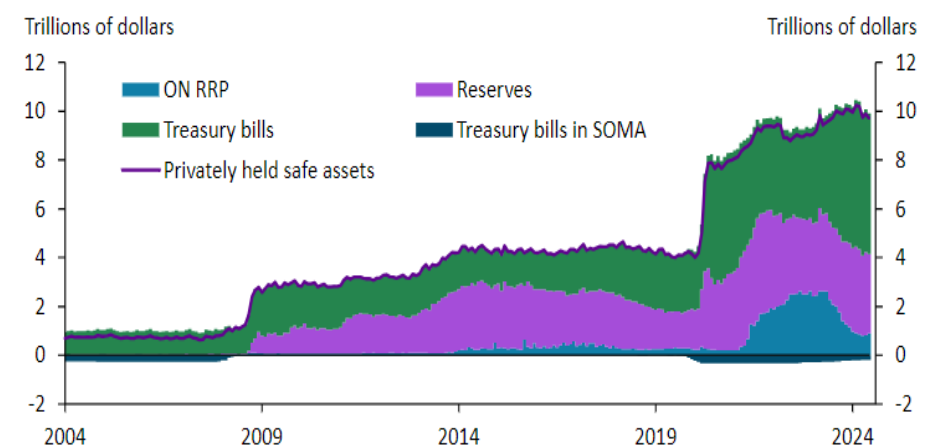
[그림34] QT 종료 이후 재정증권 및 이표채 보유량 변화



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

- 2) 이자율 위험 두 번째는 이자율 위험이다. 재정증권 금리는 대체로 기준금리 부근에서 등락, 변동성이 중장기 채권 대비 상대적으로 작은 편이다. 특히, 통화정책 조정 국면(기준금리의 인상 또는 인하)에서는 장기국채보다 금리 변동에 따른 위험이 크게 낮다. 중앙은행이 수익추구 기관은 아니지만 세금으로 운영되는 단체다. 불필요한 손실은 최대한 지양해야 한다. 또한, 금융위기와 같은 특수한 상황이 아니면 투자 리스크는 시장이 부담해야 하는 부분이다. Bailey 영란은행 총재도 “평상시 이자율 위험은 민간이 부담하는 것이 타당”하다고 언급한 바 있다.
- 3) 시장 영향 최소화 세 번째는 시장에 대한 연준의 영향 최소화다. 시장과 연준의 보유 채권 만기를 일치시키는 것이 중립적이라는 의견도 있지만 시장 메커니즘 관점에서는 연준이 만기를 최대한 줄이는 것이 중립적이다. 준비금처럼 연준의 부채는 대부분 초단기적 성격을 갖는다. 따라서 단기 부채를 뒷받침하는 자산으로 재정증권을 보유하는 것이 적절하다.
- 4) 금융안정 마지막으로 금융안정이다. 캔자스시티 연은 연구 보고서에 따르면 시장 참여자들은 단기채권 보유를 통해 편의수익(convenience yield) 수취가 가능해진다. 즉, 재무부(재정증권 발행)와 연준(공개시장운영)이 원활한 단기국채 공급 환경을 조성할 경우 시장의 과도한 ‘수익추구 행태(excessive amounts of maturity formation)’를 제어할 수 있다.
- 4번은 지나친 재정증권 보유 리스크 고려 요인 중 1~3번째는 단기국채 위주의 구성을 지지하나 동 항목은 연준이 지나치게 많은 재정증권을 보유할 경우의 리스크 요인이다. 실제로 금융위기 이전 전체 잔존 재정증권 중 약 25%가 SOMA에 예치되어 있었다.

[그림35] 단기국채 위주로 자산 포트폴리오를 구성하면 금융 불안 리스크를 키울 가능성



주: SOMA 계정 내 재정증권(진한 청록색)이 많아질수록 시장 공급량이 줄어들음을 의미. 따라서 (-)로 표시

자료: Kansas City Fed, 한화투자증권 리서치센터

3. 자산과 준비금, 실질적 유지나, 축소나

여섯 번째 Phase,
자산 유지나, 축소나

연준의 대차대조표 정책은 ‘QE(양적완화) → 테이퍼링 → 양적긴축(QT) → 준비금의 Ample Level 재설정 → 포트폴리오 조정(진행 중)’이라는 다섯 단계를 거쳐왔다. 다음 단계는 대차대조표의 규모 조정이고, 여기서는 준비금 사이즈를 결정하는 것이 핵심이다. 자산과 준비금의 규모를 높이는 실질적 유지, 점진적인 축소로 의견이 갈린다.

