

2023.05.10

Bond Strategy

# 강력 본드(BOND)

강승연 채권·신용분석 02-709-2657 sykang@ds-sec.co.kr

## 미국 단기채권 불안과 MMF

### 미국 은행 불안에 MMF 자산 유입 증가

미국 SVB 파산 이후 중소형 은행들의 예금이 높은 수익률과 안정성을 지닌 MMF 시장으로 유입되고 있다. 5/1일 FRC의 파산 소식은 미국 은행에 대한 우려가 잔존하고 있다는 점을 확인시켜주는 트리거로 작용했다고 판단한다. 당분간 중소형 은행의 예금 이탈과 MMF로의 자금 유입세는 지속될 것으로 보인다.

### 미국 단기채 변동성에 따른 유동성 리스크

문제는 최근의 MMF 자산 증가세가 미국 부채한도 협상 난항과 맞물리며 시장의 유동성 경색을 심화시킬 수 있다는 점이다. MMF는 특성상 단기채 중심의 편입이 이루어진다. 그런데 최근 미국 부채한도 협상이 난항을 겪으며 미국 단기채권에 대한 리스크가 커진 상황이다. 부채한도를 둘러싼 정치권의 이해관계 대립으로 부채한도 협상이 장기화될 것으로 예상됨에 따라 당분간 미국 단기채권에 대한 리스크 프리미엄이 해소되기는 어려워 보인다.

단기금리의 변동성 확대는 미국 단기채권 투자자금을 역레포 거래자금으로 이동하게 만들 수 있다. 문제는 MMF의 자금이 역레포 거래에 이용될 경우 단기자금시장의 유동성 위축을 심화시킬 리스크가 있다는 점이다. MMF가 단기 국채를 매입할 경우에는 그 자금이 시중에 유통되거나 은행 예금으로 유입되는 반면 역레포를 매입할 경우에는 자금이 연준과 MMF 사이에서 이동하기 때문이다. 즉, 시중의 자금이 연준으로 흡수되는 결과로 이어지는 것이다. 이 경우 연준의 양적긴축으로 위축되고 있는 은행 지준금 감소가 가속화될 수 있다.

미국의 디폴트 예정일이 다가올수록 초단기 채권의 변동성 확대가 예상된다. 이는 MMF 자금의 RRP 매입으로 이어져 중소형 은행들의 지준금 부족 현상을 심화시킬 수 있는 요인이다. 미국 은행발 경기 우려는 미국 장기금리에 대한 하방압력으로 작용할 것이다. 부채한도 협상 타결 직전까지 미국채 커브는 플래트닝될 것으로 전망한다.



### 미국 은행 불안에 MMF 자산 유입 증가

미국 SVB 파산 이후 중소형 은행들의 예금이 높은 수익률과 안정성을 지닌 MMF(Money Market Fund) 시장으로 유입되고 있다. 이에 MMF 잔액은 지난해 말 대비 12% 증가한 5조 3,000억 달러까지 확대됐다.

