

범위를 말하지 않은 케빈 워시



김호정 Economist
hojung.kim@yuantakorea.com

임지윤 Research Assistant
jiyeon.lim@yuantakorea.com

9월 FOMC 리뷰: 25bp 인상의 내용과 거시경제적 시사점

Summary

9월 FOMC는 정책금리를 25bp 인상해 3.75~4.00%로 조정했다. 표결은 12대 0 만장일치였으며, 직전 회의에서 동결을 지지했던 이사 전원이 인상에 찬성했다. 성명서는 인플레이션이 공급 충격에 일부 기인한다는 문구를 삭제하고 이번 조치가 2% 목표로의 복귀를 앞당긴다는 문구를 추가했다. 점도표는 2026년 말 중간값 4.1%로 연내 1회 추가 인상을, 2027년 4.1%로 동결을, 2028년 3.9%와 2029년 3.6%로 인하하는 경로를 제시했다. 장기 중립금리 전망치 역시 3.1%에서 3.2%로 상향 조정되었다. 위원회가 그리는 경로는 연쇄 인상이 아니라 4.1%에서의 장기간 동결이며, 그 상단은 지난해 단행된 인하 이전 수준을 넘지 않도록 설정되어 있다.

경제전망(SEP)은 이번 회의의 거시경제적 성격을 규정한다. 성장률은 2026년 2.3%, 2027년 2.4%로 잠재성장률 2.0%를 웃도는 수준으로 상향되었고, 실업률은 2026년부터 2029년까지 4.1%로 장기 균형 4.2%를 밑도는 수준으로 하향되었다. 물가는 2026년 근원 PCE 3.4%에서 2029년에야 2.0%에 도달한다. 성장은 추세를 상회하고 고용은 완전고용을 하회하는데 인플레이션이 3년에 걸쳐 둔화한다는 조합은, 위원회가 총수요 억제를 통한 디스인플레이션이 아니라 공급 충격 소멸과 생산성 상승에 의존하는 궤적을 상정하고 있음을 시사한다. 이번 경제전망(SEP)에서 정책금리의 역할은 경기를 누르는 것이 아니라 물가가 내려오는 동안 명목금리를 고정해 실질금리가 수동적으로 오르도록 두는 것이다. 반면 기자회견은 점도표의 시각과 분리되었다. 워시 의장은 인플레이션 장기화와 너무 많은 항목의 가격 상승을 지적했으나, 새로운 사이클의 시작 여부나 제약적 수준 도달에 대해서는 결론을 유보했다. 그 결과 성명서 직후 2년물 1bp, 10년물 4bp, 30년물 5bp 하락으로 장기물 주도의 평탄화가 나타났으나, 기자회견 이후 2년물은 4.72%로 5bp 상승 전환했고 10년물은 5.0%로 회귀했다. 위원회는 멈춤 지점을 제시했으나 의장은 상단을 유보했고, 시장은 의장의 태도를 가격에 반영했다.

당사는 12월 25bp 추가 인상 전망을 유지한다. 점도표가 연내 1회를 가리키고 8월 소매판매 1.2% 증가로 수요 측 압력이 확인되었으며, 국제 유가는 100달러를 상회하고 있다. 워시 의장이 물가 판단 기준을 6개월 연율에서 항목의 광범위성으로 옮긴 점은 10월과 11월 헤드라인 물가의 기저효과 둔화가 12월 결정을 제약할 위험을 낮춘다. 10월 동결과 2027년 1분기 미인상 판단도 유지한다. 금리 변동성의 정점 통과는 의장이 경로 상단을 유보한 만큼 10월 회의에서 동결이 확인되는 시점으로 이연되며, 그 전까지 2년물은 4.65에서 4.75%, 10년물은 5.0% 부근에 머물 것으로 판단한다.

I. 9월 FOMC 결정: 만장일치 인상과 공급 충격 프레임의 폐기

9월 FOMC에서는 기준금리를 25bp 인상하여 목표 범위를 3.75~4.00%로 조정했다. 2023년 7월 이후 첫 금리 인상이자 케빈 워시 연준 의장 취임 이후 단행된 첫 정책 변경이다. 최종 투표 결과는 12대 0 만장일치였다. 지난 7월 회의에서 인상을 주장했던 클리블랜드, 미니애폴리스, 델러스 연은 총재가 찬성으로 결집했을 뿐 아니라, 쿡, 바, 파월 이사를 포함한 연준 이사회 전원이 인상을 지지했다. 지역 연방준비은행 전반의 매파적 기류 또한 뚜렷하게 확산되었다. 재할인율 인상을 공식 요청한 지역 연은 이사회는 지난 7월 4곳에서 클리블랜드, 리치먼드, 애틀랜타, 시카고, 미니애폴리스, 캔자스시티, 델러스 등 7곳으로 증가하여, 전체 12개 지역 연은 중 과반이 FOMC 개최 이전에 이미 선제적 금리 인상을 요구한 것으로 확인된다.

