Macro Issue

19 Mar. 2026

투자전략/거시경제
조병현 I bhcho@daolfn.com
연구원
박영찬 I pychan@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

3월 FOMC Review
기대보다 매파적 면모의 연준

3월 FOMC 정책금리 동결(3.75%)

- 연준, 3월 FOMC 정책금리 동결(3.75%)
  소수의견 1인(스티븐 마이런 25bp 인하)
  크리스토퍼 월러 동결로 선회

- 성명문 예상 부합
  : 기존 경기 확장속도, 일자리 증가, 물가 평가 유지
  (각각 solid pace, remained low, somewhat elevated)
  : 기존 실업률 평가 Stabilization → 3월 little changed 변경
  : 중동 정세 영향력 불확실(uncertain)하다는 문구 삽입

- 기자회견 매파적
  연내 인하는 조건부
  : 인플레 진전 없을 시 연내 인하는 없다고 언급
  : 일부 위원들은 인상 가능성에 대해 논의
  : 중동 정세에 대해서는 불확실(uncertain)하다는 성명문 입장 반복

- 시장 반응
  : 단기물 위주 상승. 동결 자체는 이미 알고 있었고, 성명문도 예상에 부합하는 수준이었으나 파월 기자회견이 매파적으로 소화되면서 금리 상승 폭 확대. 여전히 인하 경로에 있음을 재확인했던 지난 1월과는 달리 인하는 물가 진전에 따른 조건부라는 점을 상기
  : CME Fed Watch, 연방기금금리 선물시장은 '연내 동결' 우위로 전환

3월 FOMC Projection 변화

- 정책금리 전망치 미세 조정(상향)
  '26년(3.4%), '27년(3.1%), 28년(3.1%), Longer run(3.0%→3.1%)

- 경제성장률 전망치 상향
  '26년(2.3%→2.4%), '27년(2.0%→2.3%), '28년(1.9%→2.1%)

- 실업률 전망치 유지
  '26년(4.4%), '27년(4.2%→4.3%), '28년(4.2%)

- PCE 물가상승률 전망치 상향
  '26년(2.4%→2.7%), '27년(2.1%→2.2%), '28년(2.0%)

- Core PCE 물가상승률 전망치 상향
  '26년(2.5%→2.7%), '27년(2.1%→2.2%), '28년(2.0%)

(다음장 이어서)

파월 기자회견 주요 내용

1) 실업률은 지난 여름 이후 거의 변화 없으며 일자리 증가는 여전히 낮은 수준
2) 단기 기대 인플레가 최근 몇 주간 올랐으나 장기는 2% 목표 수준에서 안정적
3) 에너지 가격 상승이 단기 인플레 올릴 것이나 경제 영향 판단은 시기상조
4) PCE 물가중 0.5~0.7%p가 관세 때문으로 추후 진전 확인 필요한 상황
5) 인플레 진전을 이루지 못하면 올해 금리 인하도 보지 못할 것
6) 에너지 쇼크는 일단 '무시하고 넘어간다(look through)'고 생각. 과도하게 반응하고 싶지 않으나 현재로서는 아무것도 알 수 없음
7) 다음 움직임이 인상일 가능성에 대한 논의 있었으나, 대다수는 기본 전망으로 보지 않음
8) 노동시장 하방 리스크 고려해 정책을 지나치게 제약적으로 가져가지는 않을 생각
9) 법무부 조사가 완료되기 전까지 사퇴하지 않을 것이며 케빈 워시 차기 의장 인준이 지연될 시 임시 의장직을 맡게 될 것
10) 현재 금리는 제약적, 비제약적 경계 어딘가에 위치
11) 비주거 서비스 인플레 안정화 여부 확인 필요

당사 전망(기본 전망 유지하나, 다음 금리 인하 시점은 하반기로 예상)

- 결론적으로 표면적인 내용에 비해 매파적으로 해석될 여지가 있는 성명서 및 기자회견으로 평가

- 성명서 상 기존에 비해 고용시장 둔화에 대한 고민이 깊어진 점을 표명했으나, 중동 상황에 대한 불확실성을 직접 명기. 인플레이션 불확실성에 보다 방점을 두고 있음을 확인. 더불어 1월 2명이었던 인하 소수의견이 1명으로 감소한 점도 물가 리스크에 대한 경계심 상향으로 볼 수 있음

