

연준의 단기 금리 인상은 왜, 언제, 어떤 방식으로 이루어질 것인가

본 보고서에서 사용한 모든 예제는 특정 상황에 대한 가정적 해석이며 오로지 설명의 목적으로만 사용되는 것입니다. 본 보고서의 견해는 오직 저자의 견해만을 반영하며 반드시 CME그룹이나 CME 그룹의 관계 기관의 견해를 반영하는 것이 아닙니다. 본 자료의 내용은 투자에 대한 조언이나 실제 시장에서 일어난 일의 결과로 받아들여선 안 됩니다.

우리는 양적 완화의 종료를 예상하고 향후 미국 통화 정책의 분석을 위한 기본 구조를 설정함에 있어 다음과 같은 기본적인 시나리오를 생각하고 있습니다. 즉, 연방준비위원회가 통화 정책의 목적과 적절한 사용에 관한 논의를 함에 따라 결과적으로 연방공개시장위원회(FOMC)가 조만간 단기 금리를 인상하는 쪽으로 방향을 틀면서 보다 전통적인, 평시의 정책 수립 접근 방식으로 복귀할 것이라는 점입니다. 우리는 현재 시장에서 FOMC의 첫 금리 인상이 당사의 기본적인 시나리오에 기초하기 보다는 데이터, 특히 노동 시장의 호전에 관한 데이터에 보다 더 기초할 것이라고 공통적으로 예상하고 있다는 점에 유의하고 있습니다. 현재로서는, 연방 기금 금리 선물 시장이 첫번째 금리 인상에 대한 결정이 2015년 중반에 있을 것이라는 것을 시사하고 있습니다(그림 1 참조). 물론 시장 참여자들은 그러한 결정 시점을 예상하려고 시도할 것이고, 이로 인해 채권, 주식 및 외환 시장은 실제 결정에 앞선 움직임을 보일 것입니다.

본 보고서는 다음과 같은 과정을 통하여 금리 결정에 관한 주요 이슈를 먼저 구조화하도록 구성되었습니다 :

- 먼저, 연준 금리 결정 정책의 동기를 알아보고,
- 다음으로는 금리 인상 결정이 현재 시장에서 예상하는 것보다 더 빨리 이루어질 수 있다는 당사의 견해를 강조하면서 첫번째 금리 결정 시점에 대한 여러 시나리오를 예상해 봅니다.

저희의 다음 단계는 금리 인상 이행 과정의 복잡성에 관심이 있는 독자들을 위한 것으로서, 양적 완화에 따른 의도하지 않은 각종 결과들을 보다 심층적으로 탐구합니다. 당사의 주요 결론은 다음과 같습니다 :

- 단기 금리의 인상을 조장하는 연준의 중요한 수단의 하나는 연준에서 보유한 초과 준비금에 대하여 지급되는 금리를 인상하는 것일 수 있습니다.
- 시장에서의 실제 연방 기금금리는 연준 보유 초과 준비금에 대한 금리보다 15-20 bp가 낮은 수준에서 거래될 수 있습니다. 즉, 초과 준비금에 대해 지급되는 금리가 현재의 25 베이시트 포인트에서 50 bp로 인상될 경우, 유효한 연방 기금 금리는 0.30%~0.35% 선에서 거래될 수 있다는 것을 의미합니다.
- 연준은 시장에서 형성되는 연방 기금 금리에 대한 목표치 범위를 25 bp 수준으로 유지하고 그 상한선은 초과 준비금에 대해 지급되는 금리 수준으로 정할 가능성이 큽니다.
- 연준은 유효 연방 기금 금리에 대한 목표 범위의 하한선을 의무 지불준비금에 대한 금리에 맞출 수도 있고 그렇지 않을 수도 있습니다.
- 연준은 어느 특정 금리가 아닌 단기 금리 전반에 영향을 미치려는 의도를 명확히 전달하기 위하여 주요 목표인 연방 기금 금리뿐만 아니라 단기 금리 전체 집합에 대한 수사 (rhetoric)를 확대하며 영향을 미치려 시도할 수 있습니다. 지적인 측면에서 볼 때 엘런의장은 노동 시장, 경제 및 금리에 관한 보다 폭넓은 시각을 선호하면서, 한가지 지표만을 사용하던 접근 방식을 벗어나 모든 관심 사항을 재어보는 쪽으로 연준을 이끌어 나가고 있습니다.

그림 1: CME 그룹 FedWatch 도구



출처 : CME 그룹 웹사이트.
cmegroup.com/trading/interest-rates/fed-funds.html

A. 경기 확장기의 통화 정책의 적절한 역할은 무엇인가

저희의 견해로는, 대부분의 연준 주시자(Fed-watchers)들이 사용하는 전형적인 고용-인플레이션간 트레이드 오프의 틀은 현재 연준 내외에서 논의 중인 보다 근본적인 질문, 즉 엘런의 연준 내부에서 진화 중인 철학의 핵심을 짜르고 FOMC의 정책 조치 시점과 중요한 관계가 있는 근본적인 질문에서 벗어나 있습니다. 즉, 비록 완만하지만 지속적인 경기 확장 상황에 있으면서 하약하지도, 곧 붕괴하지도 않을 것 같은 경제상황에서의 통화 정책의 적절한 역할은 무엇인가라는 질문을 말하는 것입니다. 당사의 기본 시나리오를 형성하는 이 대안적인 분석들은 노동 시장과 인플레이션의 호전 상태를 전제 조건으로 하지만 그 호전 범위는 사람들이 체감하는 것보다 훨씬 적은 수준입니다. FOMC는 미국의 실질 GDP가 최소한 연간 2% 수준 또는 그보다 조금 더 빠른 속도로 성장을 지속한다는 전제 하에, 단기 금리 인상 절차를 늦은 시점 보다는 더욱 일찌감치 시작하는 쪽으로 의견 일치를 이룰지도 모릅니다. 이것은 구체적인 임계값이 없이 완만한 속도이긴 해도 경제가 확장을 지속하므로 고용-인플레이션간 트레이드 오프의 기본틀에서 암시된 것 보다 더 달성이 용이한 경제적 장애물입니다.