이번 만장일치 결정은 통화정책 및 대외 신뢰도 측면에서 두 가지 중요한 함의를 갖는다. 첫째, 이번 인상이 의장 개인의 단독 판단이 아닌 위원회 전반의 확고한 합의로 규정됨에 따라, 소수의 반대표가 수반된 결정에 비해 정책 신뢰성 관점에서 시장에 전달되는 긴축 시그널의 강도가 한층 강화되었다. 둘째, 트럼프 대통령 지명 이사진과 바이든 대통령 지명 이사진이 동일한 방향으로 표결함으로써, 금리 인상 조치에 대한 행정부의 정치적 비판과 압박이 특정 정파나 개인에 집중되지 않고 효과적으로 분산되었다. 실제로 백악관 국가경제위원회(NEC) 위원장은 회의 직전 연준의 독립성을 존중하며 결정을 지지한다는 입장을 표명하는 동시에, 대통령이 금리 인상을 환영하지는 않을 것이라는 점을 덧붙이며 정치적 긴장 수위를 완충하는 모습을 보였다.

[표 1] 9월 FOMC 성명서 주요 변경 내용

항목	7월	9월
정책금리	3.50~3.75% 유지	25bp 인상, 3.75~4.00%
경기	중동 분쟁에 일부 기인한 높은 불확실성에도 견조한 확장. 생산성과 설비투자 강화	지정학적 상황에 따른 불확실성 속에서도 국내 지출은 견조. 생산성 강하고 설비투자 견조
물가	인플레이션은 2% 목표 대비 높은 수준. 에너지 등 특정 부문의 공급 충격에 일부 기인	인플레이션은 높은 수준으로 이번 조치는 2% 목표의 더 적시의 복귀를 뒷받침. 공급 충격 문구 삭제
대차대조표	충분한 지급준비금 유지	변경 없음. 준비금 관리 매입은 잔존만기 3년 이하 국채로 한정
표결	9대 3, 3인 인상 주장	12대 0

자료: Fed, 유안타증권 리서치센터

성명서 문구 변화 중 통화정책적 함의가 가장 큰 대목은 공급 충격 관련 문구를 삭제한 부분이다. 지난 7월 성명서는 인플레이션이 에너지 등 특정 부문의 공급 측 요인에 일부 기인한다고 명시함으로써 물가 상승 압력의 상당 부분을 통화정책의 통제 범위 밖으로 두었다. 그러나 9월 성명서는 해당 문구를 전면 삭제하고, 이번 금리 인상 조치가 물가 안정 목표로의 복귀를 앞당길 것이라는 문장으로 대체했다. 이는 인플레이션의 외생적 원인을 규정하는 대신 그 결과에 대해 통화정책이 온전히 책임을 지는 구조로 정책 프레임이 전환되었음을 의미하며, 잭슨홀 미팅에서 워시 의장이 제시한 "인플레이션은 정책적 선택"이라는 명제가 성명서 문언에 실질적으로 반영된 결과로 평가된다. 반면 추가 긴축이 적절할 수 있다는 식의 조건부 가이던스는 포함되지 않아, 향후 정책 방향에 대한 예단을 배제한 채 공급 충격 프레임만을 폐기한 절제된 매파적 형태를 취했다.

공개시장운영 실행 노트상 대차대조표 운용 지침의 실질적 변경은 관측되지 않았다. 지급준비금 관리 목적의 국채 매입은 잔존만기 3년 이하 구간으로 지속 한정되었으며, 기관채 및 MBS 원리금 상환액을 단기 국채(T-bills)에 채투자하는 기존 지침 또한 그대로 유지되었다. 시장 일각에서 경계했던 보유 국채의 평균 만기 단축 신호는 성명서와 실행 노트 어디에서도 확인되지 않았으며, 결국 이번 회의에서 장기 국채 금리의 방향성을 좌우한 핵심 변수는 대차대조표의 기술적 변경이 아닌 기자회견에서의 정책 커뮤니케이션이었다.

II. 9월 경제전망과 점도표: 금리 상단 제약과 4.1% 장기 동결 경로

연준의 9월 경제전망(SEP)은 거시 지표의 탄력성을 반영하여 지난 6월 대비 성장률 및 고용 지표가 상향 조정된 반면, 물가 안정 목표 도달 시점은 1년 지연되는 형태로 수정되었다.

실질 GDP 성장률 중간값은 2026년 2.3%, 2027년 2.4%로 종전 대비 각각 0.1%p 상향 조정되었으며, 이는 장기 잠재성장률(2.0%)을 2년 연속 상회하는 수치다. 실업률 전망치는 2026년부터 2029년까지 전 예측 구간에 걸쳐 6월의 4.3%에서 4.1%로 일제히 하향 조정되어, 장기 균형 실업률(4.2%)을 지속적으로 밑도는 타이트한 고용 궤적을 시사했다.

반면 물가 지표의 경우, 2026년 연말 기준 헤드라인 PCE는 3.7%, 근원 PCE는 3.4%로 각각 0.1%p 상향 조정되었다. 결과적으로 연준의 장기 인플레이션 목표치(2.0%) 도달 시점은 기존 2028년에서 2029년으로 1년 지연되었다.

[표 2] 6월과 9월 경제전망(SEP) 비교 (단위: %)						
구분		2026	2027	2028	2029	장기
실질 GDP	6월	2.2	2.3	2.2	-	2.0
	9월	2.3	2.4	2.2	2.1	2.0
실업률	6월	4.3	4.3	4.2	-	4.2
	9월	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2
PCE 물가	6월	3.6	2.3	2.0	-	2.0
	9월	3.7	2.3	2.1	2.0	2.0
근원 PCE	6월	3.3	2.5	2.1	-	-
	9월	3.4	2.5	2.2	2.0	-
연방기금금리	6월	3.8	3.6	3.4	-	3.1
	9월	4.1	4.1	3.9	3.6	3.2

자료: Fed, 유안타증권 리서치센터
주: 연방기금금리는 연말 목표 범위 중간값

업데이트된 점도표(Dot Plot)에 반영된 정책금리 경로는 한 차례의 추가 인상 단행 후 장기간 동결되는 궤적을 시사한다. 2026년 말 기준 정책금리 중간값 4.1%는 올해 남은 FOMC에서 25bp의 1회 추가 인상을 의미하며, 2027년 말 중간값 역시 동일한 4.1%로 유지되었다는 점은 2027년 연중 통화정책의 추가적인 완화나 긴축 없이 동결 기조가 이어질 것임을 뜻한다. 점도표 상 본격적인 금리 인하 사이클은 2028년(3.9%)과 2029년(3.6%)에 이르러서야 점진적으로 전개될 전망이다.

