

2025. 8. 25 (월)

잭슨홀 2025: 정책방향을 조정할 필요가 생겼다

파월 의장은 22일 잭슨홀 컨퍼런스 기조연설을 통해 1) 노동시장의 하방 위험과 2) 관세의 인플레이 영향이 일회성이라는 것에 방점을 두면서, 현행 금리동결에서 인하로의 정책 방향 조정 가능성을 내비쳤다. 의장은 노동시장이 균형처럼 보이는 것은 수요와 공급이 함께 줄며 나타나는 이례적인 현상으로 하방 위험이 크며, 그러한 하방 위험의 현실화시 실업률이 급등할 위험을 언급했다. 베버리지 곡선상의 점이 수요의 추가 위축으로 빠르게 우하향할 가능성을 우려한 것이다. 인플레이의 경우 관세 충격이 예상보다 길어질 수는 있어도 Wage-inflation spiral의 현실화나 기대 인플레이의 지속 상승에 따른 물가압력 확대 가능성에는 선을 그었다.

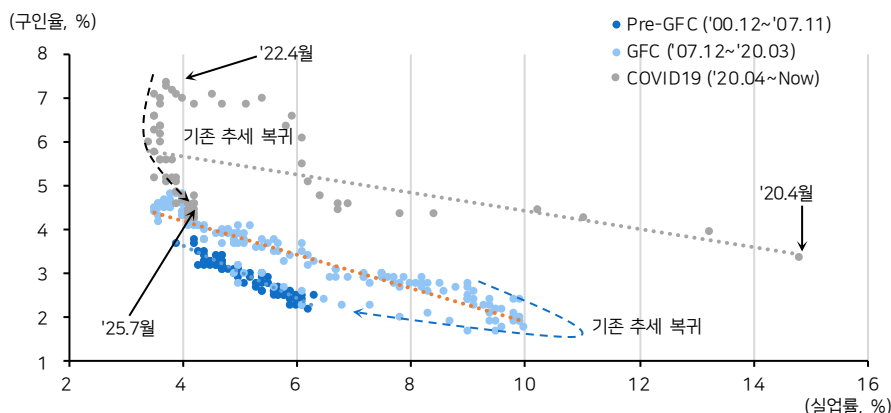
9월 인하 가능성은 좀 더 높아졌고, 경기하강 지속-노동수요 약화 여하에 따라 12월에 추가 인하를 할 공산이 커진 것으로 보인다. 우리도 관세의 물가 충격은 일회성일 가능성에 무게를 둔다. 문제는 타이트한 노동수급 환경이 서비스 물가를 버티도록 하여 인플레이션을 수렴 지점이 2%가 아닌 2.5%가 될 가능성이 우려된다는 것이다. 이 경우 금리인하 사이클의 종착지가 중립보다 높아질 수 있겠다.

장기 통화정책 전략 변화는 시장 기대에 대체로 부합했다. 전통적인 인플레이션 타겟팅으로 돌아가면서 노동시장의 과부족만을 고려한다는 문구를 삭제했다. 신축적(flexible)이라는 단어의 유지는 자연실업률을 밀도는 실업률이 인플레이를 자극하지 않는다면 기계적으로 긴축하지 않을 것임을 나타내는 것이다. 이를 제외하면, 2020년에 비해 인플레이에 대한 경계는 커졌고, 경우에 따라 공급발 인플레이가 영구적으로 변질 위험이 있는 사안에도 적극적 대응으로 임할 가능성이 커졌다.

경제분석

Economist 이승훈
seunghoon.lee@meritz.co.kr

그림1 미국 베버리지 곡선: 구인율이 더 낮아지면 실업률이 급등할 수 있는 위험을 인식



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

Take 1. 2025년 통화정책: 당사 연내 2회 인하 전망 유지

파월 의장, 정책방향 조정 가능성
시사

8월 22일, 파월 의장 잭슨홀 기조연설을 앞두고 당사를 포함한 주요 전망 기관들은 파월 의장이 매파적인 스탠스로 기울 가능성을 우려해 왔다. 우려와 달리 기조연설에서는 금리동결에서 사실상의 금리인하로 "정책방향을 조정해야 할 지도 모른다(warrant adjusting our policy stance)"고 언급하였고, 배경에는 7월 고용동향에서 드러난 노동시장 취약성에 대한 고려가 자리했다. 노동시장 하방보다 인플레이션 상방 위험을 더욱 걱정했던 7월 FOMC 당시의 스탠스에서 선회한 것이다.

