



Fixed Income

Compliance Notice

본 조서자료는 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 deanho@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 6월 13일 | Global Asset Research

BondView

[6월 FOMC Review] 물가 하락에도 중립을 지키려는 파월

점도표보다 영향력이 컸던 물가

6월 FOMC는 정책금리를 7차례 연속 만장일치로 동결했다 (5.25~5.50%). 성명서는 직전대비 큰 변화가 없었지만 시장이 주목한 경제전망이 (SEP) 매파적으로 수정됐다. 다만, 하나증권은 표면적으로 매파적인 자료들을 나열하고, 비둘기파적인 시각을 함께 제시해 보고자 한다.

우선 점도표 중간값 기준으로 연내 인하 횟수를 3회에서 1회로 축소했다. 총 11명이 (동결 4명+1회 인하 7명) 1회 이하 인하가 적절하다고 평가해 2회 인하를 전망한 위원 수 (8명)보다 많았다. 다만, 향후 고용/물가 지표가 더 진전을 보여 1회 인하를 전망한 위원 중 2명이 한 칸 아래 점을 찍을 경우 연내 2회 인하 가능성은 부활하게 된다.

다음으로 2025년 점도표 중간값은 25bp 상향조정했고, 2026년 중간값은 유지했다. 이에 올해부터 2026년까지 인하 경로를 '3회+3회+3회'에서 '1회+4회+4회'로 변경했다. 하지만 3년 간 총 인하 횟수는 3월과 동일한 9회로, 2026년 정책금리 적정수준을 여전히 3.1%로 판단한 것이다. 참고로 시장은 첫 인하 시점에 대한 고민도 컸지만 이미 보수적으로 대응하고 있던 만큼 향후 인하 폭을 고심했던 것으로 사료된다. 따라서 인하 폭을 유지한 점은 듀레이션 관점에서 긍정적으로 볼 수 있겠다.

단, 3월에 이어 6월에도 중립금리 추정치를 상향조정했다. 중간값 위에 점을 찍은 위원 수도 9명으로 3월과 동일했다. 이는 4월 시장금리 급등을 상기시킨다. 물론 중립금리가 이론적 금리지만 상징성을 지니기 때문이다. 3월 점도표에서 중립금리를 6bp 상향조정한 뒤 4월에 발표된 경제지표들이 호조를 보이자 10년물 국채 금리가 4.7%를 상회한 바 있다. 이러한 상황에서 6월 점도표에서는 중립금리를 19bp 상향조정했다.

이 부분에 대해서는 대선 이후 관점에서 룡재료로 접근해 볼 수 있다. 3월 이후 급부상한 잠재 성장을 및 중립금리 상승론에서 가장 큰 부분을 차지하고 있는게 바로 이민자 급증이다. 만약 트럼프가 당선되고, 불법 이민자 퇴출과 이민자 유입 제한 정책이 시행된다면 동 내려티브는 1년 후에 동력을 상실하게 된다. 다만, 가정이 많이 필요한 만큼 장기물 금리의 하방경직성을 강화시키는 재료가 인식하는게 현 시점에서는 더 합리적이라 판단한다.

마지막으로 헤드라인/근원 PCE 물가 전망치를 올해와 내년 각각 0.2%p, 0.1%p씩 상향조정했다. 이는 올해 점도표 상향조정의 배경이기도 하다. 다만, 파월은 기자회견에서 FOMC 전에 발표된 5월 CPI를 거의 모든 (almost anybody) 사람들이 예상한 것보다 잘 나왔고, 대다수 (most) 위원들이 반영하지 않았다고 밝혔다.

시장금리는 CPI 예상치 하회 이후 급락했고, FOMC 이후 낙폭을 일부 축소했다. 하나증권은 시장이 Data-dependent를 강조하는 연준 기조에 맞춰 점도표 (파월도 과소평가)보다 양대 책무에 해당하는 물가 지표 결과에 더 무게를 뒀다고 판단한다.

모호한 파월 발언에서 찾은 힌트들

파월은 이번 금리인상 사이클에서 시장이 위쪽이든 아래쪽이든 과열 양상이 있을 때마다 완화시켜주는 역할을 해왔다. 6월 FOMC 기자회견도 유사한 패턴을 보였다. 특히 5월 CPI 결과와 9월 인하 가능성에 대한 질문에 신중한 입장만을 강조했기 때문이다.

