true friend 한국투자증권

9월 FOMC: 고용 하방 리스크 대응 시작

- 9월 FOMC 기준금리 4.0-4.25%로 25bp 인하, 50bp 소수의견 등장
- 올해 4분기 성장률 전망 상향, 실업률 및 물가 유지, 금리는 하향
- 불안한 고용에 선제적 대응, 연내 추가 2회 & 내년 1회 인하 전망

경제 Note

2025. 9. 18

9월 FOMC 기준금리 25bp 인하, 50bp 소수의견 등장

9월 FOMC는 예상대로 기준금리를 4.0-4.25%로 25bp 인하했다. 트럼프 지명으로 처음 투표에 참여한 스티븐 마이런 연준 이사는 50bp 인하 소수의견을 제시했다. 성명문에서는 '고용 증가가 둔화되며 실업률이 상승했다'와 '고용 하방 리스크가 커지고 있다'라는 문구가 추가되었다. 동시에 '인플레이션이 반등했다'라는 표현이 추가되며 최대 고용와 물가 안정이라는 이중책무 사이에 딜레마가 커지고 있음을 시사했다. 한편 매월 400억달러(국채 50억달러 + MBS 350억달러) 내에서 자산의 재투자를 중단하는 양적긴축(QT) 속도는 유지되었다.

기자회견: 정책 딜레마 확대되고 있으나 지금은 고용으로 무게 조정

기자회견에서는 인플레이션보다 고용 관련 질의 응답의 비중이 더 컸다. 파월은 관세 전가에 따른 인플레이션 상승 효과가 나타나고 있으며 이는 내년까지 누적될 것으로 내다봤다. 더불어 중장기 기대인플레이션이 비교적 안정되어 있으며 관세가 인플레이션 미치는 영향이 일시적일 것이라는 기존 입장을 재확인했다. 인플레이션은 기존 예상대로 전개되는 가운데 문제는 고용 하방 리스크가 7월 회의보다 확대되었다는 점이었다. 더 이상 노동시장이 견조하다고 보기 어려우며 뚜렷한 노동 수요 둔화로 실업률이 오르고 있음을 강조했다. 더불어 신규 고용의 대규모 하향 조정으로 현재 노동시장에 대해서도 과대평가 할 수 있음에 유의하는 모습이다. 한편 트럼프의 금리 인하 요구 등 정치적 압박에 대해서는 고려하지 않겠다며 연준의 통화정책 독립성을 강조했다.

경제전망: 올해 성장률↑, 실업률 & 인플레이션 유지 → 기준금리↓(?)

경제전망에서는 6월 대비 올해 4분기 성장률은 1.4%에서 1.6%로 상향되었다. 실업률 4.5%, 근원 PCE 인플레이션 3.1%로 유지되었다. 반면 기준금리 인하 횟수는 연내 2회에서 3회로 확대되었다. 성장률은 상향 조정되고, 실업률과 인플레이션은 예상 속도대로 오르고 있는데 기준금리는 조금 더 빨리 내리겠다는 의미이다. 내년 4분기 전망의 경우 성장률은 상향(1.6% → 1.8%)되고 실업률은 하향(4.5% → 4.4%)되며 기존 예상보다 경기가 좋을 것임을 반영했다. 동시에 근원 PCE 인플레이션은 상향(2.4% → 2.6%)되었으나 기준금리는 하향(3.6% → 3.4%)되었다.

