25bp 인상으로 기운 9월 FOMC

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

8월 CPI 검증과 9월 FOMC 이후의 정책 경로

Summary

8월 미국 소비자물가는 전월 대비 0.4% 상승해 시장 예상에 부합했으나, 근원물가는 0.3%를 기록하며 예상치를 상회했다. 주거비의 반등과 7월 PCE 물가 추이를 고려할 때 이를 단순한 일회성 노이즈로 치부하기는 어려우며, 노동시장이 균형 수준을 유지하는 동안 연준 반응함수의 실질적 변수는 물가로 수렴했다. 8월 CPI는 동결을 정당화할 추가 둔화를 보여주지 못했고, 이에 따라 지난해 12월 선제적 인하의 전제는 소멸했다. **따라서 9월 25bp 인상은 지난해 보험성 인하 조치의 되돌림 성격에 해당한다는 판단이다.** 생산자물가에서는 상류 단계의 비용 압력과 중동 리스크에 따른 유가 하락 지연을 감안할 때 향후 1~2개월 내에 통화 완화로 전환할 데이터를 확보하기는 요원하다. **따라서 9월과 12월 각각 25bp 인상을 기본 경로로 상정한다.**

다만 이번 인상의 상한은 지난해 단행된 인하 폭에 국한되며, 10월 회의는 중간선거를 앞두고 유보되는 한편 노동시장의 긴축 비용과 장기 구간의 과도한 부담을 고려할 때 시장이 선반영한 3~4회의 연쇄적 인상 경로는 과도하다. 2027년 1분기 추가 인상 역시 실제 실행될 가능성은 낮다는 판단이다. **9월 점도표의 연말 중간값은 4.1%로 상향될 것으로 전망하며**, 이번 인상은 연준의 물가 대응 의지에 대한 정책 불확실성을 행동으로 해소하는 국면이 될 것으로 예상한다.

또한 잭슨홀 미팅과 8월 CPI 발표일 당시 단기물 금리가 매파적으로 재조정되는 동안 장기물 금리가 동반 상승하지 않은 현상은, 시장이 이번 인상을 추격 긴축이 아니라 불확실성 해소 과정으로 반영하고 있음을 방증한다. 결국 9월 FOMC 기자회견을 통해 긴축의 범위가 지난해 인하분으로 한정됨이 확인될 경우 2년물 금리는 하향 안정화되고 장기물 금리는 정책 불확실성 프리미엄 축소로 상방이 통제되면서, **채권시장 전반의 금리 변동성은 정점을 통과하게 될 것으로 기대한다**. 다만 연준이 보유 국채 만기 단축 가능성을 시사할 경우 이 대체 효과는 상당 부분 상쇄될 리스크가 상존하며, 재정적자와 국채 공급 과잉에서 기인하는 기간 프리미엄은 통화정책의 통제 영역 밖의 변수라는 점에서 9월 인상 이후 10년물 금리의 하락 여지 역시 제한될 것이다.

I. 8월 CPI 검증: 단기 변동성 확대와 약화된 금리 동결 논리

8월 미국 소비자물가(CPI)는 전월 대비 0.4%, 전년 동기 대비 3.4% 상승하며 시장 예상치에 부합했다. 근원 CPI는 전월 대비 0.3% 상승해 예상치(0.2%)를 상회했으나, 전년 동기 대비 상승률은 2.5%에서 2.4%로 둔화되며 2021년 이후 최저치를 기록했다. 시장은 월간 근원물가의 예상치 상회에 반응하며 9월 FOMC의 25bp 금리 인상 확률을 90% 안팎까지 상향 조정했다. 다만 헤드라인 물가와 전년 대비 근원물가 궤적을 고려할 때, 이를 전면적인 물가 재가속으로 단정하기는 어렵다. **단기 변동성과 중기 추세가 혼재되어 나타나고 있어, 정책 경로 판단을 위해서는 세부 항목별 물가 압력의 지속성을 면밀히 분해할 필요가 있다.**

헤드라인 물가의 상승은 대부분 에너지 가격 급등에 기인한다. 에너지 지수는 전월 대비 2.1% 상승했고, 특히 휘발유 가격이 3.9% 급등하며 전체 CPI 월간 상승분의 3분의 1 이상을 기여했다. 전년 동기 대비 기준으로도 에너지 지수는 16.3%, 휘발유는 27.4%의 가파른 상승률을 기록했다. 즉, **헤드라인 물가의 0.4% 상승은 수요 압력의 광범위한 확산보다는 에너지 가격 상승과 기저효과가 결합된 결과로 해석하는 것이 타당하다**. 다만, 에너지 가격 상승이 운송비 및 기타 서비스 물가로 전이되는 2차 파급 효과는 시차를 두고 가시화될 수 있으므로, 단순 공급 충격이라는 이유만으로 통화정책적 경계감을 선제적으로 배제할 수는 없다.

