

2024. 6. 13

경제脈

6월 FOMC: 연내 한 번보다는 적어도 두 번 인하에 무게

▲ 경제분석

Economist 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

- ✓ 6월 FOMC에서는 물가안정에 약간의 진전이 있었다는 성명서 문구와 달리, 4Q24 Core PCE 전망이 2.8%, 24년 말 적정 FFR 중위수는 5.1%(1회 인하)로 상향조정
- ✓ 물가전망의 보수성 및 5월 CPI 미반영. 데이터 입수되는데로 재조정 가능성 내비쳐
- ✓ 좋은 위치라 언급한 Core PCE 2.6~2.7% 수개월간 이어질 것. 9월 인하 view 유지

6월 FOMC: 보수적인 물가상승률 추정에 기반한 점도표 상향 조정

6월 FOMC를 앞두고 시장의 관심은 금리(FFR) 동결 보다는 물가전망과 FFR 점도표 중위수 변화에 집중되어 있었다. 4Q24 Core PCE 물가상승률 전망은 2.8%로 3월(2.6%) 대비 20bp 상향조정되었고, 올해 말 적정 FFR도 5.1%로 연내 1회 인하를 가리켰다. 대신 2025년은 3회에서 4회로 인하 횟수 전망이 바뀌어, 금리인하 수순이 지연될 가능성을 시사했다. 올해 전망은 당사와 시장이 예상했던 수준(Core PCE 2.7%, 2회 인하)을 상회하는 것이다. Longer-run FFR 전망도 중위수가 2.8%(3월 2.6%)로, Central tendency가 2.5~3.5%(3월 2.5~3.1%)로 상향 조정되었다.

이는 물가안정에 약간의 추가 진전이 있었다(modest further progress)는 FOMC 성명서 문구변화(5월: lack of progress)와 상충되는 전망 변화라 받아들여질 소지가 있다. 따라서 이를 어떻게 해석하는 지가 중요하다.

파월 의장은 물가전망 변화가 보수성(conservatism)을 띠고 있다고 설명했다. 이미 4월 Core PCE 물가상승률이 2.75%까지 내려 왔지만, 1) 작년 6~12월 낮은 기저(월평균 Core PCE +0.16% MoM)에 따른 영향이 들어올 수 있고, 2) FOMC 당일 발표된 5월 CPI를 전망에 녹일 기회를 주지만 다수는 반영하지 않는다고 언급했다. 5월 CPI와 같은 고무적인 데이터가 계속 들어오면 전망이 달라질 수 있음도 밝혔다.

한편, FFR 점도표에서 2024년 말 분포가 25bp 인하 7명, 50bp 인하 8명으로 의견이 엇갈리지만 이는 데이터에 의존(data-dependent)하여 개별 FOMC 참여자가 적절하다 판단하는 전망을 취합한 것일 뿐이며 개별 참여자들도 무조건 이 방향으로 가야 한다고 강변하는 것은 아니라고 강조했다. 물가전망 상향조정으로 연말 적정 기준금리 수준이 바뀐 것이지만, 이마저도 데이터가 입수되면 전망을 조정할 준비가 되어 있다(ready to adjust)는 말도 덧붙였다.

9월 금리인하 전망 유지: 당사 연내 3회 인하 전망은 사실상 "2+a"의 의미

점도표 중위수가 사실상 연말 인하를 가리켰음에도, 우리는 연준이 올해 9월 금리인하에 착수할 것으로 예상한다. 전망의 전제로 Core PCE 물가상승률 궤적이 가장 중요한데, 우리는 5월 Core PCE 물가가 2.61% 상승한 이후 연준이 언급한 기저 효과 영향으로 9월(2.71%)까지 물가상승률이 완만히 들릴 가능성도 염두에 두고 있다. 그러나 1) 2.6~2.7%이면 좋은 위치(a good place to be)에 있다는 파월 의장의 언급과 더불어, 2) 5월 이후 2.6~2.7% 범위의 데이터가 연속적으로 발표될 가능성이 크다는 점에서 9월 인하 착수 개연성은 크다 하겠다 (다음 페이지에 계속).

올해 4분기 Core PCE 물가 상승률 2.6% 전망 유지

우리는 2024년 하반기 경제전망, “금리가 내리면” 을 통해 올해 4분기 Core PCE 물가상승률이 2.6%까지 내려올 것이라는 전망을 제시했다(12월에는 2.5%까지 하락 예상). 이 전망은 1) 의료진 인건비에 상당 기간(2년) 시차를 두고 움직이는 의료서비스 PCE 물가가 올해 2분기와 3분기 중 상승세를 확대하여 물가안정을 동 기간 중 다소 지연(Core PCE 2.7%) 시킬 수 있다는 위험을 반영한 값이다.

연준이 금리인하에 착수한 9월 이후 발표되는 4분기 숫자는 여기에서 더 내려올 가능성이 크며, 이 때의 디스인플레이션을 주도하는 부문은 주거비 및 주거비 제외 핵심 서비스일 것이기에 파월 의장이 강조하는 물가안정/금리인하의 “Greater confidence” 충족되는 환경이 될 것으로 판단한다. 따라서 4분기 중 적어도 한 차례의 추가 인하가 가능할 것으로 예상된다.

