

2026. 9. 17 (목)

9월 FOMC: 예방적 인상도 2번은 한다

- 연준은 9월 FOMC에서 FFR을 25bp 인상한 3.75~4.00%로 정함
- 경제전망에서는 인플레이 상방 위험 큰 것으로 평가. 점도표는 1회 추가 인상 적절론
- 당사는 12월 추가 인상 예상, 2H27 소비/노동시장 둔화 전제로 인하 재개를 예상
- 그러나 시장은 유가가 고공행진하는 이상 긴축 공포를 단기에 덜기는 어려울 것

경제분석

Economist 이승훈
seunghoon.lee@meritz.co.kr

RA 박민서
mspark@meritz.co.kr

25bp 금리인상: 연준은 9월 FOMC에서 만장일치로 연방기금금리를 25bp 인상한 3.75~4.00%로 정했다. 그간 Williams 부의장, Waller 이사 등이 동결론을 주장해 왔지만, 9월 둘째주 이후 유가 급등과 기대인플레이 상승이라는 파고 앞에서 고개를 숙일 수밖에 없었다는 생각이다.

Warsh 의장은 1) 기초적 인플레이션(underlying inflation)이 목표를 향해 명확하고 충분한 속도(clearly and at sufficient speed)로 나아가고 있다는 확신을 주기에 부족했고, 2) 경제성장이 강해졌고 금융여건이 완화적임을 고려, 완화 정도를 소폭 줄이기로 결정했다(remove a dose of accommodation).

이 밖에 FOMC 직전 선물시장에 반영된 9월 인상 확률이 90%였고, 백악관 NEC 의장인 Kevin Hassett이 중간선거 전 금리인상을 자제해 줄 것을 주문하는 등 연준 독립성 위험도 있었다. 연준 입장에서는 1) 8월 잭슨홀 기초연설에서 역설했던 물가안정 의지를 재확인하고, 2) 연준의 결정이 정치적 외압에서 자유롭다는 점을 보여 주기 위해서라도 인상을 강행할 수밖에 없었던 분위기였을 것이다.

수정 경제전망과 점도표: 경제전망은 6월과 큰 차이가 없었다. 실업률 전망이 전망 시계 전체(2026~29년)에서 4.1%가 유지되는 방향으로 바뀌었고, 물가 전망은 4Q26 PCE와 Core PCE 물가상승률 전망이 3.7%와 3.4%로 6월 전망 대비 0.1%p 씩 상향 조정된 것에 불과했다. 다만 전망의 불확실성 측면에서 경기와 노동시장 하방 위험이 크게 줄고, 인플레이션의 상방 압력이 여전히 높은 것으로 평가되었다(그림 3~6). 이러한 진단에 기반, 의장을 제외한 18명 중 12명이 연내 추가 25bp 인상이 적절하다는 의견을 내었고, 연내 50bp 인상 주장을 포함하면 그 수는 16명에 달한다(점도표 중위수 4Q26: 3.875%에서 4.125%로 상향 조정).

당사 견해: 우리는 올해와 내년 말 연방기금금리 전망을 기존 3.75%와 3.25%에서 4.25%와 3.75%로 각각 변경한다. 올해는 12월에 추가 인상이 있을 것으로 보며, 내년 하반기에 소비와 노동시장 모멘텀 약화를 전제로 금리인하가 재개될 수 있다는 견해이다. 이렇게 생각하는 이유는 다음 페이지에 기술한 바와 같다.

추가 인상의 근거

첫째, 단기간 내에 연준이 스스로 광범위한 인플레이션 압력(generalized inflation 혹은 broad-based inflation)이 “만족할 속도”로 완화되고 있다는 평가를 내릴 가능성이 제한적이기 때문이다. 위시 의장은 연준 금리인상 역할이 에너지나 관세에서 비롯된 충격이 전방위적으로 확산되는 것을 막는 데에 있다(any changes in relative prices don't broaden out)고 언급했다.

따라서 지역 연은이 집계하고 있는 여러 기초적 인플레이션 지표의 추세 못지 않게 잭슨홀에서 위시 의장이 언급한 “Inflation Breadth” 지표(물가상승률이 3% 이상인 개별 항목의 비중) 안정화 징후가 중요할 수 있다. 이는 PCE 물가 상승률 둔화에 시차를 두고 나타날 것이고 나머지 기초적 인플레이션 지표들은 안정화 흐름을 이어갈 것이기에 12월 1회 이상의 추가 인상을 기본 시나리오로 상정하지 않는다(그림 7~11).

