

FI Weekly

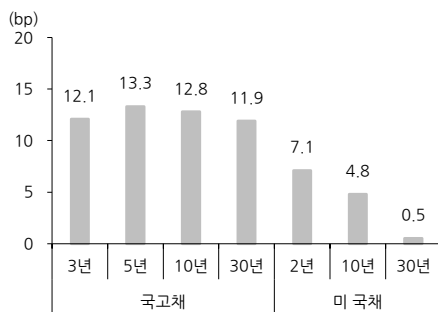
11월 인하가 마지막, 2026년 인하 없을 것



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

[주요 데이터 및 차트]

주간 한미 국채 금리 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 금리 예상 Range

금리, 스프레드	전주(9/26)	예상 Range	방향성
국고 3년	2.56%	2.48~2.60%	약보합
국고 5년	2.72%	2.65~2.78%	약보합
국고 10년	2.94%	2.88~3.00%	약보합
국고 10-3년	38.1bp	35.0~40.0bp	약보합
미국 10년	4.18%	4.05~4.20%	상승

자료: 한화투자증권 리서치센터

기준금리 인하 시점 전망, 10월에서 11월로 변경

지금까지 한국은행의 통화정책 운영 환경 판단은 '개선되고 있지만 잠재수준을 하회하는 성장 + 조금 더 지켜봐야겠으나 정부 대책 등 효과가 기대되는 부동산 및 가계부채 문제'. 이 판단이 '여전히 올라가는 서울 집값과 다시 불안해진 외환시장 + 잠재수준을 하회하지만 개선되는 성장'으로 바뀐 모습

성장은 좋지 않지만 개선되고 있음에는 큰 이견 부재. 여러 대책 발표로 더 이상 벌어지지 않을 것 같던 서울-지방 아파트가격 격차는 전고점을 경신. 관세 등 대외 불확실성은 외환시장 안정을 저해. 지금은 금융안정에 조금 더 오래 중점을 두는 것이 자연스러움

2026년 기준금리 동결 예상

올해는 혹시 몰라 신중할 필요가 있어 기준금리 인하 시점이 지연된다면 내년은 굳이 내릴 이유가 없어 보이기에 2.25% 기준금리를 유지할 공산이 크다는 판단. 물가와 금융안정, 경제, 중립금리 모두 2026년 추가적인 정책 조정을 강하게 필요로 하지 않을 것

우리 물가지수에는 자가주거비가 포함되지 않음을 생각해볼 필요. 소비자물가에 자가주거비를 반영하고 공공요금도 정상화할 경우 물가상승률은 약 3%p 상승. 안정적인 물가가 자연스럽게 기준금리 인하로 이어지는 상황이 아님. 성장과 금융안정 간 상충관계가 커졌지만 통화정책 목표는 금융안정과 물가안정을 달성한 후에 경제의 발전에 이바지하는 것. 내년에도 부동산, 가계부채 상황이 안정을 찾았다고 단언하기는 힘들 것이고, 환율도 마찬가지로

성장은 2025년 기저효과, 관세관련 리스크가 조금씩 완화되거나 반영되면서 개선될 전망. 연중 잠재수준에 근접할 가능성이 큰 만큼 성장은 통화정책의 도움이 절실하지 않아 보임

중립금리는 보통 잠재성장률에 영향을 크게 받는 편. 그러나 총재는 2년여간 시종일관 금융안정을 고려한 중립금리 산출이 필요하며, 이 중립금리는 기존보다 높을 것이라고 주장. 현재 기준금리는 이미 중립금리 중간값을 하회 중. 중립금리가 하향 조정된다 하더라도 기준금리가 2.25%로 인하되면 계속해서 중간값을 밑돌 것. 잠재성장률 하락은 금융안정 요소가 상쇄. 종합적으로 보았을 때 우리의 Terminal Rate는 2.25%

[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.

채권시장 동향

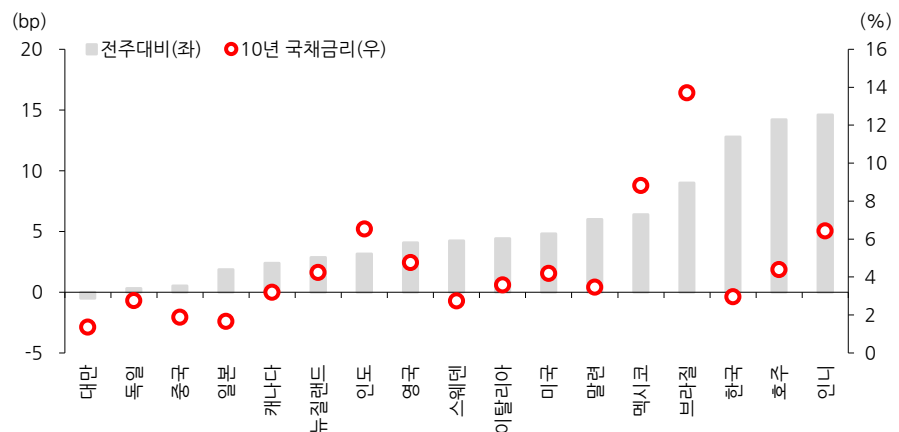
글로벌 국채금리 상승

지난 주 글로벌 국채금리는 대부분 상승했다. 9월 FOMC에서 연준 구성원들 간 상당한 의견대립이 있었던 점은 단기금리 상승재료로, 시장 예상을 상회한 2분기 미국 GDP 성장률 확정치(3.3% → 3.8%)는 장기금리의 하방 경직성 강화 재료로 각각 작용했다. 호주 금리는 그 전주 RBA의 물가 목표수준에 가까워지고 있다는 판단에도 불구하고, 8월 물가지표가 컨센서스를 웃돌면서 상대적으로 크게 상승했다.

국고채 금리 하락

국고채 금리도 상승했다. 단기 구간은 잇따른 한국은행의 강경한 시그널이, 장기 구간은 한미 관세협상 불확실성, 지속되는 환율 약세 등이 금리 상승을 이끌었다. 황건일, 신성환 위원 등은 서울과 수도권 주택 가격 안정세가 더딘 상황을 지적했다. 달러/원 환율은 26일 1,412원을 기록, 5월 중순 이후 처음으로 1,410원대에 진입했다. 국고 3년, 10년 금리는 전주 대비 각각 12.1bp, 12.8bp 상승한 2.56%, 2.94%를 기록했다.

[그림1] 주간 주요국 채권 금리 변동 추이



채권시장 전망

1-1. 이슈: 11월 인하가 마지막 조정

2025년 인하 전망
10월에서 11월로 변경
2026년은 연내 동결 전망

한국은행 기준금리 인하 시점 전망을 10월에서 11월로 변경한다. 아울러 2025년 인하를 이번 통화정책 사이클의 마지막 조정으로 판단한다. 2026년은 2.25% 기준금리가 유지될 전망이다. 지금까지 한국은행의 통화정책 운영 환경 판단은 ‘개선되고 있지만 잠재수준을 하회하는 성장 + 조금 더 지켜봐야겠으나 정부 대책 등 효과가 기대되는 부동산 및 가계부채 문제’였다. 이 판단이 ‘여전히 올라가는 서울 집값과 다시 불안해진 외환시장 + 잠재수준을 하회하지만 개선되는 성장’으로 바뀐 모습이다.

