2025년 5월 8일 | Global Asset Research

BondView

[5월 FOMC] 조기 금리인하는 없다

Fixed Income

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Analyst 김상훈 sanghun.kim@hanafn.com
RA 허성우 deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

높아진 금리인하 문턱

5월 FOMC는 시장 예상대로 정책금리를 만장일치로 동결했고 (4.25~4.50%), QT 역시 3월에 발표한 축소된 규모로 지속할 것을 밝혔다.

성명서는 3월과 대동소이한 가운데 2가지 변화가 있었다. 첫째는 경제전망 불확실성 정도를 상향조정했다 (Uncertainty the economic outlook has increased 'further'). 둘째는 이중책무 위험이 (높은 실업률과 높은 인플레이션) 모두 증가했다고 판단한 것이다 ('have risen').

물론 과거 무역전쟁 때와 마찬가지로 성명서에 '관세 (tariffs)' 용어는 사용하지 않았다. 하지만 기자회견 모두발언부터 관세 단어는 바로 등장했다. 또한, 성명서에 전반적으로 경기 판단을 견조하다고 (solid) 표현했는데, 이는 작년 1월부터 반복적으로 사용된 용어로 이번에 특별히 낙관적으로 바뀌었다기보다 기존 표현을 유지한 것으로 해석하는 것이 적절하다고 사료된다.

즉, 현재까지 양호한 경제 상황에서 성명서를 통해 향후 관세정책의 양면성을 부각시킨 만큼 시장 참여자들은 기자회견을 통해 통화정책에 대한 힌트를 얻으려 했다. 하자만 파월은 3월과 같은 입장을 반복하는데 그쳤다.

이에 금융시장 반응도 크지 않았다. FOMC 결과 발표 직전에 OIS 내재금리는 올해 7월을 시작 (0.9회)으로 연말까지 3차례, 내년 3월까지 4차례 인하를 반영했는데, 기자회견 종료 이후에도 7월을 시작 (0.9회)으로 연말까지 3회, 내년 3월까지 4회 인하 반영을 유지했다.

단, 기자회견이 성명서보다는 매파적으로 해석되면서 7월 인하 반영 정도가 소수점 둘째자리 기준으로 소폭 하락했고, 미국채 2년물과 10년물 금리도 성명서 발표 직후 대비로는 낙폭을 축소했다. 조기 금리인하 기대에 대한 실망감으로 2/10년 장단기 금리차는 소폭 축소됐다.

주지하다시피 파월은 Wait and See의 신중한 입장을 유지했다.
- "우리가 어떤 대응이 맞는지는 더 많은 데이터를 보기 전까지 알 수 없다"
- "우리는 인내심을 가질 수 있다고 생각하며, 데이터를 지켜볼 것이다"
- "지금 판단하기엔 너무 이르기 때문에 서두를 이유는 없다고 본다"

그럼에도 불구하고 시장이 비둘기파적이지 않았다고 평가한 점은 다음과 같다.
- "앞으로 최소 1년간 연준의 목표에 대한 진전이 없을 수 있다"
- "1분기 성장률에 왜곡이 있었지만 여전히 견고하며, 향후 상향 조정될 것으로 보인다"

이와 함께 3월 기자회견에서는 경기침체 확률이 다소 높아졌고, 관세발 인플레이션이 일시적이라는 표현들을 사용했다면 이번에는 일시적 용어가 배제되면서 인플레이션 억제에 더 집중하는 모습을 보였다. 또한, 실업률 상승을 어느 정도까지 감내할 수 있는지에 대한 질문에도 구체적인 수치를 제시할 수 없다고 답하면서 이중책무 중 하나가 다른 하나보다 더 큰 주의를 요구하는 상황이 되어야 한다는 답변으로 대신했다. 그러면서 노동참가율은 좋은 수준에 도달했다고 평가해 조기 인하 장벽이 예상보다 높음을 시사했다.

금리 반등 시 분할매수 전략 권고

하나증권은 스태그플레이션 자료 (4/23)를 통해 미국채 10년물 금리 분할매수 구간을 4.3% 초중반으로 제시했다. 이는 성장과 물가를 통한 적정레벨 추정 자료 (3/26)에서 제시한 4.26%와도 유사한 레벨이다. 즉, 4.3% 부근에서 매수 의견을 유지한다.

