2025/09/18

[Fixed Income]

백윤민 수석연구위원 yoonmin1983@iprovest.com

9월 FOMC: 아직은 날개가 무거운 비둘기

- 9월 FOMC는 연방기금 목표금리를 4.00%~4.25%로 25bp 인하하고, 대차대조표 축소를 지속하기로 결정. 신규로 임명된 스티븐 마이런 연준이사는 50bp 기준금리 인하를 주장하면서 소수의견을 개진. 연준은 고용에 대한 하방 위험이 증가했다고 판단하면서, 리스크들의 균형 변화를 고려해 연방기금 목표금리를 인하했다고 언급

- 당사는 연준의 10월 추가 인하를 포함해 연내 추가적으로 2차례의 기준금리 인하에 나설 것이라는 전망을 유지. 상대적으로 인플레이션에 쏠려 있었던 통화정책 결정의 무게 중심이 고용으로 이동하면서 추가적인 통화정책 완화가 진행될 것으로 예상. 다만, 전반적인 경제여건 등을 고려했을 때, 통화정책 완화 속도는 점진적인 흐름을 유지할 것으로 판단

9월 FOMC, 연방기금 목표금리 4.00%~4.25%로 25bp 인하

9월 FOMC는 연방기금 목표금리를 4.00%~4.25%로 25bp 인하하고, 대차대조표 축소를 지속하기로 결정. 신규로 임명된 스티븐 마이런 연준이사는 50bp 기준금리 인하를 주장하면서 소수의견을 개진. 연준은 고용에 대한 하방 위험이 증가했다고 판단하면서, 리스크들의 균형 변화를 고려해 연방기금 목표금리를 인하했다고 언급

