한화투자증권

2025년 9월 8일

Fixed Income

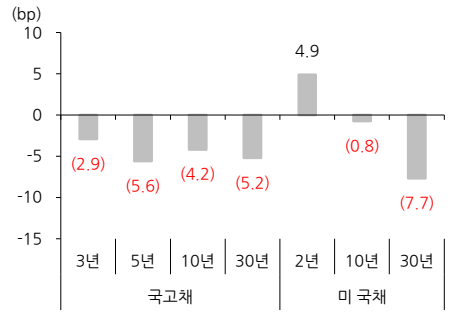
FI Weekly

FOMC 프리뷰: 1년 전을 교훈삼아

▶ 채권전략 김성수 sungsoo.kim@hanwha.com / 3772-7616

[주요 데이터 및 차트]

주간 한미 국채 금리 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 금리 예상 Range

금리, 스프레드	전주(9/12)	예상 Range	방향성
국고 3년	2.43%	2.40~2.48%	상승
국고 5년	2.56%	2.53~2.63%	상승
국고 10년	2.81%	2.78~2.85%	약보합
국고 10-3년	38.2bp	35.0~40.0bp	강보합
미국 10년	4.07%	3.90~4.15%	상승

자료: 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

작년과 비슷한 9월

고용 우려를 물가 안도로 바꿔서 보면 연준의 상황은 1년 전 9월 FOMC와 비슷. 고용은 강력하나 '물가의 추가 진전(further progress)'을 강조하며 인하 사이클의 신호탄을 쏘아 올린 것이 지난해 9월 FOMC였다면, 지금은 물가가 여전히 높지만 고용의 위축 방지가 인하 재개 명분. 기준금리 인하 가능성은 사실상 100%. 다만, 이번 인하 속도는 꾸준하나 점진적일 것. 2024년 100bp 인하가 얼마나 성급한 결정이었는지 연초에 경험했기 때문

성명서 문구 변화에 주목, 기자회견 관전 포인트는 크게 세 가지

금번 회의에서는 고용과 물가 판단 성명서 문구 변화가 중요. 고용 문구는 2024년 9월(job gains have slowed, and the unemployment rate has moved up but remains low)과 유사한 수준으로 수정될 가능성이 높아 보임. 기자회견에서는 1) 여전히 핵심지표(superior indicator)가 실업률인지, 2) 고용 BEP를 낮게 조정해서 봐야하는지, 3) 급격한 위축 가능성을 얼마나 높게 보는지에 대한 Powell 의장 견해를 주목해서 볼 필요

핵심지표로서의 실업률 지위는 바뀌지 않을 것으로 예상. BEP 관련 질문이 나올 경우 당분간은 새로운 잣대가 필요할 수 있다는 취지의 답변이 나올 가능성. 다만, 점진적인 둔화 판단에는 변화가 있을 수 있음. 성명서 문구 중 'remain solid'도 수정이 유력. 연준은 인하가 가까운 시일 내에 단발성에 그치지 않을 것을 시사하겠지만 점진적인 통화정책 조정을 더욱 강조할 것

FOMC 소화하며 시장금리 상승 예상

기준금리 인하와 점도표 조정(최대값인 4.375%를 전망하는 인사(7명) 감소)과 별개로 연준의 스탠스에 큰 변화가 없음이 나타날 경우 시장금리는 상승할 전망. 미국 10년 기준 4.10%까지 상승이 예상되며 수익률 커브는 스티프닝 양상을 보일 것. 재개되는 기준금리 인하, 더 이상 긍정적으로 평가하기 어려운 고용 등을 감안하면 이제는 4.10%이 매수 적정 레벨

