Fixed Income

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Analyst 허성우 deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 12월 8일 | Global Asset Research

해외채권

[12월 FOMC Preview] “Close Call”

- **12월 FOMC, 정책금리 25bp 인하 예상(3.50~3.75%). 소수의견 개진 위원 수 최대 4명**
- **점도표 그대로 유지될 듯. 하지만 고용 둔화는 성장 둔화로 이어진다는 점 염두할 필요**
- **내년 세 차례 추가 인하. 미국채 10년물 금리 1분기 저점 타진 후 반등 전망 유지**

여전히 고용 리스크에 집중할 연준

12월 FOMC에서 예상대로 정책금리 25bp 인하를 전망한다(3.50~3.75%). 10월 FOMC 이후 눈에 띄는 변화는 연준 내부의 통화정책 방향과 속도에 대한 견해차가 극명하게 드러나고 있다는 점이다. 소수 의견을 개진한 위원 수가 10월 2명에서 12월 최대 4명(동결 3명 vs 50bp 인하 1명)으로 확대될 가능성이 높다고 판단한다.

유력한 후보로는 슈미드, 무살렘, 콜린스 총재가 동결 소수의견을, 스티븐 미란 연준 이사가 50bp 인하 소수 의견을 개진할 것으로 추측된다.

성명서와 관련해서는 크게 두 가지 변화가 예상된다. 먼저 실업률이 9월 4.439%로 ‘21년 10월 이후 가장 높은 수준을 기록하는 등 최근 실업률 상승세를 반영해 기존 문구(“Unemployment rate has edged up but remained low”)에서 “remained low” 문구가 생략될 가능성이 높다.

포워드가이던스 관련 문구에서는 작년 12월에 사용했던 “향후 금리 조정의 범위와 시기(“the extent and timing”) 문구를 추가할 가능성이 높다. 궁극적으로 중립 금리를 향한 완화 기조를 유지하면서도 당장의 추가 인하에 대해서는 신중하게 접근하겠다는 일시적인 관망(hold) 메시지를 전달하며, 현재 연준 내부에서 극명하게 갈리고 있는 비둘기파와 매파 모두를 만족시키는 타협안이 될 것으로 판단한다.

수정경제전망(SEP)에서는 성장률과 실업률이 올해와 내년 모두 소폭 상향 조정될 것으로 예상되며, PCE 물가는 소폭 하향 조정이 예상된다. IMF 역시 10월 경제전망을 통해 미국의 연간 성장률을 상향 조정했다(‘25년 1.9%→2.0%, ‘26년 2.0%→2.1%).

그럼에도 불구하고 실업률은 기존 전망치인 4.5%에 근접하고 있으며, 실업률 구성항목 중 실업률 상승 요인(실업으로의 이동, 비경제활동인구에서 실업으로의 이동) 모두 하반기 들어 상승하고 있어 내년에도 추가 상승이 예상된다(실업률에 주목할 파월).

한편, 9월까지 발표된 근원 PCE 물가가 예상치를 하회했고, 1년과 5년 인플레이션 스왑도 낮아져 물가 경계심은 상대적으로 낮아졌다.

새롭게 발표될 점도표는 기존의 2026년 한 차례(3.375%)→2027년 한 차례(3.125%) 추가 금리 인하 기조가 유지될 가능성이 높다. 물론 '26년 두 차례 인하(3.125%)로 수정되어도 시장에는 큰 영향을 미치지 못할 것이다. 9월에도 연준 위원 중 한명이라도 점을 아래에 찍었으면 '26년 두 차례 인하로 변경될 수 있었다.

성장률 상향에도 불구하고 실업률 상향과 인플레이션 하향이 동시에 이루어지면서, 내년 연준의 추가 금리 인하에 대한 정당성을 제공할 것으로 판단한다.

