The Bond

LS Edge | Investment Strategy | 투자코멘트 | 2025. 12. 11

12월 FOMC Review: 분명한 보험성 인하. 1월 인하는 두고보자

채권 **우혜영**
whydele@ls-sec.co.kr

1월 인하는 아직 잘 모르겠다

12월 FOMC 회의에서 정책금리는 3.50%~3.75%로 25bp 인하됐다. 노동시장의 점진적인 둔화(cooling)가 지속되고 있는데(고용 하방 리스크 확대), 인플레이션의 경우 서비스 가격의 디스인플레이션이 계속되고 있고 상품 가격은 전적으로 관세에 기인한다는 증거가 늘어나고 있기 때문이다. 지난 두 차례(9월, 10월) 인하 배경과 상당히 흡사하다. 다만 現 시점에서 다음 회의(1월 27~28일)에서의 추가 인하 가능성이 아주 높다고 단언하기 어려운 점은 다르다. 통화정책 성명문 중 향후 정책금리 결정 관련 문구가 旣 'additional adjustments'에서 'the extent and timing of additional adjustment'로 수정되었는데 이는 지난해 12월과 같은 변화다. 해당 문구 변화 이후 동결 결정이 2025년 7월까지 이어졌다. 그뿐 아니라 기자회견에서 '정책금리가 중립금리 상단(high end) 위치해 있다', '경제가 어떻게 전개될지 지켜볼 수 있는 좋은 위치에 있다', '정도 및 시기 문구는 데이터를 신중하게 평가할 것을 시사한다'는 제롬 파월 의장의 발언을 고려해 보면 1월 인하 가능성을 높게 평가하긴 어렵다.

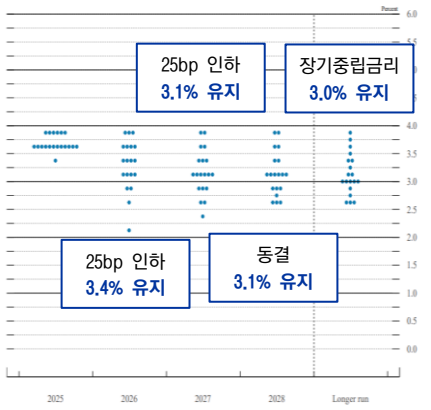
투표권 없는 연준위원까지 포함하면 19명 중 6명은 동결 희망

3명의 반대표가 나온 것은 2019년 9월 이후 6년 3개월 만이다. 「12월 FOMC Preview: 연준 내부의 분열이 드러나는 회의일까?(2025.12.4)」에서 정리해 본 바와 같이 올해 투표권 보유 연준위원 중 분명히 동결 의사를 밝혔던 ①시카고 연은 **오스탄 굴스비** 총재와 ②캔자스시티 연은 **제프리 슈미드** 총재가 이날 회의에서 실제로 동결 의견을 냈다. 그 외 1명은 ③**스티븐 마이런** 이사로 꿋꿋하게 50bp 인하를 주장했다. 12월 점도표에 따르면 투표권은 없지만 4명의 위원들이 동결 의사를 갖고 있음을 알 수 있다. 이날 파월 의장은 연준 내 이례적인 이견과 관련해 우려할만한 사항은 아니라 발언했다. 그는 모든 위원들이 인플레이션이 너무 높고 노동시장이 약화되었다는데 동의하지만 두 가지 목표가 상충되는 상황에서 어떤 리스크에 무게를 두고 있는지에 차이가 있다고 설명했다.

지급준비금관리 목적의 매입(RMP)이 시작된다

충분한(ample) 수준의 지급준비금을 유지하기 위해 SOMA의 증권 보유잔액을 늘리기로 결정했다. 세금 납부일과 같은 계절적 변동 요인, 연준 부채 수요의 추세적 증가에 대응하기 위함이다. 이는 재무부 단기국채(T-Bills) 매입을 통해 진행되는데 필요한 경우 잔존 만기 3년 이하인 다른 국채도 매입 가능하다. 12일부터 시작되며 첫 달은 약 400억 달러 규모로 실시될 예정이다. 필요 시 이표채 매입도 가능하다는 점은 기존 예상보다 비둘기파적인 부분이다.

