

Strategy Idea



경제분석

Economist 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

To cut, or not to cut, that is the question

- ✓ 관세의 미국 인플레이션 영향은 실재함: 주로 재화 PPI/CPI에 국한된 충격일 가능성 높아
- ✓ 전방위적 CPI 양등 가능성 낮음. 다만 노동공급 축소-임금 상승 압력 부상하면 다른 그림
- ✓ 7월 FOMC: 1) 인플레이션에 대한 걱정의 크기, 2) 노동수요/공급 중 무엇을 더 중시하는 지 주목

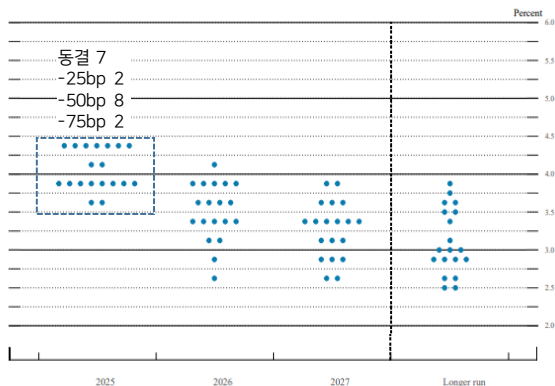
들어가며: 연준의 연내 인하 여부/횟수에 대한 고민... 사실은 모른다

필자가 요즘 고객들로부터 가장 많이 받는 질문은 "관세가 미국 인플레이션에 얼마나 충격을 줄 수 있는지"에 대한 것이며, 이는 연준의 정책금리 전망과 맞닿아 있다. 요즘처럼 Fed call을 하기 어려운 적이 없었던 것 같다. 그런데 이는 필자만의 문제는 아닌 듯 하다. 연준도 마찬가지로 갈피를 못 잡고 있기 때문이다.

연준 내 의견은 연내 동결과
2회 내외 인하로 양분

6월 FOMC에서 공개된 올해의 점도표(즉, 4분기 적정 연방기금금리 수준)은 동결 7명과 인하 12명으로 나뉘어 있다. 실제로는 동결이 바람직하다는 진영과 두 번 정도의 인하가 적절하다는 진영으로 양분되어 있다고 보는 것이 맞겠다. 19명 중 9번째에 해당하는 점(중위수)이 절묘하게 50bp 인하에 걸쳐 있을 뿐이기에 이를 연준의 컨센서스라고 단정하기 어렵다. 특히 같은 지표를 보더라도, 앞으로의 노동시장과 인플레이션 전개 방향에 따라, 그리고 어떠한 요인들을 중시하는가에 따라 완전히 다른 결론에 도달할 수 있는 것이 지금의 상황이다.

그림1 6월 FOMC 점도표 분포



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

표1 6월 FOMC: Summary of Economic Projections

(4Q/4Q)		2025	2026	2027	장기
Median	GDP	1.4	1.6	1.8	1.8
	실업률 (4Q)	4.5	4.5	4.4	4.2
	PCE px	3.0	2.4	2.1	2.0
	Core PCE px	3.1	2.4	2.1	-
	FFR (4Q)	3.9	3.6	3.4	3.0
Central tendency	GDP	1.2-1.5	1.5-1.8	1.7-2.0	1.7-2.0
	실업률 (4Q)	4.4-4.5	4.3-4.6	4.2-4.6	4.0-4.3
	PCE px	2.8-3.2	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0
	Core PCE px	2.9-3.4	2.3-2.7	2.0-2.2	-
	FFR (4Q)	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6	2.6-3.6

자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

동결과 인하를 주장하는 진영의 견해 차이는 6월 FOMC 의사록에서 좀 더 뚜렷하게 드러났다. 공통 분모가 있다면 지금은 경제가 버티고 있기에 인플레이션과 경제전망이 좀 더 명확해 질 때까지 기다릴 수 있는 상황이라는 관점이다.

연내 인하 주장 진영의 논리

인하를 주장하는 진영은 관세의 물가충격이 작거나 일시적일 가능성에 무게를 두고 있으며, 오히려 관세가 경기충격(Growth shock)에 가까운 개연성을 크게 본다. 월러(Waller) 이사가 그 선두에 있다. 민간고용 악화와 채용건수(hiring) 하락, 관세의 상당 부분이 소비자에게 전가되기 어려울 수 있다는 진단이 그의 7월 인하 주장 근거들이다.

연내 동결 주장 진영의 논리

반대의 논리도 만만치 않다. 최근까지도 인플레이션율이 목표치 2%를 넘고 있고, 장기와 단기 인플레이션 기대의 상승이 물가상승세를 가속화시킬 수 있다는 주장이다¹. 일부는 항구적 인플레이션으로 변질 위험도 제시한다. 노동시장이 버티는 환경이라면 티무니 없는 주장은 아니라고 생각한다. 이 경우라면 관망 태세를 좀 더 오래 유지하면서 연내 인하를 자제하는 것이 바람직할 수 있겠다.

상기한 두 가지 주장에 모두 설득력이 있다고 생각한다. 이하에서는 1) 인플레이션과 노동시장을 보는 여러 가지 관점과 2) 이에 입각한 연준 정책의 여러 시나리오를 제시하고자 한다.

그림2 6월 FOMC 의사록: FOMC 구성원들의 현 상황 진단 및 향후 전망

Generally agreed	■ 견고한 경제, 노동시장 + 소폭 제약적인 금리 → 인플레이션과 경제전망이 명확해지길 기다릴 수 있는 좋은 포지션
Most ■ 관세발 물가압력이 크지 않거나 일시적일 수 있음 ■ 장기 기대 인플레이션 "Well-anchored" ■ 경제, 노동시장 여건 악화 가능성 염두 ■ (A couple) 그들의 경제전망에 데이터 부합시 7월 인하도 고려(Waller, Bowman) 약간의 인하(some reduction)가 바람직	Some ■ 최근까지도 인플레이션율이 목표 2%를 넘고 있음 ■ 민간 경제주체들의 기대 인플레 상승으로 물가 상방 위험 유의미 ■ 경제가 견고할 수 있다는 믿음도 인플레이션 지지에 일조할 요인 연내 인하하지 않는 것(no reduction)이 바람직
전망의 위험	■ 관세가 예상보다 큰 폭의 인플레를 유발하고 항구적 인플레이션으로 변질 위험 ■ 장기 기대 인플레이션 상승 및 경제/노동시장 견고한 상태 유지 → 더욱 제약적인 금리가 바람직 ■ 노동시장, 경제활동이 상당히 악화 ■ 인플레이션율 하락, 장기 기대 인플레 유지 → 덜 제약적인 금리가 바람직

자료: "Minutes of the Federal Open Market Committee, June 17-18, 2025", 메리츠증권 리서치센터 정리

¹ 10년 BEI는 2.4% 전후에서 안정화되어 있으나, 미시건대 5년 기대인플레는 7월 3.6%(2022년 물가금등기 3.0~3.1%), 연준의 CIE(Index of Common Inflation Expectation; 10Y PCE px)는 2Q25 2.34%로 2022년 수준과 유사

1. 인플레이션 점검: 관세 충격의 영향과 소비자물가 전반의 흐름

1-1. 관세 충격의 물가 영향은 실재하는가?

