

전략공감 2.0

Strategy Idea

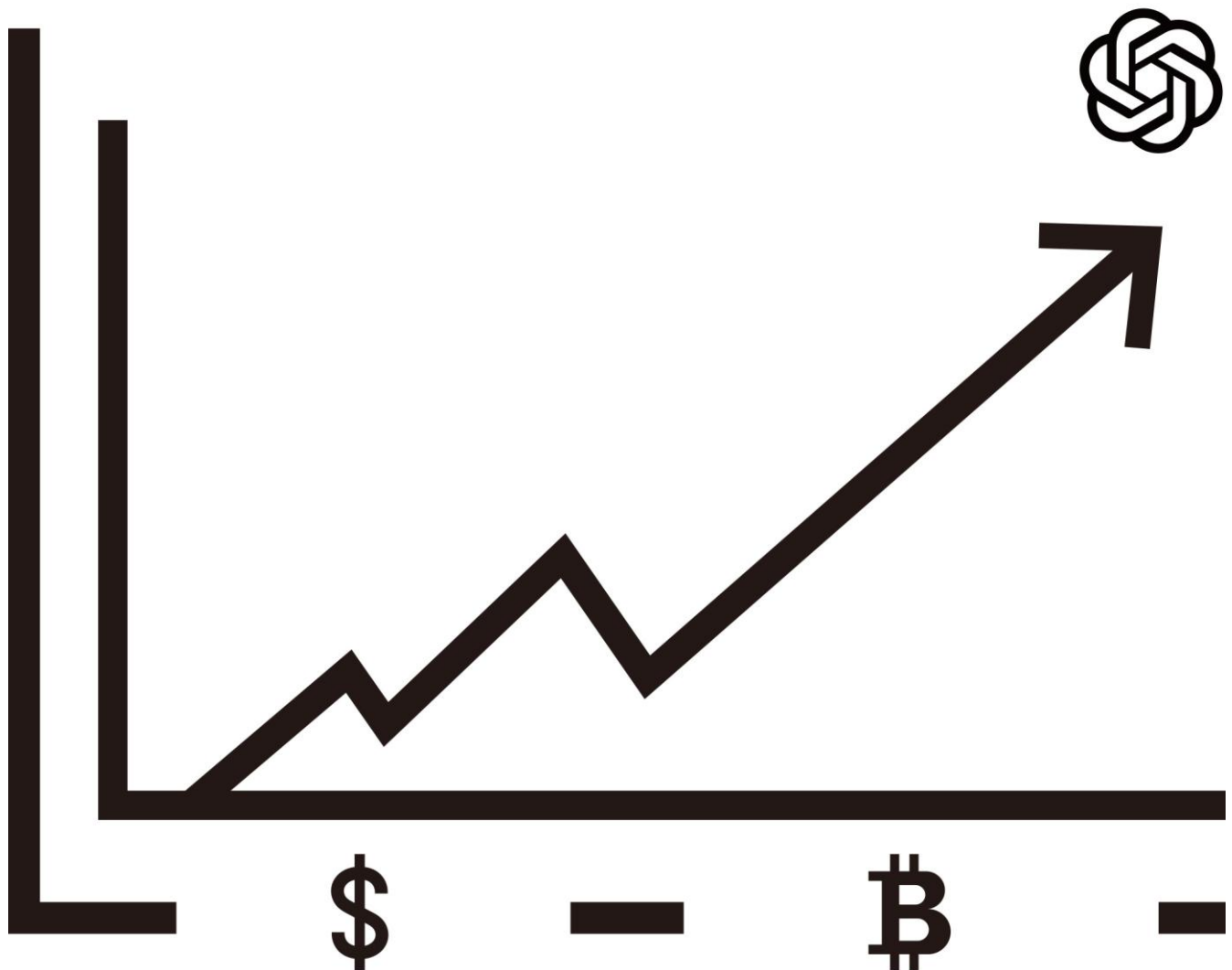
Warsh 의장 잭슨홀 연설의 2가지 시사점

오늘의 차트

SK하이닉스 자사주 취득 경과 분석

칼럼의 재해석

SNS에서 발견해 팝업까지, 지역 F&B의 새로운 성장 경로



본 조사분석자료는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea

Warsh 의장 잭슨홀 연설의 2가지 시사점



경제분석

Economist 이승훈

seunghoon.lee@meritz.co.kr

- ✓ 단기: 금리동결 조건이라 믿었던 것들에 대한 스탠스 변화가 있었음. 기초적 인플레이션이 아래 방향으로 빠르게 수렴하지 않는다면 금리인상할 것임을 시사. 다만, Inflation breadth 지표를 제외한 대부분 기초적 인플레 하향 안정화 중이기에 이를 토대로 인상 확신하기는 어려움.
- ✓ 중기: Warsh T/F 개혁방향 원칙을 언급. 양질의 데이터에 기반하여, 인플레이션에 영향을 주는 변수(수요, 공급, money 등)와 목표를 가능하고, 연준이 대응할 영역인지 판단. B/S는 위기 때만 가동. 이를 토대로 커뮤니케이션을 조건부 반응함수 공개로 바꾸며, 점도표 영향은 감소

1. 연내 통화정책 대응에 대한 시사점: 매파적 발언. 금리인상인가?

금리동결 조건이라 믿었던 것들에 대한 스탠스 변화

금융시장은 8월 28일 Kevin Warsh 연준 의장의 잭슨홀 기조연설을 소화하면서 9월 금리인상 기대를 강화하였다. 당일 미 국채 2년물 수익률은 11.1bp 상승했고, 선물시장에서의 9월 인상 확률은 27일 36%에서 28일 58%로 크게 올랐다. 7월 FOMC와 의사록 공개를 소화하면서 시장이 금리동결 조건이라 믿었던 것들에 대한 스탠스 변화가 있었기 때문이다. 크게 4가지 이유가 있다.

표1 Warsh 의장, “In our times” 연설문 중 경기/물가진단과 통화정책 언급 주요 내용

구분	진단
경기진단	"경제가 더욱 강화된 것 같다(Economy appears to have strengthened)" ▪ 민간 내수 상반기 중 3% 내외 속도로 성장 ▪ 설비/R&D투자 전년비 9%, 기업이익 20% 성장
노동시장	노동시장은 완전고용에 부합(균형) ▪ 실업률 4.1%, 신규실업수당 청구건수 수 년래 최저 ▪ 비농업 고용증감이 낮은 것은 공급이 작기 때문
인플레이션	숫자에 대해 걱정이 많음 ▪ Headline PCE 3.7% YoY, 6m annualized 4.1% ▪ 임금은 기초적 물가를 설명 못하는 것 같음 ▪ PCE 199개 항목 분해: 54%가 7월 중 3% 이상
통화정책 운용	Headline PCE가 견고히 고정된 목표; 현재는 노동시장보다 물가에 초점 맞춰야 ▪ 기초적 인플레이션이 확실히, 충분한 속도로 목표를 향해 수렴하지 않으면 할 일이 생길 것 ▪ 금융, 대출여건, 경제성장 고려시 지금 금리 수준을 긴축적이라고 하기 어려움 ▪ 통화정책의 기본 수단은 단기 금리임

