글로벌 전략

# 물가가 바꿔놓은 양극화와 통화정책

글로벌 전략 김효진 Ph.D.
T.02)2004-9419 / Kim.hyo-jin@shinyoung.com

**분석의 기본 가정**

- 인플레이션이 깨어난 지금, 양극화는 인하가 아닌 기조적 인상의 명분. 이르고 완만한 인상이 저소득층 비용·시장 충격 모두 최소화
- 월가는 여전히 인하 전망으로 인상 미반영 중. 국내 증시 추가 하락 가능성은 제한적으로 판단하나, 미국의 금리 인상 경계감으로 빠른 반등도 제약

## 양극화와 통화정책 : 물가가 깨어난 시대, 양극화는 '인상'의 명분이 된다

시장은 금리 인상 가능성을 얼마나 반영하고 있을까. CME 선물시장은 봄부터 인상 경계를 반영해 왔지만, 월가 주요 IB의 하우스 뷰는 여전히 인하 전망에 머물러 간극이 크다. 월가의 전망대로 미국 기준금리는 정말 인하될까. 이 글의 요지는 유가 급등 같은 돌발 변수가 아니라, 아직 가격에 반영되지 않은 '인상의 논거'가 트럼프 풋보다 견고할 수 있다는 데 있다.

논거가 견고한 이유는 지금이 인플레이션 상승 국면이기 때문이다. 물가가 잠들어 있던 시기에는 저금리로 양극화·저소득층을 배려할 수 있었지만, 물가가 깨어나면서 계산의 부호가 뒤집혔다. 핵심은 상승률이 아니라 수준, 즉 레벨이다. 전년비 상승률은 둔화됐어도 물가 레벨은 팬데믹 이전과 판이하게 높아진 채 고착됐다.

통념과 학계의 답은 정반대다. 양극화가 심한데 금리를 올려도 되나라는 반론과 달리, 통화정책 연구의 무게중심은 '물가가 깨어난 국면에서는 오히려 양극화이기 때문에 금리를 올려 물가를 잡는 편이 저소득층의 비용을 줄인다'는 쪽에 가깝다. 완화가 자산가격 경로로 부의 격차를 키웠고, 인플레이션의 부담은 저소득층에 더 무겁게 실리기 때문이다. 워시 의장은 10여년 전 연준의 완화정책을 역로빈후드라 직설적으로 비판했다.

함의는 기조적 인상과 그에 따른 시장의 재조정이다. 양극화가 인상을 막기보다 명분을 강화한다면, 인상 사이클은 시장 기대보다 길고 완만하게 이어질 공산이 크다. 한국은 이 논리가 특히 선명하다. 관건은 방향이 아니라 속도로, '이르고 완만한 인상'이 양극화로 인한 사회적 비용을 줄인다. 필자는 KOSPI의 추가 하락 여지는 크지 않으나 AI 투자 우려, 단일종목 레버리지 ETF 매물 등이 빠른 반등을 제한할 것으로 보고 있다. 미국의 금리 인상 경계감 역시 국내 증시의 빠른 반등을 제한하는 요인으로 작용할 것이다.

## 시장은 정말 금리 인상을 반영하고 있는가

시장이 정말 금리 인상을 반영하고 있는가. CME FedWatch에 금리 인상 전망이 처음 등장한 것은 올해 초였다. 그 이후에도 물가 지표가 예상치를 상회하거나 매파적인 연준 위원의 발언이 나올 때마다 인상 가능성은 시장을 작게나마 흔들었다. 그러나 정작 월가의 주요 IB의 하우스 뷰는 여전히 인상보다 인하를 전망 중이다. 선물시장은 금리 인상에 대한 경계감을 봄부터 반영한데 비해, 월가의 공식 의견은 여전히 트럼프 의중대로 연준이 금리를 인하할 것을 예상하며 간극을 보이고 있다.

이 글이 말하려는 것은 전쟁으로 유가가 배럴당 100달러 가까이 올라 인상이 결정될 것이라는 종류의 이야기가 아니다. 그보다 더 기저에 있는 이야기, 즉 아직 가격에 반영되지 않은 인상의 논거가 의외로 견고하다는 점, 이것이 트럼프 풋보다 강할 수 있다는 점을 짚으려는 것이다.

필자는 KOSPI의 추가 하락 가능성은 제한적이나 AI 투자 우려, 단일종목 레버리지 ETF 관련 매물 출회 감안시 빠른 반등은 어려울 것으로 보고 있다. 미 연준의 금리 인상 가능성 확대 역시 시장의 빠른 반등을 억제하는 요인이 될 것이다.