연내 3회 인하 전망 제시의 함의

우리가 하반기 전망에서 연내 3회(9, 11, 12월) 인하 가능성을 제시한 것은 현재 연준이 고려하는 경기궤적(4분기 실질 GDP성장률 2.1% YoY = 연간 2.6%에 준함)에 실제치가 미달할 가능성이 크고, 그 중심에 하반기 소비신장세 둔화가 자리할 것으로 보기 때문이다. 더불어, 우리는 미국 노동시장이 앞으로 구인율이 하락하면 완만하게나마 실업률의 추가 상승을 동반하게 될 가능성이 커진 구간에 진입했다고 보며, 이 역시 판단에 녹였다. 연준은 올해 말 실업률을 5월과 동일한 4%로 제시하고 있으나, 실제 연말 값은 longer-run 4.2% 혹은 그 이상일 가능성이 커 보인다 (5월 고용: 서프라이즈에도 9월 인하 전망을 유지하는 이유, [링크](#)).

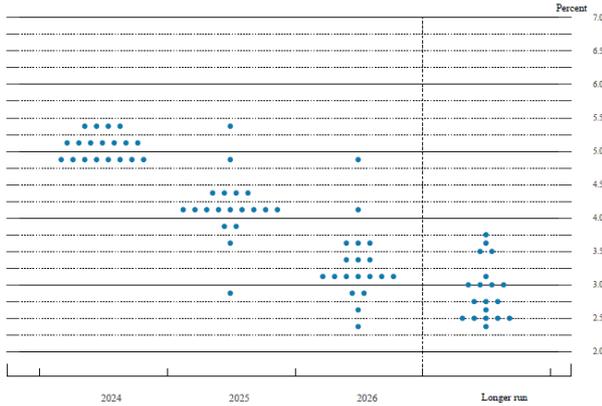
실업률이 상승한다 하더라도 실업률 수준이 절대적으로는 낮아 노동시장의 위축과는 거리가 있으나, 연준의 이중책무인 물가안정과 완전고용을 함께 고려한다면 1) 예상보다 큰 폭의 경기둔화와 2) 자연실업률을 웃도는 실업률 환경 하에서 보험성 인하의 성격을 “가미” 시킬 유인이 있다고 여전히 생각된다. 지금 당장은 이러한 그림이 보이지 않겠으나 연준의 금리인하 과정에서 확인될 가능성이 존재하는 것으로 판단한다. 따라서 우리의 시각은 ‘2+a’ 회의 인하로 해석할 수 있다.

성장이 견고하면 인하가 불필요한 것 아닌가?

파월 의장은 모든 데이터 (totality of the data)를 감안하여 의사결정을 할 것임을 강조했다. 여기에는 인플레이션뿐 아니라 노동시장, 경제성장을 모두 포괄한다. 지금 보이는 견고한 경제성장은 물가안정에 대한 추가적인 확신을 얻기 전까지의 시간을 벌어주는 요소일 뿐, 견고한 성장으로 금리인하가 불필요하다는 것과는 거리가 있다고 생각한다. 파월은 모든 것이 무너진 뒤에 황급히 인하할 생각이 없다고 강조하고 있다.

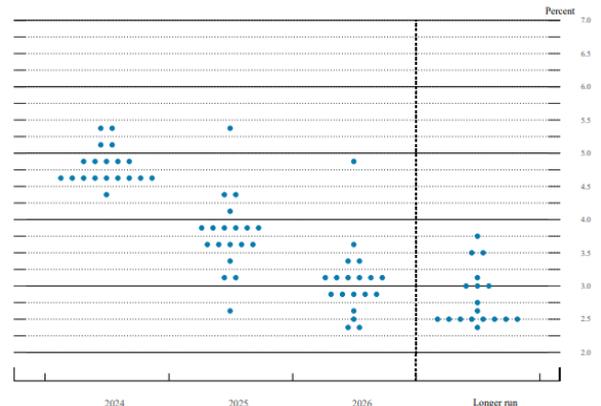
또한, 현행 수준으로 정책을 제약적으로 두면 경기가 크게 꺼질 수 있고, 공격적 인상의 끝에는 항상 인하를 고민해야 한다는 말을 덧붙였다. 너무 빨리 정책을 조정하면 물가에 다시 문제가 생길 수 있고, 너무 늦게 조정하면 성장을 훼손할 수 있다는 위험을 항상 염두에 둔다는 것이다. “연준 장기목표와 통화정책 전략”에서 중앙은행의 완전고용/물가 목표와 실제치 간의 “편차”가 고려되는 것은 이 때문이다. 즉 물가가 많이 내려 왔으면 긴축을 조금씩 풀어야 한다는 것이다.

