

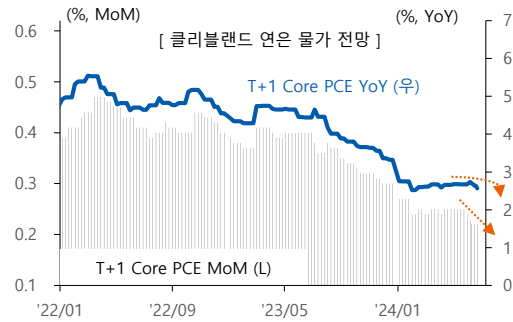


변화를 위한 조건

1. 9월 FOMC까지의 데이터 변화

- 연준의 근원 PCE 전망대로 연말까지 2.8%의 물가에 도달하기 위해서는 전월대비 0.18~0.2% 수준의 물가 압력이 예상.
- 전월대비 0.2% 물가 압력에서 4분기 말 근원 PCE는 2.7%에 도달할 가능성.
- 물가 둔화 경로에 차질이 없다면, 금리 인하에 필요한 조건에 연준도 동의할 수 있을 것. 해당 경로에서 고용시장이 현재 수준 보다 쿨다운 된다면, 연말까지 2회의 금리 인하를 지지할 수 있는 조건이 마련.

클리블랜드 연은에서 전망하는 차기(T+1) Core PCE MoM 전망치는 0.2%대로 하락.

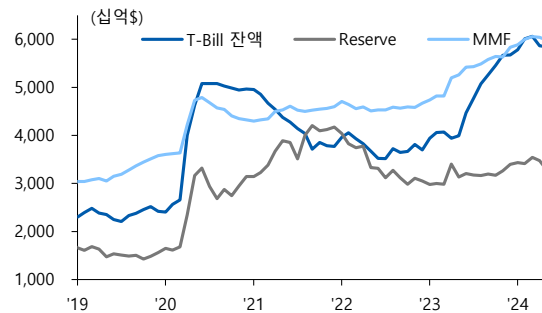


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2. 아직 기대하기는 이른 달러 하락 모멘텀

- 매파적이었던 6월 FOMC 결과에도 불구하고 달러는 104pt대로 하락.
- 현재 분위기로 달러에 하락 모멘텀이 본격적으로 발생하기는 어려운 상황.
- 달러에 하락 모멘텀이 발생하기 위해서는 유동성 공급 의존도 분산과 은행 시스템을 통한 실물 경제로 유동성 공급이 확인되어야 하는데 아직 변화는 관측되지 않고 있음.

1분기 중 MMF를 통한 단기자금 수급 여력에 대한 우려가 컸으나, 현재는 T-Bill 잔액이 더 빠르게 감소.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

1. 매파적이었던 6월 FOMC

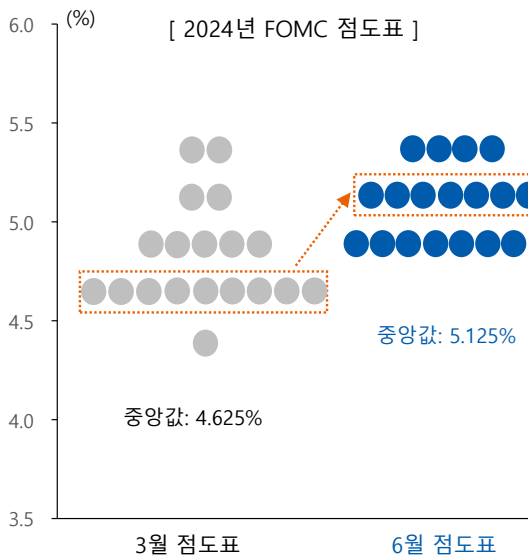
6월 FOMC에서는 예상대로 7회 연속 금리를 동결했다. 수정된 점도표에서는 올해 3회 인하에서 1회 인하(4.6%→5.1%)로 축소했으며 내년에는 4회 인하(3.9%→4.1%)를 제시하였다. 또한 장기금리 전망은 2.8%로 3월에 이어 추가적으로 상향 조정되었다.

장기금리 전망치 조정이 통화정책 경로에 영향을 줄 가능성은 제한적이라는 판단이다. 팬데믹 이후 미국의 중립금리가 이전대비 높아졌다고 생각하는 연준 위원들의 숫자가 늘어나고 있으며, 이는 향후 통화정책의 구조적 변화 가능성 제시해주는 내용이다.

수정된 경제전망에서는 2024년 성장률 전망치를 유지했다. 고용과 관련해서 올해 실업률 전망은 4.0%로 유지했지만, 올해 근원 PCE 전망치를 2.8% 상향했다. PCE 물가 전망치도 2.6%로 상향 조정하면서 물가에 대한 높은 경계심을 반영하였다.

