2026/03/19

[Fixed Income]

백윤민 수석연구위원 yoonmin1983@iprovest.com
김태은 선임연구원 taeeun.kim@iprovest.com

3월 FOMC: 기준금리 동결. 결국은 물가

- 3월 FOMC는 연방기금 목표금리를 3.50%~3.75%에서 동결. 스티븐 마이런 연준이사가 1월 FOMC에 이어 25bp 기준금리 인하 소수의견을 개진. 미국 경제여건에 대해서는 고용과 관련해 실업률이 최근 몇 달간 거의 변하지 않았다고 문구가 수정된 것을 제외하면 큰 변화가 나타나지 않음. 최근 미국-이란 전쟁과 관련해서는 '중동 이슈의 전개 상황이 미국 경제에 미칠 영향은 불확실'하다는 문구를 추가하면서 신중한 태도를 보임

- 최근 일련의 이벤트에도 불구하고, 아직은 연준의 연내 기준금리 인하 가능성이 유효하다고 판단. 다만, 최근 일련의 상황들로 기존의 디스인플레이션 기조가 훼손될 수 있는 가능성을 고려해 연내 2회 금리 인하 전망을 1회로 수정. 통화정책 경로는 물가 전개 상황에 따라 상당히 유동적인 시각을 유지

3월 FOMC, 연방기금 목표금리 3.50%~3.75%에서 동결

3월 FOMC는 연방기금 목표금리를 3.50%~3.75%에서 동결. 스티븐 마이런 연준이사가 1월 FOMC에 이어 25bp 기준금리 인하 소수의견을 개진. 미국 경제여건에 대해서는 고용과 관련해 실업률이 최근 몇 달간 거의 변하지 않았다고 문구가 수정된 것을 제외하면 큰 변화가 나타나지 않음. 최근 미국-이란 전쟁과 관련해서는 '중동 이슈의 전개 상황이 미국 경제에 미칠 영향은 불확실(The implications of developments in the Middle East for the U.S. economy are uncertain)'하다는 문구를 추가하면서 신중한 태도를 보임