이 사나리오 하에서는, FOMC의 금리 결정은 마이너스 단기 실질 금리(인플레이션을 감안한)의 채택을 비롯한 비상 정책은 확장되는 경제에 더 이상 적절하지 않다는

견해에 입각하여 이루어질 것입니다. 따라서, 저희는 신용 시장 긴축을 위한 연준의 모든 조치는 전반적인 근원 인플레이션율과 거의 일치하는 수준까지 단기 명목 금리를 아주 서서히 인상하는 방향으로 이행될 것이라고 예상합니다.

엘런의 연준이 경제 확장기에서의 통화 정책의 적절한 역할에 관해 논의하는 것이 왜 중요한지를 이해하기 위해서는 최근의 연준의 역사를 약간 이해할 필요가 있습니다. 핵심 주제는 버냉키의 연준이 시행한 여러 실험에 대한 환멸이 증폭되고 있다는 점과 인자된 인플레이션 기대치 이상으로 단기 금리를 적절히 높게 유지하던 전통적인 중앙 은행 정책으로 복귀하려는 강한 열망이 있다는 점입니다.

1. 버냉키 연준의 선택

전임 연방 준비 위원회 의장인 벤 버냉키는 완전 고용 조장 및 물가 안정 유지를 위한 연준의 이중 목표 구호를 만들어 냈습니다. 2008년 금융 공황 이후의 경기 침체의 심각성을 인정한 버냉키는 고용 시장의 확장 속도를 가속화하기 위해 취해진 조치, 특히 “양적 완화(QE)”를 통한 대규모 자산 매입 및 이와 병행하여 시행된 제로 수준 대 단기 금리 유지와 같은 추가적인 비상 조치들을 정당화하기 위해 2011년에 경제가 회복 주기에 완전히 진입한 이후에도 높은 수준의 실업률과 초저 수준의 근원 인플레이션율을 인용했습니다. 그러나 더 이상 비상 상황이 아닌 경제 상황에서는 그러한 비정상적인 통화 정책은 적절하지 않은 것으로 주장하는 소수의 FOMC 구성원들은 항상 있었습니다.

2. 엘런 연준의 내부 논의 : 보다 미세한 뉴앙스와 초점의 전환

저희는 엘런연준의 언어를 해독하고 새로이 부상하는 문화를 주시하면서, 전통적인 통화 정책 수립으로 복귀하고 버냉키 시절 연준의 비상 정책과 2008년의 금융 위기의 유산 들 다를 잊고 싶은 열망을 점점 명확하게 느끼고 있습니다.

미숙하게 관리된 2008년 9월의 Lehman Brothers의 파산과 문제가 많았던 AIG 구제 금융 이후 90일 동안에 비상 정책이 필요했던 것은 의심의 여지가 없습니다. 이보다는 2011년 이래 연준이 취한 제로 금리 정책과 여러 번에 걸친 양적 완화 조치의 확장된 특성이 현재 더 면밀한 검토의 대상이 되고 있습니다. 양적 완화(QE)가 2014년 10월에 종료될 개연성이 크므로, 양적 완화가 종료된 이후 보다 전통적인 단기 금리 정책으로 복귀할 것인지 아니면 양적 완화 종료의 연장선상에서 실질적인 마이너스 단기 금리를 유지할 것인지에 대한 결정 쪽으로 초점이 바뀌었습니다.

저희는 마이너스의 실질 단기 금리, 즉 일정 기간 동안의 전반적인 인플레이션율 이하 수준으로 유지되는 단기 금리는 성장 중인 경제를 위해 부적절하다는 인식이 점점 확산되고 있는 양적 완화 조치와 마찬가지로 비상 정책에 해당한다고 주장합니다. 중앙 은행이 단기 금리를 근원 인플레이션율과 같거나 이에 근접하도록 유도하는 것이 경제상황에 보다 적합하면서도 보다 전통적인 평상시의 접근 방식이 될 것입니다.

긴축 정책은 고려 대상이 아님을 유의하십시오. 긴축 또는 제한적인 통화 정책은 일반적으로 장기 국채 수익률보다도 단기 금리를 더 높게 인상하는 것과 관련이 있습니다. 저희는 그와 같이 전면적인 제한 정책으로의 전환에 대해 논의하는 것이 아닙니다. 저희는 단지 연준이 늦은 시점 보다는 이른 시점에 단기 금리를 근원 인플레이션 수준으로 설정하기로 결정할 수 있다는 것을 단지 제시할 뿐입니다. 이는 절대적 의미에서 여전히 “완화”이며 “긴축” 통화 정책이 아닙니다.

