



글로벌 투자전략-선진국  
Analyst 황수욱  
02. 6454-4896  
soowook.hwang@meritz.co.kr



## 잭슨홀 미팅 기초연설 정리

8월 22일 잭슨홀 파월의장 기초연설 이후 S&P500과 나스닥 종합주가지수는 전일대비 각각 1.5%, 1.9% 상승, 중소형주 지수인 러셀2000 지수가 무려 3.9% 상승. 9월 금리인하 기대 회복하면서 중소형주 중심 상승 시현

파월의장은 현재 미국 경제에 대한 균형잡힌 시각을 유지하고 있음을 피력하는 가운데 완화적 통화정책을 펼칠 수 있음을 시사했음. 핵심은 '관세 물가 압력을 일시적'으로 보는 게 합리적이라고 인식한 부분. 통화정책 대응 여부 결정에 있어 물가 압력이 일시적인지, 지속적인지 여부가 중요한데, 연준은 관세 물가 압력을 일시적으로 보고, 금리인하 연기 등으로 대응하지 않을 가능성을 시사한 것

통화정책이 일시적인 관세 물가 압력에 대응하지 않는다면 불균형에 이를 수 있는 노동시장에 대한 선제적 대응을 할 수 있음을 시사. 현재 미국 노동시장은 특수한 상황인데, 노동 수요/공급이 모두 줄어 실업률 등 지표가 균형에 있는 것처럼 보이지만, 이러한 비정상적 상황은 고용에 대한 하방 위험이 커지고 있음을 시사한다고 언급. 정리하면 관세 물가 압력은 일시적이고 노동시장에 잠재적 위험이 있기 때문에 완화적 통화정책이 선제적 대응을 해야하는 상황이라고 정리한 셈

9월 FOMC까지 여전히 경제지표에 반응하게 될 주식시장이겠으나, 물가지표 오버슈팅에 상대적으로 둔감해질 수 있는 시장. 금리인하 기대가 유입되면서 중소형주까지 온기가 확산될 수 있다는 8월 월간 전망자료의 의견이 유효해진 시장

다만 기준을 명확히 세워야 할 것. 9월 50bp 인하 기대를 반영하는 것은 다소 앞선 기대라는 생각, 따라서 50bp 이상 금리 인하 기대를 반영하는 구간에서는 오히려 차익 실현 기회로 활용해야 한다는 생각. 그리고 이제는 FOMC 이후 어떤 요인이 시장을 이끌 모멘텀으로 작용할지 고민해야 할 시점. 9월 첫주가 지나면 주요 기업 실적발표도 마무리. 통화정책 기대도 어느 정도 윤곽이 나온 상황에서 다음 실적 시즌까지 뚜렷한 모멘텀 요인이 보이지 않는다는 점도 함께 고려해야 할 시기로 생각

