

2026년 09월 21일 | 키움증권 리서치센터

투자전략팀 | 채권

연준의 재설계, 높아진 금리의 바닥 : 워시의 5개 TF가 바꾸는 정책 프레임과 기간프리미엄

채권/ESG Analyst 안예하
RA 김정현



목차

SUMMARY	03
I. 연준 정책 TF로 읽는 연준의 정책 재설계	04
연준 정책 프레임 변화를 주시해야 하는 이유	04
① 커뮤니케이션 TF	07
② 데이터 TF	12
③ 생산성·고용 TF	16
④ 인플레이션 프레임워크 TF	19
⑤ 대차대조표 TF	24
소결: 불확실성의 시대, 높은 기간프리미엄	28
II. 미국채 10년물 5% 시대?	30
과거 10년물 5% 시대와 현재의 비교	30
2027년 상반기까지의 정책금리 및 시장금리 전망 점검	32
앞으로 무엇을 봐야 하나	36
한은의 소통 방식에도 변화가 있을까?	39

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

연준의 재설계, 높아진 금리의 바닥

: 위시의 5개 TF가 바꾸는 정책 프레임과 기간프리미엄



Executive Summary

I. 연준 정책 TF로 읽는 연준의 정책 재설계

케빈 위시 연준 의장이 제시한 5개 통화정책 TF는 구조적인 금리 상승 요인으로 판단. 5개 TF의 정책 방향은 연준이 시장에 금리 경로를 미리 약속하고 장기금리까지 직접 안정시키던 방식에서 벗어나는 데 있기 때문. 커뮤니케이션, 데이터 TF는 단기금리의 경제지표 민감도와 변동성을 높이고, 대차대조표 TF는 연준의 장기채 수요 축소를 통해 장기금리와 기간프리미엄을 높이는 방향으로 작용. 생산성 TF는 물가 부담을 낮출 수 있지만 잠재성장률과 중립금리를 높여 장기금리의 하단 상승 요인. 인플레이션 TF는 2% 목표의 신뢰를 강화하면 장기 인플레이션 프리미엄을 낮출 수 있으나, 정책금리 인하에는 보다 높은 확인 기준을 요구할 전망.

따라서 기본 시나리오는 정책금리가 경기 변화에 따라 인하되더라도 단기금리의 변동성은 높아지고, 장기금리는 대차대조표 축소, 민간 듀레이션 부담, 중립금리 상승으로 하락폭이 제한되는 구조. 결과적으로 장기물 중심의 베어 스티프닝 반복 가능성 높음.

II. 미국채 10년물 5% 시대?

당사는 이러한 연준의 변화와 연준 정책금리 인상 등의 요인을 반영해 미국채 10년물을 재추산. 미 연준의 9월 인상에 이어 12월 25bp 추가 인상, 2027년 상반기까지 4.00~4.25% 동결을 전망. 고유가로 인하를 서두르기 어려워진 가운데, 고금리가 국가 재정 리스크, 기업 차입을 제약해 중립금리 이상의 금리 인상은 어려울 것. 미국채 10년물은 기간 프리미엄 상승 등을 반영해 2027년 상반기까지 4.70~5.30%를 예상. 5%를 내외로 한 높은 박스권이 기본 경로.

신용시장의 체력이 앞으로의 중요 변수. 2006년에는 성장과 이익이 높은 금리를 흡수했으나 2007년에는 주택대출 부실이 자금시장으로 번졌음. 지금은 AI 기업의 회사채 발행조건, CDS, 현금흐름과 사모대출 환매, 연체를 살펴야 하는 환경을 맞이하고 있음. 이 불안이 크레딧 스프레드와 전반적인 기업의 발행 위축으로 확산되는지가 핵심.

미 연준의 정책 프레임 변경에도 한국은행은 6개월 내 금리 전망 점도표를 유지해 국고 단기물 금리는 미국에 비해 변동성이 제약될 것으로 예상. 다만 국고 장기물 금리는 대외 금리 상승에 따라 변동성이 확대되며 장단기 스프레드 확대로 나타날 것으로 예상.

I. 연준 정책 TF로 읽는 연준의 정책 재설계

연준 정책 프레임 변화를 주시해야 하는 이유

재정정책이 성장과 미국채 수급에 미치는 영향이 커질수록, 연준의 정책 운용 방식도 장기금리를 판단하는 중요한 변수가 된다. 미 연준은 9월 FOMC에서 정책금리를 3.75~4.00%로 25bp 인상했다. 케빈 워시 의장이 AI를 비롯한 기술 발전의 생산성 효과에 주목해 왔음에도, 당장의 물가 압력이 높게 유지되는 상황에서는 긴축으로 대응한 것이다. 9월 점도표의 정책금리 중앙값은 2026년 말과 2027년 말 모두 4.1%이며, 2028년 말에도 3.9%에 머문다. 이는 생산성 향상 가능성을 인정하더라도 그 효과가 확인되기 전까지는 물가 안정을 우선하겠다는 정책 판단으로 읽힌다.

고금리 장기화 전망만으로는 미국채 장기금리의 움직임을 충분히 설명하기 어렵다. 최근의 금리 상승 흐름을 보면 정책금리 인상보다는 결국 기간 프리미엄의 움직임이 장기금리의 변화를 주도하고 있기 때문이다. 기준금리 전망에 더해 정부의 자금조달 규모와 국채 발행 방식, 민간 투자자의 장기채 흡수 능력이 금리에 영향을 주고 있다. 최근 재무부는 향후 수 분기 동안 기존 쿠폰채 발행 규모를 유지하는 한편, 계절적 자금 수요 변화에는 재정증권 발행으로 대응하겠다고 밝혔다. 국채 공급을 어떻게 나누어 시장에 내놓는지가 금리 형성의 일부가 된 셈이다.

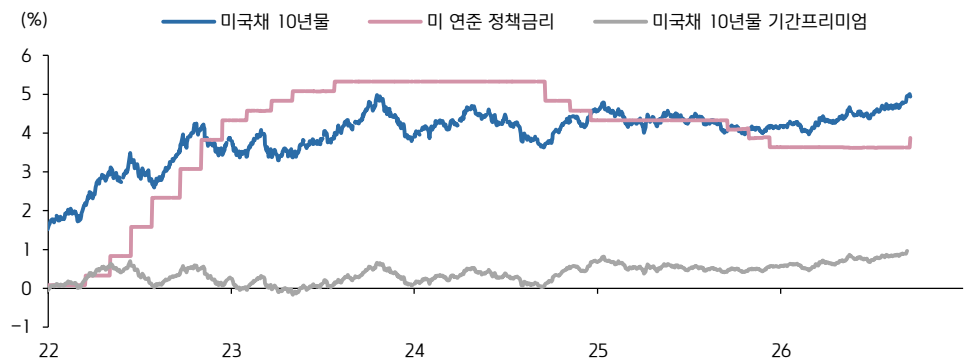
‘재정정책의 시대’에 통화정책을 주목해야 하는 이유도 여기에 있다. 정부 지출과 AI 관련 투자가 수요를 떠받치면 연준은 이를 금리 인하로 추가 지원할 필요가 줄어든다. 동시에 투자 확대가 생산성을 높여 공급능력까지 늘리는지, 먼저 에너지, 설비, 노동 수요를 자극해 물가를 높이는지는 구분해야 한다. 재정지출은 성장에 영향을 주는 한편 국채 발행을 통해 장기금리에도 영향을 준다. 따라서 연준은 성장률이나 물가상승률 하나만 보고 정책을 결정하기보다, 성장의 원인과 물가의 확산 정도, 이미 높아진 시장금리가 경기에 미치는 영향을 함께 판단해야 한다.

이러한 환경에서 통화정책의 적응은 재정의 역할을 대신하는 것이 아니라, 변화한 경제에 맞게 진단과 정책수단의 역할을 다시 정하는 과정이다. 연준이 향후 금리경로를 지나치게 일찍 제시하면 새로운 물가 충격이나 생산성 변화가 나타나도 판단을 바꾸기 어려워질 수 있다. 반대로 대차대조표를 통한 준비금 관리와 장기국채 매입을 같은 성격의 완화정책으로 받아들이면, 연준의 조치가 장기금리와 시장 유동성에 미치는 효과를 잘못 판단할 수 있다. 재정과 민간 투자가 경기의 방향을 크게 움직이는 시기일수록 연준에는 경제 변화를 빠르게 파악하고, 물가목표를 지키면서 정책을 조정할 수 있는 능력이 요구된다.

케빈 워시 의장이 구성한 5개 태스크포스(TF)는 이러한 정책 판단 체계를 점검하는 작업이다. 2026년 7월 발표된 TF는 커뮤니케이션, 대차대조표 정책, 데이터, 생산성과 고용, 인플레이션 프레임워크를 각각 검토한다. 연준이 어떤 자료로 경제를 진단할지, AI에 따른 공급 변화와 물가 압력을 어떻게 구분할지, 정책 결정을 시장에 어떻게 전달할지, 대차대조표를 어떤 목적으로 운용할지가 모두 검토 대상이다. TF의 결론은 아직 정해지지 않았지만, 검토 범위만으로도 연준이 금리 결정 하나를 넘어 통화정책이 작동하는 방식 전반을 재점검하고 있음을 알 수 있다.

재정과 AI 투자가 주도하는 환경에서 연준의 변화가 정책금리와 미국채 장기금리 사이의 관계를 어떻게 바꿀지 살펴본다. 연준이 물가에 대응해 정책금리를 높은 수준에 유지하더라도, 재무부의 발행 부담과 연준의 대차대조표 운용 변화가 기간프리미엄에 영향을 주면 10년물 금리는 과거 금리 인하기와 다르게 움직일 수 있다. 반대로 장기금리 상승이 금융여건을 충분히 긴축한다면 연준의 추가 인상 필요성은 낮아질 수 있다. 결국 앞으로의 쟁점은 연준이 언제 금리를 낮추느냐에 그치지 않는다. 재정이 성장과 국채 공급을 함께 움직이는 상황에서 연준이 무엇을 근거로 정책을 결정하고, 그 결정과 시장의 수급 변화가 장기금리에 각각 얼마나 반영되는지가 핵심이다.

미국채 10년물 금리와 기간프리미엄, 미 연준 정책금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) Kim and Wright 모델 기준

미 연준 통화정책 TF 구성과 내용

Task force	Members	대표적 특징 / 성향	예상 결과물
Communications	Mervyn King 前 영란은행 총재 Peter Fisher 前 NY연준·재무부 Arminio Fraga 前 브라질 중앙은행	- King: 『Radical Uncertainty』, 확률화 반대·시나리오 중시 - Fisher: 포워드 가이던스 비판론자 - 모두 "과잉 소통"에 회의적	- 점도표(dot plot) 폐지·개편 - 포워드 가이던스 소멸 - 성명서·연설 축소 - 확률 대신 시나리오 - 내러티브 소통
Balance Sheet	Jeremy Stein 前 연준 이사·Harvard Raghuram Rajan 前 인도중앙은행·Chicago Karen Dynan 前 재무부·Harvard	- Stein: "큰 대차대조표=금융안정 도구" (Warsh와 반대) - Rajan: "유동성 의존"으로 급속 축소 위험 경고 - Dynan: 중재자 역할 추정	- 향후 QE 정책 활용 제약 - MBS 축소, 단기국채 중심 개편은 합의 - SRF 강화·은행 유동성 규제 완화 전제 - Fed-Treasury 합의 여부가 중요
Data	Raj Chetty Harvard·실시간 데이터 Doug McMillon 前 Walmart CEO Kevin Murphy Chicago 노동경제	- Chetty: 실시간 민간 데이터를 활용한 고빈도·미시 데이터 분석의 대표 인물 - McMillon: Walmart 소비·재고·가격 데이터를 통해 실물경제 체감도가 높은 인물	- 카드·POS·급여(ADP)·구인 - 데이터의 공식 편입, ₩ - 정부통계 의존도 축소
Productivity and Jobs	Marc Andreessen a16z 창업자·AI 낙관론 Charles Jones Stanford·前 Anthropic Asha Sharma Xbox CEO	- Andreessen: 강한 AI 낙관 - Jones: AI 성장가속 가능하나 "약한 고리"가 병목 - 낙관·신중 병존	- 잠재성장률·r* 상향 재추정 - 필립스곡선 재해석 - 단 Jones로 인해 "AI 즉시 디스인플레이" 주장은 절제될 여지
Inflation Frameworks	Greg Mankiw Harvard·前 CEA 의장 Thomas Sargent NYU·노벨상 William White 前 BIS 통화경제국장	- White: 신용·부채 사이클 중시, "회소성의 시대" 구조적 인플레이 경고. - Sargent: 재정지배·기대 강조. - Mankiw: 목표 범위화·M2 주시.	2% 목표 명확화 - 정밀도 완화 - FAIT 폐기 확인 - 재정-통화 상호작용 명시 - 통화·신용 총량 부활

자료: 키움증권 리서치센터

① 커뮤니케이션 TF

케빈 위시의 등장으로 가장 크게 달라지는 건 미 연준의 커뮤니케이션 방식이다. 이미 그는 첫 FOMC였던 6월 회의에서 전격적으로 성명문을 간략하게 변경하며 포워드 가이드언스를 삭제했으며, 점도표에는 본인의 표는 찍지 않음으로서 앞으로의 정책 방향과 관련한 커뮤니케이션 방식에 변화를 줄 것을 예고했다. 2026년 연말까지는 기자회견을 유지하겠다고 하며 여지를 남겨두기도 했지만, 그의 TF에 커뮤니케이션 파트가 존재한다는 것은 결국 변화를 줄 것을 의미한다.