[도표 1] 2026 년 1 월, 3 월 FOMC 성명서 비교

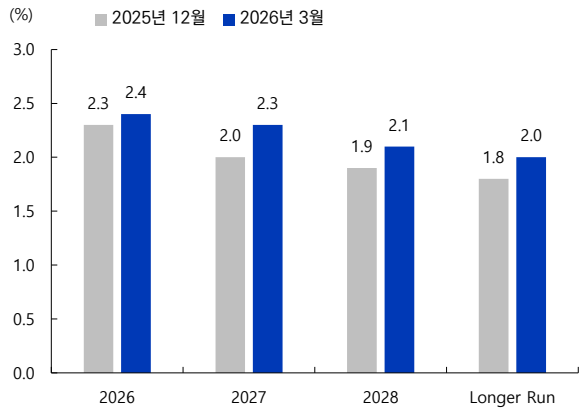
	2026 년 3 월	2026 년 1 월
정책결정	- 연방기금 목표금리 3.50~3.75%로 동결	- 연방기금 목표금리 3.50~3.75%로 동결
경제여건 및 인플레 요인 평가	- 가용 지표들은 경제활동이 견조하게 확장하고 있음을 보여줌. 일자리 증가는 여전히 낮았고, 실업률은 최근 몇 달간 거의 변하지 않았음. 인플레이션은 여전히 다소 높았음 - 위원회는 장기적으로 완전고용과 2%의 인플레이션 달성을 추구. 경기 전망에 대한 불확실성은 여전히 높음. 중동 이슈의 전개 상황이 미국 경제에 미칠 영향은 불확실. 위원회는 이중책무 (dual mandate) 양쪽 모두에 대한 리스크에 매우 주의를 기울이고 있음	- 가용 지표들은 경제활동이 견조하게 확장하고 있음을 보여줌. 일자리 증가는 여전히 낮았고, 실업률은 일부 안정되는 징후가 보였음. 인플레이션은 여전히 다소 높았음 - 위원회는 장기적으로 완전고용과 2%의 인플레이션 달성을 추구. 경기 전망에 대한 불확실성은 여전히 높음. 위원회는 이중책무 (dual mandate) 양쪽 모두에 대한 리스크에 매우 주의를 기울이고 있음
금리정책 요인	- 위원회는 목표들을 지원하고, 리스크들의 균형 변화를 고려해 연방기금 목표금리를 3.50~3.75%에서 유지하기로 결정 - 위원회는 추가적인 연방기금 목표금리 조정 규모와 시점은 향후 입수되는 데이터, 전망 변화, 위험에 대한 균형 등을 신중하게 평가 - 위원회는 적정한 통화정책 설정을 위해 경제전망 정보들이 시사하는 바를 지속적으로 살필 것. 위원회의 목표 달성을 방해하는 위험이 발생할 경우 적절한 조정을 할 준비가 되어 있을 것. 위원회는 완전고용을 도모하고 인플레이션을 2% 목표로 되돌리는 데 집중, 인플레이션 압력 및 기대, 금융 및 국제문제 등 다양한 정보들을 고려	- 위원회는 목표들을 지원하고, 리스크들의 균형 변화를 고려해 연방기금 목표금리를 3.50~3.75%에서 유지하기로 결정 - 위원회는 추가적인 연방기금 목표금리 조정 규모와 시점은 향후 입수되는 데이터, 전망 변화, 위험에 대한 균형 등을 신중하게 평가 - 위원회는 적정한 통화정책 설정을 위해 경제전망 정보들이 시사하는 바를 지속적으로 살필 것. 위원회의 목표 달성을 방해하는 위험이 발생할 경우 적절한 조정을 할 준비가 되어 있을 것. 위원회는 완전고용을 도모하고 인플레이션을 2% 목표로 되돌리는 데 집중, 인플레이션 압력 및 기대, 금융 및 국제문제 등 다양한 정보들을 고려
대차대조표 정책	- 위원회는 지속적으로 충분한 수준의 지급준비금을 유지하기 위해 필요에 따라 단기 국채 매입을 지속할 것	- 위원회는 지속적으로 충분한 수준의 지급준비금을 유지하기 위해 필요에 따라 단기 국채 매입을 지속할 것
찬성 / 반대 위원	- 찬성: Jerome Powell, John Williams, Michael Barr, Michelle Bowman, Lisa Cook, Beth Hammack, Philip Jefferson, Neel Kashkari, Lorie Logan, Anna Paulson, Christopher Waller - 반대: Stephen Miran (기준금리 25bp 인하)	- 찬성: Jerome Powell, John Williams, Michael Barr, Michelle Bowman, Lisa Cook, Beth Hammack, Philip Jefferson, Neel Kashkari, Lorie Logan, Anna Paulson - 반대: Christopher Waller, Stephen Miran (기준금리 25bp 인하)

자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

연준은 3월 경제전망 자료(SEP)를 통해 2026~2028년 경제성장률 전망치를 재차 상향 조정. 실업률은 2027년 전망치가 소폭 상향 조정된 것을 제외하면 큰 변화가 나타나지 않음

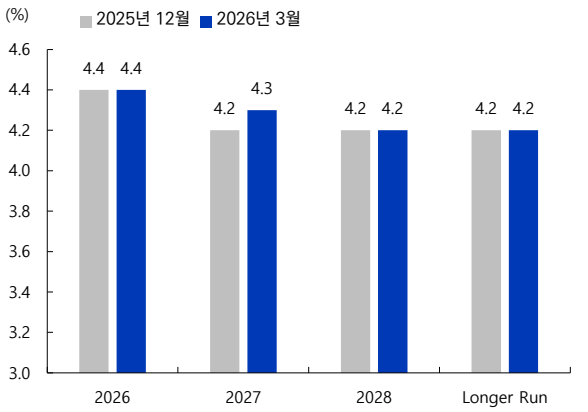
인플레이션과 관련해서는 올해와 내년도 전망치를 상향 조정. 파월의장은 관세로 인한 인플레이션 압력이 개선되는지를 확인하고 싶다고 언급하면서 인플레이션에 대한 진전이 없다면 추가적인 금리인하가 없을 것이라고 언급. 최근 유가 급등과 관련해서는 유가로 인한 물가 상방 압력이 근원 인플레이션에서 나타날 수 있다고 발언했지만, 동시에 유가에 과도하게 반응하고 싶지 않다고 언급하면서 다소 신중한 태도를 보임