실질 규모 유지는
RMP를 통해 진행

실질 규모 유지는 현재 연준이 뉴욕 연은의 RMP를 통해 시행 중인 정책이다. 동 정책은 재정증권 매입 규모 조절을 통해 시장 유동성 상황에 대응하고, 더 나아가서는 경제 성장에 비례한 준비금 규모 증가를 목적으로 한다. 경제가 성장하는데도 준비금 규모가 일정하다면 이는 실질적으로 자산을 축소시키는 것과 동일하기 때문이다.

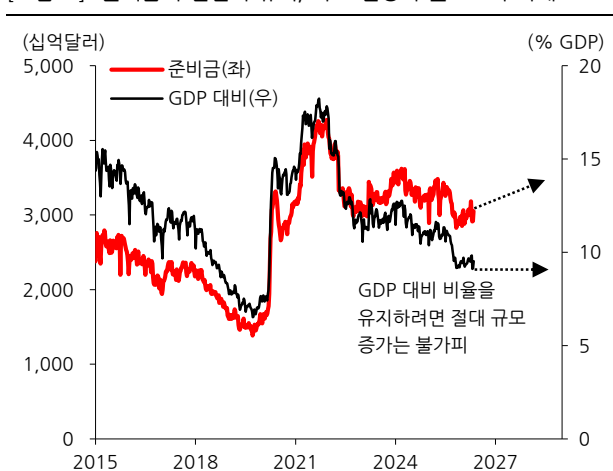
일단은 유지하자는 것이
다수의 의견

RMP를 통한 대차대조표 조절은 Powell 의장을 포함, 가장 많은 이들(당장은)이 찬성하는 정책이다. 자산 규모의 유지 의견 뒤에는 이미 새로운 Ample Level이 제시되었는데 추가적인 준비금 축소가 2019년과 비슷한 사태를 불러일으키지 않을까 하는 우려도 있을 것이다.

Warsh와 일부는
축소를 주장

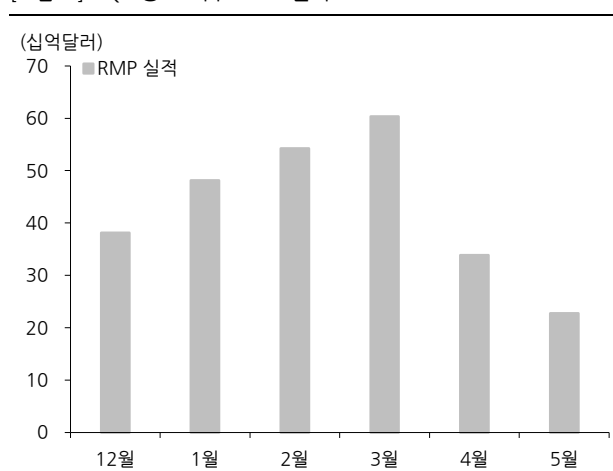
자산과 준비금의 축소는 Warsh 지명자를 비롯, Bowman 금융감독 부의장, Waller 이사, Logan 달라스 연은 총재 등이 주장하는 의견이다. 연준 대차대조표의 최소 크기는 “연준이 얼마만큼의 자산을 보유하고 싶은가”만으로 결정되지 않고, 반대편 부채 항목인 은행 준비금 수요가 얼마인가에 의해 결정된다. 준비금은 은행이 연준에 예치하되 즉시 사용 가능한 중앙은행 돈이다.

