

기조가 먼저 움직였다



김호정 Economist
hojung.kim@yuantakorea.com

임지윤 Research Assistant
jiyeon.lim@yuantakorea.com

연준의 확신보다 물가가 빨랐다

Summary

6월 미국 소비자물가지수(CPI)는 소매 휘발유 가격(-9.7%) 급락이 산식에 그대로 반영되며 전월 대비 0.4% 하락, 전년 대비 3.5%(예상 3.8%)로 큰 폭 둔화되었다. 이번 지표에서 진정으로 주목할 부분은 시장 예상을 깨고 전월 대비 보험(0.0%)에 그친 **근원(Core) CPI**다. 특히 그간 핵심 물가의 상방 경직성을 유발하던 주거비가 전월 대비 +0.1% 상승에 머무르며 2021년 1월 이후 최저치를 기록한 점은, 물가 안정세가 일시적 노이즈가 아닌 구조적 둔화 단계에 진입했음을 시사한다.

세부 항목을 검증한 결과 최근의 물가 안정은 견고한 추세적 성격을 지닌다. 지수의 1/3을 차지하는 주거비의 둔화는 선행 임대료 지표들의 궤적과 일치하며, 시장 일각에서 우려한 관세 인상의 물가 전가 효과 역시 고노출 품목 내 의류(-0.6%)와 장난감(+2.5%)이 정반대로 움직이는 등 체계적 연관성이 없었다. 무엇보다 일시적 요인을 견어낸 절사평균 개인소비지출(PCE) 물가가 2.3~2.4%의 안정적 궤도를 유지하고 있어, 전년 대비 2.6%를 기록한 근원 CPI 역시 연준의 목표치를 향해 뚜렷하게 하향 수렴하고 있다.

당사 추정에 따르면 향후 근원 CPI는 연말 2.3% 부근까지 둔화되며 절사평균 물가의 안정권 궤도 상단에 근접할 전망이다. 헤드라인 물가 역시 기저효과에 힘입어 연말 기준 3.0% 내외까지 완만하게 안정화될 것으로 예상된다. 다만 6월 하순 급락했던 국제 유가가 7월 들어 상당 부분 반등한 점을 감안할 때, 7~8월 헤드라인 월간 상승률의 둔화 속도는 줄어든 가능성도 존재한다. 향후 헤드라인 물가 전망치의 상하단 범위를 좌우하는 실질적인 변수는 호르무즈 해협 수송 차질 지속 여부나 중동 협상 타결과 같은 국제 유가 시나리오에 달려 있다. 이는 하반기 전체 물가 경로의 불확실성이 미국 국내의 물가 동력이 아닌 외부의 지정학적 리스크에 집중되어 있음을 의미한다. 다만 다행스러운 점은 **핵심 지표인 근원 물가의 경로가 이러한 국제 유가 시나리오 변동에 사실상 크게 영향을 받지 않고 안정적인 둔화 흐름을 이어갈 것**이라는 점이다.

최근 실측 데이터를 당사 테일러 준칙 매트릭스에 반영해 보면, **근원 물가 기준 이론적 적정 금리가 3.9% 부근까지 하락해 연준의 실제 정책금리(3.50~3.75%)와의 간극이 크게 축소되었다.** 이는 연준이 금리를 동결하더라도 물가 하락으로 인해 현 정책의 성격이 '강한 긴축'에서 '중립 내지 적정 수준'으로 자연스럽게 재정되고 있음을 뜻한다. 따라서 향후 예상되는 통화정책 전환(Pivot)은 과거 같은 공격적 인하가 아닌 중립 부근에서의 완만한 미세조정 형태로 전개될 전망이다. 오는 7월 지표에서 주거비 둔화세가 재확인된다면, 시장에 잔존한 9월 FOMC 금리 인상 확률(63%)이 빠르게 소멸되며 채권 시장 단기 금리의 뚜렷한 강세 재료가 작동할 것으로 판단한다.

I. 문제제기: 6월 물가에서 주목할 두 가지 핵심 쟁점, 유가 하락 효과와 근원물가 둔화

6월 미국 소비자물가지수(CPI) 결과에서 가장 주목해야 할 부분은 헤드라인 지수(전월 대비 -0.4%)의 하락 폭 자체보다는 그 내부를 구성하는 구조적 흐름에 있다. 헤드라인 물가의 하락은 국제 유가 및 소매 휘발유 가격 추이를 감안할 때 어느 정도 예견된 결과였기 때문이다. 실제로 소매 휘발유 가격은 5월 고점 이후 지속적으로 하락하여 6월 월평균 기준 전월 대비 9.6% 낮아진 상태였으며, CPI 산출 방식(월평균 가격 조사 기준)을 고려할 때 에너지 항목의 큰 폭 하락은 불가피했다. 이는 당사가 지표 발표 전 제시했던 휘발유 가격 추정치(-7% 내외~9%대)와 실제 결과(-9.7%)가 부합했다는 점에서도 확인된다.

반면, 시장 예상치(+0.2%)를 하회하며 전월 대비 보합(0.0%)을 기록한 근원(Core) CPI의 둔화 흐름은 향후 통화정책 경로와 관련하여 중요한 의미를 갖는다. 특히 그간 물가 하방 경직성의 핵심 원인으로 지목되었던 주거비가 전월 대비 +0.1% 상승에 그치며 2021년 1월 이후 최저치를 기록했고, 에너지를 제외한 서비스 물가 역시 보합세를 나타내며 인플레이션 압력이 전반적으로 완화되는 모습을 보였다.

따라서 이번 6월 CPI를 분석함에 있어 핵심 쟁점은 크게 두 가지로 압축된다. 첫째는 헤드라인 물가 하락분 중 유가 하락에 따른 기계적 반영분을 명확히 구분해 내는 것이며, 둘째는 근원 물가의 둔화가 일시적인 특이 요인들에 의한 것인지, 혹은 추세적인 인플레이션 안정화의 시작인지를 점검하는 것이다.

