

3월 FOMC: 물가주의보

- 연준은 3월 FOMC에서 당사와 시장 예상대로 FFR을 3.50~3.75%에서 동결
- 성장률 전망, 물가전망 상향 조정. 장기 FFR도 3.0%에서 3.1%로 높아짐
- 연준의 경제전망과 점도표 변화는 Hawkish했고, 금융시장도 인플레를 당장 우려
- 그러나 하반기 물가압력 완화와 함께 인하 재개할 가능성은 유효

경제분석

Economist 이승훈
seunghoon.lee@meritz.co.kr

RA 박민서
mspark@meritz.co.kr

3월 FOMC에서 연준은 당사와 시장의 예상대로 FFR을 3.50~3.75% 범위에서 동결하였다(25bp 인하 주장한 Miran 이사 제외한 전원일치). 이번 FOMC는 1) 경제전망과 점도표 변화와 2) 전쟁 영향/연준 대응 가능성에 집중되었다. 후자의 경우 단기 헤드라인 인플레 증대 요인, 불확실성이라는 단어들로 정리되었다.

경제전망에서는 2026~2028년 GDP성장률 전망이 2% 이상으로 상향 조정되었고, 잠재성장률 전망이 1.8%에서 2.0%로 상향 조정되었다(중위수 기준). 성장 전망 개선에도 실업률 전망은 큰 변화가 없었다. Core PCE 물가전망의 경우 2026년 4분기 값이 2.5%에서 2.7%로 상향 조정되었다. 점도표 중위수의 경우 올해와 내년 각각 1회 인하에 준하는 값이 유지되었으나, 다수의 인하를 주장해 왔던 FOMC 참여자들이 인하를 덜 하는 것이 바람직하다는 방향으로 기울면서 올해 말 FFR 기대값(평균)이 12월 전망 대비 5bp 올랐다. 잠재성장률 전망 상향을 반영, 장기 FFR도 3.1%로 12월 전망 대비 10bp 상향 조정되었다(표 1~2).

파월 의장은 경제전망 개선과 장기 FFR의 상향 조정이 지난 수 년간의 생산성 개선을 반영한 결과라고 진단했으며, 생성형 AI보다는 코로나19 이후 원격근로와 적은 노동투입을 이용한 산출량 확대가 영향을 주었을 가능성에 무게를 두었다. 우리는 성장률 전망 상향 조정이 실업률 전망 하향 요인이지만, 현재 노동수요와 공급의 동반 위축이라는 노동시장 취약점이 연준의 실업률 전망을 개선시키지 못한 것으로 본다. 더욱 특이한 점은 양호한 경제전망 하에서도 경기와 노동시장 하방 위험에 대한 고려가 다소 커졌다는 것이다(그림 3~4).

인플레이션 전망 상향은 당면한 전쟁보다는 1) 관세발 인플레 압력이 길어지고, 2) 전반적인 디스인플레이션 진전이 더디다는 점이 반영된 결과이다. 올해 4분기 Core PCE 물가상승률 2.7%는 우리 예상치 2.6%에 부합하는, 무리 없는 전망으로 평가한다. 당사도 하반기 추가 관세율 인상이 없고 기대인플레이션 변화가 크지 않다면, 인플레에서 관세 영향(Fed 추산 0.5~0.7%p)이 점차 소멸되면서 하반기 Core PCE 인플레이션이 2%대에 무리 없이 진입할 것이라 본다. 따라서 디스인플레이션이 재개될 경우 연내 인하는 적절할 것이다 (다음 페이지에 계속).

