한화투자증권

2025년 10월 20일

Fixed Income

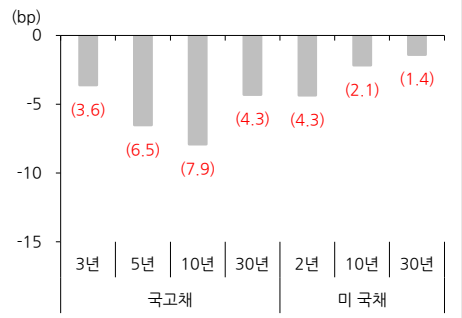
FI Weekly

금통위 프리뷰: 만장일치 동결

▶ 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(10/17)	예상 Range	방향성
국고 3년	2.56%	2.53~2.63%	상승
국고 5년	2.67%	2.63~2.70%	상승
국고 10년	2.89%	2.85~2.93%	상승
국고 10-3년	33.0bp	30.0~38.0bp	축소
미국 10년	4.01%	3.95~4.10%	약보합

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.

10월 금통위, 동결 전망 유지

기존 10월 한국은행 통화정책방향 결정회의에서의 기준금리(2.50%) 동결 전망 유지. 인하 소수의견은 1명이 나올 것으로 예상했으나, 지금은 만장일치 동결 그림이 조금 더 자연스러움. 금통위원 Forward Guidance는 인하가 4명, 동결이 2명 나올 것으로 보임

10월 기준금리 동결은 100%라고 보아도 무방. 잡히지 않는 서울지역 아파트 가격과 이로 인해 안심할 수 없는 가계부채흐름, 변동성이 커진 외환시장 등 금융안정 상황을 보면 인하는 상상하기 어려운 결정

11월 인하가 마지막, 연내 인하 사이클 종료 예상

이번 회의에서는 11월 인하에 대한 시그널 확인 여부, 그리고 실제 인하가 가능한 환경이 조성될지가 관건. 우리는 시그널과 상관없이 다음 달 회의에서는 인하가 가능할 것으로 예상. 다만, 11월 인하를 끝으로 한국은행은 기준금리 인하 사이클을 종료할 공산이 큼. 한동안 2.25% 기준금리가 유지될 것이며, 적어도 2026년까지는 동결 기조가 이어질 것

연내 인하가 가능하다고 보는 이유는 성장. 금통위 의사록, 금통위원들의 발언들을 종합해보면 금융안정 목표를 달성하기 위해서 신중한 통화정책 조정이 필요하다는 것이 당장의 중론이지만, 어찌되었든 경제는 잠재수준을 하회하는 성장세가 이어지고 있기 때문에 인하 '기조'는 유지해야한다는 의견에도 큰 이견이 없는 상황. 인하가 필요하지만 일단 금융상황을 조금 지켜보고 움직이겠다는 것이 한국은행의 현재 입장

금융상황을 지켜본지도 벌써 4개월 째고, 11월이면 5개월. 금융안정이 부각되어서 그렇지 성장을 짓누르는 재료들 중 사라진 것들은 하나도 없으며, 경기가 개선 국면에 있다고 하나 금년도 성장률은 지금도 0%대를 기록할 가능성이 높음. 연초 대비 대응의 시급성이 조금 약해졌을 뿐, 경제에 있어 한번 정도의 인하는 여전히 필요

채권시장 동향

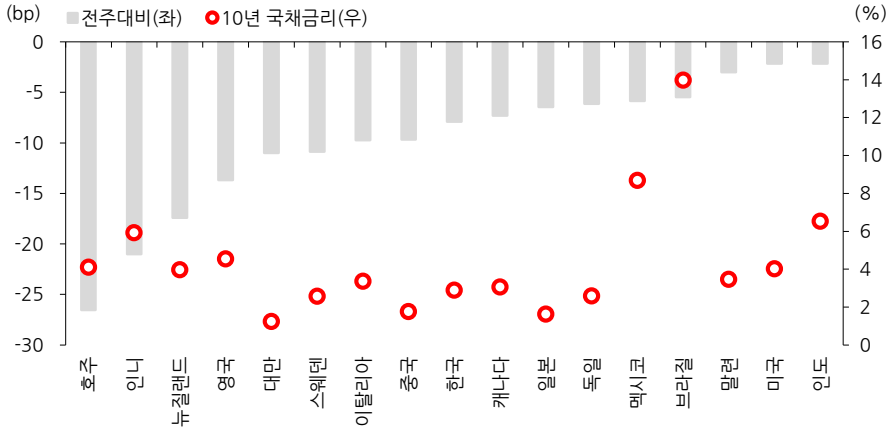
글로벌 국채금리 하락

지난 주 글로벌 국채금리는 하락했다. 미국 지방은행 리스크와 이로 인한 유동성 우려가 부각된 점 등이 시장 강세를 이끌었다. 주중 미국 10년 금리는 종가 기준 2025년 4월 이후 처음으로 4%를 밑돌기도 했다. 최근 강경한 RBA 기조 영향에 금리 상승세가 이어지던 호주는 10월 실업률이 부진하면서 11월 인하 기대가 급증, 금리 하락 폭이 상대적으로 컸다. 호주 9월 실업률은 4.5%로 예상치인 4.3%을 상회했다.

