한화투자증권

2025년 11월 24일

Fixed Income

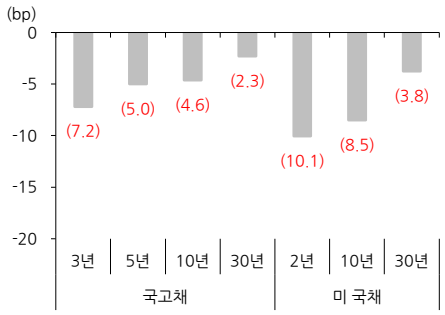
FI Weekly

금통위 프리뷰: 인하 사이클 종료

▶ 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(11/21)	예상 Range	방향성
국고 3년	2.87%	2.75~3.00%	하락
국고 5년	3.08%	2.95~3.15%	하락
국고 10년	3.27%	3.18~3.35%	강보합
국고 10-3년	39.9bp	35.0~45.0bp	확대
미국 10년	4.06%	4.00~4.15%	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.

11월 금통위, 기존 전망 유지

기존 기준금리 동결 및 통화정책 조정 사이클 종료 전망 유지. 금통위원들의 3개월 Forward Guidance도 인하 가능성 4명, 동결 2명에서 인하 가능성 2명, 동결 4명으로 동결 우위 구도 전환 예상. 2025년, 2026년 물가상승률 전망치는 각각 2.1%, 성장률 전망치는 1.1%, 1.9%로 상향 조정될 가능성

인하를 할 이유가 없다

(-) Output Gap 해소는 통화정책이 성장에 대응할 필요성을 크게 낮춤. 또한, 최근 한국은행 보고서에서도 볼 수 있듯 경제주체들이 주택시장에 대한 진단적 기대가 있을 때에는 기준금리 인하가 경제에 미치는 효과도 위축

금융안정은 무엇 하나 개선된 것이 없음. 부동산 가격이 안정을 찾았다고 생각하는 이들은 아무도 없을 것. 증가세가 주춤한 가계부채는 부동산 시장이 정상화되지 않는 이상 규제만 풀리면 언제든지 다시 늘어날 가능성. 외환시장은 당국 운신의 폭이 좁아졌다고 판단. 총량으로 보았을 때 금융안정 상황은 나빠지면 나빠졌지 결코 좋아지지 않은 상황

환율이 고공행진을 하고, 원자재 가격이 조금씩 올라가는 상황이라면 물가에도 신경을 쓰지 않을 수 없음. 지금껏 환율 약세에도 물가가 안정적인 흐름을 이어갔던 데에는 원자재 가격이 크게 상승하지 않았기 때문. 환율 약세를 원자재 가격이 상당 부분 상쇄한 셈. 금융안정과 물가는 통화정책 조정 사이클의 종료가 '필요'. 성장은 추가 인하가 '불필요'

관전 포인트: 통방문구 및 총재의 해명(?)

시장금리는 이미 11월 기준금리 동결을 100% 반영. 이번에는 금리결정보다 성장 전망치, 통방문 문구 변경 여부와 총재의 기자회견이 중요. 최근 10년 동안 인하 사이클에서 통방문 문구가 수정되었던 적은 총 4차례. 이 당시 국고 3년금리는 금통위 당일 평균 1.0bp 상승(금통위 다음 영업일: +2.0bp)

기자회견에서 주목받는 부분은 '방향성의 전환'과 관련한 설명. "현 시점에서 인상을 고려하지 않고 있다"는 발언이 나올 경우 시장은 인상 우려를 지움과 동시에 2026년 인하 기대가 되살아나면서 국고 3년 금리는 최대 2.75%까지 하락 가능. 이와 다르게 관련한 언급이 없거나 "인상 고려하지 않는다"는 멘트가 나오지 않으면 국고 3년 금리 상단은 최대 3.10%까지 열어둘 필요

채권시장 동향

글로벌 국채금리 국가별 차별화

지난주 글로벌 국채시장은 국가별로 차별화된 모습을 보였다. 일본은 본격적으로 재정 우려가 부각된 가운데, 일본은행의 정책 정상화 의지가 재확인되며 장, 단기금리 모두 상승했다. 일본 정부는 당초 예상이었던 17.0조엔을 뛰어넘는 21.3조엔 규모 경기종합 대책을 발표했다. 우에다 일본은행 총재는 "점진적인 정책 정상화에 대한 기대를 강화" 하고 있다면서, 경제와 물가가 예상대로라면 금리 인상을 이어갈 것이라고 밝혔다.

미국 금리 하락

미국 채권시장은 안전자산 선호장세를 보였다. 20일 발표된 고용보고서에서는 고용자수(11.0만명, 예상치: 5.3만명)와 실업률(4.4%, 예상치: 4.3%)이 모두 컨센서스를 웃돌았으나 시장은 실업률 상승에 주목했다. 이후, Cook 이사의 증시 버블 우려와 Williams 총재의 "기준금리 인하 여지" 발언 등으로 강세 모멘텀이 이어졌다.