[그림 1] 헤드라인·근원·절사평균 추이



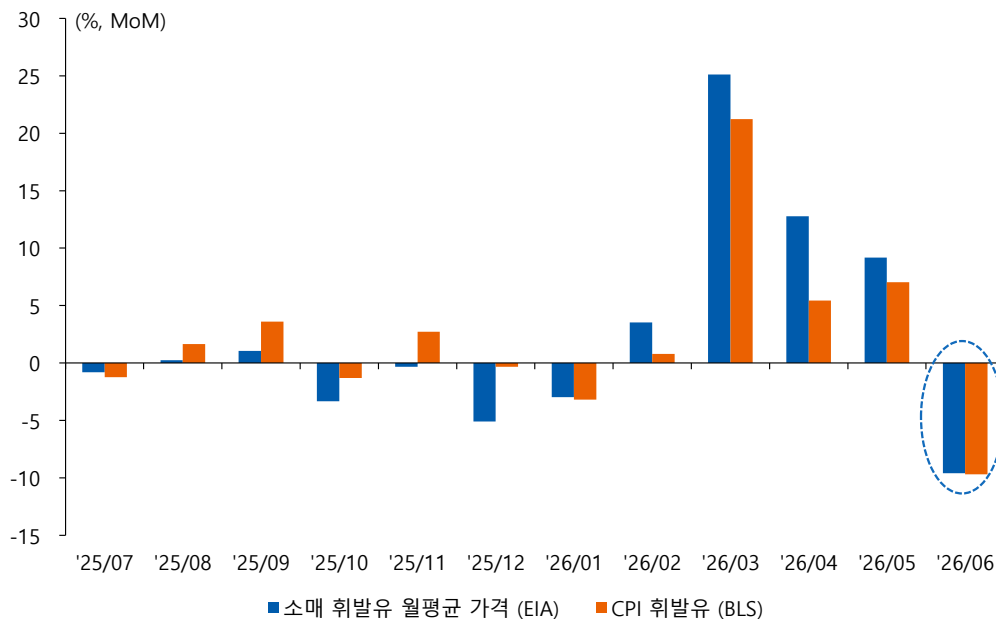
자료: BLS, 유안타증권 리서치센터

II. 헤드라인 물가 점검: 유가 하락 효과는 6월이 바닥, 7월은 조금 다를 가능성

이번 물가 하락은 주유소 휘발유 값이 내린 그대로 지수에 반영된 결과

6월 CPI의 에너지 항목이 사전에 추정된 궤적과 정확히 부합할 수 있었던 이유는 지수 산출 방식의 구조적 특성에 기인한다. 미국 노동통계국(BLS)이 월중 전체에 걸쳐 표본 조사한 휘발유 가격을 월평균으로 지수화하는 방식은, 미 에너지정보청(EIA)이 관측하는 주간 소매 가격 조사와 사실상 동일한 모집단을 공유한다. 따라서 두 지표 간의 관계는 복잡한 추정 모형을 필요로 하기보다는, 관측 주기상의 차이를 보정하는 단순한 대응 관계에 가깝다. 클리블랜드 연방준비은행의 물가 Nowcasting 모델이 주간 휘발유 가격을 핵심 입력 변수로 활용하는 배경도 여기에 있다. 실제로 소매 휘발유 월평균 변화율과 CPI 휘발유 항목의 변화율을 대응시켜 보면(그림 2), 6월 소매 가격 월평균 변화율(-9.6%)과 CPI 휘발유 항목(-9.7%)은 사실상 1:1로 일치했다. 이는 이번 헤드라인 지수 하락분(-0.4%p)의 대부분이 특정 품목의 갑작스러운 수급 변화나 기업의 임의적 가격 결정이 아닌, 이미 시장에서 관찰된 휘발유 가격 변동분이 산식에 따라 지수에 반영된 기계적 결과였음을 의미한다. 나아가 향후 발표될 지표에 대해서도 동일한 산출 구조가 적용되는 만큼, 주간 소매 가격 데이터만으로도 헤드라인 물가의 에너지 기여도를 높은 신뢰도로 선행 추정할 수 있음을 재확인해 준다.

[그림 2] 소매 휘발유 월평균과 CPI 휘발유의 대응



자료: EIA, BLS, 유안타증권 리서치센터

7월에는 유가 재상승의 영향이 반영될 전망, 다만 기초적인 둔화 흐름 훼손할 가능성은 제한적

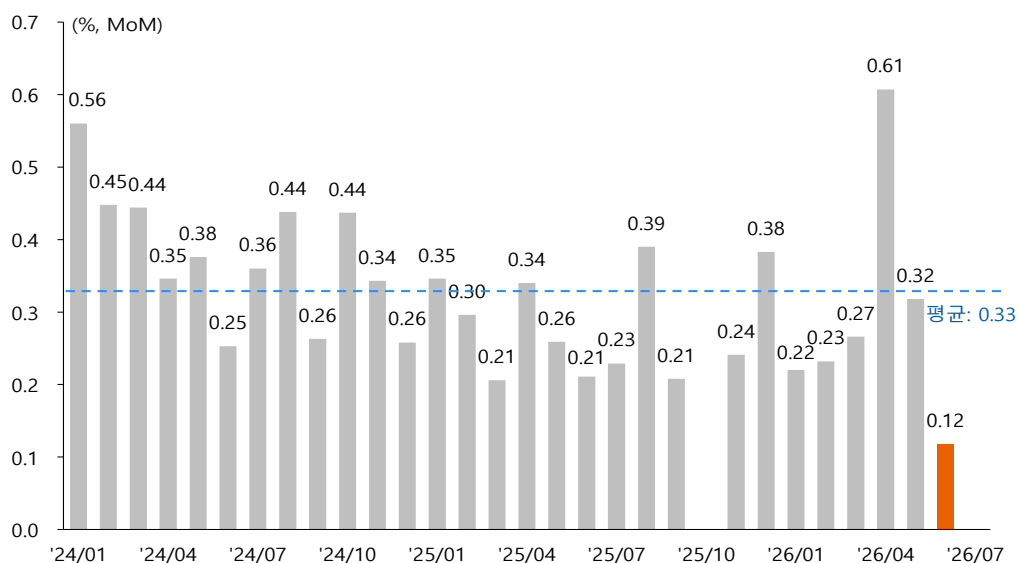
이러한 산출 구조를 향후 궤적에 적용해 보면 7월 이후 헤드라인 물가의 흐름은 6월과 달라질 가능성이 높다. 6월 하순 중동 지정학적 긴장 완화 기대로 급락했던 국제 유가가 7월 들어 수송 차질 우려 등으로 하락분의 상당 부분을 되돌렸기 때문이다(WTI 기준 6월 15일 고점 84.7달러 → 7월 6일 저점 69.6달러 → 최근 74~76달러대). 특히 소매 휘발유 가격은 도매 가격 상승 시 이를 수 주 내에 빠르게 반영하는 비대칭적 속성(실측 기준 상승 시 평균 3주 vs 하락 시 평균 8주 소요)을 지니고 있다. 이를 감안할 때 7월 헤드라인 CPI에서 에너지 항목의 기여도는 중립 수준으로 축소되고, 8월에는 플러스(상승) 기여로 전환될 것으로 예상된다. 따라서 이번 6월에 기록한 전년 동기 대비 3.5% 상승률은 단기적인 저점일 가능성도 존재한다. 다만 과거 에너지 가격 변동이 근원 물가로 전가되는 파급 효과가 구조적으로 미미했다는 다수의 실증 분석 결과를 고려할 때, 최근의 일시적인 유가 반등이 전체 물가의 기초적인 둔화 흐름 자체를 훼손할 가능성은 제한적인 것으로 판단한다.