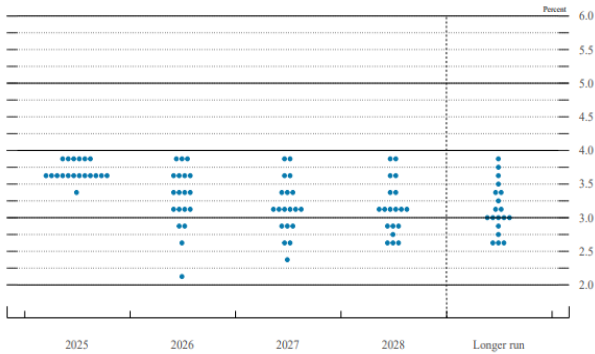
경제 脈

금융시장은 1) 연준의 물가전망 상황과 2) “기대만큼 인플레이션이 못 떨어지고 있다(Inflation isn’t coming down as much as hoped)”라는 파월 의장 발언을, 어제의 2월 PPI 서프라이즈와 연계하며 인플레이션에 대한 우려를 높이는 모습이다(주가 하락, 금리 상승, 달러 강세).

2월 PPI에서는 1) 민간소비 관련 재화/서비스 물가상승세 가속화, 2) 유통업 마진 상승이 관찰되었고, 이는 관세발 인플레 압력이 아직 소비자에게 전가되고 있는 전형적인 과정의 투영이다. 우리는 3~4월까지 이런 양상이 연장된 이후 상반기 말에 근접할수록 인플레이션 압력이 완화되기 시작할 것으로 예상한다.

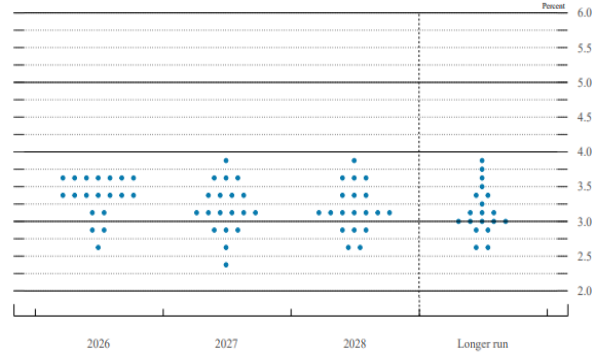
이 때부터 연준은 취약해진 노동시장을 챙길 유인이 커질 것으로 본다(파월 의장: “노동시장 하방과 물가 상방 위험 중 어떤 것이 더 중요하다고 말할 수 없다”). 비농업 민간고용은 헬스케어, 레저/여가를 제외하면 작년 5월 이후 거의 감소해 왔고, 경제활동인구로 편입된 인원도 직장을 구하기 점점 어려워지고 있기 때문이다(링크). 이 밖에 올해부터 본격화될 고금리 부작용(실효 모기지 금리 상승, 취약 계층 카드론 부담)과 금융안정 변수까지 고려될 필요가 있다는 생각이다(링크). 선물시장은 연내 인하 기대를 버렸지만, 우리는 이르면 6월부터 인하가 재개될 가능성을 높게 보고 있다(2회 인하와 Terminal rate 전망 3.25% 유지).

그림1 2025년 12월 FOMC 점도표



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026년 3월 FOMC 점도표



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

표1 Summary of Economic Projections (Mar 2026)

(4Q/4Q)	Median				Central tendency			
	2026	2027	2028	장기	2026	2027	2028	장기
GDP	↑ 2.4	↑ 2.3	↑ 2.1	↑ 2.0	2.2-2.5	2.0-2.4	2.0-2.3	1.8-2.0
12월 전망	2.3	2.0	1.9	1.8	2.1-2.5	1.9-2.3	1.8-2.1	1.8-2.0
실업률 (4Q)	4.4	↑ 4.3	4.2	4.2	4.3-4.5	4.2-4.4	4.0-4.4	4.0-4.3
12월 전망	4.4	4.2	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.3	4.0-4.3	4.0-4.3
PCE 물가	↑ 2.7	↑ 2.2	2.0	2.0	2.6-3.1	2.0-2.3	2.0	2.0
12월 전망	2.4	2.1	2.0	2.0	2.3-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0
Core PCE 물가	↑ 2.7	↑ 2.2	2.0	-	2.5-2.8	2.0-2.4	2.0	-
12월 전망	2.5	2.1	2.0	-	2.4-2.6	2.0-2.2	2.0	-
FFR (4Q)	3.4	3.1	3.1	↑ 3.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.9-3.6	2.9-3.5
12월 전망	3.4	3.1	3.1	3.0	2.9-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	2.8-3.5