자료: 2026년 잭슨홀 컨퍼런스 기조연설, “In Our Time”에서 발췌, 메리츠증권 리서치센터 정리

- **경기진단:** 7월 FOMC의사록에서는 경제활동이 견고하게(solid) 확장하고 있다고 보았다. 위시 의장은 이번 연설에서 경제활동이 더욱 강화(strengthened)되었다고 톤을 높였다. 의장은 연설에서 7월 당시 본인과 동료들이 “공급망, 투자 flow, 지정학 관련 정보를 좀 더 지켜보는 것이 현명하다”고 판단했다고 밝혔다. 그 모니터링의 결과물이 경제활동 강화였다는 것이다.
- **노동시장:** 노동시장은 물가안정만큼 똑같이 중요하지만, 현재는 완전고용에 부합한다고 언급했으며, 이는 7월 FOMC 의사록 논조와 같다. 의장은 비농업 고용 증가폭이 작더라도 노동공급 증가 자체가 작기 때문이라 부연설명하면서, 연준의 정책 초점이 물가에 있어야 함을 강조했다.
- **인플레이션:** 위시 의장은 Headline PCE가 단순히 2%를 웃도는 것이 아닌, 전년대비 3.7% 상승이며, 6개월 전 대비 연율 기준으로 4.1%임을 언급했다. 기초적 물가압력에 대한 예시도 소개했다. 의장은 PCE를 구성하는 199개 항목을 분해한 결과, 항목의 개수 중 54%가 최근월(7월) 기준 전년대비 3%를 넘었고, 6개월 전 대비로는 49%에 달한다고 밝혔다.

반면, 임금 상승률의 Core PCE에 대한 설명력은 떨어진다고 언급하면서, 노동비용이 주거비 제외 서비스 물가에만 영향을 줄 뿐, core PCE 전반의 영향이 제한적임을 주장하는 Shapiro 박사의 연구를 인용했다. 이는 필립스 곡선에 의존하여 물가가 결정된다는 모형상의 해석에서 벗어나려는 시도로도 풀이된다.

- **통화정책 운용:** 1) Headline PCE 2%가 견고히 고정된 목표이며, 2) 기초적 인플레이션이 확고히 충분한 속도로 목표를 향해 수렴하지 않으면 우리가 할 일이 생길 것(we have work to do)이라 했다. 그러면서 7월에 명확한 입장을 제시하지 않았던 통화정책의 기본 수단을 단기금리(Short-term interest rates are the predominant tool)라 지명하기도 했다.

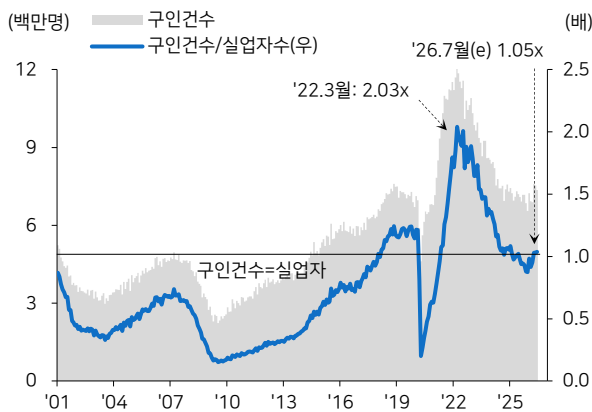
한편, 파월 전 의장이 현행 금리를 중립 범위 상단으로 인식한 반면, 위시는 1) 역사적 저점인 신용스프레드, 2) 은행들의 기업대출태도, 3) 민간 내수 성장률 3%대 등을 고려시 통화정책 기조가 긴축적이지 않다고 진단했다.

데이터 포인트: 상기한 진단을 함에 있어 몇 가지 데이터 포인트들도 열거했다. 몇 가지 특이한 것만 지목해 보면, 다음과 같다: 1) 기업투자(미래 성장 동력)와 상장기업 순이익(자산가적 및 심리에 대한 파급), 2) 신용스프레드, 상업용/산업용 대출에 대한 은행대출태도(채권시장 못지 않게 은행 행태도 중요), 3) GDP보다는 PDFP(민간 내수), 4) 비농업 고용보다는 실업수당 청구건수, 그리고 5) Headline PCE 외에 여러 기초적 인플레이션(underlying inflation)이 진단의 잣대를 이루고 있었다.

이를 기반으로 당사를 포함한 금융시장이 지니고 있었던 몇 가지 통념에 대한 시사점은 다음과 같다.

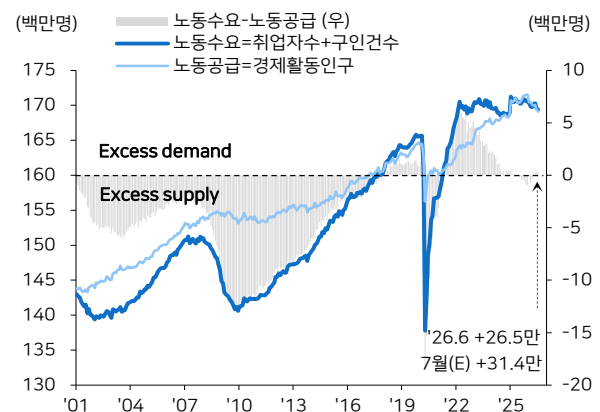
- 첫째, 월간 고용동향에서 비농업 고용이 실망스럽거나 예상을 크게 하회하더라도, 이를 이유로 연준의 통화정책 스탠스가 변화할 가능성, 특히 소위 “Fed Put” 이 나올 가능성은 크지 않다. 대신 실업률이 상승하거나, 노동수급의 균형을 나타내는 구인/실업자 배율(Vacancy-to-Unemployment)의 하락이 더욱 중요한 변수일 수 있다. 노동시장 스트레스나 수급의 타이트함 등을 측정하는 지표들이 일제히 동 지표와 동행하기 때문이다.

그림1 미국 구인건수/실업자수 배율



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 노동수요와 노동공급



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

- 둘째, Headline 물가만을 보지 않고, 디테일을 모두 고려하여 인플레이션의 위치와 방향을 가늠한다. 연준 의장 청문회 당시 언급하였던 절사평균(Trimmed mean) 인플레이션율을 포함하여, 지역 연인들이 집계하고 있는 기초적 인플레이션이 모두 고려 대상일 것으로 판단된다. 또한 의장은 몇 개의 데이터 포인트 보다는 흐름을 중시하고 있다. 6~7월 물가가 고무적이지만 기초적인 흐름이 개선되지 못했다는 언급도 그 연장선상에 있다. 이는 뒤에서 다룬다.
- 셋째, 실물경제 못지 않게 은행 영향이나 금융시장 변수를 중요하게 본다. 실제로 통화정책이 긴축적인지 여부를 판단할 때, 신용스프레드나 은행 대출태도를 언급하였고, 기업이익의 파급효과 측면에서는 심리지표와 더불어 자산가격 영향을 다루었다. 이들이 흔들린다면 의외로 통화정책이 완화적인 방향으로 선회할 가능성이 있음을 의미한다.