이러한 변화에 시장에서는 과거 그린스펀 시대의 통화정책과 케빈 위시의 통화정책에 유사성이 있다는 평가가 나온다. 특히 그린스펀 연준 의장 당시 1990년대 IT 붐이 경제 변화를 이끌었던 시기였으며, 현재 케빈 위시 또한 AI 투자 사이클을 맞이하고 있는 과정이기 때문이다. 그린스펀 연준 의장 당시 비전통적인 통화정책 방식보다는 금리 정책을 중심으로 운용하고, 지금과 같이 성명문, SEP, 기자회견 등 여러 소통 채널이 운영되지도 않았으며, 시장에서 주목하던 것은 연준의 실제 행동이었을 뿐, 지금과 같이 경제 전망, 점도표 분포, 기자회견에서의 발언, 뉘앙스 변화 등을 주목하지는 않았다.

그러한 관점에서 볼 때, 커뮤니케이션 TF를 이끄는 세 명인 Mervyn King, Peter Fisher, Arminio Fraga 조합은 연준의 커뮤니케이션이 금리 경로를 미리 안내하는 방식에서 정책 판단의 근거를 설명하는 방식으로 이동할 가능성을 시사한다. King과 Fisher는 포워드 가이드언스의 유용성에 비판적인 견해를 밝혀왔으며, Fraga는 물가목표제의 신뢰를 확보하기 위한 투명성과 설명 책임을 강조해왔다. 따라서 세 사람의 공통된 방향을 단순히 '조용한 연준'으로 해석하기보다는, 미래의 금리를 약속하는 성격은 줄이되, 지금 경제를 어떻게 평가하고 어떤 조건에서 정책을 바꿀 것인가는 명확하게 설명하는 방향에 무게를 둘 수 있다.

Mervyn King의 과거 주장은 포워드 가이드언스 축소를 예상할 수 있는 가장 직접적인 근거다. 그는 2021년 「Monetary Policy in a World of Radical Uncertainty」 연설에서 중앙은행도 미래의 경제를 알 수 없으므로 수개월 또는 수년 뒤의 금리를 미리 제시하는 데 신중해야 한다고 주장했다. 특히 중앙은행의 경제 전망과 정책 대응 원칙을 하나의 금리 경로로 묶으면, 시장이 경제 상황을 스스로 평가하기보다 중앙은행의 약속에 집중하게 된다고 지적했다. 경제가 예상과 달라졌는데도 기존 안내를 유지하려 하면 정책 대응이 늦어지고, 이를 수정하면 신뢰가 훼손되는 문제가 발생할 수 있다는 것이다. Mervyn King이 강조한 대안은 물가 안정에 대한 확고한 의지와 함께, 현재 경제에 대한 판단 및 정책 대응 원칙을 설명하는 방식이다.

Fisher의 참여도 미래 금리 경로에 대한 사전 안내를 줄이는 방향과 연결된다. Fisher는 공개 인터뷰에서 연준이 포워드 가이드를 중단해야 한다는 견해를 제시한 바 있다. 뉴욕 연준과 재무부, 민간 채권 운용을 경험한 그의 경력은 중앙은행의 설명이 실제 금리와 투자자의 포지션에 어떻게 반영되는지를 평가하는 데 의미가 있다. 이를 TF의 방향으로 확장해 해석하면, 정책 안내가 시장의 이해를 높이는 수준을 넘어 특정 금리 경로에 대한 과도한 확신을 만들고 있는지를 검토할 가능성이 있다.

반면 Fraga의 연구는 포워드 가이드를 줄이더라도 정책 설명과 투명성은 유지해야 한다는 근거를 제공한다. Fraga는 일란 골드파인, 안드레 미넬라와 공동 집필한 「Inflation Targeting in Emerging Market Economies」에서 충격이 크고 정책 신뢰가 충분히 확립되지 않은 환경일수록 대중과의 소통이 중요하다고 강조했다. 공급 충격으로 물가가 상승했을 때 중앙은행이 그 영향을 일부 수용한다면, 충격의 성격과 대응 이유를 설명해야 물가 안정 의지가 약해졌다는 오해를 줄일 수 있다는 것이다. 이 관점은 정책의 유연성과 신뢰가 충분한 설명을 통해 함께 유지될 수 있음을 보여준다. 단순히 미 연준이 입을 닫는 선택만 하지는 않을 가능성도 열려있는 셈이다.

세 구성원의 견해를 종합하면, 대부분 과잉 소통을 반대하며, 커뮤니케이션 TF는 정책 경로의 예측 가능성보다 정책 대응 원칙의 일관성을 높이는 방향을 제안할 것으로 추정한다. 이미 가이드를 축소하는 방향으로 성명문을 구성한 가운데, 케빈 워시 연준 의장은 6월 FOMC 당시 점도표에 표를 찍지 않음으로서 가이드를 제공하는 것에 반대하는 의견을 표한 바 있다. 이러한 상황들과 TF 구성원들을 통해 추정해볼 때, 특정 시점까지 금리를 유지한다고 안내하기보다, 어떤 물가·고용 변화가 확인되면 판단을 수정할 것인지 설명하는 방식으로 나아갈 것으로 예상된다. 앞으로 예상 가능한 시나리오 형태로 제시할 가능성도 있다.

채권시장에서는 이러한 변화가 어떻게 나타날까. 커뮤니케이션을 이미 축소하고 있는 과정에 있는 상황에서 과거 비전통적인 통화정책을 활용하던 2008~2014년과 비교하면 현저하게 FOMC 당일 금리 변화에 차이를 보인다. 포워드 가이드가 구체적이었던 2008~2014년에는 FOMC 당일 미국채 2년물 금리의 평균 절대 변동폭이 3.0bp에 그쳤지만, 정책 방향의 사전 확약이 약해진 2023년 5월~2026년 6월에는 7.0bp로 확대됐다. 2년물의 20일 이동 변동성도 같은 기간 평균 50.9bp에서 92.2bp로 높아졌다. 이는 연준이 향후 금리 경로를 미리 제시하지 않을수록 시장이 매 회의의 정책 판단을 새롭게 가격에 반영하면서 단기금리 변동성이 커질 수 있음을 보여준다.

FOMC 내부의 정책 전망 차이도 확대되고 있다. SEP 당해 연도 정책금리 전망의 최고·최저 격차는 2020~2023년 평균 26.8bp에서 2024~2026년 80.0bp로 확대됐다. 위원 간 전망이 분산된 상황에서 포워드 가이드언스까지 약해질 경우 시장이 하나의 정책 경로를 기준으로 기대를 형성하기 어려워지고, 경제지표와 회의 결과에 따른 금리 재가격도 커질 가능성이 있다.

단기금리의 지표 민감도를 높이며 변동성을 키우는 가운데, 장기금리의 방향은 정책 신뢰에 달려 있다. 시장이 의존할 사전 금리 경로가 약해지면 새로운 경제지표에 따라 2, 5년 등 단기물 중심으로 금리 기대를 자주 조정할 수 있다. 장기채 투자자도 정책 불확실성에 더 높은 보상을 요구할 가능성이 있다. 그러나 연준의 물가 대응 원칙이 명료해지고 상황 변화에 더 신속하게 대응한다는 신뢰가 형성되면, 장기 인플레이션 위험 보상은 오히려 낮아질 수 있다. 따라서 커뮤니케이션 축소 자체보다, 포워드 가이드언스가 줄어든 자리를 일관된 판단 기준이 채우는지가 주요 쟁점이 될 것으로 본다.

미 연준 그린스펀 의장 시절과 버냉키 의장 이후 정책 비교

구분	연준 그린스펀 의장 시대(1987.8~2006.1)	버냉키 의장 이후(2006.2~)
정책수단	정책금리 중심	정책금리 + 양적완화/양적긴축 + 유동성 지원 + 포워드 가이드언스
소통	모호하고 제한적	성명서, SEP, 점도표, 기자회견, 회의록
장기금리 관리	금리 경로에 간접 영향	QE와 가이드언스로 장기금리와 기간프리미엄에 직접적으로 영향
시장의 정책 추정 방식	의장 발언과 실제 행동 해석	경제 전망, 점도표, 문구, 기자회견 해석
위기대응 방식	유동성 공급과 금리 인하 중심	대차대조표 확대, 특정 시장 및 신용 경로 지원까지 확대

자료: 키움증권 리서치센터

커뮤니케이션 TF 구성원별 특징

구성원	과거 핵심 주장	예상 정책 방향
Mervyn King 前 영란은행 총재	불확실한 미래 금리를 약속하는 포워드 가이드언스 비판	금리 경로 안내 축소, 반응함수 설명 강화
Peter Fisher 前 NY연준·재무부	포워드 가이드언스가 시장 가격과 포지션을 왜곡할 리스크가 있음	점도표·장기 금리전망의 역할 재검토
Arminio Fraga 前 브라질 중앙은행	물가 목표제의 신뢰를 위해 투명성 필요	사전 약속은 줄이되 정책 판단 근거는 명확히 공개

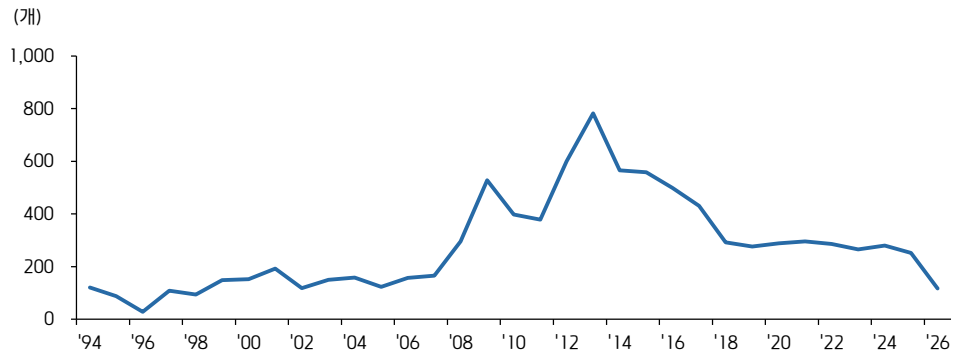
자료: Monetary Policy in a World of Radical Uncertainty, <https://mv-pt.org/wp-content/uploads/2021/11/Mervyn-King-Lecture-Script.pdf>,
<https://www.bloomberg.com/news/videos/2018-07-17/fed-needs-to-stop-forward-guidance-dartmouth-s-fisher-says-video>,
 Inflation Targeting in Emerging Market Economies <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps76.pdf>,
 키움증권 리서치센터

주요 연준 커뮤니케이션 정책 변화

날짜	주요 변경 내용	설명
1994-02-04	정책 결정 즉시 공개	결정 내용 시장에 즉시 영향 미침
2003-08-12	성명서 문구 내 "considerable period"라는 가이드선 제시	기간을 제시하며 향후 정책 경로에 대한 예측을 제시하기 시작
2011-04-27	정기적 기자회견 도입 시작	Q&A를 통한 정책 시그널 채널 추가
2012-01-25	점도표 도입	연준 위원 개개인의 전망 공개
2019-01-30	매 회의마다 기자회견 시작	기존 분기마다의 기자회견을 매 회의마다로 변경
2026-06-17	간결한 성명서	포워드 가이드선 축소, 명확한 정책 경로 제시 축소

자료: 키움증권 리서치센터

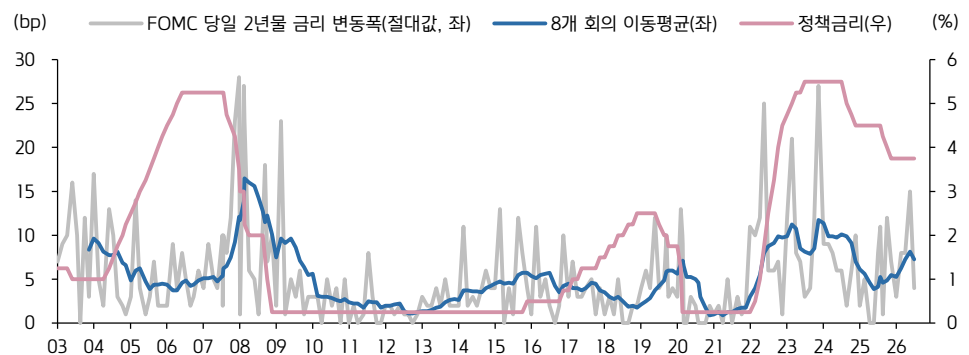
미 연준 FOMC 성명문 단어수 추이(연말 성명문 기준)



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

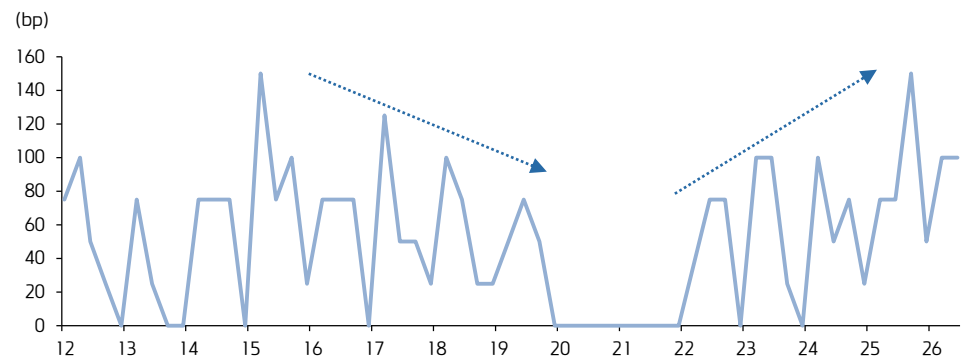
주) 2026년은 6월 기준

미 연준 FOMC 당일 2년물 금리 변동폭과 정책금리 추이



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

미 연준 SEP 점도표 의견차(점도표 상단-하단 차이)



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

② 데이터 TF

커뮤니케이션 TF의 방향은 데이터 TF와 함께 살펴볼 필요가 있다. 연준이 특정 금리 경로를 미리 제시하기보다 경기 시나리오별 정책 대응을 설명하는 방식으로 전환한다면, 시장의 관심은 연준이 어떤 지표를 통해 각 시나리오의 현실화 여부를 판단하는지로 이동하기 때문이다. 포워드 가이드스가 약해질수록 정책금리 전망은 연준이 제시한 경로보다 소비, 고용, 물가 지표의 변화에 민감해진다. 따라서 데이터 TF의 역할은 새로운 통계를 추가하는 데 그치지 않고, 서로 다른 신호 가운데 정책 판단에 활용할 정보를 선별하는 데 있을 것으로 판단한다.

