

별 걸 다 보여주는 매트로

12월 FOMC 프리뷰: 불확실성 속, 역설적 전개

김호정 Economist
02 3770 3630
hojung.kim@yuantakorea.com

임지윤 Research Assistant
02 3770 3527
jiyeon.lim@yuantakorea.com

 유안타증권
Yuanta Securities (Korea)

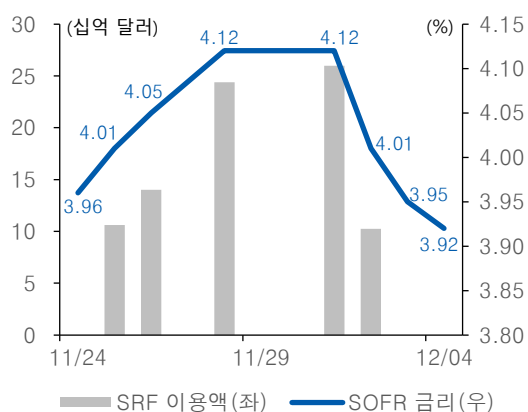


11월 말 단기자금시장 스트레스와 SOFR 급등의 배경(1)

최근 SOFR 금리는 12월 1일 4.12%까지 오르며 단기적으로 급등한 뒤 다시 3.9%대로 하락 압력을 받는 흐름을 보였다. 이는 단순한 월말 효과 때문이 아닌 국채 순발행 확대, 재무부의 바이백 오퍼레이션, SRF 이용 증가, 그리고 12월부터 적용되는 연준의 재투자 정책 전환이 복합적으로 얹힌 결과다. 특히 시중 준비금이 실제로 풀리지 않은 상황에서 국채 발행 부담이 11월 말에 집중되면서 달러의 자금조달 부담이 일시적으로 커진 점이 단기금리 상승을 촉발한 핵심 배경으로 작용했다. 11월 말에는 월말 특유의 대차대조표 관리 수요가 일부 나타났지만, 연방기금금리는 거래량 감소 대비 소폭 상승에 그치며 준비금 부족 현상이 악화되었다는 신호는 없었다. 문제는 은행 시스템의 구조적 준비금보다는, 단기 국채 입찰에 필요한 자금 수요가 특정 시기에 집중되면서 달러의 부담이 단기간 확대되었다는 점이다.

11월 28일 국채 순발행은 520억 달러, 12월 1일에는 840억 달러로 늘어나며 달러의 자금 수요가 급증했다. 이 시점에 맞춰 SRF 이용액도 11월 25일부터 12월 2일까지 총 약 850억 달러 수준으로 확대되었고, 달러들이 자금 부족분을 SRF를 통해 메우면서 단기금리에 상방 압력이 가해졌다. SOFR이 11월 28일과 12월 1일 재차 상승(4.12%)한 흐름은 이러한 자금 수요 집중과 정확히 맞물린다.

국채 순발행일에 맞춰 급등한 SOFR 금리 및 SRF 이용액



자료: Federal Reserve Bank of New York, 유안타증권 리서치센터

다만 12월 초반부터는 상황이 빠르게 완화되기 시작했다. 재무부가 순발행을 축소하고 일부 구간에서는 오히려 상환 규모가 발행을 웃도는 형태로 전환되면서, 달러가 부담해야 하는 입찰 자금 규모가 줄어들기 시작한 것이다. 실제 일정에 따르면 12월 2일·4일·9일에 걸쳐 약 490억 달러의 순발행 감소가 예정되어 있으며, 이는 달러 입장에서 그만큼 신규로 조달해야 할 자금이 줄어드는 효과를 갖는다.





11월 말 단기자금시장 스트레스와 SOFR 급등의 배경(2)

여기에 더해 12월 4일과 12일에 예정된 재무부의 현금관리 바이백(Cash Management Buyback) 규모는 합산 250억 달러에 달한다. 이 자금은 시중에 공급되는 준비금이 아니라 달러에게 직접 전달되는 흐름으로, 달러는 이 현금을 다시 국채 입찰 대금으로 사용할 수 있다.