[그림36] 준비금의 실질적 유지, 축소 결정이 앞으로의 과제



자료: the Fed, BEA, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] QT 종료 이후 RMP 실적



주: 4/14~5/13까지는 계획, 5/14 이후는 미정

자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

자산 축소는
준비금 수요 약화를
의미

연준은 보유자산을 줄이려면 단순히 QT를 진행하는 것보다 은행과 금융기관들이 “준비금을 최대한 많이 보유해야 한다”고 느끼는 구조적 이유를 낮춰야 한다고 본다. 즉, 준비금 공급을 줄이기 전에 준비금 수요 자체를 낮추면, 같은 양의 준비금 감소에도 시장 스트레스가 덜 발생하고 연준 대차대조표도 더 작게 운용할 수 있다는 논리다.

은행들은
필요 수준보다 더 많은
준비금 보유를 선호

은행들의 준비금 수요를 낮추려면 왜 이들이 막대한 준비금을 쌓아두려고 하는지(예방적 준비금 수요) 알아야 한다. 우선 이들은 법정기준 뿐만 아니라 결제, 예금 유출, LCR, 내부 스트레스 테스트, 대출창구 이용에 따른 낙인효과 등 때문에 대규모 준비금 유지를 선호한다.

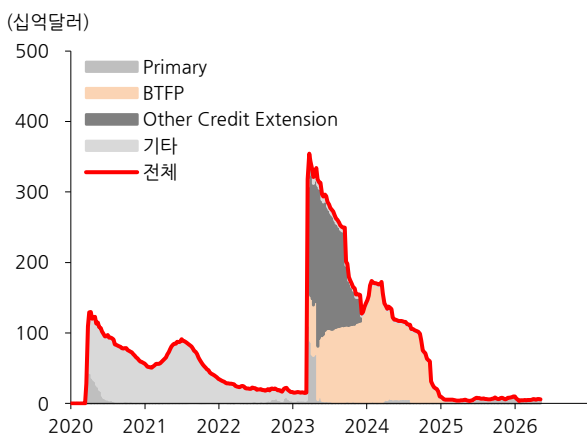
준비금 수요 약화를
위한 방안 세 가지

즉, 시장 충격 없이 준비금을 축소하려면 1) 대출창구 및 최종 대부자 역할 강화, 2) HQLA, LCR 등 유동성 규제 재정비, 3) 레포시장 및 연방기금시장 기능의 개선이 필요하다. 최종 대부자 역할 강화의 일환으로는 앞서 설명한 대로 낙인효과 제거를 위해 재할인창구 이용의 정례, 의무화가 진행 중이다.

1) 대출창구 및 최종
대부자 역할 강화

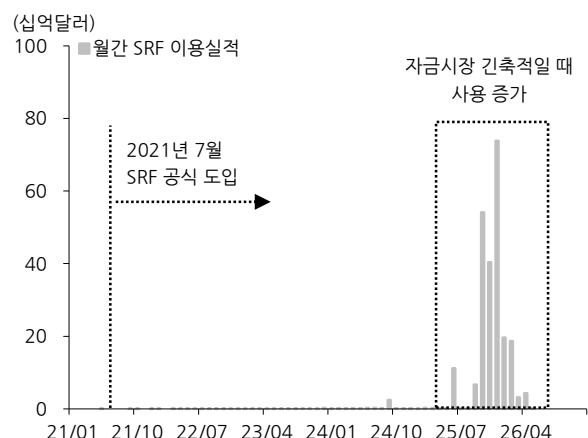
그 다음으로는 SRF를 활성화해야 한다. SRF가 중요한 이유는 ‘국채를 현금 비슷하게 만들어주는 장치’이기 때문이다. 은행이나 딜러가 국채를 들고 있을 때, 평상시에는 이 국채가 유동자산이지만 결제나 예금 유출에는 바로 쓸 수 없다. 그런데 SRF가 신뢰받고 자주 사용되면, 국채를 연준에 담보로 맡기고 당일 현금을 받을 수 있다. 이를 위해 연준은 창구의 영업 시간을 늘리는 등 사용자 친화적으로 제도를 재정비하고 있다.

