



2025. 10. 30 (목)

미국 FOMC (10월)

흔들다리는 흔들어 보고 건넌다(feat APEC)

- 10월 인하 및 12월 QT 종료까지는 예상수준 비둘기 색채를 유지. 관건은 12월 인하관련 '정해진 것은 없다(not foregone conclusion)'가 변수로 부각
- 고용의 완만한 둔화 vs 관세를 제거하고도 목표를 넘는 물가 사이 연준의 신중성 확인. 동결의 소수의견과 50bp 인하의 소수의견이 상충하는데다 섯다운으로 데이터마저 공개되지 않고 있어 불확실성이 높은 것은 인정
- 우리는 기존 12월까지 금리인하 단행 이후 내년까지 3.25% 터미널레이트 전망을 유지. 아직 연방금리는 제약적 수준이고, 미국 경기탄력 둔화 > 물가상방 위험보다 높게 평가. 미국채10년 다시 4.1%부근 조정은 매수기회로 활용 권고

채권전략

Analyst 윤여삼
yeosam.yoon@meritz.co.kr

RA 김영준
zerojoonk@meritz.co.kr

연준의 신중성 이해, 그래도 2026년까지 3.25% 인하 전망 유지

10월 FOMC는 분명 비둘기 회의라고 평가. 예상대로 인하를 했고, QT는 최근 단기금리 상방압력을 감안하여 12월 1일로 종료, 단기채 재투자까지 제시. 섯다운으로 데이터 제공이 멈춘 상황에서 9월 제시된 점도표상으로도 연내 남은 2차례 다 인하가 실시되는 것이 시장이 기대한 시나리오였음

그렇지만 파월의장은 '추가인하는 기정사실이 아니다'라는 한마디로 변수를 제기. 물가가 예상을 크게 상회하지 않고 있다고 해도 PCE 기준 2% 후반대까지 올라온데다 관세를 제거하고도 2.3% 내외 수준으로 목표보다 높다는 점을 강조. 고용은 점진적으로 둔화되고 있어 정책결정이 상충되는 어려운 구간이라고 밝힘

비둘기로 여겨지던 월러조차 '10월 인하는 찬성하나 이후 행보는 다시 데이터를 보고 판단해야 한다'고 주장하면서, 연준인사들 과도한 시장기대를 통제하려는 인식 강화. 금일 캔자스시티 슈미트 총재는 인하를 반대, 미란 연준이사는 50bp 인하를 주장하는 등 향후 의사결정의 마찰적 요인이 있다는 부분 인정

당연히 12월 인하를 기대해온 금융시장 입장에서 파월의 12월 인하 신중론으로 주가도 장중 일부 조정을 받았고, 미국채2년과 10년 10bp 이상 금리가 급등하는 등 충격 유입. 12월 인하 기대가 90%를 넘었다가 다시 50% 부근까지 급격히 축소되는 등 연준의 신중론을 반영하며 한발 후퇴

우리는 수요둔화 및 주거비 하락으로 물가보다는 고용의 둔화를 고려해 아직 제약적인 연방금리가 12월에도 인하를 단행할 것으로 예상. 내년 인하 속도는 완만해질 수 있으나 3.25%까지 전망도 유지. 다시 4.1% 부근까지 올라온 미국채10년 금리는 투자 기회로 활용할 것을 권고. 한편, FOMC의 보수성에도 전일 APEC 정상회담에서 한미 관세협상의 줄기가 잡힌 긍정적 이슈도 점점 필요

