2025/12/11

[Fixed Income]

백윤민 수석연구위원 yoonmin1983@iprovest.com

# 12월 FOMC: 아슬아슬한 줄타기 속에서 잃지 않은 균형

**- 12월 FOMC는 연방기금 목표금리를 3.50%~3.75%로 25bp 인하. 마이런 연준이사가 10월에 이어 재차 50bp 기준금리 인하 소수의견을 개진한 가운데, 슈미드 캔자스시티, 굴스비 시카고 연은 총재는 기준금리 동결 소수의견을 개진. 대차대조표 정책과 관련해서는 지속적으로 충분한 수준의 공급을 유지하기 위해 필요에 따라 단기 국채 매입을 시작할 것이라고 언급.**

**- 당사는 연준이 내년에도 점진적인 통화정책 완화 기조를 이어가면서, 연중 3.25%까지 2차례의 기준금리 인하에 나설 것이라는 전망을 유지. 높아진 성장에 대한 기대로 통화정책 경로의 불확실성은 확대됐지만, 인플레이션 압력이 완화되는 가운데, 높은 고용시장의 불확실성을 감안하면, 연준의 점진적 통화정책 완화 기대가 크게 훼손되지 않을 것으로 판단**

## 12월 FOMC, 연방기금 목표금리 3.50%~3.75%로 25bp 인하

12월 FOMC는 연방기금 목표금리를 3.50%~3.75%로 25bp 인하. 스티븐 마이런 연준이사가 10월에 이어 재차 50bp 기준금리 인하 소수의견을 개진한 가운데, 제프리 슈미드 캔자스시티 연은 총재와 오스탄 굴스비 시카고 연은 총재는 기준금리 동결 소수의견을 개진. 대차대조표 정책과 관련해서는 지속적으로 충분한 수준의 공급을 유지하기 위해 필요에 따라 단기 국채 매입을 시작할 것이라고 언급 (매입 대상은 1년 이하의 T-bill이지만, 필요시 3년 이하의 국채까지 매입 대상을 확대할 수 있음을 명시)

