

2025. 9. 18

미국 FOMC(9월): 결국 3번 인하 콜, 내년까지 3.25%

▲ 채권분석

Analyst 윤여삼

02. 6454-4894

yeosam.yoon@meritz.co.kr

RA 김영준

02. 6454-4872

zerojoonk@meritz.co.kr

- ✓ 올해 미국 금리인하 전망은 7월 FOMC에서 2차례로 낮췄던 것을 다시 하반기 전망에 제시했던 3차례로 수정, 내년까지 터미널레이트 3.25% 전망은 그대로 유지
- ✓ SEP상 성장률 전망이 크게 바뀌지 않은 상황에서 연내 인하폭 확대는 순전히 고용 둔화 초점. 관세발 물가보다는 고용둔화 관련된 발언이 대부분을 차지
- ✓ 점도표는 올해 75bp와 내년 25bp 인하 제시. 그러나 내년 전망의 분포를 보면 1차례 인하인 3.50%에서 멈출 수 있을지 의문. 내년 1분기까지 관세 물가충격을 신중히 보더라도 신임 연준의장이 취임한 6월 이후 인하 압력 높아질 수 있어

고용>물가, 일단 올해 3번 내리고 내년은 가서 보자

2022년 이후 미국의 통화정책을 예측하는 일은 '극한 직접'이 됨. 유수의 IB들이 미국 연방금리 콜이 매월 급격하게 변화하면서, 과도한 data-dependent가 연출. 심지어 연준의 점도표조차 가이드 역할을 제대로 수행하지 못하면서 금융시장의 변동성을 연출하는데 일조한 것으로 평가

2024년 6월 FOMC에서 'sticky inflation' 때문에 점도표상 연내 인하 1차례 밖에 제시하지 못했던 연준은 9월 빅컷을 시작으로 100bp 인하 단행. 우리는 당시에도 고용시장 취약성을 고려, 하반기 3차례 인하 전망을 제시했었음. 올해 점도표 또한 작년 9월 3.50%까지 낮출 수 있다고 제시했다가 12월에는 4.0%로 상향한 이후 올해 6월까지 겨우 2차례 인하 전망을 견지

기존 당사 하반기 전망에서 제시한 올해 3차례 인하 전망을 7월 FOMC에 2차례 인하로 톤다운. 당시만 해도 미국 고용지표는 직전까지 14만명이 넘게 늘고 있는 상황이었고, 파월의장의 관세발 물가우려 표명에 신중론까지 감안한 결과였음. 6월 점도표 세부내용은 관세발 물가 우려로 연내 동결을 제시하는 연준인사들이 과반에 가까울 정도 늘었으나 이번에는 결국 4.5% 동결 1명, 4.25% 한번 인하 6명, 4.00%로 두번 인하 2명, 3.75%로 3번 인하 9명, 3.0%까지 150bp 인하가 1명으로 제시. 우리는 고용지표 둔화 및 예상에 부합하는 물가 사정을 감안하면서도 통화정책 의견을 유지 해왔으나 금일 FOMC를 통해 다시 3번 인하 전망으로 회귀

미국 경제가 심각한 둔화 위험까지는 아니나 고용여건 위축을 감안하여 내년까지 3.25% 타겟은 유지. 점도표상 1차례가 중간값이나 분포를 보면 'anyway'임. 1분기까지 연속 인하 여지도 있지만, 관세유입의 물가전이 정도를 확인하면서 2분기 정도에 신임연준 의장이 인하를 실시할 정도를 엿보고 있음

아직도 많은 변수 속에서 미국의 통화정책 의견은 조율이 필요해 보이나 미국 시장금리는 일단 단기간 하락분을 활용하는 차익신행이 강하게 유입. 미국채10년 장중 4%를 일시적 하회한 이후 결국 4.09% 부근까지 올라서 마무리. 그럼에도 커브가 소폭 플랫닝이 진행되며, 연내 4% 하회를 위한 시도는 지속될 것