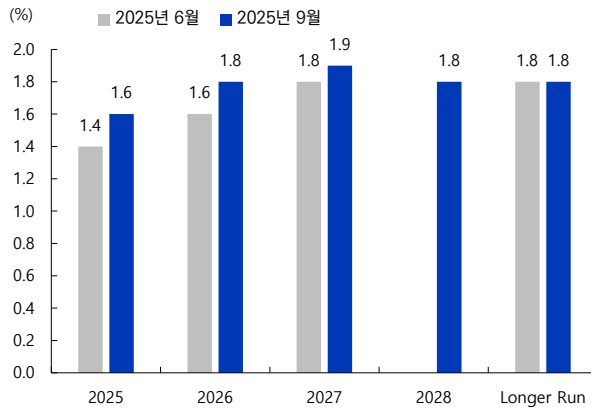
[도표 1] 2025년 7월, 2025년 9월 FOMC 성명서 비교

	2025년 9월	2025년 7월
정책결정	- 연방기금 목표금리 4.00~4.25%로 25bp 인하	- 연방기금 목표금리 4.25~4.50%로 동결
경제여건 및 인플레 요인 평가	- **최근 지표들은 올해 상반기 경제활동의 성장세가 완만해졌음을 보여줌. 일자리 증가가 둔화됐고, 실업률은 소폭 상승했지만, 여전히 낮은 수준을 유지. 인플레이션은 상승했으며 여전히 다소 높음** - 위원회는 장기적으로 완전고용과 2%의 인플레이션 달성을 추구. 경기 전망에 대한 불확실성은 여전히 높음. 위원회는 이중책무 (dual mandate) 양쪽 모두에 대한 리스크에 매우 주의를 기울이고 있으며, **고용에 대한 하방 위험이 증가했다고 판단**	- 순수출 변동이 데이터에 지속적으로 영향을 줬지만, 최근 지표들은 올해 상반기 경제활동의 성장세가 완만해졌음을 보여줌. 실업률은 낮은 수준을 유지했고, 고용시장은 여전히 견조. 인플레이션은 여전히 다소 높음 - 위원회는 장기적으로 완전고용과 2%의 인플레이션 달성을 추구. 경기 전망에 대한 불확실성은 여전히 높음. 위원회는 이중책무 (dual mandate) 양쪽 모두에 대한 리스크에 매우 주의를 기울이고 있음
금리정책 요인	- **위원회는 목표들을 지원하고, 리스크들의 균형 변화를 고려해 연방기금 목표금리를 4.00~4.25%로 25bp 인하하기로 결정** - 위원회는 추가적인 연방기금 목표금리 조정 규모와 시점을 고려할 때 향후 입수되는 데이터, 전망 변화, 위험에 대한 균형 등을 신중하게 평가 - 위원회는 적정한 통화정책 설정을 위해 경제전망 정보들이 시사하는 바를 지속적으로 살필 것. 위원회의 목표 달성을 방해하는 위험이 발생할 경우 적절한 조정을 할 준비가 되어 있을 것. 위원회는 완전고용을 도모하고 인플레이션을 2% 목표로 되돌리는 데 집중, 인플레이션 압력 및 기대, 금융 및 국제문제 등 다양한 정보들을 고려	- 위원회는 목표들을 지원하기 위해 연방기금 목표금리를 4.25~4.50%에서 동결하기로 결정 - 위원회는 추가적인 연방기금 목표금리 조정 규모와 시점을 고려할 때 향후 입수되는 데이터, 전망 변화, 위험에 대한 균형 등을 신중하게 평가 - 위원회는 적정한 통화정책 설정을 위해 경제전망 정보들이 시사하는 바를 지속적으로 살필 것. 위원회의 목표 달성을 방해하는 위험이 발생할 경우 적절한 조정을 할 준비가 되어 있을 것. 위원회는 완전고용을 도모하고 인플레이션을 2% 목표로 되돌리는 데 집중, 인플레이션 압력 및 기대, 금융 및 국제문제 등 다양한 정보들을 고려
대차대조표 정책	- 위원회는 국채, 기관채, MBS 보유량 축소를 지속할 것. 국채는 월간 한도를 50억 달러, MBS는 월간 한도를 350억 달러 유지	- 위원회는 국채, 기관채, MBS 보유량 축소를 지속할 것. 국채는 월간 한도를 50억 달러, MBS는 월간 한도를 350억 달러 유지
찬성 / 반대 위원	- **찬성: Jerome Powell, John Williams, Michael Barr, Michelle Bowman, Susan Collins, Lisa Cook, Austan Goolsbee, Philip Jefferson, Alberto Musalem, Jeffrey Schmid, Christopher Waller** - **반대: Stephen Miran (50bp 인하)**	- 찬성: Jerome Powell, John Williams, Michael Barr, Susan Collins, Lisa Cook, Austan Goolsbee, Philip Jefferson, Alberto Musalem, Jeffrey Schmid - 반대: Michelle Bowman, Christopher Waller (25bp 인하) - 불참: Adriana Kugler

자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

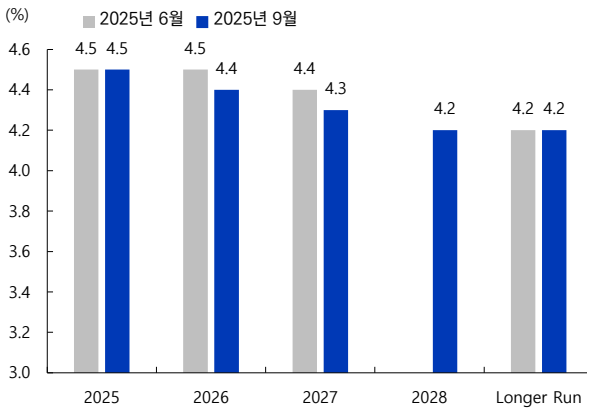
연준은 9월 경제전망 자료(SEP)를 통해 2025~2027년 경제성장률 전망치를 소폭 상향 조정하고, 2028년도 성장률 전망치를 1.8%로 새롭게 제시. 올해 실업률과 물가는 기존 전망치를 그대로 유지. 다만, 실업률은 2026, 2027년 전망치를 각각 4.5%→4.4%, 4.4%→4.3%으로 하향 조정하고, 2028년도 전망치를 4.2%로 새롭게 제시. 물가는 Headline과 Core PCE 모두 내년도 전망치를 2.4%→2.6%로 상향 조정하고, 2028년에 연준의 물가 목표(2.0%)에 복귀할 것으로 예상

[도표 2] 2025년 9월 SEP: 경제성장률



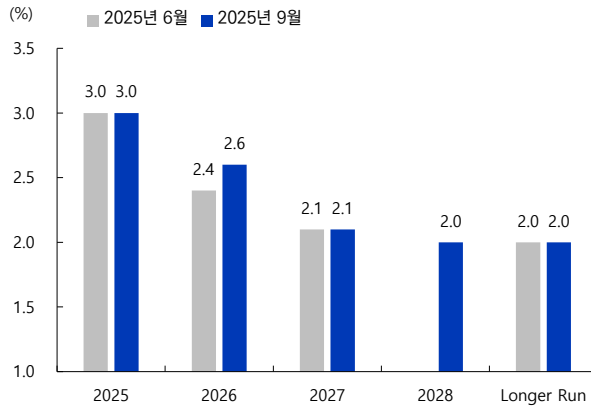
자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 2025년 9월 SEP: 실업률