Ⅲ. 근원 물가 둔화의 본질: 주거비는 진짜 내렸고, 우려하던 관세 물가 폭탄은 없었다

주거비 하락은 반짝 효과가 아닌 진짜 둔화 흐름

이번 6월 근원 물가가 전월 대비 보합(0.0%)을 기록한 배경을 살펴보면, 성격이 상이한 두 가지 품목군이 혼재되어 있다. 먼저 자동차보험(-2.0%, 두 달 연속 하락)과 숙박(-2.3%), 통신(-1.5%) 등의 하락은 평소에도 월간 변동성이 큰 항목들이라는 점에서 일시적 노이즈에 가까울 수 있다. 반면, 전체 CPI의 3분의 1을 차지하는 최대 핵심 품목인 주거비(+0.1%)의 둔화는 전혀 다른 의미를 갖는다. 주거비는 실제 시장의 신규 임대 계약 가격을 약 1년 시차로 뒤늦게 반영하는 전형적인 후행 지표로, 이미 여러 선행 임대료 지표들이 오래전부터 이번 둔화를 예고해 온 바 있다. 특히 자가주거비 환산액(OER, +0.2%)과 임대료(+0.1%) 상승률이 동반해서 꺾인 점, 그리고 최근 수개월간의 궤적이 계단식으로 낮아지는 뚜렷한 추세를 보였다는 점(그림 3)은 이번 6월의 주거비 안정세가 우연한 이상치가 아닌 구조적인 추세 전환의 연장선에 있음을 강력하게 시사한다.

[그림 3] 주거비 월간 상승률 추이



자료: BLS, 유안타증권 리서치센터

관세가 오른 품목이라고 해서 물가가 더 오른다는 뚜렷한 증거는 확인되지 않음

에너지와 서비스 외에 재화(상품) 물가 단에서는 미국이 부과한 관세가 소비자 가격으로 전가되고 있는지 여부가 핵심 쟁점이다. 이에 대해 연준 이사회는 관세가 핵심 물가에 미친 영향이 사실상 마무리되었다고 보는 반면, **미니애폴리스 연방준비은행은 관세 영향이 큰 품목과 실제 물가 상승 간의 뚜렷한 연관성이 없다는 반론을 제기해 왔다.** 이를 판별하는 논리는 매우 직관적이다. 만약 관세 인상이 물가 상승의 핵심 동인이라면, 관세에 많이 노출된 품목일수록 실제 소비자 가격도 더 높게 올라가는 뚜렷한 비례 관계가 나타나야 한다. 이는 미니애폴리스 연은과 Cavallo 등(2025)의 연구에서 공통으로 활용한 분석 방법이며, 당사 역시 동일한 방식을 적용해 관세 민감도가 높은 13개 주요 재화 품목의 6월 실제 물가 지표를 살펴보았다(그림 4). **실제 분석 결과, 관세 노출이 큰 품목군 내에서도 의류(-0.6%)와 IT 전자기기(-0.3%)는 가격이 오히려 내린 반면, 장난감(+2.5%)과 TV(+0.7%)는 오르는 등 관세율이 높을수록 물가가 오르는 체계적인 패턴은 없었다.** 이는 관세 전가가 이미 마무리되었다는 연준 이사회의 시각과, 실제 상품 물가의 움직임을 관세 요인만으로 설명하기 어렵다는 미니애폴리스 연은의 분석 모두에 부합한다. 어느 쪽 시각을 취하든 간에 향후 재화 물가가 관세 인상을 이유로 다시 가파르게 오를 것이라는 시장의 우려는 이번 데이터로 인해 한층 완화되었다.