채권시장 동향

글로벌 국채금리, 국가별 차별화

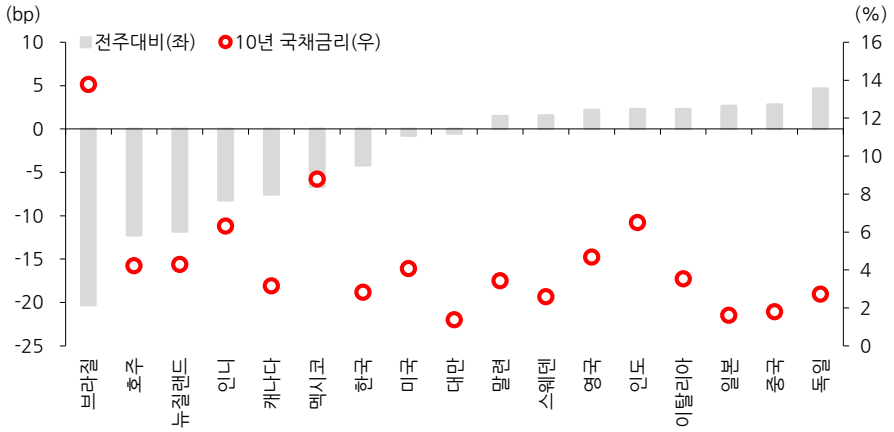
지난 주 글로벌 국채금리는 국가별로 차별화된 모습을 보였다. 유럽지역 금리는 ECB의 기준금리 동결, 물가 전망치 상향 조정 등 소식에 대부분 상승했다. 주 후반 프랑스 국채금리는 신용등급 강등 소식에 급등했다. Fitch는 정치적 이슈로 인한 재정 건전성 저하를 강조하며 프랑스 신용등급을 AA-에서 A+로 하향 조정했다.

재정과 함께 정정불안이 이어지는 인도네시아 국채는 재무장관 교체로 안전자산 선호심리가 부각되며 금리가 하락했다. 미국시장의 경우 대체로 예상치에 부합한 8월 CPI, FOMC 경계감 등 영향에 상, 하단이 제한된 박스권 장세를 시현했다.

국고채 금리 하락

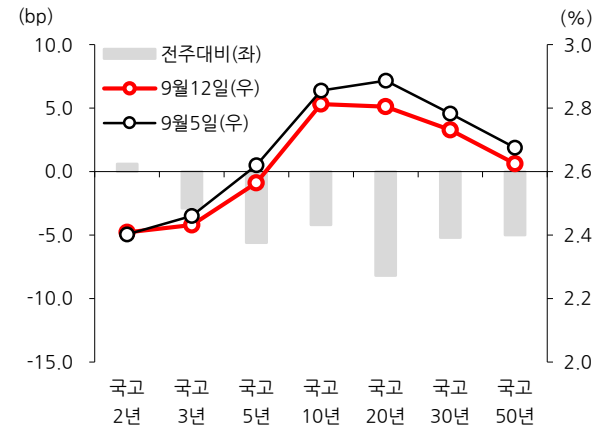
국고채 금리는 2년 구간을 제외하고 하락했다. 주 초반 미국 8월 고용지표를 소화하며 강세 출발한 국고채 시장은 외국인 순매수세, 주중 글로벌 금리 하락 등에 주목, 강세장을 이어갔다. 국고 3년, 10년 금리는 전주대비 각각 2.9bp, 4.2bp 하락한 2.43%, 2.81%를 기록, 2.40%. 2.80% 초중반대에서 등락하는 흐름이 지속되었다.

[그림1] 주간 주요국 채권 금리 변동 추이



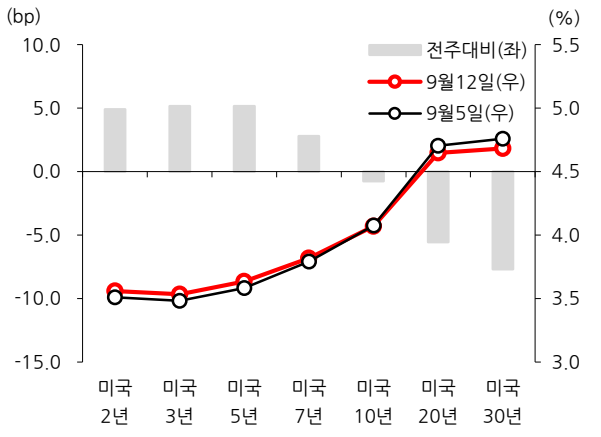
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 주간 국고채 수익률 커브 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 주간 미 국채 수익률 커브 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