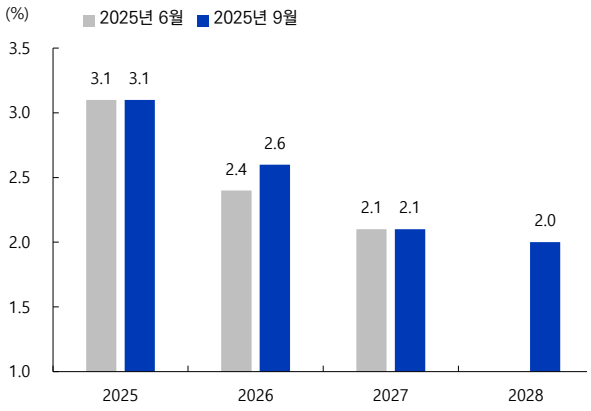
자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 2025년 9월 SEP: PCE 물가



자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

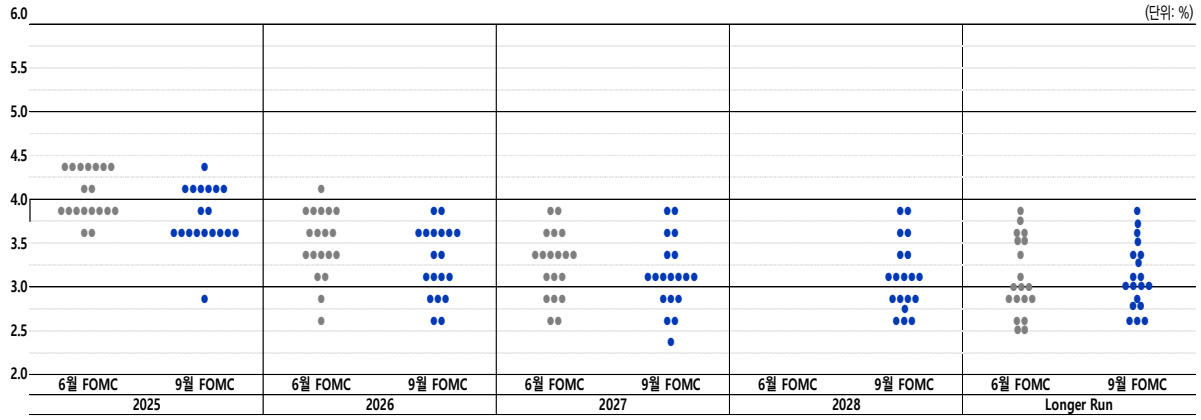
[도표 5] 2025년 9월 SEP: 근원 PCE 물가



자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

연준은 금리 점도표를 통해 올해 기준금리 전망치 중간값을 3.9%→3.6%로 하향 조정. 2026년과 2027년 전망치도 각각 3.6%→3.4%, 3.4%→3.1%로 하향 조정. 장기금리 전망치(longer run)는 3.0% 수준을 유지. 점도표를 보면 스티브 마이런 연준이사가 연내 125bp 금리인하를 주장한 것으로 추측되는 가운데, 통화정책 결정권이 없는 한 명의 연준위원이 금리인하 반대 의견을 유지. 다수의 연준위원들이 금리인하 사이클 재개에 동의함과 동시에 추가적인 통화정책 완화를 지지한 것으로 판단되지만, 여전히 금리인하 속도에 대해서는 이견이 큰 것으로 판단

