

2025. 6. 9

경제脈

## 6월 ECB: 금리인하가 끝난 것 같다

## ▲ 경제분석

Economist 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

- ✓ ECB는 당사와 시장의 예상대로 3대 정책금리를 25bp 인하
- ✓ 라가르드 총재는 이번 인하로 불확실성을 견뎌낼 수 있는 좋은 위치에 왔다고 발언
- ✓ 금리인하 끝: 2025~26년 중 정책금리는 현행 수준에서 계속 동결될 전망
- ✓ 경기회복과 물가안정에 대한 확신 강화; 특히 중기적으로 재정의 역할 기대

## ECB: 사실상 금리인하가 끝났음을 시사

유럽중앙은행(ECB)은 당사와 시장의 예상대로 6월 회의에서 3대 정책금리를 모두 25bp 인하하면서, 그 기준이 되는 예치금리(DFR: Deposit Facility Rate)를 2.00%까지 내렸다. 라가르드 총재는 기자회견에서 1) 오늘 인하로 향후의 불확실한 환경을 향해갈 수 있는 좋은 위치에 도달했고, 2) COVID, 러-우 전쟁 및 에너지 위기로 대변되는 복합 충격에 대응해 온 "통화정책 사이클의 막바지" 임을 강조하는 등 이번 인하로 인하 사이클이 일단락되었음을 시사하였다. 당사도 올해와 내년 중 DFR이 현행 2.00%에서 계속 동결될 것으로 전망을 바꾼다.

4월 회의 때 까지만 해도 ECB는 무역정책 불확실성에서 비롯되는 성장의 하방 위험이 클 것임을 우려했고, 충격이 들어오는 구간에서 중립금리 논의가 무의미하다고 했다. 6주가 경과한 지금의 경우, 충격이 완화되면서 6월 수정 경제전망에서 재화 관세율 10%를 기본 시나리오로 상정할 수 있게 된 것이다.

## 금리인하 그만해도 된다는 자신감의 근거들

**경기회복 지속성에 대한 확신:** 단기적으로는 미국 관세 충격의 부정적 여파가 있지만, 시중금리 하락과 대출 성장세 확대 등 통화정책이 실물경제에 미치는 효과가 드러나고 있고, 중기적인 시계에서는 독일을 위시한 EU회원국들의 국방 및 인프라 지출 확대가 경제성장에 이바지할 것으로 기대하고 있다. 특히 후자는 2026년까지 이어질 수 있는 무역 관련 충격을 상쇄하고, 2027년에 그 효과가 제대로 발휘 되리라 전망했다. 통화정책에서 재정정책이 성장 촉진제의 바톤을 이어 받는 것이다.

**물가안정에 대한 확신:** ECB는 2027년에 HICP와 Core HICP 상승률이 각각 2.0%와 1.9%로 중기목표에 수렴할 것이라는 전망을 유지했다. 2026년에 HICP 상승률이 1.6%로 내려오는 것은 국제유가 하락 및 강한 유로의 영향이며, 협상임금 뿐 아니라 기초적 인플레이션 잣대들도 모두 2% 중기목표로의 수렴 가능성을 높이고 있다고 진단했다. 미국발 관세 및 불확실성 충격은 디스인플레이션 강화 요인이며, 최악의 시나리오 하에서도 물가 영향은 2027년  $-0.2\%p$ ( $=1.8\%$ )정도로 미미할 것으로 예상하고 있다.

한편, 이번 기자회견에서는 국제 준비통화로서의 유로화 역할에 대한 질의응답이 다수 있었다. 총재는 유로화가 준비통화(reserve currency)로 선택 받을 수 있는 기회의 창이 열리고 있지만 이는 당연히 얻어지는 것이 아니며, 지위 획득을 위해 1) 자본시장 연합(Capital markets union)의 역할을 진전시키고, 2) 법치주의가 존중되며 경제활동의 확실성이 부여되는 환경을 조성하는 것이 중요하다고 발언했다.

