



## 12월 FOMC: 안개 속에서는 천천히

### ▲ 경제분석

Economist 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

- ✓ 12월 FOMC에서 예상대로 25bp 인하. 2025년 점도표 통해 적정 인하폭 50bp 제시
- ✓ 노동시장 하방 위험이 줄었고, 인플레이션 전망의 상방 위험이 부상했기 때문
- ✓ 당사는 2025년 75bp 인하로 전망을 변경. 1) 국채, 회사채 rollover risk와 더불어 2) 연준보다 낮은 4Q25 인플레를 보기 때문. 26년 Terminal rate 3.25% 전망은 유지

### 연준, 점도표에서 2025년 적정 금리인하폭을 50bp로 제시; 인플레 위험 재부각

연준은 12월 FOMC에서 당사와 시장의 예상대로 FFR을 25bp 인하한 4.25~4.50%로 결정하였다. Voting member 중 클리블랜드 연은 Hammack 총재가 반대 의견(동결)을 냈고, FOMC 참여자 19명 중 4명이 동결이 적절하다고 주장할 정도로 이번 결정은 close call이었다. 그럼에도 노동시장의 점진적 정상화(2019년보다 냉각된 상태라 언급)와 그간의 디스인플레이션 진전을 감안하여 이번까지는 연속 인하를 이어가는 것이 바람직한 결정인 것으로 판단했다.

시장의 관심은 애초부터 점도표에 있었다. 2025년 FFR 중위수는 3.75~4.00%으로 50bp 인하에 준하는 값이며, 최빈값(19명 중 10명)이기도 하다(그림 2). 파월 의장은 앞으로 금리인하를 천천히 하는 것이 바람직한 이유로 다음을 언급했다: 1) 9월 이후 100bp 인하로 FFR이 중립금리에 상당히 근접(significantly close)했음, 2) 경기 전망이 개선되었고, 실업률 전망이 낮아졌음(불확실성도 줄었음), 3) 인플레이션이 예상보다 높았고 향후 전망도 불확실해졌음 (상방 위험 우세, 일부는 전망에 트럼프 정책변수를 녹임). 특히 전망의 불확실성이 클 때는 신중한 접근이 바람직하다는 발언도 있었다 (그림 3~6).

파월 의장은 추가 금리인하의 조건으로 노동시장의 흐름과 디스인플레이션의 진전을 언급했지만 무게는 후자에 좀 더 실리는 모습이었다(노동시장 견고함 유지될 경우 느린 금리인하 바람직함 언급). 주가비와 서비스 물가상승률 둔화, 재화 물가 정상화(판데믹 이전 수준 복귀)로 PCE 인플레이션율이 2%에 수렴하는 방향에 대한 의심은 없지만 실제 진전을 확인하자는 입장으로 보인다.

### 당사 전망: 25년 75bp cut(연말 3.75%)로 변경, 26년 Terminal rate 3.25%는 유지

우리는 내년 말 FFR 전망(상단)을 기존 3.50%에서 3.75%로 변경한다(기존 100bp → 75bp). 연준 점도표에 제시된 50bp에 비해 적극적인 인하가 필요하다고 보는 이유는 다음과 같다.

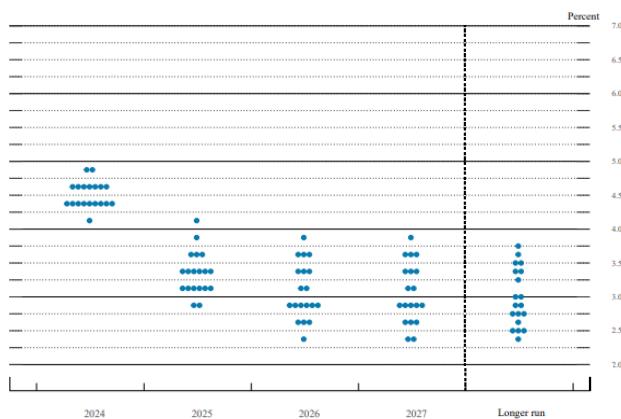
첫째, 내년 중 도래할 국채/회사채 만기도록 압력 때문이다. 만기 차환시 기준의 차입금리 보다 높은 금리에 rollover를 하는 과정에서 이자부담 내지는 재무위험이 부상할 소지가 있다(윤여삼, 12.18일 전략공감2.0, 〈미국 정책포커스, 재정보다 통화로 가야〉 참고). 둘째, 내년 하반기 물가상승률이 연준의 전망보다 낮을 것으로 보기 때문이다(당사 4Q25 Core PCE 전망 2.3~2.4% vs 연준 2.5%).

