2025. 3. 20

경제脈

3월 FOMC: 잘 모르겠지만 불안하다

▲ **경제분석**
Economist **이승훈**
02. 6454-4891
seunghoon.lee@meritz.co.kr

- ✓ 3월 SEP에서 경제전망 하향, 물가전망 상향: 관세 영향을 전망에 반영하기 시작
- ✓ 파월 의장은 트럼프 정책 윤곽이 뚜렷해질 때까지 관망할 것이라 언급
- ✓ 6월 인하 재개, 연내 75bp 인하를 골자로 하는 당사 기본 견해 유지
- ✓ QT는 6개월 간 추가 속도조절 한 이후 올해 4분기 중단 수순으로 예상

3월 FOMC takeaways: 1) 금리동결, 2) 경제전망 하향, 3) 물가전망 상향

연준은 3월 FOMC에서 당사와 시장의 예상대로 FFR을 4.25~4.50%에서 동결했고, 새롭게 제시된 점도표를 통해 연내 적정 인하폭을 50bp로 유지하였다. 이번 FOMC에서 이목을 끈 것은 경제전망의 변화였다. 연준은 올해 4분기 실질 GDP 성장률 전망을 기존 2.1%에서 1.7%(YoY)로 내린 반면 Core PCE 전망은 2.5%에서 2.8%로 올렸다(중위수 기준). 트럼프 관세정책과 상대국 보복이 경기에 부정적이고 물가안정을 지연시키는 요인임을 기본 시나리오에 반영하기 시작한 것이다.

특히, 연준은 2월 Core PCE 물가상승률 예상치(2.8%)에서 연말까지 디스인플레이션의 추가 진전이 없을 가능성을 고려하고 있다. 관세 관련 불확실성이 커지고 실제 관세가 적용되는 시점을 전후하여 재화 물가가 크게 움직였기 때문에 일단 관세의 영향이 들어오기 시작한 것으로 간주하고 있다.

경제전망이 크게 조정된 것 이상으로 전망의 불확실성은 커졌다. 경제성장률은 하향 조정된 값으로부터 추가 하방 위험이, 실업률과 물가 상승률은 올라간 전망 값으로부터 상방 위험이 상당하다는 진단이 전망을 제출한 FOMC 위원들의 한결 같은 판단이다. 그럼에도 연내 50bp 인하가 적절하다는 인식이 유지된 것에 대해 파월 의장은, 1) 경제전망 하향–물가전망 상향 요인의 상쇄, 그리고 2) 불확실성이 커진 환경에서 전망을 유지하려는 관성(inertia)이 작용한 결과로 해석했다.

파월은 1) 현재 통화정책이 모든 방향으로 움직일 수 있는 위치에 잘 포지션되어 있으며, 2) 서베이 지표 악화와 별개로 실물지표(hard data)가 양호한 상태이기에 트럼프 정책 윤곽이 뚜렷해질 때까지 관망할 것(wait for clarity)임을 강조하였다.

평가와 전망

우리는 연준의 다음 인하가 6월이고, 연내 75bp 인하(6, 9, 12월)가 이루어질 것이라는 견해를 유지한다. 연준이 제시하는 적정 수준보다 적극적인 인하가 단행될 것으로 보는 이유는, 연준 전망 대비 물가안정 진전이 있을 것으로 예상하기 때문이다. 관세 적용 확대는 디스인플레 지연 요인이지만, 우리는 상호관세를 포함한 관세정책이 협상 수단이라는 점에 무게를 두고 있어, 우려만큼 인플레를 자극할 가능성이 낮다고 본다. 우리는 연말 Core PCE가 2.5%에는 안착할 수 있다고 전망한다. 여기에, 연준은 수 개월 전 대비 경기/노동시장 위험을 고려할 가능성이 커졌다. 우리도 상반기 미국 경제가 정책 불확실성 영향으로 부진하면서, 연간 경제성장률이 2%를 밑돌 가능성이 커졌다고 생각한다 (다음 페이지에 계속).

