

Weekly Economic Issue

잭슨홀과 연준의 인플레이션 집중 본격화

- 이번 잭슨홀에서 미 연준은 물가에 대한 반응함수를 확실하게 나타내었으며 코로나 이후 고착화된 인플레이션을 2%까지 내리겠다는 강한 의지를 보여줌
- 기초적 인플레이션 지표들은 물가가 하락하고 있음을 시사하나 근원물가 내 품목들의 공급우위 상황을 고려 시 2% 근방까지 금방 하락하기는 어려울 가능성이 크며, 하락하기 위해서는 단순히 기다리는 것 외에 추가적인 조치가 필요할 수 있음
- 공급 충격이 상시화된 지금 천천히 2%까지 도달하는 상황이라면 중간에 다시 공급충격이 발생해서 물가가 상승하더라도 통제할 수 없는 상황이 발생할 수 있고 연준은 이런 상황을 우려할 것으로 생각됨. 이번 위시의 매파적 연설을 주의 깊게 봐야함.

위시의 반응함수는 오직 물가

이번 잭슨홀에서 위시는 현재 미국 경제가 경기침체나 금융불안보다 물가안정을 우선해야 하는 상황이라고 진단했다. 실물경제와 노동시장은 여전히 견조하고 금융여건도 충분히 제약적이라고 보기 어려운 반면, PCE 물가는 2% 목표를 크게 웃돌고 2% 목표를 상회하는 광범위한 물가상승이 장기간 지속되고 있다. 이에 따라 연준이 시장의 금리인하 기대나 장기금리 상승에 대응해 완화적으로 개입하기보다, 단기금리를 중심으로 물가안정에 집중해야 한다는 메시지를 전달했다. 또한 포워드 가이드스와 반복적인 시장지원이 시장의 가격발견과 위험관리 기능을 약화시킬 수 있다는 점도 강조했다.

품목별 물가지표의 상황은 단기적인 물가하락 쉽지 않음을 시사

최근 미국 물가를 세부적으로 보면 전체적인 인플레이션 압력은 낮아지고 있지만 기초적·지속적 압력은 아직 충분히 해소되지 않았다. 공통적인 물가요인은 최근 빠르게 하락하고 있으나 품목별 개별요인과 장기 기초물가는 상대적으로 높은 수준에 머물고 있으며, 금융서비스·의료·주거와 일부 재화가 추가적인 디스인플레이션을 제한하고 있다. 특히 근원물가에서는 수요측 지속압력이 과거보다 크게 약화된 반면, 남아 있는 지속적 압력 가운데 공급측 기여가 상대적으로 크다. 일반적으로 이러한 상황에서는 연준이 금리를 동결하는 것이 바람직하나 물가가 장기간 너무 높게 지속되었다는 점에서 대응할 가능성이 있다.

단순 월별 물가지표가 아닌 장기적, 지속적 물가 하락이 중요

따라서 향후 투자자들이 주목해야 할 것은 단순히 CPI나 PCE 상승률이 둔화되는지가 아니라 남아 있는 개별·공급측 물가압력이 소멸하고 장기 기초물가가 2% 방향으로 충분히 내려가는지 여부다. 이미 상당한 재화 디스인플레이션과 수요둔화가 반영됐음에도 근원물가가 높은 수준에 머문다면 자연적인 물가둔화만으로 목표 복귀를 기대하기는 어렵다. 하지만 현재 상황은 근원물가에 지속적 물가 비중이 더 크다. 공급충격이 반복되고 기업의 가격전가, 임금, 기대인플레이션으로 확산될 경우 물가가 2% 중반에서 고착될 위험도 남아 있다. 이런 점에서 이번 잭슨홀은 최근의 물가둔화를 낙관적으로 해석하기보다, 목표 복귀가 확인될 때까지 추가 긴축 가능성을 열어둘 필요가 있다는 일종의 경고로 해석할 수 있다.

이번 잭슨홀에서 워시가 미국 통화정책에 대해 전한 메시지

현재 연준의 최우선 과제는 물가안정이다

8월에는 미국 재무부가 장기채 바이백 확대 등 장기금리 상승에 대응한 조치를 내놓으면서 금융시장에 대한 정부의 개입이 이전보다 적극적으로 나타났다. 이에 따라 시장에서는 이러한 기조가 연준의 정책에도 영향을 미쳐 장기금리 상승이나 금융시장 불안에 대응한 정책 개입으로 이어질 가능성이 있는지 주시했다.

워시는 이번 잭슨홀 연설에서 이와는 다른 방향을 제시했다. 미국 경제와 노동시장이 여전히 견조하고 금융여건 역시 충분히 제약적이지 않은 만큼, 현재 연준이 가장 우선해야 할 문제는 경기부양이나 금융시장 지원이 아니라 2% 물가목표를 달성하는 것이라고 강조했다. 특히 단기금리를 통화정책의 주된 수단으로 규정하고, 금융시장에 직접 영향을 미치는 비전통적 정책은 실제 위기 상황이 아니라면 매우 제한적으로 사용해야 한다는 원칙도 제시했다. 장기금리 상승이나 금융시장 변동성 자체를 이유로 연준이 시장안정에 나서는 것을 경계하고 전통적인 물가안정 방법으로 대응하려는 것으로 볼 수 있다.

인플레이션에 대해서는 현재 인플레이션이 지속가능한 수준이 아님을 강하게 시사했다. PCE 물가의 12개월 상승률이 3.7%, 6개월 상승률이 4.1%에 달하고 소비자물가와 근원물가도 비슷한 흐름을 보이고 있다는 점을 언급하면서, 최근 일부 물가지표가 예상보다 양호했음에도 기초적인 인플레이션이 의미 있게 개선됐다고 판단하기 어렵다고 평가했다. 특히 지난 5년 이상 높은 물가가 이어진 만큼 기대인플레이션이 흔들릴 가능성도 계속 살펴야 한다고 강조했다. 결국 현재 노동시장은 완전고용에 가까운 반면 물가는 여전히 목표를 크게 웃돌고 있다는 것이 워시의 판단이며, 당분간 연준의 정책판단에서 무게중심은 물가안정에 놓일 가능성이 높다.

연준이 통화정책을 결정하는 환경이 바뀌었다

워시는 팬데믹 이전의 저성장·저물가·저금리 환경을 전제로 현재의 적정 통화정책을 판단해서는 안 된다는 문제의식을 가지고 있었다. (워시의 기고문 “Inflation is a choice”에서 언급) 금융위기 이후에는 장기간 저성장과 투자부족이 지속될 것이라는 전망이 지배적이었고, 금리를 낮게 유지해도 물가가 2%를 지속적으로 넘어설 가능성이 크지 않다는 인식이 비전통적 통화정책을 도입한 기존의 통화정책의 중요한 배경이었다.

워시는 이러한 환경이 바뀌고 있다고 보고 있다. 최근 미국 경제는 민간최종구매가 올해 들어 약 3%의 증가세를 유지하고 있고, 기업의 설비와 무형자산 투자는 전년대비 약 9% 증가했다. 특히 올해 자본지출 증가분의 절반 이상이 AI 관련 투자에서 비롯된 것으로 추정했다. 여기에 AI가 실제 생산성 향상으로 이어질 경우 미국 경제의 성장잠재력이 과거보다 높아질 가능성도 있다.

