Equity Strategy

10월 FOMC: 인하 기대의 속도 조절

Equity Strategy Overview

10 월 FOMC 회의에서 연준은 예상대로 기준금리를 25bp 인하했다. 파월 의장은 기정사실화된 12 월 인하 기대를 일축했지만, 연준 내 의견 차이이지, 인플레를 고려한 언급은 아니다. 금리인하 종료가 임박했다고 볼 상황은 아니다. 무엇보다 QT 종료는 국내 증시에는 긍정적이다.

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

- 25/10월 FOMC회의에서 연준은 기준금리를 예상대로 인하(3.75~4.0%, 1명 50bp 인하 주장, 1명 동결 주장).
- 파월의장은 기자회견에서 이미 기정사실화된 12월 인하 가능성을 다소 직설적으로 일축함.
- 그러나 파월 의장은 관세에 따른 물가 상승 압력을 한시적으로 인식함. 금리인하 기대의 속도조절로 판단함.
- 과거 QT 중단 국면에서 국내 주식시장의 성과는 양호했음. 대형 수출주 중심의 대응은 유효함.

2025 년 10 월 FOMC 회의에서 연준은 기준금리를 인하했다(기준금리 3.75~4.0%). 12/1 일부터 자산 대차대조표 축소(QT)도 종료할 것을 예고했다. 성명서 내용도 지난 9 월과 거의 달라지지 않았다. 하지만, 이번 금리인하 결정에서 2 명의 반대표가 나왔다(미란 50bp 인하, 스미드 캔자스시티 연은 총재 동결). 여기에 파월 의장은 기자회견에서는 거의 굳어진 12 개월 인하 기대를 일축했다(not foregone conclusion). 금리에 덜 민감한 미국 기술주들은 별로 영향을 받지 않았다. 그러나 미국 금리와 달러는 상승 압력을 받았다(10 년 국채금리 +7.4bp).

1) **12 월 인하 기대를 일축**: 파월 의장의 기자회견은 좀 매파적이긴 했다. 파월 의장은 그동안 향후 결정에 대해 직설적으로 말하지 않았다. 하지만 정치적 색깔이 뚜렷한 스티브 미란 위원의 주장에서 나타나듯, 거의 만장일치에 가까운 결정을 해왔던 연준 내 시각들의 차이가 훨씬 커졌다. 여기에 정부 일시 폐쇄(shutdown)로 공식 통계 발표가 늦어지고 있다. 예전보다 정책 경로를 설정하기 어려워진 것이다.

2) **그래도 인플레 걱정은 많지 않아**: 파월의장은 인플레에 대해서는 한결 편안해했다. 관세가 근원 물가 상승에 미치는 영향을 0.5~0.6%p 로 추정했다. 관세를 제외하면 근원 물가 상승률은 2.2~2.3%로 추산했다. 관세 또는 물가가 지금 정도라면 12 월에 금리인하를 주저하지는 않을 것으로 예상된다.

3) **AI 와 주식시장 버블:** 기자회견에서 AI 질문들이 상당했다. 파월 의장은 원론적이었다. 현재 AI 국면이 닷컴버블과는 다르다는 점과 연준 역할은 자산가격 버블 여부를 판단하는 것이 아니라는 점을 밝혔다. 최근 성장에 AI 뿐 아니라 소비도 기여했다는 점도 강조했다.

파월 의장은 90% 이상 기정사실화된 12 월 인하 기대를 일축했다. 의외였다(CME Fed Watch 12 월 인하 예상 67.8%). 하지만 파월 의장의 관세 인플레에 대한 입장을 고려하면, 12 월 금리인하 기대는 살아있다. 관건은 경제 양극화와 정치적 요인들이 더 많아졌다는 점이다. 기술주, 대형주 중심의 대응은 여전히 유효하다.