위원별 금리 전망 분포를 세부적으로 살펴보면, 2026년 말 기준 전체 18명의 위원 중 12명이 4.1%를, 4명이 4.4%를, 2명이 3.9%를 점도에 표시하여 4.1~4.4% 구간에서 중심경향성이 밀집해 형성되었다. 반면 2027년 말 기준으로는 추가 인상(8명), 동결(6명), 인하(4명)로 위원들의 시각이 엇갈리며 중심경향성이 3.6~4.4% 구간까지 넓게 분산되었다. 무엇보다 주목해야 할 대목은 지난 6월 SEP 당시 연내 금리 인상을 전망하지 않았던 위원이 9명에 달했으나, 이번 9월 회의에서는 2명으로 급감했다는 사실이다. 이는 7명의 위원이 매파적 스탠스로 선화하여 연내 금리 인상 지지 측으로 입장을 수정했음을 의미한다.

[표 3] 업데이트된 점도표(Dot Plot)에서 2026 년 말 정책금리 분포

2026년 말 정책금리	6월	9월	의미
3.6% 이하	9명	0명	인하 또는 동결 전망 소멸
3.9%	3명	2명	9월 인상으로 종료
4.1%	5명	12명	12월 추가 인상
4.4%	1명	4명	10월과 12월 연속 인상, 지난해 인하 폭 전부 회수
중간값	3.8%	4.1%	

자료: Fed, 유안타증권 리서치센터

점도표의 세부 분포는 이번 금리 사이클의 실질적 상단(Terminal Rate)이 제약되어 있음을 시사한다. 다수를 차지하는 12명의 4.1% 전망은 지난해 단행된 75bp의 인하 폭 가운데 50bp를 되돌림하는 경로에 해당하며, 4명의 4.4% 전망은 75bp 전체를 온전히 되돌리는 경로를 의미한다. 어느 시나리오를 따르더라도 금리 상단은 선제적 인하 이전 수준인 4.25~4.50%를 상회하지 않으며, 2027년 이후 추가 인상을 시사하는 점도표 중간값 역시 존재하지 않는다. 즉, 위원회는 이번 9월 인상을 새로운 연속적 긴축 사이클의 출발점이 아니라 지난해 단행된 완화 조치의 기계적 회수로 한정하고 있으며, 이 과정이 마무리되면 해당 금리 수준에서 장기간 동결(Higher for longer) 기조를 이어가겠다는 정책적 스탠스를 피력한 것이다.

한편, 장기 중립금리 전망치 중간값이 종전 3.1%에서 3.2%로 상향 조정되고 중심경향성 상단이 3.5%에서 3.6%로 높아진 대목 또한 주효하다. 이는 향후 장기간 지속될 높은 기준금리 동결 수준이 구조적으로 정당화될 수 있다는 위원회의 거시경제적 판단을 뒷받침한다.

연준이 제시한 정책금리 경로와 거시경제 전망 간의 정합성은 통화정책 준칙을 통해 검증 가능하다. 당사의 지난 분석 자료(8월 고용보고서 검증과 통화정책의 실질 변수, 9/7 발간)에서 활용한 준칙 모형에 이번 9월 SEP 중간값을 대입할 경우, 자연실업률(NAIRU)은 연준의 장기 균형 실업률인 4.2%, 실질 중립금리(r^*)는 장기 중립금리(3.2%)에서 물가 목표(2.0%)를 차감한 1.2%로 산출된다.

이를 바탕으로 2026년 말 기준 테일러 준칙 적정 금리는 5.4%, 실업률 갭에 두 배의 가중치를 부여하는 균형접근 준칙은 5.5%로 산출되어 점도표 중간값(4.1%)과 1.4%p의 괴리가 발생한다. 그러나 2027년 말에는 근원 PCE 전망치가 2.5%로 하향 안정화됨에 따라 두 준칙의 도출값이 4.1~4.2%로 낮아져 점도표 궤적과 일치하며, 2028년 이후부터는 오히려 점도표가 준칙보다 0.2%p 상회하게 된다. 특히 직전 분기 정책금리에 0.85의 평활화 관성을 부여한 관성 준칙의 경우 2026년 말 적정 금리가 4.1%로 산출되어, 현재의 점도표 중간값을 오차 없이 완벽히 재현해 낸다.

이러한 정책 준칙 분석 결과가 시사하는 바는 두 가지다. 첫째, 연준은 통상적인 정책 준칙을 단순 일탈한 것이 아니라 평활화 관성을 극대화한 정책 궤적을 추종하고 있다. 2026년에 발생하는 1.4%p의 금리 괴리는 높게 유지되는 장기물 국제 금리가 실물 경제에 충분한 긴축 효과를 발휘하여 단기 정책금리의 역할을 대체하고 있다는 판단과, 공급측 인플레이션 압력이 점차 소멸할 것이라는 판단을 바탕으로 위원회가 의도적으로 용인한 격차다.

