

7월 FOMC

말보다는 행동, 시험대에 오른 워시

Economist 최제민 jmchoi@hmsec.com

RA 김백중 bjbj210@hmsec.com

- 7월 FOMC 기준금리 동결(3.50~3.75%, 5회 연속), 3인(해맥, 카시카리, 로건) 인상 소수의견
- 성명문 6월과 사실상 동일. 워시, 이번 결정의 'pause' 규정 거부. 인상이 실제 논의됐음을 확인
- 반응함수 명시(노동시장 균형 하 기저물가 상승 시 긴축), 한편 광범위한 기저물가균 참조 시사
- 포워드 가이드스 부재 속 회의 간 명목·실질금리 상승을 '시장에 의한 긴축'으로 수용
- 대차대조표의 완화 기여도를 회의 논점으로 공개하며 QT 강화 가능성 시사
- 서프라이즈 인상 부재로 단기금리 하락했으나 장기물 금리는 상승(신뢰도 약화 가능성 시사)
- 워시는 동결 선호하는 것으로 보이나 시장은 정책 방향에 대한 명확성과 액션을 요구

만장일치의 균열: 9-3 '불편한 동결', 성명문은 무변화

- 7월 FOMC에서 기준금리 동결(3.50~3.75%). 다만 표결은 9-3으로 6월 만장일치에서 균열. 클리블랜드 해맥, 미니애폴리스 카시카리, 델러스 로건 3인이 25bp 인상 소수의견 제시
- 소수의견 3인은 전원 지역 연은 총재로, 이사진은 전원 동결에 찬성. 최근 인플레이션 경계 발언을 이어온 월러 이사도 동결표 행사. 매파 압력의 진원지가 이사회가 아닌 지역 연은이라는 점은 인상 경로의 위원회 내 확산 정도를 가능하는 관전 포인트
- 사전적으로 시장이 인상 확률을 약 30% 반영(수년 내 가장 높은 회의 전 불확실성)한 상태에 서의 동결로, 서프라이즈 인상 우려는 일단 해소
- 성명문은 6월과 거의 동일: 경제활동은 중등 분장발 불확실성에도 견조한 확장세, 생산성·설비 투자 강세, 고용은 노동력 증가에 부합. 물가는 에너지 등 공급충격을 일부 반영하며 목표 대비 'elevated' 평가 유지, 말미의 "The Committee will deliver price stability" 단정형 문구 반복

기자회견: 반응함수 공개, '시장에 의한 긴축' 프레임에도 모호한 답변들로 신뢰도 약화

- 모두발언에서 이틀간 논의한 4대 논점을 직접 공개: ① 지난 5년 고인플레이션의 유산("과거는 정말 과거인가") ② 팬데믹 공급망·군사분쟁·에너지·관세·AI 투자 급증 등 충격들의 성격 차이 ③ AI CapEx발 메모리·로직 칩 가격 상승이 광범위한 인플레이션 동학인지 여부 ④ 정책수단 점검, 특히 "대차대조표로부터 얼마나 많은 완화가 공급되고 있는가"
- 소수의견에 대해서는 "family fight" 프레임 유지. 목표·권한·책무에는 이견이 없었고 논쟁은 최선의 수단과 결정 시점에 집중됐다고 설명. "관망적 대기(watchful waiting)가 아닌 관망적 사고(watchful thinking)"에는 만장일치였다고 부연
- 이번 결정의 'pause' 규정을 명시적으로 거부하고 "선택지의 전 범위에 제약을 느끼지 않았다"고 언급, 인상이 실제 테이블 위에 있었음을 확인. 동결을 '합의된 인쇄'가 아닌 '타이밍에 대한 이견'으로 규정한 셈
- 반응함수 최초 명시: "노동시장이 균형 부근일 때 기저 인플레이션이 오르면 긴축으로, 내리면 완화로 기울어진다". 점도표 폐기 이후 정책 액서가 '기저물가 방향성'에 종속

MACRO REPORT

- 6월 근원 CPI 서프라이즈가 동결에 미친 영향은 "not much". 개별 지표가 아닌 추세를 본다는 원칙 강조. 다만 "이번에 64개월째라고 말하지 않았고 최종 계산은 접전"이라며 최근 물가 개선을 우회적으로 인정하되 의미는 축소
- 시장을 '여과되지 않은 정보원'으로 규정: 포워드 가이던스 철회 후 회의 간 42일 동안 명목·실질금리가 동반 상승한 것을 "연준은 별로 한 게 없지만 시장은 상당히 많은 일을 했다"며 시장에 의한 긴축으로 수용. 동시에 시장 프라이싱에 구속되지는 않는다고 선 그음
- 물가목표는 1월 전략문서상 PCE 2% 유지. 다만 "렌즈는 더 넓다"며 PCE 외 광범위한 기저물가 지표군 참조를 시사했고, 내년 1월 전략문서 개정 여지도 언급(태스크포스 결과 반영)
- 잭슨홀 연설은 "백지 상태"라면서도 "9월부터 12월 사이의 모든 액션"이라는 표현 사용, 하반기 3회 회의를 정책 행동 구간으로 전제. 연설 전 태스크포스 중간 점검 예정

