한화투자증권

2025년 12월 15일
Fixed Income

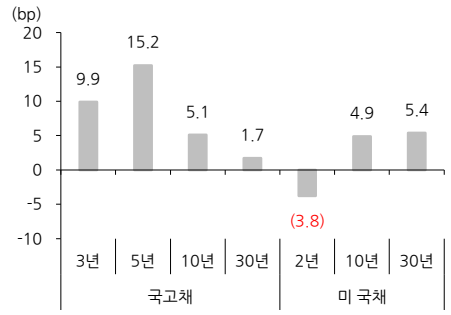
FI Weekly

2019년도, 2021년도 아니다

▶ 채권전략 김성수 sungsoo.kim@hanwha.com / 3772-7616

[주요 데이터 및 차트]

주간 한미 국채 금리 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 금리 예상 Range

금리, 스프레드	전주(12/12)	예상 Range	방향성
국고 3년	3.09%	3.03~3.13%	약보합
국고 5년	3.35%	3.28~3.40%	약보합
국고 10년	3.41%	3.35~3.45%	약보합
국고 10-3년	31.6bp	25.0~33.0bp	축소
미국 10년	4.19%	4.05~4.23%	약보합

자료: 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]
이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

수익률 커브: Steepening 지속되겠으나 2021년 수준은 아님

상반기까지 미 국채시장은 스티프닝 압력이 우위를 보일 전망. 단기금리는 상승이, 장기금리는 하락이 제한될 것. 미국 10년 기준 상단은 4.40%, 10-2년 스프레드는 최대 100bp까지 확대될 가능성을 염두에 둘 필요

연준 의장은 교체 예정. 그것도 정권에 협조적인 인물이 될 공산이 큼. 연준은 성명서에 잔존 만기 3년 이하 국채 매입이 가능하다고 명시. 사실에 근거한 기대는 빠르게 사라지지 않음. 시장의 이번 통화정책 관련 기대감은 유의미한 단기금리 상승을 막는 재료. 장기금리는 Term Premium이 끌어올리고, 기대인플레이션이 하단을 견고하게 만드는 흐름을 예상. 올해보다 개선될 미국 성장 모멘텀은 시장의 주된 컨센서스. 여기에 관세, 재정정책 관련 불확실성도 사라지지 않은 상황. 투자자들의 프리미엄 요구는 합리적

수익률 곡선은 조금 더 가팔라지겠지만 일각에서 이야기하는 2021년 수준까지 장단기 스프레드가 확대되지는 않을 것. 2021년은 코로나 봉쇄 종료로 성장이 폭발적으로 반등하던 때. 물가는 지금처럼 불편한 수준에서 고착화된 흐름이 아니라 2021년 1월 1.4%에서 12월 7.0%까지 급등하던 시기. 지금은 QE를 부르짖지만 4년 전은 QT 시점을 저울질하던 시절

유동성: 사전 대응에 나선 연준, 2019년 트라우마는 잊자

미국의 유동성 상황은 상대적, 절대적 관점에서 보아도 중앙은행의 대응이 필요. 대표적인 유동성 판단 지표인 '단기자금시장금리 - 지준부리 스프레드'를 보면 유로존은 안정적으로 (-) 스프레드를 유지하고 있는데 반해, 미국은 2025년 3분기 (+)로 전환된 뒤 쉽게 축소되지 않고 있음. 최종 대부자 시스템이라고 볼 수 있는 SRF 이용실적은 9월 66억달러를 기록한 뒤 11월 400억달러(12월은 12일까지 166억달러)로 6배 이상 증가

다만, 유동성 경색에 대한 정책 도구는 이전부터 마련해 두었으며, 연준은 행동을 개시. 당장 12월 12일부터 1월 8일까지의 재정증권 매입 규모(계획)는 543억달러. 잔존 시장성 재정증권의 0.8%, 연준 보유량의 약 27.8%를 매입할 예정이고 이는 그대로 유동성 공급으로 연결. 현재 GDP 대비 준비금 비율은 9.8%. 연준이 생각하는 적정 비율(9.0%), 도달해서는 안되는 비율(8.0%) 위에서 자산 매입이 시작. 유동성은 충격없이 무난하게 관리될 것. 2019년과 같은 악몽은 없을 전망

I. 채권시장 동향

글로벌 국채금리 대부분 상승

지난주 글로벌 국채금리는 대부분 상승했다. 미국을 제외한 주요국은 기준금리 인상에 주목하는 모습을 보였다. Schnabel ECB 집행이사는 "인플레이션의 상방 리스크 증가했고, 기준금리 인상 기대에 편안함을 느낀다"며 인하 사이클의 마무리를 강하게 시사했다. Bullock RBA 총재는 통화정책회의 기자회견에서 "추가 기준금리 인하는 필요 없을 것이며, 긴축이 필요할 수 있는 상황에 대해 논의"했음을 밝혔다.

미국 금리 만기별 흐름 차별화

미 국채 시장의 경우 단기 구간 금리는 하락, 중장기 구간은 상승하는 등 만기별로 차별화된 모습을 보였다. 단기금리는 예상보다 온건했던 FOMC 내용과 자산매입 발표가 하락 재료로 작용했고, 장기금리는 양호한 흐름이 이어지는 주요 경제지표 영향에 상승했다. 연준은 12월 FOMC에서 기준금리를 3.75%로 25bp 인하함과 동시에 유동성 지원을 위한 자산매입 계획도 발표했다.

