

3월 FOMC 리뷰



김호정 Economist
hojung.kim@yuantakorea.com

임지윤 Research Assistant
jiyeon.lim@yuantakorea.com

"모른다"가 전략이 될 때: 불안정한 균형

Summary

연준은 3월 17~18일 FOMC에서 기준금리를 3.50~3.75%로 동결했다(11대 1 투표, Miran 이사만 인하 반대표). 이번 회의의 핵심은 금리 결정 그 자체보다, 경제전망 요약(SEP)에 담긴 연준의 세계관 변화에 있다.

위원들은 2026~2028년 성장률 전망을 전 구간 상향 조정하고, 장기 잠재성장률도 1.8%에서 2.0%로 상향 조정했다. 동시에 2026년 PCE 인플레이션 전망은 2.4%에서 2.7%로, 근원 PCE도 2.5%에서 2.7%로 상향했다. 성장과 인플레를 동시에 높여 잡았음에도, 2026년 금리 중간값은 3.375%(1회 인하)로 12월과 동일하게 유지했다.

파월 의장은 기자회견에서 유가 충격의 영향에 대해 반복적으로 "모른다(just don't know)"고 답하며 판단을 유보했다. 에너지 충격은 통상적으로 관통(look through)하는 것이 정석이나, 그 전제인 장기 인플레 기대의 안정적 앵커링이 유지되어야 한다는 조건을 명시적으로 달았다. 1970년대 스태그플레이션과는 다른 상황이라는 인식도 밝혔지만, 일련의 물가 충격이 그간의 진전을 저해해왔다는 점 역시 인정했다. 전체적으로 연준은 '경계하되 아직 움직이지 않는다'는 기조를 명확히 한 회의로 평가된다.

1) 금리 결정: 두 번째 연속 동결, 만장일치에 가까운 경계감

연준은 기준금리를 3.50~3.75%로 유지했다. 1월에 이어 두 번째 연속 동결이다. 투표 결과는 11대 1로, 유일한 반대표는 Miran 이사가 행사했다. Miran은 고용시장 약화를 근거로 25bp 인하를 주장해왔으며, 이번에도 일관된 입장을 유지했다.

다만 1월 회의에서 25bp 인하를 주장했던 Waller 이사가 이번에는 동결로 돌아선 점이 주목된다. 전쟁 발발과 유가 충격이 비둘기파의 입장까지 변화시킨 것으로, 위원회 내부에서도 인플레이션 불확실성에 대한 경계감이 높아졌음을 시사한다.

파월은 현재 금리 수준을 "중립금리 범위의 상단" 혹은 "소폭 긴축적"이라고 평가했다. 이는 지난해 인하를 통해 기준금리가 중립에 근접했다는 판단을 재확인한 것으로, 현 수준에서 추가 인하의 긴급성은 낮다는 인식이 깔려 있다.

2) 성명서 변화: 최소한의 수정, 최대한의 유연성

성명서 변화는 극도로 제한적이었으며, 이 자체가 연준의 의도를 반영한다. 핵심 변경은 두 가지다.

실업률 표현 변경

"안정화 조짐을 보이고 있다(shown some signs of stabilization)"에서 "최근 몇 달간 거의 변하지 않았다(has been little changed in recent months)"로 수정됐다. 언뜻 유사해 보이지만 뉘앙스 차이가 있다. 기존 표현은 고용시장이 긍정적 방향으로 움직이고 있다는 해석을 내포했으나, 새 표현은 방향성 판단을 배제한 중립적 사실 서술이다. 2월 비농업 고용이 -9.2만 명을 기록한 상황에서 "안정화"라는 낙관적 표현을 유지하기 어려워진 현실이 반영된 것이다.

중동 사태 불확실성 추가

"중동 지역에서의 최근 전개가 미국 경제에 미칠 영향은 불확실하다(implications of developments in the Middle East for the U.S. economy are uncertain)"는 문구가 새로 삽입됐다. 전쟁을 직접 언급하되, "uncertain"이라는 표현을 통해 인플레이션의 상방 위험과 성장 하방 위험 모두를 아우르는 포괄적 프레이밍을 채택했다.

한편 "건조한 속도의 확장(expanding at a solid pace)", "인플레이션이 다소 높은 수준을 유지(inflation remains somewhat elevated)", 그리고 "향후 금리 조정의 범위와 시기(the extent and timing)"라는 핵심 문구들은 모두 유지됐다. 연준이 현재의 기본 프레이밍을 아직 바꿀 의사가 없으며, 향후 인하 방향성 자체는 유지하되 시점에 대해서는 완전히 열어두었다는 뜻으로 읽힌다.

