

# Are You Ready for the 4<sup>th</sup> Industrial Revolution?

2021. 6. 30 (수)

**meritz** Strategy Daily

## 전략 공감 2.0

### Strategy Idea

유동성에 대한 고민

### 오늘의 차트

공매도 재개 후 2달:

공매도 비중과 수익률의 뚜렷한 상관관계 나타나지 않음

### 칼럼의 재해석

IOER, RRP 5bp 인상, 단기자금시장 영향은 제한적

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

## Strategy Idea



▲ 글로벌 투자전략 - 선진국

Analyst **황수욱**  
02. 6454-4896  
soowook.hwang@meritz.co.kr

## 유동성에 대한 고민

- ✓ 경기회복에 대한 자신감은 거래 상대방에 대한 신뢰의 근거. 여기에 기반한 민간의 자생적 신용창조로 유동성 증가 속도 가속화 가능
- ✓ 미국 상업은행 대출태도도 우호적인 상황. 설비투자 사이클의 장기화와 restocking 수요 맞물리는 것은 기업들의 대출수요 지지 요인. 민간 신용 확대가 단기에 끝나지 않을 가능성
- ✓ 테이퍼링 실시 이후 본원통화 증가속도는 둔화될 수 있음. 그렇지만 자생적 민간 신용 확대가 테이퍼링의 유동성 증가속도 둔화를 상쇄하며 주가 지지할 수 있음

### 테이퍼링 시작과 유동성 증가속도 조절

하반기 전망을 통해 고객들과 소통하면서 느낀 것은, 테이퍼링에 대해서 충분히 인지하고 있음에도 불안감이 남아있다는 점이다. 그 중 하나는 테이퍼링이 실시됨에 따라 '유동성' 증가 속도가 느려지면서 나타날 위험자산 가격의 조정 가능성일 것이다.

이러한 우려는 6월 FOMC를 계기로 심화되는 것으로 보인다. 연준은 첫번째 금리인상 예상 시점을 앞당기는 등 통화정책 정상화 의지를 강하게 드러냈다. 이처럼 연준은 풀었던 유동성의 수도꼭지를 조절할 적절한 타이밍을 보고 있다. 시장은 2022년 1분기부터 테이퍼링이 시작될 것으로 예상하고 있는데, 내년부터 그 동안 증시를 지지해오던 유동성 증가속도가 둔화되면 주가에도 부정적일 수 있지 않겠느냐는 우려가 존재한다.

우리는 기본적으로 테이퍼링은 증시 조정 요인이 아니라고 주장하고 있다. 하반기 전망자료를 통해 2014년 테이퍼링 이후 나타났던 글로벌 증시 조정의 원인은 테이퍼링이 아니라 1) ECB와 FOMC의 엇갈린 통화정책 방향에서 비롯된 달러 강세와 2) 이전부터 누적되어 온 중국발 공급과잉 문제 때문인 것으로 진단했다.

유동성 증가속도 문제도 증시조정을 유발할 요인이 되지 못할 것으로 본다. 이번 전략공감 2.0에서는 테이퍼링이 실시되더라도 유동성 증가세가 유지될 가능성에 대해 다루고자 한다. 테이퍼링으로 본원통화의 증가 속도는 느려지겠지만, 민간 신용 팽창 가속화로 통화승수를 다시 끌어올릴 가능성도 상존하기 때문이다. 이하에서는 유동성의 의미와 민간의 자생적인 신용 팽창 가능성을 점검한다.

## 논의에 앞서 구분하고 싶은 개념들

### 통화정책 정상화 vs 통화 긴축

**정상화:** 경기회복으로 완화적  
통화정책을 원래대로 되돌리는 것

통화정책 '정상화'와 '긴축'은 분명히 구분해야 할 개념이다. 완화적 통화정책이 역할을 다하고 경기가 침체에서 회복하기 시작하여 '더 이상 필요하지 않을 때' 통화정책 정상화가 시작된다. 반대로 해석하면, 다른 불안요소가 없다면 통화정책 정상화는 경기회복이 일정 궤도에 들어서고 있다는 긍정적인 신호로 해석할 수 있다. 경기회복을 확인하고 나서 실시될 테이퍼링은 정상화 수단으로 보아야 한다.

**긴축:** 경기 과열 부작용을 막기  
위해 유동성을 줄이는 것

'긴축'은 경기 과열의 부작용을 막고자 사용하는 통화정책 수단이다. 우리가 통화정책 '긴축'을 경계하는 표면적인 이유는 유동성 축소가 나타나기 때문이다. 여기에 긴축 정책이 시의적절하게 실시되었다고 가정한다면, 긴축이 경기 확장 국면의 끝자락인 '공급 과잉'의 신호로 여겨지며 나타날 증시 조정 압력까지 상존해 있다는 점에서도 긴축은 주식시장의 주요 경계 대상이다.

