2025. 12. 1 (월)

Macro Preview와 Core View (2025년 12월)

경제분석
Economist 이승훈
seunghoon.lee@meritz.co.kr

RA 박민서
mspark@meritz.co.kr

- 12월 FOMC 금리인하 예상: 9월 실업률 4.4% + 10월 이후 해고건수 증가
- 12월 BOJ 금리인상 예상: 확장 재정, 엔화 약세에 따른 인플레 우려 확대
- 차기 연준 의장으로 Kevin Hassett 지명되면 독립성 우려 커질 것 = 약달러
- 달러 약세와 엔화 강세 진행은 연말까지 원화 약세 진정시킬 요인일 것

미국과 일본에 쏠리는 시선: 12월 FOMC 인하, BOJ는 인상할 것으로 예상

최근까지 진행 중인 12월 인하 적절성 논쟁에도 불구하고, 우리는 연준이 12월 FOMC에서 연방기금금리를 25bp 인하할 가능성을 높게 본다. 인플레이션율이 3%대에 머물고 있어 경계가 필요하지만, 9월 고용을 필두로 노동시장 환경이 더욱 악화되고 있기 때문이다. 이미 영구실직자 중심으로 실업률이 4.44%까지 상승한 가운데, 10월 이후에는 연방정부 공무원 퇴직과 비용절감(관세 충격)/AI 발 대량해고 여파가 점차 반영될 것이다. 우리는 현재 4.4%에 머물고 있는 연준의 2026년 말 실업률 전망의 상향 조정 가능성도 높게 보고 있다. 12월 인하와 실업률 전망 변화에 편승한 2026년 점도표 중위수 조정(1회→2회)이 현실화되면 강달러를 일정 부분 되돌릴 요인이 될 수 있다.

반면, 일본은행은 금리인상을 내년 1월까지 미루지 않고 12월에 단행할 가능성이 커진 것으로 판단한다. 지난 20일, 다카이치 내각이 추경 17.7조엔(28일 각료회의에서 18.3조엔으로 증액)을 골자로 하는 경기부양대책을 발표한 이후, 전/현직 통화정책 위원들이 엔화 약세 심화와 지나치게 낮은 실질금리를 언급하며 인플레이션 우려를 쏟아내기 시작했다. 12월 중 FY26 춘투협상 가이드라인이 임금 인상률 5%에 준하는 수준이라면, 경기부양과 더불어 수요측 인플레이션을 증폭시키는 요인이 될 수 있다. 이 역시 BOJ가 서둘러야 할 명분으로 작용할 것이다.

원화 약세 진정: 재료는 국내보다 해외에 있을 것

상기한 두 가지 요인들은 원화 약세를 진정시킬 요인이기도 하다. 10~11월의 원화 약세는 내국인의 해외주식 투자 확대(2개월 합계 123억 달러)와 외국인의 국내주식 순매도(2개월 합계 65억 달러)에 기인한 바 크지만, 한편으로는 12월 연준 인하에 대한 의구심(달러화 반등)과 다카이치 트레이드(엔 약세)의 부산물로도 볼 수 있기 때문이다. 여기에 더해, 올해 말-내년 초의 추가적 변수는 차기 연준 의장 지명이다. 우리는 현 CEA 의장인 Kevin Hassett이 지명될 가능성을 높게 보며, 적어도 인사청문회에서 그의 생각을 들을 때까지는 독립성 훼손 우려가 높아질 것이다. 이것 만으로도 달러 약세 재료이다.

Macro event preview (2025년 12월)

- 일본 춘투협상 가이드라인 발표와 내년 확장재정 연장은 오히려 BOJ를 더욱 매파적으로 만들 요인임. 엔화 약세와 수요측 인플레 증폭을 동시에 우려할 사안

- 미국 노동시장에서 해고건수가 늘고 있음은 No hiring-No firing의 균형이 깨질 위험을 내재(=실업률 상승 요인). 연준은 12월 인하를 단행할 것으로 예상