[도표 2] 2026 년 3 월 SEP: 경제성장률



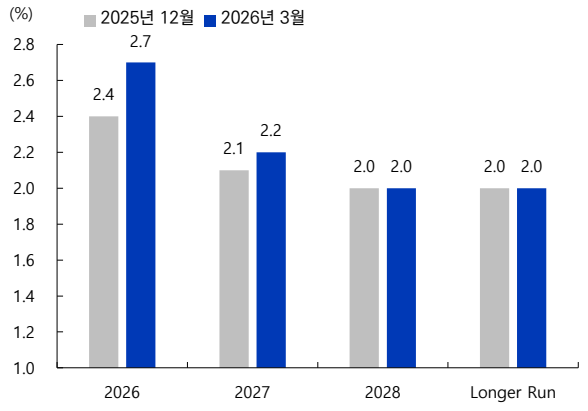
자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 2026 년 3 월 SEP: 실업률



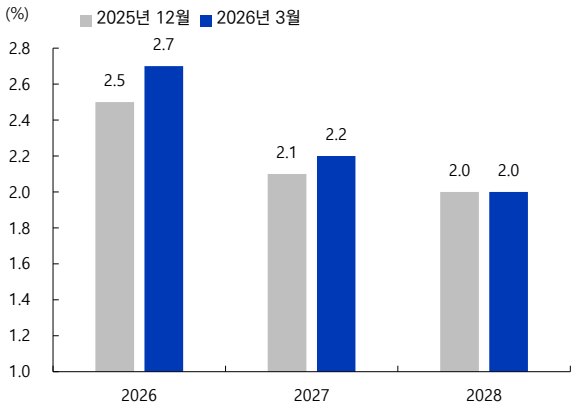
자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 2026 년 3 월 SEP: PCE 물가



자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

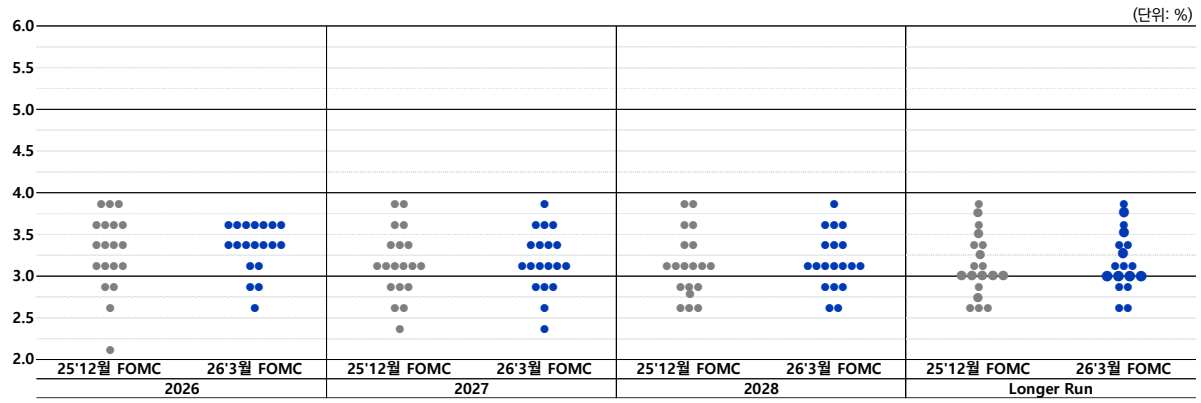
[도표 5] 2026 년 3 월 SEP: 근원 PCE 물가



자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

연준은 금리 점도표에는 큰 변화가 나타나지는 않음. 중간값을 기준으로 2025~2028년 전망치는 지난 9월 수준을 유지. 장기금리 전망치(longer run)도 3.0% 수준을 유지. 점도표를 보면 스티브 마이런 연준이사가 내년에도 예외적으로 낮은 수준의 금리인하를 주장했지만, 전반적으로 연준 위원들의 정책 스탠스에 큰 변화가 없었던 것으로 판단. 12월 FOMC에서도 연준의 기준금리가 3.75%로 인하됐음에도 불구하고, 일부 위원들이 2028년까지 4.00%의 기준금리 전망을 유지했지만, 파월의장의 "현 시점에서 금리인상이 기본 시나리오인 사람은 없을 것으로 생각한다(I don't think a rate hike is anyone's base case at this point)"라는 발언 등을 놓고 볼 때 이는 실질적인 금리인상 가능성을 반영한 것은 아니라고 판단