둘째, 국제유가 고공행진 위험이다. 아직은 유가의 충격이 직접적으로 핵심물가를 크게 건드린다는 증거들이 많지 않다. 하지만 기간이 길어지게 되고 소비자들과 금융시장의 기대인플레이션이 자극되면 이야기는 달라진다. 트럼프 대통령 이야기 대로 중간선거 이후에 전쟁 리스크가 완화될 지 여부도 불분명하다. 따라서 선제적이고 예방적인 차원이라면 한 번의 인상으로 끝나지 않을 가능성이 커 보인다.

내년 하반기 인하 재개 전망의 전제

9월 FOMC 수정 경제전망에서는 실업률이 내년 말까지 4.1%에서 유지되는 가운데, Headline PCE 물가가 2.3%로 떨어져도 연준 목표 위에 있으니 계속 동결을 하자는 주장이 우위에 있는 듯하다. 이에 반해 당사는, 저축률이 3%까지 내려온 상태에서 3월부터 진행 중인 미국 개인 실질소득 위축이 재량소비를 중심으로 한 소비 증가율 둔화를 유발할 가능성이 크고, 결국 노동시장 균형 이탈까지 미칠 수 있는 위험을 걱정하고 있다(그림 12).

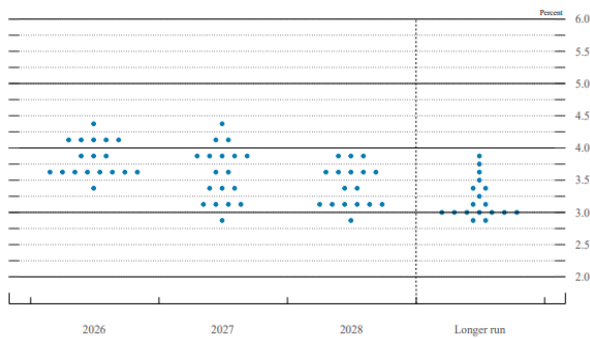
소비수요가 위축될 경우, 레스토랑, 소매업, 개인서비스업 등 재량소비에 해당되는 업종의 신규채용 중단/축소가 나타날 수 있다(이미 8월 Beige Book에 지역별 소비 부진, 관련 노동시장 위험 등이 기재되어 있음, 표 2). B2C 업종은 전형적인 노동집약적 업태임을 감안하면, 이러한 행태가 가시화되는 시점부터 구인/실업자 배율 1배를 밑돌기 시작할 가능성이 있다. 사태가 악화될 경우, 근로시간 축소, 파트타임 종사자 증가, 채용 축소로 귀결되면서 실업률이 오르기 시작할 수 있다.

이러한 전제 하에서, 2027년 연준은 물가안정 일변도에서 벗어나 완전고용-물가안정의 “dual mandate”를 동시에 고려할 필요성이 커질 것으로 본다. 이러한 환경에서는 지금과 반대로 긴축의 정도를 줄여야 한다. 장기균형인 중립금리 수준에 도달하는 시점은 2028년으로 예상한다.

금융시장: 유가가 고공행진하는 이상 단기에 긴축 공포 덜기 어려울 것

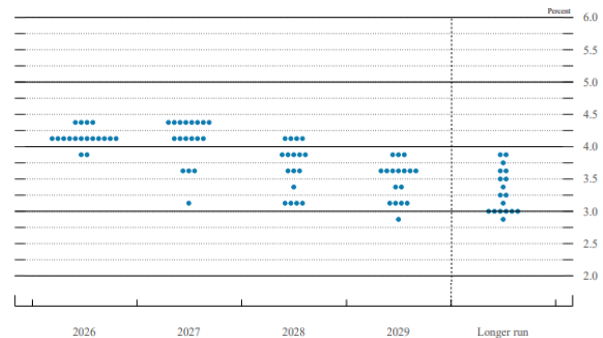
그러나 당사의 견해와 별개로 금융시장은 향후 1년 내 연방기금금리가 4.50%까지 인상될 수 있다는 긴축 공포(미 2년 4.73%)를 단기에 지우지 못할 것으로 보인다. 금리인상 우려가 덜어지며 시중금리의 하향 안정화를 위해서는 유가 안정(전쟁 변수)이 우선이고, 이에 따라 물가상승세가 둔화되는 것을 확인하는 과정이 수반되어야 할 것이다. 그리고 추가 긴축 우려로 장기금리가 고공행진하며 달러화가 강해지는 과정에서는 원화 강세도 잠시 쉬어갈 가능성이 높아 보인다. 연말 달러/원 1,350원 전망을 유지한다.