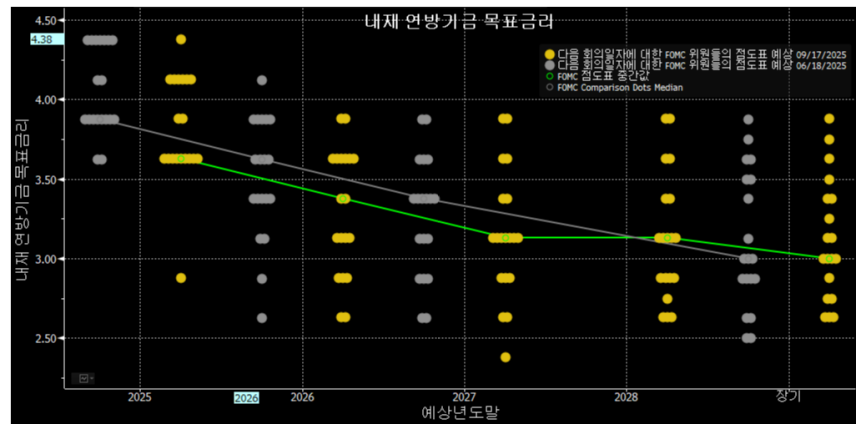
9월 FOMC 관련 Check point

이번 FOMC는 파월 의장이 '고용 vs 물가' 사이 어디에 방점을 둘 것인지 여부가 관건이었으나 고용에 무게. 대부분 연내 점도표상 인하 전망 확대 등의 핵심 논거로 고용시장 위축을 들었으며, 물가는 관세충격이 우려되나 예상보다 중간에서 잘 흡수하면서 충격이 스프레드 되는 경향이 있다고 밝힘

경기둔화 자체에 대한 우려가 높다고 보기보단 고용시장 수요와 공급이 동시에 둔화되면서 안정이 필요하다는 측면의 금리인하를 강조. 때문에 올해 3차례까지 인하는 인정하지만, 내년 금리인하는 중간값 1차례 인하에 불과하나 분포는 6월보다 아래쪽으로 낮춰짐. 새로 취임한 미란은 가장 아래쪽 엣지를 제시

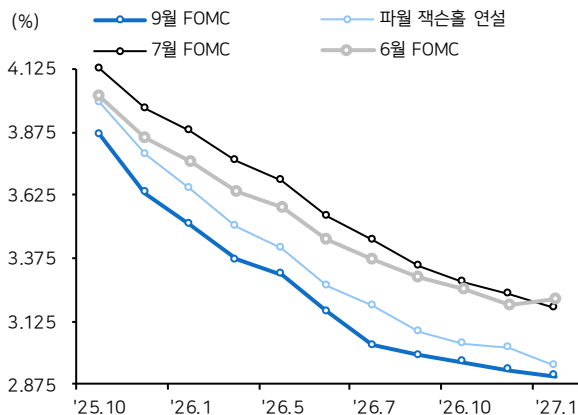
올해 4.5%에서 금리를 낮춰서는 안된다는 인사(리사 쿡 추정)가 1명에 그치면서 6월 7명에 달했던 동결의견 상당부분 후퇴. 물론 아직도 7명의 인사는 현 4.25%에서 추가 인하에 신중해야 한다는 입장이나, 올해 2번의 회의 공히 금리를 낮춰야 한다는 쪽으로 무게추가 기운 부분은 확인. 시장 선도 금리도 대부분 유사

그림1 점도표 올해 3차례와 내년 1차례로 소폭 하향되었으나 그래도 완화적 분위기 강화



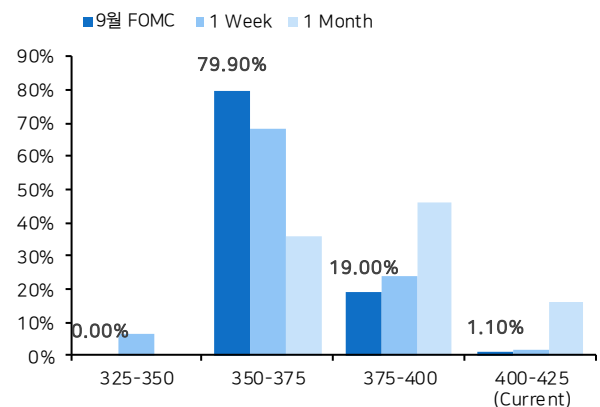
자료: Fed, Bloomberg

그림2 연방금리선물, 3차례 인하 전망은 유호



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 CME 옵션 기대 역시나 3차례 인하 기대 80% 반영



