유진투자증권

Global Macro | 2025.5.8

Equity Strategy

5월 FOMC: 기다림

Equity Strategy Overview

5 월 FOMC 회의에서 연준은 기준금리를 동결했다. 파월의장은 미국 경기가 견고하긴 하나, 관세정책에 따른 스태그플레이션 위험과 기다림을 강조했다. 연준의 관망 기조는 7~8 월까지 이어질 것으로 보이며, 주가도 제한적인 범위를 벗어나기 어려울 전망이다.

글로벌 전략 **허재환**_ 02)368-6176_ jaehwan.huh@eugenefn.com

- 25/5월 FOMC회의에서 연준은 기준금리를 예상대로 동결함(4.25~4.5%, 만장일치).
- 성명서에서 스태그플레이션과 불확실성이 강조됨. 기자회견에서 기다림(waiting)이라는 표현이 20번 이상 반복됨.
- 기다릴 수 있을 만큼 미국 경기가 견고하다는 뜻임. 적어도 7~8월 이후에나 연준 정책이 변할 것으로 예상됨.
- 상호관세 충격을 극복한 현 시점에서 주식시장의 추가 상승의 여력은 제한적일 전망.

2025 년 5 월 FOMC 회의에서 연준은 예상대로 기준금리를 동결했다(기준금리 4.25~4.50%, 만장일치). 3 회 연속이다. 지난 3 월에 비해 미국 연준은 트럼프 관세 정책에 따른 불확실성을 강조했다. 또한 연준은 경제에 미치는 영향이 명확해질 때까지 기다리겠다는 뜻을 밝혔다.

1) **성명서에서 스태그플레이션 위험과 불확실성 강조**: 이번 5 월 성명서에서 가장 크게 바뀐 것은 "높은 실업률과 높은 물가 위험이 상승했다고 판단했다"라는 문구가 포함된 것이다. 사실상 스태그플레이션 위험을 인정한 것이다. 또한 경제 전망에 대한 불확실성이 더(further) 높아졌다는 점도 강조했다.

2) **기다림(waiting)**: 기자회견에서 파월 의장은 기다림(waiting)이라는 표현을 거의 20 번 반복했다. 관세 영향이 명확해질 때까지 기다리는 비용이 낮다고도 평가했다. 물가와 고용이라는 두 가지 위험 가운데서는 결론내기 이르다면서도, 물가가 안정되지 않으면 장기적으로 고용시장이 좋아지기 어렵다고 했다. 암묵적으로 물가를 조금 더 우선시하고 있다고 볼 수 있다.

3) **올해 금리인하 여부 불확실 vs. 경기는 견고:** 파월 의장은 올해 금리인하가 있을 지 답할 수 없다고 했다. 그동안 연준은 금리인하를 멈추었다고 표현했다면, 이번에는 완화 기조가 암묵적으로 후퇴한 듯한 뉘앙스를 준 것이다. 반면 경기는 견고하며, 충분히 기다릴 수 있는 좋은 위치에 있다고 평가했다.

파월 의장은 기다림과 불확실성을 강조했다. 6 월 FOMC 회의 금리 결정은 동결이 될 가능성이 높아졌다. 미국 경기가 나쁘지는 않다는 뜻이다. 단기적으로 미국 증시와 달러의 추가 급락 가능성은 낮아졌다.

심리지표와 실물지표 간 괴리가 줄어드는 시점에서 주식시장 상승세가 더 뚜렷해질 것으로 보인다. 이미 주가가 상호관세 충격을 회복했다. 주식시장은 제한적인 움직임 내에 그칠 것으로 예상된다.

연준의 다음 행보는 아직 준비되지 않아

미국 연준은 다음 행보를 위한 준비가 되어 있지 않다. 연이은 트럼프 대통령의 금리인하 압력과 금융시장의 금리인하 기대에도, 미국 실물 경제는 나쁘지 않기 때문이다.