관세는 미국 내 수입업자가 부담하는 세금

관세는 수입품을 취급하는 수입업자가 내는 세금이다. 따라서 트럼프 대통령의 주장처럼 교역상대국이 내는 세금은 아니다. 관세 충격이 물가에 영향을 미치는 경로는 “관세” 라는 새로운 비용을 스스로 떠안느냐, 아니면 다른 부문에 전가를 시킬 것인가의 이슈와 맞닿아 있고, 그 경로는 다양하다.

관세를 사전적으로 인지할 경우 선제적 가격 인상

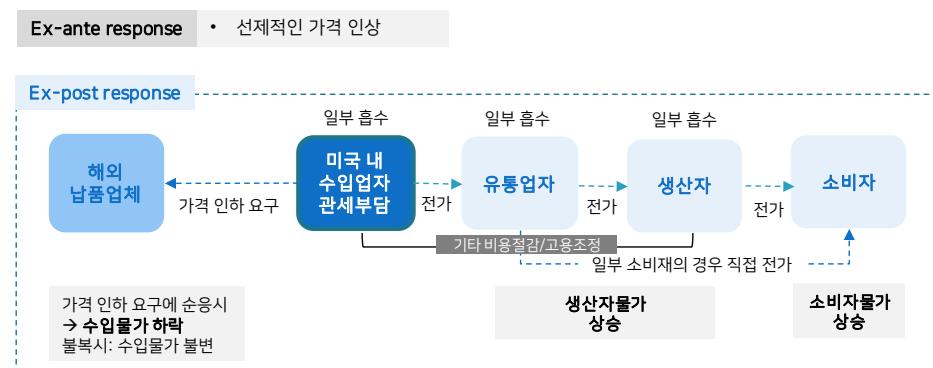
먼저, 관세가 부과된다는 것을 수입 업자나 유통업자가 미리 알았을 경우 관세 충격 이전에 선제적으로 가격을 인상할 수 있다. 관세가 부과된 이후에는, 그리고 4월 2일의 경우처럼 모두의 예상을 뛰어 넘는 수준일 경우에는, 미리 대비하지 못한 부분에 대한 사후적인 대응이 이루어지게 된다.

사후적 대응은 1) 해외 납품업체 가격 인하 요구, 2) 미국 역내 소화로 다시 구분 가능

- 미국 내 수입품을 취급하는 수입업자가 수요독점(monopsony)이라면, 해외 납품업체에게 가격 인하를 강제할 수 있지만 대부분은 그렇지 못하기에 가격 인하를 요청할 수 있다. 해외 부문이 이를 수용할 경우 수입물가는 하락한다.
- 미국 내에서 수입업자나 유통단계별로 관세 압력을 떠안는 것도 방법이다. 원자재나 중간재는 이런 경로가 유력하며, 소비재는 소비자에게 직접 전가될 수 있다. 부분적으로 떠안는 경우를 상정하더라도, 현재 공표된 관세율이 20%를 상회하고 있기에 비용부담이 클 수 있다. 따라서 다른 비용을 절감하거나, 경우에 따라서는 고용조정 형태가 수반될 수 있다. 관세 충격이 아무 일도 없이 지나갈 가능성은 거의 없다.

따라서 관세의 인플레이션 충격이 현실화된다면 생산자물가에서 반응이 먼저 일어날 가능성이 크다고 봐야 한다. 생산의 초기 단계인 업스트림(upstream) 업종의 충격이 클 수 있고, 최종 소비자에 가까운 다운스트림(downstream)일수록 상대적 충격 강도가 작을 수 있다. 정확한 충격의 크기는 의사결정에 따라 달라지므로, 계량적인 방식의 추정은 불가능하다. 그나마 가이드라인으로 삼을 수 있는 연구는 2018~19년 미-중 무역분쟁의 사례를 준용하여, “10%pt 관세율 인상이 PPI를 1.5~2.3% 끌어올린다”는 뉴욕 연의의 분석일 것이다([링크](#)).

그림3 관세가 물가에 영향을 미치는 경로



자료: 메리츠증권 리서치센터

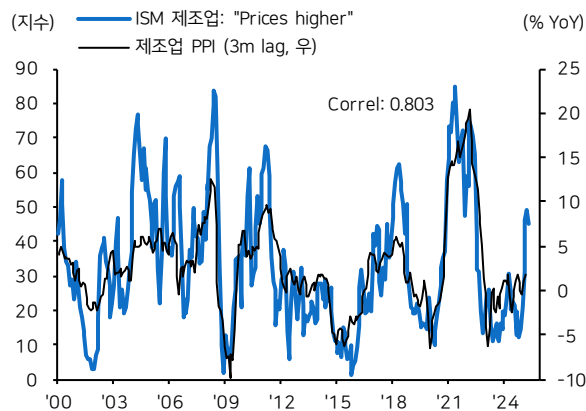
현재는 선제적 가격 인상 영향이 시차를 두고 들어오는 구간

현재는 트럼프 행정부의 대규모 관세 부과에 앞서, 선제적으로 가격을 인상한 여파가 생산자물가에 시차를 두고 반영되고 있을 가능성이 높다. 2024년 말 당시만 하더라도, ISM(미국 공급관리협회) 제조업/서비스업 서베이에서 가격을 올렸다고 응답한 비율은 각각 14.4%와 23.7%에 불과했다. 제조업의 경우 동 비율은 올해 3월 46%를 기록한 이후 2분기 내내 45~49%에 머물고 있다. 서비스업의 경우도 2분기에는 38~45%의 응답비율을 기록했다. 3개월 시차를 고려한다면 선제적 가격 인상 여파는 수 개월 내로 제조업 PPI에 주로 반영될 것으로 예상된다.

