신영증권
2025. 11. 24

채권/FX전략

연준 내 의견 분열과 11월 금통위 preview

분석의 기본 가정

- 미 연준 파월 임기 내 추가 1회(25bp) 인하 전망. 연준 내 의견 분열과 셧다운으로 인한 지표 발표 지연으로 시점은 다소 유동적(12월 또는 내년 1월)
- 한은 11월 금통위는 금리 인하 기조 철회를 일단 보류할 가능성이 높아 보임

THE Bond Care

채권/FX전략
조용구, Ph.D.
T.02)2004-9520
cho.yong-gu@shinyoung.com

연준 내 의견 분열로 12월 금리 결정은 박빙, 11월 금통위 preview

- 12월 FOMC 금리 결정 박빙 예상. 제퍼슨 부의장을 비롯한 친 파월파 이사들과 지역 연은 총재들은 대체로 완만한 인하 또는 일시적 동결 시사 vs. 친 트럼프 성향의 보우먼, 월러, 마이런과 윌리엄스는 인하 선호. 셧다운으로 연기된 지표의 향후 발표 일정은 연초 인하에 조금 더 우호적인 재료(당사는 12월 인하 후 관망세 전환이 보다 적절할 것이라는 의견)
- 11월 금통위에서 기준금리는 2.50% 동결 확실시. 당사는 10월부터 금리 인하 사이클은 종결되었다는 판단 유지. 내년 성장률 전망은 기존 1.6%에서 1.8%로 상향 조정되고, 성명서의 인하 기조 관련 문구는 금번에는 유지될 가능성. 차후 변경 시점은 2월로 예상하며, 인하 소수의견은 1명(신성환 위원)이 고수되고 포워드 가이던스는 4:2 구도 유지 또는 3:3으로 변화 예상
- 당사의 올해와 내년의 경제성장률과 물가상승률 전망은 각각 1.0%와 1.9%, 2.1%와 2.0%로 전망

금리전망 및 투자전략

- 미 연준 파월 임기 내 1회(25bp) 추가 인하 전망(12월 또는 1월). 한은 지난 5월을 마지막으로 인하 사이클 종결(최종금리 2.50%)
- 한은 총재는 지난 외신 인터뷰에 대해 다분히 원론적인 내용이 와전되었다는 해석과 시장안정 의지 표명 예상. 특히 인하 사이클이 종결되어도 상당기간 금리 동결기가 불가피하다는 점이 강조될 수 있음(2023~2024년 중 21개월 동결). 총재의 발언이 인하 기대를 되살리기는 어려워도 인상 전환에 대한 우려는 낮출 수 있을 것으로 기대. 3년물 기준 2.90%를 상회하는 레벨은 향후 인상을 일정수준 선반영한 것으로 매수 대응이 유리

연준 내 의견 분열로 12월 금리 결정은 박빙, 11월 금통위 preview

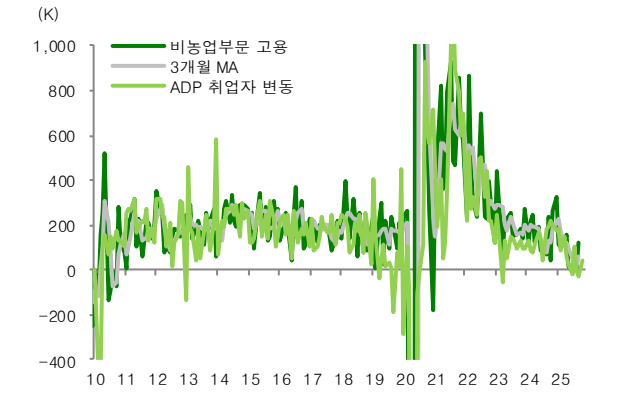
12월 금리 결정 박빙 예상
친 파월 의견 vs.
친 트럼프 성향으로 분열
윌리엄스 12월 인하 선호

12월 FOMC에서 금리 결정은 박빙으로 이뤄질 것으로 보인다. 파월 의장의 의중을 대변하는 제퍼슨 부의장을 비롯한 친 파월파 이사들과 지역 연은 총재들은 대체로 완만한 금리 인하 또는 일시적인 동결을 시사하는 반면, 친 트럼프 성향의 보우먼, 월러, 마이런은 금리 인하를 주장하고 있다. 한편 지난주 윌리엄스 뉴욕 연은 총재가 가까운 시일 내 인하를 주장하면서 12월 금리 인하 기대는 다시 70% 수준까지 회복되고 미국채 금리는 반락했다.