[그림38] 위기 때만 찾는 재할인 창구 이용 활성화가 필요



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 제도 재정비하면서 실제로 SRF 이용 증가



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

- 2) 유동성 규제 재정비 유동성 규제에서 HQLA(High Quality Liquid Assets)은 고유동성자산이다. 위기 때 빠르게 현금화할 수 있는 고품질 자산을 의미하며, 대표적으로 중앙은행 준비금, 국채, 일부 기관채·회사채 등이 포함된다. LCR(Liquidity Coverage Ratio)은 유동성 커버리지 비율이다. 은행이 30일 스트레스 기간 동안 빠져나갈 순현금유출을 감당할 수 있을 만큼 HQLA를 보유하도록 하는 규제다.
- 준비금 대안이 진짜 대안임을 문제는 규제와 감독 관행이 준비금을 가장 안전한 HQLA로 취급하게 만들 수 있다는 점이다. 국채도 HQLA에 포함되지만 은행 내부나 감독당국이 ‘위기 때 국채를 팔 수 있는가’, ‘레포시장이 열려 있는가’, ‘가격손실이 발생하지 않는가’ 등을 보수적으로 판단하면 은행은 준비금을 더 많이 보유하려고 할 것이다.
- 인지시켜야 함 규제 개선의 핵심은 준비금 외 유동성 수단도 실제 위기 대응력으로 인정해주는 것이다. 예를 들어 국채, MBS, 레포를 통한 현금화 가능성, SRF 접근성, 재할인 창구 사전담보 등록 등이 규제·감독상 더 명확하게 인정되면 은행은 준비금만 과도하게 들고 있을 필요가 줄어든다.
- 3) 레포와 연방기금시장 활성화
레포시장은 중앙청산 시스템 확대 필요
마지막으로 레포, 연방기금시장 개선의 목적은 준비금의 규모가 아닌 준비금의 이동성을 높이는 것이다. 우선, 레포시장은 중앙청산 시스템이 확대되어야 한다. 중앙청산은 거래상대방 위험을 중앙청산소가 관리하는 구조다. 거래상대방 신용위험과 결제 불확실성이 줄어들면 더 많은 기관이 거래에 참여할 수 있다. 레포시장이 안정적으로 작동할수록 국채의 현금화 가능성이 높아지고, 그만큼 은행은 더 적은 준비금을 보유하고 있어도 된다.

[표6] 등급별 HQLA

구분	대상 자산	비고
Level 1	- 연준에 예치한 준비금 - 해외 중앙은행에서 인출 가능한 준비금 - 미국 재무부 발행 또는 보증 증권 - 미국 정부가 보증하는 정부기관 증권 - 일부 0% 위험가중치의 외국 국채·국제기구 채권	가장 안전하고 가장 빨리 현금화 가능한 자산 사실상 “현금에 가장 가까운 유동성”
Level 2A	- GSE 발행 또는 보증 증권 - 일부 20% 이하 위험가중치의 외국 국채·MDB(Multilateral Development Bank) 채권	Level 1보다는 약하지만 여전히 안정적인 고유동성 채권 대표적으로는 Fannie Mae, Freddie Mac, FHLB 등 GSE 관련 증권 등
Level 2B	- 투자등급 회사채 - Russell 1000 등 주요 지수 편입 상장 보통주 - 투자등급 지방채 municipal obligations	유동성은 있으나 가격 변동성이 더 큰 자산 인정비율과 한도가 더 낮음

자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

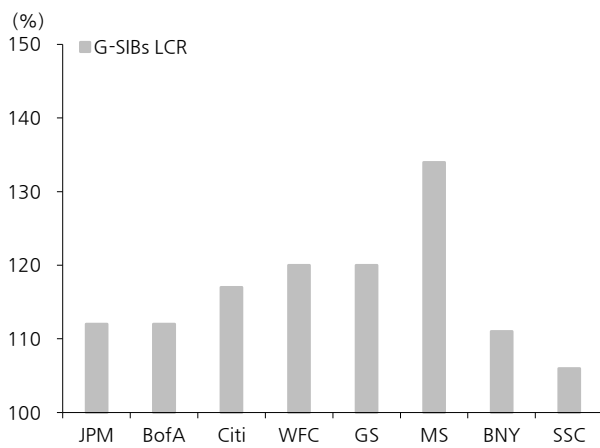
연방기금시장: 준비금의
효율적인 분배가 필요

연방기금시장 거래 활성화를 위해서는 준비금이 많은 은행이 부족한 은행에 더 쉽게 빌려줄 수 있어야 한다. 준비금이 특정 은행에 묶여 있으면 전체 준비금 수요는 증가한다. 반대로 준비금이 필요할 때 시장을 통해 잘 이동하면 각 은행이 개별적으로 과도한 현금 완충분을 보유할 필요가 줄어들게 된다.