이번 연설을 계기로 관망에서 벗어나 실제 행동에 옮길 것이라는 전망이 늘어났다. 그러나 위시 의장 연설에 기반한 몇 가지 데이터포인트들은 9월 혹은 연내 인상으로의 선회 가능성을 100% 확신하기 어려움을 시사해 준다. 노동시장의 경우, 공급 대비 수요가 소폭 우위인 환경 자체는 금리인상이 시급하다는 명분은 못된다. 다만 인상이 가능한 환경을 조성할 뿐이다.

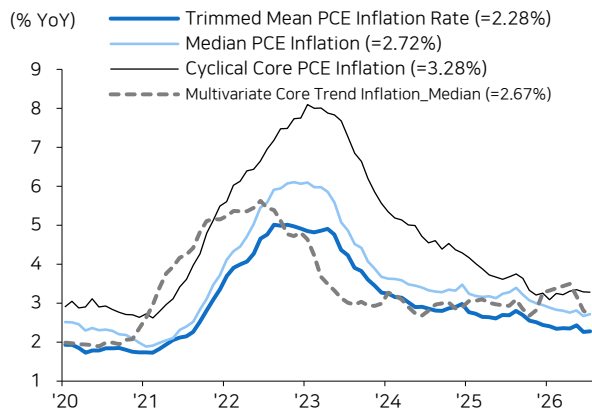
향후 행보의 핵심은 Underlying inflation(기조적 물가압력)의 트렌드

관건은 기조적 인플레이션과 인플레이션의 추이를 측정하는 잣대들을 어떻게 평가하는가에 있다. 아래의 4개 그림이 그것이다.

우선, 1) PCE 물가의 “Underlying inflation”을 측정하는 4가지 잣대 중 경기민감도가 높은 품목만을 골라 집계하는 Cyclical core PCE inflation을 제외한 절사평균, 중간값, 다변수 core 등 3가지 인플레이션율이 일제히 둔화되고 있다. 2) CPI는 PCE의 기초자료를 부분적으로 제공하는 것이기에 연준의 우선 고려대상은 아니지만, 절사평균, 중위값, 경직적 인플레이션율이 추세적으로 내려오고 있다.

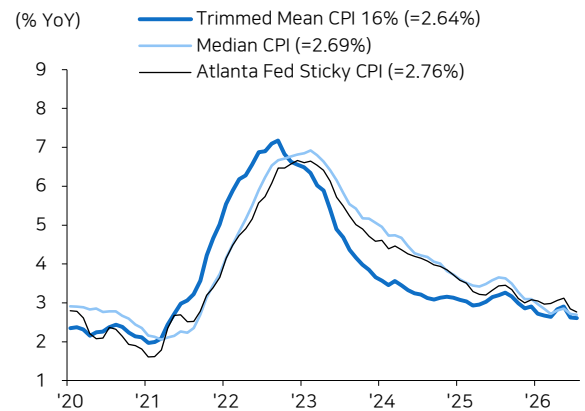
다음으로, 새로운 PCE 인플레이션 압력이 들어오는 지를 보는 방법으로 3개월, 6개월, 12개월 전 대비 변화율을 계산해 본다. Headline은 4월, Core는 6월부터 3개월 전 대비 변화율이 둔화되기 시작했다. 만약 현재 CPI 컨센서스 대로 8월 Headline과 Core PCE 물가가 전월대비 0.4%와 0.2% 상승한다면, 3개월, 6개월, 12개월 변화율은 더욱 내려올 것이다. 이것을 추세가 아니라고 말할 수는 없다.

그림3 기조적 인플레이션 지표: PCE 물가



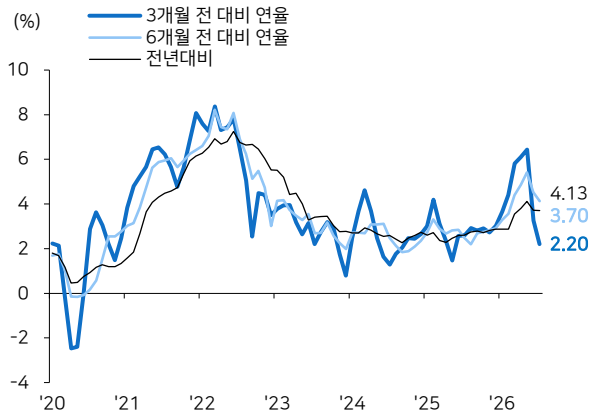
자료: Dallas, Cleveland, San Francisco, New York Fed, 메리츠증권 리서치

그림4 기조적 인플레이션 지표: CPI



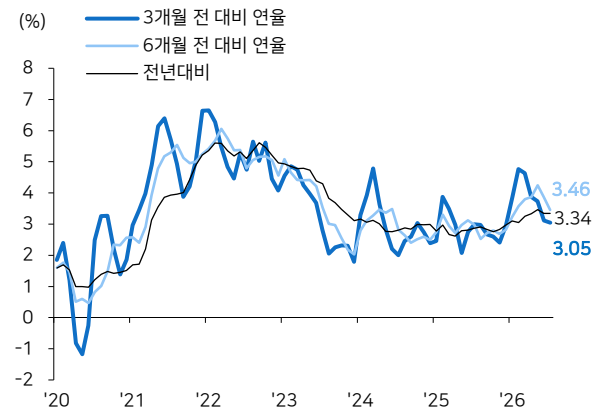
자료: Cleveland Fed, Atlanta Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림5 Headline PCE 물가 변화율: 3개월, 6개월, 12개월



자료: US Bureau of Economic Analysis, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Core PCE 물가 변화율: 3개월, 6개월, 12개월



자료: US Bureau of Economic Analysis, 메리츠증권 리서치센터

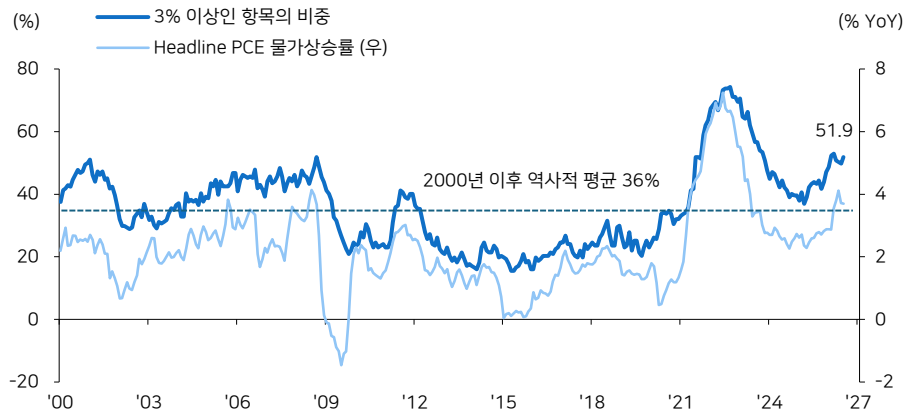
아래 그림은 이번 잭슨홀 연설에서 워시 의장이 언급했던 “Inflation Breadth” 관련 지표이다. PCE를 구성하는 항목들을 가장 세부적으로 쪼개어, 3%를 넘는 전년 대비 인플레이션율을 보이는 항목들의 비중을 계산하는 것이다. 필자는 같은 방식을 취하되, 1) 비영리단체 부분은 제외하고, 2) 세부 항목 중에 동일하게 추정된 값(예: 신차: 국내산 vs 외산)은 중복이기에 대상에서 제외, 187개 항목을 얻었다.

