미국 경제 진단 & 전망

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

에너지 쇼크의 전이 경로와 하반기 금리 인하 조건

Summary

3월 FOMC 의사록은 연준이 직면한 정책 딜레마가 한층 심화되고 있음을 드러냈다. 압도적 과반수(vast majority)의 위원들이 인플레이션의 상방 리스크와 고용의 하방 리스크가 동시에 증가했다고 판단한 가운데, 같은 회의에서 금리 인하와 금리 인상 가능성이 함께 논의되는 이례적인 상황이 전개되었다.

이러한 연준 내부의 긴장은 이후 발표된 경제지표에서 그대로 확인된다. **3월 CPI**에서 헤드라인은 에너지 충격으로 전월비 +0.9% 급등한 반면, 근원물가는 오히려 예상을 하회하며 +0.2%에 그쳤다. 에너지와 근원 사이의 이 극단적인 괴리는 연준의 정책 판단을 더욱 복잡하게 만드는 요인이다. **미시간대 4월 기대인플레이션**에서는 1년 기대치가 4.8%로 급등하면서 소비자들의 단기 물가 불안이 고조되었으나, 5년 기대치는 3.4%로 소폭 상승에 그쳐 장기 기대의 고정(anchoring)은 아직 유지되는 모습이다.

이 에너지 충격의 성격과 지속기간을 정량적으로 검증하기 위해 **구조적 VAR(Structural VAR) 분석**을 병행했다. 분석 결과, 이번 충격은 헤드라인 CPI에는 단기적 교란을 가하지만 실물경제에 대한 하방 압력은 통계적으로 유의하지 않은, 전형적인 공급측 가격 쇼크로 확인되었다. **CPI 가속도 충격은 약 3개월(M+3, 2026년 6월) 내에 90% 이상 소멸되며, 시뮬레이션상 헤드라인 CPI 정점은 3.53%(M+6, 9월)으로 제한된다.** FEVD 분석에서도 에너지가 CPI 변동의 18%만 설명하고 72%가 자체 관성이라는 결과가 도출되어, 에너지 충격이 물가의 추세적 방향을 바꿀 만큼의 지배적 힘을 갖지 못함이 확인되었다.

종합하면, 에너지 충격이 **직접 효과(헤드라인 CPI) → 심리 전이(기대인플레) → 2차 파급(근원물가 전이)**의 경로로 단계적으로 전개되고 있으나, SVAR 분석은 이 파급의 크기와 지속기간이 제한적이라는 정량적 근거를 제시한다. **당사는 하반기 중 1회 인하를 기본 시나리오로 유지하되, 유가 $80~90 복귀와 Core CPI 2.6% 안정 유지가 핵심 전제 조건이다.** 다만 지난 주말(4/12) 미-이란 핵 협상이 결렬되면서 유가가 다시 반등하고 있어 유가 정상화라는 핵심 전제에 대한 불확실성이 확대되고 있으며, 4월 28-29일 FOMC 회의에서의 성명서 양방향 문구 삽입 여부가 중요한 관전 포인트이다.

I. 3월 FOMC 의사록 핵심 분석

연방준비제도(Fed)는 3월 17-18일 회의에서 기준금리를 3.50~3.75% 범위로 동결했다. 이는 2025년 하반기에 세 차례(총 75bp) 인하를 단행한 이후 두 번째 연속 동결이다. 이번 결정에 반대한 위원은 Stephen I. Miran 한 명뿐으로, 그는 현 금리 수준이 여전히 긴축적이며 노동시장의 하방 리스크를 가중시키고 있다는 판단하에 25bp 인하를 주장했다.

의사록의 전반적인 기조는 매파도 비둘기파도 아닌 **'의도적 인내(deliberate patience)'**로 요약할 수 있다. 의사록 전문에 'transitory(일시적)'라는 표현이 단 한 차례도 등장하지 않았다는 점은 주목할 만한데, 이는 연준이 인플레이션 목표 달성 시점의 지연을 사실상 수용하고 있으며, 현 상황의 불확실성을 쉽게 규정하기 어렵다고 판단하고 있음을 시사한다. 전원(all participants)은 통화정책이 예단된 경로 위에 있지 않으며, 매 회의마다 데이터를 기반으로 결정해야 한다는 원칙을 재확인했다.

1. 인플레이션: 끈적한 물가와 에너지 충격의 중첩

인플레이션 논의에서 가장 주목해야 할 부분은 압도적 과반수(vast majority)의 위원들이 2% 목표를 향한 진전이 종전 예상보다 느려질 수 있다고 판단하고, 물가가 목표를 지속적으로 상회할 위험이 증가했다고 평가한 대목이다. 'vast majority'는 연준의 수량 표현 체계에서 'all'을 제외하면 가장 광범위한 합의를 나타내는 표현으로, 사실상 거의 전원에 가까운 공감대가 인플레이션 상방 리스크에 형성되어 있음을 의미한다.

현황 평가

일부(some) 위원들은 최근 수개월간 인플레이션 둔화 진전이 사실상 부재(absent)했다고 지적했으며, 근원 상품물가 상승률이 2% 목표와 양립 가능한 수준을 여전히 크게 상회하고 있다고 평가했다. 이 배경에는 관세의 영향이 일부 자리하고 있다. 주거 서비스 물가는 팬데믹 이전 수준에 근접할 만큼 둔화되었으나, 비주거 핵심 서비스 물가는 여전히 팬데믹 이전 대비 높은 상승세를 이어가고 있다.

기대인플레이션 측면에서는 몇몇(several) 위원이 장기 기대인플레이션이 2% 부근에서 안정적으로 유지되고 있다고 언급했지만, 동시에 몇몇(several) 위원은 중동 분쟁에 따른 유가 급등으로 단기 기대인플레이션이 최근 수 주간 상승했다고 관측했다. **이 단기 기대의 급등은 4월 미시간대 서베이에서 그대로 확인되었는데, 1년 기대인플레이션이 3.8%에서 4.8%로 1.0%p 급등하며 예상치(4.2%)마저 크게 상회했다.** 이 수치는 2022년 인플레가 급등했던 시기에 근접하는 수준으로, 당시 실제 CPI가 9%대였던 상황과 비교하면 현재 실제 물가 수준(PCE 2.8%) 대비 소비자 물가 체감의 반응 강도가 과거보다 예민해지고 있음을 시사한다.

전망과 리스크

위원들은 적절한 통화정책 하에서 관세와 유가 효과가 소멸된 이후에는 물가가 점진적으로 2% 목표를 향해 내려갈 것으로 기본 전망했다. 그러나 그 속도와 시점에 대한 불확실성은 1월 회의 대비 분명히 증가했다. 특히 연준 위원들이 제기한 세 가지 중첩된 우려가 핵심이다. **첫째,** 관세가 상품물가에 미치는 효과가 예상보다 오래 지속될 가능성. **둘째,** 유가 상승이 근원 인플레이션 지표에 스며드는 간접 경로. **셋째,** 수년간의 목표 상회 인플레이션이 기대인플레이션을 추가적인 가격 충격에 더 민감하게 만들었을 가능성이다.

세 번째 우려는 특히 중요하다. 일부(some) 위원들이 명시적으로 제기한 이 리스크는 미시간대 4월 서베이에서 초기 징후를 보이고 있다. 5년 장기 기대인플레이션이 3.2%에서 3.4%로 상승한 것은 절대 수치로는 소폭이나, 불과 6주간의 유가 상승만으로 장기 기대치가 반응했다는 점이 과거와 다른 패턴이다. 물론 이 데이터 하나만으로 기대인플레이션이 이탈(de-anchoring)되었다고 판단하기에는 이르다. 이 민감성 자체가 연준이 경계하는 바로 그 현상이라는 점에서 향후 추이를 주의 깊게 모니터링해야 할 영역이다.