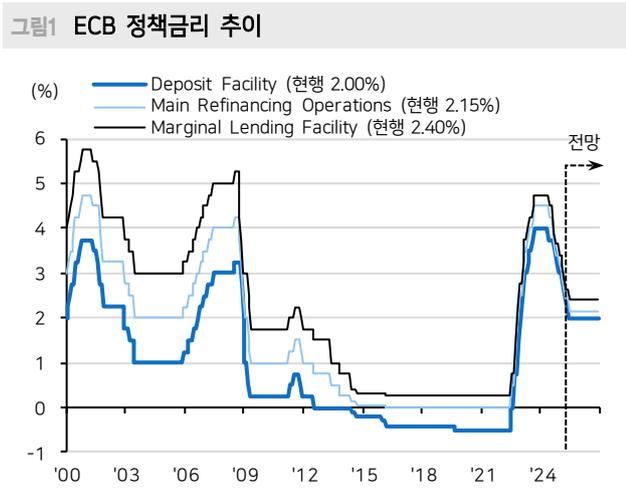
**ECB, 6월 인하를 끝으로 사실상 금리인하 사이클 일단락 되었음을 시사**

유럽중앙은행(ECB)은 당사와 시장의 예상대로 6월 회의에서 3대 정책금리를 모두 25bp 인하하면서, 그 기준이 되는 예치금리(DFR: Deposit Facility Rate)를 2.00%까지 내렸다. 라가르드 총재는 기자회견에서 1) "오늘 인하로 향후의 불확실한 환경을 향해(navigate)할 수 있는 좋은 위치(good position)에 도달했다"고 발언했으며, 2) 후속 질문에서는 COVID, 러-우 전쟁 및 에너지 위기로 대변되는 복합 충격에 대응해 온 "통화정책 사이클의 막바지(getting to the end of a monetary policy cycle that was responding to compounded shocks)"임도 강조하였다. 이번 결정은 거의 만장일치였고, 소수의견은 동결 의견으로 추정된다.

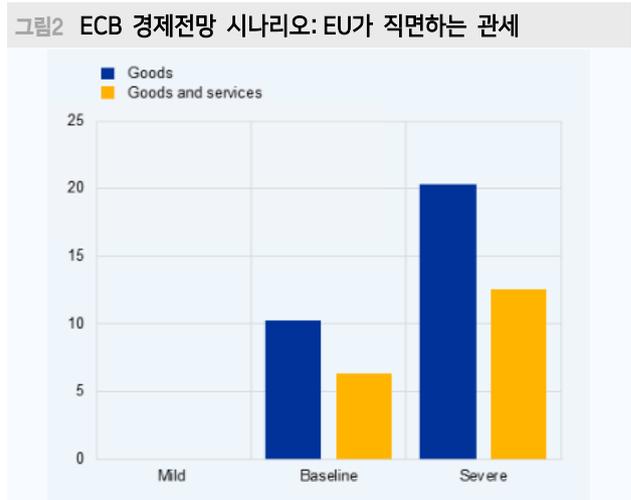
이는 이번 인하로 금리인하가 일단락되었음을 시사하는 것으로 보인다. 이를 반영, 당사도 올해와 내년 중 DFR이 현행 2.00%에서 동결될 것으로 전망을 바꾼다(기존 1.75%). 통화정책의 시간이 끝나고 재정的时间이 도래하고 있는 것이다.

4월 회의 때 까지만 해도 ECB는 무역정책 불확실성에서 비롯되는 성장의 하방 위험이 클 것임을 우려했고, 충격이 들어오는 구간에서 중립금리 논의가 무의미하다고 했다. 우리도 이에 동조하며 3분기 추가 인하 가능성을 열었다. 6주가 경과한 지금, 그러한 충격이 완화되면서 6월 수정 경제전망에서 유럽산 수입품에 대한 재화 관세율 10%를 기본 시나리오로 상정할 수 있게 된 것이다.

이는 보편관세 10%와 Section 232에 근거한 관세만 잔류할 것이라는 우리의 시나리오와 대체로 유사하다. 그럼에도 지금이 좋은 위치이며, 추가 인하가 사실상 불필요하다는 자신감은 다음 두 가지에서 유래하는 것 같다.



