

최근 연준 정책금리 하한 강화에 관한 논의 내용

1. 최근 연준 정책금리 하한(floor) 강화 관련 주요 이슈

- 연준의 정책금리가 제로 금리를 유지하고 있는 상황에서는 별 문제가 되고 있지 있으나 내년도에 통화정책 정상화를 시작할 경우 현재의 정책수단만으로는 정책금리를 목표 범위*내로 유지하기 어려울 것이라는 우려가 꾸준히 제기

* 연준은 ‘통화정책 정상화 원칙 및 계획’(9.17일 공표)을 통해 초과기준 금리(IOER)를 상한으로, ON RRP 금리를 하한으로 설정하여 정책금리를 인상할 계획임을 밝힌 바 있음

- 이에 따라 연준은 ON RRP(ON RRP) 참가기관 확대 및 ‘분리현금계정(Segregated Cash Account, SCA)’ 도입을 검토하는 등 정책금리 하한을 강화하기 위한 방안을 강구중인 것으로 알려짐

- ① [ON RRP 참가기관 확대] 지난 11.12일 뉴욕 연준은 현재 시범실시(2013.9.23~2015.1.30일)하고 있는 ON RRP의 참가기관*을 확대할 방침을 공표

* 현재 140개 기관(primary dealer 22개, 은행 18개, GSE 6개 및 MMF 94개)

- 자격요건을 갖춘 금융회사들로부터 금년 11~12월중 신청을 받아 2015.1/4분기중에 참가기관을 추가로 선정할 계획

ON RRP 거래 참가자격

	은행	GSE ¹⁾	MMF
자격요건	- 최근 3개월 총자산 300억달러 이상 또는 지급준비금 100억달러 이상 보유	- 최근 3개월 일평균 Reverse RP거래 잔액이 10억달러 이상 보유	- 최근 6개월 순자산 50억달러 이상 보유

주 : 1) FHLBs 4개, Freddie Mac 및 Fannie Mae

② **[분리현금계정(SCA) 도입]** 11.19일 공개된 10월 FOMC 의사록에 따르면 뉴욕 연준의 Simon Potter 부총재(SOMA Manager)가 향후 통화정책 정상화 과정에서 ‘분리현금계정’을 보조적 수단으로 추가 활용하는 방안*에 대해 위원들에게 보고한 것으로 알려짐

* Finally, the manager reported on potential arrangements that would allow depository institutions to pledge funds held in a segregated account at the Federal Reserve as collateral in borrowing transactions with private creditors and would provide an additional supplementary tool during policy normalization; the manager noted possible next steps that the staff could potentially undertake to investigate the issues related to such arrangements.

<참 고>

연준 SCA의 거래구조*

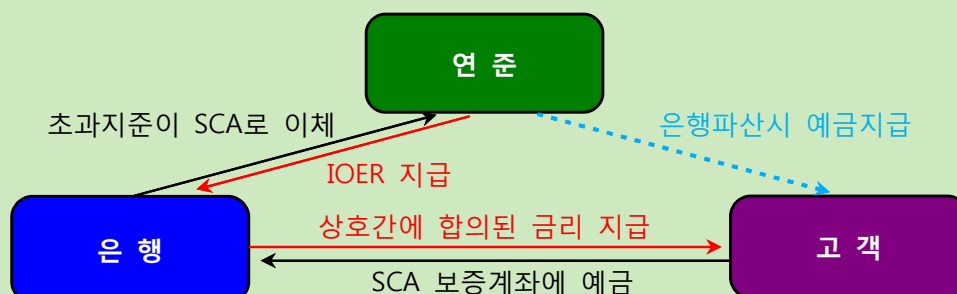
* 연준은 아직까지 도입시기, 거래상대방 및 규모 등 구체적 방안을 공표하지 않았으나 지난 2012.11월 뉴욕 연준의 James McAndrews 부총재가 SCA 도입방안에 대해 발표한 자료가 있어 동 자료를 참조