### 유동성 = '신용'

유동성은 중앙은행권과 신용화폐로  
구성되며 대부분이 '신용'

이하의 논의를 위해서 유동성의 개념도 명확히 할 필요가 있다. 유동성의 기본 형태는 1) 중앙은행권과 주화, 2) 신용화폐로 구성된다. 여기서 신용화폐는 신용을 기반으로 창조된 요구불 예금 혹은 당좌 계정에 포함된 유동성을 포괄한다. 1)이 본원통화, 2)가 광의의 통화이며, 대부분의 유동성은 2)에 해당하고, 본원 통화를 제외한 거의 모든 화폐는 '신용'으로 이루어져 있다.

신용창조는 대출을 통해 나타남

새로운 유동성의 창조는 '대출'이라는 행태를 통해 나타난다. 대출은 상대방이 돈을 다시 갚을 수 있다는 믿음을 근거로 한다. 흥미롭게도 이러한 믿음을 근간으로 한 대출을 또다른 말로 '신용'이라고 한다. 협의의 통화에서 광의의 통화로 갈수록 CP, 회사채 등이 통화의 범위에 포함되는 것은 이와 같은 이유 때문이다. 즉, 은행 시스템과 대출은 화폐 경제의 핵심이며 유동성을 이루는 근간이다.

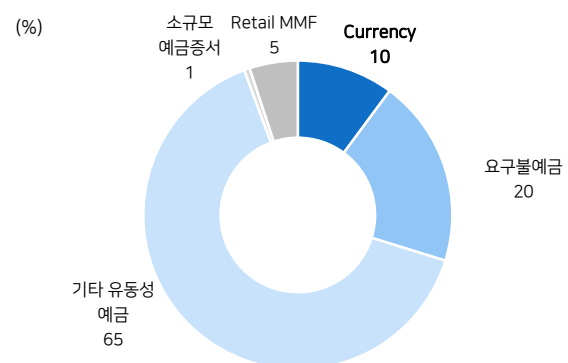
그림1 신용창조 과정의 예시

	중앙은행	은행 A	은행 B	은행 C	합계
화폐 발행	100				100
예금	100	90	81	...	1,000
지준금 (10%)	10	9	8.1	...	100
대출		90	81	72.9	900

통화량(총 유동성)(1,000) = 본원통화(100) + 대출(신용, 900)

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 M2 구성 비중('21.5월 기준)



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

## 최근 나타나는 유동성 증가속도 조정은 우려할 사안 아닐 것

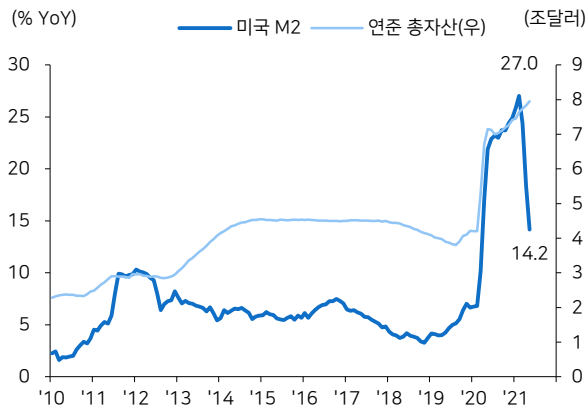
최근 M2 증가속도 조정은 지난해 QE에 따른 기저효과일 가능성

본원통화 증가 속도가 둔화되더라도, 민간에서 자생적인 신용창조가 원활하게 발생하면 광의 유동성 증가속도는 지지될 수 있다. 특히 확장 국면에서는 거래 상대방에 대한 신뢰가 강화되어 민간 신용 확대를 기대할 수 있다. 그런데 최근 모습은 이러한 기대와 상반되는 것처럼 보인다. 미국 5월 M2 증가율은 전년대비 14.2%로 '21.2월 27%에 비해 크게 낮아졌다. 그렇지만 이는 우려할 사안이 아니라고 보는데, 작년 2분기부터 시작된 QE에 따른 기저효과일 가능성 때문이다.

상업은행 대출잔액 감소는 가계/기업의 단기 대출 상황 때문

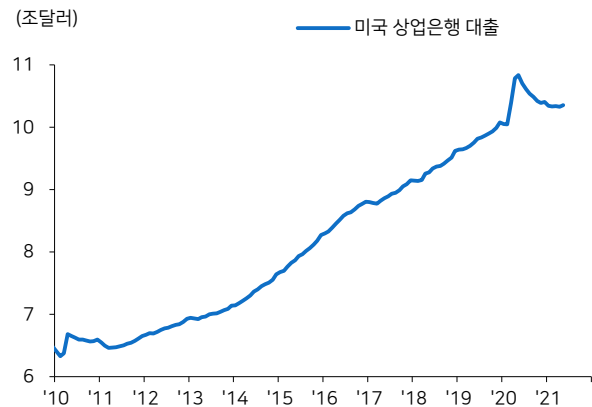
한편 연준에서 집계하는 미국 전체 상업은행 대출잔액은 10.9조 달러('20.5월)에서 10.3조 달러('21.5월)까지 감소했으며, '20.7월 3.88까지 회복했던 통화승수도 다시 하락하여 '21.5월 3.36을 기록했다. 경기가 회복하고 있음에도 대출잔액이 줄고 통화승수가 낮아진 것은 가계/기업 공히 COVID 이후 급하게 사용했던 단기 대출을 상환하고 있기 때문이다. 여기에 연준이 시중은행을 통해 실시했던 신용시장 지원책 잔액이 감소하는 것도 같은 맥락이다.