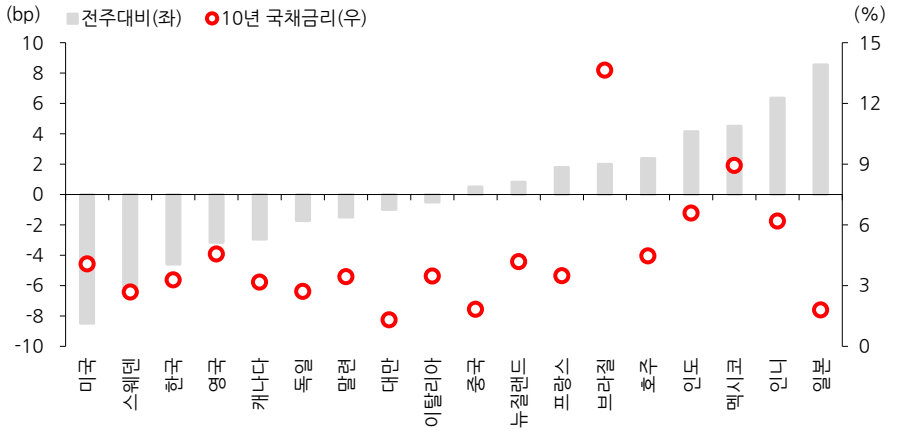
국고채 금리 하락

국고채 금리는 대부분 하락했다. 금통위를 앞두고 있음에도 최근 상승한 레벨 영향에 저가 매수세가 유입되었고, 주 후반에는 미국 고용지표가 시장 강세재료로 작용했다. 국고 3년, 10년 금리는 전주 대비 각각 7.2bp, 4.6bp 하락한 2.87%, 3.27%를 기록했다. 수익률 커브는 Steepening 양상이 이어졌다.

크레딧 스프레드 확대

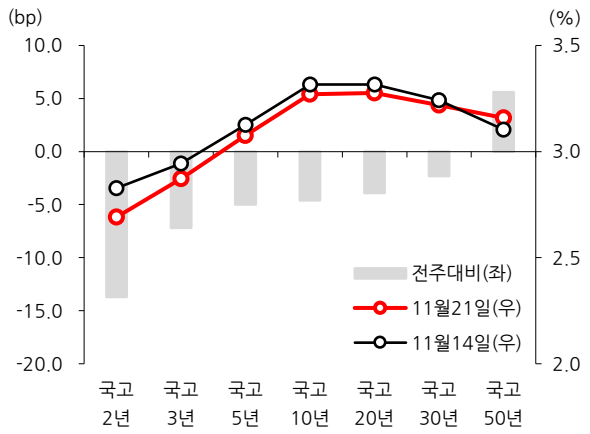
민평 기준 국고 3년, 10년 금리는 각각 2.87%(-8.2bp), 10년: 3.28%(-5.5bp)를 기록했다. 크레딧 시장은 국고채 금리 하락폭이 상대적으로 컸던 가운데 위축된 투자심리가 제한적으로 회복되면서 회사채, 여전채(카드채 AA+: 42.2bp(+3.8bp), 캐피탈채 AA-: 54.3bp(+3.7bp)) 등을 중심으로 약세를 보였다. 국고 3년 - 회사채 AA- 3년 스프레드는 46.6bp로 전주 대비 4.0bp 확대되었다. 초우량등급 시장 스프레드(공사채 AAA: 22.1bp(+1.4bp), 은행채 AAA: 22.6bp(+1.3bp)) 확대는 제한적이었다.

[그림1] 주간 주요국 채권 금리 변동 추이



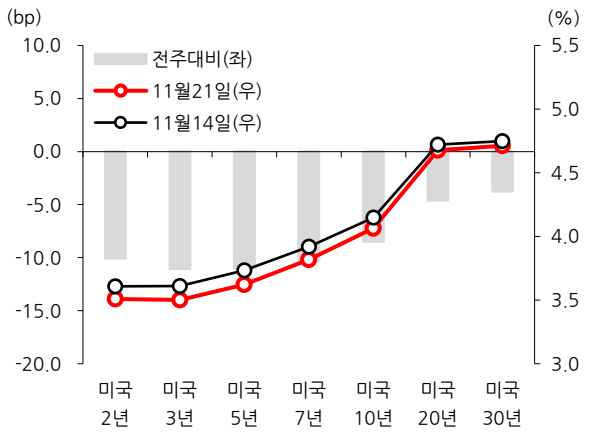
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 주간 국고채 수익률 커브 변동



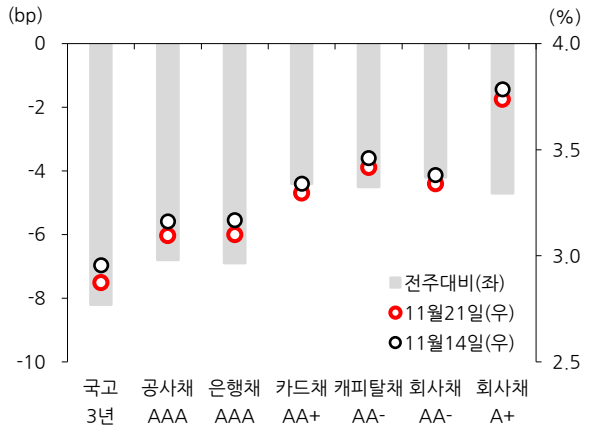
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 주간 미 국채 수익률 커브 변동



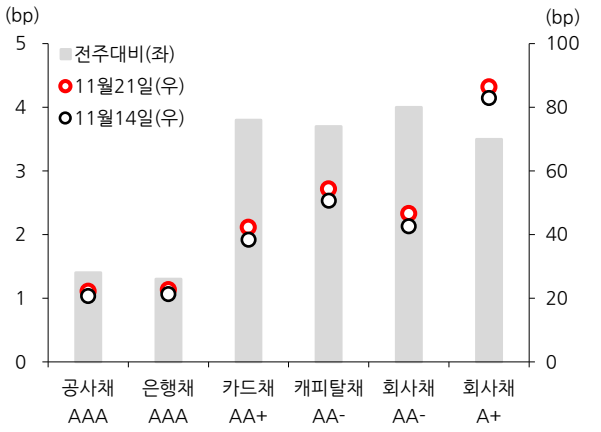
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 주간 주요 크레딧 금리 변동



주: 민평 3사 기준 3년 만기 금리
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 주간 주요 크레딧 스프레드 변동



주: 민평 3사 기준. 스프레드는 국고 3년 대비 동일만기 금리를 차감한 값
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

채권시장 전망

1. 이슈: 인하 사이클 종료

11월 금통위, 기존 전망 유지

11월 금통위에서는 기존 전망대로 기준금리가 동결될 것이다. 한국은행의 기준금리 인하 사이클은 종료되었다. 금융안정, 물가, 성장 모두 추가적인 통화정책 조정을 필요로 하지 않거나 해서는 안될 상황이다. 2.50% 기준금리는 최소 2026년 말까지 유지될 전망이다. 금통위원들의 3개월 Forward Guidance도 인하 가능성 4명, 동결 2명에서 인하 가능성 2명, 동결 4명으로 동결 우위 구도 전환을 예상한다.