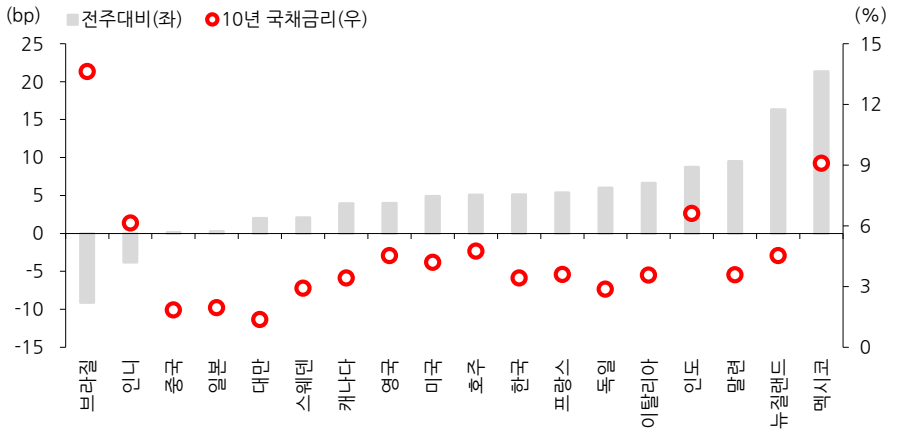
국고채 금리 상승

국고채 금리는 50년 금리를 제외하고 상승 마감했다. 주 초중반 한국은행의 국고채 단순매입(1조 5,000억원) 실시에도 시장은 대외 통화정책 긴축 재개 우려에 연동되며 상승세를 이어갔다. 이후, 미국 FOMC, 국고채 발행계획 등이 시장에 우호적으로 작용하면서 금리 상승 폭은 축소되었다. 국고 3년, 10년 금리는 전주 대비 각각 9.9bp, 5.1bp 상승한 3.09%, 3.41%를 기록했다.

크레딧 스프레드 확대

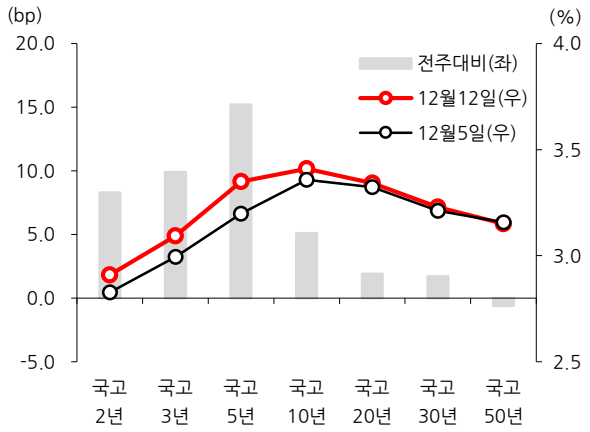
민평 기준 국고 3년, 10년 금리는 전주 대비 각각 9.5bp, 5.9bp 상승한 3.09%, 3.41%를 기록했다. 크레딧 시장은 주 후반 채권시장 안정에 주목하면서 매수세가 강해졌지만 약세 폭을 되돌리기에는 역부족이었다. 시장별로는 공사채 스프레드 확대 폭이 상대적으로 컸다. 국고 3년 대비 동일만기 회사채 AA- 스프레드는 전주 대비 2.8bp 확대된 50.1bp를 기록했다.

[그림1] 주간 주요국 채권 금리 변동 추이



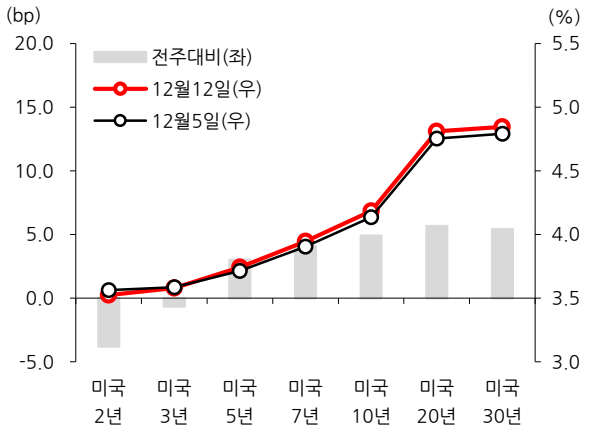
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 주간 국고채 수익률 커브 변동



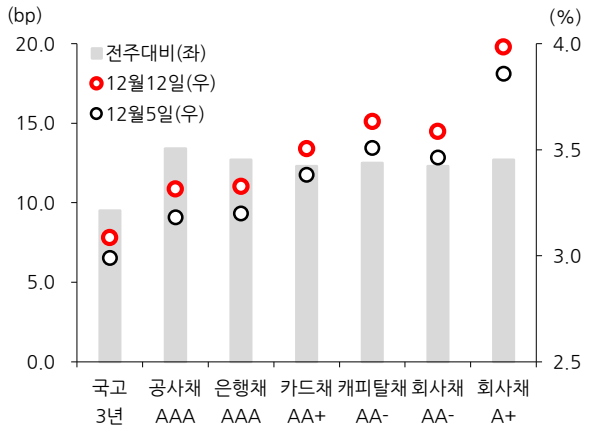
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 주간 미 국채 수익률 커브 변동



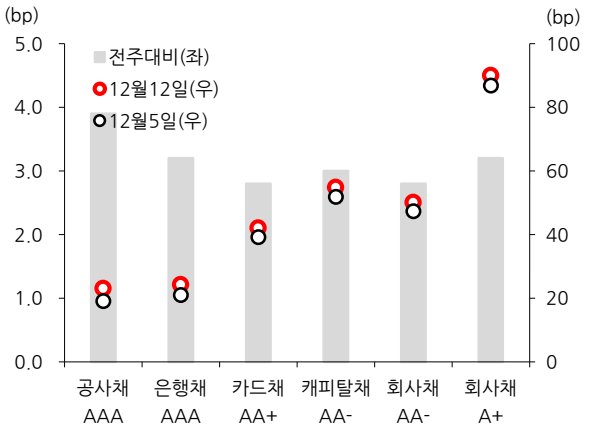
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 주간 주요 크레딧 금리 변동



주: 민평 3사 기준 3년 만기 금리
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 주간 주요 크레딧 스프레드 변동



주: 민평 3사 기준. 스프레드는 국고 3년에서 동일만기 금리를 차감한 값
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

Ⅱ. 채권시장 전망

1-1. 이슈: Steepening 지속 예상

미국 Steepening 지속 전망
10년 금리 최대 4.40%,
10-2 스프레드 100bp까지
열어줄 필요

상반기까지 미 국채시장은 스티프닝 압력이 우위를 보일 전망이다. 단기금리는 상승이, 장기금리는 하락이 제한될 것으로 보인다. 따라서, 미국 10년 기준 상단은 4.40%, 10-2년 스프레드는 최대 100bp까지 확대될 가능성을 염두에 둘 필요가 있다. 다만, 2021년 수준의 가파른 수익률 커브 양상은 전개되지 않을 것으로 예상한다. 그 때와 지금은 본질적으로 상황이 다르다.

