

Strategy Idea

9월 FOMC 인상? 아직 가봐야 한다



채권/자산배분

Analyst 윤여삼

yeosam.yoon@meritz.co.kr

- ✓ 잭슨홀 컨퍼런스 워시 의장 발언 매파적 해석, 9월 금리인상 확률 큰 폭으로 증가
- ✓ 인플레이션 통제 관점에서 1~2차례 인상은 건전한 대응일 수 있다는 의견 vs 큰 폭으로 증가하고 있는 부채의 양을 감안할 때 금융취약성을 높일 수 있는 위험도 무시할 수 없어
- ✓ 9월 FOMC에서 금리인상을 단행이 채권시장 자경단 후퇴와 시장금리 하락으로 연결되면 잡음 떨어낼 수 있으나 기대대로 움직이지 않을 경우 위험자산 더 위험해질 수 있어 주의 필요

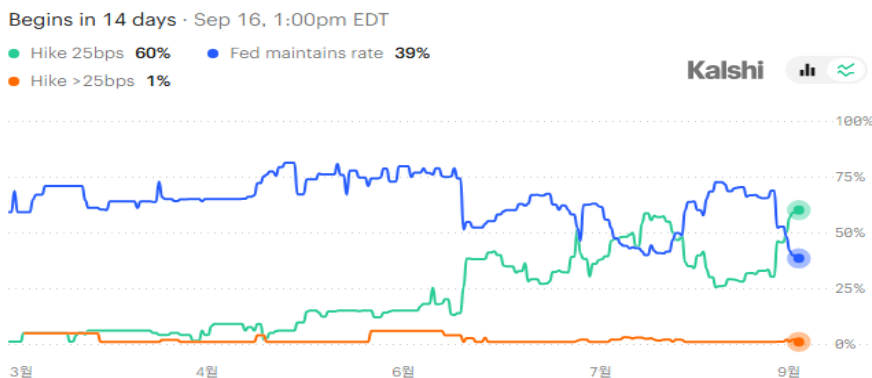
잭슨홀 컨퍼런스 워시 발언 그대로 인정하면 미국 9월 인상

잭슨홀 컨퍼런스 이후 9월 FOMC에서 연방금리가 인상될 것이라는 기대가 확산되고 있다. 당사 9월 1일자 '전략공감(이승훈): Warsh 의장 잭슨홀 연설의 2가지 시사점'에서 내용들을 정리했지만, 우리는 아직 동결 의견을 유지 중이다.

우리가 예상했던 미국 경기흐름은 8월 확인된 결과 고용의 양적(non-farm) 질적(임금) 위축과 소비의 위축이 모두 확인되었다는 점에서 당위론적으로 동결 의견을 유지하는 것이다. 유가만 아니었다면, 실제 동결이 유력했을 것이다.

사실 연준의장이 인플레이션 부담을 강조하면서 '해야 할 일이 있다'는 것은 인상 시그널로 받아들일 공산이 크나 FOMC 회의를 둘러싼 배경에 많은 불확실성 요인들이 존재하고 있다는 점에서 신중에 신중을 기하고 있다.

그림1 잭슨홀 컨퍼런스 이후 베팅사이트 9월 인상 확률 60%로 상승



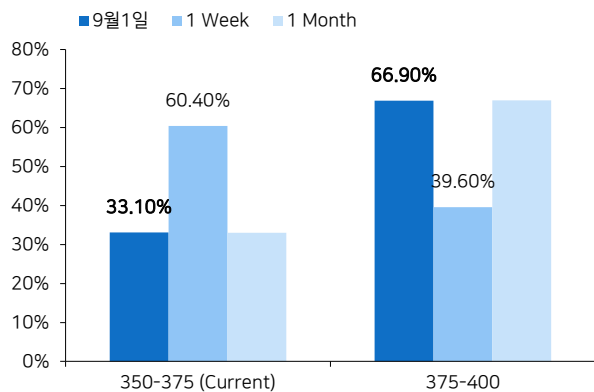
자료: Kalshi(9월 1일까지 데이터)

유명 베팅사이트인 Kalshi에서는 잭슨홀 직후 9월 인상확률이 58%까지 치솟았고, 9월 1일까지 유가가 오르자 60%까지 올랐다(그림 1). 위시 의장이 잭슨홀에서 포워드 가이드스(?)를 주기전까지는 8월 주요지표 확인 이후 동결 확률이 70%를 넘었었다. 고용과 소비의 둔화를 두고 우리는 의미 있는 전환점으로 보고 있으나, 위시 의장은 ‘미국 경제활동은 더욱 강화되었다’고 잭슨홀에서 평가했다.