이러한 변화가 지속된다면 팬데믹 이전처럼 낮은 금리가 지속될 것이라고 기대하기는 어려워진다. 생산성과 잠재성장률이 높아질 경우 균형금리 역시 과거보다 높아질 가능성을 배제하기 어렵기 때문이다. 따라서 과거의 낮은 금리 수준을 기준으로 현재 금리가 높다고 판단하거나, 결국 정책금리가 팬데믹 이전 수준으로 돌아갈 것이라고 전제해서는 안 된다는 것이다.

이는 과거 윌리엄 맥체스니 마틴 전 연준 의장이 말했던 연준의 역할과도 연결된다. 경기가 강하고 물가압력이 높아지는 시기에는 시장이 원하는 완화를 제공하기보다 오히려 파티가 무르익을 때 편치볼을 치우는 것이 중앙은행의 역할이라는 것이다. 현재 미국의 성장세가 예상보다 강하고 시를 중심으로 새로운 투자 사이클이 형성되고 있다면, 이러한 경기확대가 물가압력으로 이어지지 않도록 관리하는 것이 오히려 연준의 역할이 될 수 있다.

금리 낮춰주기만을 기다리는 시장을 용인하지 않겠다

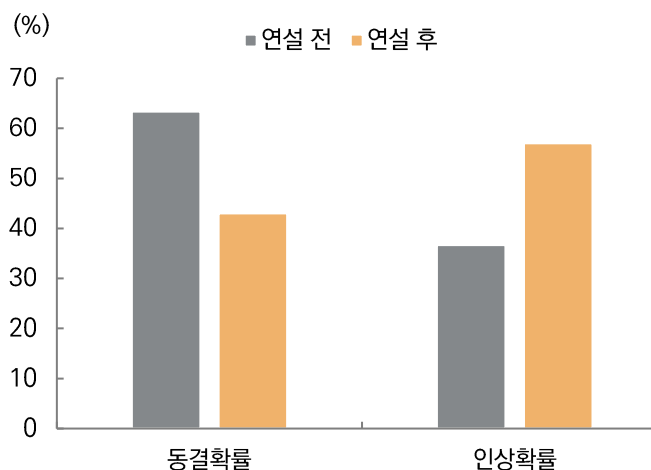
워시는 기존의 포워드 가이드스가 시장참가자들로 하여금 연준의 다음 행동을 미리 예상하고 그 경로에 맞춰 포지션을 구축하게 만들면서, 금융시장이 스스로 가격을 발견하고 위험을 관리하는 기능을 약화시켰다고 보고 있다. 시장참가자들이 경기·물가·기업실적 등 각자의 정보를 바탕으로 적정 금리와 자산가격을 판단하기보다 연준이 다음 회의에서 무엇을 할 것인지, 향후 금리를 어느 수준까지 움직일 것인지에 지나치게 집중하게 됐다는 것이다.

문제는 포워드 가이드스가 미래의 정책경로를 정확하게 보장해주는 것은 아니라는 점이다. 경제여건은 계속 변하고 이에 따라 연준의 정책판단도 달라질 수밖에 없다. 그럼에도 시장이 연준이 제시한 경로를 확정적인 것으로 받아들이고 동일한 방향으로 포지션을 구축하면, 실제 정책경로가 예상과 달라지는 순간 해당 포지션이 한꺼번에 되돌려지면서 시장 변동성이 오히려 확대될 수 있다. 여기에 금융시장이 흔들릴 때마다 연준이 다시 완화정책을 통해 시장을 지원할 것이라는 기대까지 형성되면, 시장참가자들이 금리변동에 대비해 스스로 위험을 관리할 유인도 약화된다.

이러한 구조에서는 시장가격에도 민간의 다양한 정보보다 연준의 신호가 과도하게 반영될 수 있다. 시장이 연준의 가이드스를 토대로 자산가격을 형성하고, 다시 연준이 이렇게 형성된 시장가격을 경제상황과 정책기대에 대한 정보로 활용하면 연준과 시장이 서로의 판단을 반복해서 확인하는 문제가 발생한다. 워시는 이를 ‘거울의 방(hall of mirrors)’에 비유했다. 시장가격이 경제의 새로운 정보를 독립적으로 반영하기보다 연준의 신호를 되비추게 되면서 연준 역시 시장가격에서 잘못된 확신을 얻을 수 있다는 의미이다. 이러한 상황에서는 경제여건의 변화를 시장과 연준 모두 뒤늦게 인식하면서 정책오류가 커질 수 있으며, 워시는 2021년의 포워드 가이드스가 높은 인플레이션에 대한 정책대응을 늦춘 사례라고 보고 있다.

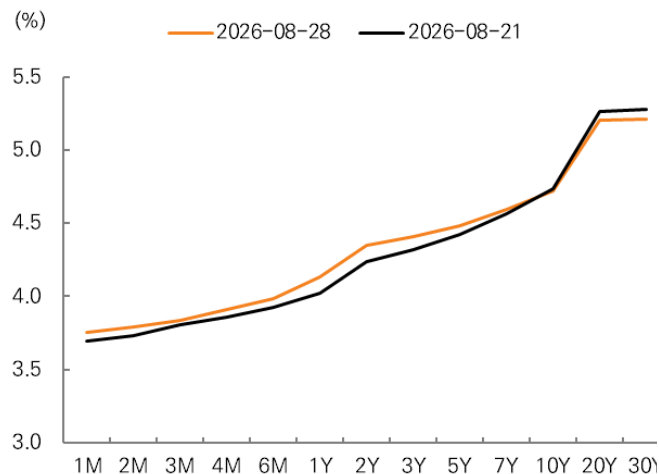
따라서 워시가 원하는 것은 시장이 연준의 다음 금리조정을 맞히는 데 집중하는 것이 아니라, 경제여건 변화에 따라 금리경로 역시 언제든 달라질 수 있다는 위험을 시장 스스로 가격에 반영하는 것이다. 연준이 결국 금리를 낮춰줄 것이라는 기대를 전제로 금융여건이 선제적으로 완화되는 상황을 계속 용인하지 않겠다는 의미에 가깝다. 역설적으로 시장이 금리인하를 지나치게 앞당겨 반영할수록 실제 금융여건은 완화되고 물가안정은 늦어지면서, 연준이 실제로 금리를 낮출 수 있는 시점 역시 더 뒤로 밀릴 수 있다.