둘째, 점도표와 준칙 간의 괴리는 물가 둔화 궤적에 따라 구조적으로 해소된다. 명목 정책금리를 4.1%에 고정된 상태에서 근원 PCE 전망치가 3.4%에서 2.5%로 하향 안정화될 경우 준칙 적정 금리가 점도표 중간값으로 자연스럽게 수렴하며, 이는 2027년 연중 동결 기조가 준칙 모형과 무리 없이 양립할 수 있는 근거로 작용한다.

한편, 장기 중립금리의 0.1%p 상향 조정은 전체 준칙 처방값을 동일한 폭만큼 기계적으로 높이는 데 그치나, 위원회가 자연실업을 미 의회예산국(CBO) 추정치인 4.4%가 아닌 4.2%로 낮게 설정한 것은 균형점근 준칙 금리를 0.6%p나 하향시키는 파급력을 지닌다. 즉, 연준의 타이트한 자연실업을 추정이 현재의 준칙 이탈폭의 상당 부분을 정당화하는 핵심 기재라 할 수 있다.

[표 4] SEP 입력값 기준 테일러 준칙 처방과 점도표 경로 (단위: %, %p)

연말 기준	근원 PCE	실업률	테일러	균형점근	점도표 중간값	격차 (균형점근 대비)
2026	3.4	4.1	5.4	5.5	4.1	-1.4%p
2027	2.5	4.1	4.1	4.2	4.1	-0.1%p
2028	2.2	4.1	3.6	3.7	3.9	+0.2%p
2029	2.0	4.1	3.3	3.4	3.6	+0.2%p

자료: Fed, 유안타증권 리서치센터

주: 단위 %, %p. 자연실업률 4.2%, 실질 중립금리 1.2% 적용. 테일러 준칙은 실업률 갭 가중 1 배(오른 법칙 환산), 균형점근은 2 배, r^* 1.0% 가정 시 각 처방 0.2%p 하락. 관성 준칙(직전 금리 가중 0.85)의 2026 년 말 처방은 4.1%

III. 기자회견과 시장 반응: 케빈 워시의 정책 상단 유보와 반응함수의 불확실성

워시 의장은 기자회견 모두발언을 통해 기저 인플레이션이 물가 안정 목표를 향해 충분한 속도로 둔화하고 있다는 확신이 필요하나, 현재 위원회는 해당 전제 조건이 충족되지 않은 것으로 판단했다고 밝혔다. 인플레이션이 이례적으로 장기간 높은 수준에 머물러 있고 하절기 물가 지표 역시 기저 추세의 유의미한 개선을 입증하지 못했으며, 광범위한 세부 품목의 가격 상승세가 전반적인 물가 둔화 궤적과 양립하기 어려운 속도로 진행되고 있음을 지적했다.

금리 인상의 거시적 근거로는 경제의 회복 탄력성 강화, 역사적으로 낮은 실업률, 견조한 구인 수요 및 근로시간 증가를 제시했다. 한편 국제 유가 변동에 대해서는 중앙은행이 개별 원자재 가격을 직접 통제할 수 없음을 인정하면서도, 이러한 상대가격 변화가 경제 전반의 2차 및 3차 파급 효과로 전이되는 것을 차단하는 것이 연준의 핵심 책무임을 명확히 했다.

향후 통화정책 경로에 대해서는 구체적인 포워드 가이드스 제공을 유보했다. 이번 금리 인상이 새로운 긴축 사이클의 개시를 의미하는지에 대해 사전적 예단을 경계했으며, 장기금리 상승세를 인지하고 있음에도 연준은 데이터 의존적 조건에 근거해 행동할 뿐이라는 원론적 입장을 고수했다. 정책금리가 제약적 수준에 도달했는지를 묻는 질의에는 인상 이전의 금리 수준은 제약적이라 평가하기 어려웠다는 우회적 답변을 대신했다. 25bp 인상으로 해당 판단이 전환되었다고 명시적으로 밝히지 않음으로써 시장에 추가 긴축의 여지를 남겼고, 정책 기조가 지난해 단행된 보험성 인하폭 내에서의 되돌림이라는 명시적 발언도 부재했다.

점도표에 대해서는 사전 확정된 경로로 간주해서는 안 된다는 유보적 스탠스를 유지했고, 워시 의장은 정책 상단에 대한 한계선을 설정하지 않는 매파적 태도를 견지했다. 특히 워시 의장이 지난 6월에 이어 이번 9월 회의에서도 경제전망(SEP) 수치를 제출하지 않음에 따라, 점도표 중간값에는 위원회를 이끄는 의장의 정책 시각이 배제되어 있다. 결과적으로 시장은 문서화된 점도표보다 상단이 열려 있는 구두 발언에 민감하게 반응했으며, 이러한 위원회 내부의 신호 괴리가 FOMC 직후 채권시장 금리 변동성을 확대시키는 주된 기제로 작용했다.

물가 상승 압력을 진단하는 판단 잣대의 미세한 변화는 다가올 12월 FOMC 정책 경로에 중요한 거시적 함의를 지닌다. 앞서 책순 홀 심포지엄에서 워시 의장은 6개월 연율화 PCE 물가(4.1%)가 12개월 후형 지표(3.7%)를 상회한다는 점을 인플레이션 재가속의 핵심 논거로 제시했으나, 이번 기자회견에서는 세부 품목 전반의 가격 상승이라는 광범위성을 전면에 내세웠다.

