

Strategy Idea



경제분석

Economist 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

유럽과 일본 인플레이션 점검: 여기도 임금이 중요하다

- ✓ 유로존 임금 상승률 둔화에 힘입은 물가안정은 예정된 수준: ECB 적극적 인하 부담은 제한적
- ✓ 일본은 24.3월 춘투 영향이 지금 물가에 반영되는 중. FY25 신선식품 제외 CPI 2.3% 전망
- ✓ 25.3월 춘투 임금 결정은 '26년 물가 결정변수. 춘투에서 5% 이상 임금상승 용인='26년 BOJ 콜금리 종착점 상황 조정 요인

주요국 중앙은행들은 모두 물가를 신경 쓴다

필자는 1월 9일 전략공감, "[美 인플레이션 점검: 의외의 변수는 노동시장](#)"을 통해, 미국의 경직적 인플레가 예상보다 장기화될 수 있는 위험 요인으로 노동시장의 과열 지속(=노동수급이 더 타이트해질 경우)을 지목한 바 있었다.

이후 1월 10일 발표된 미국 12월 고용동향이 완벽에 가까운 노동시장을 가리키면서, 연내 연준 금리인하 기대가 추가로 후퇴하기도 했다. 우리는 현재와 같은 미국 노동시장 호황이 지속될 가능성이 낮은 것으로 생각한다. 연말 효과와 허리케인 복구 수요가 작용했을 것으로 보기 때문이다. 따라서 시차를 두고 나타나게 될 6~9월 임금 상승세 가속화도 일시적인 성격이 강할 것으로 보고 있다. 우리는 올해 1~4월에 걸친 PCE 물가상승률 둔화를 확인하면서 연준이 6월에 인하를 "재개" 한다는 견해를 유지한다.

인플레이션에 신경을 쓰면서 통화정책 결정에 임하는 국가는 미국에 국한되지 않으며, 주요국 중앙은행에 모두 해당되는 사안이다. 오늘 전략공감2.0에서는 1월 9일 자료에 이어, 유럽/일본의 물가 환경을 점검한다. 인플레이션의 전개 여하에 따라 ECB와 BOJ의 통화정책 조정 여건이 결정될 것이기 때문이다. 본론에 앞서 2025~26년에 대한 당사의 통화정책 기본 시나리오를 아래에 정리한다.

표1 메리츠증권 주요국 통화정책 전망 (2025~26E)

(기말, %)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2026	비고*
FFR	4.50	4.50	4.25	4.00	3.75	3.25	인하(6, 9, 12월)
ECB deposit rate	3.00	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	인하(1, 3, 4, 6월)
BOJ call rate	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	인상(1, 7월)
BOK base rate	3.00	2.75	2.50	2.25	2.25	2.25	인하(2, 5, 8월)

주: * 연내 금리인하 시점 전망

자료: FRB, ECB, BOJ, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터 추정

유로존: 임금 상승률 둔화에 힘입어 물가안정 목표달성 가능성 높아

유로존 디스인플레이션 진행 중
서비스 물가상승률은 여전히 높아

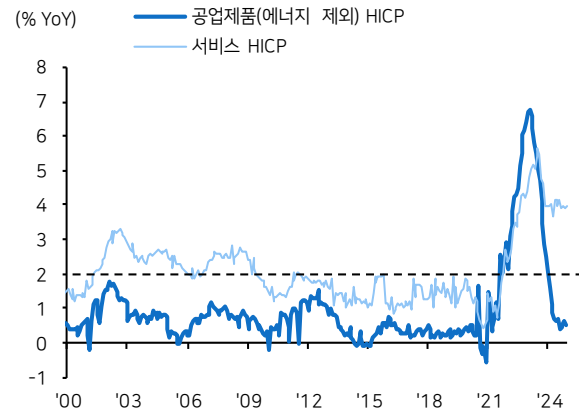
2024년 12월 유로존 소비자물가(HICP)는 전년대비 2.4%, 식료품과 에너지를 제외한 물가의 경우 2.7% 상승하여, 미국의 최근월 PCE 물가와 대동소이한 상승률을 기록하고 있다. 핵심물가(식료품/담배, 에너지 제외)를 분해해 보면, 공업제품 인플레이션은 안정화(0.5%) 되었으나 서비스 인플레이션율은 4.0%로 여전히 높다.

