

미 연준의 자산축소가 미국 금리에 미치는 영향*

연구위원 주현수

미 연준은 2017년 6월 14일 FOMC 회의결과를 발표하면서 향후 자산축소에 대한 계획을 밝힌바 있다. 미 연준은 자산축소 개시 시점에 국채, 정부 보증기관 채권, MBS 등의 만기도래 시 재투자를 점진적으로 줄여 자산축소 개시 1년 이후에는 재투자하지 않는 규모가 월 500억 달러가 될 것이라고 언급하였다. 자산축소가 진행될 경우 연준의 기존 미 국채 매입방식과 국채 잔액추이 및 발행비중을 감안할 때 10년물뿐만 아니라 2년물 및 3년물 등의 상대적으로 만기가 짧은 미 국채 수익률에도 영향을 미칠 것으로 보인다.

서론

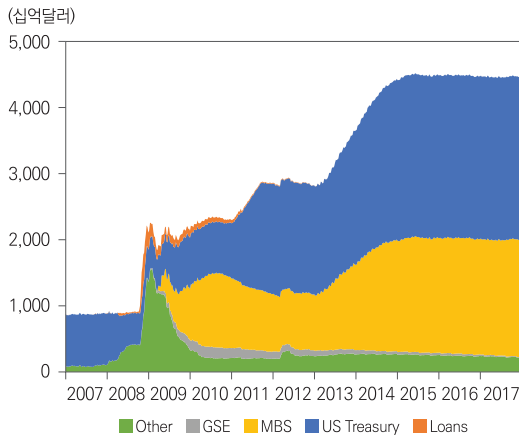
미국의 경기회복이 완만한 속도로 지속되면서 미 연준은 통화정책의 정상화를 위해 2015년 이후 4차례에 걸쳐 금리인상을 단행하였으며, 2017년 6월 FOMC 회의 결과를 발표하면서 미 연준이 보유하고 있는 자산에 대한 축소계획을 공개하였다. 비록 자산축소 개시 시점을 명확하게 밝히지는 않았으나 자산축소는 만기가 도래하는 국채 및 MBS의 재투자를 점진적으로 축소하는 방향으로 진행될 것임을 제시하였다. 본고에서는 미 연준의 자산 현황 및 자산축소 과정과 자산축소에 따른 미 국채 수익률의 상승이 기간구조의 측면에서 어떻게 영향을 미칠 것인지에 대해 논의한다.

양적완화 이후 연준의 자산변화 추이

글로벌 금융위기 당시 미 연준은 금융기관에 대한 유동성 공급조치와 정책금리 인하를 통해 시장안정을 도모하였으며, 그 이후에도 금융시장 불안이 지속되면서 세 차례에 걸친 양적완화를 통해 금융시장에 유동성을 지원한 바 있다. 양적완화를 통해 미 연준은 꾸준히 국채, 정부 보증기관(Government-Sponsored Enterprise: GSE) 채권, MBS 등을 시장에서 매입하였으며 그 결과 미 연준의 자산규모가 3차에 걸친 양적완화 조치 종료 시점에 약 4.5조달러에 이를 정도로 급격하게 증가하였다. 그러나 이러한 채권 매입을 통한 유동성 공급으로 인플레이션에 대한 우려가 유발되었고 이를 해결하기 위해 미 연준은 지불준비금에 대해 이자를 제공하는 방식으로 초과 유동성을 흡수하였다.

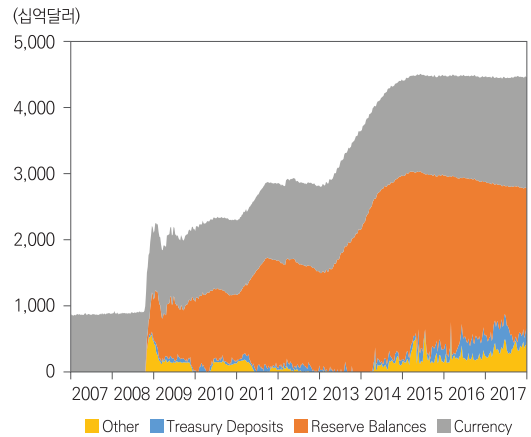
* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