수입물가 하락 징후 없음

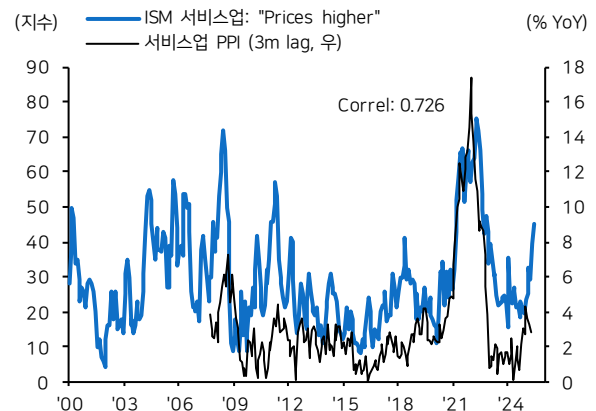
현재까지의 동향을 보자. 수입물가 하락은 관찰되지 않고 있다. 석유류를 제외한 미국 수입물가는 올해 4월까지 상승한 이후 5~6월 연속 불변이었다. 수입품의 원산지(locality of origin) 별로는 천차만별이다. 멕시코, 캐나다, 중국발 수입품 가격은 떨어졌지만, 대만, 일본, EU로부터의 수입가격은 올랐다. 해외 부문이 미국 수입업자들의 고통(?)을 분담하고 있다고 단정짓기 어려운 대목이다.

그림4 ISM 제조업 "가격 인상" 응답 vs 제조업 PPI



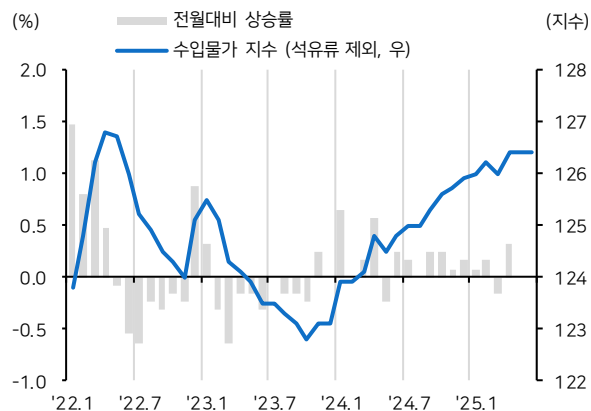
자료: US ISM, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림5 ISM 서비스업 "가격 인상" 응답 vs 서비스업 PPI



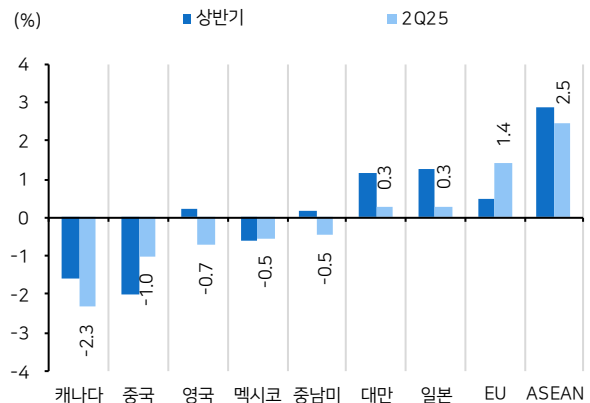
자료: US ISM, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 수입물가 지수 (석유류 제외) 추이



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 수입물가 변화: Locality of origin

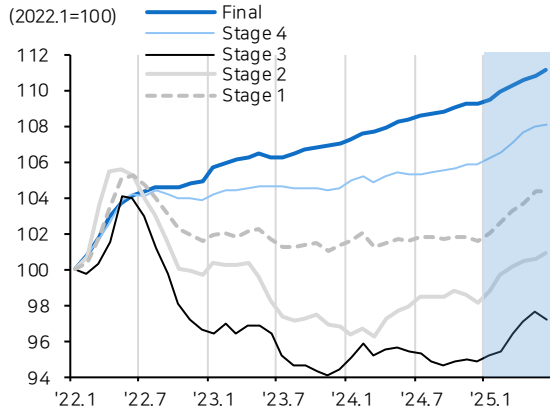


자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

생산자물가 상승 중이나 연초 이후 상승분이 더 두드러짐

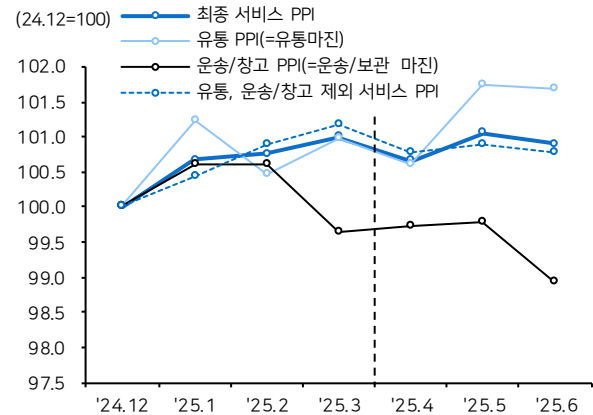
가공단계별 재화 생산자물가를 볼 차례이다. Stage 1이 기초 원자재에 가까운 단계이며, Stage 4가 최종재에 가까운 중간재이다. 연초부터 상승세가 빨라진 것은, 4월 이후의 관세 충격보다 선제적 가격 인상의 여파가 반영되고 있을 가능성을 시사한다. 한편, 5~6월 들어 일부 가공단계와 유통/운송업 생산자물가의 “미미한” 조정이 보이는 것은 영업마진 희생의 결과물일 수 있다. 도소매 유통업체 보다는 운송/창고업체에서 그러한 징후가 관찰되고 있다.

그림8 가공단계별 재화 PPI (식료품, 에너지 제외)



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림9 최종 서비스 PPI 추이: 운송업의 마진 희생



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

월별 생산자물가가 시장 기대를 약간씩 하회하고 있는 것은 서비스 부문의 물가압력이 제한적이기 때문이다. 서비스 물가압력이 향후 수 개월 내 크게 부각되지 않을 것으로 예상하지만, 재화 물가 압력은 커진다고 보는 것이 합리적일 것이다.

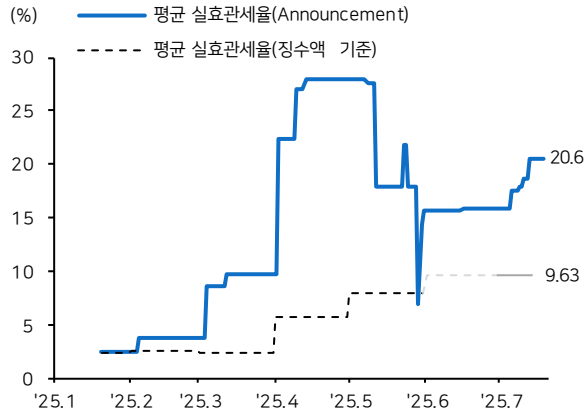
재화 PPI는 올라갈 것. 전방위적 CPI 상승 가능성은 아직 낮아

행정부가 공표한 관세율을 기준으로 본다면 실효관세율은 이미 20%를 넘어간다 (최근 국가별 상호관세 적용분 고려). 그러나 월별 수입액에 징수된 관세율을 추산해 보면 5월 8.0%이며, 6월 수입액이 5월과 같다고 하면 9.6%이다. 결과적으로 공표 관세율에 징수 관세율이 수렴할 것이기에 재화 물가는 어떤 방식으로든 오른다고 봐야 한다(미국 사법부가 관세 위법을 최종 판시한다면 또 다른 경로).