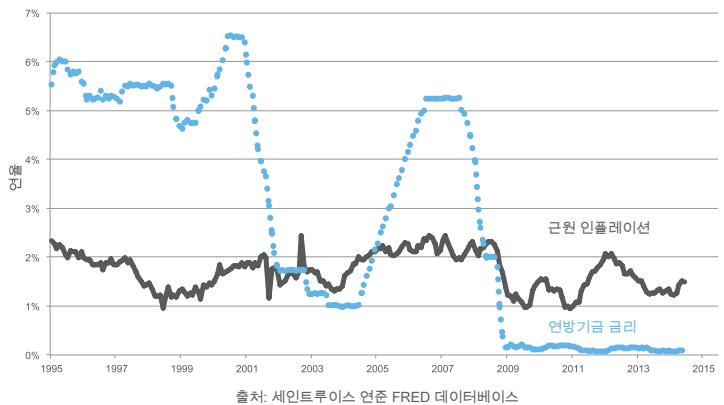
연준 내부의 토의와 토의 내용이 왜 전환되고 있는 것 같은지를 살펴보는 다른 방법이 있습니다. 이제는 정책 토의에서 엘런이 제시하는 것처럼 헤드라인 실업률 데이터가 노동 시장의 침체를 빠뜨려 왜곡되어 있는지 또는 상승하는 식품 물가가 궁극적으로 근원 인플레이션에는 반영이 안 될 것인지의 여부에 대한 내용만을 다루던 시절은 지났습니다. 문제는 경제가 2009년 3분기부터 회복하기 시작한 이래 5년 동안 지속되어 온 완만한 성장세가 반전될 경우, 연준이나 또는 다른 어떤 중앙 은행이라 하더라도, 이러한 경제가 허약하여 곧 붕괴될 것으로 추급하여야 할 것인지의 여부입니다.

이러한 논리 하에서 양적 완화는 가능한 빠른 시기에 종료되어야 했으며 엘런의 연준은 이를 실현하고 있습니다. 그리고 후속 단계로 통화 정책은 여전히 다소 완화를 지속할 수 있지만, 비상 시의 정책의 일종이라고 할 수 있는 마이너스 단기 실질 금리를 시행해서는 안됩니다. 지방 연준 은행장과 연준 이사회 위원들의 사고 중에 미국 경제가 허약하지도 곧 붕괴되지도 않는다는 근본적인 관점을 근거로 전통적인 정책 수립으로 복귀하자는 “목소리”가 높아지면서, 엘런의 연준은 2015년 1월 또는 3월 FOMC 회의에서 단기 금리를 점진적으로 오르도록 유도하는 완만한 조치를 시작하는 결정을 선택하는

것이 쉬울 수도 있을 것입니다. 전술적인 목표는 2016년 중반까지만 단기 금리를 근원 인플레이션 수준까지만 인상하는 것이 될 것입니다. 더욱이 그러한 정책 전환은 일부 노동 시장 침체가 아직 존재한다는 엘런의 시각과 쉽게 조정될 수 있을 것입니다. 이는 비록 단기 금기가 근원 인플레이션과 거의 같은 수준일지라도 그와 같은 통화 정책은 비상 상황에서의 비정상적인 정책이 아닌 수용적인 정책으로 특성지울 수 있기 때문입니다.

그림 2

연준의 논점:
마이너스 실질 단기금리가 경제가 성장하는
상황에서도 여전히 적절한가?



B. 현재 상황 : 노동 시장과 인플레이션

위에서 지적한 바와 같이 시장의 여론은 다른 논리를 따릅니다. 대부분의 연준 분석가와 시장 참여자들은 FOMC의 단기 금리 인상 결정이 대체적으로 노동 시장 상황과 인플레이션 간의 암묵적 트레이드 오프를 근거로 이루어지는 것으로 보는 경향이 있습니다. 이러한 틀에서는 FOMC의 어떠한 정책 결정의 필수적인 결정 요인은 다음과 같은 두 가지 거시 경제적 추세 간의 상대적인 시점과 트레이드 오프의 균형입니다. 즉, (a) 실업률이 자연적(또는 완전 고용) 수준 아래로 떨어지는 경우(그림 2), 그리고 (b) 근원 인플레이션율 및 연관된 인플레이션 기대치가 일반적으로 합의된 장기 인플레이션 목표인 2% 수준보다 높게 올라 가는 경우(그림 3)입니다. 엘런의 연준이 노동 시장 상황 관련 특정 지표에 열매이지 않겠다고 명확하게 천명했지만, 실업률을 개선하는 것은 중요한 문제 해결 부분이므로 다양한 종류의 다른 노동 시장 지표의 개선과 연관될 공산이 큽니다.

