

2025. 10. 30 (목)

10월 FOMC: 안개가 걷히면 12월에 인하

- 10월 FOMC에서 FFR 25bp 인하 및 B/S 축소 중단(12월~)이 결정됨
- 50bp 인하 소수의견과 동결 소수의견의 공존이 나타날 만큼 연준 내 이견 첨예
- 우리는 데이터 입수로 경제 윤곽이 확인되면 연준이 12월 인하를 할 것으로 예상
- B/S 자생적 성장 용인하며 연준은 내년 3천억 달러 정도 국채를 살 수 있을 것

경제분석

Economist 이승훈
seunghoon.lee@meritz.co.kr

RA 박민서
mspark@meritz.co.kr

10월 FOMC: 예상된 행보에도 12월 인하 신중론 제기되며 매파적으로 해석

10월 FOMC에서 연준은 당사와 시장의 예상대로 1) 연방기금금리를 25bp 인하한 3.75~4.00%으로 정했으며, 2) 2022년 6월부터 3년 여간 진행되어 온 대차대조표 축소를 2025년 11월 말에 마무리할 것이라 선언했다. 정책결정이 예상에 부합했지만 매파적 연준으로 해석된 것은 두 가지 때문이다.

첫째, 연준 내 의견 분화 심화이다. 파월 의장은 노동시장 하방과 인플레이션 상방이라는 상충된 위험에 대해 개별 FOMC 참여자들이 각각의 위험을 감내의 정도(risk tolerance)가 다름을 강조했으며, 이는 50bp 인하(Miran)와 동결 소수의견(Schmid: 캔자스시티 연은 총재)의 공존이라는 형태로 표면화되었다. 둘째, 연준 내 의견 분화와 데이터 수집 어려움 때문에 12월 인하를 뻔한 결론(foregone conclusion)으로 간주해서는 안된다는 발언 때문이다. 일부는 노동시장이 급격히 악화되지 않고 있으며, 2년간 150bp 인하로 중립금리(3~4% 범위)에 근접했다는 의견을 피력하며 12월부터 쉬어갈 필요가 있음을 주장하고 있음도 언급했다. 선물 시장에 반영된 12월 인하 확률은 FOMC 직전 92%에서 직후 69%로 내려 왔다.

당사 전망: 12월까지 인하 지속, 인하 휴지기는 내년 상반기일 것

우리는 연방정부 섯다운이 종료되어 데이터가 다시 입수되면 연준이 12월에 추가 인하를 할 가능성이 크다고 생각한다. 9월 ADP민간고용은 전월대비 감소했고, Indeed.com의 구인건수와 임금 상승률이 공히 우하향 하며 노동수요의 점진적 냉각이 진행 중임을 시사하고 있다. 인플레이션율도 임금 상승률 둔화-서비스/주거비 물가안정으로 4분기 중 급격히 높아질 가능성이 낮아 보인다.

대신 우리는 연준이 내년 상반기 중 인하 휴지기를 가질 가능성을 높게 본다. 관세발 재화물가 상승이 마지막으로 반영되면서 인플레이션율이 한 번 더 높아질 가능성이 있고, 침체 예방 차원에서 이미 75bp 인하가 들어갔기 때문이다. 신임 의장이 취임하고(내년 5월), 재화물가 마저도 기저효과로 상승률이 다시 둔화되기 시작하는 내년 6월 이후가 종착점으로서 마지막 행보(최종금리 3.25%)가 이루어질 시기로 예상하고 있다 (vs 선물시장은 3, 6, 12월 인하를 예상 중).

QT종료가 QE는 아니다

한편, 이번 FOMC에서 연준은 소위 "QT(양적긴축; quantitative tightening)"라 불리는 대차대조표 축소(balance sheet runoff)를 12월 1일부터 중단할 것임을 공식화했다. 10월 들어 유효연방기금금리(EFFR: 은행간 단기자금 시장에서 형성되는 금리)가 상승하고, 연준의 상설 환매증권부채권 거래창구인 SRF(Standing Repo Facility) 사용이 빈번해 지는 등 단기자금 조달이 다소 어려워 졌다.

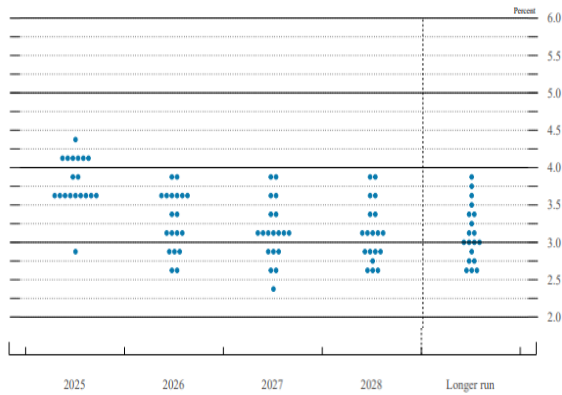
연준은 이를 지준이 풍부(affluent)한 상태에서 충분(ample)한 상태로 들어갈 때 나타날 수 있는 긴장으로 해석했고, 파월 의장이 예고한 대로 지준이 충분한 상태를 소폭 웃도는 상태(little above ample)에서 대차대조표 축소를 멈추게 되었다.