9월 고용 엇갈리는 방향성
셧다운으로 물가, 고용
지표 발표 연기
아슬아슬한 결정될 듯

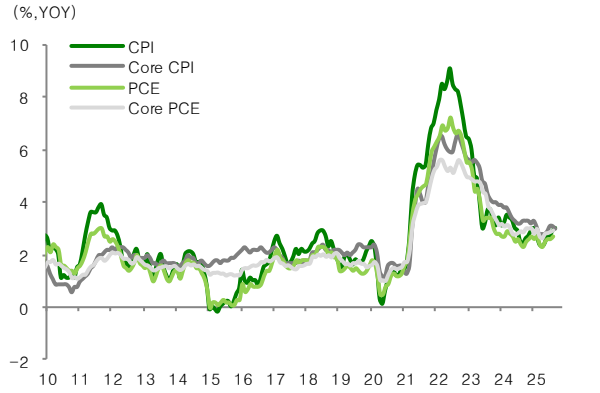
9월 고용지표는 실업률 상승, 양적고용 회복이라는 엇갈리는 방향을 보였다. 한편 셧다운으로 연기된 지표의 향후 발표 일정은 연초 인하에 조금 더 우호적인 재료로 해석된다. BLS는 11/21일 10월 CPI 발표를 취소했으며 11월 CPI는 12/18일에 발표될 예정이다. 10~11월 고용보고서도 12/16일 발표로 연준이 고용과 물가 관련 핵심지표를 확인하고 금리를 결정할 수 없는 일정이다(FOMC는 9~10일). 당사는 당위성 측면에서 12월 인하 후 관망세 전환이 보다 적절할 것이라는 의견이지만 최근 연준의 분열은 아슬아슬한(close call) 결정이 될 것임을 보여주고 있다.

도표 1. 미국 민간 월간고용 증감



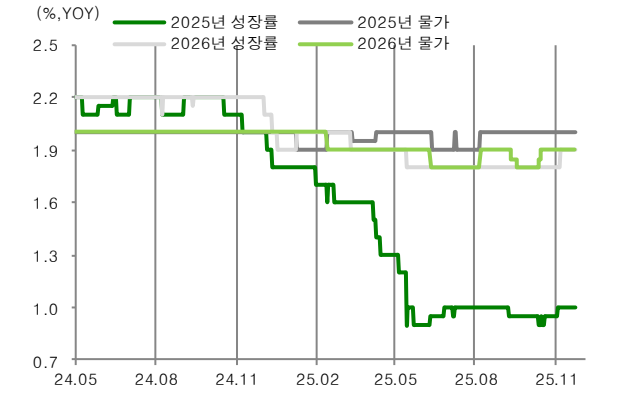
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 2. 미국 주요 인플레이션 지표 추이



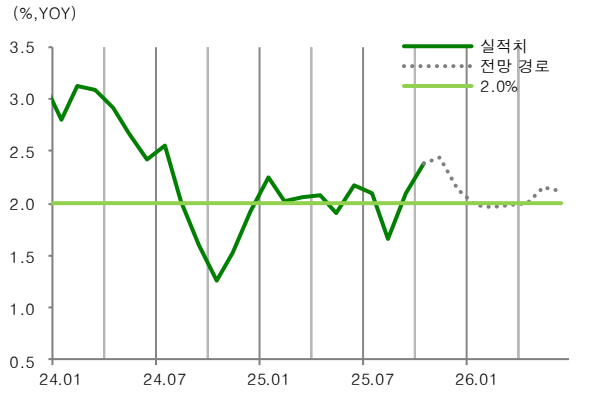
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 3. 2025~2026년 성장률과 물가 컨센서스



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 4. 2026년 상반기까지 국내 CPI 궤적 추정



주 : 2025년 2.1%, 2026년 2.0% 당사 전망 기준
자료 : 한국은행, 통계청, 신영증권 리서치센터

올해 마지막 금통위, 기준 금리 2.50% 동결 예상 인하 사이클은 종결 판단

국내에서는 차주 올해 마지막 금통위가 예정되어 있다. 기준금리는 2.50%로 동결될 것이 확실시되며, 당사는 10월부터 금리 인하 사이클은 이미 종결되었다고 판단하고 있다(내년 연간 동결 전망). 주요 관심사는 1) 수정 경제전망의 내년 성장률 전망과 2) 성명서 문구 수정 여부와 소수의견, 포워드 가이던스 3) 지난 외신 인터뷰에 대한 총재의 발언 등에 있다. 내년 성장률 전망은 기존 1.6%에서 상향 조정이 불가피해 보이지만 단번에 2% 내외까지 올리기 보다는 1.8% 수준으로 제시될 것으로 예상한다.

성명서 문구 변화 보류 차후 2월 변경 예상 포워드 가이던스 변화 폭도 없거나 작을 것

성명서의 '금리 인하 기조를 이어가나가되' 문구도 금번에는 유지될 가능성이 높다. 차후 동 문구가 삭제되는 시점은 내년 2월로 판단하며, 추가 인하 여부 자체를 검토하겠다는 취지로 변경이 예상된다. 인하 소수의견은 신성환 위원 1명이 고수할 것으로 예상하지만 사실상 동조 의견은 부재할 것으로 본다. 포워드 가이던스는 성명서 문구 유지에 따라 기존 인하 고려 4: 동결 2가 유지되거나 3:3 수준의 소폭 변화에 그칠 것이다(한은 총재는 인하 고려 측에 가까운 것으로 추정).

성잘률 전망 올해 1.0%, 내년 1.8%로 상향 예상 물가는 2.1%, 1.9%

한국은행의 11월 수정경제 전망에서 성장률과 물가 전망은 모두 상향 조정될 것으로 보인다. 성장률은 올해 기존 0.9%에서 1.0%으로, 내년 1.6%에서 1.8%로 상향 조정을 예상한다(당사 전망치는 각각 1.0%, 1.9%). 물가상승률은 올해 기존 2.0%에서 2.1%, 내년은 1.9% 유지를 예상한다(당사 전망치는 각각 2.1%, 2.0%). 경제전망 상향의 주된 논거는 반도체 수출과 민간소비 회복 흐름이 견조하다는 점이 제시될 것이며, 물가는 환율 상승과 서비스물가 상승압력, 농축수산물 가격 불안 등이 주된 배경이 될 수 있다.