문다운
dw.moon@koreainvestment.com

안재균
jkahn@koreainvestment.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

불안한 고용에 선제적 대응, 연내 추가 2회 & 내년 1회 인하 전망

우리는 연내 추가 2회, 내년 1분기 1회 인하로 전망을 수정한다(기존 연내 총 2회, 내년 상반기 2회 인하, 채권 Note: 기대보다 느릴 연준 인하 속도). 연준은 고용 하방 리스크에 대한 선제적인(Front-loading) 대응으로 인하에 속도를 낼 것으로 예상한다. 다만 이번 인하 사이클의 최종 금리는 3.25-3.5%로 유지한다. 실업률이 오를 것은 이미 연준도 예상하고 있으나 현재 예상하기 어려운 것은 급격한 노동시장 냉각 가능성이다. 그 이유는 ① 고용 데이터 자체에 대한 신뢰성이 약화되었고(추후 대규모 하향 조정, 현재 고용에 대한 과대평가 가능성↑), ② 반이민과 공무원 해고 등 트럼프 정책도 고용 지표의 변동성을 확대시키고 있다. 노동 시장이 연준이 예상한 속도보다 급격하게 냉각될 가능성이 높아졌고, 동시에 이를 후행해서 판단할 위험도 확대되었다. 관세에 따른 인플레이션 반등이 예상되나 그보다는 어디까지 오를지 모르는 실업률에 대비한 대응을 예상한다.

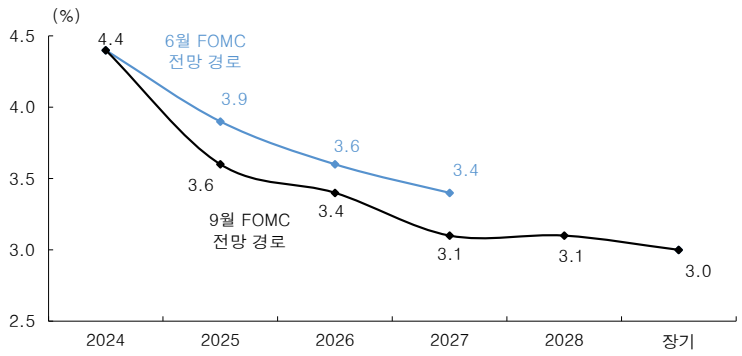
<표 1> FOMC SEP(Summary of Economic Projections)

(단위: % YoY, %)

구분	2025	2026	2027	장기(Longer run)
실질 경제성장률				
2025년 9월	1.6	1.8	1.9	1.8
2025년 6월	1.4	1.6	1.8	1.8
2025년 3월	1.7	1.8	1.8	1.8
실업률				
2025년 9월	4.5	4.4	4.3	4.2
2025년 6월	4.5	4.5	4.4	4.2
2025년 3월	4.4	4.3	4.3	4.2
PCE 물가상승률				
2025년 9월	3.0	2.6	2.1	2.0
2025년 6월	3.0	2.4	2.1	2.0
2025년 3월	2.7	2.2	2.0	2.0
근원 PCE 물가상승률				
2025년 9월	3.1	2.6	2.1	
2025년 6월	3.1	2.4	2.1	
2025년 3월	2.8	2.2	2.0	
기준금리				
2025년 6월	3.6	3.4	3.1	3.0
2025년 6월	3.9	3.6	3.4	3.0
2025년 3월	3.9	3.4	3.1	3.0

주: 중간값 기준
자료: FRB, 한국투자증권

[그림 1] FOMC 금리 전망 경로 변화



주: 중간값 기준
자료: FRB, 한국투자증권

미국: 9월말까지 국채 금리 상승 되돌림 경계해야 할 시점

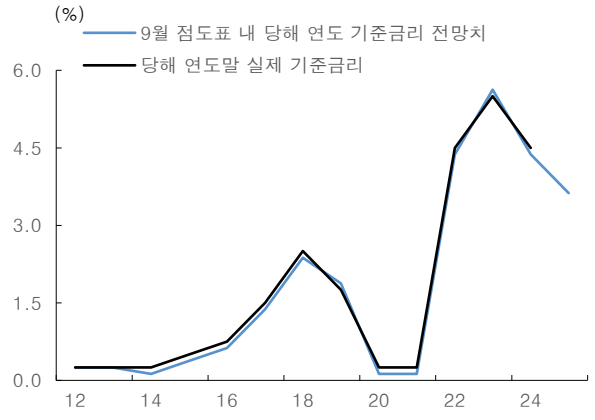
파월 의장은 더 높고 지속적인 인플레이션 위험이 다소 줄어든 것 같다는 발언으로 관세의 인플레 불확실성을 다소 낮췄다. 또한 고용시장이 더는 견고하지 않다는 평가로 9월 기준금리 인하 재개를 결정했다. 지난 회의에서까지 중점을 뒀던 관세의 물가 상승 전망을 약화시키고 노동시장 둔화에 시선을 옮겼다. 지난해 9월 고용 둔화 우려 속 금리 인하에 나선 것과 유사하다.

