2025년 9월 18일 | Global Asset Research

해외채권

9월 FOMC: 고용 리스크에 초점을 맞춘 연준

미국

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 허성우 deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

올해 점도표 중간값 3.625%

9월 FOMC는 시장 예상대로 정책금리를 25bp 인하(4.00~4.25%)했다. 투표권이 있는 12명 위원 중 1명(스티븐 미란)만이 50bp 인하 소수의견을 개진했다. 시장이 주목한 올해 점도표는 중간값을 3회 인하로 6월 대비 1차례 상향조정했다. 1명만 점을 위로 찍었다면 6월에 제시한 연내 2회 인하를 유지할 수 있었다. 연내 금리 동결에 점을 찍은 위원 수는 기존 7명에서 1명으로 크게 축소됐다. 7월 FOMC에서 인하 소수의견을 개진했고, 연내 수차례 인하를 주장했던 보우먼과 월러 이사도 이번 25bp 인하 결정에 동의했다.

6월 수정경제전망 당시 27년까지 총 인하 폭은 5회였던 반면, 9월 제시된 25~27년까지 총 인하 폭은 6회로 1차례 늘어났다(6월 2-1-1에서 9월 3-1-1로 변경). 새롭게 제시된 28년 전망치는 27년과 동일한 3.125%로 유지됐다. 장기중립금리(Longer run)도 6월에 이어 중간값이 3.0%로 유지됐다.

수정경제전망에서는 일부 변화가 있었다. 2025~26년 성장률 전망치는 각각 1.4%→1.6%, 1.6%→1.8%로 각각 0.2%p씩 상향조정했다. 2027년은 1.8%→1.9%로 0.1%p 상향조정했다. 단, 장기잠재성장률 전망치는 1.8%를 유지했다.

실업률은 올해 4.5%를 유지했지만, 2026년~27년은 각각 4.4%, 4.3%로 0.1%p 하향조정했다. 장기 자연실업률 추정치는 4.2%를 유지했다.

물가 전망치 상향조정 폭이 컸다. 헤드라인과 근원 PCE 물가는 올해 전망치인 3.0%와 3.1%을 각각 유지했지만, 내년의 경우 헤드라인 2.6%, 근원 2.6%으로 0.2%p씩 상향조정했다. 새롭게 제시된 2028년에 되어서야 연준의 물가 목표치 2.0%에 도달할 것으로 전망했다.

이번 성명서에서는 고용 리스크 확대를 강조했지만 인플레이션 리스크에 대한 문구도 유지했다. 실업률이 상승할 것이라고 전망한 위원 수는 기존 14명에서 15명으로 1명 증가했고, 물가가 상승할 것으로 전망한 위원 수는 기존 14명에서 12명으로 2명 축소됐지만 낮아질 것이라고 전망한 위원 수는 6월과 동일하게 아무도 없었다.

최근 7~8월 고용 데이터를 확인했기에 물가보다는 고용 둔화에 초점을 맞춰 변경했다고 판단한다. 1) "노동시장 여건이 견고하기 유지됐다"(labor market conditions remain solid) 문구를 삭제하고 "노동시장 여건이 둔화됐다"(labor market conditions have slowed)로 변경 2) "The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate" 문구 뒤에 "고용 둔화 리스크가 확대됐다"(downside risks to employment have risen) 문구 추가

고용시장 둔화에 초점을 맞춘 파월

1) 파월 의장은 금리 인하 결정의 초점이 “노동시장에 대한 리스크”에 맞춰졌다고 밝혔음. 인플레이션은 한동안 목표치를 벗어날 가능성은 높지만 2% 도달까지 기다릴 수는 없음. 이번 인하를 “리스크 관리”(risk management) 차원의 선제적 조치로 볼 수 있으며, 새로운 금리

완화 사이클의 시작을 의미하는 것은 아닐 수 있다고 시사. 50bp 인하에 대해선 "광범위한 지지가 전혀 없었다"(there wasn't widespread support at all)고 언급