그림 3 – 실업률

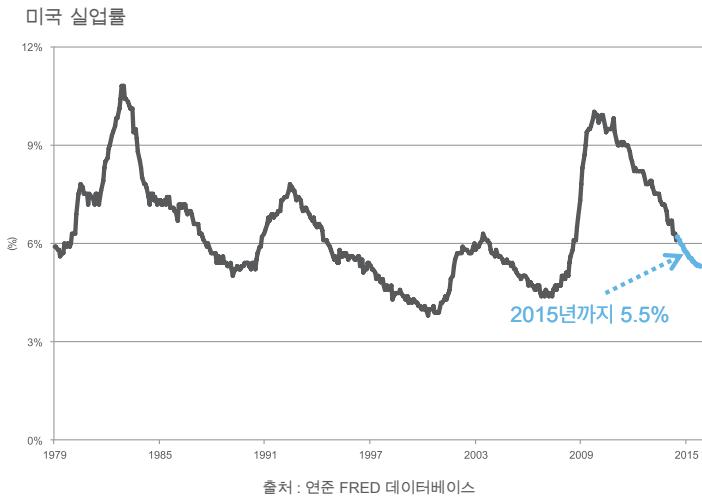


그림 4 – 근원 인플레이션



미국 경제에 대한 저희의 해석의 의하면, 노동 시장은 매우 견조하며 다양한 종류의 고용 데이터가 2015년에 금리 인상 결정을 하는 것을 점점 더 뒷받침하고 있습니다. 근원 인플레이션 전망은 덜 분명합니다. 식품 물가가 오르고 있지만 이는 근원 인플레이션 지수의 일부가 아닙니다. 저희는 2015년으로 접어들면서 근원 인플레이션율이 서서히 점차적으로 상승할 것으로 믿지만, 더욱 빠른 속도로 인상될 것으로 예상하지는 않습니다. 그러나 이러한 시나리오에 대해 논의의 여지가 없다고 할 수도 없습니다.

C. 금리 인상 결정에 대한 시장의 반응

고용 - 인플레이션간 트레이드 오프의 틀에서는, 그리고 경제 확장 지속기간의 통화 정책의 기본적 역할을 기반으로 한 저희 시나리오에서는 둘 다 경제 데이터의 변화 상황에 따라 채권, 주식 및 통화 시장이 다양하게 반응한다는 점을 주목하는 것이 중요합니다. 다음은 고려해야 할 세 가지 상황입니다.

1. 노동 시장은 개선되고 근원 인플레이션 압력은 없는 경우
 이 시나리오의 경우, 노동 시장 상황이 계속 개선되면서 근원 인플레이션 및 관련된 인플레이션 기대치는 잘 관리된 상황에 있습니다. 이 시나리오 하에서는 인플레이션 압력이 없는 경우 채권 시장은 별다른 변동이 보이지 않을 수 있으며, 단기 금리는 상승하고 장기 수익률은 상대적으로 안정된 상태를 유지하면서 수익률 곡선은 평평한 상태가 될 수 있습니다. 이 정책 조치가 통화 완화 상태를 다소나마 점차적으로 줄어들게 하겠지만 주식은 강세를 보일 수 있고 이 정책은 계속 수용적인 것으로 특정지어 질 것입니다. 그러나 이 보다 훨씬 중요한 사실은 그러한 금리 인상 결정이 연준이 미국 경제 상태를 매우 신뢰하고 있다는 것을 나타내는 신호일 수 있다는 점입니다. 인플레이션 압력이 적거나 전혀 없는 상황에서 경제 활동이 개선되는 이러한 시나리오 하에서는 금리 인상 결정으로 인해 미국 달러의 가치가 상승할 가능성성이 큽니다.

2. 노동 시장이 개선되나 근원 인플레이션 압력이 부분적으로 관측 가능한 경우

이 시나리오는 노동 시장 상황이 계속 개선되고 근원 인플레이션은 현재 예상하는 속도보다 약간 더 빠르게 상승하며, 전반적인 인플레이션은 식품 물가의 상승으로 인해 더욱 상승하며 인플레이션 기대치도 상승 기미를 보이는 경향입니다. 이 시나리오에서는 인플레이션 기대치가 상승하면서, 채권 시장에서는 연준의 금리 인상 결정이 있을 시점에는 이미 수익률이 상승(가격이 하락하는 등)하기 시작했을 것이며, 연준이 인플레이션 압력을 인식하고 정책에 반영하는 시점을 실기하였다고 쉽게 인식될 수 있습니다. 이 시나리오의 경우, 채권 수익률은 올라가고 주식은 혼조세를 보일 가능성이 더 큽니다. 주식 시장에서는 기업의 가격결정력 제고와 매출 확대에 따른 이익 증대 가능성을 반길 것입니다. 그러나 다른 한편으로는 연준이 인플레이션을 제어하기 위하여 앞으로 장기간 동안 여러 단계에 걸쳐 금리 인상을 지속할

가능성을 경계할 것입니다. 미국 달러의 경우, 이러한 견조한 노동 시장 및 상승하는 인플레이션 시나리오에서 외환시장이 듣게 될 중요한 사실은 연준이 인플레이션에 뒤늦게 대응했다는 것과 금리 인상으로 인해 미국 달러는 얼핏 생각한 것보다 다소 약세에 처하거나 도움 받은 것이 별로 없다는 것일 수 있습니다.

3. 글로벌 정치적 긴장이 고조되고 무역 및 경제 성장을 저해하게 되는 경우

글로벌 정치적 긴장이 예상 밖으로 고조되면서 무역 흐름과 경제 활동이 저해되는 경우입니다. 이에 따라 연준은 미국 경제에 끼치는 악영향을 저울질하며 유보적인 입장을 지속하는 경우입니다. 어떠한 금리 인상 결정도 일체 나오지 않습니다. 이와 같이 위축된 글로벌 경제 활동 시나리오에서는 미국이 안전한 피난처가 되며 미국 채권이 강세(수익률 하락)를 보이고 미국 달러도 절상되는 반면에 전 세계의 주식시장은 하락세로 접어들게 됩니다.