2026년 (-) Output Gap 해소 유력

우리 이코노미스트에 따르면 2025년, 2026년 물가상승률 전망치는 각각 2.1%(8월 전망: 2.0%, 1.9%), 성장률 전망치는 1.1%(+0.2%p), 1.9%(+0.3%p)로 상향 조정될 가능성이 높아 보인다. 금년도 물가는 10월 상승한 수준(2.4%)이 빠른 시일 내에 이전 레벨로 복귀하기 어렵고, 내년은 양호한 내수를 감안했을 때 2%를 소폭 상회하는 흐름을 보일 것이다. 성장은 내수 개선과 함께 길어지는 반도체 사이클과 무역협상 불확실성 해소로 수출이 호조를 보이며 최소한 (-) Output Gap은 해소될 공산이 크다.

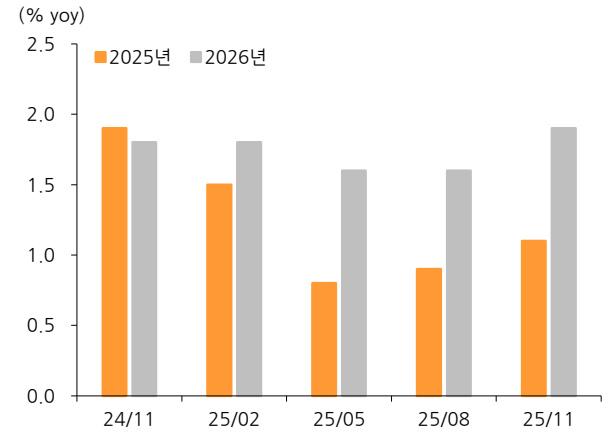
이제 성장은 통화정책 대응 필요 X

(-) Output Gap 해소는 통화정책이 성장에 대응할 필요성을 크게 낮춘다. 성장은 더 이상 기준금리 인하를 필요로 하지 않는다. 최근 한국은행 보고서에서도 볼 수 있듯 경제주체들이 주택시장에 대한 진단적 기대가 있을 때에는 기준금리 인하가 경제에 미치는 효과가 위축된다.

금융안정은 나빠졌으면 나빠졌지 좋아진 것이 없음

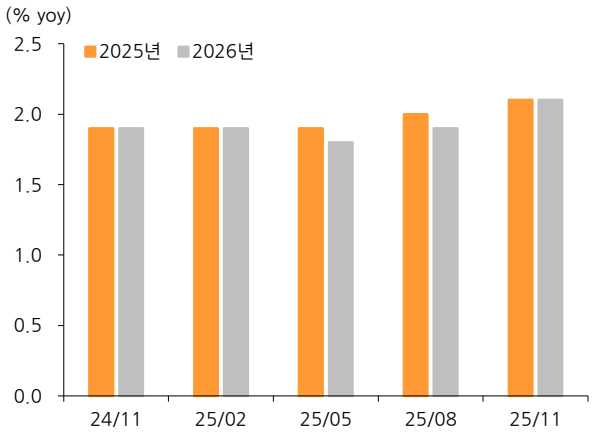
금융안정은 무엇 하나 개선된 것이 없다. 부동산 가격이 안정을 찾았다고 생각하는 이들은 아무도 없을 것이다. 증가세가 주춤한 가계부채는 부동산 시장이 정상화되지 않는 이상 규제만 풀리면 언제든지 다시 늘어날 수 있다. 외환시장은 지난 보고서에서 설명했듯 당국 운신의 폭이 좁아졌다고 판단한다. 총량으로 보았을 때 금융안정 상황은 나빠지면 나빠졌지 결코 좋아지지 않았다.

[그림6] 한국은행 GDP 성장률 전망치 추이



주: 11월은 우리의 전망치
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 한국은행 물가상승률 전망치 추이



주: 11월은 우리의 전망치
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

물가도 '안정적' 흐름을 자신할 수 없어진 상황

환율이 고공행진을 하고, 원자재 가격이 조금씩 올라가는 상황이라면 물가를 마냥 편안하게 볼 수 없다. 지금껏 환율 약세에도 물가가 안정적인 흐름을 이어갔던 데에는 원자재 가격이 크게 상승하지 않았기 때문이다. 환율 약세를 원자재 가격이 상당 부분 상쇄한 셈인데, 이 효과에 기대는 것도 어려워졌다. 금융안정과 물가는 통화정책 조정 사이클의 종료가 '필요'하다. 성장은 추가 인하가 '필요하지 않다'.

통방문구 변경 시 단기금리 상승

시장금리는 이미 11월 기준금리 동결을 사실상 100% 반영해 놓았다. 이번 금통위는 금리결정보다는 성장 전망치, 통방문 문구 변경 여부와 총재의 기자회견이 중요하다. 최근 10년동안 인하 사이클에서 통방문 문구가 수정되었던 적은 총 4차례다. 이 당시 국고 3년금리는 금통위 당일 평균 1.0bp 상승한 바 있다(금통위 다음 영업일: +2.0bp).