또한, 기업 대응방안 서베이에서도 관세율이 오를 경우 비용 압력을 소비자(고객)에게 전가하겠다는 응답비율이 54.7%로 가장 높다. 수입업자나 유통업자가 높아지는 관세 압력을 마냥 떠안고 가지는 않을 것임을 시사하는 대목이다. 다만, 4월 당시 물가 충격이 “짧고 굵게” 반영된 이후 기저효과를 타고 빠르게 안정화될 수 있다는 전망과는 다르게, 재화 물가 충격은 달을 거듭할수록 점진적으로 높아졌다가 느린 속도로 안정화될 가능성에 무게를 뒀다 할 듯 하다.

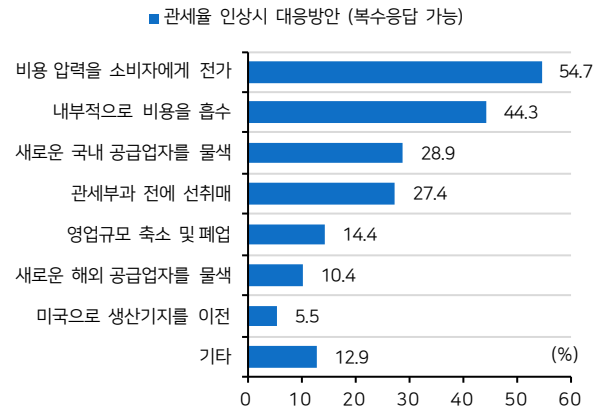
한편, 생산자물가 압력이 소비자물가로 당장 옮겨 붙기는 어려울 것이다. 가계부문의 체력이 예전 같지 않기 때문이다. 구매력의 기준인 실질 가처분소득 증가세는 둔화되고 있으며, 가계는 재량소비(레저/여가, 외식, 숙박)를 중심으로 서비스 소비 절감에 나서고 있다. 조금씩 오르고 있는 이자비용도 부담이 되고 있다. 따라서 충격 초기에는 기업부문이 관세 비용을 상당 부분 분담할 가능성을 높게 본다.

그림10 미국 실효관세율: 공표 기준 vs 월간 징수액 기준



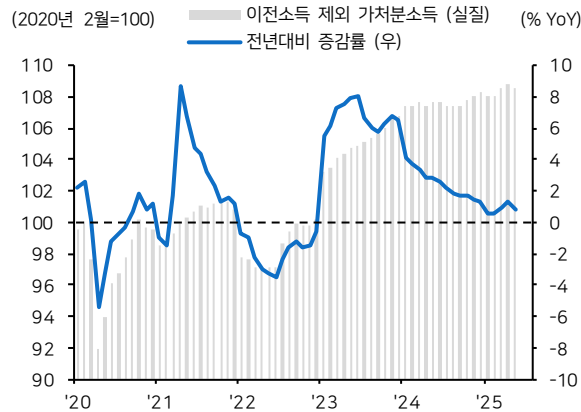
자료: Budget Lab at Yale, US Census Bureau, Bureau of Fiscal Service

그림11 관세율 인상시 기업 대응방안 서베이 (2025년 4월)



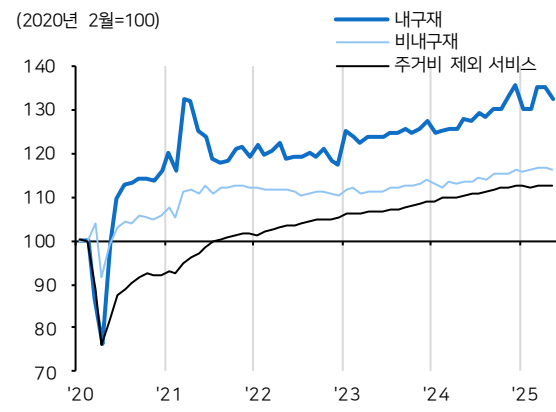
자료: Dallas Fed (Apr 28, 2025), 메리츠증권 리서치센터

그림12 미국 개인 실질 가처분소득 및 증감률



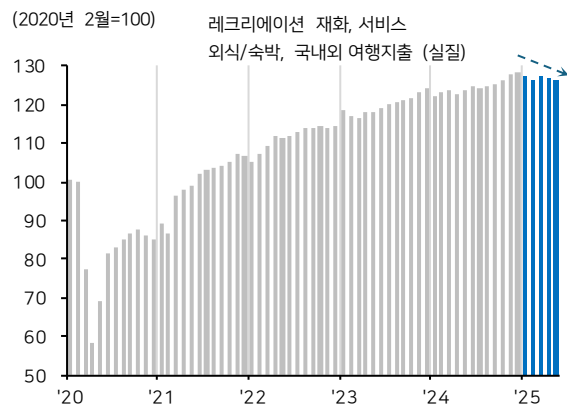
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국 실질소비: 재화 및 주거비 제외 서비스



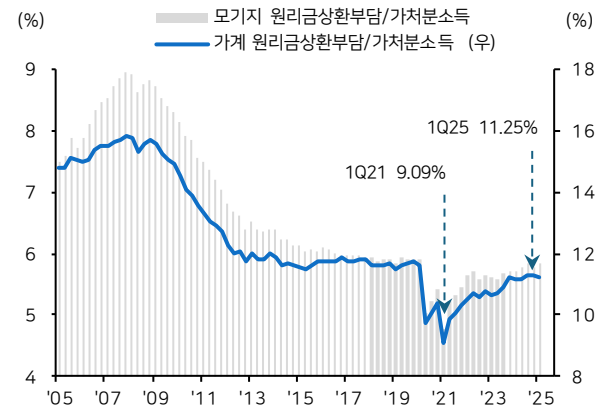
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림14 미국 재량소비 지출 (실질)



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림15 미국 가계 가처분소득 대비 원리금상환부담



자료: Equifax/Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

1-2. 소비자물가의 방향

핵심 재화 CPI는 오를 것이나...

연말까지의 시계에서는 핵심 재화물가 상승세가 높아지는 반면, 주거비 물가의 하향 안정화에 무게를 둔다. 현재 재화 소비자물가의 상승세에는 관세에 민감한 일부 품목의 가격 급등 여파도 물론 존재한다. 그러나 이보다는 공급망이 타이트해지면서 재화 물가 압력을 가중시키는 중기 요인이 더 크게 작용하고 있는 것으로 보인다. 즉 재화 물가 상승세 확대는 일종의 추세라는 것이다.

