

2025. 9. 18 (목)

9월 FOMC: 물가보다 고용; 연말까지 연속 인하

9월 FOMC에서 연준은 당사와 시장이 예상한대로 연방기금금리 목표를 25bp 낮춘 4.00~4.25%로 정하였다. 이번 FOMC는 예상된 금리인하보다 점도표 상의 연내 인하 횟수에 이목이 집중되었다. **올해 4분기 실업률(4.5%)과 물가(PCE price 3.0%) 전망 변화가 없었음에도, 올해 말 적정 FFR 중간값은 기존 2회에서 3회 인하로 조정되었다.** 19명 중 10명이 3회 이상의 인하를 적절하다 봤고(동결 1명, 1회 6명, 2회 6명), 미란 이사는 연내 3%까지 인하를 옹호했다.

경제분석

Economist 이승훈
seunghoon.lee@meritz.co.kr

이는 경제전망 기본 시나리오에 수반되는 여러 리스크 중 노동시장의 하방 위험이 증대된 것을 반영한 것이며, 파월 의장이 이번 인하를 "risk management cut" 이라 칭한 것과 상통한다. 실제로 의장은 1) 관세발 물가압력이 예상보다 미미했고, 노동시장 확장이 미약해져 영구적 인플레이션 위험이 경감되었다 판단했기에 노동시장 위험을 더욱 고려했다, 2) 수요/공급이 동시에 감소하는 이례적인 국면이지만 최근에는 수요 요인이 더욱 커져 실업률이 올랐다, 3) 해고와 채용이 제한적인 상태에서 해고가 확대되면 실업률이 올라갈 수 있는 환경이다 등의 위험을 수 차례 강조했다 (우리는 7월 구인/실업자 배율 1배 하회가 결정적인 계기였다고 생각).

한편 내년의 경우, 경기가 개선되며 실업률이 낮아지는 반면, 물가압력이 오래 지속됨을 고려하여 추가 1회 인하가 중간값으로 제시되었으나, 분포가 크게 벌어져 있어 이를 연준의 컨센서스라 받아들이기에는 무리가 있다.

우리는 연준의 위험관리 의지 강화를 반영하여, **올해 연말까지 연속 인하(연중 3회)를 단행할 것으로 기본 View를 변경한다(기존 2회)**. 1998년과 2019년의 보형성 인하 사례처럼 75bp 인하로 하방 위험을 막을 공산이 커진 것이다. 내년의 경우 1) 1분기까지 관세발 물가압력이 좀 더 높아지면서 연준의 인하를 제약할 수 있지만, 2) 5월 이후 신임 연준 의장 취임과 함께 물가상승률이 내려 오면서 내년 말 3.25%까지 금리를 낮출 가능성이 큰 것으로 판단한다 (다음 페이지에 계속).

표1 2025년 9월 FOMC: Summary of Economic Projections

(4Q/4Q)	중위수 (median)					중심분포 (central tendency)				
	2025	2026	2027	2028	장기	2025	2026	2027	2028	장기
GDP	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8	1.4-1.7	1.7-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0
6월 전망	1.4	1.6	1.8	-	1.8	1.2-1.5	1.5-1.8	1.7-2.0	-	1.7-2.0
실업률 (4Q)	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.4-4.5	4.4-4.5	4.2-4.4	4.0-4.3	4.0-4.3
6월 전망	4.5	4.5	4.4	-	4.2	4.4-4.5	4.3-4.6	4.2-4.6	-	4.0-4.3
PCE 물가	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0	2.9-3.0	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0	2.0
6월 전망	3.0	2.4	2.1	-	2.0	2.8-3.2	2.3-2.6	2.0-2.2	-	2.0
Core PCE 물가	3.1	2.6	2.1	2.0	-	3.0-3.2	2.5-2.7	2.0-2.2	2.0	-
6월 전망	3.1	2.4	2.1	-	-	2.9-3.4	2.3-2.7	2.0-2.2	-	-
FFR (4Q)	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0	3.6-4.1	2.9-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	2.8-3.5
6월 전망	3.9	3.6	3.4	-	3.0	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6	-	2.6-3.6

자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

이러한 당사의 기본 시나리오는 노동시장의 향방에 따라 변경될 수 있다. 특히 노동시장의 환경이 확장세 둔화를 넘어, 비교적 빠른 실업률 상승을 동반하며 냉각될 경우 연준은 물가압력 증대에도 불구하고 내년 상반기에도 금리인하 사이클을 이어갈 수 있다. 이번의 금리인하가 2024년의 정책 재조정(recalibration: 중립금리로의 방향 전환) 보다는 결정 당시의 데이터를 보며 판단하는 "meeting by meeting approach"에 가깝다는 의장의 발언도 이에 부합하는 것이다.

