



## Fixed Income

### Compliance Notice

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 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.



Analyst 김성훈 sanghun.kim@hanafn.com  
RA 허성우 deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 9월 19일 | Global Asset Research

# BondView

## [9월 FOMC] Timing (Dovish) vs Amount (Hawkish)

### 시장을 거역하지 않은 연준

9월 FOMC는 정책금리를 50bp 인하해 8차례 연속 동결 결정을 마무리 지었다 (4.75~5.00%). 주지하다시피 7월 회의 당시 파월은 빅 컷을 고려하지 않는다는 뜻을 전달한 바 있는데, 한국 연휴 기간에 WSJ 닉 티미라오스 기사를 필두로 선물시장의 빅 컷 확률은 60%를 상회했다.

이번 결정은 2007년 9월과 상당히 유사하다. 2007년 9월도 가파른 금리 인상 이후 첫 인하를 결정하는 자리였는데, 블랙아웃 기간에 시장이 이번처럼 빅 컷을 반영하기 시작했고, 연준은 결국 5.25%에서 4.75%로 50bp 인하를 결정했다. 또한, 연말까지 25bp씩 추가로 인하하면서 연말까지 총 100bp 인하를 단행했다. 이는 이번 선물시장의 반영 폭 및 9월 수정 점도표와도 동일하다. 이에 하나증권은 연말까지 남은 회의 2차례에서 25bp씩 추가 인하 전망한다.

단, 이번 결정에서는 보우만 이사가 25bp 인하 소수의견을 개진하면서 17차례 연속 만장일치 결정 또한 종료됐다.

우선 성명서는 7월 대비 물가안정에 대해 보다 확신을 (has gained greater confidence that inflation toward 2%), 고용에 대해서는 보다 우려 (Job gains have slowed) 및 중요도를 강조 하는 (supporting maximum employment 문구 추가) 쪽으로 변경됐다.

### 깜짝 빅 컷을 해명하는 자리였지만 뒤 쪽에 유의

9월 인하 폭만큼이나 시장은 점도표 변화에 주목했다. 올해 인하 폭은 6월 대비 75bp 하향해 총 100bp 인하를, 내년 중간값 역시 75bp 하향해 추가 4회 인하를 시사했다. 2026년은 6월 대비 25bp 하향해 추가 2회를 예고했지만 새롭게 공개된 2027년 점도표 중간값과 장기 중립 금리 추정치는 모두 2026년과 동일한 2.875%로 제시했다.

즉, 올해 포함 4년 동안 총 10회 (250bp) 인하 경로를 제시한 것인데, 이는 3월과 6월에 제시 했던 올해 포함 3년 동안 총 9회 인하에서 한 차례 증가에 불과하다. 결국 인하 시점을 시장 기대에 맞춰 앞당겼지만 장기 관점에서는 큰 변화가 없었다는 점에 주목할 필요가 있다.

단기 측면에서도 올해 점도표에서 4회 인하에 점을 찍은 위원 1명만 위에 점을 찍었을 경우 기존처럼 3회 인하로 중간값이 변경될 수 있었다. 또한, 2026년에서도 위원 1명이 점을 위에 찍었다면 3년 동안 총 인하 폭이 3월, 6월과 동일한 9회로 유지될 수 있었다.

수정경제전망에서는 올해 성장을 전망치를 -0.1%p 낮췄지만 올해 포함 4년 동안 잠재성장을 추정치 1.8%를 상회하는 2.0%를 꾸준히 유지할 것으로 전망했다. 실업률 전망치는 예상대로 상향조정했지만 과거 침체기 (평균 +3.0~3.4%p)와 달리 4.4%를 최고치로 제시했다. 또한, 내 후년부터 하락해 결국 자연실업을 추정치 4.2%에 수렴하는 경로를 예상했다.

종합하면 경제전망에서는 인하 시점과 폭을 앞당겨 연착륙 달성의 의지를 부각시켰다.

기자회견은 깜짝 빅 컷을 해명하는 색채가 짙었다. 모두발언을 통해 고용지표 둔화를 언급 (Notable step down in payroll gains)했고, 물가 안정을 위한 연준의 인내심이 Paid dividend 역할을 했다고 밝혔다. 단, 향후 통화정책 결정과 관련해서는 정해진 바가 없으며, 점도표도 언제든지 변경될 수 있음을 밝혔다 (“We are not on any preset course. Continue to make our decisions meeting by meeting. Dot plot is not a policy plan”).