이것을 기준으로 계산하면 PCE 항목 중 7월에 3% 넘는 디플레이터를 보여 준 항목은 187개 중 97개로 전체의 51.9%이며, 최근 6개월 평균은 51.3%, 역사적 평균은 36.1%로 계산된다. 인플레이션이 몇 개 품목에 집중되어 있다면 Narrow inflation이고, 이러한 경우라면 Generalized inflation이다. 이것을 기초적 물가압력의 잣대 중 하나로 삼겠다는 것이다.

다만 필자가 덧붙이자면, 2차 충격에 기반한 인플레이션율은 그 진원지의 압력이 줄어들고 나면 시차를 두고 전방위적으로 변진다. 실제 2023~24년의 Headline PCE 물가상승률이 꺾인 이후에 3% 이상 항목의 비중도 시차를 두고 내려왔다. Headline PCE 물가상승률 방향이 둔화라면, 시간의 문제일 수 있다는 것이다.

상기한 논의를 고려했을 때, 워시 의장이 7월에 비해 매파적이고, 금리인상 가능성을 명시적으로 언급한 것도 인정하지만, 9월 인상을 100% 확신할 수 없다고 판단된다. 물론 결정은 FOMC의 몫이 될 것이다.

그림7 PCE Inflation Breadth와 Headline PCE 물가상승률



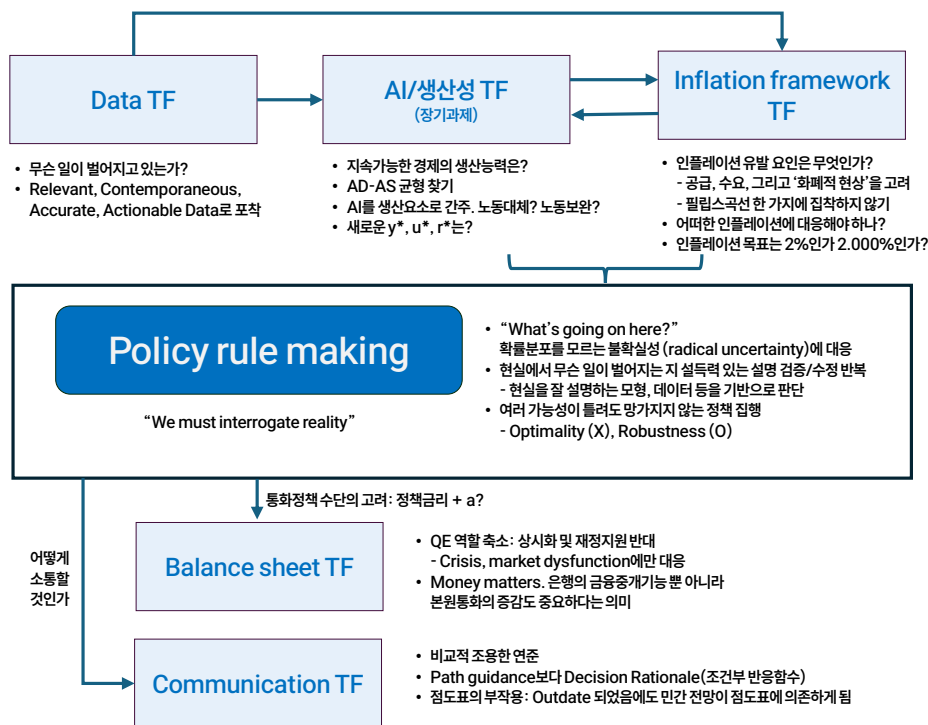
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터 추정

2. Warsh T/F 로드맵에 대한 시사점: 연준이 나아갈 큰 방향을 제시

2026년 6월 FOMC 기자회견에서 워시 의장은 1) Communications, 2) Balance Sheet Policy, 3) Data, 4) Productivity and Jobs, 5) Inflation Frameworks 등 5개 T/F 가동을 공식 선언했고, 그리고 7월 9일에는 이들 T/F를 이끌 공동 수장 15명을 발표했다. 이번 잭슨홀 연설에서 워시 의장은 전반적인 개혁방향에 대한 자신의 생각을 비교적 간결하게 언급하면서 T/F 결론에 대한 원칙을 제시했다.

5개 T/F를 발표한 순서는 위와 같지만, 전반적인 연준 통화정책 결정 프레임워크를 논하려면 3)-4)-5)-1)-2)의 순서로 설명하는 것이 이해를 돕는 데 수월해 보인다. 즉, ① 데이터를 통해 현재 상황을 파악하고, ② AI T/F 총공급 곡선을 추정하며, ③ 인플레이션 요인과 대응 방식을 결정한 후, ④ 정책 수단을 정하고 ⑤ 이를 시장과 소통하는 것이다. 본질은 연설문의 내용, 필자가 생각하는 로드맵과 시사점의 결론 부분만을 추린다. 아래 도식을 함께 참고해 주시면 되겠다.

그림8 당사가 추정하는 Warsh T/F의 역할과 향후 통화정책 결정 체계 개편 Roadmap



자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

Step 1. Data T/F

데이터 T/F는 지금 경제에 무슨 일이 벌어지고 있는지에 대한 Fact를 점검하는 곳이다. 위시 의장은 정부기관(BEA, BLS, Census Bureau)에서 집계하는 데이터 외에 고빈도(high frequency)와 민간 데이터의 활용을 통해 경제진단이 후행하지 않고, 적시의 상황을 반영하도록 하는 것이 T/F의 목적임을 밝힌 바 있다. 이번 연설을 통해 소위 “좋은 데이터”의 특징을 열거했는데, 이는 현재 상황과 유관(relevant)하고, 현재를 반영하는(contemporaneous), 정확하고(accurate) 실제 행동에 영향을 줄 수 있는(actionable) 데이터이어야 한다는 것이다.

데이터 T/F가 판단하는 양질의 데이터는 경제의 지속가능한 성장(즉, 총공급)을 추정하고 AI의 변화를 가늠하게 될 AI T/F와, 인플레이션 프레임워크를 설정하는 T/F에 인풋 형태로 제공된다. 물론, 현시의 의사결정 시에도 양질의 데이터는 즉각 활용될 수 있다.

Step 2. AI/생산성 T/F

이 T/F는 장기과제를 고민하는 T/F이다. 위시 의장은 이 T/F가 고민하는 분야를 다음과 같이 열거했다: 1) 새로운 경제변수이자 생산요소로 간주(production factor; 노동이나 자본 같은 생산의 input), 2) AI가 “지속 가능한” 생산성 제고를 유발할 것인가? 그렇다면 언제?, 3) AI와 노동은 대체관계일까, 보완관계일까, 4) AI는 자본집약적일까, 5) AI로부터 비롯되는 잉여가 언제 기업과 가계부문 전반으로 확산될까.

간판은 AI지만 생산함수에 대한 것으로, 연준이 블랙박스라고 생각하는 총공급의 형태를 가늠하는 임무도 함께 수행한다. 이들의 결론이 진화하게 되면, 새로운 y^* (잠재 GDP), u^* (자연실업률), r^* (중립금리)에 대한 변화도 수반될 것이다. 다만 장기과제이기에 현재의 정책에 미치는 영향은 제한적일 것이다.

