한화투자증권

2025년 10월 27일
Fixed Income

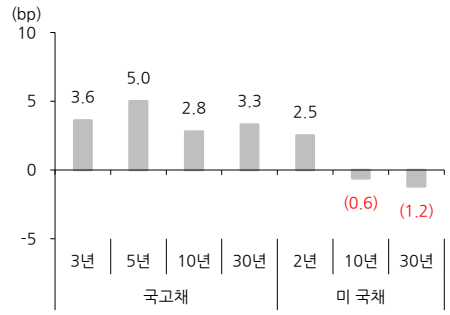
FI Weekly

FOMC 프리뷰: 기준금리 인하 + QT 종료 시그널

▶ 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(10/24)	예상 Range	방향성
국고 3년	2.59%	2.53~2.65%	하락
국고 5년	2.72%	2.63~2.78%	약보합
국고 10년	2.91%	2.83~2.98%	약보합
국고 10-3년	32.2bp	30.0~38.0bp	확대
미국 10년	4.00%	3.90~4.05%	하락

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.

연내 미국 기준금리 전망 변경

연내 미국 기준금리 전망(12월 1회 인하, 연말 기준금리 4.00%), 연내 2회 인하로 변경(10, 12월 2회 인하, 연말 기준금리 3.75%). 셧다운으로 확실한 지표를 확인할 길은 없음. 그러나 대략적인 방향을 아는 상황이라면 GPS가 고장 났더라도 멈추는 것보다 일단은 계속해서 가는 것이 안전한 선택

고용은 둔화 추세 지속 추정, 물가는 걱정을 덜었음

Waller 이사가 대안 지표로 보고있다는 Indeed 구인건수지수는 10월 17일 기준 102.14. 코로나 직전인 100.00과 거의 다르지 않은 수준. 시카고 연은의 9월 추정 실업률은 4.43%. 연준이 중요하게 생각하는 '4.5%' 실업률에 불과 0.07%p 밑까지 상승. 고용과 실업률 모두 이전부터 이어지는 흐름에서 크게 벗어나지 않았음을 시사. 9월 CPI는 인하를 강력하게 지지. 헤드라인 물가는 15개월만에 3%대에 진입했지만 근원물가는 상승폭이 축소. 관세에 큰 영향을 받는 근원상품물가는 1.5%로 8월과 같은 수치를 기록했고, 근원 서비스물가의 경우 3.5%로 상승폭이 줄어들었음. 관세 충격이 생각보다 크지 않다는 것이 점점 명확해지고, 관세로 인한 물가 상승압력이 서비스부문으로 확산되지 않고있는 상황

BLS 세부 데이터들을 볼 수 있었다면 기준금리가 인하되더라도 여러 의견이 나왔겠지만 현재 상황에서는 무난한 만장일치 기준금리 인하 예상. 다만, 샌프란시스코 연은 고용시장 스트레스지수에서 볼 수 있듯 우리는 여전히 고용이 결코 나쁘지 않다고 판단. 물가가 2026년에 2%로 돌아갈 가능성은 0%. 인하의 총량, Terminal Rate는 바뀌지 않을 것

기준금리 결정보다 중요할 QT 종료 시그널

이번 FOMC에서는 기정사실화된 기준금리 결정보다 QT 종료 선언, 또는 종료에 대한 계획이 공개될지가 더 중요. 우리는 종료에 대한 논의 또는 종료 시점 발표 가능성이 높다고 예상. QT 종료는 더 이상 인위적으로 유동성을 흡수하지 않겠다는 의미. 채권은 물론 자산시장의 호재. 대차대조표 정책과 관련한 내용이 확인된다면 단기는 물론 장기채권시장도 강세를 보일 것. 이럴 경우 미국 10년 금리는 3.90% 초중반대까지 하락 가능

