



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 당사자가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 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 12월 19일 | Global Asset Research

BondView

[12월 FOMC] 재조정 (recalibration) 일단락

매파적 수치들을 제공한 연준

12월 FOMC는 정책금리를 25bp 인하했다 (4.25~4.50%). 3차례 연속 인하하면서 올해를 총 100bp 인하로 마무리했다. 시장 예상에도 부합했다. 단, 해먹 클리브랜드 연은 총재는 동결 소수의견을 개진했다. 이렇게 지역 연은 총재가 반대표를 행사한 것은 2022년 6월 이후 처음 있는 일이다. 파월도 기자회견에서 이번 25bp 인하 결정이 closer call이었다고 밝혔다. 실제로 올해 점도표에서 4명의 위원이 인하가 아닌 동결에 점을 찍었다.

성명서는 11월과 거의 같았는데 주목할 만한 문구가 하나 추가됐다. ‘추가 금리 조정의 정도와 시점 (extent and timing)을 고려해’ 문구는 향후 인하 속도를 점진적으로 늦추거나 내년 1월 FOMC에서 잠시 중단할 수 있음을 시사하는 대목으로 해석할 수 있다.

시장이 가장 주목한 내년 점도표와 중립금리는 모두 상향조정 됐다. 우선 2025~26년 점도표 중간값을 모두 50bp씩 상향조정했고, 2027년도 중간값도 25bp 상향조정했다. 즉, 향후 3년간 각각 2회, 2회, 1회로 총 5회 인하 경로를 새롭게 제시한 것이다. 장기 중립금리도 3.0%로 12.5bp 상향조정했다 (4회 연속 상향조정).

나아가 2025년과 2026년 모두 중간값 대비 위와 아래 점을 찍은 위원 수가 4:5와 7:7로 무게 중심을 맞췄다. 어느 한쪽에 쏠려서 중간값이 결정된 것이 아니란 뜻이다. 반면, 중립금리에 대한 위원들의 전망 불일치 정도는 더욱 확대됐다. 이번 중립금리 추정치 분포는 2.375%에서 3.875%까지 스프레드가 150bp로 9월의 137.5bp 대비 더 벌어졌기 때문이다.

이렇게 점도표 경로를 상향조정한 이유는 경제전망에서 찾아볼 수 있다. 2024~25년 성장을 전망치를 모두 상향조정했고, 올해와 내년 실업률은 모두 하향조정했다. 특히 헤드라인과 근원 PCE 물가 전망치를 올해부터 2027년까지 모두 상향조정하면서 2.0% 물가목표치 도달 예상 시점을 9월의 2026년에서 2027년으로 1년 연기했다.

‘On Track’ vs ‘New Phase’

시장은 인플레이션 전망치와 경로 변경에 따른 점도표 중간값 상향조정에 주목했지만 파월은 모두발언에서 노동시장이 2019년보다 less tight하며 인플레이션의 심각한 (significant) 재료가 아니라고 발표했다. 인플레이션 기대도 well-anchored 입장을 유지했다.

단, 총 100bp 금리 인하 이후 연준의 정책기조는 상당히 덜 제한적이며 (significantly less restrictive) 중립금리에 더 다가가고 있는 만큼 연준위원들은 향후 정책 결정에 있어 more cautious 하다고 밝혔다. 그럼에도 정해진 경로는 없으며, 유연함 (flexible)을 강조했다.

1) 단연 첫 번째 질문은 물가 전망치 상향조정에도 불구하고 왜 내년에도 금리를 내릴 것으로 전망하는지 였다. 이에 대해 파월은 오늘 결정은 접전이었고 (closer call), 여전히 위험은 two-sided에 있다고 답변했다. 나아가 노동시장은 여전히 냉각되고 있다고 첨언했다.

또한, 인플레이션을 낮추기 위해 노동시장이 더 냉각될 필요는 없다고 생각하며, 인플레이션에 대해서도 상당한 진전이 있다고 평가했다 (great deal of progress). 사람들이 느끼는 물가는 높은 인플레이션이 아니라 높은 물가의 영향이라고 생각한다고 답변했다 (effect of high prices, not high inflation). 마지막으로 연준은 여전히 추가 인하 경로에 있다고 답변했다 (still on track for further cuts).

