

4. 美 Repo 금리 급등 및 연준 QT 조기 중단 가능성 점검

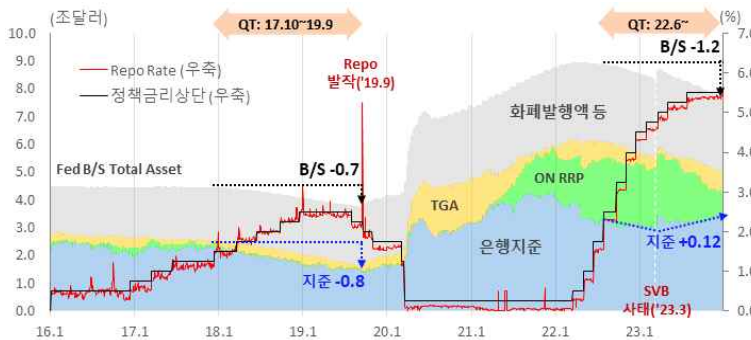
(국제국 외환시장팀)

1. 연준에 예치된 ON RRP(Overnight Reverse Repo) 잔액이 23년 하반기 들어 급감¹⁾하고 11.30일 이후 ON Repo 금리가 정책금리 상단을 수 차례 상회²⁾했다. 따라서 현재의 유동성 상황을 점검하고 리스크 요인과 그 파급경로를 살펴볼 필요가 있다.

2. 우선 美 단기자금시장의 유동성은 여전히 충분하고 단기간내 Repo 금리 급등 우려는 과도해 보인다. 첫 번째 QT(17.10~19.9월) 중에는 연준의 B/S 축소에 따라 은행지준이 동반 감소했다(QT -\$0.7조, 지준 -\$0.8조). 반면 지금은 지준이 QT가 시작된 22.6월 직전 수준보다도 증가한 상황이다(22.6~23.12월: QT -\$1.2조, 지준 +\$0.1조). 12월 FOMC에서 Powell 의장은 현 지준(\$3.4조) 규모가 충분하다는 점을 명확히 했고, 월가 견해도 연준과 비슷해 보인다. 또한 21.7월 신설된 Standing Repo Facility 등 금융안전망(backstop)이 강화된 점도 Repo 금리 급등 가능성을 낮추는 요인이다.

3. 연준의 B/S 축소 지속에도 은행 유동성 사정이 양호한 것은 초과 유동성을 배경으로 한 MMF의 적극적인 자금증가에 힘입은 바 크며, BTFP를 통한 유동성 공급도 영향을 미쳤다. MMF가 수익률 제고 목적으로 T-bill 매입 및 Repo 운용을 위해 RRP 예치금을 인출하여 금융시장에 공급한 규모가 22.6~23.12월중 1.18조달러로 연준의 총 QT 규모 1.25조달러와 비슷하다. 아울러 연준이 BTFP(Bank Term Funding Program, 23.3월 도입)를 통해 은행에 공급한 0.14조달러가 지준 증가에 기여하였다.

<연준 B/S, 지준 및 RRP 추이 : 17~19년 QT vs 현재 QT>



<RRP 잔액 및 T-bill 발행잔액>



자료: Federal Reserve Bank

4. MMF의 자금증개 과정에서 헤지펀드의 현·선물 베이시스 거래(basis trade)가 급증했다. 자산운용사가 연준의 금리인상 사이클 후반으로 갈수록 이자를 높은 수준에서 고정시키고자 국채선물 매입을 늘리며, 그 결과 선물이 국채현물보다 고평가된다. 이에 헤지펀드는 선물을 매도하고 Repo로 자금을 조달하여 저평가된 현물을 매입하는데 수익률 극대화를 위해 레버리지를 공격적으로 일으킨다.³⁾ 23.12월 현재 헤지펀드의 선물 매도잔액은 0.8조달러에 달하며 전고점(19년 \$0.6조)을 이미 넘어섰다.

1) '23.12.27일 ON RRP 잔액은 0.82조달러로 '23.4월 2.3조달러 대비 1.5조달러 감소했다.

2) 정책금리 상단(5.50%) vs 장중 고점('23.11.30일 5.54%, 12.27일 5.53%, 12.29일 5.75%)

3) BOE 금융안정보고서('23.12월)에서 5년물 국채선물의 레버리지 비율(contract price ÷ initial margin)이 팬데믹 직전 175배에서 현재 70배 수준으로 낮아졌지만 여전히 높다고 우려했다. FT('23.9월)는 현물국채 담보부 Repo 조달 레버리지가 100배 이상인 경우도 있다고 보도했다.