[도표 1] 2025년 10월, 12월 FOMC 성명서 비교

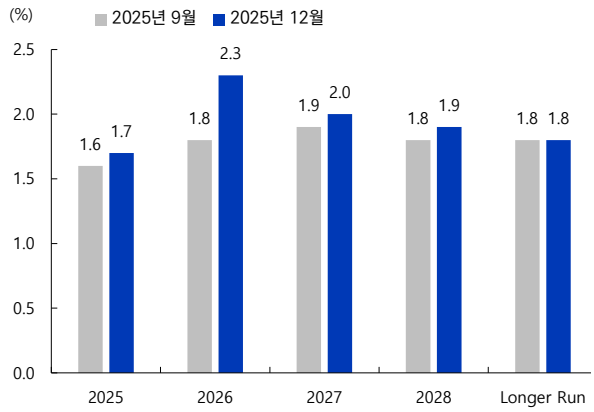
| | 2025년 12월 | 2025년 10월 |
|---|---|---|
| 정책결정 | - **연방기금 목표금리 3.50~3.75%로 25bp 인하** | - 연방기금 목표금리 3.75~4.00%로 25bp 인하 |
| 경제여건 및 인플레 요인 평가 | - **가용 지표들은 경제활동이 완만하게 확장하고 있음을 보여줌. 올해 들어 일자리 증가가 둔화됐고, 실업률은 9 월까지 소폭 상승. 최근 지표들은 이러한 흐름에 부합. 인플레이션은 연초 이후 상승했으며 여전히 다소 높음**<br>- 위원회는 장기적으로 완전고용과 2%의 인플레이션 달성을 추구. 경기 전망에 대한 불확실성은 여전히 높음. 위원회는 이중책무 (dual mandate) 양쪽 모두에 대한 리스크에 매우 주의를 기울이고 있으며, 고용에 대한 하방 위험이 증가했다고 판단 | - 가용 지표들은 경제활동이 완만하게 확장하고 있음을 보여줌. 올해 들어 일자리 증가가 둔화됐고, 실업률은 소폭 상승했지만, 8 월까지는 낮은 수준을 유지. 최근 지표들은 이러한 흐름에 부합. 인플레이션은 연초 이후 상승했으며 여전히 다소 높음<br>- 위원회는 장기적으로 완전고용과 2%의 인플레이션 달성을 추구. 경기 전망에 대한 불확실성은 여전히 높음. 위원회는 이중책무 (dual mandate) 양쪽 모두에 대한 리스크에 매우 주의를 기울이고 있으며, 고용에 대한 하방 위험이 증가했다고 판단 |
| 금리정책 요인 | - **위원회는 목표들을 지원하고, 리스크들의 균형 변화를 고려해 연방기금 목표금리를 3.50~3.75%로 25bp 인하하기로 결정**<br>- 위원회는 추가적인 연방기금 목표금리 **조정 규모와 시점은** 향후 입수되는 데이터, 전망 변화, 위험에 대한 균형 등을 신중하게 평가<br>- 위원회는 적정한 통화정책 설정을 위해 경제전망 정보들이 시사하는 바를 지속적으로 살필 것. 위원회의 목표 달성을 방해하는 위험이 발생할 경우 적절한 조정을 할 준비가 되어 있을 것. 위원회는 완전고용을 도모하고 인플레이션을 2% 목표로 되돌리는 데 집중, 인플레이션 압력 및 기대, 금융 및 국제문제 등 다양한 정보들을 고려 | - 위원회는 목표들을 지원하고, 리스크들의 균형 변화를 고려해 연방기금 목표금리를 3.75~4.00%로 25bp 인하하기로 결정<br>- 위원회는 추가적인 연방기금 목표금리 조정은 향후 입수되는 데이터, 전망 변화, 위험에 대한 균형 등을 신중하게 평가<br>- 위원회는 적정한 통화정책 설정을 위해 경제전망 정보들이 시사하는 바를 지속적으로 살필 것. 위원회의 목표 달성을 방해하는 위험이 발생할 경우 적절한 조정을 할 준비가 되어 있을 것. 위원회는 완전고용을 도모하고 인플레이션을 2% 목표로 되돌리는 데 집중, 인플레이션 압력 및 기대, 금융 및 국제문제 등 다양한 정보들을 고려 |
| 대차대조표 정책 | - **위원회는 지급준비금이 충분한 (ample) 수준으로 감소했다고 판단하며, 지속적으로 충분한 수준의 공급을 유지하기 위해 필요에 따라 단기 국채 매입을 시작할 것** | - 위원회는 12/1 일부터 보유증권 축소를 종료하기로 결정 |
| 찬성 / 반대 위원 | - **찬성: Jerome Powell, John Williams, Michael Barr, Michelle Bowman, Susan Collins, Lisa Cook, Philip Jefferson, Alberto Musalem, Christopher Waller**<br>- **반대: Stephen Miran (50bp 인하), Austan Goolsbee, Jeffrey Schmid (기준금리 동결)** | - 찬성: Jerome Powell, John Williams, Michael Barr, Michelle Bowman, Susan Collins, Lisa Cook, Austan Goolsbee, Philip Jefferson, Alberto Musalem, Christopher Waller<br>- 반대: Stephen Miran (50bp 인하), Jeffrey Schmid (기준금리 동결) |

자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

연준은 12월 경제전망 자료(SEP)를 통해 2025~2028년 경제성장률 전망치를 상향 조정. 특히 내년도 성장률 전망치를 큰 폭(1.8%→2.3%)으로 상향 조정됐는데, 파월의장은 견조한 소비 회복과 AI와 데이터센터 관련 기업 투자 증가 등을 성장률 상향 조정 배경으로 언급. 실업률은 2027년 전망치가 소폭 하향 조정된 것으로 제외하면 큰 변화가 나타나지 않음

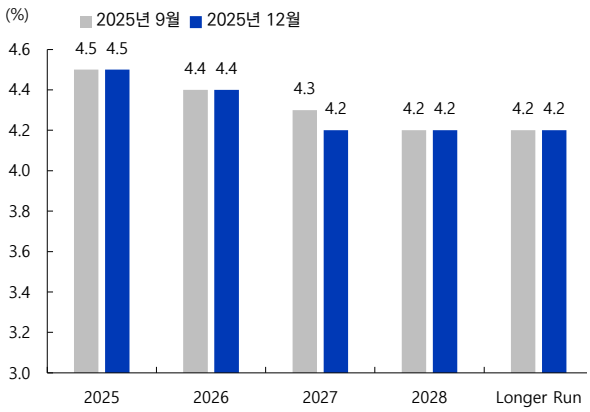
반면에 인플레이션과 관련해서는 올해와 내년도 전망치를 소폭 하향 조정. 대부분의 연준 위원들은 여전히 인플레이션 관련 리스크가 높다고 판단. 다만, 파월의장은 관세가 인플레이션에 미치는 효과는 일회성이라는 것이 합리적이며, 비관세 요인의 인플레이션은 진전을 보였다고 언급

