



Fixed Income

Compliance Notice

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



채권 Strategist 박준우, CFA
junooopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 9월 17일 | Global Macro Strategy

하나채권

[9월 FOMC] 일회성 조정이 아닌 인상 ‘사이클’

- 만장일치 인상. 점도표는 내년까지 4.25% 제시. 시장은 긴축 ‘사이클’의 시작으로 인식
- 균형 이하 실업률 및 근원물가 오름세 전망. 완화적 금융환경을 긴축으로 전환할 필요
- 올해 12월, 내년 3월 추가 인상 전망(최종 4.50%). 미국 10년 적정 4.95%. 다만 인상 ‘사이클’임을 고려할 때, 레벨보다 긴축 추세에 집중하여 투자 의견 ‘축소’

여전히 부족한 긴축 강도. 최종 기준금리 4.50% 전망

총평: 만장일치 인상과 점도표 상향 등 매파적 인상이었다. 특히 점도표는 연내 2회 인상 뒤 내년 인하보다 추가 인상 리스크를 시사했다. 시장은 이를 일회성이 아닌 인상 ‘사이클’의 시작으로 받아들일 것이다. 견조한 성장과 인플레이션 추세에 비해 긴축 강도가 여전히 부족하다. 올해 12월과 내년 3월 추가 인상을 전망한다(최종 4.50%). 인상 ‘사이클’이라면 국채 금리는 당분간 하방보다 상방 리스크가 크다. 미 국채 투자 의견을 ‘축소’로 변경한다.

[기준금리 및 성명서] FOMC는 만장일치로 기준금리를 3.75%~4.00%로 25bp 인상했다. 2025년 12월 인하 이후 9개월만에 인상으로 전환했다. 성명서는 ‘강한 성장 및 높은 인플레이션’이라는 7월 평가를 유지하면서 내수의 견조함을 추가로 강조했다 [도표 9].

→ 7월에 소수의견이 3명이 등장하면서 내부 이견이 컸고, 에너지/관세/AI 충격으로 전망의 불확실성이 큰 상황에서 만장일치 인상은 의외였다. 연준이 인상을 결정한 핵심 근거는 성장과 물가 추세이겠으나, **‘시장의 프라임에 반하는 결정(동결)’을 내릴 경우 장기금리 급등과 같은 부작용이 상당할 수 있다는 점도 작용한 것으로 보인다.**

[경제 전망 및 점도표] 올해와 내년 성장을 전망을 6월 전망 대비 0.1%p 상향하고 실업률은 4.1%로 낮췄다 [도표 2]. 2027년 근원 PCE 물가 상승률은 2.5%로 안정 속도가 더딜 것으로 예상했다. **점도표는 올해와 내년 중앙값이 모두 4.13%(상단 4.25%)였다** [도표 1]. 특히 2027년은 4.38%(상단 4.50%)를 제시한 위원도 8명에 달했고, Longer-run 전망도 3.2%대로 상향됐다.

→ 잠재 이상의 성장률에 이어 균형(4.2%) 이하의 실업률을 전망하기 시작했고, 인플레이션은 지속적으로 목표를 상회할 것으로 예상했다. 인상이 불가피한 경제 전망이다. 점도표를 통해 연내 2회 인상 후 내년에 인하로 전환되는 것이 아니라, 오히려 인상 폭이 더 클 가능성을 시사했다. 하나채권의 예상보다 긴축적인 점도표였으며, 시장은 이를 **일회성 조정이 아닌 긴축 ‘사이클’**로 받아들일 가능성이 높다. 이번 FOMC에서 기준금리 결정이 케빈 워시 연준 의장보다 금융시장과 다수의 연준 위원들이 주도했다는 점이 확인됐기 때문이다.

[기자회견] 워시는 인상 배경으로 (1) 강한 성장과 신용(credit) 확장, (2) 긴축적이지 않은 금융환경, 그리고 (3) 인플레이션 ‘추세’를 제시했다. 7월과 가장 큰 차이로 인플레이션 ‘추세’와 지정학 리스크 확대를 지적했다. 통화정책은 경제 전반(aggregate)에 집중해야 하며, 이번 인상으로 공급 충격은 해소할 수 없지만 그 여파가 확산하지(broadening-out) 않도록 하기 위해 완화(accommodation)를 줄여 나가는 과정이라고 설명했다. 그리고 시장의 인상 프라이싱은 중요한 정보로 참고하지만 인상은 연준의 결정이라고 언급했다. 한편 현재 기준 금리가 긴축적인지 여부를 판단하기 매우 어렵고, 중립금리는 학문적으로 유용하나 실제 정책 운용(operation) 과정에서 중요치 않다고 평가했다.