표1 12월 주요 매크로 이벤트

날짜	이벤트		포인트
12월 중	일본 춘투 가이드라인 공개	★	▪ 해당 가이드라인에 따라 1월부터 노조가 사측에 요구서 제출. ▪ 이미 일본 최대 노동조합인 렌고(聯合)은 5%대 인상 요구 시사 ▪ BOJ 이전에 5% 내외의 임금 가이드라인 발표될 경우 12월 인상 가능성 더욱 커질 것
12월 1일	미국 연준 QT 종료	★	▪ QT 종료 직후 연준의 B/S 정책은 대차대조표 규모 유지 ▪ 12월부터는 MBS 보유 잔액 축소만큼 국채 매입. 이후에는 GDP대비 B/S 규모 유지로 이행
12월 1일	한국 11월 수출		▪ 전년대비 3.8%, 일평균 기준 8.4% 증가 전망 ▪ 반도체, 선박 수출 견인 지속하는 가운데, 자동차 이연수요 일부 가세
12월 2일	미국 11월 ISM 제조업지수		▪ 컨센서스(49.0)와 전월치(48.7) 하회 예상. 10월 신규주문 반등 영향으로 생산은 개선 그러나 11월 지역연은 서베이에서 신규주문 등 수요부진 징후 재현된 점 고려
12월 2일	한국 11월 CPI		▪ 2.3% YoY/-0.4% MoM 예상. 11월은 계절적으로 농산물 가격 급락하는 구간 ▪ 근원물가는 전월대비 대체로 보합. 계절적인 개인 서비스 물가 하락 영향만 있을 것
12월 3일	미국 11월 ADP 민간고용		▪ 컨센서스(+2만) 하회하며 민간 노동수요 부진 진행 중임을 시사해줄 것 ▪ 주간 평균치 10/25 -1.13만, 11/1 -0.25만, 11/8 -1.35만으로 부진 지속
12월 4일	미국 11월 ISM 서비스업지수		▪ 전월치(52.4)를 소폭 밑도는 52.0 예상(=컨센서스 부합) ▪ 기술 관련 전문직 수요 견고, 소매/운송/도매업 개선 vs 셧다운에 따른 정부서비스 위축
12월 4일	미국 11월 챌린저 감원보고서		▪ 10월부터 비용 절감(관세 충격일 가능성) 및 AI영향에 따른 감원 예고건수가 10만 명을 상회 ▪ 기조가 이어질 경우 11월에도 관련 흐름 연장 위험. 연말 연초 고용악화 요인일 것
12월 10일	12월 FOMC	★	▪ 현재까지도 12월 동결/인하 주장이 팽팽히 맞서며 불확실성이 큰 상태 ▪ 물가보다는 노동시장 하방 위험이 비교적 뚜렷. 동결 소수의견 속 12월 인하 전망 ▪ 2026년 실업률 전망 상향 조정되면서 내년 점도표 중위수 2회 인하로 조정될 가능성 있음
12월 하순	일본 예산안 초안 공개		▪ 확장재정 기조에 FY25 115.2조 엔 상회 가능성 ▪ 내각회의에서 초안 확정 후 1월 초 중의원에 제출
12월 하순	차기 연준 의장 지명	★	▪ 연준 경험 부족하지만 친 트럼프 인사인 케빈 헤셋 지명 가능성 상승. ▪ 연준 독립성 논쟁이 부각할 것이나, 관련 우려는 청문회 혹은 취임 직전까지 고조
12월 15일	중국 11월 실물지표		▪ 4분기 성장률 4.5% 내외에 준하는 수준으로 경기둔화 국면 지속 ▪ 하반기 들어 생산/소비 모멘텀 약화 및 부동산 부진 심화 중이나 추가 정책 부재
12월 16일	미국 11월 고용동향	★	▪ 10월에 정부 유급휴가 종료 영향으로 일시적 고용감소 겪을 가능성. 11월은 +2만 명 내외 ▪ 헬스케어/레저 외 민간고용 감소하는 흐름 지속. 실업률은 4.5~4.6%까지 높아질 것
12월 16일	유로존 12월 S&P Global PMI		▪ 제조업 확장국면 복귀 예상. 서비스업 업황은 확장국면 지속.
12월 18일	ECB 12월 통화정책회의		▪ 예치금리 2.00%에서 동결 전망. ▪ 유로존 CPI는 목표치 2.0% 수준에 안착했으며 경기 점진적 회복 중
12월 18일	미국 11월 CPI		▪ Core CPI 전년대비 3.0% 상승하며 컨센서스 부합. 관세발 재화물가 상승 압력 높아지나, 임금 상승률 둔화에 따른 서비스 물가안정이 이를 완충하는 모습
12월 19일	BOJ 12월 금융정책결정	★	▪ 추경(17.7조엔)을 포함한 경기부양대책(21.3조엔)이 물가 상승 압력을 키우고, 최근 Takaichi trade에 기반한 엔화 약세도 수입물가 압력 유발 요인 ▪ 금리인상을 지연시킬 경우 추후 가파른 인상해야 할 위험 급부상; 12월에 인상 단행 가능성
12월 23일	미국 3Q25 GDP		▪ 3% QoQ SAAR 예상. GDP Now의 3.9%는 하회 ▪ 증시 조정으로 Wealth effect 기반한 고소득층 소비 주춤. AI 주도 투자회복은 유효