[표 1] 2026 년 8 월 미국 소비자물가 주요 지표

지표	8월	7월	시장 예상
헤드라인 CPI 전월비	+0.4%	+0.1%	+0.4%
헤드라인 CPI 전년비	3.4%	3.4%	3.4%
근원 CPI 전월비	+0.3%	+0.2%	+0.2%
근원 CPI 전년비	2.4%	2.5%	2.5%
에너지 전월비	+2.1%	-1.5%	-
주거비 전월비	+0.3%	+0.1%	-

자료: BLS, 유안타증권 리서치센터

근원물가의 내부 구성은 헤드라인 지표보다 복합적인 양상을 띤다. 주거비는 전월 대비 0.3% 상승해 전월(0.1%) 대비 반등했고, 숙박료와 항공료는 각각 2.4%, 2.7% 상승했다. 통신서비스 역시 2.3% 상승했으며, 하위 항목인 무선통신료는 5.9% 급등했다. 반면 의료서비스와 자동차보험은 각각 0.2%, 0.8% 하락했다. 근원 서비스 부문 전반이 일제히 재가속한 것은 아니나, **상승 압력이 여행 및 통신 등 특정 부문에 국한되지 않고 핵심 기조 지표인 주거비의 반등과 맞물렸다는 점은 현재의 물가 흐름을 단순한 에너지 가격 충격의 파급으로 일축하기 어렵다**.

무선통신료의 영향은 통계적으로 유의미한 수준이다. BLS 세부 항목상 무선통신서비스의 가중치는 약 1.3%이며, 8월 가격은 전월 대비 5.9% 상승했다. 단순 가중 기준으로 전체 CPI에 약 0.08%p를 기여했으며, 이를 배제할 경우 근원 CPI의 월간 상승률은 0.2%대 초반으로 낮아진다. 이는 특정 통신사의 요금제 조정에 기인한 만큼 일회성 요인일 가능성이 높다는 판단이다. 숙박료는 7월 2.8% 하락한 이후 8월 2.4% 상승하며 기저효과에 따른 되돌림 성격이 반영되었고, 항공료는 계절성과 유가의 영향을 복합적으로 받고 있다. **다만 실제 물가가 예상치를 상회할 때마다 이처럼 변동성이 큰 특이 항목들을 모두 소거할 경우, 물가의 기조적 흐름을 과소평가하는 오류가 발생할 수 있다.** 정책 당국 역시 개별 물가 상승의 원인을 세밀하게 분해하되, 특정 부문의 가격 충격이 여타 부문으로 전이되는 2차 파급 효과를 경계하는 방식으로 접근할 것으로 판단한다.

추세 지표를 살펴보면 상반된 신호가 나타나고 있다. 근원 CPI의 3개월 연율화 수치는 1.6%에서 2.0%로 상승하며 단기 물가 상승 압력이 확대되었으나, 전년 동기 대비 상승률은 2.4%로 둔화되었다. 애틀랜타 연은이 산출하는 가격 경직적 물가(Sticky CPI) 상승률 역시 8월 연율 기준 3.1%를 기록하며 전월(3.5%) 대비 둔화되었다. 기조적 물가가 목표 경로를 이탈하여 재가속하고 있다는 증거는 제한적이지만, 단기 물가 궤적이 2% 목표치로 빠르게 수렴하고 있다고 단정하기도 어렵다. 더욱이 연준이 핵심 잣대로 삼는 PCE 물가는 7월 기준 헤드라인 3.7%, 근원 3.3%를 기록하며 여전히 CPI를 상회하는 수준에 머물러 있다. 7월 기준 근원 CPI(2.5%)와 근원 PCE(3.3%) 간의 0.8%p 격차는 PCE 지표에만 포함되는 귀속 항목(포트폴리오 관리 수수료 및 비시장 서비스 가격 등)에 주로 기인한다. 통상적으로 근원 CPI가 근원 PCE를 상회한다는 점을 고려할 때, 현재의 부호 역전 현상은 이례적이다. **연준이 PCE 지표의 포괄성과 6개월 중기 추세를 정책 결정의 기준으로 삼고 있는 점을 감안하면, 단편적인 CPI 지표의 둔화가 현재의 통화정책 판단을 즉각적으로 변경하기는 어렵다.**

추가적으로 생산자물가(PPI)의 파급 경로를 점검할 필요가 있다. 8월 PPI 지표는 현재의 에너지 충격이 생산 상류 단계에 집중된 반면, 최종 서비스 물가로의 전가는 아직 제한적임을 시사한다. 세부적으로 최종수요 PPI는 전월 대비 0.4% 상승했으나, 상품 부문이 1.1% 상승한 반면 서비스 부문은 0.1% 상승하는 데 그쳤다. 상품 물가 상승분의 4분의 3 이상은 에너지 가격 급등(4.2%)에 기인하며, 하위 항목인 디젤 가격은 24.1% 급등했다. 중간수요 측면에서도 가공재 가격이 1.8% 상승했으며, 이 중 80% 이상이 가공 에너지 가격 상승(7.3%)으로 설명된다. 반면 중간수요 서비스는 0.3% 상승에 머물렀으며, 유통, 운송, 창고 부문을 제외한 여타 서비스 가격은 오히려 0.1% 하락했다.

[표 2] 8 월 PPI 생산단계별 가격 변동

구분	Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4
전월비	+1.4%	+0.8%	+0.8%	+0.4%
상품 투입가격 전월비	+2.1%	+1.8%	+1.0%	+0.7%
서비스 투입가격 전월비	+0.5%	+0.1%	+0.5%	+0.2%
전년비	11.3%	9.7%	6.5%	6.7%