[그림 4] 관세 노출도와 6월 품목별 물가 변화



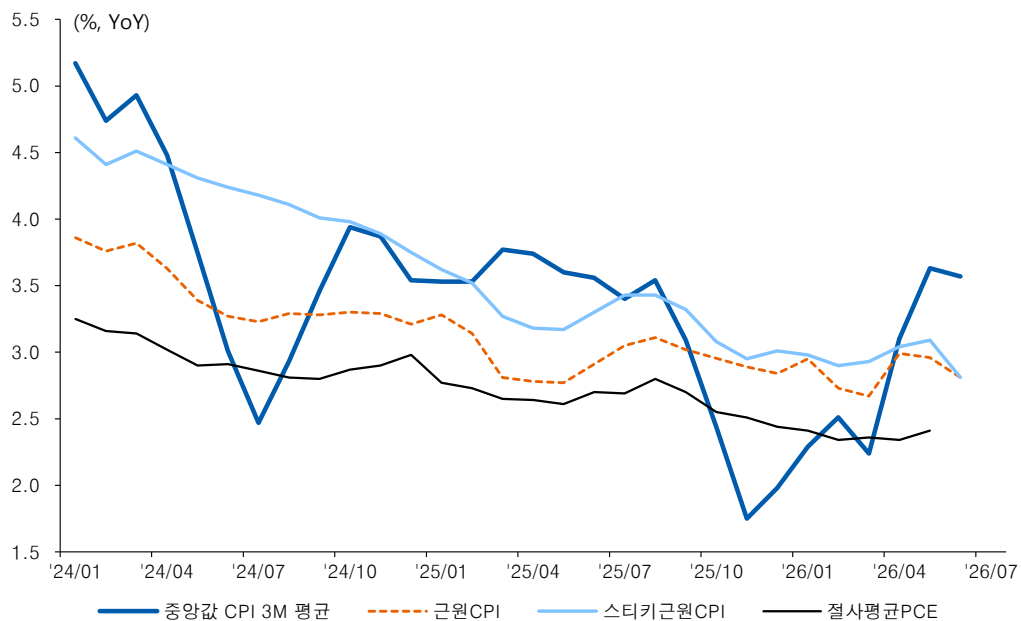
자료: BLS, FRED, 유안타증권 리서치센터

일시적 노이즈를 걷어내면 물가는 확실히 내려오고 있다

이처럼 에너지 가격 변동과 같은 일시적 노이즈를 걷어내고 물가의 실질적인 중심 경향을 보여주는 기초 지표들을 살펴보면, 인플레이션의 둔화 흐름은 한층 더 뚜렷하게 확인된다(그림 5). 물가의 기초적 흐름을 나타내는 절사평균(Trimmed-Mean) 개인소비지출(PCE) 물가상승률은 2.41%를 기록하며 2025년 말 이후 2.3~2.4%의 안정적인 박스권 흐름을 유지하고 있다. 또한 가격 변동성이 낮은 품목으로 구성된 스티키(Sticky) 근원 CPI가 3.1%에서 완만한 하향 곡선을 그리고 있는 가운데, 전년 동기 대비 2.6%를 기록한 근원 CPI 역시 인플레이션 목표치를 향해 본격적으로 내려오기 시작했다.

최근 관찰되었던 헤드라인 물가나 일부 근원 지수의 반등은 에너지 및 관세 노출이 높은 소수 특정 품목에 국한된 현상일 뿐, 미국 경제 전반의 물가 중심은 연준의 정책 목표치 부근에서 크게 벗어나지 않고 있다. 이처럼 물가 안정세가 훼손되지 않았다는 당사의 기존 분석이 이번 6월 지표 결과를 통해 실증적인 방향으로 재확인되었다는 점에서 그 의미가 크다고 판단한다.

[그림 5] 물가의 실질적인 중심 경향을 보여주는 기초 지표들을 살펴보면, 인플레이션 타깃 지점을 향해 수렴하는 흐름



자료: Dallas Fed, Cleveland Fed, BEA, 유안타증권 리서치센터

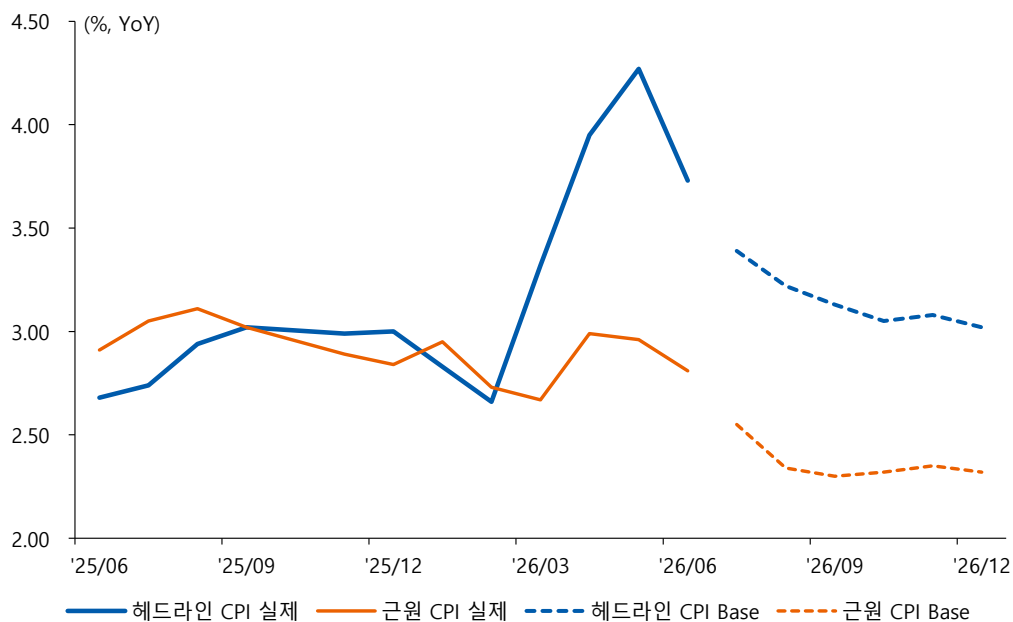
IV. 향후 물가 둔화 흐름은 이미 예약되어 있다, 연말까지 얼마나 내릴까?

하반기 물가 전망의 신뢰도를 높이는 핵심은 복잡한 거시경제 추정 모형이 아니라, 소비자물가지수(CPI)가 지닌 수학적 산식 구조 자체에 있다. 헤드라인 물가의 월간 상승률은 근원, 식품, 에너지 각 항목의 상승률을 각각의 지출 가중치(약 79.6%, 13.6%, 6.9%)에 따라 합산한 결과값과 정확히 일치하며, 전년 동기 대비 상승률은 이렇게 누적 산출된 지수를 전년 동월 지수로 나누어 구하기 때문이다. 즉, 향후 물가 경로의 방향성은 이 세 가지 핵심 항목의 월간 변화율 가정이 좌우하게 되는데, 하반기에는 지난해 높은 물가 상승분이 비교 대상에서 제외되는 '기저효과'만으로도 상승률이 자연스럽게 낮아지는 구간이 구조적으로 내재해 있다.

이러한 지수 산출 메커니즘에 이번 6월 실제 지표 결과를 반영하고, 향후 근원 물가의 월간 상승률을 0.20% 수준으로 가정하며, 국제 유가는 단기 반등 후 통상적인 계절 흐름을 따라 안착하는 경로를 적용해 보았다. 이때 에너지 항목은 소매 가격의 원계열 경로를 가정한 뒤 과거 10여 년간의 월별 계절요인을 차감해 계절조정 기준으로 변환했는데, 여름 성수기의 가격 강세와 가을 이후의 통상적인 하락이 계절 패턴으로 처리되기 때문에 원계열 가격의 등락이 그대로 지수 기여로 이어지지는 않는다. **그 결과 헤드라인 물가 상승률(전년 동기 대비)은 7월 3.4% 부근에서 등락한 뒤 연말에는 3.0% 내외까지 완만하게 둔화되고, 같은 기간 근원 물가는 연말 기준 2.3% 부근까지 내려오며 절사평균 PCE 물가의 안정권 상단에 근접할 것으로 예상된다(그림 6).**

향후 헤드라인 물가 전망치의 상하단 범위를 좌우하는 실질적인 변수는 호르무즈 해협 수송 차질 지속 여부나 중동 협상 타결과 같은 국제 유가 시나리오에 달려 있다. 이는 하반기 전체 물가 경로의 불확실성이 미국 국내의 물가 동력이 아닌 외부의 지정학적 리스크에 집중되어 있음을 의미한다. 다만 다행스러운 점은 핵심 지표인 근원 물가의 경로가 이러한 국제 유가 시나리오 변동에 사실상 크게 영향을 받지 않고 안정적인 둔화 흐름을 이어갈 것이라는 점이다.