이러한 기준 이동의 타당성에 대해 당사는 유가 전가 시차 추정 모형을 통해 확인해 보았다. 2000년 이후의 월별 시계열 데이터(팬 데믹 제외)를 바탕으로 각 물가지표의 전월비를 WTI 가격 변화율의 0~12개월 시차 변수에 회귀분석한 결과, 국제 유가는 에너지 CPI에 0~1개월 내 0.33의 탄력성으로 반영되며, 헤드라인 CPI의 경우 유가 10% 상승 시 초기 2개월간 0.25%p의 상방 압력으로 작용한다. 반면 근원 CPI에 미치는 12개월 누적 파급 효과는 10%당 0.02%p 수준으로 통계적 유의성을 확보하지 못했다. 실질적인 유가 전가 효과는 PPI 최종수요 서비스 및 운송 서비스와 항공료(6~8개월 시차) 등 특정 부문에 국한된다. 즉, 유가 변동은 기저 물가를 구조적으로 재가속시키기보다 헤드라인 물가에 즉각적인 변동성을 야기하며, 향후 헤드라인 CPI의 궤적 역시 새로운 외부 충격보다는 전년 동기 유가 레벨과의 비교를 통한 기저효과에 의해 좌우됨을 시사한다.

앞서 도출한 탄력성을 적용하여 헤드라인 CPI 경로를 역산할 경우(표 5), 6개월 연율화 지표는 3~5월의 유가 급등 구간이 산정 시계에서 제외되고 6~7월의 하락 구간이 반영되는 10~11월 발표치에서 일시적인 하락 압력을 받게 된다. 국제 유가가 93달러 선을 유지할 경우 11월 지표의 6개월 연율화 수치는 1.9%, 105달러까지 상승하는 시나리오에서도 2.3%에 그치며, 12월 지표에 이르러서야 3.2~3.7% 수준으로 반등할 것으로 추정된다.

반면 전년 동월 대비 상승률은 어떠한 유가 시나리오를 가정하더라도 2027년 2월까지 3.2~3.9%의 높은 밴드에 머무르다, 전년도 3월 유가(68달러)가 당해 연도 3월 유가(91달러)와 대비되는 2027년 3월 지표부터 기저효과가 작동하며 2.6~3.2% 구간으로 둔화할 전망이다.

12월 FOMC 직전에 확인될 11월 CPI는 기존 잭슨홀 미팅의 6개월 연율화 잣대를 적용할 경우 지표 둔화로 착시를 일으킬 공산이 컸다. 그러나 연준 의장이 물가 판단의 기준을 세부 품목의 광범위성으로 선회함에 따라, 이러한 기계적 지표 둔화가 12월 추가 긴축 결정을 제약할 정책적 노이즈는 사전에 차단되었다. 역으로 2027년 3월 이후 전개될 전년비 헤드라인 물가의 뚜렷한 하락 궤적은, 2027년 1분기 중 통화당국의 추가 인상 단행을 기술적으로 제약하는 거시적 근거로 작용할 것으로 보인다.

당일 금융시장의 가격 변동은 이러한 점도표와 의장 발언 간의 신호 괴리를 투명하게 투영했다. 회의 당일 오전 발표된 8월 미국 소매판매는 전월 대비 1.2% 증가하며 견조한 수요측 인플레이션 압력을 재확인시켰고, 미 국채 10년물 금리는 전일 장중 5.04%까지 치솟으며 2007년 이후 최고치를 기록한 상태였다. 성명서와 점도표가 공개된 직후에는 금리 상단에 대한 안도감이 유입되며 2년물(-1bp), 10년물(-4bp), 30년물(-5bp) 금리가 일제히 하락해 장기물 중심의 수익률 곡선 평탄화(Bull Flattening)가 관찰되었다.

그러나 매파적 기초의 기자회견이 진행됨에 따라 10년물 금리는 다시 5.00% 선으로 수렴했고, 정책금리에 민감한 2년물 금리는 4.72%로 5bp 상승 반전했다. 결과적으로 당일 금리 변동의 순효과는 단기물 상승과 장기물 보합으로 귀결되었다. 시장은 점도표가 제시한 4.1% 동결 궤적을 넘어선 추가 인상 횟수를 반영하며 한층 매파적인 경로를 단기 채권 가격에 선반영한 것으로 보인다.

이는 채권시장에 내재된 정책 불확실성 프리미엄이 금리의 절대 레벨보다는 연준 반응함수의 불확실성에 대한 보상 성격임을 감안할 때, 정책당국이 최종 금리의 범위를 명확히 구획하지 않는 이상 금리 인상 단행 그 자체만으로는 불확실성이 해소되지 않음을 보여주는 결과다.