자료: BLS, 유안타증권 리서치센터
주: Stage 1 이 가장 상류, Stage 4 가 최종수요에 가장 근접

생산 단계별 흐름에서도 비용 압력은 최종수요에 근접할수록 점차 축소되는 양상이다. 상류 부문인 1단계(Stage 1) 물가는 전월 대비 1.4% 상승한 반면 4단계(Stage 4)는 0.4% 상승에 그쳤다. 전년 동기 대비 기준으로도 1단계와 2단계가 각각 11.3%, 9.7%의 높은 수준을 기록한 반면, 3단계와 4단계는 6.5%, 6.7% 수준을 나타냈다. 최종수요 단계에서 화물트럭 운임은 2.0% 상승했으나, 유통 서비스 마진은 0.2% 하락했고 연료 소매 마진은 11.3% 급감했다. **기업들이 원가 상승분의 상당 부분을 판매 가격 인상 대신 마진 축소로 흡수하면서, 광범위한 2차 가격 전가가 지연되고 있는 것으로 해석된다.**

따라서 8월 PPI 지표는 에너지 가격 충격이 서비스 물가 전반으로 이미 확산되었다는 증거라기보다는, 공급망 내부에 비용 압력이 누적되고 있다는 신호로 해석하는 것이 타당하다. 유가 상승 국면이 장기화될수록 기업의 비용 흡수 여력은 소진되며, 운송비 및 서비스 가격의 후행적 상승 가능성은 확대된다. **이는 향후 1~2개월간 발표될 물가 데이터가 통화정책 완화의 근거로 작용하기 어렵다고 판단하는 핵심 배경이다.**

결과적으로 8월 CPI는 기준금리 동결의 논리를 없애지는 않았으나, 그 타당성을 일정 부분 약화시켰다. 에너지, 무선통신료, 여행 항목의 기여도가 컸고 중기 물가 추세는 둔화되었으나, 연준이 주시하는 PCE 물가가 여전히 목표치를 크게 상회하는 가운데 생산 상류 부문의 비용 압력이 누적되고 있다. **이번 8월 지표는 50bp의 금리 인상을 요구할 만한 물가 재가속은 아니나, 정책금리 동결을 결정하기 위해서는 인플레이션의 추가 둔화 확인이 선행되어야 함을 시사한다.**

II. 9월 FOMC: 25bp 인상, 인하 전제의 되돌림

물가 궤적이 통화정책의 핵심 변수로 작용하는 가운데, 현재의 노동시장은 금리 결정의 직접적 동인이라기보다 추가 긴축을 제약하지 않는 중립적 조건에 가깝다. 8월 비농업 고용은 16만 2,000명 증가했고 실업률은 4.1%로 유지되었으며, 6월과 7월 수치도 합계 5만 5,000명 상향 수정되었다. 경제활동인구가 68만 3,000명 증가하며 참가율이 61.6%로 상승해 노동 공급 확장이 고용 증가를 온전히 흡수했고, 시간당 임금 상승률은 전년 동기 대비 3.1%로 둔화되었다. 실업률 중립 고용(Breakeven Employment) 기준선이 월 1만 5,000명에서 8만 7,000명 범위로 하향 조정된 상태에서, 3개월 평균 고용 증가폭인 7만 1,000명은 해당 추정 범위 내에 머물러 있다.

지난 보고서(8월 고용보고서 검증과 통화정책의 실질 변수, 9월 7일)에서 진단한 바와 같이, 현재의 노동시장은 재과열 국면이 아니라 수급 균형이 유지된 상태에서의 양적 확장으로 해석하는 것이 타당하다. 8월에는 실업률의 하락 반전, 임금 재가속, 구인 배율 재상승 중 어느 것도 확인되지 않았다. **동시에 이러한 구조는 통화정책 완화의 근거 역시 제공하지 않는다.** 실업률 중립 고용이 낮아진 만큼, 지표상의 고용 증가 둔화가 실제 실업률 상승으로 이어지기 전까지 선제적인 금리 인하 논리는 성립하기 어렵다. **결과적으로 연준 통화정책 반응함수의 실질 변수는 물가로 온전히 수렴한다.**

지난 7월 FOMC에서는 이미 25bp 금리 인상의 문턱을 상당 부분 낮춰둔 상태다. 당시 위원회는 9대 3의 표결로 기준금리를 3.50~3.75%로 동결했으나, 클리블랜드, 미니애폴리스, 댈러스 연은 총재 등 3인이 25bp 인상 소수의견을 제시했으며, 회의 직전에는 캔자스시티를 포함한 4개 지역 연은 이사회가 재할인창구 대출금리 인상을 공식 요청한 바 있다. 7월 FOMC 의사록에서도 인플레이션 둔화세가 정체될 경우 추가 긴축이 필요하며, 현재의 금융여건이 2% 물가 목표 복귀를 담보할 만큼 충분히 제약적이지 않다는 평가가 확인되었다. 정책 기조 조정의 주된 수단이 연방기금금리라는 점에도 대체적인 공감대가 형성되었다. **결과적으로 앞서 분석한 8월 CPI 결과는 7월의 매파적 소수의견을 9월 FOMC의 다수결로 확장시킬 수 있는 결정적 명분을 제공한다.**

만약 이번 9월 회의에서 25bp 인상이 단행된다면, **그 정책적 성격은 새로운 긴축 사이클의 시작이라기보다 지난해 단행되었던 선제적 인하 조치의 되돌림으로 해석해야 한다**. 연준은 2025년 9월, 10월, 12월 세 차례에 걸쳐 각각 25bp씩 금리를 인하하여 정책금리를 4.25~4.50%에서 3.50~3.75%로 낮췄다. 9월 성명서는 고용 시장의 하방 위험 확대를 인하 근거로 명시했고, 파월 의장은 이를 리스크 관리 차원의 조치로 설명했다. 지난해 12월 마지막 인하 당시 연준의 경제 전망과 현재의 거시 지표를 비교해 보면, 당시 통화완화를 정당화했던 정책적 전제가 지금은 어떻게 변화되었는지 확인할 수 있다.

