Strategy

12월 FOMC: 빠른 유동성 공급과 파월의 비둘기파적 스탠스 조화

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist JR. 정해창
haechang.chung@daishin.com

- 3번 연속 25bp 금리인하 단행. 12월 12일부터 재정증권 매입 결정
- 파월 연준 의장, 금리인상 우려 일축 & 고용 리스크 강조. 비둘기파적 스탠스
- Policy Mix 모멘텀 지속/강화 = Asset Inflation 국면. KOSPI 저평가 매력 부각

12월 FOMC, 3번 연속 기준금리 25bp 인하(3.5~3.75%)

Fed는 12월 10일(현지시각) FOMC를 통해 기준금리를 3.5% ~ 3.75%로 3번 연속 25bp 금리인하를 결정했다. 이미 CME Fed Watch 기준 9월 금리 인하를 90% 가까이 선반영해왔던 만큼 이번 결정은 시장 컨센서스에 부합한 결과였다.

이번 기준금리 결정도 만장일치는 아니었다. 회의 때마다 50bp 인하는 주장하는 스티븐 마이런(트럼프 대통령 임명)과 동결을 주장하는 오스탄 굴스비, 제프리 슈미드, 총 3명의 연준 위원이 반대 의견을 제시했다. 반대 의견 3인은 2019년 9월 이후 6년 만에 가장 많은 숫자다.

예상 밖의 단기 유동성 공급 결정. 12월 12일부터 시작

예상 밖의 결정은 단기 유동성 공급조치였다. 12월 FOMC 성명에서 "위원회는 지급준비금 잔액이 충분한(ample) 수준까지 줄어들었다고 판단한다"며 "충분한 지급준비금 공급을 지속적으로 유지하기 위해 필요에 따라 단기 미국 국채 매입을 개시할 것"이라고 명시했다. 연준이 지준 관리 매입(reserve management purchases·RMP)을 개시하겠다는 의미다.

이를 위해 연준은 재정증권(T-bill, 만기 1년 이하 국채)을 오는 12일부터 약 400억 달러 규모로 매입할 계획이다. 연준은 필요할 경우 잔존만기가 3년인 국채까지 매입 대상을 확대할 수 있다는 조건을 달았다.

또한 보유자산의 재투자(roll over) 원칙에 대해서도 "연준은 보유 미국 국채에서 발생하는 모든 원금 상환분을 전액 재투자한다"며 "연준이 보유한 기관채에서 발생하는 모든 원금 상환분도 미국 국채 단기물(T-Bills)에 재투자한다"고 밝혔다. 10월 성명에 있던 "월 350억달러 상한을 초과하는 원금은 재무부 증권(Treasury securities)에 재투자한다"는 문구는 삭제됐다.

다소 매파적인 금리인하였지만... 고용 리스크를 경계하는 시각도 보여

이 외 성명서 문구는 매파적인 해석이 가능했다. 연준은 "연방기금금리의 목표 범위를 조정할 때 추가 조정 규모와 시기를 고려할 것"이라는 문구를 추가했다. 이는 향후 금리를 결정할 때 더 신중하겠다는 의미로 시장에선 당분간 금리동결을 의미하는 것이라는 해석이 가능한 부분이다.

한편으로는 실업률이 '여전히 낮다'는 긍정적 수식어(but remained low)를 삭제하면서 고용상황에 대한 리스크를 인지하고 있음을 보여주었다.

-> 다음 페이지에서 계속됩니다.

점도표 26년, 27년 1회 금리인하 유지. GDP 상향조정, 물가 하향조정 = 골디락스?

연준은 점도표(dot plot)에서 26년, 27년 각 1회 추가 금리인하를 시사했다. 9월 FOMC에서 제시한 중간값과 동일했다. 관건은 경제/물가/실업률 전망이었다. 미국 경제의 연착륙과 성장 지속에 대한 자신감을 표현하는 한편, 물가 안정 가능성을 보여주었다. SEP 경제전망만 놓고 본다면 연준은 시장의 기대보다 더 강한 골디락스를 시사했다고 볼 수 있다.

2025년 실질 GDP 성장률 전망치를 1.6%에서 1.7%로, 2026년은 1.8%에서 2.3%로 상향 조정했다. AI와 생산성 향상에 따른 구조적 성장을 반영한 것으로 보인다. 실업률은 유지하고 물가는 소폭 하향 조정했다. 특히, 물가는 Bloomberg 컨센서스보다 낮은 전망치를 제시하면서 물가 안정에 대한 자신감을 피력했다.

26년 금리인하 1회를 시사했고, 성명서 문구 변경을 통해 신중한 금리 경로라는 매파적 신호에도 불구하고, 금융시장은 단기 국채 매입이라는 유동성 공급과 SEP를 통한 골디락스 기대로 채권금리, 달러화 하락과 주식시장 상승이 전개되었다. 여기에 파월 연준의장의 기자회견이 가세하며 미국 증시는 장 마감까지 상승폭을 확대했고, 달러와 채권금리는 낙폭을 키웠다.

통화정책 결정, 파월 연준의장 발언에 일희일비한 글로벌 금융시장

기자회견 초반 다소 매파적인 듯 했던 파월의 발언에 금융시장이 잠시 흔들리기도 했다. 기자회견 초반 파월 연준의장의 '기준금리가 중립금리로 추정되는 범위로 들어왔다'는 발언에 증시는 하락 반전했고, 채권금리, 달러는 반등했다. 하지만, 그게 마지막이었다.

하지만, 기자회견이 지속될수록 파월 연준의장의 비둘기파적인 스탠스가 명확해지며 채권금리, 달러화는 낙폭을 키웠고, 증시는 상승폭을 확대했다. '금리인상이 기본시나리오라고 생각하는 위원은 아무도 없고, 인하 또는 동결하자는 위원들뿐이다'라는 발언으로 일각에서 제기되고 있는 26년 금리인상 가능성을 일축했다.

