

파월 의장의 잭슨홀 연설에 대한 평가 및 시사점

황유선 | 책임연구원(3705-6174)

권혁우 | 연구원(3705-6057)

- [이슈] '25.8.22일(현지시간), 파월 연준 의장의 잭슨홀 연설("경제 전망과 프레임워크 리뷰")의 주요 내용을 살펴보고 이에 대한 시장반응, 향후 통화정책에 미칠 영향 등을 점검
- [주요내용] 관세의 물가영향이 비교적 단기에 그칠 것으로 예상하는 기존 시나리오를 유지하는 가운데 고용 하방위험이 증가했다고 언급하면서 정책기조의 조정 가능성을 시사
 - 고용 하방위험 증가: 현재 미국 노동시장은 노동의 공급과 수요가 동시에 뚜렷하게 둔화되면서 형성된 '특이한' 균형 상태에 있으며, 이러한 비정상적인 상황은 고용에 대한 하방 위험이 증가하고 있음을 시사한다고 평가
 - 고용에 대한 하방위험이 현실화될 경우 급격한 해고 증가, 실업률 상승 등의 형태로 빠르게 나타날 가능성
 - 인플레이션: 최근 관세 인상에 따른 소비자물가 상승 영향이 명확히 나타나고 있으며 이러한 영향이 향후 몇 달 동안 누증할 것으로 예상되나 시기와 규모에 대한 불확실성이 상당. 다만, 가격 수준의 일시적인 조정에 그칠 것이라는 합리적인 기본 시나리오를 유지
- [금융시장 반응] 파월 의장의 연설이 비둘기파적인 것으로 해석됨에 따라 9월 금리인하 기대가 강화되면서 주가 상승, 국채금리 하락, 달러화 약세
- [평가] 파월 의장은 9월 FOMC의 금리인하 가능성을 열어둠과 동시에 신중한 어조를 유지하는 등 작년에 비하면 정책 신호의 명확성이 약해진 것으로 평가
 - 통화정책 전망: 파월 의장이 정책조정 시기를 특정하지는 않았으나 위험 균형 변화에 따른 단기적인 정책대응 필요성을 시사한 만큼 대체로 9월 금리인하 가능성이 높아졌다고 평가(10개 IB 중 8곳)
 - 다만, 일각에서는 하반기 경기반등 징후가 있으며, 건전한 기업부문에 따라 대규모 해고 가능성이 미미하다고 주장하는 등 경제여건에 대한 이견이 커 9월 이후의 정책에 대해서는 의견이 불일치(연내 2회 인하 예상 4곳, 3회 인하 3곳, 4회 인하 1곳, 연내 동결 2곳)
- [시사점] 금번 잭슨홀 미팅을 계기로 9월 금리인하 가능성이 높아졌으나, 여전히 물가 상방 위험과 고용 하방 위험이 공존하는 만큼 연준이 신중한 정책조정 기조를 유지할 가능성이 높다는 점에 유의할 필요

□ [이슈] '25.8.22일(현지시간), 파월 연준 의장의 잭슨홀 연설의 주요 내용을 살펴보고 이에 대한 시장반응, 향후 통화정책에 미칠 영향 등을 점검

※ 금번에는 장기 목표 및 통화정책 전략 프레임워크에 대한 검토 결과도 발표<참고>

○ 파월 의장은 임기(18.2월~'26.5월^{예정}) 동안 잭슨홀 연설을 정책 가이드라인을 제시하기 위한 기회로 자주 활용한 바 있음

- 작년에는 “강력한 노동시장을 지원하기 위해 어떠한 조치든 취할 수 있다”고 제시하며, 9월 금리인하와 더불어 향후 노동시장 추가 냉각 시 상당 폭의 통화정책 완화 의지를 강력하게 시사

○ 금일 파월 의장은 “경제 전망과 프레임워크 리뷰^{Economic Outlook and Framework Review}”를 주제로 ‘전환기에 있는 노동시장: 인구 구조, 생산성 그리고 거시경제 정책^{Labor Markets in Transition: Demographics, Productivity, and Macroeconomic Policy}’에 대한 심포지엄에서 연설

□ [주요내용] 관세의 물가 영향이 비교적 단기에 그칠 것으로 예상하는 기존 시나리오를 유지하는 가운데 고용 하방위험이 증가했다고 언급^{the balance of risks appears to be shifting}하면서 정책기조의 조정 가능성을 시사^{shifting balance of risks may warrant adjusting our policy stance}