[표 3] 2025 년 12 월 인하 시점 연준 전망과 현재

	2025년 12월 SEP(2026년)	2026년 6월 SEP(2026년)	7, 8월 매크로 지표
근원 PCE	2.5%	3.3%	3.3%(7월)
헤드라인 PCE	2.4%	3.6%	3.7%(7월), 5월 고점 4.1%
실업률	4.4%	4.3%	4.1%(8월)
실질 GDP	2.3%	2.2%	3분기 추정 2.1~2.75%
연방기금금리(연말)	3.4%(추가 인하 1회)	3.8%(인상 1회)	시장 인상 확률 90%

자료: Fed, BEA, BLS, CME, 유안타증권 리서치센터

당시 금리인하를 정당화했던 두 가지 핵심 전제 조건은 현재 정반대로 전개되었다. 우려했던 고용 지표는 악화되지 않았으며, 2026년 근원 PCE 물가 전망치는 불과 6개월 만에 0.8%p 상향 조정되었다. 이에 따라 연준 스스로도 정책 경로의 전망을 인하에서 인상 기조로 선회했다. 지난해 금리 인하 당시 파월 의장은 추가 인상이 어느 위원의 기본 시나리오에도 포함되지 않는다고 단언했으나, 9개월이 경과한 현재 시장은 당장 이번 9월의 금리 인상 확률을 90% 수준으로 반영하고 있다.

즉, 고용 하방 위험에 대비해 선제적으로 단행했던 보험성 인하의 명분은 실현되지 않은 반면, 기조적인 물가 상승 압력은 여전히 잔존하고 있는 상태다. 이러한 거시 환경에서 정책금리를 인하 이전 수준으로 복구하는 것은 중앙은행의 통화정책 일관성을 확보하는 과정으로 보아야 한다. **따라서 이번 금리 인상은 실물 경기를 억제하기 위한 새로운 긴축 사이클의 가동이 아니라, 완화의 전제 조건 소멸에 따른 되돌림으로 규정하는 것이 타당하다는 판단이다.** 아울러 뉴욕 연은이 추정한 명목 중립금리(3.65%)가 현재의 실효연방기금금리(EFFR, 3.63%)와 사실상 일치한다는 점 역시, 현재의 정책 기조가 실물 경제를 억제할 만큼 충분히 제약적이지 않음을 뒷받침한다.

필자의 9월 FOMC 기본 시나리오는 25bp 금리 인상이며, 이에 따른 목표 정책금리 범위는 3.75~4.00%다. 50bp 인상 가능성은 5% 미만으로 제한적이라 판단한다. 8월 헤드라인 CPI가 시장 예상치에 부합한 가운데 근원물가의 전년 동기 대비 상승률이 둔화되었고, 지난 7월 회의에서 인상 소수의견을 제시했던 매파 위원들 역시 25bp 인상을 선호했기 때문이다. 또한 5~10년 장기 기대인플레이션이 3.4%를 기록하며 1년 단기 기대치(4.6%)와 격차를 유지하고 있어, 중장기 물가 기대 심리의 앵커링 훼손 징후도 부재하다.

정책금리 동결 가능성은 20% 내외로 열려 있으나, 동결을 선택하더라도 성명서 문구와 워시 의장의 기자회견이 비둘기파적으로 전환될 확률은 희박하다고 생각한다. 이때의 동결은 추가 긴축 논리의 폐기가 아니라, 인플레이션 지표의 둔화 궤적을 1개월 더 확인하겠다는 전술적 유보에 가깝다. 현재 금융시장은 CME FedWatch 기준 9월 금리 인상 확률을 90% 수준으로 반영하고 있다. 미국 국채 2년물 금리 역시 4.57%를 기록하며 실효연방기금금리(EFFR) 대비 94bp의 스프레드를 형성하고 있는 만큼, **금리 인상 이벤트 자체는 이미 자산 가격에 충분히 선반영된 것으로 판단한다**.

9월 FOMC 표결 내역에서 가장 주시해야 할 변수는 반대표(소수의견)의 발현 방향성이다. 지난 7월 회의 당시 인상을 주장했던 3인의 지역 연은 총재들은 찬성표로 선회할 가능성이 높으며, 월러 이사 역시 인플레이션의 완만한 재가속만으로도 인상을 지지하겠다는 입장을 시사한 바 있어 전월 대비 0.3% 상승한 8월 근원 CPI 지표가 해당 인상 조건을 충족한다.

앞선 7월 회의에서 연준 이사회 구성원 7인이 재할인율 동결에 만장일치로 합의했던 점을 감안할 때, 잔존하는 주요 불확실성은 이사회 내부에서 제기될 수 있는 동결 의견의 향방이다. **특히 전임 의장인 파월 이사가 후임 의장의 첫 금리 인상 조치에 반대표를 행사할 경우**, 전임 의장이 이사로서 표결에 참여하는 것 자체가 1951년 에클스 이후 처음인 만큼 이번 금리 인상에 수반되는 정치적 부담을 크게 가중시키는 요인으로 작용할 전망이다.