기자회견에서 5월 물가를 “have eased somewhat”라고 평가했지만 자신감이 더 필요하며 (need for “confidence”), 좋은 데이터를 더 보고 싶다고 언급했다 (need to see more “good data”). 물론 얼마나 (how)에 대해서도 구체적인 답변 대신 meeting-by-meeting 기조만을 반복했다.

단, 인플레이션 전망이 보수적이었다고 밝혔다 (inflation projections are “conservative”). 즉, 전월비 숫자는 나쁘지 않겠지만 전년비 숫자가 작년 하반기 기저효과로 높을 수 있다는 점을 우려한 것이다. 하지만 올해 들어 시장이 전월비 증가율에 더 초점을 맞추고 있는 만큼 6~7월 데이터가 양호하게 발표된다면 9월 첫 인하 가능성은 여전히 열려 있다고 판단한다.

고용시장에 대해서는 여전히 강하지만 (strength to continue) 더 균형 잡혔다고 (better balance)고 평가했다. 이보다 모두발언에서 새롭게 꺼낸 평가에 주목할 필요가 있다. 팬데믹 이전 상태로 광범위하게 돌아왔다고 언급했기 때문이다 (post-pandemic normalization of the job market has now run its course).

중립금리 관련 질문에 대해서는 이론적 개념 (theoretical concept)이지 특별한 것이 아니라고 답변했다 (not something specific). 하지만 위원들은 팬데믹 이전 수준으로 금리가 내려가기 어렵다고 생각한다는 의견을 덧붙였다 (“coming to the view that rates are less likely to go down to their pre-pandemic level”).

하반기 인하 시점/횟수보다 인하 자체가 중요하다

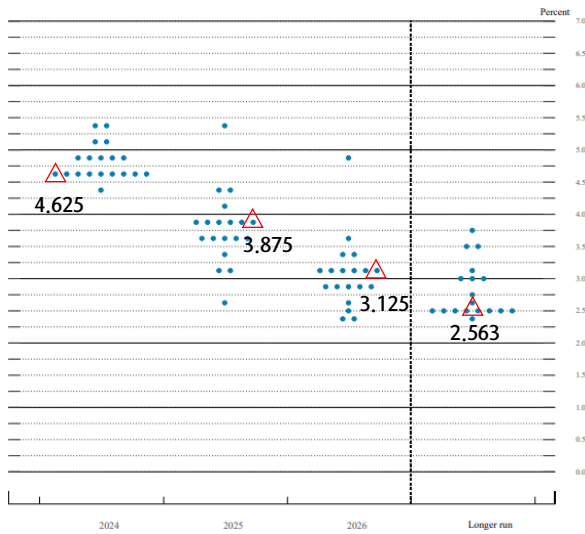
하반기 2차례 인하와 미국채 10년물 금리 4.1% 저점 전망을 유지한다. 더불어 하반기는 물가보다 고용에 더 집중해야 하며, 인하 횟수보다 인하를 실제로 단행하는지 그 자체가 시장금리 하락의 동력이 될 것이란 견해도 유지한다.

참고로 채권시장이 몇 년간 미스한 카테고리 2가지가 1) 주거비와 2) 소비다. 우선 주거비의 경우 전월비 0.4% 증가를 시장은 최소 하반기까지 상수로 볼 필요가 있다. 정치, 월가 모두 주거비 통계 방식과 시차에 대해 갑론을박이 심한 상황이다. 즉, 현 수준에서 크게 벗어나지 않는다면 주거비를 제외한 물가 항목들의 전월비 감소 여부에 더 주목할 수밖에 없다.

소비의 경우 3가지 축 (임금/초과저축/리볼빙)에서 2가지 (초과저축/리볼빙)가 부진한 모습을 보이기 시작했다. 샌프란시스코 연은이 발표하는 초과저축은 3월에 첫 마이너스를 기록한 뒤 4월에 마이너스 폭을 확대했다. 4월 리볼빙 데이터는 3년 만에 감소세를 시현했다. 이는 향후 고용 지표가 더 중요한 이유이기도 하며, 실제로 주거비가 빠지지 않을 경우 다른 항목에 대한 소비 둔화, 그리고 물가 하락으로 연결될 공산이 크다고 판단한다.

