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

해외채권

[12월 FOMC] 추가 인하 시점은 3월

- 12월 FOMC, 예상대로 25bp 인하. 소수의견은 3명으로 2019년 이후 최고치
- 연준의 단기채 매입은 지준 하락을 방어하기 위한 목적으로 시장 영향은 제한적
- 내년 추가 인하 경로는 유동적이며 고용 둔화 리스크 상존. 추가 인하 시점은 3월

매파적이지만은 않았던 기자회견

12월 FOMC는 정책금리를 3.50~3.75%로 25bp 인하해 컨센서스에 부합했다. 이번 회의에서 소수의견을 개진한 위원 수는 총 3명(스티븐 미란 50bp 인하 소수의견 vs 굴스비, 슈미드 동결 소수의견)으로, 2019년 9월 FOMC 이후 가장 많았다. 연준 내부에서 견해차가 뚜렷한 모습이다.

성명서에서는 비둘기와 매파적 문구 모두 확인할 수 있었다. 주요 변화를 살펴보면 1) "실업률이 낮은 수준을 유지"(unemployment rate remained low") 문구 삭제 → Dovish 2) 예상대로 작년 12월와 같이 "향후 금리 조정의 범위와 시기"(the extent and timing") 문구 추가 → Hawkish 3) "지준 잔액을 충분한 수준으로 유지하기 위해 단기채 매입 시작"(initiate purchases of shorter-term Treasury securities as needed to maintain an ample supply of reserve") 문구를 추가해 자산 매입을 시사했다.

시장이 주목했던 점도표 관련해서는 9월과 동일하게 '26년 한 차례→'27년 한 차례 인하 전망을 유지했다('26년 3.375%→'27년 3.125%→'28년 3.125%). 장기중립금리(Longer run)도 중간값 3.000%를 유지했다.

수정경제전망에는 일부 변화가 있었다. 2025~28년 성장률 전망치를 모두 상향조정했는데, 특히 '26년의 경우 1.8%→2.3%로 큰 폭으로 상향 조정되었다. 장기잠재성장률 전망치는 1.8%를 유지했다. 실업률은 올해 4.5%, 내년 4.4%를 유지했고, '27년은 4.2%로 0.1%p 하향 조정했다.

헤드라인과 근원 PCE 물가는 올해 전망치인 3.0%과 3.1%를 각각 2.9%, 3.0%로 0.1%p씩 하향 조정했다. 내년의 경우 헤드라인 2.6%→2.4%, 근원 2.6%→2.5%로 하향 조정했다. 목표치 2% 달성 시점은 '28년으로 9월과 동일했다.

자산 매입과 관련해서는 충분한 수준의 지준을 유지하기 위해 단기채(T-bill) 매입을 시사했으며, 필요하다면 3년 만기 이하 국채 매입을 통해 SOMA 계정 증권 보유 규모를 늘릴 것임을 밝혔다.

기자회견은 시장 예상과 달리 매파적이지만은 않았다고 판단한다. 주요 내용을 살펴보면

1) 12월 인하 결정의 주된 동기는 '고용 시장의 하방 리스크' 증가. 10월 FOMC 이후 실업률이 소폭 상승했고, 실질 고용 증가세 약화를 확인했기 때문. 향후 인하 경로의 경우 "현재 위치에서 경제가 어떻게 전개되는지 지켜볼 준비가 잘 되어 있다"고 답하며, 추가 인하 결정 전까지 "wait and see" 모드에 들어갈 것임을 시사

→ 1월 FOMC 금리 동결 가능성 높이는 대목

2) 고용 관련해서는 월 평균 6만 명 가량 과대평가되었을 가능성이 높으며, 4월 이후 월간 신규 고용이 실제로는 2만 명씩 축소되고 있을 수 있다고 지적. 셧다운 기간 동안의 데이터 수집이 불규칙했기 때문에 지표가 왜곡되었을 수 있으며, 1월 FOMC 전까지 발표되는 데이터 중요성이 크다고 강조

→ 실제 고용은 더 약화되었을 가능성 크다. 셧다운 때문에 데이터 품질 약화되었음. 결국 12월 FOMC 이후 발표될 데이터가 중요

3) 물가와 관련해서는 인플레이션 목표치를 초과하는 원인은 대부분 관세 때문, 관세 영향 제외하면 인플레이션은 "2%대 초반(low 2s)"으로 추정. 기본 시나리오는 관세가 일회성일 것이라는 점. 관세의 영향은 2026년 1분기에 정점을 찍고, 하반기에 하락 예상.

