



2023년 3월 23일 | Global Asset Research

BONDView

[3월 FOMC] 당분간 시장과 괴리 확대

Firming 용어 등장 시사점

3월 FOMC는 지난해 3월부터 시작된 이번 인상 사이클 중 처음으로 스왑시장이 25bp 인상 확률을 100% 반영하지 못한 회의였다 (80%). 이전 불확실성은 인상 폭에 대한 고민이 었지 베이비스텝에 대해서는 100% 반영해왔기 때문이다 (그림1). 단, 연준은 시장의 80% 예상대로 정책금리를 4.75~5.00%로 25bp 인상했다 (만장일치).

시장이 주목했던 금융안정과 물가안정에 대한 연준의 무게는 우선 성명서에 금융안정 관련 새로운 문구가 물가안정 앞부분에 추가됐다는 점과 ‘지속적인 금리인상이 적절하다’ 문구 삭제 및 ‘일부 추가적인 정책 긴축이 적절하다’는 문구로의 대체 등을 미루어 볼 때 당분간 전자에 무게를 둘 가능성이 높다고 평가한다.

물론 향후 정책 경로에 대한 불확실성은 전혀 제거되지 않았다. firming이란 단어를 새롭게 사용하면서 올해 점도표 중간값을 유지한 점이 추가 인상 가능성을 열어둠과 동시에 인상 막바지 인식을 함께 심어줬기 때문이다. 참고로 지금과 주택가격 사이클 및 금리인상 폭이 유사했던 2004~06년 사이클에서 ‘firming’은 2005년 12월에 첫 등장했다. 이후 다음해 6월까지 5차례 (125bp) 인상이 있었지만 그 사이 변화들을 주목할 필요가 있다. 12월의 firming은 some further policy와 likely to be needed가 함께 사용됐다. 이후 1월에 likely to be가 may be로 변경됐다. 5월에는 may yet be로 변경됨과 동시에 ‘such firming에 대한 범위와 시기는 incoming information에 좌우될 것이라 강조한다’는 문구가 새롭게 등장했다. 마지막으로 6월에는 2번 활용된 firming을 다시 한 차례로 줄이면서 any additional firming that may be needed로 변경됐다. 위 경로 중에서 이번 성명서의 some additional policy firming may be와 비교해보면 시장으로 하여금 점도표 이상의 금리인상은 없을 수 있겠다는 의미로 받아들이기에 충분했다는 판단이다.

하지만 기자회견을 통해 2% 물가 회복 경로가 멀고도 험하며, 물가안정을 위해 추가 인상이 필요할 경우 그렇게 할 것이라는 기존 입장을 고수했고, 연내 인하 가능성 질문에 그렇지 않다고 일축시킨 점들은 여전히 시장의 인하 시점/폭 반영과 괴리를 보여줬다.

꽃놀이패 구간

연준은 점도표를 제공하긴 했지만 ECB와 마찬가지로 회의 때마다 데이터 보고 결정하겠다는 입장과 금융안정/물가안정 두 마리 토끼를 모두 신경 쓰겠다는 입장을 확인시켜줬다. 금리 인상 막바지에 직면할 수 있는 경기둔화와 신용경색 우려가 작년 4분기부터 수면 위로 떠오르기 시작했다. 만약 추가 인상 이후 금융불안이 극대화 될 경우 연준은 금리인하가 불가피하며, 이는 국채 강세 재료이다. 만약 유동성 공급과 HFL 조합이 나타난다 하더라도 경기둔화 속도를 지연시키는 것뿐이기에 국채는 여전히 매력적이다.

다만, OIS 내재금리가 반영 중인 연내 80bp 인하를 뒷받침할 정도로 주요 경제지표가 무너지지 않는다면 미국채 10Y금리는 3.3% 중반이 적정레벨이라 판단한다.

Investment Strategy

Fixed Income



채권 김상훈
02-3771-7511
sanghun.kim@hanafn.com

RA 허성우
02-3771-9037
deanheo@hanafn.com

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.