채권시장 전망

1. 이슈: 작년과 비슷할 문구, 다를 선택

작년 9월과 비슷할 이번 9월 FOMC, 100% 인하 전망

고용 우려를 물가 안도로 바꿔서 보면 연준의 상황은 1년 전 9월 FOMC와 비슷하다. 고용은 강력하나 '물가의 추가 진전(further progress)'을 강조하며 인하 사이클의 신호탄을 쏘아 올린 것이 지난해 9월 FOMC였다면, 지금은 물가가 여전히 높지만 고용의 위축 방지가 인하 재개 명분이다. 기준금리 인하 가능성은 100%라 해도 과언이 아니다.

인하 속도는 점진적일 것

다만, 작년과 달리 재개되는 이번 인하 속도는 꾸준하나 점진적일 것이다. 2024년 4달간의 100bp 인하가 얼마나 성급한 결정이었는지는 연초 경험을 통해 알고 있다. 지나치게 빠른 작년 인하로 9개월 동안 통화정책 운신의 폭은 크게 제한되었다.

고용 및 물가 판단 문구 조정에 주목

금번 회의에서는 고용과 물가 판단 성명서 문구 변화가 중요해 보인다. 참고로 고용(the unemployment rate remains low, and labour market conditions remain solid)은 2번, 물가(inflation remains somewhat elevated)는 5번 연속 같은 표현이 유지 중이다. 고용 문구는 2024년 9월(job gains have slowed, and the unemployment rate has moved up but remains low)과 유사한 수준으로 수정될 가능성이 높다.

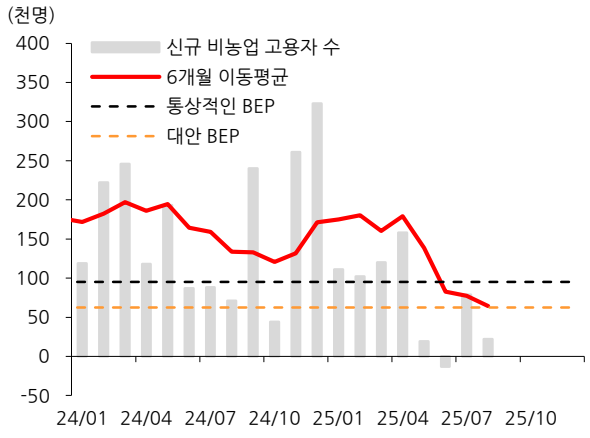
기자회견에서는 고용 관련 세 가지 견해가 중요

고용 증가세는 둔화(eased)를 넘어 느려(slowed)진 것이 맞다. 실업률도 상승했지만 여전히 낮은 수준임은 부인할 수 없다. 기자회견에서는 1) 여전히 핵심지표(superior indicator)가 실업률인지, 2) 고용 BEP를 낮게 조정해서 봐야하는지, 3) 급격한 위축 가능성을 얼마나 높게 보는지에 대한 Powell 의장 견해를 주목해서 볼 필요가 있다.