케빈 위시가 Data TF 구성원으로 지목한 Raj Chetty, Doug McMillon, Kevin Murphy의 조합은 경제의 변화를 빠르게 포착하면서도 그 원인을 세밀하게 구분하려는 방향을 시사한다. Chetty는 민간 데이터를 활용한 실증 분석, McMillon은 대형 유통기업의 경영 경험, Murphy는 노동시장의 수요·공급 분석이라는 서로 다른 강점을 갖는다. 이들의 참여는 소비와 고용이 얼마나 증가했는지만 보는 것이 아니라, 변화가 어느 계층과 업종에서 발생했고 일시적인 현상인지 구조적인 변화인지를 판단하려는 구성으로 해석할 수 있다.

Chetty의 연구는 민간 데이터가 공식 통계보다 빠르게 경기의 변곡점과 부문별 격차를 보여줄 수 있다는 점을 강조한다. Chetty와 공동연구진은 「The Economic Impacts of COVID-19」에서 신용·직불카드 거래, 고용, 사업체 운영 등 익명화된 민간 정보를 결합해 경제활동을 실시간에 가깝게 추적했다. 이를 통해 총소비가 회복되는 상황에서도 소득계층과 지역에 따라 소비 및 고용 회복 속도가 크게 다를 수 있음을 확인했다. 이러한 접근이 정책 판단에 반영된다면 연준은 전체 소비가 유지되는지만 보는 것이 아니라, 소비를 지탱하는 계층과 업종이 어디인지, 부진이 일부에 국한됐는지 경제 전반으로 확산되고 있는지를 함께 살펴볼 가능성이 높다.

McMillon의 참여는 민간 데이터에 나타나는 변화를 기업의 실제 가격, 판매 전략과 연결하는 역할을 할 수 있다. 명목 매출이 증가해도 판매량이 감소하고 가격 상승만으로 매출이 늘었다면 실질 소비 여건이 강하다고 보기 어렵다. 소비자가 고가 상품에서 저가 상품으로 이동하거나 할인 판매의 비중이 확대되는 현상 역시 총소비 증가율에는 충분히 나타나지 않는 구매력 약화의 신호다. 대형 유통기업은 판매량, 판매가격, 재고, 할인율, 상품 구성의 변화를 비교적 빠르게 확인할 수 있기 때문에 공식 소매판매나 개인소비지출이 보여주지 못하는 소비자의 행동 변화를 보완할 수 있다.

Murphy의 연구는 고용과 임금의 변화를 노동 수요와 공급으로 구분해 해석하는 근거를 제공한다. 로런스 카츠와 공동 집필한 「Changes in Relative Wages, 1963-1987: Supply and Demand Factors」는 교육과 숙련 수준에 따른 상대임금의 변화를 노동 수요와 공급의 관계로 분석했다. 이러한 관점에서는 평균임금 상승만으로 노동시장이 전반적으로 과열됐다고 판단하기 어렵다. 특정 숙련 인력에 대한 수요 증가, 저임금 근로자의 고용 감소에 따른 구성 효과, 노동공급 부족도 평균임금을 높일 수 있기 때문이다. 따라서 평균임금뿐 아니라 직종별 임금, 근로시간, 구인율, 이직률 등을 함께 확인해야 임금 상승이 지속적인 물가 압력으로 연결될지를 판단할 수 있다.

다만 민간 데이터는 공식 통계를 대체하기보다 공식 통계가 보여주는 변화의 방향과 원인을 조기에 확인하는 수단으로 활용될 가능성이 높다. 민간 데이터는 발표 속도가 빠르고 세부 계층과 업종을 구분할 수 있지만, 특정 카드사나 기업의 고객 구성에 영향을 받고 산업·기업 규모별 표본에도 편향이 발생할 수 있다. 반면 소매판매, 개인소비지출, 비농업 고용과 같은 공식 통계는 조사 범위와 방법론이 상대적으로 안정적이지만 발표 시차가 있고, 총량 중심이어서 경제 내부의 차이를 늦게 반영한다. 연준은 민간 데이터에서 변곡점을 먼저 탐색하고 공식 통계를 통해 그 변화의 확산성과 지속성을 확인하는 방식으로 두 자료를 교차 활용할 것으로 예상된다.

특히 Chetty가 운영하는 Opportunity Insights(이하 OI)의 데이터를 통해 확인해보면, 최근 민간 카드 지출 규모는 공식 소비지표보다 모멘텀이 크게 둔화된 것을 확인할 수 있다. 금리 인하가 시작되었던 2024년 9월과 비교해보면, 공식 데이터의 둔화는 제한적이지만 OI가 가리키는 데이터는 둔화되었다. 최근 카드지출이 빠르게 하락했다는 점은 소비 증가세가 공식 월간지표보다 먼저 약해지고 있을 가능성을 시사한다. 다만 카드결제 비중, 업종 구성과 표본 변화의 영향도 존재하므로 한두 달의 하락만으로 소비 침체를 판단하기는 어렵다는 점도 고려해야 한다.

고용시장 지표는 OI와 BLS JOLTS 데이터가 비슷한 방향성을 가리키는 가운데, OI의 채용공고 데이터는 금리 인하를 시작했던 2024년 9월 이후 9% 증가했다고 가리키는 한편, JOLTS 데이터는 4% 증가에 그쳤다고 가리키고 있다. 미세한 차이라고 볼 수 있지만 점진적으로 증가세를 보이는 OI와 달리 JOLTS는 횡보한다는 흐름에서 미묘한 차이가 있다. 민간 데이터를 활용하여 여러 방면에서 살펴보는 과정은 결국 시장금리 변동성을 키울 수 있는 요인이 될 것으로 판단한다.

이러한 판단 방식은 통화정책의 반응 시점과 시장금리 변동성을 동시에 바꿀 수 있다. 민간지표만 약해지고 공식지표가 견조한 구간에서는 연준의 정책 전환이 지연되는 반면 시장은 향후 둔화를 선반영하면서 금리 인하 기대를 일부 유지할 수 있다. 이때 민간지표를 중시하는 시장과 공식지표의 확인을 기다리는 연준 사이의 판단 차이가 커지면서 미국채 2년물과 5년물의 양방향 변동성이 높아질 수 있다. 이후 민간과 공식지표가 모두 둔화될 경우 인하 기대가 강화되며 단기물을 중심으로 금리가 하락하겠지만, 민간지표가 반등하거나 공식지표가 계속 견조하면 예상 인하 시점이 뒤로 밀리며 단기금리가 빠르게 반등할 수 있다.

장기금리에는 데이터 간 괴리가 정책 불확실성과 기간프리미엄을 통해 영향을 미칠 전망이다. 민간과 공식지표가 같은 방향을 가리키면 시장은 연준의 정책 방향을 비교적 명확하게 추정할 수 있지만, 두 지표의 신호가 장기간 엇갈리면 정책 경로의 분산이 확대된다. 여기에 커뮤니케이션 TF가 사전 금리 경로 제시를 줄이고 회의별 판단을 강화한다면 시장은 매번 새로운 데이터를 통해 정책 전망을 다시 가격에 반영해야 한다. 이는 경기 둔화와 인하 기대가 형성되더라도 장기채 투자자가 더 높은 불확실성 보상을 요구하게 만들어 10년물과 30년물 금리의 하락폭을 제한할 수 있다.

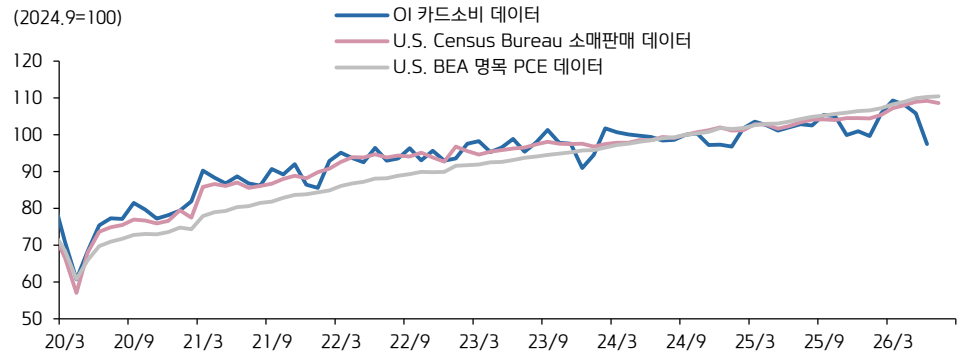
결국 데이터 TF의 핵심은 민간지표와 공식지표 가운데 어느 하나를 선택하는 것이 아니라, 속도와 대표성이 다른 자료를 결합해 정책 오류를 줄이는 데 있다. Chetty가 경기 변화의 조기 신호와 분포를 보여주고, McMillon이 소비 및 가격 결정의 현장 의미를 해석하며, Murphy가 노동시장 변화의 구조적 원인을 구분하는 방식이다. 채권시장에서도 고용·물가 발표치 자체뿐 아니라 연준이 어떤 보완지표를 통해 발표치를 해석하는지가 중요해질 전망이다. 포워드 가이드스가 약해질수록 민간 데이터는 정책 전환의 조기 신호로, 공식지표는 정책 실행의 확인 신호로 기능할 가능성이 높다.

데이터 TF 구성원별 특징

구성원	구성원별 전문 데이터 분야	예상 활용 데이터
Raj Chetty Harvard·실시간 데이터	민간 빅데이터·계층 및 지역별 분석	카드 소비, 소득계층별 지출, 지역별 고용
Doug McMillon 前 Walmart CEO	대형 유통기업의 소비·재고·가격 정보	판매량, 가격, 할인율, 저가상품 이동
Kevin Murphy Chicago 노동경제	노동 수요·공급 및 임금구조	숙련도·직종별 고용과 상대임금

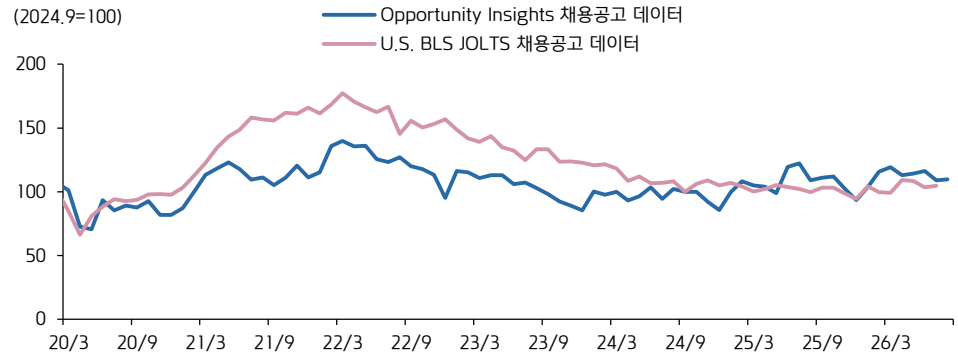
자료: 「The Economic Impacts of COVID-19」(<https://www.nber.org/research/videos/2020-raj-chetty-economic-impacts-covid-19-based-evidence-new-public-database-built-using-private>), 「Changes in Relative Wages, 1963-1987: Supply and Demand Factors」, (<https://www.nber.org/papers/w3927>)
키움증권 리서치센터

미국 기관별 소비 데이터



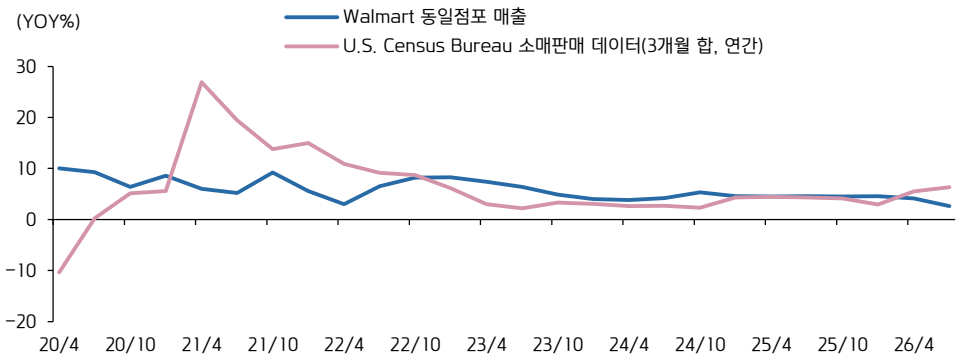
자료: Opportunity Insights, US Census Bureau, US BEA, 키움증권 리서치센터

미국 기관별 채용공고 데이터



자료: Opportunity Insights, US BLS, 키움증권 리서치센터

미국 기관별 소매판매 데이터



자료: US Census Bureau, Walmart, 키움증권 리서치센터

③ 생산성·고용 TF

결국 데이터를 통해 확인하고자 하는 것은 크게 두 가지다. 케빈 워시가 주장하는 주요 논거인 ‘생산성 개선→인플레이션 하락’의 과정을 확인하고자 하는 것이다. 과거 IT 붐 당시와 같이 생산성이 개선되는 과정에서 물가 안정이 진행된 것과 같이 현재의 AI 투자 사이클 속에서도 궁극적으로는 그 과정을 확인하고자 생산성과 고용 TF를 만들어 진행되는 과정에서 미 연준의 역할을 찾아보고자 하는 것이 주요 목적인 것으로 판단된다.