자료: European Central Bank, 메리츠증권 리서치센터



주: Mild 시나리오 - 3분기 중 US-EU deal을 통해 쌍방관세 철회  
 Severe 시나리오 - 4월 2일 관세로 복귀하며 EU는 미국에 보복  
 자료: ECB Staff Macroeconomic Projections (June 2025)

### 금리인하 그만해도 된다는 자신감의 근거들

**첫째, 경기회복 지속성에 대한 확신이다.** ECB는 2025~27년 GDP성장률 전망을 각각 0.9%, 1.1%, 1.3%로 제시했다. 단기적으로는 미국 관세 충격의 부정적 여파가 있지만, 시중금리 하락과 대출 성장세 확대 등 통화정책이 실물경제에 미치는 효과가 드러나고 있고, 중기적인 시계에서는 독일을 위시한 EU회원국들의 국방 및 인프라 지출 확대가 경제성장엔 이바지할 것으로 기대하고 있다.

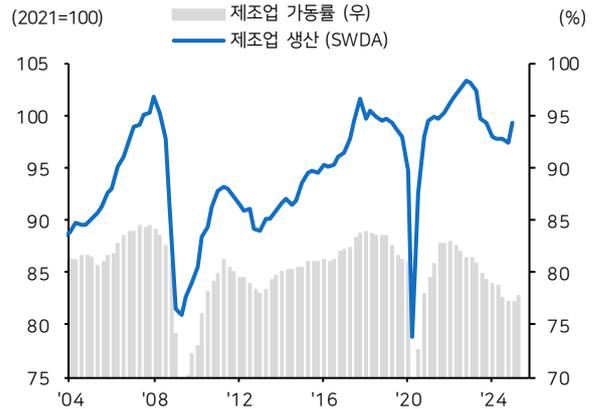
후자는 2026년까지 이어질 수 있는 무역정책의 부정적 충격을 상쇄하고, 2027년에 그 효과가 제대로 발휘 되리라 보는 것이다. 당장 6월 24일에 예정된 NATO 정상회의에서 GDP대비 5%까지 회원국의 국방(+ 유관 인프라 투자: 사이버 보안 등) 지출을 늘리자는 결의가 채택될 가능성이 높고, 실제 이를 촉진하기 위한 EU 및 회원국 내부의 조치가 수반될 수 있다는 점에서 이러한 접근은 타당해 보인다.

**그림3** 유로존 가계 및 비금융 기업 대출: 증가세 확대



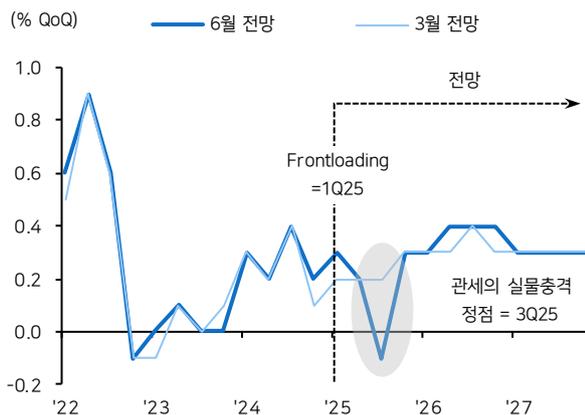
자료: European Central Bank, 메리츠증권 리서치센터

**그림4** 유로존 제조업 생산 및 가동률: 회복 중



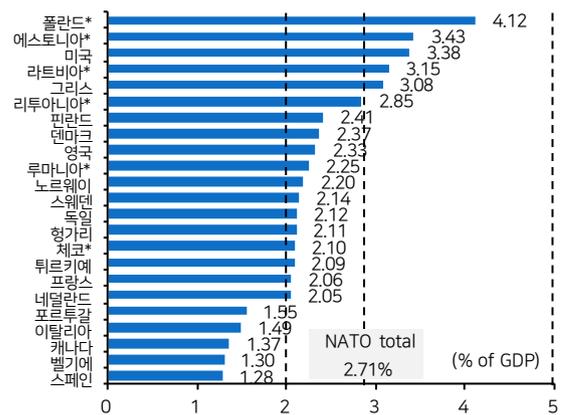
자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

**그림5** ECB 전망: 분기별 GDP 궤적 (6월 vs 3월)



자료: ECB Staff Macroeconomic Projections (June 2025)

