2025년 12월 19일 | Global Macro Strategy

하나채권

채권시장이 바라는 연준 의장. Top Pick은 월러

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.

채권전략 박준우, CFA junoopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

- 차기 연준 의장으로 유력한 후보는 해싯과 워시. 최근 월러 이사도 재부상 (15%)
- 시장은 '근거 없는 공격적 인하'가 아닌 '근거 있는 점진적 인하'을 선호
- 채권시장의 Top Pick은 월러. 인하는 물론 기대 인플레이션 안정과 불확실성 최소화 기대

차기 연준 의장 후보로 (1) 백악관 국가경제위원회(NEC) 위원장 케빈 해싯, (2) 前 연준 이사('06~'11) 케빈 워시, (3) 現 연준 이사 크리스토퍼 월러가 거론되고 있다. 베팅 사이트(Kalshi, Polymarket)에 따르면, 차기 의장 확률은 해싯 50%, 워시 25%, 월러 15% 수준이다 **[도표 1]**.

과도한 인하는 오히려 독. 시장은 '근거 있는 점진적 인하'를 선호

채권시장은 '근거 없는 공격적 인하'보다 '근거 있는 점진적 인하'를 선호한다. 연준은 고용과 물가 등 매크로 환경을 진단 및 전망하고, 반응 함수[1]에 따라 통화정책 방향을 결정한다 **[도표 2]**. 트럼프는 기준금리를 대폭 인하할 것을 요구하고 있는데, 채권시장은 이 압박으로 연준의 반응 함수에 트럼프 입김의 영향이 커질 위험을 우려하고 있다. 기준금리 인하가 펀더멘털 대비 과도해지면 (극단적으로 연준의 독립성이 훼손되면), 잠재적인 인플레이션 리스크를 자극할 수 있기 때문이다. 이러한 우려로 인하 기대가 커져도 장기금리가 반등하는 현상이 나타나기도 했다.

[1] [참고] '반응 함수(reaction function)'는 연준의 통화정책 결정 규칙을 의미한다. 물가안정과 완전고용 중 어느 목표에 높은 가중치를 부여하지, 후행적(data-dependent) 접근과 선행적(forward-looking) 접근 중 어떠한 방식을 더 선호하는지 등에 따라 반응 함수가 달라진다. '지금 인플레이션이 목표 대비 높으므로 기준금리 동결이 필요하다'는 물가 진단에 큰 가중치를 부여한 주장이다. 반면 '앞으로 실업률이 상승할 리스크가 크기 때문에 기준금리 인하를 해야 한다'는 고용 '전망'을 중요시하는 결정이다.

채권시장의 차기 의장 선호도는 월러 > … > 해싯 ≥ 워시

채권시장에는 트럼프의 요구보다 물가안정이나 고용 리스크에 근거해 기준금리를 낮추는 인물이 최선이며, 가장 적합한 후보는 셋 중 단연 월러 이사다.

(1) 해싯은 줄곧 기준금리 인하를 주장하고 있을 뿐만 아니라 트럼프의 노동통계국장 해고를 옹호하는 등 예스맨이다. 지난 11월, 채권 투자자들은 재무부와의 미팅에서 해싯이 의장이 되면 기준금리 인하가 과도할 수 있다는 점에 대해 우려를 표명한 것으로 알려졌다. 12월부터 해싯이 갑자기 연준의 독립성을 강조하는 이유는 이러한 투자자들의 우려를 의식한 결과로 보인다.

(2) 워시는 금융위기 시기에도 인플레이션을 걱정하며 매파적이었고, 이후에도 QE 정책을

비판하며 버냉키 의장과 대립한 바 있다. 당시 워시의 매크로 진단은 오판이었을 뿐만 아니라 오바마 정부 시기에 정치적 이유로 매파적이었다는 인식도 남아있다. 최근에는 주택시장 불황 등을 근거로 기준금리 인하를 주장하고 있는데, 과거 이력을 감안하면 투자자의 신뢰를 얻을 수 있을지 우려된다.

(3) 월러의 통화정책 기조는 공화당 성향과 무관하게 매크로 판단에 근거한다. 2022년 '베버리지 곡선 논쟁'이 뜨거웠다. 월러 등 연준 연구진은 실업률의 큰 상승 없이 구인율이 하락할 수 있다고 주장한 반면, 서머스와 블랑샤르 등의 석학들은 구인율 하락을 유도하는 과정에서 실업률 상승이 불가피하다고 주장했다 **[도표 3]**. 결과는 월러의 승리였다. 월러 이사의 주도로 연준이 기준금리를 급격히 인상하는 과정에서 실업률 급등은 발생하지 않았다.

이렇게 매파 성향이 짙었던 월러가 2024년 하반기부터 대표적인 비둘기로 변신했다. 구인율이 충분히 하락해 실업률 상승 리스크가 커지는 시점에 가까워졌고, 물가안정이 지표로 확인됐기 때문이다. 현재는 관세發 인플레이션은 일시적이며, 고용의 하방 리스크가 커졌다고 판단에 인하 기조를 유지하고 있다. 따라서 월러 체제 하에서는 연준의 기준금리 인하가 정치적으로 해석되기보다 채권시장이 선호하는 '근거 있는 인하'로 평가받을 가능성이 높다.