**도표 1. FED Watch (CME) : 7월 인상 33.7%, 9월 인상 56.2% 반영 중**

| | CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| MEETING DATE | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 |
| 2026-07-29 | 0.0% | 0.0% | 66.3% | 33.7% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | |
| 2026-09-16 | 0.0% | 0.0% | 20.6% | 56.2% | 23.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2026-10-28 | 0.0% | 0.0% | 14.2% | 45.2% | 33.5% | 7.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2026-12-09 | 0.0% | 0.0% | 8.8% | 33.5% | 37.9% | 17.1% | 2.7% | 0.0% | 0.0% |
| 2027-01-27 | 0.0% | 0.0% | 7.2% | 29.0% | 37.1% | 20.9% | 5.4% | 0.5% | 0.0% |
| 2027-03-17 | 0.0% | 0.0% | 5.5% | 23.7% | 35.1% | 24.8% | 9.1% | 1.7% | 0.1% |
| 2027-04-28 | 0.0% | 0.0% | 5.0% | 22.1% | 34.1% | 25.7% | 10.5% | 2.3% | 0.3% |
| 2027-06-09 | 0.0% | 0.1% | 5.2% | 22.3% | 34.0% | 25.5% | 10.4% | 2.3% | 0.3% |
| 2027-07-28 | 0.0% | 0.4% | 6.2% | 22.9% | 33.5% | 24.7% | 9.9% | 2.2% | 0.2% |
| 2027-09-15 | 0.1% | 1.2% | 8.5% | 24.4% | 32.3% | 22.6% | 8.8% | 1.9% | 0.2% |
| 2027-10-27 | 0.1% | 1.8% | 9.8% | 25.0% | 31.5% | 21.5% | 8.3% | 1.8% | 0.2% |
| 2027-12-08 | 0.4% | 3.3% | 12.7% | 26.3% | 29.6% | 19.0% | 7.1% | 1.5% | 0.2% |

자료: CME, 신영증권 리서치센터

**도표 2. Bloomberg 미국 기준금리 컨센서스**

| 항목 | Q3'26 | Q4'26 | Q1'27 | Q2'27 | Q3'27 | Q4'27 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 블룸버그 가중평균 | 3.77 | 3.77 | 3.72 | 3.62 | 3.56 | 3.50 |
| 예상 중간값 (median) | 3.75 | 3.75 | 3.75 | 3.75 | 3.50 | 3.50 |
| 예상 평균 (mean) | 3.77 | 3.77 | 3.72 | 3.62 | 3.56 | 3.50 |
| 예상 최고값 (high) | 4.00 | 4.25 | 4.50 | 4.50 | 4.50 | 4.50 |
| 예상 최저값 (low) | 3.75 | 3.25 | 3.00 | 2.50 | 2.25 | 2.25 |
| 7월 조사 중간값 | 3.75 | 3.75 | 3.75 | 3.75 | 3.50 | 3.50 |
| 6월 조사 중간값 (06/26) | 3.75 | 3.75 | 3.75 | 3.75 | 3.50 | 3.50 |

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

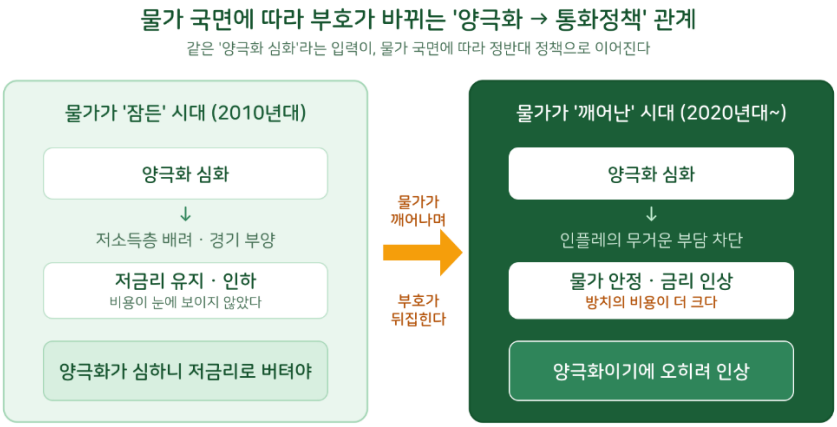
## 논거가 견고한 이유는 지금이 인플레이션 상승 국면이기 때문이다

금리 인상의 논거가 견고해진 이유는 지금이 인플레이션 상승 국면이라는 데 있다. 팬데믹 이전, 그리고 팬데믹 직후만 해도 미국을 비롯한 주요국은 양극화와 저소득층에 대한 고려를 이유로 금리 인상을 망설이거나 오히려 인하한 바 있다. 물가가 잠들어 있었기에 그런 선택이 가능했다.

그러나 물가가 깨어나면서 이 패러다임이 바뀌었다. 양극화와 통화정책의 관계는 물가가 잠든 시대와 깨어난 시대가 전혀 다르다. 물가가 없던 국면에서는 저금리의 비용이 눈에 보이지 않았고 논쟁은 "저금리가 자산 불평등을 키운다"에 머물렀지만, 물가가 깨어난 지금은 방치된 인플레이션의 부담이 전면에 등장하면서 계산의 부호가 뒤집힌다.

아래 도식은 같은 '양극화 심화'라는 입력이 물가 국면에 따라 정반대의 정책으로 이어짐을 보여준다.