한편 **3월 CPI** 데이터는 이러한 인플레이션 논의에 구체적인 수치적 근거를 제공한다. 지난주 금요일(4/10)에 발표한 헤드라인 CPI가 전월비 +0.9%로 2022년 6월 이후 최대 월간 상승을 기록한 가운데, 에너지 지수는 +10.9%(2005년 9월 이후 최대)를 기록했고 가솔린 단일 항목이 전체 CPI 월간 상승분의 약 75%를 설명했다. 에너지 충격이 헤드라인을 전년비 2.4%에서 3.3%로 끌어올린 것이다.

그러나 **근원 CPI**는 전혀 다른 그림을 보여주었다. 전월비 +0.2%로 예상치 +0.3%를 하회했고, 전년비 2.6%는 2021년 4월부터 2025년 9월 사이 어느 시점보다도 낮은 수준이었다. 주거비(OER +0.3%, 본임대료 +0.2%)는 둔화 추세를 이어갔고, 근원 상품은 +0.11%로 안정적이었으며, 비주거 근원 서비스도 +0.18%로 양호했다. 에너지를 제외하면 기저적인 물가 흐름은 오히려 개선되고 있었다는 것이 3월 CPI의 역설적 메시지이다.

3월 CPI 구성항목 요약

[1] 3 월 CPI 세부 항목 수치

항목	전월비(%)	전년비(%)	주요 원인
헤드라인 CPI	+0.9	+3.3	예상(+1.0/+3.4) 소폭 하회
근원 CPI	+0.2	+2.6	예상(+0.3/+2.7) 하회, 양호
에너지	+10.9	+12.5	2005년 9월 이후 최대 월간 상승
가솔린	+21.2	+18.9	전체 CPI 월간 상승의 ~75%, 1967년 이래 최대
연료유	+30.7	+44.2	월간 기준 이례적 급등
식품	+0.0	+2.7	보합, 안정적
주거비(Shelter)	+0.3	+3.0	둔화 추세 지속
OER	+0.3	+3.1	팬데믹 이전 수준 근접
본임대료	+0.2	+2.6	안정적 둔화
항공료	+2.7	+14.9	에너지 2차 파급 초기 반영
중고차/트럭	-0.4	-3.2	내구재 디플레 지속
의류	+1.0	+3.4	PCE 가중치가 더 커 주의

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

에너지 2차 파급과 PCE 전망

3월 CPI에서 에너지의 직접적 충격은 이미 반영되었으나, 보다 중요한 것은 향후 전개될 간접적 파급, 즉 **'에너지 가격 상승의 2차 전이 효과'**이다. 항공료가 이미 전월비 +2.7%로 반응을 시작했고, 운송서비스(+0.6%), 차량 유지보수(+1.3%) 등에서 물류·투입 비용 상승의 초기 전이가 관측되었다. 에너지 가격 상승이 항공유, 운송비 등을 경유하여 근원 서비스 물가에 스며드는 2차 파급에 대한 우려가 존재하나, 이 충격의 전이 수준과 소멸 시점에 대한 정량적 분석(구조적 VAR) 결과는 후술할 II장에서 자세히 다루도록 하겠다.

또한 CPI에서 PCE로의 전환 시 주의해야 할 기술적 요인이 있다. 컴퓨터 소프트웨어·악세서리 항목은 CPI에서 가중치가 0.03%에 불과하지만, 연준의 정책 기준 지표인 PCE 디플레이터에서는 1.2%의 가중치를 차지한다. 이 항목이 최근 전년비 20% 수준의 급등세를 보이고 있어, CPI 기준으로는 양호해 보이더라도 PCE 기준에서는 그 수치가 다소 높게 산출될 수 있다. 의류 역시 PCE 가중치가 CPI보다 크고 3월 전월비 +1.0%를 기록하며 상승 중이다. **특히 소프트웨어가 속한 여가용 상품 카테고리가 PCE와 CPI 사이의 격차에 미치는 방향이 최근 수개월 사이에 역전된 것**('25년 9월 -0.08%p, '26년 2월 +0.12%p)으로 나타나, 해당 카테고리 단일 항목으로는 가장 큰 변동을 기록하고 있다. 따라서 4월 말 발표될 3월 PCE 데이터에서 이 괴리가 어느 정도 반영되는지 확인이 필요하다.

2. 고용시장: '취약한 균형'의 구조적 리스크

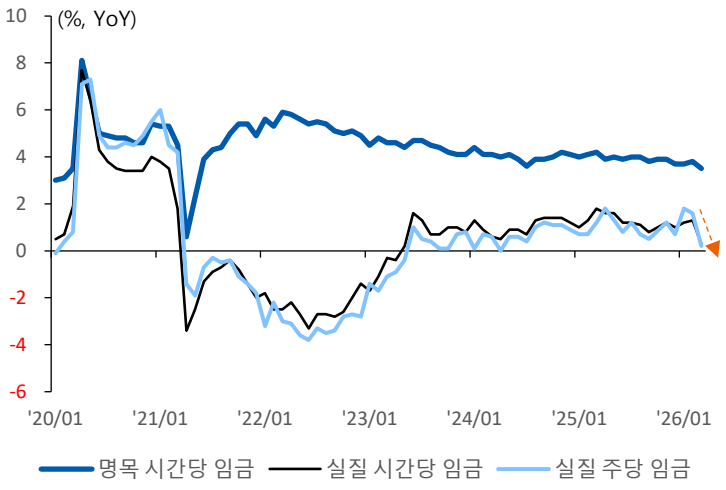
고용시장에 대한 연준 위원들의 기본 판단은 '대체로 균형 상태(broadly in balance)'였다. 대부분(most)의 위원들은 구인, 해고, 채용, 명목 임금 증가율 등의 지표가 노동시장의 균형을 시사하며, 낮은 고용 증가 속도는 노동공급 증가의 둔화와 대체로 맞아떨어진다고 보았다. 2월 고용 부진에 대해서도 일부(some) 위원이 헬스케어 파업과 혹한이라는 일시적 요인에 기인한 것으로 해석했다.

그러나 압도적 과반수(vast majority)의 위원들이 고용 측면 리스크는 하방으로 기울어져 있다고 판단했다. 'vast majority'라는 표현이 인플레이션 상방 리스크에만 쓰인 것이 아니라 고용 하방 리스크에도 동일하게 사용되었다는 점이 이번 의사록의 핵심적인 긴장 구조를 드러낸다.

다수(many) 위원들이 경고한 핵심 메커니즘은 현재의 저채용(low hiring) 환경에서 노동시장이 충격에 취약하다는 점이다. 기업들이 적게 뽑고 적게 해고하는 균형은 겉으로 안정적이지만, 노동 수요가 조금만 더 감소해도 실업률이 비선형적으로(sharply) 상승할 수 있는 구조이다. 특정 산업(헬스케어 등 경기 비민감 섹터)에 고용 증가가 집중되어 있다는 점도 전체 노동시장의 취약성을 시사하는 신호로 지적되었다.

AI와 기술 변화의 영향도 주목할 부분이다. 다수(many) 위원들은 기업들이 AI 도입을 앞두고 채용을 미루거나 축소하고 있다는 서베이·기업 접촉 결과를 인용했다. 다만 **소수(a few) 위원은 AI 관련 실질 해고 사례는 아직 드물고, 대부분의 기업이 AI를 노동 대체보다는 보완 수단으로 활용하고 있다**고 균형 잡힌 시각을 제시했다.