단기금리,
통화정책에 주목

설령 연준이 당장 통화정책을 적극적으로 조정할 의지나 생각이 없다 하더라도 시장은 의장 교체 이후를 주목하고 있다. 6월 신임 의장 취임 전까지 기준금리 인하 희망은 단기금리 상승을 제한한다. 새로 진행하는 RMP(Reserve Management Purchase)도 단기 구간의 호재다. 비록 이표채는 '필요 시' 매입한다고 되어 있지만 Powell 의장이 직접 단기시장 유동성 문제가 단기국채시장으로 확산될 리스크를 주시하고 있음을 언급했기 때문에 실제 매입 가능성을 배제할 수 없다.

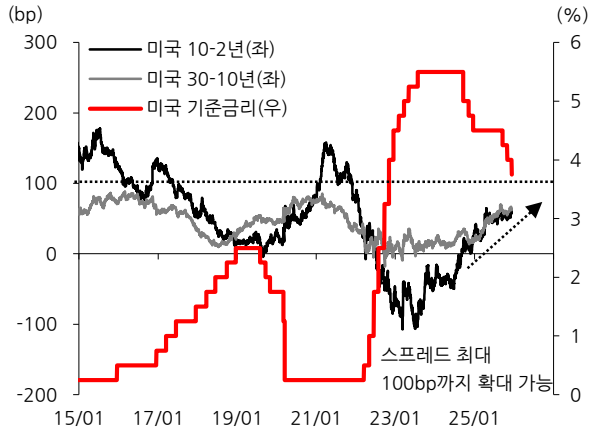
근거있는 기대감에
상승 제한될 것

QE와 같은 허황된 망상이 아니다. 의장은 바뀐다. 그것도 정권에 협조적인 인물이 될 공산이 크다. 연준은 성명서에 잔존 만기 3년 이하 국채 매입이 가능하다고 명시했다. 사실에 근거한 기대는 빠르게 사라지지 않는다. 시장의 이번 통화정책 관련 기대감은 유의미한 단기금리 상승을 막는 재료다.

장기금리,
Term Premium 주도
상승 예상

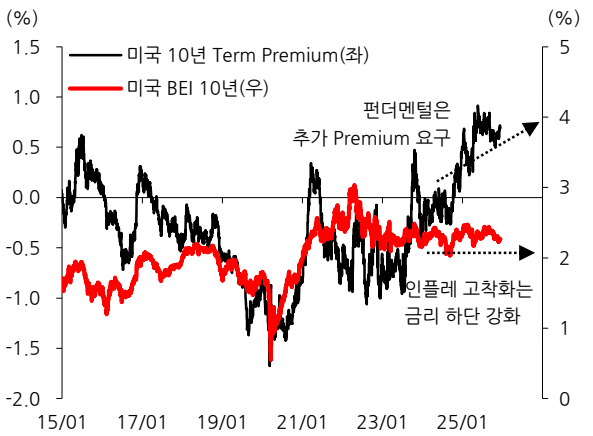
장기금리는 Term Premium이 끌어올리고, 기대인플레이션이 하단을 견고하게 만드는 흐름을 예상한다. 셧다운 관련 기저효과를 차치하더라도 올해보다 개선될 미국 성장 모멘텀은 시장의 주된 컨센서스다. 여기에 관세, 재정정책 관련 불확실성도 사라지지 않았다. 투자자들의 프리미엄 요구는 자연스럽다.

[그림6] 장단기 스프레드 최대 100bp 까지 확대 가능



자료: the Fed, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] Term Premium 상승이 주도하는 Steepening



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

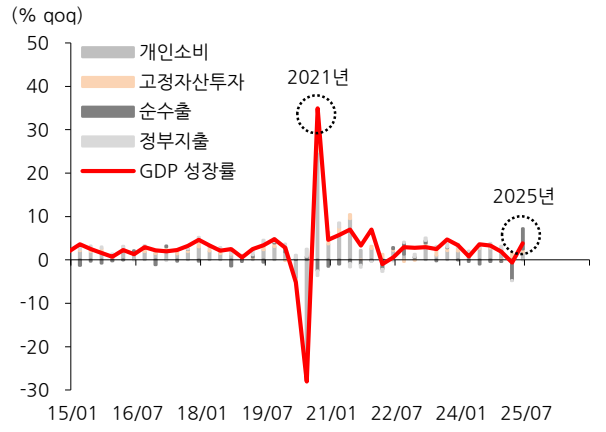
물가 요소는 하단을 견고하게 만듦

물가가 2026년에 안정적인 둔화 흐름을 보일 것으로 예상하는 사람은 아무도 없다. 관세 충격은 온전히 반영되지 않았다. 관세와 무관한 서비스부문 물가도 2% 초반으로 내려오려면 많은 시간이 필요하다. 2% 초중반대를 유지 중인 기대인플레이션(BEI 10년)이 유의미하게 하락할 가능성은 사실상 0에 수렴한다. 장기금리는 추가 상승 여력이 있다.