그림1 유로존 HICP 상승률



자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

그림2 핵심물가 분해: 공업제품, 서비스

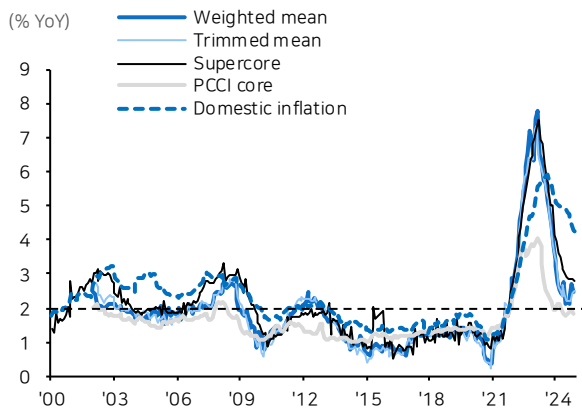


자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

수입 물가 영향 제한적인
Domestic inflation도 4%
이들은 모두 협상임금 고공행진의
결과물임

인플레이션의 추세를 보여 주는 기초적 인플레이션 잣대들도 ECB의 물가목표인 2%에 대부분 수렴하고 있다. 이들 중에서는 수입물가 영향이 적고 국내 요인의 영향을 크게 받는 Domestic inflation(국내 물가)¹만 4%를 웃돌고 있다. 서비스 물가와 국내 물가의 상승률이 유독 높은 것은 이들이 임금 상승률의 함수이기 때문이며, 아직까지 유로존의 협상임금 상승률이 4~5%대로 고공행진 중이라는 점과 무관하지 않다.

그림3 유로존의 기초적(underlying) 인플레이션 잣대들



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 유로존 협상임금 상승률과 국내물가, 서비스 물가



자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터 추정

¹ Low Import Intensity (LIMI) inflation indicator. 수입물가 영향 작은 (import intensity < 18%) 29개 품목을 선별. 내구재 수리, 임대료, 의료/교육비, 보험료 등 포함. 월별 비중은 연간 비중의 12m rolling average로 계산. (자세한 내용: [링크](#))

24년 임금 상승률 높았던 이유:
2~3년만의 임금협상 시기 도래
= 인플레이션 보상의 필요성 부각

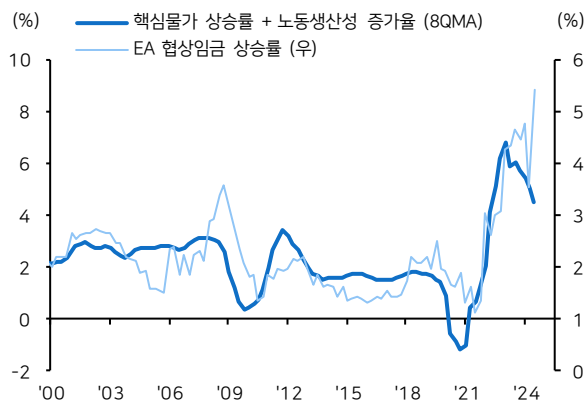
미국은 유연한 노동시장을 보유하고 있어 그때그때의 노동 수급에 따라 임금 상승률이 결정되지만, 경직적인 노동시장인 유럽은 2~3년에 한번씩 단체협상을 통해 임금을 결정한다. 2024년에 협상임금을 포함한 제반 노동비용의 상승세가 가팔랐던 것은, 1) 단체협상 시기가 2024년에 집중되었고 2) 2022년부터 누적된 인플레이션을 고려하여 임금 조정을 해야 했기 때문이다.

협상 임금 상승률 내려올 것

이렇게 높아진 협상 임금상승률 마저도 곧 정점을 통과할 가능성이 커 보인다. 임금 인상을 정당화하는 요인은 인플레이션에 대한 보상과 생산성 향상이다. 따라서 이 두 요소를 합한 값이 결국 임금 인상폭을 결정한다. 2~3년에 한번씩 임금 협상을 한다는 점을 고려, 이를 8개 분기 이동평균하면 협상임금 상승률과 대체로 동행한다. 이 지표가 정점을 통과하였다.