주거비 물가상승률 둔화가
이를 일부 완충

반면, 임대료와 자가주거비 물가상승률은 계속 둔화되면서 상술한 재화물가 압력을 일부 완충시켜 줄 것이다. 2025년 1분기 임대료 실거래가가 전년대비 하락한 점이 임대료 물가의 하방 압력을 가하는 요인이다. 관건은 소위 "Super-core"라 불리는 주거비 제외 핵심 서비스물가(서비스에서 주거비와 식료품/에너지를 뺀 것)이다. 소비자물가지수(CPI) 통계를 기준으로 보면, Super-core CPI를 이상 급등 시켰던 자동차 보험료의 영향이 점차 소멸되면서 추가적으로 몇 개월간 하향 안정화될 가능성이 있다.

Super-core CPI는 관세 충격
전이보다는 임금의 함수

문제는 그 이후이다. 만약 현재와 달리 임금 상승률 둔화가 멈추거나 상승률이 높아진다면 서비스 물가가 반응할 수 있기 때문이다. 이는 관세발 재화가격 상승이 해당 재화를 사용하여 서비스를 제공하는 업종의 가격 상승으로 연결될 재료도 될 수 있다. 그 가능성을 가늠하려면 노동시장의 전개 방향을 봐야 한다. 이는 다음 절에서 다룬다.

그림16 ISM 제조업 공급자배송시간 지수 vs 핵심 재화물가



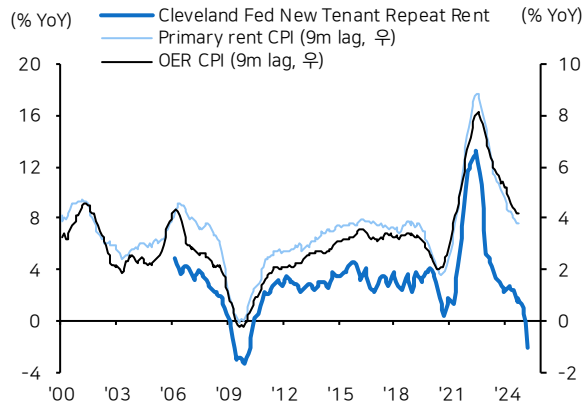
자료: US ISM, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

표2 관세에 민감한 품목의 물가상승률 (CPI)

(% MoM)	'25.4	'25.5	'25.6	CPI 가중치 (%)
의류	-0.2	-0.4	0.4	2.509
가사소모품	0.1	-0.1	0.8	0.789
가구/침구	1.5	-0.8	0.4	0.784
장식품	-0.9	1.0	1.7	0.492
스포츠장비	0.6	0.3	1.4	0.464
장난감	0.3	1.3	1.8	0.288
창문/바닥재	-0.4	1.2	4.2	0.239
가전	0.8	0.8	1.9	0.219
소계	0.01	0.00	0.05	5.784

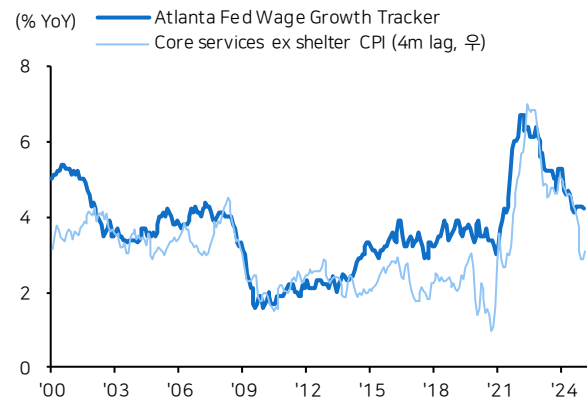
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림17 클리블랜드 연은 임대료 실거래가 vs 임대료 CPI



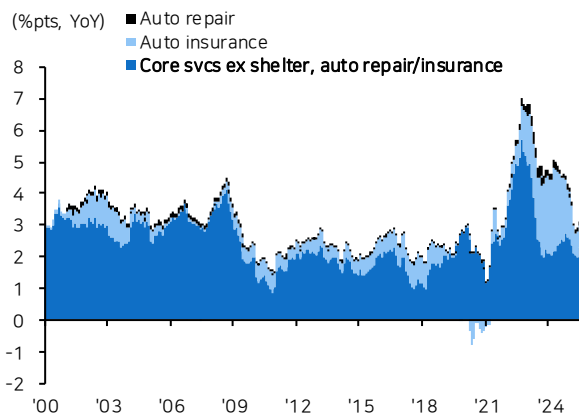
자료: Cleveland Fed, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림18 애틀랜타 연은 Wage Tracker vs Super-core CPI



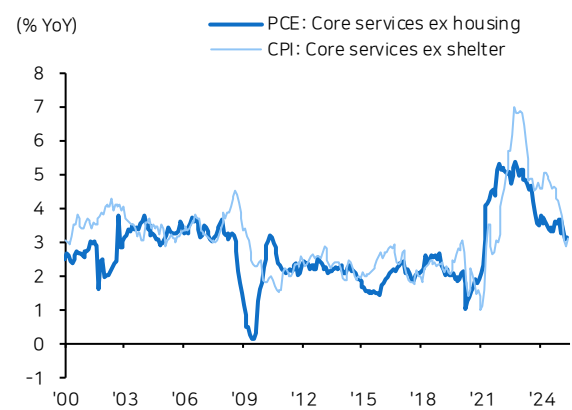
자료: Atlanta Fed, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림19 미국 Super-core CPI: 차량보험, 수리비 제외



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림20 주거비 제외 핵심서비스 물가: US CPI vs US PCE px



자료: US BLS, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

2. 노동시장 점점: 수요냐 공급이나 그것이 문제로다

2-1. 노동수요

노동수요 위축의 징후들

노동수요를 걱정하는 진영은 다음의 데이터를 주목하고 있을 것이다: 첫째, 6월 비농업 민간고용이 7.4만 명 증가에 그쳤고, 정부 공교육 취업자의 증가도 사실은 예년에 비해 6월 감소폭이 적어 “계절조정” 기준으로만 늘어난 것으로 잡힌 점. 둘째, 미국 노동통계국의 구인건수 중심선 역할을 하는 Indeed.com의 구인광고건수가 연초 이후 월평균 1%씩 감소하고 있다는 점.

셋째, 민간부문 고용증가가 얼마나 전방위적인 지를 보여 주는 확산지수가 6월 49.6으로 기준선을 밀돌았다는 점(헬스케어, 레저/여가 제외시 유의미한 고용증가 없음), 그리고 넷째, 민간부문의 주간 근로시간이 생산직 중심으로 계속 하락하여 리セッション 수준의 분기점인 33.5시간까지 내려 왔다는 점.