금리전망 및 투자전략

한은 총재 외신 인터뷰 관련 시장안정 발언 인하기 이후 동결기 불가피

한은 총재는 지난 외신 인터뷰에 대한 채권시장 충격에 대해 다분히 원론적인 내용이 의도와는 다르게 와전되었다는 해석과 시장안정 의지를 표명할 것으로 예상한다. 특히 인하 사이클이 끝난 점이 단번에 인상 사이클로 전환됨을 보장하지 않으며(차기 방향성은 불확실), 분명한 것은 인하 사이클이 끝났다고 하더라도 상당기간 금리 동결기가 불가피하다는 점을 강조할 수 있다.

금주 국고채 금리 인상 전환 우려 감소, 안정 예상 3년물 2.90% 주요 레벨

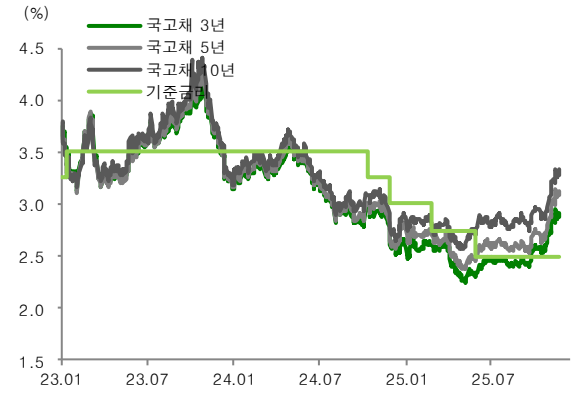
특히 지난 2023년 1월 인하 사이클이 끝난 후 2024년 10월 인하 사이클이 시작되는데 까지 21개월이 걸렸음이 언급될 수 있다. 금주 국고채 금리는 한은의 공식적인 '방향 전환'이 보류되면서 다소 안정세를 보일 것으로 전망한다. 총재의 발언이 인하 기대를 다시 되살리기는 어려울 수 있어도 인상 전환에 대한 우려는 낮출 수 있을 것으로 기대한다. 당사는 3년물 기준 2.90%를 상회하는 금리 레벨은 향후 인상을 일정수준 선반영한 것으로 매수 대응이 유리한 기준으로 판단한다.

도표 5. 주요 금리와 장단기 스프레드 전망

구분	11/21 종가	주간 레인지
미국채 10년	4.065%	3.98~4.16%
국고채 3년	2.872%	2.78~2.95%
국고채 5년	3.076%	2.97~3.15%
국고채 10년	3.271%	3.15~3.33%
국고채 10년-국고채 3년	39.9bp	35~41bp

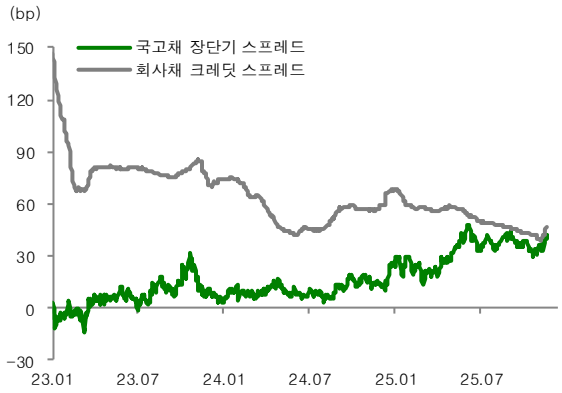
자료 : 금융투자협회, 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 6. 주요 국고채 수익률과 기준금리



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

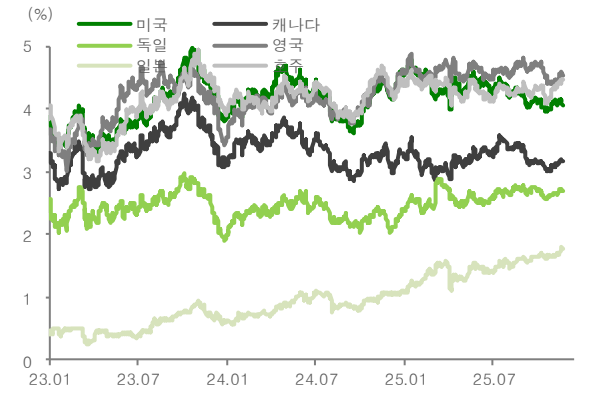
도표 7. 국고채 장단기 스프레드와 회사채 크레딧 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