→ 워시는 명시적 가이드를 제시하지 않았으나, 잭슨홀 연설의 발언을 인용하는 등 매파적인 톤을 유지했다. 다만 향후 통화정책 결정 요인은 워시의 스탠스보다도 그가 모두 발언에서 제시한 세 가지 인상 근거가 핵심이다. 기업의 투자 사이클이 매우 강하고 가계의 소비도 꺾일 기미가 보이지 않는다. 게다가 은행 대출 증가율이 빠르게 상승하는 등 유동성/신용도 팽창하는 국면이다. 경제 주체의 자금 수요가 강하다는 것은 현재 기준금리가 충분히 긴축적이지 않다는 신호다. 이러한 추세가 지속된다면 물가 추세의 안정을 기대하기가 어렵고, 연준도 인상 사이클을 지속할 가능성이 높다.

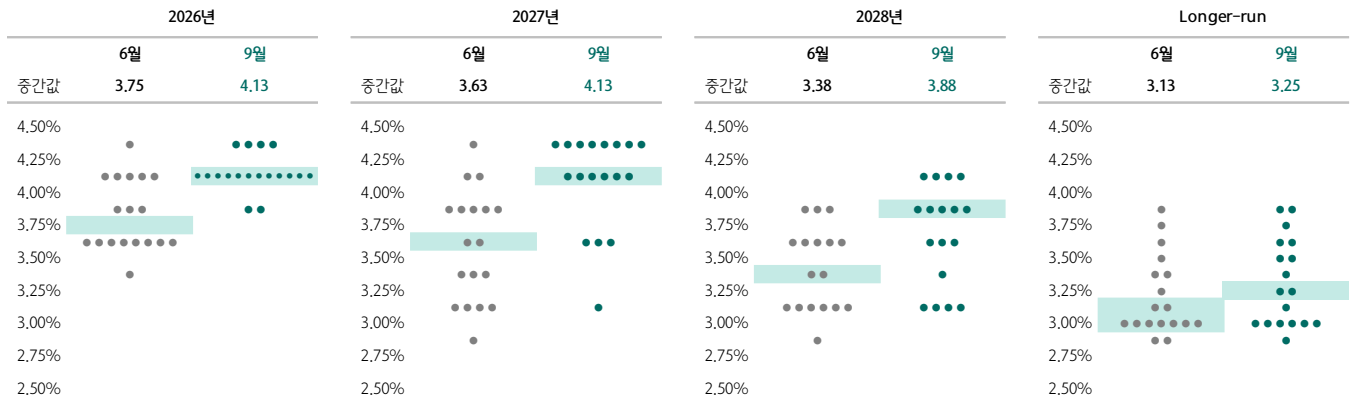
[시장 반응] 시장의 관심은 인상 여부 뿐만 아니라 일회성 조정인지, 인상 사이클의 시작인지에 쏠렸다. 점도표를 통해 연내 총 2회 인상이 반영됐고, 2027년도에 4.50%(상단)까지 인상이 필요하다고 본 위원도 8명에 달했다. 성장과 물가 전망, 더 나아가 Longer-run 기준금리 판단까지 상향됐기에 채권시장은 일회성 조정이 아닌 미니 인상 ‘사이클’의 시작으로 판단했고, 국채 금리는 상승했다(10년 5.0% 상회). 다만 연준이 물가안정을 위해 긴축할 것이라는 기대에 장기물보다 단기물의 상승 폭이 더 커, 장단기 스프레드는 축소됐다.

[하나채권 전망] 최종 기준금리 전망을 4.50%로 상향한다 (기존 4.25%). 추가 인상 시기는 올해 12월, 내년 3월로 전망한다. 국채 10년 금리의 적정 레벨 판단도 4.75%에서 4.95%로 상향 조정하고, 금리의 하방보다 상방 리스크가 크다고 판단한다.