■ 고객(정부, 금융회사 및 개인 등)이 은행의 SCA 지정 계좌에 예금하면 은행초과지준으로부터 동 금액만큼의 자금이 연준의 SCA로 자동 이체

○ 은행은 연준과 고객간 중개자(conduit)로서의 역할만 수행할 뿐 동 자금을 대해 어떠한 재량권도 가지고 있지 않음

■ 은행이 파산하는 경우 고객은 연준으로부터 직접 자금을 지급받으므로 신용리스크를 부담하지 않음

■ 은행은 연준으로부터 IOER(현재 25bp)을 지급받으며 SCA 금리는 은행과 고객간 상호 협의하에 결정



2. 주요 이슈에 대한 시장평가

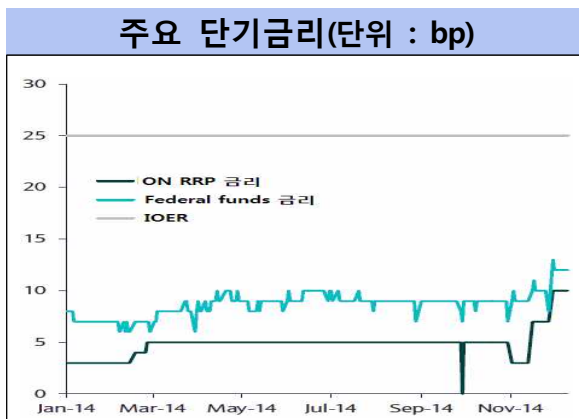
F4 ON RRP 참가기관 확대

□ 시장에서는 연준의 ON RRP 참가기관 확대 발표를 두고 현재 ON RRP 금리가 정책금리 하한(floor)으로서의 역할을 비교적 충실히 수행하고 있지만 향후 통화정책 정상화 과정에서는 이러한 역할이 약화될 수도 있다는 우려가 반영된 결과로 해석

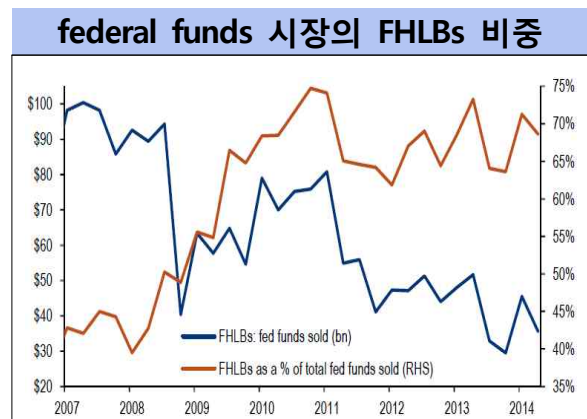
○ 현재 federal funds 시장의 전체 자금공급액(일평균 약 600억달러) 가운데 약 70%의 압도적인 점유율을 보이고 있는 12개 FHLBs(Federal Home Loan Banks)*중에서 4개 은행만이 ON RRP 거래 대상기관으로 참가

* 1932년 연방주택은행법에 의해 설립된 GSE로 12개의 지역은행으로 구성되어 있으며 채권발행으로 조달한 자금을 가맹은행들(약 7,600개)에게 공급함으로써 이들 은행들의 주택담보대출을 지원. 예금은행이 아니어서 IOER을 지급받을 수 없음

— 나머지 8개 비참가은행들은 단기여유자금을 federal funds 시장에서 낮은 금리로 공급하거나 또는 무이자로 연준에 예치할 수밖에 없어 federal funds 금리가 ON RRP 금리 아래로 하락할 가능성이 상존



자료 : Barclays(12.12일)



자료 : BAML(11.21일)

○ 이에 따라 연준은 더 많은 FHLBs가 ON RRP 거래에 참가할 경우 이들 은행들이 federal funds 시장에 대규모 자금을 낮은 금리로 공급할 가능성이 줄어들므로 federal funds 금리가 ON RRP 금리 아래로 하락할 위험이 어느 정도 축소될 것으로 기대(BAML, 11.12일)

* GSE의 ON RRP 참가자격을 고려할 때 대략 4~6개의 FHLBs가 대상기관에 추가로 포함될 수 있을 것으로 예상

FHLBs의 Reverse RP 및 Federal funds 거래규모¹⁾

(십억달러)