CME에서 통화정책 기대를 제시하는 툴(tool)에서도 9월 인상 확률을 1주일전 40%가 안된다고 보았으나 지금은 66%까지 높였다(그림 2). 이는 OIS 선도금리 반영된 기대치에도 그대로 적용되어 67%의 인상 기대를 반영 중이다(그림 3). 12월까지 연방금리 인상 기대는 현 수준유지가 불과 10%, 1번 인상 39%에 2차례 이상 인상 기대가 50%를 넘어섰다(그림 4).

올해 2월 전쟁이 발발하기 이전 연내에만 2차례 인하가 가능하다고 기대했던 경로는 반기 이후 ‘1차례 정도 인상이 가능하다’에서 잭슨홀 이후 ‘2차례까지 각오해야 하나’로 기대가 높아지고 있다(그림 5).

그림2 잭슨홀 컨퍼런스 직후 9월 인상 확률은 66.9%



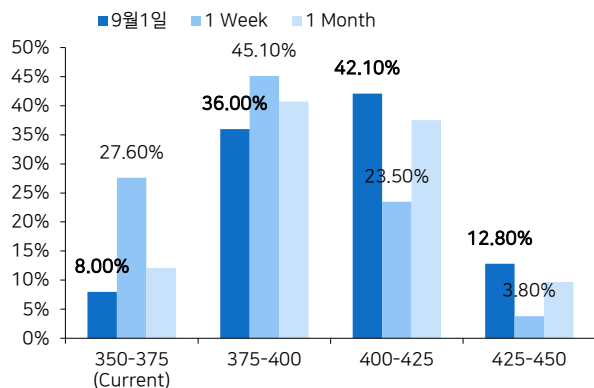
자료: CME Fed Watch-Tool, 메리츠증권 리서치센터

그림3 연방금리선물 역시 9월 인상 확률 유사하게 베팅



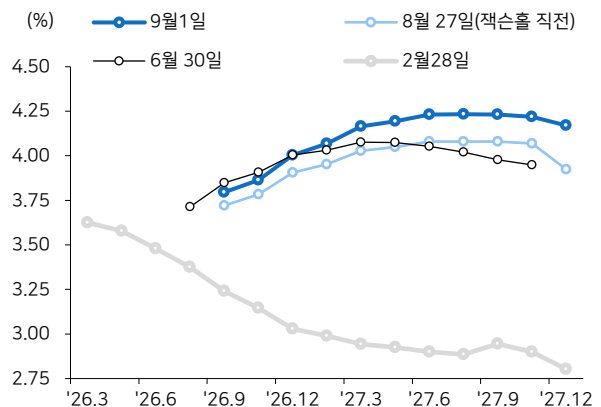
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 12월 연방금리 2차례 이상 인상 기대가 55% 반영



