1월 FOMC 프리뷰

김호정 Economist
hojung.kim@yuantakorea.com
임지윤 Research Assistant
jiyoon.lim@yuantakorea.com

결속된 동결 속, 재편되는 차기 체제의 변수들

1) 데이터 기반의 금리 동결 전망

1월 FOMC에서의 금리 동결은 기정사실화된 경로로 보인다. CME FedWatch 기준 동결 확률은 95%를 상회하며, 이는 12월 고용지표 발표 전(86%) 대비 크게 상승한 수치이다. 해당 확률의 형성은 12월 CPI(전년비 +2.7%) 및 근원 CPI(전년비 +2.6%)가 컨센서스에 부합하며 완만한 둔화세를 확인시켜 준 점이 주요하게 작용했다. 이는 지난 12월 회의에서 인하를 지지했던 파월 의장 등 비둘기파 위원들에게도 추가 데이터 확인을 위한 '관망(Wait and See)'의 명분을 제공할 수 있다.

12월 회의는 세 명의 반대표가 나온 이례적인 분열상을 보였다. Austan Goolsbee 시카고 연준 총재와 Jeffrey Schmid 캔자스시티 연준 총재는 인플레 우려로 동결을, Stephen Miran 이사는 50bp 인하를 각각 주장했다. 그러나 1월 회의에서는 대다수 참가자들이 동결을 지지하는 데이터를 인용할 수 있는 상황이 되었다.

흥미로운 관전 포인트는 Christopher Waller 이사와 Michelle Bowman 이사의 투표 향방이다. 두 사람 모두 차기 연준 의장 후보로 거론되어 왔으며, 트럼프 행정부와의 관계가 주목받는다. Christopher Waller 이사는 2024년 9월 50bp 인하를 지지해 트럼프의 정치적 결정에 동참한다는 비판을 받은 바 있다. 그러나 차기 의장 후보에서 사실상 탈락한 상태로, 이번 FOMC에서 동결 투표 시 파월의 편임을 명확히 하는 효과를 보일 것으로 생각된다. Michelle Bowman 이사 역시 차기 감독부의장으로 거론되고 있는데, 매파적 동결에 동조 또는 다른 형태의 반대의견을 제시하며 연준의 독립성 수호 의지 표명할 것으로 예상된다. 한편 Miran 이사는 1월 31일 임기 만료를 앞두고 마지막으로 50bp 인하를 요구하는 반대표를 던져 단발성 소수의견에 그칠 전망이다.

1월 11일 파월 의장이 발표한 DOJ의 대배심 소환장 수령은 단순 사법 절차를 넘어 시장의 시스템 리스크로 전이되었다. 공화당 내 초당적 비판 등 정치적으로도 이슈화 되었으며, 동기간 10년물 국채 수익률 상승은 연준의 독립성 훼손에 따른 '통화정책 신뢰도 프리미엄' 반영으로 해석된다. Barclays 등 주요 투자은행이 제기한 '미국 자산 다변화(탈달러화)' 필요성은 연준의 독립성 침해가 달러 자산 선호도 약화로 직결되고 있음을 시사한다.

이러한 맥락에서 1월 회의의 금리 동결은 단순한 정책 결정을 넘어선다. 백악관이 공격적 금리인하를 요구하는 상황에서 연준이 "데이터에 기반한" 동결을 결정할 것으로 보이며, FOMC의 결속된 동결 투표는 파월에 대한 신임을 넘어 연준의 독립성에 대한 강한 목소리로 해석될 것이다.

1월 FOMC 금리 동결에 대한 컨센서스는 확고하지만, 2026년 연간 금리 경로에 대해서는 어떤 데이터에 더 큰 신호를 부여하는지에 달려있다. 인플레이션 지속성, 노동시장 전망, 차기 연준 의장 변수에 대한 복잡한 상황으로 인해, 금리 경로는 달라질 수 있는 상황이다. **당사는 파월 임기 내 추가 인하는 제한적이며 2분기 이후 고용시장이 타이트해지고 디스인플레이션이 점진적으로만 진행된다는 가정에서 수요의 하강 신호가 발생함에 따라 3분기부터 2회 인하가 가능할 것으로 전망**한다. 헤드라인 수치 이면의 데이터 분석에 기반하면, 인플레이션 데이터의 하방 서프라이즈가 현재는 실업률 개선보다 더 큰 의미를 갖는 국면으로 해석하고 있으며, 고용시장은 표면적 개선에도 불구하고 구조적 취약성이 잔존함에 따라 디스인플레이션 확인 이후 추가 금리인하가 필요하다는 생각이다.