	Reverse RP	Fed funds	기 타 ²⁾
ON RRP 대상(4개)			
보스턴	5.5	5.4	
시카고			10.5
신시내티		2.6	8.4
디모인	9.6	3.9	
ON RRP 비대상(8개)			
애틀랜타	2.0	8.3	
댈러스	1.0	1.7	
인디애나폴리스			3.2
뉴욕	1.3	17.0	
피츠버그			6.0
샌프란시스코	1.4	10.4	
시애틀	1.5	1.7	
토피카	0.4	1.5	

주 : 1) 2014.3/4 평균 추정치
자료 : BAML(11.12일)

2) Reverse RP 및 Fed funds의 평균

□ 그러나 연준이 ON RRP 대상기관을 확대하더라도 정책금리 하한이 어느 정도로 강화될 수 있을 지에 관해서는 아직까지 명확하지 않다는 것이 시장의 공통된 인식

○ 전체 ON RRP 거래규모에서 GSE가 차지하는 비중은 평균 15% 정도로 입찰 참가율이 높지 않은 데다 지난 9.22일부터는 총입찰한도가 3,000억달러로 제한되어 동 한도를 초과한 자금이 federal funds 시장에서 ON RRP 금리보다 낮은 금리로 거래될 가능성이 여전히 존재

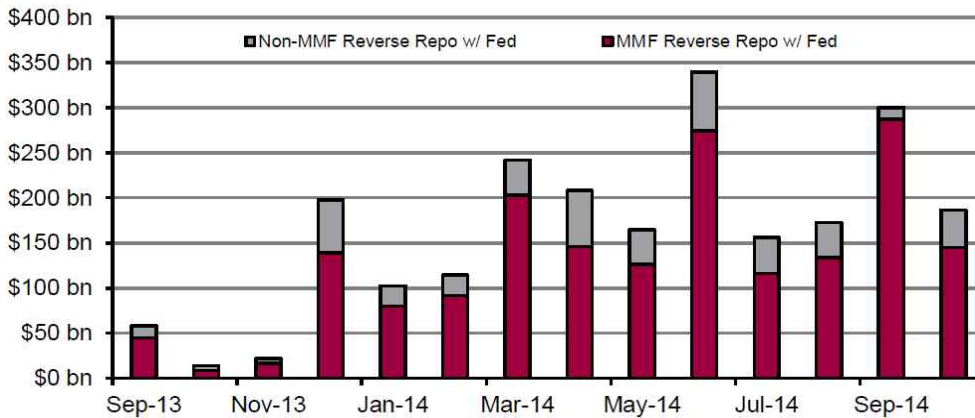
○ 또한, FHLBs가 ON RRP보다는 federal funds 거래를 상대적으로 선호할 가능성이 큼

— 아직까지 federal funds 금리가 ON RRP 금리보다 4~5bp* 정도 높고 ON RRP 거래가 익일 오후 늦게(3:30pm) 자금을 반환하는 데 비해 federal funds 거래는 익일 오전에 자금을 돌려받을 수 있어 유동성 관리면에서 우월

* Barclays는 FHLBs의 ON RRP 활용 정도는 federal funds 금리와 ON RRP 금리 간 스프레드 수준에 상당한 영향을 받을 것으로 분석(11.14일)

- 한편, ON RRP 참가기관의 추가 확대로 정책금리 하한이 어느 정도 강화 되더라도 이는 federal funds 시장의 급격한 위축을 통해서 달성되는 점을 감안할 때 금리 강건성(robustness) 측면에서 논란의 소지가 있는 것으로 평가

참가기관별 ON RRP 거래금액



자료 : Credit Suisse(2014.12월)

㉔ 분리현금계정(Segregated Cash Account, SCA) 도입

- 시장에서는 연준이 아직까지 SCA에 관한 구체적인 도입방안을 공표하지 않아 평가하기 이르지만 기본적으로 정책금리 하한 강화에는 기여할 수 있을 것으로 평가
- FT는 FHLBs가 동일인 무담보 신용공여 한도 제약으로 그동안 주로 대형은행들에게 federal funds 자금을 공급해 왔는데 SCA와 같은 담보부 자금거래를 추가로 활용할 수 있을 경우 신용등급이 낮은 중·소형은행들과도 자금거래가 가능해져 더 이상 낮은 금리로 federal funds 자금을 과도하게 매도할 유인이 크게 감소할 것으로 예상(11.20일)