그림1 **12 월 점도표**



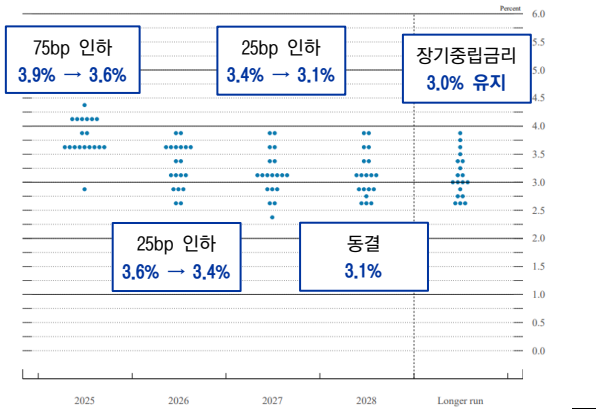
자료: Fed, LS증권 리서치센터

그림2 **RMP 매입 시 비중**

BILLS		
SECTOR	1-4 months	4-12 months
SECTOR WEIGHT	75%	25%
COUPONS		
SECTOR	1 month-1.5 years	1.5 years-3.0 years
SECTOR WEIGHT	50%	50%

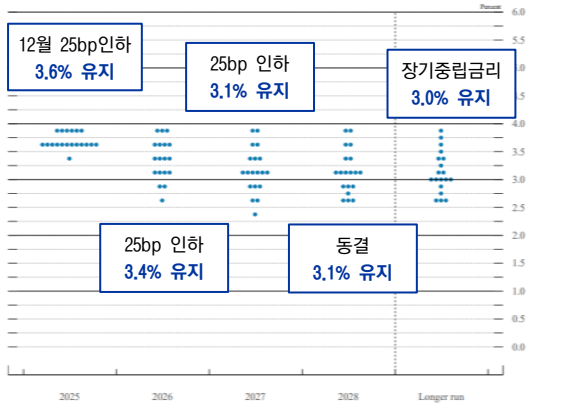
주1: 해당 비중은 2025년 9월 기준 12개월 평균 발행 잔액 비율 기준. 이표채의 경우 필요시 진행
주2: 월별 매입액은 RMP와 MBS 원금상환액 재투자로 구성
자료: Newyork Fed, LS증권 리서치센터

그림3 2025년 9월 점도표



자료: Fed「SEP(2025. 9.17)」, LS증권 리서치센터

그림4 2025년 12월 점도표



자료: Fed「SEP(2025. 12.10)」, LS증권 리서치센터

표1 2025년 9월 정책금리별 전망 위원 수

정책금리(%)	2025년	2026년	2027년	2028년	Longer run
5.125					
5.0					
4.875					
4.75					
4.625					
4.5					
4.375	1				
4.25					
4.125	6				
4.0					
3.875	2	2	2	2	1
3.75					1
3.625	9	6	2	2	1
3.5					1
3.375		2	2	2	2
3.25					1
3.125		4	7	5	2
3.0					4
2.875	1	3	3	4	1
2.75				1	2
2.625		2	2	3	3
2.5					
2.375			1		
2.250					
2.125					
2.000					

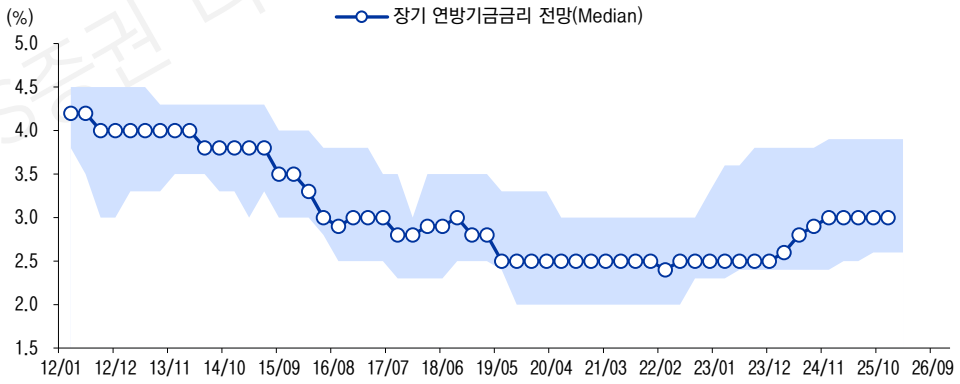
자료: Fed「SEP(2025. 9. 17)」, LS증권 리서치센터

표2 2025년 12월 정책금리별 전망 위원 수

정책금리(%)	2025년	2026년	2027년	2028년	Longer run
5.125					
5.0					
4.875					
4.75					
4.625					
4.5					
4.375					
4.25					
4.125					
4.0					
3.875	6	3	2	2	1
3.75					1
3.625	12	4	2	2	1
3.5					1
3.375	1	4	3	2	2
3.25					1
3.125		4	6	6	2
3.0					5
2.875		2	3	3	1
2.75				1	1
2.625		1	2	3	3
2.5					
2.375			1		
2.250					
2.125		1			
2.000					