성장보다 금융안정이
우선되어야 할 때

성장은 좋지 않지만 개선되고 있음에는 큰 이견이 없다. 문제가 생길 경우 연초와 달리 지금은 정부의 대응이 가능하다. 강력한 대책과 규제로 더 이상 벌어지지 않을 것 같은 서울-지방 아파트가격 격차는 전고점을 경신했다. 수도권-지방 격차도 마찬가지다. 관세를 포함한 대외 불확실성은 외환시장 안정을 해친다. 지금은 금융안정에 조금 더 중점을 두는 것이 자연스럽다.

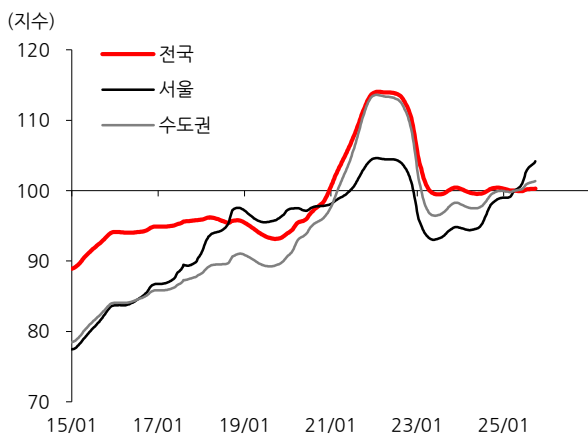
부동산 가격 잡히기는커녕
서울-지방 격차 확대 중

6·27 대책은 사실상 서울에 집을 사지 말라는 것과 크게 다르지 않은 내용이었다. 대책 발표 이후 서울 아파트매매수급지수는 안정을 찾는 듯 했으나 반등, 3주 연속 100을 상회 중이다. 같은 기간 서울-지방 가격 격차는 집계 이래 최대로 벌어졌으며 매매가격(104.18)은 전고점인 2022년 1월(104.63) 턱밑까지 올라왔다. 온건한 성향으로 평가받는 신성한 위원조차 “가계부채 증가세는 다소 진정되는 모습이지만 수도권 주택가격 상승세는 여전히 유지 중”이라고 판단했다. 이런 상황에서 인하를 기대하는 것은 무리다.

부동산 가격 안정 없이는
가계부채 안정도 없다

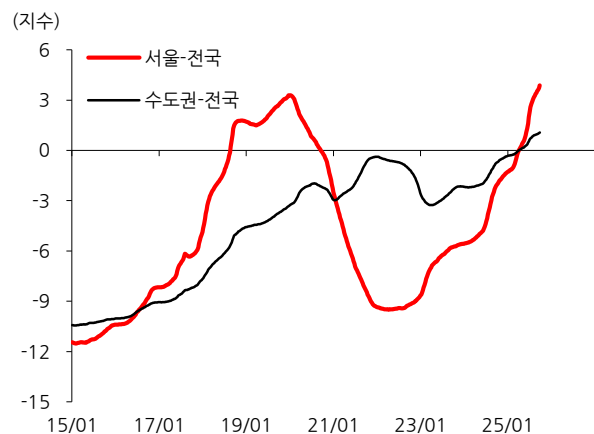
한국은행은 서울과 수도권 주택 ‘가격’만을 우려하는 것이 아니다. 황건일 위원은 “기대심리 등으로 인한 특정 지역의 집값 상승을 걱정하는 것이 아니라 상승세가 확산되어서 본격적인 가계대출 상승으로 이어질 가능성을 우려”하는 것이라고 설명했다. 참고로 우리나라 예금은행 가계대출에서 주택담보대출이 차지하는 비중은 76.1%다.

[그림4] 서울, 수도권 아파트 가격 계속 상승 중



주: 아파트매매가격지수
자료: 한국부동산원, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 지방과의 격차는 전고점 경신



주: 서울 및 수도권 아파트매매가격지수-전국 아파트매매가격지수
자료: 한국부동산원, 한화투자증권 리서치센터

외환시장 변동성도
재차 증가
11월 인하가 적절한 선택

여러 정치적 이벤트들의 종료로 안정되는 듯했던 외환시장도 다시 불안해졌다. 한미 관세협상 불확실성이 불안의 가장 큰 이유겠지만 주요국 재정불안, 연준의 통화정책 등 여러 다른 요인들도 무시할 수 없다. 환율이 흔들릴 때 기준금리 인하는 더더욱 선택할 수 없는 통화정책 카드다. “기준금리 인하가 한두 달 늦는다고 해서 경기 대응을 할 수 없는 것은 아니다”라는 이창용 총재 이야기처럼 지금은 금융안정에 집중해야 할 때다. 연내 인하는 가능하겠으나 시점은 10월이 아닌 11월이 적절하다.

인하 사이클은
2.25%에서 마무리

올해는 혹시 몰라 신중할 필요가 있어 기준금리 인하 시점이 지연된다면 내년은 굳이 내릴 이유가 없어 보이기에 2.25% 기준금리를 유지할 공산이 크다. 물가와 금융안정, 경제, 중립금리 모두 2026년 추가적인 정책 조정을 강하게 필요로 하지 않는다. 물가는 2.0% 또는 소폭 그 아래에서 안정적인 흐름이 전망된다. 다만, 우리 물가지수에는 자가 주거비가 포함되지 않음을 생각해봐야 한다.

자가주거비 포함한 물가는
결코 안정적이라고
볼 수 없음

장용성 위원 논문 내용처럼 소비자물가에 자가주거비를 반영하고 공공요금도 정상화할 경우 보정된 소비자물가 상승률은 약 3%p 높아진다. 또한, 공공요금은 사실상 정부가 관리하는데, 계속해서 이어지는 공공요금의 동결 또는 점진적인 인상은 생활비 안정에 기여하지만 공공요금 적자가 발생하면서 현재의 물가상승 요인을 미래로 이월시키는 셈이다. 안정적인 물가가 자연스럽게 기준금리 인하로 이어지는 상황이 아니다.