이와 함께 노동시장이 지속적으로 냉각되고 있다는 점, 4월 이후 신규고용 증가가 평균 4만명이라고 하는데, 6만명정도 과대추정된 것 같다는 의견(실제 –2만명), 고용위험에 대응하는게 더 시급하다고 대다수 위원들이 동의한 것이라는 발언 등을 통해 고용리스크에 대한 경계심리를 명확히 보여주었다.

인플레이션에 대해서는 연준의 목표를 초과하는 인플레이션은 관세 때문이고, 관세 영향은 일시적임을 언급했고, 일회적인 관세 영향을 제거하면 목표에 근접해 있음을 주장했다. 최근 장기 금리 상승 또한 인플레이션 보다 경제성장에 대한 기대가 좋진데 따른 현상으로 판단했다.

그 결과 미국채 10년물과 2년물은 각각 3.9bp, 7.87bp 하락했고, 달러화도 0.56% 내렸다. 미국 증시는 다우, 러셀2000, 필라델피아 반도체 중심으로 1%대 상승을 기록했다.

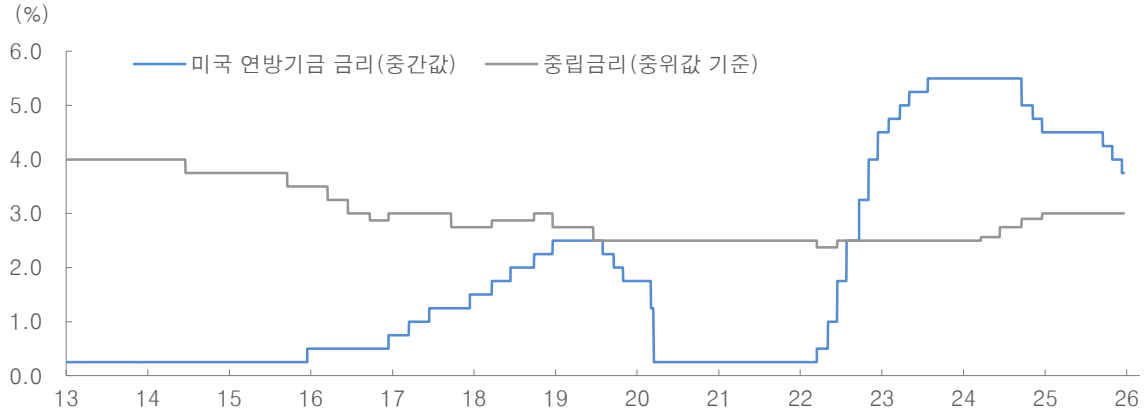
유동성 확대, 미국 Policy Mix 국면 지속 = 글로벌 Asset Inflation, KOSPI 대세 상승 동력 KOSPI 4,000선 이하에서는 수출주 + 성장주 비중확대 전략 지속

12월 FOMC를 기점으로 예상(26년 1월)보다 빠르게 단기 유동성 공급이 시작되었고, 레포 한도를 없애며 유동성 모멘텀 개선/강화가 예상된다. SEP를 통해 골디락스 기대와 고용 리스크 인식에 근거한 금리인하 사이클 지속이 확인되었다. 향후 트럼프의 경기부양까지 감안할 경우 미국 Policy Mix 국면은 유효하다. 글로벌 Asset Inflation과 KOSPI 대세 상승에 있어 중요한 동력이다.

단기적으로는 통화정책에 대한 시장의 기대와 연준의 점도표 간의 간극 조정이 나타나거나, 고용, 경기 불안으로 인한 등락이 전개 수 있다. 이는 비중확대 기회이다. 금리인하 사이클만 유효하다면 투자심리, 수급 변화로 인한 등락이고, 고용/경기 불안만큼 더 강한 통화/재정정책이 유입될 것이다.

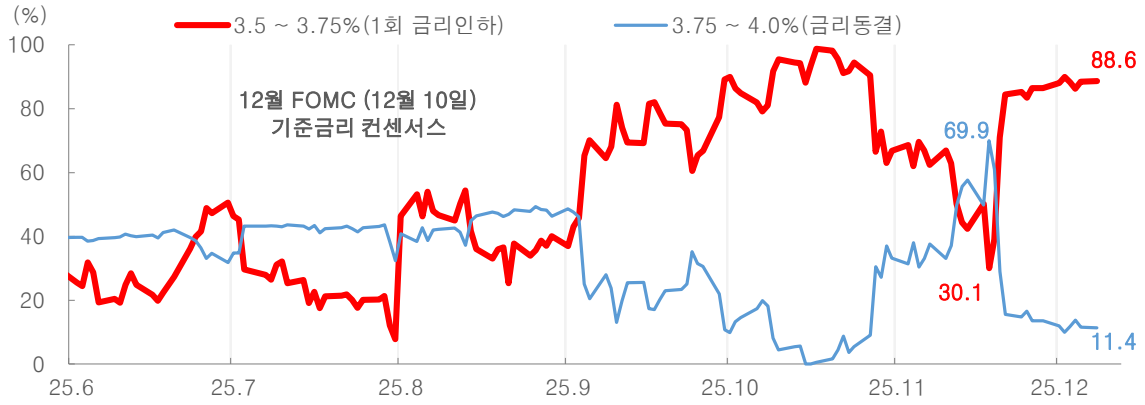
특히, 현재 KOSPI 12개월 선행 PER은 10배 초반에 불과하다. 유동성 모멘텀 강화와 채권금리 하향 안정에 따른 KOSPI 밸류에이션 매력도 강화, 재평가 국면 진입이 예상된다. KOSPI 4,000선을 중심으로 한 등락은 26년 KOSPI 5,000시대를 준비하는 전략적 비중확대 기회로 활용할 필요가 있다. 밸류에이션 매력이 높고, 26년 이익 개선이 예상되는 반도체, 자동차, 호텔/레저, 조선, 소프트웨어, 건강관리 업종을 주목한다. * 자세한 내용은 12월 15일자 [주간 퀀틴전시 플랜] 참조