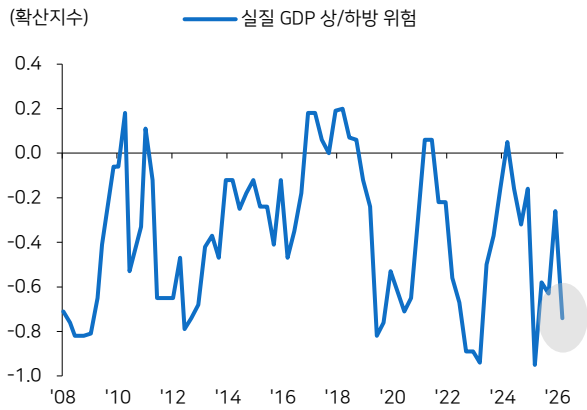
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

표2 연말 연방기금금리 점도표 분포 (Mar 2026)

(%)	2026		2027		2028		Longer Run	
	25.12월	26.3월	25.12월	26.3월	25.12월	26.3월	25.12월	26.3월
2.125	1							
2.375			1	1				
2.625	1	1	2	1	4	2	4	2
2.875	2	2	3	3	3	3	6	7
3.125	4	2	6	6	6	7	3	4
3.375	4	7	3	4	2	3	3	3
3.625 (현재)	4	7	2	3	2	3	2	2
3.875	3		2	1	2	1	1	1
기대값	3.296	3.349	3.164	3.191	3.138	3.191	3.072	3.112
중위수	3.375	3.375	3.125	3.125	3.125	3.125	3.000	3.125

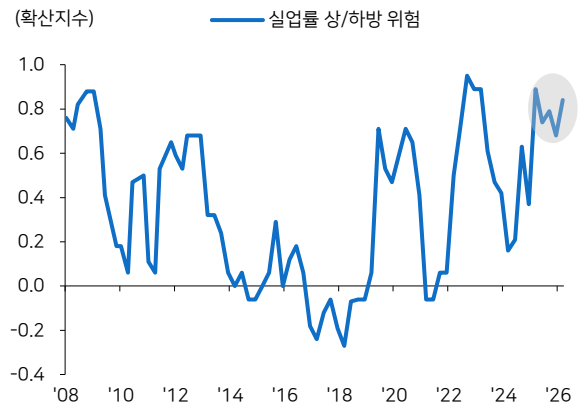
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림3 전망의 불확실성: 실질 GDP 상/하방 위험



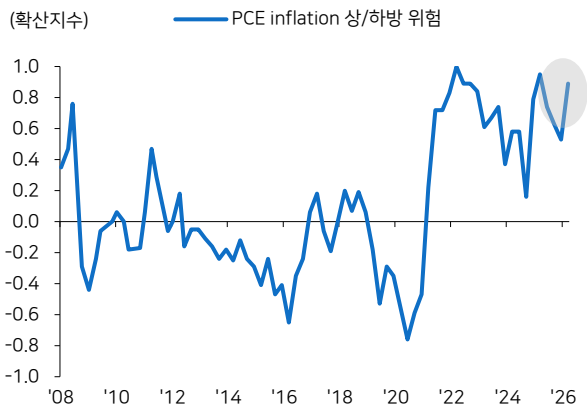
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림4 전망의 불확실성: 실업률 상/하방 위험