국고채 금리 보합세

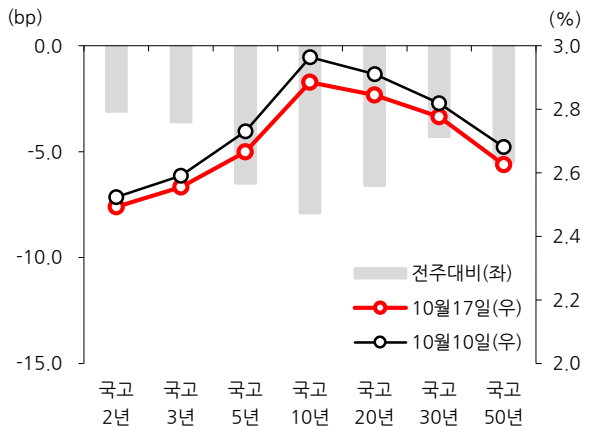
국고채 금리도 하락했다. 미중 무역갈등, 미국 지방은행 리스크 등 대외 재료에 연동된 장세를 보였다. 주중 부동산가격 상승세가 재차 확인되고, 정부 부동산 대책이 발표되었지만 하락세를 되돌리지는 못했다. 국고 3년, 10년 금리는 전주 대비 각각 3.6bp, 7.9bp 하락한 2.56%, 2.89%를 기록했다.

[그림1] 주간 주요국 채권 금리 변동 추이



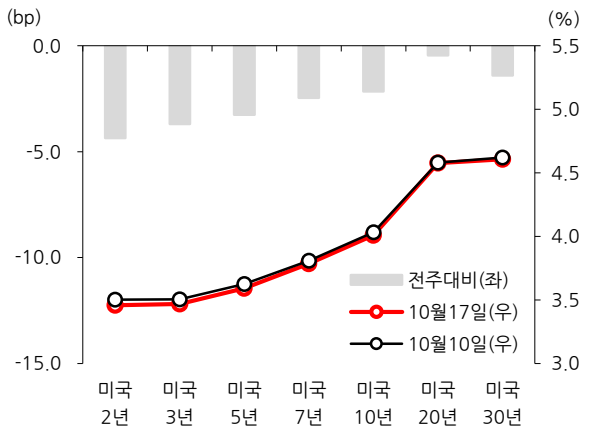
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[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: 동결은 확실, 관건은 연내 인하 여부

10월 금통위, 만장일치 동결 전망

기존 10월 한국은행 통화정책방향 결정회의에서의 기준금리(2.50%) 동결 전망을 유지한다. 인하 소수의견은 1명이 나올 것으로 예상했으나, 지금은 만장일치 동결 그림이 조금 더 자연스럽다. 금통위원 Forward Guidance(3개월 내 기준금리 전망)는 인하가 4명, 동결이 2명 나올 것으로 보인다. 사실, 10월 기준금리 동결은 100%라고 보아도 무방하다. 잡히지 않는 서울지역 아파트 가격과 이로 인해 안심할 수 없는 가계부채흐름, 변동성이 커진 외환시장 등 금융안정 상황을 보면 인하는 상상하기 어려운 결정이다.

10월 동결이 아닌 11월 인하 여부가 중요

이번 회의에서는 11월 인하에 대한 시그널 확인 여부, 그리고 실제 인하가 가능한 환경이 조성될지가 관건이다. 우리는 시그널과 상관없이 다음 달 회의에서는 인하가 가능할 것으로 예상한다. 다만, 11월 인하를 끝으로 한국은행은 기준금리 인하 사이클을 종료할 공산이 크다. 한동안 2.25% 기준금리가 유지될 것이며, 적어도 2026년까지는 동결 기조가 이어질 것이다.

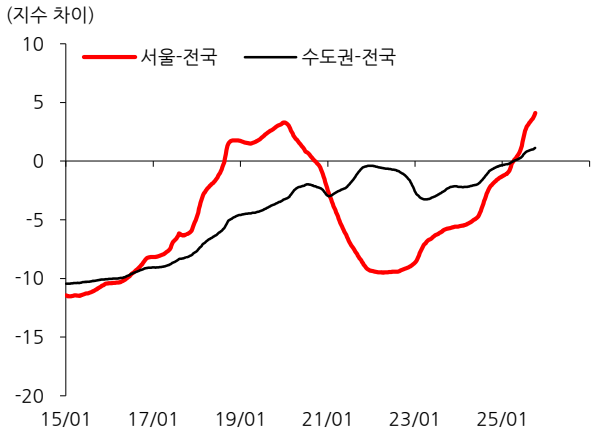
11월까지는 인하 가능할 것

연내 인하가 가능하다고 보는 이유는 성장이다. 금통위 의사록, 금통위원들의 발언들을 종합해보면 금융안정 목표를 달성하기 위해서 신중한 통화정책 조정이 필요하다는 것이 당장의 중론이지만, 어찌되었든 경제는 잠재수준을 하회하는 성장세가 이어지고 있기 때문에 인하 '기조'는 유지해야한다는 의견에도 큰 이견이 없다. 인하가 필요하지만 일단 금융상황을 조금 지켜보고 움직이겠다는 것이 한국은행의 현재 입장이다.

성장은 지금도 인하를 필요호 한다

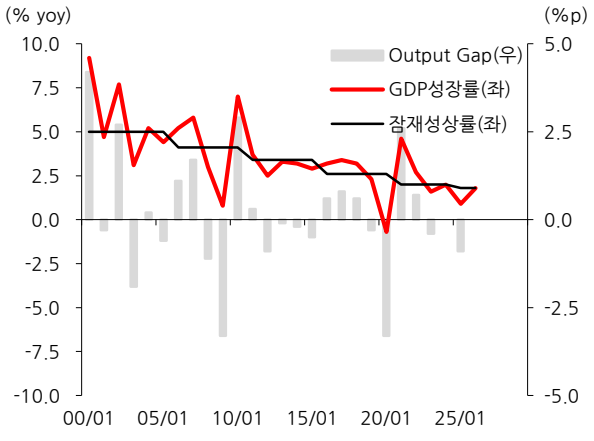
금융상황을 지켜본지도 벌써 4개월 째고, 11월이면 5개월이다. 금융안정이 부각되어서 그렇지 성장을 짓누르는 재료들 중 사라진 것들은 하나도 없으며, 경기가 개선 국면에 있다고 하나 금년도 성장률은 지금도 0%대를 기록할 가능성이 높다. 연초 대비 대응의 시급성이 조금 약해졌을 뿐, 경제에 있어 한번 정도의 인하는 여전히 필요해 보인다.