9월 점도표를 보면 단기적으로 금리 인하 사이클을 조성하여 고용 둔화에 보다 적극적으로 대응하겠다는 의지가 확인된다. 지난해에는 9월 50bp 인하를 시작으로 100bp의 인하폭을 보였고, 기업들의 노동 수요 회복이 주요 목적이었다. 이번에도 고용시장 부진 만회가 중요하기 때문에 당분간 연속적 금리 인하에 나설 여지가 있다. 9월 점도표에서 연준이 제시하는 당해 연도 기준금리 전망치와 당해 연도말 실제 기준금리 수준은 거의 같다. 대체적으로 실제 통화정책은 9월 점도표 경로를 따라갔다고 평가할 수 있다. 이를 고려하면 올해 기준금리 추가 2회 인하는 가능할 것으로 예상한다.

9월 점도표는 올해뿐만 아니라 내년 통화정책 경로를 미리 확인하는 자리이다. 내년 기준금리 전망치 수준이 더 중요하다는 뜻이다. 6월 3.625%보다 25bp 낮아진 3.375%로 제시됐지만, 그 이하의 기준금리 전망치를 예상한 시장 기대를 밑도는 결과였다. 지난해에도 다음 연도 기준금리 전망치가 75bp 하향 조정됐지만 FOMC 당일 10년 금리가 3bp 올랐고, 9월말까지 18bp 오른 바 있다. 시장 기대에 못 미치는 연준의 통화정책 경로 제시는 국채 금리 상승으로 이어진다. 이번 회의 확인 후 국채 10년 금리는 6bp 상승했다.

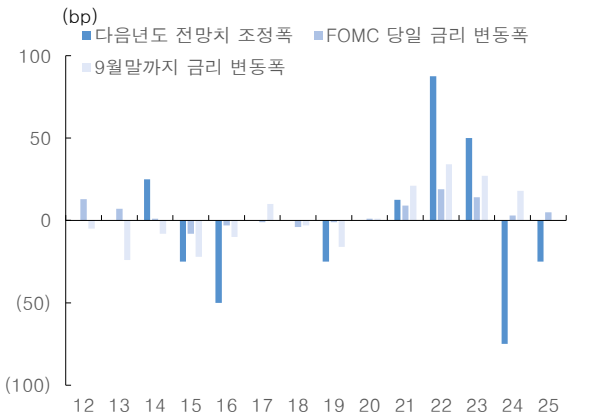
4.0%을 일시적으로 하회했던 국채 10년 금리의 9월말까지 상승 되돌림을 경계해야 한다. 내년 상반기까지 지속적인 금리 인하 전망이 축소되는 과정이 필요하기 때문이다. 9월말까지 국채 10년 기준 4.0~4.4% 밴드 내 움직임을 전망한다. 현재 60bp 수준인 10/30년 스프레드는 50bp 내외 축소를 예상한다. 국채 30년 금리는 4.5~4.9% 흐름을 기대할 수 있다.