9월 인상의 트리거는 8월 CPI였다. 그러나 본질적으로 기저 인플레이션 추세는 (1) 성장 경로와 (2) 공급 충격의 지속성에 달려있고, 두 요인 모두 상방 압력을 가리고 있다. 게다가 기준금리가 아직 충분히 긴축적이지 않다. 현재 미국 기준금리는 3.75%~4.00%다. 최근 시장 참여자들의 명목 중립금리 눈높이가 3% 초반대에서 중반대로 상향되고 있어 ‘충분히’ 긴축적인지 의문이다 [도표 5]. 또한 실질 기준금리는 1% 초반반대에 불과하다. 실질 중립금리가 1% 중반대로 높아지고 있으므로, 이 기준으로 중립 수준에 그친다 [도표 6]. 연준이 편더멘탈에 상응하는 수준까지 긴축한다면, 추가 2회 인상은 충분히 가능하다는 판단이다.

미국 국채 10년 금리는 최종 기준금리 4.50%를 반영할 경우 4.9%대가 적정하다. 그러나 인상 사이클이 시작된 이상 시장은 그 이상의 인상 리스크를 반영할 위험에 유의해야 한다. 1997년에 투자 중심의 견조한 성장세에 대응하여 기준금리를 1회 인상한 사례를 참고할 필요가 있다. 당시 첫 인상 이후 장기금리가 안정되기까지 1~2개월이 소요됐다 [도표 8]. 지금은 공격적인 인상 사이클이 아니라는 점이 유사하다. 그러나 인플레이션 리스크가 더 커 상대적으로 강한 긴축이 불가피하다. 따라서 당시보다 보수적인 접근이 요구된다. 미국 국채에 대한 투자의견을 다시 ‘중립’에서 ‘축소’로 변경한다.