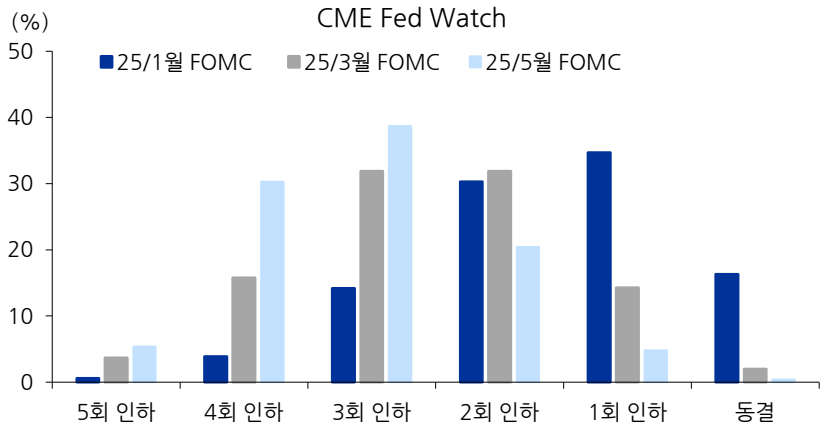
올해 연말까지 미국 3~4 회 인하 기대

이번 FOMC 회의 이후 6 월 인하 기대가 한발 더 후퇴하긴 했으나, **금융시장은 올해 연말까지 3~4회 금리인하 가능성을 반영**하고 있다(도표 1). 트럼프 관세 정책에 따른 물가 상승은 한시적이고, 경기 위험을 더 크게 보고 있다는 의미다.

그러나 실물 경제 악화는 뚜렷하지 않아

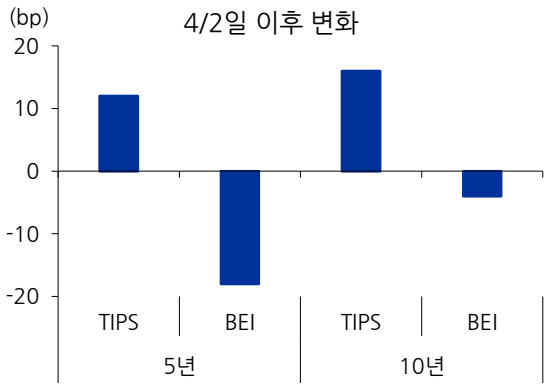
금리인하 기대와는 달리 미국 실물 경제가 위태롭다는 징후는 뚜렷하지 않다. 4/2 일 이후 미국 실질금리가 인플레 기대보다 더 올랐다(도표 2). 미국 고용시장도 안정적이다. 미국 실업률은 22 년 이후 4.0~4.2%를 넘지 않고 있다.

도표 1. **금융시장은 올해 말까지 미국 연준이 3~4 회 인하 가능성 반영**



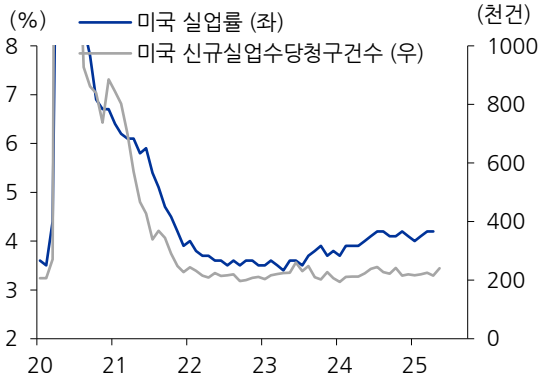
자료: CME Fed Watch, 유진투자증권

도표 2. **인플레 기대는 하락, 실질 금리는 상승**



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 3. **미국 고용시장은 아직 안정적**



자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 증시의 추가 회복 여력은 제한적

미국 실물 경제가 나쁘지 않다. 악재는 아니다. 하지만 지난 상호관세 충격을 거의 극복한 미국 주가가 더 회복하기에는 한계가 있다.