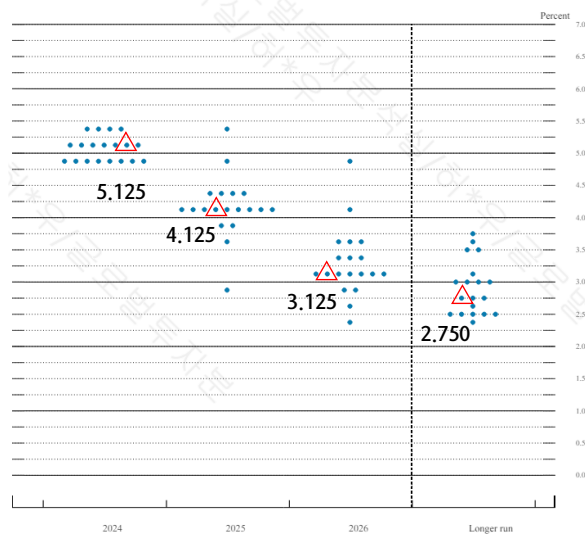
이번 5월 슈퍼코어 CPI도 2021년 9월 이후 처음으로 전월비 역성장을 기록했다. 또한, 높은 주거비에도 불구하고, 전월비 증가율이 0.3%를 상회하는 항목 비중과 연율화 3.0% 상회하는 항목 비중 모두 5월에 대폭 축소된 점도 고무적이다.

도표 1. 3월 점도표



자료: Fed, 하나증권
주: △중간값

도표 2. 6월 점도표



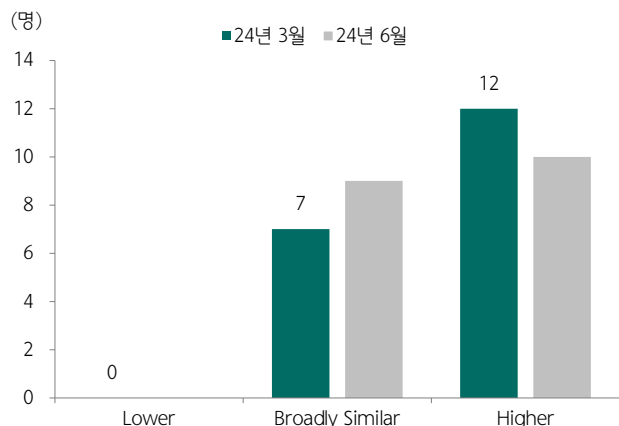
자료: Fed, 하나증권
주: △중간값

도표 3. 6월 경제전망

	Median				Central Tendency			
	2024	2025	2026	Longer run	2024	2025	2026	Longer run
실질 GDP 성장률	2.1	2.0	2.0	1.8	1.9-2.3	1.8-2.2	1.8-2.1	1.7-2.0
3월 전망	2.1	2.0	2.0	1.8	2.0-2.4	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0
실업률	4.0	4.2	4.1	4.2	4.0-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3	3.9-4.3
3월 전망	4.0	4.1	4.0	4.1	3.9-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3
PCE 인플레이션	2.6	2.3	2.0	2.0	2.5-2.9	2.2-2.4	2.0-2.1	2
3월 전망	2.4	2.2	2.0	2.0	2.3-2.7	2.1-2.2	2.0-2.1	2
근원 PCE 인플레이션	2.8	2.3	2.0		2.8-3.0	2.3-2.4	2.0-2.1	
3월 전망	2.6	2.2	2.0		2.5-2.8	2.1-2.3	2.0-2.1	
연방기금금리	5.1	4.1	3.1	2.8	4.9-5.4	3.9-4.4	2.9-3.6	2.5-3.5
3월 전망	4.6	3.9	3.1	2.6	4.6-5.1	3.4-4.1	2.6-3.4	2.5-3.1