그림1 2026년 6월 FOMC 점도표



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026년 9월 FOMC 점도표



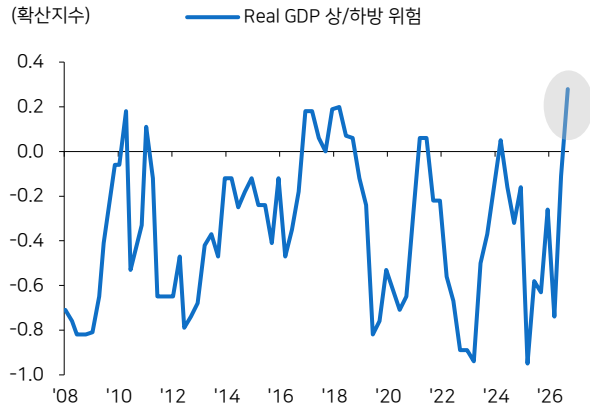
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

표1 Summary of Economic Projection (Sep 2026)

(4Q/4Q)	Median					Central tendency				
	2026	2027	2028	2029	장기	2026	2027	2028	2029	장기
GDP	2.3	2.4	2.2	2.1	2.0	2.2-2.4	2.2-2.6	2.1-2.3	2.0-2.2	2.0-2.2
6월 전망	2.2	2.3	2.2	-	2.0	2.0-2.3	2.0-2.4	2.0-2.3	-	1.8-2.0
실업률 (4Q)	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2	4.1-4.2	4.0-4.2	4.0-4.2	4.0-4.3	4.0-4.3
6월 전망	4.3	4.3	4.2	-	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.3	-	4.0-4.3
PCE 물가	3.7	2.3	2.1	2.0	2.0	3.5-3.7	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0
6월 전망	3.6	2.3	2.0	-	2.0	3.5-3.7	2.2-2.5	2.0-2.1	-	2.0
Core PCE 물가	3.4	2.5	2.2	2.0	-	3.3-3.4	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	-
6월 전망	3.3	2.5	2.1	-	-	3.2-3.5	2.3-2.6	2.0-2.2	-	-
FFR (4Q)	4.1	4.1	3.9	3.6	3.2	4.1-4.4	3.6-4.4	3.1-4.1	3.1-3.6	3.0-3.6
6월 전망	3.8	3.6	3.4	-	3.1	3.6-4.1	3.1-3.9	3.1-3.6	-	3.0-3.5

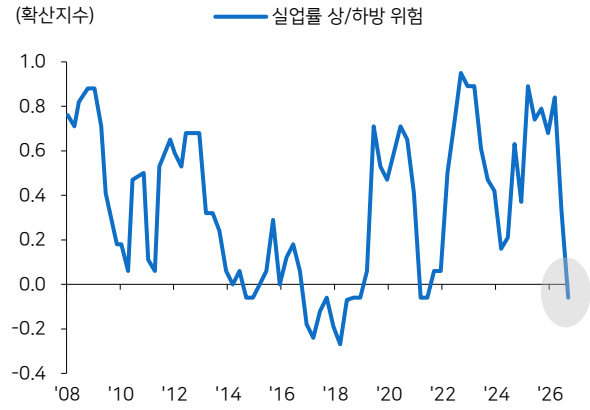
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 전망의 불확실성: 실질 GDP 상/하방 위험