자료: CME Fed Watch-Tool, 메리츠증권 리서치센터

그림5 연방금리선물, 연초 인하기대 vs 현재 2차례 인상 반영



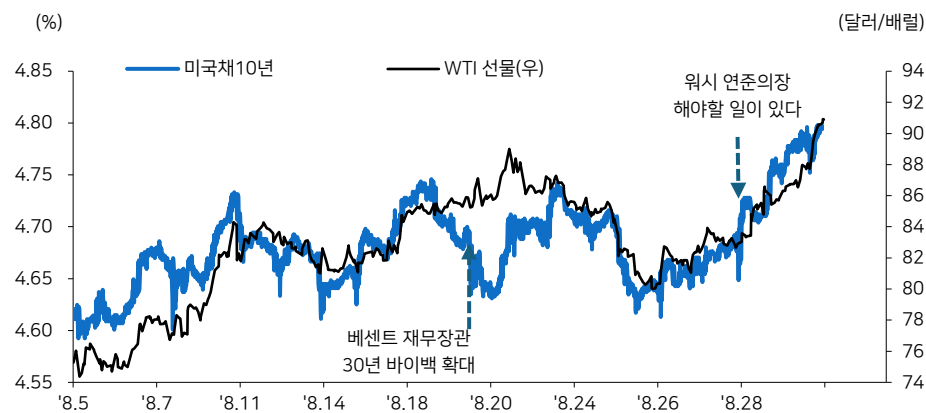
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

많은 투자자들이 필자에게 연준이 금리를 꼭 올려야 하나를 반문하는데, 우리는 겉으로 보이는 양호함대비 내면의 취약성을 감안하여 연내 동결 전망을 현재까지도 고수하고 있다. 현재 인상기대가 고조되었음에도 9월 FOMC까지 확인될 지표 기반 동결을 결정한다면, 연내 인상기대는 재차 균형을 찾을 수 있다.

그렇지만 당장 7월 이후 80달러 중반까지 반등한 유가는 공급충격이라고 해도 인플레이션 부담을 계속 자극하고 있다(그림 6). 우리가 8월 예측했던 것 중 가장 중요하면서도 예상대로 흐르지 않은 것이 유가이다. 현재도 미-이란 군사적 긴장 감은 높게 유지되고 있어 유가가 시장금리를 지배하고 있다.

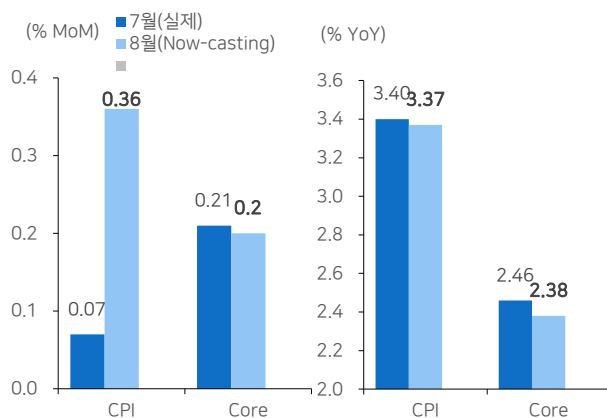
유가 영향이 크다고 하나 FOMC 5일전 확인될 8월 CPI는 전월대비 0.3% 이상 반등할 전망이다(그림 7). 워시 의장이 인플레 타겟은 주거비 비중이 큰 CPI가 아닌 PCE라고 명확하게 한 만큼 연간으로 헤드라인 근원 모두 3%대에 머물 것으로 보이는 물가의 부담은 인정한다(그림 8). 우리가 예상하는 것과 달리 해당 근거 기반 단순하게 생각하면, 9월 FOMC에서 연방금리 인상이 단행될 수 있다.

