



2025년 5월 8일

MACRO
KIWOOM 매크로 따라잡기키움증권 리서치센터 투자전략팀
Economist 김유미 helloym@kiwoom.com

5월 FOMC, 불확실성과 관망

5월 FOMC는 예상대로 기준금리를 동결하였다. 3월 회의와 비교할 때 성명서에서는 특별히 큰 변화는 없었다. 다만, 고용과 인플레이션 목표 모두에 대한 위험이 증가하고 있다는 표현이 추가되면서 스태그플레이션에 대한 우려를 키웠다. 연준의장 기자회견은 중립적이었지만 비둘기 발언을 기대했던 시장에서 바라보면 다소 매파적일 수 있다. 관세로 인한 불확실성이 커졌음을 지적하며 이로 인한 물가 및 경제 영향을 지켜보겠다는 입장을 강조하였다. 노동시장의 둔화세가 이어지고 있으나 이를 확인할 시간이 더 필요해졌다. 연준의 금리 인하는 6월보다 7월 가능성이 높아 보인다. 미 달러화는 6월 금리 인하 기대가 약화되었지만 트럼프 관세 정책 불확실성과 미국의 성장 둔화를 감안 시 약세 국면에 당분간 머물 것으로 예상한다.

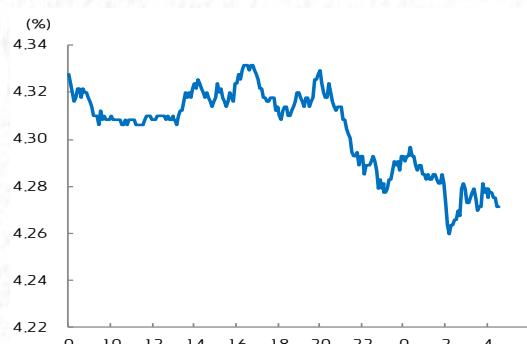
미국 5월 FOMC에서 기준금리는 시장 예상대로 4.25~4.50%에서 동결되었다. 트럼프 행정부의 관세 정책 불확실성이 높아지면서 경제와 물가에 미치는 영향을 좀더 지켜보겠다는 점이 주된 이유로 보인다. 성명서는 3월 회의와 비교할 때 큰 변화는 없었다.

경제 활동은 1분기 GDP가 순수출 증가에 의해 마이너스를 보였지만 견조한 속도로 확장하고 있다는 경제 평가를 유지하였다. 고용 시장에서 대해서도 고용은 견조하고 실업률은 낮은 수준이라는 표현은 유지했으며 인플레이션은 높은 수준에 머물고 있다고 평가하였다. 대신, 리스크 평가에 있어 고용과 인플레이션 목표 모두에 대한 위험이 증가하고 있다는 표현을 추가해 ‘균형’에서 ‘이중 위험 증가’로 변화를 주었다. 트럼프 행정부의 관세 정책으로 인해 경제와 물가에 대한 위험이 모두 높아질 수 있는 스태그플레이션에 대한 우려를 간접적으로 내비쳤다고 볼 수 있다.

파월 연준의장의 기자회견은 중립적이었다. 하지만, 비둘기적인 발언을 일부 기대했던 시장 참여자 입장에서 본다면 다소 매파적일 수 있다. 연준의장은 인플레이션과 실업률 상승이라는 이중 위험에 대한 우려를 내비치며 이중 책무를 달성하는 데 있어 도전이 될 수 있다고 언급했다. 트럼프 행정부의 관세 정책이 미칠 수 있는 영향에 대해 경제나 물가 양쪽 모두 불확실성이 높음을 지적한 것으로 이런 환경에서는 신중한 접근이 필요함을 강조하였다. 추가적인 정책 조정은 경제 지표와 전망을 면밀히 평가한 후 결정할 것이라고 밝혔다.

