

2025. 8. 28 (목)

Macro Preview와 Core View (2025년 9월)

7월 말까지 미국은 주요국들과의 무역협상을 타결하는 한편, 그렇지 않은 국가들에 대해서도 착실하게 상호관세를 부과하기 시작했다. 미국 실효관세율은 1934년 이후 가장 높은 수준인 18.6%까지 올라 있다. 충격은 서서히 다가 올 것이다.

그럼에도 금융시장은 생각보다 조용했는데, 관세의 윤곽이 잡혔다는 것 자체를 불확실성 완화로 인식했기 때문이다. 아무 일도 못하는 것 보다는 적응해서 사는 것이 그나마 낫다. 이는 기업부문의 capex 전망 개선으로 이어지면서 8월 글로벌 제조업 지수의 상승을 견인했다. 8월 ISM 제조업 지수에서도 유사한 흐름이 보일 것이며, 4분기부터는 시차를 두고 한국 수출도 회복을 재개하게 될 것이다.

미국 경제는 더욱 스태그플레이션 스러워지고 있다. 경기확장세와 노동시장은 약해지고 있으며, 물가의 오름폭은 확대되고 있다. 7월 고용을 보고 놀란 것은 5~6월부터 이미 노동시장이 취약해져 왔음이 확인되었기 때문이다. 8월도 강건한 노동시장을 기대하긴 어렵겠다. 헬스케어 말고는 민간 고용 증가를 기대하기 어렵고, 실업률도 추가로 조금씩 오를 것이다. 반면 관세 충격이 PPI를 거쳐 CPI와 PCE 물가로 옮겨 붙는 과정에 있기에 8월에도 물가 상승폭은 더욱 확대될 전망이다.

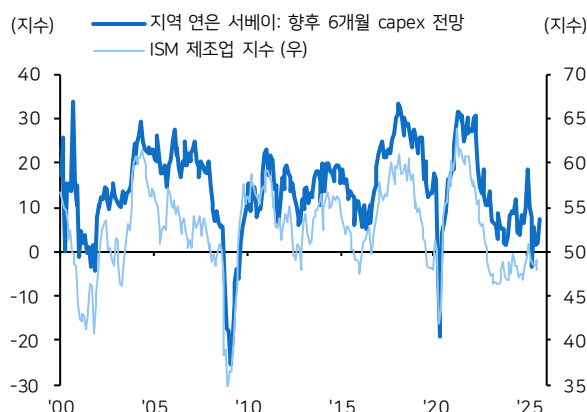
이렇다 보니, "노동시장과 물가 중 연준이 무엇을 더 중요하게 여길 것인가"가 8월 금융시장의 화두였고, 필자와 채권 애널리스트 간의 이견도 상당했다. 연준은 중기적으로는 물가를 좀 더 신경 쓰겠지만, 당장은 노동시장을 챙기기로 결심한 듯 하다. 9월 FOMC에서는 25bp 인하가 이루어질 것이며, 올해 점도표 중위수도 2차례 인하가 유지될 것으로 보인다. 경제전망도 2026년 PCE 전망치의 소폭 상향 외에는 변화가 크지 않을 것이다.

경제분석

Economist 이승훈
02. 6454-4891
seunghoon.lee@meritz.co.kr

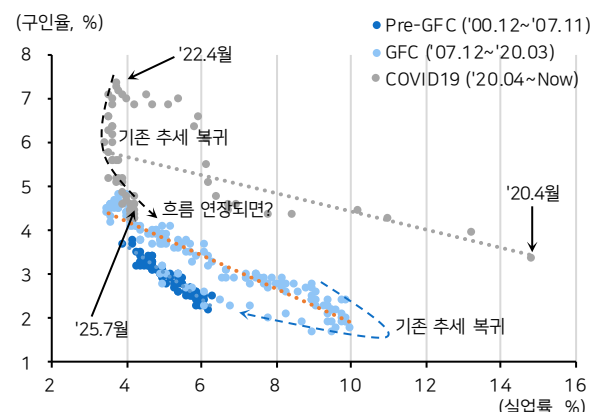
RA 박민서
02. 6454-4871
mspark@meritz.co.kr