그림 1. 워시의 연설 전후 9월 금리인상확률 변화



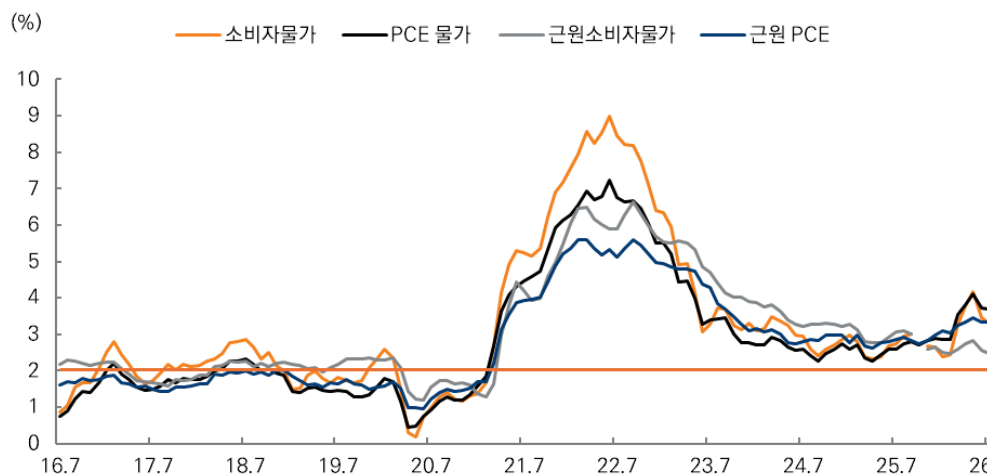
자료: CME, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 2. 주간 미국채 커브 변화(소폭 베어 플랫)



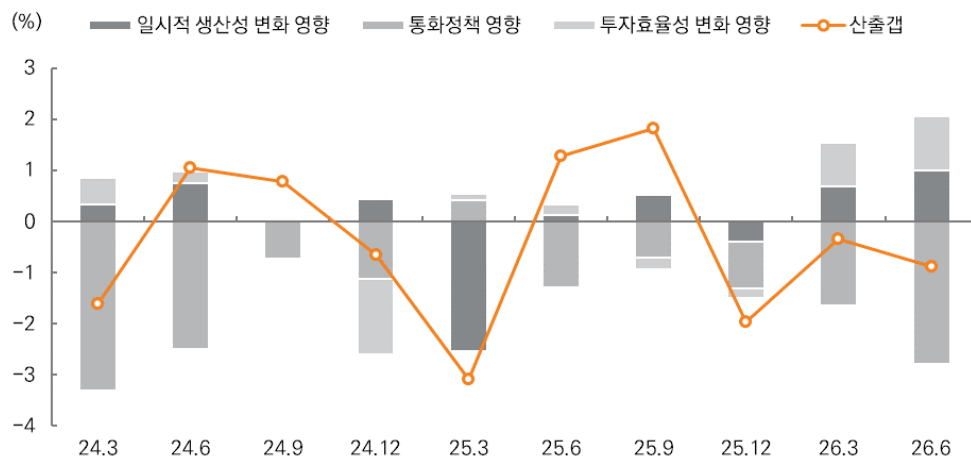
자료: 인포맥스, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 3. 미국 주요 물가지표 흐름(가운데 선이 2% 목표치. 코로나19 이후 계속 미달성)



자료: FRB, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 4. 통화정책의 누적된 부정적 영향 (금리 인하 기대 반영이 오히려 단기금리 높게 유지)



자료: 미래에셋증권 글로벌매크로팀

현재 미국 경제상황에 대한 위시의 분석

이번 잭슨홀 연설에서 케빈 워시 연준 의장이 제시한 현재 미국 경제에 대한 평가는 실물 경제와 노동시장은 예상보다 견조하고 금융여건도 제약적이지 않은 반면, 인플레이션은 여전히 지나치게 높다는 것으로 요약할 수 있다.

워시는 최근 미국 경제가 여러 충격에도 상당한 회복력을 보이고 있으며 오히려 경제활동이 강화된 것으로 평가했다. 실질 소비는 지난 1년간 2% 넘게 증가했고, 소비와 투자를 합한 민간국내최종구매도 올해 들어 약 3%의 증가세를 나타내고 있다. 워시는 이 지표가 GDP보다 경기의 기초를 판단하는 데 유용하다고 평가했다. 특히 기업투자가 빠르게 확대되고 있다는 점을 강조했다. 설비와 무형자산에 대한 투자는 전년대비 약 9% 증가해 2021년 이후 가장 높은 수준이며, 올해 자본지출 증가분의 절반 이상은 AI 관련 투자에서 발생한 것으로 추정했다. S&P500 기업의 이익도 지난 1년간 20% 이상 증가했고 이익률 역시 역사적으로 높은 수준이다. 이러한 지표들을 감안하면 현재 민간경제의 기초체력이 약하다고 보기는 어렵다는 것이 워시의 판단이다.

노동시장에 대해서도 비교적 낙관적으로 평가했다. 실업률은 4.1%로 역사적으로 낮은 수준을 유지하고 있고 실업수당 청구도 수십 년 내 낮은 수준에 머물러 있다. 최근 취업자 증가폭이 과거보다 작아진 것은 사실이지만, 워시는 이를 노동수요의 급격한 악화로 해석하지 않았다. 팬데믹 이후 기업과 근로자 간 대규모 재매칭이 이루어진 데다 최근 노동공급 자체가 거의 증가하지 않고 있기 때문에 과거보다 적은 신규고용으로도 노동시장의 균형을 유지할 수 있다는 것이다. 일부 청년층 등 취약한 부문은 있지만 현재 일하고자 하는 사람들은 대체로 일자리를 유지하거나 구하고 있으며, 전체 노동시장은 완전고용과 부합한다고 평가했다.

금융여건 역시 현재의 금리가 경제활동을 강하게 억제하고 있다는 증거는 많지 않다고 봤다. 회사채와 레버리지론의 신용스프레드는 역사적으로 낮은 수준에 있고 발행시장도 활발하다. 은행의 기업대출 기준 역시 과거와 비교하면 완화적인 수준이며 실제 기업대출도 증가하고 있다. 워시는 이를 근거로 신용시장과 대출시장에서 현재 통화정책이 경제활동을 강하게 제약하고 있다는 징후를 찾기 어렵다고 평가했다. 주택과 농업 등 일부 부문에서는 어려움이 나타나고 있지만 전체 금융여건을 제약적이라고 표현하기는 어렵다는 것이다.

인플레이션에 대한 평가는 크게 부정적이었다. PCE 물가의 12개월 상승률은 3.7%, 최근 6개월 상승률은 연율 4.1%에 달하고 있으며 소비자물가와 근원물가도 비슷하게 높은 수준을 유지하고 있다. 워시는 최근 여름 물가지표가 예상보다 양호했던 것은 인정하면서도 지난 2년 동안 기초적인 물가개선은 제한적이었으며, 최근 몇 달의 지표만으로 기초 인플레이션이 의미 있게 개선됐다고 판단하기 어렵다고 평가했다.

특히 워시는 물가상승이 얼마나 광범위하게 나타나는지를 중요하게 봤다. PCE를 구성하는 199개 세부품목 가운데 최근 12개월 동안 가격상승률이 3%를 넘는 품목의 비중은 54%에 달한다. 팬데믹 당시 고점인 77%보다는 크게 낮아졌지만 팬데믹 이전 20년 평균인 32%와 비교하면 여전히 높은 수준이다. 최근 6개월만 보더라도 3%를 넘는 품목의 비중이 49%에 달한다. 따라서 현재 인플레이션은 일부 품목의 일시적인 가격상승만으로 설명하기에는 여전히 범위가 넓다는 것이다.

향후에는 원자재가격 상승이 추가적인 물가압력으로 이어지는지도 확인해야 한다고 지적했다. 지난 5년 이상 높은 인플레이션을 경험한 만큼 이러한 경험이 경제주체들의 기대인플레이션에 반영되기 시작하는지도 중요한 문제다. 현재 중기 기대인플레이션과 시장의 인플레이션 보상지표는 비교적 안정돼 있다고 평가했지만, 기대인플레이션은 한번 흔들리기 시작하면 통제가 어려워질 수 있기 때문에 지속적인 관리가 필요하다고 강조했다.