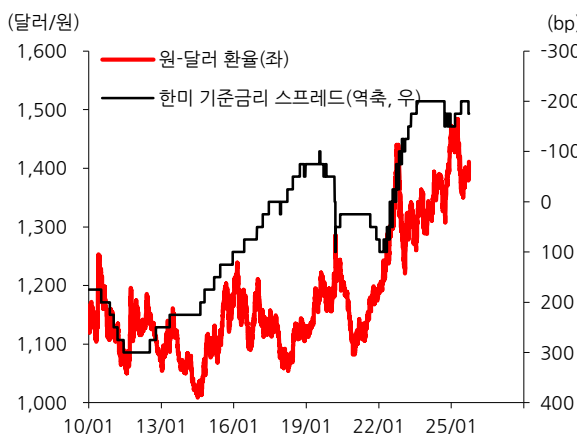
금융안정은 계속해서
안정찾기 어려울 것

성장과 금융안정 간 상충관계가 커지면서 한국은행의 고민도 깊겠지만 통화정책 목표는 금융안정과 물가안정을 달성한 후에 경제의 발전에 이바지하는 것이다. 내년에도 부동산, 가계부채 상황이 안정을 찾았다고 단언하기는 힘들 것이고, 환율도 마찬가지다.

성장은 개선 예상,
환율-성장 양자택일
상황이라면 환율

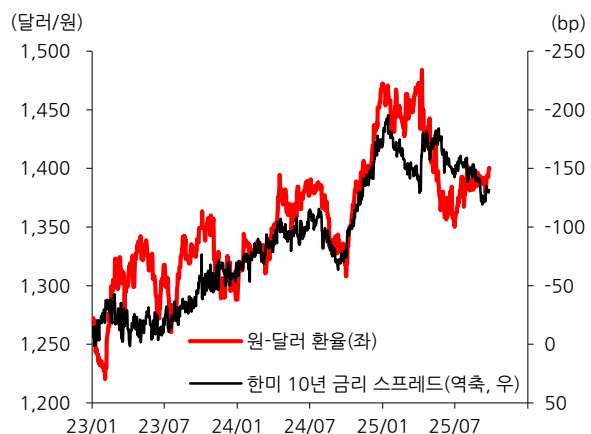
성장은 2025년 기저효과, 관세관련 리스크가 조금씩 완화되거나 반영되면서 개선될 전망이다. 우리 이코노미스트 전망에 따르면 2026년 성장률은 1.8~2.0% 정도다. 연중 잠재수준에 근접할 가능성이 큰 만큼 성장은 통화정책의 도움이 절실하지 않다. 만약 관세 불확실성이 재차 커질 경우에는 성장과 환율 모두에 영향을 미칠 것이고, 극단적으로 둘 중 하나를 선택해야 하는 상황이라면 중앙은행은 당연히 후자에 집중해야 한다.

[그림6] 대내외 정책금리, 시장금리 역전 모두



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 가까운 미래에 해소되기는 어려워 보임



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

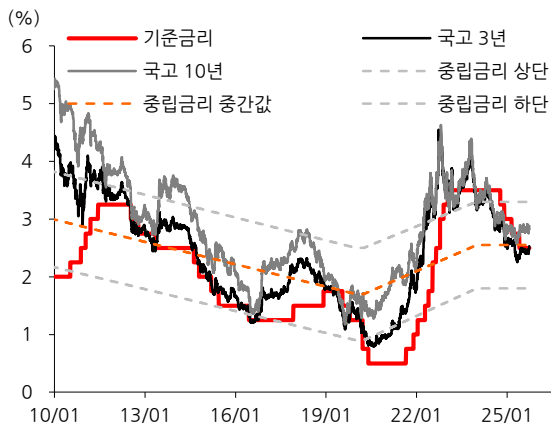
금융안정 고려한
중립금리는 높음

마지막으로 중립금리는 보통 잠재성장률에 영향을 크게 받는 편이지만 금융안정을 고려한 중립금리라면 이야기가 달라진다. 총재는 2년여간 시종일관 금융안정을 고려한 중립금리 산출이 필요하며, 이 중립금리는 기존보다 높을 것이라고 이야기한다. 최근에는 다른 나라보다 우리나라 금리가 소폭 높은 곳에 있기를 희망한다고 했다.

잠재성장률 하락은
금융안정 요소가 상쇄,
Terminal Rate: 2.25%

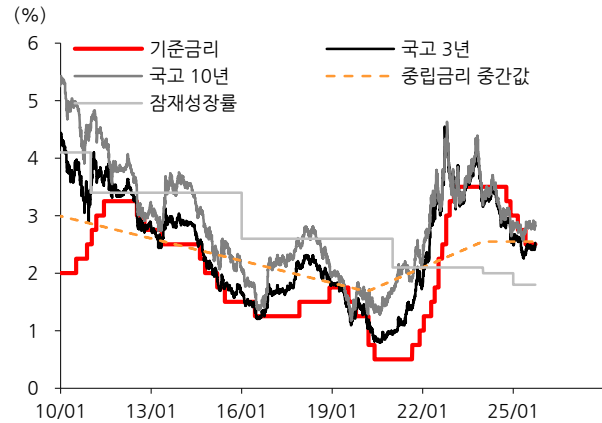
현재 기준금리(2.50%)는 이미 중립금리 중간값(2.55%)을 하회 중이다. 중립금리가 하향 조정된다 하더라도 기준금리가 2.25%로 인하되면 계속해서 중간값을 밑돌 것이다. 잠재성장률이 처음으로 1%대에 진입했다지만 금융안정 요소는 관련한 하방 압력을 상쇄한다. 종합적으로 보았을 때 우리의 Terminal Rate는 2.25%가 맞다.

[그림8] 2.25% 기준금리도 중립금리 중간값을 하회



자료: 한국은행, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 잠재성장률 하락은 금융안정이 상쇄



자료: 한국은행, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2. 전략: 올라간 레벨에 익숙해질 필요

국고 3년: 2.48~2.60%
국고 10년: 2.88~3.00%

이번주 국고채 금리 밴드는 3년, 10년 각각 2.48~2.60%, 2.88~3.00%를 제시한다. 한국 수출과 미국 제조업 고용 등 경제지표에 주목하는 매크로 장세를 예상한다. 외환당국의 구두개입 정도가 나오지 않는 이상 국고 3년, 10년이 각각 2.50%, 2.85%를 하회하기는 어려워 보인다. 당분간은 상승한 수준에서 등락할 가능성이 높다.

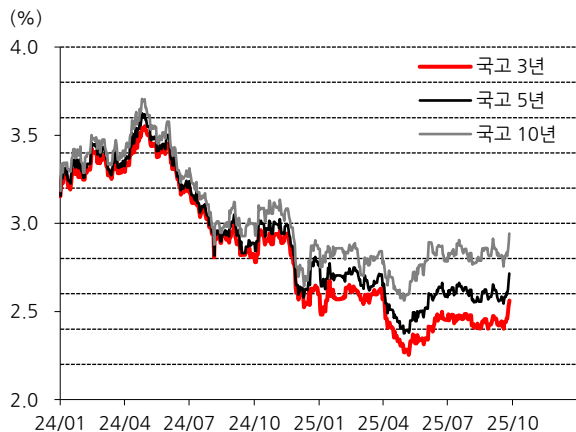
한국 수출 발표 예정,
미국 고용 경계감

1일 발표되는 한국 9월 수출에서 對美 수출실적이 부진하고, 미국 ISM 제조업지수가 48.0~49.0 수준으로 발표되면 금리는 추가 상승이 불가피하다. 저조한 수출지표는 통상 금리 하락재료지만 지금은 환율이 엮여 있다. 추가 재정대응은 불가능하고, 극단적으로 외환시장과 성장 중 한국은행이 전자를 선택할 것임에는 의심의 여지가 없다. 상술한 시나리오가 전개될 경우 국고 10년 금리의 3%대 진입을 진지하게 염두에 두어야 한다.