[도표 6] 2025 년 12 월, 2026 년 3 월 금리점도표 비교



자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

신중했지만 매파적. 당분간 Wait and See 기조 지속

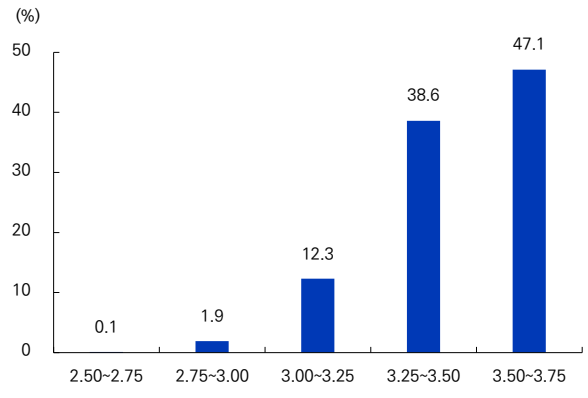
3월 FOMC에서 연준은 시장의 예상대로 기준금리를 현 수준에서 동결. 스티븐 마이런 연준이사가 지난 통화정책회의에 이어 기준금리 인하 소수의견을 개진했지만, 시장에는 별다른 영향을 주지는 않았음

금번 FOMC는 전반적으로 향후 통화정책 경로에 대해 신중한 스탠스를 보였지만, 곳곳에 매파적인 요소들이 드러났던 것으로 판단. 금리 점도표 중간값이 유지되면서 추가적인 통화정책 완화 기대가 유지됐지만, 세부적으로는 추가 인하에 대한 낙관적인 시각이 일부 되돌려짐. 특히 파월 의장은 기자회견에서 "대다수의 연준 위원들이 금리인상 가능성을 기본 시나리오로 생각하지 않는다"고 언급했지만, 동시에 "어떠한 가능성도 배제하지는 않는다"고 발언하면서 "일부 위원들은 금리인상 가능성에 대해 언급"했다고 첨언

미국 경제는 물가의 상방 리스크와 고용의 하방 리스크가 모두 잠재하고 있지만, 물가에 대한 우려가 더 큰 상황. 최근 중동 지정학적 리스크 등으로 물가의 상방 리스크가 크게 확대된 것은 사실이지만, 3월 FOMC 직전에 발표된 중동 리스크를 반영하지 않은 2월 미국 생산자물가가 예상치를 크게 상회한 부분이 더 우려. 인플레이션을 일시적인 쇼크로 "무시하고 넘기기(look through)" 어려운 상황이 가중

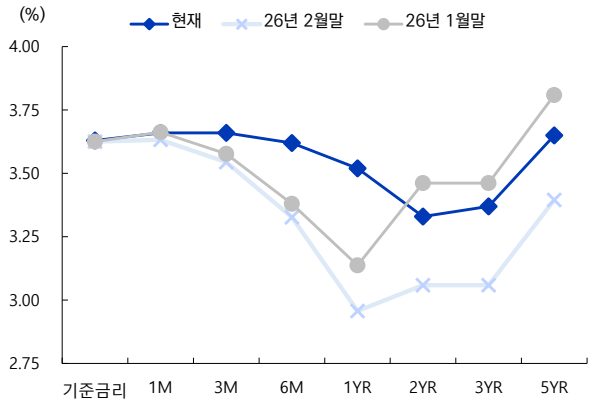
당사는 최근 일련의 이벤트에도 불구하고, 아직은 연준의 연내 기준금리 인하 가능성이 유효하다고 판단. 다만, 최근 일련의 상황들로 기존의 디스인플레이션 기조가 훼손될 수 있는 가능성을 고려해 연내 2회 금리 인하 전망을 1회로 수정. 통화정책 경로는 물가 전개 상황에 따라 상당히 유동적인 시각을 유지

[도표 7] Fed Watch, 2026년 12월 기준 통화정책 확률 분포



자료: FedWatch, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 연준, 내재 정책 금리 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

3월 FOMC 기자간담회 Q&A

Q: 중동 전쟁으로 인한 유가 상승을 일시적 충격으로 보고 지나가야 하는 것인지?