채권시장 동향

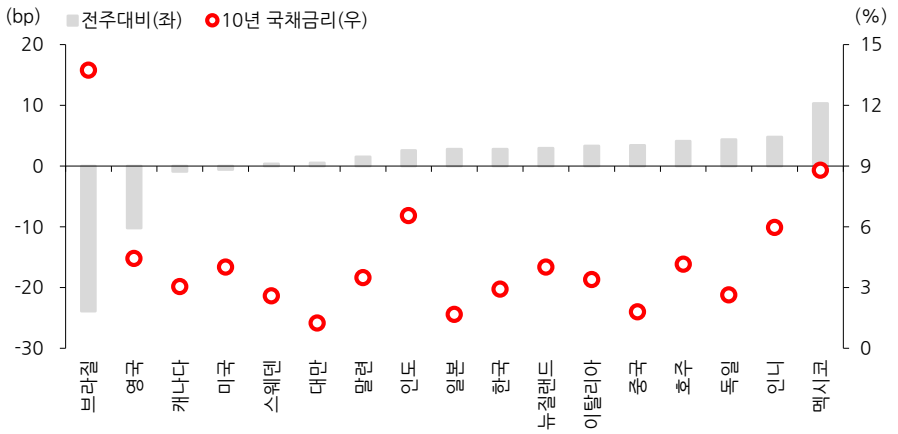
글로벌 국채금리 상승

지난 주 글로벌 국채금리는 대체로 상승했다. 일본은 다카이치 자민당 총재의 총리 취임으로 통화, 재정정책 불확실성이 확대되면서 시장이 약세를 보였다. 미국 국채시장은 QT 종료 기대감과 연방정부 셧다운 장기화 등에 주 초중반 강세를 보이기도 했으나, 대러 제재 소식으로 인한 유가 상승으로 반등했다. 9월 CPI는 시장 예상치를 소폭 하회했지만 금리 방향성에 유의미한 영향을 미치지 못했다. 영국의 경우 주요 경제지표가 호조를 보였음에도 물가 둔화세에 주목하며 금리가 상대적으로 크게 하락했다.

국고채 금리 상승

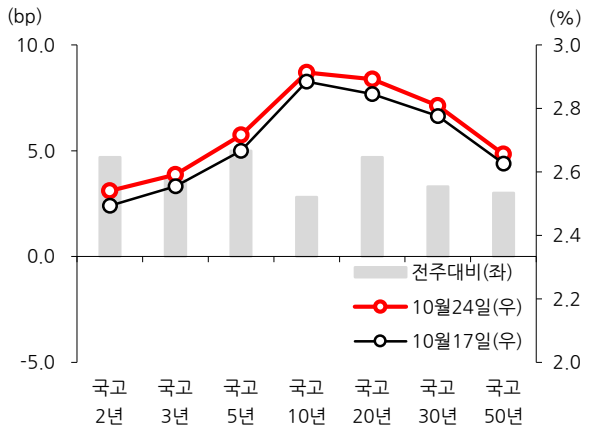
국고채 금리는 상승했다. 10월 금통위에서 상대적으로 온건한 내용이 발표되었음에도, 시장은 기준금리 동결기조 장기화 가능성에 무게를 둔 점이 금리 상승을 이끌었다. 이창용 총재는 기자회견에서 "부동산 가격 상승세가 금방 꺾일 것으로 생각하지 않는다"면서도, "부동산 가격이 하락할 때까지 인하를 기다리는 것은 부적절하다"고 언급했다. 국고 3년, 10년 금리는 전주 대비 각각 3.6bp, 2.8bp 상승한 2.59%, 2.91%를 기록했다.

[그림1] 주간 주요국 채권 금리 변동 추이



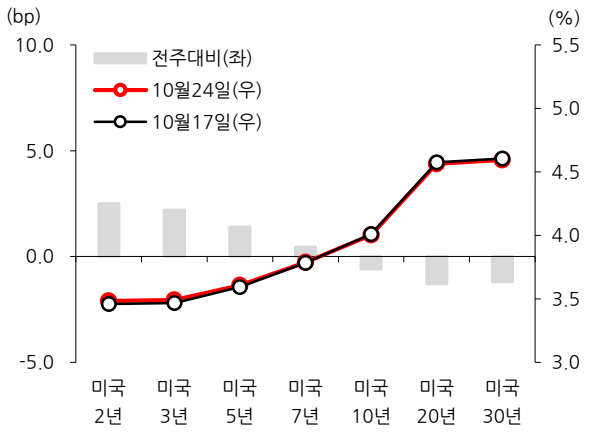
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[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: 기준금리 인하 + QT 종료 시그널

10월 FOMC, 기준금리 인하 전망

기존 연내 미국 기준금리 전망(12월 1회 인하, 연말 기준금리 4.00%)을 연내 2회 인하로 변경(10, 12월 2회 인하, 연말 기준금리 3.75%)한다. 뒤늦게 나온 CPI와 대안 지표들로 추정한 고용상황은 인하의 명분이다. 셧다운으로 인해 확실한 고용지표를 확인할 길은 없다. 그러나 대략적인 방향을 아는 상황이라면 GPS가 고장 났더라도 잠시 멈추는 것보다 일단은 계속해서 가는 것이 안전한 선택이다.