QT 영향은 주가보다 금리에 더 뚜렷해

2023 년 이후 QT 기간에도 미국 주가는 상승

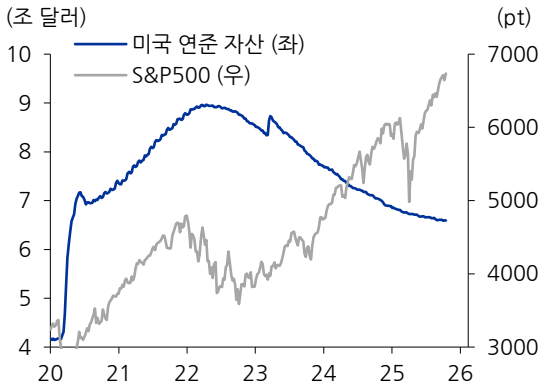
금리 결정도 중요하지만, QT 종료가 미치는 영향에 대한 점검이 필요하다. 코로나19 당시 연준 자산 확대(국채 매입)는 주식시장에 호재였다. 연준 자산이 감소했다고 주가가 하락하지 않았다. 2023 년 이후 연준 자산이 감소했다. 하지만 미국 주가는 올랐다(도표 1).

그래도 연준 자산 변동의 영향을 무시하기 어렵다. 2023 년 이후 연준 자산 증감과 미국 주가와의 상관관계는 낮지만, 금리나 환율에는 영향을 미쳤다(도표 2).

그래도 QT 중단은 미국 금리/달러 상승`압력 완화

미국 연준 자산 매각 속도와 미국 장기금리 및 달러와는 (-) 상관관계가 있다. 연준 자산이 늘거나, 축소가 둔화되면 미국 금리가 내려가거나, 상승 압력이 완화되었다(도표 3). 달러도 그렇다. 연준 자산이 축소될 때보다 늘어날 때, 축소 속도가 둔화될 때 미국 달러는 강하지 않았다(도표 4).

도표 1. **연준 자산과 미국 증시 간 관련성 사라져**



자료: Refinitiv,, 유진투자증권

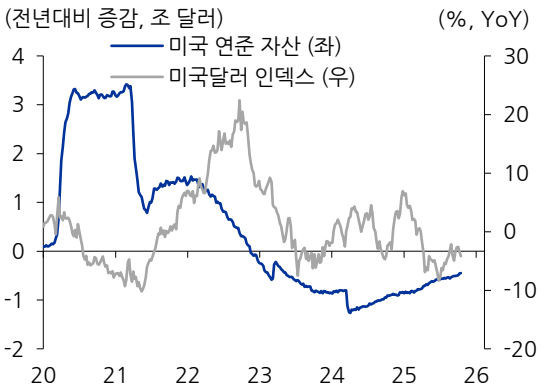
도표 2. **QT 가 미국 증시에 미치는 영향력 낮아**

자료: Refinitiv,, 유진투자증권

도표 3. **그래도 금리 변화의 관련성은 존재**

자료: Refinitiv,, 유진투자증권

도표 4. **달러에 미치는 영향도 존재**



자료: Refinitiv,, 유진투자증권

밸류에이션 부담이 낮은 국내 증시에는 유리

QT 축소/종료가 QE, 즉 연준 자산 확대 또는 유동성 증가를 의미하지는 않는다. 하지만 미국 국채 매각 속도가 늦추어진다면 적어도 미국 장기금리와 달러 가치가 급등하기 보다는 다소 하향 안정될 가능성은 더 높다.

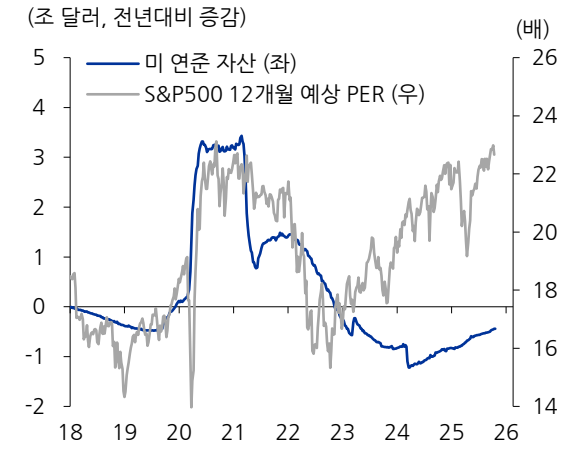
QE 또는 QT 축소 미국 외 지역 밸류에이션에 도움

이 경우 **미국보다 미국 외 지역, 국내 증시 입장에서 더 호재가 될 수 있다**. 연준 자산 증감이 미국 증시 밸류에이션에 미치는 영향은 크지 않았다(도표 5), 하지만 국내 증시 PER 상승에는 도움이 되었다(도표 6).