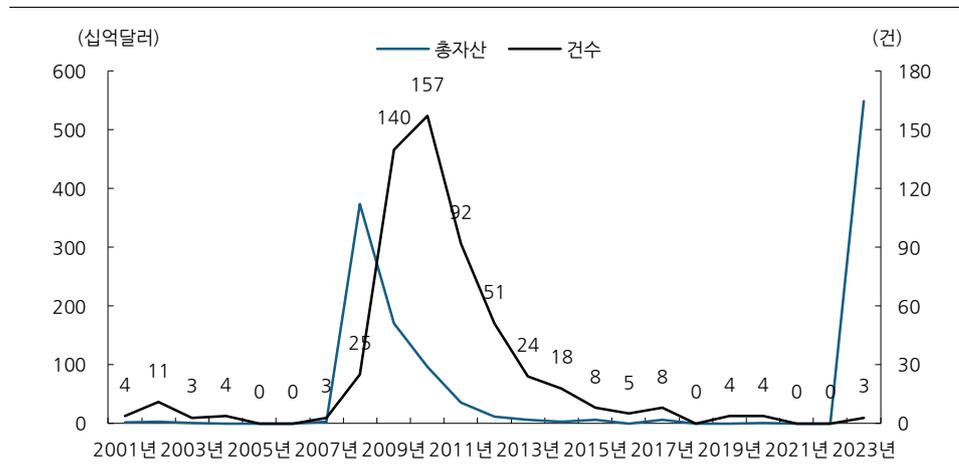
#### FRC 파산으로 은행 우려 재부각

5/1일 퍼스트리퍼블릭뱅크(이하 FRC)의 파산 소식은 SVB 사태 이후 진정됐던 미국 중소형 은행에 대한 우려를 재차 부각시켰다. SVB에 이어 FRC까지 파산하며 2023년 파산한 은행의 자산 규모는 5,485억 달러를 기록했다. 이는 2008년 파산한 은행들의 자산규모(3,736억 달러)를 대폭 상회하는 수준으로 물가상승을 감안하여 현재가치로 환산하더라도 2008년보다 높은 규모로 추정된다.

#### 중소형 은행 예금 이탈 & MMF 자금 유입 지속 전망

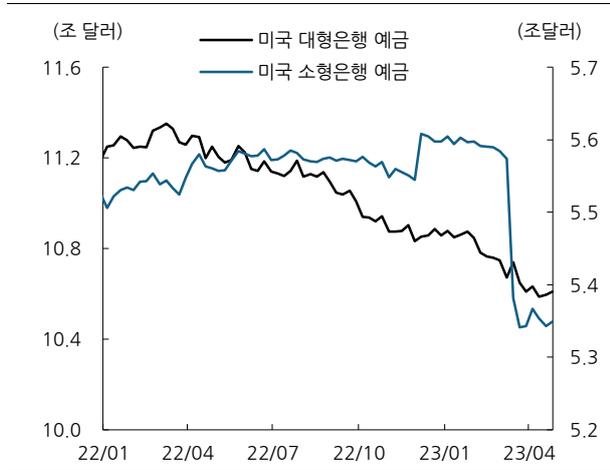
지난 3월 이후 미국 중소형은행의 연이은 부실화 중소형은행들에 대한 시장의 불안심리를 고조시켰다. 팩웨스트, 웨스턴 얼라이언스 등 다음 타자로 지목되는 미국의 중소형 은행들은 1분기 실적이 나쁘지 않았음에도 불구하고 주가 변동성이 심화되었다. FRC의 파산이 미국 은행에 대한 우려가 잔존하고 있다는 점을 확인시켜주는 트리거로 작용한 것이다. 잔존하는 은행 리스크와 MMF의 예금 대비 높은 수익률로 인해 당분간 중소형 은행의 예금 이탈과 MMF로의 자금 유입세는 지속될 것으로 보인다.

그림1 미국 은행 파산 건수 및 총자산



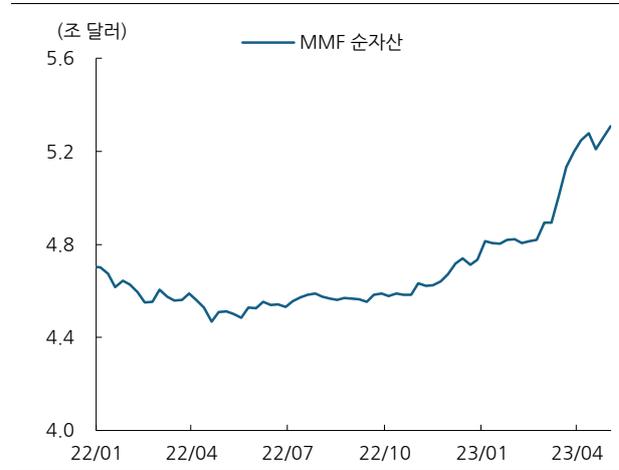
자료: FDIC, DS투자증권 리서치센터

그림2 미국 은행 예금 감소



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림3 미국 MMF 순자산 급증



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

### 미국 단기채 변동성에 따른 유동성 리스크

초단기 상품 이용해  
안정적 수익 추구하는  
MMF

문제는 최근의 MMF 자산 증가세가 미국 부채한도 협상 난항과 맞물리며 시장의 유동성 경색을 심화시킬 수 있다는 점이다. MMF는 초단기상품을 이용하여 안정적인 수익을 추구하는 펀드이다.