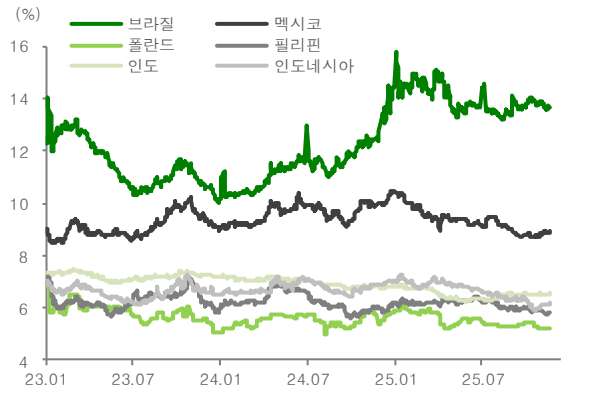
글로벌 채권 금리와 스프레드

도표 8. 주요 선진국 국채 금리



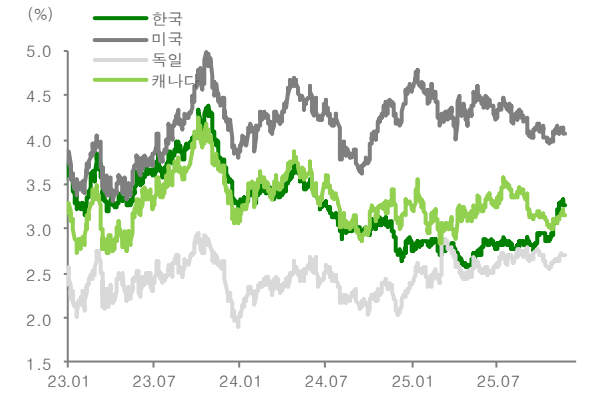
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 9. 주요 신흥국 국채 금리



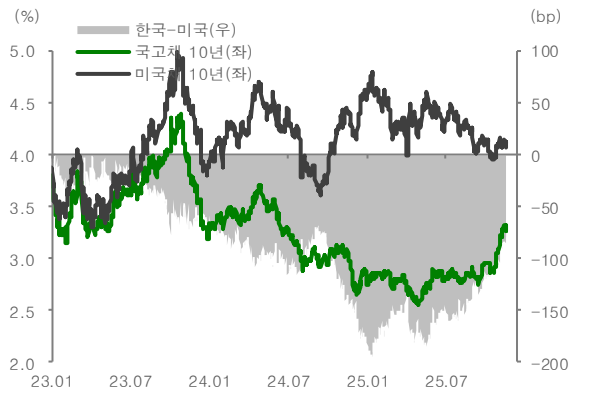
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 10. 한국, 미국, 독일, 캐나다 국채 10년물 금리



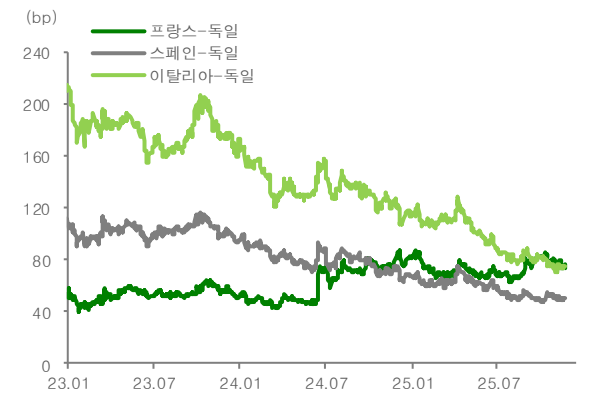
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 11. 한-미 국채 10년물 스프레드



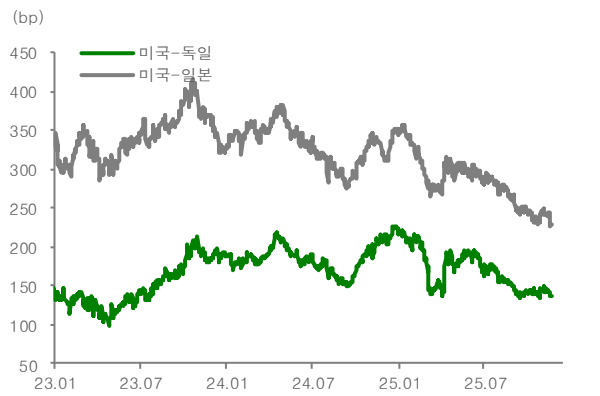
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 12. 유로존 주요국 국채 10년물 스프레드



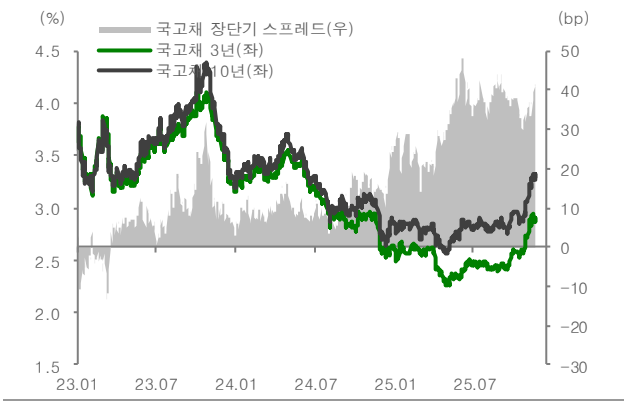
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 13. 미-독, 미-일 국채 10년물 스프레드



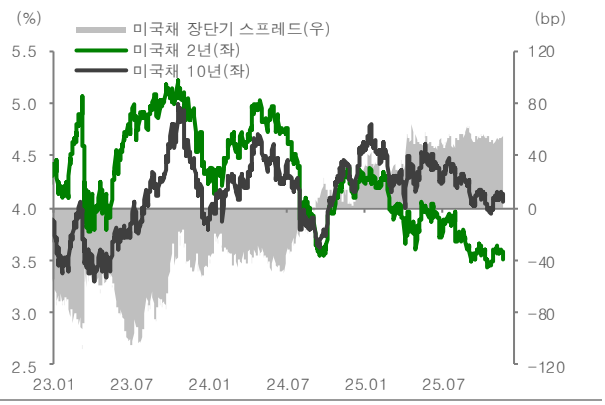
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 14. 국고채 장단기 스프레드



