한화투자증권

2026년 2월 2일
Fixed Income

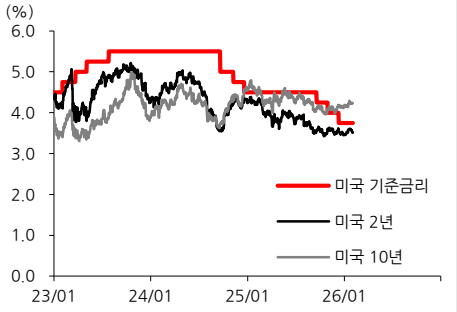
FI Comment

New Chair, New Ceiling

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

[주요 데이터 및 차트]

미국 주요금리 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

Warsh의 연준, 핵심은 기준금리가 아닌 대차대조표

Warsh 연준 의장 지명자가 원하는 통화정책 방향은 1) 대차대조표 축소 및 연준의 자산 매입 권한 명확화(민간자산 매입 요건 강화), 2) 금리정책이 주도하는 통화정책, 3) 보수적인 시장 커뮤니케이션(포워드 가이던스, SEP 재정비) 등 크게 세 가지

시장이 우려하는 것은 대차대조표 정책 변경 가능성. 그러나 대차대조표 운영 관련 준칙이 필요하고, 현재 보유 중인 장기국채 보유량이 과도하며, MBS 등 민간자산 매입에 신중할 필요가 있음에는 기존 연준 인사들, Warsh 지명자 모두 동의하는 사안들. 차이점은 대차대조표의 '축소'. 현재 연준은 성장에 비례한 대차대조표(준비금) 증가를 원하는 반면, Warsh 지명자는 절대적인 규모 축소가 필요하다는 입장. 대차대조표 축소를 위해서는 장기국채 비중의 빠른 감소가 불가피하며, 동 조치는 장기금리 상승을 이끌 가능성

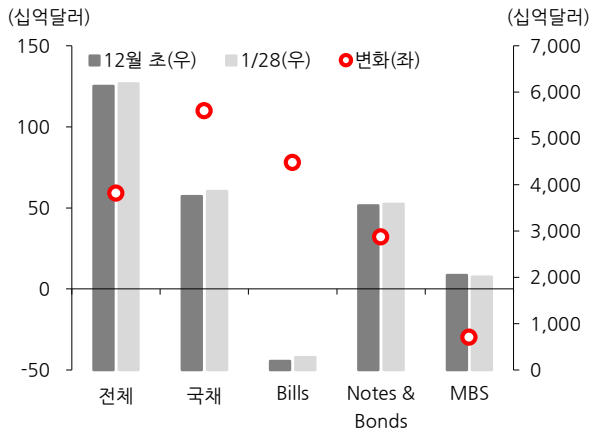
연준 보유 국채 가중평균 만기는 약 9.5년. 잔존 시장성 국채 만기 대비 3.5년 긴 상황. 장기국채 보유량 조정은 실제로 장기금리 상승으로 이어질 것. 그러나 1) 현재 연준은 QT 종료 이후 장기국채를 '줄이는' 대신 단기국채 보유량을 빠르게 늘려가는 중(QT 종료 이후 Bills, Notes & Bonds 보유량: +39.9%, +0.9%)이고, 2) 적극적인 대차대조표 축소는 잦은 시장개입을 의미. 이는 Warsh 지명자의 '연준의 시장 영향력 최소화' 주장과 상충. 또한, 대차대조표 조정은 Warsh 지명자가 주요 통화정책 도구로 활용하려는 금리정책이 직접적으로 투사되는 단기시장에도 큰 영향을 미침. 따라서 우리는 절대적인 대차대조표 규모는 지금처럼 성장에 맞춰 늘려나가되, 단기국채 위주 포트폴리오 조정 가속화를 현실적인 시나리오로 제시