[도표 6] 2025 년 6 월, 2025 년 9 월 금리점도표 비교



자료: Roland Berger, 교보증권 리서치센터

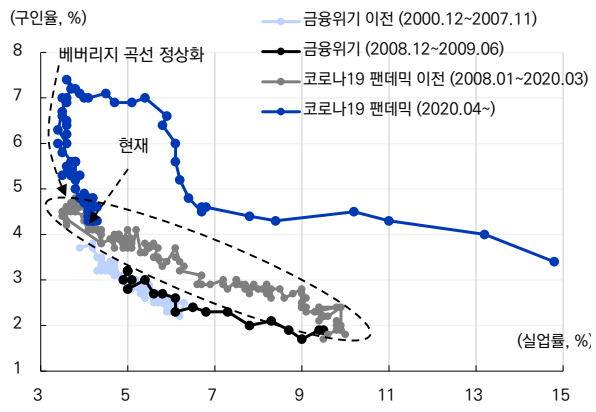
다시 날아올랐지만, 아직은 날개가 무거운 비둘기

9월 FOMC는 시장의 예상대로 기준금리를 25bp 인하. 파월의장의 기자회견은 전반적으로 비둘기파적(dovish)으로 해석되지만, 여전히 금리인하 경로에는 불확실성이 높다는 점을 시사. 이러한 점은 전술한 연준의 금리점도표에서도 확인. 다수의 연준위원들은 연준의 금리인하 사이클 재개와 더불어 연내 추가적인 금리인하 필요성에 동의하는 모습을 보였지만, 내년도 내후년의 통화정책 경로를 조정하는 것에 대해서는 유보적인 태도를 보인 것으로 판단

당사는 연준의 10월 추가 인하를 포함해 연내 추가적으로 2차례의 기준금리 인하에 나설 것이라는 전망을 유지. 이전 자료에서도 언급했듯이, 필자는 파월의장의 발언처럼 미 관세 정책으로 인플레이션 리스크가 확대될 가능성은 있지만, 이는 지속적인 인플레이션을 유발하기 보다는 일회성 요인이 될 가능성이 높다고 판단. 반면에 고용을 비롯한 성장에 대한 하방 위험은 더 크다고 판단되며, 이를 대응하기 위해 추가적인 통화정책 완화가 필요하고 판단. 파월의장도 "고용시장의 수요가 약해지고 있고, 최근 신규 일자리수는 실업률을 일정하게 유지하는데 필요한 균형 수준을 하회(Labor demand has softened and the recent pace of job creation appears to be running below the "breakeven" rate needed to hold the unemployment rate constant)"하고 있다고 평가

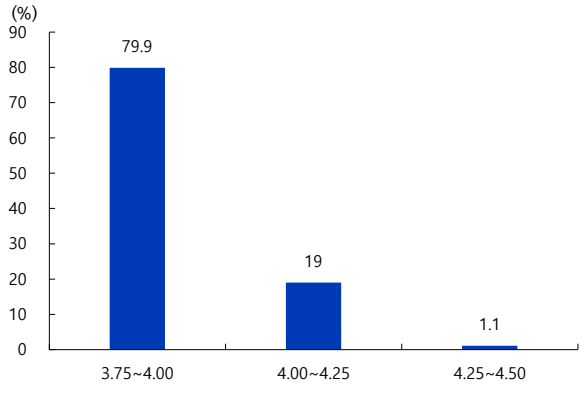
그러나 통화정책 완화 속도는 당분간 점진적인 인하 흐름이 크게 달라지지는 않을 것으로 판단. 스티브 마이런 연준이사 등 일부 위원들이 당분간 더 공격적인 금리인하의 필요성을 주장할 수는 있지만, 연준내에 이 같은 의견이 설득력을 얻기는 쉽지 않을 것으로 판단. 당장 9월 FOMC에서 연준이 공개한 경제전망(SEP)을 놓고 보더라도 아직은 미국 경제에 급격한 위험이 임박(imminent)한 상황은 아니라는 것을 확인. 파월의장도 "미국 경제가 나쁜 상태가 아니다(It's not a bad economy)"라는 점을 언급

[도표 7] 미국 베버리지 곡선 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 2025년 말 기준 Fed Watch 연준 통화정책 확률 분포



자료: Fed Watch, 교보증권 리서치센터
주: 9/17일 기준 2025년 12월 통화정책 확률

9월 FOMC 기자간담회 Q&A

Q: 연준 이사회에 행정부와 연계된 인사가 수십 년 만에 포함됐는데, 연준의 독립성을 훼손하는 것이 아닌지? 또한 이런 상황에서 대중이 연준이 정치적으로 독립적이라고 인식하도록 어떻게 유지할 수 있는지?