4) 자산 매입 관련해서는 연준의 단기채(T-bill) 매입은 지급준비금 수준 관리 목적. 단기채 매입이 몇 달 동안은 높은 수준을 유지할 수 있음. "다가오는 4월 세금 납부 기간에 기업과 개인의 세금 납부로 인해 자금 시장에서 대규모 유출이 발생해 유동성에 압력을 가할 수 있기 때문에, 해당 시점에 지급준비금이 충분한 상태에 있도록 하고 싶다"고 발언

→ 단기채를 매입하는 것은 오직 지준 하락을 방어하기 위한 것. 양적완화(QE)도, 금융시장 안정(not-QE)도 아니므로 시장 영향은 제한적

5) 파월 의장은 내년 5월까지 연준 의장으로의 역할에 집중하고 있으며, 이후의 거취에 대해서는 언급할 바가 없다고 발언. 후임자에게 "정말 좋은 상태의 경제(economy in really good shape)"를 넘겨 주고 싶다고 언급

→ 이전과 달리 '의장으로서 남은 임기에 집중하겠다'고 답변해 미묘한 변화를 보였음. 의장직 만료 이후 이사직 유지할 가능성도 배제할 수 없음

6) 연준 내부 분열 관련 질문에 대해서는 인플레이션 리스크와 고용 둔화 리스크 중 어느 쪽이 더 큰 위험인가에 대한 시각 차이에서 비롯된 것이라고 언급. 1990년대처럼 인하 이후 인상이 뒤따랐던 사례와 관련해서 "금리 인상을 예상하는 위원은 아무도 없다"고 단언

→ 금리 인상 가능성 없다. 오히려 금리 동결할 지, 조금 더 인하할 지, 상당히 더 인하할 지가 논의 사항

추가 인하 시점은 3월

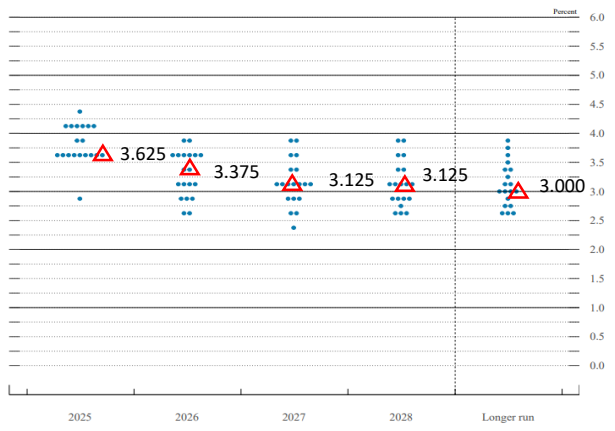
12월 FOMC 이후 주요 경제 지표들이 연이어 발표됨에 따라, 내년 금리 인하 경로는 유동적으로 변할 수 있다. 윌리엄스 뉴욕 연은 총재의 인하 시사 발언과 ADP 고용 발표 이후 시장이 인하 확률을 급격히 반영했던 것처럼 말이다.

10월 JOLTs 구인 건수가 5개월 말의 최고치를 기록했음에도, 실제 채용률(Hiring rate)은 3.2%로 팬데믹 이후 세 번째로 낮았으며, 노동 시장의 자신감을 보여주는 자발적 퇴사율(Quit rate)은 1.8%로 팬데믹 이후 가장 낮은 수준을 기록했다. 기업들이 구인 활동에 비해 실제 채용을 적극적으로 진행하지 않고 있으며, 근로자들 역시 현재 고용 상태에서 굳이 이직을 감수하려 하지 않고 있다. 즉, 노동 시장 추가 둔화 리스크는 여전하다.

내년 투표권을 갖는 지역 연은 총재들의 성향이 올해보다는 덜 매파적이라고 판단한다. 올해의 경우 굴스비(시카고)와 무살렘(세인트루이스) 총재는 매파, 슈미드(캔자스시티) 총재는 강경 매파로 분류된다. 한편, 내년에는 카시카리(미니애폴리스), 폴슨(필라델피아) 총재가 합류하며 중립 또는 비둘기파 성향으로 분류되는 총재 비중이 많아지게 된다('25년 중립 2명/매파 2명/강경 매파 1명 vs '26년 비둘기파 1명/중립 2명/매파 1명/강경 매파 1명).