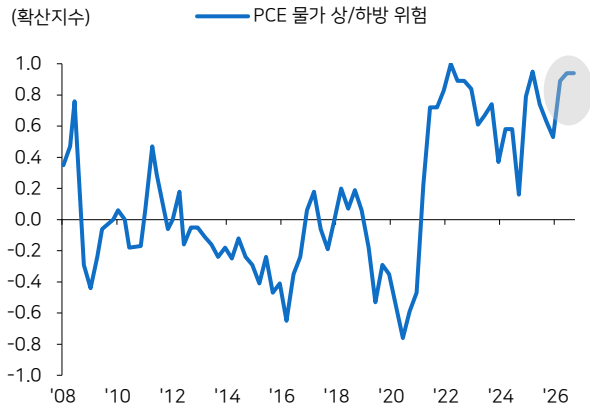
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림4 전망의 불확실성: 실업률 상/하방 위험



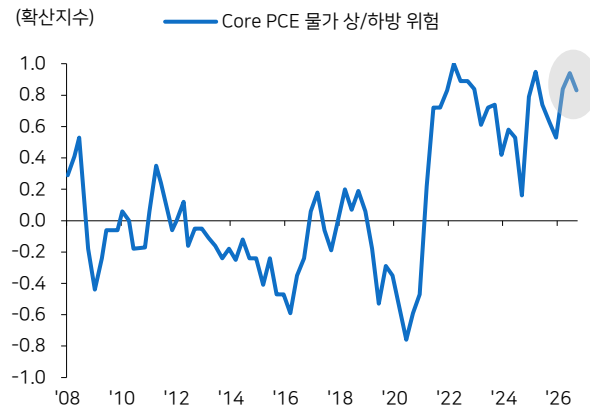
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림5 전망의 불확실성: PCE 물가 상/하방 위험



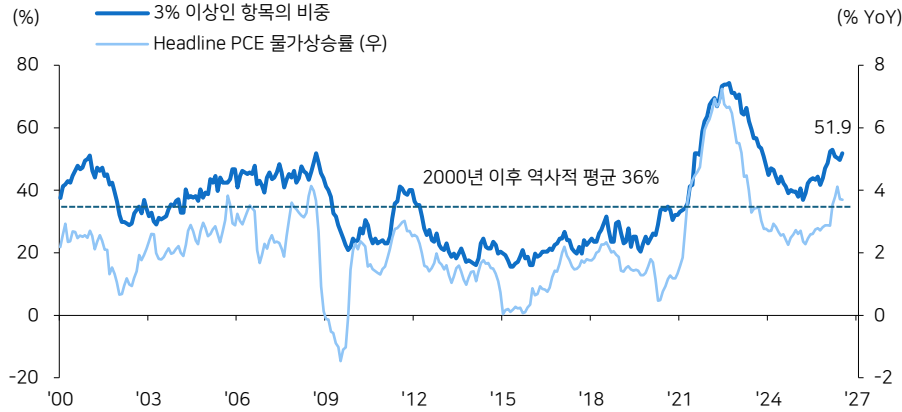
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림6 전망의 불확실성: Core PCE 물가 상/하방 위험



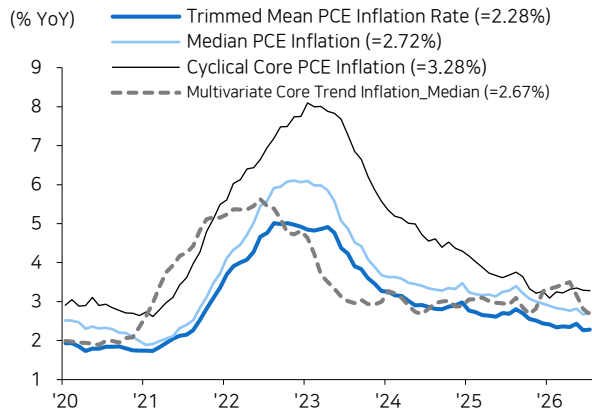
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림7 Inflation Breadth: PCE 중 전년대비 물가 상승률이 3% 이상인 항목의 비중



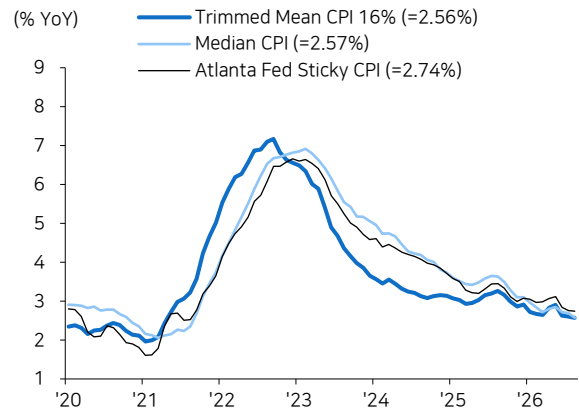
주: 비영리단체와 중복 추정되는 부분을 제외한 187개 항목 대상임
 자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림8 Underlying inflation: PCE 물가 (최근값: 7월)