[2] 실질 평균 임금 수준은 축소 전환



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

이러한 고용시장의 추세를 4월 10일 발표된 **BLS 실질임금 보고서**와 비교하면 그림이 더욱 선명해진다. 3월 명목 임금(평균 시간당 임금) 상승률은 전년비 +3.5%로 2021년 5월 이후 최저치를 기록한 반면, 헤드라인 CPI는 전년비 +3.3%로 급등했다. 그 결과 **시간당 실질 평균 임금은 전년비 +0.3%(전월 +1.3%), 주간당 실질 평균 임금은 전년비 +0.2%(전월 +1.6%)로 급격히 축소되었다.**

전월비 기준으로는 시간당 실질임금이 -0.6%, 주간당 실질임금이 -0.9%로 마이너스 전환되어 충격은 더 뚜렷하다. 이는 2022년 인플레 급등기에 가계 구매력이 잠식되었던 패턴의 재현으로, 소비자 지출 둔화를 경유하여 성장의 하방 압력으로 전이될 수 있는 경로이다.

3. 성장 전망과 금융시장 동향

성장 전망에 대해서는 위원들의 시각이 비교적 일치했다. **위원들은 대체로 2026년 실질 GDP 성장이 견조한 수준을 유지할 것으로 전망**했으며, 대부분(most)은 그 동력으로 AI 관련 투자, 우호적 금융환경, 재정정책·규제 완화를 꼽았다. 소비는 가계 자산 증가에 힘입어 회복탄력성을 유지하고 있고, 기업 고정투자는 기술 섹터 강세에 의해 견조하게 이어지고 있다.

다만 대부분(most)의 위원들은 중동 분쟁이 경제 전망의 불확실성을 높이고 하방 리스크를 증가시켰다고 판단했다. 농업 부문에서도 연료·비료 가격 상승으로 농민들이 압박을 받고 있다는 언급이 있었는데(a couple of), 이는 에너지 가격 충격이 실물 경제의 다양한 경로를 통해 파급되고 있음을 보여주는 사례이다.

4. 통화정책 방향: 양방향 리스크와 장기 동결

거의 모든(almost all) 위원들은 현재 기준금리가 중립금리 추정치 범위 내에 위치한다고 판단했다. 이 위치에서 금리를 동결함으로써 향후 추가 조정의 폭과 시점을 데이터를 보면서 결정할 수 있는 적절한 여건이 갖추어져 있다는 것이 대체적인 인식이었다.

금리 인하 vs. 인상: 같은 회의에서의 양방향 논의

이번 의사록의 가장 이례적인 특징은 금리 인하와 인상의 논거가 동일한 회의에서 제시되었다는 점이다.

인하 논거: 다수(many) 위원들은 물가가 기존 전망 경로대로 하락할 경우 기준금리를 추가 인하하는 것이 적절해질 가능성이 높다고 판단했다. 특히 중동 분쟁이 장기화되면 기업심리 위축과 소비자 구매력 약화, 해외 성장 둔화 등을 통해 고용시장이 더 약해질 수 있으며, 이 경우 추가 인하가 정당화될 수 있다는 우려가 대부분(most) 위원들에 의해 공유되었다.

인상 논거: 다수(many) 위원들은 유가의 지속적 상승 속에서 인플레이션이 예상보다 오래 높은 수준에 머물 위험을 지적하면서, 이 경우 물가를 2% 목표로 끌어내리고 장기 기대인플레이션을 안정적으로 유지하기 위해 금리 인상이 필요할 수 있다고 언급했다. 일부(some) 위원들은 한 걸음 더 나아가, 인플레이션이 목표 상회 수준에서 머무를 경우 금리의 상향 조정이 적절할 수 있다는 가능성을 반영하여 향후 금리 결정에 대한 **양방향 서술(two-sided description)**을 성명서에 포함할 강한 이유가 있다고 주장했다.

이 양방향 서술 지지의 확대 추이가 주목할 만하다. 1월 회의에서는 'several(2~3명)'이었던 지지가 3월에는 'some(약 4~7명)'으로 확대되었다. 아직 성명서에 반영되지는 않았으나, 이 추세가 4월 28-29일 회의에서 'many' 이상으로 확대되고 실제 문구가 변경된다면, 이는 사실상 금리 인상 가능성을 공식적으로 열어두는 신호로 시장에 수용될 것이다.

휴전의 역설(Cease-fire Paradox)과 정책 함의

미·이란 휴전은 최악의 경제적 시나리오(공급망 붕괴, 극심한 수요 파괴)를 제거하는 효과가 있지만, 역설적으로 연준의 금리 인하를 더 어렵게 만들 수 있다. 전쟁 지속 시에는 경기침체 우려가 인하 명분의 마지막 보루였으나, 휴전으로 수요 파괴 시나리오가 약화되면 남는 것은 완전히 소멸되지 않은 인플레이션 문제뿐이기 때문이다. 수요 파괴 없이 가격 압력만 지속되는 구도는 인하도 인상도 정당화하기 어려운 장기 동결의 환경을 조성한다.

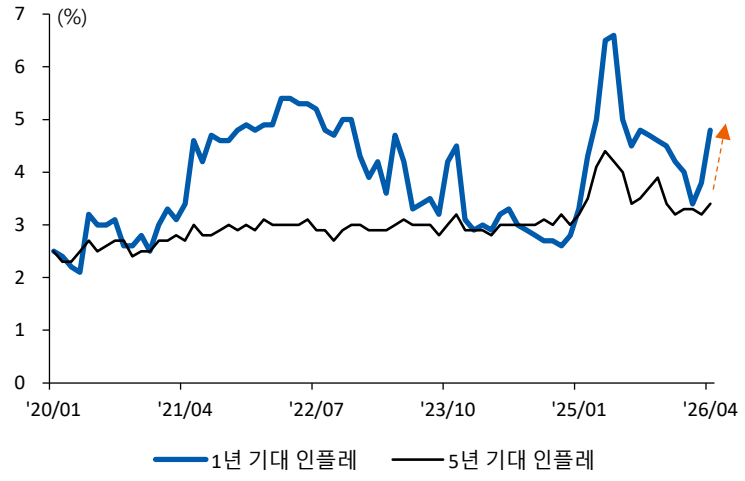
다만, 이 휴전 자체의 지속 가능성도 불투명해지고 있다. 협상 결렬은 휴전의 역설이 전제하는 '최악 시나리오의 제거'라는 조건 자체를 재차 흔드는 것으로, 에너지 가격의 불확실성을 다시 높이고 연준의 정책 판단을 한층 더 복잡하게 만들 수 있다. 전쟁 재개 리스크가 부각될 경우 수요 파괴 우려가 되살아나면서 금리 인하 논거가 다시 강화되는 반면, 유가 상승이 인플레이션 우려를 자극하여 인상 논거도 함께 강화되는 양방향 압박이 심화될 수 있다.

벤 버냉키가 20여 년 전 제시한 유가 충격 대응 프레임워크가 이 맥락에서 다시 소환될 만하다. 인플레이션이 이미 낮고 기대가 안정적일 때는 유가 충격을 '무시(look through)'할 여유가 있지만, 물가가 이미 목표를 상회하는 상태에서 추가적 공급 충격이 발생하면 기대인플레의 이탈을 방지하기 위해 더 긴축적 대응이 요구된다는 논리이다. 현재 상황은 후자에 더 가깝다는 것이 일부 연준 위원들의 판단이며, 이것이 '금리 인상 가능성' 언급의 이론적 배경이다.