노동시장: 이상한 종류의 균형;
하방 위험 커지고 있음을 언급

- **노동시장:** 파월 의장은, 현재 균형을 이루고 있는 것처럼 보이는 노동시장의 성격이 사실은 노동 수요와 공급이 함께 줄면서 나타나는 **이상한 종류의 균형**(curious kind of balance)이라 진단했다. 이 같은 이례적인 환경은 노동시장 하방 위험이 커지고 있다는 뜻이며, 그러한 위험이 현실화 되었을 때 대량해고나 실업률 급등을 유발할 수 있음을 우려했다. 구인율과 실업률의 역상관성을 나타내는 베버리지 곡선상의 점이 빠르게 우하향할 가능성을 걱정하는 것이다 (표지 그림 1).

또한 올해 상반기 GDP성장률이 1.2%에 그친 것(vs 24년 2.5%)과 결부 지어 보면, 이러한 징후가 공급 혹은 잠재 GDP 성장률 둔화로 해석될 수 있다는 것이다. 즉, **후생의 감소 요인**이라는 의미로 해석된다.

관세발 인플레 압력이 일회성일
가능성에 무게

- **인플레이션:** 그렇다고 인플레이션 걱정을 완전히 덜지는 않았다. 이제 뚜렷하게 드러나기 시작한 관세의 물가 영향이 영구적인 인플레이션 문제(ongoing inflation problem)로 변질 지 여부가 관건이기 때문이다. 파월 의장은 관세의 영향에 대한 합리적인 케이스는 이를 "일회성(one-time)" 가격 상승 요인으로 보는 것이라 했다.

예상 충격이 길어질 수는 있지만...

"일회성"은 "한꺼번에 모두" 물가에 반영된다는 것이 아니며, 공급 체인과 유통망을 따라 시간이 소요되면서 가격 조정 과정이 장기화될 수 있음도 인정했다. 즉, **우리 전망처럼 내년까지도 관세 영향이 길어질 수 있다는 위험을 인지하고 있는 것이다.**

영구적 인플레로 변질 위험은
낮다는 점에 무게

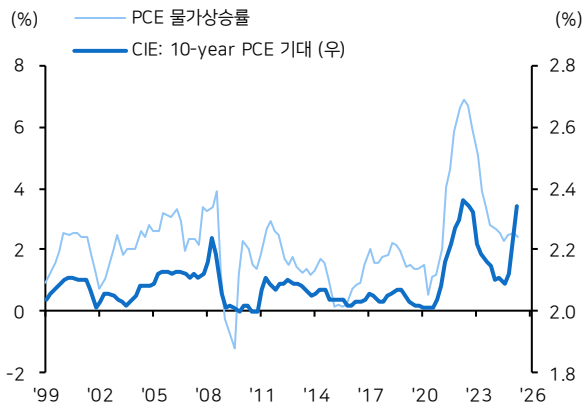
다만, 그 이후 1) 노동자가 인플레이션 보상을 요구하며 임금과 물가가 서로 상승(wage-inflation spiral)하는 악순환에 빠지거나 2) 기대인플레이션 상승이 실제 물가상승률을 계속 끌고 올라갈 가능성에 대해서는 선을 그었다. 1)은 노동시장의 하방 위험이 존재하기 때문이고, 2)의 경우 장기 기대인플레이션이 2% 선에서 잘 유지되고 있기 때문이라 설명했다.

사실 필자는 장기(10년) PCE 물가 기대에 상응하는 CIE(Index of Common Inflation Expectation; 일반 인플레이 기대지수)이 올해 2분기 2.34%까지 뛰어 오르며 직전 인플레이 정점이었던 2022년 2분기(2.36%) 수준에 육박한 점을 우려해 왔다. 연준의 인식은 2022년 PCE물가 상승률이 8%에 근접하는 상황에서도 장기 기대인플레이가 2%대에 머물렀기에 통화정책 유효성이 발휘되었고, 당장 물가상승세가 크지 않을 것이라는 입장인데¹, 만약 상승세가 계속 이어질 경우는 기대관리 강화 필요성이 커질 수 있겠다.