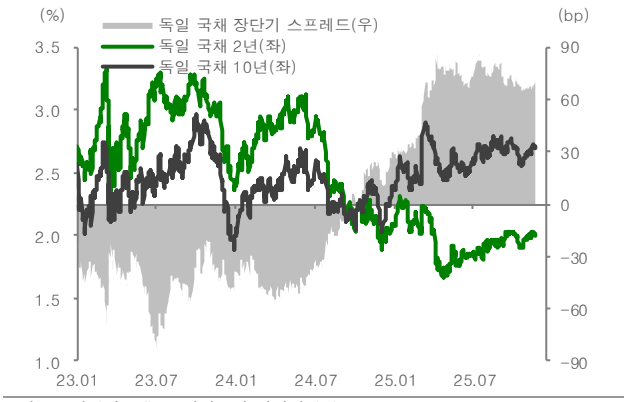
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 15. 미국채 장단기 스프레드



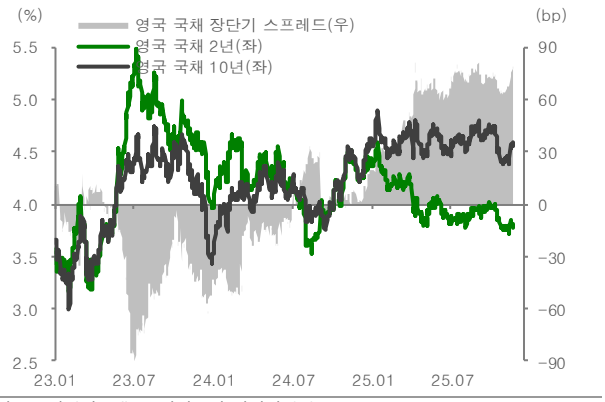
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 16. 독일 국채 장단기 스프레드



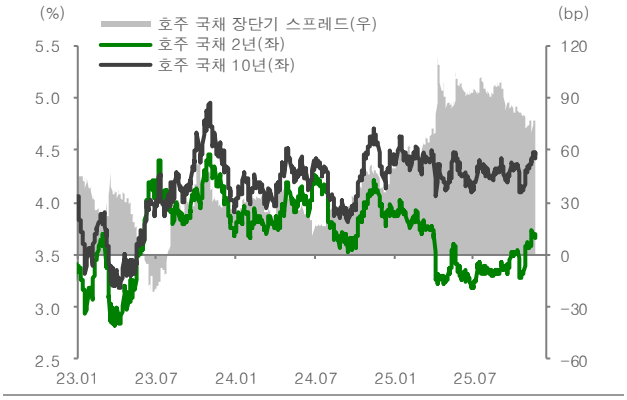
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 17. 영국 국채 장단기 스프레드



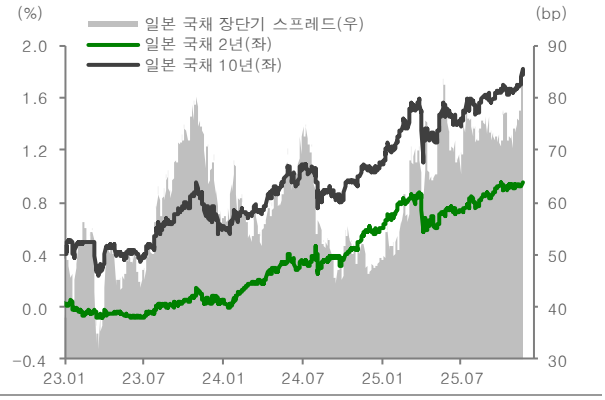
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 18. 호주 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

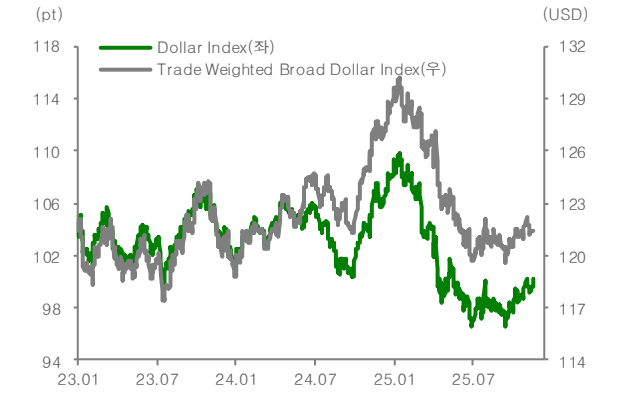
도표 19. 일본 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