고용지표 발표 결과에 따라
미국 10년 상단
4.30%까지 올려 잡을 필요

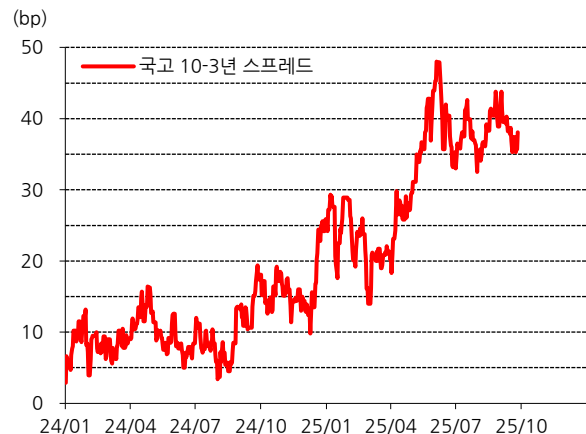
미국 시장은 10월 1, 3일 발표 예정인 9월 ISM 제조업지수와 고용지표에 주목, 주중 경계감 짙은 장세를 보일 것으로 예상된다. 전 주에 이어 다수 연준 인사들의 발언이 예정되어 있는데, 이미 우리는 내부 의견 대립을 확인했다. 연준 發 이슈는 시장에 제한적인 영향을 미칠 것이다. 비농업 고용자수가 시장 예상치(50,000명)에 부합하거나 소폭 하회하기만 하더라도 금리는 재차 상승 압력에 노출될 전망이다. 미국 10년 금리 상단을 재차 4.30%으로 올려 잡을 때다.

[그림10] 주요 국고채 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 국고 10-3년 스프레드 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 예상 금리 Range					
금리, 스프레드	동향(대비)			예상 Range	방향성
	연초	월초	전주(9/26)		
국고 3년	2.60%(-3.4bp)	2.44%(+12.7bp)	2.56%(+12.1bp)	2.48~2.60%	약보합
국고 5년	2.76%(-4.6bp)	2.60%(+11.9bp)	2.72%(+13.3bp)	2.65~2.78%	약보합
국고 10년	2.86%(+8.8p)	2.85%(+9.6bp)	2.94%(+12.8bp)	2.88~3.00%	약보합
국고 10-3년	25.9bp(+12.2bp)	41.2bp(-3.1bp)	38.1bp(+0.7bp)	35.0~40.0bp	약보합
미국 10년	4.57%(-39.6bp)	4.23%(-5.3bp)	4.18%(+4.8bp)	4.05~4.20%	상승

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 통화정책 Tracker

[표1] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
9/22	Raphael Bostic (아틀란타 연은 총재)	매파 X	- 지금도 추가 기준금리 인하 명분은 약하다고 생각(little reason to cut rates for now) - 고용시장은 결코 침체 수준이 아님 - 점도표에서 연내 1회 인하(상단)를 전망한 것은 본인 - PCE, Core PCE는 각각 2.9%, 3.1%, 실업률은 4.5% 예상 - 현 상황은 정책 운영자들에게 있어 가장 힘든 시기. 양대책무 관련 리스크가 동반 상승 중
9/22	Alberto Musalem (세인트루이스 연은 총재)	매파, X	- 9월 FOMC에서 25bp 인하에 찬성한 것은 고용에 대한 지원이 필요하다고 보았기 때문. 추가 기준금리 인하 여력은 제한적 - 고용은 완전고용에 근접한 상태. 이번 인하는 이를 유지하기 위함 - 분명히 관세는 물가에 영향을 주고 있으며, 그 여파는 아직 완전히 발현되지 않은 상태 - 완화적인 금융환경 등 여러 요소들은 신중한 기준금리 인하가 필요함을 시사 - 고용은 하방 압력이 우세한 상황. 그러나 이에 대한 지나친 우려는 과도한 정책 대응으로 이어질 가능성 - 추가 기준금리 인하에 전향적인 입장이지만 결정에 있어서는 신중을 기해야 함 - 국채매입의 유일한 목적은 양대책무 달성. 정부부채 관리 목적으로 비춰져서는 안됨 - 관세 뿐만 아니라 물가를 끌어올리는 여러 요인들이 존재 - 관세가 물가에 미치는 영향은 2~3개 분기에 걸쳐서 나타날 것 - 지금까지 관세정책에 대한 상대국들의 보복조치는 걱정했던 것 보다 강하지 않음 - 여러 지표들은 준비금이 여전히 매우 풍부(abundant)함을 보여줌 - 9월 SEP 전망치들이 기준금리 경로를 보여준다고 생각
9/23	Stephen Miran (연준 이사)	비둘기파, O	- 사람들은 이민정책을 인한 주거물가 안정을 간과하고 있음. 3.5% 수준인 주거물가 상승률은 2027년 1.5%까지 둔화될 전망 - 이민자 유입 차단(net zero immigration)은 연간 1%p 물가 하락 효과를 보일 것. 또한, 인구 증가율도 낮추면서 중립금리 하락에 기여할 것으로 예상 - 일부 상품물가 상승(relatively minor changes in some goods prices)으로 물가에 대한 우려가 지나치게 커진(unreasonable levels of concern) 상황 - 사후적으로 추정하는 현재 중립금리(R*)는 지나치게 높은 수준. 또한, 최근 재정 및 이민정책을 온전히 반영하지 못하고 있음 - 고용 리스크에 대응하기 위해서는 약 2%p 기준금리 인하 필요 - 통화정책은 상당히 긴축적(considerably restrictive). 해를 끼치는 수준(threat to economic momentum) - 빠르게 기준금리를 중립수준까지 내리는 것이 적절하겠으나, 정책에 혼란이 있어서는 안됨 - 연속적인 50bp 인하가 통화정책을 적절하게 조정시킬 것(a series of 50bp cuts will recalibrate policy) - 빠르게 기준금리를 인하한 뒤 2026, 2027년에 속도를 조절하는 것이 바람직 - 상황에 변화가 있더라도 본인은 계속해서 인하를 주장할 것이고, 소수의견 개진을 망설이지 않을 것 - 연준 대차대조표는 불필요한 자산 매입으로 과도하게 부풀어 있음(swollen on unneeded asset buying)
9/23	Thomas Barkin (리치몬드 연은 총재)	중립, X	- 아직 관세가 소비자들에게 미치는 영향은 제한적(tiny). 온전한 여파를 확인하기까지는 시간 소요 전망 - 역사적으로 적은 고용 증가가 침체를 의미하지는 않았음 - 경제 불확실성이 견혀 나가는 중. 그럼에도 기업들은 여전히 신중하며 투자를 망설이고 있는 상황 - 낮은 실업률, 지속되는 임금 상승세와 추가 상승은 소비를 지탱 중 - 낮은 고용과 해고율(low-hiring and low-firing)은 지속될 것으로 예상. 그러나 양방향 어느 곳이든 약화될 가능성도 존재 - 임금 상승 압력은 꾸준히 약화 중이며 코로나 이전 추세로 복귀

