



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 8월 1일 | Global Asset Research

BondView

[7월 FOMC Review] 2023년 12월 FOMC를 기억하자

성명서와 기자회견 모두 시장 예상에 부합

7월 FOMC는 정책금리를 8차례 연속 동결했다 (5.25~5.50%). 참고로 17차례 연속 만장일치 결정이었다. 성명서는 6월 대비 소폭 변화가 있었지만 시장이 이미 9월 인하 시사를 예상하고 있었던 만큼 성명서 발표 이후 시장금리는 장중 낙폭을 일부 줄이는 모습을 보였다.

이는 성명서에서 9월 금리인하를 명시적으로 시사하지 않았기 때문이다. 고용과 물가 지표에 대해 진전이 있었다고 평가는 했지만 (실업률: has moved up / 물가: modest → some further progress) 실업률은 여전히 낮고 (remain low), 인플레이션이 목표치에 도달하는데 더 큰 확신을 얻기 전까지 인하를 기대하지 않는다는 문구를 유지했다 (not expect to reduce target range until greater confidence that inflation is moving sustainably toward 2%).

단, 향후 위험과 관련해 기존에는 인플레이션에 유의했다면 (highly attentive to inflation risks) 이번에는 양대 책무에 모두 집중하겠다고 성명서를 변경했다 (attentive to the risks to both sides of its dual mandate). 이는 9월 인하에 대한 명확한 신호라고 볼 수는 없지만 과거에도 연준이 명시적으로 인하를 시사했던 적이 드물었다는 점을 감안할 때 큰 진전이라 평가한다.

더불어 5월 회의부터 파월은 양대 책무 중 고용에 더 집중할 것을 시사했는데, 이를 성명서에 기재한 것은 연준 위원들도 향후 고용시장 냉각을 경계하고 있고, 금리인하 압박을 방증하는 대목이라 사료된다.

기자회견은 성명서보다 Dovish 했다. 9월 인하에서 빠져나갈 조건들을 함께 제시했지만 9월 인하 기준이 상당히 낮아졌다고 판단한다.

1) 물가와 관련해 2분기 인플레이션 수치는 연준의 자신감을 더했다고 답변 (2Q inflation readings added to the Fed's confidence that inflation is heading back toward 2%). 하지만 경제가 견고하게 유지되고 인플레이션이 지속된다면 필요한 만큼 금리를 유지할 수 있다고 함 (If the economy remains solid and inflation persists, Fed could keep rates where they are as long as needed)

2) 데이터 전체성을 강조 (totality of the data). 만약 그 테스트에 충족할 경우 금리인하는 빠르면 9월 회의 때 상정될 수 있다고 답변 (If that test is met, the reduction of the policy rate could be on the meeting as soon as September. Rate Cut Could Be on the Table at the September Meeting). 그만큼 9월 회의 전에 발표되는 2차례 고용/물가 지표가 중요해졌음

3) 기자회견 중반부터 9월 인하 가능성 점차 시사. 초반에는 9월을 포함한 향후 회의에 대해 어떠한 결정도 내리지 않았다고 답변 (We have made no decisions about future meetings and that includes the September meeting). 하지만 고용과 물가의 예상 밖 하락 시 우리는 대응할 준비가 되어 있고 (If the labor market were to weaken unexpectedly or inflation

were to fall more quickly than anticipated, we are prepared to respond), 경제가 금리인하 시점에 가까워지고 있다고 덧붙임 (economy is getting closer to the point where it may merit a cut). 더불어 이번 회의에서 논의했다고도 답변

4) 올해 인하 시나리오로 0회부터 몇 차례 인하까지 모든 시나리오를 제시 (I can imagine a scenario in which there would be everywhere from zero cuts to several cuts). 위 발언 이후 채권금리 낙폭 확대. 6월 점도표에서 올해 중간값을 3회에서 1회로 축소시켰었는데, 추가 인하 가능성이 열려있다고 해석 가능하기 때문. 물론 50bp 인하를 당장 생각하고 있는 것은 아니라 밝힘 (not something we're thinking about right now)