어느 정도의 지준이 충분한가(즉, ample인가)에 대해서는 명확한 기준이 없지만 Waller 이사의 발언(7월 강연)이나 뉴욕 연은의 시장 참여자 조사 등에 따르면 대략 GDP대비 9% 내외로 인식되고 있다. 올해 3분기 말에 동 비율은 역대포 잔액을 가산하였을 때 9.9%로 2분기 11.7% 대비 크게 낮아졌다. 앞으로 대차대조표 정책은 두 단계를 거칠 것이다(4페이지 표 1 참고).

- 첫째, 대차대조표 규모를 일정기간 유지하면서 부채 항목에 해당하는 지준 규모가 현금통화 및 재무성 계정의 증가분만큼 완전히 흘러내리도록 용인하는 것이다. 자산 항목에서는 MBS 보유잔액 축소분 만큼 국채매입이 이루어진다(2025년 12월~2026년 6월로 예상).
- 둘째, 경제가 성장하고 은행 시스템의 규모가 커지는 것에 비례하여 GDP대비 자산/부채 규모를 유지하는 구간으로 진입할 것이다. 이는 대규모 자산매입(LSAP: Large Scale Asset Purchase 또는 QE로 불림)이 아닌 자생적 성장(organic growth)에 해당한다. 우리는 연준이 GDP대비 보유채권 규모를 20% 내외에서, 지준 규모를 9% 내외에서 관리할 것이라 가정하고 있다. 이런 그림이라면, 2026~27년 중 연준이 추가로 보유하게 될 국채 규모는 각각 3,000억 달러와 4,200억 달러로 추산된다(2026년 3분기 이후).

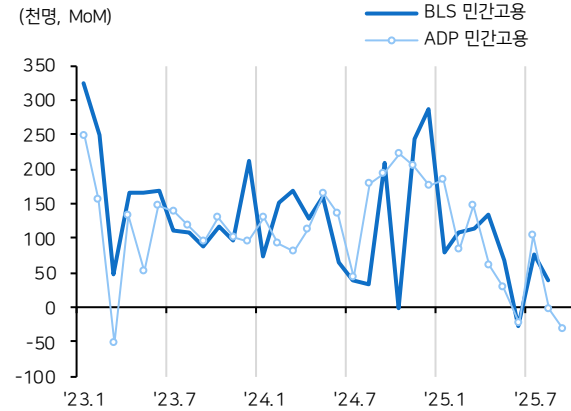
이는 1) SLR(보완적 레버리지 비율) 규제 완화를 통한 시중은행의 국채 편입 여력 확보, 2) 스테이블 코인 시장 성장과 미 국채 담보 편입 여력 확대와 더불어 내년도 미 국채 수급 개선에 일조할 요인이다. 정책 불확실성 및 수급교란으로 장기금리의 기간 프리미엄이 좀처럼 내려 오지 못했던 올해와 달리, 내년에는 기간 프리미엄 축소로 미국 10년물 국채금리가 3%대에 안착할 가능성이 높아 보인다.

그림1 9월 FOMC 점도표 분포



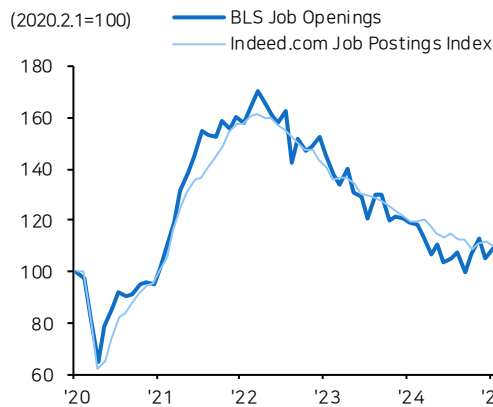
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 민간고용 전월비 증감: BLS vs ADP



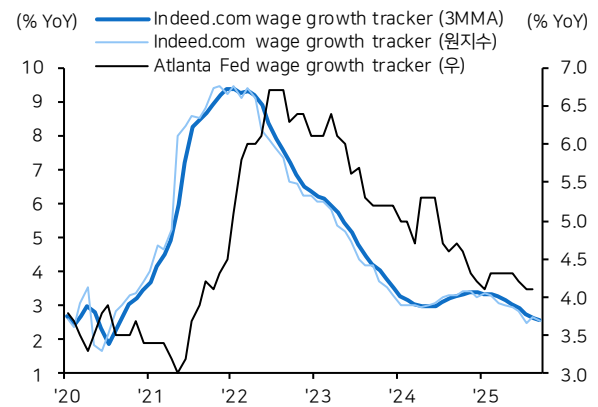
자료: US BLS, ADP, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 구인건수: BLS vs Indeed.com