대안지표로 본 고용, 꾸준하게 약화 중

Waller 이사가 대안 지표로 보고있다는 Indeed 구인건수지수는 10월 17일 기준 102.14다. 코로나 직전인 100.00과 거의 다르지 않은 수준으로 내려왔다. 시카고 연은의 9월 추정 실업률은 4.43%다. 연준이 중요하게 생각하는 '4.5%' 실업률에 불과 0.07%p 밑에 있다. 고용과 실업률 모두 이전부터 이어지는 흐름에서 크게 벗어나지 않았음을 시사한다. 9월 공식 고용지표가 나왔다면 걱정보다 긍정적으로 나왔을 확률보다는 부정적으로 나왔을 확률이 높다고 볼 수 있다.

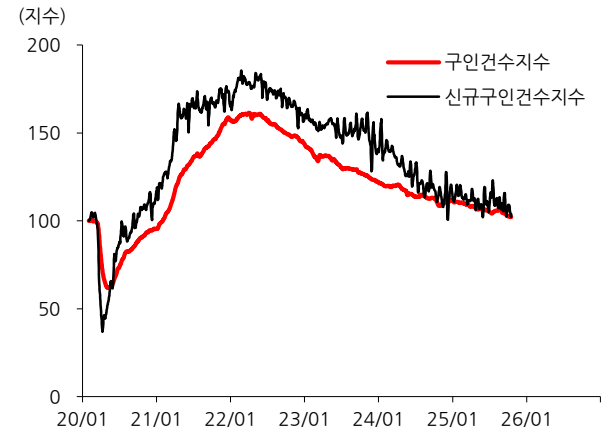
물가 충격은 확실히 걱정보다 덜 하다

24일 발표된 9월 CPI는 인하의 강력한 명분이다. 헤드라인 물가(3.0%)는 15개월만에 3%대에 진입했지만 근원물가는 상승폭이 축소(8월 3.1% → 9월 3.0%)되었다. 관세에 큰 영향을 받는 근원상품물가는 1.5%로 8월과 같은 수치를 기록했고, 근원서비스물가의 경우 3.5%로 상승폭이 줄어들었다. 관세 충격이 생각보다 크지 않다는 것이 점점 명확해지고, 관세로 인한 물가 상승압력이 서비스부문으로 확산되지 않고있다.

Terminal Rate는 3.25% 유지

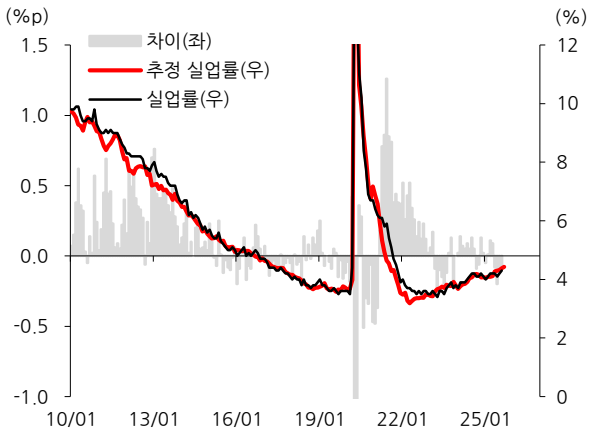
BLS 세부 데이터들을 볼 수 있었다면 기준금리가 인하되더라도 여러 의견이 나왔겠지만 현재 상황에서는 무난한 만장일치 기준금리 인하가 예상된다. 다만, 샌프란시스코 연은 고용시장 스트레스지수에서 볼 수 있듯 우리는 여전히 고용이 결코 나쁘지 않다고 판단한다. 물가가 2026년에 2%로 돌아갈 가능성은 0%다. 인하의 총량, Terminal Rate는 바뀌지 않을 것이다.