III. 향후 통화정책: 거시적 제약 요인 속 12월 추가 인상 전망

이번 9월 FOMC에서 25bp 인상 이후, 12월 추가 25bp 인상 시나리오를 통화정책의 기본 경로로 전망한다. 첫 번째 근거는 앞선 Ⅰ장에서 점검한 물가 전가의 시차 효과다. 생산 상류 단계에 누적된 비용 압력이 기업의 마진 축소로 일방적으로 흡수되는 국면은 고유가 환경이 지속되는 한 장기화되기 어렵다. 더욱이 향후 발표될 9월 CPI, 8월 PCE 및 9월 PPI는 에너지 부문의 불리한 기저효과가 헤드라인 물가에 직접적인 상방 압력으로 작용하는 구간에 해당한다.

두 번째 근거는 중동 지정학적 리스크의 장기화다. 지난 2월 말 이후 호르무즈 해협이 사실상 봉쇄된 가운데, 9월 11일 사우디아라비아가 일평균 500만 배럴 규모의 우회 수송로인 동서 파이프라인 가동을 중단했으며, 홍해 관문인 바브엘만데브 해협의 물류 차질 위험도 가중되고 있다. 이에 따라 브렌트유가 배럴당 107달러 선을 기록하는 등 유가의 하향 안정화 시점은 지속적으로 지연되고 있다.

세 번째 근거는 인플레이션 기대 경로의 불안정성이다. 9월 미시간대 1년 단기 기대인플레이션은 4.6%를 기록하며 전월(4.0%) 대비 급등했고, 소비자심리지수는 47.8로 1952년 통계 집계 이후 역대 두 번째 최저치로 추락했다. 현재 임금을 매개로 한 물가 상승 경로는 통제되고 있으나, 기대 심리가 자극받은 상태에서 공급 충격이 누적될 경우 물가의 2차 파급 우려는 더욱 강화된다. **이상의 세 가지 요인을 종합할 때, 향후 1~2개월 내에 연준이 통화정책을 완화적 기조로 재전환할 만한 실증적 데이터를 확보하기는 실질적으로 어렵다고 판단한다.**

그러나 현재 금융시장이 예상하고, 국채 2년물 금리에 선반영한 최대 4회의 추가 금리 인상 경로는 과도한 수준으로 판단한다. 금리 인상의 실질적 상단은 이번 9월 FOMC에서 금리 인상의 정책적 성격에서 도출된다. 9월 금리 인상이 지난해 단행된 75bp 선제적 인하의 되돌림 성격이라면, 연준이 수용할 수 있는 추가 긴축의 최대 폭 역시 75bp에 국한된다. 그 이상의 금리 인상은 실물 경기 억제를 목적으로 하는 전면적 긴축을 의미하며, 이는 CPI 기준 디스인플레이션 추세가 지속되고 있는 현재의 거시 환경과 정면으로 충돌한다.

현재 노동시장의 수급 여건 역시 동일한 정책적 제약을 시사한다. 지난 보고서에서 점검한 바와 같이, 구인 배율(V/U ratio)은 1.05를 기록하며 팬데믹 이전의 수급 균형 수준에 도달했다. 베버리지 곡선상의 현재 위치 또한 노동 수요가 추가로 위축될 경우 빈 일자리(구인)가 줄어드는 대신 실업률 자체가 직접 상승하는 임계점에 근접해 있다. **이는 동일한 25bp의 금리 인상이라 하더라도 2년 전에 비해 고용 측면에서 감당해야 할 한계 비용이 확대되었음을 의미하며**, 인상이 누적될수록 이러한 경제적 비용은 정치적 부담과 함께 가중될 수밖에 없다.

장기 금융여건 역시 이미 제약적인 영역에 진입해 있다. 미 국채 10년물 실질금리가 2.3%대를 기록하며 통상적인 중립 실질금리 추정 범위(0.7~1.2%)를 크게 상회하고 있어, 단기금리 중심의 테일러 준칙 처방을 기계적으로 적용할 여지는 제한적이다. 직전 정책금리 수준에 관성을 부여하는 주요 정책 준칙의 타겟 금리 도출 값(3.9% 내외)이 9월 25bp 인상 이후의 도달 수준(3.75~4.00%)과 근접해 있다는 점도 이러한 판단을 뒷받침한다.

이와 동일한 논리적 궤적을 지닌 역사적 선례로는 1998년 하반기에 단행된 75bp 금리 인하 조치를 1999년 6월부터 되돌렸던 사례를 들 수 있다. 당시 연준은 성명서를 통해 전년도 가을의 완화적 조치 전부가 더 이상 필요하지 않다고 명시하는 한편, 생산성 향상이 물가 상승 압력을 억제하고 있다는 점을 병기했다. 선제적 인하의 전제 조건이 소멸했을 때 정책금리를 기존 수준으로 원상 복구한다는 통화정책의 기본 논리 구조는 현재와 일치한다. 다만 첫 되돌림 이후 11개월에 걸쳐 175bp의 추가 긴축이 단행되었던 1999년과 달리, 현재는 연쇄적인 누적 인상이 재현되기 어려운 구조적 한계를 안고 있다. 국채 2년물 금리가 이미 1999년 6월(약 75bp)보다 폭넓게 인상 경로를 선반영(94bp 스프레드)하고 있을 뿐만 아니라, 장기금리(10년물 4.91%, 30년물 5.32%) 역시 1999년 당시 10년물의 출발점(4.7%)을 넘어 미 재무부가 적극적으로 상단을 억제해야만 하는 제약적 레벨에 놓여 있다. 이처럼 금융시장 전반에 긴축 효과가 이미 짙게 반영된 상황에서, 앞서 짚은 노동시장의 실업률 전이 임계점까지 감안한다면 **과거 1999년형 누적 금리 인상 사이클이 전개될 거시적 조건은 성립하지 않는 것으로 판단한다**.