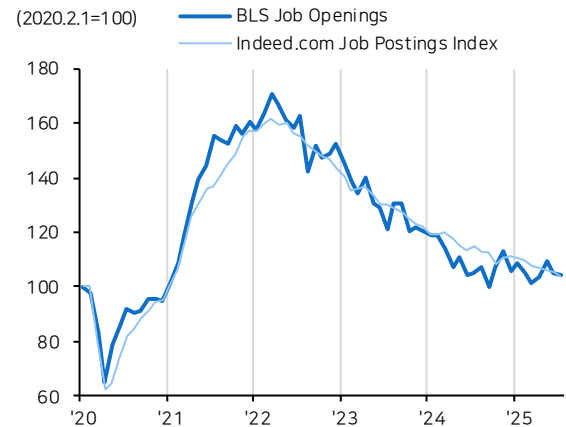
표3 연초 이후 미국 비농업 고용증감

(천명)	1월	2월	3월	4월	5월	6월
비농업 전체	111	102	120	158	144	147
민간	79	107	114	133	137	74
정부	32	-5	6	25	7	73
제조업	-5	8	1	0	-7	-7
건설업	-3	12	5	0	6	15
도소매	31	3	12	6	-3	-4
운송/창고	23	19	-19	-9	7	8
정보기술	-4	0	-2	1	5	3
금융	14	15	3	5	10	3
사업지원	-35	15	-11	27	0	-7
임시직	-8	-2	-14	17	-6	-3
민간교육	-1	8	-2	7	3	-8
헬스케어*	62	57	67	79	81	59
레저/여가	-14	-34	45	18	29	20
숙박	-2	2	-1	2	1	-1
외식	-27	-39	38	15	13	7
기타 서비스	13	0	17	-3	10	-5
정부 교육	18	-4	4	33	12	64

주: * 사회서비스 (Social assistance) 포함

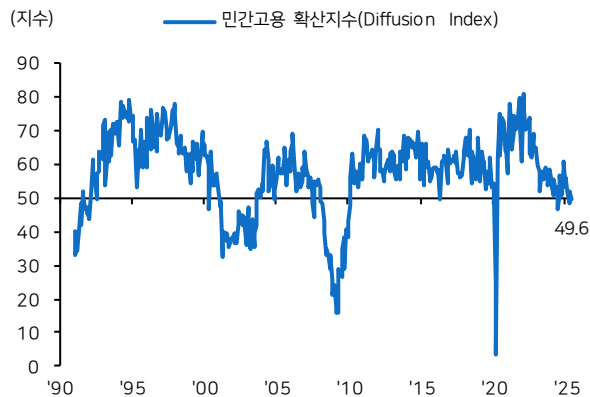
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림21 미국 BLS 구인건수 vs Indeed.com 구인광고건수



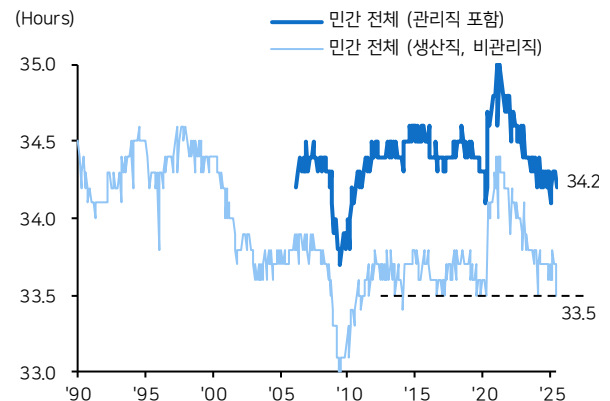
자료: US BLS, Indeed.com Hiring Lab, 메리츠증권 리서치센터

그림22 민간고용 확산지수 추이



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림23 민간부문 주간 근로시간 추이

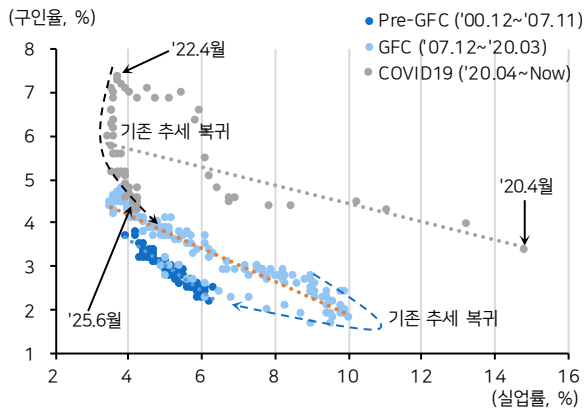


자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

노동수요 위축 발 실업률 상승
위험 존재; 그러나 이는 노동시장
의 단편만을 본 것

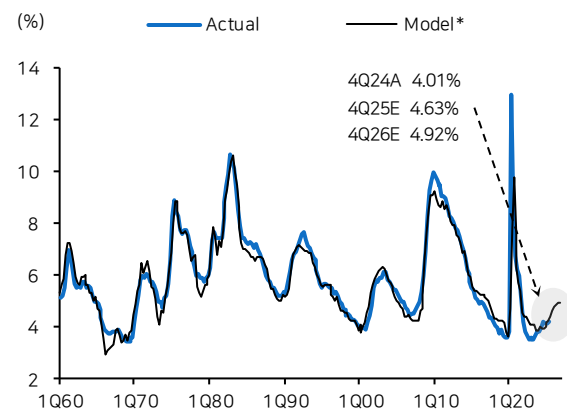
이상은 모두 노동수요 위축 영향이기 때문에, 구인비율의 추가적인 하락을 유발할 수 있으며, 구인율과 실업률의 관계인 베버리지 곡선이 기존 추세에 복귀하고 있음을 고려했을 때 이내 실업률의 상승으로 연결될 수 있다. 경기 요인에 의한 노동수요 감소가 경기적 실업을 유발하면서 실업률이 높아질 수 있다는 우리 견해와 유사한 관점이며, 심각하다고 생각할수록 월러 이사처럼 조속한 금리인하의 필요성을 주장하게 될 것이다. 하지만 이는 미국 노동시장의 단편만을 본 것이다.

