

2024. 9. 19

경제脈

## 9월 FOMC: 뒤흔치지 않겠다는 강한 의지의 Big cut

### ▲ 경제분석

Economist 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

- ✓ 당사와 시장의 예상과 달리 9월 FOMC에서 전격적인 50bp 인하 결정
- ✓ 인플레이션의 상방 위험은 줄고 노동시장 하방 위험 증가: 정책 recalibration
- ✓ 2024~25년 실업률 전망 4.4%: 노동시장 안정에 대한 연준의 강한 의지 시사
- ✓ 점진주의로 복귀 예상: 11~12월 추가 25bp, 2025년 중 추가 100bp 인하 전망

### 9월 FOMC: 당사와 시장의 예상을 뒤엎고 50bp의 통 큰 예방적 인하 결정

9월 FOMC에서 당사와 시장의 예상을 뒤엎고 FFR이 50bp 인하된 4.75~5.00%로 결정되면서 리세션이 아닌 때의 인하가 25bp의 속도로 이루어진다는 경험칙은 깨졌다. 오늘의 결정 배경은 1) 인플레이션의 상방 위험은 줄고 노동시장의 하방 위험은 증가했다. 2) 노동시장은 견고(solid)한 상태에 있으며 우리는 (노동시장이) 그 상태에 머물러 있기를 원한다. 3) 노동시장이 강할 때 이를 지지하는 노력을 해야 한다. 4) 우리는 뒤흔쳐 있지 않으며, 오늘 결정은 뒤흔치지 않겠다는 의지의 표현이다 등의 발언으로 요약할 수 있다. 50bp의 통 큰 예방적 인하라는 것이다.

통화정책 방향과 경제전망에서 많은 변화들이 관찰되었다. 특히 수정 경제전망에서는 4Q24의 1) GDP 성장률 전망이 2.1%에서 2.0%로 하향 조정되었고, 2) PCE 물가상승률 전망이 2.6%에서 2.3%로 3월 전망치를 밑돈 반면, 3) 실업률 전망이 4.0%에서 4.4%로 대폭 상향 조정되었다. 7~8월 평균 실업률이 4.23%이고, 베버리지 곡선의 기존 추세를 따라 구인율 하락-실업률 상승 조합이 현실화될 수 있음을 파월 의장 스스로도 인정하는 환경에서, 2024~25년 실업률 전망을 4.4%로 타이트하게 제시한 것은 노동시장 안정에 대한 연준의 강한 의지를 보여 준다.

2024~25년 말 점도표 중위수는 각각 4.375%와 3.375%로, 연내 추가 50bp 인하 가능성을, 내년의 경우 분기별 25bp의 점진적인 인하 가능성을 가장 높게 보고 있다. 우리는 1) 현재 미국 경제가 리세션 상황이 아니고, 2) 노동시장 하방 위험을 크게 고려하여 9월에 빅컷을 단행한 만큼 앞으로는 점진주의로의 복귀가 유력하다는 생각이다. 파월 의장도 <오늘의 인하가 향후 금리인하 폭의 기준이 되어서는 안 된다>며 연쇄적인 빅컷 가능성에는 선을 긋는 모습이다.

### Back to gradualism: 올해 11, 12월 25bp, 내년 100bp 인하가 기본 시나리오

우리는 올해 11월과 12월에 각 25bp가 인하되고, 내년은 분기별 한 번 꼴로 총 100bp가 인하되는 경로를 기본 시나리오로 제시한다(2025년 말 FFR상단 3.50%). 선물시장은 내년 상반기까지 173bp 인하를, 2년물 국채금리는 글로벌 금융위기 수준에 준하는 공격적 인하 기대를 반영하고 있다.

연준이 다시 점진주의로 선회하는 것을 확인하면서 이러한 극단적인 기대는 되돌려질 가능성이 높다는 생각이다. 다만, 연준과 시장의 관심이 노동시장에 집중되어 있음이 확인된 상태에서, 향후 발표되는 고용지표가 예상을 하회하게 될 경우 빅컷 기대가 잔존할 수 있기에 시중금리가 크게 밀릴 가능성은 크지 않아 보인다.

