

3월 FOMC : 연내 금리인하 없다! 기대와 현실 간 간극 축소 불가피

- 3월 FOMC. 25bp 금리인상 단행. 23년 점도표 5.1%로 유지
- 파월 연준의장 연내 금리인하 없음을 강조. 2% 물가진입 목표도 재확인
- 시장의 금리인하 기대 후퇴 예상. KOSPI 2,300선 이하에서 비중확대 유지

3월 FOMC, 25bp(베이비스텝) 금리인상 지속

Fed는 3월 22일(현지시간) FOMC를 통해 기준금리를 4.5% ~ 4.75%에서 4.75 ~ 5.00%로 0.25%p 인상을 발표했다. 23년 2월 베이비 스텝으로 회귀한 뒤 2개월 연속 베이비 스텝을 이어갔다. 연준 위원 12명 전원 찬성했다. 이로써 미국의 기준금리와 중립 금리(2.5%) 간의 격차는 2.5%p로 확대되었다.

23년 GDP 성장률 전망 0.4%로 0.1%p 하향조정, 물가전망 3.1%로 상향조정

Fed는 경제전망에도 일부 변경이 있었다. 2023년 미국 GDP 성장률 전망치는 기존 0.5%에서 0.4%로 하향조정(0.1%p)되었다. 24년 전망도 1.6%에서 1.2%로 0.4%p 하향조정 되었지만, 25년 전망치는 기저효과가 반영되면서 1.8%에서 1.9%로 소폭 상향조정 되었다.

23년 물가(PCE) 전망은 3.1%에서 3.3%로 0.2%p 상향조정 되었다. 미국 경기 불확실성이 지속되는 가운데 금융불안이 가세하고 있지만, 물가 안정이 쉽지 않음을 보여주는 부분이다. 23년 중 연준의 물가 목표인 2%대 진입은 어려울 수 있다는 의미이다.

23년 점도표 5.1% 유지. 24년 금리인하 폭 80bp로 축소(12월 100bp)

연준은 점도표를 통해 23년 연말 기준금리가 5.1%(중위값 기준)에 달할 것이라는 전망을 유지했다. 점도표 상단은 12월 5.5 ~ 5.75%에서 5.75 ~ 6%로 높아졌다. 5.5% 이상 기준금리를 전망하는 연준 위원의 숫자는 12월 2명에서 4명으로 늘었다.

23년 중 최소한 25bp 추가 금리인상이 가능함을 보여주는 한편, 경제상황과 금융여건에 따라 변할 수 있지만, 물가 안정이 확인되기 전까지 금리인상 사이클을 이어가겠다는 연준의 스탠스를 확인할 수 있다.

2024년 이후 기준금리 인하 전망은 유효하다. 물가가 2%대로 진입할 경우 기준금리를 중립 수준으로 정상화하겠다는 연준의 의지가 여전하다는 것을 알 수 있다.

하지만, 24년말 기준금리 전망은 12월 4.1%에서 4.3%로 상향조정 되었다. 물가 안정이 쉽지 않음에 따라 금리인하 폭을 100bp에서 80bp로 축소한 것으로 보인다. 시장에 팽배한 23년 하반기 금리인하 기대를 제어하기 위한 변화로도 읽을 수 있는 부분이다.

다음 페이지에서 계속됩니다

성명서 문구 수정, 금융시스템 불안심리 완화에 장 중 채권금리, 달러 레벨다운, 증시 강세

3월 FOMC에서 25bp 금리인상 폭에 대해서는 시장이 이미 충분히 예상하고 기대했던 수준임에 따라 글로벌 금융시장에 미친 영향력은 제한적이었다고 본다.

관건은 성명서 문구와 파월 연준의장의 스탠스였다. 일단, 성명서 문구 변경에 시장은 환호했다. 채권금리와 달러는 레벨다운 되었고, 미국 증시는 강세를 보였다. 장 중 미국채 2년물은 3.916%, 10년물은 4.430%까지, 달러는 101.67p까지 급락했다. S&P500은 장 중 +0.91%, 나스닥은 +1.3%까지 상승폭을 확대했다.

금융시장은 3월 FOMC 성명서에서 ‘지속적인 금리인상이 적절하다(ongoing increases in the target range will be appropriate)’ 라는 표현이 삭제되었다는 점에 주목했다. 시장 참여자들, 투자자들은 금리인상 조기 종료 시그널로 해석한 것으로 보인다. 게다가 우크라이나 - 러시아 사태 관련 문구도 삭제되고 금융불안에 대한 문구가 새롭게 들어가면서 시장은 금융불안으로 인한 연준의 스탠스 변화를 기대했다고 볼 수 있다.

이후 파월 연준의장 연설 초반부 모든 예금자들의 저축은 안전하며 우리의 은행 시스템은 탄탄한 자본과 유동성을 보유하고, 건전하고 강력함을 강조하면서 투자자들의 불안심리는 진정되었다. SVB 파산은 경영진의 심각한 경영실패로 인한 예외적 사례일 뿐, 미국 은행시스템 전반에 걸친 리스크가 아님을 언급했다.