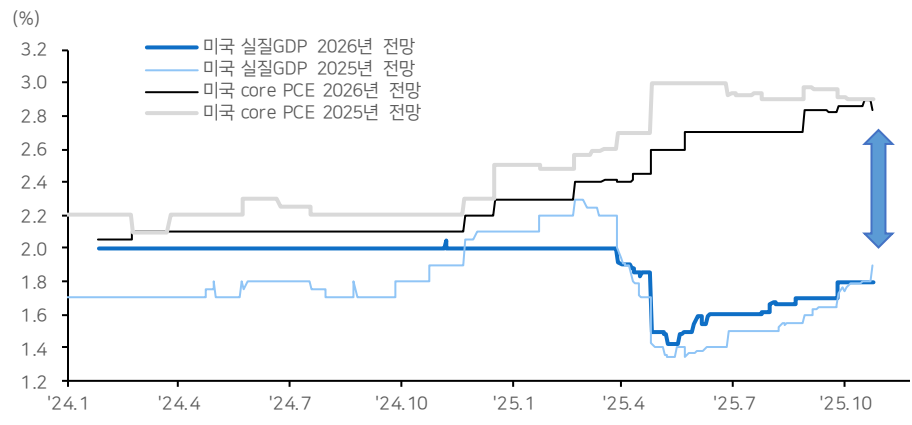
10월 FOMC 관련 Check point

상단 4.00%로 연방금리 인하, NABE에서 거론한 QT 종료 및 단기채(재정증권 포함) 재투자까지는 예상한 완화적 수준이었다. 그리고 12월 금리인하 관련해서 90~100% 사이에 육박하는 기대 정도는 인정할 것이라는 기대가 우세했다.

그러나 파월의장은 '12월 추가인하는 기정사실화된 것이 없다', '연준 내에 의견이 매우 분화되어 충돌 중이다', '고용은 점진적으로 둔화되고 있지만, 관세발 물가는 목표보다 높아 정책결정에 상충적이다' 등 균형을 잡으려는 발언이 주었다.

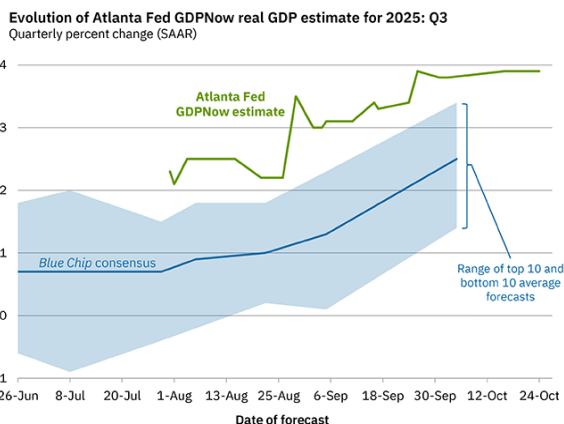
셋다운이라는 블랙박스로 기존 제시된 점도표 경로가 무난하게 지켜줄 것이라고 믿었던 시장에 긴장감을 조성한 것이다. 9월 CPI는 예상에 부합했지만 물가도 아직 안심하기 어려운 상황에서 GDPNow는 3분기 미국경제가 예상보다 견고하다는 신호를 보내고 있다. 반면 로젠버그와 같은 비둘기는 미란과 유사한 주장으로 ADP 고용이 무너진 현실 등은 파월이 감안하지 않고 있다고 비판한다.

그림1 미국 관세발 물가상방 부담 상존한 가운데 경기는 우려한 것보다 덜 둔화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 3분기 GDPNow 기준 미국 경기는 양호한 수준



자료: AT Fed

그림3 로젠버그, ADP 고용둔화는 점진적이지 않다고 강변



David Rosenberg
@EconGuyRosie

ADP employment has actually contracted in three of the past four months, and from June to October there have been well over 200,000 job cut announcements from company reports, and Powell is still on the “gradual cooling” theme on the labor market. In one word or less: nutty.

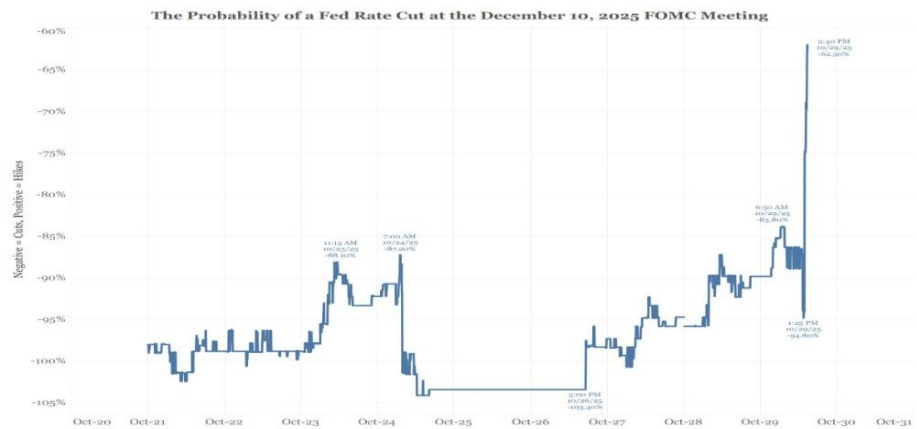
자료: X

‘둘다리로 두들겨보고 건너라’는 속담과 달리 현재 미국사정은 ‘흔들다리는 흔들어 보고 건너라’는 말이 설득력을 가질 정도로 난이도가 높다. 관세관련 대법원 판결이 어떻게 결정될지에 따라 물가와 성장은 또 급격한 변화가 나올 수 있다. 연준의장으로 시장의 기대가 일방적으로 흐르는 것 또한 경계했다는 판단이다.

