

# Strategy Idea



▲ 경제분석  
Analyst 이승훈  
02. 6098-6619  
seunghoon.lee@meritz.co.kr

## Fed Reshuffle(3): 연방기금금리 인상궤적 변경 가능성과 금융시장 시사점

- ✓ 인플레이션 정상화 및 금리인상에 대한 신중론이 중도파 전반으로 확산. 연준은 노동시장 개선에도 더딘 임금상승률 나타날 가능성과 유통구조 변화 등 구조적 요인에 따른 저물가 장기화를 더욱 감안하게 될 것으로 판단. 준칙변수도 느린 정상화가 바람직함을 시사
- ✓ 2017~18년 말 FFR 전망을 기존 1.50%와 2.25%에서 1.25%와 1.75%로 하향. 한은의 금리인상 시점 2Q18로 지연될 가능성 높아졌으며, 달러 약세 심화로 유로화/엔화의 추가 절상 압력 발생. 글로벌 주식시장(특히 EM)과 원자재 가격 추가 상승 개연성 높아졌음

### 1. 현상: Fed 내 인플레이션에 대한 신중론 확산 증

앞선 두 차례의 전략공감2.0을 통해서 우리는 1) 연준 이사들의 교체와 금융규제 완화 가속화 가능성과 2) Lael Brainard 연준 이사의 발언이 지니는 정책적 함의에 대해 살펴 보았다. 금일 전략공감2.0은 그 마지막 편으로, 1) 연준 내부에서 확산되고 있는 인플레이션 정상화에 대한 신중론과 2) 그에 따른 금리인상 궤적 변경 가능성을 점검하고, 3) 우리의 견해를 제시하고자 한다.

#### 신중론은 비단 최근의 일만은 아니었다

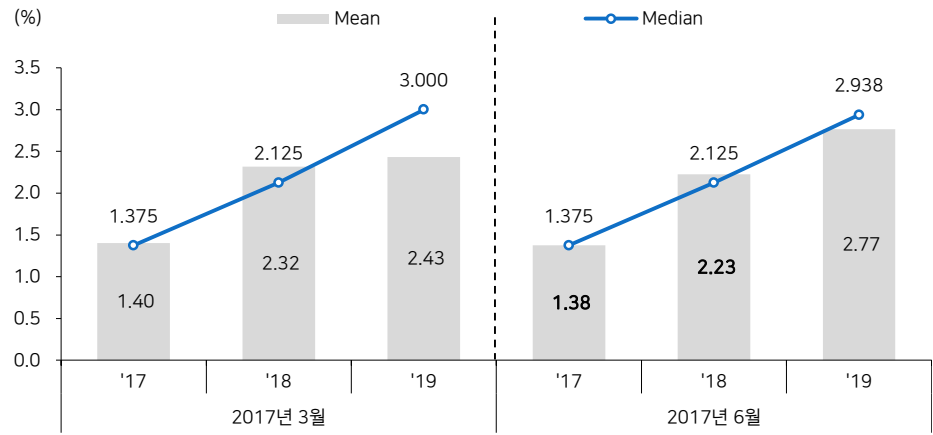
이미 6월 FOMC에서부터  
금리인상 신중론 부분적으로 반영

사실 인플레이션과 금리인상에 대한 신중론이 최근에 와서 제기된 것만은 아니다. 우리는 이미 6월 FOMC에서부터 징후가 나타나기 시작했다는 점에 주목한다. 6월 FOMC에서 2017년과 2018년 말에 대한 연방기금금리 중위수 전망은 각각 1.375%와 2.125%에서 유지되었으나, 개별 dot plot의 변화를 반영하여 산출한 평균을 기준으로 보면, 3월의 1.40%와 2.32%에서 6월에는 1.38%와 2.23%으로 하향 조정되었다(그림 1).

7월에는 FOMC 내 인플레 논쟁  
격화: 1차 봉합

인플레이션에 대한 논쟁이 본격화된 것은 7월 FOMC였다. 많은 수의 위원들이 인플레이션이 당초 전망보다 장기간 2%를 하회할 가능성을 우려하였고, 일부는 낮은 수준의 기대인플레이션 유지를 이유로 인플레이션 전망이 하향 조정될 위험을 언급하기도 했다. 또한, 기대인플레이션과 생산자원의 활용률(utilization)을 이용하여 인플레이션 압력을 측정하는 방식이 유용하지 못하다는 지적도 있었으나, 대다수는 여전히 그 같은 접근이 유효함을 주장하면서 일단 논쟁은 봉합되었다.

그림1 2017년 3월과 6월 FOMC: Dot plot median과 mean 값의 변화



자료: Federal Reserve, 메리츠증권증권 리서치센터

**중도파의 배신(?)**

Centrist 들의 물가/금리인상  
신중론 대두

그러나 그 이후에도, 핵심소비자물가 상승률이 둔화되면서, "시차를 두고 인플레이션율이 회복할 것이기에 점진적인 통화정책 정상화가 바람직하다" 는 주장을 해온 중도파(centrist) 마저도 인플레이션에 대해 신중한 입장으로 선회하기 시작했다는 점에 주목할 필요가 있다. 앞선 전략공감에서 밝혔던 Brainard 연준 이사의 스탠스에 동조하는 목소리가 늘어난 것으로도 해석 가능하다.