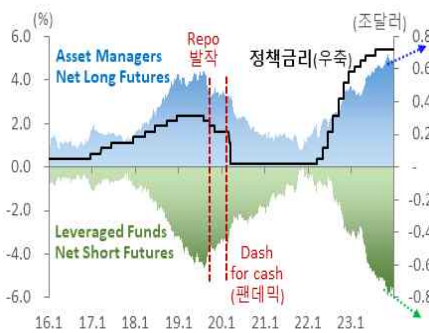
5. 월가의 전망에 따르면 ON RRP 잔액이 올해 상반기중 “적정 하한 수준”⁴⁾에 도달하고, 은행 기준은 이르면 24.4분기(Primary Dealer 기준, 자산운용사는 ‘25.2분기) 중 “충분한 적정 기준+ α ” 수준에 도달하면서 이때 QT가 종료⁵⁾될 가능성이 크다. 금년 들어서도 연준 QT, 재무부의 T-bill·국채 순발행 및 헤지펀드 등의 Repo 수요가 지속되면서 RRP 잔액이 계속 줄어들고 조만간 은행 기준 감소가 예상된다.

6. 하지만 일각에서는 금년 상반기중 QT 조기 중단 가능성도 배제하지 않고 있다. 뉴욕 연준의 서베이 결과가 보여주듯 “충분한 적정 기준” 수준이 불확실한 데다 시장상황에 따라 가변적이고, 헤지펀드의 대규모 베이스 거래에 따른 구조적 취약성과 일단 예상되면 미리 움직이는 시장의 속성 등을 고려하면 경계감을 늦추기 어렵다. 또한 기준의 대형은행 편중 및 3월 종료 예정인 BTFP의 대출잔액 최고치 경신(0.14조달러, ‘23.12.27일)도 Repo 시장에 대한 새로운 스트레스 가능성을 예고한다고 보고 있다.

7. 특히 그간 누증된 국채 공급, RRP 잔액 감소와 Repo 금리 상승 등이 고 레버리지 헤지펀드들에게는 베이스 거래 청산 압박요인이 될 수 있다. ㉠ Repo 금리가 급등할 경우 레버리지가 높은 헤지펀드들은 기존 베이스 거래 포지션(선물매도 & 현물매입 누증)에서 평가손실이 급증하면서 손절성 청산의 악순환(선물매수 & 현물매도 → 현물 저평가 심화 → 베이스 확대 → 평가손실 확대 → 손절 가속화)에 빠질 수 있다. ㉡ 시장변동성이 급격히 커지면 국채선물 마진 및 현물국채 haircut 상승⁶⁾ 등으로 ON Repo 차환이 어려워지고 현금 수요가 증가한다. 이로 인해 Repo 금리가 더욱 급등하고 현금 확보를 위한 현물국채 투매(dash for cash) 현상이 나타나는 등 Repo 시장 경색이 금융시장 전반으로 빠르게 전이될 가능성도 배제하기 어렵다.

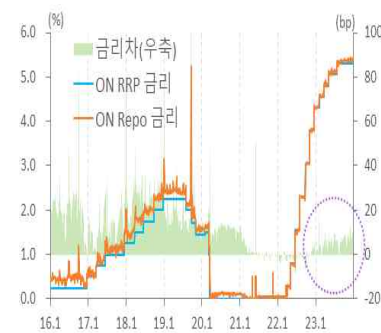
8. 종합하면 QT 과정에서 단기자금시장의 혼란이 촉발될 가능성은 낮지만, 앞서 살펴본 바와 같이 시장의 여유 유동성이 줄어들면서 시간이 갈수록 시장의 경계감이 커질 것으로 보인다. 만일 예상외로 美 단기자금시장 경색 및 국채시장 전이가 현실화될 경우 국내 외화자금시장에도 부정적 영향을 미칠 수 있는 만큼 앞으로 미국 유동성 상황 변화를 주의 깊게 모니터링할 필요가 있다.

<연준 금리 및 국채선물 포지션¹⁾>



주: 1) 2년·5년·10년·30년물 기준
자료: Bloomberg

<RRP 및 Repo 금리>



자료: Bloomberg

<대형·소형 은행의 기준 비중>



자료: Morgan Stanley

4) Powell 의장은 RRP 잔액이 일정 수준에서 안정되고 이후 은행 기준 감소가 시작될 것이라고 언급했다. 투자은행들도 RRP 잔액이 0이 되면 금리 변동성이 과도하게 커질 수 있어 일정 수준 이상 유지될 필요가 있다고 본다.

5) 이르면 1월 FOMC에서 QT 속도완화 논의가 시작되고, QT Tapering → 종료 순으로 진행될 것으로 예상된다.

6) 거래소·청산소는 시장변동성이 커지면 결제리스크 증대에 대응하여 증거금 및 haircut 비율을 높이는 등 위험관리를 강화한다. CME는 팬데믹 당시 국채선물 2년물 유지증거금을 계약(20만달러)당 500에서 750달러로 상향조정하였다. 증거금이 높아지면 헤지펀드들은 현금을 추가로 납입하거나 기존 포지션을 청산해야 한다.