결과적으로 순발행 감소와 바이백을 합치면 약 740억 달러 수준의 입찰 부담 완화 효과가 발생하는 셈이며, 이는 레포시장 자금 수요를 줄여 단기금리 하락 압력으로 작용한다. 준비금이 늘어난 것은 아니지만, 자금 수요 자체가 줄어드는 만큼 시장의 단기 스트레스는 눈에 띄게 완화된다. 실제로 SRF 이용액도 12월 3일 이후에는 수백만 달러 수준으로 급감하며 부담이 해소되는 흐름을 보였다.

한편 12월 중순에는 단기금리 환경에 또 한 번 구조적 변화가 예정돼 있다. 연준은 12월 1일자로 2022년 6월부터 이어온 양적긴축(QT)을 종료했고, 만기 도래 국채는 입찰에서 자동 재투자하고, MBS 상환액은 T-bill 매입을 통해 재투자하는 체제로 전환했다. T-bill의 첫 매입 스케줄은 12월 11일 발표되는데, 실질적인 단기채 매입은 12월 12~15일경에 이루어질 가능성이 높은 상황이다. 따라서 시장에서 기대하는 “단기채 매입을 통한 우회적 통화완화 신호”는 FOMC(12/11) 직전에는 현실적으로 반영되기 어렵다.

정리하면, 최근 SOFR의 급등은 국채 발행 집중으로 인한 달러 자금부담 확대에서 비롯된 일시적 현상이며, 12월 초 Pay Down과 바이백 일정으로 인해 이 부담이 빠르게 완화되면서 금리도 안정되는 국면으로 전환되고 있다. 연준의 T-bill 매입은 12월 중순 이후에야 단기자금시장의 추가 완화 요인으로 작용할 전망이며, 단기금리의 방향성은 앞으로도 순발행 규모, 바이백 진행 상황, 연준의 재투자 일정이 함께 결정할 가능성이 크다.



12월 FOMC 프리뷰: 전환점에 선 연준(1)

오는 12월 9일 부터 10일까지 진행되는 FOMC 정례회의는 가장 복잡하고 불확실한 경제적, 정치적 환경 속에서 진행되는 회의가 될 것으로 보인다. 당사는 이번 회의에서 25bp 금리 인하를 예상하고 있으나, 이번 회의에서 단순 금리 조정 이상의 의미를 파악하는 것이 중요하다고 생각된다. 이번 FOMC에서는 '매파적 인하(Hawkish Cut)'라는 역설적인 정책 조합을 통해 노동 시장과 수요 둔화를 방어하는 동시에, 인플레이션 재점화 우려와 재정 지출 확대를 대비하기 위한 메시지를 제시할 것으로 예상된다.

금리 인하의 당위성을 찾아보면 고용시장 둔화에서 찾을 수 있다. 정부 섯다운으로 인한 공식 데이터의 부재에도 불구하고, 민간 부문의 고용 지표는 노동 시장이 연준의 예상보다 빠르게 냉각되고 있음을 경고하고 있다. 특히 11월 ADP 민간 고용 보고서는 시장의 예상을 완전히 뒤엎고 3만2천명의 고용 감소를 기록했다. 또한 Challenger, Gray & Christmas가 집계한 11월 감원 계획이 전년 대비 24% 급증한 점은 향후 노동 시장이 빠르게 냉각될 수 있음을 시사한다.

노동통계국의 데이터를 확인할 수 없지만 실업률은 9월 기준 4.4% 수준에서 고착화될 조짐을 보이고 있으며 구인배율이 지속적으로 하락하는 상황에서, 연준이 인플레이션 경계감만으로 긴축 기조를 유지할 경우 정책 실패를 범할 수 있는 상황으로 판단된다. 따라서 이번 25bp 인하는 최소한 보험성 인하의 성격의 당위성은 확보될 수 있을 것이다.

이번 회의를 앞두고 연준 이사 그룹과 지역 연방준비은행 총재들 간의 뚜렷한 대립 구도가 형성되고 있다. 연준 이사들은 경기 연착륙을 위해 금리 인하 의견을 제시하고 있는 반면, 대다수의 지역 연은 총재들은 추가 인하에 반대하거나 매우 신중한 입장을 취하고 있다. 캔자스시티 연은의 제프리 슈미드 총재는 금리 동결을 주장하며 공식적으로 반대표를 던질 유력한 인물로 지목된다. 슈미드 총재는 최근 연설을 통해 금리 인하가 노동 시장의 구조적 문제를 해결하지 못하고 오히려 인플레이션 기대 심리를 자극할 수 있다는 강경한 입장을 제시한 바 있다.