다만, 2021년 수준 스프레드 기대는 과도

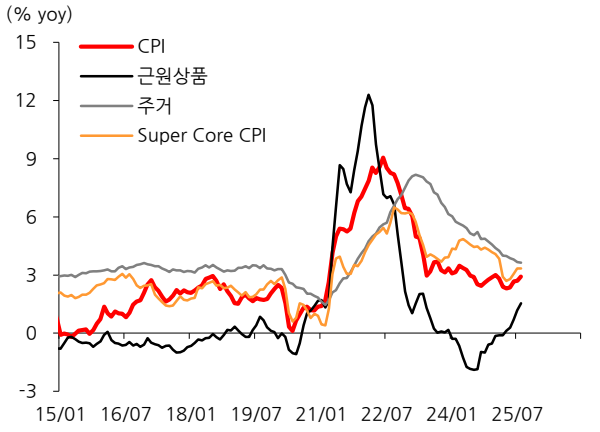
수익률 곡선은 조금 더 가팔라지겠지만 일각에서 이야기하는 2021년 수준까지 장단기 스프레드가 확대되지는 않을 것이다. 그때와 지금은 상황이 본질적으로 다르다. 2021년은 코로나 봉쇄 종료로 성장이 폭발적으로 반등하던 때다. 물가는 지금처럼 불편한 수준에서 고착화된 흐름이 아니라 2021년 1월 1.4%에서 12월 7.0%까지 급등하던 시기였다. 지금은 QE를 부르짖지만 4년 전은 QT 시점을 저울질하던 시절이었다.

[그림8] 2021 년은 성장이 폭발적으로 반등하던 때



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 물가도 급등하던 시기



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

1-2. 이슈: 2019 년과 다를 유동성 환경

선제적 유동성 관리에 나선 연준

당초 연준은 당분간은 대차대조표 규모를 유지하되, '머지않은' 미래에 유동성 관리 목적의 자산 매입이 있을 것이라고 예고했다. 이런 이야기가 나온지 약 한 달 만에 자산 매입(RMP, Reserve Management Purchase) 발표가 나온 것을 보면 유동성 환경에 대한 위기감과 사전 대응에 대한 공감대가 빠르게 형성된 것으로 보인다. FOMC 기자회견 중 Powell 의장의 "단기자금시장 유동성 상황 변화가 단기국채시장으로 확산 중"이라는 언급도 이를 뒷받침한다.

상대적으로 보나,

미국의 유동성 상황은 상대적, 절대적 관점에서 보아도 중앙은행의 대응이 필요하다. 대표적인 유동성 판단 지표인 '단기자금시장금리 - 지준부리 스프레드'를 보면 유로존은 안정적으로 (-) 스프레드를 유지하고 있는데 반해, 미국은 2025년 3분기 (+)로 전환된 뒤 쉽게 축소되지 않고 있다. 동 스프레드가 (+) 이어지면 준비금은 필연적으로 줄어들 수밖에 없고, 이는 유동성의 경색을 의미한다.

절대적으로 보나, 유동성은 경색 중

'시장에 균열'이 생겼다고 호들갑을 떨던 4월에도 사실상 가동되지 않았던, 최종 대부자 시스템이라고 볼 수 있는 상설레포창구(Standing Repo Facility) 이용실적은 9월 66억달러를 기록한 뒤 11월 400억달러(12월은 12일까지 166억달러)로 6배 이상 증가했다. 중앙은행의 대응이 나올 수밖에 없는 환경이다.

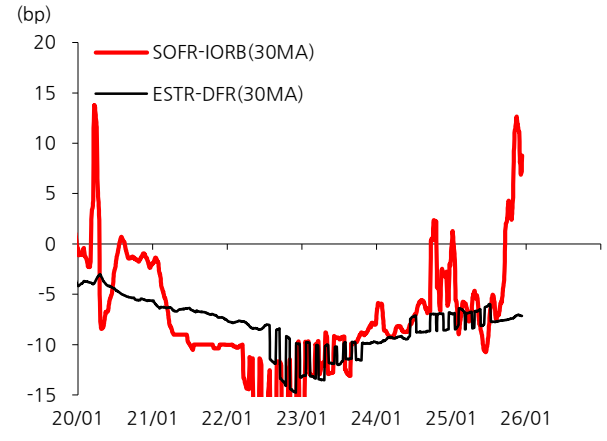
준비가 되어 있기에 2019년 충격은 없다

유동성 경색에 대한 정책 도구는 이전부터 마련해 두었으며, 연준은 행동하기 시작했다. 적정(Ample) 준비금은 정확히 알 수 없지만 이제는 대략적이나마 추정해볼 수 있는 경험이 쌓였다. 2019년과 같은 유동성 충격은 없을 전망이다.

레포창구 정상 작동 확인

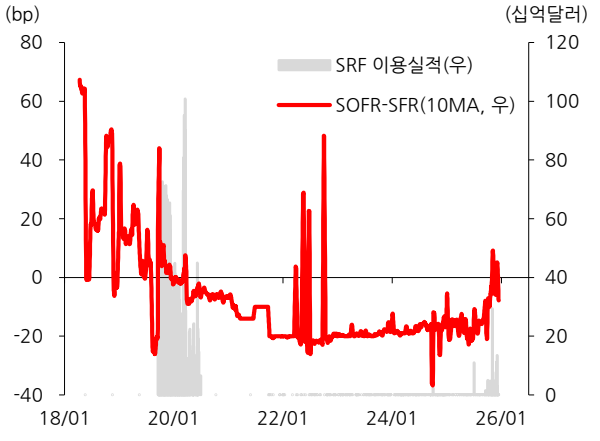
단기자금시장 상황이 안정적이던 연초부터 연준은 꾸준히 시장 참가자들에게 대출 창구 이용을 독려했다. 이런 조치는 금번 3~4분기에 어느정도 효과를 보았다고 판단한다. 낙인 효과를 꺼리던 투자자들은 앞서서 설명했듯 단기자금금리가 SFR 금리를 상회하자 레포창구를 이용하기 시작했다. 정책 시스템이 작동한 것이다.