그림6 바이백과 잭슨홀 소화에도 여전히 유가의 시장금리 지배력 유지



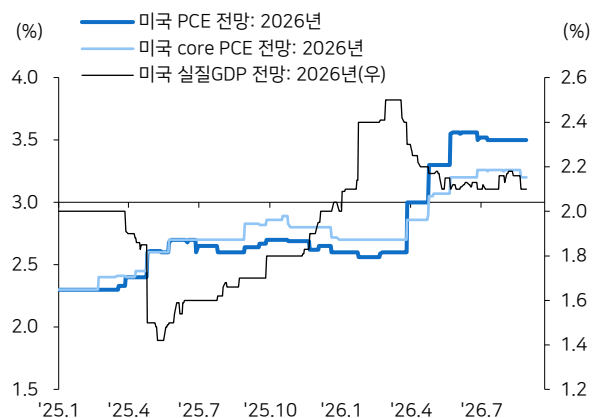
자료: Bloomberg(1개월 일종차트), 메리츠증권 리서치센터

그림7 8월 CPI는 유가반등 영향으로 mom 0.3% 이상 상승



자료: CV Fed Inflation Nowcasting, 메리츠증권 리서치센터

그림8 3% 넘는 PCE 물가와 2%가 넘는 성장의 부담



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

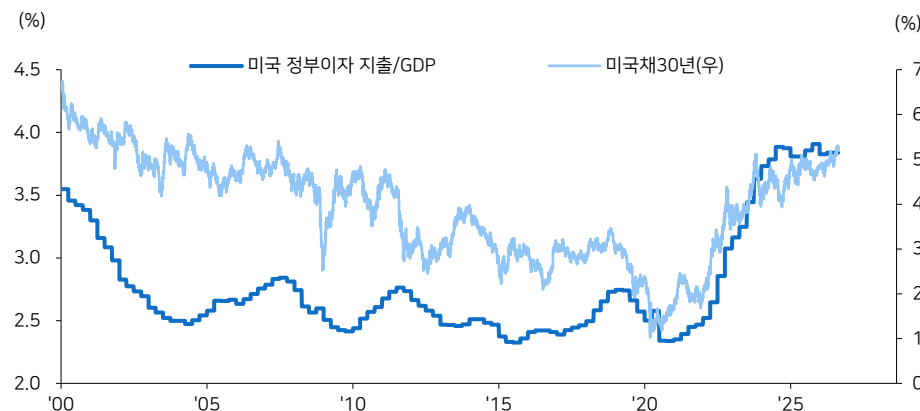
미국 정부와 AI 투자 부채의 부담, 연준의 금리인상 신중할 이유도 존재

현재 9월 FOMC 금리인상을 두고 일각에서는 통화정책 불확실성 해소 차원에서 ‘맞을 때를 맞는 것이 오히려 낫다’고 주장한다. 우리는 주목하는 것은 과연 올리고 나서 ‘이게 끝일까?’하는 의문이 따라붙는 것을 경계하는 것이다.

현재도 연말까지 2차례 인상 기대가 50%를 넘어섰는데, 실제 인상을 단행하면 채권 자경단들이 ‘그래 이제 인상했으니 우리가 물려서야겠다’라고 할까? ‘아니야 한번 인상하려고 인상하지는 않았겠지’가 무서운 것이다. 현재 물가를 보면 근원물가와 슈퍼코어, 추세 물가 모두 수요가 주도하는 것이 아닌 유가중심 공급부담이라는 점에서 전쟁이 마무리되기 전까지 긴축우려는 지속될 수 있다.

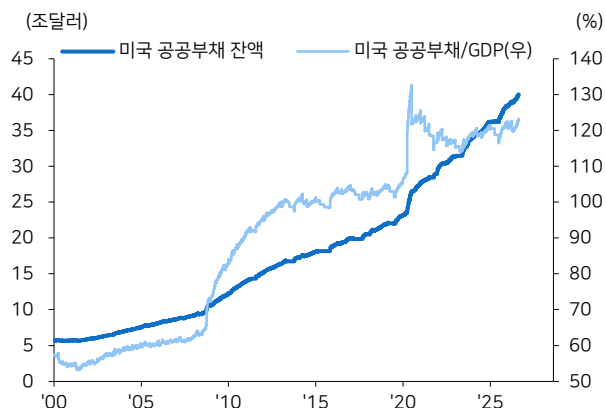
‘연준이 겨우 0.25%p(25bp) 금리를 올리는 것이 그렇게 대수냐?’는 반문에 현재 미국의 막대한 부채와 AI 투자발 조달압력이 높은 상황에서 긴축의 민감도가 높을 것에 대한 고민이다. 베네통 재무장관은 8월 바이백 실시 이후에도 잡히지 않는 미국금리는 두고 연일 ‘웬찮다’는 발언은 쏟아내고 있다.