그림 1. 12월 FOMC, 3개월 연속 금리인하 단행



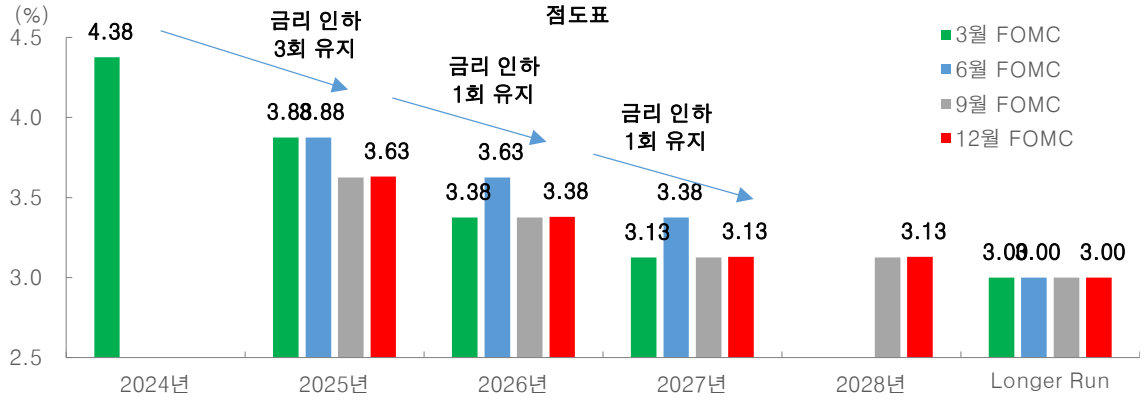
자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. 12월 FOMC 에서 기준금리 인하를 기정사실화했던 상황



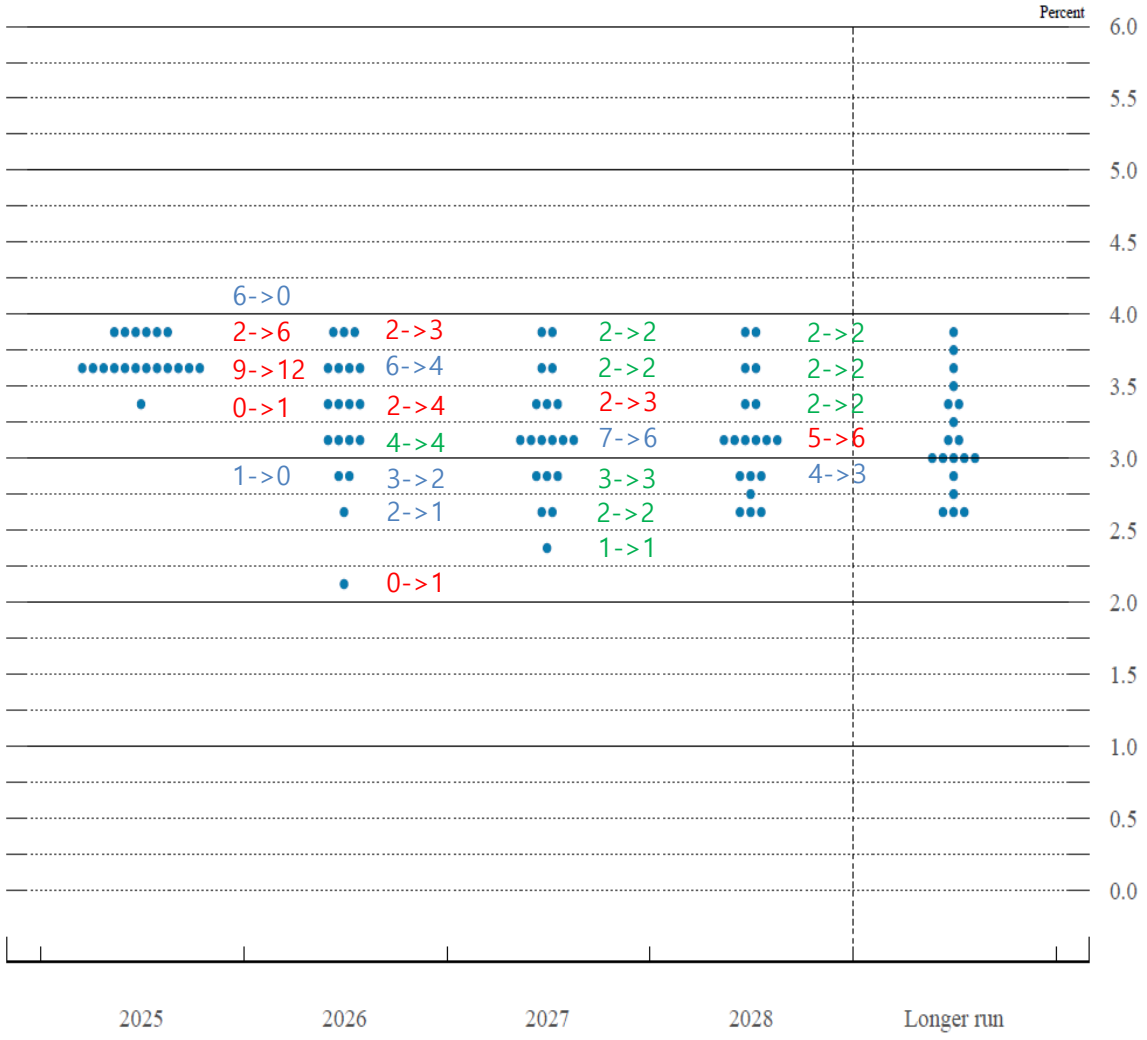
자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

그림 3. 점도표는 9월과 동일. 26년, 27년 1회 금리인하 유지, 추가 금리인하 횟수 2회



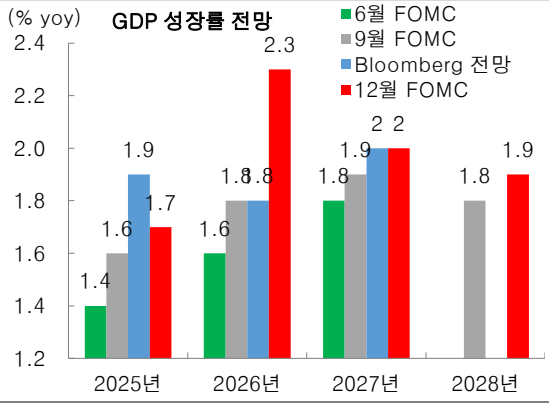
자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 4. 12월 금리동결 주장 연준위원 6명. 1명을 제외하고는 전반적으로 매파적인 스탠스 피력



