Fixed Income

11 Dec. 2025

허정인
채권분석 I jeongin@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

12월 FOMC Review
골디락스를 보고 있는가

12월 FOMC Projection 변화

- 정책금리 전망치 유지
  '25년(3.6%), '26년(3.4%), '27년(3.1%), Longer run(3.0%)
- 경제성장률 전망치 상향
  '25년(1.6%→1.7%), '26년(1.8%→2.3%), '27년(1.9%→2.0%)
- 26년까지 실업률 전망치 유지
  '25년(4.5%), '26년(4.4%), '27년(4.3%->4.2%)
- PCE 물가상승률 전망치 하향
  '25년(3.0%→2.9%), '26년(2.6%→2.4%), '27년(2.1%)
- Core PCE 물가상승률 전망치 하향
  '25년(3.1%→3.0%), '26년(2.6%→2.5%), '27년(2.1%)

12월 FOMC 정책금리 25bp 인하(3.75%)

- 연준, 12월 FOMC 정책금리 25bp 인하
  (소수의견 3인: 마이런 50bp 인하, 굴스비·슈미드 동결)
- 고용시장의 하방 리스크를 고려해 인하 결정. 미국 셧다운 여파로 고용을 포함해 경제 데이터 확인이 어려운 상황이기는 하나, 시장 설문조사와 민간 데이터를 통해 평가해보면 미국 고용 둔화가 점진적으로 확인되고 있는 것으로 평가. 또한 인플레이션은 예상했던 것보다 낮게 발표되는 중. 현 시점에 인상을 고려하지 않는다는 발언 등이 완화적으로 해석. 금리 전 만기 구간에서 3~7bp 대 하락

12월 FOMC부터 단기국채 매입 시작

- T-bill 400억 달러 매입(향후 30일간)
  이후 규모를 점차 줄일 예정
  시장 여건에 따라 매입속도 달라질 수 있음
  필요시 잔존만기 3년 국채로 매입 대상 확대할 수 있음
- 충분한 지급준비금 유지 목적

(다음장 이어서)

파월 기자회견 주요 내용

1) 2026년 성장률 상향, 데이터센터 투자 증가를 반영. 소비지출도 회복탄력적으로 잘 유지. 기본적으로 견고한 성장을 전망

2) 연준 정책금리, 중립금리 상단에 진입

3) 현재 이중책무 위험이 동일해졌음. 인플레이션 리스크를 줄이면서 중립금리를 향해 나아갈 필요

4) 생산성이 구조적으로 높아지는 중. AI 영향. 생산성 2% 증가를 고려하면, 향후 고용창출을 하지 않으면서 성장이 높아질 수 있음

5) 향후 경제데이터를 확인함에 있어, 왜곡 효과를 감안해 평가해야 할 것

6) 그 누구도 인상을 고려하지 않고 있음. 몇몇은 동결 후 기다리는 것을 주장. 몇몇은 올해 및 내년에 더 인하해야 한다고 생각. 인하 정도에 대한 견해 차. 1990년대 케이스와는 다름

7) 중립금리 도달 후 시장 안정화 예상. 현재 정책금리가 완화적인 수준은 아님. 비관세 물가 측면에서는 진전을 확인했음

8) 고용시장 점진적으로 둔화 중. 기업의 노동수요 감소 확인. 예상 대비 둔화

9) 서비스 물가 낮아지는 중. 반면 상품물가는 상승. 상품은 대부분 관세 영향. 다만 경제활동 둔화에 의해 필립스 곡선이 재발하지는 않을 것

10) 단기국채 매입, 통화정책과는 별개. 충분한 지준 유지 목적. 전체 경제와 은행 시스템 고려해 지준을 평가해야 함

11) 이중책무 리스크가 둘 다 있을 때는 중립 경로가 안전

12) 관세만 없다면 상품 인플레이션은 1분기에 고점 예상. 고점이 그렇게까지 높지는 않을 것. 이후 새로운 관세가 부과되지 않는다는 전제 하에 관세 영향은 9개월 정도 예상. 내년 하반기 물가 낮아질 것