5) 고용시장의 정상화 및 보험성 인하 시사. 파월은 고용시장이 더 냉각되는 것을 보고 싶지 않다고 발언 (I would not like to see material further cooling in the labor market). 물론 바로 뒤에 그 것이 더 이상의 냉각을 용인하지 않는다는 것을 의미하지는 않는다고 첨언 (doesn't mean he won't tolerate any further cooling)

종합하면 파월을 비롯한 연준 위원들은 고용시장에 초점을 맞춰 보험성 인하를 시작할 시점에 근접했다고 판단했다. 고용시장을 정말 조심스럽게 지켜보고 있다고 (We're watching really carefully for a sharp deterioration in the job market) 답변도 했다. 다만, 포워드 가이드언스로 여겨질 것 또한 경계했다 (I don't want to give specific forward guidance).

2023년 12월의 반복. 침체 아니라면 비중 축소 대응

작년 12/27일 미국채 10년물 금리 종가는 3.79%로 저점을 경신한 바 있다. 그 당시 OIS 내재 금리는 2024년 한 해 동안에 6.3회 인하를 반영했고 (정책금리 3.75%), 인하 폭으로는 약 158bp를 반영했는데, 금일 FOMC 이후 시장은 그와 유사한 155bp 가량 인하를 반영 중이다.

주지하다시피 하나증권은 2분기 비중 확대 제시와 함께 비중 확대를 해야 하는 적정 하단을 4.1%로 제시해 왔다. 금일 FOMC를 기점으로 4.1%를 하회한 가운데 하나증권은 금리의 추가 하락 동력은 소프트랜딩이 아닌 경기 침체에 의한 several cuts가 뒷받침 되어야 한다고 판단한다. 물론 작년 말에도 경험했듯이 시장의 오버슈팅은 언제나 배제할 수 없다.

이에 성명서와 기자회견에서 연준이 공통적으로 경계하고 있는 부분인 고용시장 냉각 여부가 상당히 중요해진 만큼 단기적으로는 내일 저녁에 발표되는 7월 고용보고서 결과에 주목해야 한다. Dovish한 FOMC 이후 핵심 경제지표가 서프라이즈를 기록한 경우는 최근에 찾아보기 드물기 때문이다.

OIS 내재금리 기준으로 향후 4차례 회의까지 인하 횟수를 비교하면 현재 3.5회, 작년 12월 27일 기준으로는 3.2회로 반영 폭이 동일하다. 또한, 작년 12/13일에 개최된 12월 FOMC 당일 종가가 미국채 10년물 기준 4.02%였다. 금일 종가 4.03%와 거의 같다.

따라서 미국채 10년물 금리 적정하단을 4.1%로 제시했지만 오버슈팅 시 국내와 마찬가지로 추가 하단은 30bp, 전저점인 3.8%까지 가능하다고 판단한다. 다만, 연준의 점도표가 내년 말 까지 5회, 하나증권은 내년까지 4회 인하를 전망하고 있어 오버슈팅 구간에서 포지션 축소 대응을 권고한다.