그림3 연준 총 자산 규모와 M2 전년대비 증가율



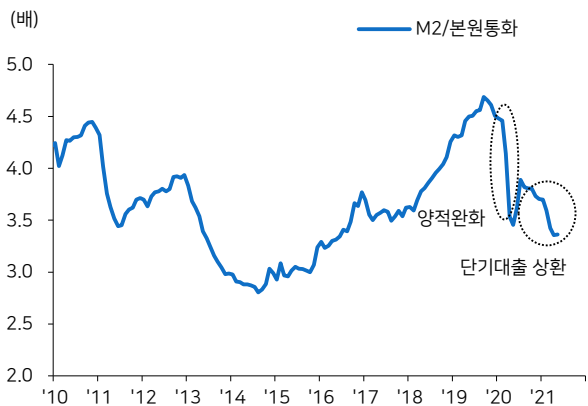
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림4 민간 신용의 Proxy인 상업은행 대출 잔액 감소



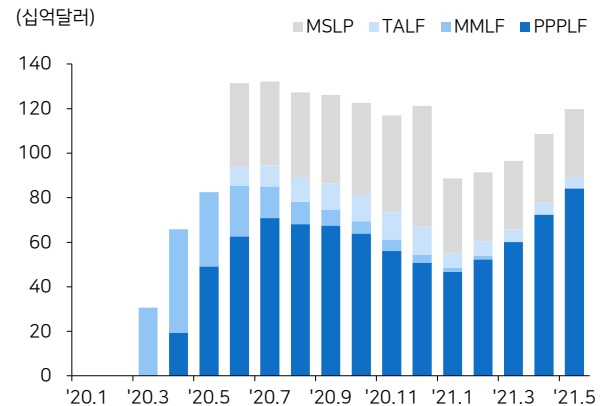
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림5 통화승수는 계속 낮아지고 있음



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림6 연준 대차대조표: 대출 관련 신용시장 지원책 잔액



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

## 민간의 자생적 신용 창조 재개 가능성

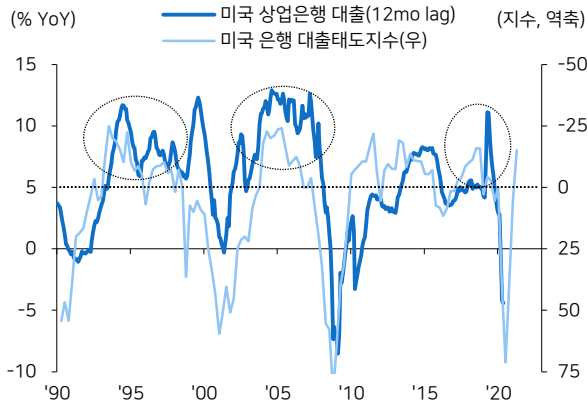
완화적인 은행들의 대출태도에  
후행하여 실제 대출 반등 가능성

우리는 상업은행 대출 규모가 다시 증가하여 통화승수가 반등하고 민간의 자생적 신용창조 시스템이 다시 힘을 받을 수 있을 것으로 본다. 그 이유는 첫째, 우호적인 대출 환경 때문이다. 미국 2분기 상업은행 대출태도지수는 -15.2로, 2년 6개월 만에 가장 우호적인 상황이다. 실제 대출은 여기에 12개월 후행하여 개선되어 왔기 때문에 최근 하락하던 전년대비 대출증가율은 반등할 가능성이 높다.

설비투자 사이클 장기화로 기업  
대출 수요도 지지될 수 있음

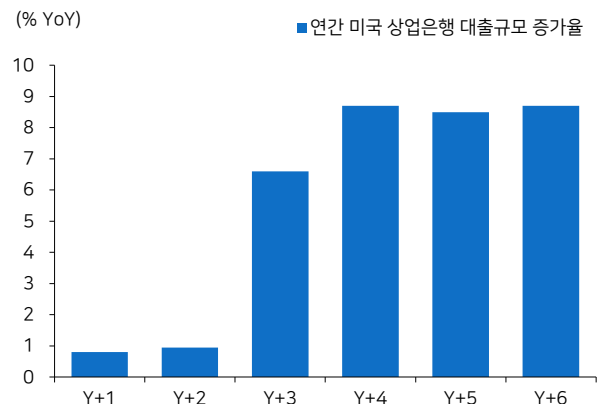
둘째, 은행들의 우호적인 대출태도가 장기화될 수 있는 가능성도 고려해야 한다. NBER에 따르면 침체 이후 미국 상업은행 대출 규모는 평균적으로 5~6년간 증가하는 패턴을 보였다. 여기에 이번 쇼티지 국면 이후 설비투자 사이클이 장기화되고 재고 restocking 수요까지 가세할 전망이다. 이는 대출 수요를 지지할 수 있는 요인으로 제조업 확장국면이 장기화되었던 2004년, 2010년 사이클과 비슷한 패턴이 반복될 개연성이 있다.