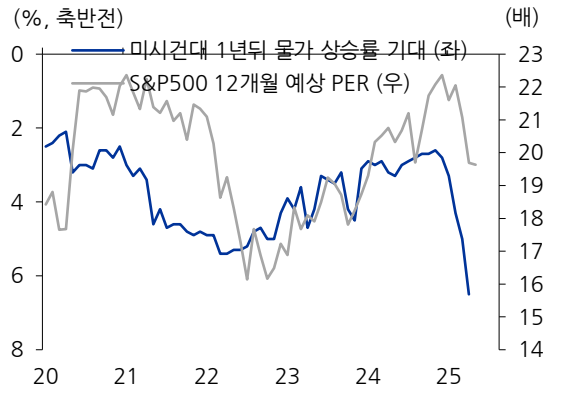
최근 미국 증시 PER 하락에도 충분히 낮지 않아

S&P500 지수가 2/19 일 이후 -19% 하락했다. 밸류에이션이 주도했다. 향후 미국 물가가 불안해질 가능성을 반영한 것이다(도표 4). **문제는 실제 물가가 오르지 않았지만, 현재 미국 금리 수준에 비해 미국 증시 PER 이 그다지 낮지 않지 않다는 점**이다(도표 5).

관세 불확실성을 감안할 때 이익 하향 지속

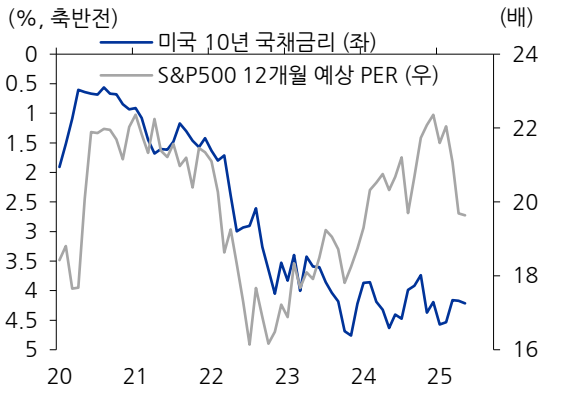
반면 미국 기업이익 추정치는 점차 하향되고 있다(도표 6). 경기 침체로 진입하지 않더라도 미국 기업이익 하향 조정은 이어질 가능성이 높다. ISM 제조업지수 등 미국 제조업들이 느끼는 경기는 둔화되고 있다. 미국 기업들의 수익성도 추가 하향 조정될 것으로 예상된다(도표 7).

도표 4. **미국 물가 불안 우려, PER 반등 쉽지 않아**



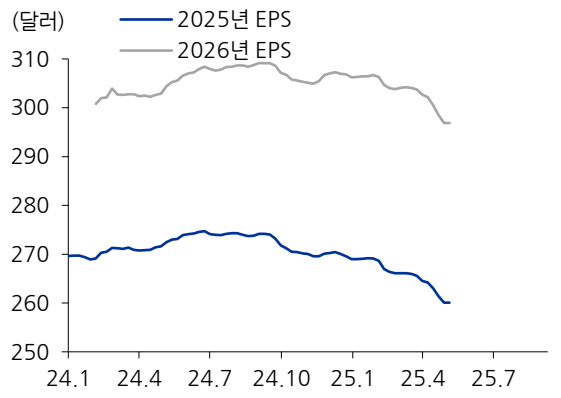
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 5. **미국 금리 수준 대비 PER 아직 높아**



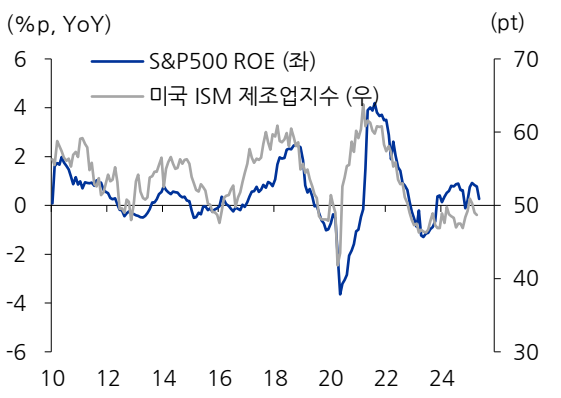
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 6. **올해와 내년 미국 기업이익 기대 하향**



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 7. **미국 제조업 경기 부진, 수익성 둔화**



자료: Refinitiv, 유진투자증권

국내 증시 PER 상승 여력은 존재

미국에 비해 국내 기업과 증시 상황이 좋지는 않다. 궁극적으로 국내 기업 실적과 경기는 수출 영향을 크게 받는다. 내수 경기가 좋지도 않다. 관세 불확실성에서 국내 주식시장이 자유로워지기는 아직 이르다.