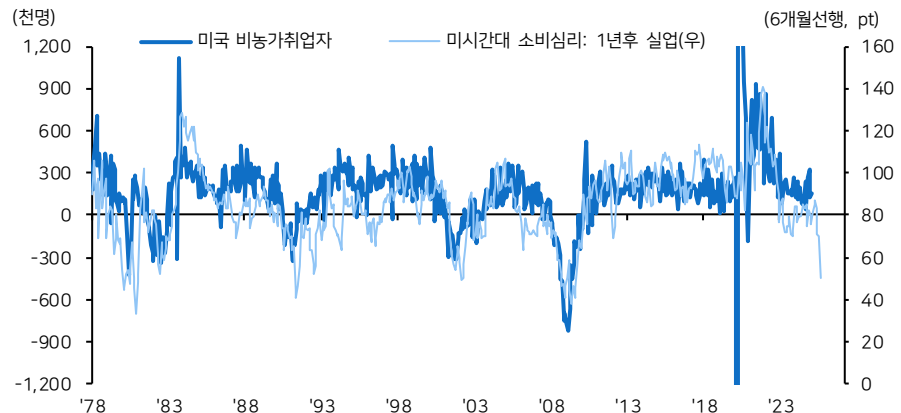
자료: CME Fed Watch Tool, 메리츠증권 리서치센터

결국 9월 FOMC는 '정책스텝스 변화 확인' 차원에서 의미가 있었지만, 실질적 시장에 미치는 영향도 측면에서는 '예상과 기대에 크게 벗어나지 않는 결과'로 해석. '소문난 잔치'라고 말하기도 애매하게 금융시장 반응은 대부분 기존 베팅의 차익 실현 및 언와인딩 방향으로 움직임. 주가 보합, 금리반등, 달러 강세가 나왔는데 이전의 베팅에 되돌림 수준이었음

채권시장 관점에서 미국채10년 금리는 점도표 확인 직후 일시적으로 4%를 하회하기도 했으나, 이내 내년까지 점검해야 할 부분들이 있다는 점에서 단기 하락분을 정리하는 '차익실현' 움직임으로 전일대비 6bp나 상승한 4.09%로 마무리. 전 구간에서 금리가 상승세를 보였으나 미국채2년보다 30년이 상대적으로 덜 상승하면서 커브는 소폭 플랫, 내년까지 터미널레이트 3.25% 반영에 신중한 입장

미국채10년 4.0~4.5% 박스권 인식이 강하다는 점에서 채권투자 메리트 고민이 있겠으나 우리는 올해 남은 기간 4.0% 하단 테스트 진행 및 내년 상반기 3.8% 타겟 전망 유지. 국내보다는 해외채권에 투자기회가 있다는 생각

그림4 미국 고용심리 지표 위축, 3분기 미국 실업률 상승 자극할 전망



자료: US BLS, The Conference Board, 메리츠증권 리서치센터(해당 그림은 6월 FOMC 당시 사용한 그림 활용)

그림5 선도금리보다 보수적인 미국채10년, 하방 룬은 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 일부 차익실현에도 미국채 30년 4.6%대에서 안정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

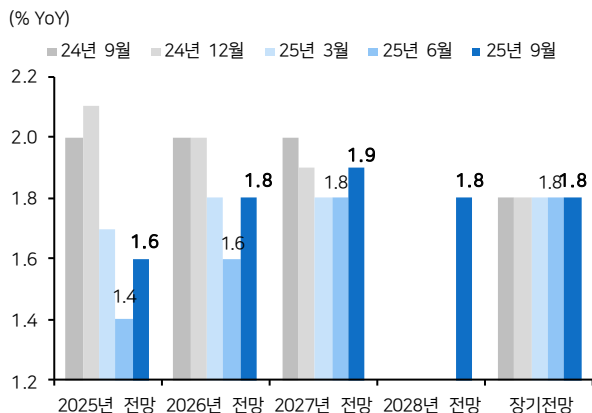
9월 FOMC Economic Projection: 아주 무던한 전망의 유지