[補論] 연준 B/S 정책 업데이트

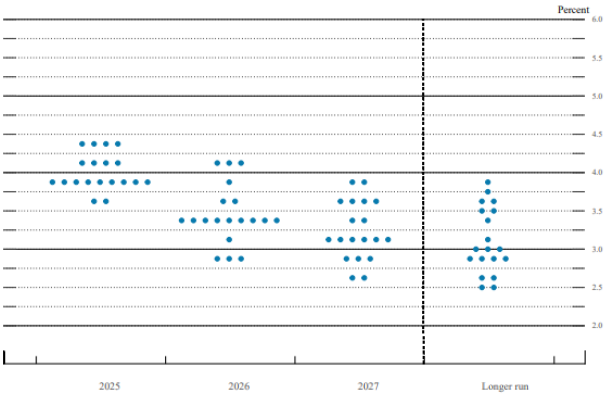
한편, 이번 FOMC에서 연준은 4월 1일부터 보유국채 만기도래분 상환 규모를 기존 매월 250억 달러에서 50억 달러로 축소하였다. 우리가 이번에 QT중단을 예상했던 것과는 조금 다른 행보이다.

파월 의장도 이번에 QT중단과 QT 추가 속도조절 사이에서 고민이 있었음을 언급했다. QT중단을 고려했던 것은 부채한도 협상이 진전되지 못할 경우 재무부가 연준에 예치한 재무부 일반계정(TGA)을 소진할 수 있고, 이것이 연준 부채 규모의 감소로 귀결될 수 있다는 점 때문이다. 협상이 이루어졌기 때문에 이러한 위험은 더 이상 고려할 필요가 없어졌다. 이와 더불어, 현재 1일물 역레포(Overnight RRP)와 은행지준(Reserves)을 합한 규모가 GDP대비 11.8% 내외로 과거 윌러 연준 이사가 언급한 "충분한 지준(ample reserves)"의 상단인 11%를 넘고 있다는 사실(지금은 풍부한 상태)도 QT 중단 명분을 약화시킨 것으로 보인다.

우리는 현재의 pace가 6개월 정도 지속된 이후 올해 4분기에 지준 규모가 임계점(10.5% 내외)에 도달하게 되면 그 때 QT가 중단될 것으로 예상한다. 비록 소폭이지만 연준이 국채의 순매수 주체로 변하는 시점도 이 무렵이 될 것이다. 중기적으로는 뉴욕 연은이 제시한 궤적을 따라갈 것으로 본다.

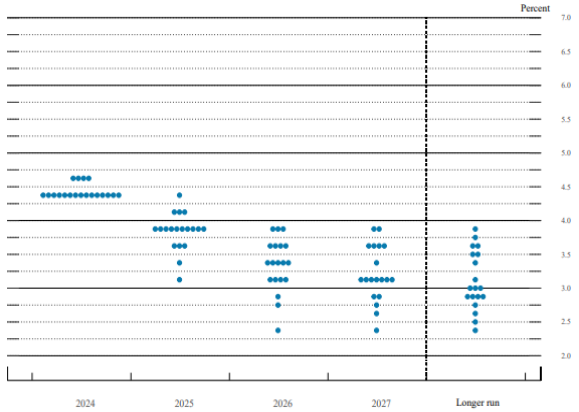
이 경우 GDP대비 지준은 10% 내외, 보유 채권은 20% 이상이 유지되는 그림이다. 당연하게도 명목 GDP가 팽창하는 것에 비례하여 연준의 보유 국채 규모는 완만히 늘어날 것이다 (표 2, 그림 9~12).

그림1 **3월 FOMC 점도표 분포**



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림2 **12월 FOMC 점도표 분포**



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

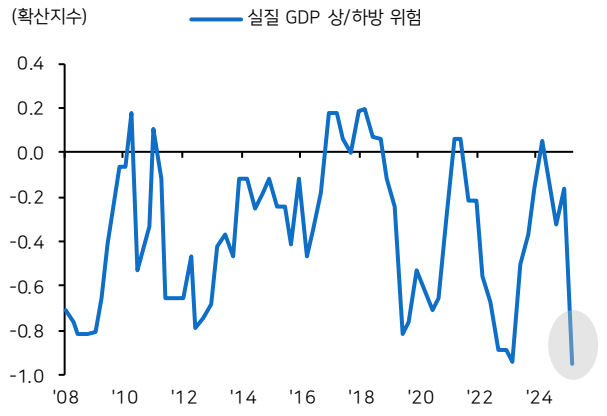
Key charts (1): 연준 수정 경제전망 변화와 전망의 불확실성

표1 Summary of Economic Projections (Mar 2025)