그림7 미국 상업은행 대출과 대기업 대출태도지수



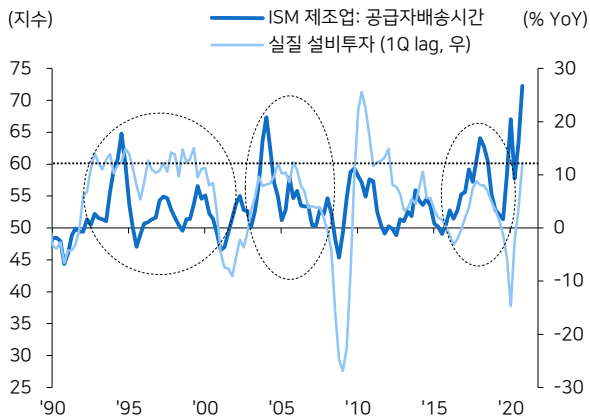
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림8 NBER의 '경기침체' 이후 연간 상업은행 대출 증가율



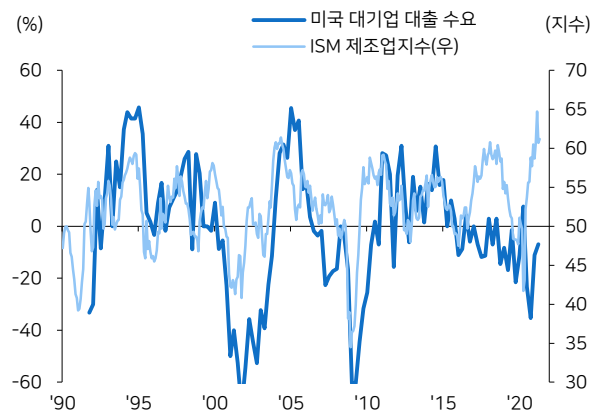
자료: Federal Reserve, NBER, TBAC, 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국 ISM 제조업 공급자배송시간 vs 실질 설비투자



자료: US BEA, US ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림10 미국 대출 수요와 경기변동



자료: US BEA, US ISM, 메리츠증권 리서치센터

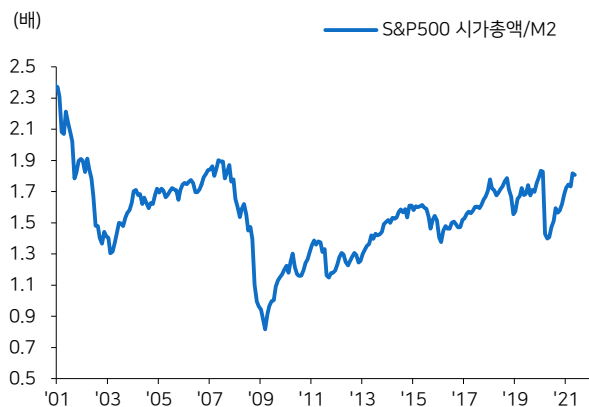
## 유동성 자생적 확대는 주가 지지요인

테이퍼링에도 민간신용 확대  
나타나면 주가 지지 가능

테이퍼링이 실시되어도 민간 신용 확대 재개에 힘입어 유동성 증가 속도가 완만하게 다시 상승할 수 있다는 점은 주가 지지 요인으로 작용할 수 있다. 미국 M2 대비 S&P500 시가총액은 5월 기준 1.81배로, 금융위기 직전(1.9배)보다 낮으며 COVID 직전(1.83배)과 비교해보아도 높지 않다. 유동성 증가속도가 지지된다고 할 때, 주가의 상방 여력의 근거로 해석할 수 있다.

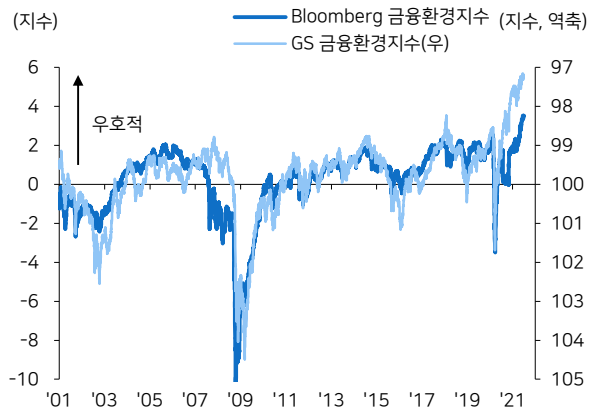
Bloomberg와 Goldman Sachs에서 집계하는 금융환경지수는 현재가 최근 20년래 가장 우호적인 금융환경임을 나타내고 있다. 민간이 유동성을 조달하기 좋은 환경이 유지되고 있는 것도 향후 유동성의 자생적 확대가 선순환하기 편한 환경임을 암시한다. 주식시장 관점에서 테이퍼링 실시에 따른 본원통화 증가 속도 둔화를 크게 걱정할 필요가 없다는 판단이다.