QE 국면에서 가격 부담이 낮은 국내증시에 호재

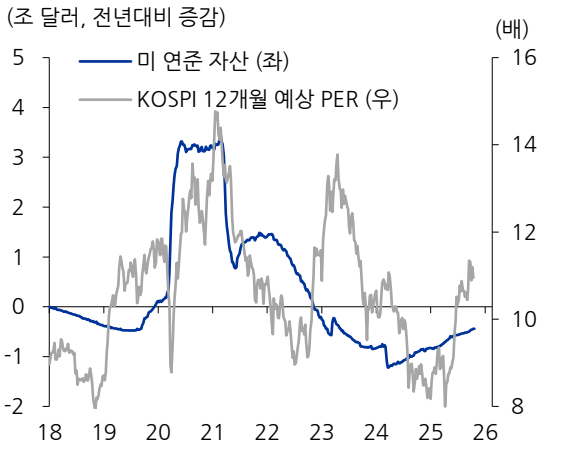
이 때문에 연준 자산이 늘어나거나, 감소 폭이 둔화되는 국면에서 국내 증시는 강했다. 최근도 마찬가지다(도표 7). 물론 연준 정책만은 아니다. 하지만 **과거 QT 둔화 국면에서 국내 증시가 미국 증시보다 강했다(도표 8).**

도표 5. **QT와 미국 증시 PER 관련성은 높지 않아**



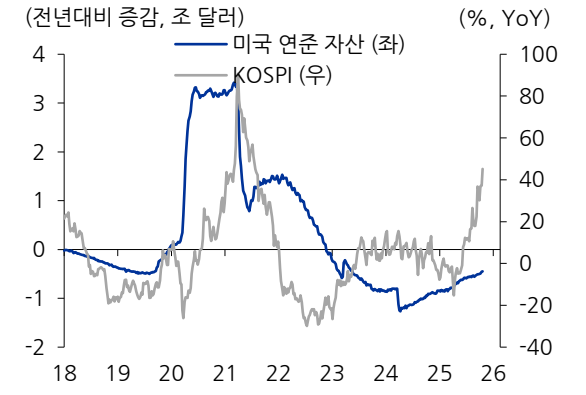
자료: Refinitiv,, 유진투자증권

도표 6. **다른 지역 PER에는 QT 중단이 긍정적**



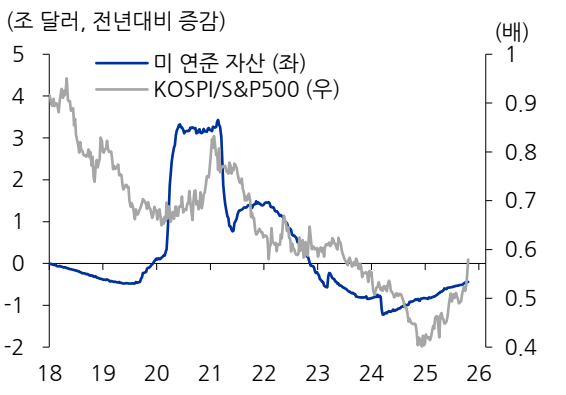
자료: Refinitiv,, 유진투자증권

도표 7. **QE 국면에서 국내 증시 양호**



자료: Refinitiv,, 유진투자증권

도표 8. **미국 증시 대비 국내 증시 관심 유효**



자료: Refinitiv,, 유진투자증권

반도체 주가 부담 높지 않아

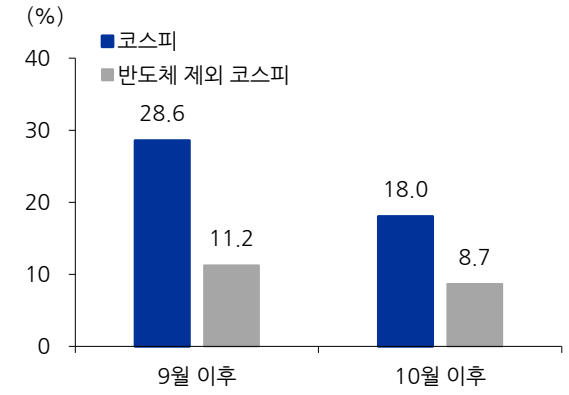
국내 증시는 급등에 따른 부담이 있다. 반도체 편식(상승기여율 60%)이 심하다. 반도체를 제외하면 국내 증시 상승률은 절반 정도로 추정된다. 즉 KOSPI 가 4 천을 넘어섰지만, 반도체를 제외한 KOSPI 는 3,500 선으로 추정된다(도표 9).