[그림4] 구인건수지수 코로나 직전 수준에 근접



자료: Indeed, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 9월 실업률은 4.4%



자료: Bureau of Labour Statistics, Chicago Fed, 한화투자증권 리서치센터

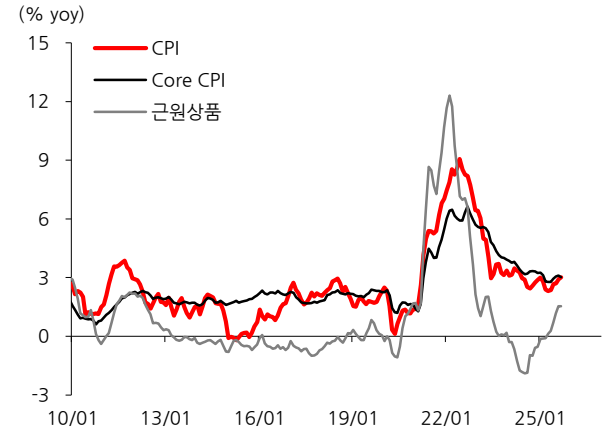
기준금리보다 중요한 것, QT 종료 시그널

사실 이번 FOMC에서는 기정사실화된 기준금리 결정보다 QT 종료 선언, 또는 종료에 대한 계획이 공개될지가 더 주목받을 것이다. 우리는 아직까지 양적긴축의 종료 필요성을 이야기한 연준 구성원들이 없고, Powell 의장의 "적정 준비금 수준까지는 아직 갈 길이 남아있다"는 언급을 보았을 때 종료에 대한 논의 또는 종료 시점 발표 가능성이 높다고 예상한다.

종료 언급 나오면 미국 10년 3.90% 초중반까지 하락 가능

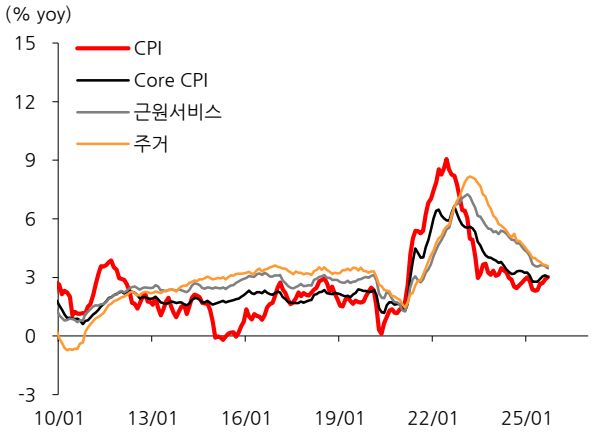
QT 종료는 더 이상 인위적으로 유동성을 흡수하지 않겠다는 의미다. 당연히 채권은 물론 전반적인 자산시장의 호재다. 대차대조표 정책과 관련한 멘트나 성명서 내용이 확인된다면 단기는 물론 장기채권시장도 강세를 보일 것이다. 이럴 경우 미국 10년 금리는 3.90% 초중반대까지 하락이 가능하다.

[그림6] 관세 영향받는 근원상품물가 상승폭 축소



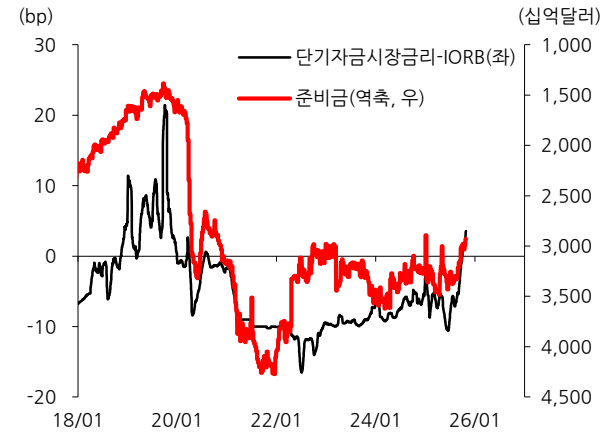
자료: Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 서비스물가 흐름 안정적



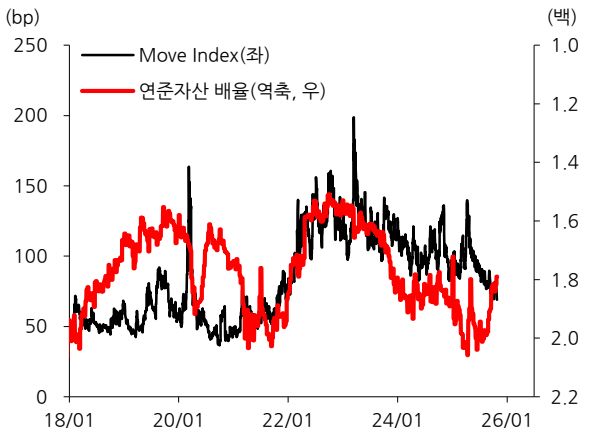
자료: Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] QT 종료환경 조성