기자회견 중 ‘인플레이션이 다시 솟구친다면 주저없이 금리인상에 나설 것이다’는 발언까지 나온 것을 보면 흔들다리를 충분히 흔들어보고 점검하고 있다는 것을 시사했다. 12월 100%에 육박하던 연준의 금리인하 기대는 60%대로 급격히 후퇴했다. 미국 시장금리는 전구간에서 10bp 가까이 상승했다.

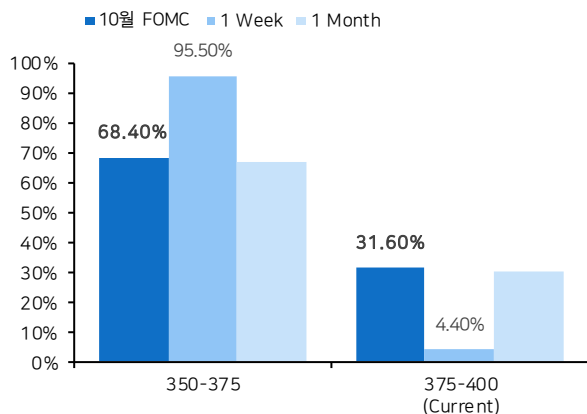
그럼에도 우리는 연준의 통화정책 전망을 기존 12월 인하 및 내년 3.25%까지 완화경로를 그대로 유지한다. 과도했던 인하기대의 조정이지 연준의 완화경로 자체가 끝났다고 할 정도의 상황은 아니다. 향후 미국경제 안전판으로 연준의 역할은 지속될 수 밖에 없다는 것이 우리의 생각이다.

그림4 연방금리선물 반영 12월 인하 기대치 100% 육박하다가 60%대로 급락



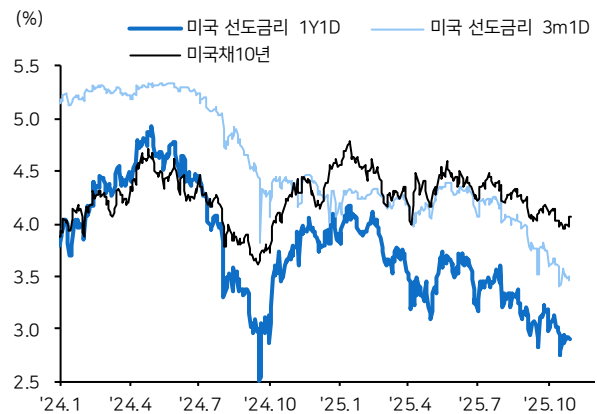
자료: Bloomberg

그림5 선도금리보다 보수적인 미국채10년, 하방 룬은 있어



자료: CME Fed Watch Tool, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 선도금리는 생각보다 많이 후퇴하지 않아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

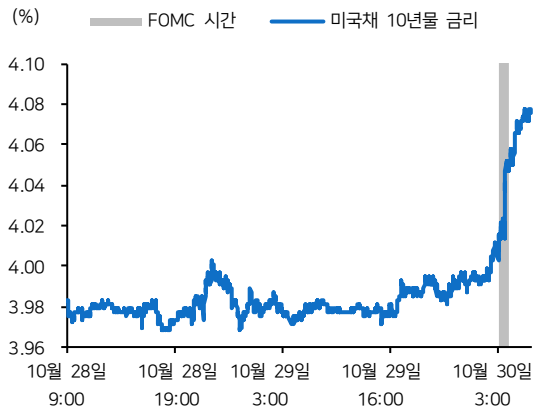
10월 FOMC에 대한 금융시장 반응

흔들다리가 흔들리자 12월 인하를 확신했던 채권시장은 충격이 가장 컸고, 주식과 달러는 의심수준에서 가격지표에 적응했다. 당분간 연준이 다시 완화적 기대를 키울 수 있는 재료가 확인되기 전까지 정체 구간이 이어질 수 있겠다.