[그림10] 상대적으로 보아도 미국 유동성 환경은 경색 중



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 최종 대부자 시스템도 발동되었음



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

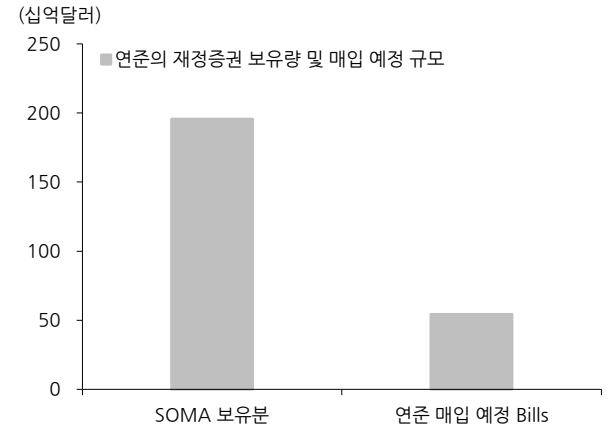
4월 납세 시즌까지 자산 매입 규모 확대 예상

공개시장운영 업무를 맡고 있는 뉴욕 연은은 월 400억달러 한도로 재정증권을 매입할 계획이며, 소득세 납부 기한인 4월까지는 매입 규모가 크게 늘어날 수 있다고 했다. 통상 세금 납부 시즌인 4월에는 준비금이 가파르게 감소(유동성 경색)한다. 2010년 이후 4월 평균 준비금 감소 규모는 1,230억달러(GDP 대비 -0.85%)다. 2020년을 제외하면 한 해도 빠짐없이 준비금이 줄어들었다.

적절한 때에 유동성 관리 시작, 충격은 없을 것

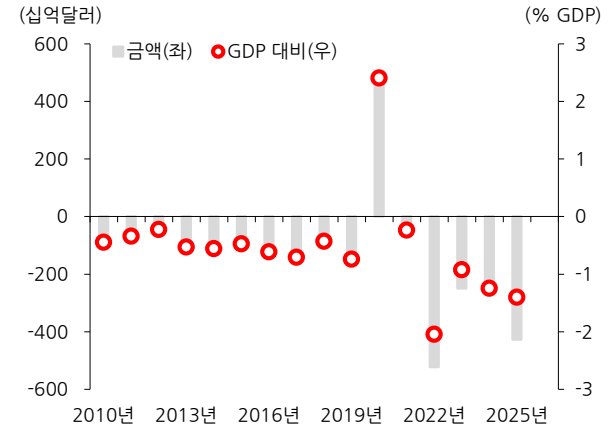
당장 12월 12일부터 1월 8일까지의 재정증권 매입 규모(계획)는 543억달러다. 잔존 시장성 재정증권의 0.8%, 연준 보유량의 약 27.8%를 매입할 예정이고 이는 그대로 유동성 공급으로 이어진다. 현재 GDP 대비 준비금 비율은 9.8%다. 연준이 생각하는 적정 비율(9.0%), 도달해서는 안되는 비율(8.0%) 위에서 자산 매입이 시작되었다. 유동성은 충격없이 무난하게 관리될 전망이다.

[그림12] 1월 초까지 재정증권 매입량은 기 보유분의 약 28%



자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 연도별 4월 준비금 변동 추이



자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2. 전략: 길어지는 통화정책의 시간

국고 3년: 3.03~3.13%
국고 10년: 3.35~3.45%

이번주 국고채 금리 밴드는 3년, 10년 각각 3.03~3.13%, 3.35~3.45%를 제시한다. 12월 FOMC가 연말 마지막 이벤트로 여겨졌으나 RBA를 필두로 ECB, RBNZ까지 기준금리 인상이라는 새로운 이슈를 만들어냈다. 이번주도 통화정책 이야기들이 시장 흐름을 주도할 것으로 예상한다. 16일에는 11월 금통위 의사록이 공개된다. 이후, 18일과 19일에는 ECB와 일본은행 통화정책회의가 예정되어 있다.

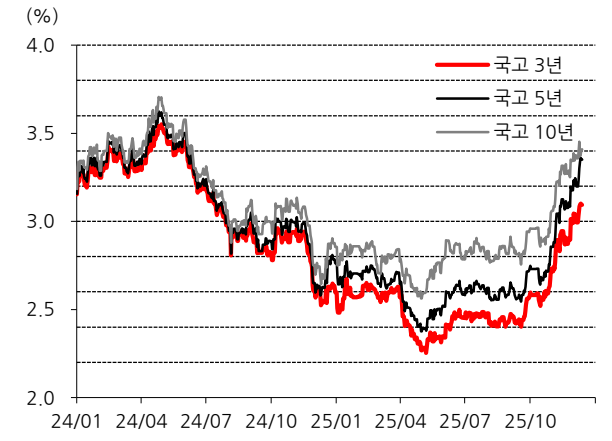
12월 FOMC, 소수의견 많은 기준금리 인하 전망

금통위 의사록에서는 얼마나 많은 위원들이 기준금리 인하 종료에 동의했는지, 환율과 물가에 대한 견해는 어떠한지 살펴보는 것이 중요하다. 이들의 시선이 보수적으로 바뀌었다면 지금이 동결 사이클 초반부라는 것이 명확해진다. ECB는 기준금리 조정 종료 시그널을 어느 정도로 강하게 낼지, 일본은행은 추가 인상과 최종(또는 중립)금리 관련 얼마나 많은 내용을 설명할지가 관건이다. 재료들 대부분을 금리 상승 요인으로 판단한다.

12월 FOMC, 소수의견 많은 기준금리 인하 전망

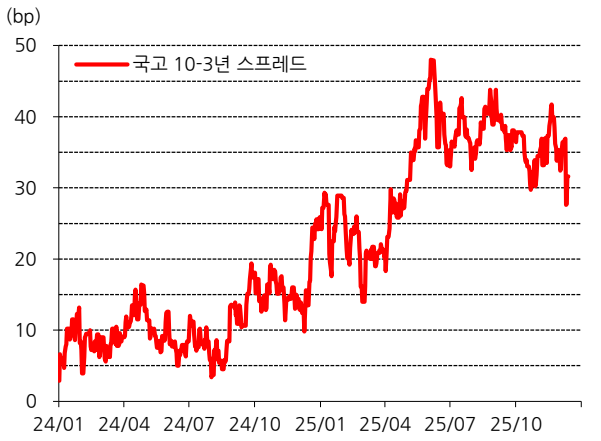
주말간 연준 인사들의 연설 내용은 12월 FOMC가 결코 완화적이지 않았음을 증명한다. 이들은 이구동성으로 기준금리 인하가 매우 어려운 결정이었다고 이야기한다. 매파적인 사람들은 계속해서 보수적인 입장을 경지 중이다. 기준금리 인하는 '폭 넓은 지지를 받은' 결정이었다는 Powell 의장 기자회견의 설득력이 다소 약해지는 모습이다. 미국채 금리는 다시 한번 상승 압력에 노출될 전망이다. Steepening 장세를 예상한다.