A: 앞으로 에너지발 물가 영향도 일부 나타날 것. 다만, 올해 가장 중요하게 보는 것은 재화물가의 둔화임. 관세에 따른 일회성 가격 상승이 경제를 통과한 뒤 재화물가가 내려와야 실제로 물가 안정에 진전이 있다고 판단할 수 있음. 코어 물가는 약 3% 수준이고, 그중 적지 않은 부분은 관세 영향으로 보임. 에너지 충격을 일시적으로 보는 경우가 많았지만, 이는 기대인플레이션이 잘 고정돼 있다는 전제 하에 가능함

Q: SEP에서 물가 전망 상향에도 왜 올해 여전히 금리 인하 쪽으로 기울어져 있는 것인지?

A: 중간값은 바뀌지 않았으나, 실제로는 인하 횟수를 줄이는 방향의 유의미한 이동이 있었음. 기본적으로는 물가가 기대만큼은 아니더라도 어느 정도 진전될 것이라는 전망이 반영된 결과임. 연중반부터 관세 영향이 가격에 반영된 후, 관세발 물가상승이 둔화되는 모습이 나타나야 함. 그런 진전이 보이지 않으면 금리 인하는 없을 것

Q: 2026년 물가 전망 상향은 전적으로 유가 충격 때문인지, 아니면 다른 요인도 있는 것인지?

A: 유가 충격이 일부 반영된 것은 맞음. 다만 그 외에도 재화물가와 관세 관련 물가에서 기대했던 만큼의 진전이 확인되지 않았다는 점도 반영됨. 물가 전망 상향은 중동 사태만이 아니라, 관세 영향이 경제 전반을 통과하는 속도가 더디다는 점도 반영된 것

Q: 점도표 전망치가 크게 바뀌지 않은 것은 유가 충격을 일시적으로 보기 때문인지, 아니면 다른 요인이 소비와 성장을 둔화시킬 것이라는 우려 때문인지?

A: 아무도 정확히 알 수 없음. 고유가가 오래 지속되면 가처분소득을 줄이고 소비를 압박할 것. 다만 그렇게 될지, 아니면 가격 전가가 예상보다 약할지는 알 수 없음. 이번 점도표는 불확실성이 너무 커서 건너뛰고 싶었다고 말한 위원도 있었을 정도. 경제 자체는 여전히 견조한 상황으로 향후 전개 상황을 지켜봐야 함

Q: 유가 상승이 소비를 위축시키는 효과는 미국 내 에너지 생산 증가로 일부 상쇄될 수 있다는 분석도 있는데, 현재는 어떤지?

A: 미국은 순에너지 수출국이기 때문에, 유가 상승이 고용과 경제활동에 주는 부정적인 효과는 에너지 기업의 수익 증가와 생산 확대 가능성으로 상쇄할 수 잇음. 다만 석유기업들이 단기간의 유가 상승으로 바로 시추를 늘리지는 않음. 의미 있게 높은 유가가 오랜 기간 지속될 것이라는 판단이 있어야 움직일 것. 결국 유가충격은 소비와 고용에 하방 압력을 주고, 물가에는 상방 압력을 주는 방향일 것

Q: 실업률은 대체로 안정적이고, 서비스물가도 여전히 높은 상황에서 물가가 목표치로 돌아갈 것이라고 확신하는 이유는?

A: 현재 기준금리는 중립금리 범위의 상단이라고도 볼 수 있고, 혹은 소폭 긴축적이라고도 볼 수 있음. 현재 기대하는 디스인플레이션의 큰 부분은 관세효과가 소멸되는 것임. 관세영향이 시스템을 통과하는 데 8~12개월 정도 걸릴 수 있음. 재화물가 디스인플레이션이 나타나는지 확인하는 것이 핵심이며, 동시에 노동시장 하방 리스크가 있기에 정책을 지나치게 제약적으로 가져가지 않을 것

Q: 최근 고용지표가 하향 조정되거나 부진했는데, 지금은 물가보다 고용 측면 리스크가 더 큰 상황인지?

