

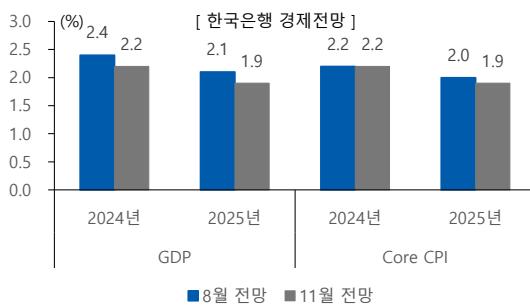


달라진 방향성과 주안점

1. 금통위, 경기 방어를 위한 금리 조정

- 11월 금통위에서는 예상 외로 25bp 금리인하를 단행.
- 환율 변동성이 확대에도 성장의 하방 압력이 커지면서 금리 인하를 통한 경기 방어를 선택한 것으로 평가.
- 수정 경제 전망에서는 24년 성장률을 2.2%(8월 2.4%), 25년 성장률은 1.9%(8월 2.1%)로 하향 조정.
- 모두 잠재성장을 추정치(2%)를 하회하는 수준으로 기준금리 인하를 통한 경기의 하방 압력 대응의 명분을 제공.

한국은행은 성장을 전망치를 24년 2.2% 25년 1.9%, 26년 1.8% 수정 제시.

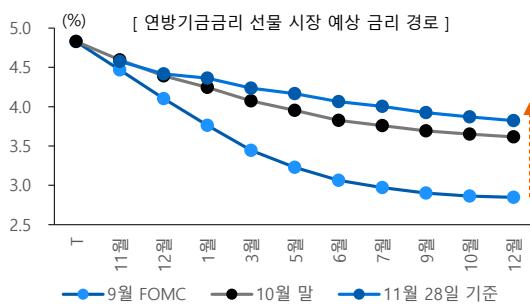


자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

2. 조금은 신중한 연준

- 11월 FOMC 의사록에서는 다소 신중한 모습이 확인. 대다수 위원들은 고용 및 물가 목표 달성을 과정에서 리스크 여건이 균형을 이루고 있다는 판단. 그러나 여전히 물가가 여전히 높다는 점, 실업률 상승에 대한 경계는 유지.
- 물가와 고용에 대해 여전히 경계심을 보이고 있지만, 방향성 측면에서 정책 완화는 지속될 것으로 전망.
- 완화 속도는 11월 이후 반영되고 있는 컨센서스와 같이 다소 점진적일 가능성이 이번 회의록에서 확인.

연방기금금리 선물 시장에서는 3분기 예상보다 다소 점진적인 수준의 정책 강도 조정을 반영 중.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

1. 금통위, 경기 방어를 위한 금리 조정

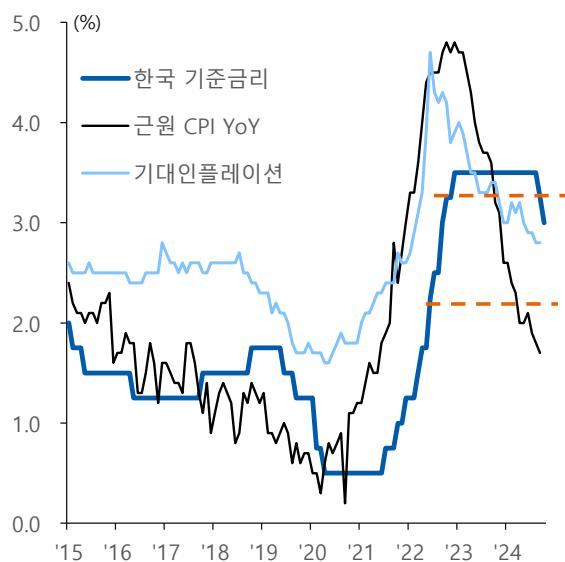
11월 금통위에서는 예상 외로 25bp 금리인하를 단행했다. 환율 변동성이 화대에도 물가상승률의 안정세와 가계부채의 둔화 흐름이 이어지는 가운데, 성장의 하방 압력이 커지면서 금리 인하를 통한 경기 방어를 선택한 것으로 평가된다.

수정 경제 전망에서는 24년 성장률을 2.2%(8월 2.4%), 25년 성장률은 1.9%(8월 2.1%)로 하향 조정했다. 모두 잠재성장률 추정치(2%)를 하회하는 수준으로 기준금리 인하를 통한 경기의 하방 압력 대응의 명분을 제공했다.