그림9 미국 정부 이자부담액 증가는 부채의 규모뿐만 아니라 금리가 높은 것이 핵심



자료: UST, US BEA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 40조달러 규모 vs 부채/소득은 펜데믹 때보다 낮아



자료: UST, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림11 트럼프 행정부 재정적자 관리하고 있어도 금리가 올라



자료: UST, US BEA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 공공부채 40조달러에 GDP 125%라는 규모도 규모지만, 현재 GDP의 4%에 육박하는 ‘이자부담액= 부채량*금리’이라는 측면에서 연준의 긴축이 부담인 것이다(그림 9). 지난 2년간 연방금리를 175bp나 낮추었음에도 늘어난 부채와 고금리 장기화 스트레스는 이자부담액을 낮추지 못했고, 베센트 재무부의 GDP 5%대 재정적자 관리에도 장기금리는 치솟고 있는 것이다(그림 11).

여기에 AI 투자관련 지난해 1조달러도 되지 않았던 총부채(장부+부외부채)가 3조달러에 육박하며 급증하고 있다. 직접조달 측면에서 올해 투자등급 회사채 발행이 지난해 1.8조달러에서 올해 2.4조달러로 무려 30%나 늘어나는 민간의 구축효과까지 고려하면, 연준의 금리인상은 미국채만의 문제가 아니다.

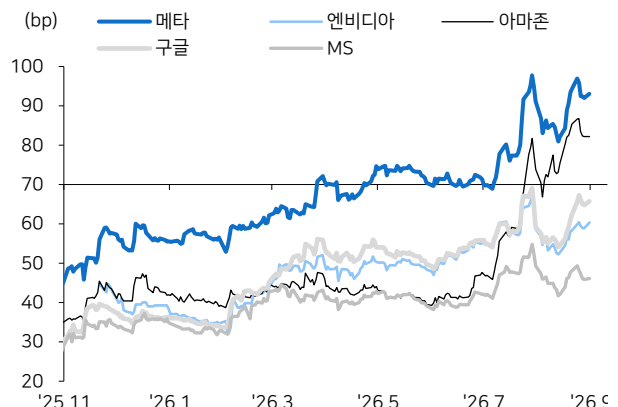
저신용 채권의 스프레드 확대(그림 12)와 하이퍼스케일러들의 CDS 확대(그림 13) 역시나 현재 금리에 대한 민감도가 얼마나 높은지 확인할 수 있는 근거들이다. 금융위기 이후 수익추구에 몰두한 시장은 위험에 둔감해졌고, 밸류에이션과 실물경기대비 괴리차는 1920년 이후 최고치이다(그림 14, 15).

그림12 저신용 채권시장 통화긴축 부담 유입 중



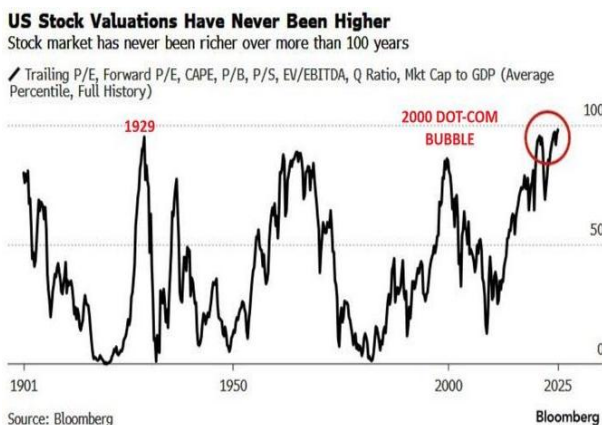
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 하이퍼스케일러 CDS는 부채 불안의 근거



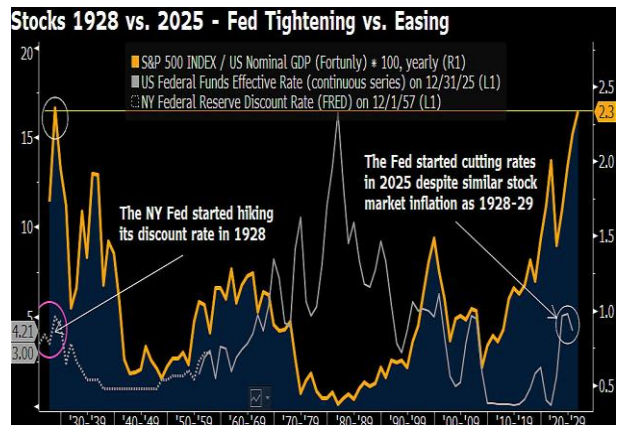
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 미국증시 밸류에이션 역사적 고점 영역