2) 차기 의장 인선 구도의 급변

트럼프 대통령이 1월 16일 Kevin Hassett 국장의 NEC 잔류 희망을 공개적으로 피력함에 따라 차기 의장 경합 구도가 급변하였다. 이후 다보스 포럼에서 트럼프가 Rick Rieder(BlackRock CIO)를 "매우 인상적"이라고 극찬하면서, 시장의 예측은 'Kevin Warsh vs Rick Rieder'의 2파전으로 압축되는 양상이다.

Kevin Warsh는 시장에서 "독립성 후보"로 인식되지만, 몇 가지 우려 사항도 존재한다. 2008~2011년 연준 이사 재임 시절에는 일관된 인플레이션 경계로 주목을 받았다. Kevin Warsh는 Core PCE가 1.4%로 하락하고 실업률이 10%에 달할 때도 인플레이션 리스크를 강조해 QE1 반대, 조기 출구 주장한 바 있다. 한편 지난해에는 'AI 생산성 혁명에 기반한 디스인플레이션' 논리를 전면에 내세우며 정책 기조의 유연성을 확보하였다. 이는 규제 완화와 기술 혁신이 공급 능력을 확장하여, 공격적인 금리 인하에도 물가 상승 압력이 제한적일 것이라는 '고압 경제(High Pressure Economy)' 논리로 풀이된다. 결국 이러한 시각은 트럼프 행정부의 저금리/고성장 목표와 궤를 같이하며 강력한 인선 명분으로 작용한 것으로 생각된다.

Kevin Warsh는 과거 연준 이사회를 떠난 후 "기존 의사결정 체계의 파괴"가 필요하다고 언급하는 등 현 연준 시스템에 대해 대단히 비판적인 입장을 견지해 왔다. 현재 DOJ 수사 등으로 연준의 독립성이 위협받는 국면에서, 그의 공격적인 개혁 성향은 연준 보드진과의 내부 갈등을 격화시키고 정책 일관성을 저해할 수 있는 잠재적 리스크 요인이다.

차기 의장 변수는 2026년 하반기 이후의 금리 하단을 결정짓는 핵심 변수이다. 1월 FOMC 이후 파월 의장의 기자회견은 차기 체제로의 이행 과정에서의 정책 신뢰성을 가늠하는 시험대가 될 전망이다. **차기 연준 의장의 등장으로 공격적인 금리 인하 기대를 자극할 수 있으나, 동시에 연준 내 결속력 약화에 따른 통화정책 불확실성과 장기물 금리의 변동성 확대를 초래할 가능성에 유의할 필요**가 있다.

3) 대차대조표 정책: RMP 체제 전환과 수급 미스매치

2025년 12월 1일, 연준은 약 3년간 지속된 양적긴축(QT)을 공식 종료하였다. 이는 시장 예상(2026년 초)을 상회하는 선제적 조치로, 단기 자금시장의 유동성 경색 신호에 대응한 결과로 풀이된다. 2026년 1월부터 시행된 준비금 관리 매입(RMP)은 월 최대 $400억 규모의 단기채(T-bill) 및 3년 이하 국채 매입을 골자로 한다. 연준은 이를 자산 가격을 부양하는 QE(양적완화)가 아닌, 시스템 안정을 위한 기술적 조정으로 정의하며 통화정책 기조 전환 확대 해석을 경계하였다.

1월 14일 발표된 FEDS Notes는 '작은 대차대조표', '낮은 금리 변동성', '최소한의 시장 개입'을 동시에 달성할 수 없다는 '대차대조표 삼중 딜레마'를 제시하였다. 현재 **연준은 대차대조표 축소보다는 '금리 변동성 억제'와 '금융 안정'을 최우선 가치로 선택한 것으로 판단**된다. 이는 준비금의 하한선을 과거보다 높게 유지하는 '풍부한 준비금 체제(Ample Reserve Regime)'를 고착화하려는 의도로 해석될 수 있다.