주1: 단기자금시장금리는 2018년 4월 이전은 LIBOR O/N, 이후는 SOFR O/N 기준
주2: 30일 이동평균
자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 준비금 제외한 자산 흐름도 양적긴축 종료 지지



주: 연준자산 배율은 자산 중 유동성의 공급 성격을 가진 자산을 흡수 성격 자산(준비금제외)으로 나눈 배율
자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2. 전략: 기준금리 말고 QT

국고 3년: 2.53~2.65%
국고 10년: 2.83~2.98%

이번주 국고채 금리 밴드는 3년, 10년 각각 2.53~2.65%, 2.83~2.98%를 제시한다. 30일 예정된 연준과 일본은행 통화정책회의는 금리의 하락 재료로 작용할 전망이나, 그 강도는 크지 않을 것으로 예상한다. 미국이 내리고, 일본이 잠시 멈출 것이라는 것은 모두가 알고있는 내용이다. 이보다 더 중요한 이벤트는 APEC 회의 기간 중 한미, 미중 관세협상 관련 발표나 소식이다. 긍정적이든 부정적이든 무언가 나올 뉴스는 시장의 변동성 재료다. 레인지를 넓게 보는 것이 적절하다.

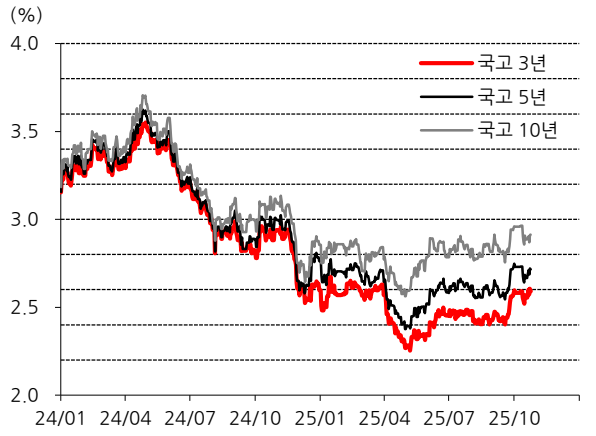
기준금리보다 QT가 중요

10월 FOMC는 기준금리 인하보다 QT와 관련한 내용이 더 중요하다. 단기자금시장 스프레드 (+) 전환, Powell 의장의 종료 시사 등 양적긴축 정책을 마무리하기 위한 군불은 지펴졌다. 대차대조표 축소 종료는 채권뿐만 아니라 자산시장을 강세로 이끄는 이벤트로 판단한다. 이에, 주중 미국 10년금리는 4.00%를 하회할 공산이 크다.

QT의 종료는 채권보다 주식시장 호재

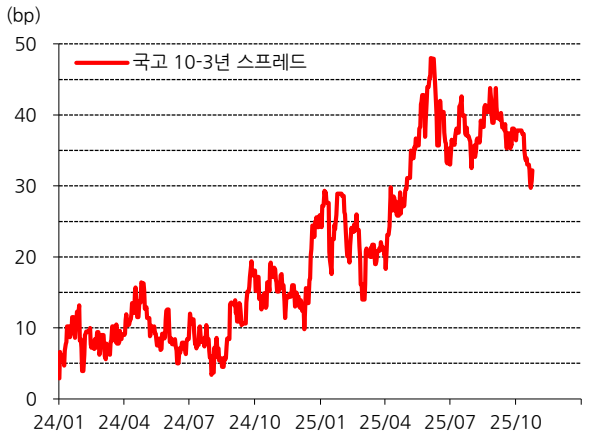
다만, 연준의 자산 배율(공급/흡수) 변화는 금리보다 주가와 조금 더 밀접한 연관이 있다. 양적'긴축'정책이 종료되는 만큼 단기적으로는 금리도 하방 압력이 강해지겠지만 길게 보았을 때는 위험자산 선호심리를 훼손시키는 재료의 소멸로 보는 것이 바람직하다. 동 이슈는 채권이 아닌 주식시장에 가는 수혜가 더 클 것이다.