13) 관세를 제외하면 물가는 2%대. 오버슈팅은 대부분 관세 영향. 일회성 가격 상승이 될 수 있도록 노력

14) 일자리 창출이 마이너스 수준. 다만 노동공급도 낮아지기는 했음. 노동시장은 하방 리스크가 큼

15) 고용시장 평가에 있어서 AI 기술변혁을 크게 고려하지는 않음

2026 상반기말 3.5% 기존 뷰 유지

- 2026년 상반기까지 추가 1회 인하 예상
- 파월의 사실상 골디락스 시사, 관세의 물가 영향 등 관망하며 점진적 인하 경로 유지 예상
- 이중책무의 상하방 리스크가 상존하는 바, 상반기까지 추가 1회 인하 후 데이터 디펜던트에 입각한 인하 경로 설정 예상
- 2026.5월부터 케빈 해셋 체제 하의 완화적 경로를 반영, 스왑 마켓에서는 2026년 2회 인하를 선반영하고 있음. 내년 투표권자의 구성, 케빈 해셋의 디플레이션 전망 등을 고려했을 때 불가능한 시나리오는 아님. 다만 결국에는 물가 경로를 평가하며 인하 경로를 설정할 가능성이 상당히 높음. 따라서 연말연초부터 인하 경로를 선반영하기보다는 후행적 대응이 바람직하다고 판단함
- 한국 시장금리의 경우, 연준 인하경로 확인보다 결국 더 중요한 것은 환율 경로. 한국에서는 심심치않게 내년 중 인상 얘기까지 나오고 있기 때문. 환 안정을 확인해야만 시장금리 하락 경로를 안정적으로 설정할 수 있음. FOMC 소화하면서 뉴욕차액결제선물환 반영한 원/달러 환율 약 5원 가량 하락. 환율 흐름이 아시아 장 시간대에서도 유지되는지 확인팔 필요. 국내의 경우 연말 수급 불안과 내년초 발행물 이슈까지 고려해 금리는 계속해서 보합권에서 등락할 것으로 전망함

Fig. 1: 2025년 12월 FOMC 성명문 변화

	2025-09-17	2025-10-29	2025-12-11
정책결정	기준금리 인하(4.25%)	기준금리 인하(4.00%)	기준금리 인하(3.75%)
경제	(경제 상황) growth of economic activity moderated in the first half of the year. Uncertainty about the economic outlook remains elevated(좌동) (고용) Job gains have slowed, and the unemployment rate has edged up but remains low	(경제 상황) economic activity has been expanding at a moderate pace. Uncertainty about the economic outlook remains elevated (고용) Job gains have slowed, and the unemployment rate has edged up through August but remains low(좌동)	(경제 상황) economic activity has been expanding at a moderate pace. Uncertainty about the economic outlook remains elevated(좌동) (고용) Job gains have slowed, and the unemployment rate has edged up through September ~~but remains low~~
물가	Inflation has moved up and remains somewhat elevated	Inflation has moved up since earlier in the year and remains somewhat elevated	Inflation has moved up since earlier in the year and remains somewhat elevated(좌동)
정책결정	(결정배경) The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate and judges that downside risks to employment have risen. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective (금리 결정) The Committee decided to lower the target range for the federal funds rate at 4 to 4-1/4 percent. In considering 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 (자산 매입) The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities	(결정배경) The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate and judges that downside risks to employment rose in recent months. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective (금리 결정) The Committee decided to lower the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage point to 3-3/4 to 4 percent. In considering 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 (자산 매입) The Committee decided to conclude the reduction of its aggregate securities holdings on December 1	(결정배경) The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate and judges that downside risks to employment rose in recent months. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective(좌동) (금리 결정) The Committee decided to lower the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage point to 3-1/2 to 3-3/4 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 (자산 매입) ~~The Committee decided to conclude the reduction of its aggregate securities holdings on December 1.~~ The Committee judges that reserve balances have declined to ample levels and will initiate purchases of shorter-term Treasury securities as needed to maintain an ample supply of reserves on an ongoing basis.
정책방향	-will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook - would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals(좌동) - The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments(좌동)	- will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook(좌동) - would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals(좌동) - The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments(좌동)	- will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook(좌동) - would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals(좌동) - The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments(좌동)
투표자	(25bp 인하) Jerome H. Powell, John C. Williams, Michael S. Barr, Michelle W. Bowman, Susan M. Collins, Lisa D. Cook, Austan D. Goolsbee, Philip N. Jefferson, Alberto G. Musalem, Jeffrey R. Schmid and Christopher J. Waller (50bp 인하) Stephen I. Miran	(동결) Jeffrey R. Schmid (25bp 인하) Jerome H. Powell, John C. Williams, Michael S. Barr, Michelle W. Bowman, Susan M. Collins, Lisa D. Cook, Austan D. Goolsbee, Philip N. Jefferson, Alberto G. Musalem and Christopher J. Waller (50bp 인하) Stephen I. Miran(좌동)	(동결) Jeffrey R. Schmid, Austan D. Goolsbee (25bp 인하) Jerome H. Powell, John C. Williams, Michael S. Barr, Michelle W. Bowman, Susan M. Collins, Lisa D. Cook, Philip N. Jefferson, Alberto G. Musalem and Christopher J. Waller (50bp 인하) Stephen I. Miran(좌동)