2) 파월 의장은 노동시장이 더 이상 견고(Solid) 하지 않으며, 상당한 하방 리스크가 있다고 판단. 이번 금리 인하의 가장 큰 이유라고 강조. 최근 발표된 QCEW(예비 벤치마크 수정치)는 정확히 우리가 예상했던 것"(Exactly what we expected) 이라고 발언. 신규 고용 BEP(손익분기점)은 노동력 공급과 수요가 빠르게 감소하고 있어 상당히 낮아졌다고 언급

3) 관세가 물가에 미치는 영향과 관련해 지금도 확인할 것이 남아있다고 언급. 수입 관세 상승으로 인한 인플레이션은 없다고 주장하는 트럼프 행정부와 반대되는 의견. 관세 부담은 수출업자가 아닌 수출업자와 소비자 중간에 있는 기업들이 주로 지불하고 있음. 이는 점진적으로 소비자들에게 전가될 가능성을 내포. 다만, 4월 이후 높고 지속적인 인플레이션에 대한 리스크는 다소 완화되기 시작했다고 발언

4) 파월은 리사 쿡 이사 사건이나 베센트 재무장관 발언에 대한 논평을 거부하며, 연준의 결정은 오직 데이터와 경제적 이해에 기반한다고 강조. 연준 독립성에 대한 우려가 기대인플레이션에 영향을 미치는지에 대한 질문에, 장기 기대인플레이션은 대체로 견고(rock solid)해 보인다고 발언. 현재 경제 상황이 매우 이례적이라 통화정책 전망에 대한 견해 차이가 큰 것은 놀라운 일이 아니라고 언급

당분간 10년물 4% 레인지 장세 전망

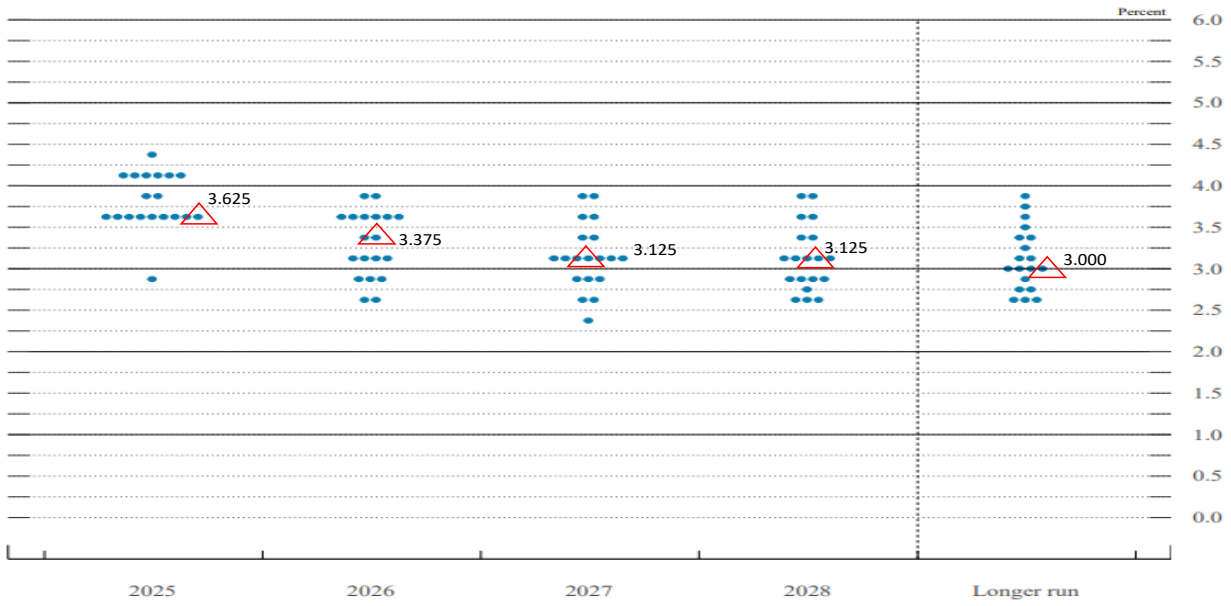
당사 하우스 뷰는 연내 2차례 인하에서 3차례 인하로 변경했다. 1) 파월이 이번 인하를 "리스크 관리" 차원이라고 언급했음에도 노동 시장이 더 이상 견고하지 않으며 하방 리스크가 크게 확대됐다는 점을 인정했으며 2) 9월 점도표에서 2차례 이상 인하에 점을 찍은 위원들의 비중이 높아졌다는 점 3) 관세로 인한 상품 가격 상승은 일시적인 현상으로 보고 있다는 점 4) 내년 5월 파월 임기를 앞두고 스티븐 미란의 이사회 합류 이후 연준의 독립성에 대한 의구심은 커지고 있다는 점을 감안할 필요가 있겠다.