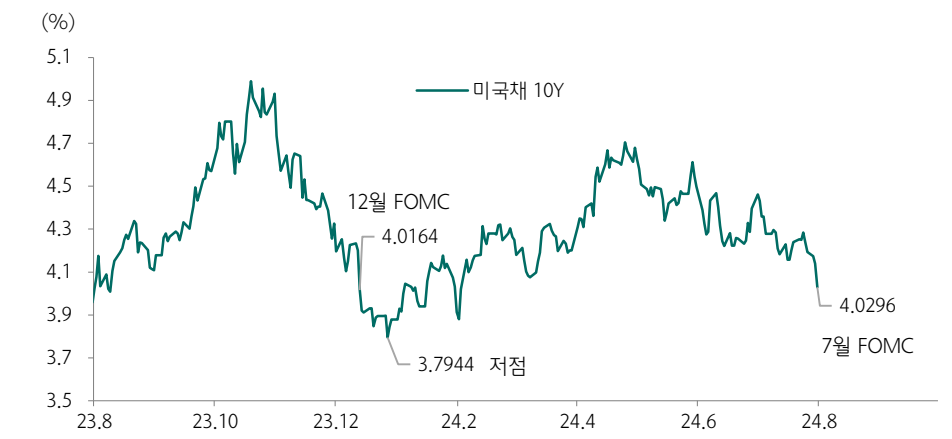
파월은 인플레이션이 일시적 (transitory)이라 주장했다가 틀린 경험이 있듯, 현재 고용시장이 정상 (normalization)이라는 주장도 혹시 두 번째 “일시적” 오명으로 남을 수 있다는 점에서 이번 인하 사이클은 보험 성격이 여전히 짙다고 판단한다.

도표 1. 과거 연준이 인하 직전에 인하 시그널을 명시적으로 제시한 경우는 드물다

최종금리 인상	최종금리 인상 당시 정책 성명서 문구	성명서 변경 날짜 [최종금리 인상 후]	인하 직전 시그널 여부	첫 인하 [최종금리 인상 후]
2018/12	"Committee judges that some further gradual increases in [Fed Fund rate] will be consistent with expansion"	2019/01 [41 days]	Yes. Powell said open to rate cut if needed 1M before	2019/07 [223 days]
2006/06	"...some inflation risks remain. The extent and timing of any additional firming that may be needed..."	2007/03 [265 days]	No. Continued to warn of inflation risk up until eve of GFC	2007/09 [446 days]
2000/05	"risks are weighted mainly toward... heightened inflation pressures in the foreseeable future"	2000/12 [217 days]	Yes. Dec FOMC said economic weakness now the main risk	2001/01 [232 days]
1995/02	" additional monetary tightening needed at some point to contain inflation" [Mar '95 minutes]	1995/05 [111 days]	May '95 minutes hinted risks in either direction	1995/07 [155 days]
1989/02	"policy would be tightened promptly if... growing inflationary pressures"	1989/05 [77 days]	Easing or tightening equally likely (May '89 minutes)	1989/06 [99 days]
2023/07	"In determining the extent to which additional policy firming may be appropriate..."	2024/01 [189 days]	?	2024/09 [506 days]

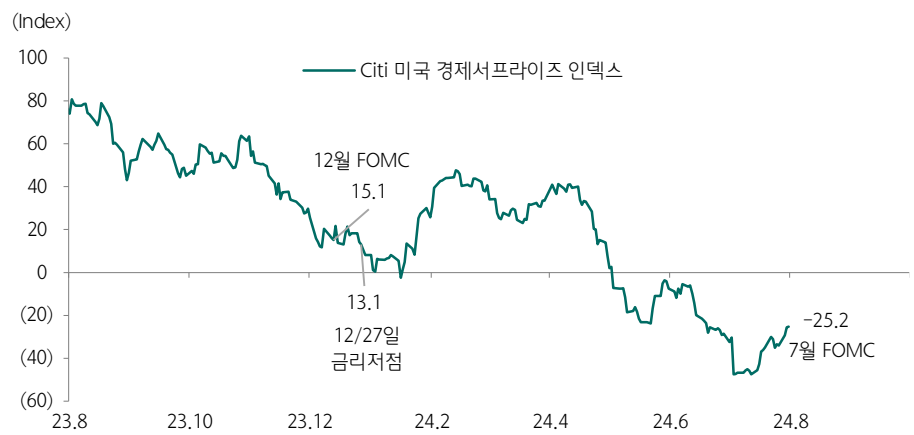
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 작년 12월 FOMC 증가와 거의 동일한 7월 FOMC 증가. 오버슈팅 가능성 열려 있는 상황



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 미국의 경제서프라이즈 인덱스는 작년 12월보다 낮은 상황. 단, 추세는 반등 중



자료: Bloomberg, 하나증권