세인트루이스 연은 무살렘 총재는 에너지 가격 충격의 여파가 오래 남을 수 있다고 경고했다. 설령 분쟁이 조기에 종결되더라도 손상된 공급 역량의 복구에는 시간이 소요되고, 호르무즈 해협 봉쇄 가능성이 한번 현실화된 이상 그 취약성이 에너지 시장과 기업의 장기 계획에 수년간 반영될 수 있다. 이란 역시 재건 자금 확보와 걸프 지역 레버리지 유지를 위해 고유가 환경을 선호할 유인이 있어, 에너지 가격의 완전한 정상화는 요원할 수 있다.

5. 미시간대 4월 기대인플레이션 점검

[3] 4월 1년 기대 인플레는 급등한 반면, 5년 기대 인플레는 비교적 안정적인 상태



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

1년 기대인플레이션이 +1.0%p 급등하며 4.8%를 기록한 것은 소비자들이 향후 12개월간의 에너지·물가 충격을 강하게 체감하고 있음을 보여준다. 그러나 **5년 기대치가 3.4%로 +0.2%p 상승에 그친 것은 장기적인 물가 안정에 대한 신뢰가 아직 유지되고 있다는 의미이다.** 단기와 장기 사이의 이 갭이 바로 핵심인데, 연준 입장에서는 이것이 아직 'anchored(고정된)' 상태로 해석 가능한 범위에 있다.

다만, 장기 기대치의 +0.2%p 상승 자체를 가볍게 넘기기는 어렵다. FOMC 의사록에서 일부(some) 위원들이 정확히 경고했던 시나리오인 **'수년간의 목표 초과 인플레이션이 장기 기대를 에너지 가격 변동에 더 민감하게 만들 수 있다는 우려'**의 초기 징후일 수 있기 때문이다.

6주간의 유가 상승만으로 장기 기대치가 반응했다는 사실은, 과거에는 이 정도 충격에 꿈쩍하지 않았던 장기 기대의 반응 함수가 변화하고 있을 가능성을 열어둔다.

물론 미시간대 서베이 자체의 한계도 인식해야 한다. 소비자 심리 기반 조사이므로 변동성이 크고 정치적 편향(partisan bias)의 영향을 받을 수 있다. 다만 NY Fed 3월 소비자 기대 서베이에서도 1년 기대인플레이션이 전월 대비 +0.4%p 상승한 3.4%를 기록하면서, 미시간대만큼의 급등은 아니지만 방향성은 동일한 흐름이 확인되었다. 시장 기반 지표(장기 BEI, 물가연동 스왑)가 아직 안정적이라는 점을 감안하면, 현재 단계에서는 경고등이 점등되었으나 빨간불은 아닌 수준이다. 다음 달에도 장기 기대치가 추가 상승하거나 다른 기대 지표가 동반 상승한다면, 그때는 기대인플레 이탈에 대한 경계 수준을 한 단계 높여야 할 것이다.

II. 에너지 쇼크의 물가 전이와 금리 인하 시점 추론: 구조적 VAR 분석

1. 분석 배경 및 네러티브

1.1 2026년 3월 CPI 발표와 시장 해석

2026년 3월 미국 소비자물가지수(CPI)는 전년 동월 대비 +3.3%를 기록하며, 전월(+2.4%) 대비 0.9%p 급등했다. 이는 2022년 6월 이후 약 4년 만의 최대 월간 상승폭이다. 그러나 이 수치의 이면을 들여다보면 명확한 이원화 구조가 드러난다. 헤드라인 CPI의 급등을 견인한 것은 단일 요인, 이란 전쟁 발발에 따른 유가 폭등이다. 반면 근원 CPI는 전년 대비 +2.6%로 전월과 사실상 동일하며, 의료서비스·중고차 등 일부 항목은 오히려 하락했다.

해당 결과로부터 당사 매크로 파트는는 다음과 같은 네러티브를 설정했다. "이번 물가 급등은 지정학적 리스크가 촉발한 공급측(supply-side) 에너지 쇼크이지, 경제 내부의 구조적 인플레이션 압력이 아니다. 따라서 충격이 일시적(transitory)이라면 CPI는 일정 기간 내에 정상화되며, 이 과정에서 금리 인하 논의의 재개 가능성이 열린다." 이 네러티브를 검증하기 위해, 세 가지 핵심 질문을 설정했다.

[Q1] CPI 충격의 크기와 해소 기간은? 유가 쇼크가 헤드라인 CPI를 얼마나, 얼마 동안 끌어올리는가?

[Q2] 실물경제 타격은 어느 정도인가? 산업생산과 소매판매에 대한 하방 압력은 경기침체를 유발할 수준인가?

[Q3] 금리 인하 시점은? 물가 충격 해소와 실물 둔화가 맞물릴 때, Fed의 금리 인하 논의가 재개될 수 있는 조건과 시기는 언제인가?

1.2 방법론 선택: 구조적 VAR (Structural VAR)

상기 질문에 답하기 위해 **Cholesky 분해 기반 구조적 벡터자기회귀(Structural VAR) 모형**을 채택했다. 해당 방법론은 거시경제 충격의 전달 경로를 식별하고, 특정 변수에 가해진 1회성 충격이 시스템 내 다른 변수에 어떻게 전파·소멸되는지를 시간 경로(impulse response)로 추적할 수 있다는 점에서, 본 분석의 목적에 가장 부합한다.

구조적 VAR의 핵심 강점은 다음과 같다.

첫째, 충격의 인과적 식별이 가능하다. 단순 VAR은 변수 간 상관관계만 포착하지만, Cholesky 분해는 변수의 경제학적 선행-후행 관계를 부여함으로써 "유가 상승이 물가에 미치는 영향"과 "물가 상승이 유가에 미치는 역방향 피드백"을 분리해낸다. 본 분석에서는 수요 통제를 위해 "유가(WTI) → 글로벌 공급(BDI) → 물가(CPI) → 산업생산(IP) → 통화정책(Fed)"이라는 서열에 따른 순차적인 영향력을 설정했다.

둘째, 충격반응함수(IRF)를 통해 충격의 크기·지속기간·해소 시점을 정량적으로 산출할 수 있다. 충격이 "언제" 소멸하는지를 시각적·수리적으로 확인할 수 있어, "CPI가 3.0% 이하로 복귀하는 시점"이나 "금리 인하 논의가 가능해지는 시점"을 직접 도출할 수 있다.

셋째, 분산분해(FEVD)를 통해 CPI 변동에서 에너지 쇼크가 차지하는 비중을 분리해낼 수 있다. 이를 통해 "이번 물가 급등이 구조적인가, 외부 충격인가"를 정량적으로 판별할 수 있다.

넷째, 시나리오 시뮬레이션이 가능하다. 실제 발생한 WTI 충격의 크기를 모형에 대입하여, 향후 CPI·IP·금리의 경로를 조건부 예측으로 산출할 수 있다.

2. 분석 설계

2.1 모형 구조

본 자료에서는 2개의 모형을 통해 미국 경제의 영향을 정밀하게 측정했다. 메인 모델은 5변수 내생 변수와 2변수 외생 변수로 구성된 모델로 구체적인 내용은 차트 [4]와 같다.