FOMC 당일 미국채 금리 변동성은 큰 폭으로 확대됐다. 점도표 공개 직후 낙폭을 확대했지만, 파월 의장의 기자회견에서 이번 인하가 "리스크 관리" 차원의 인하라고 언급한 이후 낙폭을 되돌리며 상승했다(2년물 저점(3.4676%) 대비 8.5bp 상승(3.5531%), 10년물 저점(3.9898%) 대비 9.7bp 상승(4.0872%).

연내 인하 폭은 1차례 상향조정했음에도 미국채 10년물이 당분간 4%를 유의미하게 하회할 가능성이 낮다는 전망은 유지한다. 내년까지 총 인하 폭은 기존 전망치인 4차례와 동일하고(기존 2차례→2차례에서 3차례→1차례로 변경), 선물시장이 반영하고 있는 내년 말 최종금리 3.00%는 다소 과도하다고 판단하기 때문이다.

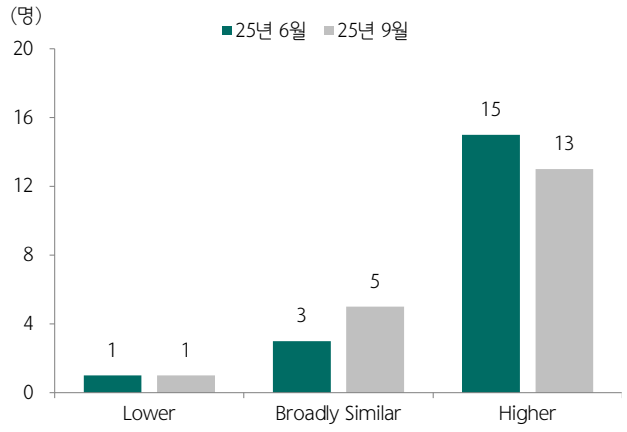
파월은 관세로 인한 인플레이션 리스크가 일회성에 그칠 것으로 전망했다. 다만, 수정경제전망에서 내년 헤드라인과 근원 PCE 물가 전망치 모두 상향조정했다는 점을 감안하면 내년까지 물가에 대한 경계심은 이어질 가능성이 높다. 고용에 집중하는 시장이지만 물가도 놓쳐서는 안된다.