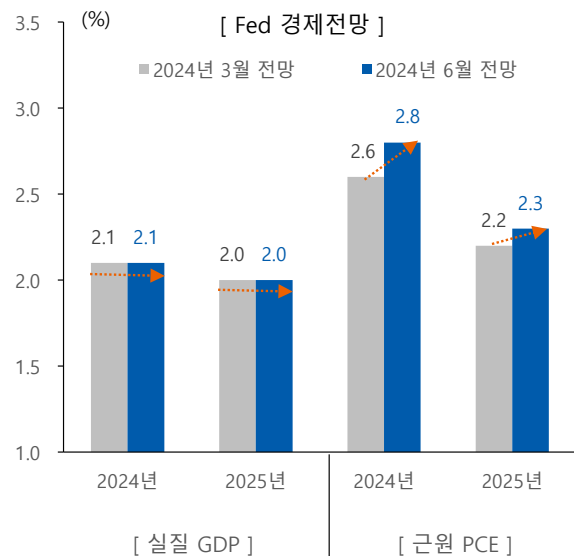
매파적인 결과에도 불구하고, 9월 첫 금리인하와 연내 최대 2회 인하 가능성을 열어둬야 한다고 생각한다. 9월 FOMC 이전까지 3회의 물가 및 고용지표를 추가로 수집할 수 있다. 이 과정에서 금리인하의 조건을 충족할 것으로 예상된다. 금리선물시장에서 9월 인하 확률을 60% 이상으로 반영하는 것도 해당 시나리오를 지지하고 있다.

[차트1] 수정된 점도표에서는 올해 3회 인하에서 1회 인하 (4.6%→5.1%)로 축소.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트2] 수정된 경제전망에서는 2024년 성장률 전망치를 유지. 근원 PCE 전망치는 2.8%로 상향.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2. 9월 FOMC까지의 데이터 변화

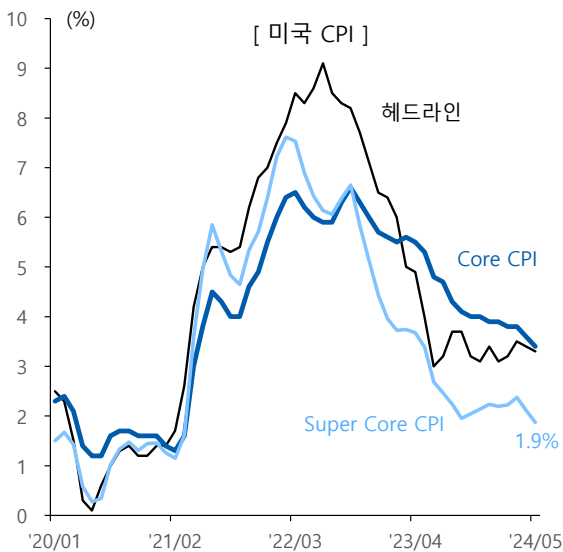
연준의 근원 PCE 전망대로 연말까지 2.8% 수준의 물가에 도달하기 위해서는 현재 기준으로 전월대비 0.2%에서 0.18% 수준에서 물가 압력을 생각할 수 있다. 0.2% 수준의 물가 압력이 지속된다면 4분기 말 근원 PCE 상승률은 연준의 전망치 2.8%보다 소폭 낮은 2.7% 수준을 기록할 수 있다.

그동안 물가 상승의 주범이었던 주거비, 서비스(개인 서비스), 에너지(가솔린) 등 항목에서 물가 압력 둔화가 확인되고 있다. 특히 주거비에서 물가 둔화가 지속되고 있고, 현재 유가 수준이 유지된다면 에너지 물가 상승률도 3분기까지는 크지 않을 것이다.

물가 둔화에 대한 공감은 6월 FOMC 성명서에도 반영되었다. 성명서에는 최근 몇 개월 간 2% 목표를 향한 추가 진전이 미약하게 있었다고 평가했다. 인터뷰에서 파월 의장은 데이터에 따른 정책의 유연할 결정을 강조했다.

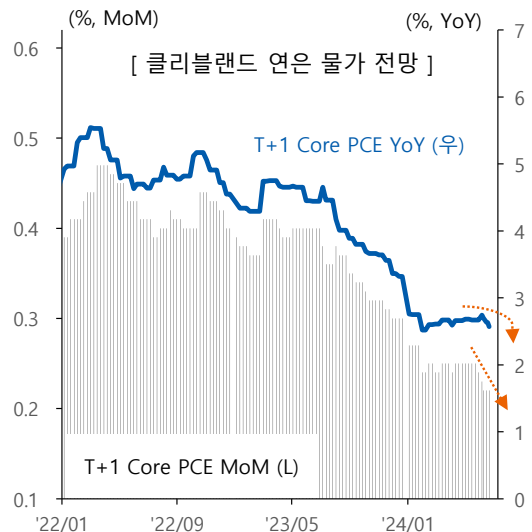
결국 물가 둔화 경로에 차질이 없다면, 금리 인하에 필요한 조건에 연준도 동의할 수 있을 것이다. 해당 경로에서 고용시장이 현재 수준 보다 쿨다운 된다면, 연말까지 2회의 금리 인하를 지지할 수 있는 조건이 마련될 수 있을 것으로 판단한다.