[그림14] 주요 국고채 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 국고 10-3 년 스프레드 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 예상 금리 Range

금리, 스프레드	동향(대비)			예상 Range	방향성
	연초	월초	전주(12/12)		
국고 3 년	2.60%(+49.7bp)	3.05%(+4.8bp)	3.09%(+9.9bp)	3.03~3.13%	약보합
국고 5 년	2.76%(+58.8bp)	3.23%(+11.7bp)	3.35%(+15.2bp)	3.28~3.40%	약보합
국고 10 년	2.86%(+55.4bp)	3.39%(+2.2bp)	3.41%(+5.1bp)	3.35~3.45%	약보합
국고 10-3 년	25.9bp(+5.7bp)	34.2bp(-2.6bp)	31.6bp(-4.8bp)	25.0~33.0bp	축소
미국 10 년	4.57%(-38.7bp)	4.09%(+9.8bp)	4.19%(+4.9p)	4.05~4.23%	약보합

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 통화정책 Tracker

[표1] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
12/9	Michele Bullock (RBA 총재)	-	- 통화 긴축이 필요할 수 있는 상황에 대해 논의했음 - 추가 기준금리 인하는 필요 없을 것 - 향후 추가 조치는 시점을 정하지 않고 회의 때마다 결정 - 현재 물가는 우려스러운 상황. 필요한 모든 조치 취할 것
12/9	이창용 (한국은행 총재)	-	- 2000년대 5% 초반 수준이던 잠재성장률은 최근 2%를 밑도는 수준까지 하락. 현 추세대로라면 2040년대에는 0%대까지 낮아질 가능성 - 미국처럼 한국도 경제성장률을 2%가 넘는 수준을 유지할 수 있는 방향이 있는지 고민해야 할 때 - 잠재성장률이 약화되고 있는 것은 급속한 저출생, 고령화로 노동 인구가 줄어드는 상황에서 이를 완충할 기업의 투자와 생산성 혁신은 미진했기 때문 - 자원이 생산성이 높은 부문으로 효율적으로 배분되지 못한 영향도 컸음 - 전세계적으로 금리가 서로 다른 방향으로 많이 바뀔 것 - ECB는 우리와 똑같이 말했는데도 잘못했다는 의견이 없음. 우리는 난리 - (국고채 단순 매입은)시장 상황을 보고 과도하면 언제든지 달래주고 그러는 것 - 최근 물가상승세는 농산물 가격 등 단기 요인이 작용한 결과. 환율 요인을 제외한다면 2.4%에서 향후 1~2개월 간은 내려올 것으로 예상 - 환율이 지금 수준에서 유지되면 소비자물가에 영향을 줄 수 있음
12/9	우에다 가즈오 (일본은행 총재)	-	- 장기금리는 약간 빠른 속도로 상승 - 장기금리가 급격하게 상승하는 예외적인 상황에서는 국채 매입 증액할 것
12/11	Jerome Powell (연준 의장)	비둘기파, O	- 고용 상황은 지난 회의 때와 크게 달라지지 않았음. 고용시장은 명백하게 둔화되었지만 그 속도는 점진적(gradually cooling). 적은 해고, 적은 채용 추세도 지속 - 자산 매입의 목적은 준비금 수준 유지. 단기 국채 매입은 금리정책 관리에 긍정적 - 소비는 견조(solid), 기업 투자는 확장(expand). 데이터들은 경제가 완만한 속도(moderate pace)로 성장하고 있음을 시사. 셧다운 관련 충격은 1분기 기저효과가 상쇄할 것 - 10월 FOMC 이후 확인할 수 있었던 물가 데이터는 제한적이었음. 그러나 관세로 인해 상품물가가 물가 상승세를 이끈 것으로 판단. 서비스 부문 디스인플레이션은 현재진행형 - 대부분 장기 기대인플레이션은 물가 목표에 부합 - 고용은 하방 압력이, 물가는 상방 압력이 소폭 증가(tilted to the upside) - 최근 기준금리 인하는 고용 시장 안정을 위한 결정 - 기준금리는 중립 추정치 범위 안에 위치. 세부적으로는 상단 수준으로 판단 - 단기자금시장 압박은 단기 국채시장으로 확산 중. 따라서 몇 달간 자산 매입(준비금 수준 유지를 위한) 규모는 증가 예상. 그 이후에는 매입 규모 줄여나갈 것 - '기준금리 추가 조정의 시기와 규모(extent and timing)' 문구는 데이터에 기반해 신중하게 정책을 운영하겠다는 의미 - 현재 통화정책은 경제 상황을 지켜볼 수 있는 적절한 수준(well positioned)에 위치 - 소비 모멘텀이 내년도 경제 성장을 이끌 것. 셧다운 종료 관련 기저효과도 성장에 기여 예상 - 몇 년 전과 비교했을 때 생산성은 구조적으로 개선. 연준도 기본적으로 생산성의 개선을 전망 - 연준 구성원 모두(everyone at the table) 물가가 지나치게 높고, 고용시장이 둔화되었으며 추가 리스크가 존재함에 동의 - 이번 기준금리 인하 결정에는 폭넓은 지지(fairly broad support)가 있었음. 그러나 동결, 인하 의견 대립은 존재(division is between holding rates steady from here versus cutting) - 기준금리 인하 효과는 이제 막 발현 - 추가 기준금리 인하를 지지하는 구성원은 있으나 인상을 기본 전망으로 보는 사람은 없음 - 기준금리가 중립 범위 안에 위치하는 한 급격한 고용 위축은 없을 전망 - 관세와 무관한 물가 부문에서는 진전이 있었음 - 최근 몇 달간 고용자수 증가는 6만명 정도 과대 추산된 것으로 추정 - 소폭 상승한 연방기금금리는 준비금이 적정 수준(ample)임을 시사. 당초 예상했던 것보다 준비금은 적정 수준에 조금 빠르게 도달. 4월 납세시즌에도 준비금이 동 수준에 머무르기를 기대