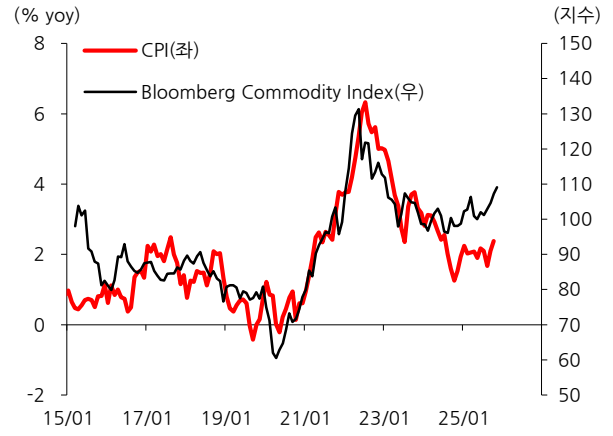
제일 중요한 것은 총재의 발언

총재의 기자회견에서 단연 주목받는 부분은 '방향성의 전환'과 관련한 설명이다. "현 시점에서 인상을 고려하지 않고 있다"는 발언이 나올 경우 시장은 혹시 모를 인상 우려를 지움과 동시에 2026년 인하 기대가 되살아나면서 국고 3년 금리는 최대 2.75%까지 하락이 가능하다. 이와 다르게 관련한 언급이 없거나 "인상 고려하지 않는다"는 멘트가 나오지 않으면 국고 3년 금리 상단은 최대 3.10%까지 열어둘 필요가 있다.

기본 시나리오: 통방문구 변경 + 총재 인상검토 X

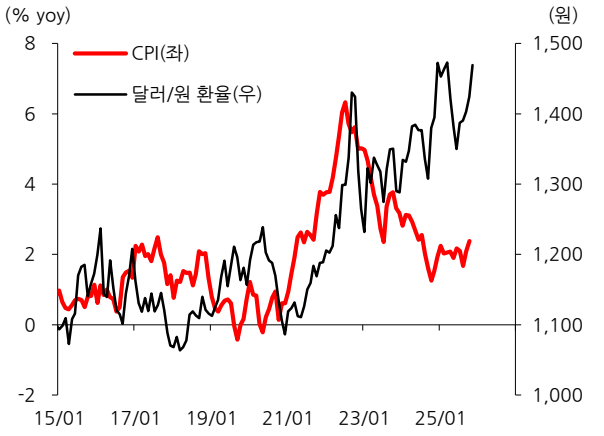
우리는 11월 금통위 기본 시나리오로 '통방문 문구 변경 + 총재의 "인상 검토 없음" 언급' 조합을 제시한다. 이럴 경우 총재의 기자회견이 금리 하락 압력으로 작용하겠지만 문구 변경이 가파른 하락을 제한할 것으로 보인다. 국고 3년은 2.80%을 현실적인 하단으로 보는 것이 적절하다.

[그림8] 환율 상승을 상쇄했던 원자재 가격 상승 추세 전환



자료: 한국은행, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 더 이상 환율의 물가 영향을 무시할 수 없게 되었음



자료: 한국은행, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 인하 사이클 중 통방문구 변경 이후 국고 3년 금리 변동

일자	기준금리	통방문구	비고	금통위 당일 (전일 대비)	+1거래일 (금통위 당일 대비)	+7거래일 (금통위 당일 대비)
21/07/15	0.50%	통화정책의 완화기조를 유지해 나갈 것 완화 정도의 조정 여부를 판단해 나갈 것	인하 마무리 (8월 인상)	1.12% (-3.7bp)	1.16% (+3.8bp)	1.20% (+7.7bp)
21/05/27	0.50%	통화정책의 완화기조를 유지해 나갈 것				
17/10/19	1.25%	통화정책의 완화기조를 유지해 나가되 향후 성장과 물가의 흐름을 면밀히 점검해 나갈 것	인하 마무리 (11월 인상)	1.75 (-0.5bp)	1.75% (+0.0bp)	1.76% (+1.0bp)
17/08/31	1.25%	통화정책의 완화기조를 유지해 나갈 것				
17/01/13	1.25%	통화정책의 완화기조를 유지해 나갈 것	인하 사이클	1.70% (+5.3bp)	1.69% (-0.9bp)	1.67% (-2.8bp)
16/12/15	1.25%	금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것				
16/04/19	1.50%	금융안정에도 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것	인하 사이클	1.50% (+3.0bp)	1.55% (+5.0bp)	1.50% (-0.4bp)
16/03/10	1.50%	금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것				

자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 금통위원들의 Forward Guidance 추이