[그림 6] 하반기 물가 전망: 완만한 둔화 흐름



자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

주: 기본 시나리오는 WTI 75 달러 안착과 통상적인 계절 패턴을 가정, 원계열 가격을 계절조정 기준으로 변환해 반영.

V. 연준의 반응 함수 읽기: 지표만 보면 금리 인상 명분은 이미 약해지기 시작했다

물가 지표, 연준의 태도, 시장의 기대치 간에 나타나는 뚜렷한 온도 차이

이번 6월 물가 지표 발표를 전후로 관찰되는 가장 큰 특징은 시장을 둘러싼 세 주체의 시선이 뚜렷하게 엇갈리고 있다는 점이다. 실제 발표된 지표(데이터)는 인플레이션의 구조적인 둔화 흐름을 명확히 증명해 보였다. 그러나 연준은 여전히 신중하고 강경한 통화정책 기조를 고수하고 있으며, 금융시장 참여자들 역시 뚜렷한 물가 둔화 지표를 확인한 이후에도 9월 FOMC에서의 금리 인상 확률을 기존 75%에서 63%로 소폭 낮추는 데 그쳤다. 이처럼 데이터와 연준, 그리고 시장 간에 발생하는 간극을 어떻게 해석하느냐가 향후 수개월간 금리 경로를 가능하는 가장 핵심적인 변수가 될 전망이다. 이에 본 장에서는 연준의 대표적인 금리 산출 벤치마크인 테일러 준칙(Taylor Rule) 분석을 비롯해, 지표 발표 직후 진행된 케빈 워시 의장의 반기 의회 증언 내용, 그리고 연준 내부의 통화정책 프레임워크 재검토 방향이라는 세 가지 측면에서 향후 정책 경로를 점검해 보고자 한다.

물가 안정 덕분에 현재의 금리 수준만으로도 충분한 제약적(긴축적) 효과 발생

먼저 통화정책의 대표적인 평가 기준인 테일러 준칙을 통해 살펴보면 연준의 정책 수준과 이론적 적정 금리 간의 거리가 한 달 만에 눈에 띄게 좁혀졌음을 알 수 있다. 테일러 준칙은 물가와 경기 상황에 맞춰 적정 정책금리를 산출하는 공식으로, 연준도 반기 통화정책 보고서에 정기적으로 수록할 만큼 대표적인 정책 평가 도구로 활용되고 있다. Taylor(1993)의 원형을 실업률 갭 형태로 표현하면 '적정금리 = 중립금리(r^*) + 물가상승률(π) + $0.5 \times (\pi - \text{목표 } 2\%) + 1.0 \times (\text{자연실업률 } u^* - \text{실업률 } u)$ '이며, 당사는 여기에 고용 갭에 두 배의 가중치(2.0)를 부여하는 균형접근 준칙과 직전 금리에 85%의 관성을 두는 관성 준칙($0.85 \times \text{직전 금리} + 0.15 \times \text{균형접근 처방}$)을 함께 산출한다. 이번 계산에는 실업률 4.2%와 자연실업률 4.16%(CBO 추정)를 대입했으며, 예컨대 근원 CPI(2.6%)와 HLW 중립금리(1.0%)를 적용하면 적정금리는 $1.0 + 2.6 + 0.5 \times 0.6 + 1.0 \times (-0.04) = 3.86\%$ 로 산출된다. 다만 이 공식은 사전적으로 관측이 불가능한 중립금리(r^*) 수준을 얼마로 잡는지, 그리고 어떤 물가 지표를 대입하는지에 따라 결과값이 크게 달라지는 민감성을 지닌다. 당사가 단일 결과값 대신 **4종의 중립금리 추정치와 4종의 물가 지표를 조합한 총 16개의 매트릭스(Matrix) 분포로 정책 경로를 분석하는 이유도 바로 여기에 있으며, 특정 조합의 단일 숫자보다는 전체적인 시뮬레이션 분포의 흐름을 신뢰하는 것이 합리적이다.**

이번 6월 실제 지표를 반영한 결과(표 1), 16개 조합 전부에서 준칙이 지시하는 적정 금리가 현재의 정책범위(3.50~3.75%)를 웃돌았지만, 주목해야 할 것은 격차의 분포다. 절사평균 물가 기준의 격차는 0.1~0.2%p에 불과했고, 한 달 전과 비교하면 근원 CPI 기준 처방은 0.5%p, 헤드라인 기준은 1.1%p 낮아지며 정책과 준칙의 거리가 빠르게 좁혀졌다. 특히 과거 금리의 정책 관성까지 감안한 준칙을 적용하면 절사평균·근원 CPI 기준(HLW·SEP 조합) 처방이 3.7% 안팎으로 현재 정책범위 안에 들어온다. 자연실업률을 CBO의 장기 추정치(4.2% 부근)로 두면 전체 처방이 일괄 0.2%p가량 낮아져 절사평균 조합은 현 정책범위 안으로 진입하는 만큼, 현재 정책은 어떤 기준으로 보더라도 준칙이 지시하는 수준의 경계선 부근에 위치해 있는 것으로 판단된다.