**그림6** NATO 주요 회원국의 국방 지출 (2024E)



주: \* 국방에 GDP대비 2% 이상을 지출하도록 하는 법안 혹은 정치적 합의가 존재하는 국가

자료: NATO, 메리츠증권 리서치센터

**둘째, 물가안정에 대한 확신이다.** ECB는 2027년에 HICP와 Core HICP 상승률이 각각 2.0%와 1.9%로 중기목표에 수렴할 것이라는 전망을 유지했다. 2026년에 HICP 상승률이 1.6%로 내려오는 것은 국제유가 하락 및 강한 유로의 영향이며, 협상임금 뿐 아니라 기초적 인플레이션 잣대들도 모두 2% 중기목표로의 수렴 가능성을 높이고 있다고 진단했다.

한편, ECB는 미국발 관세와 무역정책 불확실성을 성장충격이자 디스인플레이션 강화 요인으로 해석하고 있다(5월 BOJ도 유사한 입장이었음: 당사 코멘트 [링크](#)). 인플레이션 영향은 관세율 20%를 상회하는(4월 2일 버전으로 복귀) "severe scenario" 하에서도 2027년  $-0.2\%p$  ( $=1.8\%$ ) 정도로 미미할 것으로 예상하고 있다. 이러한 분석 결과도 중기 물가안정 확신을 강화시켰을 것이다.

**위험 요인:** 상기 전망의 위험 요인으로는 교역 불확실성 장기화 혹은 수출 충격으로 성장세 훼손이 가시화되는 경우를 들 수 있을 것이다. Severe scenario에서는 2025~26년 GDP 성장률이 0.5%와 0.7%에 그치면서 물가상승률도 시차를 두고 궤적이 낮아질 것으로 전망하고 있다.

이러한 위험의 현실화 여부를 타진하기 위해 1) 데이터에 의존(data dependent)하고 2) 통화정책 경로를 미리 설정하지 않고 매 회의 때마다 결정(meeting-by-meeting approach)한다는 기초를 유지한 것으로 보인다. 현재로서 가능성은 크지 않지만, 성장세 훼손과 더불어 장기 기대 인플레이션이 2%를 상당 폭 하회하게 될 경우는 금리인하 재개 요건이 될 수 있을 것이다.

#### [보론] 기축통화로서의 유로화 역할 관련 라가르트 발언

한편, 이번 기자회견에서는 국제준비통화(기축통화)로서의 유로화 역할에 대한 질의응답이 다수 있었다. 라가르트 총재는 유로화가 준비통화(reserve currency)로 선택 받을 수 있는 기회의 창이 열리고 있다("An opportunity is opening now, to strengthen the role of the euro as an international currency as to take it further towards possibly the international reserve currency of choice")고 진단했다.

총재는 그러한 지위는 당연히 얻어지는 것이 아니며, 지위 획득을 위해 1) **자본시장 연합(Capital markets union)의 역할을 진전시키고**, 2) **법치주의가 존중되며 경제활동의 확실성이 부여되는 환경을 조성하는 것이 중요하다고** 발언했다. 또한 최근 수 주간 유럽계 자금 환류와 비 유럽계 자금 유입은, 유럽에 대한 신뢰와 더불어 對유럽 투자가 가치 있는 선택이라는 인식에 기반한다는 언급도 했다. 이는 총재 스스로 [5월 26일 강연](#)에서 언급한 것과 같은 내용이다.

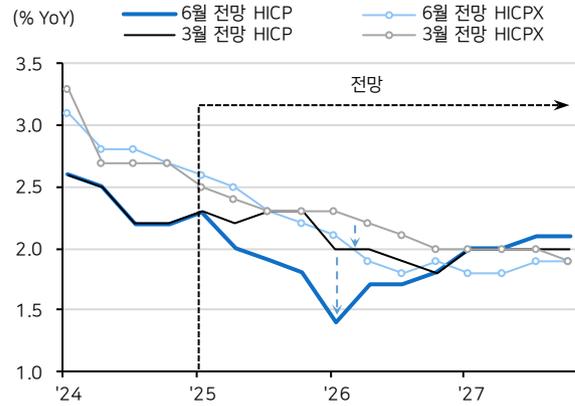
우리는 지난 5월 15일 발간한 Economic Indepth, "패러다임: 미국 헤게모니에 금이 가고 있다([요약본 링크](#))" 를 통해 달러화 일변도에서 벗어나 다중통화체제로의 이행을 준비할 시점임을 주장한 바 있다. 상기한 노력에 힘입어 유로화의 위상이 점차 올라올 수 있는지를 주목할 필요가 있겠다.