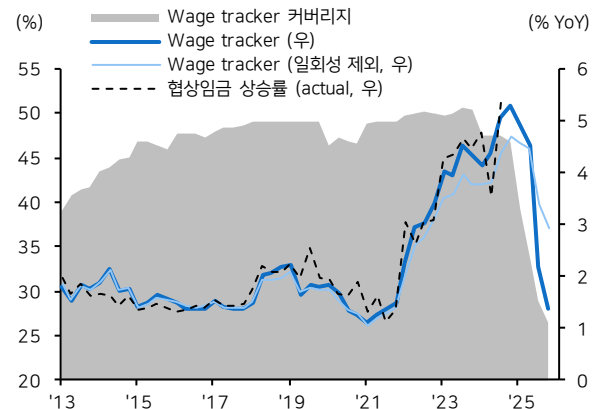
ECB가 협상임금을 tracking 하기 위해 고안한 Wage Tracker에서도 협상 임금 상승률의 둔화가 예고되고 있다. 올해 4분기 협상 임금 상승률은 1.4%, 일회성 요인 제외시 2.9%까지 내려올 것으로 전망된다 (vs 3Q24 5.42%).

그림5 유로존 협상임금 상승률과 핵심물가/노동생산성의 합



자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

그림6 ECB Wage Tracker (2024년 12월 추계)



자료: ECB, 메리츠증권 리서치센터

서비스 물가를 결국 하향
안정화시킬 요인

향후 임금상승률의 궤적을 알 수 있다면, 이에 연동되는 서비스 물가상승률 추정 은 쉽다. 올해 2분기까지 협상임금 상승률이 4.5% 내외에 머문다는 ECB의 추정을 그대로 적용(그림 6)하고, 공업제품(에너지 제외) 물가상승률이 2000~19년 장기평균인 0.6%에 머문다고 가정하면 표 2와 같은 결과를 얻을 수 있다. 식료품/담배/에너지 제외 물가가 올해 2분기까지 2.9%로 높아진 이후 하반기 들어 빠르게 안정화된다는 것이다.

단, 올해 상반기까지 서비스 물가상승 압력의 과대 추정 가능성을 고려해야 한다. 작년 4분기 ECB Wage tracker 값(4.59%)을 그대로 서비스에 적용하면 4.42%가 나왔어야 하나, 실제치는 3.95%였다. 올해 상반기 서비스 물가도 그만큼을 조정해 줄 필요가 있겠다. 일회성 요인에 따른 협상임금의 오버/언더슈팅까지 고려하면 그림 7의 유럽중앙은행 유로존 물가전망에 준하는 경로가 나온다.

유로존 물가안정은 예정된 수준

이상은 그때그때의 노동수급에 따라 임금 상승세 가속화 "위험" 이 존재하는 미국과 달리, 유로존의 물가안정은 예정된 수준일 가능성이 높음을 의미한다. 라가르드 총재는 올해 4분기에 Headline HICP 상승률이 2.0%에 수렴할 것이라는 전망이 5개 분기째 유지 중임을 강조하면서 인플레이 목표 달성 확신을 높이고 있다.

따라서 금리를 빠르게 중립으로 보내는 데 부담이 적을 것

ECB 전망이 맞다면, 이미 올해 2분기 Headline 물가상승률은 2.1%, Core는 2.3%로 2% 목표에 상당폭 수렴해 있을 것이기에, ECB 입장에서는 빠르게 정책 금리를 중립으로 보내는 데에 부담이 적을 것이다. 당사가 올해 상반기 중 ECB의 연쇄적인 금리인하를 보는 근거이기도 하다.

인플레이션 언더슈팅 요인으로 경기하방 위험도 고려해야 함

추가로 고려해야 할 것은 경기하방 위험이다. 경기부진이 인플레이션의 불필요한 언더슈팅을 유발할 수 있기 때문이다. 유로존 경기 흐름을 가늠할 수 있는 유용한 잣대는 매달 발표되는 경제심리지수(ESI)이며, 여기에 12개월 내외 시차를 두고 핵심 물가가 움직여 왔다. 모든 구간에서의 시차상관계수가 높게 나오지는 않지만, ESI가 기준선 100을 밀돌면서 계속 하락할 때 물가상승률 둔화가 어김 없이 나타났었고, 금융위기와 재정위기(2008~09, 11~13) 때 이러한 특징이 두드러졌다.