그림11 S&P500 시가총액과 M2 비율



자료: Bloomberg, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림12 Bloomberg & GS 금융환경지수



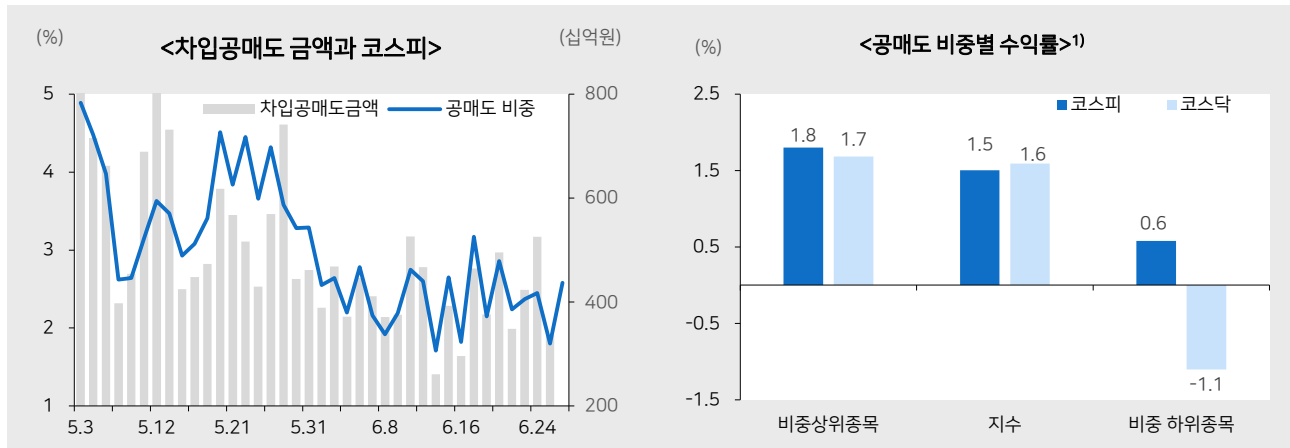
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터



## 오늘의 차트

강봉주 연구위원

## 공매도 재개 후 2달: 공매도 비중과 수익률의 뚜렷한 상관관계 나타나지 않음



주1: 공매도 비중별 수익률은 5월 31일~ 6월 14일까지의 수익률

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

공매도 재개 2개월:  
차입공매도금액 감소

5월 27일, 일차적으로 공매도 현황에 대해 조사했다. 지난 조사 후 한 달이 지난 현재 1)차입공매도 거래 현황, 2)공매도 거래가 주가에 미친 영향 두 가지를 파악하는 것이 본 자료의 목적이다. 공매도 현황으로는 거래대금 및 비중 감소가 눈에 띈다. 6,000억원 전후를 기록했던 차입공매도 금액은 4,000억원 규모로 축소됐다. 옵션만기일 이후 공매도 비중이 상승했으나 이내 하락하며 현재 2.5% 수준이다.

코스피 공매도 현황:  
공매도 비중 상위 20% 종목  
평균수익률 코스피 수익률과 비슷

자료가 최근에 한정돼 있어 일반화하기에 한계가 있으나 코스피200 내 공매도 비중(5월 차입공매도금액/거래대금)상위 종목 5월 31일부터 6월 14일까지의 수익률은 코스피 수익률과 거의 차이가 없었다. 반면 공매도 비중 하위 종목은 낮은 수익률을 보였다. 공매도 비중 상위 종목 40개 중 코스피 수익률보다 높은 수익률을 기록한 종목은 22개로 대체적으로 코스피 수익률과 비슷한 수익률을 보였다.

코스닥 공매도 현황:  
공매도 비중 하위 20% 종목  
평균수익률이 코스닥 수익률 하회

코스닥150 또한 공매도 비중이 높은 종목의 평균수익률은 해당 기간 코스닥 수익률과 비슷한 수준이었다. 그러나 하위 20% 종목의 평균 수익률은 -1.1%로 코스닥 수익률을 하회했다. 흥미롭게도 코스피와 코스닥 모두 공매도 비중 하위 종목들이 낮은 수익률을 기록했으나 이는 짧은 기간이라는 한계점이 있어 일반화하기는 힘들다.

재개 후 2달 모니터링 결과:  
공매도 비중과 수익률 간의  
뚜렷한 상관관계 없음

5월에 공매도가 재개되면서 주가하락에 대한 우려가 있었다. 하지만 위 자료를 통해 단기간이라는 한계점은 있으나 공매도 비중과 수익률 간의 뚜렷한 인과관계나 상관관계를 찾을 수 없다는 결론을 내렸다. 따라서 전반적으로 공매도 비중이 높아지면 주가가 하락할 지도 모른다는 막연한 불안감은 내려놓을 수 있을 것이다.