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
12/11	Jerome Powell (연준 의장)	비둘기파, O	- 계절적 요인을 포함, 대차대조표는 장기적으로 확대될 수밖에 없음 - 추가적인 관세정책 발표가 없다면 물가는 1분기가 고점. 관세 충격이 일시적일 가능성이 높아지는 중 - 고용시장 우려가 없었다면 기준금리는 더 높은 곳에 위치했을 것 - 주택시장은 커다란 도전에 직면. 25bp 기준금리 인하가 주택시장 환경을 크게 개선시키지는 못할 것 - 장기금리 상승이 인플레이션 우려를 반영한 것은 아님
12/12	Anna Paulson (필라델피아 연은 총재)	중립, X	- 지금도 물가보다는 고용에 신경이 많이 쓰임. 1월 FOMC 때는 훨씬 많은 정보들을 확인할 수 있을 것 - 인플레이션은 2026년 둔화될 가능성이 상당함. 올해 물가 상승은 대부분 관세 때문 - 성장세 둔화는 관세, 이민정책에 일부 기인 - 현재 보고 있는 경제 데이터들은 오래된 수치들 - 관세가 광범위한 품목에 영향을 미칠 가능성은 제한적 - 물가의 핵심은 목표의 달성. 안정적인 흐름이 아님. 시장도, 국민들도 목표물가 달성을 기대하고 있음
12/12	Austan Goolsbee (시카고 연은 총재)	매파, O	- 사전 대응 성격의 기준금리 인하를 너무 앞당겨서(frontloading rate cuts too heavily) 단행한 것이 아닌지 우려스러움 - 셧다운 이전 물가 지표, 특히 서비스 부문은 걱정스러운 수준 - 대부분 데이터들은 고용시장이 완만하게 둔화(moderately cooling) 중임을 시사. 시장 상황은 상당히 안정적(pretty stable) - 기준금리 인하 휴지기의 장점은 경제의 흐름을 확인할 수 있다는 것 - 동결 소수의견을 낸 것은 데이터, 그 중에서도 특히 물가 데이터가 충분하지 않았기 때문 - 물가는 목표 수준을 4년 6개월째 상회 중. 진전은 멈췄고, 기업과 소비자 모두 물가를 주요 걱정거리로 인식하기 시작 - 고용시장의 급격한 위축으로 연준이 2026년까지 인하를 기다릴 수 없었다는 증거는 거의 없음 - 관세로 인한 충격이 일시적일 수는 있지만 더 오래 지속될 가능성도 존재 - 기준금리는 내년 유의미한 수준까지 인하될 수 있음. 본인도 이에 대해 긍정적인 입장. 그러나 물가목표를 달성하지 않은 상태에서 사전적 대응이 과도했다는 의구심을 지울 수 없음 - 물가 상승세가 일시적이라고 가정해서는 안됨 - 1분기까지는 물가 흐름을 지켜봐야 함. 기준금리는 유지될 필요. 기다리는 기간 때문에 리스크가 증가하지는 않을 것 - 점도표 상에서 본인은 크게 낙관적인 사람 중 하나. 내년 기준금리 인하에 있어서는 전혀 보수적이지 않음. 중간값보다 더 많은 인하를 전망 - 물가가 2026년에 둔화될 것이라는 데에는 의심의 여지가 없음. 그러나 확실한 흐름을 확인해야 함 - 연준이 트럼프 대통령의 공세에 대응하고 있다고 생각하지 않음 - 채권 매입은 금리 조절일 뿐, 통화정책이라고 볼 수는 없음. 어디까지나 기술적인 조정일 뿐 - 경제 성장에 발맞춘 대차대조표 증가가 필요. 준비금이 적정 수준(ample)을 하회하면 금리를 효과적으로 관리하는 것이 불가능
12/12	Jeffrey Schmid (캔자스시티 연은 총재)	매파, X	- 기준금리를 소폭 긴축적(modestly restrictive)인 수준에서 유지하기를 희망 - 물가는 지나치게 높고, 경제는 모멘텀이 살아있음을 증명 중. 고용시장이 둔화되고 있는 것은 사실. 그러나 전반적으로는 균형잡힌 수준 - 10월 FOMC 때와 크게 달라진 것은 없음. 유의미한 상황 변화가 없었던 것이 소수의견을 낸 이유 - 관할 지역 내에서는 물가에 대한 우려가 증가 - 통화정책이 긴축적이라지만 그 정도는 미약(only modestly, if at all, restrictive) - 연준의 통화정책이 신뢰를 얻는 것은 물가안정에 대한 노력 때문. 이 부분을 간과해서는 안됨

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
12/12	Beth Hammack (클리블랜드 연은 총재)	매파, X	- 고용시장은 점진적으로 둔화(gradually cooling) 중. 인플레이션은 지금도 목표 수준을 웃돌고 있음. 양대책무의 균형을 잡는 것이 어려운 상황 - 정부 공식 데이터 부재는 연준에게 큰 문제가 되지 않음. 여러가지 대체 데이터들이 존재 - 금년 달러 약세는 수요의 이탈이 아님. 예상 가능한 범위 안에서 약세를 보이는 중 - 장기적으로 물가 안정은 경제 성장을 지지 - 관할 지역에서는 적은 채용, 적은 해고 상황이 지속 중 - 12월 FOMC 결정까지는 많은 난관들이 있었음 - 고용시장 판단 수준(break-even)은 상당히 완화(greatly reduced) - 현재 통화정책은 중립 수준 부근에 위치(right around neutral). 통화정책이 지금보다 조금 긴축적(little more restrictive)으로 운영되기를 희망 - 현재 물가 상승세가 전적으로 관세 때문인지는 불명확 - 사모신용 문제는 시스템 리스크로 발전할 만큼 시장 자체가 크지 않음 - 재정정책 영향으로 성장세 개선 전망
12/13	Austan Goolsbee (시카고 연은 총재)	매파, O	- 본인의 주장이 상당기간 기준금리 인하가 불가능하다는 것은 아님 - 소비 상황은 견고하고 회복력을 보유한 상태 - 가파른 생산성 향상이 연준에 유연성을 부여 - 연준은 인플레이션 억제를 위해 필요할 경우 경제 성장에 반대되는 결정을 해야 함(take the punchbowl away to fight inflation) - 정부부채 관리를 위해 연준이 기준금리를 낮은 수준에서 유지해야 한다는 일각의 주장은 실망스러움. 연준은 독립적인 기관
12/13	Mary Daly (샌프란시스코 연은 총재)	중립, Xs	- 이번 연준의 결정은 결코 쉽지 않았음. 본인은 인하에 찬성 - 통화정책 목표가 상충되는 상황이지만 이번 인하는 올바른 결정이었다고 생각. 물가가 높은 것은 사실이나 고용을 외면할 수도 없는 노릇