그림 1. 3월 FOMC는 이번 인상 사이클 중 25bp 인상을 100% 반영하지 못했던 첫 사례

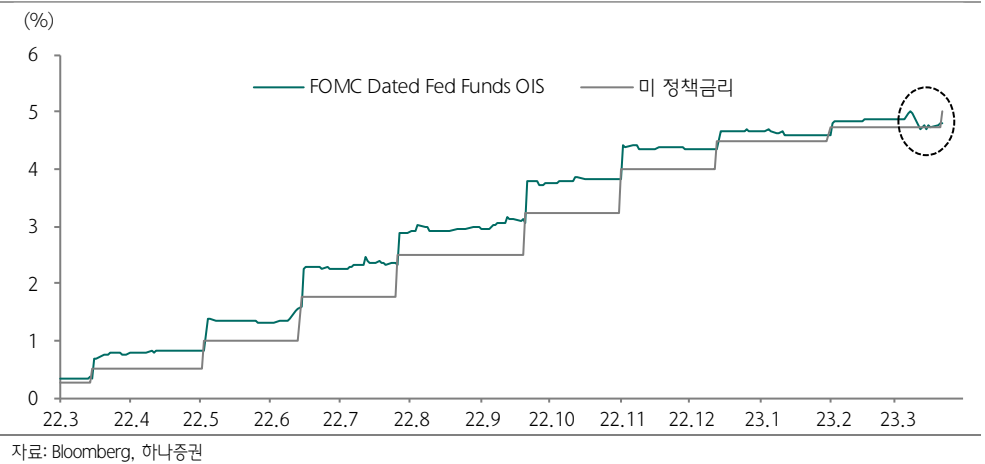


그림 2. 2005년 12월 FOMC 성명서에 등장한 firming

The Committee judges that some further measured policy **firming** is likely to be needed to keep the risks to the attainment of both sustainable economic growth and price stability roughly in balance. In any event, the Committee will respond to changes in economic prospects as needed to foster these objectives.

자료: Fed, 하나증권

그림 3. 2006년 1월 FOMC 성명서에서 변형된 firming

The Committee judges that some further policy **firming** may be needed to keep the risks to the attainment of both sustainable economic growth and price stability roughly in balance. In any event, the Committee will respond to changes in economic prospects as needed to foster these objectives.

자료: Fed, 하나증권

그림 4. 2006년 5월 FOMC 성명서에서 변형된 firming

The Committee judges that some further policy **firming** may yet be needed to address inflation risks but emphasizes that the extent and timing of any such **firming** will depend importantly on the evolution of the economic outlook as implied by incoming information. In any event, the Committee will respond to changes in economic prospects as needed to support the attainment of its objectives.

자료: Fed, 하나증권

그림 5. 2006년 6월 FOMC 성명서에서 변형된 firming

Although the moderation in the growth of aggregate demand should help to limit inflation pressures over time, the Committee judges that some inflation risks remain. The extent and timing of any additional **firming** that may be needed to address these risks will depend on the evolution of the outlook for both inflation and economic growth, as implied by incoming information. In any event, the Committee will respond to changes in economic prospects as needed to support the attainment of its objectives.

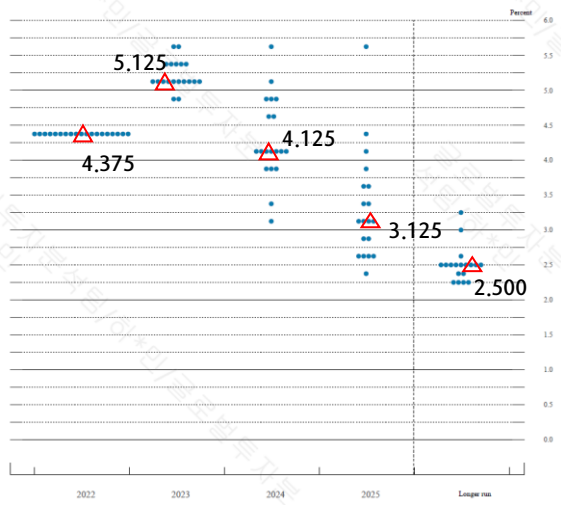
자료: Fed, 하나증권

그림 6. 이번 3월 FOMC 성명서에서 등장한 firming

The Committee anticipates that some additional policy **firming** may be appropriate in order to attain a stance of monetary policy that is sufficiently restrictive to return inflation to 2 percent over time. In determining the extent of future increases in the target range, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments. In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in its previously announced plans. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.