파월, 또 다시 2% 물가 도달, 금리인하는 없음을 강조, 사라진 디스인플레이션

시장의 변곡점은 파월 의장의 “시장의 금리인하 예상은 잘못 알고 있는 것”이라는 언급과 함께 “연내 금리인하를 예상하지 않고 있음”이라는 발언에서 나왔다. 성명문 발표 직후 연준이 곧 통화정책을 전환할 것이라는 장밋빛 기대감이 실망감으로 전환되는 계기였다. 한편, 2월 FOMC 기자회견에서 수차례 언급을 하면서 시장 기대를 자극했던 ‘디스인플레이션’이라는 발언은 없었다. 3월 FOMC 기자회견에서는 오히려 미국 경제에 인플레이션 압력이 여전히 높고, 연준은 인플레이션 통제(2% 물가 도달)를 포기하지 않았다는 부분을 강조했다.

이로 인해 S&P500지수는 -1.65%, 나스닥지수 -1.60%로 장을 마쳤다. 달러화도 102.185p로 장 중 저점(101.67p)대비 1p 반등했지만, 반등폭은 제한적이었다. 채권금리도 장 중 저점수준에서 마감했다. 주식시장에는 금리인하 기대가 실망감으로 전환되면서 급락세로 반전했지만, 달러, 채권금리는 추가 금리인상은 제한적이고, 경기, 금융불안이 여전히 높을 것으로 보인다.

은행 시스템 불안을 진정시키려 했지만...

부정적 영향을 불가피하고, 명확한 해법은 없음을 인정한 셈

파월 연준의장은 은행 시스템에 대한 불안심리를 진정시키려 노력했다. 은행 시스템의 건전성 유지를 위해 필요한 모든 수단을 사용할 준비가 돼 있으며 다시는 이런 일이 재발하지 않도록 추가 조치할 것을 강조했다.

하지만, SVB 사태로 인해 가계, 기업의 신용조건을 더 엄격하게 만들고 경제적으로도 영향을 줄 것이라고 평가하는 한편, 경제적 여파와 통화정책에 미치는 영향에 대한 판단, 전망은 유보했다. SVB 사태가 경제적으로 부정적 영향을 줄 것이고, 어쩌면 금리인상보다 더 큰 부담을 줄 수도 있다고 했지만, 이를 판단하기는 이르다는 평가로 투자자들의 경기, 금융불안을 해소하지 못했다고 평가할 수 있다.

다음 페이지에서 계속됩니다

여전한 시장의 기대, 연준의 스탠스와 간극 조정 불가피

ECB와 마찬가지로 FED도 Two Track 전략을 선택했다. 연준의 입장에서는 최선의 선택이라고 생각한다. 하지만, 연준의 금리인상 기조 유지와 시장의 금리인하 기대 간의 간극이 크다. 3월 FOMC에서 23년 점도표가 유지되고, 24년 점도표가 상향조정 되었음에도 불구하고 5월 FOMC에서 25bp 금리인상(FED Watch 기준 61.2%)하고, 6월 FOMC에서 25bp 금리인하 기대를 높였다. 6월 FOMC에서 4.75 ~ 5%(현재) 컨센서스는 21일 40.9%에서 22일 51.5%로 상승했다. 4.5 ~ 4.75% 기준금리 확률도 10.9%에서 22.1%로 높아졌다.

Bloomberg WIRP 기준(3월 22일) 기준금리 고점은 4.934%로 추가 금리인상은 제한적일 것으로 컨센서스가 형성 중이다. 게다가 23년 12월, 24년 1월 기준금리 예상은 각각 4.18%, 4%로 고점 대비 80 ~ 90bp 이상 금리인하를 기대한다. 3월 FOMC에서 공개된 23년, 24년 점도표는 5.1%, 4.3%이다. 현재 투자자들은 23년 연말 기준금리를 24년 점도표보다 낮을 것으로 기대한다.

당분간 시장의 기대와 연준의 스탠스 간의 간극 조정이 불가피하다는 판단이다.

Bad Is Bad, Good Is Bad 국면 진입 가능성 경계

노랜딩까지 기대했던 글로벌 금융시장에 큰 균열이 가해졌다. 고강도 긴축으로 인한 금융권 리스크가 가시화 되었고, 경제지표도 부진한 흐름을 보이고 있다. 기대심리가 실망감으로 전환되고, 이 과정에서 유입되었던 또다른 기대심리(QE, 금리인하 등)도 3월 FOMC를 계기로 약화될 가능성이 높다.

당분간 Bad Is Bad, Good Is Bad 국면으로 진입 가능성을 경계한다. 경제지표가 예상보다 좋을 경우 금리인하 기대가 후퇴하고, 경제지표가 부진할 경우 고강도 긴축으로 인한 부작용, 후폭풍에 대한 경계심리를 높일 것이다. 12월 FOMC 이후 금융시장 흐름과 유사할 것으로 예상된다.