3) 수정 경제전망(SEP): 건조한 성장, 완고한 인플레이션

이번 SEP의 가장 특징적인 점은 **성장과 인플레이션 전망을 동시에 상향하면서도 금리 경로를 유지한 조합에 있다**. 통상적으로 성장 상향과 인플레 상향이 겹치면 금리 전망도 매파적으로 조정되지만, 이번에는 2026년 금리 중간값이 3.375%(1회 인하)로 12월과 동일하게 유지됐다. 이는 위원회가 현재의 불확실성 속에서 시장에 추가적인 매파 충격을 주지 않겠다는 커뮤니케이션 전략을 선택한 것으로 해석된다.

성장 전망 상향과 생산성 내러티브

2026~2028년 실질 GDP 전망이 전 구간에서 상향 조정됐고, 장기 잠재성장률도 1.8%에서 2.0%로 올랐다. 파월은 기자회견에서 성장률 상향 조정에 "생산성 개선이 어느 정도 영향을 미쳤다"고 직접 언급했다. 이는 연준이 AI와 기술 투자에 의한 공급측 생산성 향상을 구조적 변화로 수용하기 시작했음을 시사하는 대목이다.

그러나 주목할 점은 **잠재성장률을 올리면서 실업률 전망은 거의 건드리지 않았다는 것이다**. 2026년 실업률 전망은 4.4%로 유지, 2027년만 4.2%에서 4.3%로 소폭 상향했다. 이는 AI가 생산성을 높이되 대규모 고용 대체로 이어지지는 않을 것이라는 시각을 반영한다. 그러나 기업 어닝콜에서 '운영 효율성' 언급이 역대 최고 수준을 기록하고, 2월 비농업 고용이 -9.2만 명을 기록한 현실과는 괴리가 있다. 연준이 최근의 고용 약화를 일시적 요인(춥다운 영향, 이민 감소 등)으로 해석하고 있을 가능성이 높으며, 이 판단이 맞는지 여부는 향후 수개월간 데이터로 검증될 핵심 변수다.

인플레 전망: 에너지를 넘어 근원까지

2026년 PCE 인플레이션을 2.4%에서 2.7%로, 근원 PCE를 2.5%에서 2.7%로 상향 조정한 것은 단순한 유가 반영을 넘어선다. 에너지 충격만의 영향이었다면 헤드라인만 크게 올리고 근원은 덜 올려야 논리적이다. 그러나 헤드라인과 근원의 상향 폭이 +0.3%p, +0.2%p로 비슷하다는 것은 **연준이 에너지 충격의 2차 효과, 즉 운송비·항공료·서비스 비용 등으로의 파급까지 반영하고 있다**는 뜻이다.

파월은 이와 관련해 "2월 PCE는 2.8%, 근원 PCE는 3.0%로 전망"하며, "물가 상승의 상당 부분이 상품 가격에 기인하고, 이는 대부분 관세 때문"이라고 언급했다. 관세와 에너지라는 이중의 공급측 충격이 겹치는 상황에서, 긴축 통화정책만으로는 상품 인플레를 억제하는 데 한계가 있다는 인식도 드러났다. 다만 2028년 PCE 목표 2.0% 도달 시점은 12월과 동일하게 유지해, 장기적 물가 안정에 대한 자신감은 유지하고 있다.

장기 중립금리 상향의 구조적 함의

장기 중립금리가 3.0%에서 3.1%로 소폭 상향된 것은 잠재성장률 상향(1.8→2.0%)과 논리적으로 일관된 조정이다. 더 높은 잠재성장률은 더 높은 균형 금리를 수반하기 때문이다. 이 변화의 실질적 의미는 **금리가 과거 주기만큼 낮아지지 않을 것**이라는 장기 시그널이며, 채권시장의 장기물 금리에 구조적 상승 압력으로 작용할 수 있다.

4) 점도표(Dot-Plot): 중간값 불변, 내부 분열 확대

2026년 금리 중간값은 3.375%로 12월과 동일해 연내 1회 인하 전망이 유지됐다. 2027년(3.125%, 추가 1회 인하 후 동결)과 2028년(3.125%)도 마찬가지다. 표면적으로는 12월과 달라진 것이 없다.

그러나 점도표의 분산에서는 중요한 변화가 포착된다. 2026년 점이 약 2.75%에서 4.0%까지 넓게 퍼져 있어, 위원 간 견해 차이가 확대되었음을 알 수 있다. 파월도 기자회견에서 이 점을 직접 인정했다. "점도표 중간값은 유지되었지만, 인하를 주장하던 위원들의 유의미한 전망치 변경(인하 횟수 감소)이 있었다"고 언급한 것이다. 즉, **중간값이 같아 보이는 것은 비둘기파가 매파 방향으로 이동하면서 새로운 균형점이 형성된 결과**이지, 위원회가 합의에 도달했다는 의미가 아니다.