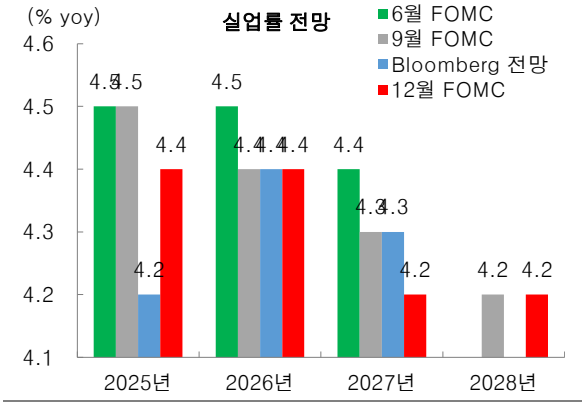
자료: FED, 대신증권 Research Center

그림 5. GDP 성장률 전망 25년 0.1%p, 26년 0.5%p 상향조정. 경기 확장국면 시사



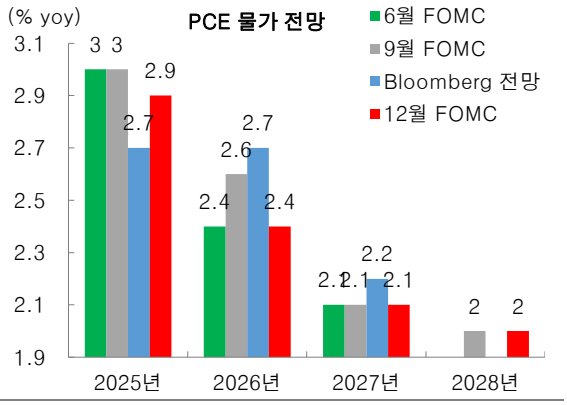
자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 6. 실업률 전망 25년 블룸버그 컨센서스보다 높은 수준으로 고용시장 불안 제어 의지 피력



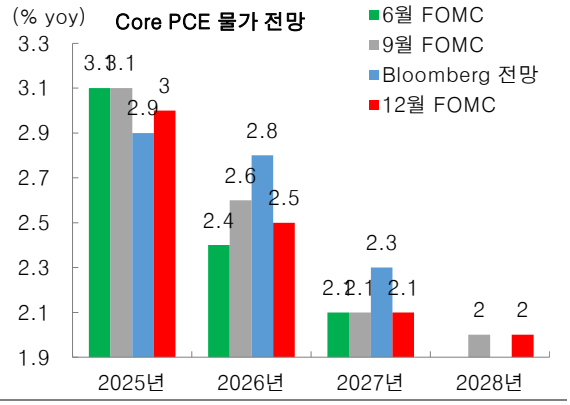
자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 7. PCE 전망 25년, 26년 하향조정. 물가 리스크 제한적임을 시사. 26년 시장 컨센보다 낮아



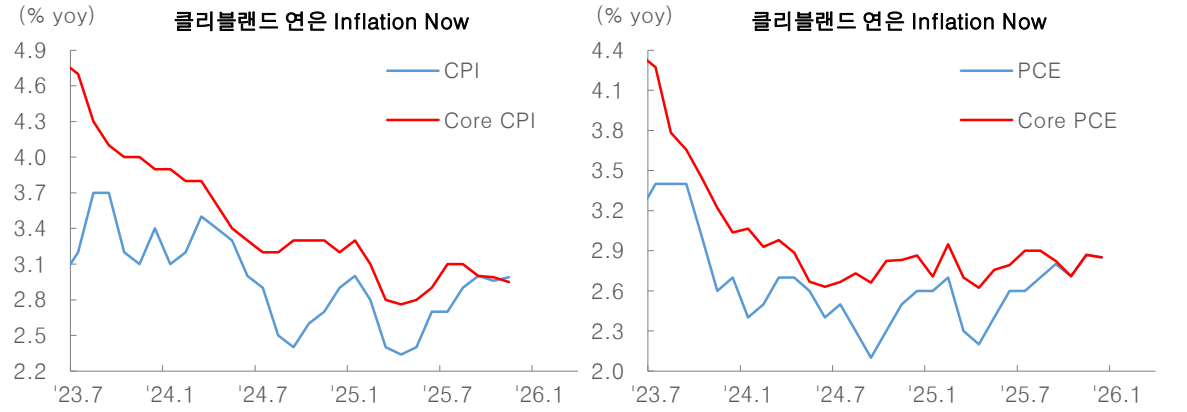
자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 8. Core PCE 전망 25년, 26년 하향 조정 컨센보다 장기 물가 안정 피력



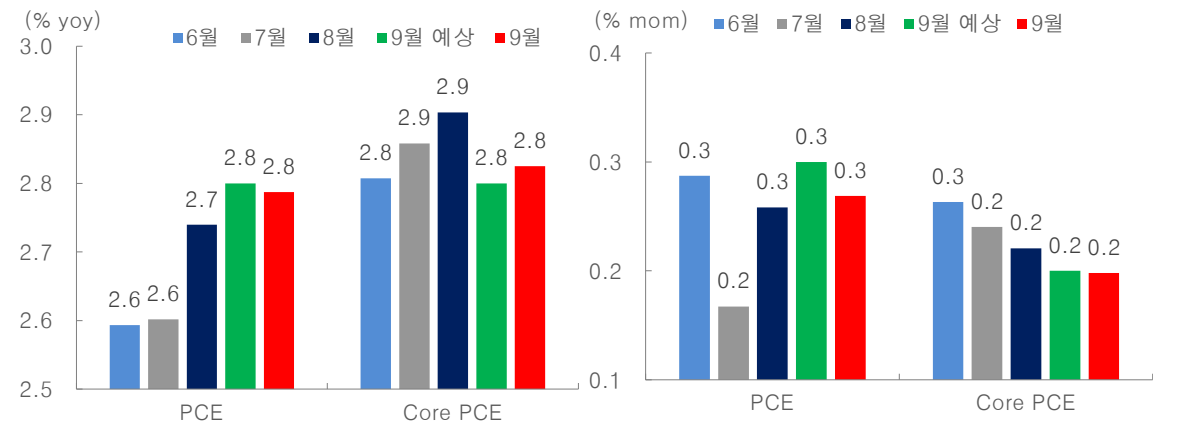
자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 9. 9월까지 물가 반등 우려가 여전한 상황이지만... 고용리스크가 더 커졌다는 판단