연준은 노동공급 충격보다는 후생 감소를, 영구적 인플레이보다는 일시적 인플레이를 고려 중

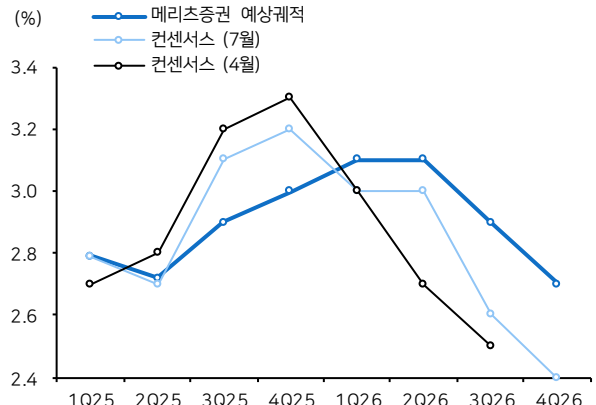
인플레이에 대한 연준 인식이 이러하고, 인지하는 리스크의 균형점이 이동(물가 → 경기/노동시장)하는 그림이라면, 현재의 제약적인 통화정책 여건에서는 정책 스탠스를 조정해야 할 필요성이 있을 수 있다는 것이다. 즉, 연준은 1) 노동공급 충격보다는 후생 감소를 당장 걱정하고, 2) 영구적 인플레이 위험보다는 물가상승률이 일시적으로 높아졌다가 내려올 가능성을 좀 더 높게 보고 있는 것으로 풀이된다.

그림2 미국 PCE 물가상승률과 일반 기대인플레이션



자료: US BEA, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림3 분기별 Core PCE 물가 상승률 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 추정

2025년 연준 통화정책 시사점

연내 2회 인하 baseline 유지
9월, 12월 인하가 가장 유력

8월 고용과 물가까지 봐야겠지만, 현재로서는 9월 금리인하 가능성이 좀 더 커졌고, 경기하강이 지속되면서 노동수요가 악화될 조짐(경기적 실업의 증가)이 좀 더 보인다면 4분기 중 추가 인하가 결정될 공산이 있는 것으로 판단함이 합리적이다. 연내 2회 인하 baseline을 유지한다. 다만, 1) 불확실성이 크고 2) 경기하강과 물가상승 위험이 공존하는 만큼, 9월 인하 이후 연속 인하보다는 두 가지 데이터 흐름이 좀 더 쌓인 12월에 추가로 인하를 할 가능성이 상대적으로 높아 보인다.

¹ Hajdini et al(2025). "Inflation since the Pandemic: Lessons and Challenges," Finance and Economics Discussion Series 2025-070. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, pp 20, 21 참고

우리 역시 관세발 물가상승률이 영구적이기 보다 일시적일 가능성에 무게를 두고 있으며, 그러한 관점에서 내년 상반기에 Core PCE 물가상승률이 정점을 이룬 후 내려올 것으로 전망하고 있다.

마음에 걸리는 점: 인플레이 균형이
2%보다 2.5%일 가능성

다만 마음에 걸리는 것은, 구인/실업자 배율이 아직 1을 상회하는 노동수급 환경(여전히 가파른 총공급 곡선 구간에 있음)이 서비스물가를 버티도록 하여 일회성 관세 충격이 지나간 이후 인플레이션율이 수렴하는 수준이 2.5% 전후에서 형성될 위험이다. 이 경우 방법은 두 가지일 것이다.

이 경우 중립보다 높은 수준에서
금리인하 마무리 가능성:
올해보다는 내년의 문제

한 가지는 암묵적으로 2.0~2.5%를 실효 앵커(effective anchor)로 잡고 통화정책을 운용하는 것이며, 다른 한 가지는 2% 물가목표 달성 의지를 계속 피력하며 인하 사이클의 종착점을 중립(3.0%)이 아닌 그 이상(예: 3.5%)으로 높이는 것이다. 7월 FOMC 의사록에서 관찰된 "현행 연방기금금리 수준(4.25~4.50%)이 중립에서 크게 멀리 떨어져 있지 않다"는 언급은 인하 사이클이 연준 경제전망에 나와 있는 중립(3%)보다 위에서 마무리될 가능성도 적지 않음을 시사해 주고 있다. 필자는 전자보다는 후자의 가능성에 무게를 둔다.