[그림10] 주요 국고채 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 국고 10-3 년 스프레드 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 예상 금리 Range

금리, 스프레드	동향(대비)			예상 Range	방향성
	연초	월초	전주(10/24)		
국고 3 년	2.60%(-0.5bp)	2.60%(-0.5bp)	2.59%(+3.6bp)	2.53~2.65%	하락
국고 5 년	2.76%(-4.6bp)	2.75%(-3.2bp)	2.72%(+5.0bp)	2.63~2.78%	약보합
국고 10 년	2.86%(+5.8p)	2.96%(-4.7bp)	2.91%(+2.8bp)	2.83~2.98%	약보합
국고 10-3 년	25.9bp(+6.3bp)	36.4bp(-4.2bp)	32.2bp(-0.8bp)	30.0~38.0bp	확대
미국 10 년	4.57%(-56.9bp)	4.10%(-9.6bp)	4.00%(-0.6bp)	3.90~4.05%	하락

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 통화정책 Tracker

[표1] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
10/20	이창용 (한국은행 총재)	-	- 수도권 주택시장이 다소 진정되었다가 9월 이후 서울을 중심으로 다시 과열 조짐을 나타내고 있음. 이에 따른 향후 가계대출 흐름과 관련한 불확실성도 증대 - 외환시장에서는 최근 미국 관세정책 관련 불확실성이 높아지면서 달러/원 환율이 1,400원대 초반 수준으로 빠르게 상승하는 등 변동성이 확대 - 경제의 경우 경제심리 회복과 추경 집행 등에 힘입어 소비가 부진에서 벗어나고 반도체 경기 호조 등으로 수출도 양호한 흐름을 보이면서 2분기 이후 성장세가 개선 - 앞으로도 경제는 완만한 회복세를 이어갈 것으로 예상되나 우리나라와 중국의 대미 무역협상, 내수 회복속도 등과 관련한 불확실성은 여전히 높은 상황 - 유동성을 늘림으로써 부동산 시장에 불을 지피는 역할은 하지 않을 것
10/20	이수형 (한국은행 금융통화위원)	-	- 9월 국회 보고 때와 비교했을 때 현재 경제의 불확실성이 감소했다고 보기는 어려움 - 여전히 미국과의 관세협상 등 불확실성 요인들이 존재
10/23	이창용 (한국은행 총재)	-	- 11월 회의까지 기간은 짧으나 한미, 미중 무역협상 추이, 반도체 사이클 등 여러가지 변수들의 확인이 가능. 성장, 통화정책 전망의 불확실성이 큼 - 포워드 가이던스 구도 변화는 금융안정에 조금 더 집중하겠다는 것을 의미. 현 시점에서 기준금리를 인하하고 동결할 수는 없는 상황 - 환율 상승에도 물가안정을 예상하는 이유는 유가하락, 수요부진 때문 - 기준금리는 중립금리의 중간 수준에 위치하고, 금융시장은 소폭 완화적이나 그 괴리는 크지 않음. 현재 자산가격 상승은 과거부터 누적되어왔던 유동성에 기인 - 통상 기준금리를 100bp 인하하면 성장률 0.24%p 제고 효과. 그러나 이번 사이클에서는 성장보다 자산가격 상승에 상대적으로 영향을 더 준 것으로 추정 - 해외증권투자 증거는 명백한 환율 약세 요인. 관세협상 타결 시 환율 하락 예상. 다만, 3,500억달러 투자협정 조달방안과 투자방식이 나오면 불확실성은 해소될 것 - 외환시장에 큰 부담없이 자체적으로 보유한 자산에서 이자나 배당 등을 활용, 미련할 수 있는 제원이 150~200억달러 - 인하 '사이클'은 1년보다 짧은 시계로 이해 - 환율 상승분 중 4분의 3은 국내 및 역내 요인. 나머지가 강달러 - 부동산 가격 상승세가 금방 꺾일 것으로 생각하지 않음. 그러나 부동산 가격이 하락할 때까지 인하를 기다린다는 전제는 부적절 - 통계에 문제가 있는 것도 사실이지만 주간 부동산 통계를 막는다고 현실을 바꿀 수는 없음 - 지금과 같은 부동산 가격 상승은 잠재성장률을 갉아먹는다고 생각 - 마이너스 Output Gap은 기준금리 인하가 필요함을 의미