2) 차기 정부 정책 반영 정도에 대한 질문에는 일부 (Some) 연준위원들은 아주 초기 단계로 (very preliminary step) 잠재적 새로운 정책을 전망에 적용하기 시작했다고 알렸다. 이는 일부 (some) 정책입안자들이 디스인플레이션에 대한 불확실성을 크게 반영한 이유이기도 하다고 답변했다. 실제로 근원 PCE 물가 전망에 대한 위험이 상방으로 기울었다고 판단한 위원 수가 9월 3명에서 이번에 15명으로 크게 늘었다.

그럼에도 파월은 디스인플레이션이 여전히 작동 중이라며 해당 내려티브가 유효함을 시사했다. 단, 현 시점부터는 인플레이션에 대한 진전을 모색하는 것이 적절하다며 새로운 국면에 (New Phase) 진입했음을 알렸다.

3) 리세션에 대해서는 피한 것이 분명하다고 밝혔다 (pretty clear). 노동시장의 downsides도 분명히 감소한 것으로 보이나 추가 인하 없이 노동시장을 현 상태로 유지할 수 있는지는 알기 어렵다고 답변했다. 이에 점진적이고 질서 있는 둔화에 세심한 주의를 기울이고 있다고 언급했다 (gradual, orderly slowing).

사실상 불확실성을 대비한 자리. 파월은 여전히 비둘기

12월 FOMC를 종합해보면 성명서와 경제전망은 예상보다 매파적이었다. 이에 미국채 2년물과 10년물 금리는 모두 10bp 이상 급등했고, 주식은 하락했다.

하지만 점도표 변화를 총량으로 비교하면 향후 3년 간 총 인하 횟수를 9월의 6회에서 이번에 5회로 한 차례만 축소시킨 것이다. 물론 당장 내년에 인하 폭이 2회나 줄었기 때문에 재조정 구간이 일단락 되었음을 시장이 반영하는 것은 당연하다.

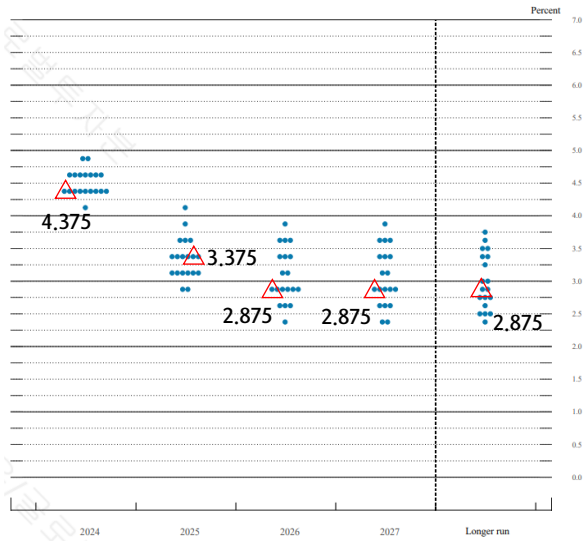
그럼에도 올해 연준의 점도표 변화를 복기해보자. 3월에 75bp 인하에서 6월 25bp 인하, 9월 100bp 인하기로 3차례나 변경하면서 시장에 대응했지만 총 인하 폭이나 횟수는 크게 변경하지 않았다. 이는 당장에 불확실성을 해소 또는 대응하기 위해 당해 연도 금리 경로는 언제든지 과감하게 변경할 수 있지만 전반적인 인하 경로에 대해서는 유지하겠다는 뜻으로 해석할 수 있다.

나아가 파월의 기자회견을 보면 파월과 연준위원들의 견해 간 괴리가 나타나는 대목들도 적지 않았다. 일부 연준위원들은 트럼프 2기 행정부의 감세와 일자리 정책을 경제전망에 반영하며 (Tax Cuts and Jobs Act) 인플레이션에 대한 우려의 목소리를 키웠다. 반면, 파월은 여전히 노동시장 냉각에 대한 우려 입장을 유지했고, 디스인플레이션 지속성에도 가능성을 내비쳤다. 즉, 파월은 여전히 비둘기 쪽에 가깝다고 판단한다.

실제로 내년 미국의 헤드라인 CPI 경로는 1% 중반에서 2% 후반 정도로 예상한다. 즉, 이번 경제전망은 연준이 양대책무 중 트럼프 관세정책에 대한 불확실성을 초기에 더 많이 반영한 결과로 간주할 수 있겠다. 만약 관세정책이 협상 카드 정도로 쓰이고 부과 정도가 1기 때보다 약할 경우, 또는 금리 인하 일시중단 여파로 실업을 오름세가 지속된다면 언제든지 금리인하는 재개될 수 있다. 파월이 이번 FOMC에서 그 가능성을 열어뒀다고 사료된다. 이에 내년 연준의 금리 인하 폭은 총 75bp로 전망한다.