한편 수잔 콜린스(보스턴 연은)와 알베르토 무살렘(세인트루이스 연은) 총재와 같은 다른 매파적 인사들은 공식적으로는 인하에 찬성표를 던지되, 2025년 및 2026년 점도표(Dot Plot)를 통해 자신의 의사를 관철할 것으로 보인다. 이들은 점도표상에서 향후 금리 인하 횟수를 시장 기대보다 줄임으로써, 이번 인하가 지속적인 인화 사이클의 시작이 아님을 강조하려 할 것이다. 2024년 12월 회의 당시, 실제로는 금리가 인하되었음에도 불구하고 4명의 위원이 점도표를 통해 동결 의견을 피력했던 상황과 유사한 전개가 펼쳐질 수 있다.





12월 FOMC 프리뷰: 전환점에 선 연준(2)

12월 회의에서 공개될 수정 경제전망과 점도표는 '매파적 인하'의 메시지를 전달하는 핵심 수단으로 활용될 것이다. 새로운 점도표는 9월 전망과 큰 차이를 보이지 않을 것으로 예상하며, 이는 2026년에 최대 두 차례의 25bp 인하만을 시사하는 경로가 제시될 것으로 예상된다.

표면적으로 점도표의 유지는 중립적 스탠스로 보일 수 있으나, 2026년 실업률 전망치가 상향 조정됨에도 불구하고 금리 경로가 낮아지지 않는다면 매파적 신호로 해석될 수 있다. 나아가 행정부의 **재정 부양책이나 규제 완화를 통한 2026년의 경제 성장률 전망치와 인플레이션 전망치를 상향 조정할 경우, 이에 대응해 금리 인하 횟수를 줄이는 시나리오**도 배제할 수 없다.

파월 의장은 이번 회의 이후 기자회견에서 이러한 내부의 이견을 조율하며 기존과 같이 12월 금리 인하는 데 이터에 기반한 조정일 뿐, 정해진 경로는 없다는 점을 다시 한번 강조함으로써 시장의 과도한 완화 기대를 차단하려 할 것이다. 그러나 **차기 의장으로 거론되는 케빈 해셋의 존재로 향후 포워드 가이드의 실효성에 대한 의문이 제기될 수 있으며, 이로 인해 이번 FOMC 이후에도 통화정책에 대한 불확실성은 여전히 높을 것으로** 예상된다.





12월 FOMC 프리뷰: 데이터 블랙아웃과 높은 불확실성에 직면한 결정

2025년 12월 FOMC 회의는 43일간 지속된 미 연방정부 셧다운의 여파로 인해 전례 없는 정보의 비대칭성 속에서 진행된다. 노동통계국(BLS)과 경제분석국(BEA)의 데이터 발표가 지연되거나 취소됨에 따라, 연준은 경제의 현주소를 정확히 파악하지 못한 채 금리를 결정해야 하는 상황에 놓여있다. 특히 고용 데이터 공백이 가장 우려되는 부분인데, BLS는 10월 고용보고서 발표를 취소했으며, 11월 보고서 역시 FOMC 회의가 종료된 이후인 12월 16일로 연기되었다. 이는 연준이 두 달 연속 공식적인 실업률과 비농업부문 고용 수치를 확인하지 못한 채 정책 결정을 내려야 함을 의미한다.

또한 물가데이터 역시 문제가 있다. 10월 CPI 데이터 수집 과정에서 현장 조사가 이루어지지 않아, 해당 데이터의 신뢰도가 크게 훼손되었거나 주요 항목이 결측되었을 가능성이 높다는 의견이 제시되고 있다. 시기적으로 인플레이션의 상방 압력이 발생했을 개연성이 크다는 점도 고려할 부분이다. 만약 관세 인상에 대한 선제적 대응이나 공급망 차질로 인한 물가 상승을 10월과 11월 데이터가 포착하지 못했다면, 연준은 1970년대 아서 번즈(Arthur Burns) 의장의 'Stop and Go' (물가를 잡기 위해 금리를 올렸다가(Stop), 경기가 나빠지면 곧바로 금리를 내리는(Go)) 정책 실수를 반복하는 결과를 낼 수 있다. 특히 행정부의 재정 확장 정책과 맞물려 2026년 인플레이션 기대 심리가 자극될 경우, 12월의 금리 인하는 성급한 정책 오판으로 평가될 위험이 있다.