델러스 연준 총재인 Robert Kaplan의 발언내용 변화가 단적인 사례이다. 6월 FOMC 직전 시점인 5월 31일만 해도 캐플란 총재의 스탠스는 "최근의 낮은 인플레이션 수치가 우려스러우나, 물가압력이 점차 생겨나고 있을 가능성이 여전히 높다"는 것으로 6월 금리인상을 지지하는 입장이었다(실제로 금리인상에 voting).

Kaplan 총재의 스탠스 변화가  
대표적

그러나 그의 스탠스는 6월 FOMC 이후부터 점차 신중론으로 기울더니, 8월 24일 잭슨홀 미팅 기간 중 있었던 CNBC와의 인터뷰를 통해서 "연말까지 (금리를) 움직이지 말아야 한다고 주장하는 것은 아니지만, 추가 금리인상을 하기에 앞서 물가압력이 생겨나는 지에 대한 증거를 기다리는 것이 바람직하다" 는 입장으로 선회하였다. 이는 FOMC 멤버들 중 매파적인 견해를 지속적으로 개진해 온 캔자스시티 연은 Esther George 총재의 추가 금리인상 옹호 발언과 대조를 이루며 주목을 받았다.

심지어, 9월 5일 발언을 통해서 인플레이션에 대한 신중론과 더불어 "Fed가 설정하고 있는 중립금리 수준이 사실은 3%가 아니라 2.25%에 가까울 수 있다" 는 견해를 피력하면서, 향후 Fed의 금리인상 속도가 기존 점도표에 제시되었던 것(3년간-연 3차례-3%까지)보다 느려질 가능성을 배제할 수 없음을 시사해 주었다.

Harker 총재도 인플레 동향에  
다른 견해 변화 여지 열어 놓음

캐플란 총재 뿐만이 아니다. 다소 매파적으로 분류되어 왔던 필라델피아 연은의 Patrick Harker 총재 (voting member) 역시 6월 FOMC 직후 발언을 통해 신중론으로 선회할 가능성을 보여 주었다는 점에도 주목할 필요가 있다.

6월 27일 발언에서 하커 총재는 "현재로서는 연내 1차례 추가 인상을 염두에 두고 있으나, **인플레이션율이 계속 떨어진다면 재검토할 의향이 있다**" 고 언급한 바 있었다.

Dudley: 장기적인 통화정책 정상화는 지지, 반면 단기 인상 여부는 유보적 입장

한편, 옐런 의장의 복심이라 불려 왔던 William Dudley 뉴욕 연은 총재의 경우, 앞서 언급한 두 사람에게 비해서는 균형적인 시각을 지니고 있다. 9월 7일 뉴욕대학 연설문의 내용에서 이를 확인할 수 있다. 더들리 총재의 주장은 1) 소매업종 내 온라인 채널비중 상승 등 구조적 요인의 가세로 물가가 2%를 장기간 밀돌고 있지만, 2) 결국에는 경기회복/실업률 하락에 시차를 두고 물가압력이 생겨날 것이며, 3) 금융여건이 그간의 금리인상에도 불구하고 상당히 완화적인(easing) 상태를 유지하고 있기에 비록 실제 인플레이션율이 목표치에 미달하더라도 인플레 기대가 안정적으로 유지되고 있다면 완만한 금리인상이 정당화된다는 것이다.

그러나, 이러한 주장은 장기적인 통화정책 정상화를 지지하는 내용인 반면, 단기에 추가 금리인상이 있을 지에 대해서는 다소 유보적인 입장을 보였다고 보는 것이 타당해 보인다. 이러한 관점에서 9월 8일 CNBC와의 인터뷰 내용에 주목한다. 총재가 "다음 금리인상이 언제일 지를 지금 판단하는 것은 이르다, 다만 시간을 두고 단기금리가 완만히 상승한다는 경로는 꽤나 명확하다" 고 밝혔기 때문이다.

FOMC 위원들의 발언 점검해보면, 신중론 상당히 확산되었음을 확인할 수 있다

아래는 8월 전후 주요 FOMC member들의 발언 내용을 요약한 것이다. 앞서 들었던 몇 가지 사례에 더하여, 올해 voting 권한을 지니는 위원들을 중심으로 신중론이 상당히 확산되고 있음을 확인할 수 있다.