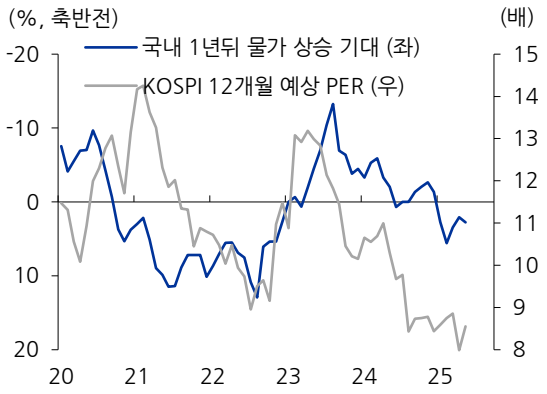
금리/물가 대비 PER 부담 낮아

다행히 현재 금리와 물가에 비해 국내 주식시장의 밸류에이션은 부담스럽지 않다. 미국 주식시장에 비해 **향후 국내 물가 기대와 금리 수준 대비 KOSPI 12 개월 예상 PER 은 그다지 높지 않다**(도표 8~9).

기업이익 하향 속도 가파르지 않아

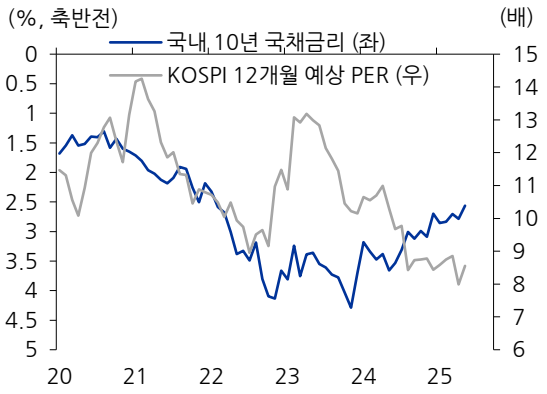
미국과 마찬가지로 국내 기업이익도 추가로 하향 조정될 가능성이 높다. 그러나 **지난 3~4 월 이후 국내 기업이익 추정치 하향 조정 속도는 의외로(?) 완만하다**(도표 10). 국내 수출 둔화 속도를 보더라도, 기업들의 수익성 악화 속도가 가파르지는 않다(도표 11).

도표 8. **국내 물가 기대 대비 PER 낮아**



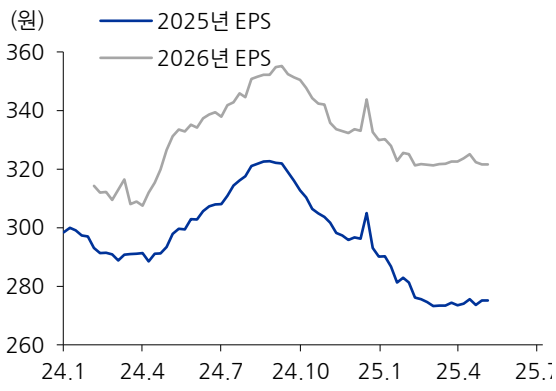
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 9. **현재 금리 대비 PER 낮아**



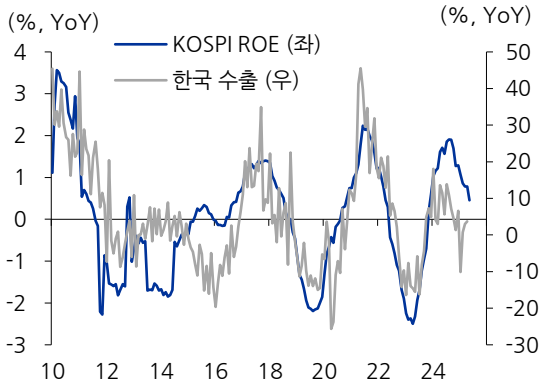
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 10. **국내 기업이익 기대 하향, 그러나 완만**



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 11. **국내 기업 수익성 둔화, 속도는 완만할 듯**



자료: Refinitiv, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다