한편, 스티븐 미란의 연준 이사 취임과 함께 연준의 독립성에 대한 질문도 많았다. 미란 이사가 백악관의 직을 유지하면서 이사를 겸임하는 데 독립성 이슈가 없을 수 있겠냐는 것이다. 이에 대해 파월 의장은 1) FOMC가 부여된 목표를 추구하는 것은 만장일치이며, 2) 정치에 휘둘리지 않고 데이터에 기반하여 원래 해 왔던 것처럼 우리에게 부여된 임무를 수행할 것이라 발언했다.

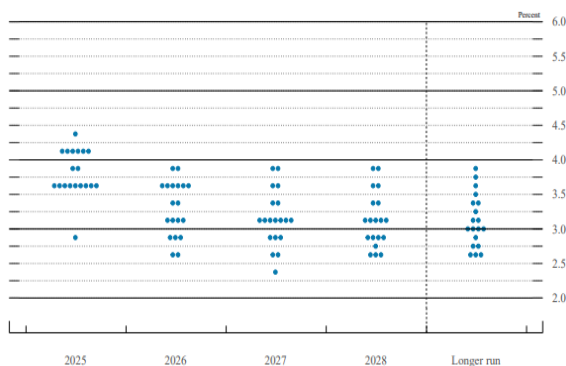
트럼프가 미란 이사를 앉히는 동시에 쿡 이사를 해임하려 시도하는 등 연준 독립성에 흠결이 생긴 것은 사실이지만, 미란 이사는 2026년 1월까지 이사직을 수행하며, 케빈 해셋과 같은 트럼프의 "측근" 이 신임 의장이 되지 않는 이상, 금융시장의 걱정만큼 독립성 이슈가 크게 부상할 가능성은 제한적일 것으로 보고 있다.

Key charts

(1) Dot plot 비교: 2025년 9월 vs 6월

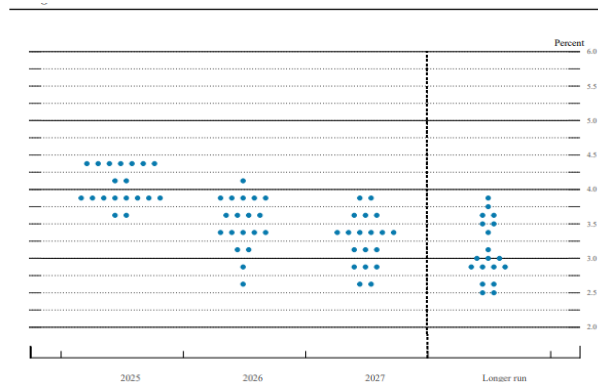
- 9월: 25년 동결 1명, 1회 인하 6명, 2회 인하 2명, 3회 인하 9명, 6회 인하 1명
- 6월: 25년 동결 7명, 1회 인하 2명, 2회 인하 8명, 3회 인하 2명