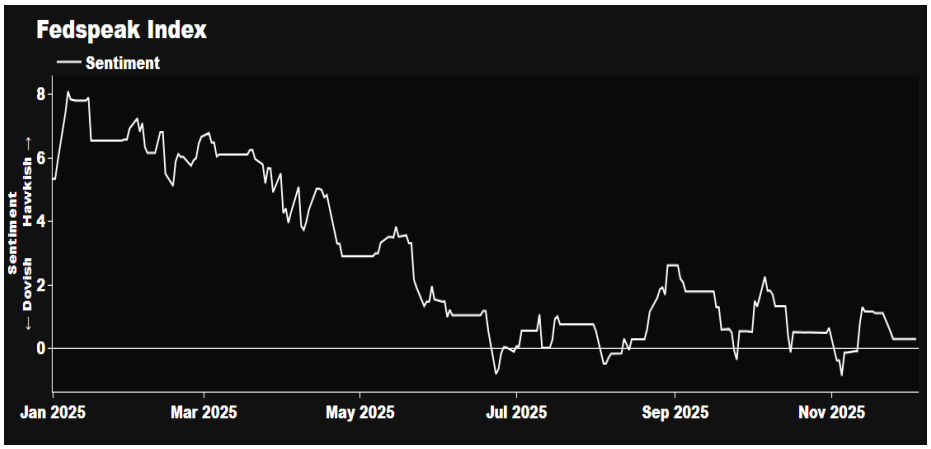
비농업 고용 데이터의 대안으로 활용되는 ADP, Revelio Lab 데이터 모두 노동 수요 부진을 가리키고 있으며, 고용 둔화는 궁극적으로 성장률 둔화로 이어진다. 이에 내년 1분기까지 실질 성장률 둔화 압력이 커질 것으로 예상되며, 연준은 당분간 물가보다는 고용 둔화 리스크에 집중하며 추가 인하를 단행할 가능성이 높다. 다만, 올해와 같이 연속적인 인하보다는 점진적인 인하를 전망한다.

현재 차기 연준 의장으로 케빈 해싯 국가경제위원회(NEC) 위원장이 유력하게 거론되고 있지만, 여전히 불확실하다. 하지만 확실한 것은, 임명권을 가진 트럼프 입장에서 금리 인하에 우호적인 인물을 임명할 것이라는 점이다. 차기 의장은 공식적으로는 내년 5월부터 취임하게 되지만, 빠르면 내년 1분기부터 자신의 의견을 적극적으로 피력할 것으로 예상된다. 시장은 1월 FOMC 이후 차기 연준 의장의 가이던스에 더 큰 비중을 두고 추가 금리 인하 가능성을 기대할 수 있다.

당사는 내년 세 차례 추가 금리 인하 전망을 유지하며(올해 12월 이후 추가 인하 시점은 3월), 미국채 10년물 금리는 내년 1분기에 저점(3.8%)을 타진한 후 반등하는 전망을 유지한다. 1월 FOMC 전에 발표될 세 번의 고용 보고서(10,11,12월), 두 번의 실업률(11,12월), 두 번의 CPI 데이터(11,12월)에 주목할 필요가 있겠다.

연준 위원들 간 견해차가 극명하게 드러나고 있음

도표 1. Fedspeak Index는 비둘기파와 매파 사이에서 횡보 중



자료: Bloomberg, 하나증권

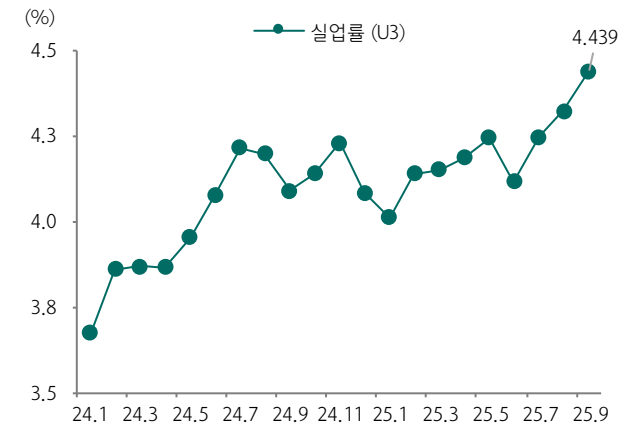
작년 12월에 사용했던 "향후 금리 조정의 범위와 시기 ("the extent and timing") 문구를 추가할 가능성

도표 2. 작년 12월 FOMC 의사록

In support of its goals, the Committee decided to lower the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage point to 4-1/4 to 4-1/2 percent. In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.