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
9/23	Beth Hammack (클리블랜드 연은 총재)	매파, X	- 리스크의 균형을 맞추기 위해 기준금리 인하 - 물가는 상승세가 지속될 것으로 예상 - 4.3%이라는 실업률은 꽤나 준수한 수치(pretty healthy rate). 고용 측면에서 연준은 목표 달성에 근접 - 고용자 수는 둔화 중이며 노동시장이 취약해지는 징후로 판단 가능 - 고용도 적지만 해고도 적은 것이 현재 고용시장. 기업들은 신규 채용을 꺼리는 중 - 위험 시그널은 지금 수준에서 크게 강해지지 않을 것으로 예상. 해고 관련 이야기는 들리지 않고 있음 - 물가 수준, 상승세의 지속 리스크를 우려 중. 고용과 달리 물가목표는 계속해서 달성하지 못하고 있음. 본인은 물가를 훨씬 더 면밀히 주시(laser-focused) 중 - 긴축정책 완화에는 상당히 신중해야 함. 지나치게 빠른 정책 조정은 인플레이션을 자극시킬 것 - 본인은 연준에서 중립금리를 높게 추정하는 쪽. 현재 통화정책은 그저 소폭 긴축적(modestly restrictive)인 수준일 뿐 - 내년 초 새로운 물가 상승 압력(another wave of price pressures)이 나타날 것으로 예상. 지금도 상품은 물론 서비스 부문에서도 물가 상승 압력이 강해지기 시작 - 물가 상승세의 지속은 기대인플레이션에도 영향을 미칠 것
9/23	황건일 (한국은행 금융통화위원)	-	- 연내 한 번 정도의 기준금리 인하가 단행되어야 함. 그 시점이 10월일지, 11월일지를 고려 중 - 수출과 소비 모두 괜찮지만 이를 모두 뒤엎은 부문이 건설. 최근 공사가 많이 중단됐던 상황이 있었는데, 건설부문 추가 악화 여부를 확인할 필요 - 전반적으로 기준금리 인하 기조는 분명. 그러나 그 시점을 두고 어디에 초점을 둘지 보고 있다는 것 - 가계부채의 문제는 추세. 어느정도 안정적인 흐름을 보이는 것이 바람직. 가계부채가 안정이 되어야만 기준금리를 내린다는 것이 아님. 적절한 수준에서 유지되고 추세상 안정적으로 증가하는지가 관건 - 수요 측면의 6·27대책, 9·7대책 모두 유의미한 효과가 있었다고 생각. 다만, 기대심리 등으로 인해 최근 다시 일부 지역의 집값이 상승하고 있는데, 그 지역의 집값 상승을 걱정하는 것이 아니라 확산해서 본격적인 가계대출 상승으로 이어질 가능성을 우려하는 것 - 통화정책은 data-dependent라고 하지만 통화정책을 결정하는 시점은 data-dependent하더라도 forward guidance는 금리 기대 관리에 관한 것 - 가장 많은 경제정보를 가지고 있고, 분석력이 뛰어난 중앙은행의 역할은 소비자들에게 그런 정보를 제공하는 것. 금융위원들이 어떻게 생각하는지 미래에 대해서 정보를 제공하는 것은 당연한 책무 - Forward Guidance 관련 현재 실험하는 것은 1년 레인지를 두고 2~3개 점을 찍는 방식인데 결과를 보면 3개를 찍는 방식이 적당해 보임
9/23	Austan Goolsbee (시카고 연은 총재)	매파, O	- 고용시장은 적은 채용, 적은 해고 상황. 여러 지표들은 현 상황이 안정적임을 보여줌. 고용환경은 점진적이고 더딘 속도로 냉각 중(cool at a mild and modest pace) - 물가는 아직 목표 수준에 도달하지 못했음 - 현재 통화정책은 약간 긴축적(mild restrictive). 중립금리는 기준금리의 약 100~125bp 아래에 위치 - 당장 50bp 인하가 필요한 상황은 아님. 적극적인 조정에는 신중을 기할 필요(need to be a bit careful) - 물가가 목표수준으로의 복귀 경로로 돌아온다면 추가 기준금리 인하 가능
9/23	Michelle Bowman (연준 이사)	비둘기파, O	- 9월 FOMC에서는 25bp 인하를 지지. 그러나 현재 연준이 집중해야 하는 것은 적극적인 고용시장 대응 - 고용시장 변화에 대한 대응이 뒤처지고 있을 가능성. 리스크가 증가할 경우 빠른 정책 조정이 필요 - 성명서에서 추가 인하를 암시한 것은 중요. 9월 기준금리 인하는 경제상황 전개에 맞춘 중립수준으로의 통화정책 복귀 신호탄 - 수요가 개선되지 않을 경우 기업들은 해고에 나설 것 - 관세가 물가에 미치는 영향은 작아질 것으로 예상. 기타 물가는 목표 수준에 근접 - 몇 달간 고용이 빠르게 위축될 수 있음 - 주택시장 부진이 가파른 주택가격 하락으로 이어질까봐 우려스러움 - 연내 총 3회(9월 포함) 기준금리 인하 예상 - 다른 중앙은행들이 채택한 물가목표범위제도(inflation target range)는 원활하게 작동 중