Step 3. 인플레이션 프레임워크 T/F

맨큐, 사젠트 등 유수의 학자들이 포진한 T/F이다. 사실상 여기에서 1) 데이터 분석을 통한 인플레이션의 성격(총수요, 총공급, 화폐 vs 일시적/기조적), 2) 어떤 인플레이션에 대응해야 하는지, 3) 인플레이션 목표를 어디까지 정밀하게 가져갈지, 그리고 4) 어떤 액션을 취하는 것이 바람직할 지가 포괄적으로 결정된다.

인플레이션 진단: 이와 관련하여, 이번 연설에서 인용된 연구가 그레고리 맨큐 교수의 “Six Beliefs I have about inflation”이다. 그의 주장은, 우리가 생각하는 만큼 정밀하게 인플레이션을 진단하고 예측, 통제할 수 없다는 것이다.

그의 여섯 가지 주장은 다음과 같다: 1) 필립스 곡선 자체의 폐기는 불가능. 그러나 2) 이 곡선으로 자연실업률이나 기대인플레이를 정확히 추정할 수 없어 현실에서 유용성이 떨어짐. 3) 인플레이가 공급측 충격인지, 수요측 충격인지 실시간으로 구분할 수 없고, 지금도 정확히 알 수 없음.

4) New Keynesian 필립스곡선의 근간인 Calvo 모형 (즉, 현재 시점에 형성된 미래의 기대 인플레이션이 현재 기대인플레이에 영향을 미친다는 것)을 비판. 즉, 인플레이션 추정이 산출갭과 기대인플레이라는 몇 가지 변수에 국한되면 안된다는 주장. 5) 광의통화가 코로나19 이후 급증했고 인플레이션에 영향을 미쳤으니 이 역시 고려해야 함. 6) 인플레이를 소수점까지 정밀히 통제할 수 없으며, 2.00%보다 2% 물가목표가 낮다고 주장.

이상의 주장은 위시 의장이 언급해 온 부분과 상당히 겹친다. 1) 필립스곡선의 유효성이 떨어진다는 것은 노동시장과 물가의 관계 약화-즉, 임금 상승률이 서비스 물가에만 부분적 영향을 미친다는 Shapiro 연구 결과에 부합하는 것(이번에 참고 문헌으로 인용)이며, 2) 모형 일변도의 전망과 진단에서 벗어나자는 주장과도 상통한다. 특히, 3) 위시 의장이 이번 연설을 통해, “Money matters”, 즉 화폐도 중요한 고정 변수로 봐야 한다고 주장했는데, 이와도 상통하는 주장이다.

화폐와 관련해서는 두 가지 측면을 살펴야 한다. 위기시에 중앙은행이 대규모로 공급한 본원통화(즉, easy money)는 은행의 신용창조 경로를 타고 광의통화 급증으로 연결되며 인플레이션을 유발하는 요인 중 하나였다. 또한 정상화되지 않고 잔존하여 연준이 장기적인 국채매입자 지위가 고착화될 위험을 노정, 달러의 신뢰까지 위협할 수 있다는 것이다. Balance sheet T/F의 역할이기도 하다.

Policy rule making: 상기한 프레임워크가 정립되면 현실의 상황을 반영하여 정책 집행의 원칙이 결정된다. 이것은 Taylor Rule과 같은 단일 준칙은 아닐 것이며, 전 영란은행 총재인 Mervyn King이 주장하는 “확률변수를 알지 못하는 불확실성에 대응한 통화정책”의 모습이 될 것이다. 이는 단일 모형에 의존하지 않고, 현재를 설명할 수 있는 복수의 모형, 변수, 그리고 내러티브를 포괄하며 어떤 지표와 위험이 판단을 바꿀 수 있는지를 상시 검토하고 수정하는 과정을 말한다.

쉽게 말하면, 불확실성이 큰 현대 경제에서는 경제에 최적인 의사결정을 하는 것이 아니라, 여러 가능성이 틀려도 시스템이 망가지지 않는 정책을 채택하는 것이다(optimality 추구가 아닌 robustness를 지향). 이러한 관점에서 보면, 경제환경 변화에 따라 결정이 바뀌는 것은 자연스러울 수 있다는 것이다.

Step 4. Balance sheet T/F

데이터를 통해 실시간 경제환경 진단이 가능해지고, 총공급/총수요 곡선의 윤곽이 어느 정도 잡히며, 여기에 기반한 인플레이션 요인 분해와 대응 방안이 구체화되면 이제는 정책수단을 결정할 차례이다.

주된 통화정책 수단은 위시 의장이 언급한 대로 단기금리(Federal Funds Rate)가 될 것이고, QE나 연준 대차대조표의 팽창은 위기나 금융시스템이 작동하지 않을 경우 중앙은행이 “최종 대부자 기능”을 해야 할 때로 국한될 것이다. 특히 은행의 금융중개 기능이 작동할 때의 본원통화 팽창은 코로나19 당시처럼 인플레이션을 유발하는 부작용을 낳았음을 상기할 필요가 있겠다.

연설에서는 언급되지 않았지만, 본 T/F의 장기 지향점은 1) 연준 자산에서 장기 채 비중을 충격 없이 줄이는 방법, 그리고 2) 은행 규제개혁과 지급결제 시스템 개편을 통해 중앙은행의 지준 보유 축소-단기채 보유 촉진 등이 될 것으로 보인다. 좀 더 나아가면 중앙은행과 시중은행이 단기채 중심 보유구조로 바뀔 경우, 국채 발행도 단기채 일변도로 변할 가능성이 작지 않다 하겠다.

Step 5. Communication T/F

정책의 프레임워크와 정책수단이 정해졌다면, 이제는 이를 대중과 금융시장 참여자와 소통해야 하는 마지막 단계가 남는다. 위시 의장이 생각하는 효과적인 커뮤니케이션은 무작정 많은 정보를 공개하는 투명성이 아니다.

이 보다는, 정책금리의 궤적을 단정하지 않고, 어떠한 조건에서 정책이 달라지는지에 대한 설명(state-contingent communication)이 강화된다고 봐야 한다. 이것이 위시 의장이 지향하는 신호와 소음의 구별이며, 현재 영란은행이 시행 중인 방식이 벤치마크 대상일 것으로 판단한다.

연준의 경제전망이나 점도표가 향후 통화정책 운신의 폭을 제약하는 여지를 줄이고, 통화정책방향이나 의사록은 조건부 반응함수 공개 내지는 시나리오 분석으로 개편될 가능성이 높아 보인다. 점도표는 민간 전망을 지나치게 오랫동안 구속하는 경향이 있어 시의성이 떨어지면 오히려 부작용을 낳고(Engstrom, 2026), 이렇게 되면 새로운 정보에 대한 시장 반응을 연준이 참고했을 때, 거울의 복도(hall of mirrors)와 같은 무제한 순환참조에 빠질 수밖에 없다. 연준이 중요하게 본다고 간주되는 데이터에 시장 스스로 결론을 내려야 한다는 언급도 같은 맥락이다.