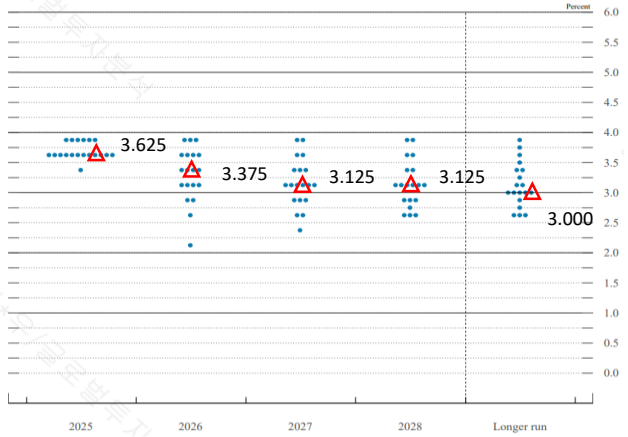
올해처럼 연속적인 인하를 기대하기는 어렵지만, 고용 둔화 리스크에 중점을 둔 점진적인 인하 기조는 내년에도 이어질 전망이다. 추가 금리 인하 시점은 내년 3월로 전망하며, 정책금리 중간값 전망치가 점차 하향 조정되면서 2/10년 금리차 추가 확대에 무게를 둔다.

도표 1. 9월 FOMC 점도표



자료: Fed, 하나증권

도표 2. 12월 FOMC 점도표



자료: Fed, 하나증권

도표 3. 12월 연준의 경제전망 변화

	Median					Central Tendency				
	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run
실질 GDP 성장률	1.7	2.3	2.0	1.9	1.8	1.6–1.8	2.1–2.5	1.9–2.3	1.8–2.1	1.8–2.0
9월 전망	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8	1.4–1.7	1.7–2.1	1.8–2.0	1.7–2.0	1.7–2.0
실업률	4.5	4.4	4.2	4.2	4.2	4.5–4.6	4.3–4.4	4.2–4.3	4.0–4.3	4.0–4.3
9월 전망	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.4–4.5	4.4–4.5	4.2–4.4	4.0–4.3	4.0–4.3
PCE 인플레이션	2.9	2.4	2.1	2.0	2.0	2.8–2.9	2.3–2.5	2.0–2.2	2.0	2.0
9월 전망	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0	2.9–3.0	2.4–2.7	2.0–2.2	2.0	2.0
근원 PCE 인플레이션	3.0	2.5	2.1	2.0		2.9–3.0	2.4–2.6	2.0–2.2	2.0	
9월 전망	3.1	2.6	2.1	2.0		3.0–3.2	2.5–2.7	2.0–2.2	2.0	
연방기금금리	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0	3.6–3.9	2.9–3.6	2.9–3.6	2.8–3.6	2.8–3.5
9월 전망	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0	3.6–4.1	2.9–3.6	2.9–3.6	2.8–3.6	2.8–3.5

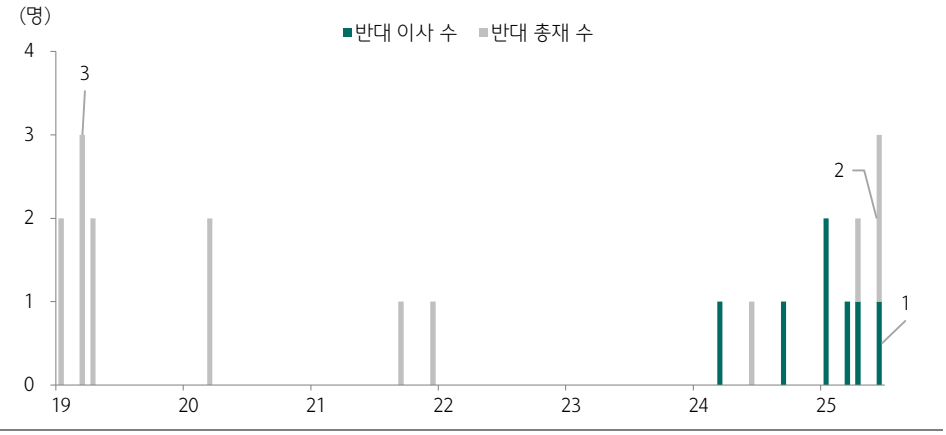
자료: Fed, 하나증권

.