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
9/23	Raphael Bostic (아틀란타 연은 총재)	매파, X	- 물가목표범위제도(inflation target range) 도입에 전향적인 입장이며, 적정 범위는 1.75~2.25%로 생각 - 물가가 얼마나 목표 수준을 상회할지 진지하게 고민해야 할 시점 - 관세가 물가에 미치는 영향은 예상보다 작음(more muted). 그러나 추가적인 물가 상승 예상 - 기업들은 관세 관련 비용상승을 경험하고 있지만 온전히 가격에 반영하는 데에는 한계를 느끼는 중 - 소비심리에 각별한 주의를 기울여야 할 때 - 고용시장 둔화는 수요와 공급 양 측면에 모두 기인. 기업들은 채용도, 해고도 하지 않고 있음 - 고용 리스크는 물가 리스크와 비슷한 수준(the risks to employment are comparable to inflation risk) - 중립금리는 1.25%로 추정(명목 중립금리: 3.25%). 중립금리 상승 가능성도 존재. 상승은 환영할 일
9/24	Jerome Powell (연준 의장)	비둘기파, O	- 리스크 없는 정책경로는 있을 수 없음 - 장기 기대인플레이션은 2% 목표 수준에 위치 - 고용시장 활력은 어느정도 약화(less dynamic and somewhat softer). 특이(unusual and challenging)하게도 수요와 공급 모두 감소. 고용률은 상당히 감소(really dropped). 채용 감소는 관세 관련 비용 상승에 대응하는 한 방법일 가능성 - 소비도 둔화. 기업들은 여전히 불확실성에 노출되어 있음 - 상품물가 상승은 대부분 관세에 기인. 그러나 다른 부문으로 상승 압력의 확산은 제한적 - 서비스 부문은 디스인플레이션 지속 - 관세가 물가에 미치는 영향이 생각보다 단기적 충격(relatively short-lived)일 것으로 예상하는 것은 합리적(reasonable base case) - 관세는 몇 개 분기동안 물가 상승 재료(somewhat higher inflation)로 작용할 것 - 물가 충격이 계속되지 않고 일시적임을 확실하게 확인해야 함(one-time increase in prices does not become ongoing inflation problem) - 베이지북은 경제가 빠르지 않지만 완만하게 성장 중임을 시사 - 물가에 대한 집중을 조금 누그러뜨리고 균형잡힌 접근이 필요한 때(focus on inflation needs to moderate to a more balanced approach) - 만약 정책이 적절한 수준에 있지 않다면 연준은 조정할 것 - 금융시장 불안은 걱정할 상황은 아님. 다만, 일부 자산가격, 특히 주가는 고평가 되어있음 - 현재 미국은 관세로 인해 어느정도 수입(a good bit of revenue from tariffs)을 걷어들이고 있음 - 유통업자(middle group)들이 관세 관련 비용을 일부 감내하면서 상품이 소비자들에게 지나치게 높은 가격으로 전달되지 않는 모습 - 관세는 커다란 물가 자극 요인이 아님(not a big inflationary factor). 관세충격은 2026년 말 소멸 예상 - 이민자 감소는 노동력 공급 변화의 커다란 이유 중 하나
9/24	장용성 (한국은행 금융통화위원)	-	- 시장과 반대로 가는 중앙은행은 장기적으로 신뢰도에 손실을 입게 됨. 그렇다면 결정적일 때 금리정책의 효과가 감소할 가능성. 각종 금융기법의 발달로 중앙은행이 시장에 미치는 영향도 감소 - 연준의 금리정책도 시장을 주도하기보다는 따라가는 구조 - 소비자물가 상승률 통계를 살펴보면 한국은 주거비에 전, 월세 비용만 포함되고 자가주거 비용은 포함되지 않음. 자가주거비를 반영하고 공공요금도 정상화할 경우 보정된 소비자물가 상승률은 3%p 가까이 높아짐 - 전기, 가스, 대중교통 요금은 사실상 정부가 관리. 생활비 안정에 기여하지만 공공요금 적자가 발생하면서 현재의 물가상승 요인을 미래로 이월시키는 셈. 자가주거비 등을 반영한 소비자물가 상승률을 확인해보면 코로나 당시 우리도 미국 못지않게 물가가 올라간 것으로 추정 - 한국 생산성이 미국의 절반밖에 되지 않는 것은 양국 고용시장 자원배분의 효율성 차이 때문
9/24	Andrew Bailey (영란은행 총재)	-	- 추가 기준금리 인하 여력 보유. 인하 시점과 정도는 물가가 결정 - 고용시장 일부 둔화 징후 포착. 소비자들은 신중해지는 중

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표4] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
9/25	Austan Goolsbee (시카고 연은 총재)	매파, O	- 연속 기준금리 인하에 반대. 일시적 물가 충격이라는 가정 하에 과도하게 선행하는 통화정책이 불편함 - 관찰지역 기업들은 지금도 물가가 통제 가능한 수준이 아니라고 응답 - 여전히 고용은 상당히 안정적이고 견조(mostly steady and solid). 고용자 수는 이민정책으로 인해 위축이 불가피하지만 4.3%라는 실업률은 고무적. 실업률이 고용자 수보다 중요
9/25	Mary Daly (샌프란시스코 연은 총재)	비둘기파, X	- 추가 정책 조정이 필요할 것. 고용시장 지원이 필요하며 경제 리스크도 증가. 지금은 행동해야 할 때 - 예상보다 고용 둔화세는 빠르고 물가 둔화세는 더딘 상황 - 본인은 9월 FOMC에서 25bp 인하를 지지 - 추가 기준금리 인하 시점은 불명확. 고용시장 지원이 필요한 것은 맞지만 약하다고 볼 수는 없음 - 고용시장에 있어 기준금리 인하는 보험적 성격 - 고용이 조금 더 악화(tips into weakness)될 경우 이를 되돌리는 것은 쉽지 않을 것 - 스태그플레이션 상황은 아님. 경기 침체 가능성도 매우 제한적. 여전히 물가 관련 해야 할 일들도 존재 - 관세 영향을 제외한 물가상승률은 2.4~2.5% - 관세가 물가에 미치는 영향이 일시적이라는 증거 존재 - 기준금리 인하가 추가 부문에 주는 도움은 제한적. 설사 중립수준으로 기준금리가 내려가더라도 공급 측면 문제를 해결할 수는 없음
9/25	신성환 (한국은행 금융통화위원)	-	- 가계부채 증가세는 정부대책 등에 힘입어 다소 진정되는 모습이지만 수도권 주택가격 상승세는 여전히 유지 중. 정책공조를 통해 대응해 나가는 것이 중요 - 미국 관세정책 영향, 주요국 통화정책 변화 등 대내외 요인 변화에 따라 금융 및 외환시장 변동성이 확대될 수 있음. 연말 유동성 관리에 유의해야 함 - 성장경로의 불확실성이 지속되면서 취약 자영업자를 중심으로 부실이 확대 및 장기화될 가능성도 배제하기 어려움. 경제적, 구조적 업황 부진이 지속되고 있는 업종의 기업부실 증가로 관련 익스포저가 큰 금융기관의 건전성이 저하될 우려도 존재 - 정부의 부동산 PF 구조조정이 진전을 보이고 금융기관이 부실채권 정리 노력을 강화하고 있는 점은 긍정적. 다만, 일부 비은행 금융기관의 고정이자여신비율이 지속적으로 상승하고 있어 유의할 필요
9/25	Stephen Miran (연준 이사)	비둘기파, O	- 다른 연준 인사들은 이민정책 변화(바이든 정부)로 인한 인구증가를 고려하지 않고 있음 - 본인은 많은 연준 사람들보다 성장에 낙관적. 현 정부의 세금과 규제정책은 잠재성장률을 끌어올릴 것 - 하반기 3% 성장을 달성 가능성은 매우 높음 - 관세수입이 중립금리를 하락시키는 중. 현재 기준금리는 중립금리를 약 150~120bp 상회. 지나치게 긴축적(too restrictive). 6개월 내에 기준금리가 중립수준에 근접하기를 희망. 중립금리는 가파르게 하락(drifting down). 정책 조정이 필요 - 주거물가는 6~12개월 간 둔화될 것 - 고용상황이 절체절명의 위기(about to fall off the cliff) 정도는 아님 - 금융상황을 완화적으로 판단하고 있지 않음. 이는 주택시장 상황이 보여주고 있음 - 자산가격 변동은 모두 연준 탓으로 돌리는 것은 부적절. 세금, 규제정책 등도 영향을 주고 있는 상황 - 긴축 통화정책이 길어질수록 리스크도 증가 - 재앙이 닥치기를 기다리는 것보다 사전적, 적극적으로 움직이는 것이 바람직 - 통화정책이 물가 변동에 반드시 기계적으로 움직일 필요는 없음 - 관세가 물가를 끌어올린다는 증거가 없음에도 다른 연준 동료들은 이에 영향받고 있음 - 본인은 지금도 기준금리 점도표 하단 전망을 유지 중. 다른 이들과의 격차가 좁혀지고 있다고 생각. FOMC에서 최대한 역할을 할 것