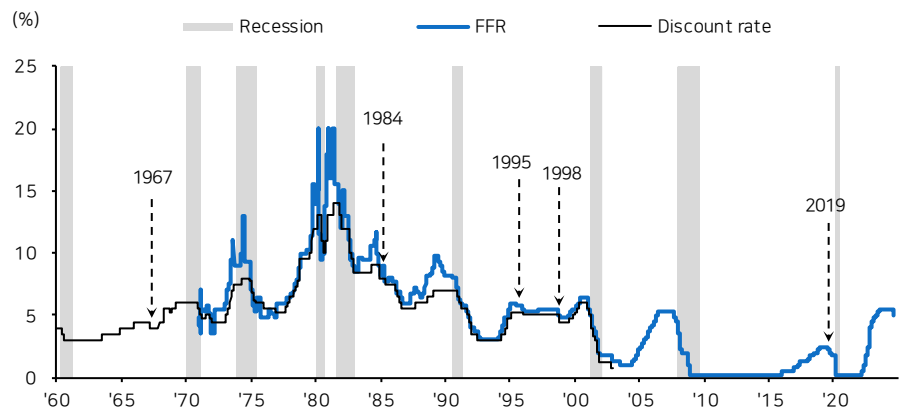
### 9월 FOMC: Big cut으로 시작

그린스핀 前 연준 의장이 연방기금금리(FFR)를 정책금리의 주된 기준(primary tool)으로 공식화한 1993년 7월 이후 리세션이 아닌 상황에서 FFR이 50bp 인하된 사례는 전무했다. 이번 9월 FOMC에서 FFR이 50bp 인하된 4.75~5.00%로 결정되면서 예방적 인하 혹은 리세션이 아닌 때의 인하가 25bp의 속도로 이루어진다는 경험칙은 깨졌다.

8월 고용동향(9월 6일)이 발표되었을 때만 해도 Williams(뉴욕 연은 총재), Waller(연준 이사) 등의 인사가 50bp보다는 25bp에 무게를 실으면서 점진주의(gradualism)의 원칙이 이어지는 듯 보였다. 파월 의장은 7월 고용동향 결과를 7월 FOMC 당시 알았다면 인하를 결정했을 수도 있었으며, 블랙아웃 기간(FOMC 이전 대략 10일)에 여러 데이터를 보면서 Big cut에 대해 전향적으로 생각하기 시작했다고 밝혔다. Wall Street Journal이 이번에도 메신저 역할을 한 셈이 되었다.

오늘의 결정 배경은 다음의 발언으로 요약된다: 1) (인플레이션과의 싸움에서 승리했다고 선언할 수 없지만) 인플레이션의 상방 위험은 줄고 노동시장의 하방 위험은 증가했다. 2) 노동시장은 견고(solid)한 상태에 있으며 우리는 (노동시장이) 그 상태에 머물러 있기를 원한다. 3) 노동시장이 강할 때 이를 지지하는 노력을 해야 한다(time to support labor market is when they are strong). 4) 우리는 뒤쳐져 있지 않으며, 오늘의 결정은 뒤쳐지지 않겠다는 의지의 표현이다(We do not think we are behind, It's a commitment not to go behind). 즉, 50bp의 "통 큰" 예방적 인하라는 것이다.

그림1 1960년 이후 연준 정책금리 추이



자료: Federal Reserve, FRED, 메리츠증권 리서치센터

표1 1960년대 이후 과거 Non-recession cut 사례

(재할인율, %)		인하 전	인하 후	인하폭 (bp)	(FFR, %)		인하 전	인하 후	인하폭 (bp)
1967	4/7	4.50	4.00	50	1995	7/6	6.00	5.75	25
1984	11/21	9.00	8.50	50		12/19	5.75	5.50	25
	12/24	8.50	8.00	50	1996	1/31	5.50	5.25	25
1985	5/20	8.00	7.50	50	1998	9/29	5.50	5.25	25
1986	3/7	7.50	7.00	50		10/15	5.25	5.00	25
	4/21	7.00	6.50	50		11/17	5.00	4.75	25
	7/11	6.50	6.00	50	2019	7/31	2.50	2.25	25
	8/21	6.00	5.50	50		9/18	2.25	2.00	25
						10/30	2.00	1.75	25

자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

실제로 통화정책 방향(FOMC statement)와 수정 경제전망에서 많은 변화들이 관찰되었다. FOMC statement에서는 1) 고용 증가 속도가 느려졌고, 2) 물가안정에 대한 더 큰 신뢰(greater confidence)를 얻었다는 문구가 등장했다. 수정 경제전망에서는 2024년 4분기의 1) GDP 성장률 전망이 소폭 하향 조정(2.1%→2.0%) 되었고, 2) PCE 물가상승률 전망이 2.6%에서 2.3%로 3월 전망치를 밑돈 반면, 3) 실업률 전망이 4.0%에서 4.4%로 대폭 상향 조정되었다.