결국 위시는 현재 연준의 양대 책무 가운데 고용보다 물가 쪽의 문제가 더 크다고 보고 있다. 노동시장은 완전고용과 부합하고 실물경제와 금융시장도 견조한 반면, 인플레이션은 여전히 2% 목표를 크게 웃돌고 기조적인 개선 속도도 충분하지 않다는 판단이다. 위시가 제시한 정책판단의 기준도 명확하다. 기조 인플레이션이 2% 목표를 향해 분명하고 충분한 속도로 움직이고 있다는 확신이 있어야 하며, 그렇지 않다면 연준이 해야 할 일이 아직 남아 있다는 것이다.

인플레이션 맥락에서 본 위시의 시각의 타당성

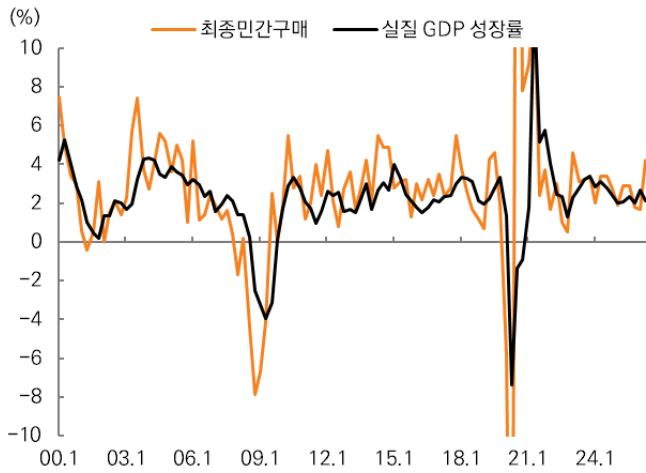
실제 이러한 위시의 문제의식은 물가 상방압력이 완전히 사라지지 않았다는 점에서 더욱 분명하게 나타난다. 현재 소비바스켓의 절반이 넘는 품목에서 여전히 3% 이상의 가격상승이 나타나고 있으며, 이는 팬데믹 이전과 비교하면 상당히 이례적인 모습이다. 과거에는 일부 품목에서 원가충격이 발생하더라도 전체 품목으로 가격상승이 확산되는 경우가 제한적이었지만, 최근에는 관세와 원자재가격 상승 등 다양한 비용충격이 여러 산업에서 동시에 발생하면서 기업들이 이를 판매가격에 반영하는 움직임이 광범위하게 나타나고 있다.

기업들의 가격 책정 행태가 달라진 이유는 기업 입장에서는 관세나 원자재가격 상승이 실제 비용으로 확인된 이후 가격을 인상할 수도 있지만, 향후 비용 상승이 예상되는 경우에는 마진 하락을 방지하기 위해 미리 판매가격을 조정할 수도 있다. 특히 수요가 견조하고 기업의 이익률이 높은 상황에서는 비용상승을 소비자에게 전가하기가 상대적으로 쉬워질 수 있다. 이러한 가격조정이 한 번에 그친다면 상대가격의 일시적인 상승으로 끝날 수 있기 때문에 통화정책 측면에서 반드시 큰 문제가 되는 것은 아니다.

문제는 이 같은 가격조정이 여러 품목에서 반복되고 장기간 지속되는 경우다. 기업들이 비용이 오르면 가격을 올리는 행동을 반복하고 소비자 역시 앞으로는 높은 물가상승이 계속될 것이라고 받아들이기 시작하면, 일시적인 비용충격이 기조적인 인플레이션으로 전환될 수 있다. 근로자는 향후 물가상승을 임금협상에 반영하고 기업은 다시 높아진 임금과 비용을 판매가격에 반영하면서 물가상승이 스스로 지속되는 구조가 형성될 가능성도 있다.

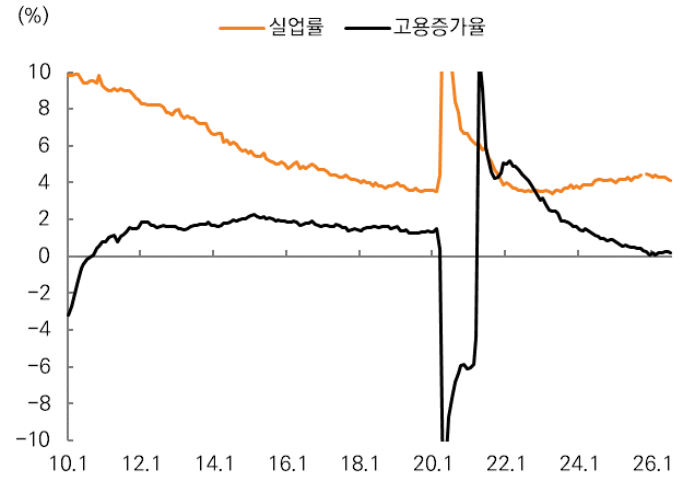
따라서 현재처럼 높은 물가상승이 소비바스켓 전반에 넓게 나타나는 상황에서 중요한 것은 개별 관세나 원자재가격 충격 자체보다 이러한 충격이 반복적인 가격인상과 기대인플레이션 상승으로 이어지는지 여부다. 현재 중기 기대인플레이션은 비교적 안정돼 있지만, 높은 물가가 장기간 지속되면서 경제주체들이 2%가 아니라 더 높은 물가상승률을 정상적인 것으로 받아들이기 시작한다면 인플레이션의 지속성이 크게 높아질 수 있다. 위시가 최근 몇 달의 물가 둔화만으로 안심하기 어렵다고 보는 이유도 결국 여기에 있으며, 광범위한 가격상승이 기대인플레이션의 상승으로 전이되기 전에 물가안정에 대한 연준의 신뢰를 유지하는 것이 중요하다는 것이 이번 연설의 핵심적인 문제의식이다.

그림 5. 최종민간구매와 GDP



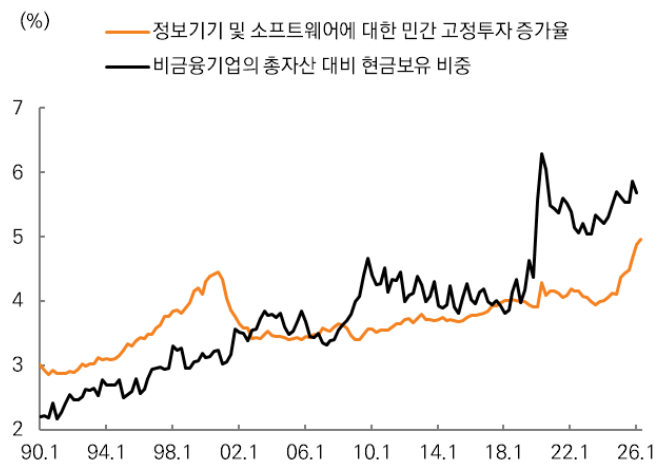
자료: FRB, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 6. 고용증가율과 실업률