[표 5] 유가 시나리오별 헤드라인 CPI 경로 추정

기준월	93달러		105달러		80달러	
	YoY	6m 연율	YoY	6m 연율	YoY	6m 연율
2026년 09월	3.4	3.1	3.4	3.1	3.4	3.1
2026년 10월	-	2.4	-	2.6	-	2.3
2026년 11월	3.7	1.9	3.9	2.3	3.5	1.4
2026년 12월	3.6	3.2	3.9	3.7	3.3	2.5
2027년 01월	3.6	3.4	3.9	4.0	3.3	2.8
2027년 02월	3.6	3.0	3.9	3.6	3.2	2.4
2027년 03월	2.9	2.7	3.2	3.2	2.6	2.0
2027년 04월	2.5	2.5	2.7	2.8	2.1	1.9

자료: BLS, EIA, 유안타증권 리서치센터

주: 단위 %. 2000년 1월~2026년 8월 월별 자료(2020년 3월~2021년 12월 제외) 본포시차 회귀로 추정된 에너지 CPI 탄력성(0~1개월 합 0.33) 적용. 근원 CPI 전월비 0.20%, 식품 0.25%, 에너지 가중치 6.8% 가정. 2025년 10월 CPI 미발표로 2026년 10월 전년 대비는 산출 불가

IV. 거시경제적 시사점: 수동적 긴축 경로와 리스크

이번 9월 FOMC 회의가 지니는 거시경제적 함의는 단순한 금리 결정 자체보다 위원회의 경제전망(SEP)이 제시하는 경제의 구조에 내재되어 있다. 연준은 실질 성장률이 2년 연속 잠재성장률을 상회하고 실업률이 4년 내내 장기 균형 수준을 하회하는 타이트한 환경 속에서도, 인플레이션이 3년에 걸쳐 2% 목표로 수렴하는 거시 궤적을 제시했다. 통상적으로 총수요 억제를 통한 디스인플레이션은 성장률의 추세 하회와 실업률의 상승을 수반해야 하나, 이번 전망에는 두 가지 둔화 기제가 모두 배제되어 있다. 이는 위원회가 상정하는 물가 안정의 주된 동력이 수요 위축이 아닌 에너지 공급 충격의 소멸과 생산성 상승에 따른 공급 능력 확대에 있음을 시사한다. 성명서 내 생산성 관련 문구의 유지와 장기 중립금리의 상향(3.2%) 조치는 후자에 대한 위원회의 구조적 판단을 뒷받침한다. 즉, 이번 인상의 목적은 실물 경기를 인위적으로 냉각시키는 것이 아니라, 공급 측 요인이 물가를 둔화시키는 기간 동안 기대인플레이션을 확고히 고정하는 데 있다.

앞서 정책 준칙을 통해 확인된 금리 괴리의 구조적 해소 현상은 실질금리 산출을 통해서도 동일하게 확인된다. 정책금리 목표 범위 중간값(4.125%)을 2026년 말 PCE 전망치(3.7%)로 차감한 실질금리는 0.4% 수준에 불과하다. 장기 중립금리(3.2%)에서 물가 목표(2.0%)를 차감한 실질 중립금리(r^*) 1.2%와 비교할 때, 이번 25bp 인상 이후에도 현재 물가 기준 실질 정책금리는 여전히 중립 수준을 하회하고 있다. 결국 워시 의장이 현재 금리 수준을 제약적이라 판단하기 어렵다고 발언한 것 역시 이러한 계량적 배경과 일치한다. 그러나 명목 정책금리를 4.1%에 고정한 상태에서 2027년 PCE가 2.3%로 하향 안정화될 경우, 실질금리는 1.8%로 상승하여 중립 수준을 60bp 상회하게 된다. 즉, 연준의 중장기 정책 궤적은 명목금리를 지속 인상하여 능동적으로 긴축하는 것이 아니라, 명목금리를 고정한 채 물가 하락을 유도하여 실질금리가 수동적으로 높아지도록 용인하는 수동적 긴축전략을 채택한 것으로 판단한다. 2027년 연중 동결을 시사한 점도표는 바로 이 수동적 긴축의 유효 기간을 의미한다. 이는 위원회가 연속적인 인상을 단행할 필요가 없는 구조적 근거로 활용될 수 있다. 다만 동시에 물가가 전망 경로를 벗어날 경우 동결 기간이 연장되거나 금리 상단이 높아질 수밖에 없는 취약성 또한 이 메커니즘에 내포되어 있다는 점도 고려할 필요가 있다.

노동시장 관점의 핵심은 위원회가 실업률 상승을 통화정책의 필요 경로로 상정하지 않았다는 점이다. 실업률 전망치(4.1%)는 장기 균형 수준(4.2%)을 지속 하회하며 2029년까지 유지된다. 당사의 지난 보고서(8월 고용보고서 검증과 통화정책의 실질 변수, 9월 7일)에서 분석한 바와 같이, 실업률 중립 고용 임계치가 월 1.5만 명~8.7만 명 수준으로 대폭 낮아진 구조적 환경에서는 고용 증가세가 다소 둔화하더라도 실업률의 급격한 상승이 촉발되지 않으며, 위원회의 이번 SEP 역시 이러한 고용시장의 구조적 변화를 전제로 구축되었다. 이러한 노동시장 환경은 당분간 고용 지표가 통화정책 기조의 완화 전환을 유인하는 변수로 작동하지 못함을 시사한다. 실업률이 4.4%를 상회하여 연준의 완전고용 판단에 균열이 가시화되기 전까지, 실질적인 정책 반응함수는 철저히 물가에 국한될 수밖에 없다. 다만 이 전망에 내재된 취약점은 현재 베버리지 곡선의 위치에서 파악된다. 구인 배율이 이미 팬데믹 이전 균형 수준(1.05)에 도달한 상태에서 노동 수요의 추가적인 냉각은 단순한 구인 건수 감소가 아닌 가파른 실업률 상승으로 직결될 소지가 다분하다. 만약 정책금리가 일부 위원(4명)의 전망대로 4.4%까지 누적 인상될 경우 실업률 궤적은 SEP 경로를 상회할 위험이 크며, 해당 임계점에서는 반응함수의 중심축이 물가에서 고용으로 급격히 이동하게 된다. 중심경향성 상단을 4.4%로 지목한 소수파 의견이 위원회의 다수 의견으로 결집하지 못하는 거시적 이유가 바로 이 실업률 급등 리스크에 있다.