금통위	금리 결정	금통위원들의 3개월 이후 금리 전망
22년 10월	3.00%	3.50% 다수(3.50%과 크게 다르지 견해를 가지고 있지만 낮게 보고 있는 위원도 존재), 3.25% 일부(3.25% 인하 가능성)
22년 11월	3.25%	3.75% 인상 가능성 2명, 3.50% 3명, 3.25% 인하 가능성 1명
23년 1월	3.50%	3.75% 인상 가능성 3명, 3.50% 3명
23년 2월	3.50%	3.75% 인상 가능성 5명, 3.50% 1명
23년 4월	3.50%	3.75% 인상 가능성 5명, 3.50% 1명
23년 5월	3.50%	3.75% 인상 가능성 6명
23년 7월	3.50%	3.75% 인상 가능성 6명
23년 8월	3.50%	3.75% 인상 가능성 6명
23년 10월	3.50%	3.75% 인상 가능성 5명, 인상과 인하 가능성 1명
23년 11월	3.50%	3.75% 인상 가능성 4명, 3.50% 2명
24년 1월	3.50%	3.50% 5명(1명 공석)
24년 2월	3.50%	3.50% 5명, 3.25% 인하 가능성 1명
24년 4월	3.50%	3.50% 5명, 3.25% 인하 가능성 1명
24년 5월	3.50%	3.50% 5명, 3.25% 인하 가능성 1명
24년 7월	3.50%	3.50% 4명, 3.25% 인하 가능성 2명
24년 8월	3.50%	3.25% 인하 가능성 4명, 3.50% 2명
24년 10월	3.25%	3.25% 5명, 3.00% 인하 가능성 1명
24년 11월	3.00%	3.00% 3명, 인하 가능성 3명
25년 1월	3.00%	인하 가능성 6명
25년 2월	2.75%	2.75% 4명, 인하 가능성 2명
25년 4월	2.75%	인하 가능성 6명
25년 5월	2.50%	인하 가능성 4명, 2.50% 2명
25년 7월	2.50%	인하 가능성 4명, 2.50% 2명
25년 8월	2.50%	인하 가능성 5명, 2.50% 1명
25년 10월	2.50%	인하 가능성 4명, 2.50% 2명
25년 11월	**2.50%**	**인하 가능성 2명, 2.50% 4명**

주: 11월은 우리의 예상

자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

2. 전략: 불안하나 그래도 하방 압력 우세

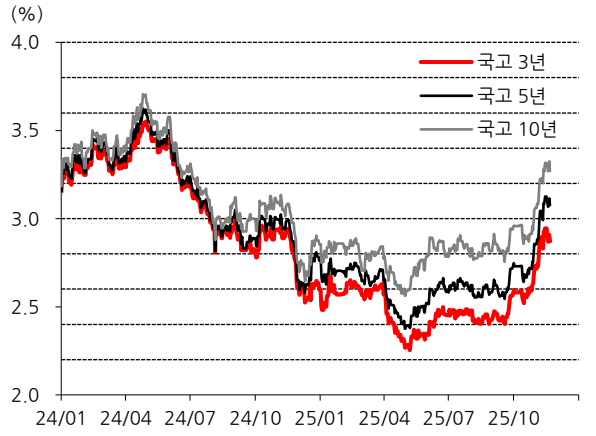
국고 3년: 2.93~3.00%
국고 10년: 3.25~3.35%

이번주 국고채 금리 밴드는 3년, 10년 각각 2.75~3.00%, 3.18~3.35%를 제시한다. 우리는 11월 금통위 기본 시나리오로 '통방문 문구 변경 + 총재의 "인상 검토 없음" 언급' 조합을 제시한다. 이럴 경우 총재의 기자회견이 금리 하락 압력으로 작용하겠지만 문구 변경이 가파른 하락을 제한할 것으로 보인다. 국고 3년은 2.80%을 현실적인 하단으로 보는 것이 적절하다. 수익률 커브는 Steepening 양상 지속을 예상한다.

미국 10년: 4.05~4.15%

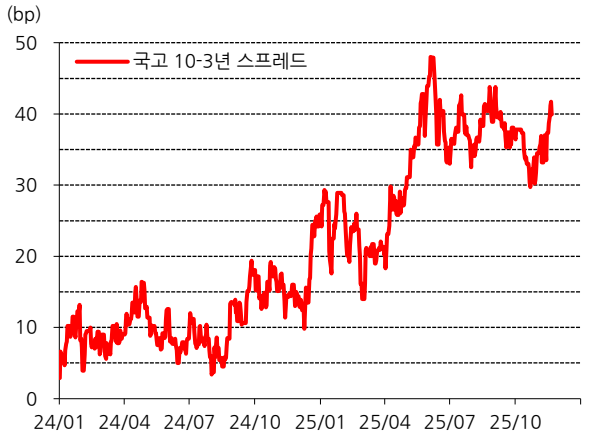
미국은 셧다운 여파가 이어지며 주요 데이터 발표일이 여전히 불투명하다. 여기에 더해 연준은 12월 FOMC를 앞두고 블랙아웃 기간에 돌입했다. 특별한 매크로, 정책 이벤트가 부재한 만큼 현 수준에서 크게 벗어나지 않는 흐름이 예상된다.

[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(11/21)		
국고 3 년	2.60%(+27.6bp)	2.72%(+15.6bp)	2.87%(-7.2bp)	2.75~3.00%	하락
국고 5 년	2.76%(+31.4bp)	2.86%(+22.1bp)	3.08%(-5.0bp)	2.95~3.15%	하락
국고 10 년	2.86%(+41.6bp)	3.06%(+21.0bp)	3.27%(-4.6bp)	3.18~3.35%	강보합
국고 10-3 년	25.9bp(+14.0bp)	34.5bp(+5.4bp)	39.9bp(+2.6bp)	35.0~45.0bp	확대
미국 10 년	4.57%(-50.8bp)	4.08%(-1.4bp)	4.06%(-8.5bp)	4.00~4.15%	약보합