7~8월 평균 실업률이 4.23%이고, 베버리지 곡선의 기존 추세를 따라 구인율 하락-실업률 상승 조합이 현실화될 수 있음을 파월 의장 스스로도 인정하는 환경에서, 2024~25년 실업률 전망을 4.4%로 비교적 타이트하게 제시한 것은 노동시장 안정에 대한 연준의 강한 의지가 투영되었음을 보여주는 대목이다. 2% 물가목표 달성 위해 노동시장이 여기서 추가적으로 약화될 필요는 없다고 생각한다는 파월 의장 답변도 이를 뒷받침한다.

#### 연내 50bp (11, 12월 각 25bp), 내년 100bp 인하가 우리의 기본 시나리오

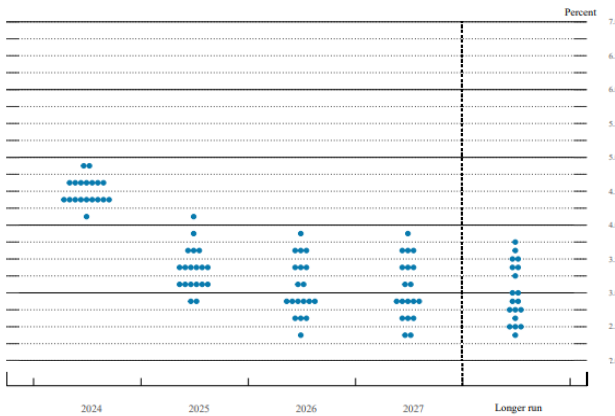
2024~25년 말 점도표 중위수는 각각 4.375%와 3.375%로 연내 추가 50bp 인하 가능성을, 내년의 경우 분기별 25bp의 점진적인 인하 가능성을 가장 높게 보고 있다. 2026년 말에는 높아진 중립금리(2.9%)에 수렴시킨다는 복안이다.

조금 좁은 시계에서 본다면, 1) 현재 미국 경제가 리세션 상황이 아니고, 2) 노동시장 하방 위험을 크게 고려하여 9월에 빅컷을 단행한 만큼 앞으로는 점진주의로의 복귀가 유력하다는 생각이다. 파월 의장도 “오늘의 인하가 향후 금리인하 폭의 기준이 되어서는 안된다” 며 연쇄적인 빅컷 가능성에는 선을 긋는 모습이다. 우리는 올해 11월과 12월에 각 25bp가 인하되고, 내년은 분기별 한 번 꼴로 총 100bp가 인하되는 경로를 기본 시나리오로 제시한다(2025년 말 FFR상단 3.50%). 대차대조표 축소의 경우 내년 3분기 전후 종료될 가능성을 여전히 높게 본다.

9월 FOMC 이후 선물시장은 연내 추가 2.8회, 2025년 상반기까지 7회 인하(175bp)를 반영하고 있다. 아직 추가적인 빅컷에 대한 기대를 거두지 못하고 있다는 의미이다. 미국 연방기금금리와 2년물 국채금리 간 스프레드의 경우, 금리인하 이전 18일 오후 아시아 시장에 반영되었던 -191bp를 기준으로 본다면 글로벌 금융위기 당시의 수준마저 하회하는 극단적인 수준이라 판단한다.

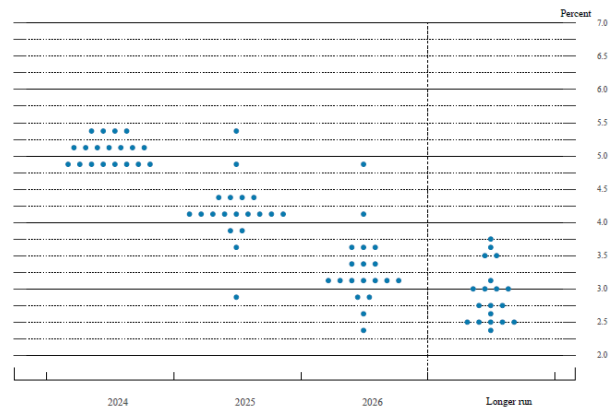
연준이 다시 점진주의로 선회하는 것을 확인하면서, 이러한 극단적인 기대는 되돌려질 가능성이 여전히 높다는 생각이다. 다만, 연준과 시장의 관심이 노동시장에 집중되어 있음이 확인된 상태에서, 향후 발표되는 고용지표가 예상을 하회하게 될 경우 빅컷 기대가 잔존할 가능성 때문에 금리가 크게 밀릴 공산은 크지 않아 보인다. 당사 채권전략 윤여삼 연구위원은 미 국채 10년물 기준 3.9%를 유의미한 상단으로, 내년 상반기 3%대 초반까지 금리가 완만히 하락할 가능성을 높게 보고 있다. 물론 이는 트럼프가 당선되지 않았을 때를 가정한 값이다.