통화긴축이 실물 경제로 파급되는 실질적 파급 경로는 단기 정책금리가 아닌 장기 시장금리다. 미 국채 10년물(5.0%)과 30년물(5.3%) 금리는 현재 정책금리(4.1%)를 90~120bp 크게 상회하고 있으며, 모기지 금리 역시 7% 부근에 안착해 있다. 주택 시장은 이미 강력한 제약적 환경에 노출되어 있으며, 대규모 자본이 소요되는 AI 인프라 및 설비투자의 조달 비용 역시 이 장기금리 궤적에 연동된다. 성명서 내 설비투자가 견조하다는 평가는 후행적 관찰 결과일 뿐, 10년물 5%의 고금리 환경이 장기화될 때 대규모 데이터센터 중심의 투자 계획이 온전히 유지될 수 있을지가 이번 사이클의 성장 궤적을 좌우할 핵심 변수다. 위원회가 2.4%의 낙관적 성장 전망을 유지한 것은 이러한 막대한 조달 비용 상승을 기업 설비투자가 견뎌낼 수 있다는 강한 전제 위에 성립한다. 결과적으로 명목 정책금리를 4.1% 수준에서 제약하는 전략은 장기채 금리가 실물 경제에 대한 긴축의 상당 부분을 대신 감당하고 있다는 판단과 분리될 수 없다. 장기금리가 하락할 경우 연준은 단기 정책금리를 추가 인상하여 긴축의 강도를 보완해야 하며, 반대로 장기금리가 상승할 경우 단기금리 인상 압력은 자연스럽게 완화되는 상호 대체적 역학 구조가 형성된다. 이번 기자회견이 장기구간의 정책 프리미엄을 되돌려 놓은 현상은, 역설적으로 채권시장이 위원회의 추가 긴축 부담을 덜어준 것으로 해석된다.

행정부의 재정정책과 연준의 통화정책 간 엇박자는 이번 금리 인상으로 한층 가중되었다. 미 재무부는 국채 바이백 규모를 확대하여 장기금리의 상방 압력을 억제하려 시도하고 있으나, 9월 10일 첫 실행에서 낙찰 물량이 제시 물량의 절반에 그쳤고 이후 10년물 금리는 5%를 재차 돌파했다. 반면 연준은 정책 실행 가이드라인을 통해 국채 매입 대상을 잔존 만기 3년 이하로 한정함으로써 장기물 매입에 대한 선을 명확히 그었다. 재무부가 단기 국채 발행을 통해 바이백 재원을 조달하는 현 구조하에서 연준의 정책금리 인상은 행정부의 이자 상환 부담을 가중시킨다. 이미 2026 회계연도 첫 10개월간의 순이자 지출은 9,630억 달러로 전체 연방 지출의 15%에 달하는 실정이다. 통화정책이 물가 제어를 위해 단기금리를 인상하고 재정정책이 이자 비용 관리를 위해 장기금리를 누르는 상충적 정책 조합은 당분간 지속될 수밖에 없으나, 이 두 주체의 지향점 불일치는 장기 국채 수익률 곡선에 내재된 재정 위험 프리미엄을 해소하지 못하는 족쇄로 작용한다. 10년물 국채 금리가 4.5%를 하회하는 국면은 현재의 통화정책 여력만으로는 달성하기 어렵다는 기존 판단을 유지한다.

글로벌 매크로 관점에서 이번 9월 연준의 결정은 주요국 동시 긴축 사이클의 연장선에 있다. 유럽중앙은행(ECB)은 9월 10일 예금 금리를 2.50%로 인상했고, 일본은행(BOJ)은 18일 25bp 추가 인상으로 31년 만의 최고 수준(1.25%)에 도달할 것으로 전망되며, 한국은행 역시 7, 8월 연속 금리 인상(3.00%)을 단행한 바 있다. 2022년의 동시 긴축이 포스트 팬데믹 수요 과열에 대한 대응이었다면, 2026년 현재의 동시 긴축은 고착화된 고유가, 고금리 환경하에서 기대인플레이션을 제어하기 위한 성격이 짙다. 견조한 실물 성장이 뒷받침되는 국면에서는 문제가 없으나, 국제 유가가 100달러를 상회하는 상황에서 주요국 중앙은행이 동일한 긴축 방향으로 기계적 대응에 나설 경우 글로벌 총수요의 하방 리스크는 개별 국가의 금리 인상 충격분을 합산한 것 이상으로 커질 수 있다. 연준의 이번 금리 인상이 달러화의 독보적 강세로 직결되지 않는 이유 역시 타 중앙은행들의 동반 긴축에 기인하며, 신흥국 경제에 가해지는 실질적 스트레스는 미국과의 내외 금리차 확대보다는 교역조건 악화에서 파생될 개연성이 높다고 예상된다.