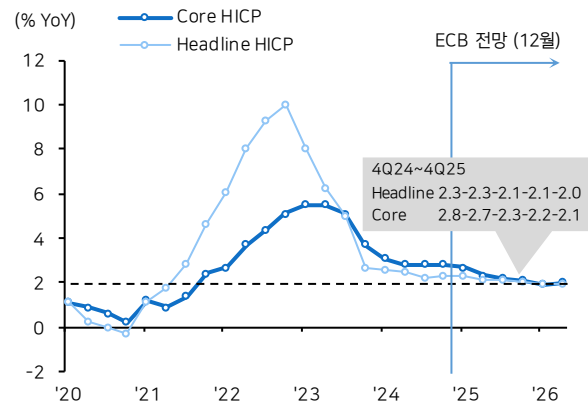
이 때의 공통점은 마이너스 Output gap이 확대되며 디스인플레이션을 심화시켰다는 것이며, 지금도 이와 유사하다고 본다. 유럽 집행위원회는 2025~26년 마이너스 Output gap 축소를 전망하나, 당사의 유로존 경제전망(1.0%, 1.2%) 하에서는 마이너스 Output gap이 올해 확대('24년 -0.5%→'25년 -0.7%)되는 방향으로 계산된다. 인플레이션 하방 위험이 표면화되기 전에 ECB는 적극적으로 금리를 내려야 하며, 실제 언더슈팅이 현실화되면 2% 아래로 예치금리를 내릴 가능성도 고려해야 한다고 생각한다.

표2 유로존 Core (음식료, 담배, 에너지 제외) 물가 추정

(% YoY)	공업제품	서비스	Core (에너지, 음식료/담배 제외)
비중 (%)	36.4	63.6	100.0
1Q24A	1.57	3.98	3.09
2Q24A	0.75	3.98	2.78
3Q24A	0.51	4.01	2.77
4Q24A	0.55	3.95*	2.69
1Q25E	0.60	4.33**	2.97**
2Q25E	0.60	4.21**	2.89**
3Q25E	0.60	3.20	2.25
4Q25E	0.60	2.75	1.96

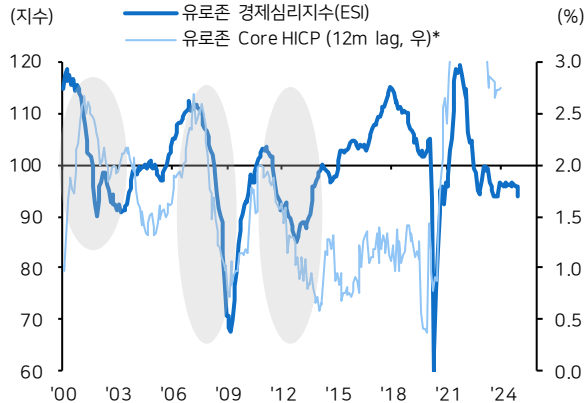
주: * 4Q24 Wage tracker 대입시 4.32%. ** 과대계상 구간
자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림7 유럽중앙은행의 유로존 물가전망



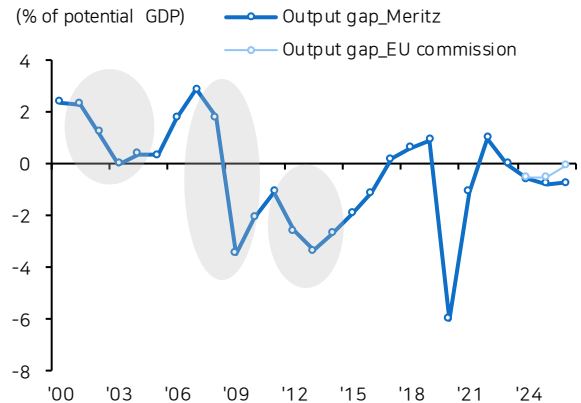
자료: ECB, 메리츠증권 리서치센터

그림8 유로존 경제심리지수 vs 유로존 Core HICP*



주: * Seasonal Food and Energy 제외
자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

그림9 유로존 Output gap 추정



자료: European Commission, 메리츠증권 리서치센터 추정

일본: 춘투 협상임금 인상은 어떻게 인플레이를 자극하는가?