## 칼럼의 재해석

이승훈 연구위원

## IOER, RRP 5bp 인상, 단기자금시장 영향은 제한적 (Bloomberg)

6월 FOMC에서 미 연준은 초과지준부리(IOER)와 익일물 역레포 금리(O/N RRP offering rate)를 5bp씩 인상하여, 각각 0.15%와 0.05%로 설정했다. IOER과 O/N RRP 금리의 인상 발표 다음날인 17일, 역레포 기구 이용자금은 전일대비 2,349억달러 증가한 7,558억달러를 기록했으며, 28일에도 7,700억달러 이상의 유동성이 예치되고 있다.

하지만 해당 정책 변경으로 인해 단기자금시장의 지형이 크게 바뀌었다고 해석하기는 어렵다. 역레포 기구로의 유동성 유입은 IOER과 RRP 인상 이전부터 증가 추세였기 때문이다. 2020년 7월 이래 지속적으로 감소하던 미 국채 단기물 금리는 2021년 4월 마이너스를 기록했다. 은행 입장에서는 마이너스 수익률인 국채에 투자하는 것보다는 제로금리인 역레포 기구에 자금을 예치하는 것이 더 합리적인 선택이었을 것이다. 게다가 3월 31일에 정상적으로 SLR 규제 완화 조치가 종료되면서 국채에 투자할 추가적인 유인은 감소한 것으로 보인다. 결국, 연준의 O/N RRP 금리 인상은 금융기관들의 역레포 기구 유동성 유입 추세를 촉진한 조치인 것이다. 레포 시장의 반응 역시 제한적이었다. 역레포 시장으로 자금이 이동하며 LIBOR 금리는 2.5bp 상승에 그쳤다.

결국 연준의 이번 조치는 단기자금시장에 영향을 미치기보다는, 실효연방기준금리(EFFR)를 기준금리 목표 범위 안에 안착하기 위한 수단이라는 판단이 타당해 보인다. 2018년 이후 연준은 여섯 차례 IOER 및 O/N RRP 금리를 조정해왔다. 조정은 대개 기준금리가 목표의 상단을 넘어섰거나, 하단에 가까이 있을 때 발생했다. 최근 두 달 간 EFFR이 0.05% 근처에 머물렀다는 사실을 참고한다면, 미 연준이 이를 기준금리 목표 범위의 중간인 0.125%까지 상승시키기 위한 조치였다고 해석할 수 있다.

## 6월 FOMC에서 IOER, RRP 각각 5bp 인상 결정

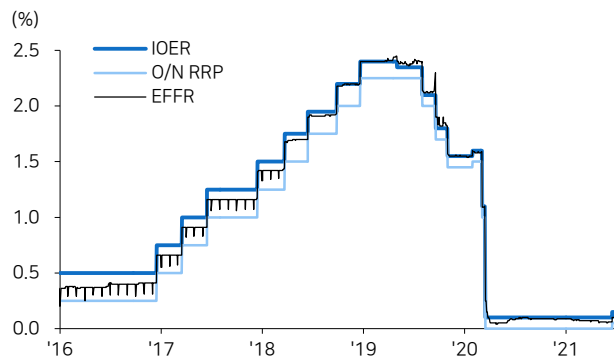
6월 FOMC에서 미 연준은 IOER과 RRP를 각각 5bp 인상 결정

6월 FOMC 성명서에서 가장 특기할만했던 점은 미 연준이 경제 전망과 물가 전망을 상향 조정했다는 것이다. 낙관적인 향후 전망을 제시함과 동시에 연준은 점도표에서 2023년 말까지 두 차례의 기준금리 인상이 있을 것이라 암시하며 인상 시점에 대한 시장 기대를 앞당겼다. 시장이 가장 관심을 가졌던 구체적인 테이퍼링 실시 계획에 대한 언급은 포함되지 않았다. 대신 연준은 초과지준부리(Interest on Excess Reserves, IOER)와 익일물 역레포 금리(Oversight Reverse Repurchase Agreements Offering Rate, O/N RRP)를 각각 5bp 인상하여 IOER은 0.15%, O/N RRP는 0.05%로 결정했다.

인상 이후 역레포 기구에 예치된 유동성 큰 폭 증가

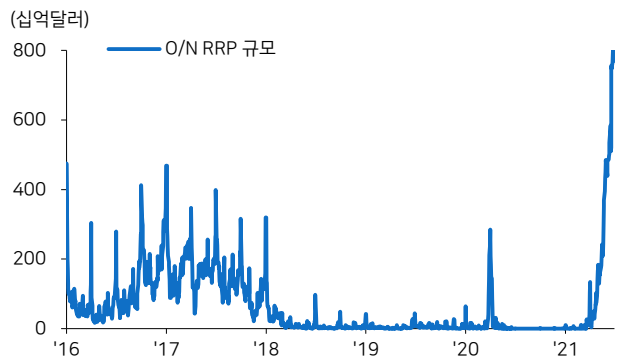
IOER, O/N RRP 금리 인상 발표 다음날인 17일, 역레포 기구에는 전일대비 2,349억달러 증가한 7,558억달러 규모의 유동성이 몰렸다. 역레포 기구 예치 자금은 23일 8,130억달러를 정점으로, 약 열흘이 지난 28일까지 7,700억달러 이상 유지되고 있다.