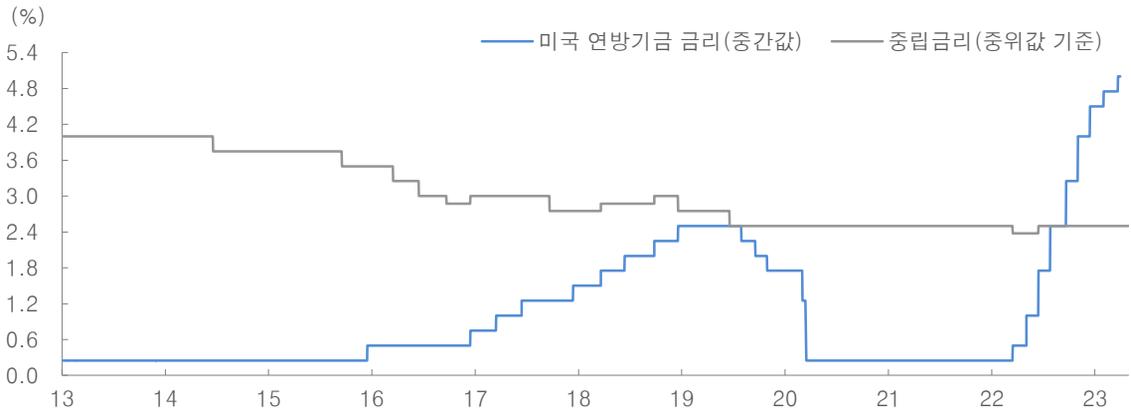
12개월 선행 PER 13배에 근접한 KOSPI. 조정시 매수관점 유지하지만, 서두를 필요 없어

최근 글로벌 증시와 KOSPI는 미국의 금리인하 기대, QE 가능성을 바탕으로 반등세를 보여왔다. 또다른 기대감이 증시 반등을 이끄는 동안 KOSPI 12개월 선행 PER은 12.65배로 다시 레벨업되었다. 반등세를 보였던 12개월 선행 EPS는 195p에서 191p로 레벨다운 되었다. 단기 밸류에이션 부담이 재차 가중되고 있다.

이러한 상황에서 3월 FOMC 결과, 이후 예상되는 금리인하 기대 후퇴, Bad Is Bad, Good Is Bad 국면 전개 가능성 등은 KOSPI를 비롯한 글로벌 증시의 변동성을 자극할 가능성이 높다. 물론, 중국 경기회복, 반도체 업황 저점 통과 등이 예상됨에 따라 조정시 비중확대 전략은 유효하다. 하지만, 아직은 서두를 필요가 없다. KOSPI 2,300선 이하에서 비중확대 전략을 유지한다.

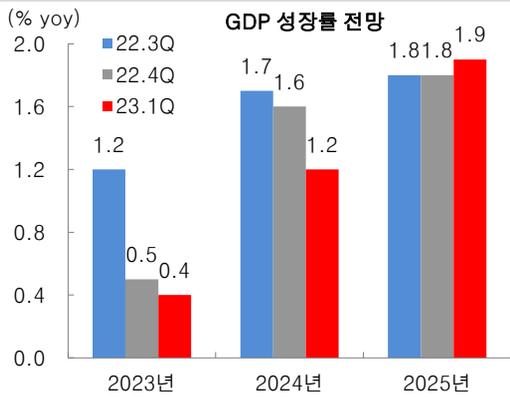
재정, 정책 동력이 유입되고 있고, 24년 이익모멘텀을 기대할 수 있는 반도체, 인터넷, 2차전지, 전기차, 신재생에너지, 방산 등을 유망하게 본다. 현재 가격대보다 좀 더 싸게 저점매수할 기회가 올 것으로 예상된다.