A: 금일 새로운 위원이 합류했는데 연준은 언제나 그랬듯 이중책무 목표 달성을 위해 단합돼 있음. 독립성 유지는 매우 강하게 확약함. 그 밖에 더 말할 내용은 없음

Q: 연준 인사들이 관세의 물가 영향에 대해 많이 말해왔지만, 많은 기업이 관세를 흡수한다면 관세가 인플레이션보다 노동시장이나 경제의 다른 부문에 더 영향을 주는 것이 아닌지? 이번 둔화, 특히 노동시장에서의 둔화가 인플레이션이 아니라 관세 때문일 가능성이 있는 것인지?

A: 그럴 가능성은 있음. 상품가격이 더 높은 인플레이션으로 이어지는 조짐을 보기 시작했고, 실제 올해 인플레이션 상승분의 대부분, 어쩌면 전부가 상품가격 상승에서 설명됨. 현재 관세의 영향은 크지 않으나, 올해 남은 기간과 내년으로 갈수록 누적될 것으로 예상함. 고용에도 영향이 있을 수 있음. 다만 고용 하방의 주된 이유는 이민 정책 변화임. 노동공급 증가가 거의 없거나 매우 미미하고, 동시에 노동수요도 상당히 빠르게 둔화했음. 그 결과 '이상한 균형'이라 불렀던 상태가 나타남. 보통 균형이라 하면 좋은 뜻이지만, 이번 균형은 공급과 수요가 모두 크게 내려온 결과로, 수요가 좀 더 내려와 실업률이 올라가는 모습임

Q: 현재의 경제 여건과 위험의 균형이 더 이상 제약적 정책 설정을 정당화하지 않는 것인지?

A: 단정적으로 말하기는 어려움. 다만 견조한 고용시장하에서 올해 내내 정책을 분명히 제약적 수준을 유지. 그러나 4월 이후 5~8월 고용 수정치를 보면 더는 같은 말을 하기 어려움. 위험은 인플레이션 쪽으로 기울어 있었으나, 이제 두 목표 사이의 균형을 향해 유의미하게 이동했음. 따라서 중립에 가까운 방향으로 움직여야 하며, 금번 FOMC 결정에서 그렇게 했음

Q: 25bp보다 큰 인하가 정당화될 여건은 무엇인지? 이번 회의에서 50bp 인하가 진지하게 논의됐는지?

A: 50bp 인하는 광범위한 지지를 받지 못했음. 지난 5년간 연준은 큰 폭의 인상, 인하를 했는데, 그것은 정책 위치가 명백히 어긋났고 빠르게 옮겨야 할 때였음. 지금은 그런 상황이 아님. 올해 우리는 관세, 물가, 노동시장 전개 양상을 지켜본 뒤, 노동시장 약화에 반응해 정책을 조정했음

Q: 이번 인하는 노동시장 약화 위험에 대비한 보험성 인하로 봐야 하는지? 3개월 전보다 SEP에서 인하 경로가 늘었는데 실업률 전망은 거의 변하지 않은 이유는?

A: 위험관리 관점으로 볼 수 있음. SEP에서 올해, 내년 성장 전망은 소폭 상향됐고, 인플레이션과 실업률 전망은 거의 변동 없음. 달라진 것은 노동시장 위험에 대한 판단임. 지난 회의 때는 월 15만 명 정도 고용 증가를 봤지만, 개정치와 신규 수치가 노동시장의 냉각을 시사함. 그러한 신호를 정책에 반영할 때라 판단한 것

Q: SEP는 내년 말 인플레이션을 이전보다 높게 보고, 2% 복귀는 2028년으로 제시함. 지금 인하를 시작하면 물가압력 위험이 커지는 것이 아닌지?

A: 2% 달성에 대한 확약은 변함없음. 다만 두 목표의 위험을 저울질해야 함. 4월 이후 높고 지속적인 인플레이션 위험은 다소 낮아졌다고 판단함. 노동시장은 완만한 실업률 수준을 유지하지만, 하방 위험이 커졌음

Q: 고용 둔화가 주로 이민 변화 때문이라면 금리인하로 해결할 수 없는 문제가 아닌지? 물가는 목표 대비 아직 1%p가량 높음에도 왜 고용이 더 중요한지?

A: 노동시장 움직임이 관세 때문이냐는 질문에 이민 요인이 더 크다고 답했을 뿐임. 전부가 이민 때문이라는 뜻은 아님. 수요 자체가 둔화했고, 실업률 상승이 이를 보여줌

Q: 물가가 더 오를 경우 연준은 무엇을 할 것인지?