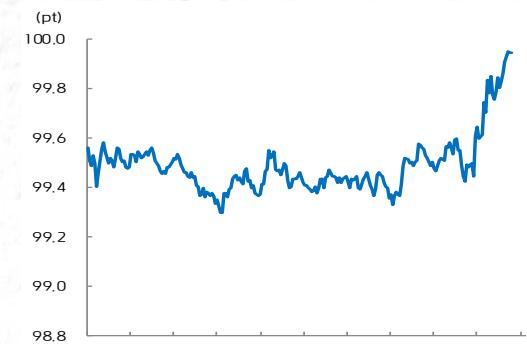
기준금리의 인상 가능성도 낮지만 현 시점에서 바로 금리 인하를 기대하기도 어렵게 만드는 발언으로 볼 수 있다. 경제지표의 부진이 확인되기 전까지 금리 인하가 지연될 가능성도 열려있다는 점에서 이번 회의 이후 금융시장에서는 연준의 금리 인하 시기와 횟수를 둘러싸고 불확실성이 좀더 커질 것으로 예상한다. 이를 반영하듯 5월 FOMC 이후 미국 국채금리는 하락했지만 달러인덱스는 상승하면서 연준 통화정책에 대한 뚜렷한 방향성을 설정하지 못하는 모습이다.

미국 국채금리(10년) 일중 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러인덱스 일중 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 정책금리와 실업률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

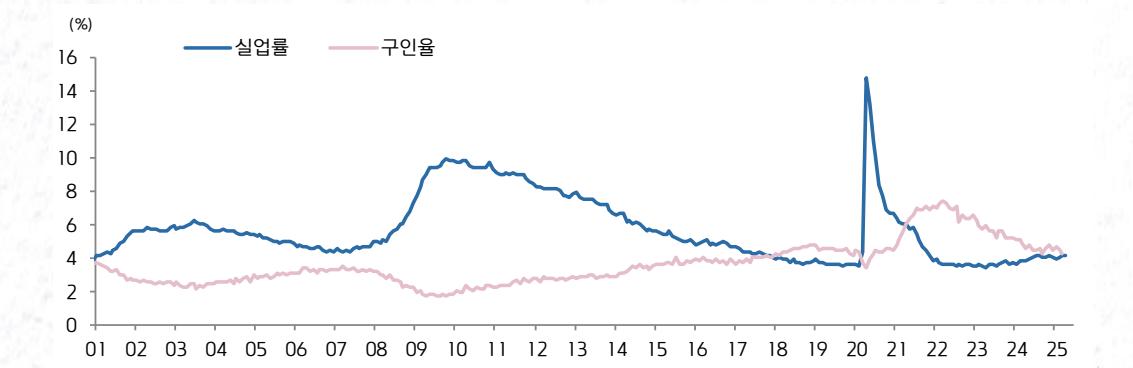
5 월 FOMC 에서 연준의 금리 인하 시기에 대한 신호를 찾지 못했다. 트럼프 행정부의 관세 정책 불확실성이 높다는 점과 이로 인한 영향을 지켜볼 시간이 필요하다는 입장만 확인하였다. CME 페드워치에서 6 월 금리 동결 확률은 5 월 회의 이후 76.7%로 전일(68.8%) 보다 높아졌다. 7 월 FOMC 에서 금리 인하 확률은 56.4%로 전일(56.7%)에서 크게 변화가 없다. 7 월 회의에서 금리 인하가 단행될 가능성에 아직 무게를 두고 있지만 금융시장 참여자들도 강한 확신은 없는 상황이다.

당사는 올해 7 월과 9 월 두 차례의 금리 인하를 전망한다. 기존에는 6 월에 금리 인하를 시작할 것으로 보았지만 예상보다 실물 지표가 양호함에 따라 이를 좀더 확인할 시간이 필요해졌다. 하지만, 연준의 보험적 성격의 금리 인하 가능성은 아직 열려있다고 본다. 미국의 물가가 국제유가의 하락을 통해 헤드라인 물가 지표의 둔화세가 유지되고 주거비의 점진적인 둔화도 근원물가의 안정에 도움이 될 것으로 예상한다. 클리블랜드 연은이 추정하는 4 월 미국 소비자물가 상승률은 2.34%, 근원 CPI 상승률은 2.76%, 근원 PCE 물가는 2.61%로 완만하지만 둔화세는 이어갈 것으로 보고 있다.