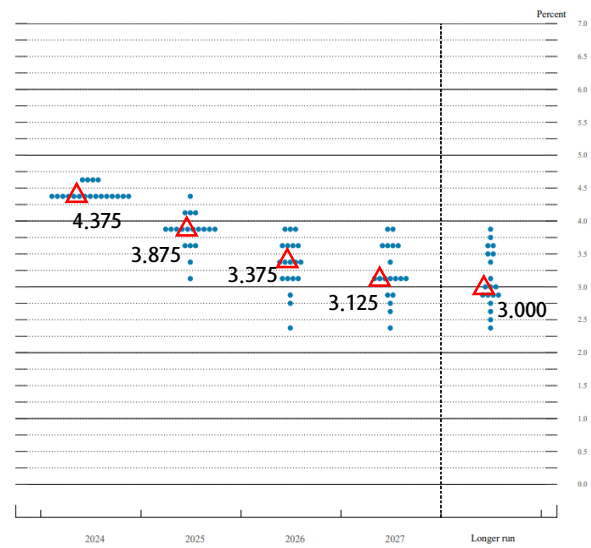
마지막으로 결국 경제가 좋고, 물가가 올라서 점도표를 상향했는데, 금리는 급등하고 달러도 오르면서 주가는 조정을 받았다. 만약 이러한 움직임이 지속된다면 트럼프가 1기 때처럼 통화 정책에 관여하는 모습을 보일 가능성도 배제할 수 없다. 약달러와 QT 종료, 금리인하를 요구할 수 있다. 레벨 측면에서도 미국채 10년물 금리는 작년에 5% 상승 시 텀프리미엄 고점을 적용한 4.50%를 상회했다. 4.50%는 미국채 10년물 비중확대에 매력적인 구간으로 판단한다.

도표 1. 지난 9월 점도표



자료: Fed, 하나증권
주: △중간값

도표 2. 이번 12월 점도표



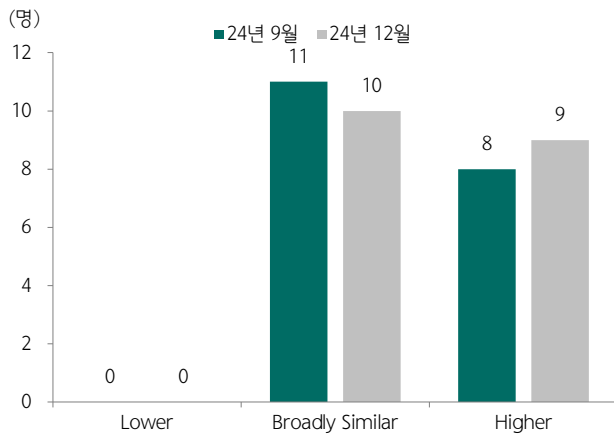
자료: Fed, 하나증권
주: △중간값

도표 3. 12월 연준의 경제전망 변화

	Median					Central Tendency				
	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run
실질 GDP 성장률	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8	2.4-2.5	1.8-2.2	1.9-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0
9월 전망	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
실업률	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2-4.5	4.1-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3
9월 전망	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
PCE 인플레이션	2.4	2.5	2.1	2.0	2.0	2.4-2.5	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0
9월 전망	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2-2.4	2.1-2.2	2.0	2.0	2.0
근원 PCE 인플레이션	2.8	2.5	2.2	2.0		2.8-2.9	2.5-2.7	2.0-2.3	2.0	
9월 전망	2.6	2.2	2.0	2.0		2.6-2.7	2.1-2.3	2.0	2.0	
연방기금금리	4.4	3.9	3.4	3.1	3.0	4.4-4.6	3.6-4.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6
9월 전망	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