자료: Bloomberg Economics

그림15 실물대비 자산가격 고평가, 금리민감도 높을 수 있어



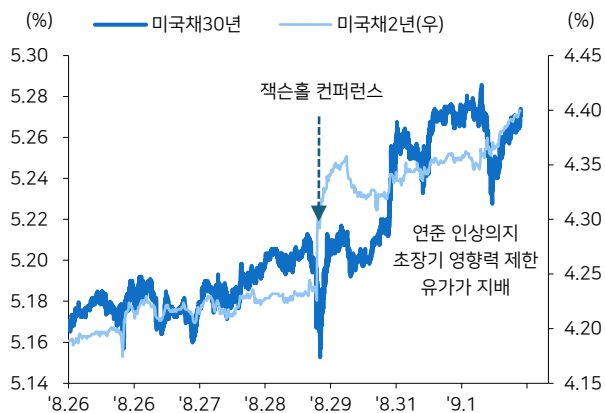
자료: Bloomberg Economics

부채규모가 무섭다고 인플레이션이 가장 중요한 통화정책이 할 일을 하지 않는 것은 말이 안된다. 그렇지만 현재 인플레이션이 유가에 따른 공급충격이 메인이라면 통화정책은 더욱 신중성을 요구한다.

잭슨홀 컨퍼런스 당일 미국채2년과 30년 금리의 움직임을 보면 워시 매파발언이 2년 금리를 11bp나 끌어올린 반면, 2시간 정도 일시적으로 30년 금리를 5.15%까지 6bp 정도 낮추었다. 그러나 그날 30년 금리 증가는 전일대비 1bp 상승으로 마무리되며 낙폭을 되돌렸다(그림 16). 그리고 9월 들어와 유가에 끌려 2년과 30년 공히 레벨을 높이고 있다.

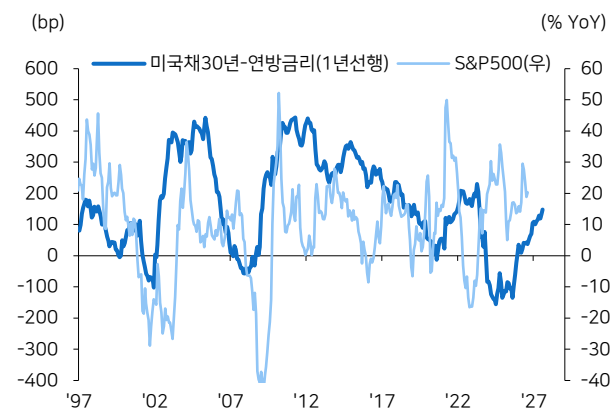
9월 연준이 금리를 올린다면, 인플레이션에 대한 대응이 장기금리 안정에 도움이 될 수 있다고 다수가 기대하지만, 필자는 그렇게 보지 않는다. 9월 연준의 금리인상이 장기금리 하락에 영향을 미친다면, 필자는 주식을 중심으로 위험자산이 조정을 받는 반사이익에 무게를 둔다. 일반적으로 경기위축기 금리와 주가가 같이 하락하지만, 2022년 긴축은 주가에 부담을 주었다(그림 19).