1) 단연 첫 번째 질문은 이번 빅 컷의 배경이었다. 이에 대해 파월은 7월에 빅 컷을 고려하지 않았다고 말한 이후 많은 데이터가 들어왔고, 특히 베이지북과 고용지표를 강조했다.

2) 그리고 이번 결정에 대해 정책을 조정하기에 좋은 시점이며, 그 과정의 시작이라 답변했다 (It's time to recalibrate our policy to something that is more appropriate. This is the beginning of that process). 그리고 올바른 결정이었음을 강조했다 (this was the right thing for the economy and for the people).

물론 소수의견 개진이 있었지만 이에 대해서도 광범위한 지지 (broad support)와 많은 공통점 (a lot of common ground)이 있었다고 밝혔다.

3) 또 다른 핵심은 고용시장에 대한 평가였다. 우선 기본적으로 미국 경제에 대한 평가는 좋다이며 (US economy is basically fine), 실업률도 아주 건강한 수준이라 답변 (very healthy rate & low 4's represents a good labor market)했다.

다만, 고용의 하방위험이 커졌고 (downside risk to employment has increased), 만약 예기치 못한 일이 발생한다면 (if the labor market were to slow unexpectedly) 더 빠른 인하를 예고 했다 (react to that by cutting faster)

4) 그럼에도 파월은 마이너스 금리 시대로 돌아가지 않을 것이며, 중립금리도 이전보다 많이 높을 것 (much higher than it used to be)이라 밝혔다. 단, 그 수준이 어디에 있는지는 알 수 없다고 답변했다.

5) QT와 관련해서는 계속 진행할 것이며 금리인하와 동반될 수 있음을 시사 (not thinking about stopping runoff. Two things can happen side-by-side)했다.

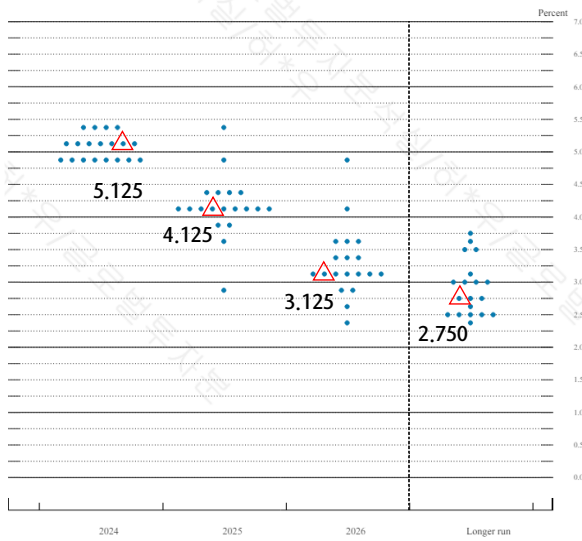
### 커브 스틱 대응 견해 유지

9월 FOMC는 behind the curve 비난을 방어하고, 연준의 기민한 대응을 보여주는 자리였다. 하지만 점도표 경로와 실업률 수정 전망치 등은 시장금리 측면에서 이미 반영한 재료였다고 평가할 수 있겠다.

즉, 인하기 총정리 자료에서 추정된 것처럼 4차례 인하를 반영한 미국채 10년물 금리는 3.72%로 판단한다. 물론 내년엔 추가 4차례 인하가 점도표에 찍혀있지만 이는 모두 데이터에 달려 있다. 즉, 향후 베이지북과 실업률에 시장금리 변동성은 커질 수밖에 없다.