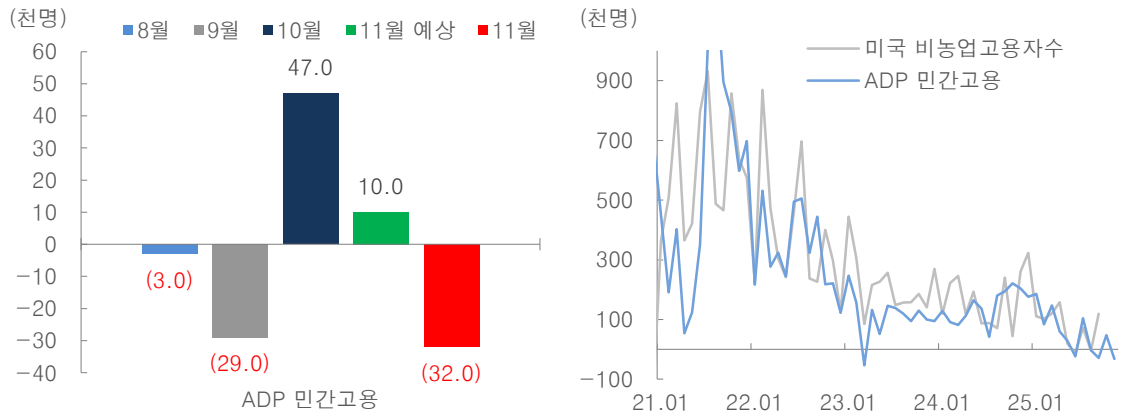
자료: US BLS, 클리블랜드 연은, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 10. 예상치에 부합한 9월 PCE 물가



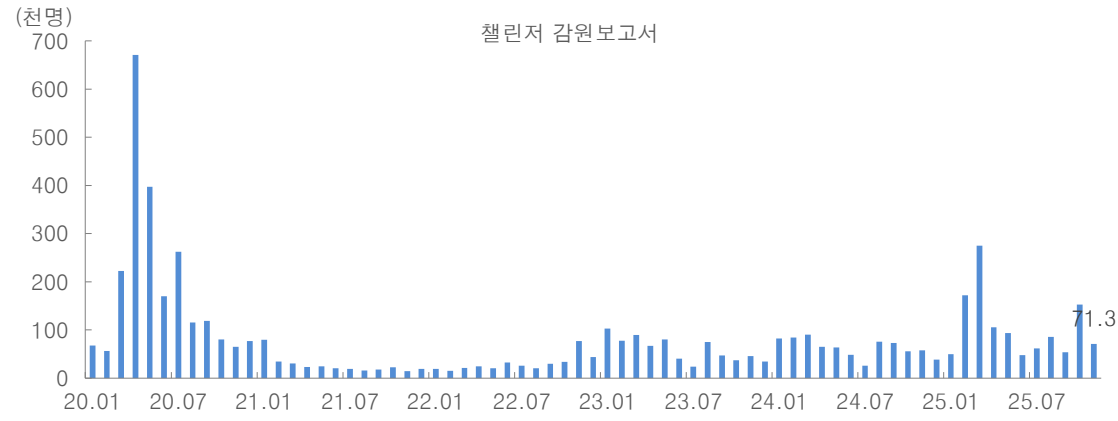
자료: BEA, 클리블랜드 연은, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 11. 고용 데이터의 대체 자료인 ADP 민간고용은 11월 -3.2만 건으로 부진



자료: ADP, BLS, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 12. 11월 챌린저 감원계획은 전월대비 감소했으나 2020년 팬데믹 이후 최고 수준



자료: Challenger Gray & Christmas, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 13. 12월 FOMC 요약 정리

성명문:

- 25bp 추가 인하하여 3.5%에서 3.75%로 결정, 시장 예상 일치
  - 반대 3명, 스티브 미란 (50bp 인하 선호), 오스탄 굴스비, 제프리 슈미드 (동결 선호)
  - 동결을 선호하는 반대 위원에 굴스비 총재 추가
- 양적긴축(QT) 12월 1일 종료 이후 '단기 국채 매입(T-bill purchases)' 시작.
- **주요 성명문 수정**
  - **실업률이 '여전히 낮다'는 긍정적 수식어(but remained low)를 삭제**

    Job gains have slowed this year, and the unemployment rate has edged up ~~but remained low~~ through ~~August~~ September. More recent indicators are consistent with these developments.

○ **추가 금리인하의 정도와 시기를 고려하겠다는 문구를 추가하여 최종 금리 수준에 대한 논의가 구체화되고 있음을 시사**

In considering additional adjustments (추가) the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks

○ **준비금 잔액이 충분한 수준으로 감소했다고 판단하며, 지속적으로 충분한 준비금 공급을 유지하기 위해 필요에 따라 단기 국채 매입을 시작**

(신규추가) The Committee judges that reserve balances have declined to ample levels and will initiate purchases of shorter-term Treasury securities as needed to maintain an ample supply of reserves on an ongoing basis.