D. 수조 달러에 이르는 막대한 초과 준비금으로 인한 정책실행의 복잡성

양적 완화와 이로 인해 은행 시스템이 현재 보유하고 있는 2조 달러가 넘는 초과 지불준비금 때문에 단기 금리 정책을 이행하는 것이 매우 복잡해졌습니다. 이는 한번도 경험해 보지 못한 미지의 분야로서 버냉키가 명확한 출구 계획도 없이 대규모 양적 완화 프로그램을 시행하면서 야기된 것입니다.

연준이 연방 기금을 만들고 없애는 방법에 관한 간략한 소개를 차례로 설명합니다. 연준이 양적 완화 프로그램의 일환으로 수십억 달러 어치의 미국 국채와 모기지 담보부 증권을 매입할 때에는 연방 기금을 만들어 그 대금을 지급합니다. 연방 기금이란 연준에 예치된 자금으로서 주로 연방 준비 제도의 회원 은행과 연준에 계좌를 보유하도록 허용된 소수의 여타 기관들이 예치한 것입니다. 중요한 점은 오직 연준만 연방 기금을 만들 수 있고 연준만 연방 기금을 없앨 수 있는 것입니다. 은행들은 금융 시스템 내에서 이 연방 기금을 상호 간에 거래할 수 있지만 연방 기금의 공급량은 변경할 수 없습니다.

우선 생각할 수 있는 것은 연준이 연방 기금의 공급 확대를 중단하기 전, 즉 양적 완화 프로그램을 종료하기 전에는 연방 기금 금리의 상승을 시도하는 것은 아무런 의미가 없다는 것입니다. 현재의 양적 완화(QE) 단계인 3단계 양적완화(QE3)는 2014년 10월에 종료되도록 잘 진행되고 있습니다.(미국 경제가 그 시점까지 붕괴하지 않는다는 연준의 판단을 전제로 함).

이 외에, 연방 기금의 거래 방법과 양적 완화가 그 상황을 어떻게 변화시켰는지에 관해 몇 가지 구조적인 시사점이 내포되어 있습니다.

1. 시장 금리 대 관리 금리

1984~1996년 중에는 지불준비금 의무액 대비 초과 준비금의 평균 비율은 4%이었습니다. 그러나 1996~2007년 중에는 준비금 요구액이 변하면서 이 비율이 약 20%까지 상승하였습니다. 2004~2007년 중, 2008년 금융 위기와 양적 완화가 발생하기 전에는 평균 초과 준비금은 17억 달러 즉, 의무 지불준비금인 88억 달러의 19%에 불과했습니다. 은행은 주로 준비금 요건을 충족하는 목적으로 연방 기금을 상호 간에 거래했습니다. 주나 권역별로 강력한 소매금융 수신 기반을 가진 은행들은 신규 기업 여신은 많지만 강력한 예금 기반이 없는 상업 및 투자 은행들에게 연방 기금을 대여해 주거나 매도했습니다.

이러한 상황은 2008년 금융 위기와 연준의 비상 대응 조치로 인해 달라졌습니다. 일련의 양적 완화 프로그램으로 인해 의무 지불준비금을 초과하여 수십억 달러가 조성되어졌고 그런 다음에는 수조 달러 규모로 팽창되었습니다. 결과적으로, 연방 기금은 과거와 같은 방식으로는 거래되지 않게 되었습니다. 은행들이 수조 달러의 초과 준비금을 보유하고 있어 준비금 요건을 충족하기 위해 연방 기금을 매수해야 하는 은행은 거의 없습니다.

과도한 물량으로 인해 연방 기금은 이제 초과 준비금에 대해 연준이 지급하는 25 bp보다 더 낮은 (시장) 이율(지난 12개월 동안에 연 0.08%선)로 거래 되고 있습니다. 만일 은행이 자신이 보유한 연방 기금에 대해 아무 것도 하지 않고 25 bp를 빈다면 다른 기관에게 판매하거나 빌려줄 때 더 낮은 요율(즉, 실질적으로는 더 높은 가격)이 필요할 것입니다.

만일 연준이 초과 준비금에 대해 지급하는 금리를 연간 50 bp로 인상하고, 연방 기금에 대해 시장 금리 보다 0.17 bp의 할증상태가 지속된다면, 일일 실효 연방 기금 금리는 33 bp 수준으로 안착될 것으로 예상됩니다. 주목할만한 점 하나를 들면, 2014년 8월 1일에 2015년 7월 연방 기금 금리 선물이 99.64로 마감되었는데 이는 연간 36 bp의 계약 금리를 의미합니다.

2. 연준의 공개 시장 조작

더구나 2008년 금융 공황 전인 양적 완화 프로그램 이전에 연방 기금 시장에 영향을 주기 위해 연준이 사용한 매일의 시장조작 유형을 보면, 시장에 잠시 동안 연방

기금을 수 억 달러 증가시키거나 감소시키는 것을 목표로 하였습니다. 예컨대, 2004년에서 2007년까지의 기간 중에 미국 은행 시스템에서 필요한 평균 주간 의무 준비금은 88 억 달러였고 평균 초과 준비금은 17억 달러였습니다. 만일 연준이 준비금을 일시적으로 감소시킬 필요가 있다면 한 주에 5억 달러의 거래는 당시 연방 기금 총공급량의 30%에 해당하였을 것이고 아마도 이는 시장을 움직일 정도의 사건이었을 개연성이 아주 큽니다.

