2026년 2월 5일 | Global Macro Strategy

하나채권

워시의 BS 축소와 재무부와의 공조

Fixed Income

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

- **Warsh는 'B/S 축소와 금리 인하' 주장. B/S 축소는 (1) 규모와 (2) 만기 관점을 구분해야**
- **(2) 만기 축소에 주목. 실현 가능성 높고 장기채 매입 축소로 장기금리 상승 리스크 요인**
- **단, 재무부와 공조 시 충격 제한. 이번 QRA에 연준의 단기채 보유액 확대에 따른 BiII 발행 확대 가능성을 시사하는 연구가 포함**

케빈 워시 차기 연준 의장 지명자의 정책에 대한 불확실성이 금융시장 전반의 리스크 프리미엄을 높이고 있다. 한 가지 분명한 것은 '대차대조표(B/S) 정책보다 기준금리 정책을 선호'한다는 것이다. 단, B/S 축소는 두 가지 유형이 있으므로, 이를 구분해서 시장 영향을 고려해야 한다. (1) '규모'를 축소하는 방식과 (2) '만기'를 축소하는 방식이다.

[B/S 정책 현황] B/S 정책의 현재 상태부터 정리해보자 **[도표 1]**. 연준은 작년까지 현재 금융 시스템이 허용하는 수준까지 '규모'를 축소하는 양적긴축(QT) 정책을 펼쳤다. 단기자금 시장의 금리가 상승하자 작년 12월 1일부로 양적긴축을 종료했고, 이후 금융 시스템이 안정적으로 유지되는 충분한 지준(ample reserve) 상태를 유지하기 위해 Reserve Management Purchases (RMP) 운영을 시작했다. 추가적으로 MBS 만기 상환분을 단기 국채로 재투자하는 정책도 실행 중이다.

[B/S '규모' 축소] 위와 같은 환경에서 (1) 규모를 축소하는 방식은 어떻게 전개될 수 있을까? 단기적으로 실행할 수 있는 정책은 (1-a) RMP의 규모를 축소하는 방안이다. 현재 만기 3년 이하의 국채를 월간 $40bn만큼 매수하고 있다. 이를 월간 $20bn 수준으로 축소하는 것은 단기자금 시장에 무리없이 가능할 전망이다. 다만 이미 연준이 4월 개인소득세 납부 전후로 매입 규모를 축소할 것임을 시사했기에 시장에 큰 영향은 없는 정책이다.

장기적으로 B/S 규모를 축소하는 방법은 (1-b) 충분한 지준(ample reserve) 레벨 자체를 낮추는 방법이다. 대형은행은 소형은행 대비 총자산 대비 현금(지준) 비율이 높다 **[도표 2]**. 지준을 과다보유한 (대형)은행들에게는 지준을 축소시킬 수 있는 유인책을 마련하고, 지준을 과소보유한 (중소형)은행들에게는 유동성 안전판을 확보하는 정책을 통해 가능할 것이다. 구체적으로 대형은행들에 대한 유동성 규제를 완화하는 방안들이 가능할 것이다. 적정 지준 레벨을 낮추는 방법은 규제 변경 등 기존의 시스템을 바꾸는 노력이 필요하므로 시간이 소요된다. 원활하게 실행된다면 RMP를 중단하고, 더 나아가 기존의 재투자 규모를 축소할 수 있다. 다만 연준이 단기자금 시장 발작을 매우 경계하는 점을 고려하면, 매우 점진적인 과정일 것으로 예상한다.

채권 Strategist 박준우, CFA
junoopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

[B/S '만기' 축소'] 당장 **하반기에 걱정해야 하는 유형은 (2) 만기를 축소하는 정책**이다. 현재 연준의 SOMA 포트폴리오의 만기는 8.8년으로 전체 국채의 만기보다 약 3년 길다 **[도표 3]**. QE를 통해 보유한 국채의 만기가 길기 때문이다. Warsh의 의도대로 B/S 영향을 최소화하기 위해서는 만기 축소가 필요하다. 이는 다수의 연준 위원들이 수년 동안 언급했던 내용으로, 시기의 문제일 뿐 방향성에 대해서는 연준 내 컨센서스가 이미 형성된 상태다.

만기를 줄이기 위해서는 장기 국채를 매각하거나, 장기 국채에 대한 재투자를 축소/중단해야 한다. 후자의 방법을 선택할 가능성이 높다. 이는 간접적으로 시장에 장기 국채 공급을 늘리는 효과를 가져오므로 장기금리 상승 리스크 요인이다 (10년물 기준 20~30bp 상승 요인). 어떠한 규제 변화도 필요 없고 연준 내 이견도 적은 정책이므로 연준 의장이 적극적으로 추진할 수 있는 정책으로 판단된다.

