

# Equity Strategy

## Equity Strategy Overview

9월 FOMC 회의에서 연준은 기준금리를 50bp 인하했다. 그러면서도 파월의장은 경기에 대한 자신감을 강조했다. 하지만 금리인하 효과가 나타나는 데는 시간이 걸린다. 금리인하 초기에는 주식보다 채권이 공통적으로 우세했다는 점에 주목할 필요가 있다.

## 9월 FOMC: 첫 술에 배부를까

글로벌 전략 허재환\_02)368-6176\_jaehwan.huh@eugenefn.com

- 24/9월 FOMC회의에서 연준은 기준금리를 50bp 인하함(4.75~5.0%, 1명 반대). 금리인하 국면이 시작됨.
- 그러나 파월의장은 이번 금리인하가 선제적인 조치인 것과 경기에 대한 자신감을 강조함.
- 경기 침체 위험을 당장 반영할 상황은 아님. 하지만 금리인하 효과가 나타나는 데는 시간이 소요됨.
- 과거 금리인하 초기에는 위험자산(주식)보다 채권(안전자산)이 공통적으로 강세를 보인 바 있음.

9월 FOMC 회의에서 연준은 드디어(?) 4년 만에 금리를 인하했다. 그것도 첫 금리인하를 50bp로 시작했다(기준금리 4.75~5.0%, 미셸 보우만 연준이사 1명 반대). 하지만 연준 성명서와 점도표, 그리고 파월 의장의 기자회견은 지난 8월 잭슨홀 컨퍼런스 내용보다 더 완화적이지는 않았다. 주요 내용은 다음과 같다.

- 1) **과감한 50bp 인하, 그러나 선제적인 대응임을 강조** : 연준이 기준금리를 25bp 이상 인하한 것은 코로나 19 이후 처음이다. 그러면서도 고용 둔화를 제외한 경기 상황에 대한 자신감을 피력했다. 파월의장은 경기 하강 위험은 높다고 보지 않는다고 했다. 이번 9월 수정 경제 전망 어디에서도 연준이 서두르고 있다는 것을 의미하는 내용은 없으며, 연준이 뒤쳐져 있지 않다고 강조했다.
- 2) **현재 시장의 금리인하 기대와의 균형**: 이번 점도표는 올해 연말까지 추가적으로 50bp(5.1% → 4.4%), 내년 말까지 100bp 인하 가능성(3.4%)을 시사했다. 현재 금융시장 기대 정도다. 하지만 점도표를 보면 올해 연말까지 기준금리 동결을 주장한 연준인사가 2명이다. 7명은 올해 25bp 한 차례 인하를 주장했다. 파월의장의 말이 틀리지 않다면, 금리 인하 속도가 더 가파르게 진행될 가능성은 높지 않다.

30개월 만에 통화정책의 방향을 바꾼 연준의 행동은 과감했다. 반면 연준의 말은 경기에 대한 불안감을 불식시키고, 시장을 달래기 위해 애쓴 흔적이 농후했다. 이미 금리인하를 예상했던 금융시장이 더 달릴 만한 재료로는 부족했던 것이다. 오늘 새벽 미국 증시가 50bp 금리인하 직후 올랐던 상승 폭을 반납하고(S&P500 -0.3%), 10년 국채 금리는 소폭이나마 상승(+4.4bp, 3.685%)한 배경이다.

경기침체 우려를 금융시장이 반영할 단계는 아니다. 그러나 과거 미국 연준의 첫 금리인하 이후 금융시장 흐름을 보면 주식보다 채권 가격이 우세했다(금리 하락). 금리인하 국면은 이제 시작이다. 주식시장이 금리인하 첫 술에 배부르기는 어려운 법이다.

## 침체 신호인가, 연착륙을 위한 안전판인가

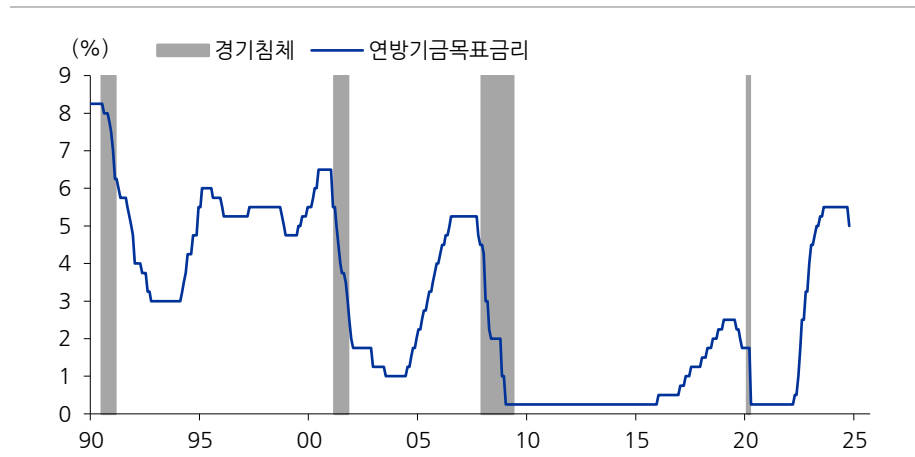
관심은 미국 금리인하 폭(속도)보다 금리인하 효과가 나타나는 시점이다.