위원	현재 성향	투표권	최근 발언 내용
Brianard	Dove	2017~	인플레이션이 목표치 근접한다는 신호 보일 때까지 금리인상 신중해야 (9/5)
Evans	Dove	2017	12월 금리인상 가능하지만, 인플레이션 압력이 미미하여 완화기조를 유지해야 한다고 생각한다면 미루는 것이 타당 (8/9)
Kashkari	Dove	2017	우리의 금리인상이 실물경제에 부정적 영향을 미치고 있을 수 있음 (9/5)
Bullard	Dove	2019	단기적으로는 현 수준의 금리인상 유지가 바람직 (8/7)
Yellen	Dovish	2017~?	인플레이션율이 장기 목표치 하회하게 될 경우 통화정책 정상화 경로 재검토 가능 (7/12, 의회 증언)
Powell	Dovish	2017~	인플레이션율의 목표치 하회는 미스터리. 특정 시점에 금리변동 결정을 논하기보다 관망하는 것이 타당 (8/25)
Kaplan	Dovish	2017	이 국면에서는 인내를 가지고 기다릴 필요 (9/5)
Dudley	Centrist	2017~	인플레이션율이 목표를 밀돌고 있더라도, 점진적 정상화가 바람직 (9/7)
Fischer	Centrist	~2017.9	(10월 13일 전후 사임 예정)
Harker	Centrist	2017	개인적으로는 연내 1회 추가 인상 예상하나, 인플레이션율이 추가 하락하면 재검토 의향 (7/27)
Williams	Centrist	2018	금리인상 사이클의 절반 정도 수준에 와 있음 (8/16)
Bostic	Centrist	2018	인플레이션은 걱정이지만, 하반기 경기회복 가속화 예상 (8/16)
Rosengren	Hawkish	2019	금리가 매우 낮은 상태에서는 통화정책이 부정적 영향을 흡수할 만큼의 여력이 있지 않다 (6/20)
Mester	Hawkish	2018	완화정도를 조정하는 것이 바람직. 인플레 2% 근접을 확인한 후에 금리조정하고 싶지 않다 (8/16)
George	Hawk	2019	현재 금리수준은 다음 downturn을 걱정할 만큼의 수준은 아니다(7/1)
Mullinix	Hawk	2018	(Lacker 총재 사임 이후 총재 권한대행. 정책 스탠스 관련 발언은 없었음)