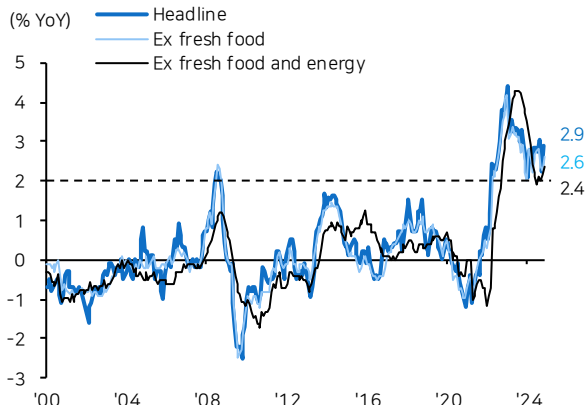
일본 물가는 32개월째 BOJ
목표를 상회 중

2024년 11월 일본 소비자물가는 전년대비 2.9%, 일본은행의 전망 대상인 신선식품 제외 물가는 2.6% 상승했다. 이들은 공히 2022년 4월부터 32개월째 일본은행 물가목표 2%를 상회하고 있다. 향후 일본 인플레이션을 추정하기 위해 신선식품 제외 물가를 재화와 서비스로 나누어 단순한 모형을 구축해 보았다.

신선 식품 제외 재화물가의 추정

우선, 신선식품을 제외한 재화 물가는 식료품을 제외한 수입물가의 함수로, 다시 식료품 제외 수입물가는 엔화 표시 두바이유 상승률이 등락을 좌우한다고 보았다. 2025년 연평균 달러/엔 148엔과 두바이유 76.5달러를 가정하여 궤적을 그린 것이 그림 12이다. 엔화 약세에도 중기 시계에서는 수입물가 압력이 크게 두드러지지 않을 것으로 예상된다. 신선식품 제외 재화물가는 그 궤적을 따라가지만, 임금 인상에 따른 구매력 증대와 에너지 보조금 일몰의 영향으로 다소 경직적인 흐름을 보일 것으로 추정하였다. 최근월 신선식품 제외 재화물가 상승률은 3.7%이지만, 중기 시계에서는 2% 안팎이 될 것으로 예상된다.

그림10 일본 소비자물가 상승률 (소비세 인상 제외)



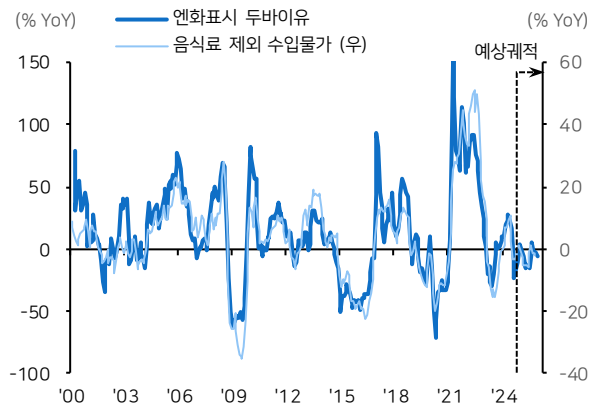
자료: 일본 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림11 일본 신선식품 제외 CPI 분해: 재화 vs 서비스



자료: 일본 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림12 엔화 표시 유가와 일본 음식료 제외 수입물가



자료: 일본은행, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 일본 음식료 제외 수입물가, 신선식품 제외 재화 CPI



자료: 일본은행, 일본 통계청, 메리츠증권 리서치센터

서비스 물가의 추정

= 임금의 함수

서비스 물가는 미국, 유럽과 마찬가지로 임금의 함수이며, 역사적인 관계도 이를 잘 입증한다. 일본의 서비스 물가는 명목임금 상승세가 12개월 간 누적되고, 이것이 9개월 시차를 두고 서비스 물가에 영향을 미치는 구조로 판단된다.

12월 금융정책결정회의(금정위)에서 금리를 동결할 때 2025년 춘투 협상 결과 확인 필요성이 제기되었다. 어떻게 춘투에서 협상 임금이 결정되고, 이것이 다시 명목 임금과 서비스 물가에 어떻게 영향을 주는 지가 물가 전망의 핵심이다. 이는 다음과 같다.