그림16 금리인상 의지가 장기금리 반락으로 이어지지 않아



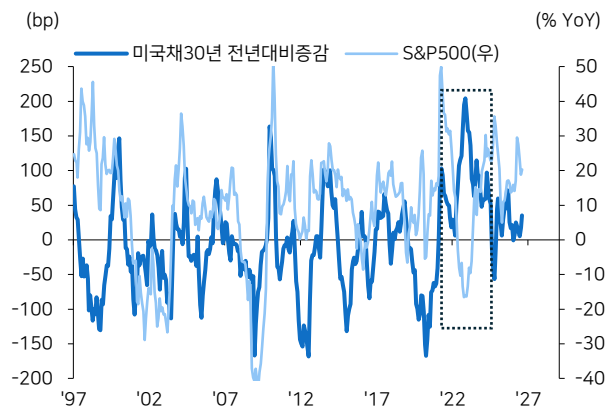
자료: Bloomberg(10일 일종차트), 메리츠증권 리서치센터

그림17 초장기 스프레드 주가에 부정적이지 않을까 싶지만...



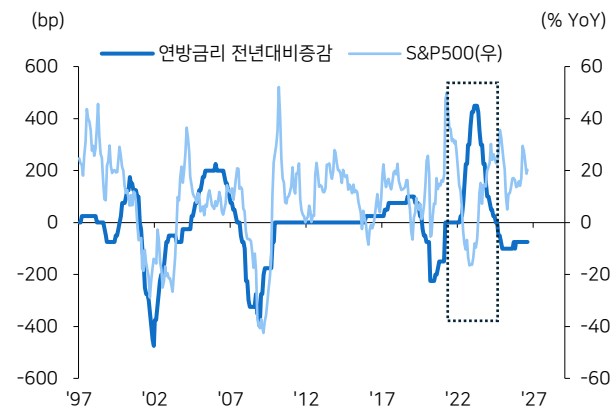
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 전년대비 30년 금리상승 강도도 높지 않은 편



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 통화정책 적당히 완화, 강한 긴축만 아니면 돼?



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이번 연준이 인상에 나서더라도 단기 인플레이션 대응 차원에서 1~2차례에 머물 것인데 그렇게 두려워할 것이 아니라고 하나 절대금리가 4%대로 올라서는 것이다. 2022년 연준의 긴축 실시 이후 무려 5년에 가까운 시간동안 고금리 장기화가 심화되는 이슈이다. 1~2차례 인상에 불가하다고 말할 수 없다.

팬데믹 이전 2018년 연준이 금리인상을 단행하던 시기 3.0%까지 갈 수 있다는 리스크를 감안 미국채30년 금리는 3%를 일부 초과했지만, 2.5%에서 마지막 인상이 될 수 있다는 기대에 장기금리는 정점을 확인했다. 이후 2019년 생각보다 미국경기 둔화가 심화될 수 있다는 신호에 본격적으로 장기금리는 반락했다(그림 20).

2024년 이후 연준이 무려 175bp나 금리를 낮췄음에도 양호한 미국경제와 확대재정으로 늘어나는 부채부담으로 초장기금리는 하락하지 못했다(그림 21). 이번에 연준이 금리를 올리면 장기금리가 안정될 것이라고 장담할 수 없다. 연준 인상만으로 CFTC 투기적 포지션에서 헷지펀드들의 초장기채 매도가 줄어들다면 긍정적인 일 수 있으나, 그들 역시 위험자산 조정을 먼저 볼 것이다(그림 22).

그림20 마지막 인상이고 경기에 부담이어야 장기금리 반락



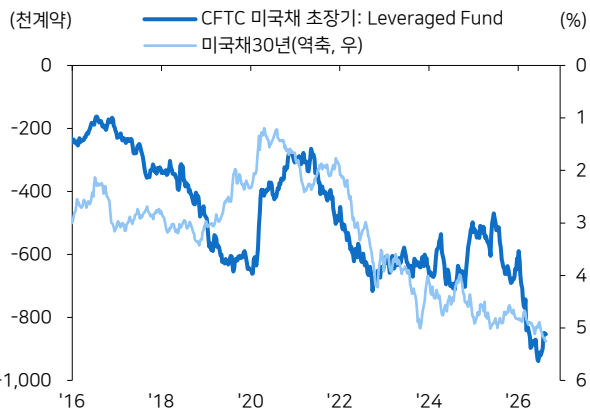
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 지난 2년간 금리를 낮췄도 장기금리 하락하지 않았다



