

▶▶▶ 2025년 8월 25일

# KIWOOM 매크로 따라잡기



키움증권 리서치센터 투자전략팀

Economist 김유미 helloym@kiwoom.com / RA 유지윤 jiyun.yoo@kiwoom.com

## 잭슨홀 미팅과 연준 통화정책 프레임워크 개정의 의미

잭슨홀 미팅에서 파월 연준의장은 통화정책 프레임의 전환과 9월 금리 인하 가능성을 열어둠. 인플레이션에 대한 경계심을 유지하는 동시에 노동시장의 수요 둔화 우려를 강조. 노동시장은 아직 양호한 수준이지만 수요와 공급 모두 둔화되는 조짐이 나타나면서 해고 확대와 실업률 상승 압력이 높아질 수 있다는 점을 지적. 또한, 금리가 제약적인 수준에 있는 만큼 리스크 요인들의 변화에 따라 정책 조정이 가능함을 시사. 통화정책 프레임 관련해서는 평균물가목표제(FAIT)에서 유연물가목표제로 복귀하며 고용·물가 목표가 충돌할 경우 균형있는 접근을 취한다는 점을 재차 강조. 이러한 프레임 전환은 과거보다 높은 물가 환경을 전제로 금리 조정 중심의 정책으로 회귀했음을 의미. 즉, 위기 시기의 AIT(평균의 굴레)를 벗어나 정상 시기의 FIT(재량과 균형)으로 복귀한 것으로, 정책 대응 속도가 빨라질 수 있으나 과거에 비해 통화 이완의 강도는 제한될 수 있음을 시사.

잭슨홀 미팅이 마무리되었다. 지난해 잭슨홀 미팅에서 파월 의장은 정책 변화를 시사한 뒤 큰 폭의 금리 인하를 단행한 전례가 있어, 이번에도 정책 변화의 신호를 발신하는 플랫폼으로서 시장의 관심이 집중되었다. 특히 9월 FOMC를 앞두고 금리 인하 기대가 높게 형성된 상황에서, 시장은 파월 연준의장의 발언에 더욱 민감할 수밖에 없었다.

파월 의장은 인플레이션 경계감을 유지하면서도 고용시장 둔화를 우려하며 9월 금리 인하 가능성을 열어두어 금융시장 참가자들에게 안도감을 주었다. 이전 발언과 비교했을 때 데이터 의존적 통화정책 기조가 크게 달라진 것은 아니었지만, 시장에서는 매파적 발언 가능성에 대한 우려가 높았던 만큼, 노동시장 둔화를 주목한 점을 비둘기적으로 평가했다. 이에 반영하듯 뉴욕증시는 상승세를 보였고, 미국채금리와 달러는 하락세를 나타냈다.

이번 잭슨홀 연설에서 파월 의장의 메세지는 크게 단기 통화정책 방향과 중장기 프레임워크 검토로 구분된다. 그는 미국 경제가 관세 확대와 이민 축소 등 정책 변화 속에서도 회복력은 유지하고 있으며, 노동시장은 둔화 조짐에도 불구하고 여전히 역사적으로 낮은 실업률 수준을 이어가고 있다고 평가했다. 다만 단기적으로 인플레이션 상방 위험과 고용 하방 위험이 동시에 존재한다고 언급하며, 관세발 가격 상승은 대체로 일회성일 가능성이 크지만 지속적인 인플레이션으로 이어질 리스크에 대한 관리 필요성을 강조했다. 또한, 노동시장 둔화는 급격한 실업률 상승 가능성을 내포할 수 있다는 점도 지적했다.

또한, 파월 의장은 정책금리가 여전히 제약적인 수준에 있으나, 향후 리스크 균형의 변화에 따라 정책 기조를 조정할 수 있음을 시사했다. 이번 프레임워크 개정에서는 유효하한(ELB) 관련 문구와 평균물가목표제(FAIT)를 폐지하고, 전통적인 유연한 물가목표제로 복귀했다. 아울러 최대 고용에서 '부족(shortfalls)'만을 강조했던 기준 표현을 삭제하고, 고용과 물가 목표가 충돌할 경우 균형 있게 대응한다는 원칙을 재확인했다.

ELB(Effective Lower Bound, 유효하한) 문구 삭제는 비전통적 정책 의존에서 벗어나 정상적인 금리정책으로 복귀했음을 의미한다. ELB란 명목 기준금리가 사실상 더 내리기 어려운 하한(대략 0% 부근)을 뜻하는데, 2010년대 글로벌 금융위기 이후 저성장·저물가 환경에서는 금리가 ELB에 자주 근접할 위험이 커다. 당시 연준은 저물가와 디스인플레이션 위험을 더 중시했으며, 이러한 제약을 전제로 FAIT(평균물가목표제)를 도입하고 비전통적 통화정책을 활용할 수 있도록 했다.