Source: Fed, 다올투자증권

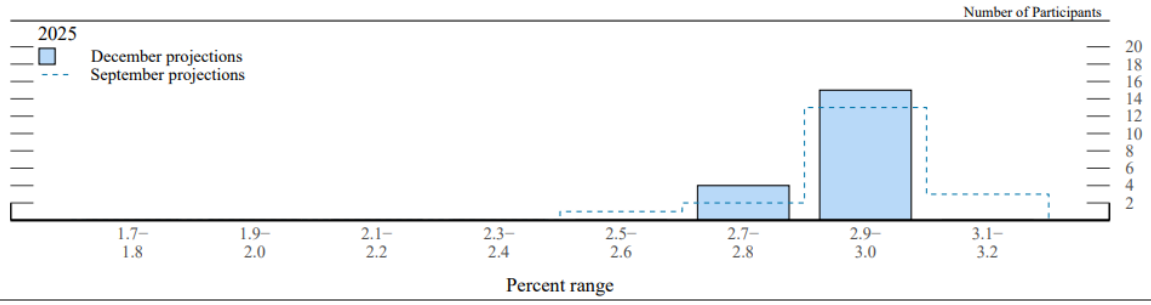
Fig. 2: 2025년 12월 Projection 변화

Percent

Variable	Median[1]				
	2025	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	1.7	2.3	2.0	1.9	1.8
September projection	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8
Unemployment rate	4.5	4.4	4.2	4.2	4.2
September projection	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2
PCE inflation	2.9	2.4	2.1	2.0	2.0
September projection	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0
Core PCE inflation[4]	3.0	2.5	2.1	2.0	
September projection	3.1	2.6	2.1	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0
September projection	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0