평가: 매파적 동결, 금융여건의 정책 대체제 기능의 역설 강화 소지, 9월 인상 리스크는 확대

- 6월(매파적 점도표+만장일치 동결) 대비 7월은 표결 자체가 매파화. 성명문 무변화는 완화 신호가 아닌 판단 유보로 해석해야 하며, 인상 문턱은 낮아진 것으로 평가
- 워시 프레임에서는 금융여건 긴축이 정책 대체재로 기능. 시장금리가 오르면 연준이 덜 움직여도 되고, 내리면 연준이 직접 움직일 유인이 커지는 구조. 8월 중 금융여건이 완화될 경우 9월 인상 확률이 오히려 상승하는 역설적 관계
- 당사는 연준의 동결 기조가 당분간 이어질 것이라는 기존 전망을 유지하되, 9월 25bp 인상 위험은 높아진 것으로 판단
- 최근 물가 둔화와 시장금리 상승은 즉각적인 추가 긴축의 필요성을 낮추고 있으며, 에너지 공급충격에 정책금리로 대응하는 데에도 한계. 다만 유가 상승이 근원물가와 기대인플레이션으로 전이되거나 7~8월 물가가 다시 반등할 경우, 세 명의 인상 소수의견이 다수 의견으로 확산되면서 9월 인상이 현실화될 소지(7월보다는 8월 물가 향방에 유의)

FOMC 성명문 변경사항

〈표 1〉 2026년 7월 FOMC 성명문

구 분	전문번역
6월 FOMC 성명문	연방공개시장위원회는 다음 성명서를 12대0 투표로 발표하기로 의결함: 위원회는 연방기금금리 목표 범위를 3.50%~3.75%로 유지하기로 결정하였으며, 이는 연방준비제도의 이중책무를 지원하기 위함임. 위원회는 은행 시스템 내 충분한 준비금을 유지하는 정책을 재확인함 중동 분쟁에 부분적으로 기인하는 높은 불확실성에도 불구하고, 경제활동은 견조한 속도로 확장되고 있음. 생산성 증가와 자본 투자는 강세를 보이고 있음. 고용 증가는 노동력 증가 속도에 발맞춰 왔으며, 실업률은 거의 변화가 없음 인플레이션은 위원회의 2% 목표에 비해 여전히 높은 수준이며, 이는 부분적으로 에너지를 포함한 특정 부문의 가격 상승을 견인한 공급 충격을 반영함. 위원회는 물가안정을 달성할 것임
7월 FOMC 성명문	연방공개시장위원회는 다음 성명서를 9대3 투표로 발표하기로 의결함: 위원회는 연방기금금리 목표 범위를 3.50%~3.75%로 유지하기로 결정하였으며, 이는 연방준비제도의 이중책무를 지원하기 위함임. 위원회는 은행 시스템 내 충분한 준비금을 유지하는 정책을 지속하고 있음 중동 분쟁에 부분적으로 기인하는 높은 불확실성에도 불구하고, 경제활동은 견조한 속도로 확장되고 있음. 생산성 증가와 자본 투자는 강세를 보이고 있음. 고용 증가는 노동력 증가 속도에 발맞춰 왔으며, 실업률은 거의 변화가 없음 인플레이션은 위원회의 2% 목표에 비해 여전히 높은 수준이며, 이는 부분적으로 에너지를 포함한 특정 부문의 가격 상승을 견인한 공급 충격을 반영함. 위원회는 물가안정을 달성할 것임 베스 해맥(Beth M. Hammack), 닐 카시카리(Neel Kashkari), 로리 로건(Lorie K. Logan) 위원이 반대표를 행사하였으며, 이들은 이번 회의에서 연방기금금리 목표 범위를 0.25%p 인상하는 것을 선호하였음

주: ■ 6월 대비 표현이 달라진 부분, ■ 6월에는 없던 신규 추가 문단(반대표 명시)

자료: Fed, 현대차증권

〈표 2〉 6월 → 7월 성명문 주요 변화

1) 표결 결과: 12-0 → 9-3

6 월에는 만장일치(12 명 전원 찬성)였으나, 7 월에는 3 명(해맥, 카시카리, 로건)이 반대표를 행사함. 세 위원 모두 동결이 아닌 0.25%p 인상을 주장하며 반대한 것으로, 위원회 내 매파적 이견이 표면화된 것으로 해석됨