상반기 미국 10년 상단 4.60%, 장단기 스프레드 최대 120bp

상반기 미국 10년 상단 전망치 기존 4.40%에서 4.60%으로 변경. 서비스 업황 호조, 글로벌 재정 우려에 더해 대차대조표 정책 불확실성까지 반영해야 할 때. 그러나 전면적인 정책 조정이 현실적으로 쉽지 않음을 감안, Term Spread 최대 추가 20bp 확대(2013년 테이퍼링 논의(5~6월): +30bp, 테이퍼링 공식 개시(12월): +10bp)를 가정. '先 대차대조표 後 기준금리 조정' 시나리오에서는 2년 금리 최대 3.40%까지 하락 가능. 제한적인 단기금리 하락, 추가 상승 가능한 장기금리로 장단기 스프레드는 최대 120bp까지 확대 예상

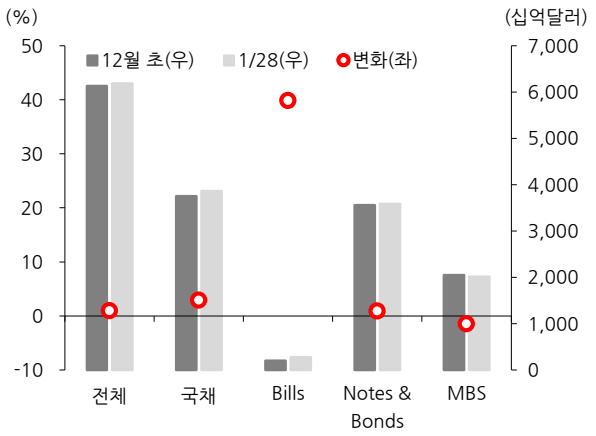
[Compliance Notice]
이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[그림1] QT 종료 전후 연준 보유 채권 보유량 변화



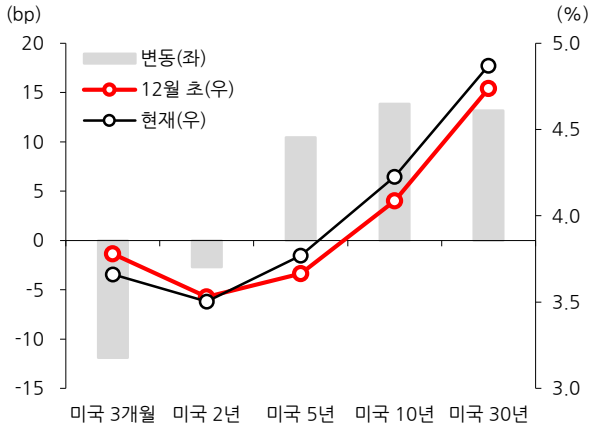
주: SOMA 보유 채권 기준
자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] QT 종료 전후 연준 보유 채권 보유량 변화율



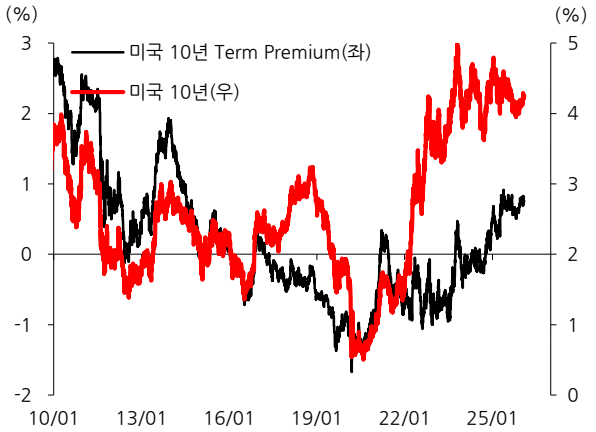
주: SOMA 보유 채권 기준
자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] QT 종료 전후 미 국채금리 변동



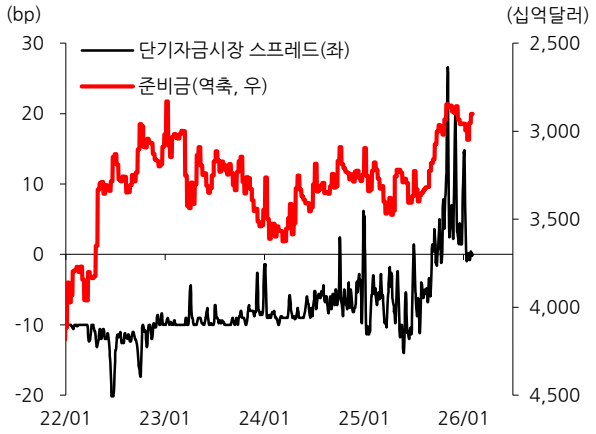
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 미국 10 년금리 및 Term Premium 추이