그림 1. SVB 사태에도 불구하고 3월 FOMC 에서 25bp 금리인상(베이비스텝) 단행



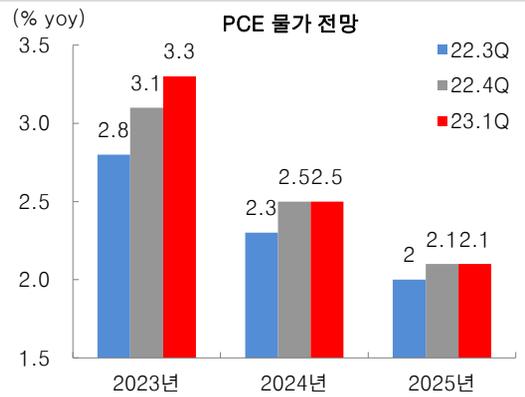
자료: FED, 대신증권 Research Center

그림 2. GDP 성장률 전망. 23년 0.5%로 0.7%p 하향조정. 22년 4분기 역성장 가시화



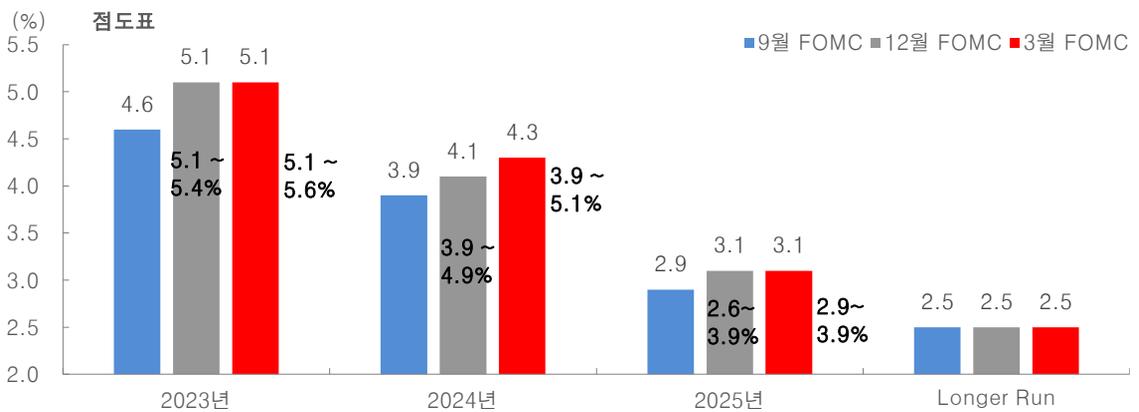
자료: FED, 대신증권 Research Center

그림 3. 물가전망은 소폭 상향조정. 23년 2%대 물가 진정 기대 후퇴



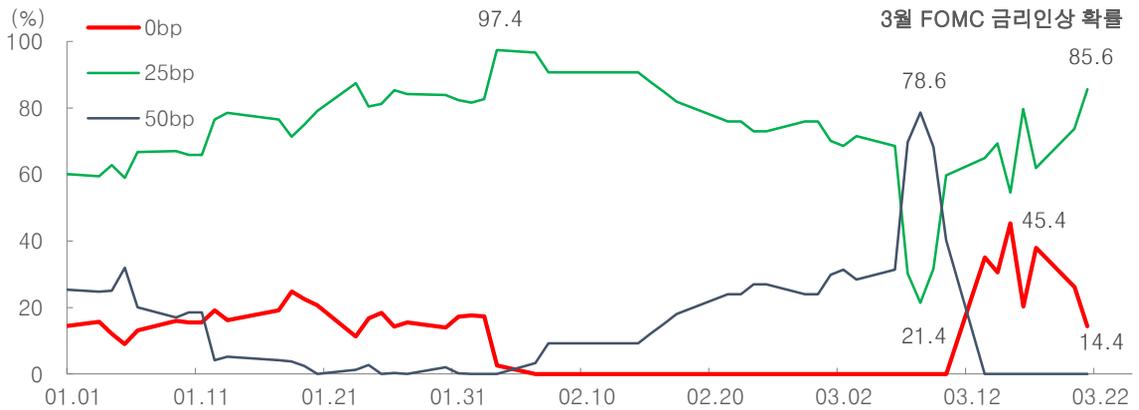
자료: FED, 대신증권 Research Center

그림 4. 3월 점도표. 23년 5.1%로 유지. 상단은 높아져. 23년과 24년 점도표 Gap 은 80bp 로 축소(12월 100bp)