〈그림 1〉 미 연준의 자산규모 추이



자료: FRB

〈그림 2〉 미 연준의 부채규모 추이



그 결과 〈그림 1〉과 〈그림 2〉에서 보는 바와 같이, 양적완화 기간 동안 미 연준의 자산규모 및 부채 규모는 크게 증가하였다. 먼저 자산 측면에서는 미 연준이 주로 매입한 미 국채 및 MBS의 보유규모가 큰 폭으로 증가하였다. 다음으로 부채 항목을 살펴보면 크게 두 가지 특징이 있는데, 우선 금융위기 이후 미국 예금은행의 지불준비금(reserve balances) 예치규모가 큰 폭으로 확대되었다는 점이다. 특히 2017년 6월 21일 현재 지불준비금 중에서도 초과지불준비금이 차지하는 비중은 약 94.3%로 부채항목 중 초과지불준비금이 대부분을 차지하고 있다. 두 번째 특징은 미 달러화(currency)의 공급이 꾸준히 증가하고 있다는 점이다. 2007년초 9,585억달러 규모였던 미달러화 잔액규모는 꾸준한 증가세를 보이며 2017년 6월말에는 1.68조달러까지 늘어났다.

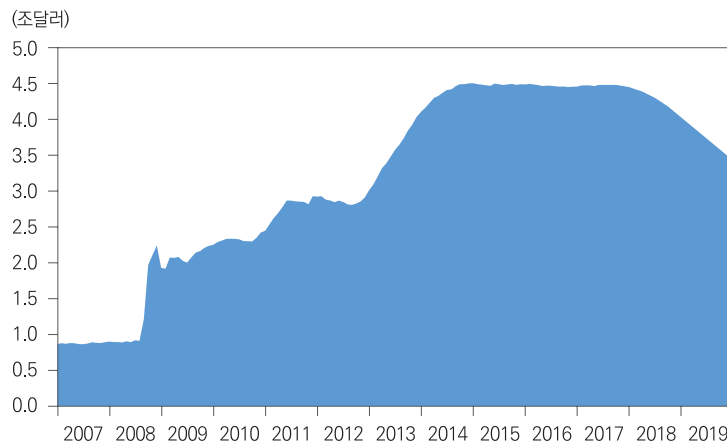
연준의 자산축소 계획 및 전망

미 연준은 2015년 12월 이후 4차례에 걸친 정책금리 인상을 이어가고 있는 가운데 2017년 6월 14일 발표한 FOMC 회의 결과 자료에서는 2017년 하반기 중 연준의 자산규모 축소를 개시할 것이라고 언급하였으며 자산축소 방식에 대한 개략적인 방향을 제시하였다.¹⁾ 미 연준은 자산축소를 개시하는 시점부터 점진적으로 만기도래하는 자산의 재투자 규모를 축소하는 방식으로 자산 규모를 줄여나갈 것이라고 밝히면서, 개시 시점에 국채 60억달러, 연방기관 채권 및 MBS 40억달러 한도로 재투자하지 않는 규모를 설정하고 3개월마다 이를 조금씩 늘려나갈 것이라고 밝혔다. 조금 더 구체적으로 살펴보면 국채의 경우 만기 도래시 월간 60억달러 한도로 재투자하지 않고 이러한 한도를 3개월마다 60억달러씩 추가하여 12개월 이후에는 월간 300억달러 수준까지 재투자하지 않는 규모를 확대하는 방식이다. 연

1) FRB, 2017, "Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans", Board of Governors of the Federal Reserve System, June 14.