도표 1. 9월 FOMC 점도표



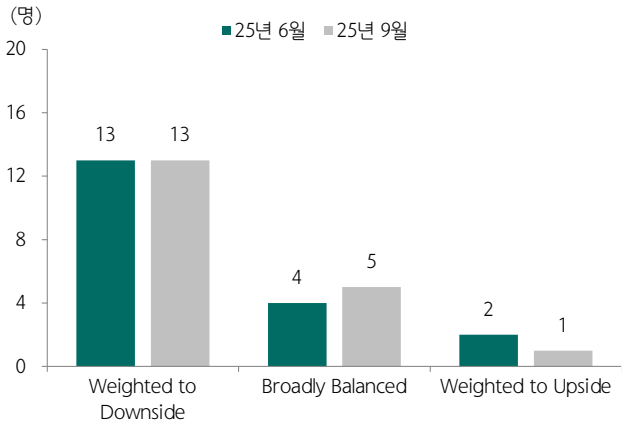
자료: Fed, 하나증권

도표 2. 성장률 전망 불확실성



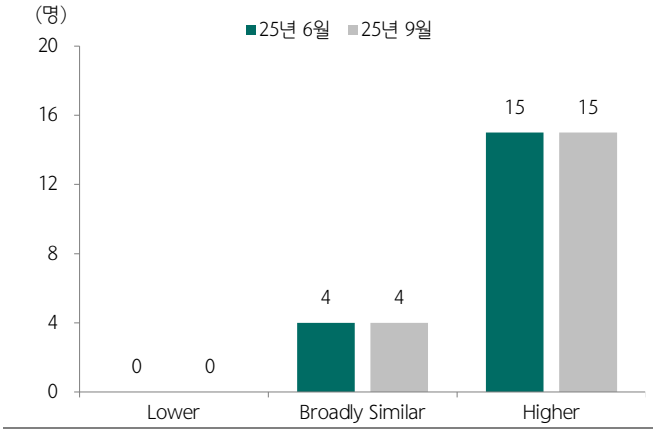
자료: Fed, 하나증권

도표 3. 성장률 전망 리스크



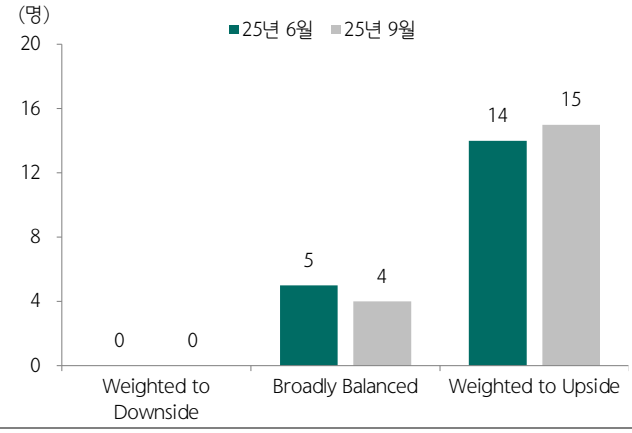
자료: Fed, 하나증권

도표 4. 실업률 전망 불확실성



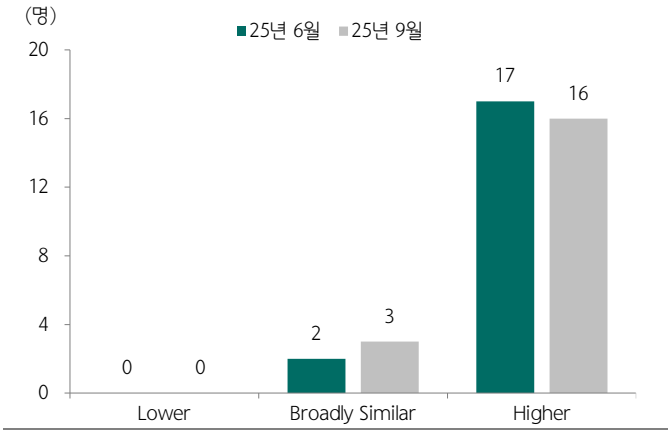
자료: Fed, 하나증권

도표 5. 실업률 전망 리스크



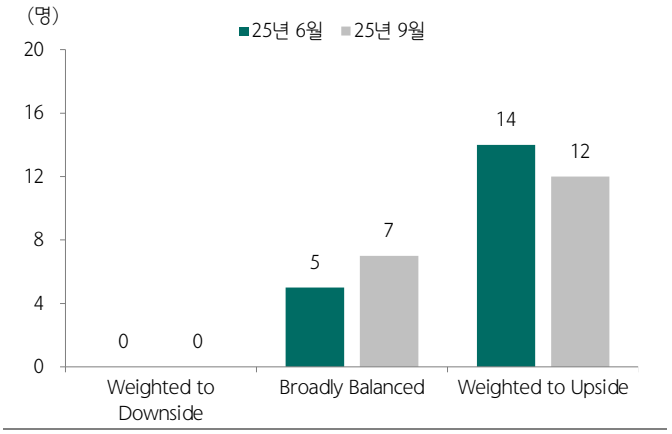
자료: Fed, 하나증권

도표 6. 물가 전망 불확실성



자료: Fed, 하나증권

도표 7. 물가 전망 리스크



자료: Fed, 하나증권