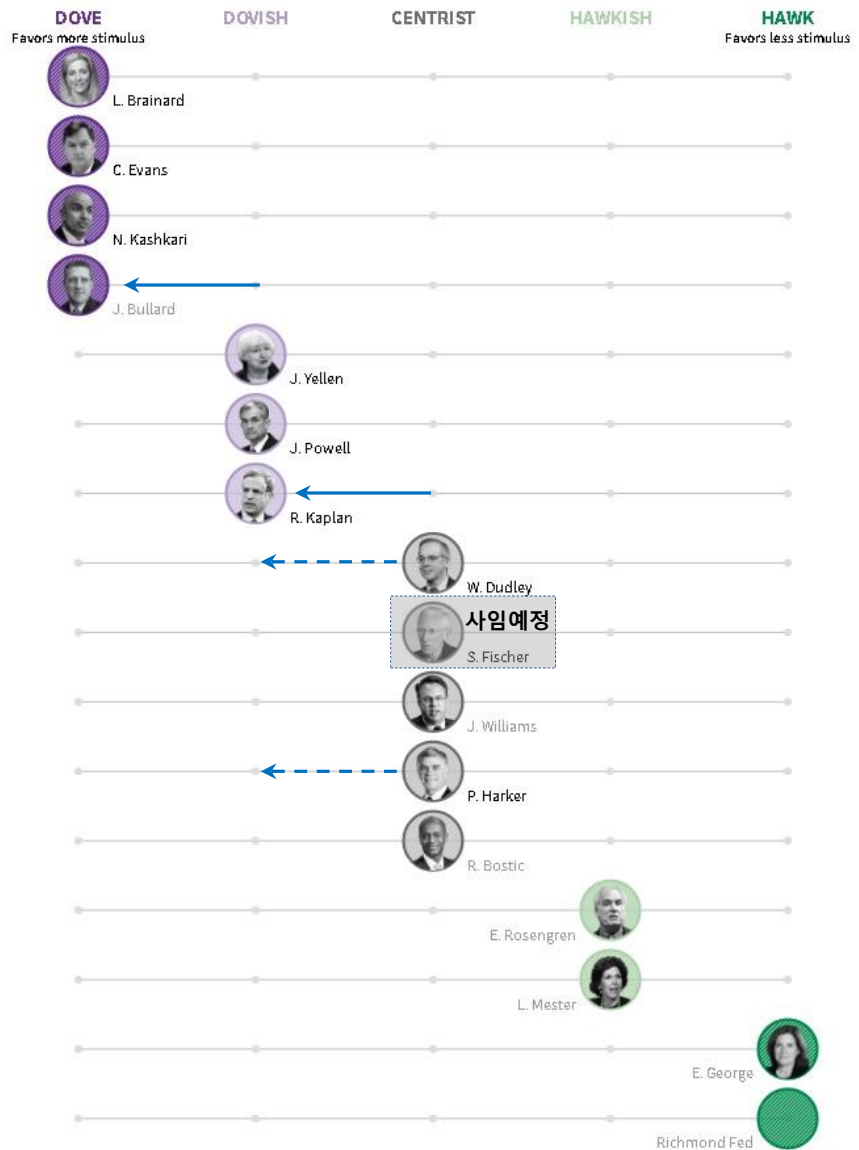
자료: Thomson Reuters, 메리츠증권증권 리서치센터

비둘기 진영에 합류할 인원  
증가할 것으로 예상

### 2. Fed 의 선택에서 고려될 변수들

올해 voting 권한을 지니는 멤버들을 중심으로 인플레이션과 금리인상 신중론이 광범위하게 확산되고 있음은 9월 FOMC의 전반적인 tone이 dovish할 가능성을 시사한다. 이미 6월에 비해 James Bullard(세인트루이스), Robert Kaplan(델러스) 총재가 중도에서 비둘기적인 스탠스를 명시적으로 취하기 시작했고, 9월에 근접할 수록 Dudley(뉴욕), Harker(필라델피아) 총재도 그들의 발언을 감안시, 비둘기 진영에 합류할 가능성이 높은 것으로 판단한다. 남은 중도파는 Stanley Fischer 현 연준 부의장인데, 이미 10월 중순에 사퇴할 것임을 밝힌 바 있다.

그림2 FOMC member들의 스탠스 변화: 6월 vs 현재



자료: Thomson Reuters, 메리츠증권 리서치센터

**인플레이션 속도: 노동시장 개선의 힘 vs 여타 구조적 요인에 따른 물가압력 제약**

이미 알려진 B/S 축소보다는  
금리정책 스탠스 변화를 주목

물론, 9월 FOMC에서는 재투자 정책변경 선언과 함께 연방기금금리가 동결될 가능성이 높고, 이미 시장이 이를 반영하고 있기에 9월 통화정책 결정 자체는 시장에 미치는 영향이 크지 않을 것이다. 관건은 dovish 일변도 성향으로 선회한 FOMC에서 올해나 내년의 금리인상 궤적을 보여 주는 점도표를 조정할 가능성이 있다는 점이다. 그렇다면 점도표 조정에 있어 Fed가 어떤 요인들을 고려할까?

고려 요인 (1): 노동시장 개선  
- 이의 없음. 문제는 물가상승으로  
연결될 지 여부임

일단 실제 실업률(8월 4.4%)이 자연실업률(CBO와 Fed: 4.6~4.7%)을 하회하는 수준이기에 Fed의 두 가지 목표 중 완전고용(혹은 이에 근접) 목표가 달성되었다는 것에는 이견이 없을 것이다. 관건은 개선된 노동시장 여건이 임금(혹은 보다 포괄적인 고용비용)과 물가상승을 수반하는 지 여부가 될 것이다.

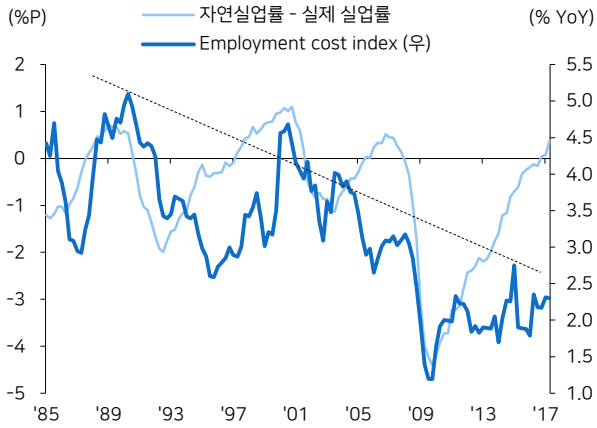
탄성치는 과거대비 크게 하락.  
인플레 압력 있겠지만 크지 않을  
가능성

먼저, 자연실업률을 하회하는 실업률 수준(양(+))의 실업률 갭 전환은 역사적으로 고용비용의 상승을 수반하여 왔으나 이에 대한 탄성치는 최근으로 올수록 크게 하락하는 모습이다. 따라서 고용비용 상승이 있더라도 1980~90년대와 같은 큰 폭 상승이 가시화될 가능성은 낮다. 완만한 상승세에 무게를 둔다.

구조변화에 따른 왜곡의 경험:  
2003~2007 revisit?

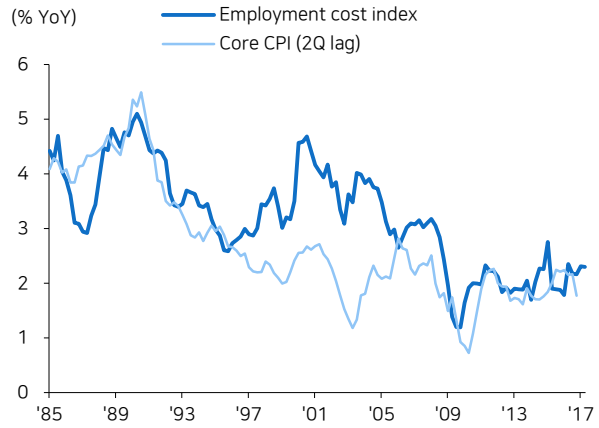
우리가 주목하는 것은 2003~07년이다. 이 당시에는 실업률 갭과 고용비용지수가 역의 상관관계를 보였다. 이는 노동시장 개선에도 불구하고 중국의 등장으로 미국으로 디플레가 수입(글로벌 아웃소싱의 결과)되면서 물가 압력을 낮추었고 이것이 노동자 임금에도 영향을 미쳤기 때문이다. 구조적인 요인이 교란을 일으킨 것이다.