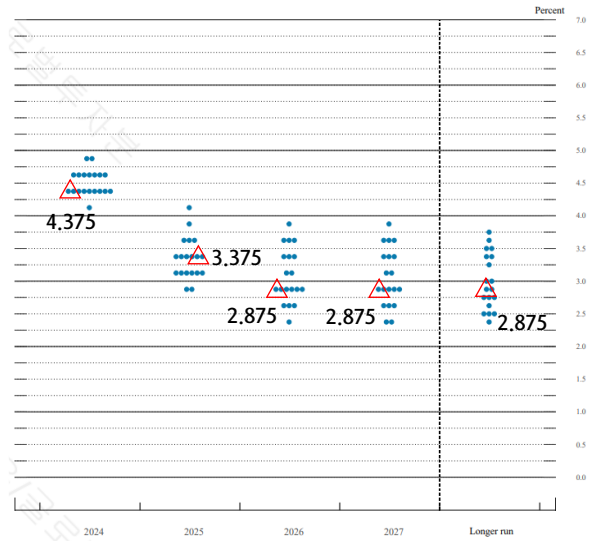
그럼에도 5차례 이상 인하를 반영했을 경우 1차 하단이 3.41%라는 점 (추가 하락 룬 30bp에 불과)과 장기 중립금리 추정치가 3% 부근까지 상향조정된 점, 열려 있는 추가 빅 컷 가능성 등을 함께 감안할 때 커브 스틱 대응을 권고한다 (미국채 2/10년 스프레드 일차적으로 20bp 까지 확대 전망).

도표 1. 지난 6월 점도표



자료: Fed, 하나증권  
주: △중간값

도표 2. 이번 9월 점도표



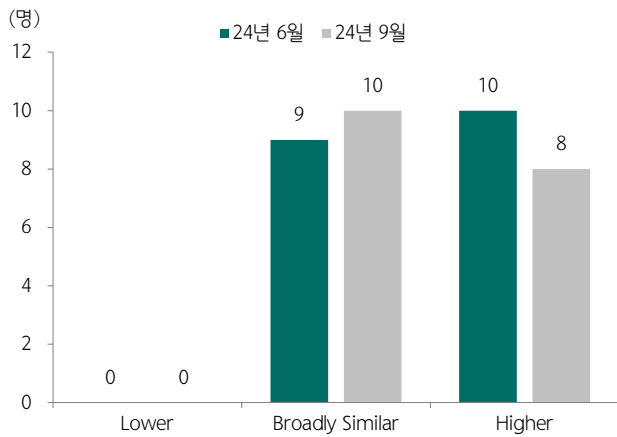
자료: Fed, 하나증권  
주: △중간값

도표 3. 9월 연준의 경제전망 변화

	Median					Central Tendency				
	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run
실질 GDP 성장률	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9-2.1	1.8-2.2	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0
6월 전망	2.1	2.0	2.0		1.8	1.9-2.3	1.8-2.2	1.8-2.1		1.7-2.0
실업률	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.0-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3
6월 전망	4.0	4.2	4.1		4.2	4.0-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3		3.9-4.3
PCE 인플레이션	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2-2.4	2.1-2.2	2.0	2.0	2.0
6월 전망	2.6	2.3	2.0		2.0	2.5-2.9	2.2-2.4	2.0-2.1		2.0
근원 PCE 인플레이션	2.6	2.2	2.0	2.0		2.6-2.7	2.1-2.3	2.0	2.0	
6월 전망	2.8	2.3	2.0			2.8-3.0	2.3-2.4	2.0-2.1		
연방기금금리	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9	4.4-4.6	3.1-3.6	2.6-3.6	2.6-3.6	2.5-3.5
6월 전망	5.1	4.1	3.1		2.8	4.9-5.4	3.9-4.4	2.9-3.6		2.5-3.5

