

2025. 7. 31

경제脈

7월 FOMC: 두 번 더 확인하고 가자

▲ 경제분석

Economist 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

- ✓ 7월 FOMC: 금리동결과 2명의 인하 소수의견
- ✓ 유보적 입장: 9월까지 2번의 고용/물가 데이터 확인 후 결정하겠다는 입장
- ✓ 우리 전망에서 추가 고려할 변수: 1) 노동공급 축소가 실업률 상승 제약할 소지, 2) 상호관세 현실화로 실효관세율/인플레 높아질 위험, 3) 물가 정점 지연 위험 등
- ✓ 연내 2회 인하를 Base로 두고 판단해 나갈 전망

7월 FOMC: 유보적 입장. 9월까지 2번의 고용/물가 데이터 확인 필요

7월 FOMC에서는 당사와 시장의 예상대로 연방기금금리가 4.25~4.50%에서 동결되었다. 이번 회의에서 Bowman 부의장과 Waller 이사가 인하 소수의견을 제시하였다. 그러나 대다수는 의장 모두발언에서 언급된 대로 현재 스탠스를 경제환경 변화에 시의적절하게 대응할 수 있는 상태로 인식하고 있다. 불확실성 속에서도 1) 경제가 버티고 있고, 2) 노동시장이 완전고용 상태에 있으며, 3) 인플레이션이 목표치를 소폭 웃도는 환경에서는 약간의 제약적인 금리 수준이 바람직하다는 것이다.

금리인하의 조건을 묻는 질문에 파월 의장은 원론적이고 유보적인 입장을 보였다. 노동시장과 인플레이션에 균형이 보이면 중립금리로 이행해야 한다는 것이고, 노동시장 하방 위험을 포함한 "리스크의 균형 여부(balance of risk)" 는 앞으로 2달치의 고용과 물가 데이터로 평가하겠다는 입장이다. 이를 보면서 9월에 결정을 하겠다는 것이다. 노동시장 지표 중에서는 수요와 공급이 모두 고려된 실업률을 중점으로 보고, 관세의 물가 충격은 시차를 두고 소비자/생산자로 넘어온다는 것이 진단의 기준인 것으로 보인다.

평가와 전망

당초 우리는 연준이 9월부터 연내 75bp 인하할 가능성을 가장 높게 보아 왔다. 이는 경기부진이 경기적 실업을 연준 전망(4Q25 4.5%) 이상으로 유발(4.7%)하는 가운데, 관세의 물가 충격이 제한적일 가능성에 상당한 무게를 뒤 얹기 때문이다.

경기적 실업이 생겨나고 물가 충격이 제한적일 수 있다는 시각 자체에는 변화가 없다. 그러나 1) 노령층 은퇴 및 이민자 감소로 인한 노동공급 축소가 실업률 상승을 제약할 소지, 2) 상호관세(15~20%)의 현실화로 당초 예상보다 실효관세율 및 전반적 인플레 압력이 높아질 개연성, 3) 관세의 점진적 반영(6월 징수액 기준 관세율 10.0% vs 공표 관세율 17.5%)으로 인한 물가 정점 지연 위험 등을 고려했을 때, 점도표에 적시된 연내 50bp 인하를 Base로 두고 판단하고자 한다. 당장은 7월 고용이 중요하다.

당사 전망의 가장 큰 리스크는 노동수요 보다 공급이 더욱 빠르게 줄면서 임금상승 압력을 다시 유발하는 경우이다. 이러한 경우는 설령 관세 충격이 재화 부문에 국한되더라도 항구적 인플레이션으로 옮겨 붙을 수 있다. 파월 의장은 관세 충격이 일시적이고 단기에 그칠 수 있도록 하는 것이 연준의 몫이라 보고 있다. 이 경우라면 연내 인하 횟수가 줄거나 인하가 아예 없을 수도 있다. 연준의 통화정책 결정변수인 인플레이션과 노동시장 환경, 그리고 시나리오는 7월 24일 기발간된 "전략공감2.0: To cut or not to cut, that is the question(링크)"을 참고하시길 바란다.

(4Q/4Q)	중위수 (Median)				중심분포 (Central Tendency)			
	2025	2026	2027	장기	2025	2026	2027	장기
GDP	1.4	1.6	1.8	1.8	1.2-1.5	1.5-1.8	1.7-2.0	1.7-2.0
3월 전망	1.7	1.8	1.8	1.8	1.5-1.9	1.6-1.9	1.6-2.0	1.7-2.0
실업률 (4Q)	4.5	4.5	4.4	4.2	4.4-4.5	4.3-4.6	4.2-4.6	4.0-4.3
3월 전망	4.4	4.3	4.3	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.4	3.9-4.3
PCE 물가	3.0	2.4	2.1	2.0	2.8-3.2	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0
3월 전망	2.7	2.2	2.0	2.0	2.6-2.9	2.1-2.3	2.0-2.1	2.0
Core PCE 물가	3.1	2.4	2.1	-	2.9-3.4	2.3-2.7	2.0-2.2	-
3월 전망	2.8	2.2	2.0	-	2.7-3.0	2.1-2.4	2.0-2.1	-
FFR (4Q)	3.9	3.6	3.4	3.0	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6	2.6-3.6
3월 전망	3.9	3.4	3.1	3.0	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6	2.6-3.6

자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림1 6월 FOMC 의사록: FOMC 구성원들의 현 상황 진단 및 향후 전망

Generally agreed	<ul style="list-style-type: none"> ■ 견고한 경제, 노동시장 + 소폭 제약적인 금리 → 인플레이션과 경제전망이 명확해지길 기다릴 수 있는 좋은 포지션
Most	<ul style="list-style-type: none"> ■ 관세발 물가압력이 크지 않거나 일시적일 수 있음 ■ 장기 기대 인플레이션 “Well-anchored” ■ 경제, 노동시장 여건 악화 가능성 염두 ■ (A couple) 그들의 경제전망에 데이터 부합시 7월 인하도 고려(Waller, Bowman) <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center; margin-top: 10px;"> 약간의 인하(some reduction)가 바람직 </div>
Some	<ul style="list-style-type: none"> ■ 최근까지도 인플레이션율이 목표 2%를 넘고 있음 ■ 민간 경제주체들의 기대 인플레 상승으로 물가 상방 위험 유의미 ■ 경제가 견고할 수 있다는 믿음도 인플레이션 지지에 일조할 요인 <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center; margin-top: 10px;"> 연내 인하하지 않는 것(no reduction)이 바람직 </div>
전망의 위험	<ul style="list-style-type: none"> ■ 관세가 예상보다 큰 폭의 인플레를 유발하고 항구적 인플레이션으로 변질 위험 ■ 장기 기대 인플레이션 상승 및 경제/노동시장 견고한 상태 유지 → 더욱 제약적인 금리가 바람직 ■ 노동시장, 경제활동이 상당히 악화 ■ 인플레이션율 하락, 장기 기대 인플레 유지 → 덜 제약적인 금리가 바람직

자료: “Minutes of the Federal Open Market Committee, June 17-18, 2025”, 메리츠증권 리서치센터 정리

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 기재된 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.