FHLBs의 동일인 무담보 신용공여 한도¹⁾(단위 : %)

거래상대방 신용등급	기한부(term) 대출한도	총신용한도 ²⁾
AAA 등급	15	30
AA 등급	14	28
A 등급	9	18
BBB 등급	3	6
BB 등급 이하	2	2

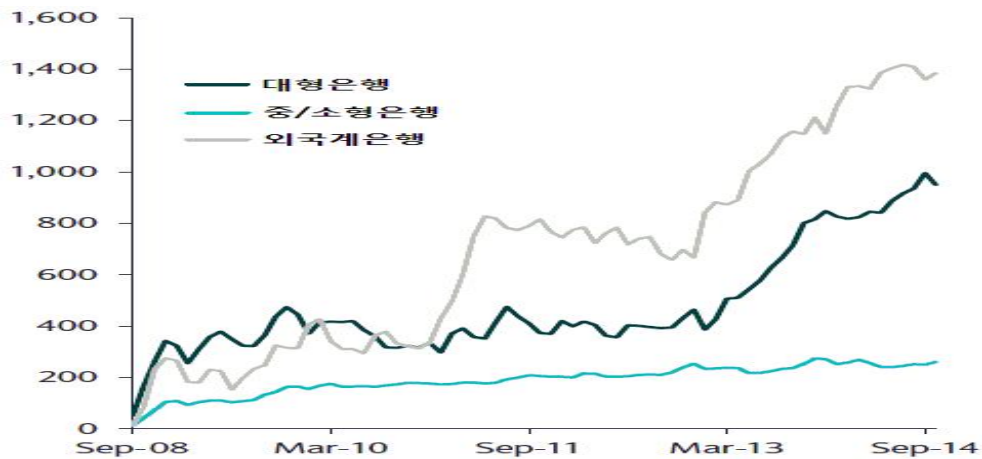
주 : 1) 자기자본 대비
자료 : FHFA

2) 익일몰(overnight) 대출 포함

- BAML도 SCA가 FHLBs의 잉여자금 흡수에 기여하여 정책금리 하한 강화에 유용한 수단이 될 것이라고 주장(12.10일)

- 그러나 상당수의 시장참가자들은 규제 등의 영향으로 은행들이 SCA를 통한 차익거래를 활발히 하지 못할 가능성을 지적하면서 향후 연준의 통화정책 정상화 과정에서 매우 유용하게 사용될지 여부는 아직까지 불확실하다고 평가
 - 대형은행의 경우 5% 이상의 레버리지 비율(SLR; Supplementary leverage ratio)을 준수해야 하는 데다 연방예금보험공사(FDIC)의 예금보험료 부담도 SCA 거래를 제약하는 요인으로 작용할 가능성
 - 또한, FDIC 예금보험료 부담이 전혀 없고 레버리지 규제 의무비율도 미국계 대형은행에 비해 적어 현재 IOER 차익거래의 대부분을 담당하고 있는 외국계 은행들도 향후 이들에 대한 미국내 규제가 강화될 것으로 예상되어 SCA를 통한 자금유치를 적극 실행에 옮기기 곤란할 것으로 평가(Morgan Stanley, 11.25일)
 - 이에 따라 상대적으로 규제 부담이 적은 중·소형은행들을 중심으로 SCA 거래가 활발히 이루어질 것으로 예상되지만 이들 은행들의 경우에는 담보로 활용가능한 지준보유규모가 크지 않은 문제점을 가지고 있음

은행형태별 지준보유규모(단위 : 십억달러)



자료 : Barclays(12.12일)

- 한편, 시장 일각에서는 이러한 정책금리 하한 강화를 위한 논의 자체가 연준이 정책금리 최초 인상시점을 결정하는 데 얼마간 영향을 미칠 수밖에 없을 것으로 예상
 - BAML은 SCA를 테스트하는데 어느 정도 시간이 필요하는 등 연준의 출구전략 수단들이 아직 준비가 완전히 갖춰지지 않은 점이 정책금리 최초 인상시점을 6월이 아닌 9월로 전망하게 만드는 주요 이유 중의 하나라고 주장(12.10일)