방기관 채권 및 MBS의 경우 처음에는 월간 40억달러 한도로 재투자하지 않고 3개월마다 이 한도를 40억달러씩 추가하여 12개월 이후에는 월간 200억달러 수준까지 재투자하지 않는 규모를 확대하는 방침을 제시하였다. 따라서, 처음 자산축소를 개시하는 시점에서 월간 100억달러 규모로 재투자하지 않는 한도를 설정하고 3개월마다 이 한도를 100억달러씩 확대하여 12개월 이후에는 재투자하지 않는 한도가 월 500억달러까지 확대된다. 이에 따라 자산축소 개시 시점을 2017년 9월이라고 가정한다면, 미연준의 자산규모는 <그림 3>과 같이 2018년말 약 4.02조달러, 2019년말 약 3.42조달러 수준까지 자산규모가 축소될 것으로 전망된다.

<그림 3> 미 연준 자산규모 축소전망



주 : 자산축소 시점을 2017년 9월로 가정하고 미 연준의 재투자 축소한도를 차감하여 자산규모를 계산
 자료: FRB, 자본시장연구원 추산

향후 자산축소가 완결되는 시점의 자산 규모는 2008년 이전 미 연준의 부채항목의 대부분이 <그림 2>에서 보는 바와 같이 미 달러화 잔액이었다는 점을 감안한다면 현재 미 달러화 잔액 수준에 법정지불준비금 규모를 합산한 수준까지 축소될 가능성이 있다. Powell(2017)은 부채항목에서 달러화 공급이 꾸준히 증가하고 있다는 점을 지적하면서 향후 자산축소 완료 이후 미 연준의 자산규모는 이를 반영하여 2022년 약 2.4조달러 수준까지 축소될 것으로 전망하였다.²⁾

미 연준의 자산축소가 금리에 미치는 영향

미 연준의 자산축소가 개시될 경우 금리에 미치는 영향을 검토하기 위해서는 먼저 미 연준 공개시장계정(System Open Market Account: SOMA)의 재투자방식을 살펴볼 필요가 있다. 미 연준은 양적완

2) Powell, Jerome H., 2017, "Thoughts on the Normalization of Monetary Policy", The Economic Club of New York, Federal Reserve Board of Governors, June 1.

화 시행과정에서는 유통시장에서 채권을 매입하였으나, 매입한 채권의 만기가 도래하고 이를 재투자할 때에는 미 재무부의 만기별 발행비중만큼 SOMA에서 국채를 매입하였다. 예를 들어 10억달러 규모의 채권이 만기도래 시점에 미 재무부가 2년, 3년, 5년, 10년 만기물을 각각 100억달러씩 발행한다고 가정하면, 이때 미 연준은 10억달러를 만기별로 각 2.5억달러씩 매입하는 것이다. 이때 연준은 국채경매에 참여하여 국채를 매입하는 것이 아니라 SOMA의 매입 규모만큼 미 재무부가 국채를 추가적으로 발행하였다.³⁾ 이에 따라 미 재무부의 국채 발행시 SOMA 계정에서 매입한 국채규모를 살펴보면, <표 1>에서 보듯이 다양한 만기의 채권을 매입하고 있다.⁴⁾ 2016년 이후 미 연준의 재투자에서 2년 만기 및 3년 만기 국채가 차지하는 비중이 30~40%에 달하고 있다. 이와 같은 재투자 방식이 자산 축소 과정에서도 지속된다면 시장에서 예상하는 바와 같이 장기물 중심으로 재투자가 진행되는 경우와 비교하여 미국채 중 장기물 매입둔화는 작은 수준이 될 것으로 보인다. 자산 축소 이후 매입규모는 결국 미 재무부의 만기별 발행비중 및 발행규모에 의해 좌우될 것이다. MBS의 경우 Fannie Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae에서 보증을 수행하는 MBS를 대상으로 재투자가 가능하며, 주로 신규 발행되는 MBS를 매입한다. 국채의 경우 국채 발행규모 및 종류가 사전에 정해지고 SOMA 계정에 편입되는 규모를 재무부가 추가적으로 발행하는 반면, MBS의 경우 개별 재투자 시점마다 발행되는 MBS의 만기가 다양하기 때문에 시장에서 직접 매입하게 된다.