그림24 미국 베버리지 곡선



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림25 미국 실업률 추이 및 추정



주: * 실업률 $\hat{u}(t) = f(\text{실업률 } \hat{u}(t-1), \text{ 산출갭}(t), \text{ COVID dummy})$

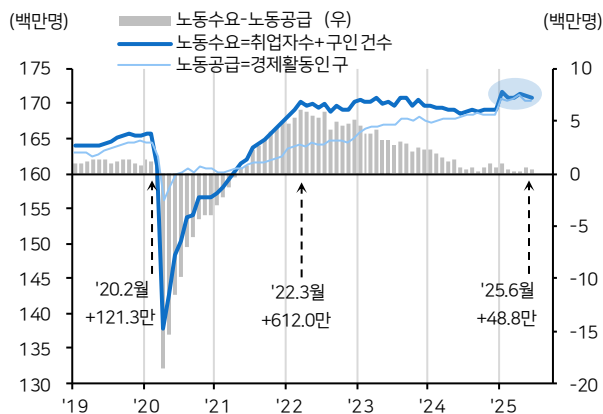
자료: US BLS, US CBO, 메리츠증권 리서치센터 추정

2-2. 노동공급

현재는 노동수요와 공급이
함께 줄고 있음

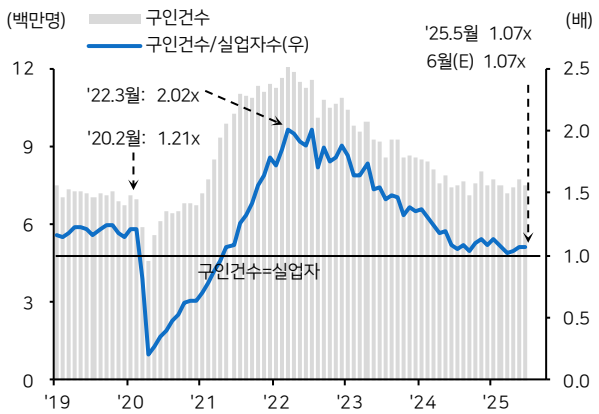
노동공급을 함께 본다면 다른 이야기를 할 수 있다. 지금은 노동수요도 줄고 있지만 동시에 노동공급이 함께 줄면서 미국 노동수급이 타이트한 상태를 계속 유지하고 있다는 주장도 가능하기 때문이다. 미국 노동시장은 2021년 4월 이후 현재까지 계속 초과수요 상태이다. 구인건수와 실업자만으로 노동수급을 보는 관점에서도 마찬가지로 결론에 이른다. 구인/실업자 비율은 1배를 하회하지 못하고 있으며, 최근 들어서는 1.07배로 다시 반등하고 있다.

그림26 미국 노동수요와 노동공급



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림27 미국 구인건수 및 구인/실업자 비율



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

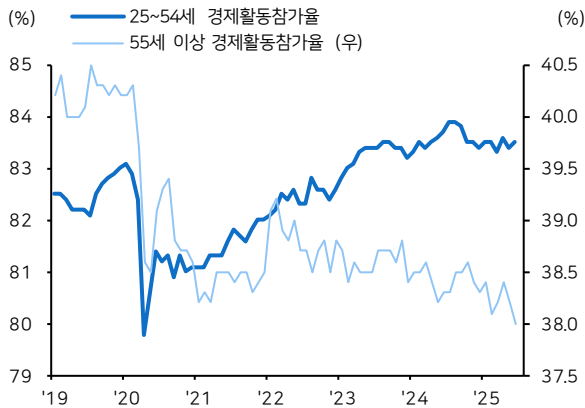
경제활동참가율 하락

노동공급 감소는 경제활동참가율 하락이라는 형태로 나타나고 있다. 5~6월 중 일관적으로 관찰된 모습은 1) 55세 이상 고령층의 참가율 하락(6월 38.0%)와 2) 이민자(외국 출생자)의 참가율 급락이다. 1)의 경우 코로나19 직후의 대규모 은퇴에 비할 바는 아니나 하락세가 연장되고 있다는 점이 주목되고 있고, 2)는 트럼프의 반이민 정책 확산 징후로도 읽히고 있다.

이민자 추방의 영향이
확대될 위험을 주목

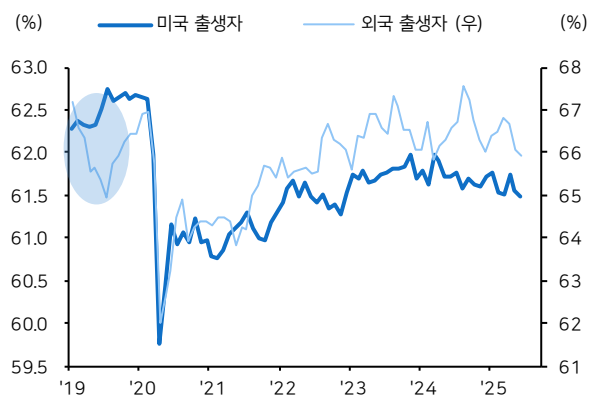
후자의 경우, 이민자 경제활동참가율이 올해 5~6월처럼 급락(4월 66.7%→6월 65.9%)한 사례는 2023년과 2024년에도 있었다. 그래서 새로운 것이 아니라고 할 수도 있지만, 1) 50만 명에 달하는 베네수엘라 노동자가 합법적 근로 요건을 부여하는 난민 보호조치(Temporary Protection Status)를 박탈당한 점과 2) 외국인 노동자가 사업체에서 합법적으로 일할 수 있음을 증빙하는 I-9 서식에 대한 행정부 감사가 강화되면서 기업의 불만이 고조되고 있다는 소식²을 고려해야 한다. 일시적인 현상으로 치부하기 보다는 2019년 상반기 중 이민자 경제활동참가율이 2%pt 이상 하락한 사례의 재현 가능성을 우려해야 하는 상황으로 보인다.

그림28 미국 경제활동참가율 (1): Prime age vs 55세 이상



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림29 미국 경제활동참가율 (2): Native vs foreign born

주: 전체 경제활동인구에 대한 계절조정 인자를 미국/외국 출생자에 반영
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터노동수급이 더 타이트해지면
임금 상승률이 가속화될 수 있음

16세 이상 "노동가능 인구"가 증가하는 환경에서 경제활동참가율이 추세적으로 하락한다는 것은 구직을 포기/단념하여 비경제활동인구로 편입되는 비율이 높아짐을 의미한다. 이는 다른 한편에서 "구직"의 감소이기에 실업자 감소를 유발하는 요인이기도 하다. 만약, 6월의 경제활동참가율(실제치 62.28%)이 5월(62.37%)과 같고, 고용률이 그대로 유지되었다면 실업률은 4.12%가 아닌 4.26%이었을 것이다.

노동시장의 질은 악화되지만, 다른 한편에서는 노동수급이 계속 타이트한 상태를 이어갈 수 있는 재료도 될 수 있다. 또한 경제활동참가율의 하락이 주로 서류 미비 이민자 추방에 의한 것이라면, 이는 저임금 노동력의 감소 및 미국 출생자로의 노동대체를 의미하는 것이기에 전방위적인 임금 상승 유발 요인도 될 수 있다.

² Financial Times, "US companies overwhelmed by Trump's immigration audit paperwork", 2025년 7월 21일

올해 6월 경제활동인구 170.3백만 명 중 외국 출생자는 32.4백만 명이다. 이는 전체의 19.0%로 무시할 만한 숫자가 아니라는 것이 우려를 키울 수 있다.