한편 다수 위원에게 금리 인상은 기본 시나리오가 아니라는 점도 파월이 명확히 했다. 다만 "다음 FOMC에서 금리 조정이 인상일 수 있다는 의견이 제기됐다"는 발언은, 일부 극매파 위원의 존재를 시사하며 이는 점도표 상단의 4.0% 근방 점들과 일치한다.

5) 파월 기자회견: "모른다"의 전략적 활용

유가 충격에 대한 판단 유보

파월은 이번 기자회견에서 "모른다(just don't know)"는 표현을 반복적으로 사용했다. 에너지 가격 상승이 경제에 미칠 영향에 대해 "현 시점에서는 누구도 알 수 없다"고 밝혔다. 심지어 "SEP를 생략하기에 좋은 시점(if ever a time to skip SEP, this would be a good one)"이라는 이례적 발언까지 나왔다. 이는 전망 자체의 불확실성이 극도로 높다는 점을 솔직하게 인정한 것이다.

다만 유가 충격에 대한 전통적 접근법과 그 한계를 동시에 언급한 부분이 중요하다. 파월은 "교과서적으로는 에너지 충격을 관통(look through)하는 것이 맞다"면서도, **"그 전제는 인플레이션 기대가 확실히 앵커링되어 있어야 한다(well anchored)"**는 조건을 명시적으로 달았다. 이는 만약 장기 인플레 기대가 흔들리기 시작하면 look through 전략을 포기하고 적극 대응할 수 있다는 사전 경고를 깔아둔 것으로 해석된다.

스태그플레이션 우려에 대한 선 긋기

파월은 "1970년대 스태그플레이션과는 다른 상황"이라고 명확히 선을 그었다. 현재의 에너지 공급 충격을 일회성 요인으로 규정한 것이다. 그러나 동시에 "연준은 일련의 물가 충격이 그간의 진전을 저해해왔다는 점을 알고 있다"고 덧붙이며, 반복적 공급 충격이 누적될 경우의 위험을 완전히 배제하지는 않았다.

오일쇼크의 이중 효과에 대해서도 균형 잡힌 인식을 보였다. "유가 상승은 소비와 고용에 대한 하방 압력인 동시에 물가에 대한 상방 압력"이라며, 한쪽으로는 단정을 피했다. 이는 고용과 물가 중 어느 쪽이 더 심각한지에 대해서도 "현재로서는 고용이 물가보다 더 심각한 상황이라고 단언할 수 없다"는 발언으로 이어졌다.

고용시장 해석: 이민 감소와 구조적 변화

파월은 민간 고용의 순증가가 사실상 정체(zero net job growth)된 현상에 대해, "현재 경제 상황에 비추어 볼 때 적절한 현상일 수 있다"는 다소 의외의 해석을 내놓았다. 이민자 수 감소가 노동 공급 자체를 줄이면서, 고용 창출이 없더라도 실업률이 급등하지 않는 구조를 언급한 것이다.

동시에 "상당수 위원들이 매우 낮은 일자리 창출에 대해 우려하고 있다"고 밝히며, 손익분기 고용자 수(BEP)가 상당히 낮은 수준이라는 점도 확인했다. 이는 연준 내부에서도 고용시장의 양적 둔화에 대한 경계감이 존재하지만, 구조적 변화(이민 감소, 생산성 개선)를 감안하면 과거와 같은 수준의 고용 창출을 기대하기 어렵다는 새로운 판단 프레임이 형성되고 있음을 시사한다.

파월 연임과 연준 리더십 향방

파월은 케빈 워시가 5월 15일까지 인준되지 않을 경우 의장 대행(chair pro tempore)으로 계속 업무를 수행하겠다고 밝혔다. 더 주목할 발언은 자신에 대한 DOJ 조사가 종결되기 전까지는 이사회를 떠나지 않겠다는 의사를 분명히 한 것이다. 이후 어떤 결정을 내릴지에 대해서는 "아직 결정하지 않았다"고 열어두었다.

이 발언의 함의는 크다. 틸리스 상원의원의 인준 차단이 지속될 경우, 케빈 워시의 부임이 6월 이후로 밀리면서 파월이 사실상 의장직을 연장하는 시나리오가 현실화될 수 있다. 이 경우 6월 FOMC도 파월 체제하에서 진행되며, 케빈 워시가 구상하는 '금리 인하 + 대차대조표 축소'의 정책 조합은 추가로 지연된다.