[재무부와의 공조 필요성] 장기금리 안정을 추구하는 트럼프 정부의 선택을 받은 Warsh가 본인의 신념을 밀어붙이기는 어려울 것이다. 시장은 향후 재무부의 coupon(만기 2년 이상 명목 국채) 입찰 규모가 증가할 것으로 예상하고 있다 **[도표 4]**. 이 환경에서 연준의 만기 축소 정책이 펼쳐지면 금리 상승은 물론 전반적인 자산시장에 부정적인 충격이 예상된다. 결국 재무부와 공조가 필요할 것이다. 연준이 단기물 중심으로 포트폴리오를 재편하는 과정에서 재무부도 장기물 발행보다 단기물 발행 비중을 지속적으로 높이는 정책을 실행해야 시장 충격이 최소화된다.

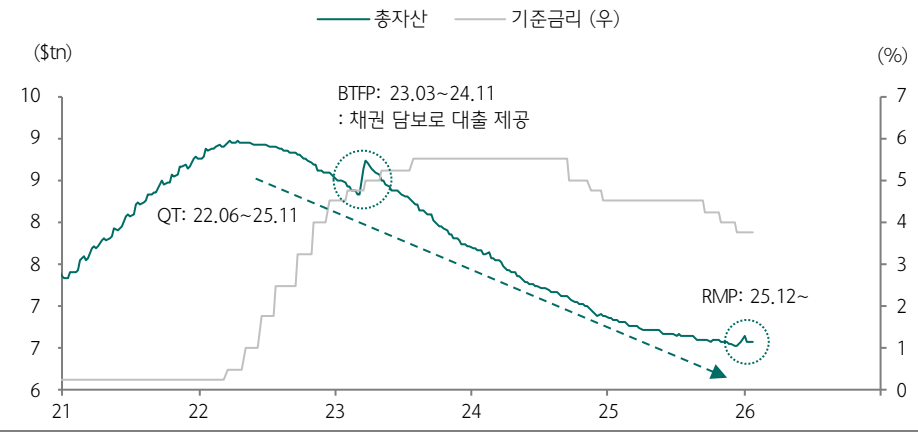
[QRA에서 논의된 Bills 확대 가능성] 재무부가 2월 4일에 발표한 QRA 보고서에는 단기물(Bill) 발행 비중에 대한 연구가 포함됐다. 연준의 포트폴리오가 전체 국채와 만기 구성이 크게 다른 경우에 그 영향을 고려할 필요도 있다는 내용이다. 구체적으로 연준이 단기물을 더 많이 보유할수록, 민간이 부담하는 실질적인 만기가 '증가'하므로, 재무부는 Bill을 더 많이 발행할 수도 있다는 분석이었다.

p.4의 **[도표 5]**는 2026년 연말에 예상되는 Bills, Notes/Bonds, FRN, TIPS 잔액과 비중을 나타낸 것이다. '연준 보유액 고려 X'는 전체(민간+연준) 잔액 비중을 2025년말과 동일하게 유지한다는 가정이고, '연준 보유액 고려 O'는 민간(연준 제외) 잔액 비중이 유지된다는 가정하의 수치다. 연준의 단기채 보유가 증가한다고 가정하면 전체 국채 대비 Bills의 비중을 현재 21.6%에서 23.1%까지 높이는 것이 타당할 수도 있다는 결론이다.

[결국은 타이밍] Warsh가 보유 국채 재투자도 장기물을 축소하고 단기물을 늘릴 경우 장기금리 충격이 예상된다. 이를 완충하기 위해서는 재무부의 보다 적극적인 단기물 중심의 발행이 요구된다. 이미 실행되고 있는 연준의 단기채 비중 확대(RMP, MBS→UST 교체)는 재무부로 하여금 단기채 발행 비중을 높일 수 있는 근거로 작용할 수 있다. 연준의 국채 재투자 정책이 단기물 중심으로 변경되기 전에 재무부의 정책이 선행되는지 여부가 중요하다. 재무부가 선행하면 금리 충격은 제한적이고, 연준이 선행하면 금리 상승 리스크는 불가피할 것이다.