베센트 재무장관은 FOMC 결과 발표 직전에 SLR 규제 완화를 최우선 순위로 삼고 있다고 (SLR reform is high priority for financial regulator) 밝혔다. 이는 은행 총 익스포저 대비 핵심 자본 비율을 측정하는 SLR 산식의 분모에서 미국 국채 제외 가능성을 의미한다. 이렇게 되면 은행들은 미국 국채를 더 많이 보유해도 SLR 이 낮아지지 않아 규제 부담이 줄어들고, 트럼프 행정부가 강조한 미국채 10년물 금리를 하향 안정화 하는데 도움이 될 수 있다.

위 조치 시행 시 미국채 10년물 금리는 다시 4.0% 하회를 시도할 것으로 예상되며, 상호관세 부과 이후 이슈가 되었던 본드스왑 스프레드도 역전 폭 축소 (widening) 포지션들이 구축될 것으로 전망한다.

반면, 미국의 3월 물가가 낮게 발표됐음에도 불구하고, 클리브랜드 연은 Nowcast와 연준은 4월 근원 물가가 여전히 높은 수준에 머물러 있을 것으로 추정하고 있다. 이에 연준은 이중책무 중에서 기대인플레이션 등 물가 억제를 우선시할 가능성이 높다고 판단한다.

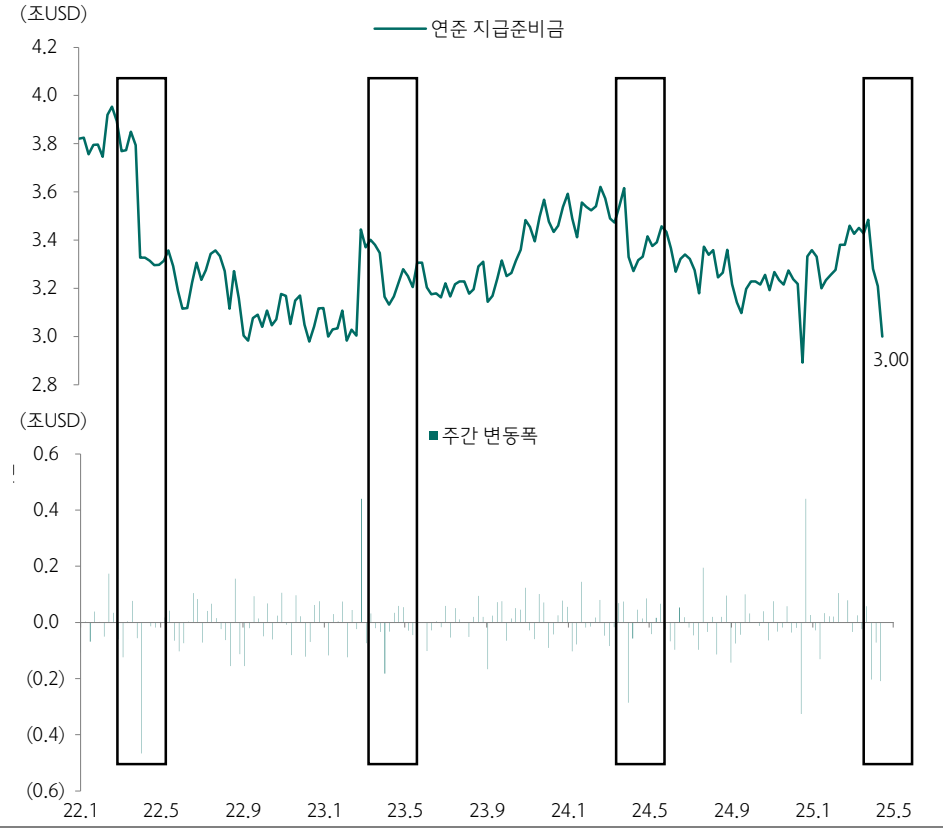
또한, 연준 B/S 부채 계정 중에 하나인 지급준비금은 3조 달러까지 빠르게 감소했다. 물론 4월 중순 (15일 전후)는 미국의 납세 기간으로 개인과 기업의 현금 수요는 연준에 예치되어 있는 현금을 감소시킨다. 지난 3년 패턴을 감안하면 지준은 납세 기간 이후에 2천억달러~4,500억 달러 정도 감소하는데 이번에도 3주 중에서 2주 동안은 각각 2천억달러씩 감소했다.