(4Q/4Q)	중위수 (Median)				중심분포 (Central Tendency)			
	2025	2026	2027	장기	2025	2026	2027	장기
GDP	**1.7**	**1.8**	**1.8**	1.8	1.5-1.9	1.6-1.9	1.6-2.0	1.7-2.0
12월 전망	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8-2.2	1.9-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0
실업률 (4Q)	**4.4**	4.3	4.3	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.4	3.9-4.3
12월 전망	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2-4.5	4.1-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3
PCE 물가	**2.7**	**2.2**	2.0	2.0	2.6-2.9	2.1-2.3	2.0-2.1	2.0
12월 전망	2.5	2.1	2.0	2.0	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0
Core PCE 물가	**2.8**	2.2	2.0	-	2.7-3.0	2.1-2.4	2.0-2.1	-
12월 전망	2.5	2.2	2.0	-	2.5-2.7	2.0-2.3	2.0	-
FFR (4Q)	3.9	3.4	3.1	3.0	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6	2.6-3.6
12월 전망	3.9	3.4	3.1	3.0	3.6-4.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6

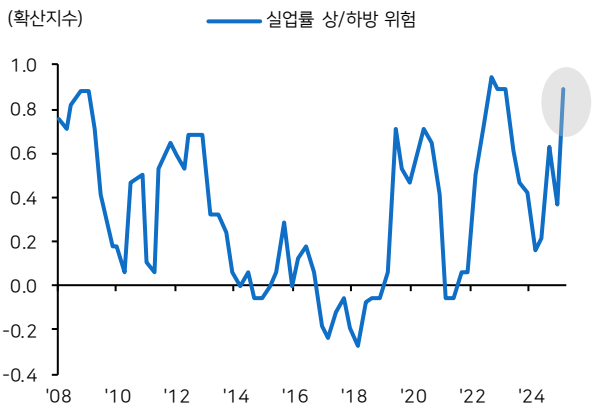
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림3 실질 GDP 전망의 risk weightings



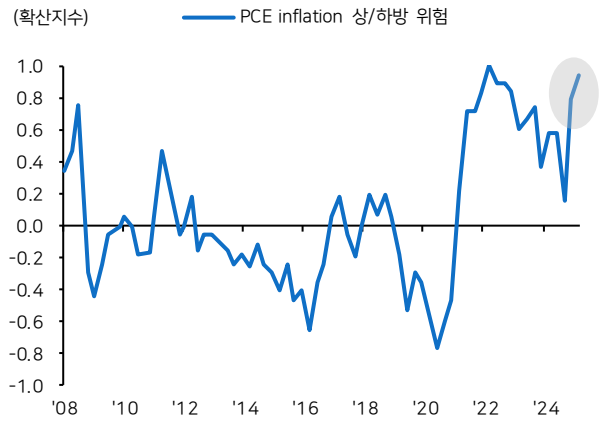
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림4 실업률 전망의 risk weightings



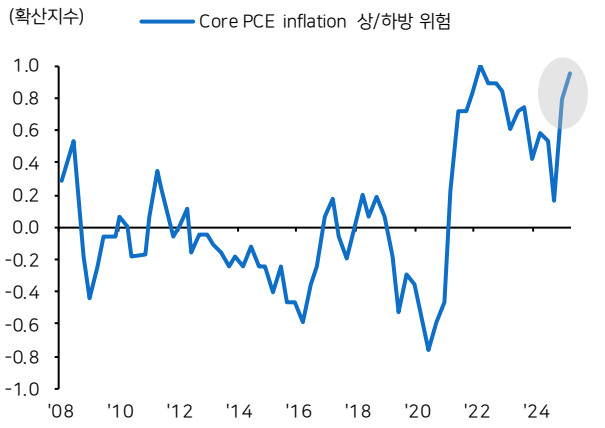
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림5 PCE inflation 전망의 risk weightings



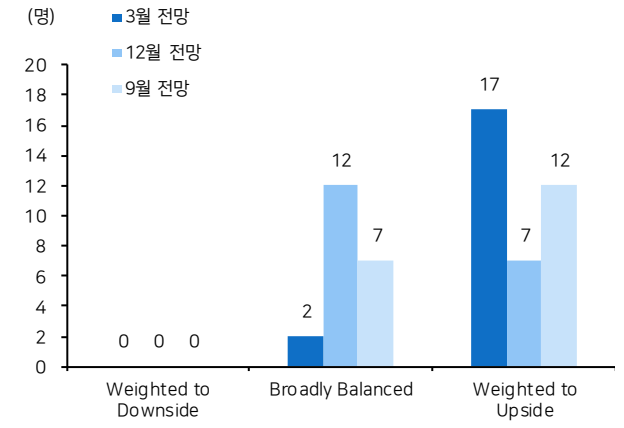
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Core PCE inflation 전망의 risk weightings