이와 대조적으로 다년간의 양적 완화 이후의 상황을 보면, 2014년 상반기에 미국 은행 시스템에서 필요한 평균 주간 준비금은 790억 달러였고 평균 초과 준비금은 2.5조 달러였습니다. 일련의 환매조건부 매매를 통해 50억 달러 상당의 준비금을 감소시키더라도 초과 준비금의 0.2% 밖에 되지 않을 것입니다. 이러한 일련의 거래는 시장 가격 변동에 전혀 영향을 주지 못할 것입니다.

다시 말해, 환매조건부 거래를 통한 연준의 시장조작 기법은 금융 시스템에서 수 조 달러를 감소시킬 수 있도록 고안되지 않았으며, 또한 연방 기금의 거래 방식을 금융 위기 및 대규모 양적 완화가 시행되기 이전의 구 거래 방식으로 복원할 수 있도록 고안되지 않은 것입니다. 과거 연준의 환매조건부 매매를 통한 시장조작 활동은 고급 오디오 시스템을 조정하는 것과 유사했으며, 이는 그린스펀 시절 연준의 전문 분야였습니다. 초과 준비금이 2조 달러가 넘은 현재에 단기 금리를 거의 제로 수준에서 끌어 올리기 위해서는 새로운 접근법이 필요합니다. 참으로, 초점이 단기 금리에 대한 보다 일반적인 견해에 맞추어 질 것이라는 점을 고려한다면 연준의 정책 표현을 위한 수사도 새로운 접근 방식이 필요할 수도 있습니다. 저희의 결론은 양적 완화로 인한 의도하지 않은 결과 중 하나인 연방 기금 거래의 변화된 특성으로 인해 연준은 원하는 목표 유효 연방 기금 금리를 달성하기 위해서는 새로운 절차와 새로운 수사학을 채택하게 될 수 있다는 것입니다.

3. 통화 정책 실행을 위한 실무적인 측면

저희는 다음과 같은 정책 결정 방향으로 연준이 진화할 것으로 봅니다.

- 연준은 연방 기금에 대한 목표 범위 설정을 계속할 것입니다. 참으로, 연준은 이미 연방 기금 금리, 유로달러 금리 및 CD 금리를 비롯한 단기 금리의 모니터링을 강화하기 시작하였으며 그 일환으로 대형 은행으로 하여금 그러한 범주의 거래에 관한 정보를 2420 양식에 일일 단위로 보고하도록 요구하고 있습니다. 더군다나 연준은 일반적으로 보다 높은 단기 금리를 조장하는 것이 목적이지 단지 특정 연방 기금 금리 목표에

도달하는 것이 목적이 아니라는 점을 시장이 이해하기를 바랄 것입니다.

- 금리 인상에 대한 신호를 보내고 이를 달성하는 중요한 도구 중 하나는 초과 준비금에 대해 지급하는 이율일 것입니다.
- 연준이 의무 지불준비금에 대한 이율을 변경하거나 이자를 지급하지 않기로 할 가능성이 있습니다. 이는 과거의 할인율과 독일 연방 은행에서 사용한 루바르드 대출 금리와 유사할 것입니다. 이 경우에 할인율을 하한으로 설정하고 루바르드 대출 금리는 상한으로 설정하여 일일 콜금리는 그 사이에서 거래되는 것입니다. 연준의 경우, 의무 준비금에 대해 지급되는 금리를 하한으로 설정하고 초과 준비금에 대해 지급되는 금리를 상한으로 설정할 수 있으며, 이 두 금리를 연방 기금 금리의 원하는 목표 범위로 설정할지도 모릅니다.

금리 지침을 유효 연방 기금 금리에 대한 목표 범위를 넘어서 확대하는 경우는 간단합니다. 시스템에 수 조 달러의 초과 준비금에 있으므로 연준이 환매조건부 거래와 같은 기존 시장조작 수단으로 연방 기금을 조작하는 것은 훨씬 더 어렵습니다. 따라서 이 부분에서 사용할 수 있는 그 다음 수단은 연준 보유 예치금에 대해 지급되는 이율입니다. 2008년 금융 공황 이전에는 의무 지불준비금이나 초과 준비금에 대해서는 이자가 전혀 지급되지 않았다는 사실을 기억하십시오. 2008년 10월에 연준은 주로 은행에 보조금을 주어 수익성을 회복하도록 돋기 위한 방법으로서 준비금에 대해 1%를 지급하기 시작했습니다. 그러나 그 당시는 금융 위기의 주범으로 비난을 받은 은행 시스템의 다양한 금융회사들에 대한 대중과 일반적인 정치적 분노를 감안하여 그러한 결정에 대한 설명이 이루어지지 않았습니다. 한 두 달이 지나지 않아 연준은 의무 준비금 및 초과 준비금에 대해 0.25%의 이율을 지급하기로 하였는데, 이는 명시된 목표 연방 기금 금리 범위인 0.00%~0.25%(즉 0~25 bp) 중 상한선이었습니다. 즉 연준은 준비금에 대해 지급한 이율을 연방 기금 목표 범위의 상한선으로 정했던 것입니다. 연준이 단기 금리 전반을 약간 높이는 쪽으로 유도하기로 결정할 경우 또는 그렇게 결정한다면 초과 준비금에 대해 지급되는 이율의 인상이 그 정책 결정에 포함될 것입니다.