도표 1. 미국 연준의 점도표. 연내 4.25%(상단) 총 12명. 내년 4.50%도 8명으로 인상 '사이클' 시사

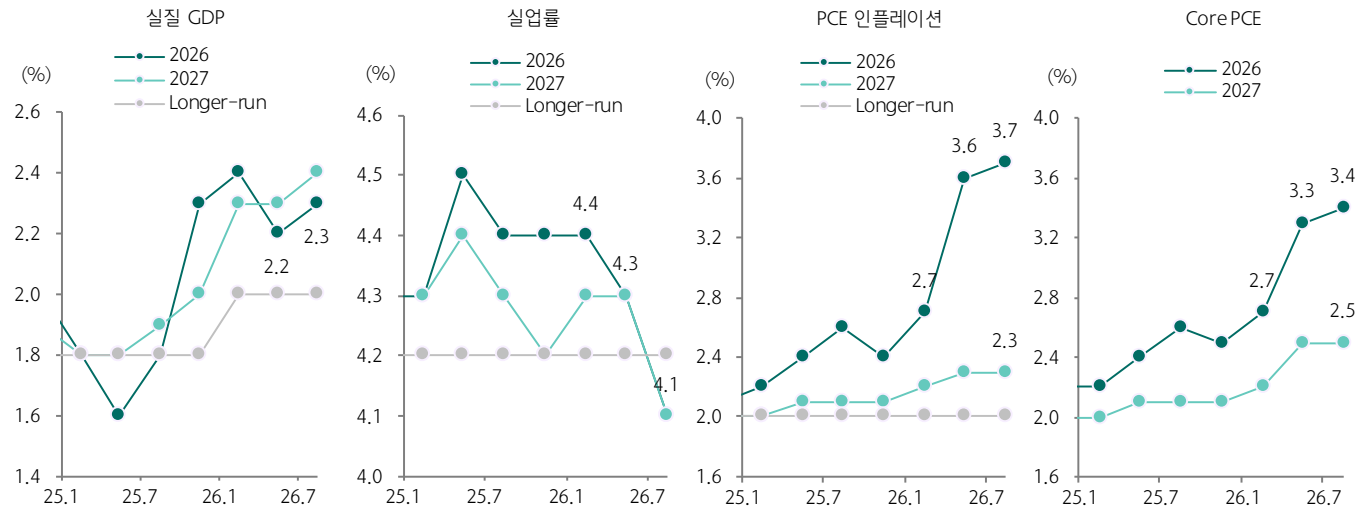


주1: 음영 표시는 중간값. 새로 공표된 2029년 점도표의 중간값은 3.625%

주2: 총 19명의 위원 중 케빈 워시를 제외한 18명이 점도표 제출. 2028, 2029년은 17명이 제출

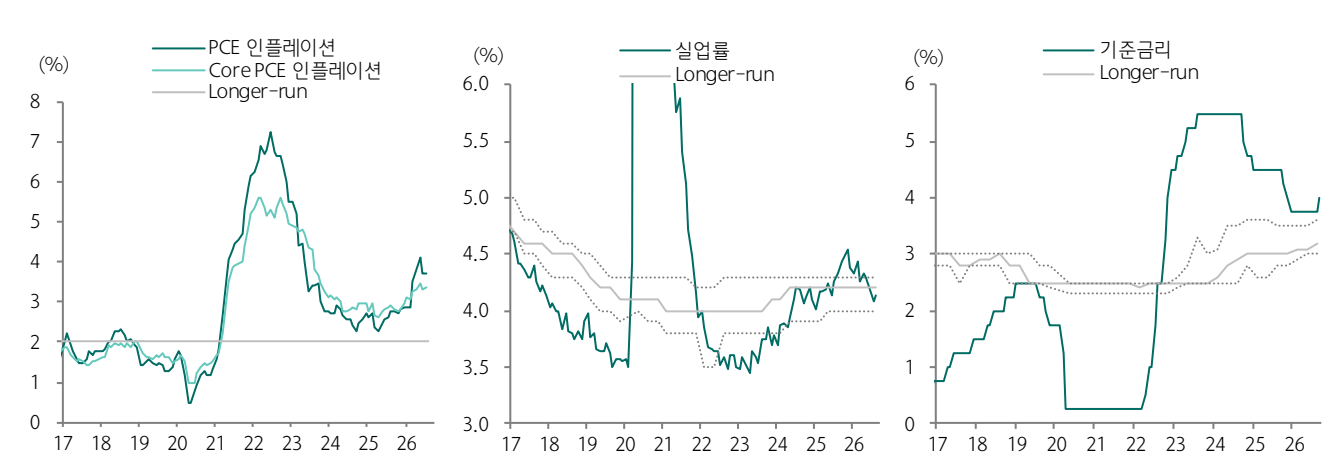
자료: Fed, 하나증권

도표 2. 연준의 분기별 경제전망 추이. 올해 성장률 0.1%p 상향, 실업률 0.2% 하향, (근원)PCE 인플레이션 0.1%p 상향 (6월 대비)