자료: FED, Bloomberg, 주요 언론, 대신증권 Research Center

그림 14. **파월 기조연설 & 기자회견 주요내용**

1. 정책결정(금리·밸런스시트)

- 지난 세 번의 회의에 걸쳐 총 0.75%p 인하를 단행하였으며, 이는 정책 스탠스를 중립 금리의 그럴듯한 추정치 범위 내로 가져왔다고 평가
- 단기적으로 **인플레이션 위험은 상방**으로, **고용 위험은 하방**으로 기울어져 있어 어려운 상황에 직면해 있음. 이에 따라 이중 책무의 양측을 증진하기 위한 **균형 잡힌 접근 방식**이 필요하다는 판단 하에 금리 인하를 결정
- 지급준비금 잔액이 충분한 수준으로 감소했다고 판단, 연방 기금 금리의 효과적인 통제를 위해 단기 국채 매입을 개시. 이는 통화 정책 스탠스와는 별개의 지급준비금 관리 목적으로, 첫 달 400$억 달러 규모로 시작될 예정

2. 경제활동(성장)

- SEP 에서 올해 실질 GDP 성장률을 1.7%, 내년 2.3%로 상향 조정
- 내년 GDP 전망 상향은 소비 지출의 회복력, AI 관련 데이터 센터 및 비즈니스 투자, 재정 정책의 지원에 기인
- 높은 생산성 증가가 더딘 실업률 하락과 높은 성장을 동시에 설명하는 핵심 요인으로 작용
- K 자형 경제의 현실을 인지하고 있음. 해결책은 물가 안정과 장기간의 강력한 노동 시장을 통해 실질 임금 상승을 유도하는 것

3. 노동시장

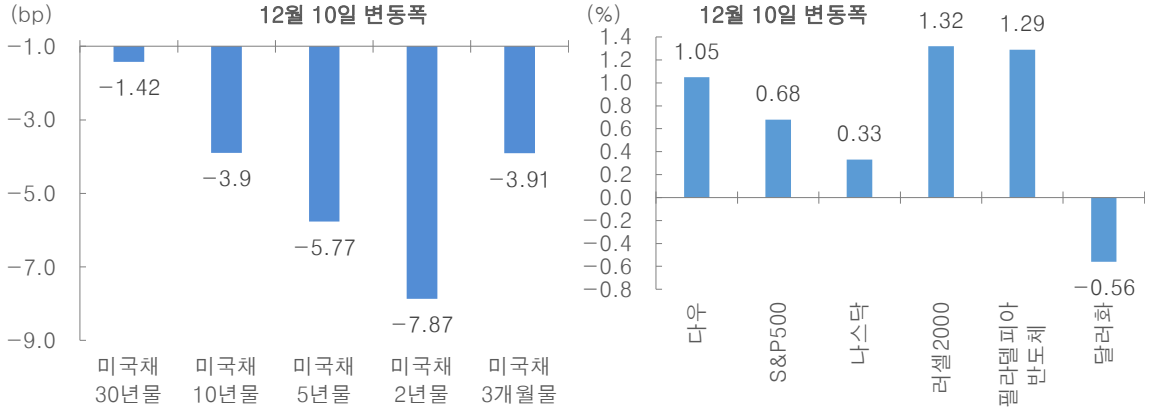
- 고용 지표의 과대 계상 문제를 언급하며, 실제 일자리 창출은 월 −2 만 개 수준으로 마이너스일 수 있다고 경고
- AI 가 노동시장 약세의 주요 원인은 아님. 현재까지는 대규모 해고 증가세로는 나타나지 않음
- AI 는 장기적으로는 일자리 파괴와 동시에 새로운 일자리 창출을 가져올 수 있을 것

4. 물가·기대 인플레이션

- 인플레이션은 2022 년 고점 대비 완화되었으나, 2% 장기 목표 대비 여전히 높은 수준
- 최근 인플레이션의 초과 상승은 주로 관세 효과가 반영된 상품 부문에서 발생하고 있으며, 이는 일회성 물가 수준 변화일 것으로 예상
- 서비스 부문의 디스인플레이션은 지속되는 추세
- SEP 중앙값은 총 PCE 인플레이션이 올해 2.9%, 내년 2.4%로, 9 월 전망 대비 소폭 하향 조정

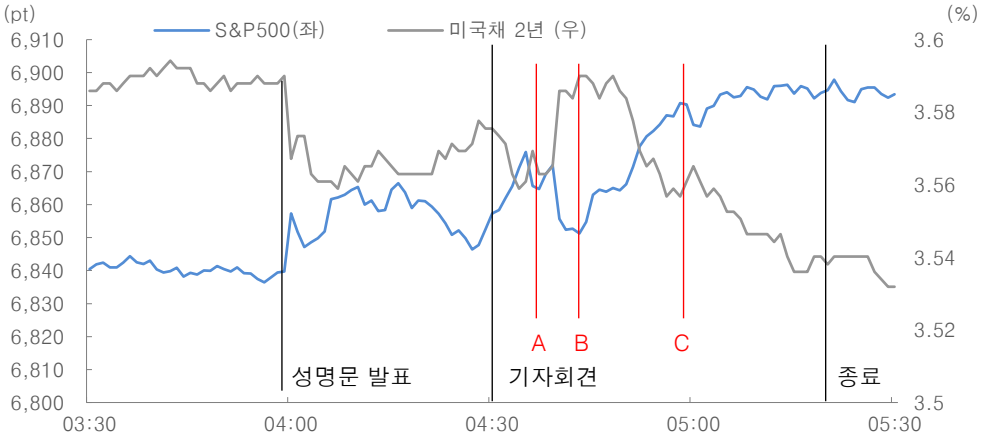
자료: FED, Bloomberg, 주요 언론, 대신증권 Research Center

그림 15. **미국 증시는 등락 이후 파월의 비둘기파적인 발언에 상승 폭 확대. 채권금리, 달러는 하락 반전 골디락스 기대에 장기채 금리 하락 폭 제한적, 단기채 금리 하락 폭 확대**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 16. **S&P500, 미국채 2년물 등락에서 의미있었던 파월 연준의장 기자회견 내용, 포인트**



성명문 발표

시장 예상대로 기준금리 25bp 인하

추가 금리인하의 정도와 시기를 고려할 것이라는 문구로 향후 금리인하의 신중함을 더했으나

12월 11일부로 단기국채 매입 조치를 시작한 것이 긍정적으로 작용

파월 연설

이중 책무의 양측을 증진하기 위한 균형 잡힌 접근 방식이 필요하다는 판단 하에 금리 인하를 결정

최근 인플레이션의 은 주로 관세 효과가 반영된 상품 부문에서 발생, 이는 일회성 물가 변화일 것으로 예상.