**도표 3. 물가에 따른 양극화와 통화정책의 관계 변화**



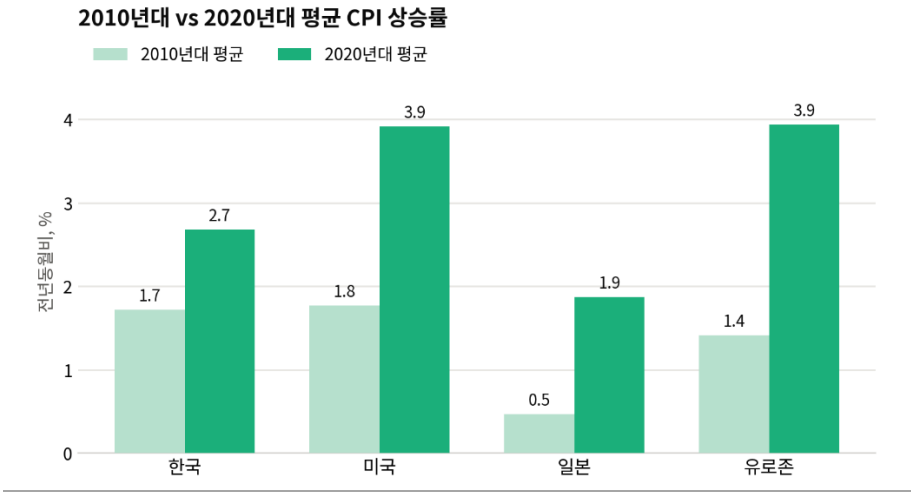

자료: 신영증권 리서치센터

### 물가는 상승률이 아니라 수준에서 달라졌다

물가는 상승률이 아니라 수준에서 달라졌다. 전년동월비로 표시되는 물가 상승률이 팬데믹 정점 대비 낮아진 것은 사실이지만, 이는 변화율이라는 계산값이 낮아졌다는 의미일 뿐이다.

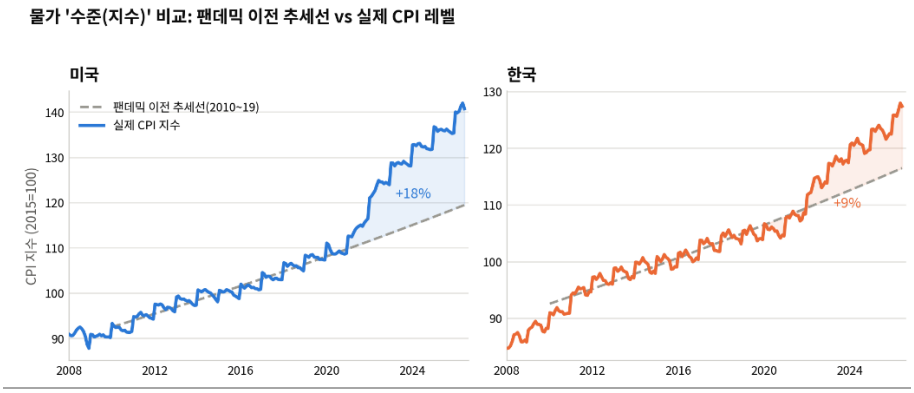
상승률은 둔화됐어도 물가 수준, 즉 레벨 자체는 팬데믹 이전과 판이하게 높아진 채 고착되고 있는 것에 가깝다. 낮아진 상승률이 이미 크게 높아진 레벨 위에서 찍히고 있다는 점이 본질이다. 상승률만 놓고 보아도 2010년대와 2020년대는 다른 국면임이 드러난다.

도표 4. 2010년대 vs 2020년대 평균 CPI 상승률




자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 5. 물가 '수준(지수)' 비교: 팬데믹 이전 추세선 vs 실제 CPI 레벨




자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

## 통념과 학계의 답은 정반대다

통념과 학계의 답은 정반대다. 금리 인상 얘기가 나오면 가장 먼저 따라붙는 반론은 "양극화가 이렇게 심한데 금리를 올려도 되나"이다. 그러나 통화정책 연구의 무게중심은 반대에 가깝다. 양극화라서 저금리를 유지해야 하는 것이 아니라, 물가가 깨어난 국면에서는 양극화이기 때문에 오히려 금리를 올려 물가를 잡는 편이 저소득층이 지는 비용을 줄인다는 것이다. 이어지는 본문은 이 명제의 근거(Ⅱ~Ⅲ장)와 반대편 논리, 그리고 시점의 문제(Ⅳ장)를 차례로 검토한다.

함의는 기조적 인상,
그리고 시장의 재조정이다

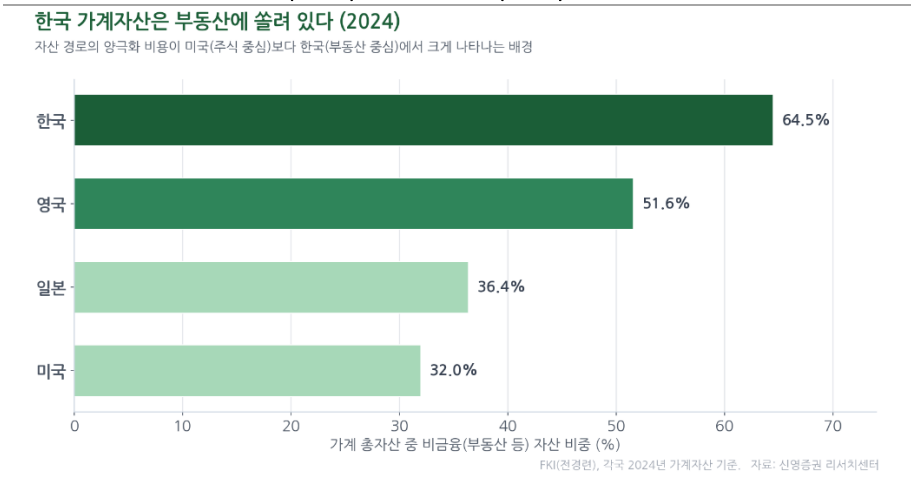
초점은 기조적 인상 여부와 그에 따른 시장의 재조정으로 모인다. 양극화라는 사회적 제약이 인상을 막기보다 오히려 인상의 명분을 강화한다면, 실제 인상 사이클은 시장 기대보다 길고 완만하게 또한 기조적으로 이어질 공산이 크다. 부동산 편중도가 높은 한국은 이 논리가 특히 선명하게 적용되는 시장이다. 그런데 앞서 보았듯 월가의 컨센서스는 아직 인상이 아니다. 기조적 인상과 이를 덜 반영한 시장의 조합은, 인상이 현실화될 때 가격에 반영될 여지로 남는다.