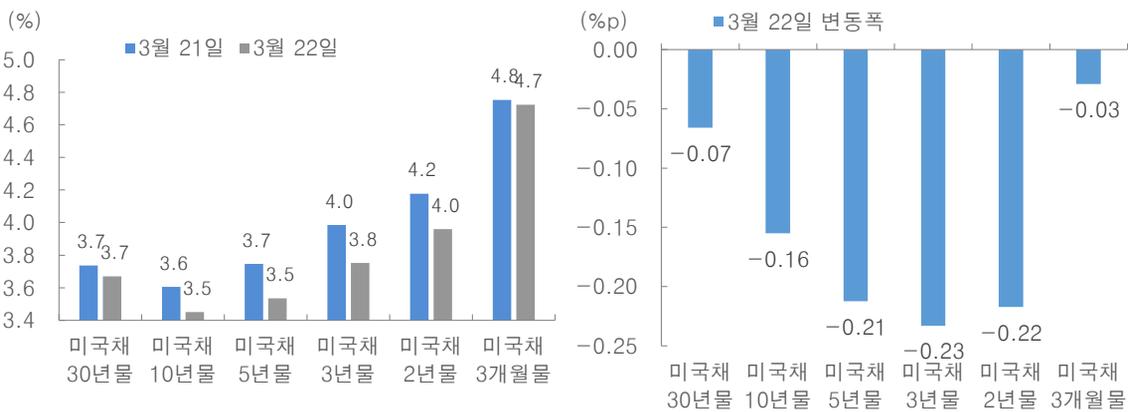
자료: FED, 대신증권 Research Center

그림 5. 3월 FOMC 에서 25bp 금리인상은 기정사실화되었던 상황



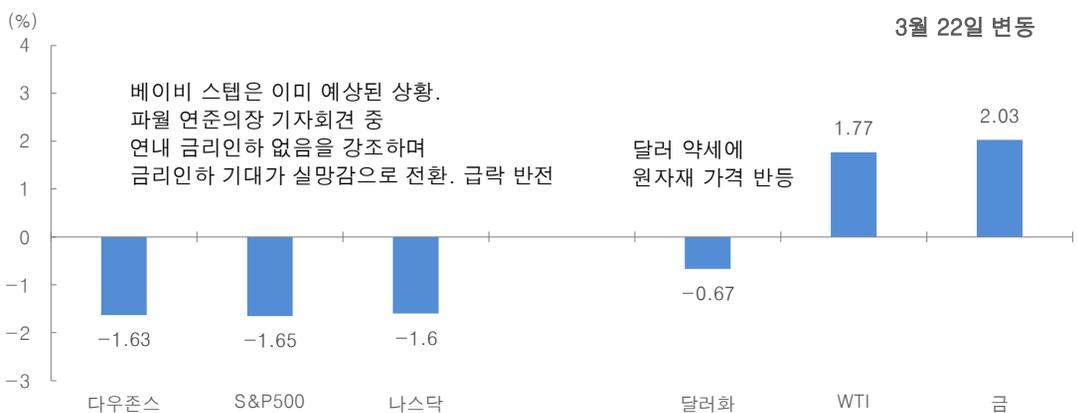
자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

그림 6. 채권금리 중기물 중심으로 하락세 뚜렷, 레벨다운



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 7. 나스닥 1%대 급등에서 -1.60%로 하락 마감. 달러 약세, 레벨다운으로 유가, 금 가격 상승



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 8. 파월 연준의장의 주요 기자회견 내용. 디스인플레이션, 2%물가, 변화 가능성

1) 고조된 은행 리스크에 대한 생각

모든 예금자들의 저축은 안전. 우리의 은행 시스템은 탄탄한 자본과 유동성을 보유하고, 건전하고 강력한 SVB 파산은 예외적 사례. 경영진의 심각한 경영 실패 때문. 미국 은행시스템 전반에 걸친 리스크가 아님
은행 시스템의 건전성 유지를 위해 필요한 모든 수단을 사용할 준비가 돼 있음
다시는 이런 일이 재발하지 않도록 추가 조치할 것

2) 금리인상 중단에 대한 생각

회담을 앞두고 (금리 인상 중단) 고려
인플레이션, 노동시장 등에 대한 데이터가 예상보다 더 강력했기에 금리 인상을 이어가는 것이 맞다고 판단
은행 문제가 터지기 전에는 (금리를) 더 높여야 하는 것이 아닌가 생각
물가 목표치 2% 달성을 위한 대중의 신뢰를 유지해야 했음

3) 인플레이션, 노동시장에 대한 생각

지난해 중반보다 인플레이션이 일부 완화했으나 여전히 인플레이션 압력은 높은 상황
높은 물가가 구매력을 약화시키고 국민들에게 고통을 주고 있음
임금 상승압력이 약해졌으나 노동시장 역시 너무 강력

4) '지속적인 금리 인상이 적절하다'는 문구 삭제 : 불확실성을 반영하면서 금리를 올려가겠다는 것

5) 디스인플레이션에 대한 생각

상황은 똑같음. 지난달보다 근원물가가 더 낮아지는 조짐은 보이지 않음

5) 금리인하 가능성에 대한 생각

시장이 그렇게 예상한다면 잘못 알고 있는 것. 인하를 예상하지 않고 있음

6) 금리 5.1%가 충분히 제약적인가?