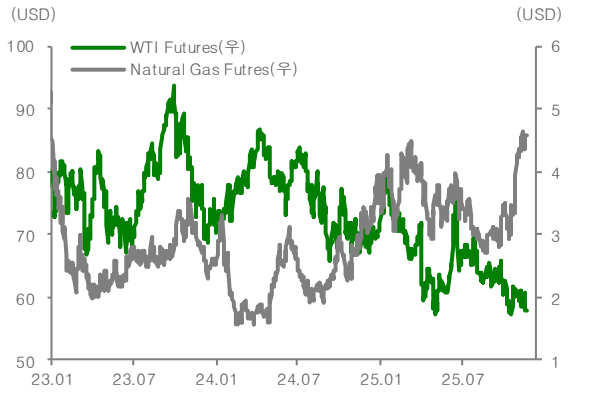
외환/리스크 지표

도표 20. 달러인덱스와 무역가중 달러인덱스



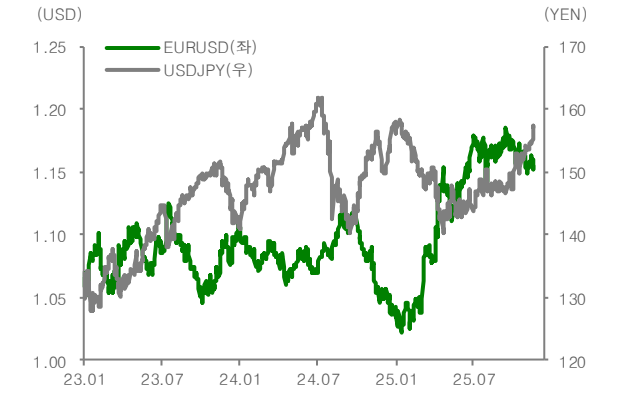
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 21. 국제유가와 천연가스 선물



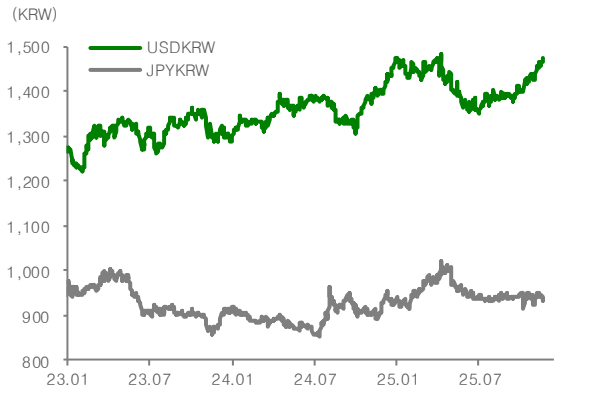
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 22. 달러/유로와 엔/달러 환율



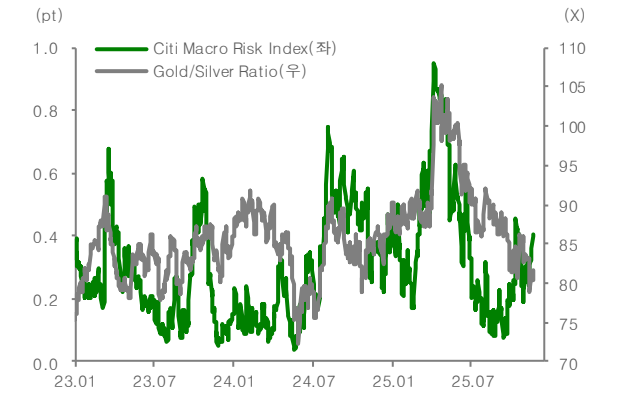
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 23. 원/달러와 원/100엔 환율



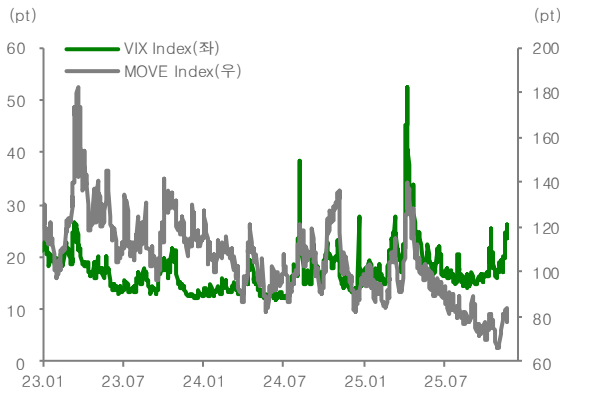
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 24. Citi Macro Risk Index와 금/은 Ratio



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

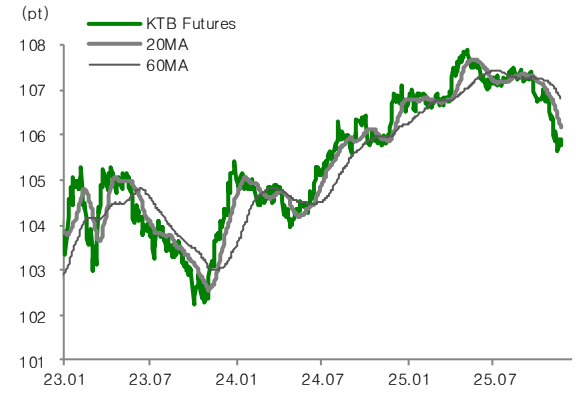
도표 25. VIX Index와 MOVE Index



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

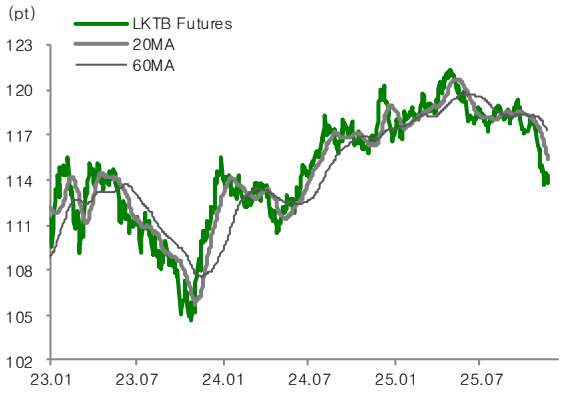
파생시장 동향

도표 26. 3년 국채선물(KTB Futures)