[4] 메인 모델 구성: 내생 변수 5개 및 외생 변수 2개

구분	변수	변환	경제적 의미
내생 1	BDI (Baltic Dry Index)	⊿ln(BDI)	글로벌 실물 수요의 대리변수. 원자재 해상운임은 세계 교역량의 선행지표로, 유가 변동에서 수요 요인을 분리하기 위해 Cholesky 순서상 WTI 보다 선행 배치
내생 2	WTI 원유가격	⊿ln(WTI)	에너지 쇼크의 핵심 전달 변수. BDI 에 의해 글로벌 수요 효과가 통제된 후, 잔여 WTI 변동은 공급측 충격으로 해석
내생 3	미국 CPI (YoY%)	⊿CPI (1차 차분)	물가 가속도. YoY% 수준 자체가 아닌 "물가 상승률의 변화"를 포착하여 정상성(stationarity)을 확보
내생 4	미국 산업생산지수 (SA)	⊿ln(IP_SA)	실물경제 활동의 월간 대리변수. 기존 분기 GDP 보간의 한계를 극복하기 위해 계절조정된 월간 IP 지수로 대체
내생 5	연방기금 목표금리 상단	⊿FDTR (1차 차분)	통화정책 스탠스. 금리 변화(인상/인하)를 포착
외생 1	GSCPI (뉴욕연은 글로벌 공급망 압력지수)	수준	글로벌 공급망 교란 정도를 통제. 에너지 쇼크와 공급병목을 분리
외생 2	NFCI (시카고연은 금융여건지수)	수준	금융시장 긴축도를 통제. 유동성 환경 변화가 물가·실물에 미치는 영향을 차단

자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

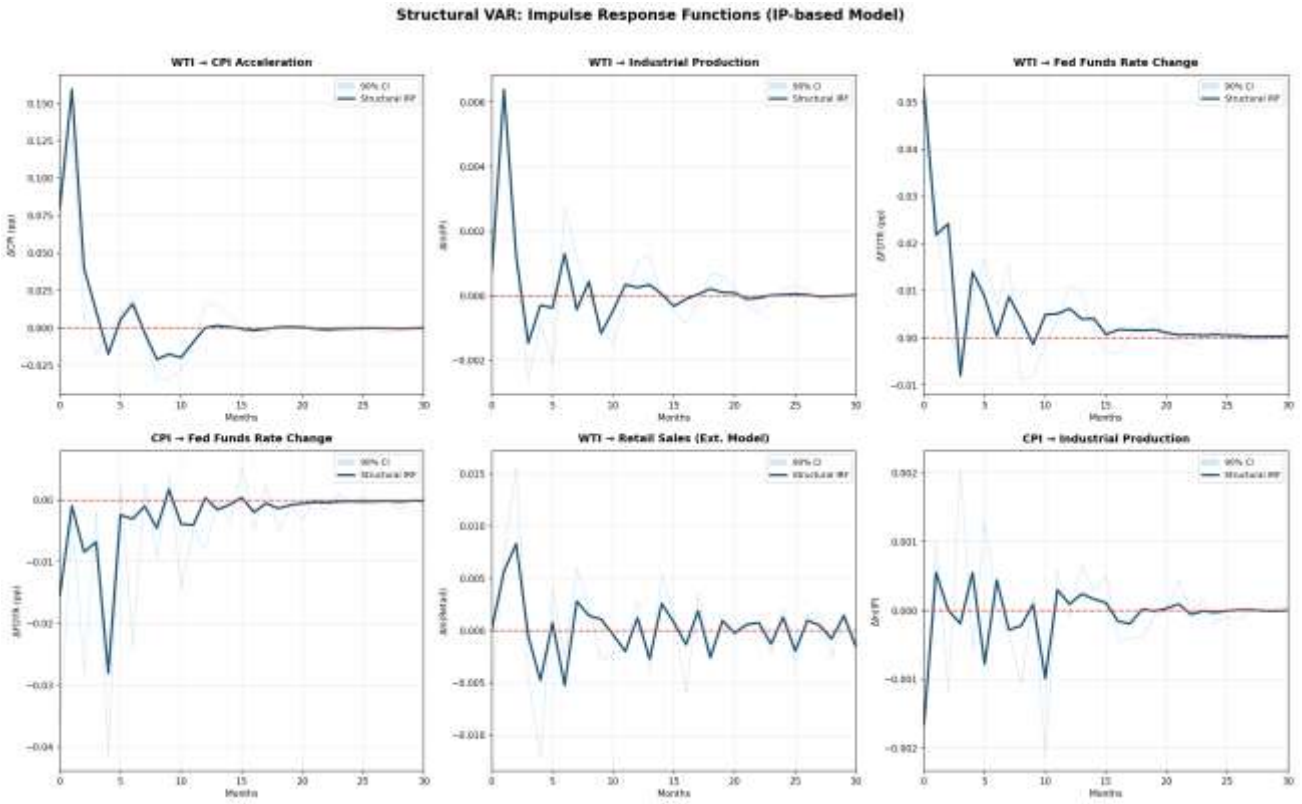
확장된 모형은 6변수 내생변수로 구성된 모형으로 기존 메인 모델에 미국 소매판매(SA, Δln) 를 5번째 내생변수로 추가하여, 에너지 쇼크가 소비 수요에 미치는 영향을 별도로 포착했다. 참고로 모든 내생변수는 ADF 단위근 검정을 통해 정상성을 확인했다 (유의수준 1% 이내 기각).

표본 기간은 2000년 2월부터 2026년 3월(314개 월간 관측치)을 활용했고, 시차(lag)는 AIC 기준 12가 최적이나, 과적합 방지를 위해 BIC(1)와 HQIC(2)를 고려하여 6기를 채택했다. 신뢰구간 Monte Carlo 부트스트랩 1,000회 반복, 90% 신뢰구간을 설정했다.

3. 분석 결과

3.1 충격반응함수(IRF): WTI 충격의 전달 경로

[5] 충격반응함수(IRF)로 보는 WTI 충격의 전달 경로



자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

(1) WTI → CPI (에너지 쇼크 → 물가 가속)

1표준편차 유가 충격에 대해 CPI 가속도(⊿CPI)는 즉시 +0.16pp 상승하며 통계적으로 유의하다(90% CI 전구간 양수). 충격은 M+1에서 정점을 찍은 후 급격히 감소하며, M+3에서 90% 이상 소멸된다. M+4~5에서 일시적으로 음(−)의 반응이 나타나는데, 이는 에너지 가격 상승 이후 소비 억제·재고 조정에 따른 가격 역전 효과를 반영한다. M+10 이후 반응은 사실상 0으로 수렴하며, CPI 충격이 일시적임을 확인할 수 있다.

(2) WTI → IP (에너지 쇼크 → 산업생산)

유가 충격 직후 M+0~2에서 IP가 오히려 양(+)의 반응을 보인다. 이는 Cholesky 분해 하에서 BDI로 글로벌 수요를 통제했음에도, 잔여 유가 상승이 에너지 산업의 생산 확대(셰일 생산 증가 등)와 동시적 경기 모멘텀을 일부 반영하기 때문이다. M+3~4에서 일시적 음(−)으로 전환되나 크기가 미미하며(−0.56%p, M+3), 95% 신뢰수준 하에서 0을 포함한다. 이는 에너지 쇼크가 산업생산에 미치는 하방 압력은 통계적으로 유의하지 않다는 해석으로 연결된다.

분석 결과를 통해 확인할 수 있는 핵심 함의는 **'이번 에너지 쇼크는 가격 경로(CPI)에는 강하게 전이되지만, 실물 경로에는 제한적으로만 영향을 미친다'**는 점이다. 즉, 일각에서 우려하고 있는 스태그플레이션이 아닌 일시적 공급 인플레이션이라는 시뮬레이션 결과를 제시할 수 있다.을 확인할 수 있다.