서비스 부문의 디스인플레이션은 지속

지급준비금 잔액이 충분한 수준으로 감소, 단기 국채 매입을 개시하며 월 400억 달러 규모로 시작될 것

A 9월 이후 총 75bp 인하를 단행, 이는 정책 스탠스를 중립 금리의 추정치 범위 내로 가져왔다고 평가

이제 들어오는 데이터와 위험 균형을 관찰할 유리한 위치에 있음

B 현재 FOMC 참가자 중 금리 인상을 예상하는 사람은 아무도 없다고 판단

정책 위험은 인하 속도와 규모에 초점이 맞춰져 있음

이번 금리인하는 노동 시장이 지표보다 조금 더 냉각되었을 수 있기 때문. 실제로 마이너스 가능성

단기국채 매입은 QT로 지급중비금이 충분히 감소했기 때문, 유동성 우려가 아닌 예상된 절차

C 관세 효과는 내년 1분기쯤 정점 도달, 이하 9개월에 걸쳐 완전히 반영될 것으로 예상

관세 효과가 지속적인 인플레이션으로 이어질 가능성은 위험

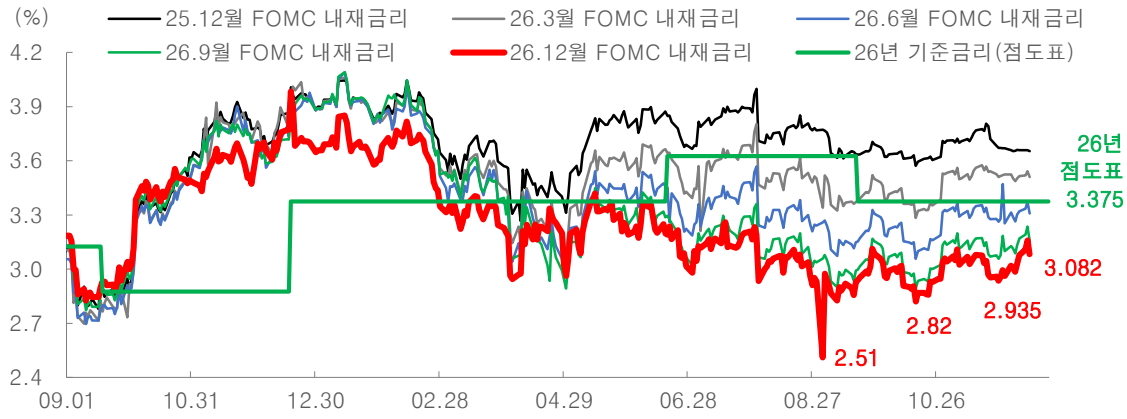
미국인들이 느끼는 고통은 과거 고인플레이션으로 인한 고착화된 높은 물가 수준 때문

현재 물가는 2%보다 높지만 현재는 고용 위험이 커진 복잡한 상황. 관세효과 사라질 때 2% 복귀 목표

목표는 후임자에게 인플레이션이 통제되고 노동 시장이 강력한 훌륭한 상태의 경제를 넘겨주는 것

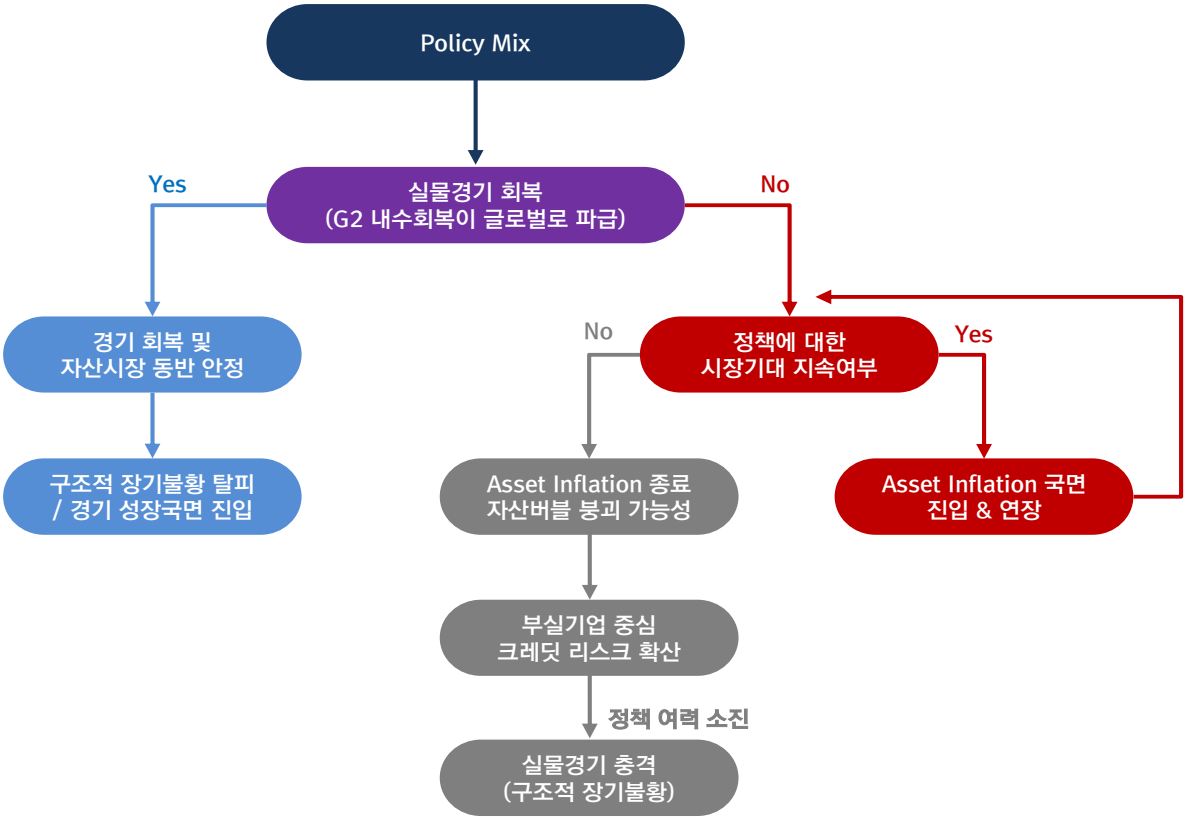
자료: FED, Bloomberg, 주요 언론, 대신증권 Research Center