TF에 참여한 Marc Andreessen, Charles Jones, Asha Sharma의 조합은 생산성·고용 TF가 AI의 경제적 효과를 투자, 성장 이론, 제품 적용이라는 세 관점에서 평가할 가능성을 시사한다. Andreessen은 기술 발전의 경제적 이익을 적극적으로 주장해온 투자자이며, Jones는 장기 성장과 AI를 연구해온 경제학자다. Sharma는 기술을 실제 제품과 서비스로 구현하는 기업 경영의 경험을 제공할 수 있다. 이 구성은 AI를 일시적인 투자 열풍으로만 바라보기보다 경제의 생산능력을 바꿀 수 있는 요인으로 검토하려는 문제의식과 연결된다. 다만 세 사람을 동일한 강도의 AI 낙관론자로 묶는 것은 적절하지 않다.

Andreessen의 과거 주장은 AI의 생산성 효과를 적극적으로 평가하는 방향을 뒷받침한다. 그는 2023년 「Why AI Will Save the World」에서 AI가 인간의 지적 활동을 보조하고 생산성을 높여 성장과 생활수준 개선에 기여할 수 있다고 주장했다. 일자리의 양이 고정돼 있다는 전제에도 비판적이며, 기술 발전으로 비용이 낮아지고 수요가 확대되면서 새로운 경제 활동이 발생할 수 있다고 본다. 이 견해가 TF 논의에 반영된다면 AI에 따른 일부 업무의 자동화를 곧바로 경제 전체의 고용 감소로 연결하기보다, 생산 확대와 새로운 노동 수요까지 살펴보는 주장이 제기될 가능성이 있다.

Jones의 참여는 기술의 잠재력을 인정하면서도 그 효과를 조건부로 평가하는 분석을 보완할 수 있다. 그의 「The A.I. Dilemma: Growth versus Existential Risk」는 AI가 가져올 성장 기회와 중대한 위험을 함께 고려해 기술의 활용을 분석한다. 이 연구는 직접적인 금리정책 논문은 아니지만, AI의 편익이 크다는 이유만으로 위험과 비용을 생략해서는 안 된다는 접근을 보여준다. 따라서 Jones의 역할은 Andreessen의 낙관론에 단순히 동의하는 것보다, AI가 어떤 조건에서 성장에 기여하며 그 효과를 평가할 때 무엇을 함께 고려해야 하는지 분석하는 데 있을 것으로 추정한다.

Sharma의 참여는 AI의 기술적 가능성과 실제 기업의 성과 사이에 존재하는 차이를 확인하는 데 의미가 있다. AI 기능을 개발할 수 있다는 사실과 고객이 이를 사용해 시간과 비용을 절감한다는 사실은 다르다. 실제 생산성 효과는 도입 비용, 업무 재설계, 직원 교육, 결과물의 신뢰성에 따라 달라진다. Microsoft 경력에 비춰보면, Sharma는 이러한 제품 적용과 확산의 문제를 논의에 반영할 수 있는 인물이며, 기업 현장에서 AI의 효과와 제약을 평가할 수 있을 것으로 기대된다.

이러한 구성은 그린스펀이 정보기술 혁신을 근거로 경제의 성장능력을 재평가했던 접근과 비교할 만하다. 당시의 핵심은 컴퓨터와 소프트웨어가 생산성을 높이고 있다면, 과거 기준으로 높은 성장률과 낮은 실업률도 반드시 물가 불안으로 이어지지는 않을 수 있다는 판단이었다. 이번 TF 역시 AI가 같은 노동과 자본으로 더 많은 생산을 가능하게 하는지를 확인한다면 유사한 질문을 다루게 된다. 다만 그린스펜과의 공통점은 기술에 대한 기대만으로 완화를 선택하는 데 있지 않다. 기존 통계와 모형이 경제의 변화를 충분히 반영하는지 의심하고, 이를 기업 현장과 생산성·비용 자료로 검증하는 데 있다.

따라서 생산성·고용 TF의 정책적 함의는 AI 투자 확대 자체보다 실제 비용 절감과 생산능력 개선의 증거에 달려 있다. 생산성과 임금이 함께 높아지면서 단위노동비용이 안정된다면 강한 성장에 대응한 추가 긴축의 필요성이 줄어들 수 있다. 반면 데이터센터와 전력 투자가 수요를 먼저 늘리고 생산성 효과는 지연된다면 단기적인 물가 압력은 남는다. 또한 생산성 개선이 장기 성장과 투자수익률을 높이면 실질금리를 지지할 수 있다. 이 TF의 구성을 금리 하락 신호로 단순화하기보다, 같은 성장률과 고용지표에 대해 연준이 다른 정책 판단을 내릴 가능성으로 해석할 필요가 있다.

생산성·고용 TF 구성원별 특징

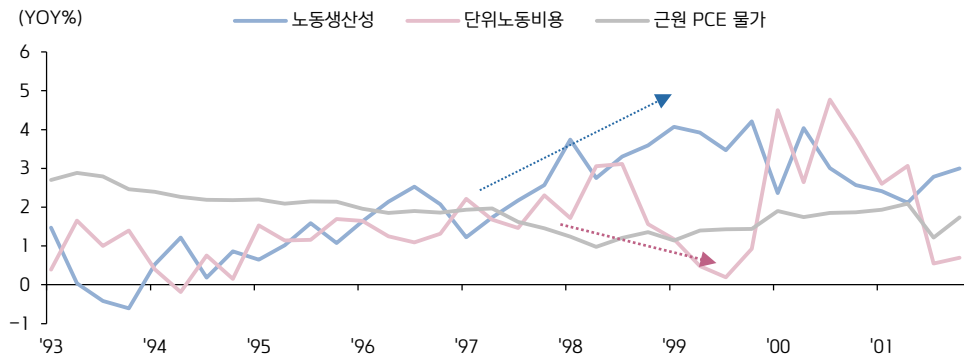
구성원	주요 주장 포인트	도출 정책 방향
Marc Andreessen a16z 창업자·AI 낙관론	AI는 생산성과 새로운 수요를 창출	AI의 성장·고용 상방 효과 강조
Charles Jones Stanford·前 Anthropic	AI의 성장 편익과 위험을 함께 평가	잠재성장률 효과의 조건과 장기 위험 분석
Asha Sharma Xbox CEO	AI 제품 개발·기업 적용 경험	기술 가능성과 실제 현장 생산성의 차이 평가

자료: 「Why AI Will Save the World」(<https://a16z.com/ai-will-save-the-world/>)

「The A.I. Dilemma: Growth versus Existential Risk」(<https://www.nber.org/papers/w31837>)

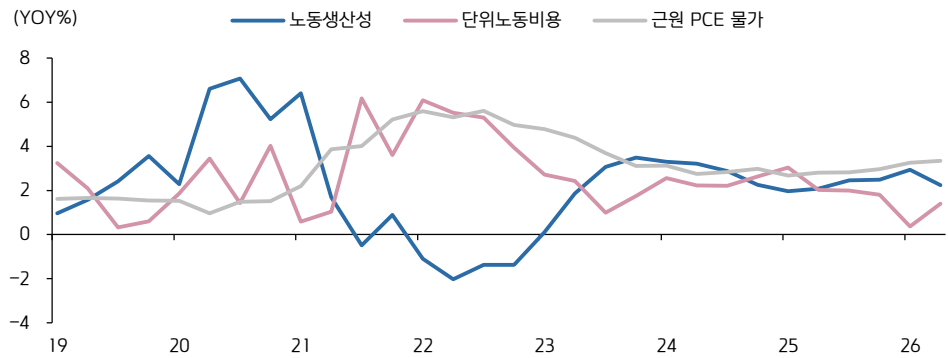
키움증권 리서치센터

미국 1993~2001년 IT 혁신 시기 생산성, 단위노동비용, 근원 물가 추이



자료: US BLS, US BEA, 키움증권 리서치센터

미국 2019~최근 AI 투자사이클 시기 생산성, 단위노동비용, 근원 물가 추이



자료: US BLS, US BEA, 키움증권 리서치센터

④ 인플레이션 프레임워크 TF

데이터 TF와 연결해 확인해야 할 두 번째 쟁점은 물가 수준 자체보다 인플레이션 목표를 어떤 방식으로 운용할 것인가다. 2020년대 들어 팬데믹과 공급망 차질, 지정학적 분쟁과 국제유가 급등이 반복되면서 물가가 안정적으로 2%에 수렴할 것이라는 전제가 약해졌다. 이에 따라 연준은 단기 물가가 높고 낮은지를 판단하는 수준을 넘어 2%를 단일한 목표로 계속 제시할지, 일정한 허용범위를 둘지, 공급충격으로 발생한 물가 상승을 어느 기간에 걸쳐 되돌릴지를 다시 검토할 필요성이 커졌다.

이번 논의의 출발점은 2020년 도입한 평균물가목표제의 한계다. 당시 연준은 저물가와 저금리로 정책금리가 실효하한에 도달할 위험이 커졌다고 판단했다. 이에 2%를 장기 목표로 유지하되, 물가가 장기간 2%를 밑돈 뒤에는 일정 기간 2%를 완만하게 웃도는 것을 허용해 평균적으로 2%를 달성하겠다는 방침을 제시했다. 고용 측면에서도 완전고용 수준을 넘어섰는지를 선제적으로 판단하기보다 완전고용에 미달하는 정도를 중심으로 정책을 운용했다. 2020년 연준의 정책전략은 저물가 고착화를 막는 데 초점을 맞춘 프레임이었다.

그러나 AIT는 인플레이션이 낮을 때는 정책 대응을 늦추는 근거를 제공했지만, 공급충격으로 물가가 급등할 때의 대응 원칙은 명확하지 않았다. 평균을 계산하는 기간과 허용할 오버슈팅의 크기, 물가 상승이 예상보다 오래 지속될 경우 AIT에서 벗어나는 조건이 구체적으로 제시되지 않았기 때문이다. 팬데믹 이후 공급망 충격과 재정지출 확대가 동시에 발생했지만 연준은 물가 상승을 일시적이라고 판단했고, 실제 물가와 고용에서 충분한 진전이 나타날 때까지 완화를 유지한다는 결과 기반 포워드 가이드언스도 사용했다. AIT만으로 대응 지연을 모두 설명할 수는 없지만, 공급충격에 대한 오판과 AIT의 비대칭적 구조, 강한 포워드 가이드언스가 결합하면서 정책 정상화가 늦어졌다는 비판은 피하기 어렵다.

연준은 이러한 교훈을 반영해 2025년 8월 정책전략을 개편하면서 AIT의 핵심이었던 '2%를 지속적으로 밑돈 뒤에는 일정 기간 2%를 완만하게 웃도는 물가를 추구한다'는 문구를 삭제했다. 대신 다양한 경제 상황에서 물가안정과 최대고용을 추구하고, 장기 기대인플레이션을 2%에 고정하기 위해 필요하면 강하게 대응한다는 원칙을 제시했다. 다만 2025년 검토에서 2% 목표 자체는 논의 대상에 포함하지 않았으며, 2026년 1월에도 2% 장기목표를 재확인했다. 따라서 이번 인플레이션 TF의 핵심은 AIT를 폐기할 것인지가 아니라, AIT 이후에도 남아 있는 2% 목표의 운용방식을 구체화하는 데 있을 가능성이 높다.

인플레이션 프레임워크 TF의 Greg Mankiw, Thomas Sargent, William White 조함은 2% 목표를 단순히 높이는 방향보다 목표의 신뢰성과 달성 조건을 재정립하려는 구성으로 해석된다. Mankiw는 정보와 기대가 조정되는 과정, Sargent는 통화정책과 재정정책의 정합성, White는 물가안정 아래 누적되는 금융불균형을 강조한다. 세 사람의 연구를 종합하면 목표 물가 수준을 변경하기보다, 중앙은행이 어떤 지표를 확인하고 어느 기간에 걸쳐 2%로 복귀시키며 어떤 상황에서 보다 강하게 대응할지를 명확히 하는 방향에 무게가 실린다.

Mankiw의 연구는 2% 목표를 단일한 월별 판정 기준으로 적용하기보다 기대의 조정 속도와 물가압력의 확산 정도를 함께 살펴봐야 한다는 근거를 제공한다. 리카르도 레이스와의 「Sticky Information versus Sticky Prices」은 기업과 가게가 최신 정보를 즉시 반영하지 않기 때문에 통화정책 변화가 가격과 임금 결정에 시차를 두고 전달된다고 설명한다. 이 관점에서는 유가 급등으로 헤드라인 물가가 일시적으로 상승했다고 곧바로 긴축 강도를 높일 필요는 없다. 반면 높은 물가가 서비스가격과 임금, 기대인플레이션으로 확산되고 있다면 공급충격이라는 이유만으로 대응을 미루기도 어렵다.

Sargent의 참여는 2% 목표의 신뢰성이 통화정책만으로 유지되지 않을 수 있다는 문제의식을 더한다. Sargent와 닐 월리스의 「Some Unpleasant Monetarist Arithmetic」은 정부부채를 안정시킬 재정조정이 뒷받침되지 않으면 현재의 통화긴축이 정부 이자비용을 높이고, 장래에 통화정책이 재정 부담을 떠안도록 만들 수 있음을 보여준다. 이는 금리 인상이 곧바로 인플레이션을 높인다는 의미가 아니라, 재정정책이 통화정책과 충돌하는 상황에서는 중앙은행의 물가 통제력이 약해질 수 있다는 조건부 분석이다.