마지막으로 점검해야 할 정치경제적 함의는 12대 0 만장일치라는 표결 결과 그 자체에 있다. 백악관 경제자문위원장(CEA)은 연준의 독립성 존중 및 결정 지지 의사를 표명했으나, 대통령 본인의 반응은 아직 공론화되지 않았다. 11월 3일 미국 중간선거를 목전에 둔 10월 FOMC 회의에서 연준이 금리 인상을 건너뛸 가능성은 이러한 행정부와 정치권 간의 긴장을 관리하기 위한 일종의 기회비용 성격을 띤다. 점도표상 추가 1회 인상의 타이밍이 12월로 관측되는 것 역시 선거라는 정치적 제약 조건을 전략적으로 안배한 결과로 해석함이 타당하다. 만약 선거 이전(10월)에 선제적 추가 인상이 단행될 경우 행정부의 비판 타격은 연준 위원회 전체가 아닌 워시 의장 개인으로 집중될 공산이 크며, 이번 기자회견에서 의장이 금리 상단에 대해 의도적으로 모호한 태도를 취한 것 역시 다가올 정치적 압박의 가능성을 열어두고 정책적 유연성을 확보하려는 전략적 포석으로 읽혀진다.

V. 결론

당사는 12월 FOMC에서의 25bp 추가 금리 인상을 기본 경로로 유지한다. 이는 4.1%의 점도표 중간값과 12명이 위치한 다수 분포가 위원회의 연내 추가 인상 의지를 지지하는 가운데, 견조한 8월 소매판매(+1.2%)가 수요 측 물가 압력을 재확인시켰기 때문이다. 여기에 사우디 파이프라인 가동 중단 여파로 국제 유가가 100달러를 상회하고 있다는 점도 추가 긴축의 거시적 명분을 배가한다. 무엇보다 워시 의장이 물가 판단의 잣대를 6개월 연율화에서 세부 항목의 광범위성으로 이동시킴에 따라, 10~11월 헤드라인 물가의 기저효과 둔화가 12월 결정을 제약할 기계적 리스크가 사전에 해소되었다. 결국 12월 인상의 최종 트리거는 근원 PCE의 월간 상승률에 따라 결정될 것이다. 8월 추정치인 0.25~0.30% 수준이 9~10월에도 유지될 경우 광범위성 기준의 요건은 무리 없이 충족될 것이나, 만약 두 달 연속 0.2% 이하로 하향 안정화될 경우에는 12월 동결의 정책적 여지가 열리게 된다.

반면 10월 FOMC의 경우, 11월 3일 미국 중간선거를 목전에 둔 정치적 제약 조건을 감안하여 기준금리 동결을 예상한다. 아울러 2027년 1분기 추가 인상 시나리오 역시 점도표의 2027년 중간값이 연중 동결을 지목하고 있으며 금리 상단 4.4%를 주장한 위원이 4명에 불과하다는 점에서 실제 집행될 가능성은 극히 희박하다는 판단을 유지한다. 결과적으로 4.1% 수준에서의 기준금리 동결 기조는 2027년 내내 지속될 공산이 크며, 앞선 4장에서 확인한 바와 같이 명목금리가 고정된 상태에서 물가가 전망 궤적을 따라 하락함으로써 실질금리가 점진적으로 상승하는 수동적 긴축 메커니즘이 해당 기간의 통화정책 기조를 대변할 것이다.

이에 따른 단기적인 채권 금리의 궤적과 변동성 정점 통과 시점은 10월 회의로 이연될 전망이다. 당초 금리 변동성 축소의 전제 조건은 이번 기자회견을 통한 긴축 경로 상단의 명확한 확인이었으나, 의장의 전략적 유보로 인해 불확실성이 잔존했기 때문이다. 10월 FOMC에서 기준금리 동결이 가시화될 경우 시장은 의장의 침묵보다 점도표에 명시된 4.1% 상단을 앵커링할 것이며, 해당 시점을 기점으로 정책금리에 민감한 2년물 국제 금리는 하향 안정화될 것으로 예상된다. 다만 그 이전까지 2년물은 4.65~4.75% 밴드에서, 10년물은 5.00% 부근의 정체 국면을 이어갈 것으로 예상하며, 장기물의 추세적 하락 여력은 잔존하는 정책 불확실성 프리미엄과 연방 재정적자 우려에 기인한 재정 위험 프리미엄에 의해 제한될 것이다.

결론적으로 이번 9월 회의가 남긴 가장 구조적인 딜레마는 위원회의 공식 점도표와 의장 커뮤니케이션 간의 명백한 신호 괴리다. 위원회는 SEP를 통해 정책 상단을 규정한 반면, 의장은 구두 발언을 통해 이를 철저히 배제했다. 더욱이 워시 의장이 점도표를 사전적 포워드 가이드언스로 간주하지 말라는 입장을 고수하는 가운데, 연말까지 SEP 형식의 대대적인 개편까지 예고한 상태다. 현행 점도표가 유지되는 한 시장은 이를 금리 상단의 강력한 앵커로 삼겠지만, 만약 점도표가 축소되거나 폐지될 경우 채권시장은 정책 경로를 가늠할 유일한 정량적 나침반을 상실하게 된다.

따라서 12월 회의 이전에 발표될 연준 커뮤니케이션 태스크포스의 결론은 12월 금리 결정 그 자체에 비견되는 거시적 무게감을 지닌다. 이번 회의를 통해 채권시장이 직면한 본질적 리스크는 통화정책의 단순한 방향성이 아니라 그 방향성을 소통할 주체의 신뢰도에 대한 불확실성으로, 10월 회의 이전까지 금융시장의 변동성 프리미엄을 높이는 기제로 작용할 전망이다.

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김호정)
- 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.