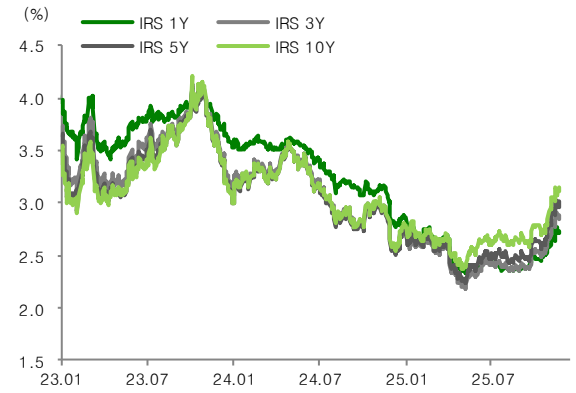
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 27. 10년 국채선물(LKTB Futures)



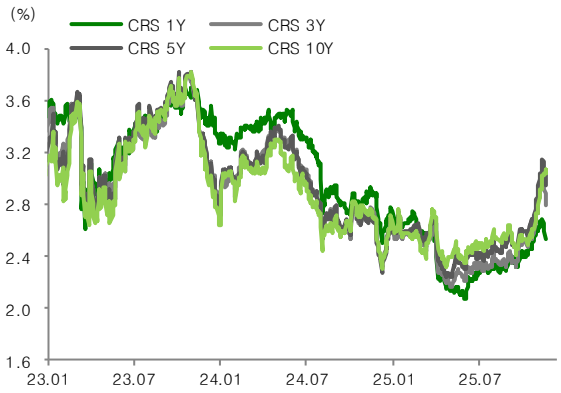
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 28. IRS(Interest Rate Swap)



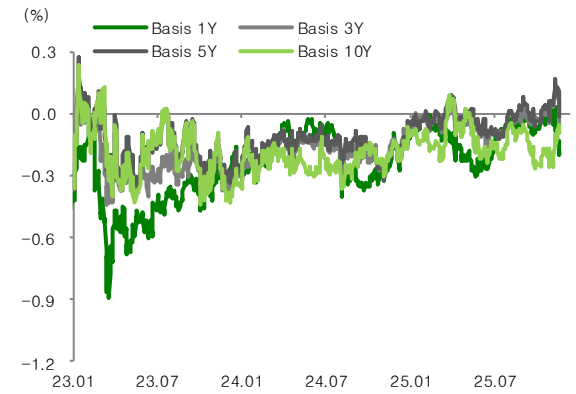
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 29. CRS(Currency Swap)



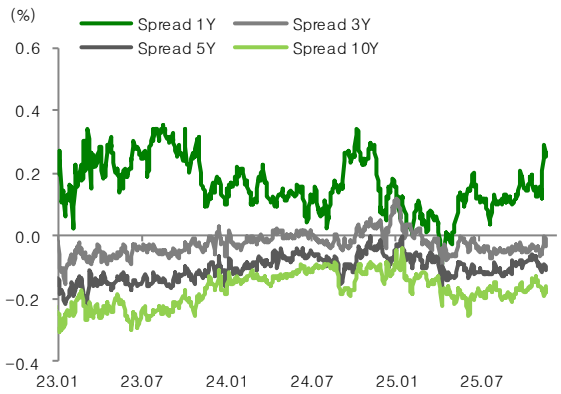
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 30. Swap Basis(CRS-IRS)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

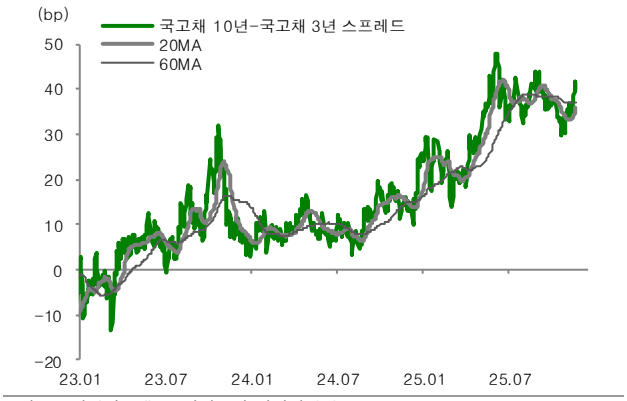
도표 31. Swap Spread(IRS-KTB)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