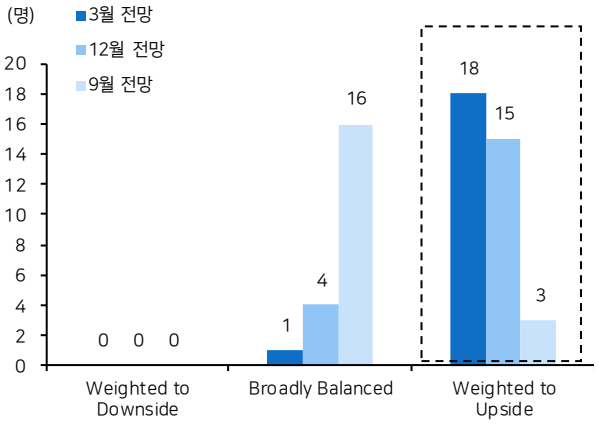
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림7 실업률 전망의 상/하방에 대한 FOMC 분포



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림8 PCE inflation 전망의 상/하방에 대한 FOMC 분포



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

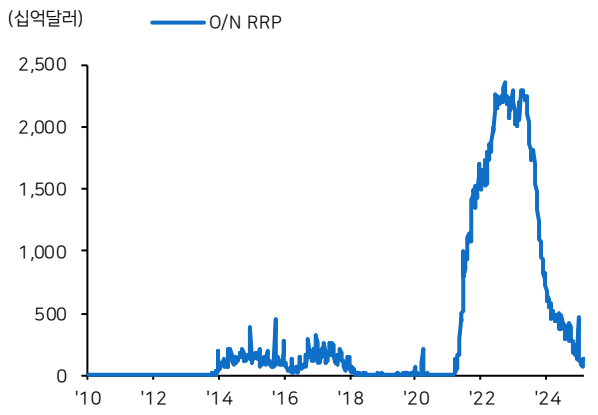
Key charts (2): 연준 B/S 정책 시나리오

표2 연준 대차대조표: 보유채권 (자산) vs 지준, 현금통화, TGA (부채)

(기말)	잔액 (십억달러)							GDP대비 비율 (%)					
	자산 (보유채권)			부채 (일부항목)				자산 (보유채권)			부채 (일부항목)		
	국채	MBS	소계	RRP	지준	현금통화	TGA	국채	MBS	소계	RRP	지준	소계
1Q21	4,942	2,185	7,127	134	3,673	2,095	1,122	21.8	9.6	31.5	0.6	16.2	16.8
2Q21	5,183	2,320	7,503	992	3,512	2,134	852	22.2	9.9	32.1	4.2	15.0	19.3
3Q21	5,431	2,495	7,926	1,416	4,095	2,148	174	22.7	10.4	33.1	5.9	17.1	23.0
4Q21	5,652	2,615	8,268	1,643	4,040	2,187	284	22.8	10.6	33.4	6.6	16.3	22.9
1Q22	5,760	2,715	8,475	1,786	3,773	2,219	557	22.8	10.8	33.6	7.1	15.0	22.0
2Q22	5,764	2,709	8,473	2,227	3,119	2,231	760	22.3	10.5	32.8	8.6	12.1	20.7
3Q22	5,672	2,698	8,370	2,367	2,983	2,229	662	21.6	10.3	31.9	9.0	11.4	20.4
4Q22	5,501	2,641	8,142	2,293	2,980	2,257	410	20.6	9.9	30.5	8.6	11.1	19.7
1Q23	5,329	2,594	7,924	2,265	3,402	2,273	163	19.6	9.6	29.2	8.3	12.5	20.9
2Q23	5,145	2,538	7,683	1,945	3,176	2,293	409	18.7	9.2	28.0	7.1	11.6	18.7
3Q23	4,958	2,480	7,438	1,443	3,169	2,273	672	17.7	8.9	26.6	5.2	11.3	16.5
4Q23	4,791	2,432	7,222	819	3,434	2,294	713	16.9	8.6	25.5	2.9	12.1	15.0
1Q24	4,618	2,388	7,007	518	3,472	2,293	772	16.1	8.3	24.5	1.8	12.1	13.9
2Q24	4,454	2,336	6,790	490	3,269	2,302	744	15.3	8.1	23.4	1.7	11.3	13.0
3Q24	4,384	2,282	6,666	416	3,142	2,299	779	14.9	7.8	22.7	1.4	10.7	12.1
4Q24	4,309	2,245	6,554	181	3,218	2,316	735	14.5	7.6	22.1	0.6	10.8	11.4
1Q25	4,234	2,200	6,435	131	3,410	2,315	401	**14.1**	7.3	**21.4**	0.4	11.4	**11.8**
2Q25	4,219	2,155	6,375	81	3,327	2,338	400	**13.9**	7.1	**21.0**	0.3	11.0	**11.2**
3Q25	4,204	2,110	6,315	31	3,269	2,336	400	**13.7**	6.9	**20.6**	0.1	10.7	**10.8**
4Q25	**4,249**	2,065	6,315	-	3,252	2,353	400	**13.8**	6.7	**20.4**	-	10.5	**10.5**
1Q26	**4,294**	2,020	6,315	-	3,253	2,352	400	**13.8**	6.5	**20.2**	-	10.4	**10.4**
2Q26	**4,414**	1,975	6,389	-	3,304	2,376	400	**14.0**	6.3	**20.3**	-	10.5	**10.5**
3Q26	**4,533**	1,930	6,464	-	3,380	2,374	400	**14.3**	6.1	**20.3**	-	10.6	**10.6**
4Q26	**4,653**	1,885	6,538	-	3,437	2,391	400	**14.5**	5.9	**20.4**	-	10.7	**10.7**