자료: Fed「SEP(2025.12.10)」, LS증권 리서치센터

그림5 연준 장기 중립금리 변화



자료: Fed, LS증권 리서치센터

표3 **통화정책성명문 변화**

10 월 FOMC	12 월 FOMC
Available indicators suggest that economic activity has been expanding at a moderate pace. Job gains have slowed this year, and the unemployment rate has edged up but remained low through August; more recent indicators are consistent with these developments. Inflation has moved up since earlier in the year and remains somewhat elevated.	Available indicators suggest that economic activity has been expanding at a moderate pace. Job gains have slowed this year, and the unemployment rate has edged up through September. More recent indicators are consistent with these developments. Inflation has moved up since earlier in the year and remains somewhat elevated.
The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Uncertainty about the economic outlook remains elevated. 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 seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Uncertainty about the economic outlook remains elevated. 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.
In support of its goals and in light of the shift in the balance of risks, 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. The Committee decided to conclude the reduction of its aggregate securities holdings on December 1. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.	In support of its goals and in light of the shift in the balance of risks, 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. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.
In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee 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. 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.	In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee 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. 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. 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.
Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; 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. Voting against this action were Stephen I. Miran, who preferred to lower the target range for the federal funds rate by 1/2 percentage point at this meeting, and Jeffrey R. Schmid, who preferred no change to the target range for the federal funds rate at this meeting.	Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Philip N. Jefferson; Alberto G. Musalem; and Christopher J. Waller. Voting against this action were Stephen I. Miran, who preferred to lower the target range for the federal funds rate by 1/2 percentage point at this meeting; and Austan D. Goolsbee and Jeffrey R. Schmid, who preferred no change to the target range for the federal funds rate at this meeting.

자료: Fed, LS증권 리서치센터

그림6 **연준위원들의 성향(좌: 11/14, 우: 11/28)**

Name	Position	Hawk Scale	2025	2026	2027
Most Dovish					
Miran	Board		✓	✓	✓
Waller	Board		✓	✓	✓
Bowman	Board		✓	✓	✓
Jefferson	Vice Chairman		✓	✓	✓
Paulson	Philadelphia		×	✓	×
Cook	Board		✓	✓	✓
Powell	Chairman		✓	✓	✓
Williams	New York		✓	✓	✓
Daly	San Francisco		×	×	✓
Barr	Board		✓	✓	✓
Collins	Boston		✓	×	×
Goolsbee	Chicago		✓	×	✓
Kashkari	Minneapolis		×	✓	×
Bostic	Atlanta		×	×	✓
Musalem	St Louis		✓	×	×
Logan	Dallas		×	✓	×
Barkin	Richmond		×	×	✓
Schmid	Kansas City		✓	×	×
Hammack	Cleveland		×	✓	×
Most Hawkish					

Name	Position	Hawk Scale	2025	2026	2027
Most Dovish					
Miran	Board		✓	✓	✓
Waller	Board		✓	✓	✓
Bowman	Board		✓	✓	✓
Jefferson	Vice Chairman		✓	✓	✓
Paulson	Philadelphia		×	✓	×
Cook	Board		✓	✓	✓
Powell	Chairman		✓	✓	✓
Williams	New York		✓	✓	✓
Daly	San Francisco		×	×	✓
Barr	Board		✓	✓	✓
Collins	Boston		✓	×	×
Goolsbee	Chicago		✓	×	✓
Kashkari	Minneapolis		×	✓	×
Bostic	Atlanta		×	×	✓
Musalem	St Louis		✓	×	×
Logan	Dallas		×	✓	×
Barkin	Richmond		×	×	✓
Schmid	Kansas City		✓	×	×
Hammack	Cleveland		×	✓	×
Most Hawkish					