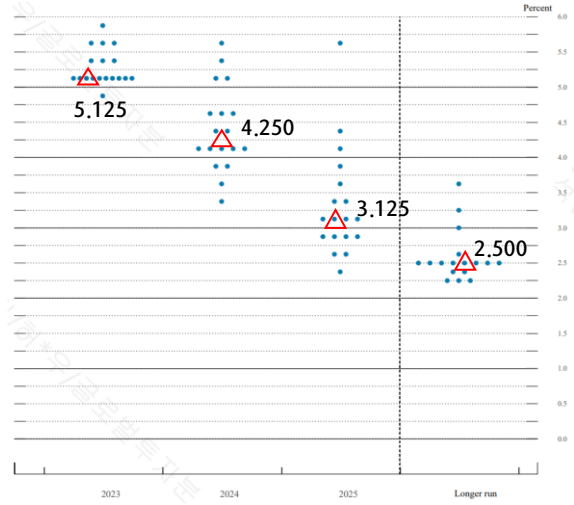
자료: Fed, 하나증권

그림 7. 지난해 12월 점도표



자료: Fed, 하나증권
주: △중간값

그림 8. 올해 3월 점도표



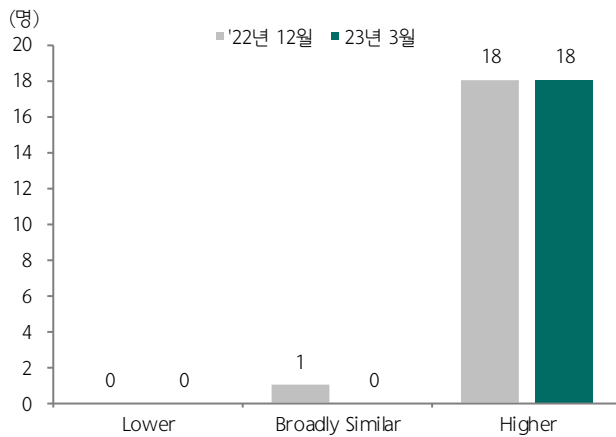
자료: Fed, 하나증권
주: △중간값

표 1. 3월 연준의 경제전망 변화

	Median				Central Tendency			
	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run
실질 GDP 성장률	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0-0.8	1.0-1.5	1.7-2.1	1.7-2.0
12월 전망	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4-1.0	1.3-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0
실업률	4.5	4.6	4.6	4.0	4.0-4.7	4.3-4.9	4.3-4.8	3.8-4.3
12월 전망	4.6	4.6	4.5	4.0	4.4-4.7	4.3-4.8	4.0-4.7	3.8-4.3
PCE 인플레이션	3.3	2.5	2.1	2.0	3.0-3.8	2.2-2.8	2.0-2.2	2.0
12월 전망	3.1	2.5	2.1	2.0	2.9-3.5	2.3-2.7	2.0-2.2	2.0
근원 PCE 인플레이션	3.6	2.6	2.1		3.5-3.9	2.3-2.8	2.0-2.2	
12월 전망	3.5	2.5	2.1		3.2-3.7	2.3-2.7	2.0-2.2	
연방기금금리	5.1	4.3	3.1	2.5	5.1-5.6	3.9-5.1	2.9-3.9	2.4-2.6
12월 전망	5.1	4.1	3.1	2.5	5.1-5.4	3.9-4.9	2.6-3.9	2.3-2.5