- SEP 상 성장률과 인플레이션 전망이 상향조정. 에너지를 제외한 근원 물가까지 상향. 점도표는 대부분의 구간에서 기존과 같이 유지. 사실 상 금리 동결이나 인상이 시사되었어도 이상하지 않은 조합. 그럼에도 단기 금리 인하 전망을 유지했다는 것은 아직 미국 경제는 버틸 만 하다는 점과 금리 측면에서 긍정적인 시나리오 기대가 남아있다는 안도감을 주는 소재이기도 하지만, 조건 변수의 변화에 따라 전망의 방향이 바뀔 가능성도 내포하고 있음

- 장기 중립금리 목표가 기존 대비 +0.1%p 상향. 연준의원 개인 전망에 의존하는 점도표지만, 연준 내부에서 과거보다 높은 금리의 당위성 및 금리 인하 강도/속도를 낮추는 것에 대한 시각이 기존에 비해 강화된 것으로도 볼 수 있음. 이 부분은 추가적인 확인과 고민이 필요한 사안

- 기자회견에서는 현재 금리 수준에 대한 판단에 대해서는 제약적/비제약적의 경계선에 위치하고 있다고 언급. 고용 리스크와 물가 리스크의 양립을 고민하고 있지만, 인플레이션에 대해 '진전이 기대만큼은 아니다(not as much as we had hoped)'라고 밝힌 점도 물가에 조금 더 경계심을 두고 있으며 정책 대응 가능성이 잔존하고 있음을 시사

- 물론 물가 문제에 있어 관세 효과가 50~75%을 차지하고 있다는 언급을 하며 관세 충격으로 방향을 돌렸고, 기존 언급과 같이 연 중반 이후 관세의 '일회성' 충격은 소진될 것을 기대한다고 언급. 그러나 에너지 인플레이션을 일시적인 것으로 간주하기 위해서는 기타 인플레이션의 안정이 필요하다고 언급. 즉, 연준이 두 가지 물가 압력을 동시에 관리해야 하는 상황이며 이는 역으로 현재 유가 상황이 아니라고 하더라도 인플레이션 압력은 잔존하고 있다는 뉘앙스

- 금리 인하 조건에 대한 질문에 대해서 연중 인플레이션 진전에 대한 기대를 표명하지만, 인하 여부는 그에 대한 조건부라는 답변. 파월 체제의 연준의 기본 스탠스라고 볼 수도 있지만, 연준이 주목하고 있는 두 가지 인플레이션 완화 조건과 기타 여건들이 충족될 때에만 인하가 가능하다고 명시한 것. 즉, 올해 한 번 인하는 최소한이 아니라 긍정적인 시나리오가 전개됐을 때의 조건부라는 의중

- 다른 내용들에 비해 부각되지 않을 수 있지만, 기자회견 내용 중 후임 의장 지명 지연 시 본인이 해당 기간 동안 유임될 수 있다는 응답이 있었음. 케빈 워시 지명자가 6월부터 회의를 주관하고 해당 시점부터 금리 인하 기대가 강화될 수 있다는 기존 전망에 영향을 줄 수 있는 소재

- 아마도 이번 회의에서 증시를 포함한 금융시장이 원했던 내용은 중동 리스크가 조기에 종식되면 금리 인하 경로에 문제가 없을 것 정도의 부드러운 내용이었겠지만, 결과적으로 이에 부응하지 못하는 매파적 해석이 필요한 회의라고 판단. 결과 확인 과정에서 주식시장과 채권시장의 동반 약세가 나타났고, 올해 12월 금리 전망에서 일시적으로 동결 기대가 69%, 미미한 인상 기대까지 생겼었다는 점도 이를 반영한 것