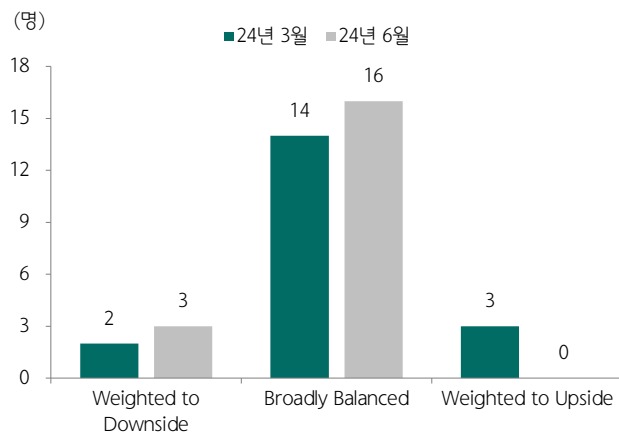
자료: Fed, 하나증권

도표 4. 성장을 전망 불확실성



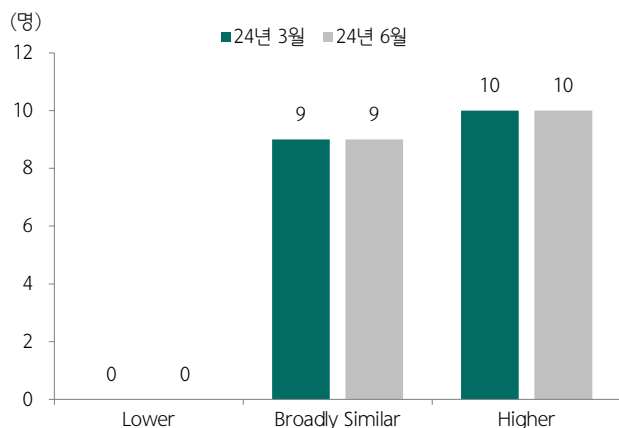
자료: Fed, 하나증권

도표 5. 성장을 전망 리스크



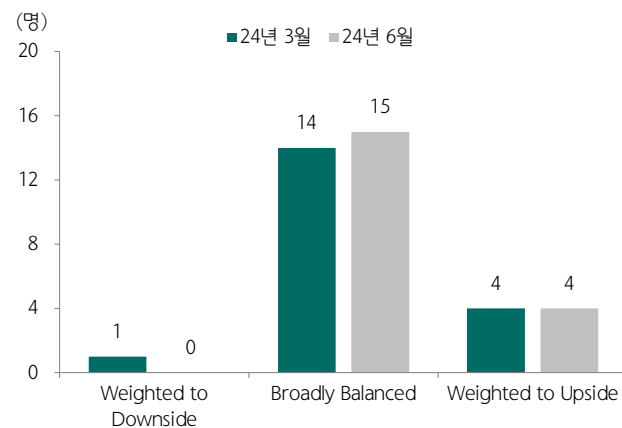
자료: Fed, 하나증권

도표 6. 실업을 전망 불확실성



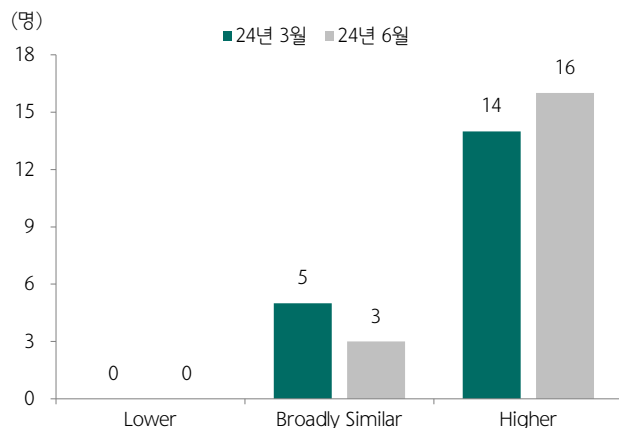
자료: Fed, 하나증권

도표 7. 실업을 전망 리스크



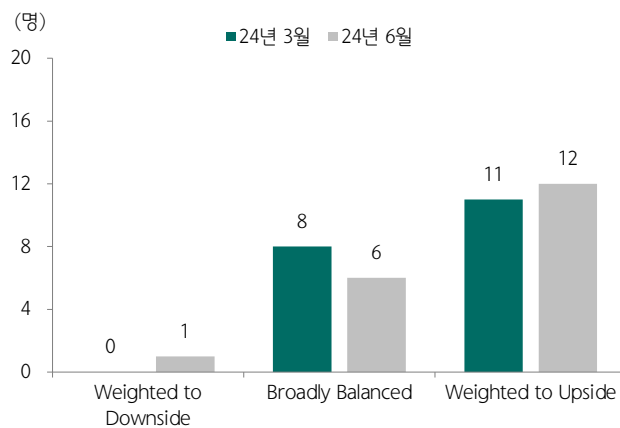
자료: Fed, 하나증권

도표 8. 물가 전망 불확실성



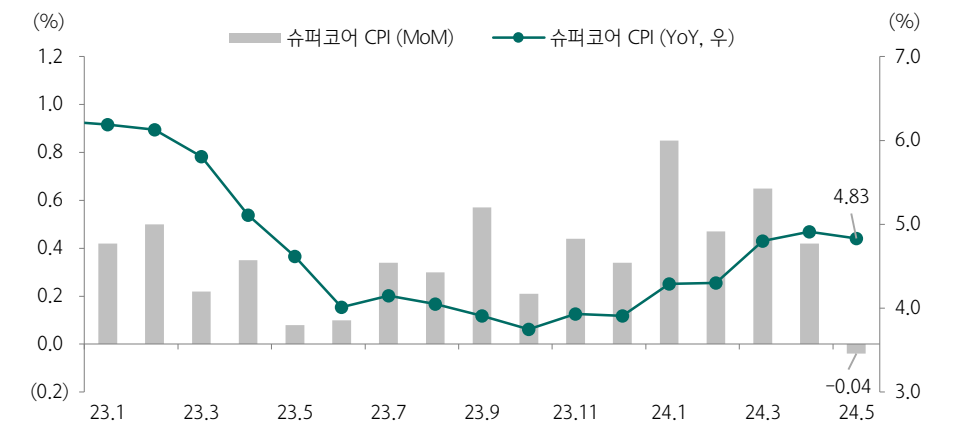