결과적으로 다가오는 10월 FOMC에서는 기준금리 동결을, 이어지는 12월 회의에서 두 번째 25bp 추가 인상을 유력한 기본 경로로 전망한다. 10월 회의는 11월 3일 미국 중간선거 직전에 개최되는 만큼, 선거를 목전에 둔 시점에서의 금리 인상이 야기할 정치적 부담은 연준 위원회가 추가 긴축을 한 차례 유보할 유인으로 작용한다. 나아가 2027년 1분기로 이연될 수 있는 세 번째 금리 인상 시나리오는 이론적 가능성만 열어두되, 실제 단행될 확률은 낮다고 판단한다. 해당 시점에는 에너지 부문의 기저효과가 다시 물가 하방 압력으로 반전되는 가운데, 누적된 장단기 긴축 효과가 실물 고용 지표의 둔화로 본격화될 시기이기 때문이다. 특히 이 과정에서 베버리지 곡선상의 임계점을 지나 실업률이 유의미한 상승세로 반전할 경우, 연준 통화정책 반응함수의 무게중심은 물가 억제에서 고용 방어로 이동할 수밖에 없다.

[표 4] 9 월 점도표 2026 년 말 중간값 시나리오

중간값	의미	판단
3.9%	9월 인상으로 연내 종료	위원회가 이번 인상을 일회성으로 규정하는 경우. 단기물 금리 하락, 2년물 4.3~4.4%
4.1%	12월 추가 인상	기본 시나리오. 지난해 75bp 인하 범위 내 되돌림. 시장 반영(3~4회) 대비 완만, 2년물 4.3~4.5%
4.4%	10월과 12월 연속 인상	물가 억제 목적의 긴축으로 전환. 단기물 금리 상승, 2년물 4.7% 이상

자료: Fed, 유안타증권 리서치센터

새롭게 공개될 9월 점도표는 이러한 연내 추가 금리 경로의 현실화를 가늠할 핵심 기준점이다. 지난 6월 점도표 상의 2026년 말 기준금리 중간값(3.8%)은 이미 연내 1회 인상을 시사한 바 있으며, 당시 연내 복수(2회 이상) 인상을 전망한 위원은 6명이었다. 총 19명의 위원 중 10명 이상이 연내 2회 인상을 전망해야 중간값이 4.1%로 올라서기 때문에, 기존 전망 분포에서 4명 이상의 매파적 상향 이동이 요구된다. 6월 이후 확인된 인플레이션 전망치의 상향 조정과 견조한 고용 지표 흐름을 감안할 때 이는 충분히 현실성 있는 시나리오이며, **이번 9월 점도표의 연말 중간값 4.1% 상향을 유력한 기본 경로로 상정한다**.

다만 워시 의장이 그간 점도표와 정례적인 포워드 가이던스가 시장의 자율적 판단을 제약한다고 지적하며, 지난 6월 회의 당시 본인의 금리 전망치를 제출하지 않았다는 점은 주요 변수다. 이번 회의에서도 점도표는 정상적으로 공개되겠으나, 이를 기계적인 사전 약속으로 해석하는 것을 경계하는 메시지가 동반될 가능성이 높다. 역으로, **만약 워시 의장이 기존의 유보적 입장을 선회하여 점도표 제출을 재개한다면, 그 행위 자체가 12월 추가 인상을 뒷받침하는 정책 신호로 작용할 전망이다**.

이번 기자회견은 물가 상방 리스크를 경계하되 추가 긴축의 범위를 한정하는 취지로 전개될 것으로 예상한다. 워시 의장은 8월 CPI의 일부 일회성 항목에 따른 단기 노이즈를 인정하면서도, 3% 이상 상승한 PCE 구성 항목의 비중이 54%에 달하는 등 물가 압력이 광범위하게 확산되어 있음을 강조할 것이다. 특히 최근 6개월 연율화 PCE 물가(4.1%)가 전년 동기 대비 상승률(3.7%)을 상회한다는 점을 근거로, 2% 물가 목표로의 수렴 속도가 충분하지 않다고 지적할 가능성이 높다. 이번 25bp 인상의 명분은 견조한 고용 시장과 여전히 제약적이지 않은 광범위한 금융여건으로 설명될 것이다. 다만, 최근 장기 시장금리 상승이 통화정책의 긴축 부담을 일부 분담하고 있다는 점을 함께 언급함으로써 추가 인상의 속도를 조절할 여지를 남겨둘 것으로 판단한다.

향후 정책 경로에 대해서는 기계적인 사전 약속을 배제하는 한편, 지난해 보험성 인하분의 범위 내에서만 필요한 수준의 되돌림을 진행하겠다는 취지의 소통이 예상된다. 이러한 기조가 확인될 경우 **현재 금융시장에 선반영된 3~4회의 추가 인상 경로는 2~3회 수준으로 축소되고, 국채 2년물 금리는 인상 직후 오히려 4.30~4.50% 구간으로 하향 안정될 것으로 전망한다**. 반면 워시 의장이 긴축의 범위에 대한 명시적 언급을 피할 경우 2년물 금리는 4.50~4.60% 수준에 머물 것이며, 이 경우 시장 금리의 하향 조정은 10월 회의의 기준금리 동결이 실제 확인되는 시점까지 지연될 것으로 예상된다.