(3) WTI → Retail (에너지 쇼크 → 소매판매)

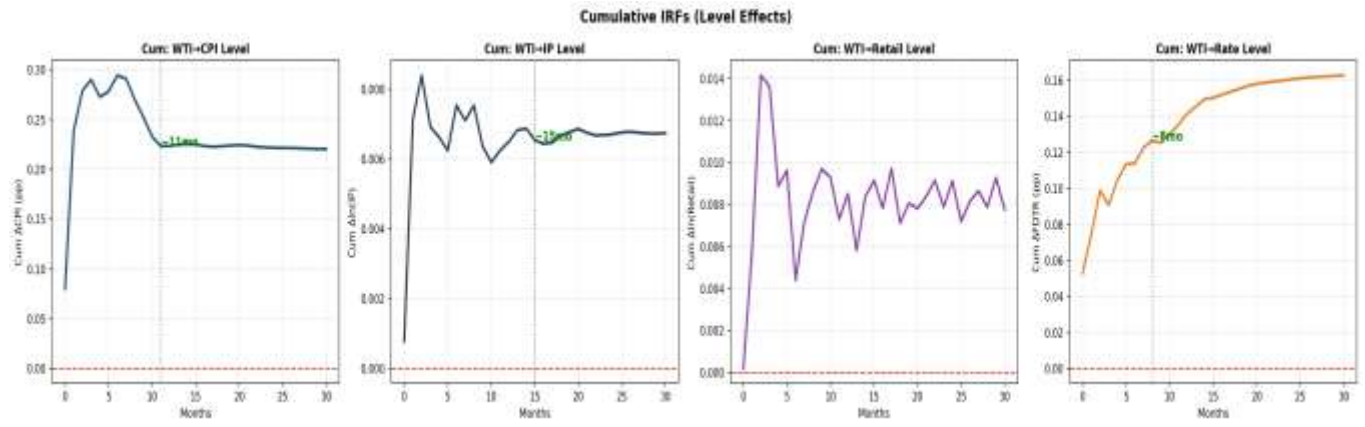
소매판매는 유가 충격 후 M+0~2에서 양(+)의 반응을 보인 뒤, M+3~4에서 음(−)으로 전환된다. 이는 에너지 가격 상승이 명목 소매판매 금액을 일시적으로 끌어올린 후(주유비 증가 효과), 실질 구매력 감소가 뒤따르는 경로를 반영한다. 그러나 하락폭은 미미하며, 소비 기반의 구조적 위축을 시사하지는 않는다.

(4) CPI → Fed Rate (물가 가속 → 금리 변화)

CPI 가속 충격에 대해 Fed Rate(FDTR)은 미미한 음(−)의 반응을 보인다(M+1: −0.03pp). 이는 직관과 달리 보이지만, 경제학적으로 타당한 해석이 가능하다: 역사적으로 Fed는 공급측 물가 충격에 대해 즉각적 인상보다는 관망(wait-and-see) 전략을 취해왔으며, 오히려 물가 급등이 소비를 억제하여 경기 하방 리스크가 부각될 경우 완화적 스탠스로 선회하는 패턴을 보여왔다. 이 IRF는 그러한 역사적 행태를 정확히 반영한다.

3.2 누적 충격반응함수

[6] 누적 충격반응함수로 보는 WTI 충격 경로



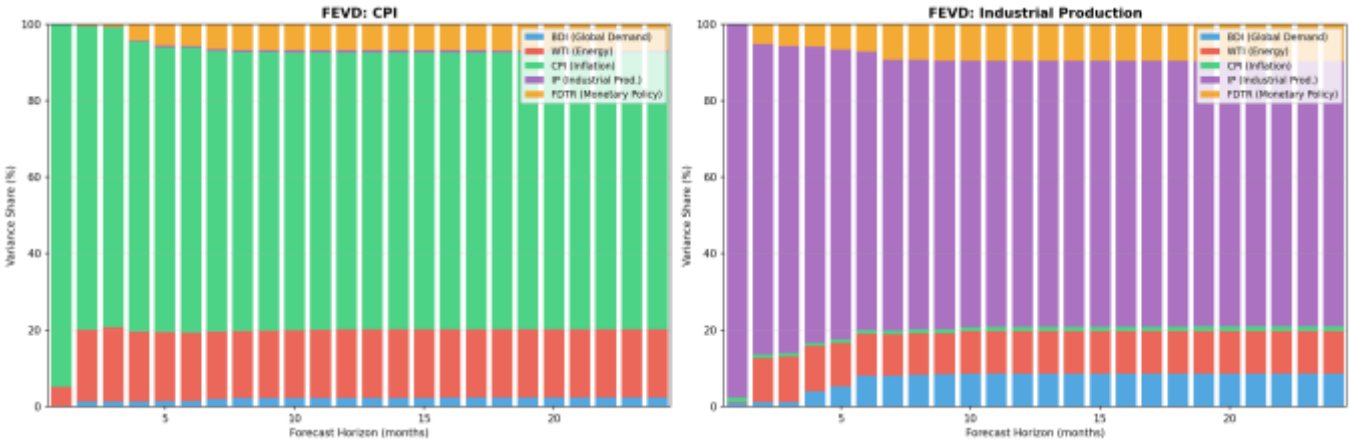
자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

WTI 1표준편차 충격의 누적 효과를 보면, CPI 수준은 약 +0.30pp 영구적 상승에 수렴한다. 이는 유가 수준이 영구적으로 높아질 경우 CPI YoY%도 구조적으로 상승함을 의미하며, 반대로 유가가 원래 수준으로 복귀하면 기저효과에 의해 12개월 후 CPI도 원위치로 돌아옴을 시사한다. 누적 IP 효과는 약 +2.5%로 양의 영역에 수렴하며, 누적 Fed Rate 효과는 약 +0.15pp로 소폭 인상 방향에 수렴한다.

3.3 분산분해(FEVD): 에너지 쇼크의 기여도

12개월 예측 시계에서 CPI 변동을 분해하면 차트[7]과 같다.

[7] 12개월 예측 시계열에서 분해한 CPI 변동 분석



자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

CPI 변동의 약 72%는 자체 관성에 의해 설명되며, 에너지 쇼크는 약 18%를 설명한다. 이는 유가 쇼크가 CPI에 유의미한 영향을 미치되, 지배적 요인은 아님을 보여준다. 한편 **IP 변동에서 에너지의 기여도는 11.1%에 불과**하여, 실물 활동은 에너지 가격보다 자체 모멘텀(69%)과 통화정책(10%)에 더 크게 좌우됨을 확인할 수 있다.