자료: Fed, 하나증권

도표 3. 미국 인플레이션, 실업률, 기준금리 vs. 연준의 Longer-run 전망

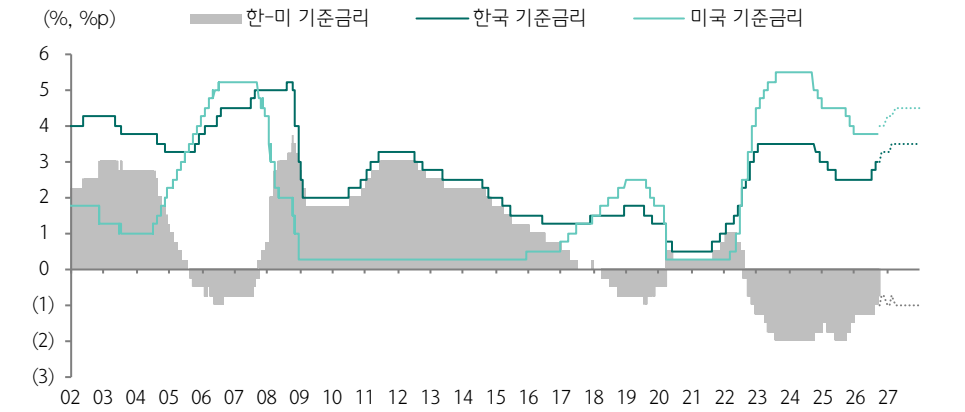


주: 회색 점선은 Longer-run 전망의 Central Tendency 상하단

자료: Fed, 하나증권

도표 4. 한-미 기준금리. 2026년 연말 미국 4.25%, 한국 3.25% 전망

최종 기준금리 전망
미국 4.50%
한국 3.50%

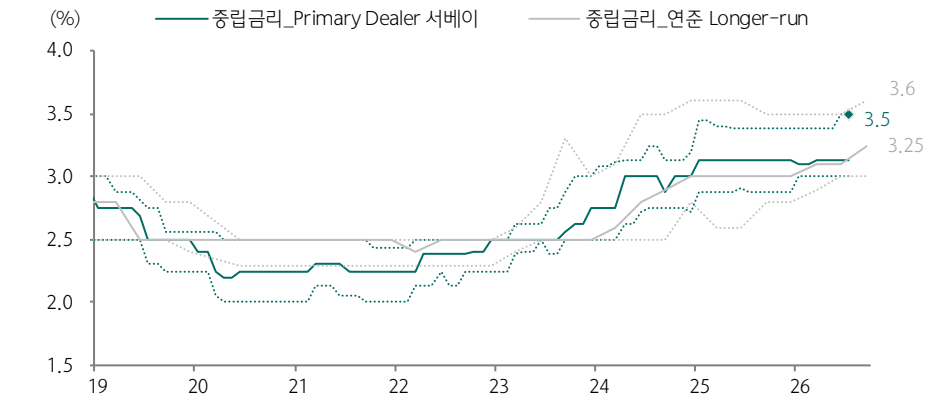


자료: Fed, 한국은행, 하나증권

도표 5. 미국 명목 중립금리 추정 (연준, PD)

: 시장(PD)의 중립금리 전망 상단(75%ile)이 3.50%로 상승. 연준 중앙값도 3.1%에서 3.25%로 상승

시장과 연준의 명목 중립금리
눈높이 상향

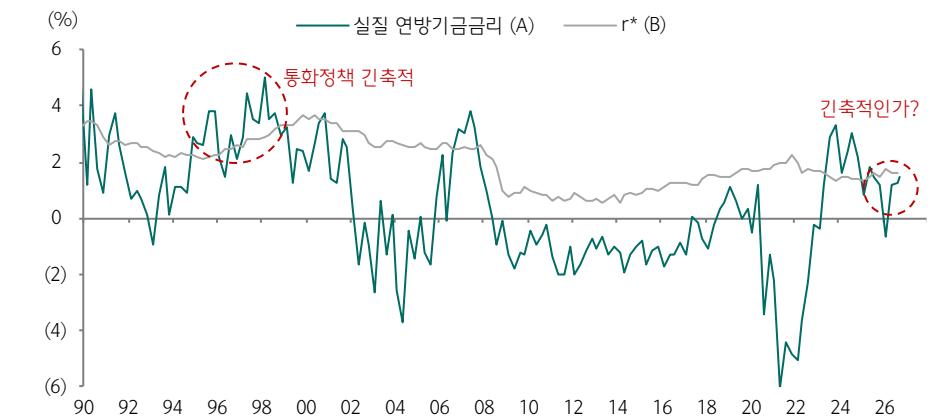


주: 회색 점선은 Central Tendency 상하단, 녹색 점선은 25, 75백분위수
자료: Fed, FRB of NY, 하나증권

도표 6. 미국 실질 기준금리와 중립금리

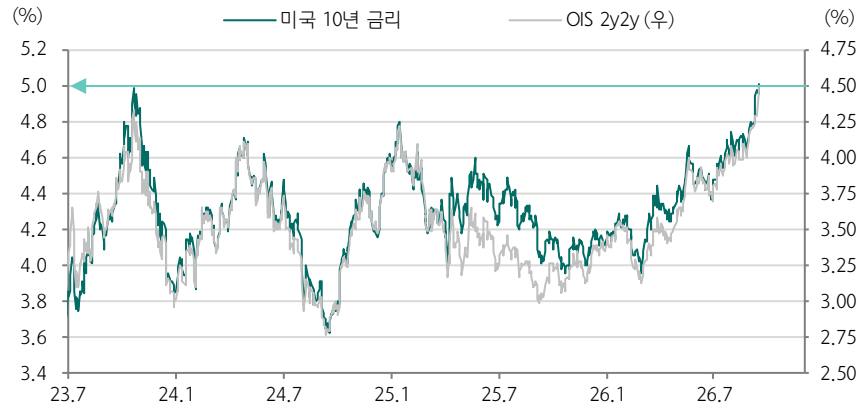
: 실질 기준금리 1.0%~1.5% 수준. 실질 중립금리 약 1.5% 대비 낮으므로 긴축적이지 않음

미국 기준금리는 '실질' 기준으로
긴축적으로 볼 수 없어



주: 실질 연방기금금리는 연방기금금리에서 1년 후 CPI(~2006), 근원PCE(2007~) 전망을 차감한 수치
자료: FRB of NY & Philly, Fed, LSEG, 하나증권

도표 7. 미국 국채 10년 금리와 OIS 2y2y (≒최종 기준금리 기대)
: 최종 기준금리 4.50% 수준으로 본다면, 미국 10년 5.0%는 적정 수준