12월 FOMC에서 소수의견 개진 위원 수는 총 3명

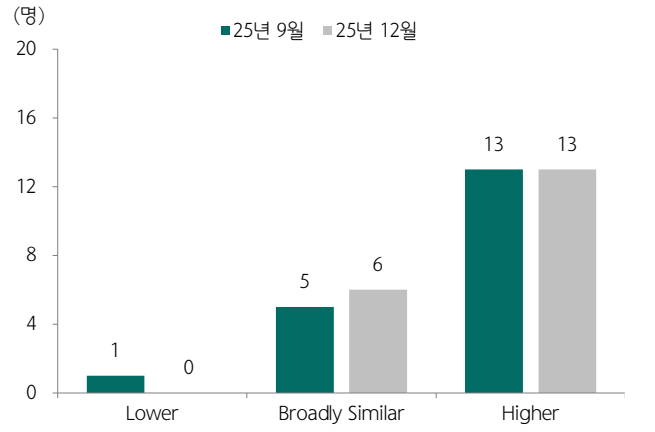
2019년 이후 가장 많았음

도표 4. 12월 FOMC 소수의견 3명



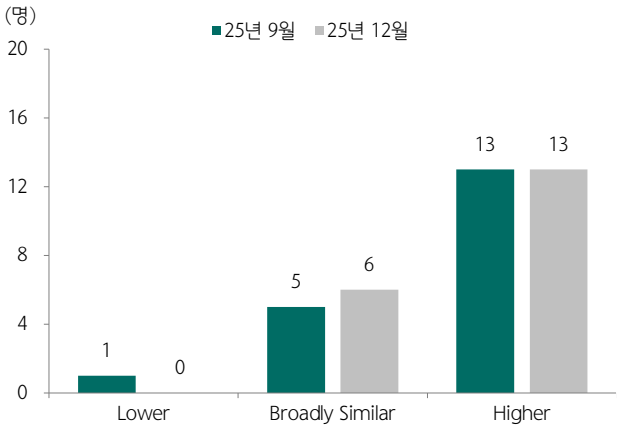
자료: Fed, 하나증권

도표 5. 성장률 전망 불확실성



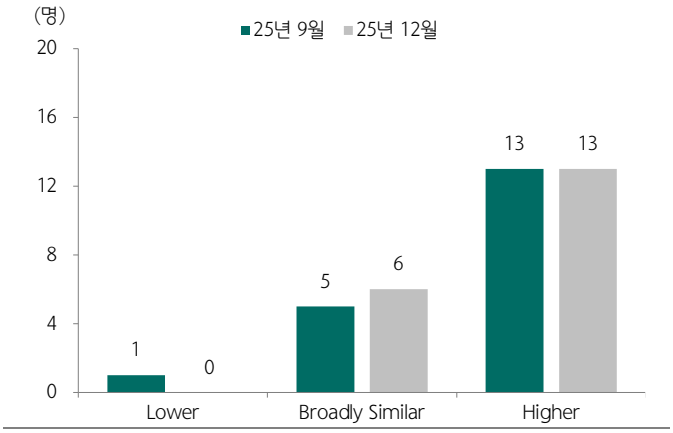
자료: Fed, 하나증권

도표 6. 성장률 전망 리스크



자료: Fed, 하나증권

도표 7. 실업률 전망 불확실성

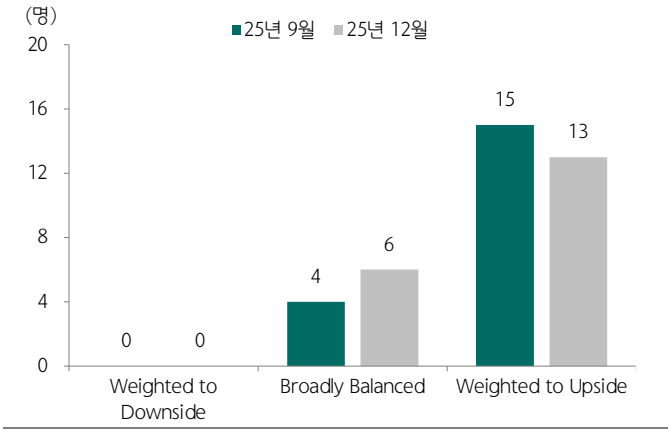


자료: Fed, 하나증권

도표 8. 실업률 전망 리스크

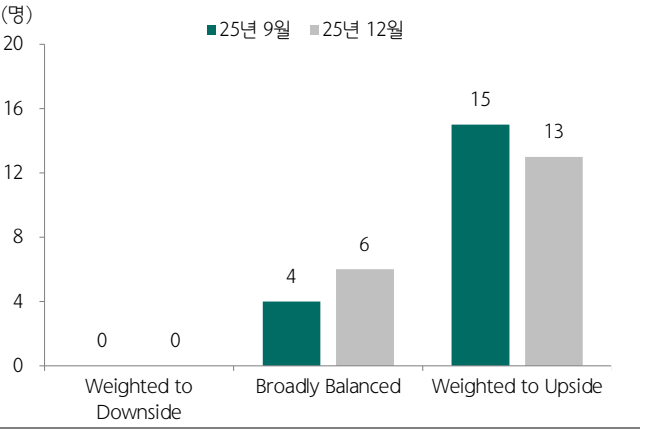
자료: Fed, 하나증권

도표 9. 물가 전망 불확실성



자료: Fed, 하나증권

도표 10. 물가 전망 리스크



자료: Fed, 하나증권

.