공급 조정이 임금 상승률 가속화와 물가 압력으로 전이될 위험

시간당 임금상승률이나 동일인 대상 패널조사의 결과물인 애틀랜타 연은의 Wage Growth Tracker는 구인/실업자 비율에 8개월 내외의 시차를 두고 움직이는 변수이다. 따라서 연말까지는 임금 상승률이 완만히 내려올 가능성이 높다. 문제는 2026년에 노동수요보다 공급 감소폭이 더 클 경우라면 임금 상승률 지지 내지는 가속화를 생각해야 하고, 지금과 달리 가계 구매력 개선으로 연결되며 인플레이 압력을 받아줄 여건으로 진화할 위험도 고려해야 한다. 역사적으로 Core CPI에 추세적인 영향을 미쳐 왔던 변수가 다른 아닌 임금이기 때문이다.

이러한 경우의 금리인하는 수요를 부양하게 되는 것이기 때문에 되려 인플레이를 키우는 요인으로 작용할 수 있다. 노동공급을 중시하는 입장에서는 임금 상승률의 선행지표인 구인건수/실업자수 배율의 동향을 예의주시할 것이다.

표4 미국 경제활동참가율 가정 변화시 실업률 추산

가계조사 부문별 변동

(MoM, 천명)	5월	6월
16세 이상 인구	188	200
경제활동인구	-625	-130
가계조사 고용	-696	93
실업자	71	-222
비경제활동인구	813	329

경제활동참가율 가정 변화시

(천명, %)	6월 실제치	5월 경향률 가정*
16세 이상 인구	273,585	273,585
경제활동참가율	170,380	170,635
가계조사 고용	163,366	163,366
실업자	7,015	7,269
실업률 (%)	4.12	4.26

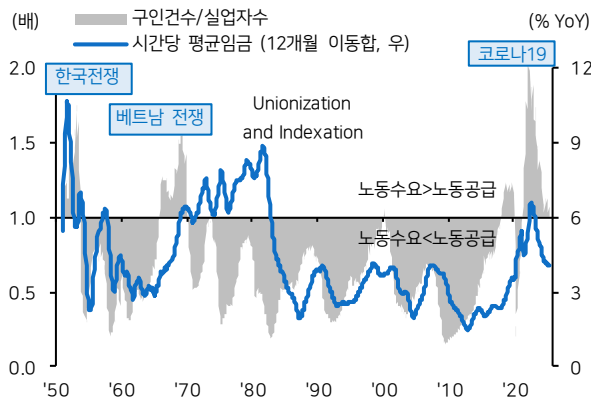
주: * 62.37%. 나머지 고용률, 인구는 그대로라고 가정
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림30 미국 구인/실업자 배율과 임금 상승률



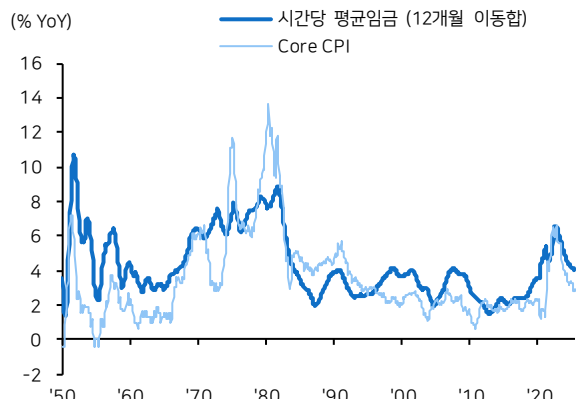
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림31 미국 구인/실업자 배율과 임금 상승률 (장기)



자료: US BLS, Blanchard (2022), 메리츠증권 리서치센터

그림32 시간당 평균임금과 Core CPI



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

3. 연준의 고민과 몇 가지 시나리오

3가지 시나리오 중
시나리오 2 > 3 > 1 순으로 확률
높아 보임

지금까지 우리는 1) 관세의 인플레이 충격, 2) 전반적인 소비자물가의 흐름, 3) 노동 시장의 수요와 공급 등 연준이 금리를 결정함에 있어 고려할 만한 주요 변수들을 살펴 보았다. 이제 마지막으로 FOMC 참여자들이 어떠한 변수의 전개 방향에 더욱 집중하는가에 따라 발생할 수 있는 시나리오를 상정해 보고자 한다.

시나리오 1 (10%): 6월 고용동향에서 상당한 수요위축 징후가 발생했고, 현재까지 생산자물가나 소비자물가의 큰 충격이 없다고 보는 진영이 우세할 경우는 7월 금리인하도 가능하다. 그러나 이는 월러 이사 등 1~2명의 소수의견일 것이다.

시나리오 2 (55%): 노동수요의 위축 징후를 인정하지만 당장은 실업률이 낮게 유지됨을 들어 노동시장이 비교적 건전함을 주장하는 한편, 수 개월 내에 도래하게 될 적용관세율의 상승 및 재화 물가 상승 위험을 경계하는 진영이 우세할 가능성이 있다. 이들은 7월 동결을 지지하며, 향후 수 개월 내에 노동시장의 수요 문제가 두드러질 것이라 판단할 경우 9월이나 10월 중 인하 재개를 주장할 가능성이 크다. 하반기 경기둔화 현실화에 따른 충격이 미치는 경우도 마찬가지일 것이다.

시나리오 3 (35%): 인플레이션 압력을 경계하면서 노동공급 요인을 중시하는 진영이 우세를 점할 가능성이 있다. 이들이 바로 관세 충격이 항구적 인플레이션으로 옮겨 불을 위험을 걱정하는 사람들이다. 노동공급 조정에 따른 임금 상승 압력이라면 Great inflation까지는 아니더라도 물가상승률이 2.5~3.0% 선에서 장기간 유지될 수 있다. 이 경우 연내 인하 횟수가 줄거나 금리인하가 아예 없을 수도 있다 (26년 Terminal rate의 상향 조정도 가능).

현재 우리는 올해와 내년 미국 경제성장률을 각각 1.4%와 1.6%로 전망하면서 2년 연속 미국 경제가 잠재성장률을 밑돌 것으로 예상하고 있다. 그리고 노동수요와 공급 축소가 결과적으로 노동투입량(Q)의 감소(=labor under-utilization)로 해석될 수 있는 부분이기엔 현재보다는 덜 제약적인 금리가 바람직하다는 점에 무게를 두고 있다.

7월 FOMC에서 주목할 부분

7월 FOMC 기자회견에서 우리가 주목할 부분은 인플레이에 대한 걱정과 노동시장 수요와 공급 중 어떤 측면에 방점을 두는가일 것이다. 특히, 노동시장의 수급이 타이트하다는 점이 강조될 경우 우리의 연준 View를 다시 검토해야 할 것이다.

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.