X-date 앞두고  
미국 T-bill 금리 변동성 확대

MMF는 특성상 단기채 중심의 편입이 이루어진다. 그런데 최근 미국 부채한도 협상이 난항을 겪음에 따라 X-date에 근접한 미국 T-bill 금리가 크게 상승하고 있다. 즉, 미국 단기채권에 대한 리스크가 커진 상황이다.

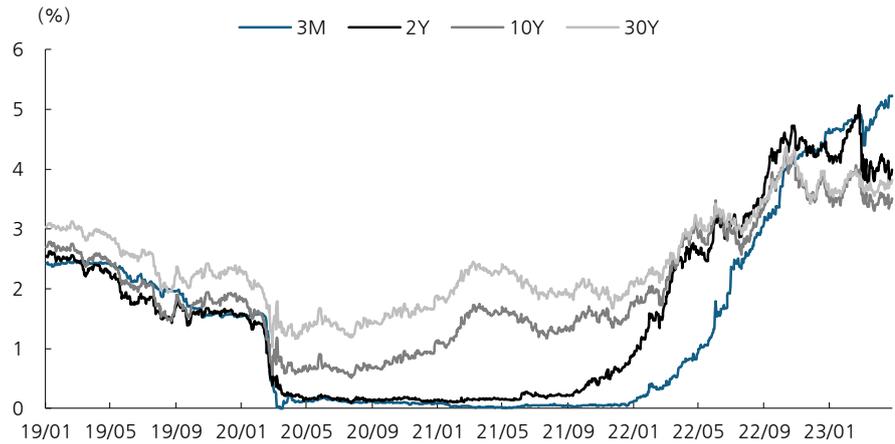
특히 채권투자자들이 X-date(디폴트 예정일)에 근접한 만기를 지닌 채권에 높은 리스크 프리미엄을 부여하며 이들 채권의 금리의 변동성이 확대되는 모습이다. 일반적으로 무위험 자산으로 인식되는 미국 3개월 T-bill 금리는 4월 중순 이후 5%를 지속적으로 상회하고 있다.

미국 1개월 T-bill의 변동성은 더욱 극심하다. 4월 중순 3.3%선까지 하락했던 미국채 1개월 금리는 X-date가 예상보다 이른 시점(6월 초)에 도래할 것이라는 불안감 속 5월 들어 5.4%까지 상승했다. 이에 4월 중순 180bp 수준까지 확대되었던 미국 3개월-1개월 국채 스프레드는 5/9일 기준 오히려 -14bp의 역전폭을 보이고 있다.

부채한도협상의 난항이 예상됨에 따라 미 단기채권 리스크 프리미엄 지속 전망

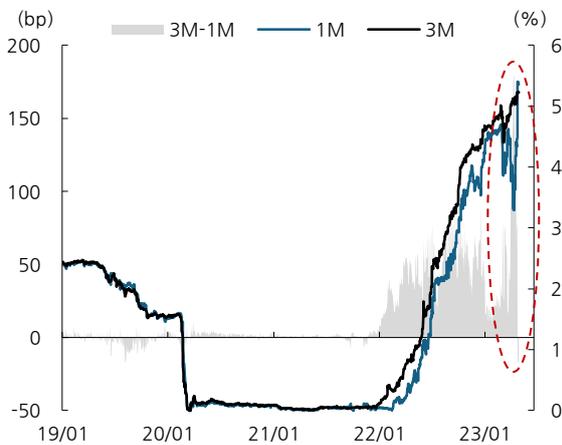
부채한도를 둘러싼 정치권의 이해관계 대립으로 부채한도 협상이 장기화될 것으로 예상됨에 따라 당분간 X-date 전후로 만기가 도래하는 미국 단기채권에 대한 리스크 프리미엄이 해소되기는 어려워 보인다.