자료: 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 채권시장 주요일정

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
15 Miran 연준 이사(비둘기파, O) 연설 **(미국)** 12월 뉴욕 연은 엠파이어 스테이트 제조업지수 (예상: 10.5, 전월: 18.7, 전년: 2.1) **(유로존)** 10월 산업생산 (전월비: 0.2%, 전년비: 1.2%) **(중국)** 11월 소매판매 (예상(y): 2.9%, 전월비: 0.2%, 전년비: 2.9%) 11월 산업생산 (예상(y): 5.0%, 전월비: 0.2%, 전년비: 4.9%)	16 한국은행 통화정책방향 결정회의 의사록 Williams 뉴욕 연은 총재(중립, O) 연설 **(한국)** 10월 M2 통화공급 (전월비: 0.7%, 전년비: 8.5%) **(미국)** 12월 NAHB 주택시장지수 (예상: 38, 전월: 38, 전년: 46) 11월 비농업고용지수 (예상: 5만명, 9월: 11.9만명, 전년: 26.1 만명) 11월 실업률 (예상: 4.4%, 9월: 4.4%, 전년: 4.2%) 10월 소매판매 (예상(m): 0.3%, 전월비: 0.2%, 전년비: 4.3%) **(유로존)** 12월 ZEW 경기전망지수 (전월: 25.0, 전년: 17.0)	17 Williams 뉴욕 연은 총재(중립, O) 연설 **(유로존)** 11월 CPI, Core CPI (CPI 전월비: -0.3%, 전년비: 2.2%) (Core 전월비: -0.5%, 전년비: 2.4%)	18 영국 영란은행 MPC 유로존 ECB Governing Council Meeting Bostic 아틀란타 연은 총재(매파, X) 연설 **(미국)** 20년 국채 입찰 (4.71%, 간접: 59.5%, 응찰률: 2.41 배) 11월 CPI, Core CPI(전월, 전년은 9월 기준) (CPI 예상 전월비: 0.3%, 전년비: 3.1%) (Core 예상 전월비: 0.3%, 전년비: 3.0%) (CPI 전월비: 0.3%, 전년비: 3.0%) (Core 전월비: 0.2%, 전년비: 3.0%) 12월 필라델피아 연은 업황전망 (예상: 2.1, 전월: -1.7, 전년: -10.9)	19 일본 일본은행 금융정책결정회의 **(한국)** 11월 PPI (전월비: 0.2%, 전년비: 1.5%) **(미국)** 12월 캔자스시티 연은 제조업 활동지수 (전월: 8.0, 전년: -5.0) 12월 미시간대학교 소비자심리지수(확정) (전월: 51.0, 전년: 74.0) 11월 기존주택판매 (예상(m): 1.0%, 전월비: 1.2%, 전년비: 1.7%)
국고 10년 입찰 1조원 통안 은행 발행 2,000억원 / 만기 300억원 카드 발행 1,000억원 회사 만기 2,550억원	국고 통안 은행 발행 1,000억원 / 만기 3,600억원 카드 만기 1,400억원 회사	국고 통안 3년 입찰 1조원 은행 만기 3,800억원 카드 만기 300억원 회사 만기 100억원	국고 통안 은행 만기 3,900억원 카드 회사 만기 100억원	국고 외평채 입찰 3,500억원 통안 은행 만기 6,050억원 카드 만기 2,800억원 회사 만기 670억원
22 **(미국)** 11월 시카고 연은 연방 국가활동지수 (8월: -0.12, 전년: -0.05)	23 호주 RBA Reserve Bank Board Meeting 의사록(12월) **(미국)** 2년 국채 입찰 (3.49%, 간접: 58.1%, 응찰률: 2.68 배) 3분기 GDP(잠정) (예상(전기비연율): 3.2%) 11월 산업생산(전년, 전월은 9월 기준) (예상(m): 0.1%, 전월비: 0.1%, 전년비: 1.6%)	24 **(한국)** 12월 CSI (전월: 112.4, 전년: 88.2) **(미국)** 5년 국채 입찰 (3.56%, 간접: 61.4%, 응찰률: 2.41 배) 12월 리치몬드 연은 제조업지수 (전월: -15.0, 전년: -10.0) 12월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수 (전월: 88.7, 전년: 109.5)	25 중국, 일본 제외 휴장(크리스마스) **(미국)** 7년 국채 입찰 (3.78%, 간접: 56.7%, 응찰률: 2.46 배)	26 영국, 유럽, 호주, 홍콩 휴장(복싱데이)
국고 5년 입찰 8,000억원 통안 은행 만기 6,700억원 카드 만기 2,700억원 회사 만기 450억원	국고 20년 입찰 3,000억원 통안 은행 만기 4,000억원 카드 회사 만기 1,800억원	국고 통안 은행 만기 6,500억원 카드 만기 400억원 회사 만기 49억원	국고 통안 은행 카드 회사	국고 통안 은행 만기 7,500억원 카드 만기 2,600억원 회사 발행 1억원 / 만기 165억원

주: 한국 시간 기준, 중앙은행 인사 'O', 'X'는 당해년도 투표권 보유 여부, 자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터