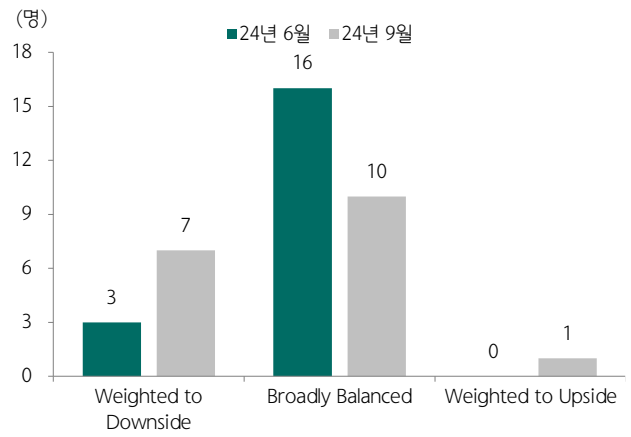
자료: Fed, 하나증권

도표 4. 성장을 전망 불확실성



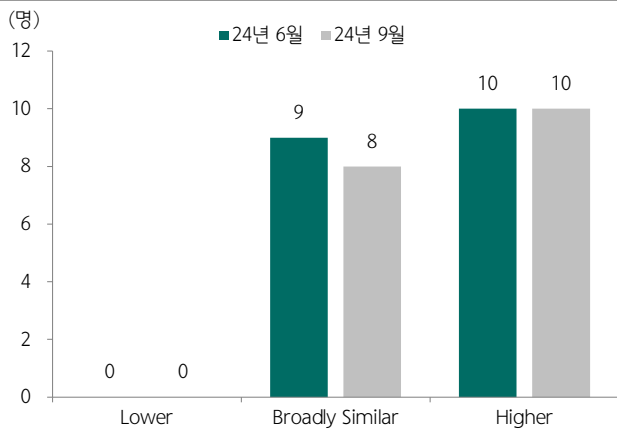
자료: Fed, 하나증권

도표 5. 성장을 전망 리스크



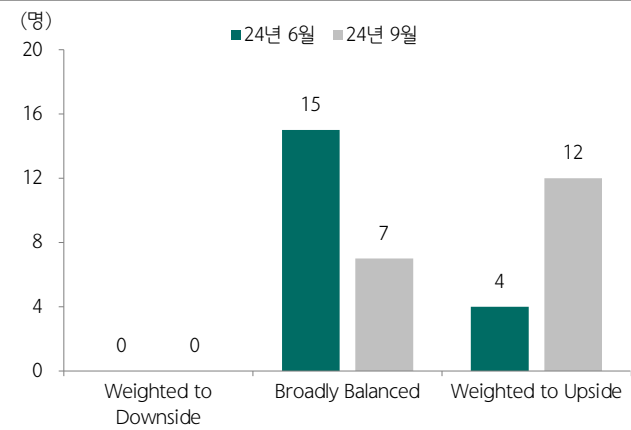
자료: Fed, 하나증권

도표 6. 실업을 전망 불확실성



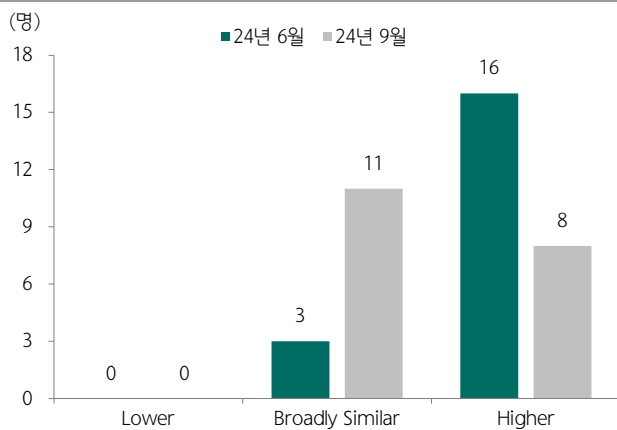
자료: Fed, 하나증권

도표 7. 실업을 전망 리스크



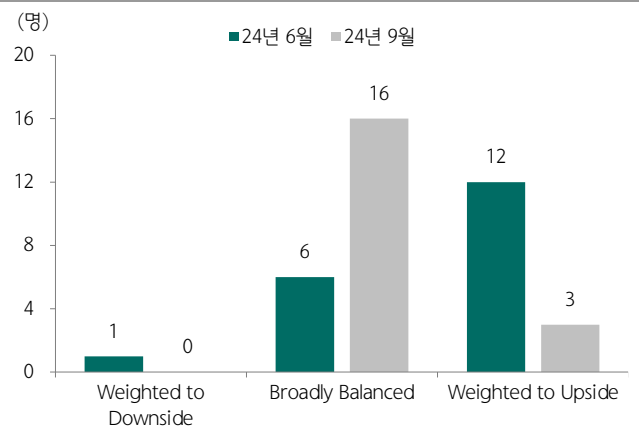
자료: Fed, 하나증권

도표 8. 물가 전망 불확실성



자료: Fed, 하나증권

도표 9. 물가 전망 리스크



자료: Fed, 하나증권