**도표 6. 한·미 비교: 양극화 구조와 통화정책 유인**

| 구분 | 미국 | 한국 |
|---|---|---|
| 소득 불평등 | 재확대 흐름 | 재반등(복합 양극화) |
| 자산 불평등 | 상위 1% 순자산 31.7%(사상 최고) | 순자산 지니 0.625로 상승 |
| 물가 수준의 상방 이동 | 큼(2020년대 평균 4%대) | 큼(2%대 후반~3%) |
| 가계자산 중 부동산(비금융) 비중 | 약 32% | 약 64.5% |
| 자산 경로의 양극화 민감도 | 주식 중심 | 부동산 중심(상대적으로 큼) |

자료: 한국은행, Federal Reserve(DFA), FKI(전경련), 신영증권 리서치센터

**도표 7. 가계 총자산 중 부동산(비금융) 비중 국제비교 (2024)**




자료: 전경련, 신영증권 리서치센터

# Ⅰ. 양극화는 정말 심해졌는가

## 벌어진 것은 소득이 아니라 자산이다

벌어진 것은 소득보다 자산 쪽이다. 한국과 미국 모두, 팬데믹 이후 소득 격차보다 자산 격차가 뚜렷하게 확대됐다. 이 사실이 뒤에 이어지는 논리의 출발점이다.

**[정의] 지니계수(Gini coefficient)란**

지니계수는 소득이나 자산이 얼마나 고르게 분배되어 있는지를 0과 1 사이 값으로 나타낸 지표다.

0에 가까울수록 평등(모두가 비슷하게 보유), 1에 가까울수록 불평등(소수에게 집중)을 뜻한다. 통상 소득 지니는 0.4를 넘으면 불평등이 상당하다고 보며, 자산(순자산) 지니는 소득보다 높게 나오는 것이 일반적이다. 한국의 순자산 지니 계수는 0.6 안팎이며 이는 매우 높은 수준으로, 자산이 상위 소수에게 크게 쏠려 있음을 의미한다(대략 상위 10% 안팎이 전체 순자산의 절반 가까이를 보유하는 정도).

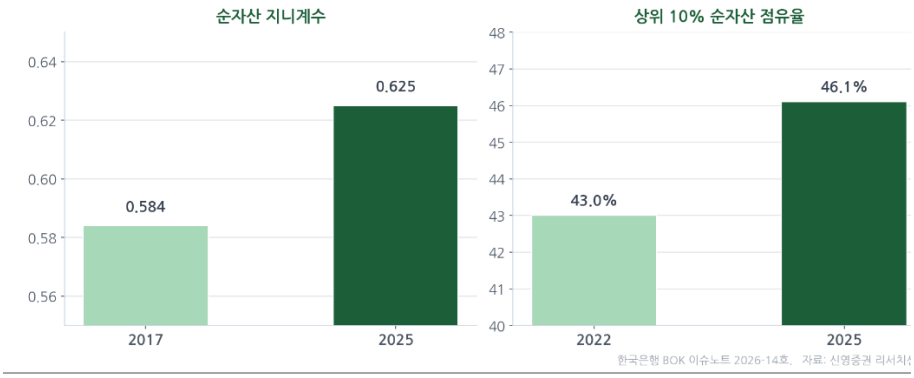
## 한국은 자산과 소득이 함께 벌어지는 복합 양극화다

한국은 자산과 소득이 동시에 벌어지는 복합 양극화 국면에 들어섰다. 한국은행은 현 상황을 이렇게 규정했다.

*「우리 경제 가계 양극화의 실태와 파급영향」 참고

- 순자산 지니계수: 0.584(2017) → 0.625(2025)
- 상위 10% 순자산 점유율: 43.0%(2022) → 46.1%(2025)
- 처분가능소득 지니계수: 0.323(2023) → 0.325(2024)로 재반등
- 부동산 가격 상승이 자산 격차의 핵심 동인이며, 주택 보유가 고령층에 집중되면서 고소득 청년층조차 자산 상위층 진입이 어려워지는 구조가 고착