[8] 충격 요인에 따른 CPI 및 IP 기여도

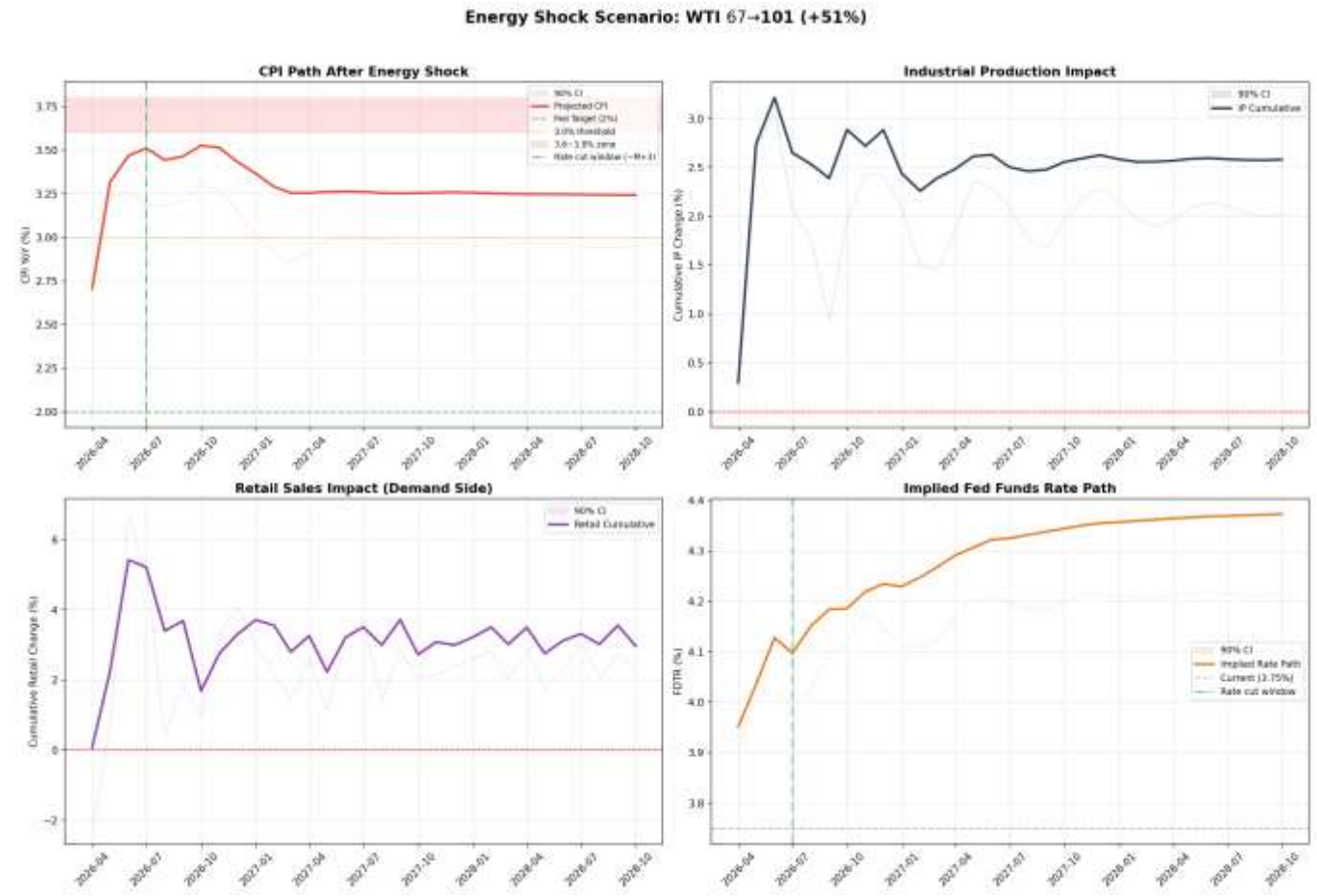
충격 요인	CPI 기여도	IP 기여도
BDI (글로벌 수요)	2.30%	8.60%
WTI (에너지)	**17.90%**	**11.10%**
CPI 자체 관성	72.30%	1.30%
IP (산업생산)	0.60%	69.40%
FDTR (통화정책)	6.90%	9.70%

자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

3.4 시나리오 시뮬레이션: 2026년 3월 WTI 충격

실제 발생한 WTI $67→$101 충격(월간 로그 성장률 +0.414, 역사적 변동성의 3.8배 표준편차)을 모형에 대입하여, 향후 CPI·IP·금리 경로를 조건부 시뮬레이션 했다.

[9] 시나리오 시뮬레이션 결과



자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

[10] 시점별 CPI 충격 경로

시점	CPI (YoY, %)	비고
2026년 3월 (충격 시점)	2.76%	충격 진입
2026년 4월 (M+1)	3.37%	급등
2026년 6월 (M+3)	3.51%	충격 가속도 90% 소멸
2026년 9월 (M+6)	**3.53%**	**정점(peak)**
2026년 11월 (M+8)	3.43%	하강 시작
2027년 1월 (M+10)	3.29%	안정화 진입
2027년 3월 (M+12)	3.25%	장기 수렴 수준

자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

(1) CPI 경로

CPI는 M+6(2026년 9월)에 3.53%로 정점을 형성한 뒤 점진적으로 하락하여, M+10 이후 3.25~3.30%대에서 안정화되며, 일각에서 제기하는 4%를 상회할 가능성은 모형상 배제된다.

다만, 유가가 $100 이상에서 지속될 경우 CPI는 3.2~3.3%대에 장기 고착되며, 유가가 $80~90으로 후퇴해야 기저효과에 의해 CPI가 3.0% 이하로 복귀한다. 이 기저효과 소멸 시점은 충격 후 약 12개월(2027년 3월 전후)이다.

(2) 금리 경로

모형의 내재 금리 경로(implied rate path)는 에너지 쇼크에 대응하여 12개월간 누적 약 +0.54pp의 인상 압력을 시사한다(현 3.75% → 4.29%). 그러나 이는 과거 에너지 쇼크 에피소드에서 관측된 평균적 정책 반응을 반영한 것이며, Core CPI가 2.6%로 안정적인 현재 환경에서는 Fed가 공급 충격에 대해 인상보다 관망을 택할 가능성이 높다.

4. 시사점

4.1 물가: 충격은 제한적이고 일시적이다

구조적 VAR 분석은 이번 에너지 쇼크의 성격을 명확히 규명한다. 이란 전쟁 발발에 따른 WTI 51% 급등이라는 역사적 3.8σ 수준의 극단적 충격에도 불구하고, **헤드라인 CPI는 3.53%(M+6)에서 정점이 형성되며 3.6% 이내로 제한된다.**

제한된 충격의 근본 원인은 근원물가의 안정에 있다. Core CPI가 2.6%에 고정되어 있다는 것은 서비스 물가, 주거비, 임금 등 수요 기반 인플레이션 동인이 활성화되지 않았음을 의미한다. FEVD 분석에서 CPI 변동의 72%가 자체 관성으로 설명되고 에너지는 18%에 불과하다는 결과 역시, 에너지 가격이 물가의 추세적 방향을 바꿀 만큼의 지배적 힘을 갖지 못함을 보여준다.

CPI 충격의 가속도(⊿CPI)는 M+3(2026년 6월)에 90% 이상 소멸되며, 이후 물가 상승률의 변화는 통계적으로 0과 구분되지 않는다. **즉, 물가 수준은 높아지되, 물가 가속은 3개월 내에 멈춘다.** 이는 연준이 공급 충격을 "일시적(transitory)"으로 판단할 수 있는 정량적 근거가 될 수 있다.

4.2 실물: 에너지 쇼크 ≠ 경기침체

본 분석의 가장 주목할 만한 발견은 **에너지 쇼크가 실물경제에 미치는 하방 압력이 통계적으로 유의하지 않다는 점이다.** 산업생산과 소매판매 모두, 유가 충격 후 일시적 변동은 있으나 누적 기준으로 음(−)의 영역에 진입하지 않는다. 이는 1970~80년대 오일쇼크 때와 근본적으로 다른 양상이다.