그림 17. 26년 12월 FOMC 내재금리 3.082%로 소폭 하락. 26년 중 두 번 금리인하 기대



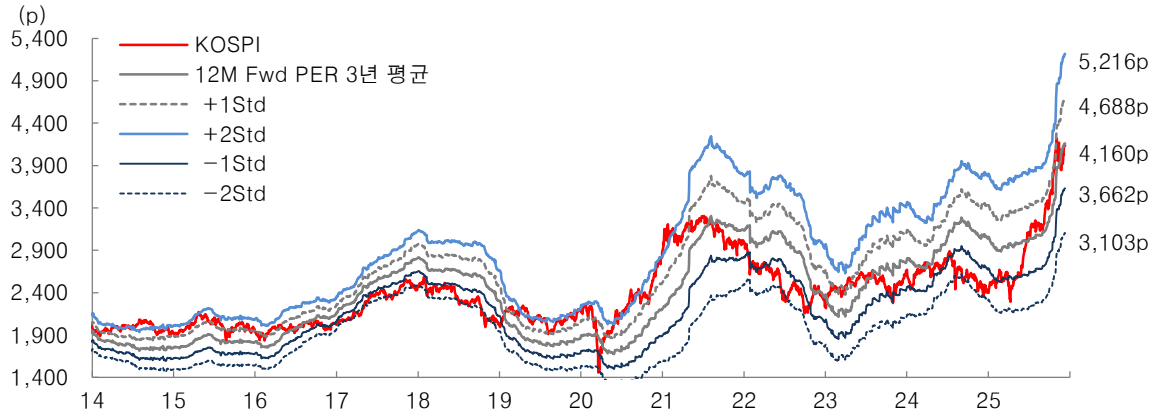
자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

그림 18. Non-US 에 이어 미국까지 금리인하, 재정확대(경기부양 강화)가 동시에 진행되는 Policy Mix 국면 유효



자료: 대신증권 Research Center

그림 19. KOSPI 선행 EPS 402p 까지 상승, 선행 PER 10.27배에 불과

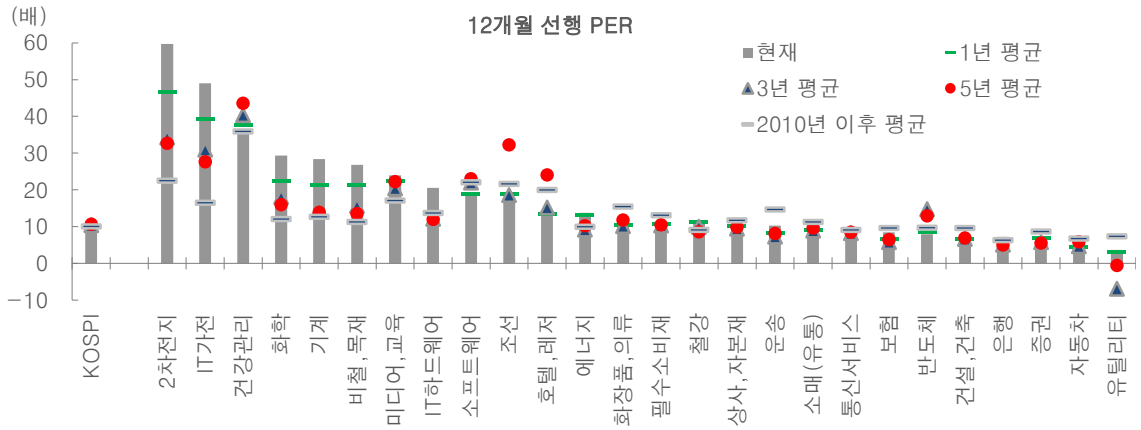


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 20. KOSPI 산타랠리에 이은 26년 상반기 5,000시대 돌입 전망

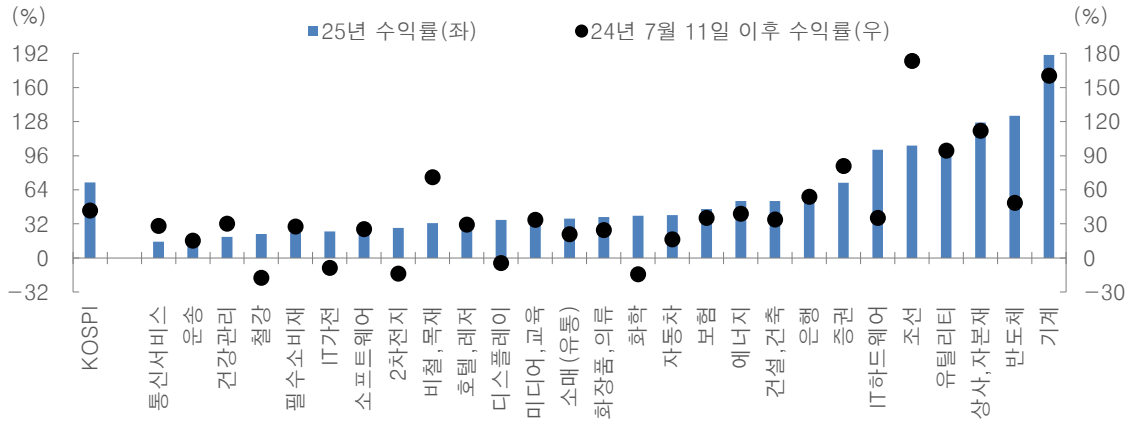
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 21. 자동차, 반도체, 호텔/레저, 조선, 소프트웨어, 건강관리 5년 평균 대비 저평가



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 22. 24년 고점대비, 25년 연간 기준 저평가 영역에 위치한 업종
통신, 운송, 건강관리, 철강, 필수소비재, IT 가전, 소프트웨어, 2차전지, 호텔/레저, 디스플레이 등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

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

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.