그림1 9월 FOMC 점도표 분포



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림2 6월 FOMC 점도표 분포

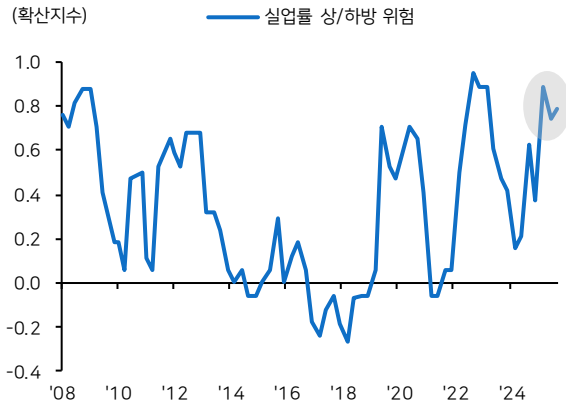


자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

(2) 전망의 상/하방 위험

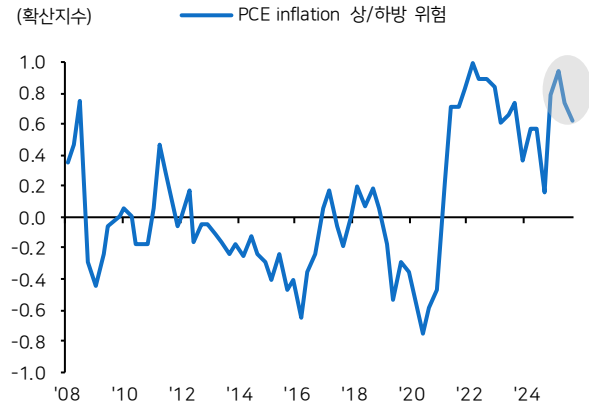
- 실업률이 기본 전망에 비해 더욱 상승할 위험이 커진 반면, PCE 인플레이션 상방 위험은 다소 경감되었다고 평가하고 있음

그림3 실업률 상/하방 위험



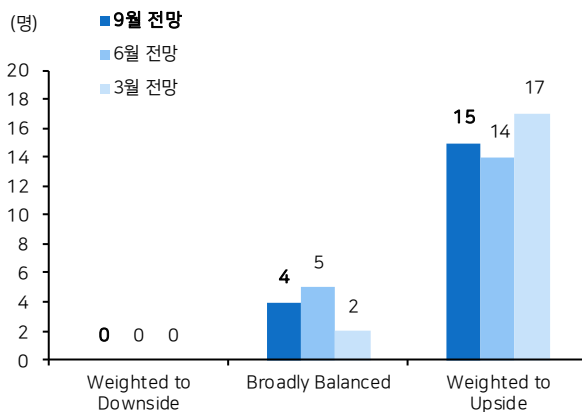
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림4 PCE inflation 상/하방 위험



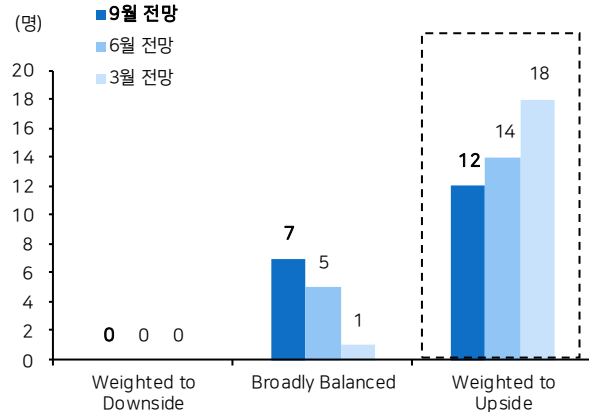
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림5 실업률 전망의 리스크: 상방 위험이 커짐



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림6 PCE 물가 전망의 리스크: 상방 위험이 경감

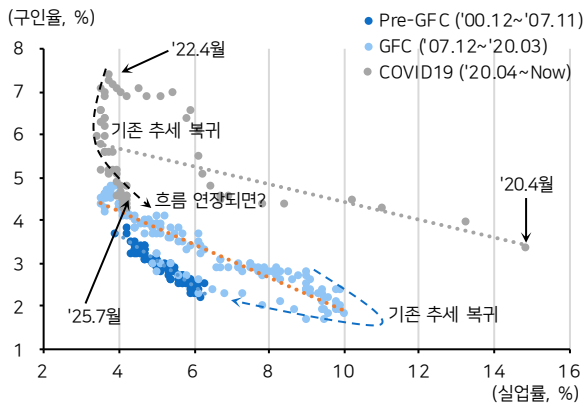


자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

(3) 고용과 물가

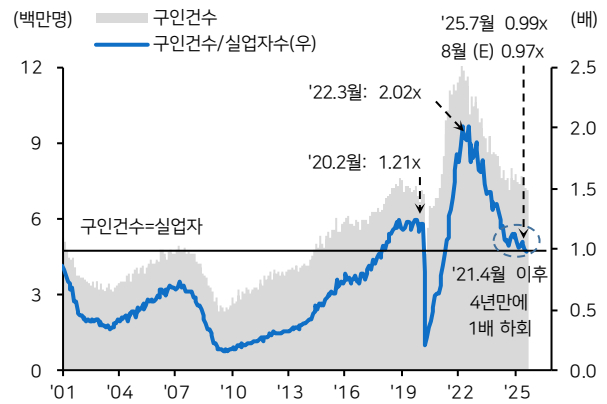
- 베버리지 곡선은 지난 수 년간 기존 추세로 복귀해 왔음. 현재는 코로나19 전후 추세가 만나는 구간. 여기에서 추가로 노동수요 둔화될 경우 실업률이 급등할 수 있다는 걱정 있을 수 있음. 구인건수/실업자 배율은 마침내 1배 하회하며 임금 상승률이 둔화될 개연성을 알렸음
- 재화 물가 상승세는 향후 수 개월간 계속 확대될 것. 전 구간에 걸친 핵심 재화 PPI가 상승폭을 확대하고 있다는 점을 주목. 반면 주거비와 서비스 물가상승률 둔화로 Core PCE 물가상승률이 내년 1분기 3.1%까지 높아진다는 것이 당사의 기본 시나리오임