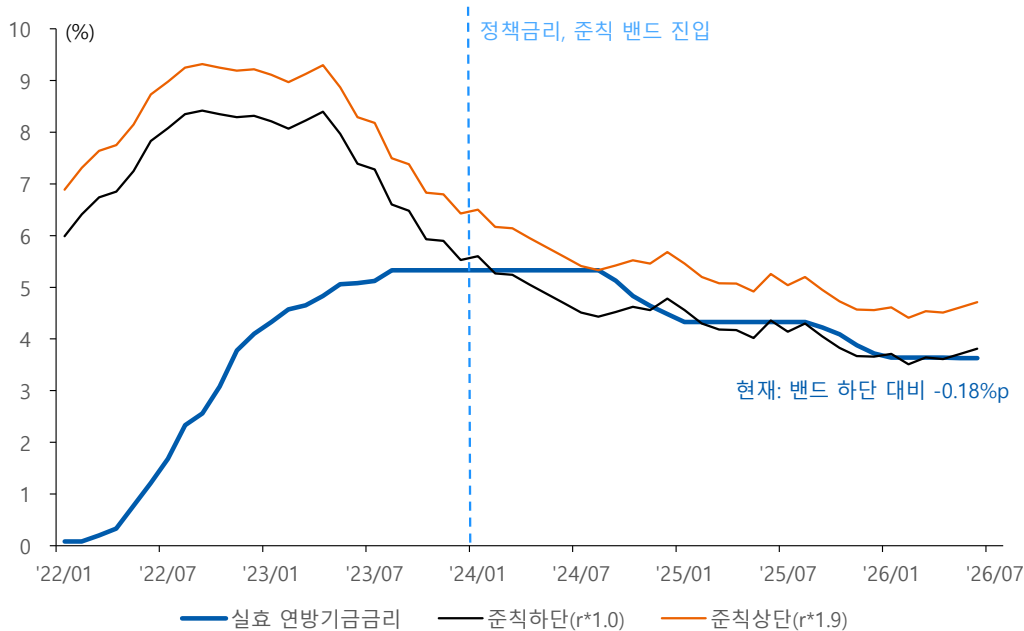
[표 1] 테일러 준칙 적정금리 매트릭스 (6월 실측 기준, %)

	HLW (1.0)	SEP 내재 (1.1)	Zaman (1.7)	Lubik-Matthes (1.9)
헤드라인 CPI (3.5)	5.45	5.55	6.15	6.35
근원 CPI (2.6)	4.10	4.20	4.80	5.00
근원 PCE (3.4)	5.30	5.40	6.00	6.20
절사평균 PCE (2.41)	3.82	3.92	4.52	4.72

자료: Federal Reserve, 유안타증권 리서치센터

주: 주: Taylor(1993) 사양, 실업률 4.2% · 자연실업률 4.4%(CBO 현재 분기). 음영은 현 정책범위와의 격차 0.2%p 이내. 자연실업률을 장기 추정치(4.2%)로 두면 전체 처방 약 0.2%p 하향

[그림 7] 테일러준칙 처방 격차와 실효 정책금리



자료: 유안타증권 리서치센터

주: 밴드는 중립금리 1.0%(HLW)~1.9%(Lubik-Matthes) 적용, 자연실업률은 CBO 분기 추정 사용

이러한 수렴은 이번 지표에서 갑자기 나타난 현상이 아니라 지난 2년간 진행되어 온 과정이다. 절사평균 물가를 기준으로 한 준칙 처방의 범위(중립금리 1.0~1.9% 적용)를 시계열로 추적해 보면(그림 7), 2022년에는 준칙이 지시하는 금리가 6~8%대에 달해 당시 0~2%대의 정책금리가 물가 상황에 크게 뒤쳐져 있었음이 확인된다. 이후 연준의 금리 인상과 물가 둔화가 맞물리며 정책금리는 2024년 초 준칙 밴드 안으로 진입했고, 현재는 밴드 하단 부근까지 내려와 있다. 여기서 주의해야 할 핵심은, 연준이 정책 기조를 직접 바꾸지 않았음에도 물가 상승률이 낮아지면서 현재 금리 수준이 가지는 실질적인 성격이 '강한 긴축'에서 '중립 내지 경계선 수준'으로 자연스럽게 재정되고 있다는 점이다. 이는 당사가 자체 모형으로 추정한 균형 정책금리(약 4.1%) 기준의 판단과도 부합한다. 특히 일시적 노이즈를 제거한 절사평균 물가를 기준으로 보면 정책과 준칙의 격차가 사실상 경계선 수준까지 좁혀져 있어, 헤드라인 물가보다 기초적 인플레이션 지표를 중시하는 위원일수록 향후 추가 금리 인상을 주장할 명분이 약해지고 있음을 시사한다.

6월 CPI 지표 발표 당일 진행된 워시 의장의 하원 반기 증언은 앞선 테일러 준치의 정량 분석을 보완하는 반응함수의 실시간 관측 지점이다. 증언의 핵심은 아래 6개 항목으로 요약된다.