남한테 쉽게 빌릴 수
있다는 확신을
심어줘야 함

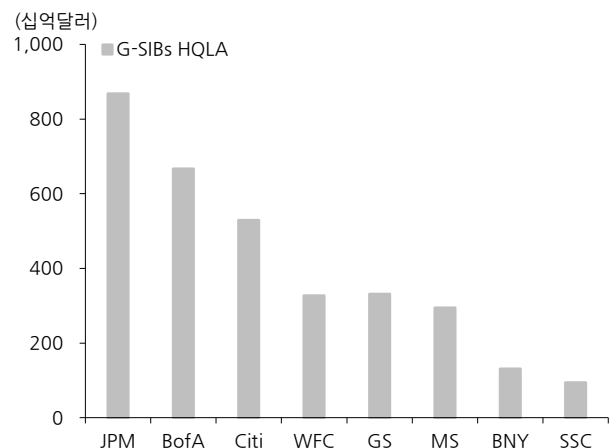
결국 시장 기능 개선은 은행의 자기보험 수요를 낮춘다. “내가 준비금을 많이 들고 있지 않아도, 필요하면 시장에서 빌릴 수 있다”는 확신이 생기면 준비금 수요는 낮아질 수밖에 없다. 이 경우 연준은 더 작은 준비금 공급, 즉 더 작은 대차대조표로도 단기금리 통제와 시장 안정 유지가 가능하다.

[그림40] G-SIBs LCR



주: Goldman Sachs, Bank of America는 2026년 1분기 데이터 부재
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] G-SIBs HQLA 보유량



주1: Bank of America, Morgan Stanley는 2026년 1분기, 나머지는 2025년 4분기 기준
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[표7] 준비금 수요 감소 방안 정리

개선방안	내용
예방적 준비금 수요 약화	문제점 - 은행들이 결제, 예금 유출, LCR, 내부 스트레스 테스트, 대출창구 낙인, 2019년 레포시장 발작 경험 등으로 법적인 규모 필요 이상으로 준비금을 보유 개선방안 - 준비금 외에도 국채, 레포, SRF, 재할인 창구가 즉시 현금화 가능한 안전장치라는 신뢰 형성 준비금 수요 약화 경로 - 은행이 "위기 때 준비금만이 안전한 선택지"라고 보지 않게 되면서 자기보험 목적 현금 보유량 축소 대차대조표에 미치는 영향 - 은행이 필요로 하는 준비금 하한이 낮아져 연준이 더 적은 준비금 공급으로도 Ample Reserves 체제 유지 가능
대출창구 및 최종대부자 역할 강화	문제점 - 재할인 창구 이용 낙인효과 때문에 은행들이 중앙은행 차입보다 사전 준비금 보유를 선호 개선방안 - Primary Credit 접근성 개선, 대출창구 정례 테스트, SRF 활성화, 담보 사전등록 확대 준비금 수요 약화 경로 - 필요할 때 연준에서 담보부로 현금을 조달할 수 있다는 확신이 생겨 평시 준비금 수요 감소 대차대조표에 미치는 영향 - 연준이 준비금을 많이 공급하지 않아도 유동성 안전판이 존재하므로 대차대조표 축소 여력 확대
HQLA와 LCR 등 유동성 규제 재정비	문제점 - 규제와 감독 관행상 준비금이 가장 안전한 HQLA로 선호되면서 국채 등 다른 유동자산의 실질 활용도가 낮음 개선방안 - 국채, MBS, 레포, SRF, 재할인 창구 통한 대출 등을 실질적 유동성 수단으로 더 명확히 인정 준비금 수요 약화 경로 - 규제 충족을 위해 준비금만 과도하게 쌓아놓아야 하는 필요성 약화 대차대조표에 미치는 영향 - 준비금 수요가 구조적으로 낮아져 같은 금융안정성을 유지하면서 연준 부채와 자산을 축소할 수 있음
레포시장 및 연방기금시장 기능 개선	문제점 - 준비금이 특정 은행에 집중되어 있고 필요한 곳으로 이동하지 않으면 전체 총량이 충분해도 시장금리 급등 가능 개선방안 - 레포시장 중앙청산, 딜러 중개능력 확충, 담보 재사용 개선, 연방기금시장 거래 활성화, SRF 기능 강화 등 준비금 수요 약화 경로 - 준비금과 담보가 필요한 곳으로 더 빠르게 이동해 개별 은행의 개별 현금 완충 수요가 줄어들 대차대조표에 미치는 영향 - 준비금의 이동성이 높아져 더 작은 총량의 준비금으로도 단기금리 통제와 시장 안정 유지 가능