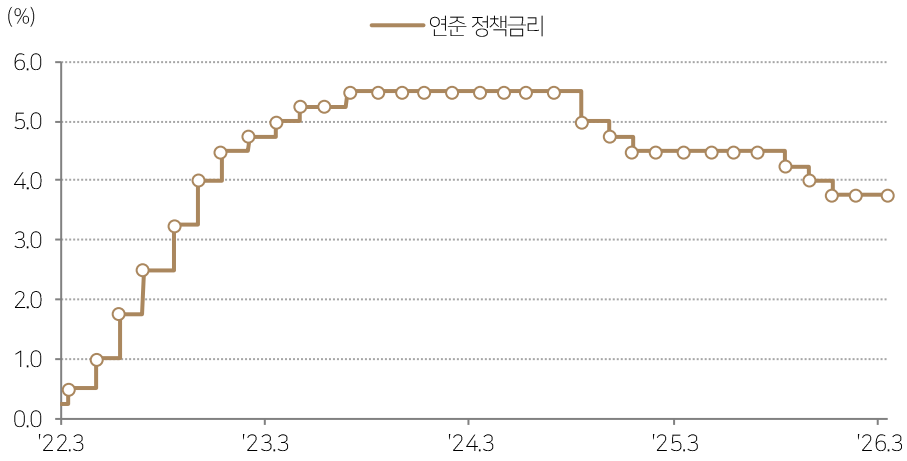
- 그러나 연준 측에서도 인하 조건이 형성될 가능성을 잔존시키고 있으며, 물가와 고용 외에 고금리에 따른 민간 부문 금융시장 파생 리스크(주택시장, 사모대출 등)가 잔존하고 있는 만큼 하반기 금리 인하 필요성과 가능성은 남아 있는 것으로 판단. 당사는 기존에 3.5%를 기본 시나리오로 상황에 따라 3.25%까지 가능성이 발생할 수 있다는 의견을 제시한 바 있음. 이는 유지하나 다음 금리 인하 시점은 6월보다는 하반기로 이연될 가능성이 높아 보임

Fig. 1: 2026년 3월 FOMC 성명문 변화

	2025-12-11	2026-01-29	2026-03-19
정책결정	기준금리 인하(3.75%)	기준금리 동결(3.75%)	기준금리 동결(3.75%)
경제	(경제 상황) economic activity has been expanding at a moderate pace. Uncertainty about the economic outlook remains elevated(좌동) (고용) Job gains have slowed, and the unemployment rate has edged up through September	(경제 상황) economic activity has been expanding at a solid pace. Uncertainty about the economic outlook remains elevated (고용) Job gains have remained low, and the unemployment rate has shown some signs of stabilization	(경제 상황) economic activity has been expanding at a solid pace. Uncertainty about the economic outlook remains elevated (고용) Job gains have remained low, and the unemployment rate ~~has shown some signs of stabilization~~ been little changed in recent months
물가	Inflation has moved up since earlier in the year and remains somewhat elevated(좌동)	Inflation remains somewhat elevated	Inflation remains somewhat elevated(좌동)
정책결정	(결정배경) The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate and judges that downside risks to employment rose in recent months. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective(좌동) (금리 결정) The Committee decided to lower the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage point to 3-1/2 to 3-3/4 percent. In considering 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 (자산 매입) 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.	(결정배경) The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective (금리 결정) The Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 3-1/2 to 3-3/4 percent. In considering 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	(결정배경) The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Uncertainty about the economic outlook remains elevated. The implications of developments in the Middle East for the U.S. economy are uncertain. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate. (금리 결정) The Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 3-1/2 to 3-3/4 percent. In considering 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
정책방향	- will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook(좌동) - would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals(좌동) - The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments(좌동)	- will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook(좌동) - would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals(좌동) - The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments(좌동)	- will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook(좌동) - would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals(좌동) - The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments(좌동)
투표자	(동결) Jeffrey R. Schmid, Austan D. Goolsbee (25bp 인하) Jerome H. Powell, John C. Williams, Michael S. Barr, Michelle W. Bowman, Susan M. Collins, Lisa D. Cook, Philip N. Jefferson, Alberto G. Musalem and Christopher J. Waller (50bp 인하) Stephen I. Miran(좌동)	(동결) Jerome H. Powell, John C. Williams, Michael S. Barr, Michelle W. Bowman, Lisa D. Cook, Beth M. Hammack, Philip N. Jefferson, Neel Kashkari, Lorie K. Logan, and Anna Paulson (25bp 인하) Stephen I. Miran, Christopher J. Waller	(동결) Jerome H. Powell, John C. Williams, Michael S. Barr, Michelle W. Bowman, Lisa D. Cook, Beth M. Hammack, Philip N. Jefferson, Neel Kashkari, Lorie K. Logan, and Anna Paulson, Christopher J. Waller (25bp 인하) Stephen I. Miran~~, Christopher J. Waller~~