복잡한 상황이지만 당사는 노동 시장의 둔화가 통계적 노이즈가 아닌 추세라고 판단하며, 리스크 관리 차원에서 12월 금리 인하를 예상한다. 물가 측면에서는 관세로 인한 상승분이 일회성 가격 조정으로 그친다면 근본적으로 공급곡선을 크게 이동시키기는 어렵다는 판단이다. 결국 수요를 방어하는 경로를 만들어낸다면 관세로 인한 물가 상승 부분은 경제의 항구적인 충격으로 작용하지 않을 것이다. 2026년 경로에 대해서는 데이터 공백이 해소된 시점인 1월에 일시 중단한 뒤, 3월과 6월 추가 인하를 통해 3.25~3.50% 수준에 도달할 것으로 예상한다.





역설적인 상황도 펼쳐질 수 있는 12월 FOMC 이후..

시장의 시선은 당장 25bp 인하 여부에 쏠려 있으나, 향후 시장의 방향성을 결정짓는 보다 본질적인 쟁점은 중립 금리의 구조적 상향과 중앙은행 독립성을 둘러싼 불확실성이 될 것이다. 최근 클리블랜드 연연의 자만 (Zaman) 모델은 2025년 말 기준 명목 중립 금리가 3.7%까지 상승했을 가능성을 제시하고 있다. 이러한 추정치는 현재의 기준금리(3.75~4.00%)가 사실상 긴축적이지 않다는 것을 의미한다. 만약 미국의 현재 중립 금리가 3.7%라면, 연준이 금리를 소폭만 인하하더라도 통화 정책은 즉시 경기 부양 효과로 작용할 수 있다.

현재 미국은 인구 구조 변화, AI 투자 수요, 재정 적자 확대가 진행 중이다. 이는 결국 생산 함수에 포함되는 항목들이 구조적으로 변화하고 있음을 의미하며, 중립 금리를 구조적으로 상승시키는 요인으로 작용할 수 있다. 따라서 이번 Fed의 금리 사이클 최종 레벨(Terminal Rate)은 과거보다 높은 수준에서 마무리될 가능성이 존재한다.

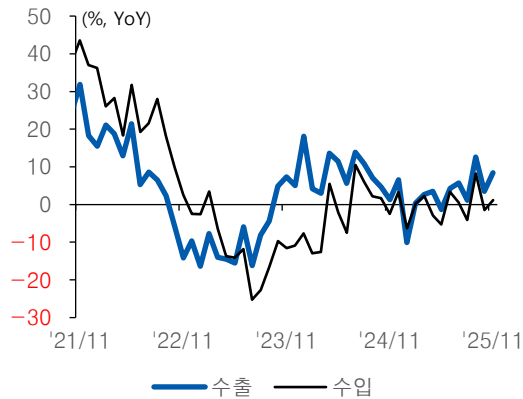
케빈 해셋(Kevin Hassett)이 유력한 차기 의장 후보로 거론되는 상황 또한 향후 통화정책의 핵심 리스크로 부상하고 있다. 시장은 이미 해셋을 차기 의장으로 인식하며 그의 성향을 가격에 반영하고 있다. 해셋은 성장을 위해 과감한 금리 인하를 주장하며, 2% 물가 목표에 얽매이지 않겠다는 입장을 피력해 왔다. 해셋의 지명 가능성이 높아짐에 따라 채권 시장에서는 단기 금리는 하락하고 장기 금리는 상승하는 수익률 곡선 스티프닝(Steepening) 현상이 나타나고 있다.

결국 12월 FOMC에서 연준이 금리 인하를 단행해도 장기 국채 금리가 상승하는 현상이 발생할 수 있고, 이로 인해 장기 채권 보유에 대한 보상인 기간 프리미엄(Term Premium)이 급격히 확대되는 양상이 나타날 수 있다. 이는 연준의 금리 조정에도 불구하고 시장의 조달 금리는 오히려 상승하여 완화적 통화 정책의 효과가 무력화될 수 있음을 시사한다.