그림1 (Positive) 무역정책 윤곽 정립 = Capex 재개



자료: Regional Fed Survey, US ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림2 (Negative) 노동시장이 단 번에 취약해 질 지 걱정



주: 베버리지 곡선임

자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

Macro event preview (2025년 9월)

미국 8월 고용: 7월(7.3만 명) 대비 취업자수 증가폭 축소, 실업률 상승 예상.
노동시장이 관세 부과 이전처럼 강건하지 못함이 재확인될 것

미국 8월 물가: 재화 중심으로 CPI/PPI 상승률 높아질 것. 관건은 경직적 임금 상승세가 서비스 물가를 계속 버티도록 할 지 여부임

통화정책: FRB 인하(-25bp), ECB/BOJ 는 동결

표1 9월 주요 매크로 이벤트

날짜	이벤트	포인트
9월 1일	한국 8월 수출	- Headline 1.5%, 일평균 6.0% YoY 증가 전망. 1) 조업일수 1일 감소, 2) 7월 Frontloading 반작용 - 선박, 반도체/IT, 자동차 수출은 증가. 이외 수출은 4분기 되어서 반등 가능할 것
9월 2일	미국 8월 ISM 제조업지수	49.0 내외로 컨센(48.7)과 전월치 상회 가능성. 1) 관세 불확실성 완화, 2) 신규주문/재고 회복 - 가격지수가 고공행진하며 관세발 인플레이 압력이 계속 들어오고 있음을 시사할 것
9월 2일	한국 8월 CPI	8월에 국한된 통신비 할인 효과(CPI -0.4%p)로 CPI 1.9% YoY, 0.2% MoM 예상. 이는 9월에 원복될 것 - 특징: 계절적 농산물 가격 상승. Core 내에서는 가공식품/외식 인플레이 모멘텀 약화 vs 집세 상승세 - 통신비 인하 효과를 제외하면 8월은 CPI 2.2% YoY/0.5% MoM이었을 것으로 추정
9월 4일	미국 8월 ISM 서비스업지수	50.0 내외로 컨센(50.5) 하회. 고용 부진이 구매력 약화로 연결되는 한편, 건설업 부진도 지속 - 상호관세의 "Pass-through"가 이루어지면서 가격지수(69.7)가 이미 높은 수준에서 추가 상승 가능
9월 5일	미국 8월 고용동향(★)	- NFP: 현재 컨센(80K)을 하회하는 7.0만 명 증가 예상. 헬스케어 제외한 부문의 고용부진 지속 예상 - 취업자 믹스 변화(저임금 이탈)로 시간당 임금 상승률도 내려오기 어려울 것 - 실업률은 4.3%로 상승 예상. 노동공급 축소/경제활동참가율 하락이 실업률 0.1%p 정도 낮추는데 기여
9월 9일	미국 QCEW	2Q24-1Q25 기간 월평균 비농업 취업자수가 7-8만 명 내외 하향조정될 수 있음 - 올해 1분기 중 줄곧 10만 명 상회했던 고용증가분의 큰 폭 하향조정 불가피: 정책당국은 이미 인지 중
9월 10일	중국 8월 물가지수	PPI 3개월째 (-) 상태 유지. 저가 경쟁 단속 덕분에 PPI 디플레이가 여기에서 더 심화되지는 않을 것
9월 10일	미국 8월 PPI(★)	- 징수관세율의 실효관세율(18%) 수렴 영향과 8월 상호관세 여파가 들어오기 시작하는 구간 7월 중 가공단계별 재화 PPI 상승세 확대와 내구재 도매업자 부담 전가의 모습을 확인. 8월에도 연장 - 보험료/의료비 물가상승률 둔화 고려해도 PPI 0.5% MoM 상승 예상. 이 경우 3.5% YoY (7월 3.3%)
9월 11일	ECB 9월 통화정책회의	- 동결(2.00%). 8월 제조업/서비스업 PMI가 일제히 기준선을 상회하는 등 완만한 경기개선 진행 중 - 통화정책 역할은 끝났으며, 적어도 내년 말까지 예치금리 현행 수준에서 지속 동결 전망
9월 11일	미국 8월 CPI(★)	- 홈 인테리어 및 일상소비재 물가상승세 재개 vs 서비스 주춤(7월: 항공권, 치과진료비 급등 일회성) - Core CPI 상승률은 0.32% MoM / 3.09% YoY로 7월(3.05%) 대비 더욱 높아질 것
9월 15일	중국 8월 실물지표	완만한 경기둔화: (생산) 7월부터 감소 요구, (소비) 이구환신 모멘텀 약화, (부동산) 부진 국면 지속
9월 16일	미국 8월 소매판매	- 증가세 소폭 둔화(0.4% MoM vs 7월 0.5%). 외식 서비스 등 재량소비 부진 지속 vs 재화 소비 선방 - 재화 소비는 물가상승 때문에 양호하게 보일 수 있음(인테리어 제품). 추후 구매력 약화 영향 들어올 것
9월 18일	9월 FOMC(★)	- 잭슨홀 기조연설에서 물가보다는 경기/노동시장을 좀 더 행길 가능성 시사: 9월 25bp 인하 확실히 - 수정 경제전망: 26년 PCE 전망 상향조정 외에는 큰 변화 없고, 점도표도 연내 2회 인하 유지 예상
9월 19일	BOJ 9월 금융정책결정	- 동결(0.50%). 쌀 중심의 공급측 인플레이션이지만 기대인플레이 통제 통한 심리회복이 중요 - 따라서 10월에는 인상 가능성 높아
9월 23일	미국/유로존 9월 S&P Global PMI	- 제조업은 개선 흐름: 미국은 Capex 전망 개선, 유로존은 대출금리 하락 영향도 반영 - 서비스업은 차별화: 미국은 실질 구매력 약화로 하락, 유로존은 기준선 상회 상태 유지
9월 26일	미국 8월 PCE 물가지수(★)	관세발 재화 물가상승 + 경직적 임금 상승률 영향으로 8월 Core PCE는 2.9~3.0%선으로 높아질 것