**도표 8. 한국 순자산 지니계수 & 상위 10% 순자산 점유율**



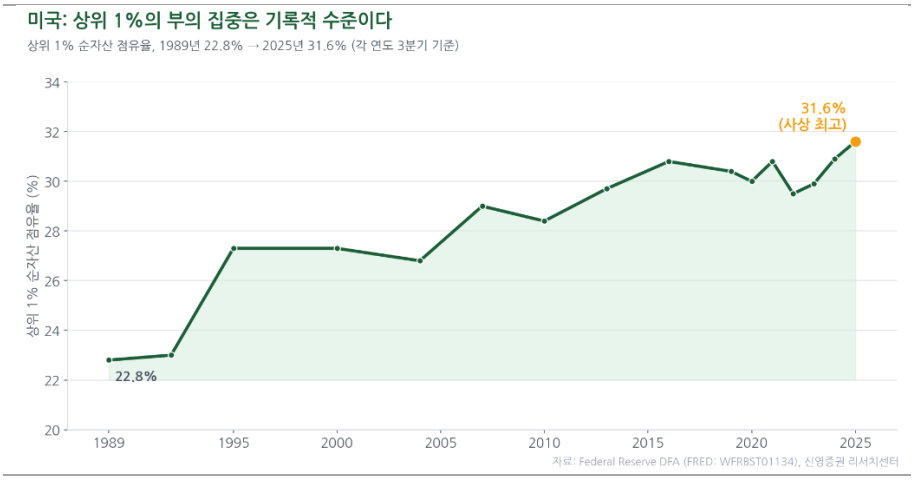

자료: 한국은행, 신영증권 리서치센터

## 미국은 부의 집중이 기록적 수준이다

미국은 부의 집중이 기록적 수준에 이르렀다.

- 상위 1% 순자산 점유율: 31.7%(2025년 3분기)로, 연준이 가계의 부를 집계한 1989년 이래 최고치
- 팬데믹 이후 주가·AI 랠리가 부유층에 집중 귀속되며 격차 더 확대

도표 9. 미국 상위 1% 순자산 점유율 장기 추이




자료: Federal Reserve , 신영증권 리서치센터

공통점은 격차를 벌렸다는 것이다

공통점은 자산가격이 격차를 벌렸다는 데 있다. 양국 모두 소득 지니의 변화는 완만한 반면 자산 지니가 빠르게 벌어졌다. 양극화의 1차 동인이 노동시장이 아니라 자산가격(주식·부동산)이었다는 뜻이며, 그 자산가격을 밀어올린 배경에 팬데믹 이후의 완화적 통화정책과 유동성이 있다.

## II. 완화적 통화정책이 자산 격차를 키웠다

### 저금리는 주식가격을 통해 부의 격차를 벌린다

저금리가 자산 격차를 벌리는 핵심 통로는 주식가격이다. 금리 인하와 양적완화는 자산가격 전반을 끌어올리지만, 그 상승분이 어느 계층에 돌아가는지는 자산 종류마다 다르다. 주식은 상위층에 몰려 있는 반면 주택은 여러 계층에 비교적 고르게 퍼져 있어, 완화로 주가가 오르면 그 이득이 상위층에 집중된다. BIS(2016)는 이 편중을 한 가지 계산으로 보여준다. 완화 정책이 주가를 10% 끌어올렸다고 할 때, 그로 인한 이득이 계층 간에 고르게 나뉘려면 집값이 약 4.25% 올라야 한다는 것이다. 그러나 현실에서는 주가가 집값보다 더 크게, 상위층에 유리한 방향으로 움직이기 때문에 순효과는 부의 격차 확대로 귀결된다. 본문에서 말하는 '주식 경로의 상방 편중'이란, 바로 이렇게 완화의 이득이 주식을 많이 가진 상위층으로 쏠리는 현상을 가리킨다.

워시 연준 의장도 양적완화를 '역 로빈후드'라 비판했다

이 진단은 지금 연준을 이끄는 인물의 문제의식이기도 하다. 2026년 5월 취임한 케빈 워시(Kevin Warsh) 연준 의장은 이미 2014년부터 연준의 양적완화를 두고, 실물경제보다 자산가격을 끌어올려 자산 보유자에게 불균형적으로 유리하게 작용

했다며 이를 '역 로빈후드(reverse Robin Hood)' 라고 표현해 왔다. 부자에게서 거둬 서민에게 주는 로빈후드와는 반대로, 완화가 오히려 자산가의 부만 불렸다는 비판이다. 그는 연준이 정책 수단으로 대차대조표 확대, 즉 양적완화보다 금리를 중심에 두어야 하며, 금리가 자산 매입보다 경제 전반에 더 고르게 영향을 미친다고 본다. 물가 안정을 최우선으로 두어 저소득층의 실질구매력을 지키는 것이 양극화 완화의 기본이라는 것이 그의 일관된 입장이다. 현직 중앙은행 수장이 이런 관점을 갖고 있다는 점은 통화정책 기조의 방향을 가늠하는 데 시사하는 바가 있다.

**도표 10. 워시 연준 의장도 양적완화를 '역 로빈후드'라 비판했다**

# Fed policy 'reverse Robin Hood': Warsh

Former Federal Reserve Governor Kevin Warsh, explains how Federal Reserve policy is preventing th U.S. economy from exiting the two percent growth trap.

THU, JUN 26 2014 • 7:16 AM EDT

자료: CNBC , 신영증권 리서치센터

비전통적 완화는 상위 10%의 소득 격차도 벌렸다

비전통적 완화는 부(富)뿐 아니라 상위 10%의 소득 격차도 벌렸다. 뉴욕 연준 연구(Donggyu Lee, 2024)는 양적완화(QE)가 고용 개선을 통해 하위 90% 내부의 격차는 줄였지만, 이익·주가 상승 경로로 상위 10%와 나머지의 소득 격차는 오히려 확대시켰다고 분석한다.