그러나 팬더믹 이후 물가가 크게 상승하고, 정책금리도 높은 수준으로 이동하면서, 중립금리 자체가 과거보다 높아졌을 가능성이 제기되었다. 이로 인해 ELB에 자주 간힐 것이라는 전제는 설득력을 잃었다. 문제는 성명서가 ELB나 부족(Shortfalls) 등 특정 국면(저물가)에 맞춰진 문구를 담고 있어, 고물가 국면에서는 완화 편향으로 해석될 소지가 있었다는 점이다.

이러한 상황은 저물가 환경에서 도입되었던 특정 문구와 정책 프레임에 변화를 준 것으로 평가할 수 있다. 이는 위기 국면에서 활용되었던 평균물가목표제의 굴레를 벗어나 정상 국면에서 보다 유연하고 균형 잡힌 정책 운영으로 복귀했음을 의미한다. 이에 따라 통화정책 결정은 데이터와 전망, 리스크 균형에 더 직접적으로 연계되며, 과거보다 정책 대응이 민첩해질 가능성이 높다. 일정 조건에서는 금리 인하 속도가 빨라질 수 있지만, 평균 보상 논리에 따른 장기간 과도한 완화 유인은 약화되었다고 볼 수 있다.

즉, 앞으로 통화정책은 대응 속도는 빨라질 수 있으나 과거와 같은 강도 높은 완화가 재현될 가능성은 제한적이다. 9월 FOMC에서 25bp 금리 인하 가능성은 높으며 당사 역시 9월과 10월 두 차례의 인하를 예상한다. 다만, 관세의 물가 전이가 시차를 두고 점진적으로 진행될 수 있고, 유동성 확대에 따른 인플레이션 압력 등을 고려할 때 이후 추가적인 금리 인하는 제한적일 것으로 전망된다.