Source: Fed, 다올투자증권

Fig. 2: 연준 기준금리 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

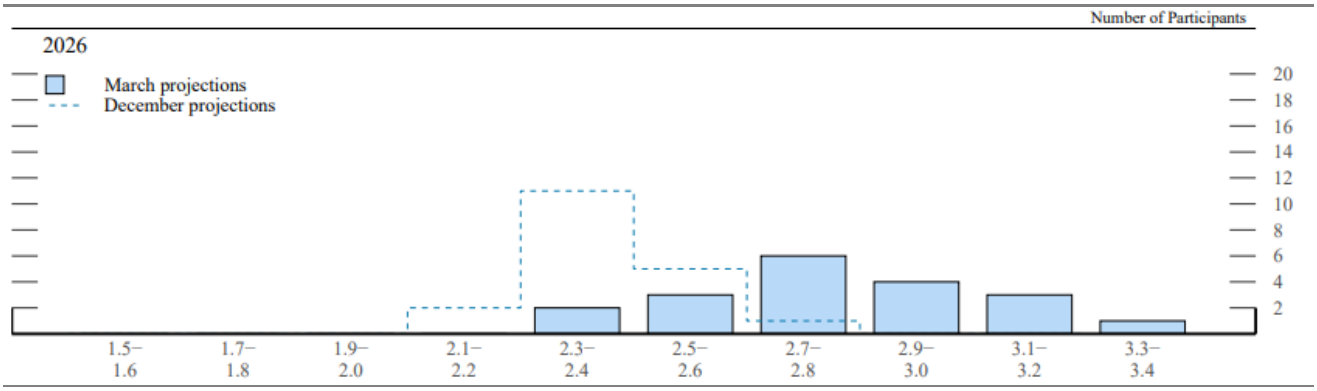
Fig. 3: 2026년 3월 Projection 변화

Percent

Variable	Median[1]			
	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	2.4	2.3	2.1	2.0
December projection	2.3	2.0	1.9	1.8
Unemployment rate	4.4	4.3	4.2	4.2
December projection	4.4	4.2	4.2	4.2
PCE inflation	2.7	2.2	2.0	2.0
December projection	2.4	2.1	2.0	2.0
Core PCE inflation[4]	2.7	2.2	2.0	
December projection	2.5	2.1	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	3.4	3.1	3.1	3.1
December projection	3.4	3.1	3.1	3.0