[도표 2] 2025 년 12 월 SEP: 경제성장률



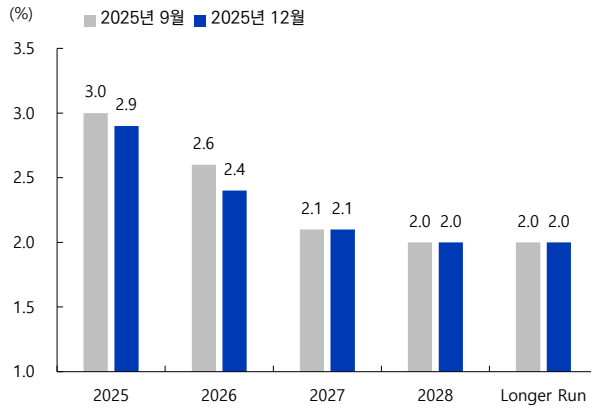

자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 2025 년 12 월 SEP: 실업률



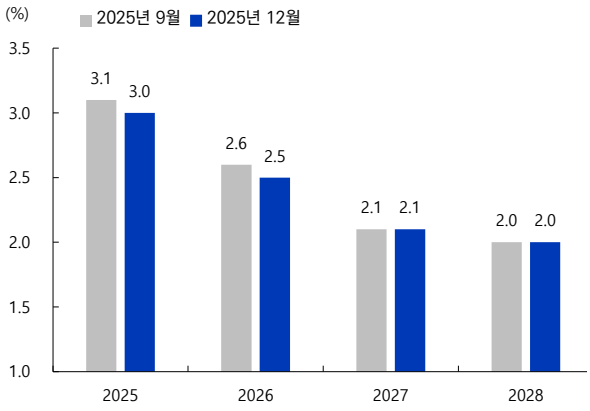

자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 2025 년 12 월 SEP: PCE 물가




자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

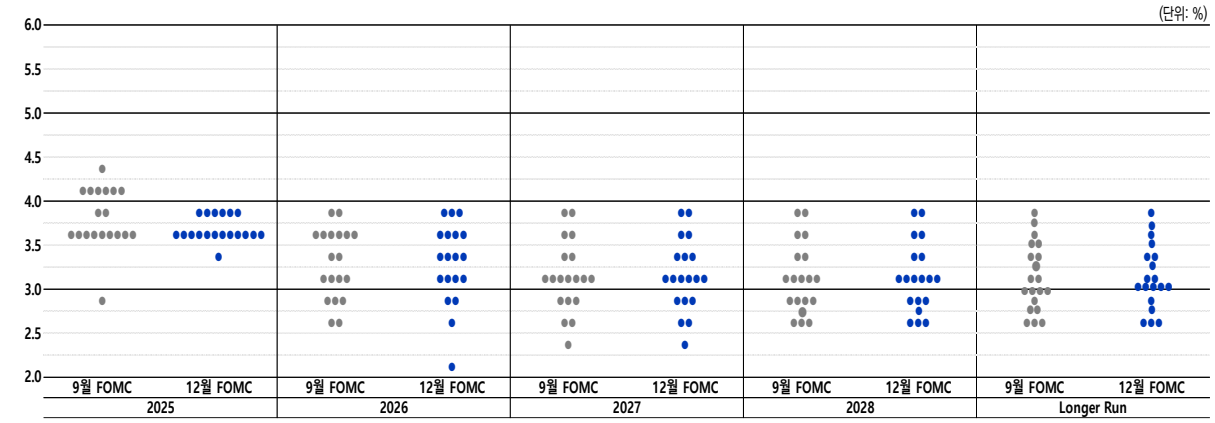
[도표 5] 2025 년 12 월 SEP: 근원 PCE 물가




자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

연준은 금리 점도표에는 큰 변화가 나타나지는 않음. 중간값을 기준으로 2025~2028년 전망치는 지난 9월 수준을 유지. 장기금리 전망치(longer run)도 3.0% 수준을 유지. 점도표를 보면 스티브 마이런 연준이사가 내년에도 예외적으로 낮은 수준의 금리인하를 주장했지만, 전반적으로 연준 위원들의 정책 스탠스에 큰 변화가 없었던 것으로 판단. 12월 FOMC에서도 연준의 기준금리가 3.75%로 인하됐음에도 불구하고, 일부 위원들이 2028년까지 4.00%의 기준금리 전망을 유지했지만, 파월의장의 "현 시점에서 금리인상이 기본 시나리오인 사람은 없을 것으로 생각한다(I don't think a rate hike is anyone's base case at this point)"라는 발언 등을 놓고 볼 때 이는 실질적인 금리인상 가능성을 반영한 것은 아니라고 판단

[도표 6] 2025 년 96 월, 2025 년 12 월 금리점도표 비교




자료: 교보증권 리서치센터

## 아슬아슬한 줄타기 속에서 잃지 않은 균형

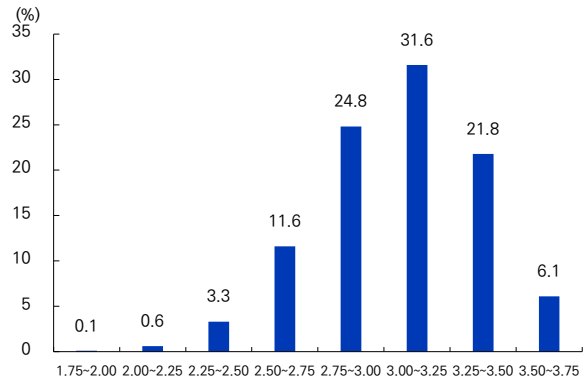