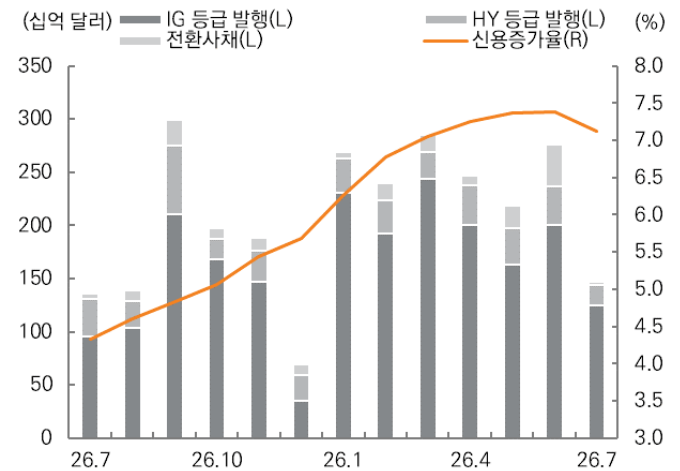
자료: FRB, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 7. 기업들의 현금보유 및 투자 증가상황



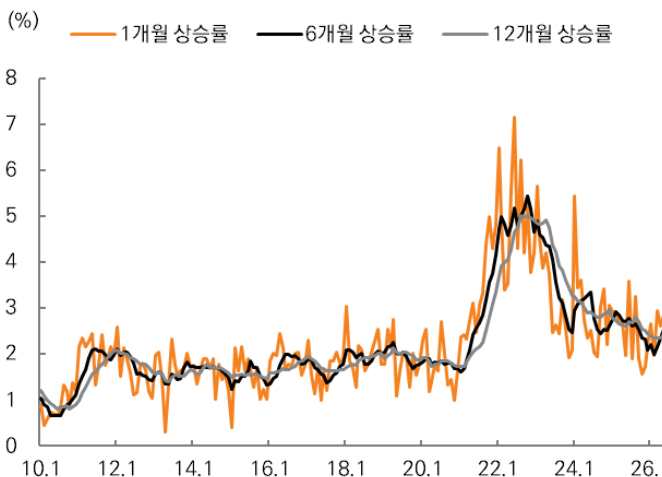
자료: FRB, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 8. 기업들의 회사채 발행 및 신용증가상황



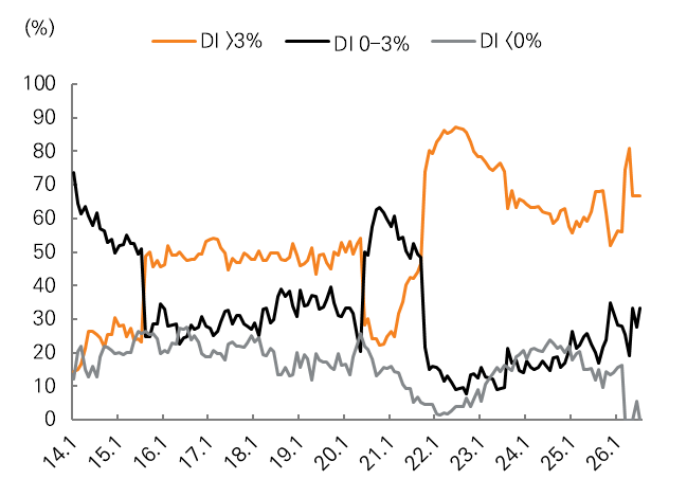
자료: FRB, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 9. 단기물가 압력 안정적으로 하락 중(Trimmed mean PCE)



자료: FRB, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 10. 물가확산지수 코로나 전대비 구조적으로 높음



자료: FRB, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

워시의 잭슨홀 메시지는 중앙은행 사람들의 공통된 견해 반영

이러한 시각은 정도의 차이는 있지만 최근 연준 내 주류적인 판단과도 대체로 일치한다. 8월 23~30일 주요 연준 인사들의 인터뷰를 보면, 최근 일부 물가지표가 둔화되고 있다는 점은 인정하면서도 인플레이션이 이미 너무 오랫동안 목표를 상회해왔고, 공급충격과 원자재가격 등 불확실성이 큰 만큼 물가가 안정적으로 2%로 복귀할 것이라고 아직 확신하기 어렵다는 견해가 공통적으로 나타난다. 따라서 향후 지표에서 인플레이션의 지속적인 둔화가 확인되지 않을 경우에는 추가 금리인상도 필요할 수 있다는 점에 상당수 인사가 동의하고 있는 것으로 보인다.

표 1. 잭슨홀 회의 전 연준이사 주요 발언도 인플레이션 우려 중심(성향 -2 도비쉬 +2 호키쉬로 분류)

발언 날짜	위원	이사	투표권	성향	내용
8/23	카시카리	X	O	0	- 현재 국제시장이 제대로 작동하지 않는되거나 금융시장이 무너지고 있다는 징후는 없음 시로 인한 성장률 상향을 국제 수익률이 반영하고 있는 것 - 이란과의 충돌이 인플레이션에 벌어지는 일을 설명하는 매우 큰 요인 상황이 길어질수록 인플레이션이 목표 수준으로 돌아갈 것이라는 확신은 점점 약해짐
8/26	바킨	X	X	0	- 인플레이션이 둔화되고 있다는 증거를 감안하면 금리를 동결할 근거가 있으나 물가상승 압력이 경제에 고착된다면 연준이 금리를 올려야 할 수도 있음 - 캐나다와의 무역분쟁으로 인해 관세가 물가와 미국 경제에 어떤 영향을 미칠지에 대한 불확실성이 더 커짐. 앞으로 불확실성이 계속 이어질 수 있다는 점이 중요.
8/27	콜린스	X	X	0	- 인플레이션이 둔화되고 있다는 증거를 감안하면 금리를 동결할 근거가 있으나 물가상승 압력이 경제에 고착된다면 연준이 금리를 올려야 할 수도 있음 - 캐나다와의 무역분쟁으로 인해 관세가 물가와 미국 경제에 어떤 영향을 미칠지에 대한 불확실성이 더 커짐. 앞으로 불확실성이 계속 이어질 수 있다는 점이 중요.
8/27	슈미드	X	X	+2	- 우리는 아직 법으로 부여받은 2% 인플레이션 목표를 달성하지 못하고 있음. 인플레이션은 고집스럽고 끈적임. 연준에 성적표가 있다면 거기에는 2% 인플레이션과 물가안정이 적혀 있어야 한다고 굳게 믿고 있음. 우리는 거기에 도달하지 못함. - 지금 논쟁의 핵심은 단기 정책금리가 너무 완화적인가 아니면 긴축적인가임. 단기 쪽에서는 오히려 완화적(very accommodative)일 수도 있음. 따라서 우리가 해야 할 일이 남아 있음
8/28	해맥	X	O	+2	- 어떤 것도 미리 단정하고 싶지는 않지만 나는 지금이 행동에 나설 때라고 생각 - 우리는 5년 넘게 인플레이션 상황에 놓여 있었다고 생각 인플레이션은 계속해서 우리의 목표를 상당히 웃돌았으며 금융여건을 살펴보고 시장 참가자들과 이야기해 보면, 현재의 통화정책이 제약적이라고 볼 만한 부분을 찾기 어렵 - 인플레이션이 우리의 목표를 웃도는 상태가 오래 지속될수록 이를 다시 낮추기가 더욱 어려워지고, 개인과 기업이 겪게 되는 고통도 더 커질 것
8/29	굴스비	X	X	0	- AI·데이터센터 투자 붐이 미국의 기업투자와 성장을 끌어올리고 있으며, 일부 지역에서는 토지·건설·전기기사 등 실물자원 부족과 가격압력까지 나타나 경기 과열로 번질 가능성을 경계. - 다만 시가 장기적으로 생산성을 높이면 잠재성장률을 끌어올릴 수 있지만, 그 효과가 아직 확실히 확인된 것은 아니며 단기적으로는 오히려 수요를 자극해 금리인상 필요성을 높일 수 있음.