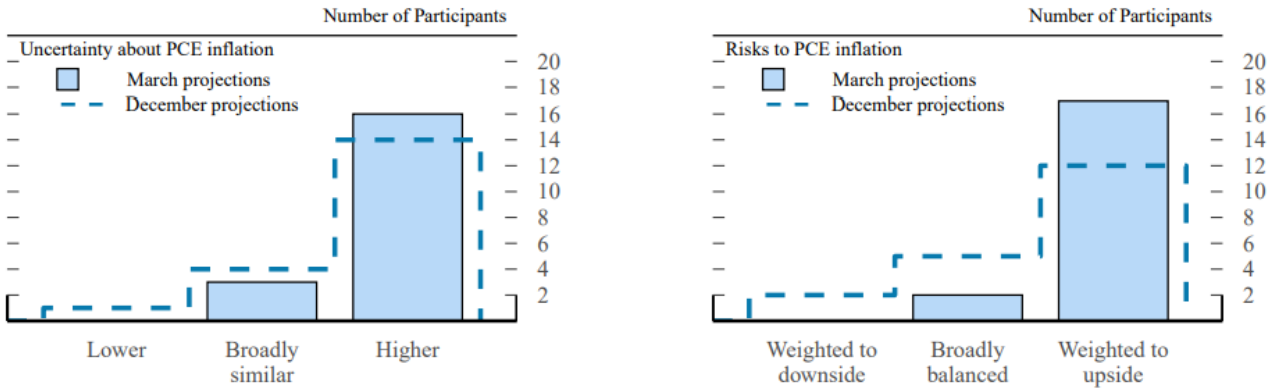
Source: Fed, 다올투자증권

Fig. 4: 연준 위원들의 물가전망 분포도



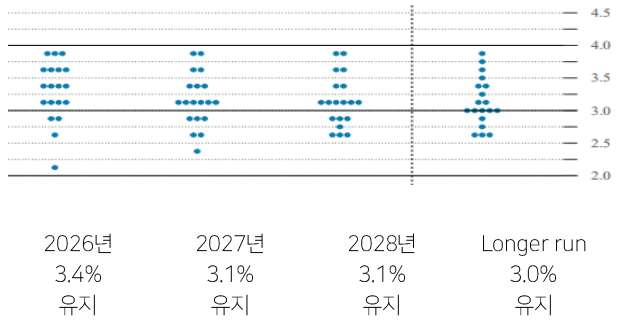
Source: Fed, 다올투자증권

Fig. 5: 연준 위원들의 물가 리스크 평가



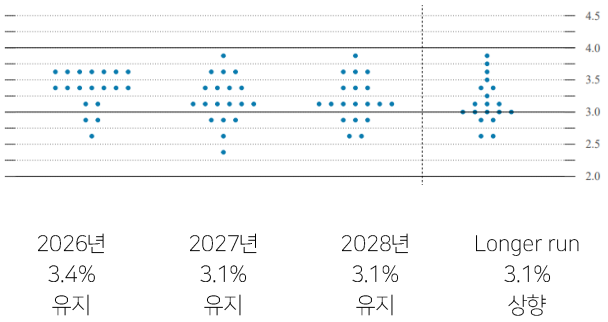
Source: Fed, 다올투자증권

Fig. 6: 2025년 12월 점도표



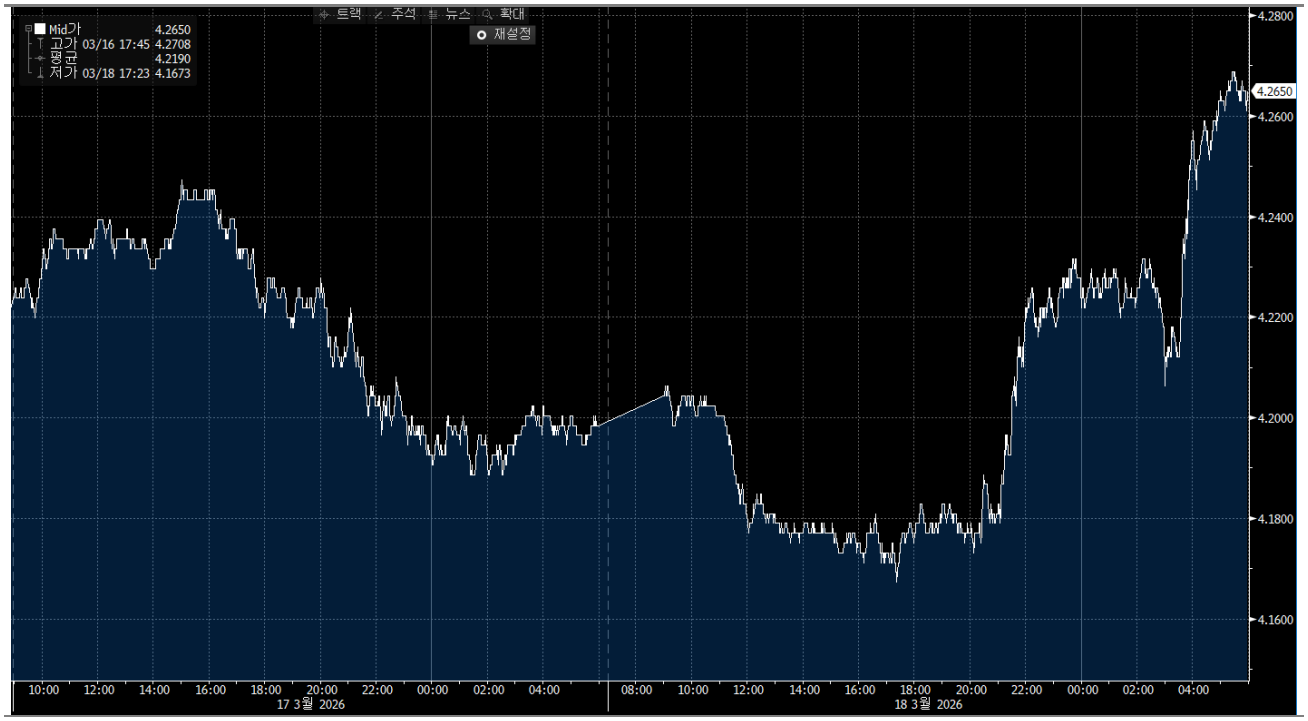
Source: Fed, 다올투자증권