A: 어느 한쪽이 다른 쪽보다 더 위험하다고 명확히 말하기 어려움. 실업률은 지난해 여름 이후 소폭 변화하는 데 그쳤고 안정적이었음. 반면 코어 물가는 약 3%로 여전히 2% 목표를 상당폭 웃돌고 있음. 따라서 고용이 물가보다 더 심각하다고 말할 수는 없음. 다만 상당수 위원들은 매우 낮은 일자리 창출 수준을 우려하고 있음. 최근 6개월 정도의 민간부문 고용 증가를 과대계상 조정까지 감안해 보면 순증이 0에 가까운 수준일 수 있음. 고용자 수 BEP도 상당히 낮은 수준. 여기에 이민 감소가 큰 영향을 미쳤다고 판단

Q: 기대인플레이션이 오르는 상황에서 정책 가이던스에 대한 논의가 있었는지?

A: 다음 조정이 금리 인상일 수 있다는 가능성은 이번 회의에서도 논의됐고, 지난 회의에서도 논의됐음. 다만 대다수 위원들에게 금리 인상은 기본 시나리오가 아님

Q: 가계와 기업의 장기 기대인플레이션 괴리가 커졌다는 지적도 있음. 이번 회의에서 이에 대한 논의가 있었는지?

A: 단기 기대인플레이션이 꽤 올라갔다는 점은 다수가 언급. 다만, 연준이 주시하는 시장, 가계조사, 전문가 서베이 등의 장기 기대인플레이션을 전반적으로 보면 여전히 2%와 부합하는 수준을 유지하고 있음

Q: 성장 둔화와 고물가가 동시에 발생하는 스태그플레이션 위험에 대한 논의가 있었는지?

A: 물가는 상방위험이 있고, 고용은 하방위험이 있음. 다만 지금 상황을 스태그플레이션이라고 부르는 것은 부적절. 1970년대 스태그플레이션은 실업률이 두 자릿수이고 물가도 매우 높던 시기였음. 지금은 실업률이 장기균형 수준에 가깝고, 물가는 목표보다 약 1%p 높은 정도임. 따라서 1970년대와는 다른 상황임. 에너지 공급 쇼크 역시 일회성 요인으로 봄

Q: 다음 회의까지 유가가 높은 수준을 유지하면 정책기조가 바뀌는 것인지? 중동 상황이 어떻게 전개되는지가 다음 회의 판단의 핵심이 되는 것인지?

A: 다음 회의까지는 6주가량이 남아 있고, 그 사이 많은 정보를 얻게 될 것. 중동에서 어떤 일이 일어나는지가 경제와 전망에 매우 중요하게 작용할 것임 다만 불확실성이 너무 크기 때문에 단정적으로 말할 수 없음. 다만 미국 경제는 지난 몇 년간 여러 충격 속에서도 놀라울 만큼 견조했음. 이번에도 경제가 상당히 버틸 수 있다는 가능성 역시 열려 있음

Q: 관세 관련 물가상승을 왜 일회성이라고 보는 것인지?

A: 확신하는 것은 아님. 다만 이론적으로는 관세나 에너지 충격은 일회성 가격 상승 요인임. 물론 실제로 경제 전반에 얼마나 빨리, 얼마나 강하게 반영될지는 매우 불확실함. 현재는 관세 영향이 연중반부터 점차 둔화되는 흐름을 보일 것으로 기대. 행정부가 관세를 다시 원래 수준으로 되돌리겠다고 밝힌 만큼 그 또한 반영해서 생각하고 있음

Q: 장기 성장률과 장기 정책금리 전망 상향의 배경은 생산성 개선 때문인지? 그리고 그것이 장기적으로 디스인플레이션 요인이 될 수 있는 것인지?

A: 성장률 전망 상향에는 생산성 개선이 어느 정도 영향을 미쳤음. 생산성은 이미 몇 년 전부터 의미 있게 높아졌고, 생성형 AI가 본격적으로 반영되기 전부터 그런 흐름이 있었음. 앞으로 생성형 AI도 생산성 향상에 기여할 가능성이 큼. 다만 단기적으로는 데이터센터 건설 확대가 각종 재화와 서비스 수요를 자극해 오히려 물가를 높이고 중립금리를 올릴 가능성이 있음. 따라서 생산성 향상이 곧바로 금리 인하나 즉각적인 디스인플레이션으로 이어진다고 단정할 수 없음. 장기적으로 잠재성장률을 높인다면 물가 안정에 도움을 줄 수는 있지만, 결국 수요와 공급 중 어느 쪽이 더 빠르게 늘어나는지에 달려 있음

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.