1) 춘투 협상임금 인상률은
전년 물가상승률의 함수임

■ 자산버블 붕괴 이후인 1992년 이후를 기준으로 하면, 춘투 협상임금은 전년도 연간 소비자물가 상승률(소비세 인상 제외분)과 대체로 연동되어 왔다. 2024년 3월 춘투에서 5.1%의 임금인상률이 결정된 것은 2023년 소비자물가 상승률이 3.3%에 달했던 것과도 무관하지 않다. 인플레이션 보상이 들어가야 하기 때문이다. 2024년 연간 소비자물가 상승률은 2.64%에서 마무리될 것으로 보이며, 이를 2025년 3월 춘투 협상임금에 대입하면 3.9%라는 값이 나온다. 이것이 일본 물가전망에서 당사가 상정한 춘투에 대한 기본 가정이다.

2) 춘투에서 결정된 임금 인상률은
12개월에 걸쳐 명목임금에,
다시 9개월 시차를 두고 서비스
물가에 영향

■ 이렇게 결정된 협상임금은 협상 직후부터 시작되는 회기연도(FY25=25년 4월~26년 3월)의 명목임금에 순차적으로 영향을 미치게 된다. 코로나19 이후 협상임금 결정이 유의미하게 명목임금에 영향을 주기 시작했다는 점을 고려하여 이 구간을 기준으로 추정하면, FY24(24년 4월~25년 3월) 구간의 명목임금은 3.43%, FY25의 경우 2.51%로 계산된다. 이렇게 12개월 간 누적된 임금 상승이 3개 분기 뒤의 서비스 물가 압력으로 연결되는 구조라는 것이다.

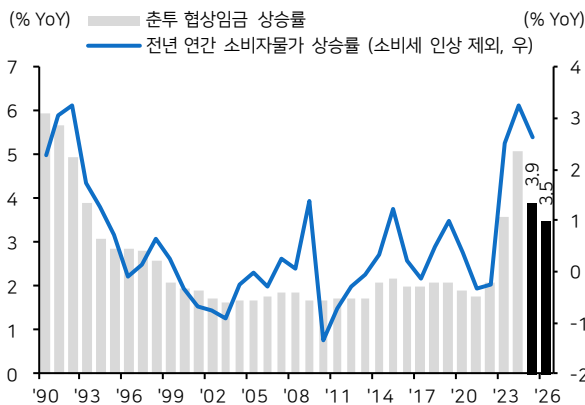
지금은 '24.3월에 결정된 협상임금
인상의 영향이 이어지는 구간

이상의 관계가 주는 시사점은 다음과 같다: ① 2024년 3월에 결정된 5.1%의 협상임금 상승률이 지금까지도 명목 임금에 계속 영향을 미치고 있다는 사실이다. 현재 임금 상황이 개선된다는 중앙은행의 진단은 여기에 부합하는 것으로 보인다.

앞으로 서비스 물가압력 본격화될
가능성 커

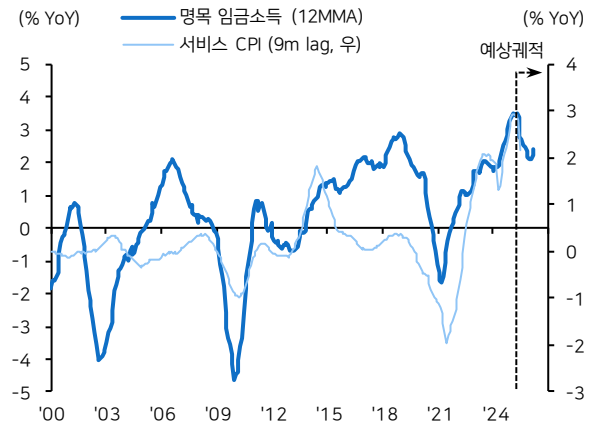
② 명목임금 상승세 확대에 '시차를 두고' 2025년 2분기 이후 서비스 물가압력이 본격화될 가능성이 있다. 즉, 지금은 재화물가 상승률이 우위에 있다 하더라도 회기연도가 바뀌는 시점부터는 서비스 주도의 인플레이 환경이 보다 뚜렷해 진다는 것이다. ③ 이시바 시게루 총리의 언급처럼 작년(5.1%) 수준의 협상임금이 올해 3월에 결정된다면 이는 올해가 아니라 내년 이후 서비스 물가를 더 크게 끌어올릴 요인이 될 수 있다는 것이다.