## 책상홀 미팅, 파월 연준의장 연설 요약

구분	내용	
현재 경제 상황과 단기 전망	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 정책금리(5.25~5.5%)의 제약적 기조는 인플레이션 안정과 총수요·공급 균형 회복에 기여.</li> <li>- 인플레이션은 목표치에 근접, 과열됐던 노동시장은 진정세 → 다만 실업률 1%p 상승.</li> <li>- 2025년 들어 무역 상대국 관세 인상·이민 축소 등으로 성장·생산성 불확실성 확대.</li> <li>- 노동시장: 최근 3개월 고용증가 3.5만 명(2024년 평균 16.8만 명 대비 급락), 실업률은 4.2%로 여전히 낮음.</li> <li>- 고용 둔화는 노동 수요·공급 동반 약화에 기초한 '불안정한 균형' → 고용 하방 리스크 확대.</li> <li>- 상반기 GDP 성장을 1.2%로, 전년(2.5%) 대비 절반 수준 → 소비 둔화 및 잠재성장 둔화 반영.</li> </ul>	
인플레이션 동향	물가 현황	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 7월 PCE 물가 2.6% 상승, 근원 PCE는 2.9%로 1년 전보다 높음.</li> <li>- 근원 상품 가격은 +1.1%(2024년 내내 하락세와 대조), 주거 서비스는 하락세 지속, 비주거 서비스는 여전히 2% 목표를 상회.</li> </ul>
	관세발 물가 압력	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 관세 인상이 소비자 물가에 뚜렷한 영향을 미치며, 향후 수개월간 효과가 누적될 전망.</li> <li>- 다만 이는 일회성 가격 수준 상승일 가능성성이 크며, 시차와 변동성은 존재.</li> </ul>
	리스크 요인	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 관세발 물가 상승이 임금 인상 요구로 이어질 경우 임금-물가 억순환 가능성 → 그러나 노동시장이 타이트하지 않아 가능성은 낮음.</li> <li>- 장기 인플레이션 기대가 흔들릴 경우 물가 압력이 확대될 수 있으나, 현재는 2% 목표와 부합하며 안정적으로 유지</li> </ul>
	정책적 시사점	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 연준은 관세발 일회성 물가 상승이 장기적 인플레이션으로 전이되지 않도록 관리할 방침.</li> </ul>
통화정책에 대한 시사점	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 단기적으로 인플레이션 상방 위험 vs 고용 하방 위험이 병존 → 목표 간 균형 고려 필요</li> <li>- 정책금리는 중립 수준에 근접했으나 여전히 제약적 영역에 머물러 있음</li> <li>- 기본 전망 및 리스크 균형 변화에 따라 정책 조정 여지 존재</li> <li>- 통화정책은 사전 경로를 따르지 않고, 데이터·전망·리스크 균형 기반의 유연한 접근 유지</li> </ul>	
통화정책 프레임워크의 진화	프레임워크 개정 배경	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 연준의 책무(최대 고용·물가 안정) 달성을 위한 제도적 틀 재검토.</li> <li>- 이번 개정은 2012년 최초 합의 성명서 이후 두 번째 공개 검토 결과.</li> <li>- Fed Listens, 연구 콘퍼런스, 내부 분석을 통해 광범위한 의견 수렴.</li> </ul>
	과거(2020년) 개정 배경	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 글로벌 금융위기 이후 장기간 저성장·저인플레이션·ELB 제약 상황.</li> <li>- 인플레가 2% 목표를 밟도록 국면에서 FAIT(평균물가목표제) 도입.</li> <li>- 인플레 기대 고정을 위해 일정 기간 2% 초과 인플레 허용 → "보상 전략".</li> </ul>
	환경 변화	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 팬데믹 이후 40년 만의 고인플레이션 발생, ELB 우려보다 고물가 대응이 핵심 과제로 전환.</li> <li>- 연준은 16개월간 5.25%p 금리 인상, 공급망 정상화와 맞물려 인플레 안정 진전.</li> <li>- 과거와 달리 실업률 급등 없이 물가 조정 성과 달성</li> </ul>
	정책적 의미	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ELB 제약·저물가 편향에서 벗어나 보다 유연하고 균형 잡힌 정책 기조로 복귀.</li> <li>- 위기 국면의 비상적 프레임워크(FAIT) 대신, 정상 국면에 적합한 전통적 물가목표제 강화.</li> </ul>
개정 합의 성명서의 핵심 요소	경제 상황 변화 반영	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 최근 5년간 충격 시 인플레이션 변동성 확대, 현재는 제약적 금리·목표치 상회 인플레이션 국면. 중립금리(<math>r^*</math>)도 과거(2010년대)보다 높아졌을 가능성.</li> </ul>
	주요 개정 사항	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ELB 문구 삭제 → ELB를 경제의 정의적 특징으로 보던 표현 제거. 이제는 광범위한 환경에서 최대고용·물가안정 추구 명시.</li> <li>- 유연한 물가목표제로 복귀 → FAIT 및 '보상 전략' 폐지, 전통적 인플레이션 타깃팅 재도입.</li> <li>- 'shortfalls' 삭제 → 최대고용 부족만을 강조하던 기존 표현 제거, 실시간 추정치 상회 고용도 물가안정 위협이 아님을 명확화.</li> <li>- 목표 충돌 시 균형 접근 → 고용·물가 충돌 시 균형적 대응 재확인 (2012년 문구와 유사)</li> </ul>
	연속성 유지 요소	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 의회의 법정 책무(최대고용·물가안정) 강조.</li> <li>- 통화정책 효과의 시차성, 선제적 정책 필요성 재확인.</li> <li>- 고용 수준에 수치 목표를 두지 않는 원칙 유지.</li> <li>- 장기 인플레이션 목표 2% 유지 → 기대 안정 및 정책 여지 확보.</li> </ul>
	제도적 운영	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 5년마다 공개 검토 지속 → 구조적 변화 점검 및 대중·학계와 교류</li> </ul>

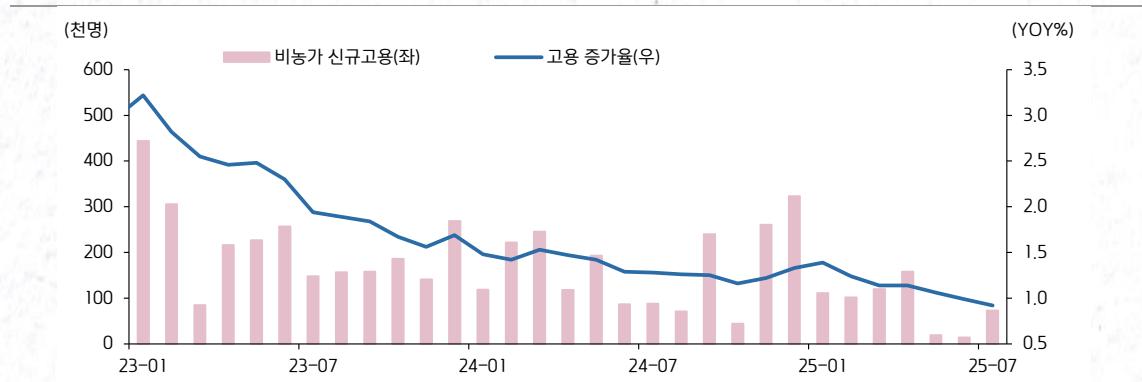
자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터