실제로 연방정부의 이자지출은 인플레이션 프레임워크가 재정과 분리되기 어려워졌음을 보여준다. 산출한 자료에서 연방정부 이자지출의 GDP 대비 비율은 2021년 약 1.5%에서 2025년 3.2%로 상승했다. 고금리가 지속될수록 재정의 이자 부담이 시차를 두고 확대되는 구조다. 따라서 연준이 2% 목표를 방어하기 위해 긴축을 장기간 유지하더라도 재정정책이 이에 상응하는 조정을 하지 않으면 장기 기대인플레이션과 기간프리미엄을 안정시키는 효과가 약해질 수 있다.

White의 참여는 물가목표 달성 여부뿐 아니라 그 과정에서 형성되는 금융불균형도 점검해야 한다는 의미다. White는 「Is Price Stability Enough?」에서 생산성 향상이나 세계화로 소비자물가가 안정된 상황에서도 신용과 자산가격이 빠르게 상승할 수 있다고 지적했다. 물가가 2%에 근접했다는 이유만으로 완화적인 금융여건을 장기간 유지하면 부채와 레버리지가 누적돼 이후 더 큰 경기침체를 유발할 수 있다는 주장이다.

현재 금융여건은 White의 문제의식이 정책 판단에 추가적인 제약으로 작용할 수 있음을 보여준다. 2026년 8월 시카고 연은 금융여건지수는 약 -0.55로 금융여건이 역사적 평균보다 완화적임을 나타냈고, Baa 회사채와 미국채 10년물 간 스프레드도 약 1.6%p로 신용경색을 시사할 정도로 높지 않았다. 물가가 둔화되더라도 금융여건이 완화적이고 신용스프레드가 안정돼 있다면 연준이 서둘러 금리를 인하할 필요성은 낮다. 반대로 물가가 높은 상황에서는 긴축적인 환경으로 빠르게 회귀시킬 가능성도 높은 것을 의미한다. 이는 물가목표에 금융안정 목표를 직접 추가한다는 의미보다, 물가를 2%로 복귀시키는 과정에서 금융여건이 정책 효과를 상쇄하고 있는지를 확인하는 방식에 가깝다.

이번 TF가 공식적인 물가목표 범위를 도입할 가능성은 열려 있지만, 기본 시나리오로 보기는 어렵다. 목표를 범위로 제시하면 공급충격이나 측정오차에 따라 물가가 일시적으로 변동할 때 중앙은행이 기계적으로 반응하지 않아도 된다는 장점이 있다. 예를 들어 2%를 중심으로 일정한 허용범위를 제시하고, 범위 안에서는 물가의 방향과 지속성에 따라 대응하는 방식이다. 이는 특정 월의 물가에 대한 정책과 시장금리의 과도한 민감도를 낮출 수 있다.

다만 목표범위의 상단이 새로운 물가목표로 인식될 위험이 더 크다. 시장이 2%가 아니라 범위의 상단까지 연준이 허용한다고 판단하면 장기 기대인플레이션과 기간프리미엄이 상승할 수 있다. 특히 단기 기대인플레이션이 높고 근원물가 모멘텀이 여전히 2%를 웃도는 상황에서 범위를 도입하면 AIT에 이어 다시 물가목표를 완화하는 것으로 해석될 가능성이 있다. Mankiw, Sargent, White의 연구 역시 목표를 높이거나 넓혀야 한다는 공통된 결론보다는 기대, 재정 신뢰와 금융안정이 뒷받침돼야 2% 목표가 지속 가능하다는 쪽에 가깝다.

따라서 새로운 프레임은 2%를 명확한 중심점으로 유지하면서 목표 달성 기간과 판단지표를 유연하게 운용하는 형태가 될 가능성이 높다. 과거의 물가 미달을 미래의 오버슈팅으로 보상하는 AIT 방식은 사용하지 않고, 공급충격 발생 시에는 충격의 크기와 확산 정도, 기대인플레이션, 임금과 단위노동비용을 기준으로 2% 복귀 시점을 조정하는 방식이다. 공식적인 목표범위보다는 2% 단일목표와 비공식적인 허용범위, 그리고 충격별 정책 대응 원칙을 함께 제시하는 방안이 정책 신뢰와 유연성을 모두 확보하기에 적절하다.

이러한 변화는 시장금리에도 상반된 경로로 영향을 미칠 수 있다. 2% 목표를 유지하면서 물가의 확산과 기대인플레이션에 선제적으로 대응하면 단기적으로 정책금리 인하가 지연돼 2년물과 5년물 금리는 높은 수준을 유지할 수 있다.

그러나 장기적으로 물가목표에 대한 신뢰가 강화되면 장기 기대인플레이션과 인플레이션 위험 프리미엄이 낮아져 장기금리 안정에 기여한다. 반대로 목표범위 확대가 사실상 2% 목표의 상향으로 인식되거나 재정 부담을 이유로 연준이 물가 대응을 완화한다고 판단되면 장기 기대인플레이션과 기간프리미엄이 동시에 상승해 경기 둔화에도 장기금리의 하락폭이 제한될 수 있다.

인플레이션 프레임워크 TF 구성원별 특징

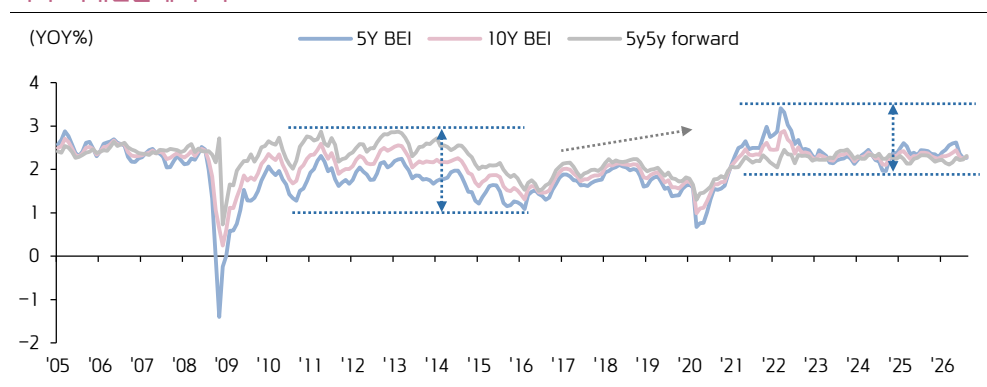
구성원	과거 연구	도출 정책 방향
Greg Mankiw Harvard·前 CEA 의장	정보와 기대가 천천히 조정되는 'Sticky Information'	기대 형성과 정책 전달 시차 중시
Thomas Sargent NYU·노벨상	재정이 뒷받침되지 않으면 통화긴축의 지속 가능성이 약화	재정-통화정책의 정합성 반영
William White 前 BIS 수석	소비자물가 안정만으로 금융안정을 보장할 수 없음	신용·자산가격·금융불균형 포함

자료: 'Sticky Information' https://www.nber.org/system/files/working_papers/w8614/w8614.pdf

'Some Unpleasant Monetarist Arithmetic' <https://www.minneapolisfed.org/research/quarterly-review/some-unpleasant-monetarist-arithmetic>

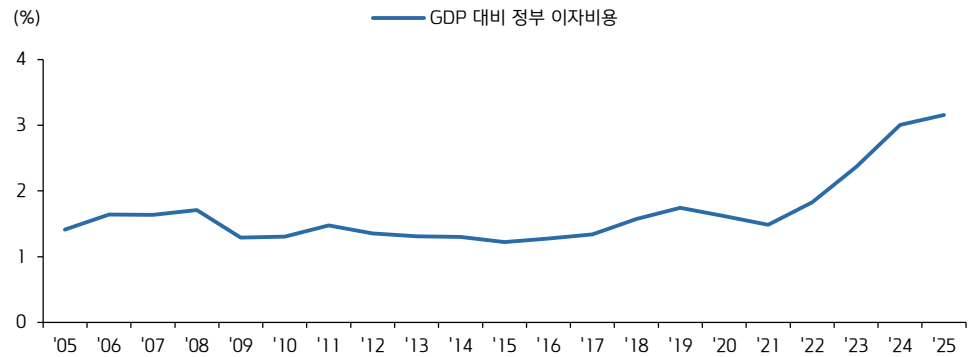
'Is price stability enough?' <https://www.bis.org/publications/working-paper-205-price-stability-enough>
키움증권 리서치센터

미국 기대인플레 추이



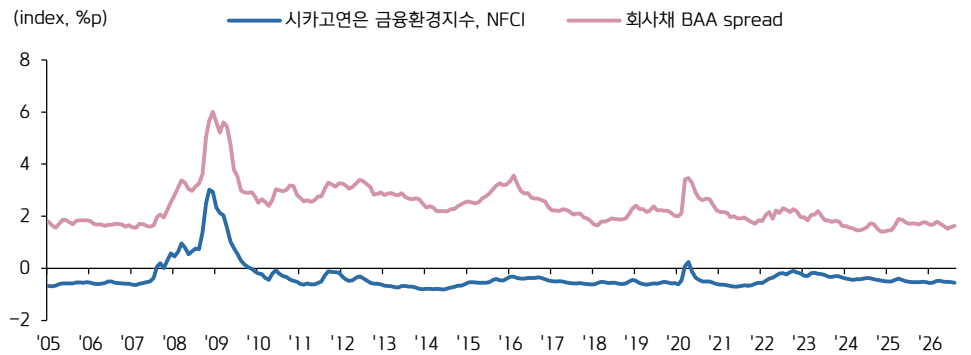
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 GDP 대비 정부 이자 비용



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 시카고연은 금융환경지수와 회사채 스프레드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

⑤ 대차대조표 TF

케빈 워시 연준 의장 임명 뒤에 시장에서 가장 달라진 것은 연준의 유동성 공급에 대한 기대라고 판단한다. 2008년 금융위기 이후 금융시장은 필요 시 연준의 유동성 정책이 시행될 것이라는 연준 뜻 기대가 수시로 작용되어 왔으며, 코로나 위기에도 실제로 연준은 SPV 지원 등을 통해 회사채 매입에 간접적으로 기여하기도 했다. 하지만 케빈 워시는 연준의 장기채 매입 등의 비전통적인 통화정책을 선호하지 않는 입장으로, 과거 단기금리 조정 등을 통한 통화량 조정의 정책으로 돌아가야 한다는 입장을 보여왔다.

그 가운데 제시된 대차대조표 TF의 구성을 보면, Jeremy Stein, Raghuram Rajan, Karen Dynan 조합으로 자산매입의 효과뿐 아니라 금융시스템의 구조 변화와 축소 과정의 비용을 함께 평가할 가능성을 시사한다. Stein은 단기부채와 금융안정, Rajan은 중앙은행 유동성에 대한 민간의 의존, Dynan은 가계부채와 소비의 관계를 연구해왔다. 이들의 전문성을 고려하면 논의의 중심은 단순히 연준 자산을 얼마나 줄일 것인가에 머물지 않을 것으로 판단한다. 연준의 자산 보유가 민간의 자금조달과 위험 부담을 어떻게 바꿨으며, 이를 되돌리는 과정에서 어떤 충격이 발생할 수 있는지가 핵심 질문이 될 가능성이 높다.

Stein의 연구는 대차대조표 정책을 평가할 때 민간의 단기자금 조달과 금융불안 가능성을 함께 봐야 한다는 근거를 제공한다. 그는 「Monetary Policy as Financial-Stability Regulation」에서 금융기관이 단기부채를 과도하게 발행하면 개별 기관의 이익과 별개로 금융시스템 전체의 위기 위험이 커질 수 있음을 분석했다. 평상시에는 저렴하게 자금을 조달할 수 있지만, 시장이 불안해져 차환이 어려워지면 자산을 급히 매각해야 하고 그 충격이 다른 기관으로 확산될 수 있기 때문이다. 이 관점이 TF에 반영된다면 연준의 자산 규모뿐 아니라, 민간이 어떤 만기의 부채로 채권을 보유하고 있는지도 중요한 평가 대상이 될 수 있다.

Stein의 국채 만기구조 연구는 연준과 재무부의 정책을 함께 평가해야 할 필요성도 보여준다. 로빈 그린우드, 새뮤얼 헨슨과의 「A Comparative-Advantage Approach to Government Debt Maturity」는 안전한 단기국채가 제공하는 유동성 서비스와 정부가 부담하는 차환-재정 위험 사이의 균형을 분석한다. 이 관점에서는 단기채 발행이 민간의 안전자산 수요를 충족하는 이익이 있지만, 발행 만기를 계속 짧게 가져가는 데 따른 비용도 존재한다. 이를 대차대조표 논의에 적용하면, 연준의 보유자산과 재무부의 발행구조를 함께 보면서 민간에 남는 국채의 만기와 금리위험을 평가해야 한다는 시사점을 얻을 수 있다. 다만 이 연구가 연준의 단기채 매입 확대를 직접 권고한 것은 아니다.

Rajan의 연구는 QE로 늘어난 유동성을 QT로 줄이는 과정이 대칭적으로 작동하지 않을 수 있음을 강조한다. Rajan은 비탈 아차리아, 라홀 차우한, 사샤 슈테펜과의 「Liquidity Dependence and the Waning and Waning of Central Bank Balance Sheets」에서 중앙은행의 자산 확대 이후 은행이 예금과 신용공여 등 유동성 수요를 유발하는 악정을 늘리는 모습을 분석했다. 문제는 이후 준비금이 줄어들어도 이러한 악정이 같은 속도로 축소되지 않을 수 있다는 점이다. 쉽게 말해 풍부한 유동성을 전제로 금융거래가 확대된 뒤에는, 공급된 유동성만 회수한다고 과거 상태로 돌아가지 않는다는 것이다. 이 연구는 중앙은행 자산이 여전히 크더라도 단기자금시장에서 유동성 부족이 발생할 수 있는 이유를 설명한다.