[표 2] 케빈 워시 연준 의장 반기 증언 주요 발언 및 정책 함의

구분	항목	발언 요지	해석 및 정책 함의
물가	인플레이션 원칙	FOMC 는 지속적으로 높은 인플레이션에 대한 용인이 없으며, 정책을 올바르게 운용하면 지난 5년간의 인플레이션 급등은 과거의 일이 될 것이라고 강조	워시 체제의 최우선 목표는 물가안정 신뢰 회복 . 단월 CPI 둔화만으로 완화 신호를 주기보다, 기초 물가가 2% 목표로 복귀하고 있다는 확신을 요구할 가능성
	통화정책 책임론	월간 물가 변동은 불가피하지만, 장기 시계의 기초 인플레이션은 대체로 통화정책에 의해 결정된다고 언급	공급망·에너지 등 외부 충격을 인정하더라도, 최종 책임은 중앙은행의 정책 대응에 있다는 인식. 인플레이션을 외생 변수보다 통화정책 신뢰의 문제 로 재정의
	2020년 프레임워크 비판	2020년 유연한 평균물가목표제 는 더 높은 인플레이션을 의도하다 훨씬 더 높은 인플레이션을 초래한 실수 였고, 성공하지 못했다고 평가	물가 오버슈팅을 사후적으로 용인하는 평균물가목표제와 단절. 향후 프레임워크는 2% 목표의 대칭성 보다 초과 인플레 재발 방지 에 무게를 둘 가능성
	2% 목표	연준은 2% 물가목표에 전념하고 있으며, 국민이 일상적으로 물가를 인식하지 않는 상태가 목표라는 취지로 설명	2% 목표 이탈이나 상향 조정 가능성을 차단
	물가지표·데이터 보완	기존 CPI/PCE 와 핵심-절사평균 지표만으로는 실시간 물가 압력을 충분히 포착하기 어렵다는 문제의식. 신규 데이터 소스와 방법론을 검토할 예정	월간 지표 하나보다 실시간 가격 데이터, 유통-기업 데이터, 보조 물가지표 를 결합하려는 방향. 향후 연준의 물가 판단이 headline/core 중심에서 다층적 지표 체계로 확장될 가능성
	6월 CPI 평가	6월 CPI 둔화에도 "mission accomplished"로 보지 않으며 , 한 달 치 데이터만으로 판단하지 않겠다는 입장	향후 core, 서비스, 주거비, 기대인플레, 물가 상승의 광범위성 여부가 더 중요. 즉, 한 차례의 양호한 CPI 결과만으로 즉각 비둘기파적으로 선회할 가능성은 낮음
경제·AI·생산성	성장 진단	경제활동은 견조한 속도로 확장 중이며, 소비는 완만하고 제조업 생산은 올해 들어 꾸준히 개선. 주택 부문은 계속 부진하다고 평가	경기침체보다 회복탄력성에 무게. 주택 부진은 금리 부담을 반영하지만, 전체 경기 둔화형 인하 명분은 아직 제한적
	기업투자·AI	현재 경제의 가장 두드러진 특징은 기업투자이며, 데이터센터 건설과 AI 관련 장비·소프트웨어 수요가 증가세를 주도한다고 설명	AI 투자를 단기 테마가 아니라 중장기 투자 사이클로 인식. 성장 잠재력에는 긍정적이나, 전력·장비·반도체 가격 등 비용 측 물가압력도 점검할 필요
	AI 효과 유보	AI 투자 확대가 경제에 얼마나 큰 혜택을 줄지는 아직 불확실하지만, 현재의 'AI 투자'는 머지않아 일반적인 '투자'로 볼릴 것 이라고 언급	AI를 별도 이벤트가 아니라 경제의 일반 투자 함수로 편입하려는 시각. 생산성 개선과 물가압력 완화 효과는 입증 전이므로, 정책 판단에는 유보적 접근
	생산성·노동시장	생산성 증가세는 AI 도입 전부터 강했고, 노동시장은 안정적 . 일자리 증가는 노동력 증가에 부합하고, 실업률은 낮고 큰 변화가 없으며, 해고는 적고 명목임금 증가세는 견조하다고 평가	노동시장은 냉각보다 균형·안정에 가깝다 는 진단. 고용 둔화를 이유로 한 선제적 인하보다는, 물가안정과 고용안정이 병존 가능하다는 논리 강화
금융안정·독립성	구제금융 불가	금융위기 경험을 바탕으로, 암호화폐를 포함해 특정 시장이나 투자자를 구제하는 기관이 되지 않겠다는 원칙을 제시	금융안정은 사후 구제보다 사전 리스크 억제와 시장규율 회복에 초점
	대차대조표 변경 절차	대차대조표 정책 변경이 있다면 사전에 예고하고, 설명하고, 토론하며, 의회와 시장에 충분한 선행 안내를 제공하겠다고 언급	대차대조표 개혁 의지는 유지되되, 급격한 QT 나 시장 충격을 유발하는 방식은 피하겠다는 메시지. 장기금리에는 구조적 상방 요인이나, 실행은 점진적일 가능성
	위기 도구	평시에는 금리정책이 중심이고 통화·재정의 분리를 지향하되, 위기 시에는 대차대조표와 유동성 수단을 활용 할 수 있다는 입장	정상 국면과 위기 국면의 정책 도구를 구분. 평시에는 대차대조표 의존도를 낮추되, 시스템 리스크 발생 시 유동성 공급 기능은 유지

자료: Federal Reserve, 유안타증권 리서치센터

요약하면 케빈 워시 연준 의장은 근원 물가 보합이라는 우호적 지표를 마주하고도 "임무 완료가 아니다"라며 완화 기대를 차단했다. 다만 이러한 매파적 수사는 추가 인상의 예고라기보다 기대인플레이션 관리와 물가안정 신뢰 회복을 위한 커뮤니케이션 전략으로 해석하는 것이 타당하다. 실제 증언 전반에서 인상 방향의 언급은 부재했으며, 향후 금리 경로에 대한 포워드 가이드언스를 축소하려는 새 지도부의 기조와 일치한다.

이러한 반응함수의 중기 방향성을 가늠할 단서는 연말까지 가동되는 통화정책 재검토 작업, 특히 인플레이션 프레임워크 TF의 인선에서 찾을 수 있다.

[표 3] 인플레이션 프레임워크 TF 공동대표 3인 비교

구분	Greg Mankiw	Thomas Sargent	William White
직함	하버드대 경제학 교수, 전 백악관 CEA 의장	NYU 경제학 교수, 노벨경제학상 수상(2011)	C.D. Howe 연구소 시니어펠로우, 전 BIS 통화경제국 총괄 (1995~2008)
학문적 위치	뉴케인지언 주류의 대표. 가격경직성-기대-통화정책의 교과서적 프레임 정립	합리적 기대 혁명의 개척자. 재정-통화 상호작용 연구의 원류이자 FTPL의 효시	BIS 학파의 간판. 저금리발 신용팽창 및 금융불균형을 장기간 경고, 2008 위기 예견으로 평가
인플레이션 진단 관점	기대 앵커링, 가격경직성, 제한적 필립스커브, 통화 총량	정부 예산제약, 재정적자, 화폐화 압력	신용 사이클, 금융우위-재정우위, 구조적 공급제약
핵심 문헌	「Six Beliefs I Have About Inflation」 (JME, 2024)	「Some Unpleasant Monetarist Arithmetic」 (1981) 「Fiscal Consequences of the US War on COVID」 (IER, 2025)	「Central banks face higher inflation」 (OMFIF, 2026.3)
	"The Phillips curve is inexorable but not a very useful practical tool." 통화 총량이 더 주목받을 필요가 있으며, 공급-수요 충격의 실시간 구분은 거의 불가능하다고 서술	2000년 이후 세입-지출 패턴의 이탈이 영구화되면 미국 인플레이션과 명목금리의 "permanent hikes"가 불가피하다고 분석	"We've had 20 to 30 years of excessively easy monetary policy and fiscal policy." 상당한 재정건전화 없이는 결과적으로 훨씬 높은 인플레이션이 올 가능성이 크다고 결론
핵심 해석	필립스커브를 폐기하지는 않되 실시간 정책 판단 도구로는 한계를 인정. 통화량과 기대인플레이션을 함께 점검	인플레이션을 통화정책 단독의 문제가 아닌 재정-통화 레짐의 산물로 해석. 인플레이션을 통한 부채 축소를 '전략'이 아닌 경계해야 할 '유혹'으로 규정	최근 물가압력을 단기 공급충격보다 장기 완화정책, 부채 축적, 구조적 공급제약('결핍의 시대')의 결과로 해석
추정 성향	<u>실용적 중도.</u> 단기 CPI보다 기대와 기초 물가의 안정 여부를 중시하는 실용적 주류파. 데이터 의존적이나 기대인플레이션과 통화량을 경시하지 않음	<u>재정 경유 매파.</u> 금리 수준 자체보다 재정규율과 비화폐화 커밋먼트를 중시	<u>구조적 매파.</u> 다만 고부채 환경에서 급격한 긴축이 금융불안을 유발할 수 있다는 딜레마도 인식
금리 인하 추정 스탠스	기대인플레이션 안정과 기초 물가 둔화가 확인되면 유연할 소지	재정 편의를 위한 인하에 부정적. 재정조정 없는 완하는 기대 앵커 훼손 위험	인하가 신용팽창과 금융불균형을 재점화할 위험을 경계