IV. 9월 인상은 시장 자체 긴축 수단을 대체

9월 금리 인상이 장기금리에 미치는 파급 효과는 이번 통화정책의 성격을 판별하는 핵심 기준이 된다. 중앙은행이 금융여건을 긴축하는 경로는 크게 두 가지다. 직접 정책금리를 인상하거나, 시장 자율적인 장기금리 상승을 용인하는 것이다. 워시 의장은 지난 7월 기자회견에서 직전 42일간 국채 전 구간에 걸쳐 명목 및 실질금리가 상승했음을 지적하며, 시장이 이미 상당 부분 긴축적 역할을 수행했다고 평가한 바 있다. **연준이 포워드 가이던스를 철회하고 정책 대응을 유보한 기간 동안, 필요한 수준의 금융 긴축을 시장이 대행한 셈이다.**

그러나 이러한 시장 자율적 긴축은 정책금리 인상과는 다른 형태로 자산 가격에 반영된다. 중앙은행의 통화정책 반응함수를 확신할 수 없는 국면에서 장기채를 보유하기 위해 투자자들은 불확실성에 대한 보상을 요구하며, 이는 기간 프리미엄의 확대로 축적된다. 지난 보고서(AI가 채우는 만기: 장기물 수급 구조의 변화와 거시경제적 함의, 9월 1일)에서 점검한 바와 같이, 국채 10년물 기간 프리미엄은 6월 말 이후 27bp 상승한 반면, 5~10년 장기 기대인플레이션은 8월 3.3%에서 9월 3.4%로 유의미한 변화를 보이지 않았다. **즉, 최근의 장기금리 상승분은 물가 기대 심리가 아닌 통화정책 불확실성이 가격에 반영된 결과다.** 채권시장 변동성 지수인 MOVE 지수가 연초 대비 15% 급등하며 주요 자산군 중 유일하게 변동성 확대를 기록한 점, 그리고 같은 기간 VIX 지수가 연중 최저치로 하락했다는 점은 현재 시장의 리스크 프리미엄이 금리 경로에만 집중되어 있음을 방증한다.

시장이 대신하는 긴축은 정책금리 인상에 비해 실물 경제가 치르는 사회적 비용이 크다. 기간 프리미엄의 확대는 주택 모기지 금리와 기업의 장기 조달 비용뿐만 아니라 정부 재정의 이자 지출 부담으로 직결된다. 앞서 점검한 바와 같이 국채 10년물 실질금리가 2.3%대를 기록하며 통상적인 중립 실질금리 추정 범위(0.7~1.2%)를 크게 상회하고 있는 만큼, 현재 장기 구간의 긴축 강도는 이미 과도한 영역에 진입해 있다. 반면, 이러한 시장 주도형 긴축은 명확한 정책 경로를 제시하지 못하기 때문에 인플레이션 기대 심리를 안정적으로 고정하는 데는 한계가 있다. 이러한 구조적 맥락에서 **9월의 25bp 금리 인상은 기존의 시장 긴축 위에 기계적으로 부가되는 추가 긴축이 아니라, 긴축의 주체와 위치를 전환하는 대체 과정으로 이해해야 한다**. 정책금리 인상을 통해 연준의 반응함수가 가시화되면 통화정책의 불확실성이 해소되고, 이에 따라 장기채 투자자들이 요구하던 위험 보상(기간 프리미엄)은 축소되기 때문이다. 결과적으로 금융여건 전반의 총체적 긴축 강도는 크게 변하지 않으나, 그 구성이 불확실성에 기반한 장기물 프리미엄에서 명확한 단기 정책금리로 이동하게 된다. 이 같은 수단 간의 이동이 바로 정책금리 인상 단행 이후 장기금리가 오히려 안정화되는 경로를 형성하는 핵심 동력이다. 중립금리 수준에서의 25bp 인상이 실물 경제에 부과하는 추가적 비용이 제한적이라는 점, 그리고 장기 구간의 긴축 부담이 이미 과도하다는 점을 함께 고려할 때, **이번 25bp 인상은 연준 입장에서 가장 부작용이 적고 비용 효율적인 긴축 수단에 해당한다고 평가한다**.

이처럼 긴축 수단의 대체가 실제로 진행되고 있다는 실증적 증거는 연준의 매파적 통화정책 스탠스가 강화된 날의 채권시장 수익률 곡선 반응에서 확인된다. 잭슨홀 미팅 연설 당일 국채 2년물 금리는 13bp 급등한 반면, 10년물은 6bp, 30년물은 2bp 상승하는 데 그쳤다. 나아가 8월 CPI 발표일에도 2년물 금리가 상승 압력을 받는 동안 10년물 금리는 오히려 4.95%에서 4.91%로 하락 마감했다. 이처럼 단기물 금리가 인상 경로를 선반영하며 가파르게 재조정되는 과정에서 장기물 금리가 동반 상승하지 않은 현상은, **시장이 이번 금리 인상을 연준의 뒤처진 추격 긴축이 아니라 통화정책 불확실성의 해소 과정으로 온전히 반영하고 있음을 방증한다**.

실제로 연준이 물가 대응에 늦어 정책적 실기를 한 뒤 가파른 추격 긴축에 나섰던 2022년 당시에는 첫 금리 인상 단행 이후 불과 3개월 만에 10년물 국채 금리가 100bp 이상 급등한 바 있다. 그러나 2026년 현재의 수익률 곡선 반응은 그와 정확히 대척점에 서 있다. 9월 인상이 단행되고 앞서 Ⅲ장에서 상정한 바와 같이 기자회견을 통해 긴축의 범위가 지난해 인하분으로 한정되는 취지가 확인될 경우, **2년물 금리는 4.30~4.50% 구간으로 하향 안정화되는 한편 장기물 금리 역시 정책 불확실성 프리미엄의 축소로 인해 상방이 통제될 것이다**. 결과적으로 수익률 곡선의 양 끝단이 모두 평탄화 압력을 받게 될 가능성이 존재한다.