예시: 2027년 연준 정책결정의 과정 및 소통

이해를 돕기 위해 위시 의장이 제시한 원칙대로 T/F가 임무를 완수하였을 때, 개별 충격에 연준의 의사결정이 어떤 단계로 이루어지는 지 예를 들어 보겠다.

2027년 5월 PCE가 2.5%로 추정되었고, 5월 평균 WTI가 70달러/배럴이었다. 그런데 6월 1일 중동 전쟁 재발로 WTI가 2주 만에 100달러/배럴로 치솟았다. 6월 중순 FOMC를 앞두고, 조사국이 전날까지 HFI를 이용하여 6월 인플레이션 추정까지 마친 상태이다. FOMC가 소집되고, 다음의 체계대로 의사결정이 일어난다.

HFI를 이용한 6월 PCE는 4%, 3개월 평균도 4%로 치솟을 것으로 추정되며, 수요측 물가압력은 없는 상태이다. 잠재 GDP에 충격이 없어 1차 가격 충격으로 판단한다. Fed는 금리를 동결하지만, 2차 충격일 경우, 즉 임금/서비스/기대인플레이션이 상승할 경우 대응한다는 방침을 정한다. 국채시장이나 자금시장이 정상적으로 가동하면 B/S 확장 내지는 유동성 공급을 하지 않지만, Bid/Offer 스프레드 확대 등이 발생하면 Repo를 가동한다.

통화정책 방향은 1) 무엇이 벌어졌고, 2) FOMC가 현재 어떻게 전망하고 있으며 이를 어떻게 해석하는지, 3) 그래서 이번 회의에서 무엇을 했고, 앞으로 금리가 인상/인하되기 위한 조건에는 무엇이 있는지를 상세히 밝히게 된다.

이 방식으로 체계가 바뀐다면, 기자회견에서 7월에 금리를 올리는 지 물어도 의장이 굳이 답할 필요가 없다. 대신 시장 참여자 스스로 임금, 수요측 물가압력, 인플레이션 확산지수, 기대인플레이션 등을 추적해서 스스로 연준의 7월 반응함수를 계산하게 될 것이다. 위시 의장이 이야기한 것처럼, 시장은 점도표에 덜 의존하고, 암묵적인 연준의 조건부 반응함수를 추정하는 Fed watcher들로 변모하게 된다.

표2 2027년 오일쇼크가 발생했을 때 연준의 의사결정 과정

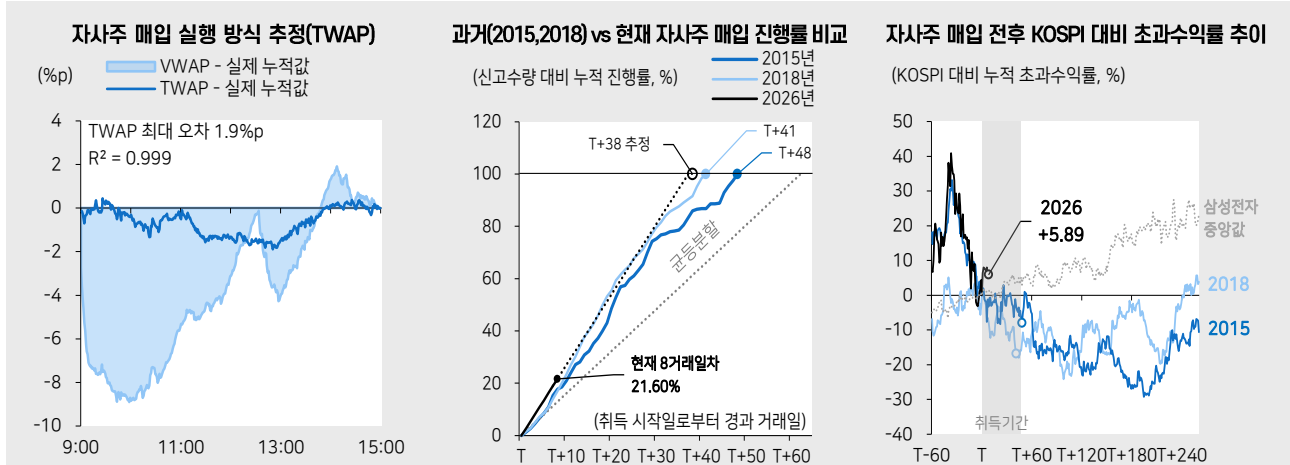
순서	TF	질문	이번 oil shock에서의 답
1	Data	지금 무슨 일이 일어나나?	Headline 급등, Core 및 관련 고빈도 데이터는 아직 안정
2	Productivity & Jobs	공급능력이 변했나?	일시적 부정적 공급 충격, 잠재GDP는 거의 영향 없음
3	Inflation	어떤 인플레이션인가?	1차 Relative-price shock
4	Policy	Fed가 대응해야 하나?	아직 대응 안함
5	Inflation monitoring	2차 충격이 존재하는가?	임금, 서비스, 기대인플레이션 관찰
6	Balance Sheet	유동성 공급이 필요한가?	국채시장 및 자금시장 정상 가동 → 대응 안함
7	Communication	시장에 무엇을 알려주나?	현재 판단, 조건부 반응함수, 금리인상/인하 조건 공개

자료: 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

염승준 연구원

SK 하이닉스 자사주 취득 경과 분석



주1: VWAP(Volume Weighted Averaged Price, 수량분할 주문), TWAP(Time Weighted Averaged Price, 시간분할 주문)

주2: 8월 20일~8월 28일 일별 추정에서도 평균절대오차 TWAP(10bp) < VWAP(20bp) < 종가(175bp) < 시가(247bp) < 고가(270bp) < 저가(346bp) 순으로 나타남

주3: 1일 매수 주문수량 한도는 Min[Max(취득 신고 주식수의 10%(2,407,000주), 이사회 결의일 전일로부터 1개월간 일평균 거래량의 25%(1,431,989주)], 발행주식총수의 1%(7,304,923주)]=2,407,000주

주4: 삼성전자 중앙값은 과거 자사주 취득 Case 중 취득 목적이 "이익 소각(8건)", "주주가치 제고(3건)" 총 11건을 기반으로 도출

자료: FnGuide, Check, KIND, 메리츠증권 리서치센터

이번 보고서는 자사주 취득 및 소각의 회계적 효과를 분석하기보다 자사주 매입 실행 방식에 초점을 맞춘다. 주목할 부분은 2가지다. 1) 일중 물량을 어떻게 배분하는가, 2) 취득 기간 전체에 일별 물량을 어떻게 배분하는가

[일중 물량] 8월 28일 일중 체결내역 25,674건 기반 추정 결과, 자사주 매입 실행 방식은 TWAP 알고리즘으로 확인된다. 누적 체결비중이 경과시간에 대해 0.999 결정계수를 보인다. 8거래일 간 650,000주 고정, 체결율 100%임을 감안하면 정해진 물량을 정해진 속도로 확실히 취득하는 것을 우선순위 둔 것으로 보인다. 수량을 통제하고 가격을 시장에 맡긴 구조다.

과거 2차례는 다른 패턴이다. 자기주식 취득결과 보고서 기반 추정 시 2015년은 가격우선 지정가 집행, 2018년은 TWAP + 매수 지정가를 엮은 방식으로 추정된다. 2026년을 포함한 3차례 모두 VWAP 알고리즘 대비 평균 취득가격에서 열위를 보이니(8월 31일 누적 평균 취득가격 1,688,852원 vs VWAP 1,687,192원 / 규모 환산 시 86.3억원 차이) 통계적으로 유의하진 않다.