[그림 2] 당해 연도 실제 기준금리는 9월 점도표와 비슷



자료: FRB, 한국투자증권

[그림 3] 9월말까지 미국 국채 금리 상승 되돌림 경계



자료: FRB, 한국투자증권

한국: FOMC 후 일부 약화될 외국인 국채선물 순매수세

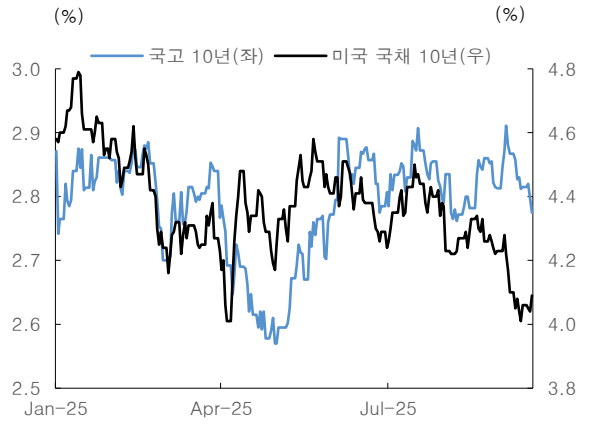
9월 연준의 기준금리 인하 재개는 한국 통화정책 결정에 반가운 요소이다. 적어도 10월 금통위를 앞두고 안정적인 대외 환경을 기대할 수 있게 됐다. 다만 한국은행은 국내 성장과 물가, 금융상황을 우선 순위에 두고 통화정책 결정을 하고 있기 때문에 9월 FOMC 결과가 10월 금통위에서의 금리 인하 기대를 자극하긴 어렵다. 연내 추가 인하에 대한 한은의 부담이 일부 완화되는 수준으로 해석한다.

4월부터 한국과 미국 장기 국채 금리는 비동조화 흐름을 보였다. 관세 조치의 영향이 다르고 미국의 재정적자 확대 이슈와 함께 한국의 정치 불확실성이 높았던 점이 주 원인이다. 트럼프의 감세안이 통과하고 한미 관세 협상이 이뤄지면서 8월부터 다시 한미 국채 금리 연동성이 강화되고 있다. 9월 들어 하락폭을 키운 미국 금리 흐름은 한국 채권시장 투자 심리에도 긍정적 영향을 제공했다. 9월 FOMC 이후 미국 국채 금리의 상승 되돌림 전개 우려가 커진 점은 국고채 금리의 추가 하락을 제한하고 상승 압력을 제공할 공산이 크다.

외국인들의 국채선물 매수세를 보면 10년물 중심으로 순매수세가 눈에 띈다. 9월 FOMC를 앞두고 미국 장기 국채 금리 하락세 전개에 일부 영향을 받았을 가능성이 있다. 약달러 흐름이 동반된 점도 긍정적 요소였다. 예상보다 강한 기준금리 인하 경로가 제시되지 않았다는 점에서 FOMC 이후 외국인들의 10년 국채선물 중심 순매수세가 일부 약화될 여지가 있다. 다만 연준의 금리 인하 재개로 약달러의 급격한 변화가 예상되지 않아 강한 순매도로의 전환은 과도한 우려라 본다.

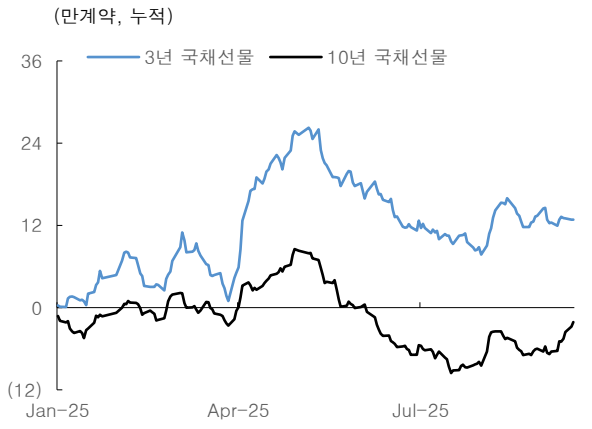
9월 FOMC 결과가 한국은행 통화정책 결정의 변화를 일으키진 않을 것으로 판단한다. 약달러 환경 유지 속 외국인 국채선물 순매수세 일부 약화 정도의 영향을 기대한다. 한국 통화정책 전망 변화가 없기 때문에 국고 3년 기준 2.4%는 여전히 견고한 하단이다. 국고 3/10년 스프레드가 36bp까지 축소된 상황에서 추가 축소 여력은 제한적이다. 국고 10년 기준 2.75%를 하단으로 미국 국채 10년 움직임에 단기적으로 연동할 전망이다. 여전히 주요 국고채 금리의 상하단 밴드는 10~20bp 내외 좁은 범위를 유지할 것으로 전망한다.