주: 미국 지표 발표 일정은 재조정 가능성
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Macro Core View: 지역별 경제전망의 핵심

미국: 견실해 보이는 경제성장의 이면에는 AI 주도의 투자와 이에 편승한 자산가격 랠리-Wealth effect가 자리. 경기는 양호하지만, 노동시장 여건 악화가 문제. CPI 오름세가 당장은 주춤하나 관세 영향에 시차를 두고 내년 1분기 정점 형성 예상. 연준은 12월까지 인하한 이후 차기 의장 부임시까지 인하 휴지기 돌입할 것이며, 하반기 인하를 재개하여 3.25%까지 연방기금금리를 낮출 전망.

유럽: 관세 충격에도 금리인하의 영향이 실물에 미치면서 제조업 회복; 금리 하락은 하반기 이후 소비확대로 연결. 중기적으로는 유럽 재무장 2030, 유럽 나토 회원국 국방지출 확대/설비-건설투자 개선으로 성장세 가속화. ECB 금리인하는 끝.

일본: 올해 2분기부터 Output gap이 (+)로 전환되었고, 실질소득도 증가 중. 이런 환경에서 추경 편성은 단기 성장에는 긍정적이나, 중기 인플레 위험을 높일 요인. 10월 말 일본은행은 정부 공조를 이유로 동결했으나, 엔화 약세발 수입물가 압력 커지고 수요측 인플레 가세할 환경에서는 인상을 앞당길 필요성이 커졌음.

중국: 3분기 내수 위축 심화에도 수출물량 개선으로 4.8% 성장. 4분기의 경우 소비/투자진작 방안 없다면 수출 중심 성장에 의존. 일단 올해 5% 달성은 가능하며, 고, 내년 확장재정/소비 부스팅/수출 신장 조합일 경우 4.5% 이상 가능할 것.

한국: 올해 4분기 수출은 반도체에 힘입어 선방 중. 2025년 성장률 상향 조정 가능성이 열려 있음. 한편 내년까지 1) 소비심리 개선(자산효과), 2) 건설투자 바닥통과, 3) 확장재정 영향이 이어지며 경기회복 가시화. 한국은행 인하는 끝.

표1 **메리츠 경제전망 요약 및 변경 내용**

	GDP (% YoY)			CPI (% YoY)			정책금리 (기말, %)		
	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
미국	2.8	1.9	1.6	2.9 [2.8]	2.8 [2.8]	**2.6→2.9 [2.8→2.9]**	4.50	3.75	3.25
유로존	0.7	1.4	1.2	2.4	2.1	1.9	3.00	2.00	2.00
일본	0.1	1.3	1.0	2.7	3.0	2.1	0.25	**0.50→0.75**	**1.00→1.25**
중국	5.0	5.0	4.6	0.2	0.3	1.1	3.10	2.90	2.70
한국	2.0	1.0	2.0	2.3	2.1	2.3	3.00	2.50	**2.25→2.50**

주: [ ] 안의 숫자는 연간 Core PCE 전망, 정책금리는 미국 FFR, 유로존 Deposit rate, 일본 Call rate, 중국 1Y LPR, 한국 기준금리임
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

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.