Fig. 7: 2026년 3월 점도표



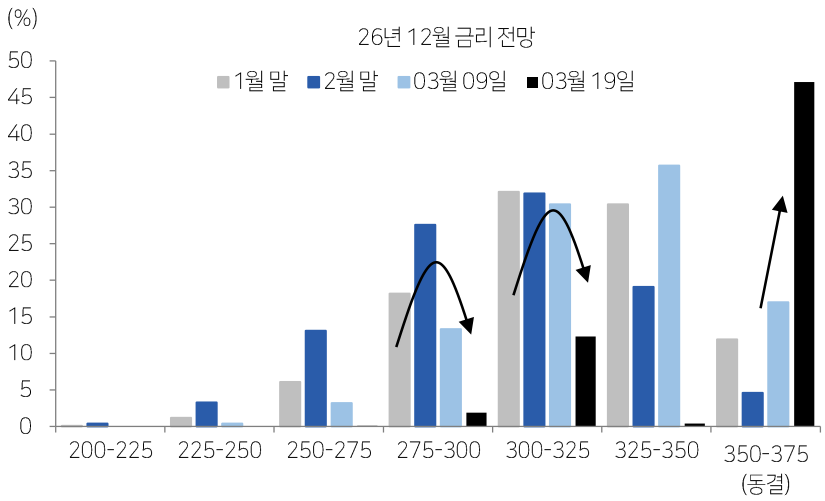
Source: Fed, 다올투자증권

Fig. 8: 장중 미국 10년물 금리 변화



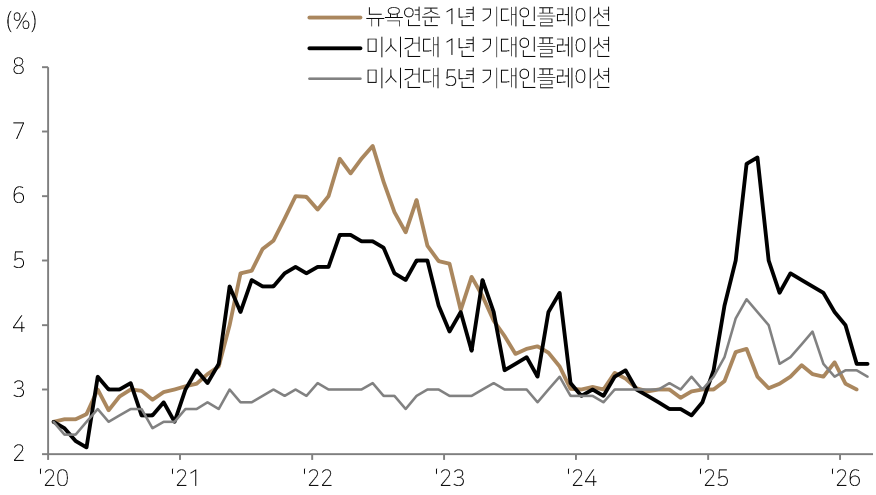
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 9: 시장은 **연내 동결 우위로 전환**



Source: CME Group, 다올투자증권

Fig. 10: 미국 기대인플레이션 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.