또한, 재무부는 세수 확보로 연준 부채 계정 중 하나인 TGA를 늘리게 된다. 2024년에는 약 3,920억달러 유입이 됐고, 이는 시장 유동성을 줄이는 요인이다. 더불어 X-date가 8월 초로 예상되는 만큼 정부는 현금 잔고를 늘려야 하는 상황이다. 이번 납세 기간에도 TGA는 3천억 달러 이상 증가했다.

물론 납세 기간이라는 계절성을 감안할 필요가 있다. 그럼에도 불구하고 3월에 이미 연준은 QT 규모를 줄였고, 뉴욕 연준도 QT 중단 또는 감속 시나리오로 1차: 지준 3조달러, 2차 2.5조 달러라고 공개시장조작 보고서를 작성한 바 있다.

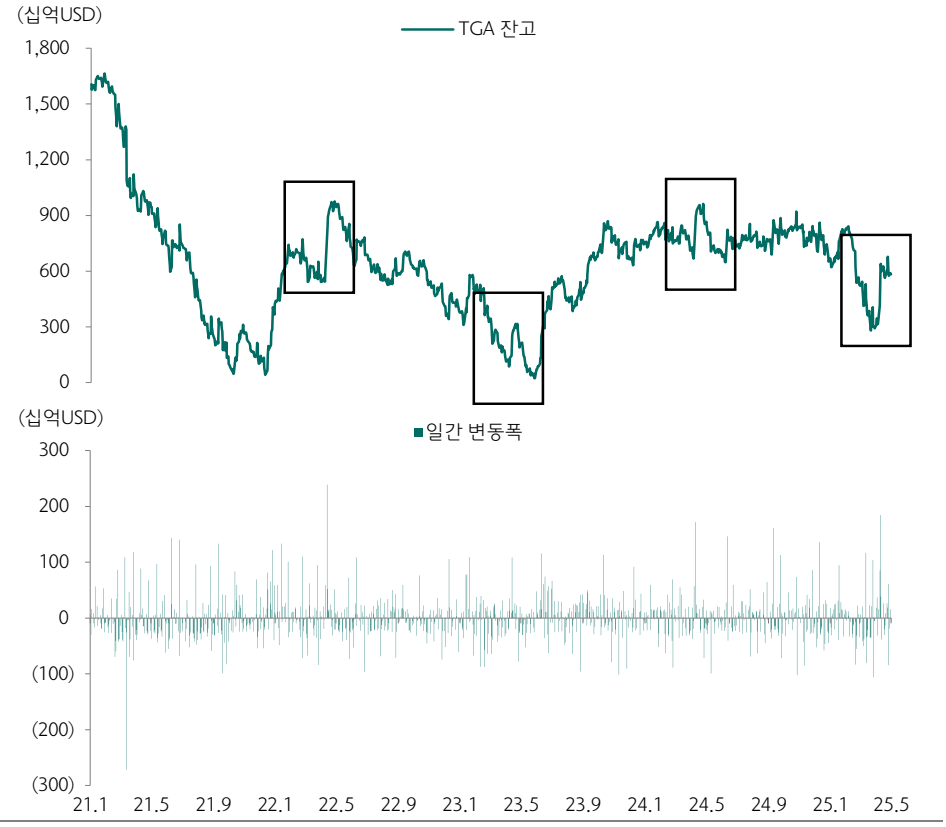
종합하면 트럼프 정책의 하드데이터 반영 확인 또는 규제 완화 발표 전까지 미국 장기 국채의 극적인 방향성 베팅보다는 금리 반등 시 분할매수 대응이 적절하다고 판단한다.

도표 1. 최근 4년간 납세기간 전후 지급준비금 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 최근 4년간 납세기간 전후 TGA 잔고 추이



자료: Bloomberg, 하나증권