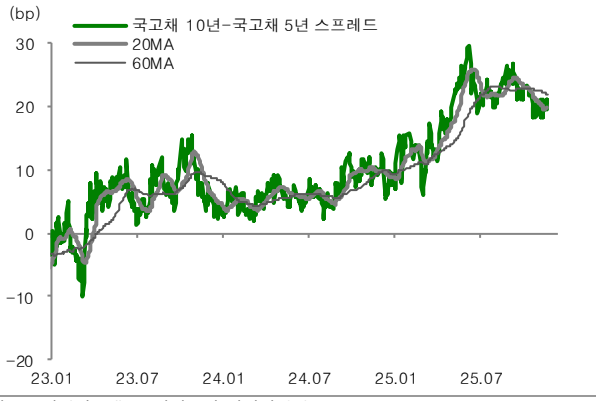
국고채 장단기 스프레드

도표 32. 국고채 10년-국고채 3년 스프레드



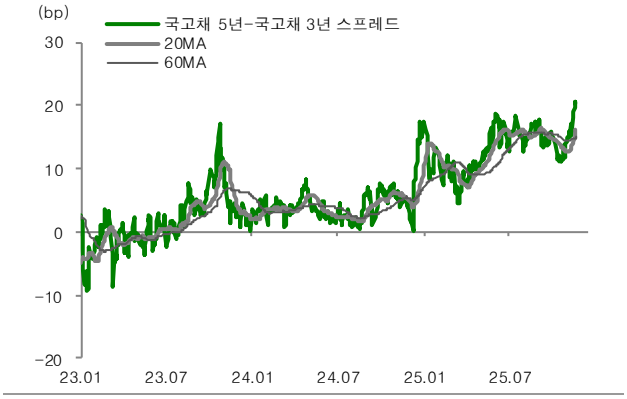
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 33. 국고채 10년-국고채 5년 스프레드



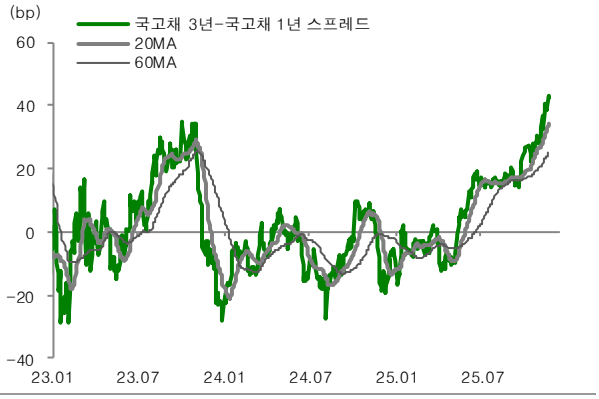
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 34. 국고채 5년-국고채 3년 스프레드



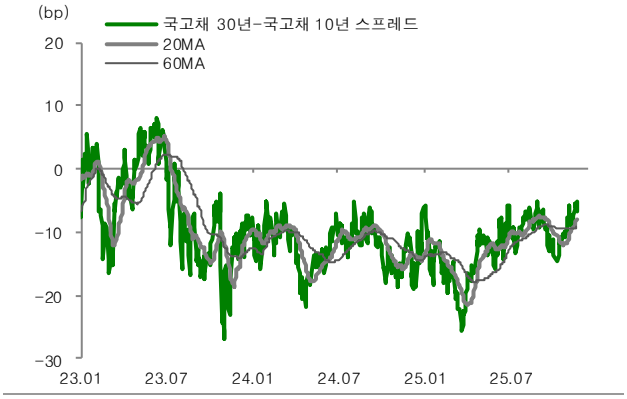
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 35. 국고채 3년-국고채 1년 스프레드



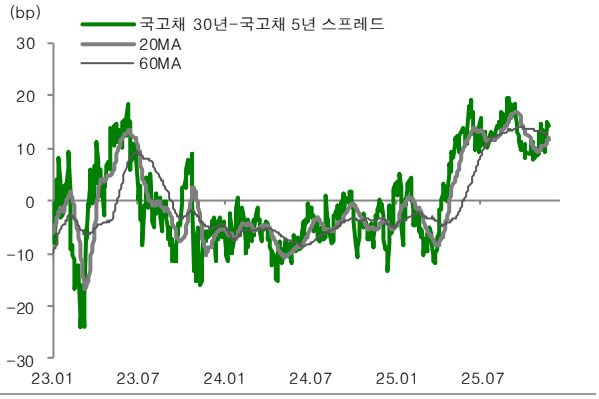
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 36. 국고채 30년-국고채 10년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 37. 국고채 30년-국고채 5년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

경제/채권 Calendar

MONDAY	TUESDAY	WEDNESDAY	THURSDAY	FRIDAY
24	25	26	27	28
국고채 5년물 입찰(2.8조원) 한 10월 소매판매 미 11월 댈러스 연준 제조업 활동	국고채 20년물 입찰(0.5조원) 한 11월 소비자심리지수 미 9월 소매판매 미 9월 생산자물가지수 미 11월 리치몬드 연방 제조업지수 미 11월 컨퍼런스보드 소비자심리지수	미 11월 MNI 시카고 PMI 일 10월 생산자물가지수	유 10월 M3 통화공급 유 11월 경기기대지수 중 10월 산업생산 미 연준 Beige Book 한국은행 금융통화위원회	한 10월 산업생산 일 10월 실업률 일 10월 소매판매, 광공업생산
12/1	2	3	4	5
한 11월 수출입 미 11월 ISM 제조업지수 유 11월 제조업 PMI 중 11월 레이팅독 PMI	한 11월 소비자물가지수 미 11월 ADP 취업자 변동 유 10월 실업률 유 11월 소비자물가지수 일 11월 본원통화	한 11월 외환보유액 미 9월 수출입물가지수 미 9월 광공업생산 미 11월 ISM 서비스지수 유 10월 생산자물가지수	한 3분기 GDP 미 10월 무역수지 유 10월 소매판매	한 10월 경상수지 일 10월 경기선행지수

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.