1) 실업률의 핵심지표 지위 유지여부
2) BEP 조정 가능성

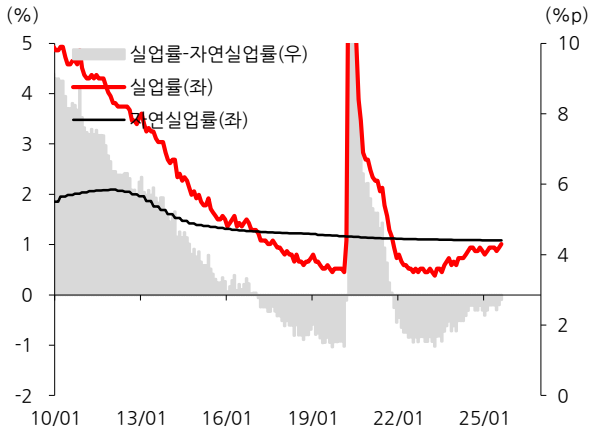
지금까지 연준은 고용자 수가 부진한 것은 맞지만 본인들이 중요하게 보는 실업률은 낮기 때문에 고용은 점진적으로 둔화되고 있다고 했다. 8월 Powell 의장의 'curiously balanced' 발언이 나온 이후로는 일부 지역 연은 총재들을 중심으로 BEP를 낮춰서 봐야 한다는 이야기도 나오고 있다.

[그림4] 미국 비농업 신규 고용자 수 추이 및 BEP



자료: U.S. Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 미국 실업률 및 자연실업률 추이



자료: Congressional Budget Office, U.S. Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

3) 고용의 점진적인 둔화 판단 변화정도

핵심지표로서의 실업률 지위는 바뀌지 않을 것으로 예상한다. BEP 관련 질문이 나올 경우 당분간은 새로운 잣대가 필요할 수 있다는 취지의 답변이 나올 가능성 또한 높아 보인다. 다만, 점진적인 둔화 판단에는 변화가 있을 수 있다. 성명서 문구 중 'remain solid'도 수정될 것이다. 종합해 보면 연준은 인하가 가까운 시일 내에 단발성에 그치지 않을 것을 시사하겠지만 점진적인 통화정책 조정을 더욱 강조할 공산이 크다.

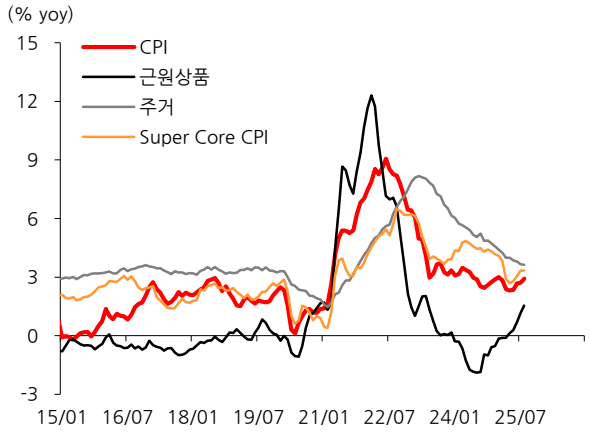
물가도 인하를 지지하나 신중한 스탠스를 더욱 지지

물가도 신중한 스탠스 유지를 지지한다. 관세가 물가에 미치는 영향이 항구적이지 않을 것이고, 상품물가를 제외한 대다수 품목 물가 추세가 바뀌지 않은 것은 긍정적이다. 그러나 계속해서 목표 수준을 웃도는 전체 물가상승률, 일시적이나마 추가 상승이 예상되는 헤드라인 및 근원물가는 섣부른 움직임을 제한하는 요인이다.

연준 스탠스 확인 후 미국 10년 4.10%까지 상승 가능성

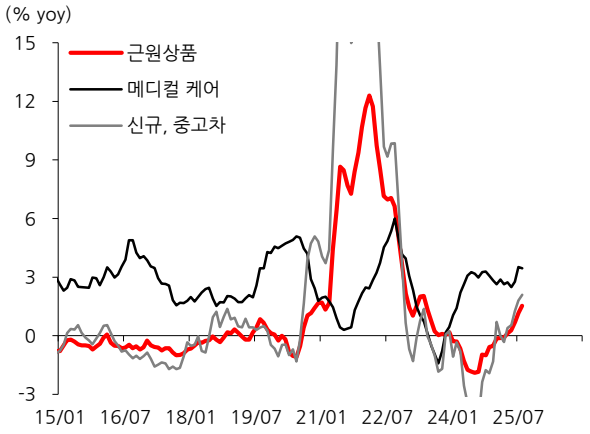
우리는 기준금리 인하와 점도표 조정(최대값인 4.375%를 전망하는 인사(7명) 감소)과 별개로 연준의 스탠스에 큰 변화가 없음이 나타날 경우 시장금리는 상승할 것으로 전망한다. 미국 10년 기준 4.10%까지 상승이 예상되며 수익률 커브는 스티프닝 양상을 보일 것이다. 재개되는 기준금리 인하, 더 이상 긍정적으로 평가하기 어려운 고용 등을 감안하면 이제는 4.10%을 매수 적정 레벨로 보아야 한다.