표1 잭슨홀 미팅 파월의장 기조연설 요약

## I. 현재 경제상황 및 단기 통화정책 전망

|                         |                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 경제 회복력 및 노동시장, 인플레이션 상태 | 미국 경제는 정책변화에도 견조한 모습. 연준의 이중 책무 관점에서 노동시장원 여전히 완전 고용에 근접, 인플레이는 팬데믹 이후 크게 낮아진 상황. 동시에 위험 균형은 변화하고 있는 단계                                                                                                                                            |
| 전년대비 정책 변화              | 1년전 연준 기준금리는 5.25~5.50%로 높은 수준, 이러한 제약적 정책은 인플레이를 안정시키고 수요/공급 균형을 조성하는 데 적절했음. 이후 노동시장은 균형을 유지하며 인플레이도 안정권으로 진입할 수 있었음                                                                                                                             |
| 새로운 도전 요인               | 높은 관세, 이민정책으로 노동공급 증가 둔화. 세금/규제/지출 변화 등이 장기 성장과 생산성에 영향을 줄 수 있음. 이 변수들 때문에 순환적 변화와 구조적 변화를 구분하는 것이 어려워짐. 통화정책은 순환적 요인 안정에는 유효하나 구조적 변화에는 제한적                                                                                                       |
| 노동시장 지표                 | 최근 3개월 월평균 고용 증가 폭은 3.5만명으로 2024년 평균 16.8만명 대비 크게 둔화 특이한 형태의 균형. 노동공급과 노동수요가 모두 크게 둔화된 결과로 이러한 비정상적 상황은 고용에 대한 하방 위험이 커지고 있음을 시사. 위험이 현실화될 경우, 해고 급증과 실업률 상승이라는 형태로 빠르게 나타날 수 있음                                                                   |
| GDP 및 인플레이션 동향          | GDP 성장률은 상반기 1.2%로 2024년 2.5% 대비 절반 수준으로 둔화, 소비 지출이 주요 원인. PCE 물가는 전년대비 2.6% 상승, Core PCE는 2.9% 상승, 상품가격 상승이 두드러지며 비주거 서비스도 다소 높은 수준                                                                                                               |
| 관세 영향과 향후 리스크           | 관세 물가 영향은 이제 분명히 관측. 향후 몇 달간 누적될 것으로 예상. <b>통화정책 입장에서 이런 가격 상승이 지속적 인플레이션 문제 위험을 실질적으로 높일지 여부. 합리적인 기준선은, '일시적 물가 수준 상승(one-time level shift)'일 가능성이 높다는 것.</b> 다만 임금-물가 상승 연쇄 움직임이나 기대 인플레이 상승 가능성도 존재하므로 주의깊게 살필 필요. 현재 기대 인플레이는 2% 목표에 잘 고정된 모습 |
| 통화정책 시사                 | 인플레이 리스크는 상방, 고용 리스크는 하방으로 기울고 있어 어려운 상황. 현재 정책 금리는 1년전 대비 중립에 100bp 더 가까이 다가온 상태, <b>노동시장 지표의 안정성을 고려하면 신중히 조정 가능성을 모색 가능.</b> 그러나 모든 결정은 데이터 중심, 리스크 균형 중심으로 내려갈 것                                                                               |

## II. 통화정책 프레임 개편

|            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 기조 및 수정 배경 | 2012년 벤 버냉키 의장 시절 도입된 '합의 성명(consensus statement)'의 5년 주기 두 번째 검토 결과                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 주요 개정 요약   | <p>ELB(Effective Lower Bound, 정책금리 하방 한계)에 대한 언급을 삭제하고, 넓은 범위의 경제 조건에서도 통화정책이 작동할 수 있다는 문구로 대체; ELB 제약시 가용한 모든 수단 사용할 수 있음을 재확인</p> <p>Flexible inflation targeting을 유지하되, 과거 'makeup strategy' (물가가 낮았던 구간 이후 일부 상승을 용인하는 전략)는 제거; <b>의도적으로 완만한 인플레이션 초과를 허용한다는 발상은 무의미해짐</b></p> <p>기존의 "shortfalls from maximum employment" 표현을 삭제하고, <b>'고용이 실시간 기준 최대 고용을 상회해도 물가 안정에 위협이 되지 않을 수 있음을 인식한다'</b>는 문구로 대체</p> <p>정책 결정 시, 고용과 인플레이션 목표가 상호 보완적이지 않은 시기에는 '균형적 접근'을 유지하겠다는 내용을 명확히 함. 목표에서의 괴리 정도와 각 목표가 이중 책무와 부합하는 수준으로 복귀하는 데 예상되는 시간지평이 서로 다를 수 있다는 점을 함께 고려</p> |
| 공통 원칙 유지   | <p>고용에 대해 수치 목표를 설정하는 것은 현명하지 않다고 계속 믿음. 최대고용 수준은 직접 측정할 수 없고, 통화정책과 무관한 요인들로 인해 시간이 지나며 변하기 때문. 장기적으로 2%의 인플레이션율이 우리의 이중 책무와 가장 부합한다고 계속 봄</p> <p>정책은 선제적(forward-looking)이어야 하며 지연 효과(lags)를 고려해야 한다는 원칙 유지</p> <p>5년 주기 공공검토(Public Review) 의무 유지, 이는 체계 재평가와 대중과의 소통을 위해 중요</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                    |

자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

## 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.