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 통화정책 Tracker

[표3] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
11/17	Philip Jefferson (연준 부의장)	매파, O	- FOMC 전에 얼마나 많은 공식 데이터들이 발표될지는 불명확 - 통화정책이 중립수준에 가까워짐에 따라 지금부터는 완화 속도를 조절할 때(proceed slowly) - 고용시장은 수요와 공급 모두 점진적으로 둔화 중(gradual cooling) - 현재 통화정책은 어느정도 긴축적(somewhat restrictive) - 고용의 하방압력 증가에 따라 리스크의 균형축도 이동 - 물가의 상방 압력은 일정부분 감소(declined somewhat). 관세 영향은 일시적일 가능성이 높아지고 있음 - 일부 기업은 채용을 줄이거나 해고를 하고, 또 다른 일부 기업은 채용과 투자를 늘리는 상황. 고용시장은 여러 시그널이 혼재되어 있는 상태 - 기업들은 해고와 채용 모두 망설이고 있음
11/18	Christopher Waller (연준 이사)	비둘기파, O	- 지금도 12월 25bp 기준금리 인하 지지 - 기준금리 인하는 고용시장의 추가적인 보험 성격 대응 - 긴축적인 통화정책이 경제에 주는 부담이 우려스러움 - 미국 고용시장은 약화 중. 정체 수준에 도달(labour market is weak, and is near stall-speed) - 기조적인 물가는 2%에 근접. 기대인플레이션도 고정되어 있음 - 관세는 일시적인 충격. 이로 인한 물가상승세의 가속 증거 역시 부재 - 성장세는 하반기 들어 둔화 - 주거, 차량 관련 비용은 소비자들에게 부담. 소비지출에도 영향을 미치고 있음 - 공식 데이터 부재에도 전반적인 경제 상황 파악은 가능 - 고용시장 반등이 나타난다면 보험성 인하 필요성은 감소 - 연준 대차대조표는 완벽에 가까운 형태(pretty much spot on). 정확히 어느 수준이 적정한지는 알 수 없으나, 자연적인 준비금 수요가 재차 규모를 증가시킬 것 - 대차대조표의 증가 시점은 두어 달 이후 정도로 짧을 수 있음 - 단기자금시장금리의 상승은 준비금이 부족(scarce)해질 시점이 가까워졌음을 시사 - 기업들은 해고를 논의하기 시작. 최근 물가 반등보다 고용시장 위축에 신경써야 할 때 - 25bp 인하로 고용시장을 원래 수준으로 되돌려놓을 수는 없음 - 금융시장의 완화 정도는 본인이 신경써야 할 사안이 아님. 물가와 고용에만 집중할 것 - 연준은 기준금리 인하가 약 5년간 없었음에도 물가를 안정시키지 못한 것에 대한 설명이 필요
11/19	Thomas Barkin (리치몬드 연은 총재)	중립, X	- 고용시장이 둔화 중인 것은 사실. 그러나 심각한 둔화는 아님 - 물가는 목표 수준을 웃돌지만 상승세가 가팔라질 것으로 보지는 않음 - 양대 책무 모두 승리를 선언할 상황은 아님. 그러나 두 목표 모두 추가 대응이 필요한지는 불명확 - 설득력 있는 데이터 없이는 연준 내부의 광범위한 합의를 이끌어내기 힘듦 - 고용시장은 데이터가 보여주는 것보다 조금 더 약화(somewhat weaker)되어 있을 가능성 - 통화정책은 지금도 소폭 긴축(modestly restrictive)적 - 2007~2009년 금융위기 때 여파(공급부족)가 지금도 이어져 오늘날 집값이 높을 수 있음 - 금리 하락은 주택 수요를 자극하겠지만 공급은 이를 따라오지 못할 것 - 경제는 전반적으로 양호(healthy). 수요 측면도 마찬가지. 고용시장만 문제 - 미래에는 근로자보다 일자리가 더 많을 수 있음 - 경제활동 참여 인구 증가율은 0%로 수렴 중. 경제활동 인구가 늘어나지 않으면 성장은 전적으로 생산성이 좌우할 것 - 사모 신용시장 리스크는 금융 시스템의 리스크가 아님 - 12월 기준금리 인하가 기정사실이 아니라는 Powell 의장 의견에 동의