[그림4] 서울 및 수도권 아파트가격 격차 확대 지속



주: 주간 아파트매매가격지수
자료: 한국부동산원, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 성장은 기준금리 인하를 필요로 함



주: 2025, 2026년 성장률은 IMF 10월 WEO 전망치 기준
자료: 한국은행, IMF, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 8월 금통위 의사록 주요 내용

금통위원	금리결정 (Forward Guidance)	주요 내용
위원1	2.50%, 동결 (인하 가능성)	- 국내경제는 성장 전망이 다소 상향 조정될 것. 그러나 연말에 근접할수록 내수 진작 대책의 효과가 점차 미약해지고 미국 관세 부담이 가시화되면서 수출 증가세가 둔화될 것으로 전망됨에 따라 추가적인 성장세 개선에는 한계가 있을 것으로 예상 - 부동산시장과 가계부채 문제의 경우 적극적인 거시건전성 대책에 힘입어 상당 부분 의도한 정책효과가 나타나고 있음. 다만, 일부 지역에서는 주택가격 상승에 대한 기대 심리가 높아, 제한적이지만 상승세가 지속되고 있어 리스크가 다시 높아질 우려에 유의할 필요 - 지난 회의 시 대비 상황은 개선되었지만 여전히 잠재성장률을 크게 하회하는 경기에의 대응 필요성과 부동산 시장과 연계된 금융안정 간의 적절한 균형을 모색해야 하는 상황. 현 시점에서는 주택시장 및 가계부채 안정의 지속성에 보다 중점을 두면서, 대내외 금리차도 주요 변수로 두고 통화정책을 운용해 나가야 한다고 생각 - 앞으로는 대내외 경기 흐름, 대미 무역 협상 구체화 과정, 가계대출의 안정 추이 등을 보아가며 금융완화 시기와 정도를 결정해 나가야 할 것 ⇒ 금융안정이 우선 그러나 경제 상황은 추가 인하 필요
위원2	2.50%, 동결 (인하 가능성)	- 금년 성장률이 당초 전망을 소폭 상회할 것으로 예상. 다만, 내년 이후의 성장경로는 미국 관세의 영향, 미중 무역협상, 내수회복 속도 등과 관련한 불확실성이 여전히 높은 상황 - 가계대출은 정부 가계부채 대책의 영향으로 증가규모가 크게 축소되었고 수도권 주택시장은 불안이 다소 진정. 하지만 주택가격 상승 기대가 여전히 높은데다 수급불안에 대한 우려도 남아있어 수도권 주택가격과 가계부채가 추세적으로 안정될지에 대해서는 좀 더 지켜볼 필요 - 최근 가계부채 증가규모가 축소되었지만 추세적인 안정 여부에 대해서는 아직 판단하기 어렵고, 외환부문의 높은 변동성에도 계속 유의할 필요. 성장세에 대응하여 금리인하 기조를 이어나가는 가운데 대내외 여건 변화에 따른 경기와 물가 흐름, 금융안정 상황 등을 종합적으로 고려하면서 추가 인하의 시기와 속도를 결정해 나가야 하겠음 ⇒ 금융안정 살펴보되 성장을 고려, 인하기조 유지
위원3	2.50%, 동결 (인하 가능성)	- 건설 경기 부진은 지속되고 있음. 인위적인 건설 경기 부양보다는 그동안 지체되었던 부동산 PF 정리 등 구조조정 속도를 높여 체질 개선을 통한 반등을 도모해야할 시점 - 정부의 가계부채 대책 이후 주택시장 과열 양상이 진정되고 가계부채 증가 규모가 크게 축소되었으나, 서울 선호지역의 아파트 가격 상승률은 여전히 높은 수준이고 주택가격 상승 기대도 남아있는 만큼, 경계심을 갖고 지켜봐야 함 - 미약한 내수와 부진한 민간 부문 고용 상황을 감안할 때 추가적인 금리 인하가 필요한 시점이나, 외환시장의 변동성이 여전히 크고 가계부채 추이를 좀 더 확인할 필요. 향후 금리 인하의 폭과 속도를 결정하는 것이 좋겠음 ⇒ 금융안정이 중요하나 성장은 인하가 필요
위원4	2.50%, 동결 (인하 가능성)	- 금년 중 경제성장률은 건설 부문의 부진이 지속되겠으나 소비 개선 및 양호한 수출 흐름 등으로 5월 전망치를 소폭 상회할 것으로 예상. 내년 이후에는 관세 영향, 내수 개선 속도 등과 관련한 성장 전망의 불확실성이 큰 상황 - 가계부채 관리 강화 대책 등으로 가계부채 증가세가 큰 폭 줄어들었으며 주택 가격 상승률도 둔화되는 모습. 다만, 금융여건 완화 기대, 주택공급 부족 우려 등으로 인해 수도권 일부지역의 주택가격에 대한 상승 기대는 여전한 데다 과거 대책 발표 이후에 비해 높은 주택가격 상승세가 지속되고 있는 점 등 아직 금융불균형의 추세적 안정 여부를 판단하기는 어려움 - 경기와 금융안정 간 상충이 지속되고 있는 상황에서 경기는 정부의 추경 등의 효과를 좀 더 점검해볼 여지가 있는 반면, 수도권 주택시장과 가계부채의 추세적 안정 여부는 아직 불확실. 현 시점에서 기준금리를 인하하게 되면 부동산 가격 상승 기대심리를 부추길 우려가 클 것으로 예상. 아울러 외환시장의 높은 변동성을 감안할 때 내외금리차 확대가 자본유출을 통해 외환수급에 미칠 부정적 영향도 고려할 필요 - 앞으로 통화정책은 추경 및 새정부 경제성장전략의 영향, 거시건전성정책 시행 이후 주택시장 및 가계대출 상황, 주요국 통화정책 변화 및 무역협상 결과 등을 살펴보면서 경기 대응을 위한 추가 금리인하의 시기와 폭을 결정해야 할 것 ⇒ 여러가지 요소들을 살펴보면서 추가 인하 시점 결정