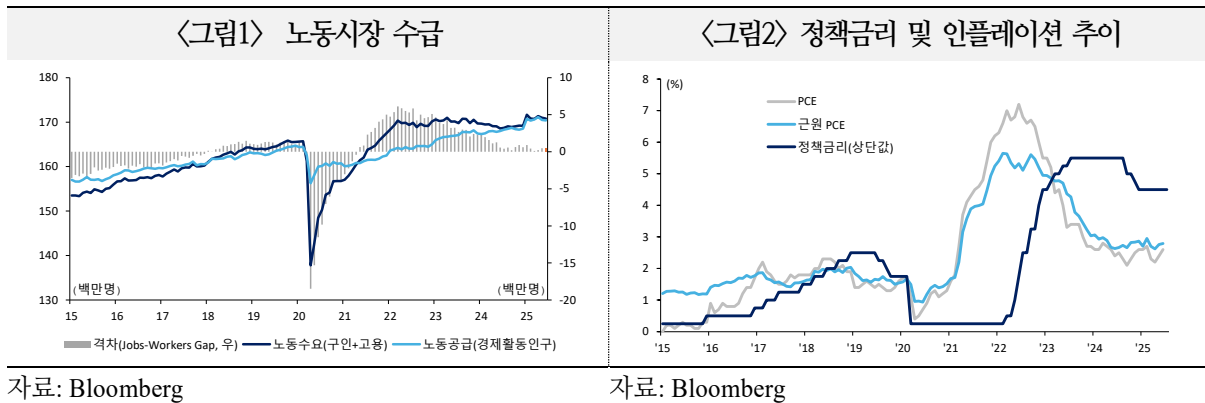
○ 고용 하방위험 증가: 현재 미국 노동시장은 노동의 공급과 수요가 동시에 뚜렷하게 둔화되면서 형성된 ‘특이한’ 균형 상태에 있으며, 이러한 비정상적인 상황은 고용에 대한 하방 위험이 증가하고 있음을 시사한다고 평가

- 고용 하방위험이 현실화될 경우 급격한 해고 증가, 실업률 상승 등의 형태로 빠르게 나타날 가능성
- 다만, 올해는 무역 및 이민정책이 수요과 공급 모두에 영향을 미치면서 경기순환적 변화와 구조적 변화를 구분하기 어려운 상황임을 지적
 - 7월 고용보고서에 따르면 지난 3개월 간 고용 증가폭이 크게 둔화됐음에도 불구하고 실업률과 여타 노동시장 지표는 안정적. 이민 감소로 인해 노동력 증가 속도가 크게 둔화되면서 실업률을 안정적으로 유지하는 데 필요한 고용 수준^{breakeven rate}이 급격히 감소
 - 상반기 GDP 성장률도 '24년의 절반 수준으로 둔화된 데 대해, 노동시장과 마찬가지로 성장률 둔화의 일부는 공급 또는 잠재성장률 둔화에서 비롯된 것으로 보인다고 평가

○ 인플레이션: 최근 관세 인상에 따른 소비자물가 상승 영향이 명확히 나타나고 있으나, 가격 수준의 일시적인 조정에 그칠 것이라는 합리적인 기본 시나리오를 유지

- 관세 인상의 물가상승 영향이 향후 몇 달 동안 누증할 것으로 예상하지만 시기와 규모에 대한 불확실성이 상당히 크다고 언급
 - 관세 인상이 공급망과 유통망을 통해 반영되는 데에는 시간이 계속 필요할 것. 또한 관세율이 계속 변경되면서 가격 수준의 조정 과정이 연장될 가능성도 존재

- 관세로 인한 물가 상승이 더 지속적인 인플레이션을 유발할 수도 있으나 아직까지는 가능성이 낮다고 판단
- 근로자들이 높아진 물가로 인해 임금 인상을 요구하면서 ‘임금-물가의 부정적인 상승 순환’이 야기될 수 있으나, 노동시장 수급불균형 완화 및 하방위험 증가로 가능성은 제한적
- 인플레이션이 2% 목표를 장기간 상회하며 가계와 기업의 주요 우려 사항으로 남아 있는 만큼 ‘인플레이션 기대 상승→실제 인플레이션 상승’ 시나리오도 존재. 다만, 서베이와 시장지표에 반영된 장기 인플레 기대는 물가목표에 부합한 수준에서 안정적으로 유지



□ [금융시장 반응] 파월 의장의 연설이 비둘기파적인 것으로 해석됨에 따라 9월 금리인하 기대가 강화되면서 주가 상승, 국채금리 하락, 달러화 약세