노동시장의 둔화세도 지속될 것으로 예상한다. 5 월 이후에는 트럼프 행정부의 관세 부과에 따른 영향이 실물 지표의 둔화로 반영되기 시작할 것으로 예상한다. 노동시장의 수요를 가늠할 수 있는 구인 건수가 꾸준히 줄어들고 있으며 노동 시간도 낮은 수준에 머물고 있다. 구인율은 4.3%로 낮아져 월러 연준 이사가 지적한 실업률의 상승 압력이 높아질 수 있는 임계 수준(4.5%)보다 낮아졌다.

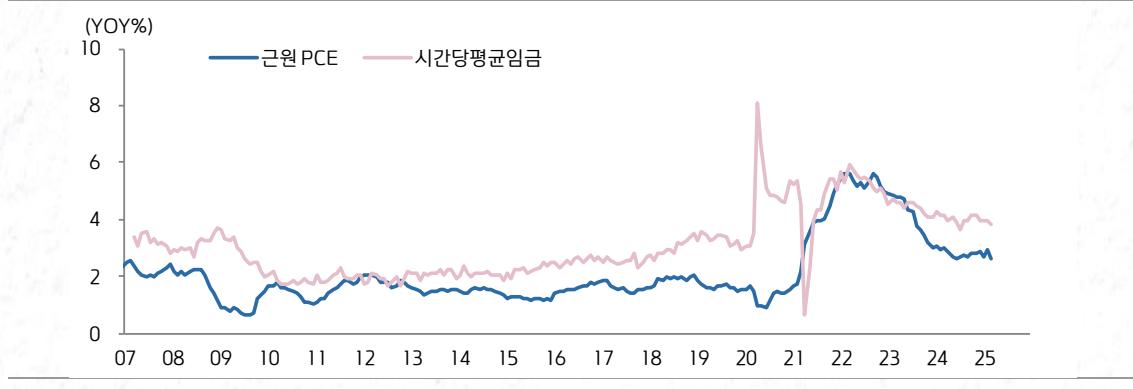
관세 정책 불확실성이 높아지면서 기업들의 투자가 보류되고 신규 채용에는 보수적으로 옮겨갈 것으로 예상한다. 4 월 미국 고용보고서가 예상보다 양호하게 발표되었지만 이전 2 월과 3 월 수치는 하향 수정되었다. 이처럼 하향 수정이 반복된다는 것은 헤드라인에 보이는 고용 흐름보다 실제 고용의 모멘텀이 약할 수 있음을 시사한다. 또한, 신규고용 내용을 살펴보면 제조업과 임시직 등 경기에 민감한 고용은 상대적으로 취약하고, ISM 제조업과 서비스업 내 고용지수는 여전히 기준선(50)을 하회하고 있다. 시간당 임금 상승률의 둔화세는 노동시장 내 인플레이션 압력을 낮추며 근원 PCE 물가의 안정에 기여해줄 것으로 예상한다.

미국 구인율과 실업률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 근원 PCE물가와 시간당 임금 상승률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 ISM 제조업과 서비스업 고용 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

5월 FOMC 이후 달러인덱스는 국채금리 하락과 달리 반등하였다. 연준의 신중한 금리 인하에 대한 입장과 미국 경제에 양호하다는 연준의 평가, 미·중 무역 협상 개시 기대 등이 복합적으로 작용한 결과로 보인다. 연준의 금리 인하 시기가 예상보다 지연되고 있지만 미 달러화는 무역협상 진행 과정과 미국의 편더멘털 흐름에 따라 당분간 약세 구간에서 움직일 것으로 예상한다.