국내 증시, 실적과 PER 상승이 고르게 반영

하지만 이러한 주가 상승 부담이 큰 폭의 조정으로 이어지지는 않을 것으로 보인다. 밸류에이션 부담이 그렇게 높지 않기 때문이다. **지난 1~2 개월 동안 KOSPI 변화를 PER 와 실적으로 구분해 보면, 최근 국내 주가 급등에는 밸류에이션과 실적 기대가 고르게 반영되었다**(도표 10).

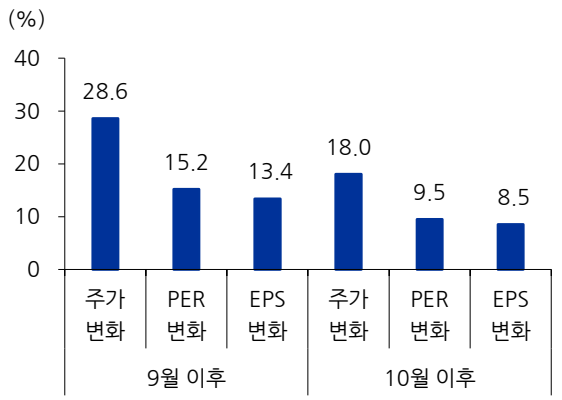
반도체는 실적 기대가 훨씬 크다(도표 11). IT 가전, 기계, 조선 업종들 주가 상승에는 밸류에이션 기대가 더 작용했다(도표 12). **하지만 QT 종료 기대가 PER 부담을 낮추어줄 수 있다**. 대형 수출주 중심의 대응 전략은 유효하다.

도표 9. **반도체 편중에 대한 부담은 존재**



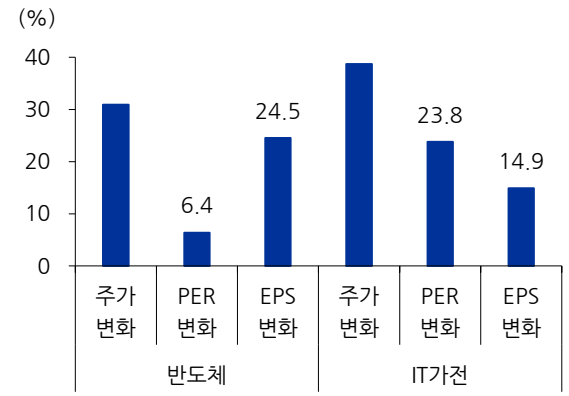
자료: Quantiwise,, 유진투자증권

도표 10. **그러나 실적과 PER 고르게 상승**



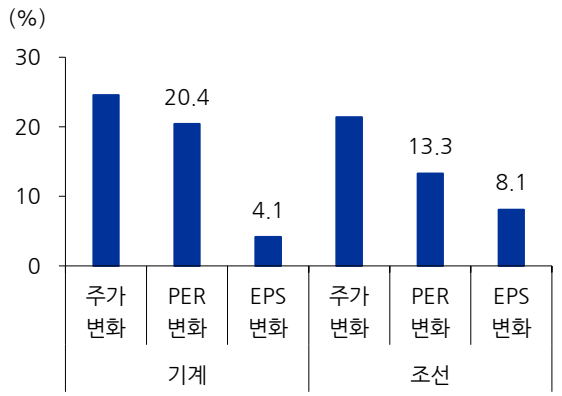
자료: Quantiwise,, 유진투자증권

도표 11. **반도체 주가 상승은 거의 실적 기대**



자료: Quantiwise,, 유진투자증권

도표 12. **최근 기계/조선은 PER 상승 기여가 높아**



자료: Quantiwise,, 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