Rajan의 참여는 장기적인 대차대조표 축소 필요성과 단기적인 QT 속도를 구분하는 방향으로 이어질 가능성이 있다. 유동성 의존을 경계한다는 점에서는 중앙은행 자산이 계속 확대되는 구조에 비판적일 수 있다. 그러나 이미 형성된 의존을 무시하고 빠르게 축소하면 금융불안을 유발할 수 있다는 점에서도 신중한 접근이 필요하다. 따라서 적정 준비금 규모를 고정된 숫자로만 정하기보다 은행별 준비금 분포, 예금의 안정성, 신용공여 악정 및 레포시장 여건을 함께 확인하는 방식을 예상할 수 있다. 이는 ‘작은 대차대조표를 선호하므로 QT도 빠르게 진행한다’는 해석을 경계하게 하는 근거다.

Dynan의 연구는 대차대조표 정책의 변화가 가계의 지출에 미치는 영향을 함께 평가하는 관점을 제공한다. 그녀는 「Is a Household Debt Overhang Holding Back Consumption?」에서 금융위기 이후 부채 부담이 높은 가계의 소비 약화를 분석하고, 가계의 재무 상태가 소비 회복에 중요한 제약이 될 수 있음을 제시했다. 이 연구는 QE나 QT의 적정 규모를 직접 결정하는 논문은 아니지만, 금융여건의 변화가 모든 가계에 동일하게 전달되지 않는다는 점을 보여준다. 따라서 다이낸의 참여는 연준의 자산 축소가 시장금리와 신용공급을 거쳐 가계의 차입·소비에 미치는 영향을 평가하는 데 의미가 있을 것으로 추정한다.

세 구성원의 연구를 종합하면, 대차대조표 TF는 시장 개입의 편익과 비용을 구분하고 축소 과정의 안정성을 확보하는 방향에 무게를 둘 것으로 판단한다. Stein은 민간의 단기부채와 위험 부담, Rajan은 중앙은행 유동성에 대한 의존, Dynan은 실물경제로 전달되는 영향을 평가하는 근거를 제공한다. 이를 바탕으로 경기 부양을 위한 장기자산 매입과 금융시장 기능 유지를 위한 유동성 공급의 목적을 더 명확히 구분할 가능성이 있다. 다만 이 인선만으로 MBS 매각, 단기채 중심 포트폴리오, 희소한 준비금 체계로의 복귀가 결정됐다고 볼 수는 없다. 구체적인 보유구조보다 먼저 각 정책수단의 목적과 한계를 정리하는 논의가 예상된다.

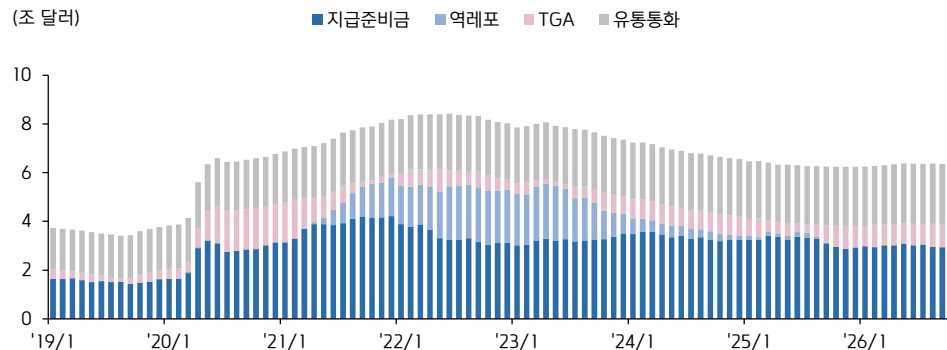
미국채 시장에서는 장기 듀레이션을 흡수하는 역할과 단기 유동성을 공급하는 역할이 분리될 가능성이 중요하다. 연준이 장기채 보유를 줄이면서도 준비금 부족이나 레포시장 불안에는 대응한다면, 단기자금시장은 안정돼도 민간이 부담해야 하는 장기 금리위험은 증가할 수 있다. 이 경우 유동성 공급이 재개되거나 총자산이 늘더라도 과거 QE와 같은 장기금리 하락 효과를 기대하기 어렵다. 반면 충분한 유동성이 강제 매도와 시장 기능 저하를 막는다면 금융불안에 따른 금리 급등 위험은 줄일 수 있다. 최근과 같은 미 연준의 RMP 정책 시행 등은 결국 단기 금리의 상방은 막겠으나, 장기 금리 상승은 지속시킬 것으로 예상된다.

대차대조표 TF 구성원별 특징

구성원	과거 연구	TF 쟁점
Jeremy Stein 前 연준 이사·Harvard	단기부채·금융안정·국채 만기구조	민간이 어떤 자금으로 미국채를 보유하는가
Raghuram Rajan 前 인도중앙은행·Chicago	QE 이후 은행의 중앙은행 유동성 의존	준비금 축소가 금융불안을 유발할 임계점은 어디인가
Karen Dynan 前 재무부·Harvard	가계부채·소비·금융여건	QT와 시장금리 상승이 가계·실물경제에 미치는 영향은 무엇인가

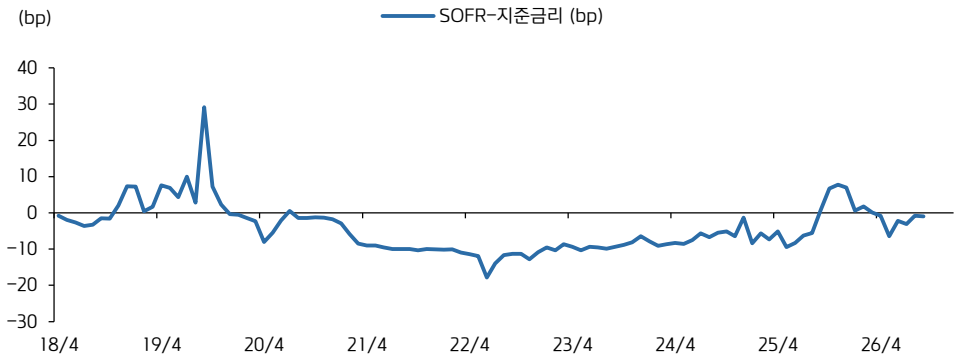
자료: 「Monetary Policy as Financial-Stability Regulation」
<https://stein.scholars.harvard.edu/publications/monetary-policy-financial-stability-regulation>
 A Comparative-Advantage Approach to Government Debt Maturity
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/jofi.12253>
 Liquidity Dependence and the Waning of Central Bank Balance Sheets
<https://www.nber.org/papers/w31050>
 「Is a Household Debt Overhang Holding Back Consumption?」
<https://www.brookings.edu/articles/is-a-household-debt-overhang-holding-back-consumption/>
 키움증권 리서치센터

미 연준 대차대조표 추이



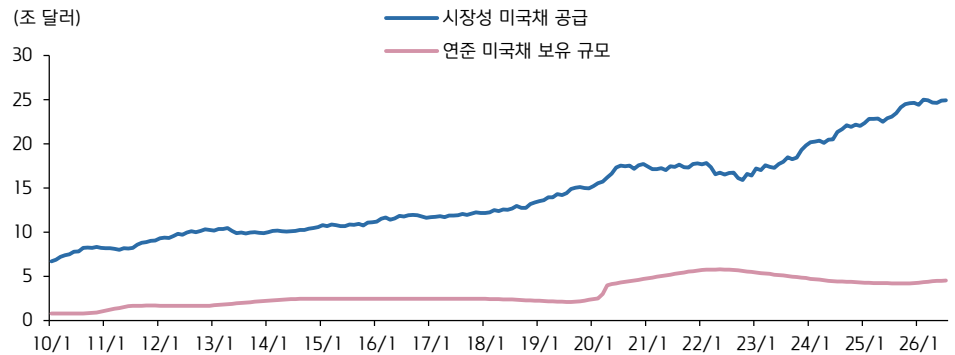
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 SOFR - 기준금리 스프레드



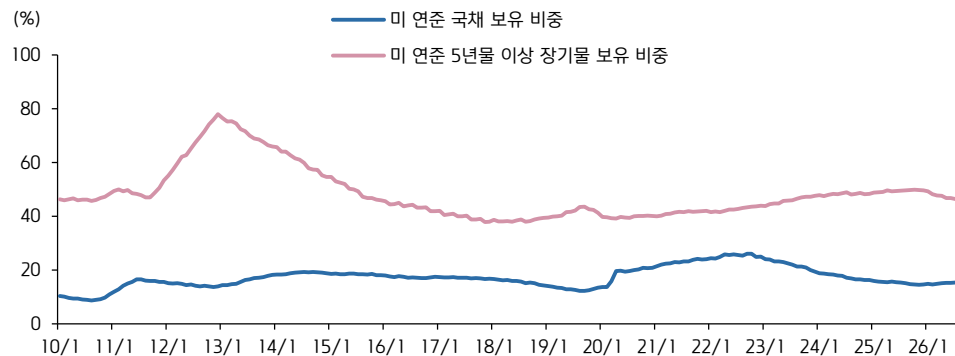
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국채 공급과 연준 보유 규모 비교



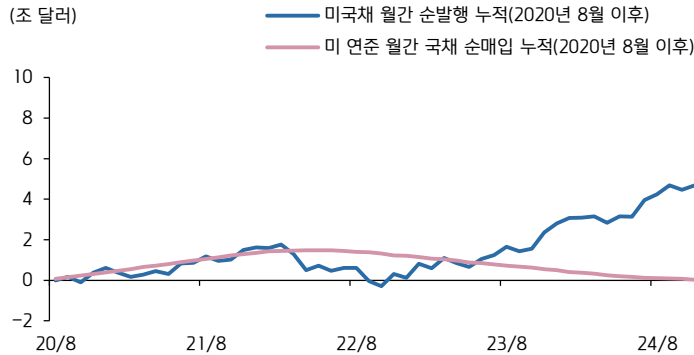
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미 연준 국채 보유 비중과 장기물 보유 비중 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국채 월간 순발행과 미 연준 월간 미국채 순매입 누적 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

소결: 불확실성의 시대, 높은 기간프리미엄

5개 TF의 공통적인 정책 방향은 기준금리를 낮추거나 높이는 것보다 연준이 시장에 금리 경로를 미리 약속하고 장기금리까지 직접 안정시키던 방식에서 벗어나는 데 있다. 커뮤니케이션·데이터 TF는 단기금리의 경제지표 민감도와 변동성을 높이고, 대차대조표 TF는 연준의 장기채 수요 축소를 통해 장기금리와 기간프리미엄을 높이는 방향으로 작용할 가능성이 크다. 생산성 TF는 물가 부담을 낮출 수 있지만 잠재성장률과 실질 중립금리를 높인다는 점에서 장기금리의 하단을 높일 수 있다. 인플레이션 TF는 2% 목표의 신뢰를 강화하면 장기 인플레이션 프리미엄을 낮출 수 있으나, 정책금리 인하에는 보다 높은 확인 기준을 요구할 전망이다.

따라서 기본 시나리오는 정책금리가 경기 변화에 따라 인하되더라도 단기금리의 변동성은 높아지고, 장기금리는 대차대조표 축소, 민간 듀레이션 부담, 중립금리 상승으로 하락폭이 제한되는 구조다. 결과적으로 과거 인하기보다 불 스티프닝의 폭은 작아지고, 물가, 재정 또는 국채 수급 충격이 발생할 경우 장기물 중심의 베어 스티프닝이 반복될 가능성이 높다.

TF별 금리 영향 요약

Task force	예상 정책 방향	정책금리	단기금리	장기금리	커브·시장 영향
Communications	점도표·포워드 가이드런스 비중 축소, 시나리오 및 회의별 판단 강화	±	±	+	단기물은 고용·물가 발표에 따라 양방향 변동성이 확대된다. 정책경로의 예측 가능성이 낮아지면서 장기물에는 기간프리미엄 상승 압력 발생
Balance Sheet	평시 대차대조표 축소, 장기채·MBS 매입을 비상수단으로 제한하고 단기채 중심으로 준비금 관리	±	+	++	준비금 감소와 레포금리 상승은 단기금리를 높임 연준의 장기채 듀레이션 흡수가 줄어들면서 민간 부담과 장기금리 상승 압력이 가장 크게 나타날 수 있음
Data	공식 통계와 민간 실시간 데이터를 교차 확인, 총량보다 계층·업종별 확산과 지속성 중시	±	±	+	민간·공식지표가 엇갈리면 예상 정책경로가 반복적으로 수정돼 단기물 변동성이 확대 판단의 불확실성이 장기화되면 장기물 기간프리미엄도 높아질 수 있음
Productivity and Jobs	AI 투자와 생산성 향상을 잠재성장률·고용·임금 판단에 반영	+/-	+/-	+	단기에는 투자와 노동수요 확대로 금리 인하가 지연되지만, 생산성이 물가를 낮추면 추가 긴축 필요성은 줄어든다. 중장기적으로 잠재성장률과 실질 중립금리 상승이 장기금리 하단을 높임
Inflation Frameworks	AIT의 사후 보상 원칙을 폐기하고 2% 목표의 신뢰를 강화, 물가 확산·기대·재정·금융여건을 함께 점검	±	++	-	물가 둔화의 확인 기준이 높아지면서 정책금리와 단기금리는 높은 수준을 유지할 가능성이 크다. 2% 신뢰가 강화되면 장기금리는 낮아질 수 있음

자료: 키움증권 리서치센터

주) 시장금리 방향 영향 : ++ 강한 상승 압력 / + 상승 압력 / - 하락 압력 / ± 방향은 불분명하나 변동성 확대

시장금리 방향 영향 정리

구분	종합 영향	판단
정책금리	+	물가·고용·금융여건을 확인하는 기준이 높아지면서 인하 시점이 늦어질 가능성
단기금리	+ / ±	높은 정책금리와 데이터 민감도 확대로 레벨과 변동성이 함께 높아질 가능성
장기금리	++	연준의 장기채 매입 축소, 민간 듀레이션 부담, 실질 중립금리 및 기간프리미엄 상승
금리 변동성	++	포워드 가이드런스 축소와 민간·공식지표 간 괴리로 예상 정책경로의 분산 확대
수익률 곡선	스티프닝	경기 둔화로 단기금리가 하락하더라도 장기금리 하락폭은 상대적으로 제한

자료: 키움증권 리서치센터

II. 미국채 10년물 5% 시대?

과거 10년물 5% 시대와 현재의 비교

미국채 10년물 금리 5%는 경기 확장의 결과일 수도, 금융시장이 위험을 다시 가격에 반영하기 시작한 신호일 수도 있다. 2006년에는 연준의 잇단 금리 인상과 경기 확장 속에 장기금리가 5%를 넘어섰다. 2007년에는 같은 금리 수준을 다시 확인했지만 이미 주택 관련 신용의 질이 약해지고 있었다. 따라서 이번 상승을 해석하는 출발점은 5%라는 절대수준보다 상승의 원인과 신용시장 상태를 구별하는 데 있다.