자료: 관련 언론기사 및 홈페이지 유튜브 내용 종합, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

이번 잭슨홀에 참석한 주요 해외 정책당국자들도 워시가 제시한 물가에 대한 경계심에는 대체로 동의했다. IMF의 게오르기예바 총재는 워시가 2% 물가목표와 필요시 행동하겠다는 의지를 명확히 한 점을 긍정적으로 평가하면서, 인플레이션이 지속될 경우 중앙은행은 주저하지 말고 대응해야 한다고 강조했다. 한국은행 신현송 총재도 이번 연설이 9월 금리인상 가능성을 상당히 시사한 것으로 해석했다. 베일리 영란은행 총재도 영국은 노동시장 약화와 제한적인 2차 물가효과를 감안하면 당장 금리를 올릴 상황은 아니라고 평가했지만 워시의 물가 진단과 포워드 가이던스 축소 필요성에는 동의했다. 결국 국가별 경기 여건에 따라 정책 시점에는 차이가 있지만, 물가가 목표로 돌아간다는 확신이 없다면 추가 긴축 가능성을 열어두고 필요할 경우 행동해야 한다는 점에서는 상당한 공감대가 형성된 것으로 보인다.

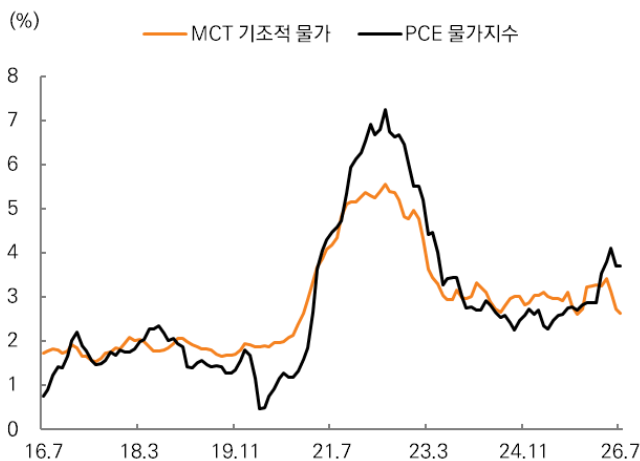
연준의 접근법에 따른 미국 인플레이션 상황 분석

현재 기초적 인플레이션은 빠르게 하락하고 있지만 여전히 높은 하단

현재 PCE 세부품목의 가격변동에서 일시적 변동을 제거한 물가상승 지속성 지표는 지난 3개월간 빠르게 하락하고 있다. 하락의 이유는 재화와 서비스에 공통으로 영향미치는 요인들이 빠르게 하락하고 있기 때문이다. 이에 일부 물가에 대한 낙관론이 존재한다.

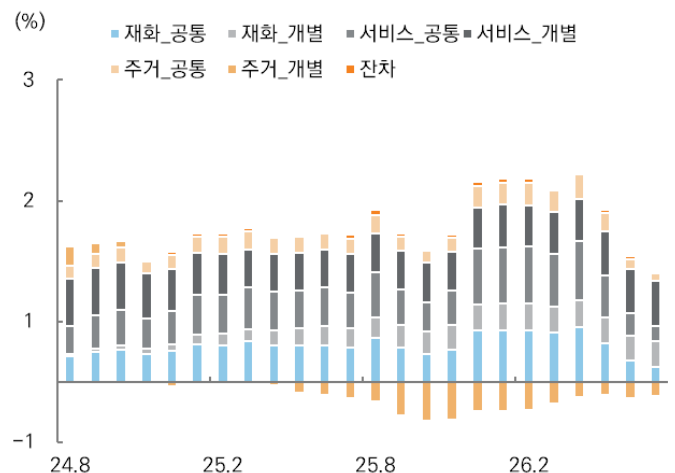
하지만 개별적 요인들과 장기적 요인이 문제이다. 양상불 방식을 통해 구성된 장기적 기초적 인플레이션은 하단조차 2%를 상회하고 있다. 즉 2%를 상회하는 물가가 상당기간 유지될 수 있음을 의미한다. 개별적요인들이 유지되는 것은 그림 9에서 이야기하는 추가적인 인플레이션 요인들이 사라져도 여전히 이격도가 1%를 넘기 때문에 지금과 같은 매우 빠른 속도로 연말까지 빠져야 목표 물가에 도달하는 것을 의미한다. 이는 통화정책과 같은 강력한 수단 없이는 물가목표를 달성할 수 없는 상황일 수 있음을 의미한다.

그림 11. 전체 기초적 인플레이션과 PCE 갭 확대



자료: 미래에셋증권 글로벌매크로팀

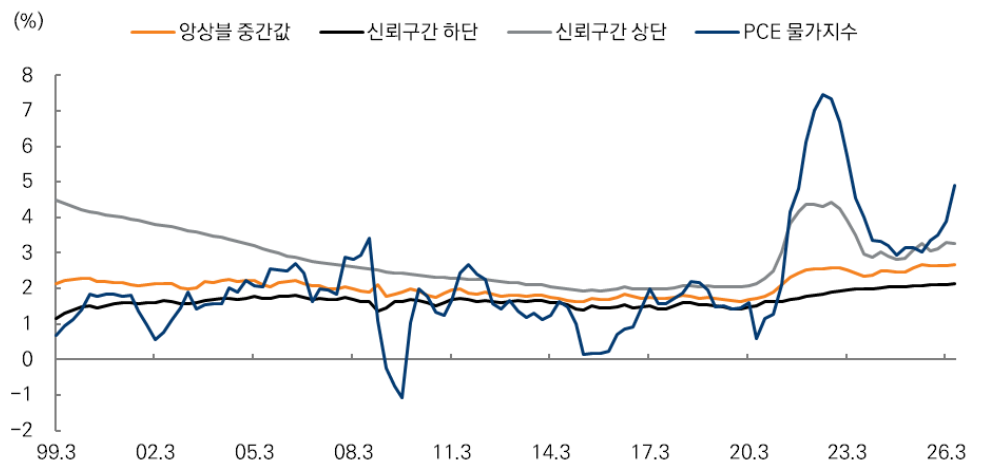
그림 12. 기초적 인플레이션 하락 원인은 공통요인 하락 개별은 유지



자료: 미래에셋증권 글로벌매크로팀

주: 기본물가상승(1.7%)를 제외하고 어떤 부분에서 어떻게 물가상승에 기여하는지 분석

그림 13. 장기적인 기초적 물가의 하단조차 2%를 벗어난 상황



자료: 미래에셋증권 글로벌매크로팀

품목별 인플레이션은 공급제약으로 물가가 하락하기 더 어려운 것을 시사

현재 물가의 가장 큰 특징은 전반적인 물가 압력은 낮아졌지만 금융·의료·일부 재화 등 소수 부문의 높은 물가가 전체 기초물가의 추가 하락을 막고 있다는 점이다. 가장 두드러지는 품목은 금융서비스·보험이다. 해당 부문의 기초물가는 6.99%로 17개 부문 가운데 가장 높고, 최근 3개월 동안도 거의 하락하지 않았다. 의료는 기초물가가 2.71%로 금융서비스보다 낮지만 최근 3개월 0.21%p, 6개월 0.26%p 상승해 주요 근원 품목 가운데 예외적으로 물가 압력이 오히려 높아지고 있다. 금융이 강한 것은 금융 시장이 활황을 띄면서 자산가치가 금융서비스 산출에 포함되는 점도 요인 중에 하나이다.