**도표 11. Donggyu Lee, Unconventional Monetary Policies and Inequality**

**Unconventional Monetary Policies and Inequality**
Donggyu Lee
*Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 1108
July 2024; revised October 2024
https://doi.org/10.59576/sr.1108

**Abstract**

This paper examines the effects of unconventional monetary policies on household welfare across the wealth distribution following the Great Recession. Using a heterogeneous agent New Keynesian model, estimated with Bayesian methods, I analyze how forward guidance and quantitative easing affected inequality during this period. The findings show that while these policies boosted economic activity and benefited all households, they had non-linear distributional effects. Unconventional monetary policies reduced inequality within the bottom 90 percent by lowering unemployment but widened the income gap between the top 10 percent and the rest by raising profits and equity prices. Additionally, I find that forward guidance amplified both the aggregate and distributional effects of asset purchase programs. In comparison to conventional monetary policy, interest rate policy would have had more adverse distributional effects than quantitative easing if the policy rate had not been constrained by the zero lower bound.

JEL classification: E12, E30, E52, E58
Key words: unconventional monetary policy, inequality, Heterogeneous Agent New Keynesian model, quantitative easing, Bayesian estimation, zero lower bound

자료: 뉴욕 연은, 신영증권 리서치센터

다만 인상의 사회적 비용은 통념보다 작을 수 있다

완화가 자산가격 경로로 격차를 키웠다는 사실은, 뒤집어 보면 금리 인상이 적어도 그 경로를 통해 격차를 '더' 키우지는 않는다는 뜻이 된다. 물론 이것만으로 인상이 양극화를 곧바로 완화한다고 말할 수는 없다. 여기서 확인할 수 있는 것은, 물가가 깨어난 국면에서 금리 인상이 갖는 사회적 비용이 통념이 걱정하는 것만큼 크지는 않을 수 있다는 점이다. 그 근거를 다음 장에서 하나씩 살펴본다.

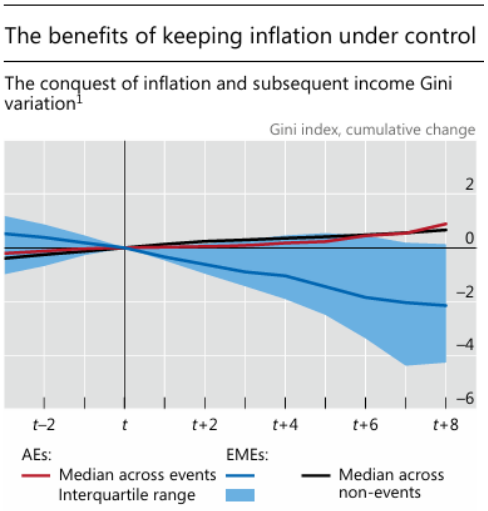
# Ⅲ. 방치된 인플레이션의 부담은 저소득층에 더 무겁다

## 인플레이션의 부담은 저소득층에 더 무겁게 실린다

물가가 깨어난 국면에서 통화정책의 무게중심이 물가 안정으로 기우는 근본 이유는, 인플레이션의 부담이 저소득층에 더 무겁게 실리기 때문이다(이른바 역진적 성격, 즉 소득이 낮을수록 부담의 비율이 더 커지는 성질). 이를 뒷받침하는 고전 연구가 두텁게 쌓여 있다.

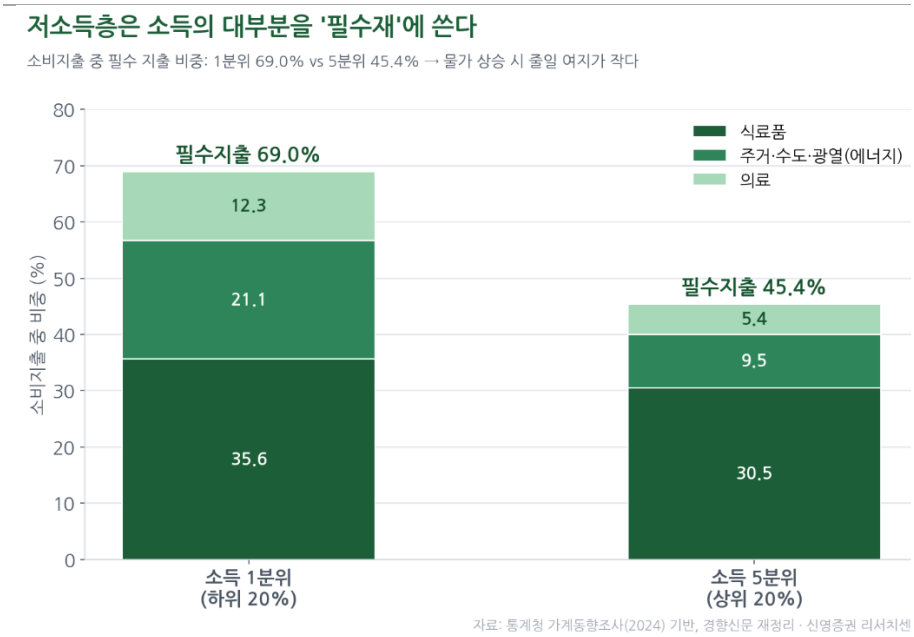
Easterly & Fischer는 38개국 약 3.8만 가구 데이터를 실증 분석해, 고물가가 하위 20%의 소득 점유율을 낮추고 실질 최저임금을 깎으며 빈곤율을 직접적으로 높인다는 것을 보였다. 저소득층일수록 물가 상승을 '국가의 가장 큰 문제'로 인식한다는 설문 결과도 함께 제시된다. BIS(2021) 역시 임금·연금이 명목으로 고정돼 있어 고물가가 저소득층의 실질구매력을 먼저 깎으며, 신흥국이 인플레이션을 5% 아래로 낮췄을 때 7~8년에 걸쳐 소득 지니가 약 2%p 개선됐다고 보고한다.