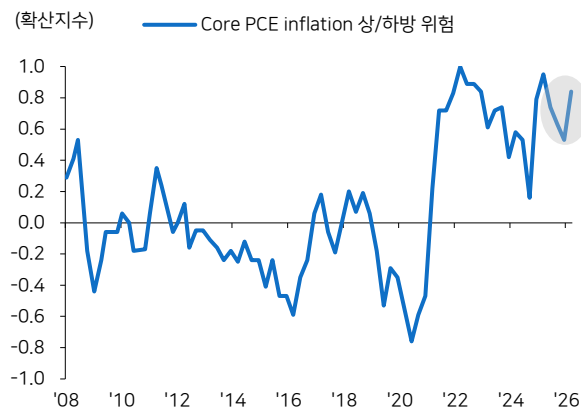
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림5 전망의 불확실성: PCE 물가 상/하방 위험



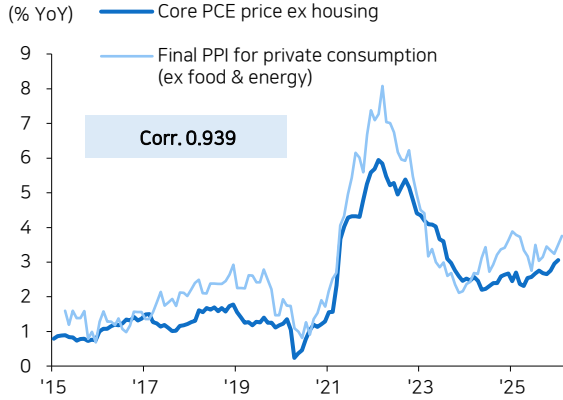
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림6 전망의 불확실성: Core PCE 물가 상/하방 위험



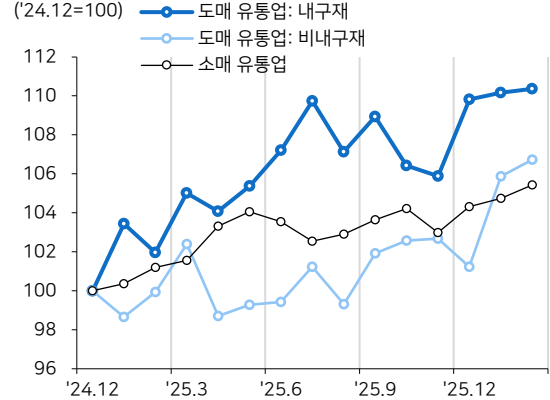
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 최종소비 PPI와 주거비 제외 Core PCE



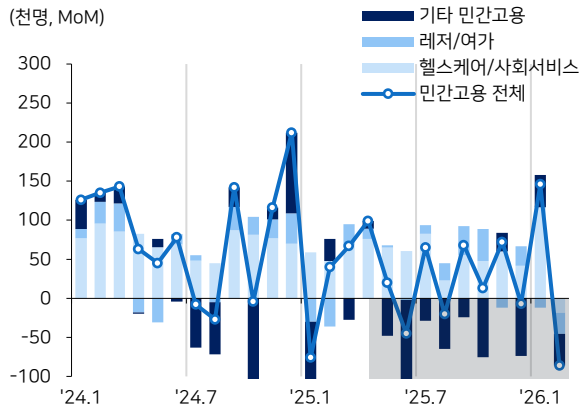
자료: US BLS, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림8 미국 유통업 PPI (=유통마진)



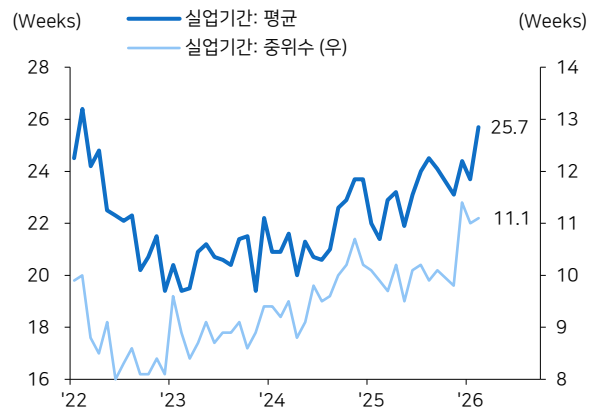
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국 비농업 민간고용 증감



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림10 미국 실업기간 평균 및 중위수



자료: 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.