**그림3 실업률과 고용비용지수**



자료: 미국 노동통계국, 미국 의회예산국, 메리츠증권리서치센터

**그림4 고용비용지수와 핵심 소비자물가**



자료: 미국 노동통계국, 메리츠증권리서치센터

**구조변화에 따른 물가 왜곡/하향 안정화 지속 가능성 높아**

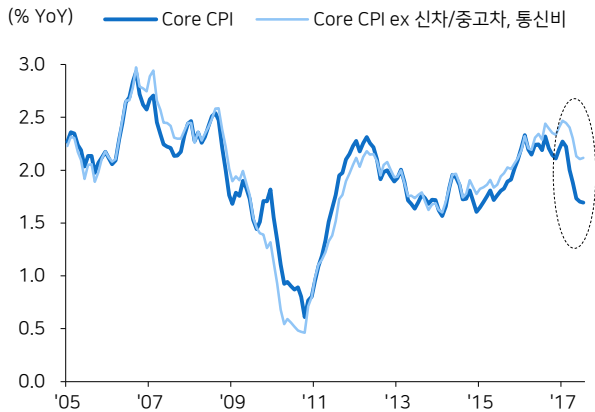
유사한 영향이 현재도 전개되고 있을 가능성이 높아 보인다. 미국 핵심소비자물가가 3월 이후 상승폭이 꾸준히 둔화되고 있는 원인으로 1) 통신비 하락(Sprint)이나 2) 중고차 가격의 하락세를 지목할 수 있다. 그러나 이 두 가지를 제외한 근원 소비자물가 상승률 역시 낮아지고 있다는 것이 문제이다.

8월에 발간한 Meritz Bi-weekly 시리즈에서도 언급되었지만, E-commerce(아마존)의 약진(전자상거래를 통한 재화공급가격 하락)이 기존 유통업(백화점)의 몰락/폐점과 이에 따른 급격한 재고처분(clearance sale)으로 귀결되면서 전반적인 재화가격을 낮추는 요인으로 작용했을 가능성이 높다. 이는 더들리 뉴욕 연은 총재나 브레이너드 연준 이사가 언급한 것처럼 "구조적인" 요인이 소비자물가의 하향 안정화에 기여하고 있다는 것을 보여주는 증거이다.

**Fed의 물가전망 하향과 점도표 하향 조정 가능성에 주목해야**

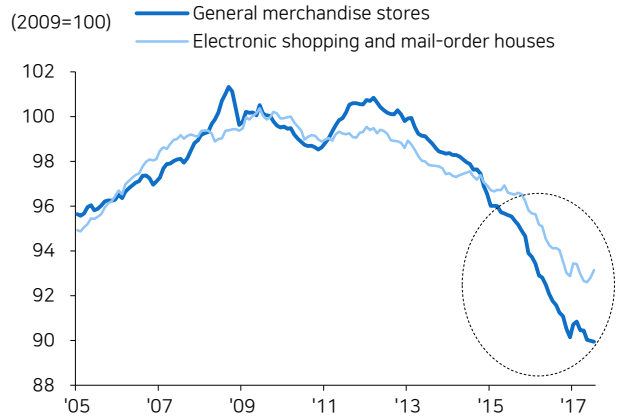
이는 노동시장 개선이 물가압력을 높이는 요인임에는 분명하지만, 구조변화로 인해 실제 물가압력이 원래 경로에 못 미치거나, 오히려 낮아질 수도 있음을 시사하는 것이다. 이러한 영향이 고려될 경우에는 2017~18년 물가 전망이 추가적으로 하향 조정되는 한편, 이를 반영한 점도표의 하향 조정도 가능할 것으로 예상된다.

**그림5 핵심 소비자물가 상승률 추이**



자료: 미국 노동통계국, 메리츠증권 리서치센터

**그림6 업체별 미국 소매판매 디스플레이터**



자료: Bureau of Economic Analysis, 메리츠증권 리서치센터

**Fed의 준칙들을 고려한다면?**

Fed가 고려하는 여러 준칙들

연준이 준칙에 따른(rule-based) 의사결정을 하는 경우라면 어떻게 봐야 할까? 지난 7월 발간된 연준의 반기 통화정책 보고서에서는 Fed가 보고 있는 여러 가지 준칙과 그 산식을 정리하여 공개한 바 있다. 통화정책 보고서에서는 FOMC 멤버들이 정기적으로 준칙이 제시하는 금리 수준과 경제전망을 위한 여러 가지 정보를 종합하여 판단하고 있다고 적고 있다.