[일별 물량] 8거래일 동안 일간 2.7%p(650,000주는 신고 수량의 2.7%) 매입 페이스를 유지 중이다. 현재 속도로 자사주 매입을 지속한다고 가정하면 38거래일차인 10월 16일에 종료될 예정이다. 한 가지 생각해볼 점은 FCF의 50% 이상을 주주환원에 쓰는 정책이 유지된다면 대규모 자사주 취득은 정기 이벤트가 된다는 것이다. 이 경우 자사주 매입 타이밍과 실행 방식 자체가 관측 가능한 정보가 된다. 다만 매입 자체를 저평가 신호로 읽는 데는 신중할 필요가 있다. 취득 개시 직전 거래일 종가 대비 취득 기간 중 수익률은 2015-2018년 각각 -11.78%, -15.10%였으며, KOSPI 대비 초과수익률은 -7.97%, -16.84%를 기록했다. 2026년은 8월 31일 종가 기준 +11.60%, KOSPI 대비 초과수익률 +5.89% 기록 중이다.

칼럼의 재해석

황흥진 연구원

SNS에서 발견해 팝업까지, 지역 F&B의 새로운 성장 경로 (McKinsey)

최근 인기 지역 F&B는 비슷한 성장 경로를 가진다. SNS에서 화제가 되면 매장을 찾는 소비자가 늘고, 이를 포착한 백화점이 서울에서 팝업스토어를 연다. 오픈런과 긴 대기 줄은 다시 SNS에서 화제가 되고, 지역에서 시작된 인기는 전국적인 인지도로 이어진다. 백화점에는 집객 콘텐츠가 되고, 지역 F&B에는 상설점을 늘리지 않고도 전국의 수요를 확인할 수 있는 채널이 된다. SNS와 팝업이 점포 확대와는 다른 새로운 성장 경로를 만들고 있는 것이다.

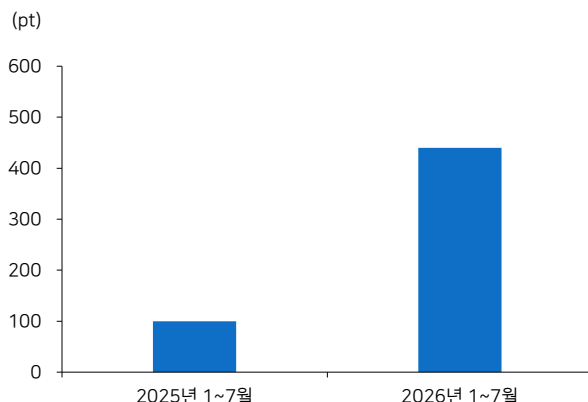
광주 떡집에 전국 손님이 몰린 이유

광주의 60년 된 떡집 창억떡이 SNS를 타고 전국적인 맛집이 됐다. 지난 3월 구독자 77만명의 유튜브 채널 '하말넌'이 광주 여행 영상에서 호박인절미를 소개한 이후 구매 후기와 숏폼 영상이 빠르게 늘었다. 온라인에서 시작된 관심은 실제 방문으로 이어졌다. 올해 1~7월 창억떡 중흥본점의 내비게이션 검색량은 2만8,890건으로 전년 동기 대비 340% 증가했다.

이후 더현대서울에서 열린 일주일간 팝업에는 1만명 이상이 몰렸다. 오전 6시30분부터 대기 줄이 생겼고 일부 소비자는 떡을 사기 위해 5시간 넘게 기다렸다. 같은 기간 롯데백화점 잠실점에서 열린 '떡지순례' 팝업 구매자도 2만명을 웃돌았다. 1965년 광주에서 시작해 오랫동안 지역 소비자에게 익숙했던 브랜드가 SNS를 계기로 다른 지역 소비자까지 끌어들이기 시작한 것이다.

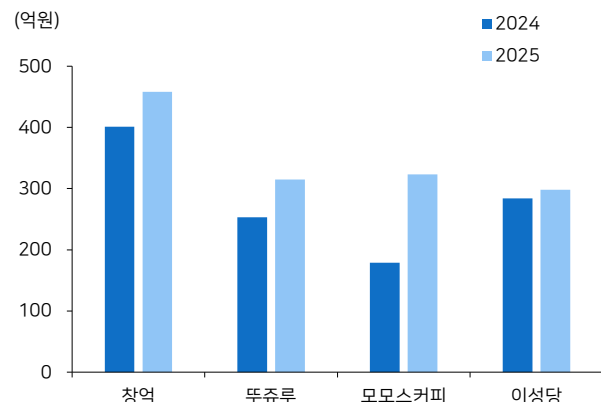
지역 F&B의 성장세는 창억떡만의 일이 아니다. 창억떡의 지난해 매출은 458억원으로 전년 대비 14.2% 증가했고, 뚜쥬루와 모모스커피, 이성당의 매출도 각각 24%, 80%, 5% 증가했다. 최근 인기 있는 지역 F&B들은 비슷한 성장 경로를 보이는데, SNS에서 화제가 되면 매장을 찾는 소비자가 늘고 이를 포착한 백화점이 팝업스토어를 연다. 서울 한복판에서 오픈런과 긴 대기 줄이 만들어지면 다시 SNS에서 화제가 되면서, 지역에서 시작된 인기가 전국적인 인지도로 이어진다.

그림1 창억떡 중흥본점 내비게이션 검색량 추이 지역



자료: 한국관광데이터랩, 메리츠증권 리서치센터

그림2 디저트 업체 매출 추이



자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

발견은 SNS에서, 경험은 오프라인에서

이 같은 성장 경로가 가능해진 배경에는 먼저, 소비자가 새로운 브랜드를 발견하는 방식의 변화가 있다. McKinsey에 따르면 Z세대의 23%는 새로운 브랜드를 SNS에서 발견하며, 구매 결정에서 소셜미디어의 영향을 받는 비중도 24%나 된다. SNS가 광고 채널을 넘어 새로운 브랜드를 발견하는 경로가 되고 있는 것이다.

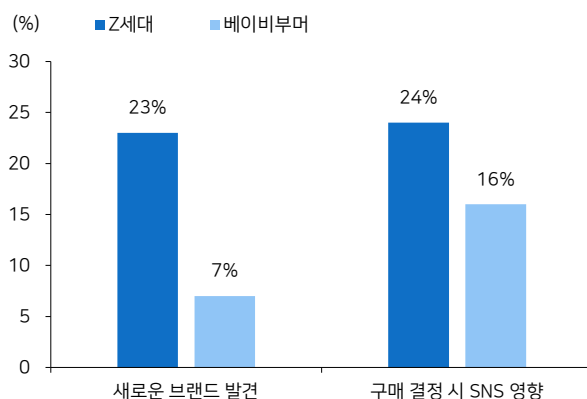
지역 브랜드 입장에서는 소비자를 만나는 방식도 달라진다. 과거에는 신규 지역에 점포를 내거나 유통망을 확보해야 점점을 넓힐 수 있었다면, 지금은 온라인에서 먼저 인지도를 만들고 소비자를 본점과 팝업으로 끌어올 수 있다. 매장을 전국으로 늘리지 않아도 지역 밖의 소비자를 만날 수 있는 새로운 통로가 열린 셈이다.