주: Forward Guidance는 우리의 추정

자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 8월 금통위 의사록 주요 내용

금통위원	금리결정 (Forward Guidance)	주요 내용
위원5 (신성환)	2.25%, 인하 (인하 가능성)	- 국내경제는 성장세가 기존 전망치를 소폭 상회할 것으로 예상. 그러나 연말로 갈수록 관세 영향이 본격적으로 나타나면서 성장세가 둔화되고 음(-)의 GDP 갭은 당분간 지속될 전망 - 일부 산업을 대상으로 구조조정이 예고되어 있고 부동산 PF 부실에 대한 정부의 정상화 노력이 속도를 내고 있어 향후 금융시장 안정에 각별히 유의할 필요 - 향후 미국과 협약한 대규모 투자 펀드가 실제로 실행되는 경우 환율이 상방압력을 받을 우려 - 수도권 주택가격 상승으로 인해 금리인하 시점이 늦어진 감안할 때 비록 주택가격 상승세가 완전히 진정된 상태는 아니지만 상승 모멘텀이 지난 통방 이후 상당히 약화된 현 시점에서 금리를 인하하는 것이 적절하다고 판단. 이에 더해 금년 중 예고된 일부 산업 구조조정 및 지속되고 있는 부동산 PF 구조조정으로 인한 금융시장 불안정 및 경제의 하방 리스크를 줄이기 위해서라도 금융 여건을 현재보다 조금 더 완화적으로 조성하는 것이 바람직 - 향후 경제 성장세, 물가, 수도권 주택가격 추이, 국내외 금융시장 상황과 대외 여건을 고려하여 추가 인하의 시기 및 속도를 결정할 것 ⇒ 기다릴만큼 기다렸음. 추가 인하가 적절
위원6	2.50%, 동결 (동결)	- 국내 실물경제 회복 흐름은 소비쿠폰 지급과 금리인하 효과 등 내수 중심으로 이어질 것으로 보이나, 관세인상 여향의 확대로 성장률은 잠재수준을 다소 하회하는 수준이 지속될 것으로 전망 - 부동산 PF, 일부 산업의 신용 리스크가 잠재되어 있고 대출 연체율이 상승하고 있으나 아직은 금융안정 전반을 위협할 수준은 아니라고 판단. 가계부채는 정부의 가계부채 관리방안 시행으로 그 증가세가 둔화되었으나, 서울과 수도권의 공급제약, 실거주 수요, 국내외 금리인하 기대로 인한 추가적인 투자수요가 계속 존재하고 있어, 아직은 추세적인 안정세로 평가하기 어려움 - 국내 경제는 잠재수준을 하회하는 낮은 성장세를 보이고 있지만 개선 흐름이 이어지고 있고, 금융여건이 완화적인 수준을 유지하고 있어 성장을 지원하고 있는 상황이나, 금융안정과 관련한 리스크는 아직 충분히 해소되지 않고 있음 - 향후 정책운용은 미국 관세정책의 영향이 확대되어 성장에 하방압력으로 작용할 것에 대응하여 추가인하 가능성을 열어두되 그 시기와 폭은 결정해야 할 것 ⇒ 인하가 필요하지만 절실하게 필요한 상황은 아님

주: Forward Guidance는 우리의 추정
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

2. 전략: 주 초반 하락은 불가피, 추세적 강세는 X

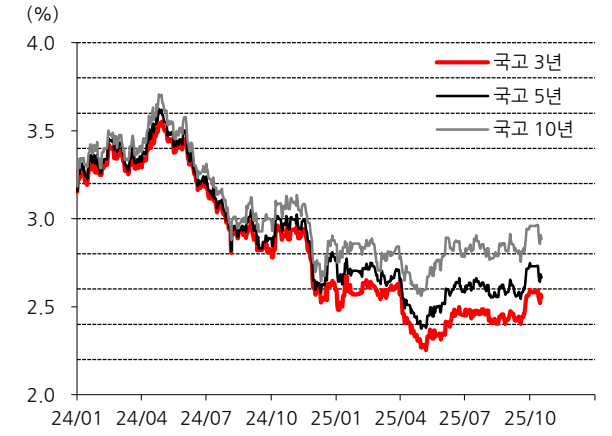
국고 3년: 2.53~2.63%
국고 10년: 2.85~3.93%

이번주 국고채 금리 밴드는 3년, 10년 각각 2.53~2.63%, 2.85~2.93%를 제시한다. 유동성 우려가 잠시나마 가라앉은 미국 채권시장은 전반적인 국고채 금리의 상승 재료로, 매파적일 금통위는 단기 구간 금리를 상대적으로 많이 끌어올릴 요인으로 판단한다. 10-3년 스프레드는 최대 30bp까지 좁혀질 수 있겠다. 금통위에서 11월 기준금리 인하 시그널이 나오더라도 강력한 금리 하방 압력으로 발전되기는 어렵다. 인하의 명분은 성장인데, 성장이 부진함은 모두가 알고있는 내용이다.