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표4] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
11/20	Beth Hammack (클리블랜드 연은 총재)	매파, X	- 12월 연속 기준금리 인하 가능성은 제한적 - 지금 상황에서 기준금리 인하는 금융시장 위험자산 선호심리를 부추길 뿐 - 위험 관리성(risk management) 기준금리 인하는 역설적으로 금융 리스크를 키움은 물론, 인플레이션을 고착화시키는 요인 - 금융 여건은 꽤나 완화적(quite accommodative). 전반적으로 양호한 상황. 은행 자본건전성도 견조 - 고용 데이터에는 여러 시그널들이 혼재. 발표된 수치들은 소폭 부진(a bit state)하지만 예상한 범위 내에서 발표되었음 - 현장에서는 적은 해고, 적은 채용 환경이 이어지고 있다고 응답 - 높은 물가상승률은 지금도 경제의 커다란 문제. 지금도 물가 상승압력은 실존하는 리스크. 추세도 잘못된 방향으로 나아가고 있음 - 물가 관련 일부 수요 약화가 포착되기 시작 - 물가를 생각했을 때 통화정책은 어느정도 긴축적(somewhat restrictive)으로 운영되는 것이 적절 - 고용시장은 둔화 중. 데이터들도 이를 확인시켜 주었음 - 당분간 단기자금시장 변동성 확대를 예상. 시장 참여자들의 적극적인 SRF 이용을 기대 - 기준금리는 중립금리 부근에 위치(right around the neutral rate)
11/20	Michael Barr (연준 이사)	매파, O	- 지금도 물가가 3% 부근에 있다는 것이 우려스러움 - 고용시장 대응이 필요한 것은 맞지만 동시에 물가도 2%로 복귀시켜야 하는 상황 - 양대 책무 간 균형잡힌 통화정책 운영이 필요
11/21	Lisa Cook (연준 이사)	중립, O	- 미국 금융 시스템은 회복력을 보유 - 고평가된 자산가격 조정 가능성이 높아지고 있지만 이것이 금융 리스크로 발전하지는 않을 것 - 사모신용시장은 분명한 문제. 그러나 금융 전반의 위험은 아님 - 헤지펀드들의 국채 포지션은 시장 유동성 문제를 야기시킬 가능성 - 모든 시장 변동성을 문제로 볼 수는 없음
11/21	Austan Goolsbee (시카고 연은 총재)	매파, O	- 물가는 2%가 목표. 3%는 지나치게 높은 수준. 현재 인플레이션은 지금 레벨에서 고착화되는 모습 - 장기적으로 금리는 크게 하락(down a full amount)할 것 - 고용은 완전고용에 가까운 상태 - 선제적으로 기준금리를 인하하고, 물가상승을 일시적이라고 판단하는 것은 쉽지 않은 일 - 셧다운으로 인해 공식 데이터들은 매우 난잡함 - 몇 개월 내에 물가가 둔화될 것으로 보지는 않음 - 고용자 수 감소가 침체를 시사한다는 것은 너무 나간 이야기 - 적은 해고, 적은 채용은 불확실성이 증가했음을 의미 - 정부가 금리정책에 관여하기 시작하면 물가는 상승하고 성장은 둔화될 것 - 본인의 의견이 연준 사람들과 크게 다를 때 소수의견을 개진하는 것은 자연스러운 일 - 9월 기준금리 인하 이후 2025년에는 한 차례 추가 인하만이 필요한 상황으로 환경이 변화 - 10월 인하에 찬성한 것은 고용시장이 점진적으로 둔화 중이었기 때문 - 9월 고용지표는 고용의 완만한 둔화(mild cooling)세가 이어지고 있음을 확인시켜 주었음. 실업률은 가파르게 상승하지 않을 전망 - 중기적 관점에서 기준금리는 지금보다 한참 아래(well below)에 있을 것
11/21	Anna Paulson (필라델피아 연은 총재)	중립, X	- 9월 고용보고서는 긍정적(encouraging in balance) - 12월 기준금리 결정은 신중해야 함 - 걱정의 크기만 놓고 보았을 때에는 물가보다 고용이 더 큼 - 물가의 상방 압력, 고용의 하방 압력이 공존하는 상황에서는 균형잡힌 통화정책 운영이 중요 - 지금까지의 기준금리 인하 결정은 적절. 다음 번 인하 조건은 높아졌음 - 관세 충격은 생각보다 적은 것으로 판단. 지금의 물가 상승세는 수요 때문
11/21	우에다 가즈오 (일본은행 총재)	-	- 엔화 약세는 수입물가를 끌어올리고, 수입물가의 상승은 소비자물가 상승의 원인 중 하나 - 과거와 비교했을 때 기업들은 임금 상승, 가격 인상 모두에 적극적 - 외환시장 흐름은 평소보다 물가에 더 큰 영향을 줄 수 있음

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표5] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
11/21	John Williams (뉴욕 연은 총재)	중립, O	- 관세가 물가를 끌어올린 것은 맞지만 인플레이션의 고착화로 발전하지는 않을 것. 관세는 물가를 약 0.50~0.75%p 끌어올린 것으로 추정 - 성장세는 둔화되었고 고용시장도 점진적으로 둔화(gradually cooled) - 고용시장은 과열 상태가 아니었던 코로나 이전 수준으로 복귀 - 물가목표를 달성했다고 볼 수는 없음. 그러나 최대고용 달성이라는 목표를 도외시할 수도 없는 상황 - 고용의 하방 압력 증가 - 상당기간 재정정책은 지속 가능한 경로에서 이탈 - 미국 국채시장이 글로벌 금융시스템의 중심이라는 것에는 이견의 여지가 없음 - 금년도 재정정책의 변화는 2026년 성장에 긍정적. 그러나 이민정책이 이를 일부 상쇄할 가능성 - 2025~2026년 모두 잠재수준 성장 예상 - 재정정책은 중립금리를 약 25~50bp 상승시키는 요인. 그럼에도 글로벌 중립금리는 여전히 낮은 수준 - 물가목표제도는 공급 충격에 대응할 수 있는 좋은 제도 - 연준은 통화정책의 일환으로 단기금리시장에 영향력 행사 가능 - 현재는 변동성 완화 조치를 취하고 있지 않음 - 통화정책은 소폭 긴축(modestly restrictive)적 - 고용주들은 추가 채용에 매우 신중해졌음
11/21	Susan Collins (보스턴 연은 총재)	중립, O	- 9월 고용데이터는 여러 시그널들이 혼재되어 있음. 9월 보고서로 본인의 전망을 바꾸지 않을 것 - 실업률 상승은 놀랍지 않은 일. 그럼에도 여전히 상대적으로 낮은 수준 - 고용시장은 명백히 둔화(clearly softened) - 데이터 확인에 제한이 있지만 경제는 꾸준히 회복력 있는 상태를 유지 중. 다만, 연말 성장세는 소폭 둔화(slow a bit)될 전망 - 물가는 높은 수준을 이어가는 중. 2% 물가목표는 지금도 유용한 제도 - 통화정책은 약간, 또는 소폭 긴축(mildly or modestly restrictive)적인 수준을 유지하는 것이 적절 - 수요 측면의 회복력이 물가를 끌어올릴 가능성 - 리스크 대응을 위한 기준금리 인하는 이미 단행(already done) - 금융여건은 완화적(accommodative) - 연준 내부에 다양한 의견이 존재한다는 것은 긍정적 - 물가가 높은 상황에서 기준금리를 인하하는 것이 바람직한 결정인지 의문(hesitant to get too far)
11/22	Stephen Miran (연준 이사)	비둘기파, O	- 9월 고용보고서는 누가보아도 완화적 통화정책(obviously dovish)이 필요함을 시사 - 데이터가 부족하다고 해서 전망이 불가능한 것은 아님 - 연준은 전망에 기반해야지 데이터에 기반해서는 안됨(should be forecast-dependent, not data-dependent) - 본인의 결정이 캐스팅보트라면 25bp 인하에 찬서할 것 - 11월 CPI는 12월 FOMC 전까지 발표되지 않을 것으로 예상 - 금융시장이 가장 크게 영향을 미치는 곳은 주택시장
11/22	Philip Jefferson (연준 부의장)	매파, O	- 닷컴버블과 지금의 AI 주도장세에는 명백한 차이점들이 존재. 닷컴버블 당시와 달리 현재 AI 기업들은 실제로 이익을 창출 중 - 레버리지를 제한하면 경제 심리가 위축됨. 그러나 AI 기업들의 채권 발행 동향을 면밀히 주시할 필요 - AI가 고용시장과 물가, 통화정책에 영향을 미친다고 보는 것은 너무 앞서 나간 견해 - 금융시스템은 견조하고 회복력 있는 상태를 유지 중
11/22	Lorie Logan (달라스 연은 총재)	중립, X	- 대차대조표는 조만간 다시 확대될 것으로 예상 - 상황이 진정될 때까지 연준은 기준금리를 유지할 필요 - 10월 기준금리 인하는 확정적인 결정이 아니었음(not warranted). 12월 인하는 어려울 것 - 고용시장은 전반적으로 균형이 잡혀있으나 물가는 매우 높은 상황 - 자산가치 상승, 신용 스프레드 축소는 금융 여건이 완화적임을 의미. 따라서 연준은 이를 상쇄할 필요