미국채10년 금리는 3.97%까지 낮췄던 레벨을 4.08%까지 10bp 넘게 반등했고, 2년물도 3.6%로 10bp, 30년은 4.62%로 8bp대 상승을 기록했다. 12월 인하기대를 60% 내외 정도로 균형을 잡은 것으로 평가되어 10년 기준 내년 상반기 타겟 3.8%감안 현 수준부터는 매수기회로 활용해야 하는 영역으로 평가된다.

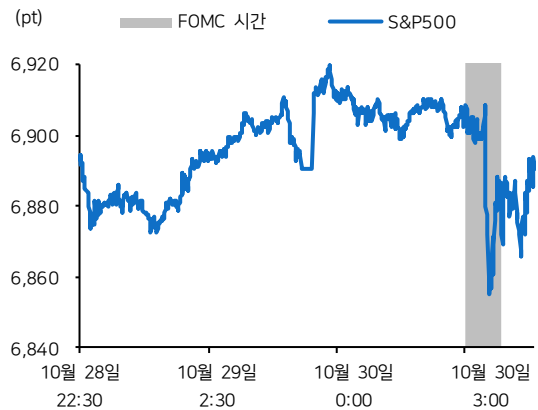
반면 주가는 S&P500 기준 보합으로 FOMC 전 상승세가 다소 둔화되는 수준이었다. 달러는 0.4% 절상되며 통화완화 기대의 반작용 정도는 확인되었다. 연준이 QT를 종료하는 상황에서 최근 위험선호가 강했다는 점까지 고려하면, 파월의장의 신중론이 일부 이해되는 부분이 있다.

그림7 미국채10년 3일간 일종차트



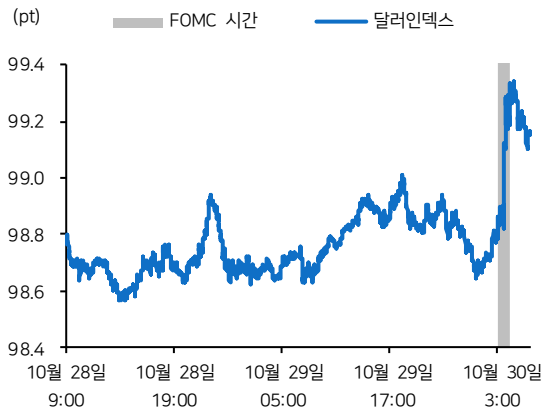
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 미국 S&P500 3일간 일종차트



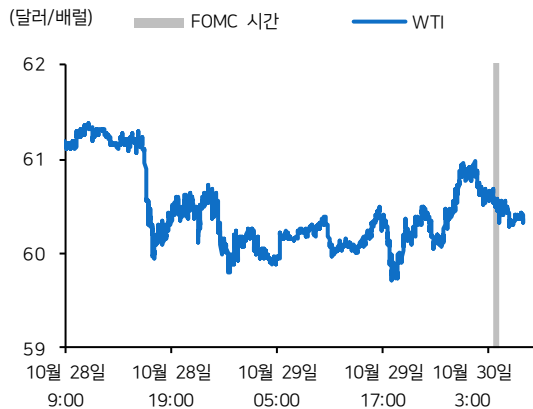
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 달러 인덱스 3일간 일종차트



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 WTI 3일간 일종차트



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

참조: APEC 한미 정상회담, 채권 및 외환시장 영향 점검

결국 APEC에서 관세협상의 큰 줄기가 결정. 연 200억달러 상한 그리고 채원은 외환보유고 이자 및 배당 수익으로 상당부분 커버하고 일부 조달은 국내가 아닌 해외(KP 같은 형태의 정부 보증) 에서 조달하여 국내 외환 및 채권시장에 주는 부담을 낮춘다고 밝힘

한미 관세협상이 타결되더라도 국내조달에 대한 불확실성이 높아 채권시장 수급 우려도 제기되었으나 부담을 덜어내는 소식. 그렇지만 펀더멘탈상 경기하방 위험이 줄고 통화정책 완화 유인도 감소하는 부분이 핵심. 그리고 대미투자가 아니더라도 국내 경기부양을 위한 수급 부담은 계속 될 수밖에 없음