미국 10년 4% 초중반대에서 등락 예상

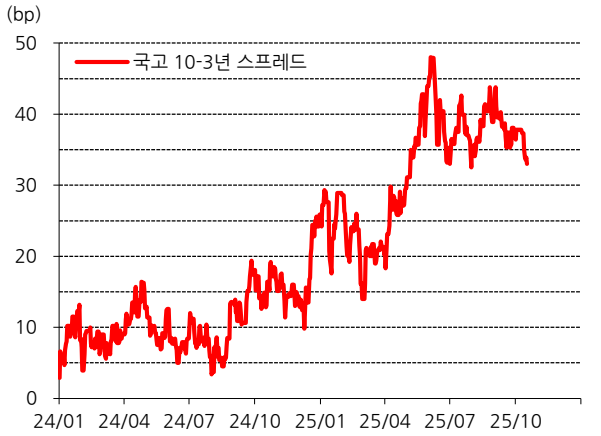
이번 주부터 연준은 블랙아웃 기간에 돌입하지만 고용을 놓고 이견 차가 크게 확대되었던 연준 구성원들은 점점 10월 인하에 무게를 두는 모습이다. 통화정책 불확실성은 감소했다는 판단이다. 진정된 유동성 우려, 주 후반 발표 예정인 CPI 등 영향에 미국 10년 금리는 4% 초중반대에서 등락이 전망된다.

[그림6] 주요 국고채 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 국고 10-3년 스프레드 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 예상 금리 Range					
금리, 스프레드	동향(대비)			예상 Range	방향성
	연초	월초	전주(10/17)		
국고 3년	2.60%(-4.1bp)	2.60%(-4.1bp)	2.56%(-3.6bp)	2.53~2.63%	상승
국고 5년	2.76%(-9.6bp)	2.75%(-8.2bp)	2.67%(-6.5bp)	2.63~2.70%	상승
국고 10년	2.86%(+3.0p)	2.96%(-7.5bp)	2.89%(-7.9bp)	2.85~2.93%	상승
국고 10-3년	25.9bp(+7.1bp)	36.4bp(-3.4bp)	33.0bp(-4.3bp)	30.0~38.0bp	축소
미국 10년	4.57%(-56.3bp)	4.10%(-9.0bp)	4.01%(-2.1bp)	3.95~4.10%	약보합

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 통화정책 Tracker

[표3] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
10/14	Anna Paulson (필라델피아 연은 총재)	중립, X	- 고용시장 리스크가 증가하고 있지만 심각한 수준은 아님(not outrageously) - 성장과 고용을 뒷받침하는 요인들이 약화되는 중 - 현재 통화정책은 소폭 긴축적(modestly restrictive)으로 판단 - 관세가 물가에 미치는 영향은 항구적이지 않을 것 - 연내 추가 2차례 기준금리 인하 가능 - 연방정부 셧다운에도 연준은 유용한 데이터들의 수집이 가능 - 통화정책 관점에서 내년은 매우 먼 미래 - 고용시장은 수요와 공급이 같은 속도로 약화되고 있음 - 신규 고용자 수 BEP는 이전 대비 낮아졌지만 정확한 수치를 파악하는 것은 어려움 본인이 추정하는 BEP는 75,000명 - 예상보다 낮은 관세 충격은 기업들에게 생산성 향상과 비용 관리 측면에서 기회 - 통화정책은 중립수준으로 복귀할 필요 - 당장의 성장은 강력하나 이 모멘텀이 언제까지 이어질지는 불명확 - 물가가 재차 상승한다면 연준은 이에 대응할 것 - 대체로 시장의 기대인플레이션은 서베이 기반 기대인플레이션보다 신뢰도가 높은 편
10/14	Christine Lagarde (ECB 총재)	-	- 관세충격에도 경제는 어느정도 회복력 있는 모습을 보여주고 있음. ECB의 통화정책은 적절한 수준에 위치(in a good place) - 기준금리 인하가 종료되었다고 이야기하지 않을 것 - 전망에 있어 리스크는 어느정도 균형잡힌 수준. 불확실성도 상당히 완화 - 프랑스 국채시장에서 그 어느 혼란도 찾아볼 수 없음(there is nothing disorderly). 프랑스 문제가 하루빨리 해결되기를 희망
10/15	Andrew Bailey (영란은행 총재)	-	- 고용시장의 부분적인 완화 시그널을 보고 있음 - 물가는 지금도 목표 수준을 웃돌고 있으며, 영란은행은 이를 바로잡을 것 - 아직까지 관세가 물가에 주는 충격은 부재
10/15	Jerome Powell (연준 의장)	비둘기파, O	- 확인 가능한 데이터들은 관세가 물가를 끌어올리고 있음을 시사. 고용은 적은 해고, 적은 채용이 이어지고 있음. 전반적인 경제 상황은 9월과 크게 다르지 않은 모습 - 셧다운 이전에 발표된 데이터들은 기존 예상보다 개선된 성장을 지지 - 고용의 하방 압력은 꽤나 유의미하게(pretty significant) 증가 - 대차대조표 정책은 계속해서 중요한 통화정책 도구로 남아있을 것 - 장기적으로 대차대조표는 국채로 구성되기를 희망 - 통화정책을 중립수준으로 되돌려야 할 유인들이 증가하는 중. 그러나 지나치게 빠른 조정은 물가에 대한 정책 실기를 유발할 가능성 - 관세가 물가에 점진적으로 영향을 미친다면 그 만큼 물가의 상승 압력이 오래 지속됨을 의미 - 고용 BEP 수준을 특정하지 않을 것. 오차가 대략 50,000명 정도 되기 때문 - 고용 수요 변화 속도가 공급보다 약간 빠른(little faster) 편 - 대안지표는 물가보다 고용이 많음. 공식 고용 데이터를 어느정도 대체할만한 민간지표들이 존재 - 지표들은 대체로 준비금이 아직도 매우 풍부(still abundant)한 수준임을 보여줌 - 자금시장이 조금씩 긴축적으로 바뀌고 있다는 징후들을 보기 시작(a little tightening in money markets) - 대차대조표의 적정 규모와 수준까지 가야할 길이 많이 남지는 않았음. 그러나 도달하는데 까지는 오랜 시간이 걸릴 것(not so far away but a ways to go) - 이민자 유입 감소는 예상했던 것보다 강력 - 모기지금리 조정을 위해 MBS를 매입하지 않을 것 - 추가 채용 감소는 실업률 상승으로 이어질 수 있음