자료: InTouch Capital Markets, LS증권 리서치센터

표4 2019 년 이후 정책 결정 시 소수의견 여부

FOMC 회의		소수의견 여부	정책 결정
2019 년	1 월	만장일치	2.50% 동결
	3 월	만장일치	2.50% 동결
	5 월	만장일치	2.50% 동결
	6 월	1 명 → 25bp 인하: 제임스 불라드	2.50% 동결
	7 월	2 명 → 동결: 에스더 조지, 에릭 로젠그렌	2.25%(25bp 인하)
	9 월	3 명 → 50bp 인하: 제임스 불라드 / 동결: 에스더 조지, 에릭 로젠그렌	2.00%(25bp 인하)
	10 월	2 명 → 동결: 에스더 조지, 에릭 로젠그렌	1.75%(25bp 인하)
	12 월	만장일치	1.75%(동결)
2020 년	1 월	만장일치	1.75%(동결)
	3 월(23 일	만장일치	1.25%(50bp 인하)
	3 월(31 일	1 명 → 50bp 인하: 로레타 메스터	0.25%(100bp 인하)
	4 월	만장일치	0.25%(동결)
	6 월	만장일치	0.25%(동결)
	7 월	만장일치	0.25%(동결)
	9 월	2 명 → 로버트 카플란, 닐 카시카리(금리 결정 동의. 문구 수정 관련 반대)	0.25%(동결)
	11 월	만장일치	0.25%(동결)
	12 월	만장일치	0.25%(동결)
2021 년	1 월	만장일치	0.25%(동결)
	3 월	만장일치	0.25%(동결)
	4 월	만장일치	0.25%(동결)
	6 월	만장일치	0.25%(동결)
	7 월	만장일치	0.25%(동결)
	9 월	만장일치	0.25%(동결)
	11 월	만장일치	0.25%(동결)
	12 월	만장일치	0.25%(동결)
2022 년	1 월	만장일치	0.25%(동결)
	3 월	1 명 → 50bp 인상: 제임스 불라드	0.50%(25bp 인상)
	5 월	만장일치	1.00%(50bp 인상)
	6 월	1 명 → 50bp 인상: 에스더 조지	1.75%(75bp 인상)
	7 월	만장일치	2.50%(75bp 인상)
	9 월	만장일치	3.25%(75bp 인상)
	11 월	만장일치	4.00%(75bp 인상)
	12 월	만장일치	4.50%(50bp 인상)
2023 년	2 월	만장일치	4.75%(25bp 인상)
	3 월	만장일치	5.00%(25bp 인상)
	5 월	만장일치	5.25%(25bp 인상)
	6 월	만장일치	5.25%(동결)
	7 월	만장일치	5.50%(25bp 인상)
	9 월	만장일치	5.50%(동결)
	11 월	만장일치	5.50%(동결)
	12 월	만장일치	5.50%(동결)
2024 년	1 월	만장일치	5.50%(동결)
	3 월	만장일치	5.50%(동결)
	5 월	만장일치	5.50%(동결)
	6 월	만장일치	5.50%(동결)
	7 월	만장일치	5.50%(동결)
	9 월	1 명 → 25bp 인하: 미셸 보우먼	5.00%(50bp 인하)
	11 월	만장일치	4.75%(25bp 인하)
	12 월	1 명 → 동결: 베스 해맥	4.50%(25bp 인하)
2025 년	1 월	만장일치	4.50%(동결)
	3 월	1 명 → 크리스토퍼 월러(금리 결정 동의. QT 현 속도 유지 선호)	4.50%(동결)
	5 월	만장일치	4.50%(동결)
	6 월	만장일치	4.50%(동결)
	7 월	2 명 → 25bp 인하: 미셸 보우먼, 크리스토퍼 월러	4.50%(동결)
	9 월	1 명 → 50bp 인하: 스티븐 마이런	4.25%(25bp 인하)
	10 월	2 명 → 50bp 인하: 스티븐 마이런 / 동결: 제프리 슈미드	4.00%(25bp 인하)
	12 월	3 명 → 50bp 인하: 스티븐 마이런 / 동결: 오스탄 굴스비, 제프리 슈미드	3.75%(25bp 인하)

자료: LS증권 리서치센터

표5 통화정책성명문: 향후 동결을 시사하나?

FOMC 회의		향후 통화정책 결정 관련 문구	정책금리	정책 결정
2024 년	1 월	In considering any 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.	5.25~5.50%	동결
	3 월	In considering any 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.	5.25~5.50%	동결
	5 월	In considering any 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.	5.25~5.50%	동결
	6 월	In considering any 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.	5.25~5.50%	동결
	7 월	In considering any 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.	5.25~5.50%	동결
	9 월	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.	4.75~5.00%	50bp 인하
	11 월	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.	4.50~4.75%	25bp 인하
	12 월	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.	4.25~4.50%	25bp 인하
2025 년	1 월	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.	4.25~4.50%	동결
	3 월	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.	4.25~4.50%	동결
	5 월	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.	4.25~4.50%	동결
	6 월	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.	4.25~4.50%	동결
	7 월	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.	4.25~4.50%	동결
	9 월	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.	4.00~4.25%	25bp 인하
	10 월	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.	3.75~4.00%	25bp 인하
	12 월	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.	3.50~3.75%	25bp 인하