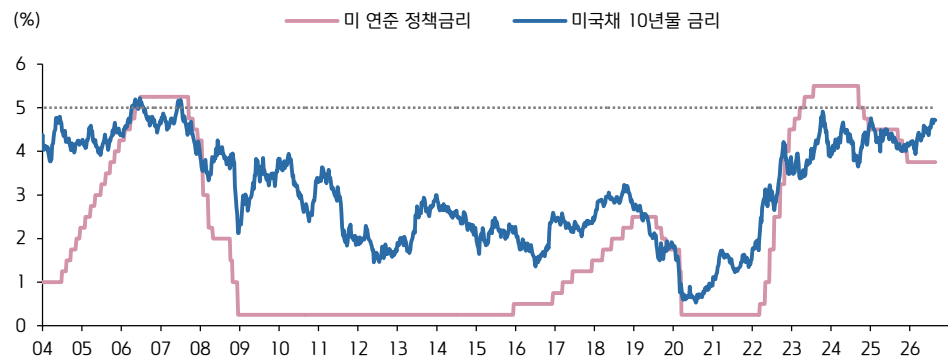
현재로서 2006년식 높은 금리의 지속에 더 가깝다고 판단한다. 반면 기업과 금융기관이 차환에 실패하고 유동성을 먼저 확보하려는 움직임이 동시다발적으로 나타나면 2007년식 전환을 경계해야 한다. 이를 구분하는 변수는 장기금리의 추가 상승 여부보다 회사채 스프레드와 대출태도, 연체율 및 기업 현금흐름이다.

2006년의 5%대 장기금리는 연준의 긴축과 경기 확장이 함께 만든 결과다. 연준은 2006년 5월 기준금리를 5.00%로 높였고 6월 29일 5.25%에 도달했다. 같은 해 6월 26일 10년물 금리는 5.25%까지 올랐다. 7월 7일에도 5.14%였지만 8월 8일에는 4.93%, 8월 말에는 4.74%로 낮아졌다. 정책금리가 바로 내려가지 않아도 장기금리는 성장과 향후 정책 경로의 재평가에 먼저 반응하며 추가 상승이 제한됐다.

2007년의 5%는 수개월 뒤 금융여건의 급격한 악화로 이어졌다는 점에서 비교 기준이 된다. 2007년에는 주택담보대출과 구조화상품이 금융기관의 자산과 조달을 동시에 훼손했다. 10년물 금리는 6월 12일 5.26%, 7월 9일 5.16%를 기록했지만 7월 26일에는 4.79%, 9월 7일에는 4.38%로 내려갔다. 연준은 8월 10일 자금·신용시장 기능 저하를 이유로 유동성 공급을 발표했고 9월 18일 정책금리를 5.25%에서 4.75%로 낮췄다.

현재까지 확인되는 신용가격은 2007년 여름의 전면적인 시장 경색보다 2006년형 높은 금리 지속에 가깝다. 9월 17일 미국 투자등급 회사채 OAS는 0.78%포인트, 하이일드 OAS는 2.70%포인트로 집계됐다. 7월 연준 대출태도 조사에서는 기업대출 심사 기준이 대체로 변하지 않았다고 응답했다. 5%에 근접한 국채금리에도 위험 프리미엄이 전반적으로 급등한 모습은 아직 확인되지 않는다.

미국채 10년물 금리와 미국 정책금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

과거 미 국채 10년물 5% 상회기와 현재 매크로 여건 비교

구분	2006년 4~8월	2007년 6~7월	현재
10년물 금리	5% 상회, 5.2%대	5% 상회, 5.2%대	5% 돌파 후 하락
美 연준 정책	연속 인상(5.25%)	동결(5.25%)	인상(3.75%→4.00%)
재정정책	영향 제한적	영향 제한적	재정적자·국채 공급 부담 확대
지정화	제한적	제한적	중동·이란 리스크
경기	강한 성장	주택 경기 둔화	명목성장 견조
물가	에너지·원자재 상승 (CPI 4.3%, 근원 CPI 2.5%)	인플레이션 우려 지속 (CPI 2.7%, 근원 CPI 2.2%)	유가 상승 → 물가 재상승 우려 (CPI 3.4%, 근원 CPI 2.5%)
핵심 금리 상승 동력	고물가 + 긴축 우려	금리 인하 기대 후퇴	고물가 + 긴축 우려 + 재정·국채수급

자료: 키움증권 리서치센터

2027년 상반기까지의 정책금리 및 시장금리 전망 점검

미 연준의 정책금리와 미국채 10년물 금리의 전망을 위해 우선적으로 미 연준의 중립금리 수준에 대한 평가와 미국 10년물 금리의 기간프리미엄을 평가할 필요가 있다.

우선 미국 중립금리를 토대로 보면 미 연준의 정책금리는 한 차례 추가 인상할 것으로 예상된다. 최근 높아진 유가와 이에 따른 물가 경계감을 고려하면 현재 산출되는 미국 주요 모델들의 중립금리 평균 수준에 물가 수준을 2% 보다는 높게 두고 평가해야 한다. 미 연준이 예상하는 내년 근원 PCE 물가 전망 2.5%를 대입하게 되면 명목 중립금리 수준은 4.20%로 산출된다.

물론 물가의 수준을 2%로 볼 것인지, 혹은 2.5%보다 더 높은 수준으로 볼 것인지에 따라 중립금리 수준에 대한 평가가 달라지겠다. 다만 현재 미 연준의 평가와 고유가로 인한 인플레이 경계감이 높다는 점 등을 고려하면 2.5% 수준을 대입해 보수적으로 중립금리를 산출하는 것이 적절한 수준으로 본다. 따라서 적어도 현재의 물가 경계감에 맞춘 중립금리 수준은 4.20% 수준으로 보며, 12월 추가 한 차례 금리 인상을 전망한다.

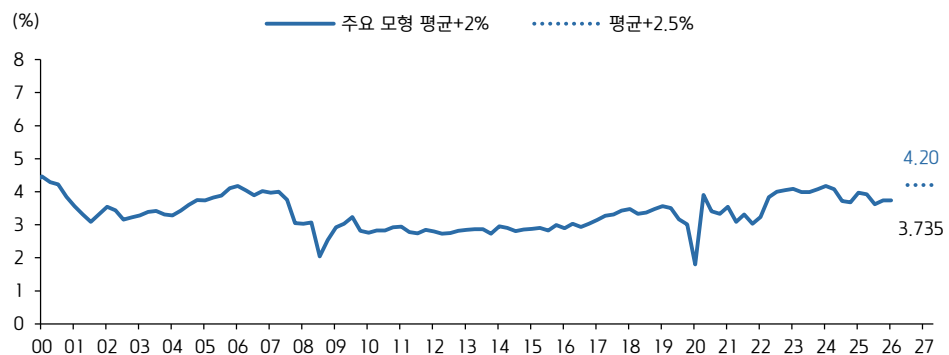
그렇다면 기간 프리미엄은 어떻게 봐야 할까. 기간 프리미엄의 상승은 결국 재정 정책과 연준의 장기채 보유 비중 축소에 기인한다. 재무부 공급이 지속된다는 가정을 두고 보면, 기간 프리미엄도 현재 수준보다 계속해서 높아질 가능성에 무게를 둔다. 특히 케빈 워시의 연준 체제에서는 비전통적인 통화정책보다는 정책금리를 중심으로 한 통화정책을 시행할 가능성이 높아, 적어도 경기 침체 상황이 발생하지 않는 선에서 장기채 보유 비중이 꾸준히 감소하면서 기간 프리미엄도 장기 평균 수준보다 높은 수준에서 등락을 보일 것으로 예상된다.

연준의 DKW 모델 하에서 8월 말 기준 10년물 기간 프리미엄은 0.78%로 계속해서 오른다는 가정으로 보면 장기평균 수준에서 1σ를 더한 수준까지는 추가 상승 여력이 가능한 레벨로 판단하며, 이미 최근 들어서는 1% 수준에 육박한다는 평가가 우세하다. 그렇다면 1σ를 감안한 0.89%에서 2σ 레벨인 1.28% 수준까지 상단을 열어둘 필요가 있으며, 그 중간값인 1.09%를 중심으로 등락을 보일 가능성에 무게를 둔다.

그렇다면 미국채 10년물 금리는 현재 중립금리 4.2%에서 0.89%를 더한 5.09% 수준까지는 미국채 10년물 상단이 열려 있는 것으로 산출할 수 있으며, 중간값인 1.09%를 감안하면 5.29% 수준까지도 확대되어 있는 것으로 판단된다. 앞으로의 국제유가와 물가 경계감 등을 고려해 추가 상방 압력이 더 우세한 것으로 판단하며, 미 연준의 금리 인상이 멈추는 것을 확인할 수 있는 2027년 1분기까지는 미국채 10년물 상단을 5.30%까지 열어두고 대응할 필요가 있다.

기본 전망보다 물가·정책경로·국채 수급이 함께 악화되는 스트레스 시나리오일 경우 미국채 10년물 금리는 5.48% 수준까지도 오를 가능성이 있다. 이는 단순히 중립금리 4.20%에 기간프리미엄의 장기평균 + 2 σ 를 고려한 값이다. 이러한 값이 산출될 수 있는 전제에는 미국 성장이 담보되는 미국 재정 정책 확대와 고유가 지속, 그리고 미 연준의 1회 추가 인상이 아닌 2, 3회 추가 인상이라는 요인이 필요하다. 기술적으로는 5.48%까지도 상단을 열어둘 수 있으나, 적어도 국제유가가 배럴당 100달러 수준을 유지할 경우 내년 상반기 들어서는 기저로 인해 물가 상승 압력이 제한될 수 있다는 점을 고려할 때, 미 연준이 추가적으로 공격적인 금리 인상에 나서지는 않을 것으로 판단한다. 고금리의 누적 효과가 소비와 차환 수요를 둔화시킬 가능성까지 고려하면, 5% 초반의 높은 박스권은 기본 경로로 보되 5.5%를 향한 일방적인 상승은 기본 전망으로 두지 않는다.

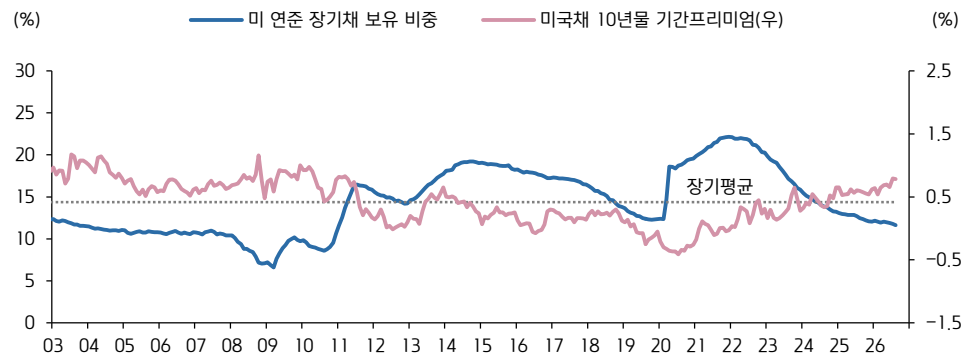
미국 중립금리 모형



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

주) LW, LM, HLW 모델 평균

미 연준 장기채 보유 비중과 미국채 10년물 실질 기간프리미엄



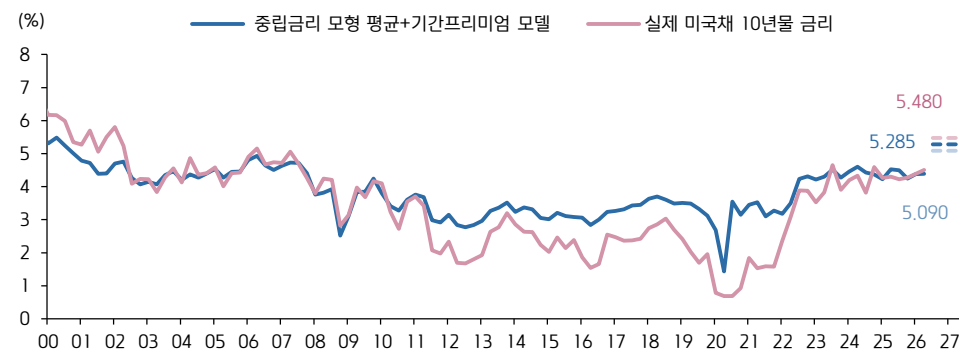
자료: 미 연준 DKW Model, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국채 10년 기간 프리미엄 장기 추이



자료: 미 연준 DKW Model, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국채 10년물 금리 추정(명목 중립금리 + 기간프리미엄 추정치)