3분기 GDP 경제 성장률이 컨센서스를 하회하면서 부진한 내수 회복 흐름에 대한 우려 확대되고 있는 가운데, 물가 하락 속도 대비 기준금리는 한은의 중립금리 추정치 중간값 보다 높은 수준에 있다는 점에서 향후 추가 인하도 가능하다는 판단이다.

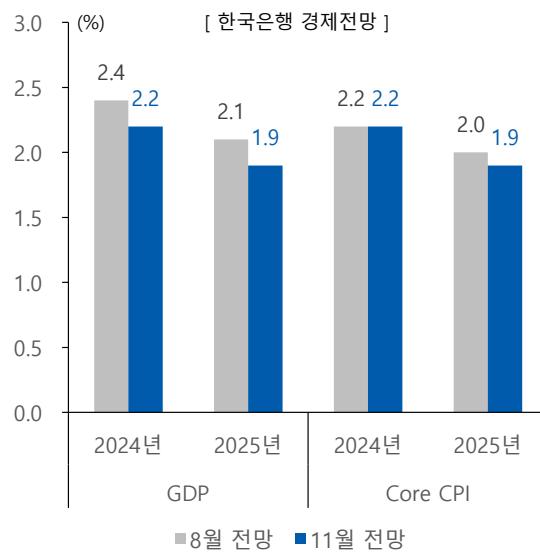
25년 금통위에서는 기준금리를 두 차례 추가 인하할 것으로 예상한다. 이 경우 기준금리는 2.50%로 한은이 추정하는 중립금리 중앙 값 수준이다. 금리 인하로 인한 시차 효과가 반영될 3분기 이후부터 경기가 회복하는 움직임이 관찰된다면, 중립금리 중앙 값 수준에서 경기 흐름을 관찰한 뒤, 추가적인 정책 조정을 결정할 것으로 전망한다.

[차트1] 기준금리는 빠르게 하락하는 물가상승률 대비 높은 수준. 또한 중립금리 추정치 보다 아직 여유 있는 수준.



자료: 한국은행, 유인티증권 리서치센터

[차트2] 한국은행은 성장을 전망치를 24년 2.2% 25년 1.9%, 26년 1.8% 수정 제시.



자료: 한국은행, 유인티증권 리서치센터

2. 신중한 연준

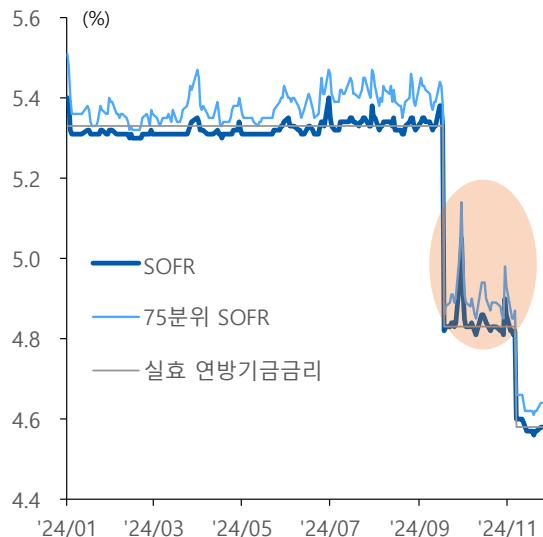
11월 FOMC 의사록에서는 다소 신중한 모습이 확인되었다. 대다수 위원들은 기본적으로 고용 및 물가 목표 달성을 과정에서 리스크 여전이 균형을 이루고 있다는 판단했다. 그러나 여전히 물가가 여전히 높다는 점, 실업률 상승에 따른 경계는 유지했다.

다만 해고율은 낮은 상태로 노동시장의 마찰적 상황은 아직 악화 조짐이 없다고 평가했다. 결국 고용과 관련해서는 연준의 경계심이 지난 3분기 대비 다소 낮아진 것으로 볼 수 있으며, 향후 정책 완화의 속도는 점진적일 수 있을 것으로 생각된다.