수정경제전망은 아주 무난한 수준으로 결과를 제시. 성장률은 6월 관세충격의 우려를 소폭 낮추면서 비교적 선방하는 수준으로 제시함. 실제 8월 소매판매까지 예상을 상회하는 양호한 결과를 제시함으로써 미국경제 급격한 위축 가능성은 낮다고 평가. 관세충격 실물경기 전이 가능성 역시 낮음

반면 물가는 올해에 이어 내년까지도 2% 중반이 넘는 정도로 관세발 우려를 높게 표명함. 때문에 올해 3번 인하를 인정하면서도 여전히 통화완화 의견에 보수적인 연준인사들이 다수인 것으로 판단. 반면, 실업률의 경우 잭슨홀에서도 강조했으나 수요가 줄어도 공급이 동시에 줄어 미국 고용시장은 '이상한 균형' 상태에 있는 것을 강조. 실업률이 오르지 않는 않지만, 후생적으로 경제에 부담인 것은 명확

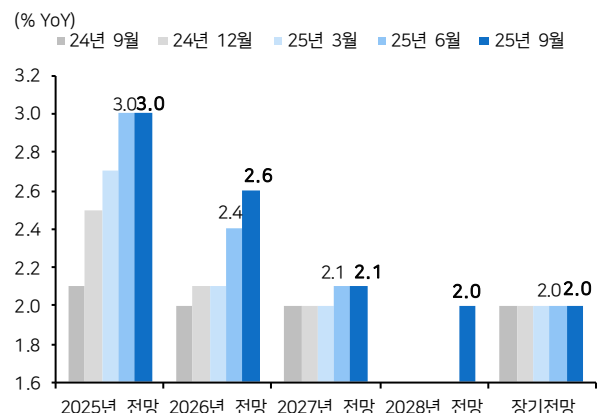
이를 종합하며 경기는 선방, 물가 리스크는 소폭 상향조정 했음에도 점도표는 오히려 낮아지는 상황 연출. 고용둔화에 포커스를 둔 인하라는 점에서 연내 3차례 인하 단행 이후 내년 1분기 인하는 다시 신중론 돌아설 가능성 존재

그림7 미연준 성장률 전망: 우려한 것보다 성장률은 선방



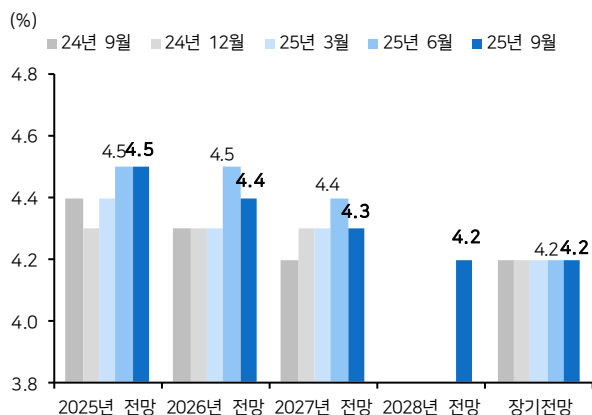
자료: Fed, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 미연준 PEC물가전망: 올해 이어 내년까지 물가 리스크



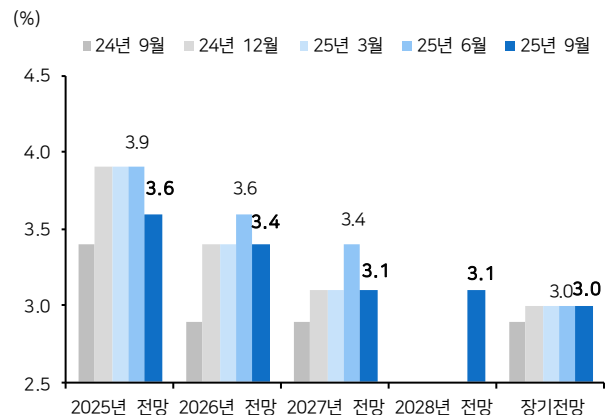
자료: Fed, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 미연준 실업률전망: 수요도 줄지만 공급도 줄어 균형