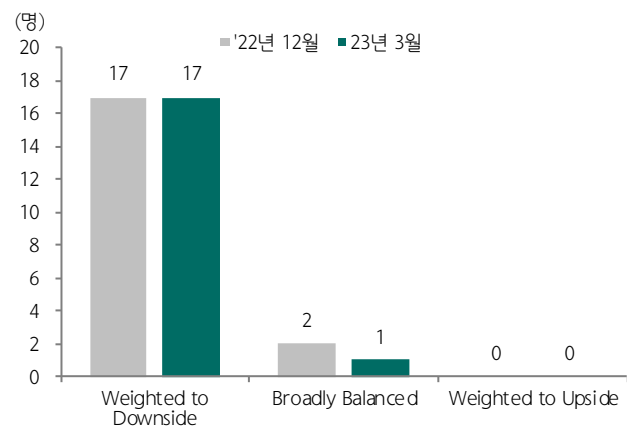
자료: Fed, 하나증권

그림 9. 성장을 전망 불확실성



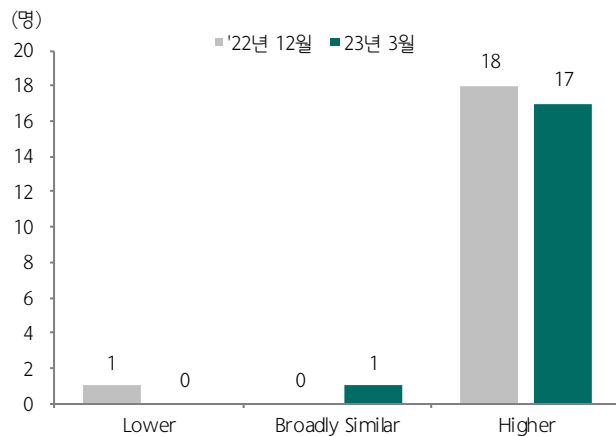
자료: Fed, 하나증권

그림 10. 성장을 전망 리스크



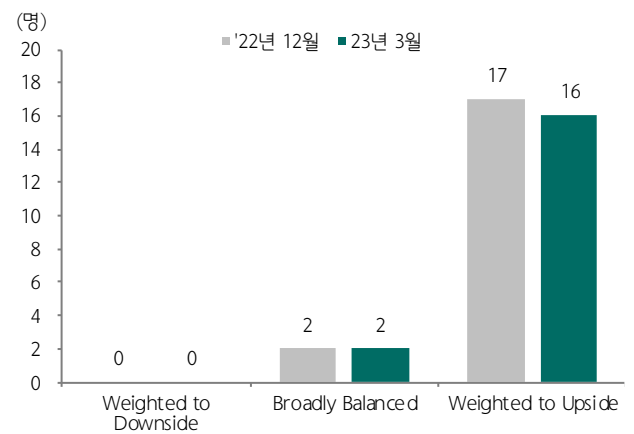
자료: Fed, 하나증권

그림 11. 실업을 전망 불확실성



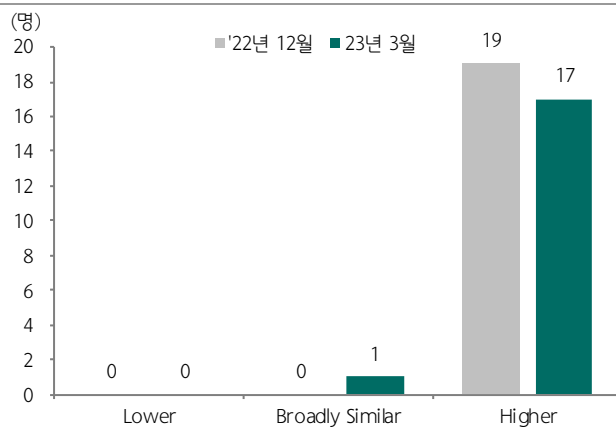
자료: Fed, 하나증권

그림 12. 실업을 전망 리스크



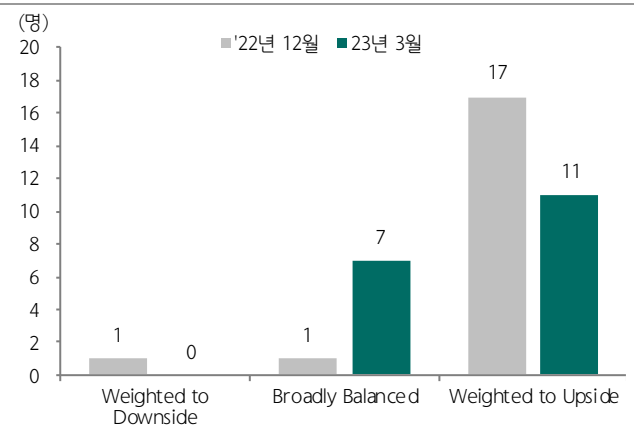
자료: Fed, 하나증권

그림 13. 물가 전망 불확실성



자료: Fed, 하나증권

그림 14. 물가 전망 리스크



자료: Fed, 하나증권

표 2. 성명서 변화

	2023년 2월	2023년 3월
경제 평가	- Recent indicators point to modest growth in spending and production.	- 작동
고용	- Job gains have been robust in recent months, and the unemployment rate has remained low.	- Job gains have picked up(→추가) in recent months and are running at a robust pace; the unemployment rate has remained low.
물가	- Inflation <u>has eased</u> somewhat but remains elevated.	- Inflation <u>remains elevated</u> (→변경).
러시아-우크라이나 사태 중국 코로나봉쇄 관련 코멘트	- - Russia's war against Ukraine is causing tremendous human and economic hardship and is contributing to elevated global uncertainty. The Committee <u>is</u> highly attentive to inflation risks.	- 문구삭제
미국 은행시스템 관련 코멘트	-	- The U.S banking system is sound and resilient. Recent developments are likely to result in tighter credit conditions for households and businesses and to weigh on economic activity, hiring and inflation. The extent of <u>these effects is uncertain</u> (→추가). The committee <u>remains</u> (→변경) highly attentive to inflation risks
통화정책 결정	<p>- In support of these goals, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to 4-1/2 to 4-3/4 percent. The Committee anticipates that <u>ongoing increases in the target range</u> will be appropriate in order to attain a stance of monetary policy that is sufficiently restrictive to return inflation to 2 percent over time. In determining the extent of future increases in the target range, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments..</p> <p>- In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in the Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet that were issued in May. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.</p> <p>- 만장일치 25bp 인상</p>	<p>- In support of these goals, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to 4-3/4 to 5 percent. <u>The committee will closely monitor incoming information and assess the implications for monetary policy</u>(→추가). The Committee anticipates that <u>some additional policy firming</u>(→변경) may be appropriate in order to attain a stance of monetary policy that is sufficiently restrictive to return inflation to 2 percent over time. In determining the extent of future increases in the target range, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments.</p> <p>- In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in its previously announced plans. The committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.</p> <p>- 만장일치 25bp 인상</p>

자료: Fed, 하나증권