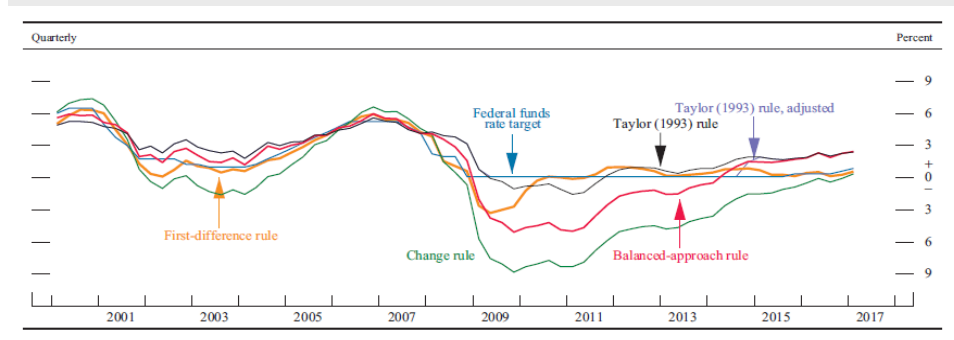
당연히 산식의 구성에 따라 제시되는 적정 금리수준에는 차이가 있을 수 밖에 없다. 예를 들어 최근의 경우 1) 물가에 대한 가중치가 높을수록, 2) 전기(前期)의 금리를 반영하게 될수록 산식에서 제시되는 적정 금리수준이 낮게 도출될 것이다 (Change rule vs Taylor rule 1993). 연준 위원들의 경우, 이들 준칙에서 제시되는 방향성을 참고할 뿐, 개별 산식의 값에 대해서는 대부분의 경우 그대로 적용하지 않는다. 아래 그림 7번은 서로 다른 준칙에서 도출된 적정 금리수준을 도식화한 것을 가져온 것이다.

**표2 FRB가 참고하고 있는 여러 가지 준칙과 그 산식**

준칙	산식
Taylor(1993)	준칙금리 = 장기 실질중립금리 + 인플레이션 YoY + 0.5*(인플레 YoY - 인플레이션 목표) + (장기실업률-현재 실업률)
Balanced-approach rule	준칙금리 = 장기 실질중립금리 + 인플레이션 YoY + 0.5*(인플레이션 YoY -인플레이션 목표) + 2*(장기실업률-현재 실업률)
Taylor adjusted	준칙금리 = max (Taylor(1993)의 준칙금리 - 실제금리와 준칙금리간 괴리, 0)
Change rule	준칙금리 = 준칙금리(t-1) + 1.2*(인플레이션 YoY -인플레이션 목표) + 2*(장기실업률-현재 실업률)
First difference rule	준칙금리 = 준칙금리(t-1) + 0.5*(인플레이션 YoY -인플레이션 목표) + (장기실업률-현재 실업률) - (1년전 장기실업률 - 1년전 실업률)

자료: FRB Monetary Policy Report (2017년 7월), 메리츠증권 리서치센터

**그림7 서로 다른 준칙에서 도출된 적정 금리수준**



자료: FRB Monetary Policy Report (2017년 7월), 메리츠증권 리서치센터

최근 데이터를 반영한 준칙의 값은 대체로 완화 기조 유지에 무게

실제, 필라델피아 연준에서는 매 분기마다 준칙에 따라 도출된 다음 번 FOMC의 적정 연방기금금리를 추정하여 공개한다(그림 8). 앞서 열거한 모든 준칙에 대한 결과값을 제시하는 것은 아니지만, 전통적인 Taylor Rule에 기반한 값들을 보여주고 있다. 물가에 대한 가중치가 상대적으로 높은 1999년 방식이 제시하는 수준(1.1%)과 전기(前期)의 연방기금금리 수준을 반영한 관성적(inertial) Taylor rule(0.9%)<sup>1</sup>의 경우는 현재 수준대비 적정금리 수준이 낮은 것으로 산출되고 있다. Fed가 물가의 흐름에 보다 예의주시하고 있음을 감안한다면, 준칙 하에서도 보다 완화적인 기조를 이어가는 것이 정당화될 수 있음을 보여 준다.

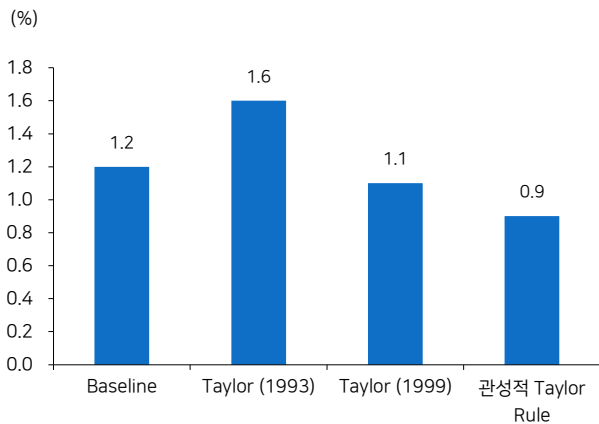
Taylor rule 을 적용한다면, R-star의 수준이 중요한데...