A: 관세로 올해 물가가 오를 수 있으나, 그것이 지속적 인플레이션 과정으로 전환되지는 않을 것으로 예상함. 그렇더라도 그렇게 가정만 하지는 않을 것이며, 실제로 그렇게 되도록 정책을 운용할 것임. 관세 전가는 예상보다 느리고 영향도 작게 나타났음. 노동시장 약화로 지속적인 인플레이션 위험은 낮아졌으며, 이에 따라 보다 중립적인 정책으로 이동할 필요가 있다고 봄

Q: QCEW를 반영한 예비 벤치마크에서 91.1만 명 하향 조정이 이뤄짐. 이런 잡음이 많은 데이터를 정책에 써도 되는지?

A: 이번 수정치는 연준이 예상한 바와 거의 일치했음. 최근 몇 분기 연속으로 과대계상이 거의 예측 가능하게 나타났고, BLS도 이를 인지해 개선하려고 노력 중임. 낮은 응답률과 신생, 소멸 기업을 추정하는 'Birth death 모델'의 어려움이 원인임. 경제가 큰 변화를 겪을 때 모델링이 특히 어려움. 그래도 데이터는 정책 수행에 충분히 유용함. 초기 월간 수치는 응답률이 낮아 변동성이 크지만, 두세 달 뒤에는 신뢰도가 크게 높아짐

Q: 정치권 배경을 가진 새 위원의 발언과 전망이 시장 해석에 영향을 줌. 이를 어떻게 봐야 하나?

A: FOMC 참가자는 19명이고, 그중 12명만 투표권을 가짐. 어느 한 명이 결과를 바꾸려면 데이터에 근거한 매우 설득력 있는 논거를 제시해야 함. 데이터를 근거로 하고 경제에 대한 강력한 이해를 바탕으로 강력한 주장을 펼치는 것이 전부이며, 앞으로도 그렇게 작동할 것. 이러한 연준의 제도적 DNA는 변하지 않을 것임

Q: 이번 회의에서 예상보다 이견이 적었던 이유는? 반면 점도표는 왜 크게 분산됐는지?

A: 노동시장 여건이 달라졌다는 평가가 넓게 공유됐음. 그래서 이번 인하에는 광범한 지지가 있었음. 다만 이후 경로에 대해서는 보는 바가 다양함. 실업률 4.3%, 성장률 1.5% 안팎으로 경제가 나쁘다고 할 수준은 아니지만, 정책적으로는 두 목표 사이에 무위험 경로가 없어 판단이 어렵기 때문임. 그럼에도 오늘은 높은 수준의 합의로 행동했음

Q: 고용 유지에 필요한 BEP 월간 고용증가 수준은 얼마인지?

A: 과거 15~20만 명으로 봤으나, 지금은 0~5만 명 범위로 크게 낮아진 것으로 보임. 이는 최근 2~3년간 노동공급을 떠받쳤던 요인이 더 이상 작동하지 않아 공급 증가가 거의 없기 때문임. 수요도 함께 내려왔고, 실업률은 박스 범위를 약간 상회하는 4.3%임. 공급•수요가 동시에 빠르게 내려온 점이 특징이라 주목함

Q: 주가가 신고가 부근이고 밸류에이션도 역사적으로 높은데, 금리인하가 시장 과열•버블을 키울 위험은 없는지?

A: 우리의 목표는 최대고용과 물가안정임. 금융안정성은 별도로 매우 면밀히 모니터링함. 가계와 은행의 건전성은 전반적으로 양호하다고 평가함. 특정 자산가격의 '옳고 그름' 수준을 정하지는 않으며, 시스템적 취약성 징후를 살핌. 현 시점에서 구조적 취약성은 높지 않다고 봄.

Q: 단기 기대인플레이션은 약간 올랐으나, 장기 기대는 견조함. 연준 독립성 논쟁과 확대되는 재정적자가 기대 인플레이션에 압력을 주고 있는지?

A: 단기 기대는 근월 물가에 민감하게 반응하는 경향이 있음. 미시간대 지수를 제외하면 장기 기대 인플레이션은 2%에 부합하는 수준으로 매우 견고했음. 이를 당연시하지 않으며, 정책과 커뮤니케이션으로 지속적으로 확약을 보여줄 것임. 독립성 논란과 재정 적자 요인이 현재 시장의 금리 결정에 직접 반영되고 있다고 보지는 않음

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.