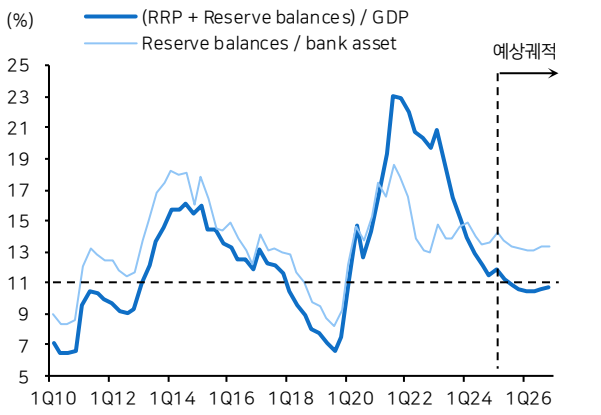
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림9 1일물 역레포 잔액



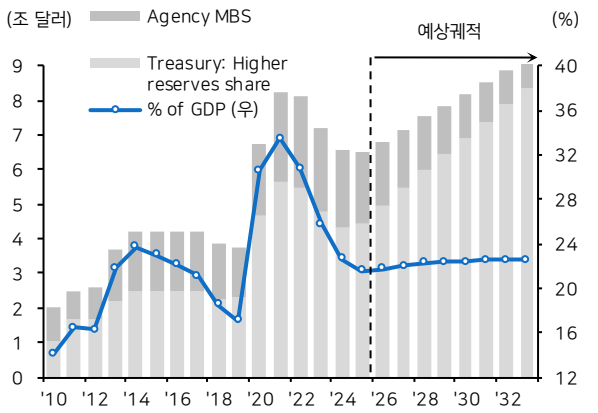
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림10 GDP 및 은행자산 대비 지준 비율 추정



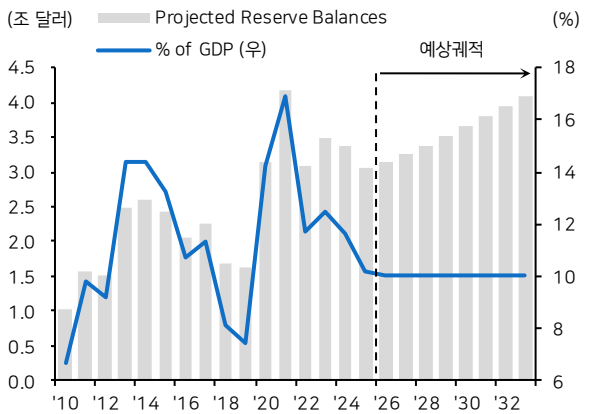
주: 최근 5년간의 추이는 표 2 참고
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림11 연준 공개시장조작 연차보고서: 보유채권 잔액 예상궤적



주: 2025~29년 명목 GDP 성장률 가정 3.8%
자료: FRBNY, "Open Market Operations Annual Report 2023" (Apr 2024)

그림12 연준 공개시장조작 연차보고서: 지준 잔액 예상궤적



주: 2025~29년 명목 GDP 성장률 가정 3.8%
자료: FRBNY, "Open Market Operations Annual Report 2023" (Apr 2024)

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.