자료: 한화투자증권 리서치센터

채권시장 주요일정

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
24 **(한국)** 국고 5년 입찰(2조 8,000억원) **(미국)** 10월 시카고 연은 연방 국기활동지수 (9월 데이터 X, 전년: -0.5)	25 **(한국)** 국고 20년 입찰(5,000억원) **(미국)** 2년 국채 입찰(690억달러) (3.50%, 간접: 53.7%, 응찰률: 2.59배) 11월 달라스 연은 제조업활동지수 (전월: -5.0, 전년: -1.7) 9월 소매판매 (전월비: 0.6%, 전년비: 5.0%) 9월 PPI (전월비: -0.1%, 전년비: 2.6%) 9월 FHFA 주택가격지수 (전월비: 0.4%, 전년비: 2.3%) 9월 Case Shiller 20대 도시 주택가격지수 (전월비: 0.2%, 전년비: 1.6%)	26 뉴질랜드 RBNZ 통화정책회의 **(한국)** 11월 전산업 BSI (전월: 92.4, 전년: 90.9) **(미국)** 5년 국채 입찰(700억달러) (3.63%, 간접: 66.8%, 응찰률: 2.38배) 11월 리치몬드 연은 제조업지수 (전월: -4.0, 전년: -12.0) 11월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수 (예상: 93.3, 전월: 94.6, 전년: 112.8) 10월 미결주택판매 (전월비: 0.0%, 전년비: 1.5%) 3분기 GDP(잠정) (전기비연율: 3.8%)	27 한국은행 통화정책방향 결정회의 미국 연준 Beige Book **(미국)** 7년 국채 입찰(440억달러) (3.79%, 간접: 59.0%, 응찰률: 2.46배) 10월 건축허가 (9월 데이터 X) 10월 PCE, Core PCE (9월 데이터 X) 10월 신규주택판매 (9월 데이터 X) **(유로존)** 11월 소비자신뢰지수 (전월: -14.2, 전년: -13.6)	28 연준 Black Out(~12/12) **(한국)** 10월 광공업생산 (전월비: -1.2%, 전년비: 11.6%) 10월 소매판매 (전월비: 6.9%, 전년비: 2.2%) **(중국)** 11월 제조업 PMI(11/30) (전월: 49.0, 전년: 50.3)
1 우에다 일본은행 총재 연설 **(한국)** 11월 수출입 (수출 전월비: -9.7%, 전년비: 3.5%) (수입 전월비: -5.1%, 전년비: -1.5%)	2 **(한국)** 11월 CPI, Core CPI (CPI 전월비: 0.3%, 전년비: 2.4%) (Core 전월비: 0.4%, 전년비: 2.2%) **(미국)** 11월 ISM 제조업지수 (전월: 48.7, 전년: 48.4) **(유로존)** 10월 실업률 (전월: 6.3%, 전년: 6.2%)	3 **(한국)** 3분기 GDP(잠정) (전분기비: 1.2%, 전년비: 1.7%) **(미국)** 9월 수출입물가 (수입 예상 전월비: 0.1%, 전년비: 0.4%) (수출 예상(m): -0.1%, 전월비: 0.3%, 전년비: 3.4%) (수입 전월비: 0.3%, 전년비: 0.0%) 9월 산업생산 (8월 데이터 X) **(유로존)** 10월 PPI (전월비: -0.1%, 전년비: -0.2%)	4 **(미국)** 11월 ISM 서비스업지수 (전월: 52.4, 전년: 52.5) 10월 수출입 (수출 전월비: 0.1%, 전년비: 1.9%) (수입 전월비: -5.1%, 전년비: -1.9%) **(유로존)** 10월 소매판매 (전월비: -0.1%, 전년비: 1.0%)	5 **(한국)** 10월 경상수지 (전월: +134.7억$, 전년: +100.0억$) **(미국)** 12월 미시간대학교 소비자심리지수(잠정) (전월: 50.3, 전년: 74.0) **(유로존)** 3분기 GDP(잠정) (전분기비: 0.2%, 전년비: 1.4%)

주: 한국 시간 기준, 중앙은행 인사 'O', 'X'는 당해년도 투표권 보유 여부

자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터