12월 FOMC에서 연준은 시장의 예상대로 기준금리를 25bp 인하. 제프리 슈미드 캔자스시티 연은 총재와 오스탄 굴스비 시카고 연은 총재가 기준금리 동결 소수의견을 개진했지만, 12월 FOMC 이전 연준내 통화정책에 대한 이견이 그 어느 때보다 높았었다는 점을 고려하면, 파월의장이 리더십을 잘 발휘한 것으로 판단

금번 FOMC는 시장의 예상보다 비둘기파 적이었던 것으로 판단. 미 국채 금리도 파월의장의 기자회견이 진행되면서 추가적으로 낙폭을 확대하는 모습. 연준은 성명서를 통해 향후 추가 인하 폭과 시점(the extent and timing of additional adjustments)에 신중한 정책 결정을 이어갈 것이라고 명시하고, 파월의장도 금번 통화정책 결정이 "아슬아슬했다 (It's a close call)"다고 언급

그러나 동시에 현 시점에서 금리인상이 기본 시나리오인 사람은 없을 것으로 생각한다(I don't think a rate hike is anyone's base case at this point)" 언급하면서 기준금리 인상 가능성을 차단해주고, 경제가 어떻게 전개될지 지켜보기에 좋은 위치 (I think we're in a good place to, as I mentioned, to wait and see how the economy evolves)라고 언급하면서 통화정책에 대한 균형을 유지하기 위해 노력

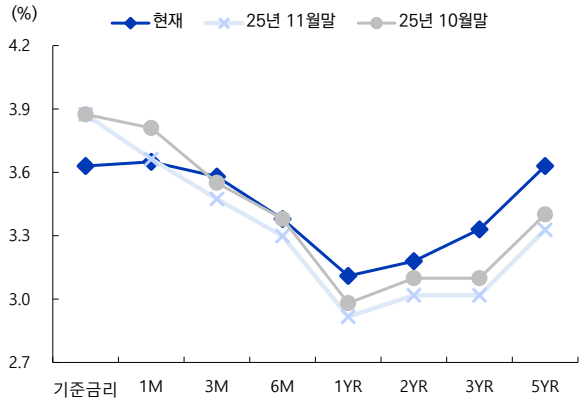
당사는 연준이 내년에도 점진적인 통화정책 완화 기조를 이어가면서, 연중 3.25%까지 2차례의 기준금리 인하에 나설 것이라는 전망을 유지. 이전 자료에서 언급했듯이, 금번 연준의 금리인하 사이클이 경기부양이 아닌 과도한 통화 긴축을 완화해 미 경제의 연착륙을 도모하는 정책 정상화 과정. 높아진 성장에 대한 기대로 통화정책 경로의 불확실성은 확대됐지만, 인플레이션 압력이 완화되는 가운데, 높은 고용시장의 불확실성을 감안하면, 연준의 점진적 통화정책 완화 기대가 크게 훼손되지 않을 것으로 판단