그림7 유로존 HICP 물가상승률 추이



자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

그림8 ECB 전망: Headline & Core HICP 분기별 궤적



자료: ECB Staff Macroeconomic Projections (June 2025)

그림9 유로존 협상임금 상승률과 향후 전망궤적



자료: European Central Bank, 메리츠증권 리서치센터

표1 유로화 및 유가, 가스에 대한 가정 변화

(period avg.)	달러/유로	유가 (USD/bbl)	가스 (EUR/MWh)
<b>6월 전망</b>			
'24A	1.08	82.0	34.4
'25E	1.11	66.7	38.0
'26E	1.13	62.8	33.2
'27E	1.13	64.2	29.3
<b>3월 전망</b>			
'24A	1.08	82.0	34.4
'25E	1.04	74.7	50.2
'26E	1.04	70.3	40.4
'27E	1.04	68.7	31.7

자료: ECB Staff Macroeconomic Projections (June 2025)

표2 시나리오별 경제전망: 미국 관세 및 무역정책 불확실성

(% YoY)	Real GDP				HICP inflation			
	'24	'25	'26	'27	'24	'25	'26	'27
Baseline	0.8	0.9	1.1	1.3	2.4	2.0	1.6	2.0
Severe scenario	0.8	0.5	0.7	1.1	2.4	2.0	1.5	1.8
Mild scenario	0.8	1.2	1.5	1.4	2.4	2.0	1.7	2.1
<b>Baseline과의 차이 (%pts)</b>								
Severe scenario	0.0	-0.4	-0.4	-0.2	0.0	0.0	-0.1	-0.2
Mild scenario	0.0	0.3	0.4	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1

자료: ECB Staff Macroeconomic Projections (June 2025)

표3 ECB Staff Macroeconomic Projections 주요 항목 비교: 6월 전망 vs 3월 전망								
(% YoY)	6월 전망				3월 전망			
	'24A	'25E	'26E	'27E	'24A	'25E	'26E	'27E
<b>Real GDP</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>	<b>1.1</b>	<b>1.3</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>	<b>1.2</b>	<b>1.3</b>
Private consumption	1.0	1.2	1.2	1.2	1.0	1.4	1.2	1.2
Government consumption	2.6	1.6	1.2	1.0	2.5	1.2	1.1	1.0
Investment	-1.8	0.7	1.7	1.9	-1.8	1.2	1.7	1.4
Exports	1.1	0.5	1.6	2.6	0.9	0.8	2.3	2.7
Imports	0.2	1.9	2.0	2.7	0.1	1.9	2.6	2.8
Real disposable income	2.2	0.8	1.0	0.8	2.5	0.9	0.8	0.7
Saving ratio (%)	15.0	14.7	14.5	14.1	15.1	14.7	14.4	14.0
<b>HICP</b>	<b>2.4</b>	<b>2.0</b>	<b>1.6</b>	<b>2.0</b>	<b>2.4</b>	<b>2.3</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>
<b>HICP excluding energy and food</b>	<b>2.8</b>	<b>2.4</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	<b>2.8</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>
HICP services	4.0	3.4	2.6	2.4	4.0	3.1	2.7	2.5
Unit labour costs	4.7	2.8	2.1	2.0	4.7	3.0	2.0	1.7
Compensation per employee	4.5	3.2	2.8	2.8	4.6	3.4	2.8	2.6
<b>Assumptions</b>								
Euro area foreign demand	3.5	2.8	1.7	3.1	3.4	3.2	3.1	3.1
Global (excluding euro area) trade	4.2	3.1	1.7	3.1	4.4	3.5	3.1	3.2
General government budget balance (% of GDP)	-3.1	-3.1	-3.4	-3.5	-3.2	-3.2	-3.3	-3.3
General government gross debt (% of GDP)	87.5	88.4	89.6	90.3	87.7	88.4	89.4	89.8

자료: ECB Staff Macroeconomic Projections (June 2025), 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 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.