**이제 금리인하 초기 국면** 금리인상을 통해 인플레이를 통제하는데 시간이 걸렸다. 금리가 인하되어 경기가 좋아지는 데도 시간이 걸릴 것이다. 예컨대 1990년대 이후 6번의 미국 금리인하 국면에서 침체가 발생하지 않은 경우(2번)보다 발생한 경우(4번)가 더 많다(도표 1). 이제 금리를 내리기 시작한 초입이다.

**과거에 비해 신용위험 낮아**

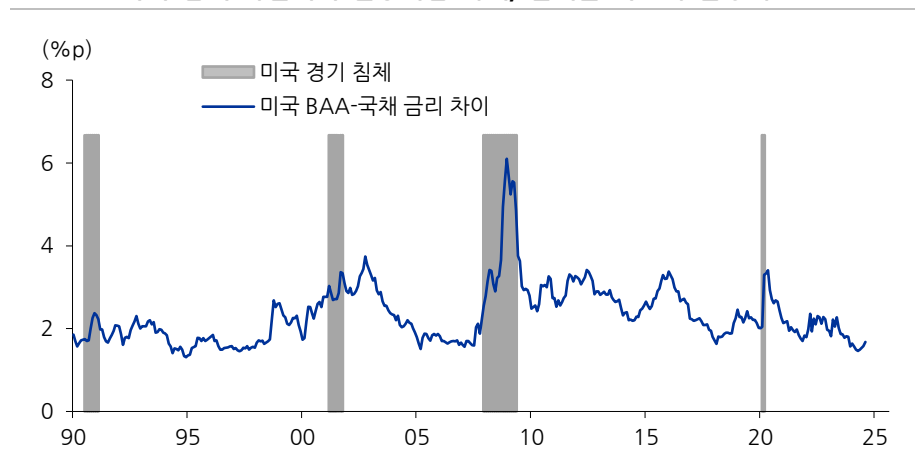
과거와 다른 점이 있다. 과거 경기침체 국면에 비해 신용위험이 낮다(도표 2). 그나마 연착륙에 성공했다고 볼 수 있는 95년과 98년에도 그랬다. 연착륙의 확률은 낮지만, 당장 침체를 반영할 정도도 아니다.

도표 1. 과거 금리인하 국면에서 침체가 나타났던 경우가 더 많아



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 2. 과거 침체 국면에서 신용위험 확대, 현재는 비교적 안정적



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 의외로 돈이 벌써 풀리고 있다

신용위험과 더불어 이번 국면이 다른 침체 국면과 다른 점은 유동성이다.

**은행 대출 증가율 상승 반전** 미국 상업은행 대출 증가율은 최근 늘어나고 있다(24/7 월 +2.7%yoy). 70년대 이후 발생한 미국 경기침체 국면에서 은행 대출 증가율은 빠르게 둔화되거나, (-) 국면, 즉 대출이 감소세로 반전되곤 했다(도표 3). 현재 미국 대출과 신용여건은 과거에 비해 나쁘지 않다.

**경기에 선행하는 M2 증가율도 (+)** 전통적인 통화량 지표인 M2 증가율도 돌아서고 있다. 과거 M2 증가율은 미국 제조업과 서비스업 지표에 6~9개월 선행했다(도표 4~5). 이처럼 돈이 풀리고 있는 상황에서 금리인하까지 겹친다면 2025년 상반기에 경기가 좀더 우호적으로 돌아설 가능성도 생각해 볼 수 있다.