꼭 필요하진 않음. 신용조건이 긴축적이라 인플레이션이 더 낮아질 수도 있다는 점을 지켜봐야 할 것

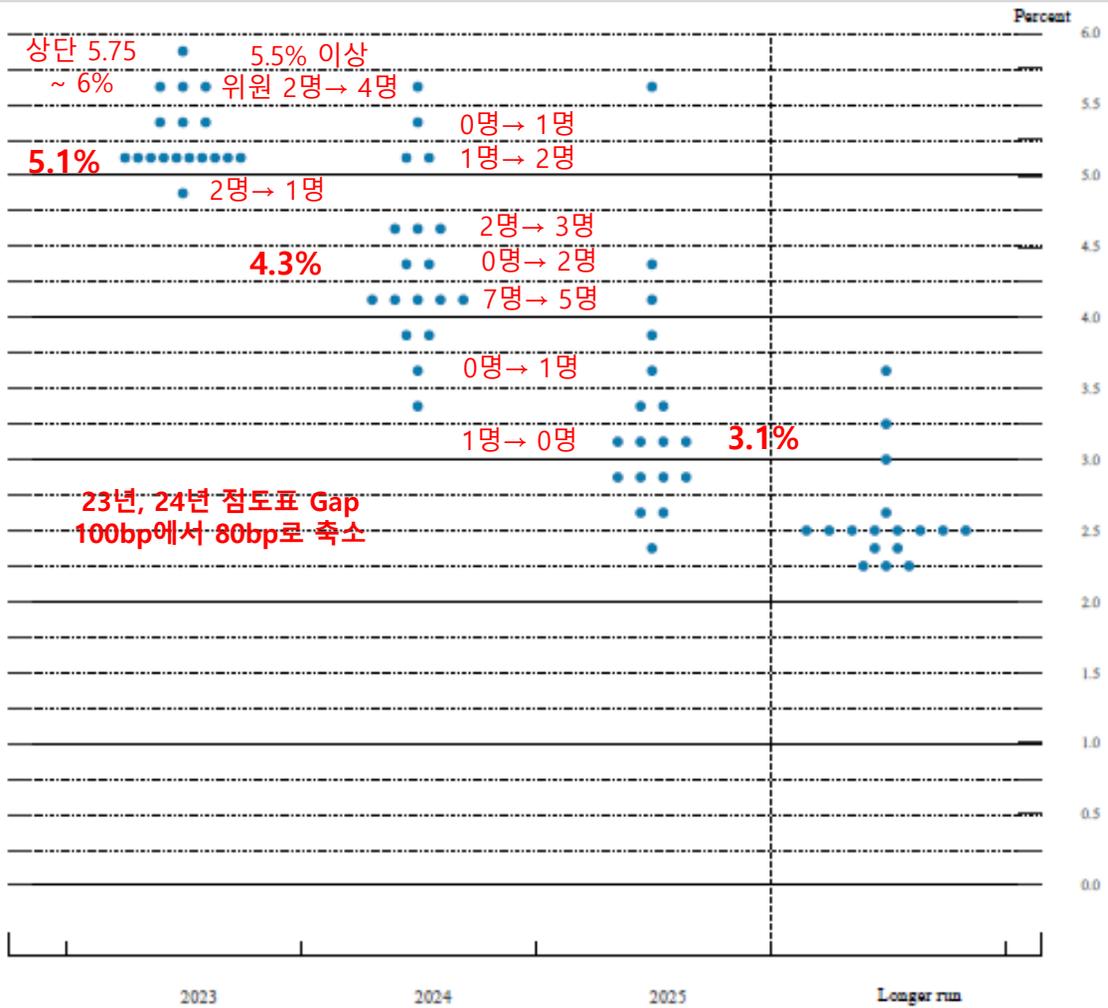
7) SVB 사태로 인한 영향

가계, 기업의 신용조건을 더 엄격하게 만들고 경제적으로도 영향을 줄 것
어쩌면 금리인상보다 더 큰 부담을 줄 수도 있음. 이러한 여파의 범위를 알기엔 너무 이른 상황
통화정책이 어떻게 대응해야 할지를 결정하는 것도 너무 이름. 상황에 따라 정책적 대응에 나설 것

7) 소프트랜딩(연착륙) 가능성에 대한 생각

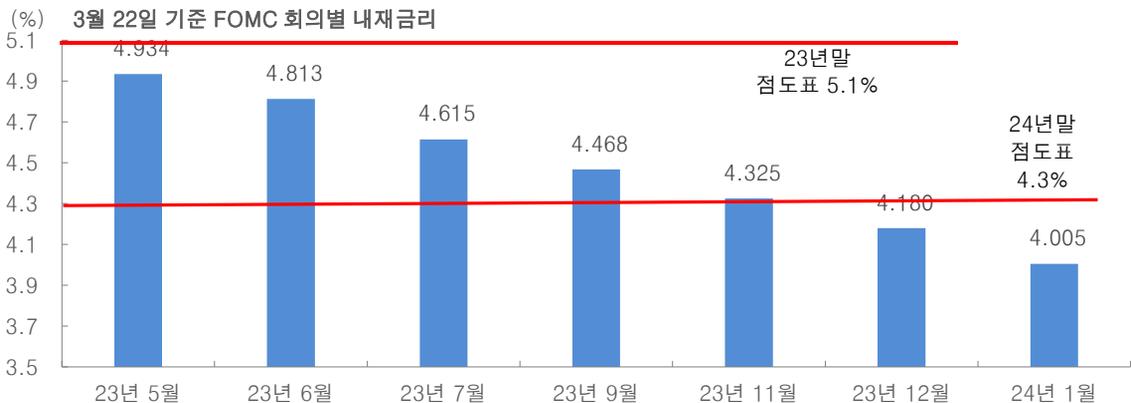
아직 경제적 여파를 말하기엔 이름. 길어지면 길어질수록 신용 경색이 일어날 수 있음

그림 9. 23년 점도표는 5.1로 유지되었지만, 기준금리 상단은 높아져... 23년 기준금리 전망은 전반적으로 상향조정



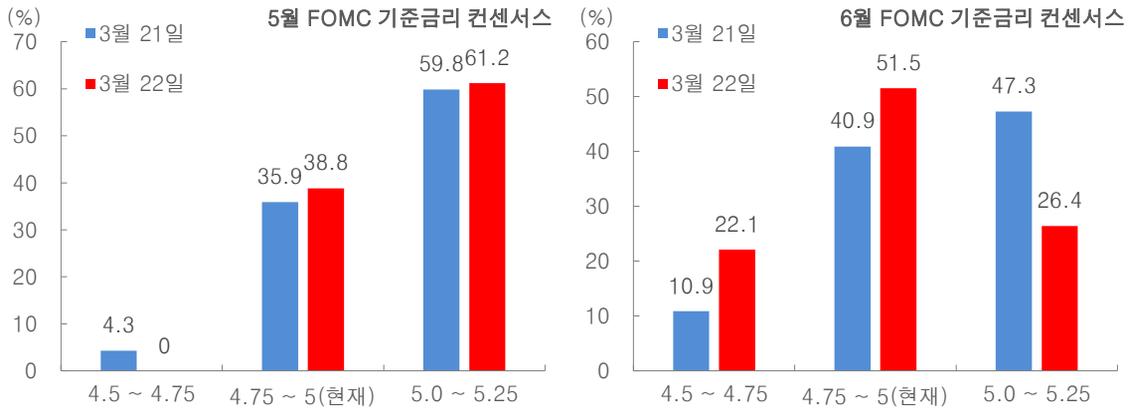
자료: FED, 대신증권 Research Center

그림 10. 23년 점도표를 하회하고 있는 5월 기준금리 고점 전망. 24년 점도표를 하회하는 23년 연말 기준금리 예상치. 여전히 금리인하 기대가 과도한 상황