그림7 베버리지 곡선: 추가 수요둔화 = 실업률 급등 우려



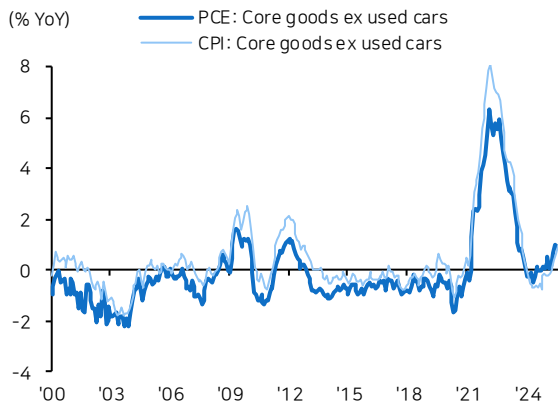
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림8 구인건수/실업자 배율: 4년 만에 1배 하회



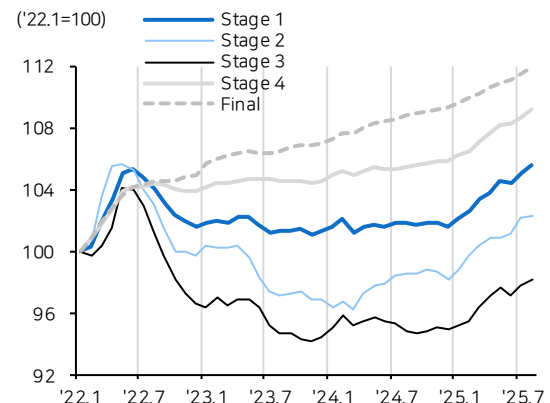
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림9 미국 재화 물가: 상승세 확대



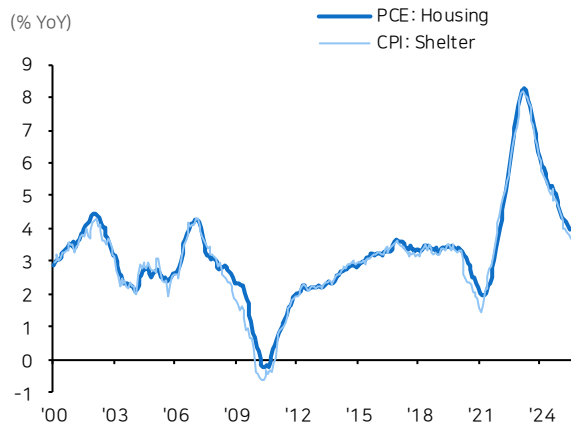
자료: US BEA, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림10 미국 핵심 재화 PPI: 모든 가공단계에서 상승세 확대



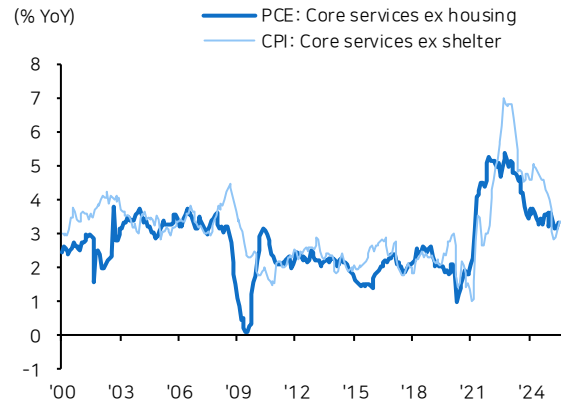
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국 주거비 물가: 안정



자료: US BEA, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림12 미국 주거비 제외 서비스 물가: 들렸으나 추후 안정



자료: US BEA, US BLS, 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.