도표 12. BIS, The distributional footprint of monetary policy




자료: BIS, 신영증권 리서치센터

**도표 13. 소득분위별 필수재(식료품·에너지·주거비) 지출 비중**




자료: 통계청, 신영증권 리서치센터

저소득층은 인플레이션을 막을 방어 수단이 적다

이러한 부담이 큰 이유는, 저소득층에게 인플레이션을 막을 방어 수단이 적기 때문이다. Albanesi는 소득 불평등과 인플레이션의 양(+)의 상관을 설명하면서, 고소득층은 부동산·주식 등 물가를 방어할 자산을 보유한 반면 저소득층은 자산 대부분이 현금·예금이고 소득 협상력이 낮아 물가 상승 피해를 그대로 떠안는다고 지적한다. 이 방어력의 격차는 세 가지 구조로 구체화된다.

**도표 14. 저소득층은 인플레이션을 막을 방어 수단이 적다**

자료: S. Albanesi, "Inflation and Inequality" 참고, 신영증권 리서치센터

완화의 진통 효과는 일시적이지만 인플레이션의 후유증은 오래간다

아울러, 완화의 진통 효과는 일시적이지만 인플레이션의 후유증은 오래간다. Romer & Romer는 단기적으로 완화적 통화정책이 경기 부양을 통해 저소득층에 도움처럼 보이지만 이는 임시적일 뿐이며, 장기적으로는 완화가 초래한 인플레이션과 경제 불안정이 저소득층의 실질소득을 지속적으로 갉아먹는다고 결론지었다. 따라서 물가 안정을 목표로 하는 통화정책 이야말로 장기적으로 저소득층의 삶을 개선하는 가장 강력한 수단이라는 것이다. 완화의 진통제 효과는 잠시지만, 인플레이션이 남기는 후유증은 저소득층에게 가장 길고 아프게 작용한다.

분배는 재정의 몫, 물가는 통화의 몫이다

나아가, 분배는 재정의 몫이고 물가는 통화의 몫이라는 역할 분담도 이 무게중심을 뒷받침한다. BIS와 한국은행 모두 통화정책에는 구조적 불평등을 다룰 도구가 없으며, 분배는 재정·구조정책이 맡고 통화정책은 물가·경기 안정이라는 본연의 임무에 집중하는 편이 최적이라고 본다. 역설적으로, 사회가 평등을 중시할수록 중앙은행은 인플레이션 억제 성향을 더 뚜렷이 갖는 편이 결과적으로 평등에 유리하다는 이론(Chang)도 있다. 앞서 본 워시 의장의 '금리 중심·물가 우선' 관점 역시 이 역할 분담론과 맞닿아 있다.

# Ⅳ. 반대편 논리, 중요한 것은 속도

## 물가는 소득을 갉아먹지만 금리 인상은 일자리를 없앤다는 반론

반대편 논리도 견고하다. 핵심 명제는 "물가는 소득을 갉아먹지만, 금리 인상은 소득원, 즉 일자리 자체를 없앤다"는 것이다.

이 반론이 성립하는 조건은 '급격한 인상'과 '변동금리 부채'다

이 반론이 특히 성립하는 조건은 급격한 인상과 변동금리 부채다. 인상이 가파르면 고용 위축과 이자 부담이 한꺼번에 몰려 저소득층 가처분소득이 급감하고, 자산가격 급락으로 부동산·대출 보유 계층이 타격을 입는다. 즉 반론의 힘은 인상의 '방향'이 아니라 '속도'에서 나온다. 이 구분이 다음 장의 출발점이다.

### 제때 올리지 못하면 나중에 더 많이 올려야 한다

관건은 인상의 방향이 아니라 속도이다. 이 글은 지금 당장 급격한 인상을 주장하는 것이 아니다. 요지는 두 가지다.

첫째, 물가와 양극화를 함께 고려하더라도 (완만한 인상이라면) 인상의 사회적 비용은 상대적으로 작을 수 있다.

둘째, 제때 올리지 못해 인플레이션이 더 자리 잡으면 나중에 더 가파르게 올려야 하고, 그 급격한 인상 이야말로 앞 장의 반론이 지적한 고용·부채 충격을 가장 크게 키운다.

→ 다시 말해, 인상을 미루는 것은 취약계층을 보호하는 길이 아니라 더 큰 청구서를 뒤로 미루는 일에 가깝다.