자료: Federal Reserve, 유안타증권 리서치센터

인플레이션 프레임워크 TF 공동대표 3인의 공통분모는 노동시장 수급 여건 중심의 필립스커브 프레임에 대한 회의, 그리고 단월 지표가 아닌 기초·구조 변수(기대·통화량·재정·신용)를 중시한다는 점이다. 이는 이번과 같은 근원 물가 하회와 곧바로 완화의 명분으로 채택되지는 않되, 역으로 유가발 헤드라인 반등이 인상의 명분이 되지도 않음을 시사한다. 결국 연준의 반응함수는 '지표 호조 → 즉각 인하'가 아니라 '수개월의 연속 확인 → 중립 부근에서의 미세조정'으로 수렴할 공산이 크며, 이는 앞선 테일러 준칙 매트릭스의 함의 및 당사의 4분기 지연 피벗 전망과 정합적이다. 시장에 잔존한 9월 인상 확률(63%) 역시 증언과 인선 어디에서도 근거를 찾기 어렵다는 점에서 소멸 수순을 밟을 것으로 판단한다.

VI. 6월 물가의 시사점: 9월 금리 인상 우려는 기우, 4분기 금리 인하 가능성은 유효

이번 6월 소비자물가지수(CPI) 결과가 남긴 거시경제적 의미를 종합해 보면, 시장을 놀라게 한 헤드라인 물가의 큰 폭 하락은 유가 변동이 지수에 반영된 기계적 결과였을 뿐 실질적으로 가장 중요한 메시지는 핵심 물가의 둔화 기초에 있었다. 근원 물가의 포함세와 가장 큰 비중을 차지하는 주거비의 추세적 둔화, 관세 인상에 따른 물가 폭탄 우려 완화, 그리고 기초 지표들의 일관된 안정 흐름을 종합할 때, 미국 경제의 인플레이션 중심은 기존의 높은 박스권 상단을 벗어나 연준의 목표치인 하단으로 명확하게 이동하기 시작한 것으로 판단된다. 이는 그간 물가 지수 상방 압력의 대부분이 일부 에너지 및 관세 민감 품목 등 소수에 국한된 현상이었을 뿐, 경제 전반의 기초적 물가는 안정화 단계에 진입했다는 당사의 기존 분석이 실제 지표를 통해 처음으로 실증적 확인을 받았다는 점에서 큰 의미를 가진다.

다만 이번 지표는 물가 둔화 추세의 본격적인 시작을 알리는 신호일 뿐, 연준이 확신을 가지기까지는 조금 더 시간이 필요하다. **당장 7~8월에는 국제 유가 반등으로 인해 헤드라인 물가의 하락 속도에 영향을 줄 수 있다**. 또한 이번 6월 근원 물가 포함 속에도 일부 변동성 품목들의 일시적 하락 기여가 섞여 있었다는 점도 참고할 필요가 있다. 연준 역시 통화정책을 전환하기 위해서는 수개월에 걸친 연속적인 지표 확인을 요구하고 있다. 따라서 정책 전환 시점에 대해서는 오는 4분기 말 지연된 형태의 피벗이 시작될 것이라는 당사의 기존 전망을 유지하되, 향후 단행될 금리 인하의 성격은 이번 지표를 통해 한층 더 분명해졌다.

앞서 테일러 준칙 분석에서 살펴봤듯 물가 하락만으로도 이론적 적정 금리와 실제 정책금리 간의 간극이 빠르게 좁혀지고 있는 현 국면에서, 향후 연준이 단행할 피벗은 과거와 같은 강한 긴축의 전면 해제가 아니라 중립 금리 부근에서의 완만한 미세조정(Fine-tuning)으로 규정하는 것이 타당하다. 특히 이전 보고서에서 짚었듯이 정책, 국채 수급, AI 자본지출에 따른 내생적 자본 수요 등 실질금리를 높게 지지하는 상방 요인들이 견고하게 중첩된 매크로 환경을 감안할 때, 이러한 미세조정 형태의 금리 인하조차 매우 더디고 완만하게 진행될 가능성이 높다.

결론적으로 향후 금리 경로와 관련하여 투자자들이 집중적으로 점검해야 할 관측 지점은 크게 상반된 두 가지 시나리오로 나뉜다. 만약 앞으로 발표될 지표에서 물가의 핵심 경향을 보여주는 절사평균 PCE 물가상승률이 2.5%를 상향 돌파하거나, 근원 CPI의 월간 상승률이 다시 0.3%대로 반등할 경우 최근 형성된 기초적 둔화 판단은 전면 재검토되어야 할 것이다. 반대로 오는 7월 지표에서도 주거비 둔화 흐름과 근원 물가의 안정세가 연속으로 재확인된다면, 연준이 금리 인하 조건을 충족하기 위해 설정한 확인 문턱이 채워지는 속도는 한층 빨라질 전망이다. 이 경우 현재 금융시장에 잔존해 있는 9월 FOMC에서의 금리 인상 확률(63%)이 빠르게 소멸하는 과정에서, 채권 시장의 단기 금리가 하향 안정화, 주식 시장의 위험선호 확대 등 뚜렷한 강세 재료로 작동할 것으로 예상된다.

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.