도표 3. 미국 상업은행 대출 증가율 반등 조짐

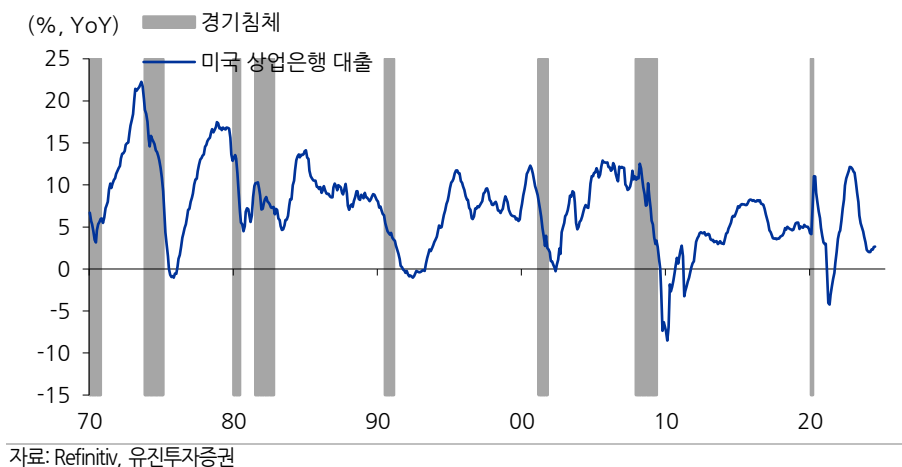


도표 4. 제조업에 선행하는 M2 증가율 (+) 반전,

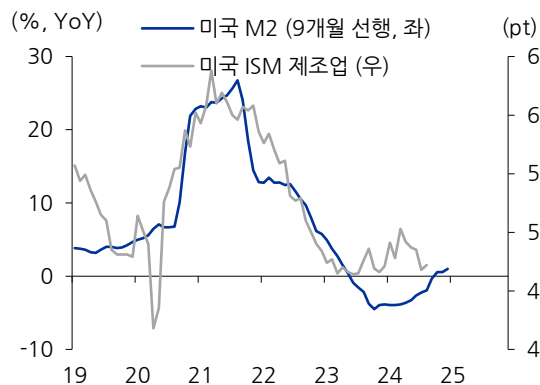
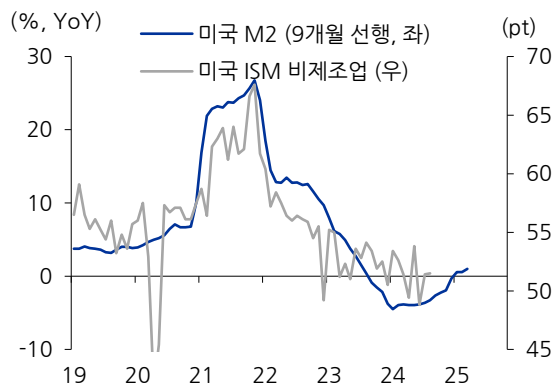


도표 5. M2 증가율 반전은 서비스업에도 긍정적



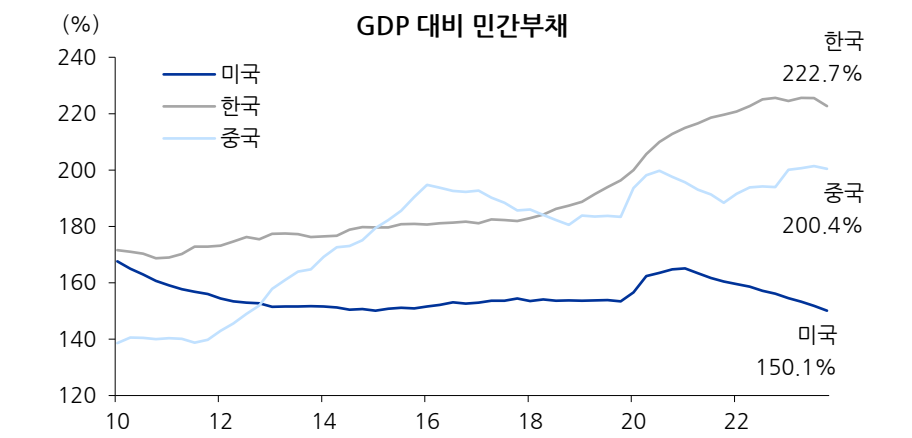
## 그래도 시간은 필요

미국 민간의 부채 건전성이 좋아진 점도 고려할 필요가 있다.

**미국 민간부채 비율** BIS 에서 제공하는 GDP 대비 민간부채 비중으로 보면, 미국 민간(가계/기업)의 상대적으로 낮아 부채비율은 글로벌 금융위기 이후 줄곧 하락했다(150.1%, 도표 6). 부채 비율이 미국 자산 매력 높아 금리를 빠르게 내리기 어렵거나, 금리를 내려도 효과를 기대하기 어려운 한국과 중국과는 대조적이다. 미국 자산에 대한 기대가 높은 이유이기도 하다.