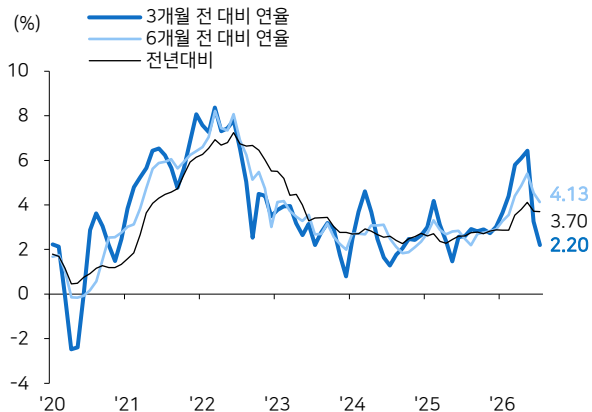
자료: Dallas, Cleveland, San Francisco, NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림9 Underlying inflation: CPI (최근값: 8월)



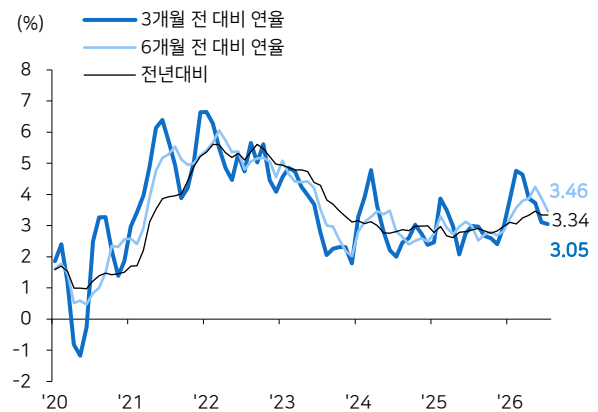
자료: Cleveland Fed, Atlanta Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림10 Headline PCE 물가: 3m, 6m, 12m 전 대비 변화율



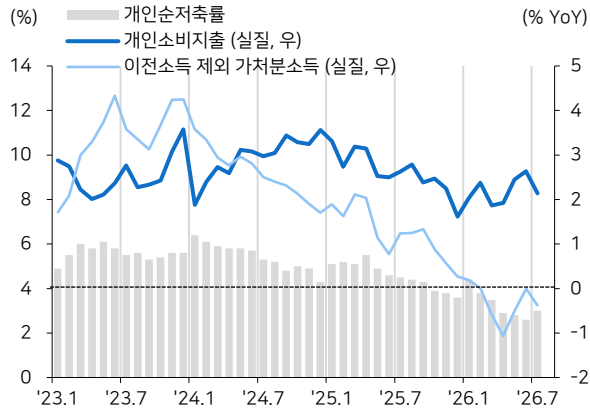
주: 연준 추정 8월 PCE물가 3.7% YoY 고려시 3m, 6m는 1.5%, 3.9%
 자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림11 Core PCE 물가: 3m, 6m, 12m 전 대비 변화율



주: 연준 추정 8월 Core PCE물가 3.2% YoY 고려시 3m, 6m는 2.1%, 2.9%
 자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림12 미국 개인소득, 소비, 그리고 저축률



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

표2 8월 Beige Book에 언급된 소비 약화 징후들

구분	내용
National Summary	Healthy labor demand was seen most frequently in manufacturing, construction, and some service sectors, while retail and hospitality sectors saw falling labor demand.
Kansas City	Consumer spending declined slightly due to weak households real income growth, which increasingly weighed on discretionary and nondiscretionary purchases.
Philadelphia	Retail contacts reported that their customers are more price sensitive and have changed their buying behavior in light of higher fuel prices
Cleveland	- Consumer spending decreased modestly in recent weeks, marking the fourth consecutive reporting period of decline. - One contact added that the previous boost from tax refunds had dissipated.

자료: Federal Reserve (Sep 2, 2026), 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.