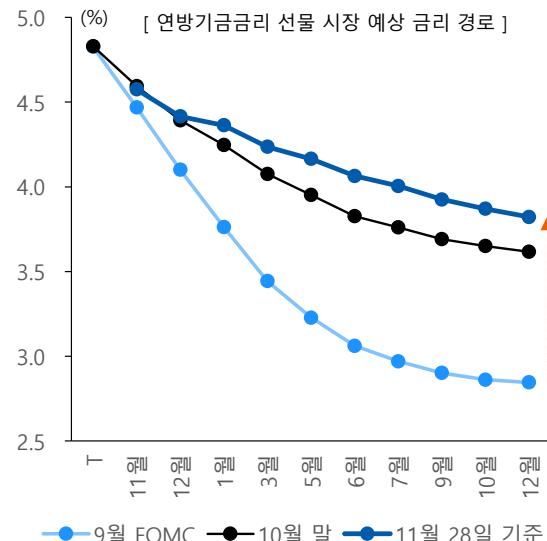
향후 통화정책 조정에 있어서 주목할 내용으로는 RRP 금리를 정책금리 하단과 동일하게 재설정하자는 의견이 제시되었다. 참고로 2021년 6월 FOMC 회의에서 연준은 RRP, 초과지준 금리(IOER) 금리를 각각 5bp 인상했는데, 이를 재조정한다면 단기자금시장에서 유동성 차입에 부담이 줄어들 수 있다.

방향성 측면에서 연준의 정책 완화는 지속될 것으로 생각된다. 정책 완화의 속도는 11월 이후 시장에서 반영되고 있는 컨센서스와 같이 다소 점진적일 가능성이 이번 회의록에서 확인되었다.

[차트3] RRP 금리를 정책금리 하단과 동일하게 재설정하는 조정 과정은 단기자금시장의 금리 변동성 완화에 도움.



[차트4] 연방기금금리 선물 시장에서는 3분기 예상보다 다소 점진적인 수준의 정책 강도 조정을 반영 중.



3. 아직 강한 달러

11월 금통위에서는 예상 외로 금리인하를 단행했고, 연준은 당초 예상 보다 보수적인 스템스가 확인되고 있다. 단기적으로 금리차 해소가 늦춰질 개연성이 커짐에 따라 원 달러환율에도 상승 압력이 확대되고 있다.

원달러환율의 레벨에 대해서 수급 변수를 통해서는 설명력이 떨어지는 국면이다. 현재 원달러환율은 리스크 요인과 더불어 경기 사이클 하강과 단기적으로 변화하기 어려운 스왑레이트 구조에 영향을 받고 있는 상황이다.

달러지수는 추가로 상승하지 않고 있지만, 강세 배팅과 가수요가 여전히 지배적인 상황이다. 특히 레버리지 펀드의 달러화에 대한 롱 포지션은 7주 연속 증가하는 흐름으로, 달러화에 대한 강한 가수요를 반영하고 있다.

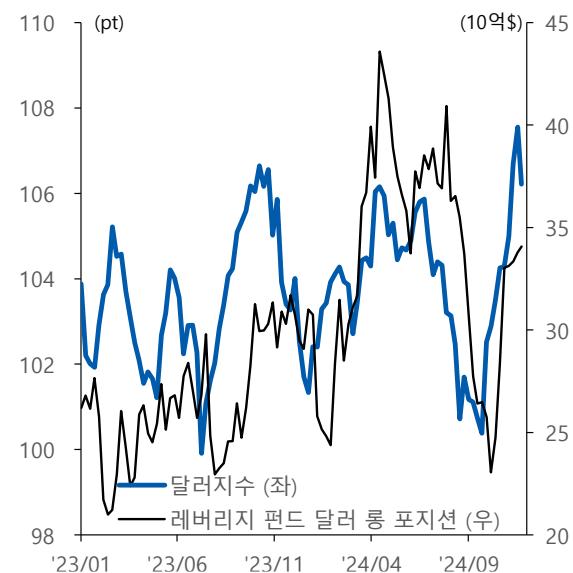
현재 달러 강세 압력이 강한 상황이지만, 미국내 유동성 수급 상황이나 향후 단기자금 시장에서의 수급 상황은 개선될 여지가 존재한다. 미국채 수요는 양호한 상태이며, MMF의 대내외 시중 기관과 거래는 증가하고 있다. 즉 달러 유동성 공급은 원활한 상태로 달러의 극단적인 상승세는 시장의 심리 개선과 함께 약해질 가능성도 존재한다.

[차트5] 달러화 수급 변수의 흐름과 달리 현재 원달러 환율은 리스크를 선방영하며 오버슈팅 .



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트6] 레버리지 펀드의 달러화 롱 포지션은 7주 연속 증가하는 흐름으로, 달러화에 대한 강한 가수요를 반영.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터