

Fixed Income Comment

[7월 FOMC] 관세 영향 반영되는 초기 단계

- 연준, 금리 동결했지만 인하 소수의견 2명 등장. 파월 의장, 노동시장은 완전고용에 가까운 상태이며 관세로 인한 인플레이 위험 지켜보겠다는 입장. 매파적 스탠스 확인
- 연내 인하 횟수는 3Q 인플레이 흐름에 달렸음. 2Q 소비 둔화됐지만 여전히 증가세 유지. 기업 비용 전가로 상품 물가 상승 예상, 서비스에 미치는 관세의 2차 파급효과도 부담
- 9월 FOMC 전까지 금융시장이 급격히 긴축된다면 인하 기대 높아지겠지만 관세가 인플레이에 미치는 영향 점차 심화될 것. 9월 금리 동결 및 미국 금리 상승 전망 유지

인플레이 위험 강조한 매파적 회의

7월 FOMC에서 연준은 4.25~4.50%에서 금리 동결을 결정했고, 예상대로 2명은 금리 인하 소수의견을 제시했다. 성명서에서는 경제전망에 대한 불확실성이 감소했다(diminished)는 문구가 삭제되었고, 기존 6월의 경제활동이 기존의 견조한 속도로 성장했다("expanded at a solid pace")는 문구가 올해 상반기동안 완만해졌다("moderated")로 변경됐다. 성명서에는 큰 변화가 없었지만 매파적 기자회견에 미 국채는 단기물 위주로 금리 상승했다.

이날 기자회견 주요 내용은 다음과 같다. 1) 무역협상에 있어서 매우 역동적인 기간이었던 점은 확실하지만 여전히 이 상황이 어디에 정착될지 보려면 아직 멀었다고 봄, 2) 노동 시장은 여전히 균형 상태에 있고 악화는 보이지 않음, 3) 위원회의 대다수는 인플레이가 목표를 약간 상회하고, 최대 고용 목표는 달성 중이라는 견해, 4) 아직까지는 대부분 기업들이 비용 인상분을 소비자에게 전가하지 않았지만, 앞으로 영향이 더 나타날 것이라는 점, 5) 인플레이의 구조적 변화가 많이 생겼고, 상품 물가 인플레이가 올라가고 있음, 6) 정책을 통해 관세를 통한 일회성 가격 인상이 심각한 인플레이로 바뀌지 않도록 할 것.

관세가 인플레이에 미치는 영향이 불확실한 점을 감안해 9월 FOMC 금리 동결을 예상한다. 무역협상이 진행 중이지만 주요국에 대한 15% 내외의 관세율이 부과될 예정이며, 중국에 대한 미국의 수입 익스포저도 크다. 하반기 인플레이 상승 위험이 높아졌다고 판단하며 연준 금리 인하 기대는 약화될 가능성이 높다.

표 1. 성명서 문구 비교

구분	6월 FOMC	7월 FOMC
경제 활동	... economic activity <u>has continued to expand at a solid pace</u>	... economic activity <u>moderated in the first half of the year</u>
경제 전망	Uncertainty about the economic outlook <u>has diminished but remains elevated.</u>	Uncertainty about the economic outlook <u>remains elevated.</u>
이중책무 달성 여부	The unemployment rate remains low, and labor market conditions remain solid. Inflation remains somewhat elevated	유지