자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[표8] 준비금 축소, 또는 유지에 대한 연준 사람들의 생각

성명 (직책)	선호 정책	견해 및 제시한 방안 등
Lorie Logan (달러스 연은 총재)	점진적 축소	- Ample Liquidity의 장점은 인정하나 지나치게 큰 대차대조표는 비효율적. 시장금리가 IORB 위로 올라가면 준비금 부족 신호가 될 수 있으므로, SRF와 대출창구가 중요 - 방안: SRF, 재할인 창구, 중앙청산, 레포시장 기능 개선
Christopher Waller (연준 이사)	점진적 축소	- 2025년까지는 준비금이 여전히 풍부하므로 자산축소를 더 지속할 수 있다고 주장. 다만 Scarce Reserves 복귀보다는 Ample Reserves 안에서 불필요한 초과분을 줄여나가야 함 - 방안: QT 지속, 포트폴리오 만기 단축, 단기국채 중심 구성
Kevin Warsh (연준 의장 지명자)	점진적 축소	- 대규모 QE와 영구적으로 큰 대차대조표를 강하게 비판. 금리정책이 기본 수단이어야 하며, 대차대조표가 재정정책 영역을 침범해서는 안 된다는 입장 - 방안: 대차대조표 정책 재검토, QE 후유증 축소, 연준 역할 제한
Michelle Bowman (연준 금융감독 부의장)	점진적 축소	- 은행들이 LCR, 내부 스트레스 테스트, 대출창구 낙인 때문에 HQLA와 준비금을 과도하게 보유한다고 지적. 이 때문에 연준이 더 큰 대차대조표를 유지하게 됨 - 방안: LCR 재 정비, 재할인 창구 재 정비, 낙인효과 제거
John Williams (뉴욕 연은 총재)	유지	- 준비금 수요는 비선형적이고 불확실하므로, 시장·레포금리·결제 흐름을 보며 Ample Level 수준을 관리해야 함 - 방안: IORB, ON RRP, SRF 활성화, RMP
Jerome Powell (연준 의장)	유지	- Ample Reserves 체제가 정책금리 통제, 금융안정, 지급결제 안정에 효과적이라고 평가. 대차대조표 정상화에는 동의하나, 준비금이 Ample Level보다 다소 높은 수준에 있는 것이 적절 - 방안: RMP, SRF 및 재할인 창구 활성화
Beth Hammack (클리블랜드 연은 총재)	유지	- 준비금이 Abundant 영역에 장기간 머무르면 담보가 연준에 묶이고, IORB 비용이 커지며, 시장 왜곡과 레버리지 거래를 자극할 수 있다고 봄 - 방안: SRF 강화, 중앙청산, 준비금 재분배 개선
Stephen Miran (연준 이사)	적극적인 축소	- 대차대조표가 작을수록 시장왜곡, 재정정책 관여, IORB 비용, 손실 문제가 줄어든다고 주장. 그러나 Scarce Reserves 복귀가 아니라 준비금 수요를 낮춰 Ample Reserves 유지 선호 - 방안: LCR 완화, 내부 유동성 테스트 조정, 낙인효과 제거, 딜러 증개능력 개선

자료: 한화투자증권 리서치센터

V. 대차대조표 정책이 금리에 미치는 영향

대차대조표는
결국 축소될 전망

대차대조표는 단기자금시장이 흔들리지 않는 한 결국에는 축소될 공산이 크다. 대차대조표 유지를 선호하는 인사들도 Ample System이 유지된다면 자산 규모를 줄이는 것에 크게 반대하지 않는다. 관건은 구조적으로 준비금 수요를 악화시키는 것인데, 2025년 SRF 이용실적 증가를 보면 아직까지는 연준의 제도 정비 방향성에 큰 문제는 없어 보인다.