자료: Fed, LS증권 리서치센터

그림7 경제성장률 전망치

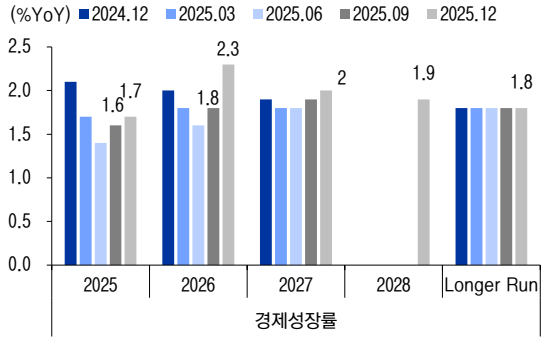
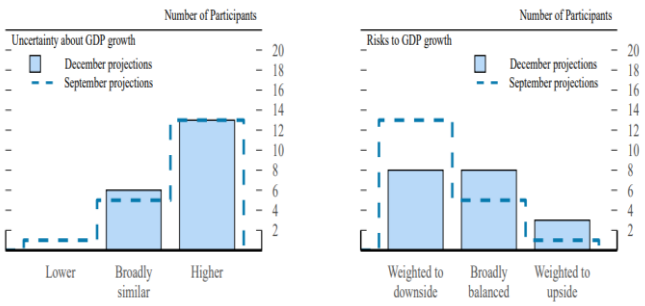


그림8 경제성장률 전망치에 대한 불확실성 및 리스크 평가



자료: Fed「SEP(2025. 12.10)」, LS증권 리서치센터

그림9 실업률 전망치

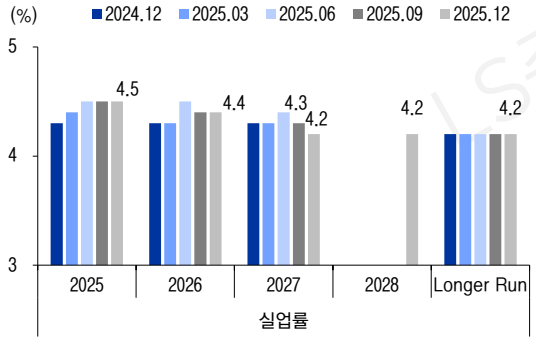
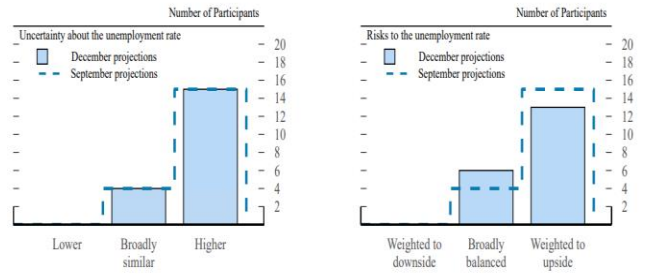


그림10 실업률 전망치에 대한 불확실성 및 리스크 평가



자료: Fed「SEP(2025. 12.10)」, LS증권 리서치센터

그림11 PCE 물가상승률 전망치

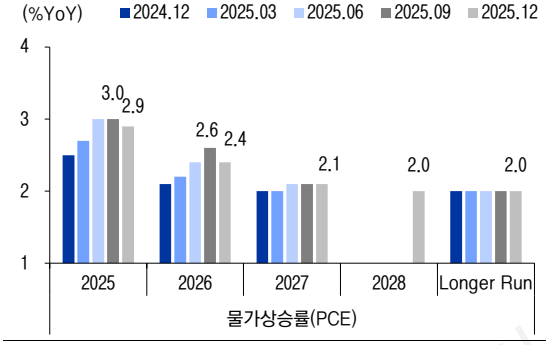
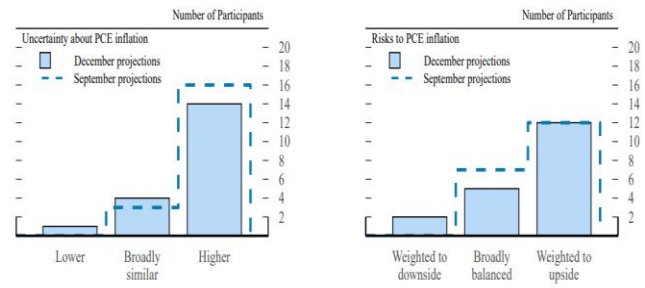