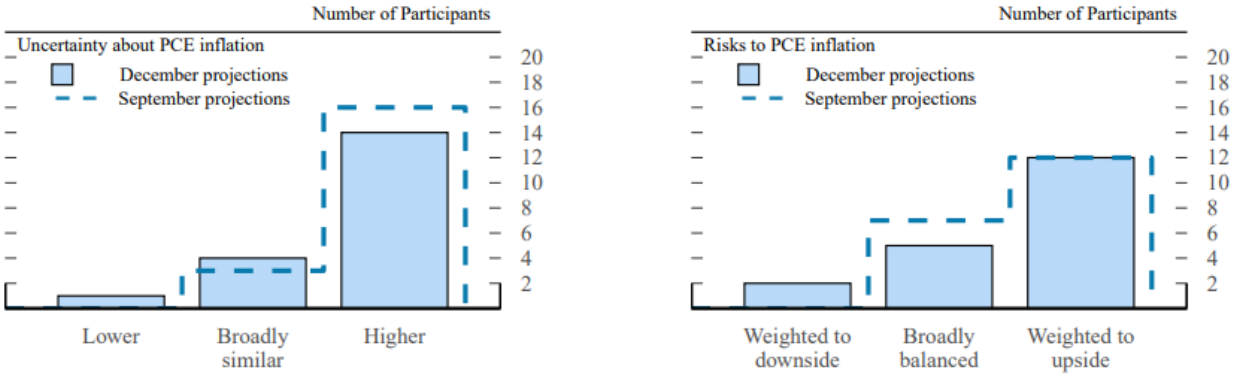
Source: Fed, 다올투자증권

Fig. 3: 연준 위원들의 물가전망 분포도



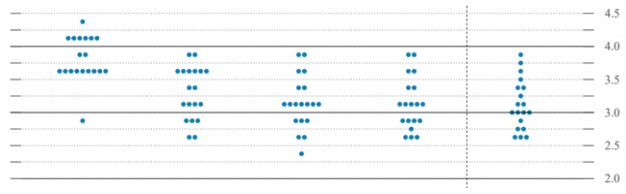
Source: Fed, 다올투자증권

Fig. 4: 연준 위원들의 물가 리스크 평가



Source: Fed, 다올투자증권

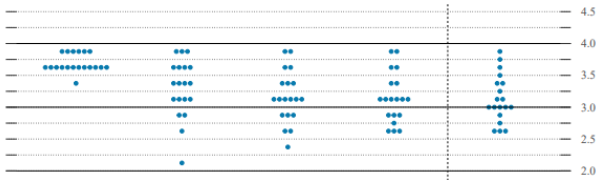
Fig. 5: **2025년 9월 점도표**



2025년	2026년	2027년	2028년	Longer run
3.6% 하향 (3회↓)	3.4% 하향 (1회↓)	3.1% 하향 (1회↓)	3.1% 신규	3.0% 유지