그림1 6월 FOMC 점도표 분포



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림2 3월 FOMC 점도표 분포



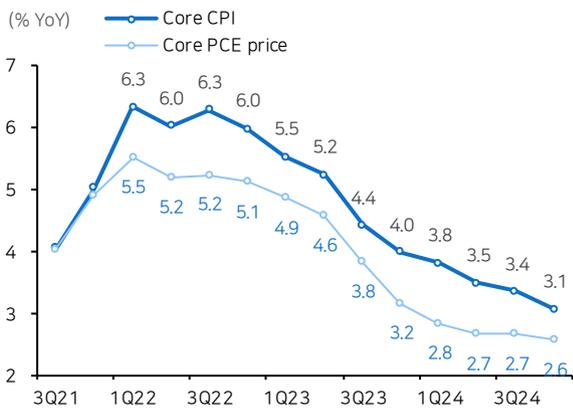
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

표1 FOMC 경제전망 변화 (2024년 6월 SEP)

(4Q/4Q, %)	Median				Central tendency			
	2024	2025	2026	장기	2024	2025	2026	장기
GDP	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 (4Q)	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 물가	2.6	2.3	2.0	2.0	2.5-2.9	2.2-2.4	2.0-2.1	2.0
3월 전망	2.4	2.2	2.0	2.0	2.3-2.7	2.1-2.2	2.0-2.1	2.0
Core PCE 물가	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	-
FFR (4Q)	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

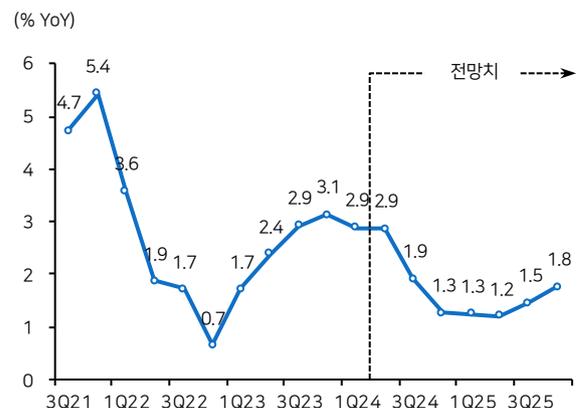
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림3 메리츠 Core CPI, Core PCE price 전망



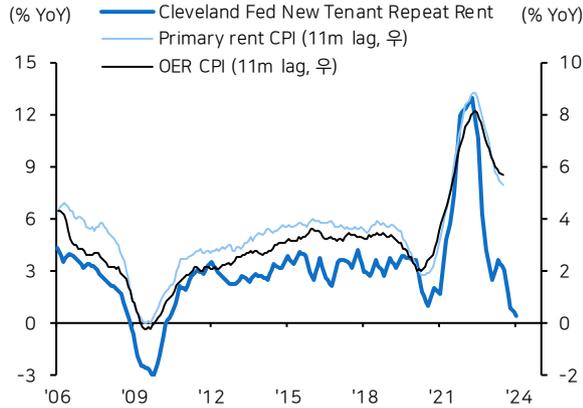
주: 2024년 하반기 경제전망 및 해설판 자료를 참고 바람
 자료: US BLS, US BEA, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림4 메리츠 미국 경제성장률 전망



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림5 미국 주거비 CPI 상승률과 임대료 실거래가



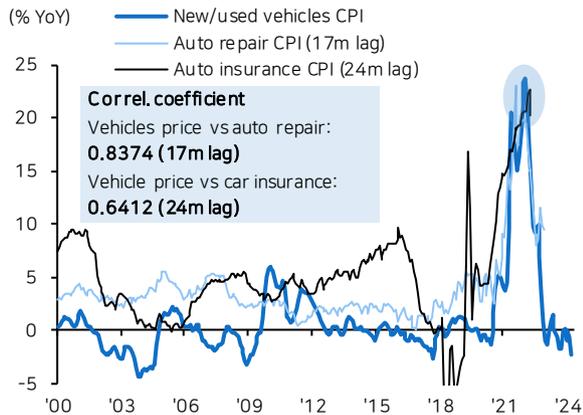
자료: Cleveland Fed, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 Super-core CPI와 임금 상승률



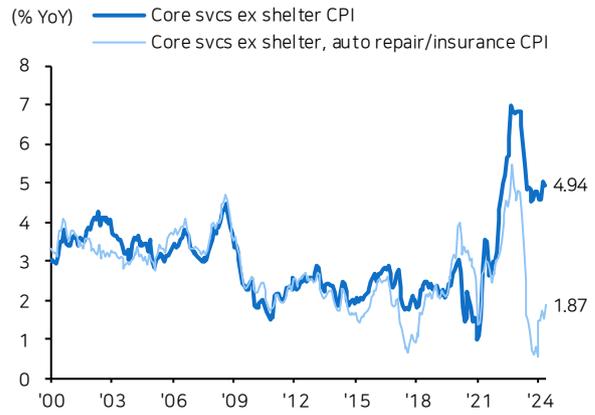
자료: Atlanta Fed, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 차량보험료: 21.10월 이후 처음으로 MoM 하락



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림8 차량수리/보험 제외 Super-core: 1.87%



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 기재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.