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표4] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
10/15	Susan Collins (보스턴 연은 총재)	비둘기파, O	- 물가 리스크 감소, 고용 우려 증가를 보았을 때 추가 기준금리 인하는 신중하면서도 적절한 선택 - 정책에 있어 사전에 정해진 것들은 없음. 많은 기준금리 동결 시나리오들도 존재 - 추가 성장, 실업률의 소폭 상승, 높은 물가 지속 전망 - 완화적인 금융환경이 가계를 뒷받침할 것 - 고용의 하방 압력 증가. 실업률은 완만한 추가 상승새(modest further rise)를, 물가는 관세 여파를 반영한 뒤 둔화하는 흐름 보일 것으로 예상 - 물가 관련 리스크가 감소한 것은 사실이나, 관세가 물가의 상승 재료라는 것에는 변함이 없음 - 연내 추기 기준금리 인하, 10월에는 25bp 인하가 적절. 추가 조정이 있더라도 통화정책은 약간(mildly restrictive) 긴축적일 것 - 고용자 수 BEP는 40,000명으로 판단 - 인플레이션은 언제나 최우선 고려사항(top of the mind). 장기적 관점에서 보았을 때 고용은 개선될 것 - 고용시장은 정책의 추가 조정이 필요한 상황
10/15	Stephen Miran (연준 이사)	비둘기파, O	- 1주 전보다 경제 하방 압력 증가. 미중 갈등은 전망에 있어 중요한 요소. 고용은 명백하게 약화 - 리스크의 균형을 위해서는 통화정책을 중립 수준으로 시급히(urgent) 조정해야 함 - 새로운 tail risk에 대해서도 대비할 필요 - 연준 동료들과 본인의 견해 차이는 중립수준으로 복귀하는 통화정책의 조정 속도 - 정확한 중립수준을 파악하는 것은 어려움 - 연내 2회 추가 인하는 현실적 - 주거 부문 물가는 향후 몇 개월 간 뚜렷하게 둔화될 전망. 전반적인 디스인플레이션 추세도 지금부터 내년까지 유의미하게 강화될 것 - 주택시장은 침체(moribound) 수준. 이는 통화정책이 긴축적이라는 증거 - 헤드라인 PCE는 1년 반 내에 2% 수준 복귀 예상 - 통화정책이 적시에 적절하게 조정될 경우 실업률은 소폭 하락할 것으로 기대 - 금 가격은 지정학적 리스크에 영향 받아 상승. 경제적 이유 때문이 아님. 따라서 신경쓰지 않고 있음 - 중국의 희토류 통제 강화는 새로운 전망의 리스크. 그러나 현실화되지는 않았음 - 이민정책을 포함한 정부의 여러 정책 변화는 중립금리의 급격한 변동으로 이어졌음. 중립금리 하락으로 현재 연준의 통화정책은 사람들이 생각하는 것보다 긴축적 - 주택가격 흐름을 감안, 본인의 물가 판단은 낙관적 - 점진적인 통화정책 조정 필요성은 줄어들고 있음. 그러나 50bp보다 큰 폭의 기준금리 인하는 불필요 - 관세가 물가를 끌어올린다는 증거는 부재. 물가 흐름은 기존 추세의 연장선 상에 위치. 핵심 수입품목 가격 상승 징후도 없음 - 최근 장기금리 하락은 연준의 기준금리 인하가 적절했다는 시장의 반응 - 물가목표와 기대인플레이션 간 상관관계에 대해서는 논의가 필요 - 대차대조표의 추가 축소에 대한 실효성에 의문. 관련한 규정과 법적 근거가 갖춰지기 전에 자산을 급격하게 축소할 이유는 없음 - 주식시장을 통해 보면 금융환경이 완화적으로 보이지만 주택시장은 높은 금리로 고통받는 중
10/16	Christopher Waller (연준 이사)	비둘기파, O	- AI 발전 기대감도 적은 해고와 채용의 일부 원인 중 하나 - AI가 미국 성장을 이끌 것임에는 의심의 여지가 없음 - 빠른 AI 발전 속도로 사람들은 새로운 직업을 갖기 전에 해고당할 수 있음
10/16	Stephen Miran (연준 이사)	비둘기파, O	- 2025년 2.0% 성장을 전망하나 미중 갈등 재점화로 경제의 불확실성이 다시 증가. 이 부분이 2026년 성장에 영향 미칠 것 - 관세가 물가를 상승시킬 수는 있음. 그러나 아직까지 그런 징후는 부재 - 대차대조표 축소는 멈추는(halt) 것이 적절 - 통화정책은 지나치게 긴축적(too tight). 긴축 통화정책이 길어질수록 경제의 하방 리스크도 증가 - 25bp 기준금리 인하는 더딘 조정 - 지난 주부터 리스크들이 증가했고, 기준금리 인하의 시급성도 커지고 있음 - 금융환경은 금융시장이 아닌 가계와 주택시장 관점에서 판단해야 함