[그림6] 미국 주요 물가상승률 추이



자료: U.S. Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 미국 상품물가 및 수입 민감품목 물가상승률 추이



자료: U.S. Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[표1] FOMC 성명서 내 고용 및 물가 판단 문구

FOMC	고용	물가
2024년 1월	Job gains have moderated since early last year but remain strong, and the unemployment rate has remained low	Inflation has eased over the past year but remains elevated
2024년 3월	Job gains have remained strong, and the unemployment rate has remained low	Inflation has eased over the past year but remains elevated
2024년 5월	Job gains have remained strong, and the unemployment rate has remained low	Inflation has eased over the past year but remains elevated. In recent months, there has been a lack of further progress toward the Committee's 2 percent inflation objective
2024년 6월	Job gains have remained strong, and the unemployment rate has remained low	Inflation has eased over the past year but remains elevated. In recent months, there has been a lack of further progress toward the Committee's 2 percent inflation objective
2024년 7월	Job gains have moderated and the unemployment rate has moved up but remains low	Inflation has eased over the past year but remains elevated. In recent months, there has been a lack of further progress toward the Committee's 2 percent inflation objective
2024년 9월	**Job gains have slowed, and the unemployment rate has moved up but remains low**	**Inflation has made further progress toward the Committee's 2 percent objective but remains somewhat elevated**
2024년 11월	Since earlier in the year, labour market conditions have generally eased, and the unemployment rate has moved up but remains low	Inflation has made progress toward the Committee's 2 percent objective but remains somewhat elevated
2024년 12월	Since earlier in the year, labour market conditions have generally eased, and the unemployment rate has moved up but remains low	Inflation has made progress toward the Committee's 2 percent objective but remains somewhat elevated
2025년 1월	The unemployment rate has stabilised at a low level in recent months, and labour market conditions remain solid	Inflation remains somewhat elevated
2025년 3월	The unemployment rate has stabilised at a low level in recent months, and labour market conditions remain solid	Inflation remains somewhat elevated
2025년 5월	The unemployment rate has stabilised at a low level in recent months, and labour market conditions remain solid	Inflation remains somewhat elevated
2025년 6월	The unemployment rate remains low and labour market conditions remain solid	Inflation remains somewhat elevated
2025년 7월	The unemployment rate remains low, and labour market conditions remain solid	Inflation remains somewhat elevated

자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

2. 전략: FOMC 는 금리 상승재료

국고 3년: 2.40~2.48%
국고 10년: 2.78~2.85%

이번 주 국고채 금리 밴드는 3년, 10년 각각 2.40~2.48%, 2.78~2.85%를 제시한다. FOMC가 예정된 18일(한국시간) 전까지는 경계감이 짙은 장세가 예상된다. 16일에는 8월 금통위 의사록이 공개된다. 부동산 시장에 대한 금통위원들의 견해를 엿볼 수 있고, 10월 인하를 가늠해볼 수 있겠지만 이번 주 핵심 이벤트는 연준의 FOMC다.