3.5년 동안의 QT를 끝내고 RMP 실행 중

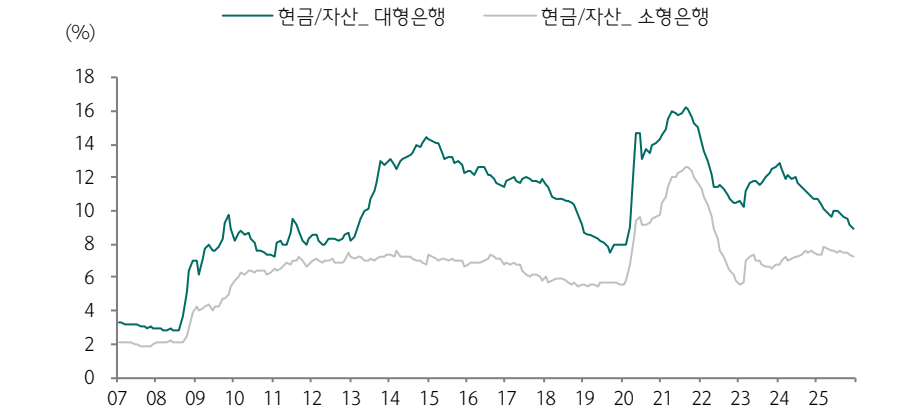
도표 1. 연준의 총자산 및 기준금리



자료: Fed, 하나증권

대형 은행은 소형 은행 대비 지준 보유 비중이 높음. 규제 등이 원인

도표 2. 미국 대형 및 소형은행의 총자산 대비 현금(지준) 비중

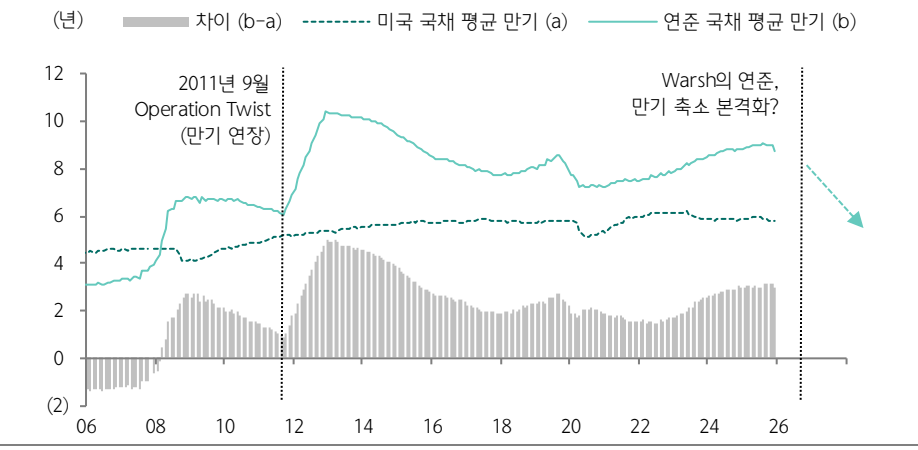


자료: LSEG, 하나증권

연준은 QE로 보유 국채의 만기가 긴 상태. 이는 장기물에 왜곡을 가하고 있다는 의미

따라서 B/S 정상화는 단순히 양이 아닌 '만기 축소'까지 포함

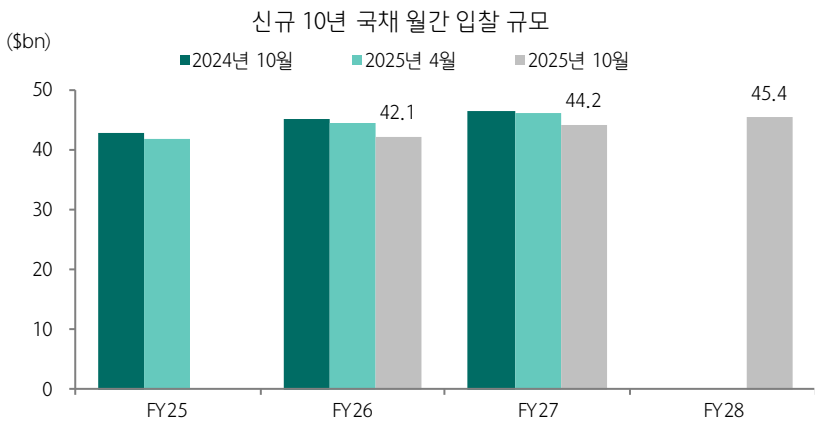
도표 3. 연준이 보유한 국채의 만기 vs. 미국 국채의 만기



자료: FRB of NY, US Treasury, 하나증권

2025년 10월 기준,
시장은 10년물 국채 입찰 규모가
점차 증가할 것으로 예상

도표 4. 시장의 월간 10년물 국채 입찰 규모 전망



주: 각 시점별 향후 3개년 전망. 대표적인 만기(10년)의 입찰 규모만 나타낸 것으로, 전체 coupon 입찰 규모의 추세도 위와 유사.
자료: US Treasury, 하나증권

도표 5. 연준 보유액을 고려하면, Bills의 금액 및 비중은 증가할 수 있음
: 연준이 단기물 보유를 늘릴수록, 시장에 단기물 공급 여력이 증가하기 때문. 자세한 내용은 본문 참고

	연준 보유액 고려 X		연준 보유액 고려 O	
	금액($bn)	비중(%)	금액($bn)	비중(%)
Bills	6,987	21.6	***7,448***	***23.1***
Note/Bonds	22,274	69.0	21,861	67.7
TIPS	2,276	7.0	2,237	6.9
FRN	747	2.3	739	2.3
합계	32,284	100.0	32,285	100.0

자료: US Treasury, 하나증권