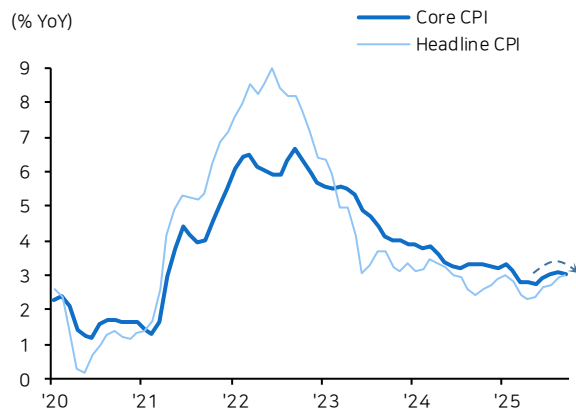
자료: US BLS, Indeed.com Hiring Lab, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 Wage growth tracker: Atlanta Fed vs Indeed



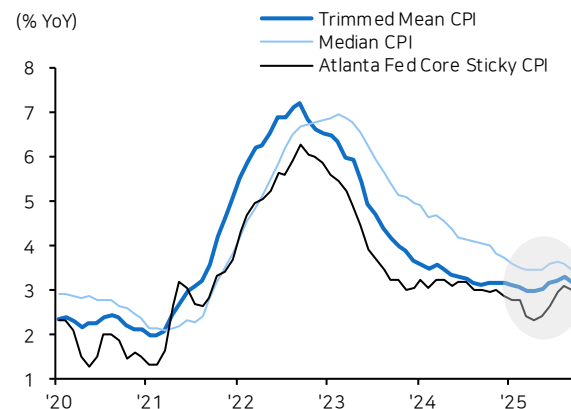
자료: Atlanta Fed, Indeed.com Hiring Lab, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 CPI: Headline vs Core



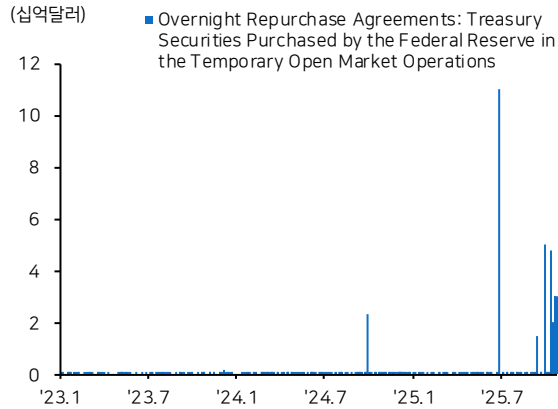
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 Underlying CPI (기조적 인플레이션)



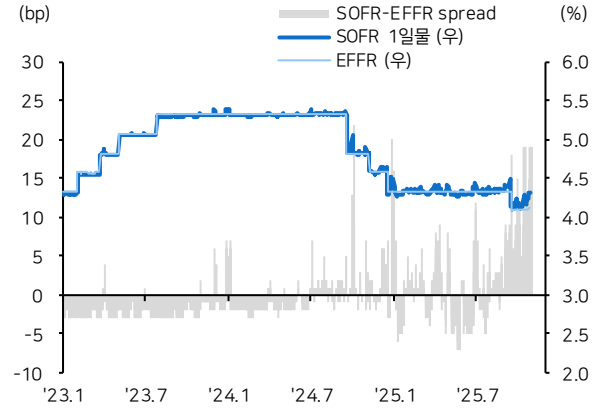
자료: Cleveland Fed, Atlanta Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림7 연준 Standing Repo Facility 사용액



자료: FRED, 메리츠증권 리서치센터

그림8 SOFR-EFFR spread 추이



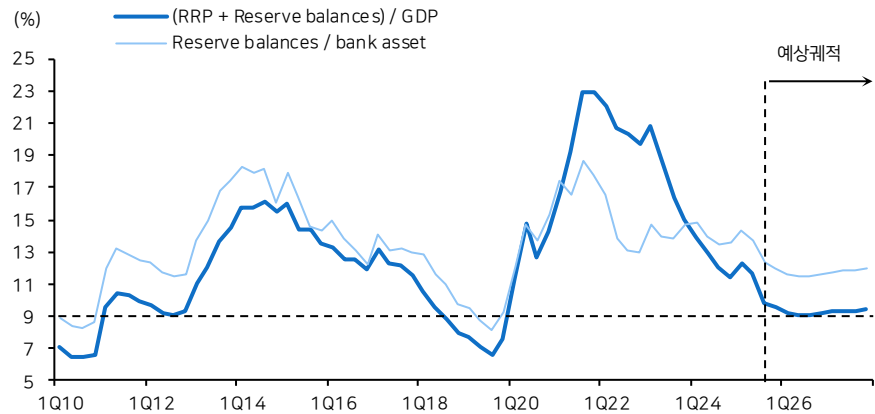
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 연준 대차대조표: 보유채권 (자산) vs 지준, 현금통화, TGA (부채)