그림4 미국 만기별 주요 국채금리 추이



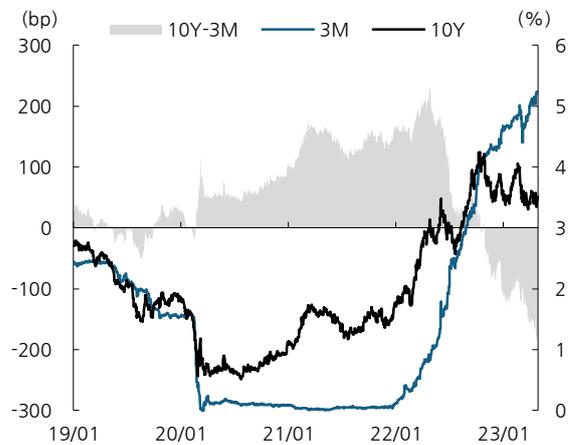
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림5 미국채 3개월-1개월 금리차



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림6 미국채 10년-3개월 금리차



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

미국 단기채 대비 안정적인 역레포

부채한도 협상 장기화에 따른 단기금리 변동성은 미국 단기채권 투자자금을 역레포 거래 자금으로 이동하게 만들 수 있다. 역레포 거래는 연준이 국채를 담보로 상업은행에서 단기자금을 빌리는 것이기 때문에 연준이 파산하지 않을 경우 거래상대방 리스크가 없다. 또한 역레포 금리는 기준금리의 하단 이상(현재 5.05%)으로 설정되기 때문에 금리 역시 높은 장점을 지니고 있다.

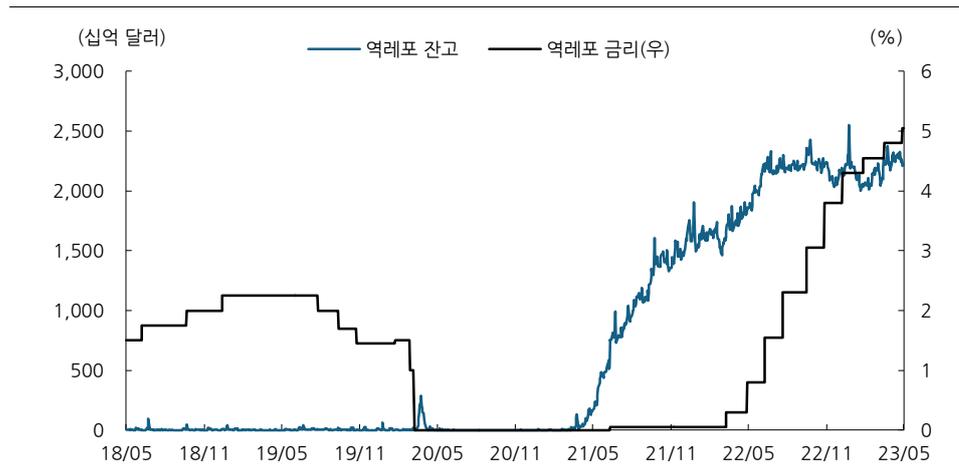
**역레포 거래 증가는 시중 자금 흡수 효과**

다만 MMF 자금이 역레포 거래에 이용될 경우 단기자금시장의 유동성 위축을 심화시킬 리스크가 있다. MMF가 단기 국채를 매입할 경우에는 그 자금이 시중에 유통되거나 은행 예금으로 유입되는 반면 역레포를 매입할 경우에는 자금이 연준과 MMF 사이에서 이동하기 때문이다. 즉, 시중의 자금이 연준으로 흡수되는 결과로 이어지는 것이다. 이 경우 연준의 양적긴축으로 위축되고 있는 은행 기준금 감소가 가속화될 수 있다.

**은행발 경기 우려 심화되며 장기금리하방 압력으로 작용**

미국의 디폴트 예정일이 다가올수록 초단기 채권의 변동성 확대가 예상된다. 이는 MMF 자금의 RRP 매입으로 이어져 중소형 은행들의 예금 이탈을 심화시킬 수 있는 요인이다. 미국 은행발 경기 우려는 미국 장기금리에 대한 하방압력으로 작용하며 부채한도 협상 타결 직전까지 미국채 커브는 플랫닝될 것으로 전망한다.

그림7 미국 역레포 잔고 및 금리



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

---

## Compliance Notice

---

- 동 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
  - 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 강승연)
  - 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
  - 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단복제 및 배포 할 수 없습니다.
-