자료: 한화투자증권 리서치센터

채권시장 주요일정

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
27 **(한국)** 국고 5년 입찰(2조 9,000억원) **(미국)** 10월 달라스 연은 제조업활동지수 (전월: -8.7, 전년: -1.5)	28 홍콩 휴장(청명절) **(한국)** 국고 20년 입찰(5,000억원) 10월 CSI (전월: 110.1, 전년: 101.8) 3분기 GDP(속보) (예상 전분기비: 1.0%, 전년비: 1.5%) (전분기비: 0.7%, 전년비: 0.6%) **(미국)** 2년 국채 입찰 (3.57%, 간접: 57.7%, 응찰률: 2.51 배) 5년 국채 입찰 (3.71%, 간접: 59.4%, 응찰률: 2.34 배) 8월 FHFA 주택가격지수 (전월비: -0.1%, 전년비: 2.3%) 8월 Case Shiller 20대 도시 주택가격지수 (전월비: -0.1%, 전년비: 1.8%) 10월 리치몬드 연은 제조업지수 (전월: -17, 전년: -13) 10월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수 (예상: 93.8, 전월: 94.2, 전년: 109.6)	29 홍콩 휴장(청명절) **(한국)** 10월 제조업 BSI (전월: 70.0, 전년: 69.0) **(미국)** 7년 국채 입찰 (3.95%, 간접: 56.4%, 응찰률: 2.40 배) 9월 미결주택판매 (전월비: 4.0%, 전년비: 0.5%)	30 미국 연준 FOMC 유로존 ECB Governing Council Meeting 일본 BoJ 금융정책결정회의 **(미국)** 3분기 GDP(속보) (예상: 3.0%, 전기비연율: 3.8%) **(유로존)** 10월 소비자신뢰지수 (전월: -14.9, 전년: -12.4) 3분기 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)** 9월 광공업생산 (전월비: 4.3%, 전년비: 3.9%) 9월 소매판매 (전월비: -3.5%, 전년비: -0.5%) 10월 수출입(11/1) (수출 전월비: 13.0%, 전년비: 12.6%) (수입 전월비: 8.8%, 전년비: 8.2%) **(미국)** 9월 PCE, Core PCE (PCE 전월비: 0.3%, 전년비: 2.7%) (Core 예상(m): 0.3%, 전월비: 0.2%, 전년비: 2.9%) **(중국)** 9월 제조업 PMI (전월: 49.8, 전년: 49.8)
11/3 **(유로존)** 10월 제조업 PMI (전월: 49.8, 전년: 46.0)	4 호주 RBA Reserve Bank Board Meeting **(한국)** 10월 CPI, Core CPI (CPI 전월비: 0.5%, 전년비: 2.1%) (Core 전월비: 0.5%, 전년비: 2.0%) **(미국)** 10월 ISM 제조업지수 (전월: 49.1, 전년: 46.9) 9월 수출입 (수출 전월비: 0.3%, 전년비: 3.4%) (수입 전월비: 5.9%, 전년비: 2.6%)	5 9월 일본 BoJ 금융정책결정회의 의사록 **(미국)** 9월 공장수주 (전월비: -1.3%, 전년비: 1.6%) 9월 내구재주문 (전월비: 2.9%, 전년비: 5.4%) **(유로존)** 9월 PPI (전월비: -0.6%, 전년비: -0.3%)	6 브라질 BCB COPOM 영국 BOE MPC **(한국)** 9월 경상수지 (전월: +91.5 억$, 전년: +112.9 억$) **(유로존)** 9월 소매판매 (전월비: 0.1%, 전년비: 1.0%)	7 Williams 뉴욕 연은 총재(중립, O) 연설 **(미국)** 10월 비농업 고용자수(연기 가능, 전월은 8월) (전월: 22 천명, 전년: 44 천명) 10월 실업률(연기 가능, 전월은 8월) (전월: 4.3%, 전년: 4.1%) 11월 미시간대학교 소비자심리지수(잠정) (전월: 55.0, 전년: 71.8) 10월 뉴욕 연은 1년 기대인플레이션 (전월: 3.4%, 전년: 2.9%) **(중국)** 10월 수출입(위안화) (수출 전월비: 1.8%, 전년비: 8.4%) (수입 전월비: 8.2%, 전년비: 7.5%) 10월 CPI, Core CPI(11/9) (CPI 전월비: 0.1%, 전년비: -0.3%) (Core 전월비: 0.0%, 전년비: 1.0%) 10월 PPI(11/9) (전월비: 0.0%, 전년비: -2.8%)

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