2) "reaffirmed" → "is continuing"

6 월 성명문은 준비금 정책에 대해 reaffirmed(재확인함)라는 표현을 사용해 기존 정책 기조를 다시 한번 확인·강조하는 뉘앙스였던 반면, 7 월에는 is continuing(지속하고 있음)으로 바뀌어 별도의 재확인 절차 없이 기존 정책을 그대로 이어가고 있다는, 다소 사무적이고 격식이 낮아진 표현으로 변경됨. 정책 기조 자체의 변화라기보다는 문구상의 뉘앙스 차이로 볼 수 있음

3) 반대표 사유 문단 신규 추가

6 월 성명문에는 없던 문단으로, 7 월에는 반대표를 던진 3 명의 위원명과 그 사유(0.25%p 인상 선호)를 구체적으로 명시함.

경제활동·고용·인플레이션에 대한 본문 서술은 6 월과 동일하게 유지되었으나, 위원회 내부적으로 금리 인상을 지지하는 목소리가 커졌음을 시사함

자료: Fed, 현대차증권

MACRO REPORT

연준 의장 기자회견 주요 내용

<표 3> 7월 케빈 워시 연준 의장 기자회견 주요 내용 요약

Q. 포워드 가이드언스를 줄인 이유는?

A. 연준의 발언이 아니라 실제 시장 참여자들의 매수·매도를 통해 형성되는 여과되지 않은 가격 신호를 얻기 위함. 최근 42일간 명목·실질금리가 모두 상승하며 금융여건이 스스로 긴축된 것을 긍정적으로 평가하며, 연준은 이 신호에 개입하기보다 관찰하고 정책 판단에 참고하는 데 주력하고 있음

Q. 최근 시장금리 상승을 어떻게 보나?

A. 경기·설비투자·생산성·고용 모두 견조하다는 성명서 내용과 국채시장 신호가 대체로 일치한다고 평가. 연준이 42일간 정책금리를 크게 움직이지 않았음에도 시장 스스로 명목·실질금리를 상당폭 끌어올린 것으로 해석

Q. 이번 회의에서 동결한 이유와 정책금리 수준(2년물 대비 75bp, 테일러 준칙 대비 100bp 낮은 수준)에 대한 입장은?

A. 42일 전보다 금리 수준 자체는 이미 높아진 상태이며, 이는 Fed 개입 없이 시장이 자체적으로 국채금리를 끌어올린 결과. 동결했다고 시장이 반응하지 않은 것은 아니라는 입장이며, 향후 7~8주 뒤 회의까지 이런 시장 신호를 계속 지켜보며 정책 결정에 반영할 방침

Q. 이번 동결을 통화정책의 '일시정지'로 볼 수 있나?

A. 일시정지로 규정하는 데 동의하지 않으며, 경제 상황과 핵심 쟁점에 대한 정밀한 점검 과정이었다고 평가. 회의 기간 중 명목·실질금리가 모두 오른 점에서 시장은 멈춰있지 않았다고 언급하며, 정책금리 유지는 '이야기의 끝이 아니라 시작'이라고 설명

Q. 이번 회의에서 3명이 반대표를 던진 배경('family fight')과 설득되지 않은 이유는?

A. 활발한 내부 토론을 의도했고 실제로 그러했다고 평가. 물가안정 달성 권한·수단에 대해서는 폭넓은 공감대가 있었고 오늘 결정에도 큰 지지가 있었다는 입장. 표결은 9대3이었으나, 핵심 쟁점(경제 여건·정책수단 효과)에 대한 인식 자체는 위원 간 공감대가 컸고 결론에서만 이견이 있었다고 설명. 이번 시기를 관망(waiting)이 아닌 '숙고(watchful thinking)'의 시기로 규정

Q. 6월 CPI 둔화가 이번 결정에 얼마나 영향을 미쳤나?

A. 큰 영향은 없었다는 입장. 개별 지표 하나를 근거로 핑계로 삼지 않고 추세를 중시하며, 인플레이션 목표 상회 기간(약 63개월)은 여전히 진행형이라는 인식. 물가·데이터 신뢰성을 점검하는 테스크포스를 별도로 가동 중

Q. 인플레이션이 높은 수준을 유지하면 추가 인상이 가능한가?

A. 가능하다는 입장. 인플레이션이 전방 기간 내 높은 수준을 지속할 경우 금리 인상이 유력한 해법이 될 수 있으나 그것만으로는 부족하며, 기대인플레이션 안착·정책 책임성·정책수단이라는 세 축으로 접근한다고 설명. 2% 목표에 대해 연준이 다소 관대할 것이라는 시장 일각의 오해와 달리, 목표를 반드시 달성하겠다는 의지를 재확인