그림14 전년 연간 CPI 상승률과 춘투 협상임금 상승률



자료: 일본 경단련, 일본 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림15 일본 명목 임금소득과 서비스 CPI (Base)



자료: 일본 후생노동성, 일본 통계청, 메리츠증권 리서치센터

'25.3월 춘투 협상임금 결과에
상관 없이 올해는 2% 넘는 물가
상승세 시현할 것

우리의 춘투 베이스라인은 3.9%
인상. 올해처럼 5.1% 인상시 26년
물가압력 크게 높아질 것

이러한 매커니즘에 기반한 우리의 일본 물가전망을 다음 페이지 표 3~4에 정리하였다. 2025년 3월 춘투 결과와 관계 없이 이미 누적된 임금 상승 압력과 에너지 보조금 일몰 등의 영향으로 FY25 신선식품 제외 소비자물가는 2.3% 상승할 것으로 예상하며, 2025년 춘투 협상임금 3.9%를 가정할 경우 FY26 신선식품 제외 물가는 2.2%로 추정된다. 이상은 일본은행이 작년 10월 제시했던 물가전망인 2.1%(FY25)와 1.9%(FY26)를 상회하는 것이기에 1월에 물가 전망 상향조정 가능성이 있다고 판단하는 것²이다. 우리의 기본 시나리오이다.

이와 다르게 2025년 3월에 5.1%의 협상임금 인상이 결정될 경우라면 FY26에 서비스 주도의 인플레이션 압력이 크게 부상할 가능성을 고려해야 한다. 이 때는 FY26 전망이 2.6%로 크게 높아지게 된다. 이는 당장 올해의 금리결정 변수라기 보다는 내년에 가서 일본은행이 금리인상의 종착점을 어디로 설정할 지의 문제와 연관하다.

² 박수연, 1월 22일 전략공감2.0, "BOJ 1월 프리뷰: 땀질식 25bp 인상 (링크)"

25년 춘투 → 26년 물가 영향
→ 올해가 아닌 내년 BOJ 금리
결정의 문제

일본은행의 전망 시계 내내 신선식품 제외 물가가 2%를 소폭 상회할 가능성을 고려하여 당사는 BOJ 콜금리 종착점을 1%로 보고 있지만(올해 1, 7월 인상+26년 25bp 추가 인상), 전술한 시나리오가 현실화된다면 그 이상의 금리인상을 용인해도 실질금리가 -1%를 하회하게 된다. 이 때는 우리도 종착점 전망 상향 조정을 검토할 것이다.

표3 일본 신선식품 제외 소비자물가 상승률 전망 (Base)

(% YoY)	재화*	서비스	CPI ex fresh food
CY24	3.33	1.97	2.63
CY25	2.08	2.28	2.19
CY26	2.46	2.00	2.22
FY24('24.4~'25.3)	3.26	1.84	2.53
FY25('25.4~'26.3)	2.02	2.57	2.30
FY26('26.4~'27.3)	2.58	1.85	2.21
Assumptions			
(% YoY)	춘투 협상임금	명목임금	전년 CPI (CY)
FY24('24.4~'25.3)	5.10	3.43	3.26
FY25('25.4~'26.3)	3.91	2.51	2.64
FY26('26.4~'27.3)	3.49	2.25	2.20

주: * 신선식품 제외 재화

자료: 일본 통계청, 메리츠증권 리서치센터 추정

표4 일본 신선식품 제외 소비자물가 상승률 전망 (Alternative)

(% YoY)	재화*	서비스	CPI ex fresh food
CY24	3.33	1.97	2.63
CY25	2.08	2.28	2.19
CY26	2.46	2.37	2.41
FY24('24.4~'25.3)	3.26	1.84	2.53
FY25('25.4~'26.3)	2.02	2.58	2.31
FY26('26.4~'27.3)	2.58	2.54	2.56
Assumptions			
(% YoY)	춘투 협상임금	명목임금	전년 CPI (CY)
FY24('24.4~'25.3)	5.10	3.43	3.26
FY25('25.4~'26.3)	5.10	3.23	2.64
FY26('26.4~'27.3)	3.81	2.45	2.40

주: * 신선식품 제외 재화

자료: 일본 통계청, 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.