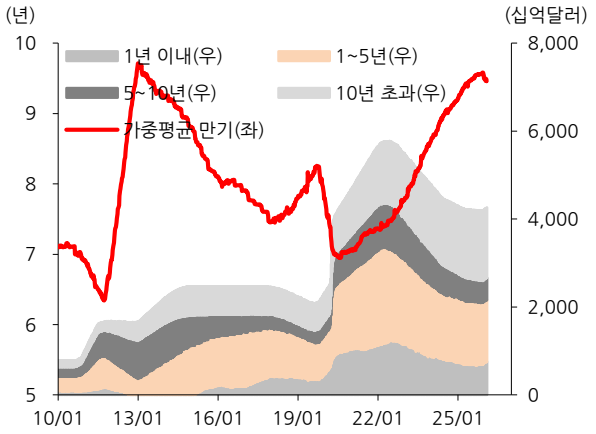
자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 과도한 대차대조표 축소는 잦은 시장개입이 필요



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 연준 국채 보유량 및 가중평균 만기 추이



자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

[표1] Warsh 연준 의장 지명 이후 연준 인사들 반응

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
1/30	Raphael Bostic (아틀란타 연은 총재)	(강경파, X)	- 인플레이션은 지나치게 높고, 2년 동안 현 수준에서 고착화 되어있음. 이제는 내려와야 할 때 - 물가가 2%로 복귀한다는 명백한 증거가 필요. 물가와 관련해서는 여전히 갈 길이 많이 남아 있음(still have ways to go) - 관세 관련 충격은 온전히 반영되지 않은 상황. 물가는 상반기까지 관세 요인을 반영할 전망 - 올해 대부분 기간 인플레이션은 지금 수준에서 크게 벗어나지 않을(mark time) 것. 상승보다는 고착화된 흐름을 예상 - 기준금리 인하는 신중해야함. 지금은 기다리고 지켜보는 시간 - 통화정책은 어느정도 긴축적(somewhat restrictive)일 필요 - 양대 책무 리스크가 균형잡혀 있다는 주장이 제기될 수는 있으나. 현재 고용은 하방 리스크와 크게 멀어져 있고, 지나치게 높은 물가는 여전히 걱정거리 - 당장의 대차대조표 규모는 적정 수준. 다만, 성장에 비례한 증가는 필요. 위기 상황에서는 규모가 급격하게 커질 수 있으나, MBS 매입은 옵션에서 제외되어야 함 - 잔존 시장성 국채 만기에 맞춰 연준의 국채 만기도 조정하는 것이 적절 - 물가 둔화세가 더딜 것으로 예상하는 만큼, 연내 2회 인하는 기본 시나리오가 아님
1/30	Christopher Waller (연준 이사)	(온건파, O)	- 1월 FOMC에서 기준금리 인하 소수의견을 낸 것은 통화정책이 경제활동을 지나치게 제약하고 있다고 생각하기 때문 - 2025년 고용자 수는 사실상 거의 증가하지 않았음. 관세를 제외한 물가는 2%에 근접 - 향후 고용 증가율에 대해 진지하게 고민해야 함. 견조한 경제 성장에도 불구하고, 고용시장은 취약한 수준이 지속되고 있음 - 통화정책은 지금도 긴축적. 추가 완화가 필요 - 관세로 물가가 상승한 것은 사실. 그러나 통화정책은 기대인플레이션에 주목하며 운영하는 것이 적절 - 기준금리는 중립 수준까지 조정되어야 함. 본인이 추정하는 중립금리는 3.00% - 2026년 여러 유의미한 해고 계획을 들었고, 이는 급격한 고용 위축으로 이어질 가능성
1/31	Stephen Miran (연준 이사)	(온건파, O)	- Warsh 지명자는 본인의 이사 자리를 받을 것으로 예상 - 대차대조표는 더 많이 축소(a lot more)되어야 함. 소규모 대차대조표가 적절한 선택 - 방대한 대차대조표를 보유하게 된 원인들 중 하나는 여러가지 규제들. 규제완화가 대차대조표 축소에 도움이 됨 - 연준의 전망 시스템은 개선되어야 하며, 12월 소수의견 개진은 어려운 결정이 아니었음 - 현 시점에서 물가 부문의 문제나 특이사항은 아님. 목표 수준을 상회하는 물가는 주거 및 특이한 지수 구성에 기인 - Waller 이사는 본인보다 고용시장에 더 커다란 문제가 있다고 생각 - 세제와 규제 완화는 단기간 경제 성장을 뒷받침(support the economy in the near term)할 것 - 실업률은 적정 수준을 약 0.5%p 상회 - 예상치를 상회한 PPI는 PCE 컨센서스에 크게 영향을 미치지 못할 것으로 예상 - 관세는 주요한 물가 자극 요인이 아님 - 금 시장은 작은 시장(gold is a small market)일 뿐. 채권시장에 대해서도 큰 우려를 하지 않고 있음. 금리는 적정 범위 안에 위치
1/31	Alberto Musalem (세인트루이스 연은 총재)	(강경파, X)	- 경제는 신용환경, 재정정책 영향에 잠재 수준을 상회하는 성장세가 이어질 전망 - 추가 기준금리 인하는 도움이 되지 않는(advisable) 결정. 통화정책은 중립적. 경제는 정책의 추가 대응이 불필요 - 물가는 결국 2% 부근으로 복귀할 것. 그러나 장기간 2%를 상회할 리스크가 존재 - 현재 인플레이션의 약 50%가 관세 요인. 온전히 관세 때문이 아님 - 심각한 고용시장 리스크는 감소 - 생산성은 계속해서 개선되겠으나, 지금부터 이에 대응하는 것은 시기상조 - 연준의 회의는 설득의 장. 가장 좋은 아이디어를 채택함 - 기대인플레이션은 2% 부근에서 꾸준히 머물러 있음