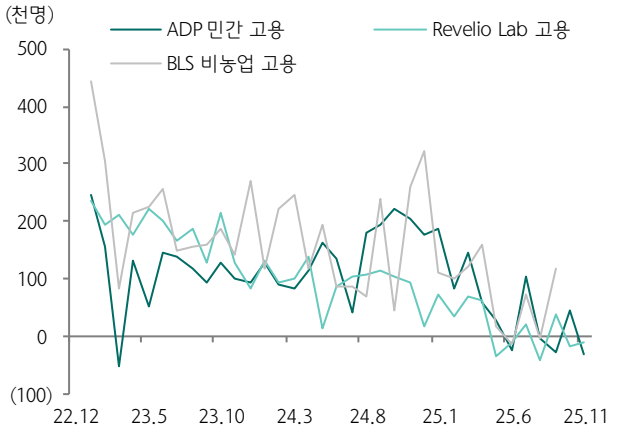
자료: Fed, 하나증권

도표 3. 하반기 들어 실업률 상승 추세



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 비공식 데이터들은 노동 수요 부진을 시사

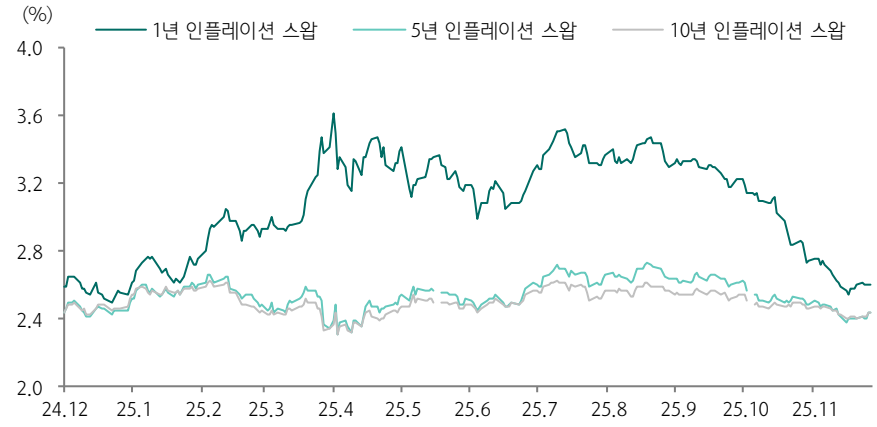


자료: Bloomberg, 하나증권

.

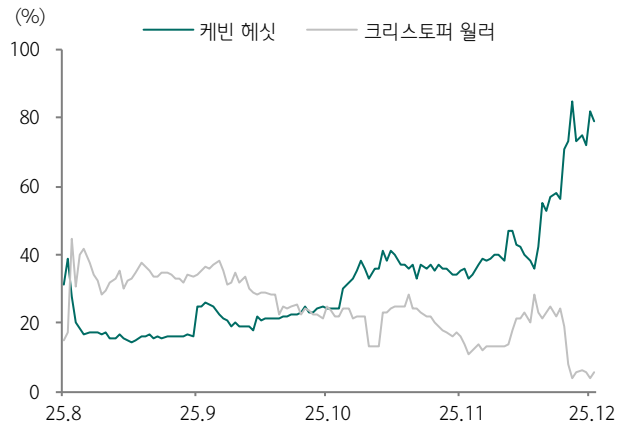
1년과 5년 인플레이션 스왑 하락.
당분간 물가보다 고용 부진에
집중하며 인하 단행할 전망

도표 5. 인플레이션 경계심 점차 낮아지는 중



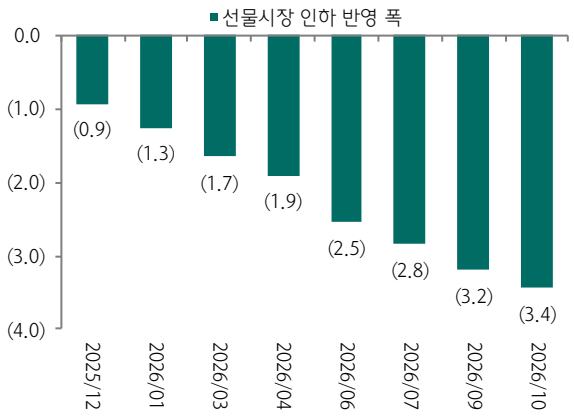
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 케빈 헤싯 당선 확률이 80%로 급등



자료: Polymarket, 하나증권

도표 7. 선물 시장은 12월 포함 내년까지 약 3차례 인하 반영 중



자료: Bloomberg, 하나증권