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표5] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
10/16	Christopher Waller (연준 이사)	비둘기파, O	- 연준 의장 인터뷰는 순조롭게 진행 중 - 10월 기준금리 인하는 올바른 선택(cutting rates again is the right thing to do) 지난 6주간 상황에 큰 변화가 없었음 - 고용자 수 증가 없는 강력한 경제 성장은 불가능 - 실수를 줄이는 길은 신중하게 움직이는 것. 기준금리를 25bp 인하한 뒤 상황을 지켜볼 필요 - 관세 불확실성과 AI가 기업들을 어렵게 만들고 있음 - 가계는 높은 모기지금리와 자동차 리스 및 할부금리에 노출. 금융이 아닌 실물경제가 체감하는 금융환경은 완화적이라고 볼 수 없음 - 연준이 계속해서 기준금리를 인하하면 모기지금리도 하락할 것 - 관세 영향을 제외한 물가상승률은 2.5%로 추정. 관세는 일단 반영되면 괜찮아질 것으로 예상 - 모든 데이터들은 고용시장이 약화되고 있음을 시사. 내년 성장세도 둔화될 전망 - AI가 구조적으로 고용 수요를 변화시키면 연준의 통화정책 도구가 제대로 작동하지 않을 가능성 - 채용도, 해고도 없는 고용 상황은 불길한 징조. 지금은 고용에 집중해야 할 때 - 관세가 물가에 미치는 영향은 크지 않을 것(modest impact). 물가는 결국 2%로 복귀할 전망 - 고용시장은 강력하게 위험신호를 보내고 있고, 연준은 이에 대응해야 함 - 중립금리는 현재 기준금리에서 100~125bp 아래에 있는 것으로 추정 - 물가가 2%로 복귀하는 경로에 위치한다면 (목표수준을 상회하더라도) 인하에 걸림돌이 될 수 없음 - 이민환경 변화는 고용시장을 바라보는 시각도 바꾸고 있음. 노동력의 수요와 공급 동반 감소는 매우 이례적인 일. 공급이 줄어들지 않는다면 고용시장은 훼손될 것 - QT 이후 대차대조표 정책의 핵심은 자산 포트폴리오 조정 - 개인적으로 연준이 SEP를 계속해서 발표할 필요가 있는지 의문 - 막대한 재정적자는 장기적으로 지속가능할 수 없음. 안정적인 재정정책이 금리 하락에 가장 좋은 재료 - 기준금리가 중립금리를 하회할 필요까지는 없음
10/16	Thomas Barkin (리치몬드 연은 총재)	중립, X	- 미국 기업들은 채용도, 해고도 하지않고 있음. 문제는 고용의 수요와 공급 약화 속도가 다르다는 것 - 기업들이 관세 관련 비용 상승분을 가능한 만큼 최대한 소비자들에게 전가시킬 것은 확실 - 생산성은 유의미하게 개선 중 - 소비자들은 계속해서 소비 중. 그러나 이전만큼 강력한 수준은 아님
10/17	우에다 가즈오 (일본은행 총재)	-	- 여러 불확실성에도 불구하고 글로벌 경제는 회복력을 보유 - 전망에 큰 변화가 없다면 통화정책 정상화 이어갈 것 - 10월 금정위 결정을 위해 여러 추가 정보들을 수집 중
10/17	Neel Kashkari (미니애폴리스 연은 총재)	매파, X	- 관세가 물가에 미치는 영향을 파악하기에는 너무 이른 시점. 관세 영향은 예상보다 길게 이어질 가능성 - 서비스물가는 추세적으로 둔화될 전망이나, 상품물가 흐름은 부진할 수 있음 - 대다수 사람들은 지금도 물가를 우려 중. 그러나 지금은 고용 리스크가 물가 리스크보다 큰 상황 - 미국 경제는 세계에서 가장 강력 - 주택 공급 부족이 기준금리 인하의 명분이 될 수는 없음. 이는 공급을 늘리면 되는 일 - 미중 갈등에 따른 대두수출 업황이 우려스럽지만 연준이 할 수 있는 일은 없음
10/17	Christine Lagarde (ECB 총재)	-	- 유동성의 취약정도는 증가, 그 수준을 유지 중 - 유로존 물가 환경은 지금도 불확실성이 존재하지만 범위는 축소