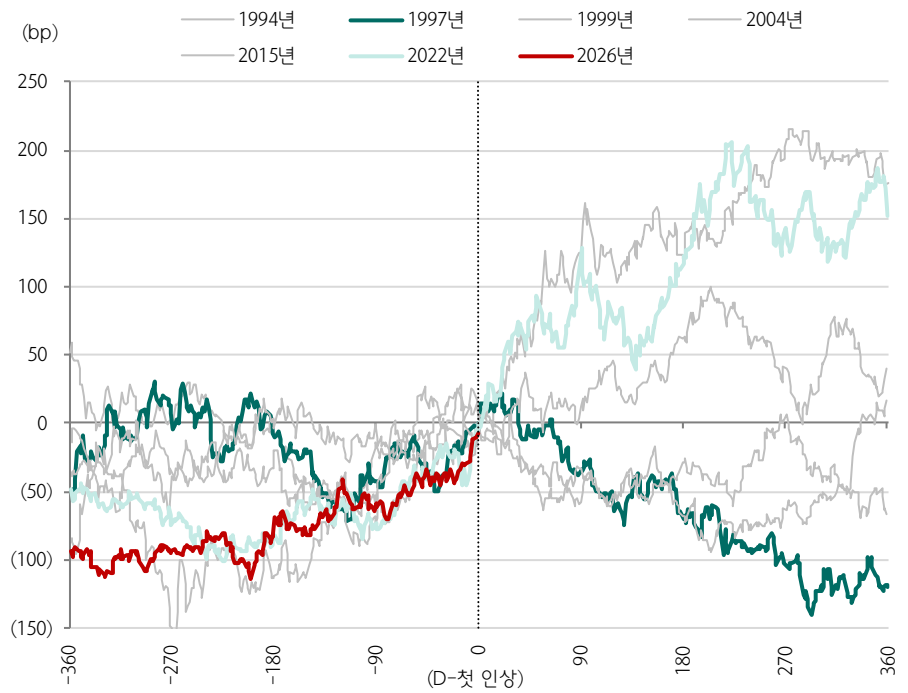


자료: LSEG, 하나증권

도표 8. 미국 기준금리 첫 인상 전후 10년 금리 변화
: 1997년을 참고하되, 당시보다 건축 강도가 더 강한 점에는 유의가 필요

1997년, 1회 인상으로 종료
금리 안정에 1~2개월 소요

이번에 3회 인상 ‘사이클’이면,
‘97보다 보수적 대응 필요



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 9. FOMC 성명서 주요 내용 및 변화

	일자	성명서	비고
정책 결정	7/29	- The Federal Open Market Committee approved the following statement for release by a 9 – 3 vote: - [기준금리] The Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 3-1/2 to 3-3/4 percent, in support of the Federal Reserve's dual mandate. - [B/S] The Committee is continuing its policy of maintaining ample reserves in the banking system.	- 9월 25bp 만장일치 인상
	9/16	- The Federal Open Market Committee approved the following statement for release by a 12 – 0 vote: - [기준금리] The Committee decided to raise the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage point to 3-3/4 to 4 percent, in support of the Federal Reserve's dual mandate. - [B/S] The Committee is continuing its policy of maintaining ample reserves in the banking system.	
성장	7/29	- [경제활동] Economic activity is expanding at a solid pace despite elevated uncertainty that owes, in part, to the conflict in the Middle East. - [생산성/투자] Productivity growth and capital investment are strong. - [노동시장] Job gains have kept pace with the workforce, and the unemployment rate has changed little.	- 7월과 유사. 단 내수가 견조함을 강조
	9/16	- [경제활동] Economic activity is expanding at a solid pace. While uncertainty remains elevated owing, in part, to geopolitical developments, domestic spending has been resilient. - [생산성/투자] Productivity growth is strong, and capital investment is robust. - [노동시장] Job gains have kept pace with the workforce, and the unemployment rate has changed little.	
물가	7/29	- [인플레이션] Inflation remains elevated relative to the Committee's 2 percent goal, in part reflecting supply shocks that have driven price increases in certain sectors, including energy. - The Committee will deliver price stability.	- 인플레이션이 높다는 평가 지속. 인상의 근거로 작용
	9/16	- [인플레이션] Inflation remains elevated. Today's policy action will support a timelier return to the Committee's 2 percent goal. The Committee will deliver price stability.	
기타	7/29	- Voting against the monetary policy action were Beth M. Hammack, Neel Kashkari, and Lorie K. Logan, who preferred to raise the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage point at this meeting.	- 만장일치 인상
	9/16	- N/A	