그림1 미국 IOER, O/N RRP 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미 연준 익일물 역레포 기구를 통해 흡수된 자금 규모



자료: Federal Reserve Bank of New York, 메리츠증권 리서치센터



## 역레포 기구로의 유동성 유입은 추세적인 현상

하지만 역레포 기구 이용 규모는  
이전부터 증가세였음

하지만 사실상 연준의 결정에 단기자금시장이 크게 반응했다고 보기는 어렵다. 인상 발표 직후 역레포 기구로 몰려든 유동성이 크게 증가한 것은 사실이나, 이용 규모는 2021년 4월 O/N RRP 금리가 현재의 0.05%보다 낮은 0%에 설정되었을 때부터 꾸준히 증가했기 때문이다.

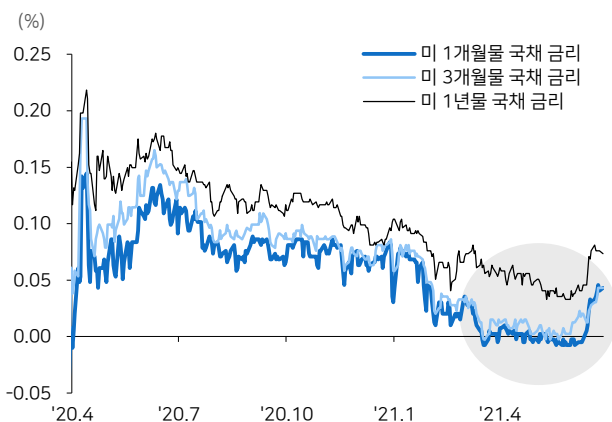
이유 1) 단기 국채 금리 하락  
2) SLR 규제 완화

역레포 기구로 자금유입이 증가한 가장 큰 이유는 미국 단기 국채 금리 하락에 있다. 지난해 미 연준이 COVID-19 대응 과정에서 완화적인 통화정책 스탠스를 유지하는 한편, 미 재무부는 Treasury bills 발행량을 감소해왔다. 이에 미 단기물 국채 금리는 2020년 7월 이래 지속적으로 감소했고, 그 결과 지난 4월에는 1개월물과 3개월물을 중심으로 마이너스 금리까지 기록하게 되었다. 금융기관 입장에서는 마이너스 금리 채권에 투자하는 것보다 제로금리인 역레포에 예치하는 것이 더 합리적인 선택일 것이다.

더불어, 2021년 3월 31일로 종료된 보완적 레버리지 비율(Supplementary Leverage Ratio, SLR) 규제 완화는 역레포 입찰에 응하는 자금 증가 추세를 가속화한 것으로 보인다. SLR은 은행 거시건전성 지표로써, 총 레버리지 익스포저 대비 자기자산 비율로 정의된다. 따라서 SLR을 규제하면 위험자산 대비 자기자산 비율을 일정하게 유지해야 하며, 구체적으로는 연준이 총자산 2,500억달러 이상인 대형은행은 SLR을 3%, 글로벌 시스템적 중요은행(Global-Systemically Important Bank) 8곳은 5% 이상 유지하도록 강제한 것을 의미한다.

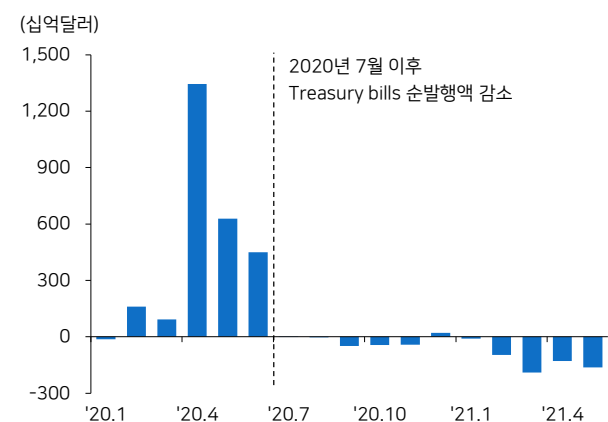
총 익스포저는 기존에 지급준비금과 국채를 포함하여 계산하는데, 2020년 3월에는 COVID-19 대응 과정에서 시장에 유동성을 공급하기 위해 한시적으로 익스포저에서 지급준비금과 국채를 일시적으로 제외했다. 금융기관 입장에서는 단기물 국채에 투자할 유인이 추가적으로 생긴 것이다. 하지만 2021년 3월 31일 기점으로 해당 규제완화가 종료된 이상, 국고채 투자 유인은 추가적으로 감소하였고 이는 역레포 기구로의 자금 유입은 가속화되었다.