<표 1> SOMA의 만기별 발행채권 매입규모 추이

(단위: 10억달러)

	2년 만기	3년 만기	5년 만기	7년 만기	10년 만기	30년 만기
2009	3.71	5.49	3.52	2.67	3.43	2.15
2010	13.47	16.97	13.32	10.41	11.78	6.88
2011	16.59	7.61	16.96	13.75	7.90	4.47
2012	4.42	18.48	4.85	3.66	12.96	8.19
2013	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2014	0.12	0.03	0.12	0.10	0.04	0.05
2015	0.15	1.15	0.19	0.11	1.15	0.77
2016	49.24	16.76	56.20	45.50	23.11	13.63
2017	23.11	12.23	24.24	19.96	15.01	8.42

주 : 미 국채 발행시 SOMA에 배정된 만기별 국채 규모를 의미, 2017년은 2017년 6월 15일까지의 자료를 합산하여 계산
 자료: U.S. Treasury

3) Federal Reserve Bank of New York, 2016, "FAQs: Treasury Rollovers".

4) <표 1>에서 2013~2015년 중 재투자가 거의 이루어지지 않은 이유는 자산만기 연장 프로그램(Maturity Extension Program)과 관련이 있다. 이 기간 중 미 연준은 양적완화조치로 인해 SOMA에 편입된 미 국채 중 2016년 2월 이전 만기가 도래하는 거의 모든 채권을 다른 채권으로 재매입하였으며, 그 결과 2013~2015년 중 만기가 도래하는 채권이 거의 존재하지 않아 SOMA 계정에서 재투자가 거의 이루어지지 않았다.

미 연준의 자산축소는 자산간의 편입비중을 조정하는 관점에서 발생하는 효과가 있다. 자산축소는 미 국채와 MBS의 재투자를 줄여나가는 방식으로 진행되는데 MBS에 대한 미 연준의 매입규모가 줄어들면 민간 부문에 공급되는 MBS의 초과공급이 발생하고 이는 MBS 가격의 하락 및 수익률 상승으로 나타나게 된다. 민간부문 입장에서는 MBS 가격의 변화에 따라 포트폴리오를 재구성하게 되는데 이는 가격이 하락한 MBS에 대한 수요 증가 및 미 국채에 대한 수요 감소로 나타난다. 따라서 미 국채에 대한 수요 감소는 공급측면에 특별한 변화가 없는 경우 가격 하락을 야기하고 수익률 상승으로 이어지게 된다. 다음으로 국채의 만기별 발행비중 측면에서 보면 상대적으로 발행규모가 큰 미 국채의 가격 변동성이 높아질 수 있다. 예를 들어 2년 만기 국채의 발행비중이 높다면 자산축소시 2년 만기 국채를 매입하지 않는 규모 또한 상대적으로 커져 해당 국채에 대한 과잉공급규모가 증가할 것이다. 미 국채의 만기별 발행규모는 2015년 이후 월평균 기준으로 10년물이 224억달러인 반면 2년물 281억달러, 3년물 250억달러로 오히려 더 크다. 또한 유통시장에서의 일평균 거래량을 살펴보면 잔존만기 3년 이하는 1,609억달러, 6~11년은 1,169억달러로 나타나 발행규모는 거래량에 비해 비중이 높지 않은 것으로 판단된다.

자산축소와 관련하여 시장에서는 장기금리에 미치는 영향에 관심을 가지고 살피는 것으로 보인다. 그러나 앞에서 본 바와 같이 기존 재투자 방식을 보면 단기물의 비중이 상대적으로 높다는 점, MBS의 재투자 축소로 인해 민간 부문에서 포트폴리오 조정으로 인한 미 국채 수익률이 상승할 수 있다는 점, 만기별 발행비중을 보면 10년물에 비해 2년물 및 3년물의 비중이 낮지 않다는 점을 감안하면 장기금리의 상승뿐만 아니라 상대적으로 만기가 짧은 채권의 수익률도 영향을 받을 것으로 보인다. 따라서 미 국채의 금리 기간구조는 전체적으로 상향조정될 가능성이 높은 것으로 전망된다.