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표6] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
10/18	Alberto Musalem (세인트루이스 연은 총재)	매파, O	- 물가환경에 큰 변화가 없고, 고용 리스크가 증가한다면 추가 기준금리 인하 지지할 것 - 연준은 상황을 예단하며 통화정책을 운영해서는 안됨. 균형잡힌 접근이 필요(should not be on preset course and follow balanced approach) - 통화정책 여력은 제한적(limited space before cuts would make policy accommodative) - 셧다운이 장기화되는 지금 상황에서 일부 데이터만을 가지고 결정을 내리지 않을 것 - 10월 FOMC에서 어떤 내용이 나올지 생각하는 것은 시기상조 - 관세가 경제에 주는 영향은 계속해서 발현 중. 내년 중반까지 여파는 지속될 전망 - 서비스물가는 끈적한 흐름을 이어가고 있지만 다행히 동 부문에 관세 영향이 나타나지는 않고 있음 - 물가는 2026년 하반기 즈음 2%에 도달할 것으로 예상 - 고용은 물가상승 재료가 아님. 관할지역 기업들은 고용시장이 둔화(cooled)되었다고 응답. 그러나 여전히 전반적인 고용시장은 완전고용 상태. 현 시점에서 고용자 수 BEP는 30,000~80,000명 - 고용 리스크가 급격하게 증가했다고 볼 수 없음 - 통화정책은 긴축과 중립 사이 어딘가에 위치 - 은행들은 신용환경이 매우 건전하다고 답변(credit conditions are really good)

자료: 한화투자증권 리서치센터

채권시장 주요일정

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
20 미국 연준 Black Out(~10/31) **(한국)** 국고 10 년 입찰(1 조 6,000 억원) **(유로존)** 8 월 경상수지 (전월: +277 억€, 전년: +233 억€) **(중국)** 3 분기 GDP (예상 전분기비: 0.8%, 전년비: 4.7%) (전분기비: 1.1%, 전년비: 5.2%) 9 월 소매판매 (예상(y): 3.0%, 전월비: 0.2%, 전년비: 3.4%) 9 월 산업생산 (예상(y): 5.0%, 전월비: 0.4%, 전년비: 5.2%)	21 Lagarde ECB 총재 연설	22 Lagarde ECB 총재 연설 **(한국)** 국고 3 년 입찰(1 조 6,000 억원) 9 월 PPI (전월비: -0.1%, 전년비: 0.6%)	23 한국은행 통화정책방향 결정회의 **(미국)** 20 년 국채 입찰(Reopening) (4.61%, 간접: 64.6%, 응찰률: 2.74 배) 9 월 시카고 연은 연방 국기활동지수 (전월: -0.12, 전년: -0.19) 9 월 기존주택판매 (예상(m): 2.0%, 전월비: -0.2%, 전년비: 1.8%)	24 **(미국)** 10 월 캔자스시티 연은 제조업 활동지수 (전월: 4.0, 전년: -5.0) 9 월 신규주택판매 (예상(m): -11.3%, 전월비: 20.5%, 전년비: 15.4%) 10 월 미시간대학교 소비자심리지수(확정) (예상: 55.0, 전월: 55.1, 전년: 70.5) 9 월 건축허가 (전월비: -2.3%, 전년비: -9.9%) 9 월 CPI, Core CPI(10/25) (CPI 예상 전월비: 0.4%, 전년비: 3.1%) (Core 예상 전월비: 0.3%, 전년비: 3.1%) (CPI 전월비: 0.4%, 전년비: 2.9%) (Core 전월비: 0.3%, 전년비: 3.1%)
27 **(한국)** 국고 5 년 입찰(2 조 9,000 억원) **(미국)** 10 월 달라스 연은 제조업활동지수 (전월: -8.7, 전년: -1.5)	28 홍콩 휴장(청명절) **(한국)** 국고 20 년 입찰(5,000 억원) 10 월 CSI (전월: 110.1, 전년: 101.8) 3 분기 GDP(속보) (전분기비: 0.7%, 전년비: 0.6%) **(미국)** 2 년 국채 입찰 (3.57%, 간접: 57.7%, 응찰률: 2.51 배) 5 년 국채 입찰 (3.71%, 간접: 59.4%, 응찰률: 2.34 배) 8 월 FHFA 주택가격지수 (전월비: -0.1%, 전년비: 2.3%) 8 월 Case Shiller 20 대 도시 주택가격지수 (전월비: -0.1%, 전년비: 1.8%) 10 월 리치몬드 연은 제조업지수 (전월: -17, 전년: -13) 10 월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수 (전월: 94.2, 전년: 109.6)	29 홍콩 휴장(청명절) **(한국)** 10 월 제조업 BSI (전월: 70.0, 전년: 69.0) **(미국)** 7 년 국채 입찰 (3.95%, 간접: 56.4%, 응찰률: 2.40 배) 9 월 미결주택판매 (전월비: 4.0%, 전년비: 0.5%)	30 미국 연준 FOMC 유로존 ECB Governing Council Meeting 일본 BoJ 금융정책결정회의 **(미국)** 3 분기 GDP(속보) (전기비연율: 3.8%) **(유로존)** 10 월 소비자신뢰지수 (전월: -14.9, 전년: -12.4) 3 분기 GDP(속보) (전분기비: 0.1%, 전년비: 1.5%)	31 Logan 달라스 연은 총재(중립, X) 연설 Hammack 클리블랜드 연은 총재(매파, X) 연설 Bostic 아틀란타 연은 총재(매파, X) 연설 **(한국)** 9 월 광공업생산 (전월비: 4.3%, 전년비: 3.9%) 9 월 소매판매 (전월비: -3.5%, 전년비: -0.5%) 10 월 수출입(11/1) (수출 전월비: 13.0%, 전년비: 12.6%) (수입 전월비: 8.8%, 전년비: 8.2%) **(미국)** 9 월 PCE, Core PCE (PCE 전월비: 0.3%, 전년비: 2.7%) (Core 전월비: 0.2%, 전년비: 2.9%) **(중국)** 9 월 제조업 PMI (전월: 49.8, 전년: 49.8)

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