두번째는 경험 소비의 확대다. 온라인으로도 주문가능한 상품을 직접 찾아가서 구매하는 이유는 무엇일까? 팝업스토어에서 소비자가 산 것은 호박인절미지만, 매장을 직접 찾아가고 몇 시간을 기다린 뒤 한정된 기간에 제품을 구매하는 과정 자체가 하나의 경험이 됐다. McKinsey에 따르면 2023~2025년 글로벌 비필수재 시장이 0.8% 성장하는 동안 경험 시장은 2.6%, 여행 관련 경험 시장은 4.4% 성장했다. 물가 부담이 이어지는 상황에서도 소비자가 기억에 남는 경험에는 지갑을 열고 있다는 의미다.

Z세대는 온라인에서 정보를 찾으면서도 오프라인 쇼핑을 적극적으로 이용한다. Deloitte는 이러한 Z세대를 '옴니쇼핑 세대'로 설명한다. Z세대의 64%가 소셜미디어에서 상품을 찾고, 동시에 73%는 주 1회 이상 오프라인에서 쇼핑한다고 답했다. 온라인이 오프라인을 대체하기보다 새로운 방문 수요를 만들고 있는 것이다.

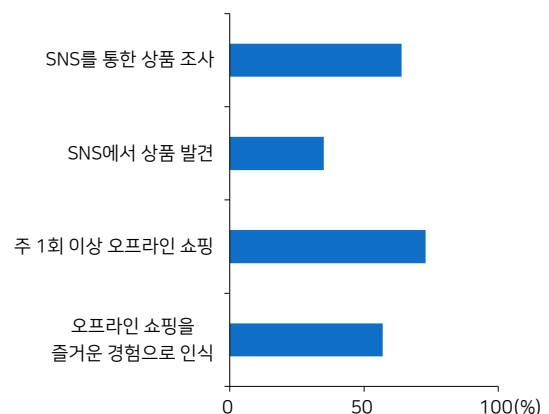
결국 온라인에서 발견한 브랜드를 직접 찾아가 경험하려는 소비가 늘고 있다. SNS에서 발견한 지역 브랜드가 여행의 목적지가 되고, 온라인으로 살 수 있는 상품도 본점이나 팝업에서 직접 경험하려는 소비자가 늘어난다. 짧은 기간에만 열리는 팝업은 소비자에게 방문 동기를 만들고, 오픈런과 대기도 하나의 경험이 된다.

그림3 Z세대, 브랜드 발견부터 구매까지 SNS 영향 확대



자료: McKinsey, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Z세대의 브랜드 소비 경로



자료: Deloitte, 메리츠증권 리서치센터

팝업스토어로 만나는 전국 소비자

브랜드 입장에서 팝업의 활용도는 높다. 정식 매장을 열지 않고도 새로운 지역의 소비자를 만나고 실제 반응을 확인할 수 있기 때문이다. 정식 매장은 임차 계약과 인테리어, 인력 채용 등 고정비 부담이 크지만, 팝업은 짧은 기간 안에 판매량과 대기 시간, 구매 전환, SNS 반응 등을 확인할 수 있다. 팝업스토어의 역할이 단순한 임시 매장에서 마케팅 수단으로 넓어지고 있는 것이다.

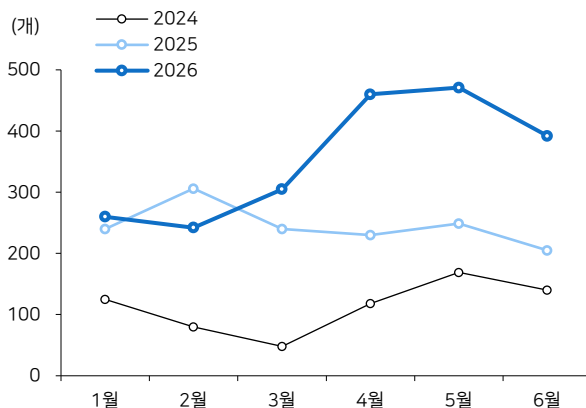
실제로 소비자와의 접점을 넓히기 위해 팝업을 활용하는 브랜드는 빠르게 늘고 있다. 스위트스팟의 팝업 정보 플랫폼 팝가에 따르면 올해 상반기 등록된 팝업은 2,130건으로 전년비 44.9% 증가했고, F&B 비중도 11.0%에서 13.5%로 상승했다.

백화점도 이 흐름을 적극적으로 활용하고 있다. 주요 백화점은 SNS에서 인기 조짐이 나타난 브랜드를 빠르게 포착해 팝업으로 가져오는 방식으로 트렌드 대응 속도를 높이고 있다. 백화점의 팝업 운영 건수는 최근 3년 새 두세 배 늘었고, 더현대서울은 올해 상반기에만 330여 회를 진행했다.

지역 F&B에는 이 점이 특히 중요하다. 생산과 본점은 지역에 유지하면서 서울 등 주요 소비지역에서 새로운 고객을 만날 수 있기 때문이다. 행사 이후에는 기존 판매 구조로 돌아갈 수 있어 상설점을 내지 않고도 다른 지역의 수요를 확인할 수 있다. 온라인에서 만들어진 인지도를 본점 방문과 팝업, 주문으로 이어간다.

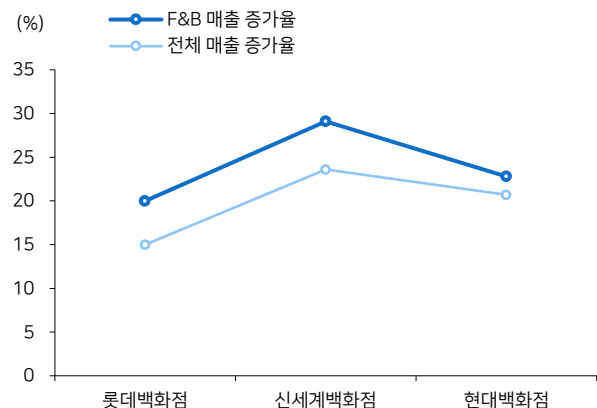
백화점 실적에서도 확인된다. 올해 상반기 백화점 3사의 F&B 매출 증가율은 모두 전체 매출 증가율을 웃돌았다. 롯데백화점의 경우 F&B 구매 고객이 15% 증가했다. F&B가 실제 집객으로 이어지고 있다는 의미다. 결국 백화점은 SNS에서 화제가 된 지역 브랜드를 집객 콘텐츠로 활용하고, 지역 F&B는 백화점의 유동인구와 인지도를 통해 전국 소비자를 만난다. 양쪽 이해가 맞아떨어지면서, 지역 F&B에는 점포 확대 외에 또 하나의 성장 경로가 생기고 있다.

그림5 월별 팝업 오픈 수



자료: Sweetspot, 메리츠증권 리서치센터

그림6 백화점 3사 F&B 매출 vs 전체 매출 증가율(1H26)



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

원문: State of the Consumer 2026: When tech acceleration and cost pressures collide (McKinsey)