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표5] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
9/25	Austan Goolsbee (시카고 연은 총재)	매파, O	- 고용자 수에 근거해 사전적으로 지나치게 많은 기준금리 인하는 동의할 수 없음(somewhat uneasy). 물가 상승을 일시적이라고 단정하는 것도 마찬가지 - 물가가 2% 복귀 경로로 다시 돌아온다면 추가 기준금리 인하(a fair bit more) 가능. 그러나 사전적 성격의 인하에는 신중한 입장 - 물가와 고용은 기이한 상태(weird environment). 고용은 완만하게(mildly) 냉각 중. 일부 고용지표들은 현 상황이 안정적임을 시사 - 스태그플레이션 리스크가 사라지면 시장금리는 가파르게 하락 가능 - 만약 정부 인사가 중앙은행 기준금리 결정에 월가월부할 수 있다면 인플레이션은 상승할 것 - 역사적으로 연방정부 섰다온 이슈는 경제에 유의미한 충격을 주지 못했음 - 단기적 관점에서 가장 우려하고 있는 것은 물가의 지속적인 상승. 그러나 기본적으로 미국 경제는 골디락스(golden-path) 경로에서 이탈하지 않았다고 생각 - 물가가 목표수준을 상회하고 계속해서 상승할 때 기준금리를 유지하면 실질 기준금리는 하락하는 효과 - 물가가 2%로 복귀한다는 확신이 있다면 점진적인 기준금리 인하가 바람직 - 지금도 관세가 물가를 광범위하게 자극하지 않고 금리가 하락한다는 것에는 낙관적인 입장 - 9월 FOMC에서의 25bp 인하는 완벽하게 적절한 결정 - 연준의 전망치들이 기준금리 경로를 의미하는 것은 아님 - 만약 기준금리가 지나치게 긴축적인 수준이었다면 기업들은 최근과 같은 호조를 보이지 못했을 것
9/25	Jeffrey Schmid (캔자스시티 연은 총재)	매파, O	- 연준은 양대책무 달성에 근접하고 있지만 정책은 항상 앞을 바라봐야 함 - 기준금리 인하는 고용시장 리스크 상쇄를 위한 적절한 결정. 최근 데이터들은 고용 리스크가 증가하고 있음을 시사. 다만, 물가는 여전히 매우 높은 수준이고 전반적인 고용시장은 균형 잡혀있음 - 통화정책은 소폭(slight restrictive) 긴축적. 적절한 수준 - 25bp 인하는 위험관리 측면에서 보았을 때 합리적 - 양대책무 달성에 대해서는 여러 견해(a lot of nuances)가 있을 수 있음 - 통화정책 목표 달성에 가까워질수록 정책결정은 신중해져야 함(more surgical) - 여러 차례 공개적으로 대차대조표는 과도한 수준이라고 이야기해왔음. 다만, 시장 영향을 살펴가면서 자산을 축소하는 것이 중요 - 적정 준비금 규모 추정은 상당히 어려운 문제. 준비금은 2.6조달러까지 감소할 수 있다고 판단 - 연준 자산규모는 축소 여력이 많을수록 좋음(the more the balance sheet can be shrunk, the better)
9/25	Michelle Bowman (연준 이사)	비둘기파, O	- 고용시장이 계속해서 취약해지고 있음. 물가보다 고용에 집중해야 할 때 - 연준은 고용시장 지원을 위한 추가 정책조정 여력을 보유 - 일부 외국 기업들은 관세 상승 비용을 어느정도 본인들이 감내 중 - 연준이 활용하는 데이터들은 이전처럼 정교하지 않다는 판단
9/26	Lorie Logan (달라스 연은 총재)	중립, X	- 새로운 기준금리 체계를 준비해야 할 때(prepare for a new benchmark rate). 연방기금금리가 아닌 TGCR(레포시장)에 주목할 필요. 기준금리 정책 재검토는 과거에도 여러 차례 있었던 일 - 연방기금금리시장은 원활하게 작동 중이지만 점차 취약해지는 빈도가 늘어나고 있음
9/26	Mary Daly (샌프란시스코 연은 총재)	비둘기파, O	- 관세가 물가에 미치는 영향은 예상만큼 크지 않았으나 고용에 미치는 영향은 컸음 - 통화정책은 소폭(modest) 긴축적인 수준을 유지 중 - 제한적인 기준금리 인하(little more rate cutting)가 적절. 물가와 고용 두 가지 모두에 집중해야 함 - 대학 졸업생들의 구직난을 유심히 지켜보고 있음. 또한, 낮은 구직률 취업까지의 기간 등은 고용 선행지표들. 이들은 고용시장에 위험 시그널을 보내는 중