(기말)	잔액 (십억달러)							GDP대비 비율 (%)					
	자산 (보유채권)			부채 (일부항목)				자산 (보유채권)			부채 (일부항목)		
	국채	MBS	소계	RRP	지준	현금통화	TGA	국채	MBS	소계	RRP	지준	소계
1Q21	4,942	2,185	7,127	134	3,673	2,095	1,122	21.8	9.6	31.4	0.6	16.2	16.8
2Q21	5,183	2,320	7,503	992	3,512	2,134	852	22.1	9.9	32.0	4.2	15.0	19.2
3Q21	5,431	2,495	7,926	1,416	4,095	2,148	174	22.6	10.4	33.0	5.9	17.1	23.0
4Q21	5,652	2,615	8,268	1,643	4,040	2,187	284	22.8	10.5	33.3	6.6	16.3	22.9
1Q22	5,760	2,715	8,475	1,786	3,773	2,219	557	22.8	10.8	33.6	7.1	14.9	22.0
2Q22	5,764	2,709	8,473	2,227	3,119	2,231	760	22.3	10.5	32.8	8.6	12.1	20.7
3Q22	5,672	2,698	8,370	2,367	2,983	2,229	662	21.5	10.2	31.8	9.0	11.3	20.3
4Q22	5,501	2,641	8,142	2,293	2,980	2,257	410	20.5	9.9	30.4	8.6	11.1	19.7
1Q23	5,329	2,594	7,924	2,265	3,402	2,273	163	19.6	9.5	29.1	8.3	12.5	20.8
2Q23	5,145	2,538	7,683	1,945	3,176	2,293	409	18.7	9.2	27.9	7.1	11.5	18.6
3Q23	4,958	2,480	7,438	1,443	3,169	2,273	672	17.7	8.8	26.5	5.1	11.3	16.4
4Q23	4,791	2,432	7,222	819	3,434	2,294	713	16.9	8.6	25.4	2.9	12.1	15.0
1Q24	4,618	2,388	7,007	518	3,472	2,293	772	16.1	8.3	24.4	1.8	12.1	13.9
2Q24	4,454	2,336	6,790	490	3,269	2,302	744	15.3	8.0	23.3	1.7	11.2	12.9
3Q24	4,384	2,282	6,666	416	3,142	2,299	779	14.9	7.7	22.6	1.4	10.6	12.1
4Q24	4,309	2,245	6,554	181	3,218	2,316	735	14.4	7.5	22.0	0.6	10.8	11.4
1Q25	4,237	2,189	6,426	241	3,451	2,322	316	14.1	7.3	21.4	0.8	11.5	12.3
2Q25	4,213	2,138	6,351	211	3,347	2,344	335	13.8	7.0	20.8	0.7	11.0	11.7
3Q25	4,201	2,099	6,300	29	3,000	2,359	758	13.7	6.8	20.5	0.1	9.8	9.9
4Q25E	4,191	2,054	6,245	-	2,898	2,369	850	13.5	6.6	20.1	-	9.3	9.3
1Q26E	4,236	2,009	6,245	-	2,889	2,378	850	13.5	6.4	19.9	-	9.2	9.2
2Q26E	4,281	1,964	6,245	-	2,879	2,388	850	13.5	6.2	19.6	-	9.0	9.0
3Q26E	4,386	1,919	6,305	-	2,930	2,397	850	13.6	6.0	19.6	-	9.1	9.1
4Q26E	4,491	1,874	6,365	-	2,980	2,407	850	13.8	5.8	19.6	-	9.2	9.2
1Q27E	4,596	1,829	6,425	-	3,030	2,417	850	14.0	5.6	19.6	-	9.2	9.2
2Q27E	4,701	1,784	6,485	-	3,081	2,426	850	14.2	5.4	19.6	-	9.3	9.3
3Q27E	4,806	1,739	6,545	-	3,131	2,436	850	14.4	5.2	19.6	-	9.4	9.4
4Q27E	4,911	1,694	6,605	-	3,181	2,446	850	14.6	5.0	19.6	-	9.4	9.4

자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림9 GDP 및 은행자산 대비 지준 비율 추이 및 예상궤적



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터 추정

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.