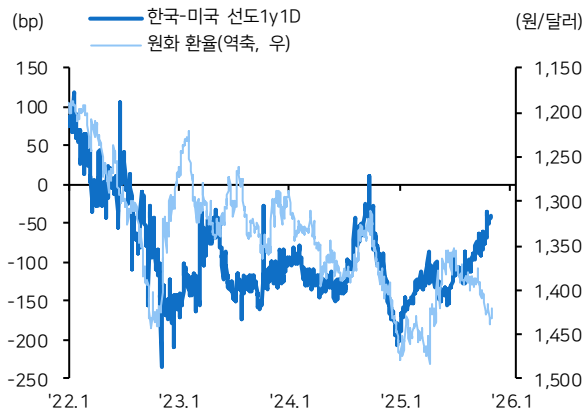
국내 금융시장 부담은 낮아진 건 분명. 하지만 그 수혜가 채권보다는 주식 등 위험자산에 유리할 것. 국내 채권투자는 계륵장세, 서두를 이유가 없음. 10월 FOMC 신중함은 한은의 통화 완화에 되려 걸림돌이 될 수 있음

그림11 미국금리 하향경로에도 한국금리는 트레이딩 기회이지 길이 다르다



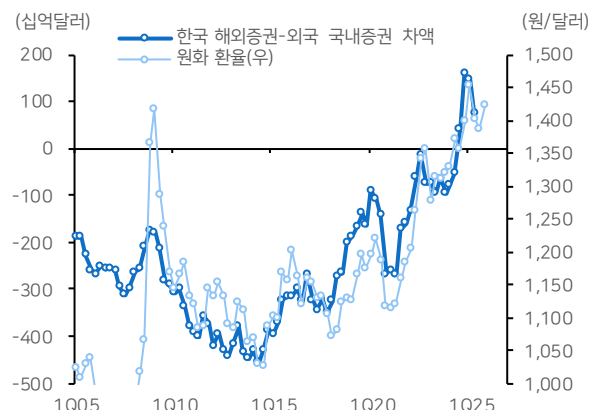
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 한미 금리차 축소 기대에도 환율에 미치는 영향 제한



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 경상수지 혹은 금리차보다 자본(증권)수지가 더 중요



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

12월 연준의 금리인하 불확실성이 증대한 만큼 아직 높은 원/달러 환율의 금융안정 측면에서 11월 국내 금리인하 단행의 부담이 더 늘어난 현실. 최근 대통령이 통화정책 관련 '부동산 안정을 위해 탁월한 결정'이라고 발언한 것까지 종합하면, 현수준에서 추가인하를 단행할 수 있을지에 대한 의심도 증대

우리는 올해 하반기 채권투자를 두고 계륵(鷄肋)이라는 표현을 사용, 투자의 신중성을 강조함. 국고3년 2.6%와 국고10년 2.9%대 정도면 기준금리 2.25%기준 매수할만한 적정거리(spread)로 판단할 수 있으나, 2.50%를 고려하면 국고3년은 적어도 2.7%대 이상 국고10년 3%대까지 상단이 열릴 수 있음

전일 관세협상 내용으로 대미투자액 국내조달 부담이 덜어진 듯 보이나 실제 상황은 좀 더 진행되어야 알 수 있음. 게다가 기존 국고채 발행 + 국민성장펀드 등 준예산성 정책까지 대미투자가 아니어도 국내 발행이 늘어날 수 밖에 없는 현실. 은행들의 생산적 금융지원액이 5년간이라고 해도 수십조원을 언급하고 있어 2026년 조달관련 점검이 필요한 상황

사실 APEC 합의로 한은총제도 인정했지만 국내 경기하방 위험이 크게 건넜다는 점에서 금리보다 환율이 큰 폭으로 안정되어야 하는데, 현재 환율을 결정하는 핵심 변수는 경상수지도 대외금리차도 아닌 내국vs외국 증권수지가 환율 설명력이 가장 높은 상황

전일 합의 이후 20원 가까이 하락하던 환율이 1,420원대에서 추가하락이 제한되는 부분은 향후 관세협상 진행과정 및 서학개미 자금유출의 강도 여부에 따를 것. 때문에 당사는 기존 예상한 것보다 원/달러 환율의 하향 안정화 경로가 시간이 걸리고 폭에 대해서도 1,400원 내외에서 쉽게 벗어나기 어렵다고 판단

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.