- **주요 금융지표:** 미국 주가는 예상보다 비둘기파적인 파월 의장 연설 내용에 반응하면서 최근 5일간의 하락세를 되돌리며 큰 폭 반등(다우 +1.9%, S&P500 +1.5%, 나스닥 +1.9%)
 - 10년물 국채금리(4.25%, -7bp)는 파월 의장이 노동시장 하방 위험을 강조하고 9월 금리인하 가능성을 열어두면서 하락
 - 달러화는 9월 금리인하 기대 확대, 트럼프 대통령의 쿡 연준 이사 해임 경고에 따른 연준의 독립성 약화 우려 등으로 약세(-0.9%). 유로화(+1.0%)와 엔화(+1.0%)는 강세
- **정책금리 예상:** 연방기금금리 선물시장이 반영하는 9월 금리인하 확률은 전일 72.0% → 81.3%로 상승했으며, 연간 기대 인하폭은 48bp → 54bp로 확대

〈표2〉 전일 주요 금융시장 반응

	'23년말	'24년말	'25.8.21	'25.8.22	전일대비	연간('25)
S&P500	4,770	5,882	6,370	6,467	+1.5%	+10.0%
달러지수	101.33	108.49	98.62	97.73	-0.9%	-9.9%
미 국채금리(10년,%)	3.88	4.57	4.33	4.25	-7bp	-32bp
미 장단기차(10-2년,bp)	-37	33	54	56	+2bp	+23bp
브렌트유(\$/배럴)	77.04	74.60	67.67	67.73	+0.1%	-9.3%

자료: Bloomberg

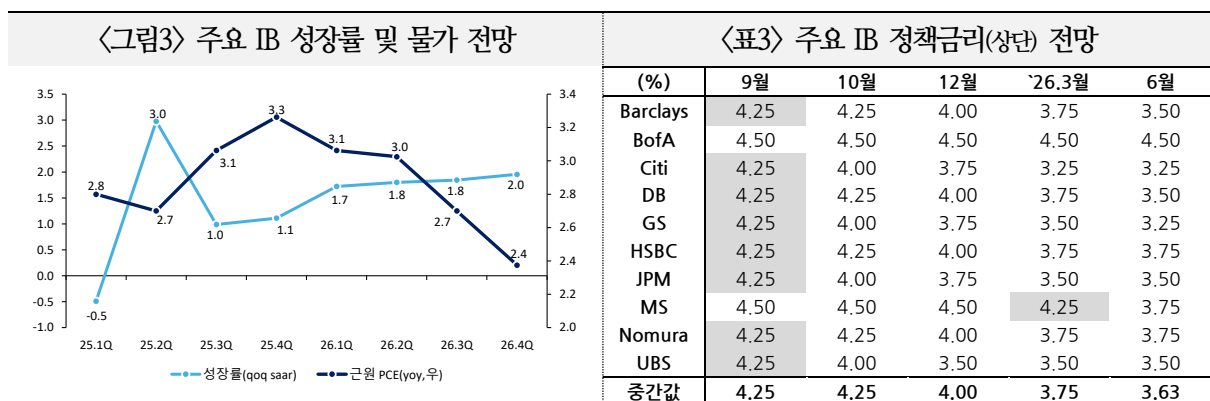
□ [평가] 파월 의장은 9월 FOMC의 금리인하 가능성을 열어둠과 동시에 신중한 어조를 유지*하는 등 작년에 비하면 정책 신호의 명확성이 약해진 것으로 평가

* 실업률, 여타 노동시장 지표의 안정성은 정책조정을 고려하는 데 있어 신중한 접근을 허용 allow us to proceed carefully

○ 통화정책 전망: 파월 의장이 정책조정 시기를 특정하지는 않았으나 위험 균형 변화에 따른 단기적인 정책 대응 필요성을 시사한 만큼 대체로 9월 금리인하 가능성이 높아졌다고 평가(10개 IB 중 8곳). 다만, 이후 정책에 대해서는 여전히 의견이 분분