[도표 7] Fed Watch, 2026년 12월 기준 통화정책 확률 분포




자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 연준, 내재 정책 금리 추이




자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## 12월 FOMC 기자간담회 Q&A

**Q: 추가적인 GDP 성장, 인플레이션 완화, 비교적 안정적인 실업률을 보면 내년 전망이 상당히 낙관적으로 보임. 이런 전망이 나온 배경은?**

A: 성장률 상향에는 여러 요인이 작용. 외부 민간 기관들의 전망을 보더라도, 많은 전망에서 성장률 상향 조정이 나타나고 있음. 부분적으로는 소비가 견조하고 탄탄하게 유지되고 있기 때문이며, 또 다른 측면에서는 데이터센터 및 AI 관련 투자가 설비투자를 지지하고 있기 때문임. 그래서 연준과 외부 전망 모두에서 내년 성장률이 높아지는 방향이라고 보는 것임

**Q: 금번 결정은 명백히 위원들 사이에서 의견 차이가 컸던 것처럼 보임. 향후 단기간 내 추가 인하를 위해서는 훨씬 더 높은 기준이 필요하다는 신호인 것인지? 1월에 또 한 번 인하를 지지하려면 어떤 것을 확인해야 하는 것인지?**

A: 모든 위원들은 인플레이션이 여전히 너무 높고 내려와야 한다는 데 동의하고, 동시에 고용시장 하방 위험이 더 커졌다는 점에도 동의함. 연준의 두 목표 간의 이런 긴장 관계가 지속되는 것은 매우 이례적인 일임. 이런 상황에서 이견이 드러나는 것은 자연스러운 일. 현재 상황은 경제가 어떻게 전개되는지 지켜볼 수 있는 좋은 위치에 있다고 생각함. 앞으로 많은 데이터를 보게 될 것임. 다만, 셧다운으로 10월과 11월을 걸쳐 데이터 수집이 제대로 이루어지지 않은 것을 고려해 CPI나 가계 조사 같은 지표는 매우 신중하게 보고, 왜곡되었을 수 있다는 점을 염두에 두고 봐야 할 것

**Q: 1990년대에는 25bp 인하를 두 차례 진행했고, 두 경우 모두 그 다음 움직임은 인하가 아니라 인상이었음. 금리가 중립 수준에 더 가까워진 상황인데, 앞으로의 금리 방향이 다음은 당연히 인하라고 보는 것이 타당한 것인지?**

A: 현재 상황에서 금리인상이 기본 전망이라고 보지는 않음. 위원들 입장은 현 수준에서 동결, 올해와 내년에 한두 차례 더 인하해야 한다는 쪽으로 나뉨

**Q: 실업률은 지난 2년 동안 아주 점진적으로 상승해 왔고, 오늘 성명서에서도 실업률을 '낮은 수준을 유지하고 있다'고 표현하지 않았음. 이미 150bp 인하가 이루어진 상황에서도, 주택 등 금리에 민감한 부문이 여전히 제약을 받고 있음. 이런 상황에서 2026년까지 실업률이 계속 오르지 않을 것이라고 자신할 수 있는 근거는 무엇인지?**

A: 이전까지 150bp를 인하했고, 오늘 추가 인하로 총 인하 폭이 더 커진 상황에서, 지금의 정책금리는 중립 수준의 범위 안에 들어와 있다고 봄. 이런 수준은 고용시장이 안정되거나, 실업률이 0.1~0.2%p 정도만 추가로 오르는 정도에서 그칠 수 있도록 해주는 수준이라고 생각함. 현재 고용시장의 급격한 하강에 대한 증거는 보이지 않음. 동시에 현재의 정책금리는 완화적이라고 보기는 어려운 수준

**Q: 10월 FOMC에서 12월 인하를 보장하지 않는 것처럼 이야기했음. 그런데 오늘 인하를 결정한 이유는?**

A: 첫째로, 고용시장의 점진적인 둔화임. 또 하나는, 가계와 기업을 대상으로 한 설문에서 모두 노동 수요와 공급이 함께 줄고 있다는 신호가 나오고 있다는 점임. 인플레이션 측면에서는, 서비스 물가가 내려가는 가운데 관세가 부과된 상품 부문 물가 상승이 이를 상쇄하고 있는 상황. 따라서 관세가 어떻게 전개될지 보는 것이 중요함