이번 회의는 가장 불확실한 경제적 상황에서 진행됨에 따라 어떤 결정이 나오더라도 우려와 불확실성은 높은 수준에서 잔존할 것이다. 이번 주 최대 리스크는 12월의 25bp 인하 자체가 아니라, 그 이후에 펼쳐질 시나리오라고 판단된다. 향후 중립금리 상승과 기간 프리미엄 확대가 겹치면서 '금리는 내리는데 시장 금리는 오르는' 역설적인 상황이 2026년에 현실화될 가능성이 크기 때문이다. 따라서 12월 FOMC 이후에는 단순한 주식/채권 배분에서 벗어나, 인플레이션 헤지와 듀레이션 단기화 등 단기 변동성 확대에 적극적으로 대비할 필요가 있다.

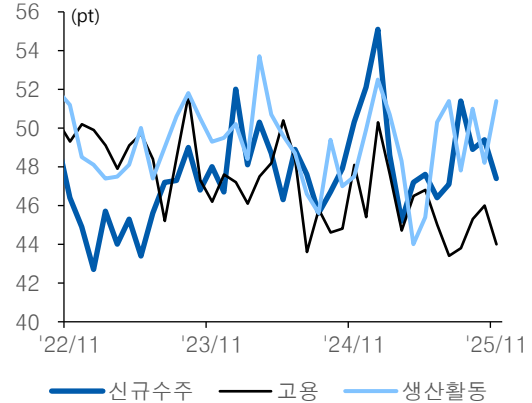


한국 11월 수출 +8.4% 증가하며 역대 11월 최대치 경신



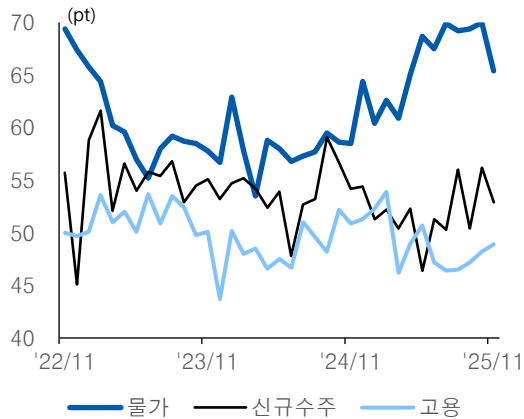
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 11월 ISM 제조업 PMI 48.2pt 기록하며 예상치 하회



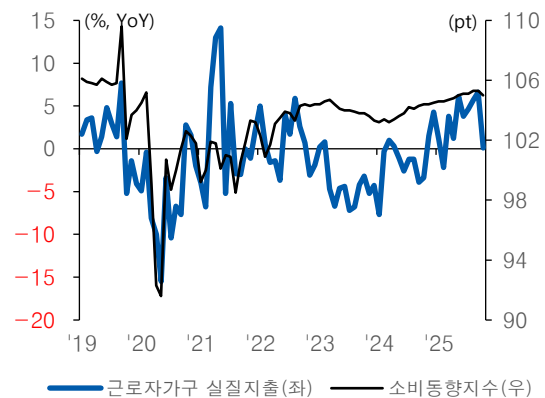
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 11월 ISM 서비스업 PMI 52.6pt로 견조한 수준 지속



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

일본 10월 가계지출 YoY -3.0%로 급감 (이전치: 1.8%)