[차트3] 5월 Core CPI는 컨센서스(0.3%) 하회, 전월대비 0.2% 상승, 2021년 8월 이후 가장 낮은 물가 압력 기록.



자료: Bloomberg, 유인타증권 리서치센터

[차트4] 클리블랜드 연은에서 전망하는 차기(T+1) Core PCE MoM 전망치는 0.2%대로 하락.



자료: Bloomberg, 유인타증권 리서치센터

3. 아직 기대하기는 이른 달러 하락 모멘텀

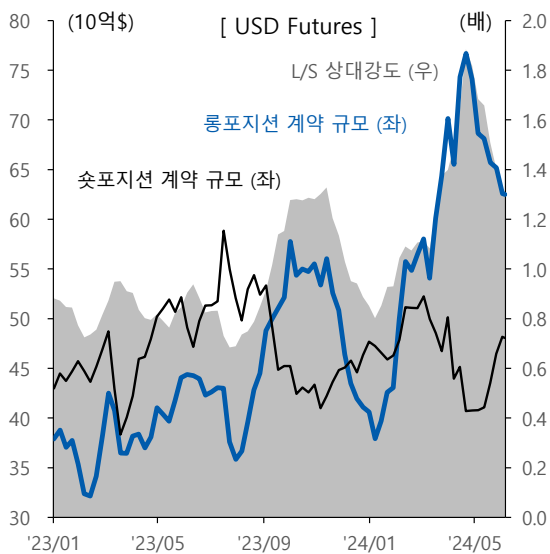
매파적이었던 6월 FOMC 결과에도 불구하고 달러는 104pt대로 하락하는 흐름을 보였다. 시장에서는 FOMC의 결과 보다 물가 둔화와 내용에 대해서 무게를 둔 결과로 생각된다. 최근 달러에 대한 롱포지션이 줄어들고 있는 부분도 발견되고 있다.

아직은 현재의 분위기로 달러에 하락 모멘텀이 본격적으로 발생할 것으로 생각하지 않는다. 다만 6월부터 연준은 국채 잔고 축소를 월 600억 달러에서 250억 달러로 감소시켜 자산 축소 속도를 늦춘 것은 유동성 환경의 개선을 기대할 수 있는 변화이다.

최근 달러 유동성 공급은 MMF를 통해 이루어졌는데, 그 결과 단기자금에 의존도를 지나치게 높게 되었다. 현재도 MMF를 통한 자금 공급 여력에 대해서는 우려가 되지만, T-Bill 잔액이 감소하고 있는 부분은 우려의 확산을 경감시킬 수 있는 내용이다.

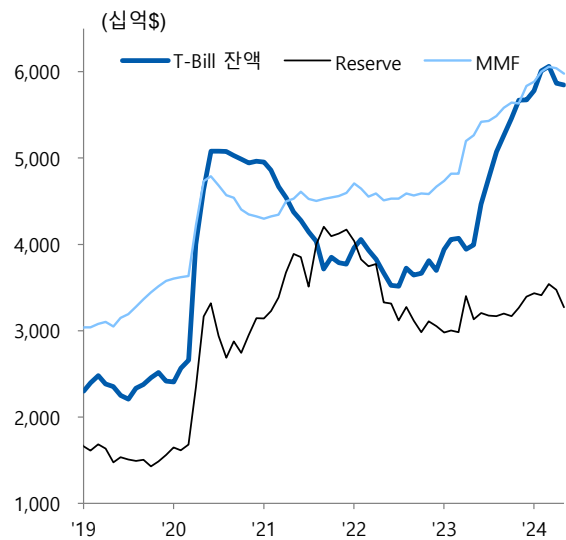
달러에 하락 모멘텀이 발생하기 위해서는 단기자금시장의 수급 다변화 및 수급 여력 개선, 상업은행을 통한 실물 경제로 유동성 공급이 확인되어야 하는데 아직 극적인 변화는 관측되지 않고 있다. 당장 달러의 추세 하락을 기대할 수는 없지만, 달러 유동성 공급에 대해 지나치게 우려할 상황은 아닌 것으로 생각된다.

[차트5] 달러화에 대한 투기적 롱포지션 계약이 아직 우위에 있지만, 최근 롱포지션은 감소하고 숏포지션은 증가.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트6] 1분기 중 MMF를 통한 단기자금 수급 여력에 대한 우려가 컸으나, 현재는 T-Bill 잔액이 더 빠르게 감소.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터