결국 QT 종료에도 불구하고 장기 금리의 하락세가 제한적인 원인은 재무부의 기록적인 국채 발행과 연준 매입 대상의 미스매치에 기인한다. 연준이 RMP를 통해 단기물 위주의 매수세를 형성하고 있으나, 재무부의 장기채 공급 물량을 상쇄하기에는 역부족인 상황이다. 결과적으로 연준의 유동성 공급은 단기 자금시장 안정에는 기여하나, 장기물 영역에서는 기간 프리미엄 확대를 억제하지 못하는 한계를 노출하고 있는 것이다.

1월 FOMC에서 대차대조표 정책의 추가 변동 가능성은 낮으나, 파월 의장은 RMP 운영의 효율성과 적정 준비금 규모 질문에 대한 파월 의장의 답변이 주목될 것으로 예상된다. 결론적으로 QT 종료는 시장의 시스템 리스크를 제거하는 안전판 역할에 그칠 뿐, 재정 적자와 국채 수급 부담이 상존하는 한 장기 금리의 유의미한 하락을 이끌어 내기는 어려운 상황이다.

1월 FOMC는 단순한 정책 동결을 넘어, DOJ 수사 등 외부 압력에 맞서 연준이 '데이터 기반의 결속'을 증명하는 자리가 될 것으로 보인다. 당사는 2분기 이후 고용 시장의 구조적 취약성이 드러나며 3분기부터 최대 2회 인하가 단행될 것으로 전망하나, 차기 체제로의 이행 과정에서 발생하는 통화정책 불확실성이 장기물 금리의 변동성을 지속적으로 자극할 가능성에 유의할 필요가 있다.

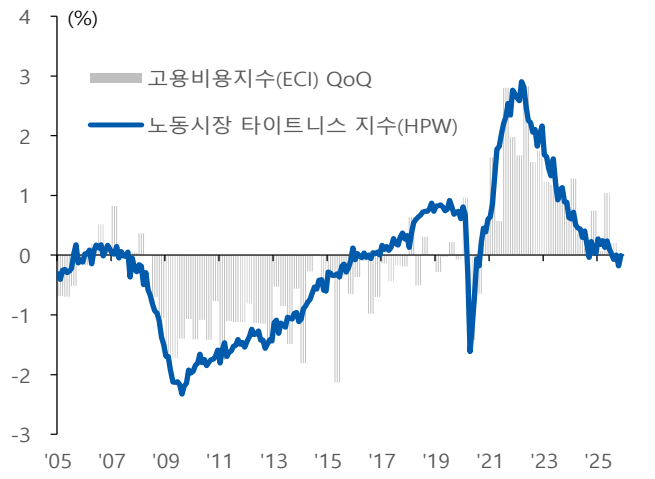
4) 결론: 정책 독립성 확인과 차기 체제 이행기 시사점

1월 FOMC의 금리 동결은 거시 데이터의 '관망'을 넘어, DOJ 수사와 행정부의 압력이라는 전례 없는 정치적 노이즈에 맞선 연준의 독립성을 보이는 회의가 될 것으로 예상된다. 파월 의장은 데이터 의존성을 최우선 명분으로 내세워 정책 결정의 객관성을 확보하려 할 것이나, 시장의 실질적인 경계감은 현행 금리 수준보다 포스트 파월 체제의 정책 스펙트럼 변화와 그에 따른 통화정책 신뢰도 프리미엄의 재산정에 집중될 전망이다.

현재 디스인플레이션의 점진적 진행에도 불구하고 고용 시장의 표면적 견조함이 정책 전환의 병목으로 작용하고 있으며, 당사는 고용 내 구조적 취약성이 임계치에 도달하는 3분기에 이르러서야 연내 최대 2회 인하가 개시될 것으로 판단한다. 인플레이션의 하방 서프라이즈가 실업률 개선보다 유의미한 신호를 주는 현 국면에서, 연준은 목표치 수렴의 가시성에 대한 확신을 얻기 전까지 신중론을 견지할 것이며, 이는 단기 금리의 하방 경직성을 강화하는 요인으로 작용할 것으로 보인다.