자료: FRB, 미래에셋증권 리서치센터

인플레 관망 스탠스가 변화되기 어려운 이유

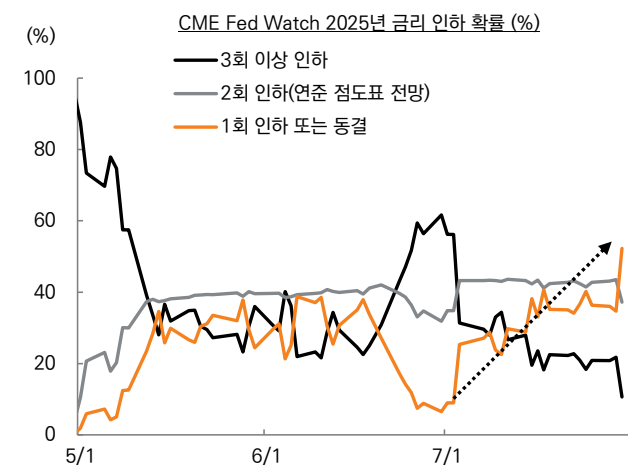
매파적 기자회견 영향에 CME Fed Watch에서 2025년 연내 금리 인하 예상 횟수는 축소됐다(그림1). 9월 FOMC 금리 동결 확률도 50% 이상으로 높아졌다. 9월 FOMC 전까지 7~8월 고용과 인플레 지표를 확인한다. 파월 의장이 이번 회의에서 밝혔듯, 실업률은 4.1%로 연준 연말 전망(4.5%)보다 낮고, 인플레에는 관세 영향이 반영되는 중이다. 이민자 유입이 축소되며 노동공급은 완만하게 증가할 전망이다. 노동시장에서 급격한 균열이 발생할 가능성은 제한적이다. 연내 금리 인하 횟수는 3Q 인플레 흐름에 달렸다.

파월 의장은 관세로 인해 코어 상품 인플레가 상승하더라도 이를 일회성 비용의 증가로 보는 것이 연준의 베이스 시나리오라고 밝혔다. 6월 FOMC 경제전망에서 연준은 코어 PCE 인플레가 올해말 3.1%로 상승 후 내년에는 다시 2.4%로 둔화될 것이라고 예측했다. FOMC 전 발표된 2Q 미국 GDP에서 내구재 상품 지출은 전기대비 연율 3.7% 증가했다. 관세 불확실성이 길어지며 작년 하반기에 비해 소비가 다소 둔화됐지만 소비는 여전히 증가하고 있다. 소비 증가세가 이어지는 국면에서 기업의 비용 전가도 지속될 수 있다.

작년 하반기와 비슷하게 9월 FOMC 전까지 인플레 우려 등에 금융시장이 급격하게 긴축된다면 금리 인하 기대는 높아질 수 있다. 그러나 파월 의장은 현재 관세 영향이 반영되는 초기 단계라고 평가했다. 수입 관세는 최종재 수입품 가격 상승 외에도 수입산 원자재를 활용해 생산되는 상품과 서비스에 2차 파급효과를 미칠 수 있다. 우려했던 것보다 인플레 상승 폭이 크지 않더라도 지금은 관세 영향이 반영되기 시작한 초기 단계다. 해당 경우가 아니라면 인플레 불확실성이 높다고 보는 연준의 판단이 9월 회의에서 변화될 가능성은 낮다.

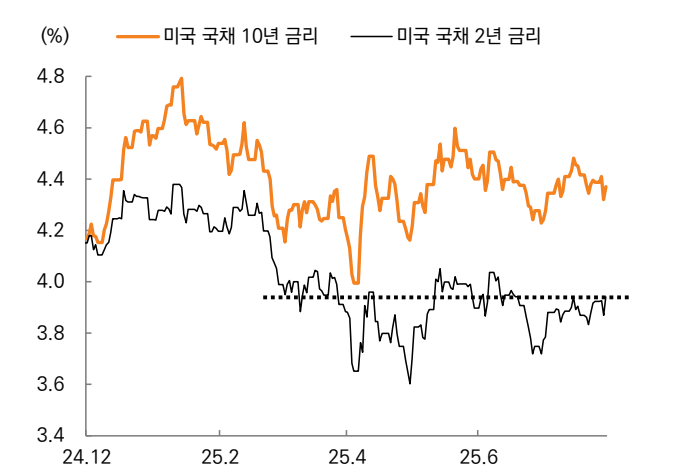
결국 3Q 중 연준이 금리 인하를 재개하기는 어려울 것이다. 높아진 인플레 위험, 미국 재정적자 부담 심화 등을 고려해 미 국채 금리 상승 전망을 유지한다. 미 국채 듀레이션 축소 전략으로 대응을 권고한다.

그림 1. 1회 인하 또는 동결 예상 확률 50%로 상승



자료: CEIC, CME Fed Watch, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 미 2년 금리 3.9%로 상승



자료: Fed, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.