이러한 긴축 수단의 대체 경로를 제어하거나 되돌릴 수 있는 핵심 변수는 연준 이사회 내부의 대차대조표 운용 기조에 잠재해 있다. 지난 7월 FOMC 의사록은 보유 국채의 만기 구성 조정을 공식 논의 대상으로 명시한 바 있으며, 워시 의장 역시 단기금리가 통화정책의 주된 수단이며 대차대조표는 단기 정책을 직접 좌우하지 않는다는 입장을 밝힌 적이 있다. 이 같은 스탠스는 장기물 매입을 배제하고 보유 국채의 평균 만기를 단축하는 방향과 구조적으로 정합적이다. **만약 이러한 정책 변화가 가시화될 경우, 연준 스스로 장기물 프리미엄을 다시 밀어올려 앞서 언급한 긴축 수단의 대체 효과를 상당 부분 상쇄하게 된다.** 다가오는 9월 회의에서 대차대조표와 관련된 구체적인 실무 결정이 도출될 가능성은 낮으나, FOMC 성명서나 기자회견 과정에서 만기 단축 가능성이 시사되는지 여부는 점검해야 할 주요 체크포인트다.

한편, 현재 기간 프리미엄을 구성하는 요인 중 거대한 재정적자와 국채 발행 물량 공급에서 기인하는 부분은 통화정책 수단만으로는 해소할 수 없는 구조적 영역이다. 미 재무부가 장기물 국채 바이백 제도를 통해 이를 겨냥하고 있으나, 지난 9월 10일에 실시된 첫 물량 확대 실행에서 제시된 물량의 절반만 낙찰되는 데 그친 사실이 방증하듯 그 정책적 실효성은 제한적이다.

결과적으로 9월 금리 인상 단행 이후 장기 국채 금리의 하락 폭은 결국 정책 불확실성 프리미엄의 잔여 크기에 의해 한정될 전망이다. **10년물 국채 금리가 명목 기준 4.5% 선 아래로 유의미하게 내려서는 국면은, 통화정책의 불확실성 해소를 넘어 재정 프리미엄 자체의 부담이 별도로 해소되는 시점이 도래해야만 비로소 가능할 것으로 판단한다**.

V. 결론

이번 8월 CPI는 연준에 50bp 인상을 요구할 정도의 공격적인 물가 재가속도, 반대로 금리 동결을 정당화할 추가적인 인플레이션 둔화 세도 모두 보여주지 못했다. 노동시장이 수급 균형선에 머물러 있는 동안 연준 반응함수의 실질적 변수는 물가로 수렴했고, 누적된 물가 압력은 지난해 12월 선제적 인하의 전제를 뒤집었다. **이에 따라 9월 25bp 인상은 보험성 인하 조치의 되돌림으로 평가하며**, 물가 전가의 시차 효과와 지정학적 리스크를 감안할 때 단기 내 완화 전환의 데이터 확보는 어렵다는 점에서 **12월 25bp 추가 인상을 기본 경로로 상정한다**. 다만 이러한 되돌림의 상단은 지난해 단행된 75bp 이내로 국한되며, 노동시장이 감당해야 할 긴축의 한계 비용과 장기 구간의 과도한 긴축 부담을 고려할 때 시장이 선반영한 3~4회의 인상 경로는 과도하다고 생각된다. 또한 2027년 1분기로 거론되는 추가 인상 역시 실제 실행될 가능성은 낮다는 판단이다.

9월 FOMC 회의는 시장이 이미 기정사실화하고 있는 금리 인상 여부 그 자체보다, **워시 의장이 이번 조치를 지난해 인하분의 범위 내에 국한된 기계적 조정으로 규정하는지에 달려 있다**. 이러한 정책적 소통이 확인될 경우, 시장에서는 두 가지 유의미한 반응이 동시에 전개된다. 첫째, 단기물 금리는 과도한 인상 반영 횟수가 축소되면서 오히려 하향 안정화된다. 둘째, 장기물 금리는 시장 자율적으로 대행해 오던 긴축 부담이 명확한 정책금리로 대체됨에 따라 정책 불확실성 프리미엄이 빠르게 축소된다. **결과적으로 정책금리는 인상되나 시장 전반의 금리 변동성은 오히려 이번 FOMC를 기점으로 정점을 통과하게 되며**, 실물 경기가 견조하게 버티는 국면 동안 이 같은 안정화 경로는 유효하게 작동할 것으로 전망한다.

물론 이 경로를 교란하거나 되돌릴 수 있는 구조적 변수는 크게 두 가지다. 첫째는 워시 의장이 긴축 경로의 범위에 대한 명시적 언급을 회피하여 국채 2년물 금리가 4.50~4.60% 상단 구간에 정체되는 시나리오이며, 둘째는 성명서나 기자회견을 통해 보유 국채의 만기 단축이 시사되어 연준 스스로 장기물 프리미엄을 다시 밀어올리는 경우다. 한편, 거대한 재정적자와 국채 발행 공급 과잉에서 기인하는 기간 프리미엄은 통화정책의 통제 영역 밖의 변수라는 점에서, 9월 인상 이후 장기 국채 금리의 하락 여지는 구조적 한계로 인해 제한될 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.