(다음 페이지에 계속)

디스인플레이션의 추가 진전이 나타나는 시기는 내년 2분기일 것이기에 다음 인하 시점으로는 6월을 제시한다. 이후 전술한 rollover 위험과 인플레 흐름을 고려하여 9, 12월에 추가 인하를 할 것으로 전망한다. 한편, 2026년 Terminal rate 전망 3.25%는 유지한다. 인플레이션이 느리지만 2%대 초반을 향해 추가 둔화될 가능성 크기 때문이다. 당시 Terminal rate 전망은 연준이 제시한 장기균형(=장기 중립) 수준인 3.0%를 소폭 상회하는 것으로, 연준이 약간의 긴축 영역에서 금리 인하를 마무리할 것이라는 의미가 있다.

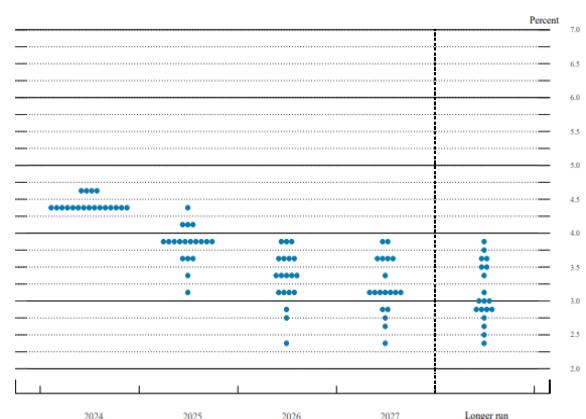
잠재성장을(연준 Longer-run GDP 성장을 1.8%)을 상회하는 경제성장이 수 년간 이어지면서 정(+)의 산출갭 상태가 이어지고, 이에 따라 경기적 실업이 크게 유발될 가능성이 낮은 환경에서는 중립 이상의 금리를 유지하는 것이 바람직하다. 만약 트럼프 행정부에서 TCJA가 공약 그대로 연장된다면 경기과열을 더욱 키울 수 있고, 금리인하 운신의 폭을 제약할 수 있다. 이는 계속 관찰해야 할 위험 요인이다. 참고로, 연준 경제전망을 연간 GDP성장률로 환산하면 2024년 2.8%, 2025년 2.3%, 2026년 2.0%에 준하는 값으로 추정된다.

그림1 9월 FOMC 점도표 분포



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림2 12월 FOMC 점도표 분포



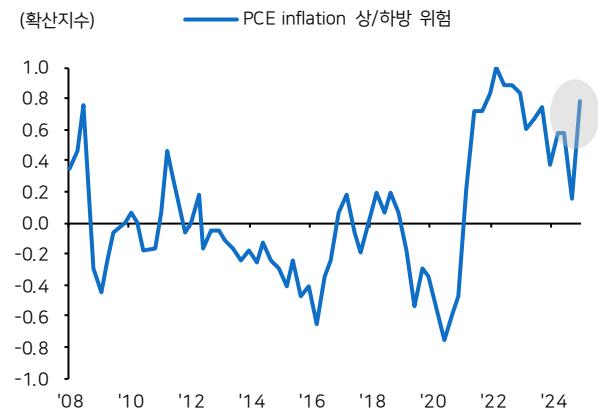
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