월러의 확률이 높아질수록 채권시장에 호재. 다만 누가 되더라도 공격적 인하는 아닐 것

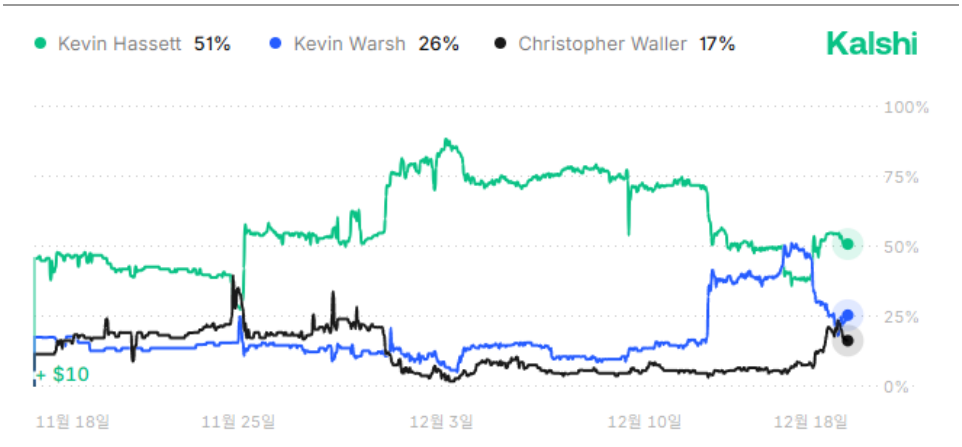
시장금리는 향후 기준금리 경로는 물론이고 불확실성까지 리스크 프리미엄으로 반영하므로, 월러 이사의 확률이 높아질수록 장기금리도 하락할 전망이다.

우선 고용 리스크에 대응해 기준금리 인하 사이클을 지속할 것이다 (기준금리 경로). 그리고 연준의 독립성을 강조하고 점진적인 인하 사이클을 단행함으로써 기대 인플레이션을 안정적으로 관리할 것으로 기대된다. 또한 지난 수년간 연준의 통화정책 방향을 주도해온 만큼 정책 연속성 측면에서도 불확실성이 최소화될 전망이다.

한편 해싯과 워시도 이미 금융시장이 장기금리 반등으로 우려를 표시하자, 연준의 독립성을 강조하기 시작했다. 의장이 되더라도 일각의 우려와는 달리 공격적인 기준금리 인하는 지양할 것이다. 다만 월러 이사보다 투자자의 신뢰를 얻는 데에 시간이 필요할 전망이다.

도표 1. 베팅 사이트에 반영된 차기 연준 의장 확률
: 워시 하락하며 해싯이 다시 1등. 월러도 소폭 반등

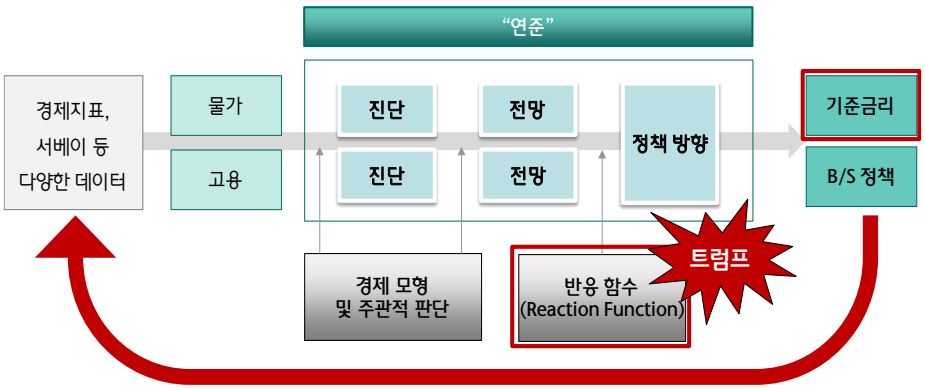
Polymarket은
해싯 52%, 워시 24%, 월러 17%



자료: Kalshi

도표 2. 연준의 통화정책 의사결정 과정
: 채권시장은 차기 연준 의장의 반응 함수에 매크로보다 '트럼프' 입김이 크게 작용할 가능성을 우려

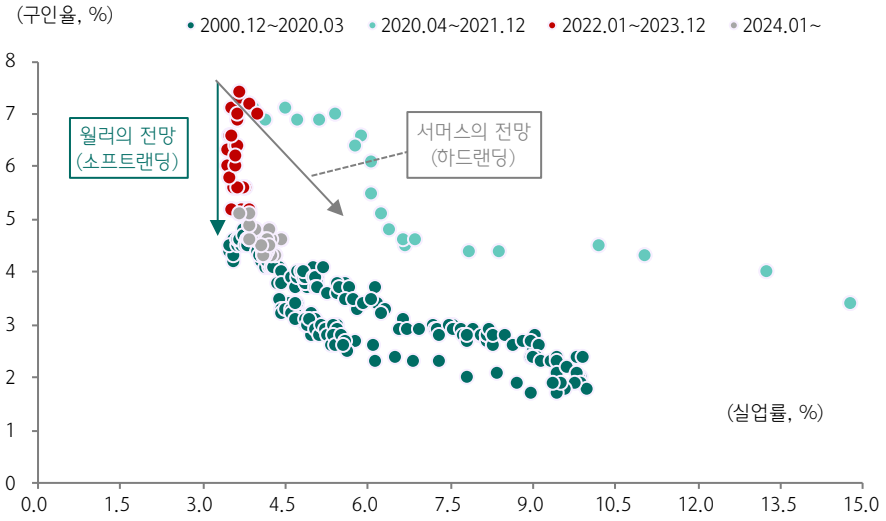
연준의 반응 함수에
트럼프의 영향이 커지고,
기준금리 인하가 과도할 경우,
인플레이션 압력이 커질 리스크



자료: 하나증권

도표 3. 2022년 베버리지 곡선 논쟁
: 월러 "실업률 상승 없이 구인율을 낮출 수 있다"vs. 서머스 "구인율 하락은 실업률 상승을 동반한다"

월러의 전망대로
실업률은 낮게 유지



자료: BLS, LSEG, 하나증권