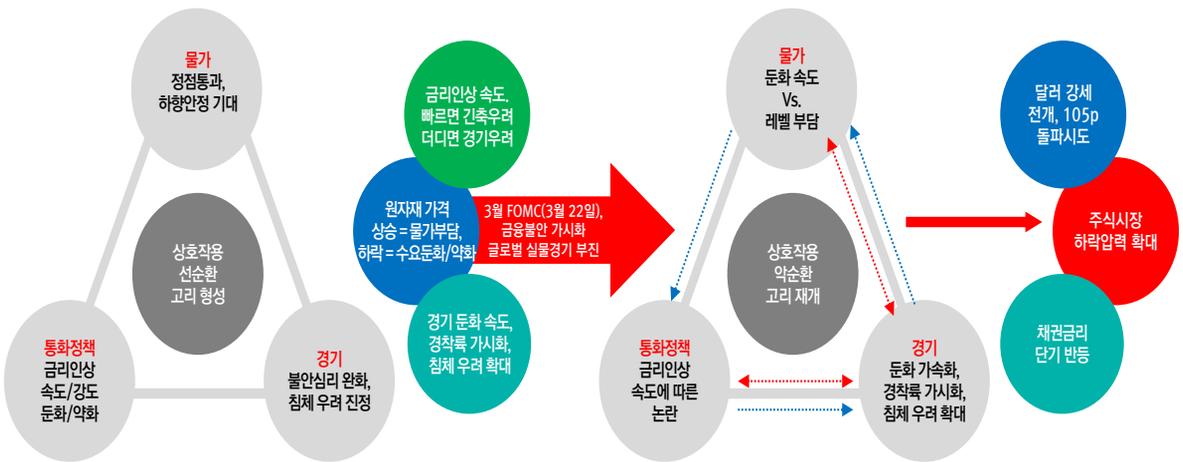
자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

그림 11. FED Watch 컨센서스 기준, 5월 25bp 금리인상 이후 6월에는 25bp 또는 50bp 금리인하를 기대



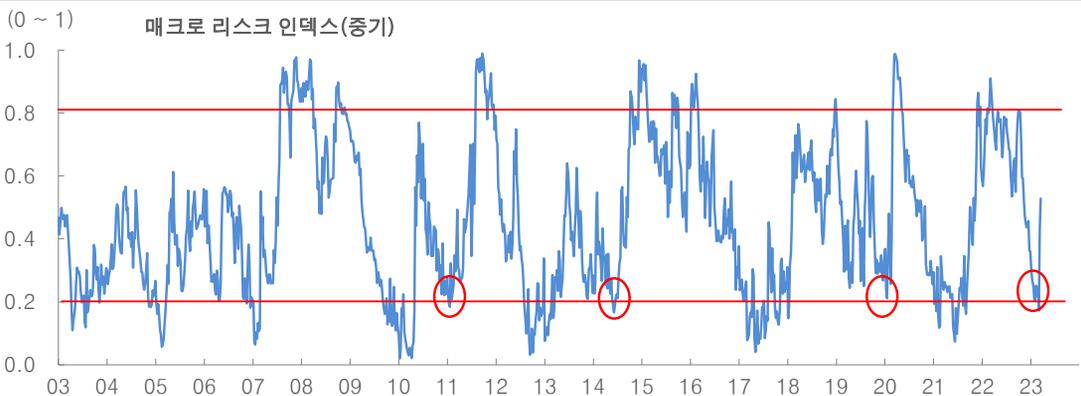
자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

그림 12. 3월 FOMC 이후, 금리인하 기대 후퇴, 경기/금융 불안심리 지속으로 인해 악순환의 고리 재개 예상
물가 - 경기, 통화정책 - 경기 간의 상호작용 경계. Bad Is Bad, Good Is Bad, 국면 전개 가능성