당사가 생각하기에 연준이 하지 않을 몇 가지 사항이 있습니다. 예컨대, 연방 기금 금리 계산의 변경, 즉 구체적으로 말하면 거래 유형의 다양성 제고와 아울러 시장 참여자의 범위를 확대하는 것에 대한 토의가 있었습니다. LIBOR 및 다른 단기 금리 벤치마크의 개혁이 있은 후 곧 바로 이러한 토의가 있었습니다. 당사에서

전망하기에는 연준이 연방 기금 금리의 변경 가능성을 간단히 논의할 수는 있으나 연방 기금 금리의 목표를 유지하면서 다른 금리들도 포함시킨다고 포괄적으로 발표하는 것이 더 간단하고 충분할 것입니다. 당사는 6월 17일-18일의 FOMC 회의록 내용 중에서 "... 대부분의 참석자들은 위원회의 기본 운영 틀 및 정상화 과정을 향한 의사 소통 과정에 연방 기금 금리가 역할을 계속하여 담당해야 한다고 생각했으며, 이 중 상당수는 목표 금리 범위의 발표를 지속하는 것을 선호한다는 입장을 밝혔습니다"라는 문구를 주목하고자 합니다. (2014년 6월 17-18일자 FOMC 회의록, 3쪽).

4. 연방 기금의 공급에 영향을 주는 연준의 추가 결정

결국에는 연준이 자신의 '대차대조표'를 축소하는 조치를 취하여야 할 것이며, 그 조치 속도는 아마도 시장이 예상하는 것보다 빠를 것입니다. 즉 다시 말해 단기 금리의 인상을 유도하도록 기반을 닦는 종합적인 과정의 일환으로 연준은 다음과 같은 추가 질문을 결정할 것입니다.

- 연준이 국채 및 MBS의 보유분에서 수취한 이자를 재투자하는 것을 중지해야 할 것인가?
- 연준이 정기적으로 만기가 되는 단기 국채의 차환을 중단하여야 할 것인가?

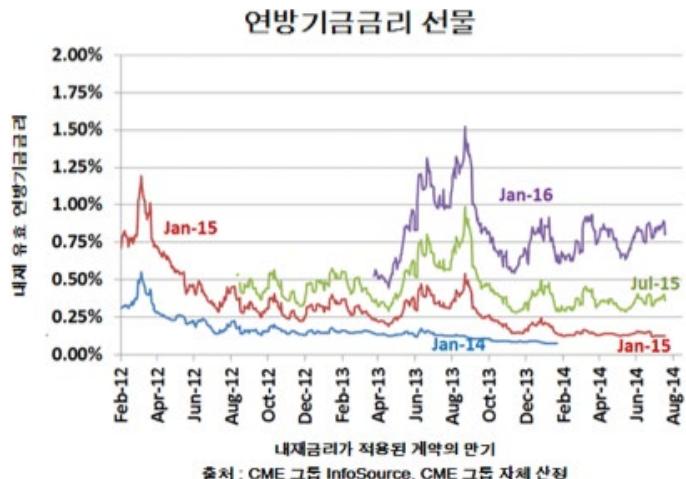
이 두 가지 질문 중 어느 하나라도 '예'라고 답할 수 있다면 연준이 자신의 '대차대조표'를 시장이 예상하는 것보다 좀 더 빨리 대폭 축소하는 데 도움이 될 것입니다. 이자 및 원금을 더 이상 재투자하지 않기로 하는 결정은 이르게는 2014년 12월 FOMC 회의 때 이루어지거나 그렇지 않으면 2015년 1월 FOMC 회의 때 이루어질 수 있습니다. 이는 반드시 초과 준비금에 대해 연준이 지급하는 금리의 상승과 관련하여 시장에 직접적인 영향을 준다고는 볼 수 없지만, 향후 20년 내에, 연준의 '대차대조표'가 경제 규모와 비교하여 보다 전통적인 수준으로 다시 축소되는 시점을 앞당기게 될 것입니다.

연준이 수령하는 이자나 원금을 재투자 하지 않음으로써 자신의 '대차대조표'를 얼마나 빨리 축소할 것인지와는 상관 없이, 연준이 국채나 MBS 자체를 직접적으로 매각할 가능성은 매우 낮다고 당사는 전망합니다. 연준이 직접적인 매각을 통해 장기 국채 시장이나 미국 주택 시장을 지탱하는 모기지 담보부 증권(MBS) 시장을 교란시키는 것은 이치에 맞지 않기 때문입니다. 따라서 향후 10년 또는 그 이상 동안 연준의 '대차대조표'가 매우 부풀린 상태로 계속 남아 있을, 그래서 채권수익률이 상승하는 경우 잠재적 미실현손실이 발생하게 될 개연성이 큽니다.

E. 결론

2013년 말경부터, 2015년 7월을 연방 기금 선물은 연간 25~50 bp의 내재 익일물 금리(콜 금리)가 적용된 가격에 거래되어 왔습니다. (그림 5 참조.) 이는 2015년 7월 이전에 연방 기금 금리가 변동할 것이라는 저희의 추정과 일관되며, 초과 준비금에 대한 이율이 50 bp까지 상승하고 새로운 목표 연방 기금 금리 범위가 0.25~0.50% 일 경우에 연방 기금이 어떻게 거래될 것인지에 대한 당사의 분석과도 일치합니다. 한편, 2016년 1월을 연방 기금 선물 계약 금리는 0.75~1.00%인데, 이는 2015년 말까지 초과 준비금에 대해 지급되는 이율이 1.00%까지 상승할 것이고 목표 연방 기금 금리 범위는 0.75~1.00% 범위로 바뀔 것이라는 것을 시사합니다. 아마도 이는 25 bp 씩 단계적으로 이루어질 것이며 각각의 점진적 금리 인상이 시행되는 사이에 최소한 한두 번의 FOMC 회의가 의도적으로 걸러될 것입니다.