**Q: 초과지준과 관련해, 최근 단기자금시장에서 나타난 긴장에 대해 위원들이 얼마나 우려하고 있는지?**

A: 우려했다고 표현할 정도는 아니라고 봄. 오늘 발표한 내용은 준비금 관리 목적의 매입을 재개하는 것. 이는 통화정책과는 별개의 사안임. 단지, 은행시스템에 충분한 준비금을 유지해야 한다는 필요에 따른 것임. 규모가 다소 큰 이유는, 4월 15일 세금납부일이 다가오고 있기 때문임. 우리의 프레임워크상, 일시적으로 준비금이 낮아지는 시점에도 충분한 준비금을 유지하고자 함. 이 기간은 정부에 큰 금액이 납부되면서 준비금이 급격하게 일시적으로 줄어듦. 이러한 계절적 요인을 포함해 대차대조표는 장기적으로 확대될 수 밖에 없음

**Q: 1990년대의 금리 조정 사례가 지금 경제 상황을 이해하는 데 유용한 모델이라고 볼 수 있는 것인지?**

A: 지금 상황이 그 정도로 직접적인 비교 대상이라고 보지는 않음. 연준은 그동안 중립 수준을 향해 움직여 왔음. 지금은 중립 범위 안에 있고, 그 중에서도 중립 범위의 상단에 위치해 있다고 봄. 경제가 어떻게 전개되는지 지켜볼 수 있는 좋은 위치에 있다고 판단

**Q: SEP에서 인플레이션 기대가 낮아졌음. 관세 인상에 따른 물가 상승 효과가 향후 3개월 동안 반영되는 것인지, 6개월 정도의 과정이 될 것인지?**

A: 새로운 관세 발표가 더 이상 없다는 가정 하에서는, 재화 물가 인플레이션은 대략 내년 1분기 쯤 정점에 도달할 것으로 예상됨. 그 이후, 추가적인 관세 발표가 없다는 가정 하에서는, 새로운 관세가 완전히 가격에 반영되기까지 약 9개월 정도가 소요될 것이라고 추정함. 그렇게 되면 내년 후반부로 갈수록 상품 인플레이션이 내려오는 모습을 보게 될 것

**Q: 고용 증가가 실제로는 마이너스일 수 있다고 반복해서 언급했음. 공식 통계가 보여주는 것보다 고용 증가가 훨씬 더 나쁘다고 보는 이유는 무엇인지?**

A: 실시간으로 고용 증가를 정확히 추정하는 것은 매우 어려움. 연준은 과다 계상이 계속 누적되고 있다고 보고 있으며, 앞으로도 특정 시점에 다시 수정이 이루어질 것이라고 예상함. 최근 몇 달간 고용자 수는 월 6만 명 정도의 과대 계상이 있다고 보고 있음. 노동 공급도 상당히 줄어든 상황임. 노동 공급이 늘지 않는 환경에서는, 완전고용을 유지하기 위해 필요한 신규 일자리 수가 많지 않을 수 있음

**Q: 고소득층은 주택과 주식시장 자산 덕분에 소비를 견인하고 있지만, 저소득층은 지난 5년간 누적된 물가 상승으로 큰 어려움을 겪고 있음. 이들에게 부담이 되는 것은 인플레이션율이 아니라, 이미 올라버린 가격 수준. 이런 K자형 경제가 얼마나 지속 가능한지? 연준은 이를 향후 리스크로 어떻게 보고 있는지?**

A: 소비의 상당 부분이 더 높은 소득 계층에서 나오는 것은 사실. 연준이 할 수 있는 최선은 물가안정과 강한 노동시장을 유지하는 것임. 과거 가장 긴 확장 국면이었던 팬데믹 이전 10년 넘는 경기 확장 후반부를 보면, 마지막 2년 동안 임금 상승의 상당 부분이 소득 하위층에 집중되었음. 길고 강한 확장이 지속될 때, 저소득층에게 특히 큰 도움이 된다는 것을 보여주는 사례. 모두가 그런 환경으로 다시 돌아가길 원하지만, 그 전에 먼저 물가안정을 회복해야 하고, 최대고용에 가까운 상태를 유지해야 함

**Compliance Notice**

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.