그림2 9월 FOMC 점도표 분포



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림3 6월 FOMC 점도표 분포



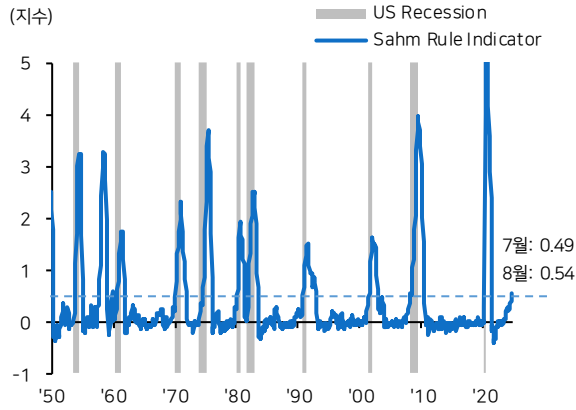
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

표2 Summary of Economic Projections (Sep 2024)

(4Q/4Q)	Median					Central tendency				
	2024	2025	2026	2027	장기	2024	2025	2026	2027	장기
GDP	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9-2.1	1.8-2.2	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0
6월 전망	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)	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.0-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3
6월 전망	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	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2-2.4	2.1-2.2	2.0	2.0	2.0
6월 전망	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			2.3-2.7	2.1-2.2	2.0-2.1		2.0
Core PCE 물가	2.6	2.2	2.0	2.0	-	2.6-2.7	2.1-2.3	2.0	2.0	-
6월 전망	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)	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9	4.4-4.6	3.1-3.6	2.6-3.6	2.6-3.6	2.5-3.5
6월 전망	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

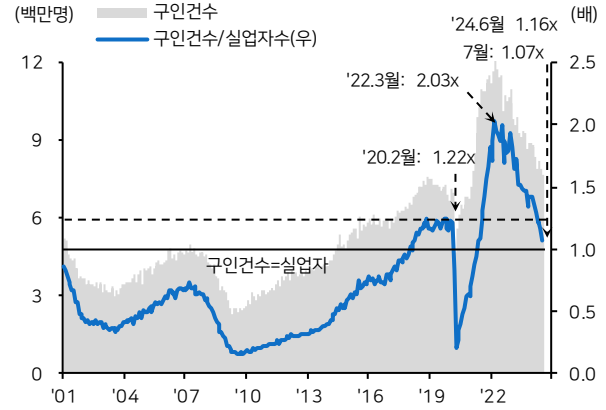
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림4 노동시장 냉각을 자각 (1): Sahm Rule 기준 상회



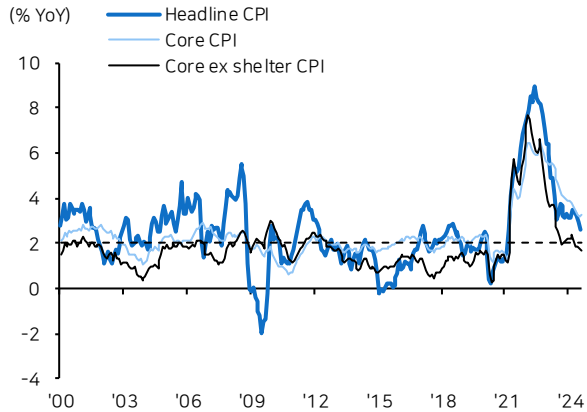
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터 계산