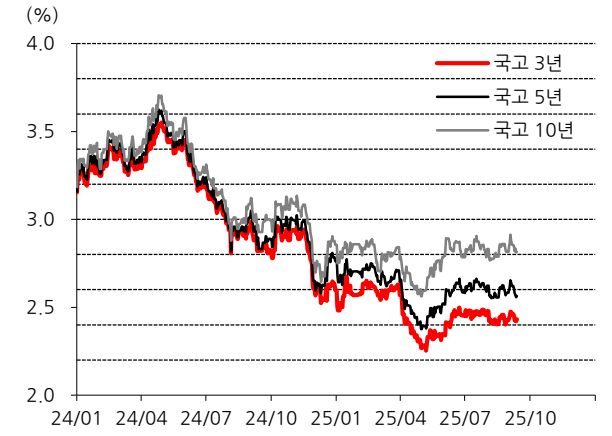
9월 FOMC는 금리 상승재료

앞서 예상한대로 연준이 통화정책 조정에 적극적인 의지를 보여주지 않는다면 미국 금리는 상승할 가능성이 높다. 이에 따른 국고채 금리의 상승 압력 강화도 불가피하다는 판단이다. 9월 월간전망 자료에서 제시한 국고채 금리 중심(국고 3년 2.40%, 국고 10년 2.80%)이 바뀌지는 않겠지만, 일시적이나마 3년은 2.40% 후반대, 10년은 2.80% 중반대까지 상승할 수 있음을 염두에 두어야 한다.

미국 10년, 4.10%를 매수 레벨로 봐야할 때

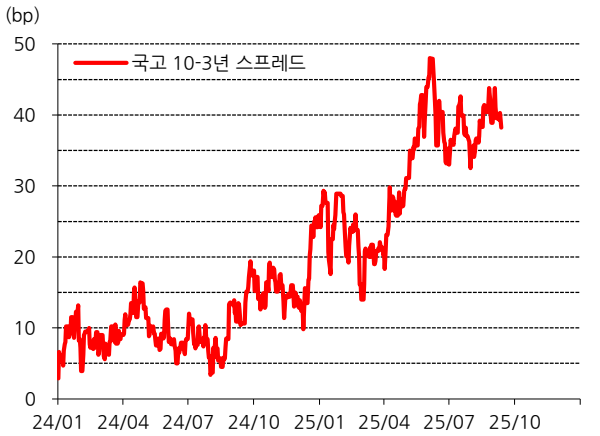
미국 10년 금리는 4.00%가 강력한 저항선으로 작용하는 모습이다. 우리는 연말까지 이 추세가 바뀌지 않을 것으로 예상한다. FOMC 이후 금리 반등 가능성을 높아 보이며, 4.10% 부근에서는 매수 매력이 부각된다는 판단이다.

[그림8] 주요 국고채 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 국고 10-3 년 스프레드 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 예상 금리 Range

금리, 스프레드	동향(대비)			예상 Range	방향성
	연초	월초	전주(9/12)		
국고 3 년	2.60%(-16.5bp)	2.44%(-0.4bp)	2.43%(-2.9bp)	2.40~2.48%	상승
국고 5 년	2.76%(-19.8bp)	2.60%(-3.3bp)	2.56%(-5.6bp)	2.53~2.63%	상승
국고 10 년	2.86%(-4.2p)	2.85%(-3.4bp)	2.81%(-4.2bp)	2.78~2.85%	약보합
국고 10-3 년	25.9bp(+12.3bp)	41.2bp(-3.0bp)	38.2bp(-1.3bp)	35.0~40.0bp	강보합
미국 10 년	4.57%(-50.5bp)	4.23%(-16.2bp)	4.07%(-0.8bp)	3.90~4.15%	상승