트럼프 관세 정책 불확실성이 정점을 통과했지만 2 분기 중반부터 3 분기까지는 본격적인 반등 신호는 제한적인 과도기적 국면으로 평가한다. 글로벌 무역 협상 관련 불확실성은 트럼프 2 기 행정부의 정책 방향성이 일부 가시화되며 최고조의 긴장은 완화되었으나, 세부 협상안 도출 과정에서 정책 발표의 변동성과 시장 기대의 반복적 수정이 이어질 수 있다.

트럼프 행정부의 관세 정책이 글로벌 교역 둔화, 제조업 투자 위축 등의 형태로 실물경제에 미치는 부정적 영향이 점차 확인되는 국면에 진입하면서, 2~3 분기 중 미국의 실물 지표는 부진할 것이다. 그리고, 이로 인한 미국 성장 둔화에 대한 우려는 달러의 약세요인으로 반영될 수 있다. 달러스마일 이론에 따르면 미 달러화는 미국 경제가 호황이거나 침체일 때 강세를 보이고 성장이 둔화되는 구간에는 약세를 보여왔다. 미국 경제는 성장이 둔화되면서 2 분기 중반부터 3 분기까지는 미국과 주요국간의 편더멘털 격차가 축소되면서 미 달러는 약세를 보일 것으로 예상한다.

연간 기준으로 보면 미 달러화는 U자형 경로를 보일 것으로 전망한다. 2~3분기 중 미 달러화는 연준 추가 금리 인하와 미국 성장 둔화 등으로 약세를 보인 이후 4 분기 트럼프 관세 정책 불확실성 완화되고, 미국 경기 비관론이 완화되면서 반등할 것으로 보고 있다. 연준의 기준금리 인하 시기가 지연되고 있으나 트럼프 관세 정책의 부정적인 영향이 실물 지표로 반영되고, 노동시장 둔화세가 지속되면서 보험적 성격의 금리 인하를 7월과 9월 두 차례 단행할 것으로 예상한다.

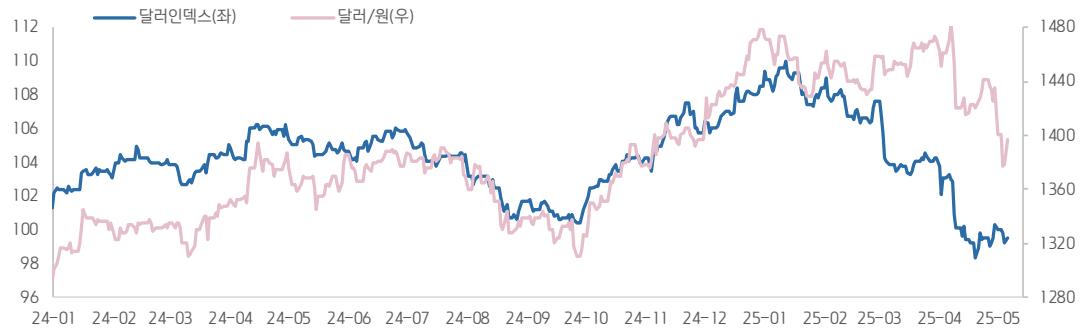
달러/원 환율은 미 달러에 연동하며 2~3 분기 완만한 하락한 이후 4 분기 중 반등하는 경로를 예상한다. 미 달러 약세와 비미국 자산에 대한 자금 이동, 미국과의 무역협상 과정에서 이어질 수 있는 환율 마찰을 등을 고려할 때 달러/원 환율의 하락을 1,300 원 중반까지는 열어두지만 4 분기에는 미 달러 반등과 함께 1,400 원 초반으로 다시 상승할 것으로 전망한다.

미국 정책금리와 달러인덱스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러인덱스와 달러/원 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민형사상 책임을 지게 됩니다.