Take 2. 연준의 장기 목표와 통화정책 전략 변경

장기 통화정책 전략 개정은 지난
5년간 달라진 경제환경을 반영

이번 기초 연설에서는 단기적인 경제전망과 더불어 5년 만에 바뀐 연준의 장기 목표 및 통화정책 전략에 대해서도 설명했다. 이번 개편은 2010년대의 저물가가 장기화될 것이라는 판단 하에, 금리의 실효 하한(Effective Lower Bound; ELB)이 경제 지형의 특징적 요소가 될 것이라는 2020년의 판단을 현재 경제환경에 맞추어 수정한 것이다. 주요 내용은 다음과 같다.

1) ZLB 제약조건 관련 문구 삭제

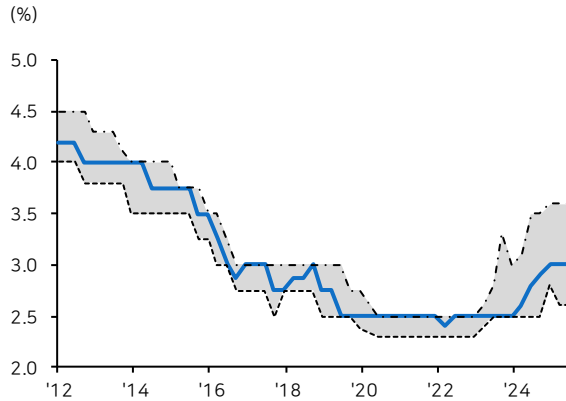
■ 첫째, 2020년 당시 수립된 통화정책 전략에서는 완전고용과 물가안정을 달성하기 위해 요구되는 연방기금금리 수준이 과거에 비해 낮아져, 정책금리가 실효 하한에 의해 제약될 가능성이 높다고 적시했다. 그러나 최근에 와서 연준과 민간이 인식하는 중립금리 수준이 높아지면서, 제약조건에 바인딩될 가능성이 낮아졌다(그림 4~5). 이를 반영하여 관련 문구가 이번에 삭제되었다. 다만 금리가 실효 하한에 의해 제약되는 경우, 연준이 동원할 수 있는 다양한 수단을 이용하여 이중 책무를 달성하겠다는 문구는 유지되었다.

2) 전통적인 인플레이 타겟팅으로
회귀. 단, 일정 부분 신축성 확보

■ 둘째, 전통적인 인플레이션 타겟팅으로 돌아가며 "Make-up 전략"을 폐기했다. Make-up 전략이란, 2012년 이후 PCE 물가가 줄곤 2%를 밑돌면서 발생한 누적된 과부족을, 2%를 상회하는 인플레이를 일정 기간 용인하면서 상쇄하겠다는 전략이다. 이후 40년 만에 가장 극심한 인플레이가 찾아 오면서 과부족 누적분이 2022년 10월 이후 완벽히 상쇄되었고, 그 이후 인플레이 잡기를 위한 긴축이 강화되면서 동 전략의 유효성은 반감되었다(그림 6).

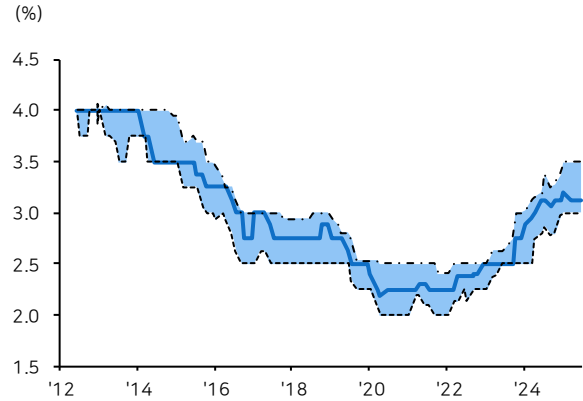
이제는 일반적인 인플레이션 타겟팅과 유사해 졌지만 “신축적”이라는 단서가 붙는 이유는 노동 초과수요가 발생한 경우에도 인플레 압력이 부채하다면 기계적으로 긴축하지 않겠다는 인식의 유지와 연관된다.