앞으로 추가적 상승 위험은 보건에서 나올 가능성이 크다. 미국도 고령화, 만성질환, 의료 접근성 확대 등 구조적 요인에 영향을 받아 계속 늘고 있는 상황이지만 공급이 이에 따라가지 못해 병원서비스는 5.2%, 외래 병원서비스는 5.8%, 재택의료는 9.7% 위주로 상승하고 있는 것으로 나타났다

이러한 부분이 위험한 이유는 지금 당장은 일부 품목 때문에 물가가 못내려가지만 일부 품목이 계속 상방압박을 주는 사이 나머지 품목들의 가격이 상승 반전하는 경우 22년과 같은 전반적인 물가 상승으로 얼마든지 나타날 수 있다는 점이다. 실제 22년의 경우 중앙은행들의 대응이 늦었던 이유는 22년 초 일부 수요 인플레이션이 발생했던 부분을 일시적인 요소로 치부해 대응하지 않았고 러시아 우크라이나 전쟁으로 전반적인 수요 인플레이션이 발생하자 인플레이션이 겹잡을 수 없이 커졌다.

중앙은행들 사이 금리 인상에 대한 일정부분 컨센서스가 생긴 이유도 22년 이러한 경험이 있었기 때문이다. 통화정책이란 결국 미래를 보고하는 것이기 때문에 미래 물가가 목표를 벗어나는 상황이 있다면 더 적극적으로 행동하도록 반응함수를 수정할 수밖에 없다. 특히 코로나19 이후 상시적 공급충격이 늘었다. 따라서 물가가 통제를 언제든 벗어날 수 있다.

표 2. 근원물가 하락을 막는 개별 품목 요인들

품목_국문	그룹	근원포함여부	추세_연율	추세_하한68	추세_상한68	변화_1M	변화_3M	변화_6M	변화_12M
자동차·부품	재화	O	-0.16	-1.865	1.502	-0.120	-0.995	-0.884	-0.456
가구·내구소비재	재화	O	-1.38	-3.523	0.598	-0.515	-3.009	-3.762	-3.033
레저용품·차량	재화	O	3.53	0.758	6.890	-0.199	-1.370	-0.824	1.423
기타 내구재	재화	O	1.16	-0.755	3.071	-0.263	-1.698	-1.550	-0.533
가정용 식음료(외식제외)	재화	X	0.67	-0.770	2.049	-0.450	-2.430	-2.332	-1.306
의류·신발	재화	O	1.90	0.431	3.398	-0.299	-1.825	-1.621	0.160
휘발유·에너지재	재화	X	3.64	-2.036	9.126	-0.305	-1.887	-1.841	-0.974
기타 비내구재	재화	O	0.62	-0.512	1.692	-0.146	-0.808	-0.983	-0.870
주거(가스·전기 제외)	주거	O	3.15	2.726	3.540	-0.006	-0.675	0.080	-0.229
가스·전기요금	재화	X	2.67	-0.160	5.269	-0.583	-3.951	-3.649	-1.826
의료	서비스(주거제외)	O	2.71	2.157	3.307	0.009	0.214	0.261	0.166
운송서비스	서비스(주거제외)	O	3.66	1.773	5.552	-0.502	-2.856	-2.594	-0.906
레저서비스	서비스(주거제외)	O	1.88	0.843	2.820	-0.131	-0.835	-0.854	-0.720
음식점·숙박	서비스(주거제외)	O	2.29	1.247	3.275	-0.254	-1.531	-1.529	-0.900
금융서비스·보험	서비스(주거제외)	O	6.99	4.990	9.066	0.034	0.004	0.083	0.437
기타 서비스	서비스(주거제외)	O	2.29	1.283	3.270	-0.084	-0.461	-0.435	-0.251
비영리단체(NPISH)	서비스(주거제외)	O	0.74	-1.459	2.878	-0.368	-2.723	-2.466	-1.668

자료: 미래셋증권 글로벌매크로팀

지속적 공급 측면의 인플레이션 고착화에 대응할 가능성

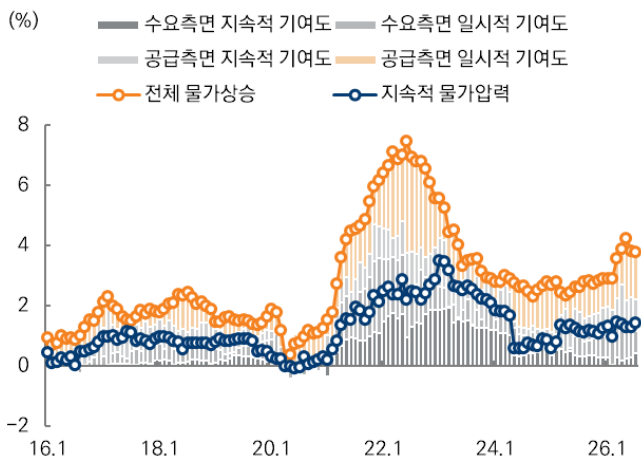
최근 물가상승을 수요와 공급 요인으로 분해해 보면, 현재 인플레이션의 핵심 문제는 단순히 공급측 물가가 높다는 데 있기보다 현재까지 남아 있는 지속적인 물가압력에서 공급측 요인이 차지하는 비중이 상대적으로 크다는 점에 있다. 2022년 인플레이션 급등 당시에는 수요와 공급 요인이 동시에 크게 확대됐지만, 이후 경기 정상화와 통화긴축을 거치면서 수요측 압력은 상당폭 낮아졌다. 반면 지속적 공급측 기여도는 상대적으로 높은 수준을 유지하고 있어, 최근 인플레이션이 과거 고점에서 크게 하락했음에도 추가적인 둔화 속도가 느린 이유를 설명하고 있다.

공급측 압력이 쉽게 사라지지 않는 배경에는 최근 발생한 충격의 성격이 있다. 관세 인상은 수입품 가격을 한 차례 높이는 데 그치지 않고 중간재 비용과 유통단계를 거쳐 시차를 두고 최종 소비자가격에 전가된다. AI 투자 확대에 따른 컴퓨터·메모리 등 정보처리장비와 전력에 대한 수요 급증 역시 단기간에 공급을 확대하기 어려운 부문의 가격과 비용을 높이고 있다. 여기에 에너지·원자재 가격 및 공급망 비용 상승까지 더해지면서 충격이 계속되고 있다. 이러한 충격은 발생 즉시 모두 가격에 반영되는 것이 아니라 기업의 비용구조와 계약갱신, 가격조정 과정을 거쳐 순차적으로 전가되기 때문에 일회성 공급충격이 수개월 이상 지속되는 물가압력으로 전환될 가능성이 높다.