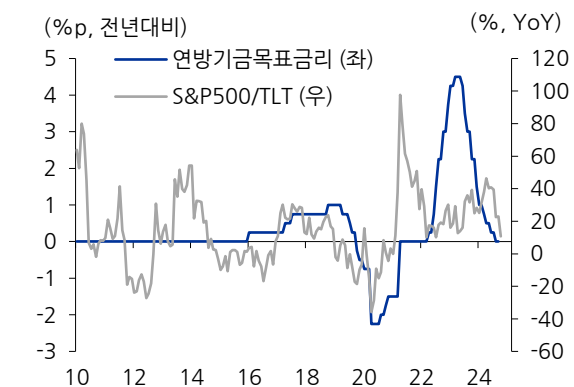
**과거 금리인하 초기** 하지만 위험자산이 방향성을 찾기까지는 시간이 걸릴 것으로 보인다. 과거 금리 국면에서 안전자산 인하 폭이 확대되는 초기 국면에서는 주식보다 채권이 더 양호했다(도표 7). **강세** 다가 금리인하가 중반 이후까지 진행된 다음에는 국내 증시의 강세가 예상된다(도표 8). 아직은 위험선호도를 더 높이는 일러 보인다.

도표 6. 부채 부담이 낮은 미국, 금리 인하에 따른 레버리지 가능성



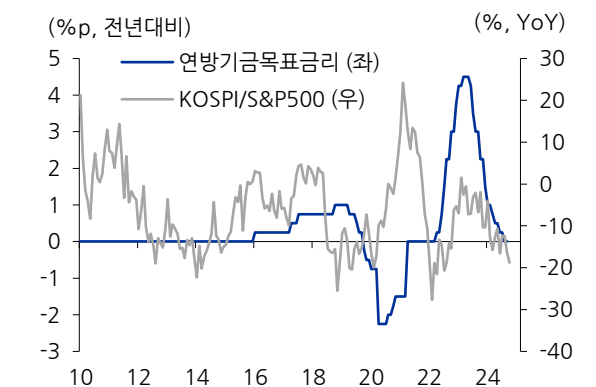
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 7. 금리인하 폭 확대 국면에서 채권 우위



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 8. 금리인하 중반 이후 국내 증시 반전 예상



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 금리인하 초기에는 채권 우위

주목할 점은 미국 연준의 첫 금리인하 이후 자산가격 변화다. 미국 연준의 첫 금리인하 이후 자산가격 변화에서 차이가 뚜렷하다.

경기 침체를 피하면  
주가 상승

경기 침체를 반영한 금리인하 국면에서는 첫 금리인하 이후 주가가 하락하고, 채권금리가 단기 위주로 빠르게 하락하며, 엔달러가 하락(엔화 강세)했다. 반면, 금리 정상화 또는 성장 둔화를 방어하기 위한 금리인하 국면(침체를 피한 국면)에서는 첫 금리인하 3개월 이후 주가가 올랐다(도표 9).

침체를 피하든,  
피하지 못하든  
금리는 하락

주목할 점은 금리다. 경기 침체를 반영한 금리인하 때는 금리가 가파르게 하락하지만, 그렇지 않은 국면에서도 금리는 완만하게 하락했다. 보험성 금리인하라고 해도, 금리인하로 성장이 재개되는데 시간이 걸리기 때문이다.

침체 가능성을 크게 보고 있지 않더라도, 첫 금리인하 전후로는 채권이 좀더 마음 편한 투자대상이다.

도표 9. 침체가 아닌 경우와 침체인 경우 차이가 큰 미국 증시

	(bp, %)					
	침체 아닌 경우 (84년, 87년, 89년, 95년, 98년, 2019년)			침체 (90년, 01년, 2007년, 2020년)		
	1개월 후	3개월 후	6개월 후	1개월 후	3개월 후	6개월 후
연방기금목표금리	-0.1	-40.6	-50.0	-0.3	-75.0	-150.0
미국 10년 국채금리	-24.0	-13.8	-25.0	2.7	-23.0	-24.8
미국 2년 국채금리	-30.5	-9.2	-30.6	-19.5	-59.2	-82.5
S&P500	-0.3	4.1	9.5	-4.3	-11.4	-11.7
NASDAQ	-1.3	3.8	11.6	-5.6	-16.7	-17.2
KOSPI	-2.2	7.8	4.0	2.4	-1.7	4.4
엔달러	-2.2	0.5	0.5	1.2	-0.5	-5.3
원달러	0.2	-0.6	0.0	-0.4	1.6	1.4
국제유가(브렌트)	-5.3	-6.0	-0.9	15.9	8.7	21.7

자료: Refinitiv, 유진투자증권

#### Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

---