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] Warsh 연준 의장 지명 이후 연준 인사들 반응

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
1/30	Stephen Miran (연준 이사)	(온건파, O)	- 후임자가 확정될 때까지 이사 직무 수행할 것 - 지금도 기준금리는 지나치게 높은 수준. 다만, 중립수준에 가까워진 만큼 인하 속도 조절은 가능 - 노동력 수요가 늘어날 수 있다는 충분한 증거들이 존재. 고용 둔화세가 안정된 것을 가지고 만족하는 것에 동의할 수 없음 - Warsh 지명자는 본인 의견을 사람들에게 설득시킬 수 을 것 - 트럼프 대통령이 본인에게 통화정책 관련 지시를 내린 적은 한번도 없음 - 대차대조표 축소를 위해서는 규제 재정비가 필요 - Powell 의장은 두 번째 대공황 위기에서 나라를 구한 인물
1/31	Michelle Bowman (연준 이사)	(온건파, O)	- 본인은 경제 상황 전개와 데이터를 확인하며 확신이 조금 더 생길 때까지 기다리자는 의견 쪽으로 기울었음. 그러나 계속해서 양대책무 달성을 위한 조기 대응(acting early enough)에 초점을 맞출 것 - 관세 여파가 줄어들 것으로 예상됨에따라 물가도 2%로 복귀할 전망 - 1월 FOMC에서의 기준금리 동결 결정은 순탄하게 나오지 않았음(not straightforward) - 고용의 하방 리스크가 감소했다는 점은 고려 요인이 아님. 취약한 고용상황은 지속 중 - 연준은 현재 통화정책 기조를 장기간 유지하지 않을 것 - 75bp 기준금리 인하가 있었기 때문에 지금과 같은 지켜볼 수 있는 시간을 확보(take time and keep policy powder dry) - 실업수당 청구건수는 낮은 수준을 유지하고 있지만 2025년 해고 발표는 증가. 1월에도 상당한 규모의 해고 발표가 있었음 - 경제가 회복력을 보유하고 있는 것은 사실. 동시에 취약한 고용시장 우려가 존재하는 것도 사실 - 고용시장이 명확하고 지속적인 개선을 보이지 않을 경우, 정책을 중립수준으로 조정할 준비가 필요 - 지금도 통화정책은 어느정도 긴축(moderately restricrive)적. 관건은 추가 조정의 시점

자료: 한화투자증권 리서치센터