그림5 노동시장 냉각을 자각 (2): 팬데믹 이전 수준으로 구인건수/실업자수 배율 내려옴



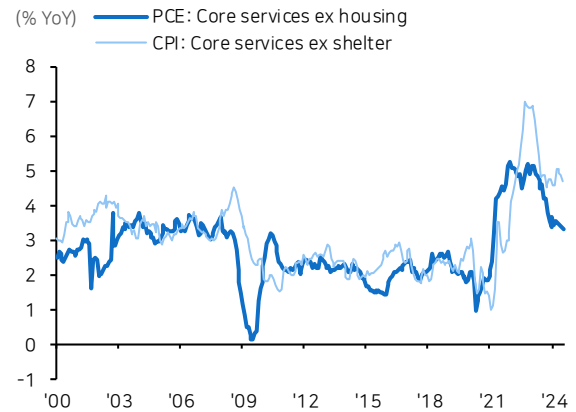
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 인플레이와의 전쟁 (1): 언뜻 보면 승리



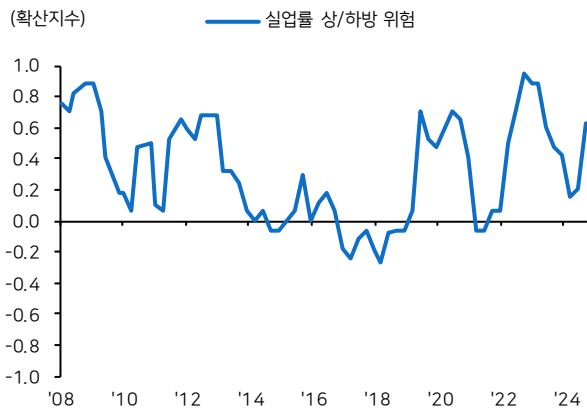
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 인플레이와의 전쟁 (2): 하지만 아직 좀 더 남았음



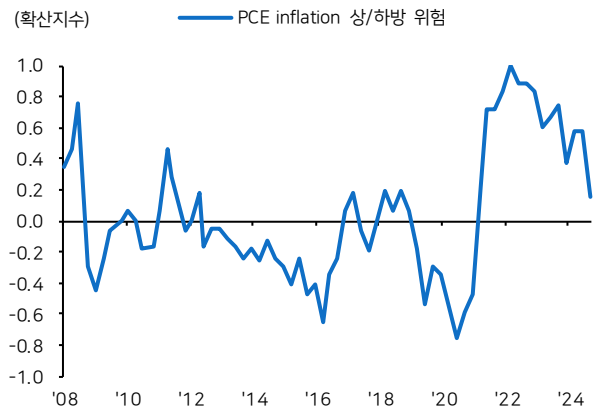
자료: US BLS, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림8 연준 전망의 위험: 실업을 상방 위험 증가



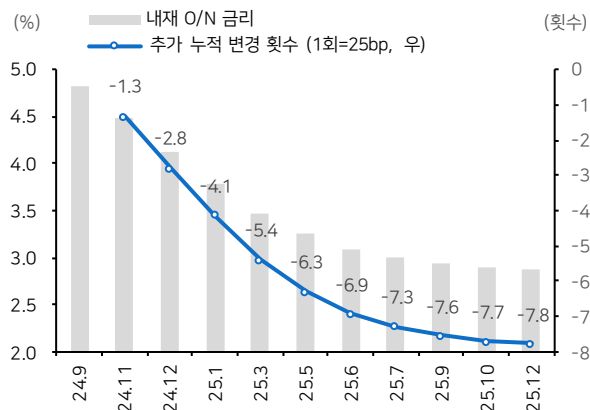
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림9 연준 전망의 위험: 물가 상방 위험은 감소



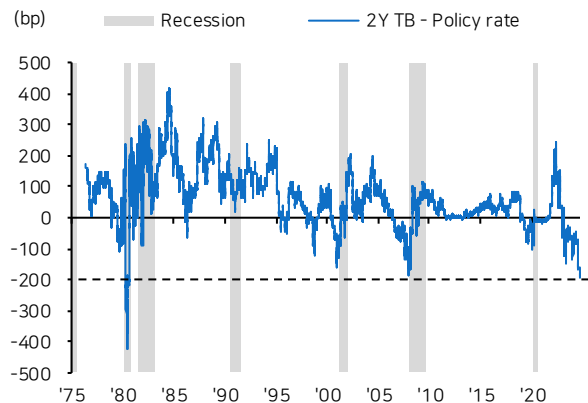
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림10 선물시장에 반영된 향후 FFR 궤적



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미 2년물 국채금리와 정책금리 스프레드



주: 1993년 7월 이전은 Discount rate, 7월 이후는 FFR (upper target) 기준

자료: Federal Reserve, 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 게재된 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 하시기 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.