Q. 공급충격에 대한 금리정책의 효과는?

A. 공급충격 자체보다 그 영향이 물가 전반으로 확산되는 정도(2차 파급효과)를 파악하는 데 논의를 집중했다고 언급. 성장은 확대되고 인플레이션은 진정되는 구도를 목표로 하며, 향후 몇 달간 판단을 정교화해 나갈 계획

Q. 물가안정과 완전고용이 상충하지 않나?

A. 상충관계로 보지 않으며 동시 달성이 가능하다는 입장. 현재는 고용 여건이 양호한 반면 물가 쪽 성과가 상대적으로 부진해 논의가 물가에 집중돼 있을 뿐이라고 설명. 금리는 대출·신용·심리·환율 경로로, 대차대조표는 시그널링·포트폴리오 밸런스 경로로 작동하며, 총수요를 정밀하게 미세조정하는 접근은 아니라고 강조. AI 발 설비투자 급증이 공급 능력 판단을 어렵게 하고 있다고 언급

Q. 시장이 9월 인상 가능성을 매우 높게 반영하고 있는데, 이런 시장 기대가 정책 결정에 영향을 미치나?

A. 시장 가격에 얽매이거나 그대로 따르지는 않되, 유용한 정보원으로는 계속 참고하겠다는 입장. 연준이 자체 전망이나 코멘트를 반복적으로 내놓으면 오히려 시장이라는 정보원의 신호가 왜곡될 수 있다는 우려를 표명하며, 다른 데이터·서베이와 함께 종합적으로 활용하겠다고 설명

Q. 포워드 가이드언스 축소가 시장 충격이나 정책 주도권 약화로 이어질 우려는 없나?

A. 시장을 놀라게 하는 것이 목적도, 회피 대상도 아니며 최선의 결정에만 집중한다는 입장. 2008년 위기 직후의 적극적 가이드언스는 위기 국면엔 적절했으나 평시엔 재검토가 필요하다는 인식이며, 가이드언스 축소에는 시장의 적응 시간이 필요함을 인지하고 있다고 언급

Q. 2% 인플레이션 목표 판단 시 기준 지표는?

A. 공식적으로는 연준 연례 전락서(올해 1월) 명시 기준인 PCE 물가지수. 다만 특정 지표 자체를 목표로 삼으면 지표의 유효성이 훼손될 수 있다는 문제의식하에, PCE 외 CPI 등 보다 폭넓은 물가 데이터를 함께 참고해 기초적 흐름을 판단하고 있다고 설명

Q. 목표 달성 의지를 계속 강조하면서도 실제 행동이 없는데, 무엇을 기다리는 것인가?

A. 가계·기업의 조바심에는 공감하나 위원회 출범이 8.5주에 불과하다는 점도 사실이라는 입장. 마법 같은 해법은 없다는 점을 재차 강조하면서도, 최근 이틀간의 논의로 목표 달성에 대한 확신이 오히려 커졌다고 설명. 최근 금융여건 긴축 등 시장 반응이 위원회의 대응력에 대한 신뢰를 어느 정도 반영하고 있다고 평가

Q. 태스크포스 위원 인선의 검증 절차와 독립성 담보 방안은? (마크 안드리센의 AI 규제 반대 정치자금 이력 관련 질의 포함)

A. 5개 핵심 과제 해결을 위해 15명의 전문가를 선정했으며, 최종 판단 권한은 이사회·FOMC에 있고 태스크포스 결과물은 참고자료일 뿐 결정권을 갖지 않는다는 입장. 인선 기준은 전문성과 함께 위원 간 견해 다양성 확보에 있었다고 설명하며 신뢰를 표명

Q. 8월 잭슨홀 연설 구상은?

A. 아직 백지 상태이며 구체적 방향은 미정. 생산성·인구구조·글로벌 경제 등 중장기 주제로 갈지, 통상적인 하반기 정책 예고 성격으로 갈지는 결정되지 않았으며, 잭슨홀 전까지 진행할 태스크포스 점검 결과가 연설 내용에 영향을 줄 수 있다고 언급

Q. 오늘 회의에서 일반 국민이 주목해야 할 핵심 메시지는?

A. 연준의 2% 물가목표와 물가안정 의지는 변함없다는 점. 즉각적인 금리 변화는 없었지만 추가 인상을 포함한 모든 정책수단을 열어두고 있으며, 데이터와 시장의 긴축 효과를 계속 확인하며 필요한 조치를 취하겠다는 입장. 취임 첫날보다 지금 위원회의 정책 이행 능력에 더 확신을 갖게 되었으며, '분열된 연준'이라는 프레임과 달리 다양한 시각의 전문가들이 활발히 토론하고 있다고 평가

자료: Fed, 현대차증권

▶ Compliance Notice

- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 최제민의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.