표1 Summary of Economic Projections (Dec 2024)

(4Q/4Q)	Median					Central tendency				
	2024	2025	2026	2027	장기	2024	2025	2026	2027	장기
GDP	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8	2.4-2.5	1.8-2.2	1.9-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0
9월 전망	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9-2.1	1.8-2.2	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0
실업률 (4Q)	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2-4.5	4.1-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3
9월 전망	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.0-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3
PCE 물가	2.4	2.5	2.1	2.0	2.0	2.4-2.5	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0
9월 전망	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2-2.4	2.1-2.2	2.0	2.0	2.0
Core PCE 물가	2.8	2.5	2.2	2.0	-	2.8-2.9	2.5-2.7	2.0-2.3	2.0	-
9월 전망	2.6	2.2	2.0	2.0	-	2.6-2.7	2.1-2.3	2.0	2.0	-
FFR (4Q)	4.4	3.9	3.4	3.1	3.0	4.4-4.6	3.6-4.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6
9월 전망	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9	4.4-4.6	3.1-3.6	2.6-3.6	2.6-3.6	2.5-3.5

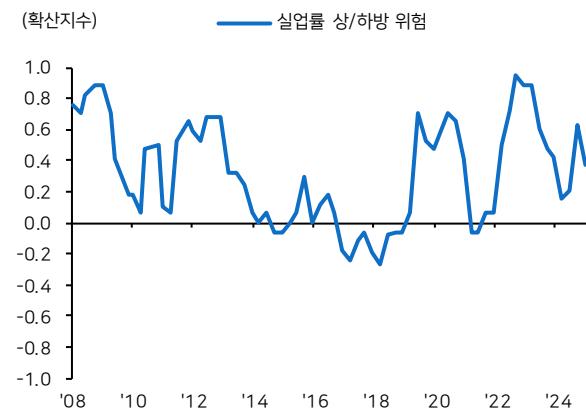
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림3 PCE inflation 전망의 risk weightings



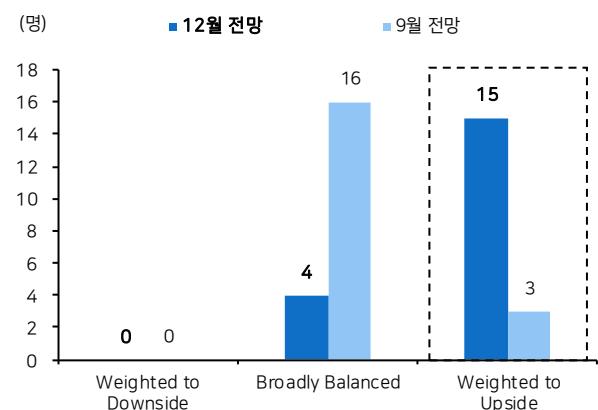
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림4 실업률 전망의 risk weightings



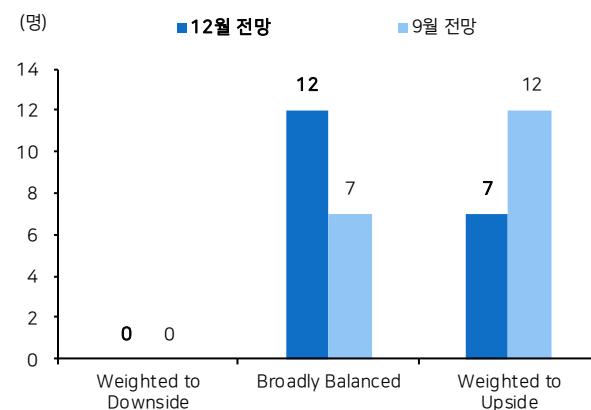
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림5 PCE inflation 전망의 상/하방에 대한 FOMC 분포



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림6 실업률 전망의 상/하방에 대한 FOMC 분포



자료: Federal Reserve, 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 주체 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 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.