다만, 정책 변경은

또한, 대차대조표 정책의 변경에는 충분한 논의가 있어야 하고 장기적 관점에서 진행되어야 한다는 점에서는 Miran 같은 극단적인 인사를 포함 연준 모두가 동의하는 부분이다.

모두가 신중하게
진행되어야 함에 동의

Warsh 지명자도 대차대조표 정책 변경에 따른 장기금리 급등 우려에 대해서는 인정했다. 대차대조표 축소 정책은 공개적으로 논의되고, 충분히 사전에 소통이 있어야 함을 강조한다. 대차대조표 축소는 장기적 프로젝트라는 것이다. “18년 동안 누적된 문제를 18분 만에 해결할 수는 없다”는 것이 그의 설명이다.

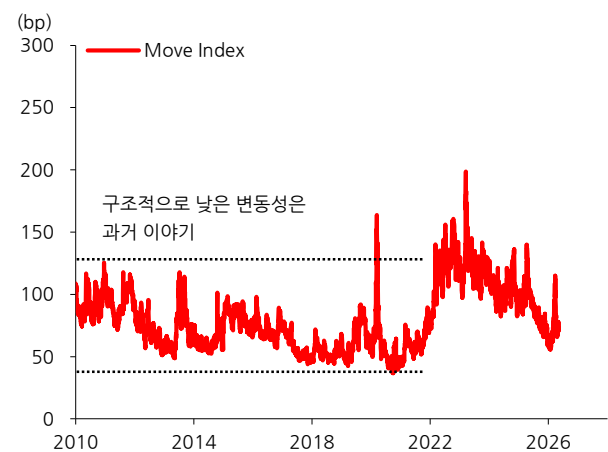
대차대조표가 축소되면
장기금리는 구조적 상승
압력에 노출되고,

현재 진행 중인 자산 포트폴리오 조정과 향후 있을 대차대조표 정책 변경은 필연적으로 장기금리의 상승과 단기자금시장 변동성을 키운다. 두 정책은 ‘연준이 시장에 들어가는 것이 아닌 시장이 연준으로 와야 한다.’는 목표를 공유한다. 시장의 영향력 축소는 장기금리의 인위적 하방 압력 제거, 시장개입을 통한 금융시장 안정이 아닌 최종 대부자 역할 강화를 의미한다.

시장 변동성 확대도
불가피

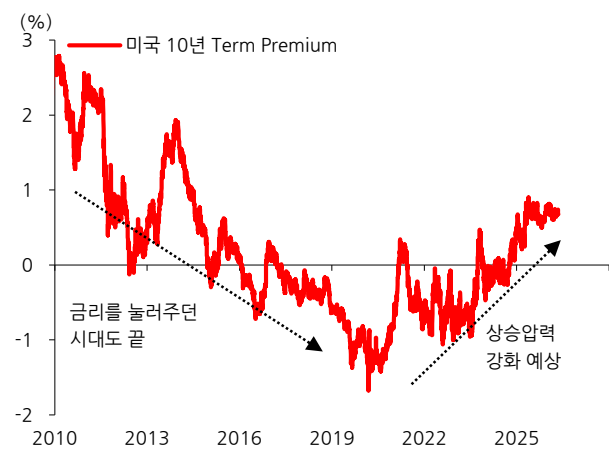
아무리 최종 대부자 시스템이 원활하게 작동되고, 시장이 대출 창구 이용에 거리낌이 없어지더라도 시장 개입보다는 변동성을 제어하는 데 시간이 조금은 더 걸릴 수밖에 없다.

[그림42] 개입 최소화 + 대부자 역할 강화, 변동성 확대는 불가피



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 장기금리는 구조적으로 상승 압력에 노출될 전망



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

◎ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

◎ GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by [Licensee].