6) 종합 평가와 시사점

이번 SEP가 드러낸 연준의 세계관은 명확하다. AI와 기술 투자가 잠재성장률을 높이고 있으며, 이것이 구조적 변화라는 판단을 내리기 시작했다. 그러나 그 생산성 향상이 대규모 고용 대체로 이어진다는 시나리오는 아직 수용하지 않고 있다. 이는 잠재성장률 상향(1.8→2.0%)과 실업률 전망 불변(4.4%)이라는 조합에서 드러난다.

만약 향후 수개월간 고용 지표가 계속 악화된다면, 연준은 이 판단을 수정해야 하는 상황에 직면할 것이다. 현재 연준의 프레임에서는 고용 약화가 일시적이라면 인하 명분이 약하고, 구조적이라면 인하의 효과 자체가 불확실하다. 어느 쪽이든 금리 인하의 정책 문턱이 높아진 구조다. 이번 FOMC를 통한 시사점은 4가지로 정리된다.

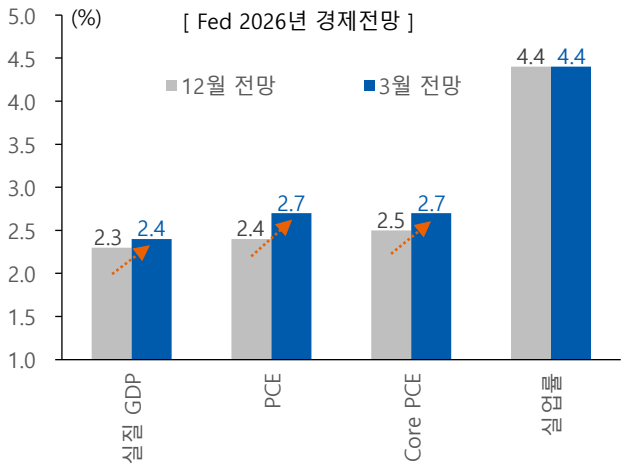
첫째, 단기적으로는 금리 동결 장기화가 기본 시나리오다. 파월이 "모른다"를 반복한 것은 최소 1~2회 추가 회의까지 데이터를 지켜보겠다는 뜻이다. 6월 인하 가능성은 전쟁 전개에 전적으로 의존하며, 유가가 \$80 이상에서 지속될 경우 사실상 무산된다.

둘째, 장기 금리에는 구조적 상승 압력이 존재한다. 잠재성장률과 중립금리가 동시에 상향 조정된 것은 금리가 과거만큼 낮아지지 않을 것이라는 시그널이다. 채권시장의 기간 프리미엄 확대를 뒷받침하는 요인이다.

셋째, 점도표의 표면적 안정에 속으면 안 된다. 중간값 불변 이면에 비둘기파의 매파 이동, 극매파의 인상 시사가 존재한다. 다음 데이터 몇 건에 따라 중간값이 급격히 이동할 수 있는 불안정한 균형이다.

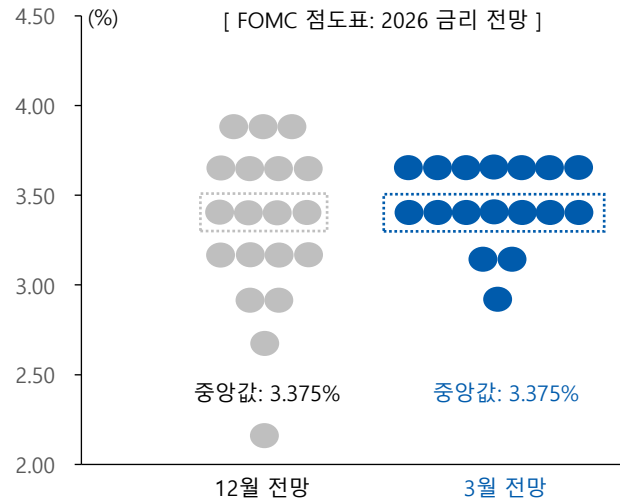
넷째, 파월의 연임 가능성도 제기되고 있다. 워시 인준이 지연되면 파월이 최소 6월 FOMC까지 의장직을 수행하게 되며, 이는 기존의 신중한 정책 기조가 연장됨을 의미한다.

3월 SEP에서는 26년 성장률 및 물가는 상향 조정한 반면 실업률은 유지



자료: Fed, 유안타증권 리서치센터

26년 기준금리 중간값 3.375% 유지, 다만 분포는 매파 방향으로 이동



자료: Fed, 유안타증권 리서치센터

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김호정)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.