끝으로, 준칙을 적용함에 있어서 고려되어야 하는 부분이 바로 장기 실질 중립금리 수준( $r^*$ )이며, 이에 대해 가장 빈번히 참고되는 것이 Laubach & Williams 모델(샌프란시스코 연은)에서 언급되는  $r^*$ (실질 중립금리 수준)<sup>2</sup>이다. Fed는 장기적으로 실질 중립금리 수준이 1%에 도달할 것으로 보고, 여기에 물가목표 2%를 더하여 3%를 명목 중립금리 수준(이번 인상 사이클의 종착점)으로 예상하고 있다.

...최근 R-star 하락하며 마이너스 영역 진입. Kaplan 주장처럼 명목 중립금리가 2%에 가까울 가능성 높아

이 모델을 2017년 2분기까지 업데이트한 자료에 따르면, 실질 중립금리 수준이 2015~16년에 비해 오히려 추가적으로 하락하여 -0.21%에 불과한 것으로 도출되고 있다. 미국 경제의 Output gap이 2014~15년 1% 수준에서 최근 0%대로 내려오면서 추세 성장률이 둔화된 결과일 수 있다. 추후 재정자극이나 생산성 향상이 가시화되면서 실질 중립금리 수준이 상향 조정될 가능성도 있겠지만, 불확실성이 높다. 적어도 현재 값을 고려해 보면, Kaplan의 주장대로 명목 중립금리가 3%보다는 2%에 가까울 가능성이 높다는 것을 시사한다.

그림8 여러 준칙에 따라 도출된 3분기 적정 연방기금금리



자료: Philadelphia Fed, "Using Rules for Benchmarking" (2017년 6월)

그림9 실질 중립금리 수준 추정 ( $r^*$ )



자료: Laubach & Williams (2015), FRBSF, 메리츠증권증권 리서치센터

<sup>1</sup> 임금/물가가 경직적일 경우, Fed 금리결정시 전기의 연방기금금리를 반영한 관성적 준칙이 효과적이라는 주장이 있음. Carlstrom & Fuerst, "Inertial Taylor Rules: The Benefit of Signaling Future Policy", Cleveland Fed(2007)에서는 Fed가 Output gap(혹은 실업률 갭)보다 물가 갭의 차이에 더욱 큰 가중치를 두고 의사결정을 해 왔으며, 외부충격(여기서는 유가충격을 가정)시 노동시장, 물가, 명목/실질금리가 그렇지 않은 경우보다 안정적으로 유지되는 것으로 도출되었음  
<sup>2</sup>  $R^* =$  계수(coefficients) \* 잠재 GDP의 추세성장률 + 잔차 (random walk)



### 3. 결론: Fed 의 의사결정과 관련한 우리의 견해

인플레이션 신증론  
 Fed 인사들의 reshuffling  
 브레이너드의 핵폭탄(?)  
 → More dovish Fed 가능성  
 높이는 요인들

지금까지 우리는 중도파로까지 확산된 인플레이션과 금리 정상화에 대한 신증론, 그리고 Fed의 의사결정에서 고려하게 될 고용/물가의 두 가지 목표와 준칙 등을 살펴 보았다. 이를 지난 이틀 간의 전략공감 내용이었던 1) Fed의 이사진 교체와 2) 브레이너드 이사 주장의 설득력까지 고려해 볼 때, 우리는 향후 Fed의 스탠스가 보다 dovish한 성향으로 바뀔 가능성이 높아진 것으로 판단한다. 이를 반영하여 다음과 같이 우리의 baseline 가정을 변경한다.

2017~18년 말 FFR target  
 1.25%와 1.75%로 하향

- **연준 금리인상 속도 지연:** 일시적인 요인이 아닌 구조적인 변수가 물가 정상화를 제약하고 있다는 인식의 확산을 반영하여, 미 연준은 2017~18년 물가 전망을 하향 조정하고, 9월에 이어 12월에도 금리를 동결할 가능성이 높은 것으로 예상한다(확률: 60%). 이에 따라 9월 혹은 12월 FOMC에서 점도표의 하향 조정이 발생할 가능성이 높아 보인다. 한편, 내년에는 Williams(샌프란시스코), Bostic(애틀랜타) 등 중립성향 인사와 Mester(클리블랜드) 등 매파적인 인사가 voting에 참여하게 될 것이나, 영구적인 연준의 이사진 교체(Quarles 이후 추가 3~4명, dovish한 인사 유력)를 감안시 전반적인 voting member들의 성향이 올해에 비해 크게 달라질 가능성은 낮다. 완만한 인상궤적을 추종할 가능성을 반영, 2018년의 금리인상 횟수도 기존 3회에서 2회로 하향 조정한다. 이에 따라 올해와 내년 말 연방기금금리 전망은 1.25%와 1.75%로 변경한다.