월리엄스 총재 제외 4명의 지역 연은 총재가 교체됨

내년 새롭게 투표권 갖는 총재들은 올해보다는 덜 매파적인 성향

도표 11. 내년 투표권 갖는 지역 연은 총재는 올해보다는 덜 매파적

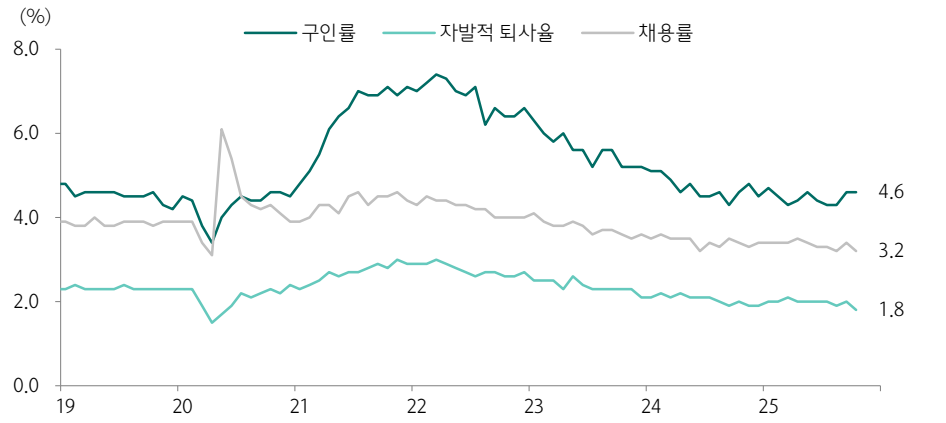
2025년			2026년		
지역 구분	이름	성향	지역	이름	성향
뉴욕 (당연직)	존 윌리엄스	Neutral	뉴욕 (당연직)	존 윌리엄스	Neutral
보스턴	수잔 콜린스	Neutral	클리블랜드	베스 해먹	Hawk
시카고	오스틴 굴스비	Hawkish	필라델피아	애나 폴슨	Dovish
세인트루이스	알베르토 무살렘	Hawkish	댈러스	로리 로건	Hawkish
캔자스시티	제프리 슈미드	Hawk	미니애폴리스	닐 카시카리	Neutral

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 12. 구인률 상승에도 자발적 퇴사율과 채용률은 하락

자발적 퇴사율은 팬데믹 이후 최저치 기록

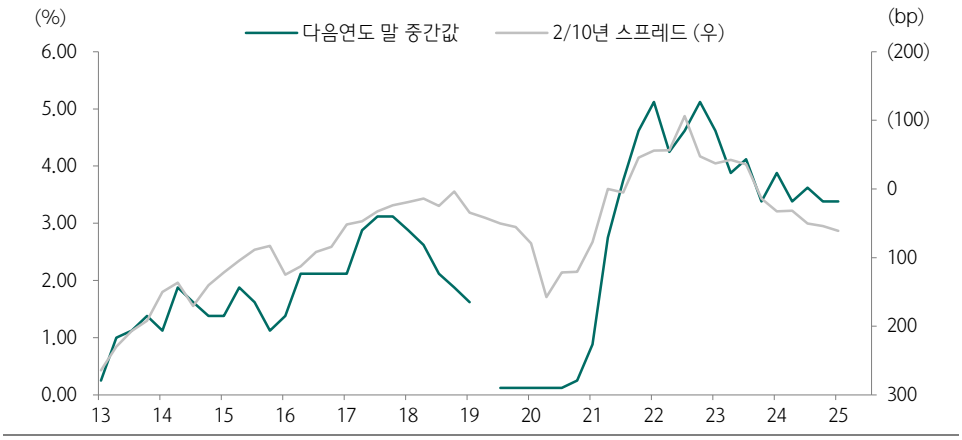
구인 수요 증가에도 실제 채용은 이뤄지지 않고 있음. 노동시장 추가 둔화 리스크 상존



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 13. 점도표 중간값 점차 하향 조정되며 금리차 확대 예상

점도표 중간값 하향 조정은 금리차 확대로 연결



자료: Bloomberg, 하나증권