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표6] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
9/26	Thomas Barkin (리치몬드 연은 총재)	중립, X	- 현 시점에서는 어느 인플레이션 전망에 대해서도 확신을 가질 수 없음 - 소비자들은 가격 인상에 지쳤음. 기업들은 비용 상승을 소비자들에게 전가하고 싶지만 소비자들의 소비행태는 신중해지기 시작 - 물가상승률도, 실업률도 모두 잘못된 방향으로 가는 중. 다만, 물가와 고용의 하방 리스크는 모두 제한적 - 실업률 상승세 역시 제한적일 것으로 예상 - 공개시장운영에 있어 중립수준은 크게 중요한 개념이 아님 - 연준이 목표 수준으로 실제 기준금리를 조정할지는 불명확 - 연준은 제한된 정보를 가지고 있으며, 물가와 고용이 어떠한 방향으로 전개될지 알 수 없음. 통화정책 운영에 신중을 기해야 함 - 물가와 고용 리스크가 생각보다 크지 않을 수 있다는 이유들도 존재 - 고용시장이 악화된 것은 사실이나 동시에 노동력 공급 증가세도 약화 중 - 최근 기준금리 인하는 물가에 하방압력을 가하는 동시에 고용 지원을 위한 결정 - 소비자출은 저소득, 고소득층 모두 상대적으로 양호(healthy) - 현 수준 실업률은 걱정할 정도가 아니지만 추세가 잘못된 방향으로 나아가고 있을 가능성 - 실업률은 다소 불안정해 보이고, 물가는 다소 개선 - 앞으로 발표되는 데이터들이 연준의 기준금리 경로를 결정하겠지만 실업률에 조금 더 맞춘(little bit toward) 통화정책이 적절해 보임 - 월간 고용 BEP는 0~50,000명으로 추정
9/27	Michelle Bowman (연준 이사)	비둘기파, O	- 경직되고 단편적인 데이터에 의존(inflexible and dogmatic view of data dependence)하는 현재 기조로는 실제 경제 상황에 뒤처지는 후행적인 정책이 나올 수밖에 없음 - 적극적인 대차대조표 정책은 시장 스트레스와 변동성을 키울 가능성 - 연준 자산을 GDP 대비 작은 비율로 보유할 경우 향후 닥쳐올 위기에 대응할 수 있는 여력 확보가 가능 - 준비금 규모를 축소하면 은행들은 준비금 확보와 유동성 리스크 관리를 위해 적극적으로 노력할 것 - MBS 축소 관련 논의가 있기를 기대. 지금과 같은 수동적인 축소 정책으로는 현실적인 시간 내(in credible time frame)에 자산을 국채 위주로 구성하기 어려울 전망 - 연준 자산을 단기물 위주로 구성(tilted toward more shorter-dated securities)할 경우, 유연성 확보 가능 - 긴급대출창구는 말 그대로 긴박한 상황에 일시적인 이유로만 사용되어야 함 - SLR 조정은 SRF와 같은 시스템 역할을 일부 분담할 수 있을 것으로 기대 - 인구 증가율 둔화, 노령인구 증가는 중립금리의 하방 압력으로 점차 강해지는 중. 그럼에도 현재 중립금리는 코로나 이전 대비 상승. 중간값은 3.0%으로 추정 - 연준은 물가를 제어하고 있음. 그러나 노동시장 리스크는 고용시장 리스크를 상회(labour market risks outweigh in the job market) - 점진적인 기준금리 조정을 선호 - 대차대조표 축소를 넘어 포트폴리오 조정까지는 시간 소요 전망

자료: 한화투자증권 리서치센터

채권시장 주요일정

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
29	30	10/1	2	3
Waller 연준 이사(버둘기파, O) 연설 Hammack 클리블랜드 연은 총재(매파, X) 연설 (한국) 국고 2년 입찰(2조 4,000억원) (미국) 8월 미결주택판매 (예상(m): 0.1%, 전월바: -0.4%, 전년바: 0.3%) 9월 달러스 연준 제조업활동지수 (전월: -1.8, 전년: -8.0) (유로존) 9월 소비자신뢰지수 (전월: -15.5, 전년: -12.9)	호주 RBA Reserve Bank Board Meeting Bostic 아틀란타 연은 총재(매파, X) 연설 Jefferson 연준 부의장(중립, O) 연설 Lagarde ECB 총재 연설 (한국) 국고 30년 입찰(4조 4,000억원) 8월 공공업생산 (전월바: 0.3%, 전년바: 0.5%) 8월 소매판매 (전월바: 1.6%, 전년바: 2.4%) (미국) 7월 FFA 주택가격지수 (전월바: -0.2%, 전년바: 2.6%) 7월 Case Shiller 20대 도시 주택가격지수 (예상(m): -0.1%, 전월바: -0.3%, 전년바: 2.1%) 9월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수 (예상: 95.8, 전월: 97.4, 전년: 99.2) (중국) 9월 제조업 PMI (예상: 49.6, 전월: 49.4, 전년: 49.8)	중국, 홍콩 휴장(국경절, 중추절~10/8) Goodbee 시카고 연은 총재(매파, O) 연설 Logan 달러스 연은 총재(중립, X) 연설 Jefferson 연준 부의장(중립, O) 연설 (한국) 9월 수출입 (수출 전월바: -3.9%, 전년바: 1.2%) (수입 전월바: -4.3%, 전년바: -4.1%) (미국) 9월 ISM 제조업지수 (예상: 49.2, 전월: 48.7, 전년: 47.5) (유로존) 9월 제조업 PMI (전월: 49.5, 전년: 45.0)	Logan 달러스 연은 총재(중립, X) 연설 (한국) 8월 경상수지 (전월: +107.8억\$, 전년: +67.3억\$) 9월 CPI, Core CPI (CPI 전월바: -0.1%, 전년바: 1.7%) (Core 전월바: -0.6%, 전년바: 1.3%) (미국) 8월 공장수주 (예상(m): 0.1%, 전월바: -1.3%, 전년바: 1.6%) 8월 내구재주문 (전월바: -2.8%, 전년바: 3.7%) (유로존) 8월 실업률 (전월: 6.2%, 전년: 6.3%)	한국 휴장(개천절) 우에다 일본은행 총재 연설 Lagarde ECB 총재 연설 Williams 뉴욕 연은 총재(중립, O) 연설 Bailey 영란은행 총재 연설 Jefferson 연준 부의장(중립, O) 연설 (미국) 9월 비농업 고용자수(=천명) (예상: 50k, 전월: 22k, 전년: 240k) 9월 실업률 (예상: 4.3%, 전월: 4.3%, 전년: 4.1%) (유로존) 8월 PMI (전월바: 0.4%, 전년바: 0.2%)
6	7	8	9	10
호주 휴장(노동절, 채권, 외환만 휴장) (유로존) 10월 섀티스 투자자신뢰지수 (전월: -9.2, 전년: -14.9) 8월 소매판매 (전월바: -0.5%, 전년바: 2.2%)	한국 휴장(추석, ~10/8) (미국) 8월 수출입 (수출 전월바: 0.3%, 전년바: 3.4%) (수입 전월바: 5.9%, 전년바: 2.6%)	뉴질랜드 RBNZ 통화정책회의 Barr 연준 이사(매파, O) 연설 (미국) 3년 국채 입찰 (3.49%, 간접: 74.2%, 응찰률: 2.73배) 9월 뉴욕 연은 1년 기대인플레이션 (전월: 3.2%, 전년: 3.0%)	한국 휴장(한글날) 9월 미국 연준 FOMC 의사록 (미국) 10년 국채 입찰(Reopening) (4.03%, 간접: 83.1%, 응찰률: 2.65배)	(미국) 30년 국채 입찰(Reopening) (4.65%, 간접: 62.0%, 응찰률: 2.38배) 10월 미시간대학교 소비자심리지수(감정) (전월: 55.4, 전년: 70.5)

주: 한국 시간 기준, 중앙은행 인사 'O', 'X'는 당해년도 투표권 보유 여부
자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터