그림 5.



만일 저희의 생각이 맞다면, 연준 내부의 토의는 비상 정책(양적 완화 뿐 아니라 마이너스 실질 단기 금리까지 포함하는)이 연준의 통제 하에서 5년 동안 완만하지만 비교적 꾸준하게 확장되어 온 경제상황에서 적절한지의 여부에 관한 장기적인 질문에 점점 더 주안점을 둘 것입니다. 이 시나리오에서는, 충족하여야 할 실업률이나 인플레이션에 관한 기준치가 없으며 단지 미국 경제가 허약하지도 않고 곧 붕괴되지도 않는다는 일반적인 인식만 있습니다. 저희가 판단하기에는, 엘런의장의 연준은 이러한 방향으로 움직이고 있으며, 한편으로는 과거 버냉키의장 시대의 연준으로부터의 '유산'에 대하여 논쟁하면서 경제적 자신감을 불어 넣기 위하여 금융 위기 이후에 시행된 여러 비정상적인 정책과 모든 부정적인 짐과의 단절을 추구하고 있습니다. 만일 이와 같은 관점이 유효하다면 FOMC의 첫번째 금리 결정은 2015년 1월 또는 2015년 3월 회의 때 있을 것입니다.



아시아 시장에 대한 임시 면책조항(2014. 4. 11 기준)

선물 및 스왑 거래는 모든 투자자에게 적합한 것은 아니며 원금손실의 위험이 따릅니다. 선물 및 스왑은 레버리지를 이용하는 투자이며 계약금액의 일정 퍼센트만 있으면 거래가 가능하기 때문에 선물 및 스왑 포지션에 예치된 증거금 이상의 손실을 입을 수도 있습니다. 따라서 거래 시 손해를 보더라도 타격을 입지 않을 정도의 자금만을 이용하는 것이 바람직합니다. 또한 모든 거래에서 수익을 기대할 수는 없으므로 한 번의 거래에는 이러한 자금 중 일부만을 투자하는 것이 좋습니다.

본 자료 상의 정보 및 기타 자료들을 금융상품에 대한 매수/매도의 제안이나 권유, 금융 관련 자문의 제공, 거래 플랫폼의 구축, 예치금의 활용 또는 수취, 관할권과 유형을 막론한 다른 어떠한 것이든 금융상품 또는 금융서비스의 제공을 위한 것으로 간주하여서는 안 됩니다. 본 자료 상의 정보는 정보전달의 목적으로만 제공되며 자문을 제공하고자 하는 목적이 아닐뿐더러 자문으로 간주되어서도 안 됩니다. 본 정보는 개개인의 목표, 재정적 여건 또는 필요를 고려하지 않았습니다. 본 자료에 따라 행동을 취하거나 이에 의존하기에 앞서 적절한 전문가의 조언을 구하시기 바랍니다.

본 자료 상의 정보는 있는 그대로의 상태로 제공되며 명시적이든 복시적이든 그 내용에 대하여 어떠한 종류의 보증도 하지 않습니다. CME 그룹은 어떠한 오류나 누락에 대하여도 아무런 책임을 지지 않습니다.

CME Group 및 “芝商所”는 CME Group Inc.의 상표입니다. Globex 로고, E-mini, E-micro, Globex, CME 및 Chicago Mercantile Exchange는 Chicago Mercantile Exchange Inc. (‘CME’)의 상표입니다. CBOT 및 Chicago Board of Trade는 Board of Trade of the City of Chicago, Inc. (‘CBOT’)의 상표입니다. ClearPort 및 NYMEX는 New York Mercantile Exchange, Inc. (‘NYMEX’)의 상표입니다. 이들 상표는 그 소유권자의 서면 승인 없이 수정, 복제, 검색시스템에 저장, 전송, 복사, 배포 또는 사용될 수 없습니다.

CME와 CBOT 및 NYMEX는 각각 싱가포르에서 공인시장운영자(Recognized Market Operator)로 등록되어 있으며 홍콩특별행정구(Hong Kong S.A.R.)의 자동매매서비스(Automated Trading Service) 제공자로 승인을 받았습니다. 뿐만 아니라 본 자료 상의 정보는 일본 법률 제25호 금융상품거래법(1948년, 개정)에 의한 어떠한 해외금융상품시장에 대한 직접적인 접근이나 또는 해외금융상품시장 거래에 대한 청산서비스를 제공하는 것으로 간주할 수 없습니다. CME유럽거래소는 홍콩, 싱가포르, 일본 등 아시아의 어떤 관할권에서도 어떠한 유형의 금융서비스도 제공자로서, 또는 제공할 수 있을 것으로 간주될 만한, 등록이나 허가를 받지 않았습니다. CME Group 산하의 어떤 기관도 중화인민공화국 또는 대만의 어떠한 금융서비스에 대하여도 이를 제공하거나 제공할 수 있을 것으로 간주될 만한 등록이나 허가를 받지 않았습니다.