- 9월 25bp 인하 중론: 향후 고용 및 물가 지표에 대한 조건부 언급이 부재한 점은 내부 의견이 9월에 금리를 인하하는 방향으로 기울고 있다는 신호(Deutsche Bank)
 - 노동시장 하방위험이 증대되고, 인플레이션 위험이 현실화되고 있으나 기존 전망에 비해 악화되지는 않는 점 등은 9월 금리인하 가능성을 높이는 요인(UBS)
 - 향후 경제지표의 방향성이 크게 달라지지 않는 한 9월 FOMC에서 미세 조정 fine-tuning 성격의 금리인하를 단행할 것으로 예상(BNP Paribas)
 - 연준이 9월 회의에서 금리를 동결하기 위해서는 8월 고용지표에서 ▲실업률 최소 4.2% 유지 또는 하락 ▲비농업고용 증가폭 +7만명 이상으로 확대 등이 뒷받침될 필요(BofA)
- 연내 금리인하 폭에 대한 의견은 여전: 9월 이후 추가 인하폭에 대해서는 기관별 경제 여건에 대한 의견이 커 통일된 의견이 부재(연내 2회 인하 4곳, 3회 3곳, 4회 1곳, 동결 2곳)
 - 상반기 경기둔화 이후 경제활동이 회복되는 징후가 보이고 있으며 이에 따라 노동시장도 회복될 소지. 한편, 지연된 주거서비스 인플레이션 하락 외 다른 부문은 정체되거나 상승하는 등 연준이 지난해 금리인하를 시작한 이후 디스인플레이션이 지체(BofA)
 - 기업 부문이 건전한 만큼 대규모 해고 가능성은 미미하고 연말까지 경제지표는 대체로 견조할 것으로 예상되어 9월 인하가 올해 마지막 조정일 가능성도 존재(BNP Paribas)

□ [시사점] 금번 잭슨홀 연설을 계기로 9월 금리인하 가능성이 높아졌으나, 여전히 물가 상방 위험과 고용 하방 위험이 공존하는 만큼 연준이 신중한 정책조정 기조를 유지할 가능성이 높다는 점에 유의할 필요



자료: 9개 IB 평균

자료: 각 IB, Fed

주: 음영은 인하 재개 시점

[참고] 연준의 장기 목표 및 통화정책 전략 개편

- **프레임워크 리뷰 결과:** 지난 5년간 대규모 충격에 따라 인플레이션 상황이 급변할 수 있음을 확인했으며, 현재 금리수준은 글로벌 금융위기와 팬데믹 사이의 시기에 비해 현저히 높으며 이러한 변화에 따라 장기목표 및 통화정책 전략 문구를 수정
 - **(경제환경 변화)** 실효금리하한(ELB)이 경제환경과 통화정책 결정에 있어 핵심 요소라고 강조했던 부분을 제거했으며, 통화정책 전략은 광범위한 경제조건 하에서 완전고용과 물가안정을 촉진하기 위해 설계되었다고 명시
 - 생산성, 인구 구조, 재정정책 등의 변화로 인해 중립금리 수준이 '10년대보다 높아졌을 것으로 추정하며 ELB는 주요 초점이 아니라고 평가
 - FOMC는 특히 정책금리가 ELB에 의해 제약받을 경우, 연준이 이중책무를 달성하기 위해 모든 정책 수단을 동원할 준비가 되어있다는 점을 강조
 - **(물가)** 유연한 평균물가목표제(FAIT)에서 대칭적 물가목표제로 회귀했으며, 장기 인플레이션 기대가 안정적으로 유지되도록 단호하게 행동할 것이라는 방침을 추가
 - 의도적이거나 온건하게 인플레이션의 오버슈팅을 허용하는 전략은 실익이 없는 것으로 입증됨에 따라 “보완_{make-up}(경기침체기 중 물가가 지속적으로 2% 목표를 하회했을 경우 이후 상당 기간 동안 물가가 완만하게 2%를 상회하도록 정책을 수행)” 전략을 폐지
 - **(고용)** 해석이 모호한 ‘완전고용으로부터의 부족분_{shortfall}’ 용어를 제거하는 대신, 고용이 물가안정에 위협을 초래하지 않으면서도 실시간 완전고용 수준을 상회할 수 있음을 인정한다는 점을 명시
 - 다만, 노동시장 타이트닝이나 다른 요인이 물가안정에 위협을 초래할 경우 선제적으로 조치를 취하는 것이 적절할 수 있다고 부연. ‘완전고용’은 물가안정 속에서 지속 가능하게 달성할 수 있는 최대 고용 수준이라고 명시
 - **(이중책무 상충)** ‘부족분’ 표현을 제거한 데 연동해, 고용과 물가 목표가 상충될 경우 균형 잡힌 접근 방식을 추구할 것이라는 표현으로 회귀
 - 고용 및 물가가 각 목표 수준으로부터 괴리된 정도와 목표 수준으로 돌아가는 데 소요되는 기간 등을 균형 있게 고려할 것임을 시사

국제금융센터의 사전 동의 없이 상업상 또는 다른 목적으로, 본 보고서 내용을 전재하거나 제 3자에게 배포하는 것을 금합니다. 국제금융센터는 본 자료 내용에 의거하여 행해진 투자행위 등에 대하여 일체 책임을 지지 않습니다.

문의: 02-3705-6174 혹은 yshwang@kcif.or.kr, 홈페이지: www.kcif.or.kr