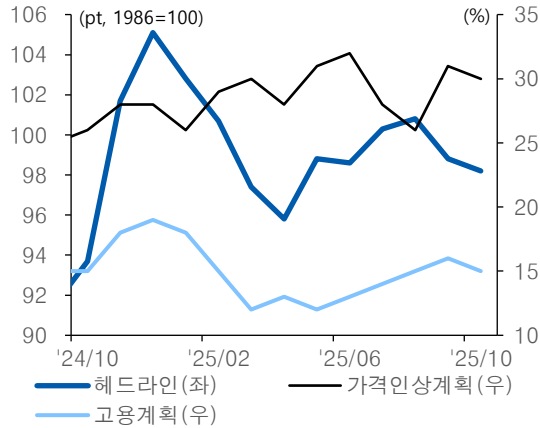


자료: 총무성, 유안타증권 리서치센터

지난주 주요 경제 지표 발표 결과

발표일자 (한국시간 기준)	국가	경제지표 (이벤트)	기간	예상치	발표치	이전치
12월 1일(월)	한국	수출 YoY	11월	5.4%	8.4%	3.5%
	중국	레이팅독 제조업 PMI	11월	50.5	49.9	50.6
12월 2일(화)	미국	ISM 제조업 PMI	11월	49.0	48.2	48.7
	일본	소비자기대지수	11월	36.2	37.5	35.8
12월 4일(목)	미국	ISM 서비스업 PMI	11월	52.0	52.6	52.4
12월 5일(금)	한국	경상수지	10월	-	\$6.81b	\$13.47b
	일본	가계 소비지출 YoY	10월	1.0%	-3.0%	1.8%
12월 6일(토)	미국	PCE 물가지수 MoM	9월	0.3%	0.3%	0.3%
	미국	미시간대 소비자 신뢰지수	12월 P	52.0	55.0	51.0

주: A 예비치, P 잠정치, F 확정치

NFIB 11월 중소기업 낙관지수 발표 예정(이전치: 98.2pt)


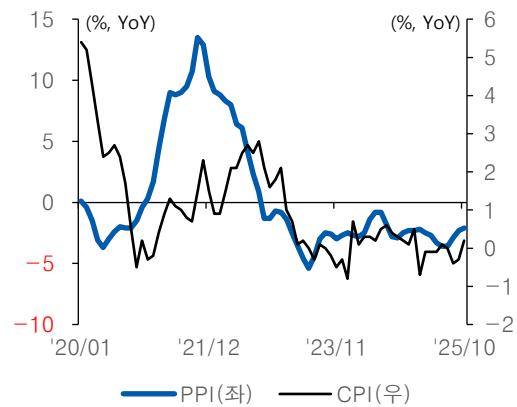
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 9·10월 JOLTs 구인건수 발표 예정(이전치: 7227K)


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

12월 5일 기준 미국 12월 금리인하 확률 약 90%에 육박


자료: CMEFedWatch, 유안타증권 리서치센터

미국 10월 PPI 발표 예정(컨센: MoM +0.2%)


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

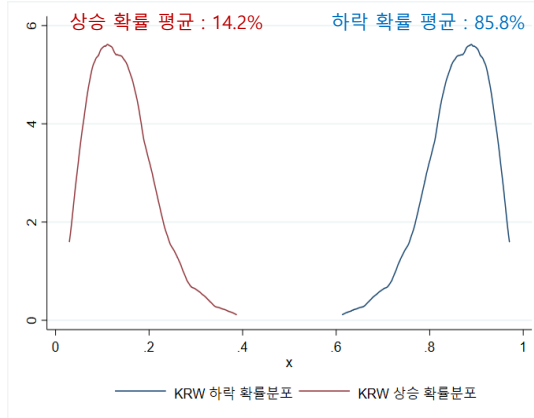
이번주 주요 경제 지표

발표일자 (한국시간 기준)	국가	경제지표 (이벤트)	기간	예상치	발표치	이전치
12월 8일(월)	중국	수출액 YoY	11월	4.2%	-	-1.1%
12월 9일(화)	일본	공작기계수주 YoY	11월 P	-	-	17.1%
	미국	NFIB 중소기업 낙관지수	11월	-	-	98.2
12월 10일(수)	미국	JOLTs 구인건수	9월, 10월	-	-	722만 7천 건
	한국	실업률	11월	-	-	2.6%
	중국	CPI YoY	11월	0.7%	-	0.2%
12월 11일(목)	미국	도매재고 MoM	9월 F	-	-	-
	미국	12월 FOMC 금리결정	12월 11일	3.50%~3.75%	-	3.75%~4.00%
	미국	PPI MoM	10월	0.2%	-	0.1%