## 미국 기준금리와 국채금리(10년), 달러인덱스



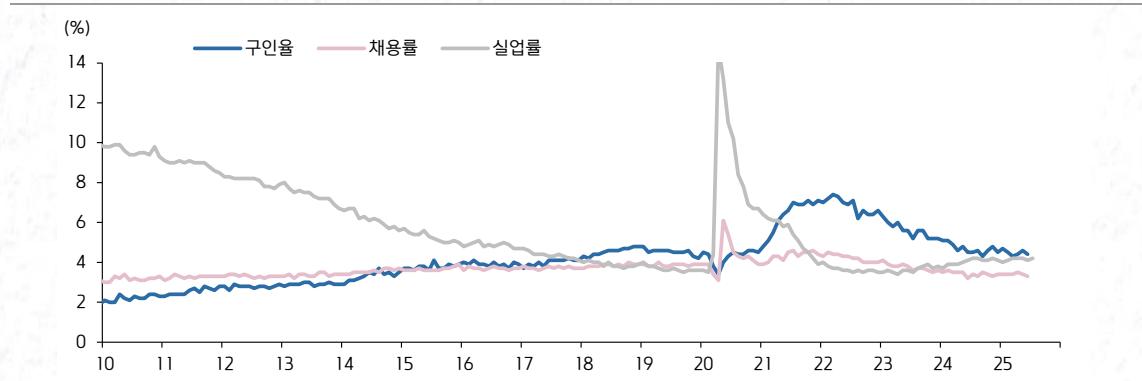
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 미국 신규 고용과 고용 증가율



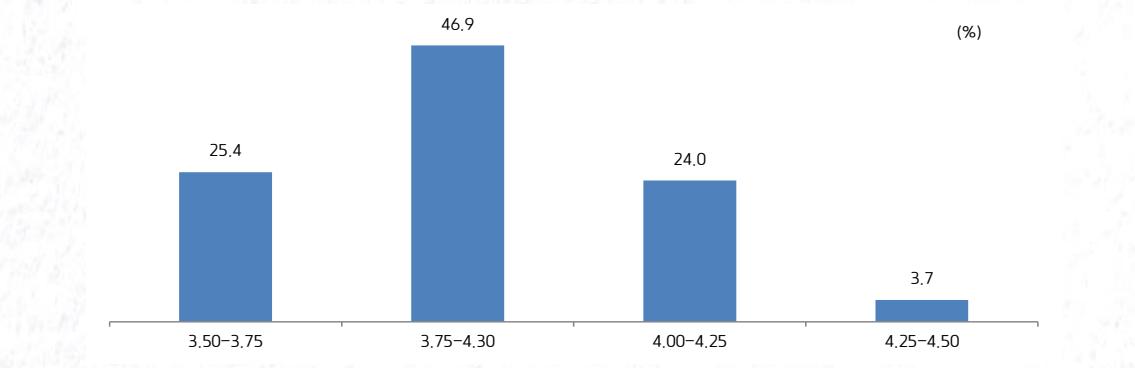
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 미국 실업률과 구인율, 채용률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## CME FedWatch 12월 FOMC 금리 전망



자료: CME, 키움증권 리서치센터

## 정책 프레임 비교 표

구분	AIT (평균물가목표제)	FIT (유연한 물가목표제)	ELB 문구 삭제 후 프레임
도입배경	2020년 코로나 위기, ELB상황(재로금리)	1990년대 이후 다수 중앙은행이 채택했던 일반적인 틀	2025년 잭슨홀, 정책 정상화 선언
핵심개념	인플레가 2% 밑돌면 일정기간 2% 초과 허용 (평균 2% 달성)	중장기 2% 목표 유지 + 고용 성장 등 종합 고려	2% 목표 유지, 비전통 수단은 '위기용'으로 한정
정책 목표	디플레 방어, 경기 부양 정당화	물가 안정과 경기 균형	신뢰 회복 + 금리 정책 정상화
운영방식	수학적 평균 개념 → 과거 물가도 고려	재량적 대응 → 현재 상황 최우선	전통적 ma리 조정 중심, 비상시만 QE 등
시장 해석	원화 정책 장치 → 금리 인하 기대 ↑	불확실성 확대 (인플레 ↑ → 긴축, 고용 ↓ → 원화 가능)	예측 난이도 ↑, 중앙은행 신뢰도 강화 시도
장점	저인플레 시대 대응력 ↑	정책 유연성 신뢰 회복	정책 도구의 정상화, 중앙은행 독립성 부각
단점	인플레 급등(2021~22년)시 신뢰 상실	예측 불확실성 ↑ → 시장 변동성 가능성	위기 시엔 비전통적 수단 재도입 불가피

자료: 키움증권 리서치센터

#### Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

#### 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 있고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유기증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유기증권의 종류, 종목, 미래의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임임에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.