그림12 PCE 물가상승률 전망치에 대한 불확실성 및 리스크 평가



자료: Fed「SEP(2025. 12.10)」, LS증권 리서치센터

그림13 Core PCE 물가상승률 전망치

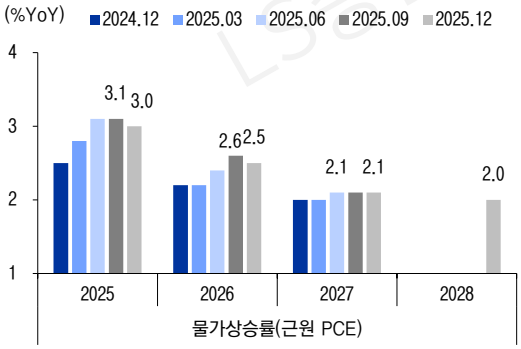
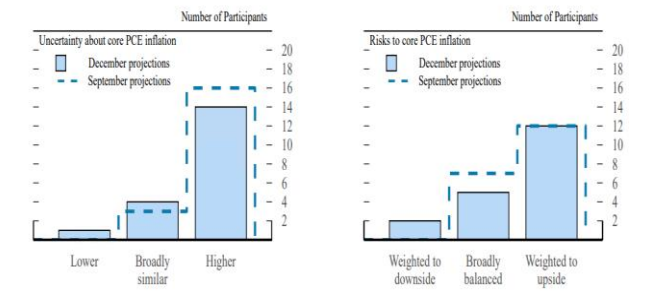
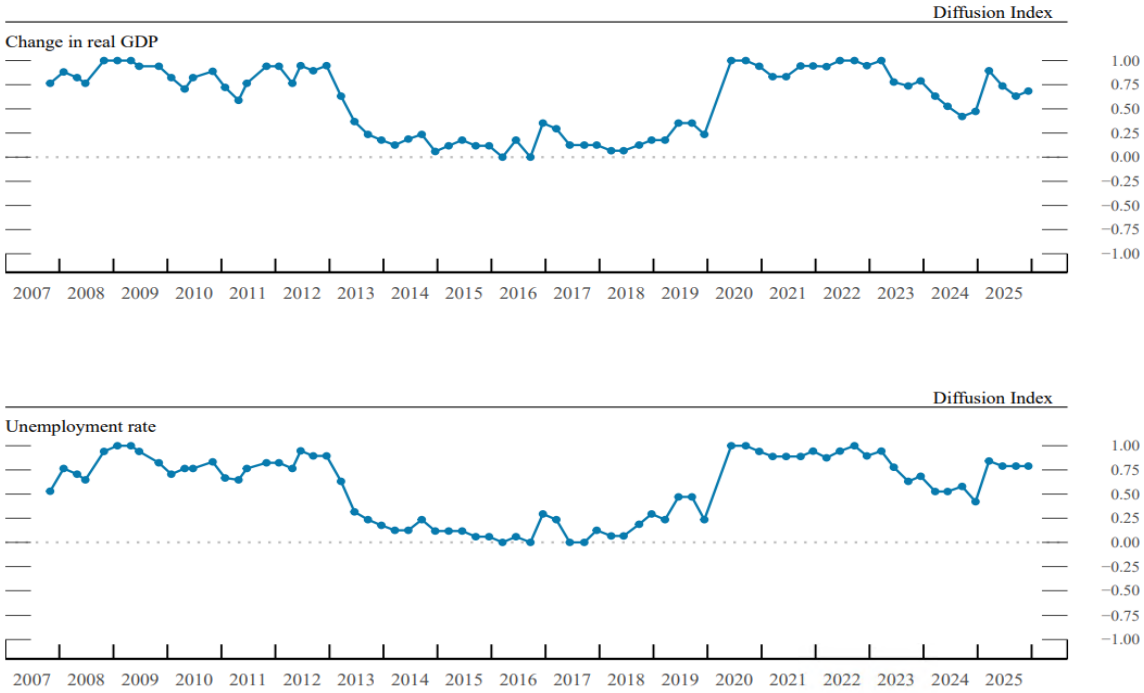