그 배경에는 구조적 변화가 있다. 미국 경제의 에너지 집약도(GDP 대비 에너지 소비)는 1970년 대비 절반 수준으로 하락했으며, 셰일 혁명 이후 미국 자체가 주요 산유국이 되면서 유가 상승이 에너지 부문 투자·고용 확대로도 연결되는 양면적 효과를 갖게 되었다. 충격반응함수(IRF)에서 IP가 유가 충격 초기에 오히려 양(+)의 반응을 보이는 것은 이 구조를 반영한다.

따라서 이번 에너지 쇼크는 물가 경로에는 단기적 교란을, 실물 경로에는 제한적 영향을 미치는 전형적인 "공급측 가격 쇼크"로 분류되며, 스태그플레이션 우려는 현 시점에서 과도하다고 판단된다.

4.3 금리 인하 시점: 6~9개월 후 논의 재개 가능

금리 인하 논의가 재개되기 위해서는 세 가지 조건이 충족되어야 한다.

[조건 1] CPI 충격의 실질적 해소

CPI 가속도 충격은 M+3(2026년 6월)에 90% 소멸된다. 이 시점부터 물가 상승은 더 이상 "가속"하지 않으며, 수준이 높더라도 방향이 안정된다. 이는 연준이 "물가가 더 나빠지지 않는다"는 판단을 내릴 수 있는 최소 조건이다.

[조건 2] CPI 수준의 3.0% 이하 복귀

모형상 유가가 $100 이상에서 유지되면 CPI는 3.25%대에 고착된다. CPI가 3.0% 이하로 내려가려면 유가가 $80~90대로 후퇴해야 하며, 이 경우 기저효과 소멸과 맞물려 M+9~12(2026년 4분기~2027년 1분기)에 3.0% 하회가 가능하다.

[조건 3] Core CPI의 지속적 안정

현재 Core CPI 2.6%가 유지되는 한, 연준은 헤드라인 CPI의 일시적 급등을 "들여다보고(look through)" 근원적 물가 추세에 기반한 정책 판단을 내릴 수 있다. Core CPI가 3.0%를 상회하는 시나리오에서는 금리 인하 논의가 상당 기간 지연된다.

세 가지 조건을 종합하면, 에너지 쇼크 해소 후 약 6~9개월(2026년 4분기~2027년 1분기) 이내에 금리 인하 논의의 재개가 가능하다. 이는 유가가 $80~90대로 정상화되는 시나리오를 전제로 하며, 유가가 $100 이상에서 장기 지속될 경우 금리 인하 시점은 그만큼 후행한다.

4.4 투자 시사점

첫째, 에너지 쇼크에 따른 단기 변동성은 불가피하나, 실물경제 펀더멘털이 견고하다는 점에서 과도한 리스크 오프(risk-off) 포지셔닝은 경계할 필요가 있다.

둘째, CPI 정점(M+6, 2026년 9월)을 전후하여 물가 피크아웃 내러티브가 형성되면, 채권시장에서 금리 하락 베팅이 유효해지는 구간이 열린다.

셋째, Core CPI 2.6% 안정이 유지되는 한, 연준의 정책 반응함수는 "공급 충격 관망 → 물가 안정 확인 → 점진적 완화"의 경로를 따를 가능성이 높으며, 이는 빠르면 2026년 하반기 늦어도 2027년 상반기 금리 인하 개시를 시사한다.

III. 결론: 정성적 판단과 정량적 분석의 교차 확인

1. 에너지 충격의 단계적 파급 — 어디서 멈추느냐가 관건

이번 물가 중동 분쟁발 에너지 충격의 파급은 현재 다음과 같은 단계를 밟고 있다.

- **첫 번째 단계:** 원유 급등에 따른 가솔린·연료유 직격과 헤드라인 CPI 급등은 이미 반영되었다.
- **두 번째 단계:** 소비자 단기 기대인플레이션 급등(미시간대 1년 4.8%)과 실질임금 축소도 진행 중이다.
- **세 번째 단계:** 에너지 가격의 2차 파급, 즉 항공료·운송비·투입비용 경유 근원물가 전이는 아직 초기 국면이다.
- **네 번째 단계:** 장기 기대인플레이션의 본격적 이탈은 현재까지 발생하지 않았으나, 소폭 상승이라는 초기 신호가 감지되고 있다.

연준의 정책 대응은 이 파급이 어느 단계에서 멈추느냐에 따라 달라진다. 2단계에서 멈추면 현재의 동결 기조를 유지할 수 있고, 3단계가 본격화되면 양방향 서술 도입과 같은 커뮤니케이션 조정이 필요해지며, 4단계에 진입하면 실제 금리 인상 논의가 불가피해진다.

2. 정성적 판단과 정량적 분석의 교차 확인

3월 FOMC 의사록에서 연준 위원들이 제기한 우려와 구조적 VAR 분석의 결론은 몇 가지 핵심적인 지점에서 수렴한다.

첫째, 에너지 충격의 성격은 공급측 일시 충격이다. FOMC에서 위원들이 관세·유가·기대인플레라는 세 가지 중첩 우려를 제기한 가운데, SVAR 분석은 CPI 가속도 충격이 M+3(6월)에 90% 이상 소멸되고 헤드라인 CPI 정점이 3.53%(M+6, 9월)으로 제한된다는 정량적 근거를 제시한다. FEVD 분석에서 에너지가 CPI 변동의 18%만 설명하고 72%가 자체 관성이라는 결과는, 에너지 충격이 물가의 추세적 방향을 바꿀 만큼의 지배적 힘을 갖지 못함을 보여준다.

둘째, 실물경제 타격은 제한적이다. 의사록에서 vast majority가 고용 하방 리스크를 경고했으나, SVAR의 산업생산·소매판매 IRF는 에너지 쇼크의 실물 하방 압력이 통계적으로 유의하지 않음을 확인했다. 이는 미국 경제의 에너지 집약도 하락과 셰일 생산국으로서의 양면적 효과에 기인한 구조적 변화를 반영한다. 다만 BLS 실질임금 보고서에서 확인된 시간당 실질임금 MoM -0.6%, 주간당 -0.9%의 마이너스 전환은 가계 구매력 경로를 통한 소비 둔화 리스크로서 별도로 주시할 필요가 있다.

셋째, 금리 인하는 하반기에 논의 재개 가능하나, 전제 조건이 있다. SVAR 시뮬레이션은 유가 $80~90 복귀 시 기저효과에 의해 CPI가 M+9~12(2026 Q4~2027 Q1)에 3.0% 이하로 복귀 가능하다고 전망하며, 이는 당사의 하반기 1회 인하 기본 시나리오와 방향이 일치한다. 그러나 이 시나리오의 핵심 전제는 ①유가의 정상화, ②Core CPI 2.6% 안정 유지, ③장기 기대인플레이션의 고정(anchoring) 지속이다. 미-이란 핵 협상 결렬로 유가가 다시 반등하는 현재 흐름은 전제 ①에 대한 불확실성을 높이고 있으며, 미시간대 5년 기대인플레 3.4% 상승은 전제 ③의 초기 경고 신호로 모니터링이 필요하다.

향후 관건은 CPI 정점(9월 전후)까지의 경로에서 에너지 2차 파급이 근원물가를 얼마나 교란하느냐, 그리고 4월 FOMC(4/28-29) 성명서에 양방향 문구가 삽입되느냐이다. 전자는 SVAR 분석이 제시한 "M+3 소멸"의 현실 적합성을 검증하는 시험대가 되고, 후자는 연준의 정책 반응함수가 어느 방향으로 기울고 있는지를 보여주는 신호가 될 것이다.

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.