미 국채금리 전망 하향  
 한은 금리인상 시점 지연 전망  
 (1Q → 2Q)

- **시중금리의 더딘 상승/한국은행 금리인상 지연:** 연준의 스탠스 변화가 가시화되면서 선진국 및 한국 금리의 상승세가 기존 예상대비 느려질 가능성이 높아졌다. 2017~18년 미국 10년 국채금리 가정은 기존 2.70%와 3.25%에서 2.40%와 2.80%로 하향 조정한다. 이는 재투자 정책변경에 따른 기간프리미엄의 완만한 정상화(연간 10bp 내외)를 반영한 전망임을 밝힌다. 한편, 이러한 환경에서 한국은행의 금리 정상화는 당초 예상대비 지연될 가능성이 높다. 한국은행의 다음 금리인상 시점에 대한 기본 견해를 2018년 1/4분기에서 2/4분기 말로 변경한다. 국내 금리도 이를 반영하여 더디게 상승할 가능성이 높아질 것이다.

유로화, 엔화 전망 조정  
 위안화, 원화 전망은 유지

- **달러 약세 심화:** Fed 스탠스 변화는 달러 약세 심화를 의미한다. 최근 달러화는 고용지표(구인구직)와 생산자물가 개선을 반영하여 연저점에서 소폭 반등하였으나, Fed 변화와 함께 반락할 가능성이 높다고 판단한다. 이는 유로화와 엔화 강세 압력을 추가적으로 부여하는 요인이다. 2017~18년 말 유로화 전망은 1.23과 1.27로, 엔화 전망은 108엔과 106엔으로 각각 조정한다. 반면 위안화와 원화는 기존 전망을 유지한다. 이는 1) 위안/달러 환율이 지난 주말 6.50을 하회한 이후 중국 정책당국이 외환규제 변화를 통해 연내 6.5~6.6 수준에서 위안화를 안정화시키려는 노력을 기울이고 있으며, 2) 원화의 경우 밸류에이션 기준 절상 압력 심화에도 불구하고 과거대비 높아진 지정학적 리스크가 원화의 절상을 소폭이나마 제약하는 요인으로 작용할 가능성이 높다는 기존 시각을 반영한 것이다 (중국 환율제도 변화는 9월 14일자 오늘의 차트: "인민은행의 외환제도 변화: 위안화 강세 속도조절 목적" 참고).

Risk-appetite 확산

- **위험자산에 우호적:** 물가 안정화에 기반한 연준의 금리인상 속도조절은 글로벌 증시에 더욱 우호적인 환경을 조성할 것이다. 특히 밸류에이션의 추가 상승을 정당화해 줄 수 있다는 점에서 긍정적이다. 이것이 달러화 약세 심화와 맞물리면 신흥국 통화강세와 Fund flow 변화를 유발하여 EM증시에 긍정적인 변수로 작용하게 될 것이다. 원자재의 경우는 철강/비철금속에 긍정적이다. 한편, 유가의 경우 예상보다 공급과잉 상태가 장기화되며 연중 박스권 상단인 53~54달러/배럴(WTI 기준) 상향 돌파에 어려움을 겪고 있다. 달러화 약세가 심화될 경우 미국 이외 지역 수요 회복 견인이라는 요인과 맞물려 유가 상승 압력이 증대될 수 있겠다.

트럼프 정책의 효과  
가시화되더라도 상당 기간 시차를  
감안해야 할 것

- **리스크 요인:** 이 같은 전망의 리스크로는 트럼프 정책의 가시성이 생겨나면서 장기 성장률 전망의 개선과 인플레이션 압력의 증대로 연결되는 시나리오를 생각해 볼 수 있다. 그러나 정책 가시성이 확보되더라도 실제 실물경기와 인플레이션 상승을 유발하기까지는 상당 기간이 소요될 것으로 예상된다. 구조적인 물가 하향 안정화 압력도 단기간 내 소멸되기 어려울 것이다.

표3 메리츠 금리 및 환율전망 변화

(기말)	최근일 (9/13)	New		Old	
		2017E	2018E	2017E	2018E
<b>금리 전망 (%)</b>					
미국 연방기금금리 (상단)	1.25	1.25	1.75	1.50	2.25
미국 국채 10년 (12월 종가)	2.17	2.40	2.80	2.70	3.25
한국 기준금리	1.25	1.25	1.50	1.25	1.50
한국 국고 3년	1.74	1.85	2.05	1.90	2.15
한국 국고 10년	2.24	2.40	2.70	2.55	3.00
<b>환율 전망</b>					
달러/유로	1.19	1.23	1.27	1.18	1.21
엔/달러	110.6	108.0	106.0	110.0	108.0
위안/달러	6.54	6.50	6.40	6.50	6.40
원/달러	1,131	1,100	1,070	1,100	1,070

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 9월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 9월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 9월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이승훈) 동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.