그림14 Core PCE 물가상승률 전망치에 대한 불확실성 및 리스크 평가



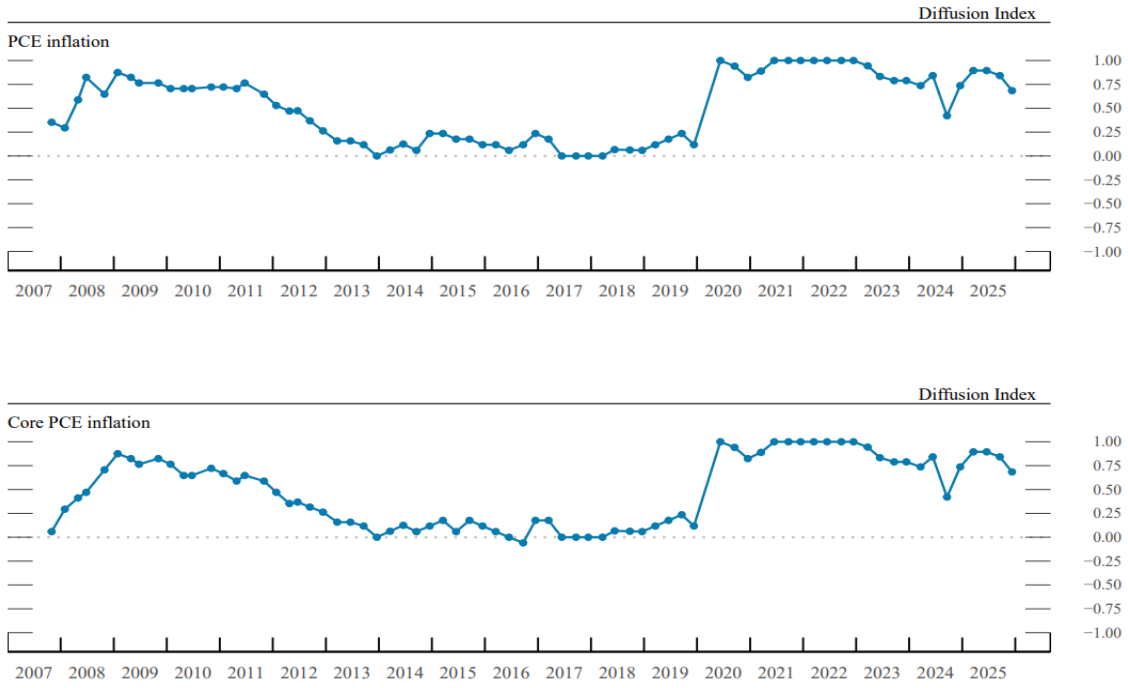
자료: Fed「SEP(2025. 12.10)」, LS증권 리서치센터

그림15 **불확실성에 대한 Diffusion Indexes**



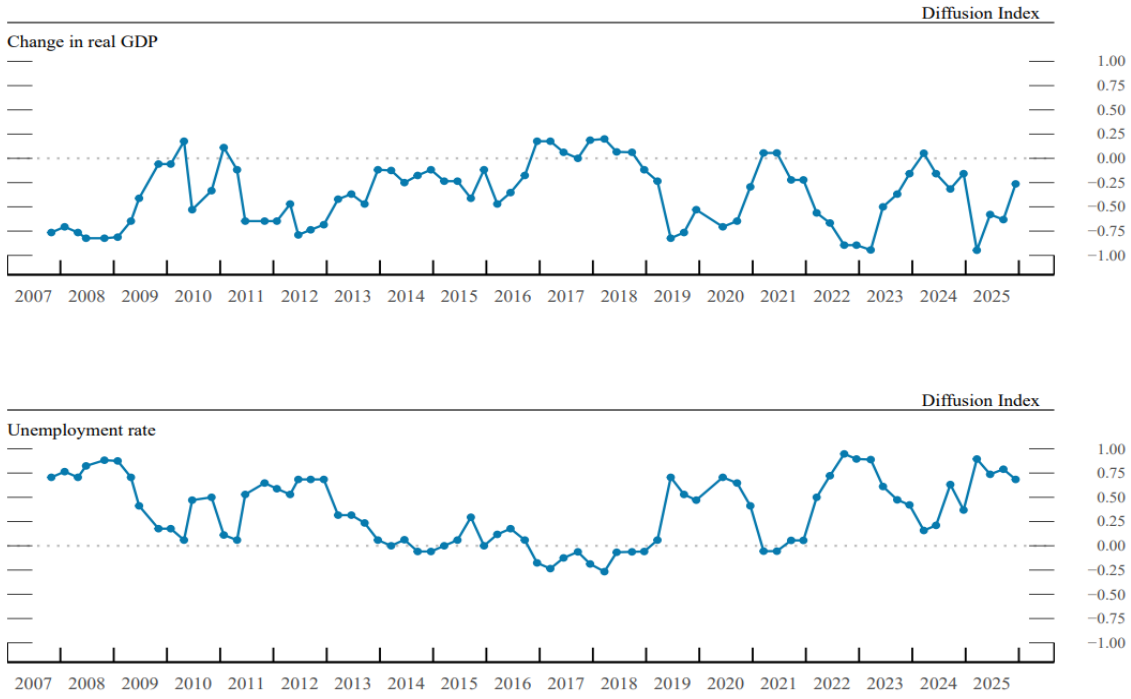
주1: 경제전망치를 제시하지 않은 2020년 3월은 제외한 데이터
주2: 지난 20년 간 불확실성 수준과 비교해 전망 시 높다(Higher)고 답변한 수에서 낮다(Lower)고 답변한 수)를 전체 답변자 수로 나눈 값
자료: Fed「SEP(2025.12.10)」, LS증권 리서치센터