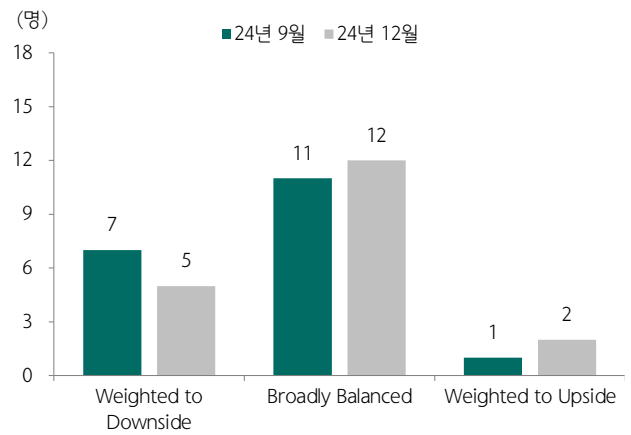
자료: Fed, 하나증권

도표 4. 성장률 전망 불확실성



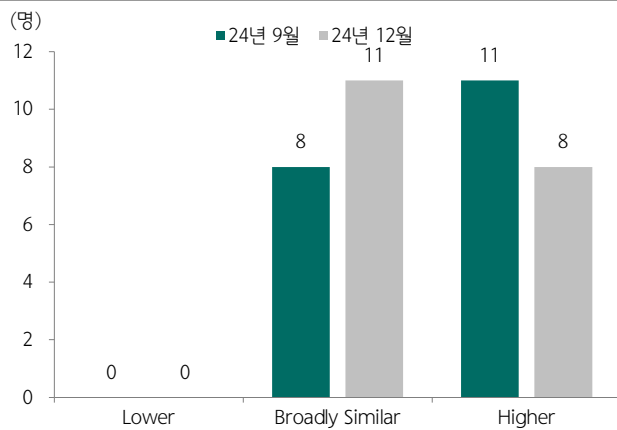
자료: Fed, 하나증권

도표 5. 성장률 전망 리스크



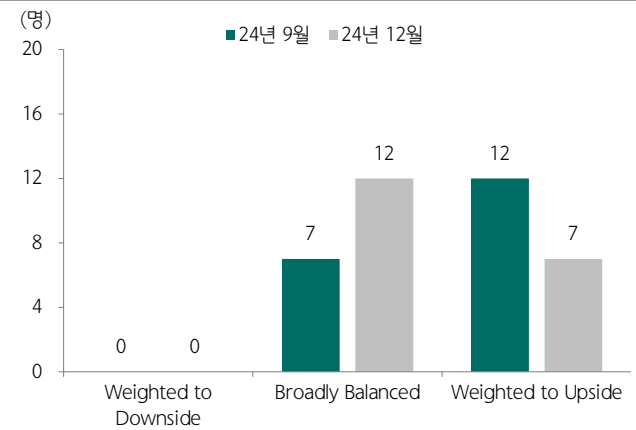
자료: Fed, 하나증권

도표 6. 실업률 전망 불확실성



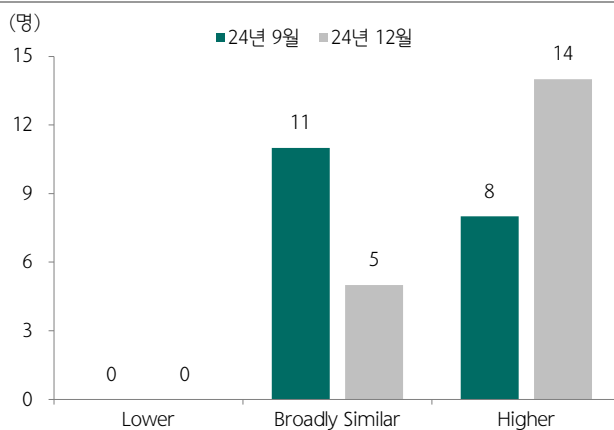
자료: Fed, 하나증권

도표 7. 실업률 전망 리스크



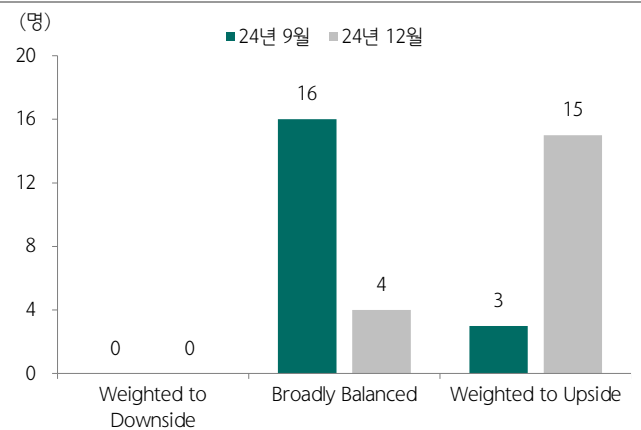
자료: Fed, 하나증권

도표 8. 물가 전망 불확실성



자료: Fed, 하나증권

도표 9. 물가 전망 리스크



자료: Fed, 하나증권