그림3 미국 단기물 국채 금리 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Treasury bills 순발행액 추이



자료: SIFMA, 메리츠증권 리서치센터

## 레포 시장 반응 역시 제한적

레포 금리 상승폭 역시 제한적.  
LIBOR 2.5bp, SOFR 4bp 상승

추가적으로 모든 시장 참여자들이 역레포 시장을 이용할 수는 없다는 것이다. 역레포 기구 이용 적격 기준은 다음과 같다. 1) 총자산이 300억달러 이상이거나 지급준비금이 100억달러 이상임을 증명할 수 있는 보고서가 있는 금융기관이거나, 2) 정부 후원 기업이거나, 3) 미국 증권거래위원회에 등록된 2a-7 펀드 중 순자산이 20억달러 이상이거나 평균적인 미지급 역레포 금액이 5억달러 이상이어야 한다. 6월 28일 기준, 상기한 조건을 충족한 금융기관 중 실제로 역레포 시장을 이용한 기관 수는 75곳이다.

역레포를 이용하지 않는 이외의 시장참여자들은 여전히 레포시장을 이용하여 자금을 조달한다. 하지만 O/N RRP 금리가 상승하며 일부 자금이 레포시장에서 역레포 기구로 선회했음에도, LIBOR 금리가 큰 폭으로 반등하지는 않았다. FOMC 성명서 발표 다음날인 6월 17일, 익일물 LIBOR 금리는 0.8bp 상승, 그 이튿날까지 총 2.5bp 상승에 그쳤다. 국채담보 익일물 레포금리 SOFR(Secured Overnight Financing Rate) 역시 4bp 상승에 그쳤다.

## 연준의 IOER, O/N RRP 금리 인상 이유: EFFR의 Target range 안착

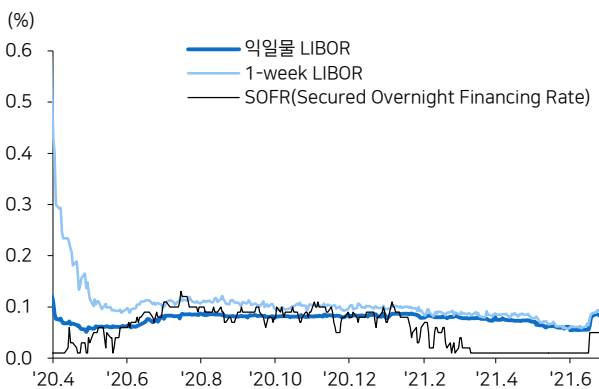
과거 연준이 EFFR을 목표 범위에 안착시키기 위해 IOER, O/N RRP 금리 조정

그렇다면 연준이 6월 FOMC에서 IOER과 O/N RRP 금리를 인상한 이유는 무엇일까? 실효연방기금금리(Effective Federal Funds Rate, EFFR)를 연준의 기준금리 목표 범위 안에 안착하기 위함이라고 해석하는 것이 타당해 보인다. IOER과 O/N RRP가 EFFR의 상단과 하단으로 기능하기 때문이다.

6월에도 EFFR이 기준금리 목표 범위 하단과 차이가 작았기에 조치한 것으로 판단됨

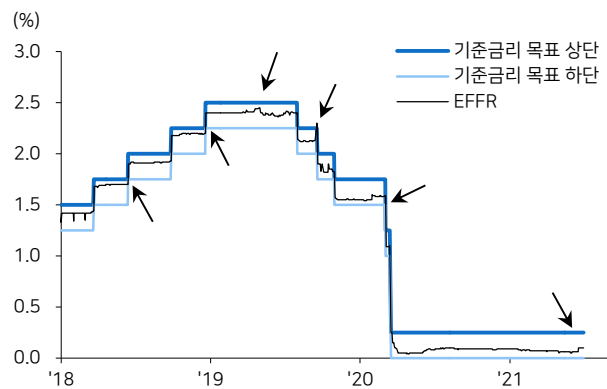
연준은 EFFR이 기준금리 목표치의 상하단에서 5bp 이내의 차이를 보일 때마다 IOER과 ON/ RRP 금리를 조정했다. 이러한 조치는 이번 6월 FOMC를 포함해 총 여섯 차례 이루어졌다. 대표적으로 2019년 9월 레포 금리가 크게 상승하여 기준금리 상단을 5bp 초과했을 때도 연준은 IOER을 인하하는 조치를 통해 기준금리를 통제했다, 최근에도 6월 FOMC 이전 두 달 간 EFFR이 0.06% 수준에서 유지되었으며 이는 IOER과 O/N RRP를 5bp씩 인상한 이후, 0.1%로 상승했다.

그림5 미국 LIBOR, SOFR 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 과거 EFFR 통제를 위해 IOER, RRP을 조정했던 시기



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: *Implications of Tweaking the RRP and IOER* (Bloomberg)