따라서 지금부터 서서히 올리는 편이 비용이 작다

따라서 지금부터 서서히, 기조적으로 올리는 편이 전체 비용이 작다. 반대편 연구가 지적한 긴축의 부작용은 대부분 '급격함'에서 비롯되므로, 이를 피하는 최선의 방법은 인상을 부정하는 것이 아니라 조기에 완만하게 시작하는 것이다. 인플레이션의 후유증이 영구적이라는 점과 급격한 인상의 충격이 크다는 점을 함께 놓으면, 결론은 '이르고 완만한 인상'으로 수렴한다.

## 서서히 올리는 인상은 주가에도 나쁘지 않다

서서히 올리는 인상은 주가에도 나쁘지 않다. 당사가 이전 자료에서 제시했듯, 금리 인상 사이클 초기에는 주가가 횡보하거나 약한 조정을 거치지만, 이후에는 오히려 불확실성이 해소되며 상승하는 경로가 일반적이다. 반대로 주가에 가장 부담이 되는 것은 뒤늦은 급격한 인상이다. 이 순서를 뒤집으면 답은 분명해진다. 지금부터 완만하게 올리는 편이 물가·양극화 측면에서도, 그리고 주가 측면에서도 낫다.

지금의 출렁임은 지나가야 할 잔파도에 가깝다

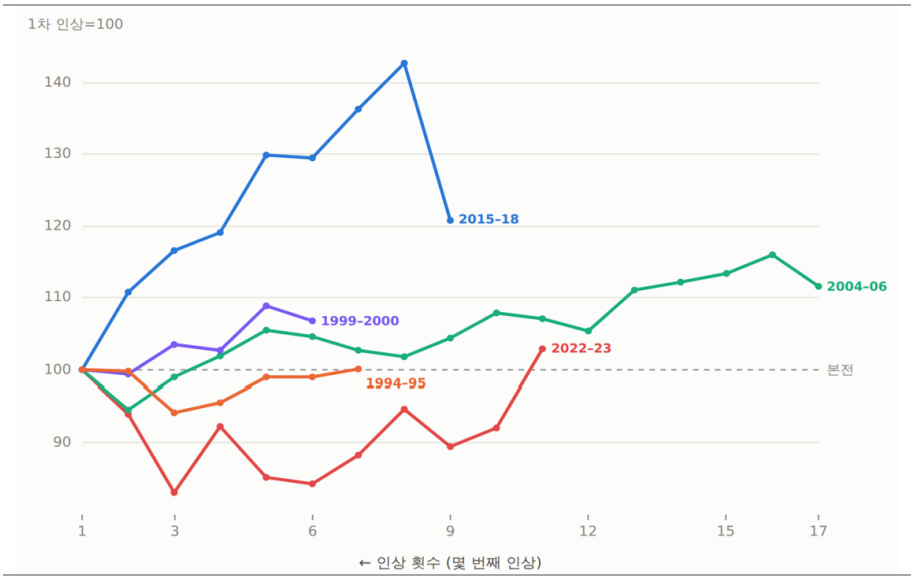
아직 가격에 반영되지 않은 인상이 앞에 놓인 변수다. 무게중심이 물가 안정으로 기울고 그 인상이 기조적일수록, 월가가 이를 아직 덜 반영하고 있는 만큼 앞으로

시장이 금리 인상을 온전히 반영해 가는 기간이 필요하다.

단기적으로는 신중할 필요가 있다. 필자는 KOSPI의 추가 하락 가능성은 제한적이라고 보지만, AI 투자에 대한 우려와 단일종목 레버리지 ETF 관련 매물 출회를 감안하면 빠른 반등을 기대하기도 어렵다고 판단한다. 여기에 미 연준의 금리 인상 가능성 확대 역시 시장의 빠른 반등을 억제하는 요인으로 더해진다.

예상되는 흐름은 이렇다. 인플레이션의 끈적끈적함이 재차 확인되는 국면에서 월가의 공식 전망이 인상 쪽으로 돌아서기 시작하고, 그 전환 과정에서 시장은 한 차례 출렁일 수 있다. 시장의 예상보다 금리 인상의 논리가 공고하다는 사실은 당장은 시장에 부담으로 작용할 수 있다. 다만 지금의 완만한 인상이 뒤늦고 급격한 인상의 가능성을 낮춰 주는 버퍼로 작동한다면, 그 출렁임은 지나가야 할 잔파도에 가깝다.

**도표 15. 금리 인상기의 S&P500 경로 비교**




자료: 신영증권 리서치센터

**도표 16. 금리 인상기 주가 추이**

| S&P500 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 인상 사이클 | 총 횟수 | 1→3차 | 1→6차 | 1→최종인상 |
| 1994-95 | 7회 | -6% | -1% | 0% |
| 1999-2000 | 6회 | 3% | 7% | 7% |
| 2004-06 | 17회 | -1% | 5% | 12% |
| 2015-18 | 9회 | 17% | 29% | 21% |
| 2022-23 | 11회 | -17% | -16% | 3% |
| **코스피** | | | | |
| 인상 사이클 | 총 횟수 | 1→3차 | 1→6차 | 1→최종인상 |
| 1994-95 | 7회 | -7% | 17% | -4% |
| 1999-2000 | 6회 | 14% | -15% | -15% |
| 2004-06 | 17회 | 9% | 17% | 61% |
| 2015-18 | 9회 | 9% | 26% | 4% |
| 2022-23 | 11회 | -9% | -14% | -3% |

자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

## Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.