그림16 **불확실성에 대한 Diffusion Indexes**



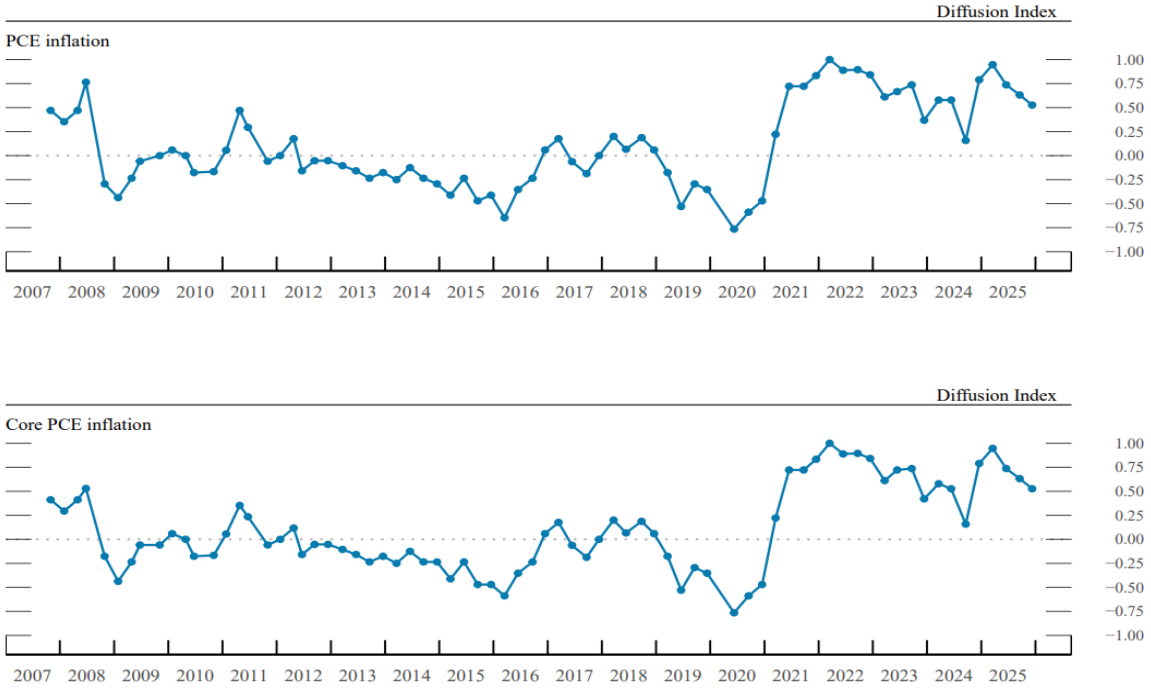
주1: 경제전망치를 제시하지 않은 2020년 3월은 제외한 데이터
주2: 지난 20년 간 불확실성 수준과 비교해 전망 시 높다(Higher)고 답변한 수에서 낮다(Lower)고 답변한 수)를 전체 답변자 수로 나눈 값
자료: Fed「SEP(2025. 12.10)」, LS증권 리서치센터

그림17 **리스크에 대한 Diffusion Indexes**



주1: 경제전망치를 제시하지 않은 2020년 3월은 제외한 데이터
주2: 상방 리스크(Weighted to the Upside)라고 답변한 수에서 하방 리스크(Weighted to the Downside)라고 답변한 수를 전체 답변자 수로 나눈 값
자료: Fed「SEP(2025. 12.10)」, LS증권 리서치센터

그림18 **리스크에 대한 Diffusion Indexes**



주1: 경제전망치를 제시하지 않은 2020년 3월은 제외한 데이터
주2: 상방 리스크(Weighted to the Upside)라고 답변한 수에서 하방 리스크(Weighted to the Downside)라고 답변한 수를 전체 답변자 수로 나눈 값
자료: Fed「SEP(2025. 12.10)」, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 우혜영).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.