주: A 예비치, P 잠정치, F 확정치

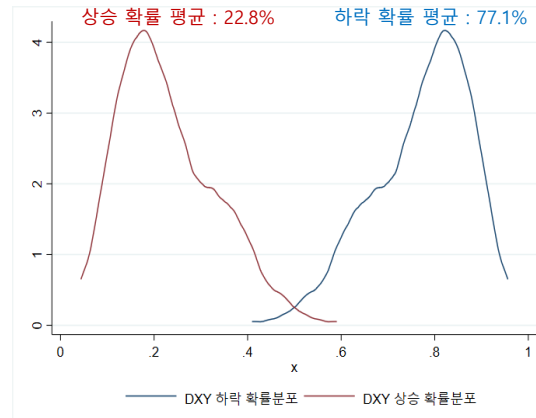


다음주 KRW 상승/하락 확률 분포



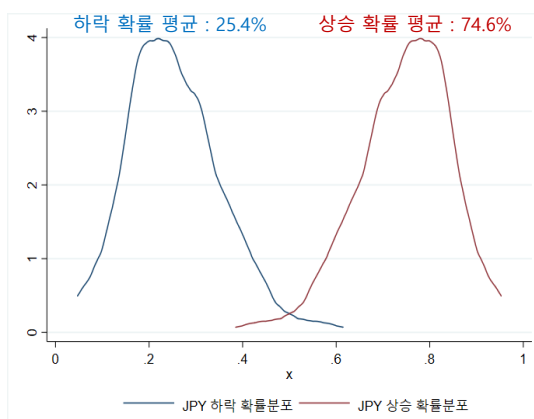
주: 신경망모형을 통해 필자 직접 분석

다음주 DXY 상승/하락 확률 분포



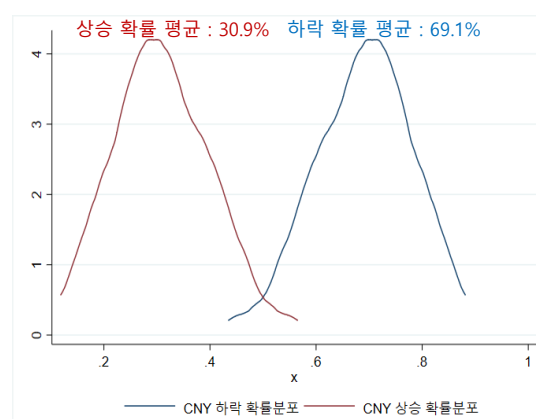
주: 신경망모형을 통해 필자 직접 분석

다음주 JPY 상승/하락 확률 분포



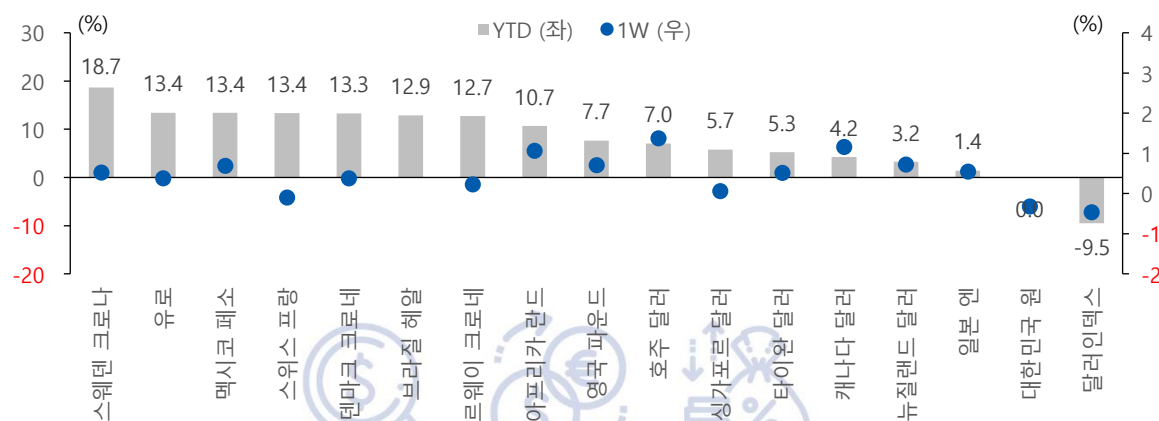
주: 신경망모형을 통해 필자 직접 분석

다음주 CNY 상승/하락 확률 분포



주: 신경망모형을 통해 필자 직접 분석

주요 통화 YTD & 주간 변동률



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 / 주: 2025년 12월 5일 종가 기준

별걸 다보여주는 매크로



- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김호정)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.