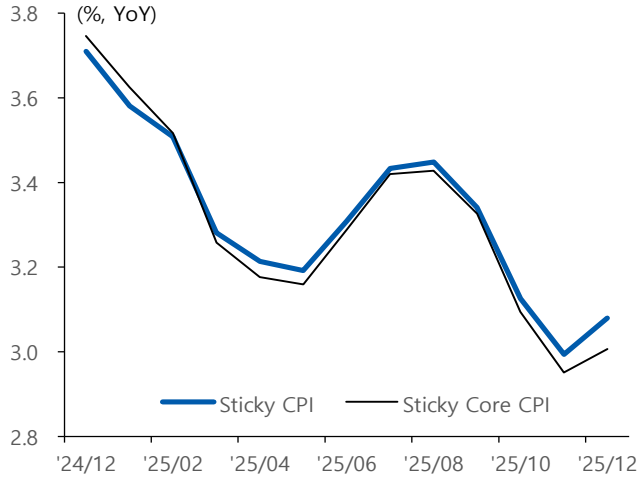
QT 종료와 RMP 체제로의 전환은 단기 자금시장의 유동성 발작을 억제하는 안전판 역할을 수행하겠으나, 재무부의 기록적인 국채 발행 물량과 연준 매입 대상 간의 만기 미스매치는 장기 금리의 하락을 원천적으로 저지하는 변수이다. '대차대조표 삼중 딜레마' 속에서 연준이 변동성 억제를 선택했음에도 불구하고, 수급 불균형에 따른 기간 프리미엄 확대가 지속되는 한 수익률 곡선의 스티프닝 압력은 2026년 하반기까지 고착화될 가능성이 높다.

노동시장 타이트니스 지수 반등, 고용비용지수 상승 압력 발생 중



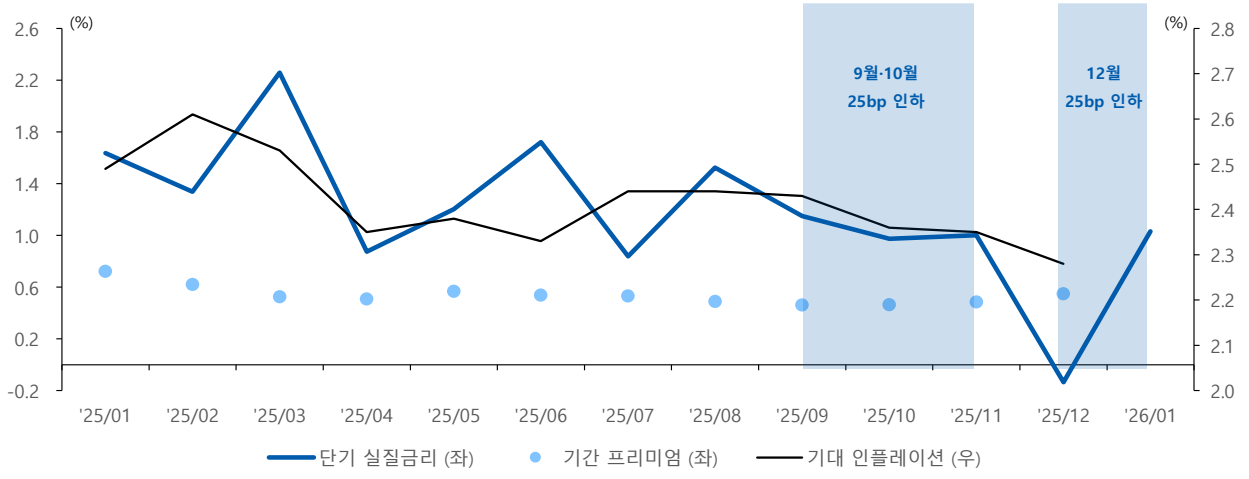
자료: Federal Reserve Bank of New York, 유안타증권 리서치센터
주: HPW는 이직 희망자를 포함한 실질적인 노동 수급 긴장도를 반영. '자발적 퇴직률'과 '유효 구직자당 구인건수'의 가중 평균으로 산출

Sticky CPI 상승 반전은 현재의 물가가 기술적 정체 구간 진입했음을 의미



자료: Federal Reserve Bank of Atlanta, 유안타증권 리서치센터
주: Sticky CPI(경직적 물가)는 전체 소비자물가(CPI) 구성 항목 중 가격 변동 주기가 상대적으로 길고(약 4.3 개월 이상), 외부 충격에도 가격이 서서히 조정되는 항목들을 지수로 산출

2025년 3차례 인하에도 불구하고 기대 인플레이션과 기간 프리미엄은 경직된 반면, 연말 단기 실질금리 급락. 결국 급격한 경기 위축 가능성을 가격에 반영 중



자료: Federal Reserve Bank of New York, 유안타증권 리서치센터

Appendix

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

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 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.