자료: Fed, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 점도표 올해 기대치 하락만큼의 하향조정



자료: Fed, 메리츠증권증권 리서치센터

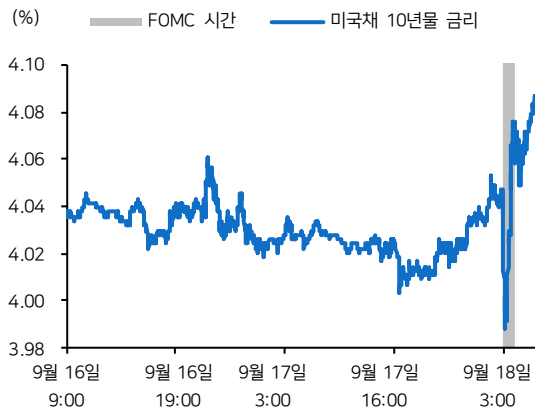
9월 FOMC에 대한 금융시장 반응

'소문에 사서 뉴스에 팔아라'의 전형을 보여준 시장 반응. 점도표 올해 3차례 인하를 확인한 직후 4%를 하회했던 미국채10년 금리는 내년 1차례 인하 및 파월의장의 '경기는 양호하고, 물가위험은 남아 있다'는 발언을 중심으로 급격한 차익실현 진행. 대부분 만기에서 채권금리는 상승세를 기록

주식시장 역시 발표 직후 상승세를 보였으나 되려 추가 완화기대 확산이 제한적이었는 평가에 차익실현 매물이 출회했으나 결국 보험권에서 균형을 잡으면서 마무리. 달러 역시 일시적 하락 이후 금리보다 덜하지만, 상승세로 마무리. 고용위축으로 이번 회의는 '비둘기적일 것'이라는 기대가 가격에 상당분 반영된 결과

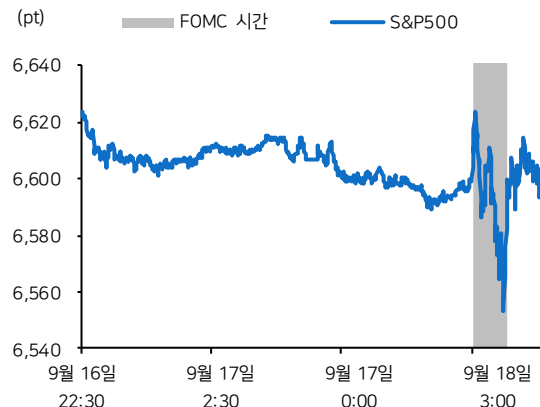
이번 FOMC로 국내 금융시장 영향은 역시 중립적일 것. 한은도 4분기 중 1차례 인하는 실시할 수 있는 배경 정도는 마련되었으나, 미국 부담이 완화된 것이지 국내 부동산 문제 등을 고려할 때 국내 완화기대 확산으로 연결 짓는 것은 다소 부담. 오히려 미국 투자 3500억달러 협상 여부가 채권시장에 더 중요한 변수

그림11 미국채10년 3일간 일종차트



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 미국 S&P500 3일간 일종차트



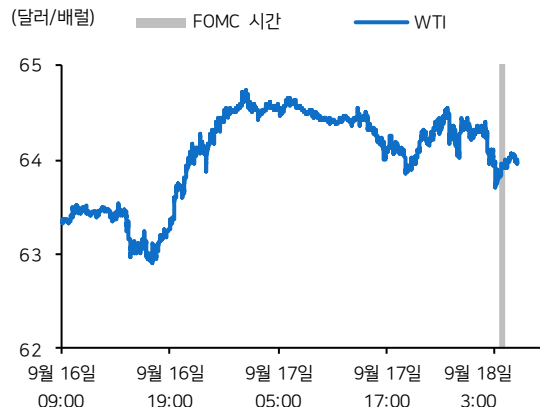
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 달러 인덱스 3일간 일종차트



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 WTI 3일간 일종차트



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Compliance Notice

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 추천 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..