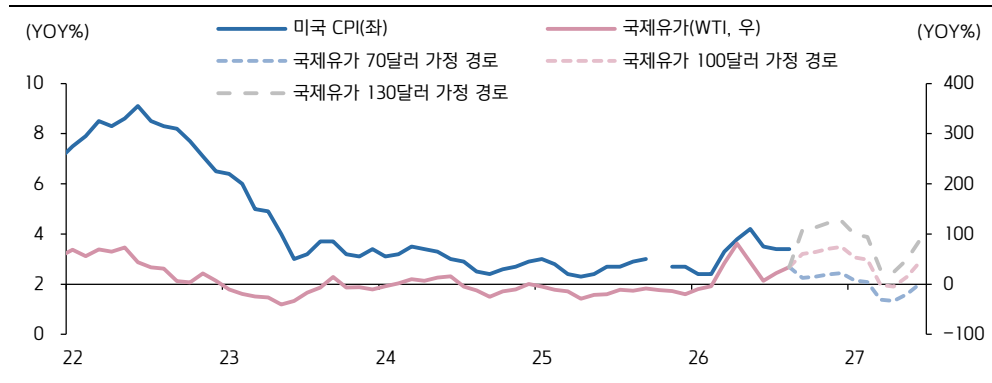
자료: 미 연준 DKW Model, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 정책금리와 10년물 금리 전망표

분기	연준 기말 정책금리	미국채 10년물 범위 추정	기본 전제
'26년 4분기	4.00~4.25%	4.85~5.30%	12월 25bp 인상
'27년 1분기	4.00~4.25%	4.70~5.30%	물가 둔화, 추가 인상 중단
'27년 2분기	4.00~4.25%	4.70~5.10%	(10년물 하단 4.70%는 중립금리 4.20 + 기간프리미엄 장기평균 0.50% 적용)

자료: 키움증권 리서치센터

미국 CPI와 국제유가 전년비 추이



자료: 미 연준 DKW Model, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

앞으로 무엇을 봐야 하나

2007년의 교훈은 미국채 10년물 금리가 5%를 넘었다는 사실보다, 높은 금리 속에서 누적된 신용 취약성이 어디서 드러나는지가 중요하다는 점이다. 당시에는 주택가격 하락과 서브프라임 대출 연체 증가가 2007년 여름 자금시장 불안을 촉발했고, 이후 금융기관과 시장 전반으로 충격이 확산됐다. 현재도 5% 돌파 자체를 위기의 신호로 보기보다, 고금리를 감당하기 어려운 차입자와 자금조달 경로가 어디인지 살펴봐야 한다.

미국채 10년물이 5% 안팎에서 등락하고 상단으로 5.25% 수준까지 열어둔 고금리 환경에서는 AI 투자 확대에 따른 차입 부담이 우선 점검 대상이다. 하이퍼스케일러의 회사채 발행이 늘어나는 가운데 오라클을 중심으로 제기된 신용도 우려가 다른 기업의 CDS와 신규 회사채 발행조건으로 확산되는지 확인할 필요가 있다. AI 투자에는 자금이 먼저 투입되지만 수익은 나중에 회수된다. 따라서 CDS 상승만으로 부실을 단정하기보다, 자본지출 증가가 영업현금흐름과 잉여현금흐름의 악화, 추가 차입으로 이어지는지를 함께 봐야 한다.

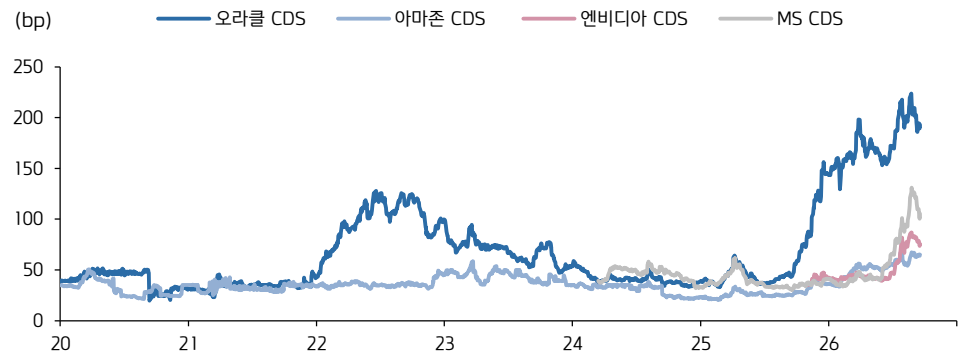
사모대출 시장은 대형 하이퍼스케일러와 다른 경로에서 고금리 부담을 보여준다. 2026년 상반기 일부 비상장 BDC에서는 투자자의 환매 요청이 분기별 한도를 넘어 비례 환매가 이뤄졌다. 이는 펀드가 약속된 환매를 일률적으로 이행하지 못했다는 뜻이 아니라, 환매 수요가 해당 상품의 유동성 한도를 시험했다는 의미다. 상장 BDC 주가는 이와 구분해 사모대출에 대한 투자자의 위험선호를 살피는 보조지표로 활용할 수 있다. 특히 소프트웨어 등 금리와 사업 전망 변화에 민감한 차입기업의 대출가격, 이자 지급 방식, 연체 추이를 함께 확인해야 실제 신용 악화 여부를 판단할 수 있다.

개별 AI 기업의 위험이 신용시장 전반으로 번졌는지는 조달경로의 동반 악화로 판별해야 한다. AI 관련 기업의 신규 회사채 발행금리와 CDS가 오르는 동시에 데이터센터 프로젝트 금융, 전력·유틸리티 관련 채권, AI와 직접 관련이 없는 하이일드 회사채까지 스프레드가 확대된다면 우려의 성격이 달라진다. 여기에 사모대출 환매 압력과 신규 대출 위축이 겹칠 경우, 투자 수익성에 대한 의문이 신용공급 축소로 이어지는 경로를 의심할 수 있다.

현재까지는 국채금리 상승이 미국 회사채시장 전반의 신용경색으로 전이됐다는 증거가 제한적이다. 2026년 9월 17일 기준 미국 투자등급 회사채 OAS는 78bp, 하이일드 OAS는 270bp로, 일부 기업에 대한 우려가 지수 전반의 급격한 스프레드 확대로 나타나지는 않았다. 다만 스프레드가 안정적이어도 국채금리 상승은 신규 발행기업의 총조달금리를 높인다. 신흥국 위험까지 판단할 때는 EMBI를 별도로 확인하되, 이는 미국 IG·HY 회사채와 발행 주체 및 위험요인이 다른 지표라는 점을 구분해야 한다.

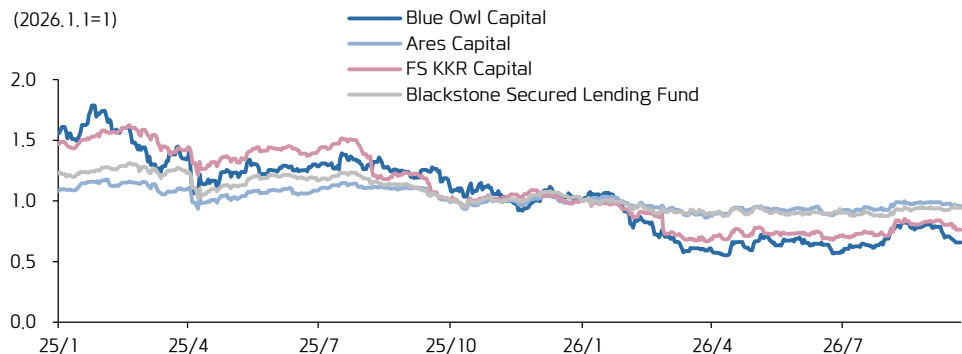
따라서 현 국면은 높아진 국채금리와 일부 AI 기업의 신용도 우려가 공존하지만, 신용위험의 광범위한 전염은 확인되지 않은 단계로 판단한다. 향후 하이퍼스케일러 CDS 상승과 함께 IG·HY 스프레드 확대, AI와 무관한 기업의 발행 위축, 사모대출 환매 압력이 동시에 나타나는지가 전망을 바꿀 핵심 조건이다. 이 경우 미국채 10년물은 신용불안에 따른 인하 기대와 안전자산 수요로 오히려 하락할 수 있다.

하이퍼스케일러 CDS 프리미엄



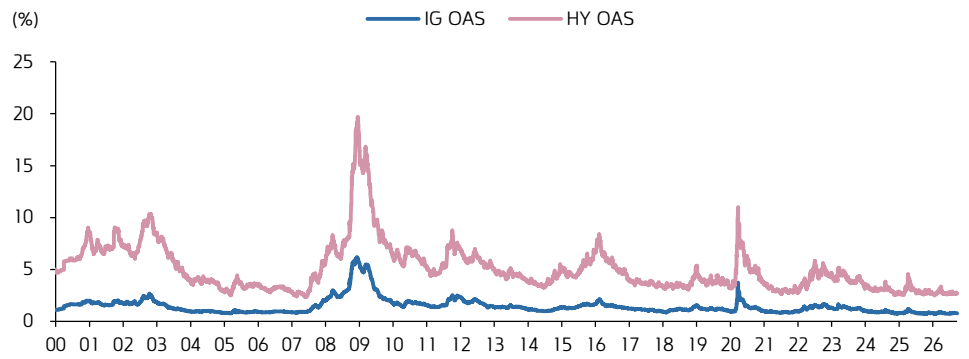
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 상장 BDC 주가 추이(2026. 1. 1=1)



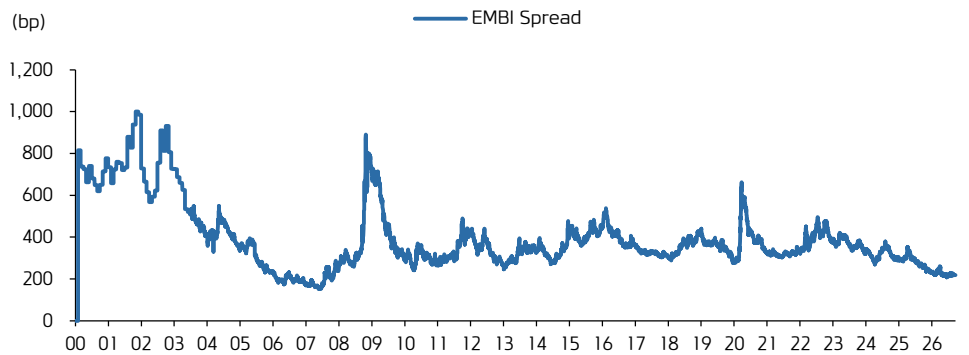
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 투자등급/하이일드 크레딧 스프레드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

EMBI 스프레드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한은의 소통 방식에도 변화가 있을까?

연준의 방향은 포워드 가이드를 줄이고 정책 판단의 근거를 설명하는 쪽이다. 한은은 2022년 이후 금통위원별로 향후 3개월 내 기준금리 전망을 구두로 공개해왔고, 2026년 2월 들어서는 본격적으로 6개월 내 기준금리 전망 점도표를 제공했다. 이는 사실상 미 연준의 점도표와 유사한 기능을 한다. 연준이 점도표를 축소하는 방향으로 간다면 한은도 재검토 압력을 받을 가능성이 있다.

다만 같은 결론으로 가는 것이 합리적이라고 보긴 어렵다. 소통의 방식이 아직 확립되지 못한 상황에서 정책 신뢰가 아직까지 축적되었다고 보기는 어렵다. 1장에서 정리한 Fraga의 논거도 충격이 크고 정책 신뢰가 충분히 축적되지 않은 경제일수록 소통이 더 중요하다는 쪽이었다. 따라서 한은은 전망 공개를 유지하되 어떤 조건에서 인상을 멈추는지를 명확히 하는 방향이 지속될 것으로 본다.

연준과 한은의 소통 방식이 달라지면 한미 채권시장의 반응도 만기별로 갈릴 것으로 예상된다. 워시 의장이 강조한 대로 연준이 미래의 결정을 미리 안내하는 일을 줄이면, 미국채 2년물은 물가·고용지표가 발표될 때마다 다음 인상 여부와 인상 종료 시점을 새로 반영해야 한다. 따라서 미국채 단기물에서는 금리의 지속적인 상승보다 회의와 지표를 전후한 변동성 확대가 먼저 나타날 가능성이 높다.

한국에서는 같은 충격이 국고채 3년물에 그대로 전달되기보다, 우선 미국채 2년물과 국고채 3년물의 움직임이 차별화될 것으로 본다. 한은은 6개월 후 기준금리 전망의 중심을 3.25%로 제시하고 추가 인상의 시기와 속도는 국내 물가·성장·금융안정을 보며 결정하겠다고 밝혔다. 미국 지표 때문에 미국의 다음 회의 전망이 바뀌더라도 한은의 경제 판단이 그대로라면 국내 정책금리 전망까지 매년 같은 폭으로 바꿀 이유는 적다. 9월 17일 국고채 3년물 4.05%에는 현재 기준금리 3.00%와 6개월 후 전망뿐 아니라 그 이후의 금리경로와 보유 위험에 대한 보상도 반영돼 있다. 그러므로 미국채 단기물 상승만을 근거로 국고채 3년물의 추가 상승을 예상하기보다, 한은이 제시한 6개월 내 3.25% 중심 경로 자체가 더 높아지는지 확인해야 한다(당사는 11월 3.25%, 2027년 2월 3.50% 경로를 전망).

반면 국고채 10년물은 한은의 점도표가 유지되더라도 미국채 장기물 상승의 영향을 피하기 어렵다. 미국의 재정 부담이나 장기채 보유에 필요한 기간프리미엄이 높아져 미국채 10년물이 5%를 넘어 5.3% 상단을 시험한다면, 국고채 10년물도 해외채와의 상대가치 변화로 상승 압력을 받을 가능성이 높다. 이때 국내 단기금리는 한은의 경로 전망을 따라 상대적으로 덜 움직이고 장기금리가 더 오르면서 국고채 3, 10년 금리차가 확대되는 경로를 기본 시나리오로 제시한다.