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 통화정책 Tracker

[표2] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
9/11	이수형 (한국은행 금융통화위원)	-	- 향후 추가 금리 인하 시기 및 폭을 결정하는 데는 성장 흐름과 함께 주택시장 및 가계부채 상황의 안정 여부가 중요한 고려 요인이 될 것 - 성장세는 다소 개선되고 있지만 당분간 잠재수준보다 낮은 흐름이 이어질 것으로 예상되기 때문에 성장의 하방압력 완화를 위해 추가적인 대응이 필요할 수 있음 - 서울 주택가격 상승세와 추가 상승 기대가 여전히 높은 만큼 발표된 주택공급 대책의 효과와 완화적 금융 여건의 주택가격 기대에 대한 영향 등을 점검하면서 추가 금리 인하 시기 등을 결정할 필요 - 긴 시계에서 한국 경제는 가계부채 누적, 급속한 잠재성장률 하락, 양극화 심화 등 구조적 문제에 직면 - 구조적 저성장에 대응해 통화정책을 완화하면 단기적으로 어려움을 경감시킬 수 있겠음 - 그러나 부동산 신용 집중도가 높은 국내 여건 하에서는 주택시장을 자극해 금융 불균형 심화와 주거비 부담의 확대로 이어질 가능성
9/11	박종우 (한국은행 부총재보)	-	- 현재 기준금리는 중립금리의 중간 정도로 neutral한 수준에 와있는 것으로 판단. 향후 추가로 기준금리를 인하하면 완화적인 수준으로 돌아가는 것 - 실질금리 수준을 비교할 때 성장 측면을 고려하더라도 기준금리 인하는 더딘 속도가 아님 - 기준금리와는 별개로 시장의 대출금리, 자산가격, 증시상황 등 전체적인 유동성 상황은 이미 완화적 - 서울 주택시장 상황이 향후 금리 결정의 주요 변수가 될 것 - 6.27 대책 이후 늦지 않은 시간에 공급 대책이 나와줘서 시장심리에 영향을 주지 않을까 함. 또한, 추가 대책 강구 등 정부의 의지도 시장심리를 안정시키는 데 기여할 것으로 기대 - 연준의 기준금리 인하로 외환시장 변동성이 완화될 경우 한국은행은 국내 여건에 집중할 수 있는 환경이 조성됨
9/11	Christine Lagarde (ECB 총재)	-	- 경제는 회복력 있는 수요 영향에 성장세 유지 - 최근 서베이 데이터들은 제조업, 서비스업 모두 성장세가 지속될 것임을 시사 - 고용시장도 성장의 원인 중 하나. 투자는 정부지출이 뒷받침되어야 함 - 내년 성장을 전망함에 있어 높은 관세율, 유로화 강세 등이 불확실성으로 작용 중 - 최근 관세협상이 불확실성을 줄여준 것은 사실. 그러나 온전한 여파를 확인하기까지는 시간 필요 - 물가 추세는 2% 목표에 꾸준히 부합 - 선행지표들은 완만한 임금 상승세가 추가적으로 이어질 것임을 시사 - 경제의 상, 하방 리스크는 조금 더 균형을 찾았음 - 근원물가는 노동 비용압력 감소, 유로화 강세 등 영향에 둔화. 그럼에도 불확실성은 평소보다 높은 편 - 유로화 강세는 당초 예상보다 물가를 추가적으로 둔화시키는 요인 - 디스인플레이션 관련 진전은 종료. 현재 물가는 ECB가 원하는 수준에 위치하고 있고 앞으로도 그럴 것 - 기준금리 동결 결정은 만장일치 - 물가가 목표 수준에서 소폭 벗어나(minimal deviation)있는 정도라면 추가 정책 대응은 불필요 - 유로지역 국채시장은 풍부한 유동성 환경 하 원활하게 작동 중