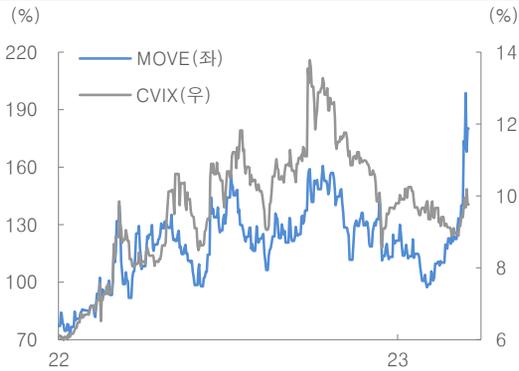
자료: 대신증권 Research Center

그림 13. 중기 매크로 리스크 인덱스, 0.18 에서 0.528 로 레벨업. Risk Off 시그널 강화 가능성



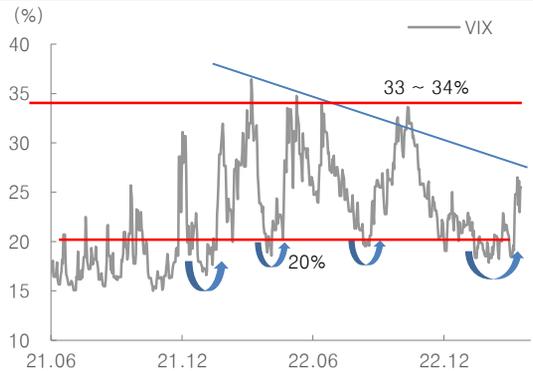
자료: CMI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 14. MOVE(채권변동성) 급등에 이어 CVIX(외환변동성)도 강한 반등세 진행 중



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 15. 20% 이하에서 등락을 반복하던 VIX 도 급반등세로 전환



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 16. KOSPI 2,400 선 회복. 12개월 선행 PER은 다시 13 배에 근접



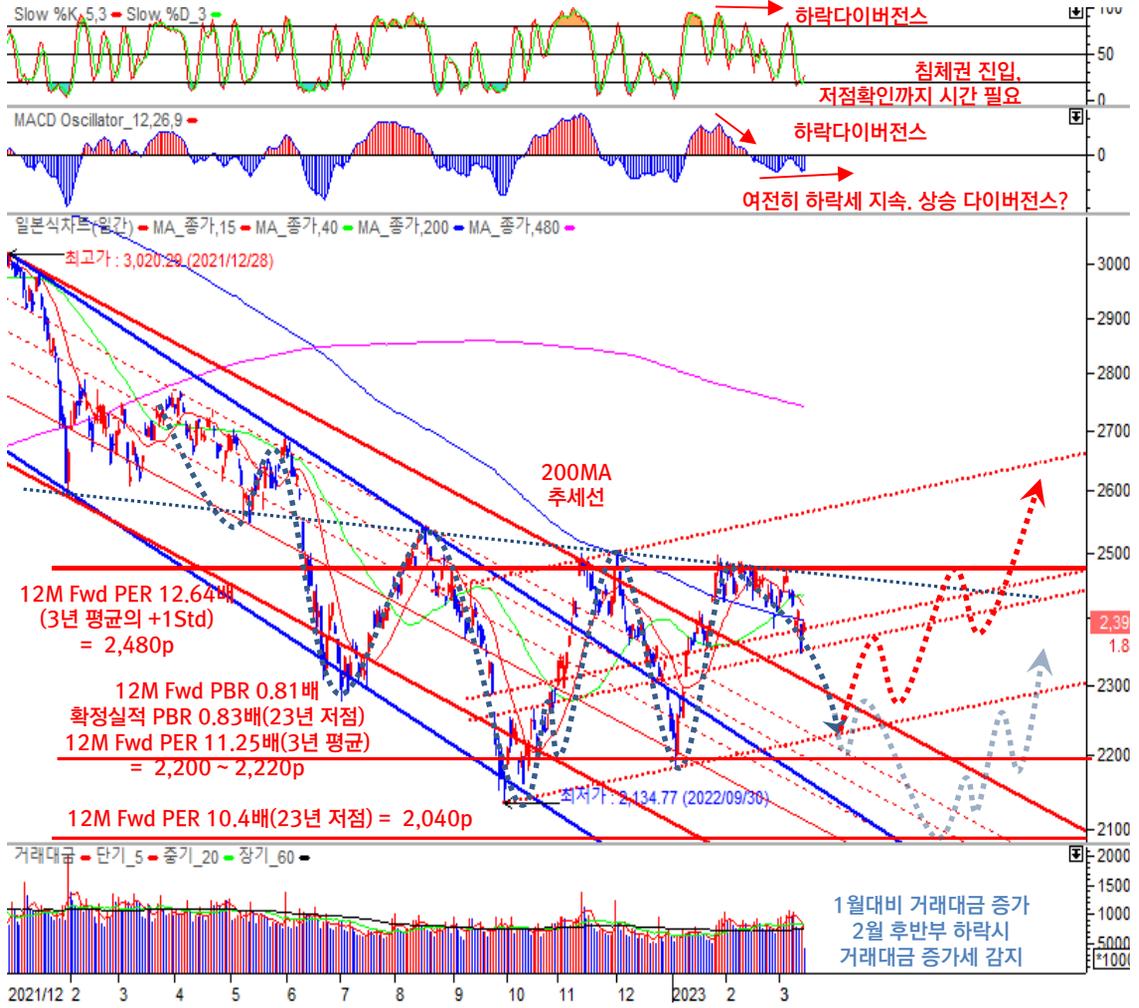
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 17. 195p 까지 반등했던 12개월 선행 EPS는 다시 191p로 레벨다운



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 18. 3 월말 ~ 4 월초까지 등락과정 불가피. KOSPI 2,300 선 이하에서 비중확대, 분할매수 전략 유지



자료: 대신증권 Research Center

Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해 관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 이경민)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