특히 이러한 현상이 근원물가에서 나타난다는 점을 주목할 필요가 있다. 식료품과 에너지처럼 단기 변동성이 큰 품목을 제외하고도 공급측에서 비롯된 지속적 물가압력이 남아 있다는 것은 현재의 물가경직성을 단순한 원자재가격 변동만으로 설명하기 어렵다는 의미이다.

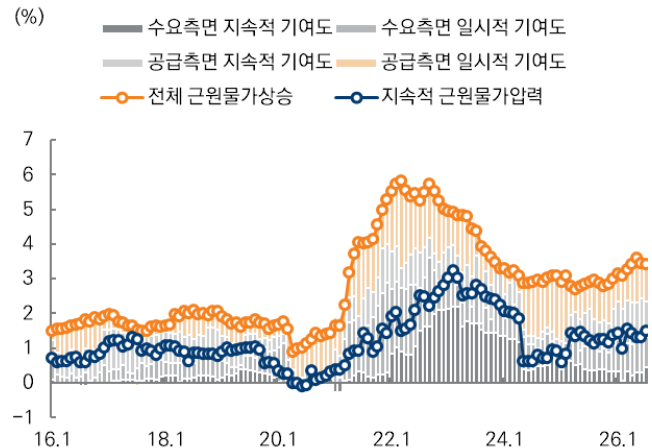
공급측 인플레이션이라고 해서 연준이 반드시 이를 지켜볼 수밖에 없는 것은 아니다. 통화정책으로 관세를 낮추거나 반도체·전력·의료서비스의 공급능력을 직접 늘릴 수는 없지만, 금리인상을 통해 총수요와 금융여건을 억제하면 기업이 높아진 비용을 소비자가격에 전가할 수 있는 여력을 낮출 수 있다. 수요가 충분히 약해지면 기업은 비용상승분을 모두 가격에 반영하기보다 일부를 마진 축소로 흡수해야 하며, 공급충격이 임금과 다른 서비스가격으로 확산되는 2차 효과도 제한할 수 있다. 동시에 연준이 물가안정 의지를 분명하게 유지하면 반복되는 공급충격이 장기 기대인플레이션 상승으로 이어지는 위험도 낮출 수 있다.

그림 14. 전체 물가상승 중 지속적 물가상승 압력 비중은 작음



자료: 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 15. 진짜 문제는 근원물가: 지속적 인플레이 비중이 높음



자료: 미래에셋증권 글로벌매크로팀

이번 잭스홀은 일종의 경고. 연준의 시각을 더 엄중히 받아들이야

미국 물가는 향후 하락세를 이어가더라도 근원 PCE 기준 2% 중반의 높은 수준을 상당기간 유지할 가능성이 높다. 최근 3개월간 기초적 인플레이션이 빠르게 낮아지고 있지만, 이는 재화와 서비스에 공통적으로 영향을 미치는 물가요인이 빠르게 하락한 영향이 크다. 반면 품목별 개별요인은 상대적으로 높은 수준을 유지하고 있으며, 여러 기초물가 모형을 결합해 추정된 장기 인플레이션의 하단조차 2%를 상회하고 있다. 즉 현재와 같은 자연적인 디스인플레이션만으로는 연준의 물가목표에 빠르게 복귀하기 어렵다는 의미이다.

특히 현재 물가수준에는 이미 상당한 재화 디스인플레이션이 반영되어 있다. 그럼에도 근원 물가가 2% 중반에 머물고 있다는 것은 금융·의료·주거 등 일부 서비스와 관세, AI 투자 확대에 따른 컴퓨터·메모리 가격 등 개별적인 물가압력이 이를 상쇄하고 있기 때문이다. 앞으로 이러한 개별 물가압력이 크게 낮아지지 않는다면, 근원물가가 2%까지 내려가기 위해서는 현재 물가를 낮추고 있는 다른 품목들의 가격상승률이 추가로 크게 하락해야 한다. 이는 현실적으로 지속되기 어렵다.

목표물가 복귀를 위해서는 단순히 공급충격이 자연스럽게 사라지는 것을 기다리는 것보다 금리인상을 통해 총수요와 금융여건에 추가적인 하방 충격을 가해 기초적인 물가압력을 한 단계 더 낮출 필요가 있을 수 있다. 최근 물가가 하락하고 있다는 이유만으로 금리를 현 수준에 장기간 유지할 경우 근원물가가 2% 중반에서 고착될 위험이 있을 것으로 생각된다.

현재 연준의 시각에서 중요한 것은 연준이 공급충격의 발생 자체보다 공급충격이 반복되면서 물가상승이 고착되는 위험을 더 크게 경계하기 시작했다는 점이다. 하나의 공급충격은 시간이 지나면서 자연스럽게 소멸할 수 있지만, 관세와 원자재가격, AI 관련 공급제약, 의료·주거비와 같이 서로 다른 충격이 순차적으로 발생할 경우 전체 물가는 지속적으로 높은 수준에 머물 수 있다. 이 과정에서 기업의 가격전가와 임금상승, 기대인플레이션 상승까지 동반되면 처음에는 특정 품목에 한정됐던 가격상승이 보다 광범위한 기초적 인플레이션으로 전환될 가능성이 높아진다.

따라서 향후 통화정책을 판단할 때도 단순히 CPI나 PCE가 둔화되는지만 보는게 아니라 중요한 것은 현재 높은 물가를 유지하고 있는 개별 품목의 가격압력이 실제로 낮아지는지, 공급충격의 가격전가가 다른 품목으로 확산되는지, 그리고 장기적인 기초물가가 2% 방향으로 충분히 하락하고 있는지도다. 이러한 지표들이 개선되지 않는다면 근원물가가 2% 중반에서 고착되는 것을 막기 위해 추가적인 긴축이 필요할 가능성은 유지될 수 있다.

결국 현재 미국의 인플레이션은 방향만 보면 분명히 둔화되고 있지만, 수준과 구성 측면에서는 아직 연준이 물가안정에 대한 확신을 갖기 어려운 상황이다. 공통적인 물가압력의 하락만으로 전체 인플레이션이 낮아지고 있는 반면, 일부 서비스와 공급제약 품목의 높은 물가는 지속되고 있으며 장기 기초물가 역시 목표수준을 상회하고 있다. 이번 잭스홀은 이러한 상황에서 연준이 최근의 디스인플레이션을 낙관적으로 받아들이기보다, 물가가 목표수준으로 복귀하지 못하고 고착될 위험에 보다 적극적으로 대응할 수 있음을 보여준 것으로 판단된다. 따라서 향후 물가가 완만하게 하락하더라도 2% 목표로의 복귀가 확인되기 전까지 연준의 긴축적 정책기조와 추가 금리인상 가능성을 이전보다 더 엄중하게 받아들이기 필요가 있다.

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 자료는 특정 금융투자상품의 가치에 대한 주장이나 예측을 담은 조사분석자료가 아니며, 미래에셋증권이 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 단 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.