그림4 FFR 장기균형: Summary of Economic Projections



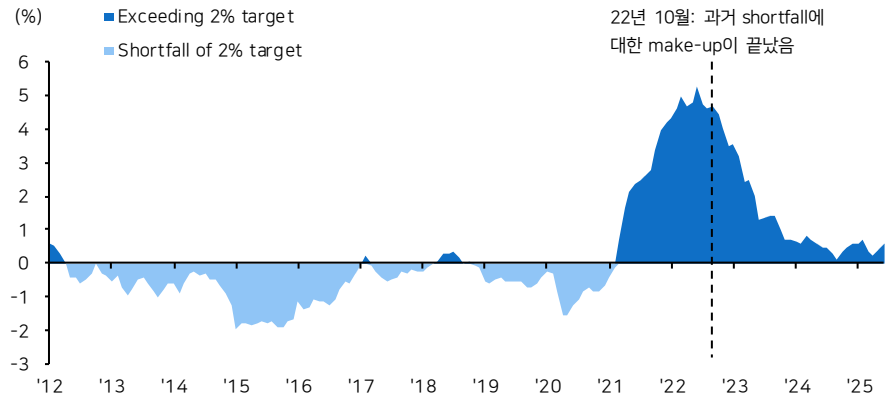
주: 음영 구간은 Central tendency 분포의 상/하단을 의미
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림5 FFR 장기균형: Survey of Primary Dealers



주: 음영 구간은 프라이머리 딜러 서베이의 25~75% 응답 값 범위
자료: New York Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림6 2012년 이후 PCE 물가상승률과 2% 목표와의 편차



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

완전고용 기준도 부족분이 아닌
편차를 고려

- 셋째, 2020년 전략에서는 통화정책 운용에서 완전고용 수준으로부터 편차가 아닌 "부족분(shortfalls)"을 고려하겠다는 문구를 채택했다. 당시에는 완전고용 수준(자연실업률)이 불분명했고, 자연실업률을 밀도는 실업률 환경에서도 물가가 2%를 지속 하회하여 굳이 통화긴축을 할 필요가 없었다는 것이다.

이러한 인식은 지금도 유효하지만, "부족분"이라는 단어를 적시하였을 때 그렇지 않은 경우에 비해 인플레이션 통제가 잘 안된다는 단점이 있어, 이를 삭제하였다(Bundick et al, "Labor Market Dynamics, Monetary Policy Tradeoffs, and a Shortfalls Approach to Pursuing Maximum Employment"의 p. 9 Figure 1을 참고: [링크](#)). 대신, 완전고용을 "물가안정의 맥락에서" 달성될 수 있는 지속가능한 최대 고용이라 명문화했다.

- 넷째, "부족분"이라는 단어 삭제와 함께 고용과 물가가 상호보완적이지 않을 때의 통화정책 전략도 수정되었다. 각각의 목표에서 얼마나 떨어져 있는가(고용도 편차의 관점으로 복귀)를 보고, 목표치로 다시 수렴할 때까지 걸리는 기간을 고려하여 정책을 운용하겠다는 문구로 복귀했다.

중기 전략 변경의 시사점

2020년 전략보다는 인플레이에
대한 경계감이 강화된 모습

대부분 시장이 예상한 대로인 변경이었으며, 본래의 이중책무에 충실한 방향으로 중기 전략이 개편되었고, 물가안정 의지가 강화되었다(2% 물가목표 유지). 최근 인플레이션 홍역을 치룬 연준이기에 앞으로는 인플레이에 대한 경계감을 좀 더 키우면서 통화정책을 운용해 나갈 가능성이 커졌다고 생각한다. 공급측 물가압력의 경우에도 이것이 장기 기대인플레이션을 자극하여 "영구적 물가상승"으로 연결될 조짐이 보인다면 대응할 가능성이 중기적으로 커진 것으로 보인다.

신축적 인플레이 타겟팅이라는 것
자체는 기존 예상대비 dovish

한편, 시장의 생각보다 이번 전략 변경이 dovish 하다고 평가될 수 있는 부분도 있다. "신축적 인플레이션 타겟팅"과 여기에 내재된 "노동시장 과열 상태라도 물가 압력이 없으면 기계적으로 긴축하지 않는다"는 인식 유지일 것이다. 노동시장 요인에 의한 대응 조건을 찾는다면 물가목표와 노동생산성을 합한 값보다 임금 상승률이 상당 폭 높아지는 경우일 것이다. 현재는 이 조건에 해당되지 않는다.

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 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.