Source: Fed, 다올투자증권

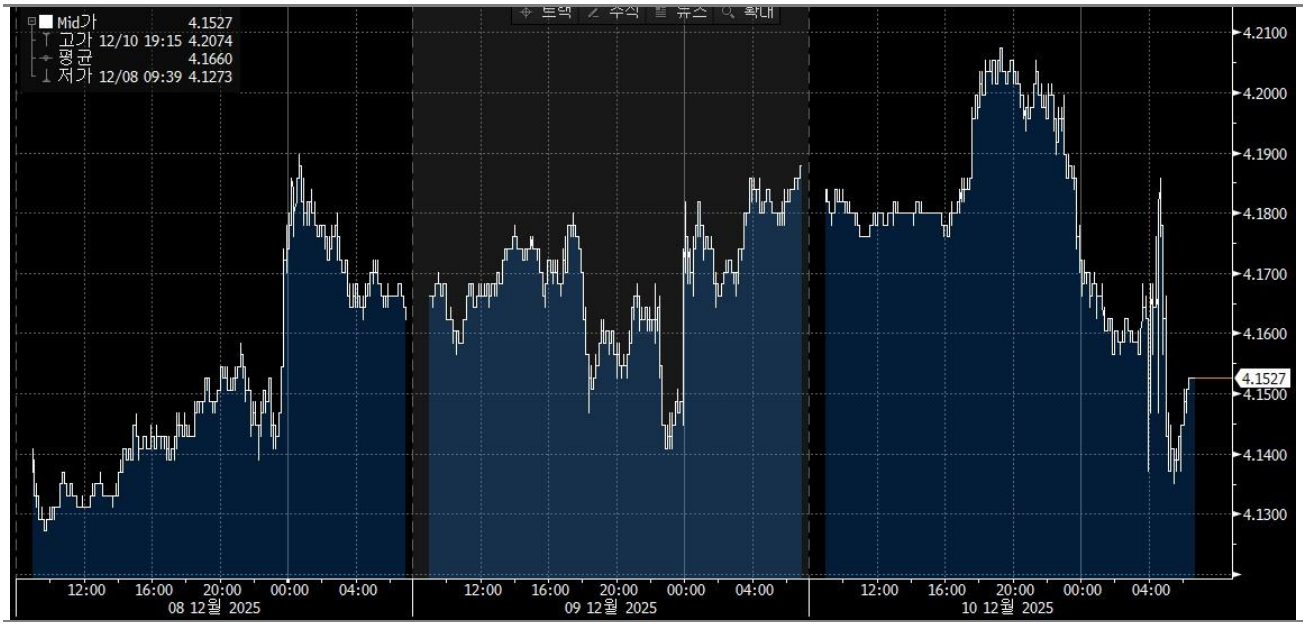
Fig. 6: **2025년 12월 점도표**



2025년	2026년	2027년	2028년	Longer run
3.6% 유지	3.4% 유지	3.1% 유지	3.1% 유지	3.0% 유지

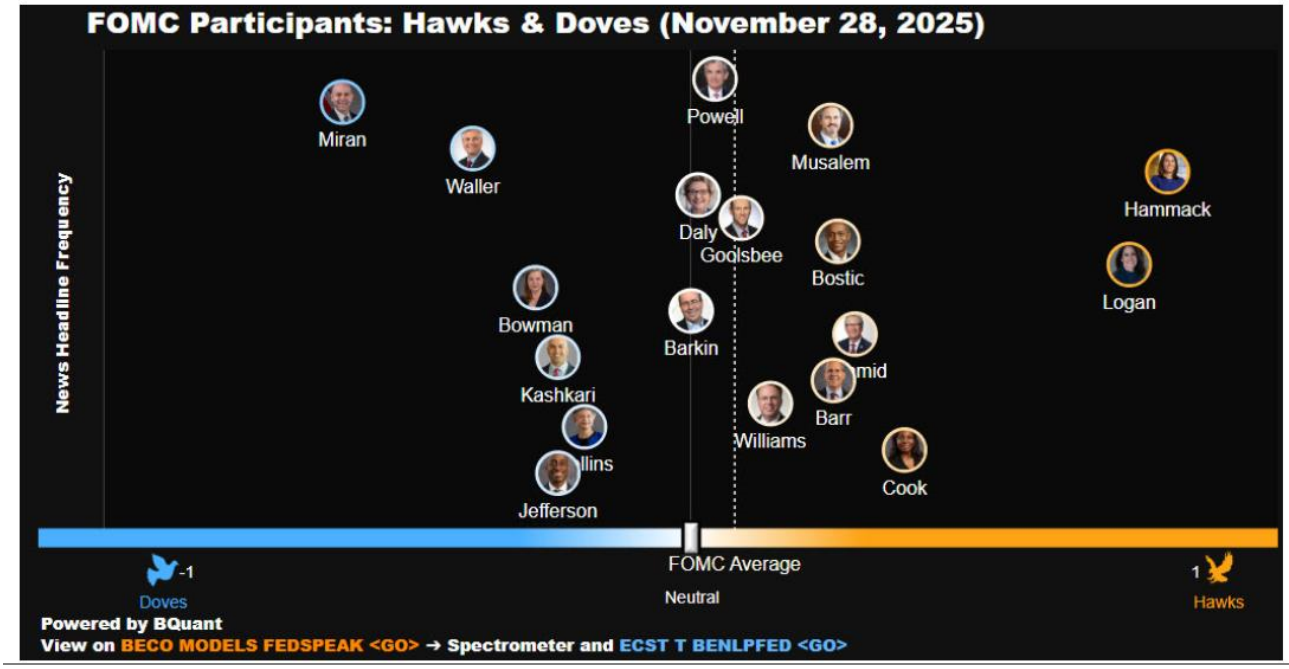
Source: Fed, 다올투자증권

Fig. 7: **장중 미국 10년물 금리 변화**



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 8: 연준 투표권자 구성



Source: Bloomberg, 다올투자증권

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.