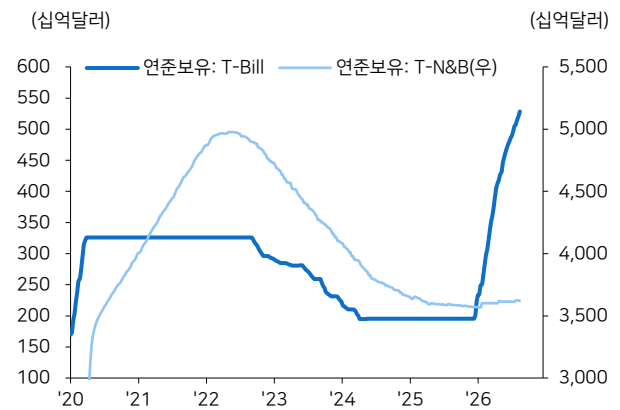
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 정책이 효과를 거둔다면 자경단 포지션 줄어야 할 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 연준 대차대조표가 아니더라도 수급부담 축소 필요



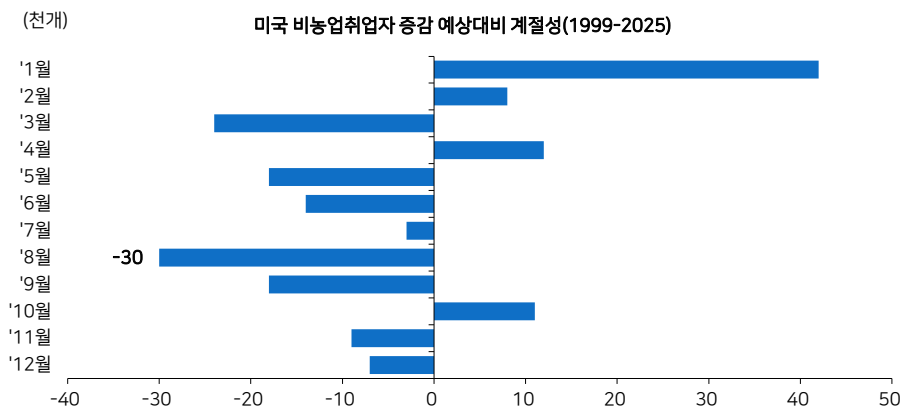
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

결과론적으로 9월 FOMC 금리동결보다 인상이 채권시장에 부정적이지 않을 수 있다. 그 대가가 위험자산의 조정이라고 한다면, 정책당국자보다 정치인들의 부담이 높을 수밖에 없는 현실이다. 트럼프 대통령과 베센트 재무장관이 SNS에 위시 의장이 금리를 올리지 않을 것이라고, 압박하는 것은 연준의 독립성 훼손의 심각성에도 너무 아무렇지 않게 공개되고 있는 것이다(그림 25, 26).

미국 금리인상 확률을 보면 배는 이미 기운 것이 아닌가 싶지만, 당장 이번 주 4일(금) 미국 8월 고용지표 결과와 11일(금) 소비자물가 결과가 중요하다. 이번에도 실업률은 현 4.1%에서 안정적일 것으로 예상되나 비농가취업자증감은 5.5만명으로 지난달 마이너스보다는 개선될 것이라고 한다.

계절적으로 8월이 예상보다 일자리가 위축되는 경향이 심한 것을 고려할 때 우리는 9월 FOMC 이전 동결의 근거가 마련될 수 있는 것을 기대하고 있다(그림 24). 베센트 재무장관도 SNS에 작성했지만, 물가확산 경로가 현 수준에서 연준이 금리를 인상하는 것이 맞는지 9월 16일까지 확인이 필요하겠다.

그림24 역사적으로 8월은 미국 고용지표가 예상보다 부진한 계절성 주목



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림25 트럼프 위시 의장 매파 발언에 대한 압박 표명



자료: X(Nick Timiraos)

그림26 베센트 물가확산 경로 아직 불명확하다고 정책 개입



자료: X(Nick Timiraos)

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.