자료: 한화투자증권 리서치센터

채권시장 주요일정

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
15 일본 휴장(경로의 날) **(한국)** 국고 10년 입찰(2조원) **(미국)** 9월 뉴욕 연은 엠파이어 스테이트 제조업지수 (예상: 4.9, 전월: 11.9, 전년: 2.4) **(중국)** 8월 소매판매 (예상(y): 3.8%, 전월비: -0.1%, 전년비: 3.7%) 8월 산업생산 (예상(y): 5.6%, 전월비: 0.4%, 전년비: 5.7%)	16 8월 통화정책방향 결정회의 의사록 **(한국)** 8월 수출입물가 (수출 전월비: 1.0%, 전년비: -4.3%) (수입 전월비: -5.9%, 전년비: 0.9%) 7월 M2 통화 공급 (전월비: 0.6%, 전년비: 6.7%) **(미국)** 8월 소매판매 (예상(m): 0.3%, 전월비: 0.5%, 전년비: 3.9%) 8월 수출입물가 (수출 전월비: 0.1%, 전년비: 2.2%) (수입 전월비: 0.4%, 전년비: -0.2%) 8월 산업생산 (예상(m): 0.0%, 전월비: -0.1%, 전년비: 1.4%) 9월 NAHB 주택시장지수 (전월: 32.0, 전년: 41.0) **(유로존)** 9월 ZEW 경기전망지수 (전월: 25.1, 전년: 9.3) 7월 산업생산 (전월비: -1.3%, 전년비: 0.2%)	17 Lagarde ECB 총재 연설 **(한국)** 국고 3년 입찰(1조 5,000억원) **(미국)** 20년 국채 입찰(Reopening) (4.88%, 간접: 60.6%, 응찰률: 2.54배) 8월 주택착공 (예상(m): -3.7%, 전월비: 5.2%, 전년비: 12.9%) **(유로존)** 8월 CPI, Core CPI (CPI 전월비: 0.2%, 전년비: 2.0%) (Core 전월비: 0.3%, 전년비: 2.3%)	18 미국 연준 FOMC 브라질 BCB COPOM 영국 BOE MPC Lagarde ECB 총재 연설 **(미국)** 9월 필라델피아 연은 업황전망 (예상: 3.0, 전월: -0.3, 전년: 0.9)	19 일본 BoJ 금융정책결정회의
22 Bullock RBA 총재 의회 증언 Musalem 세인트루이스 연은 총재(매파, O) 연설 **(한국)** 국고 5년 입찰(3조 3,000억원) **(미국)** 8월 시카고 연은 연방 국가활동지수 (전월: -0.19, 전년: -0.05)	23 일본 휴장(추분) Hammack 클리블랜드 연은 총재(매파, X) 연설 **(한국)** 8월 PPI (전월비: 0.4%, 전년비: 0.5%) **(미국)** 8월 기존주택판매 (예상(m): -1.6%, 전월비: 2.0%, 전년비: 0.8%) 9월 리치몬드 연은 제조업지수 (전월: -7.0, 전년: -18.0)	24 **(한국)** 9월 CSI (전월: 111.4, 전년: 100.0) **(미국)** 2년 국채 입찰 (3.64%, 간접: 57.1%, 응찰률: 2.69배) 8월 신규주택판매 (전월비: -0.6%, 전년비: -8.2%)	25 7월 일본 BoJ 금융정책회의 의사록 Daly 샌프란시스코 연은 총재(비둘기파, X) 연설 Goolsbee 시카고 연은 총재(매파, O) 연설 **(미국)** 5년 국채 입찰 (3.72%, 간접: 60.5%, 응찰률: 2.36배) 8월 건축허가 (전월비: -2.2%, 전년비: -5.2%) 2분기 GDP(잠정) (전기비연율: 3.3%) **(유로존)** 8월 M3 통화공급 (전월비: -0.0%, 전년비: 3.4%)	26 Daly 샌프란시스코 연은 총재(비둘기파, X) 연설 Bowman 연준 이사(비둘기파, O) 연설 **(미국)** 7년 국채 입찰 (3.93%, 간접: 77.4%, 응찰률: 2.49배) 9월 캔자스시티 연은 제조업활동지수 (전월: 1.0, 전년: -8.0) 8월 PCE, Core PCE (Core 예상 전월비: 0.3%, 전년비: 3.0%) (PCE 전월비: 0.2%, 전년비: 2.6%) (Core 전월비: 0.3%, 전년비: 2.9%) 9월 미시간대학교 소비자심리지수(확정) (전월: 58.2, 전년: 70.1)

주: 한국 시간 기준, 중앙은행 인사 'O', 'X'는 당해년도 투표권 보유 여부
자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터