[그림 4] 미국 금리 상승 되돌림에 연동할 가능성



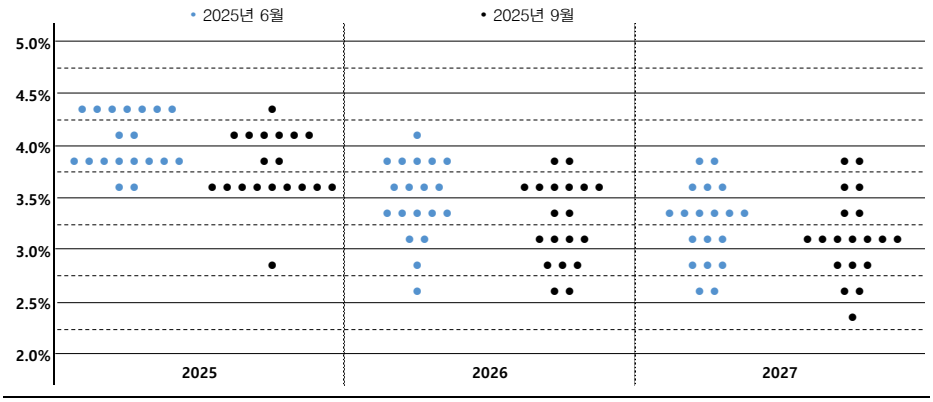
자료: 인포맥스, 한국투자증권

[그림 5] 외국인 국채선물 순매수세 일부 약화 우려



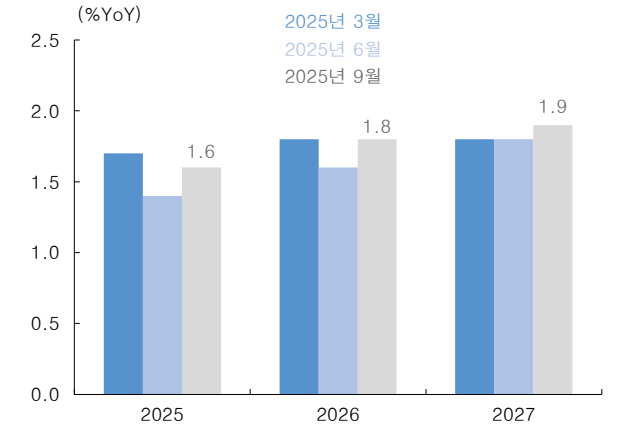
자료: 인포맥스, 한국투자증권

[그림 6] FOMC 점도표



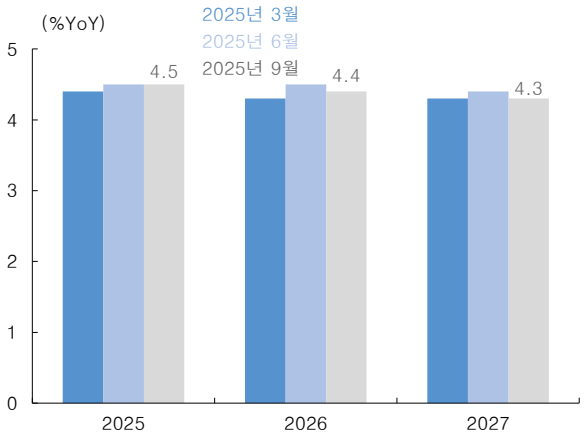
자료: FRB, 한국투자증권

[그림 7] 성장률 전망



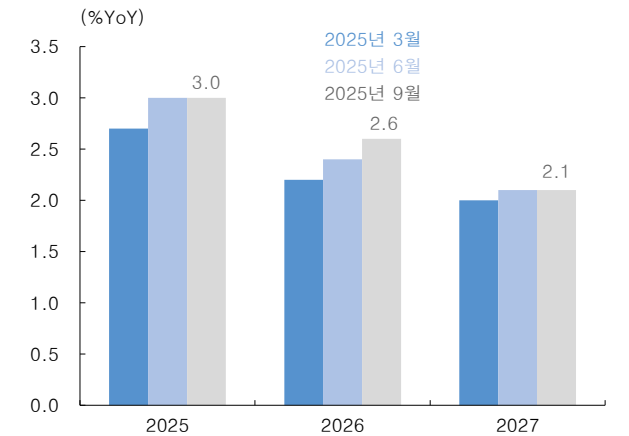
자료: FRB, 한국투자증권

[그림 8] 실업률 전망



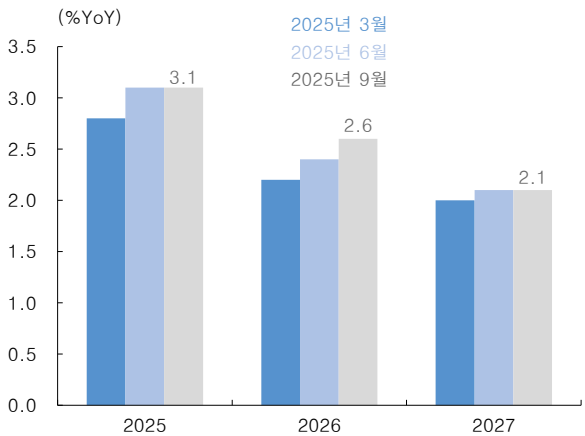
자료: FRB, 한국투자증권

[그림 9] PCE 인플레이션 전망



자료: FRB, 한국투자증권

[그림 10] 근원 PCE 인플레이션 전망



자료: FRB, 한국투자증권

<표 2> 미국 주요 지표 전망치

구분	단위	1Q25	2Q25	3Q25(E)	4Q25(E)	1Q26(E)	2Q26(E)	2025E)
실질 GDP	saar, QoQ, %	(0.5)	3.3	2.0	1.6	1.0	2.5	1.8
PCE 물가	YoY, %	2.5	2.4	2.9	3.2	3.1	3.1	2.8
PCE 근원 물가	YoY, %	2.8	2.7	3.0	3.2	3.1	3.0	2.9
기준금리	기말, %	4.50	4.50	4.25	3.75	3.50	3.50	4.00

자료: 한국투자증권

<표 3> 한국 주요 지표 전망치

구분	단위	1Q25	2Q25	3Q25(E)	4Q25(E)	1Q26(E)	2Q26(E)	2025(E)
실질 GDP	QoQ, %	(0.2)	0.7	0.9	0.5	0.3	0.2	
	YoY, %	0.0	0.6	1.4	1.8	2.4	1.9	1.0
소비자물가	YoY, %	2.1	2.1	2.1	2.4	2.0	2.1	2.1
기준금리	%, 기말 기준	2.75	2.50	2.50	2.25	2.25	2.25	2.25

자료: 한국투자증권

<표 4> 환율 전망치

구분	단위	1Q25	2Q25	3Q25(E)	4Q25(E)	1Q26(E)	2Q26(E)	2025(E)
달러-원	원, 분기평균	1,453	1,401	1,380	1,370	1,350	1,360	1,401

자료: 한국투자증권

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.