자료: Fed, 하나증권

도표 9. 물가 전망 리스크



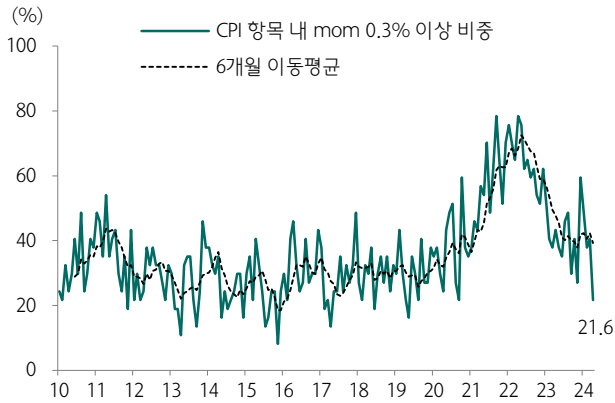
자료: Fed, 하나증권

도표 10. 슈퍼코어 물가는 2021년 9월 이후 첫 역성장



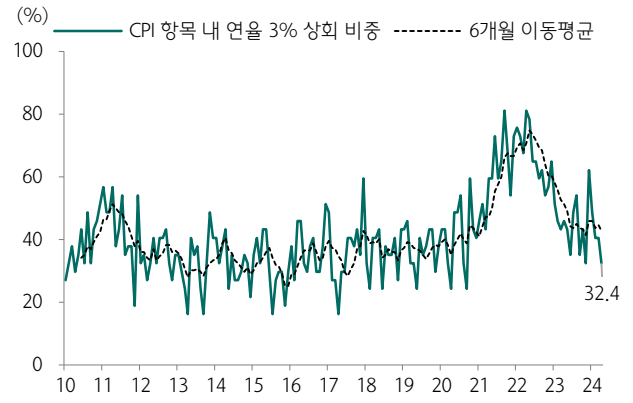
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 11. CPI 항목 내 mom 0.3% 비중 대폭 축소 (41%→22%)



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 12. CPI 항목 내 연율 3% 상회 비중도 대폭 축소 (41%→32%)



자료: Bloomberg, 하나증권