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Macro Core View: 지역별 경제전망의 핵심

미국: 관세 불확실성 완화로 기업투자 개선될 것이나, 민간 소비 모멘텀은 약화될 것. 하반기는 순수출기여도에 따른 왜곡이 줄면서 분기평균 QoQ SAAR 0.7%에 그칠 것으로 예상. 내년 불확실성 해소로 QoQ 모멘텀이 개선되어도 잠재성장률 밀도는 1.6%에 그칠 것. 한편, CPI 오름세가 이어지며 4Q25에는 3.0%에 근접할 것이고, 물가 정점은 내년 상반기로 예상. 연준의 연내 2회 인하가 Baseline.

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: 실질소득은 이미 (+)로 전환. 높은 인플레이 기대에서 비롯된 소비심리 개선되면 임금-소비-인플레이션 선순환 구도가 더욱 뚜렷해질 것. 우리는 임금 인상-서비스 물가상승으로 신선식품 제외 CPI가 2027년 3월까지 2%를 웃돌 것으로 예상. BOJ 인상 기조 장기화(2027년 1.50%까지 정책금리 인상 예상: [링크](#))

중국: 하반기 중국 경기는 수출/소비 모멘텀 약화로 점차 둔화. 다만 인프라 투자가 개선되고, 이구환신 집행액(1,380억 위안)이 남아 있어 연착륙. 공급과잉발 디플레는 공급정책으로 해결. 완만한 하반기 경기하강 전제 해도 5% 성장 가능.

한국: 수출이 3분기에 주춤할 수 있으나, 1) 심리개선, 2) 건설투자 바닥 통과, 3) 추경 등 확장재정 영향으로 내수 중심 회복 가시화. 한국 물가전망 상황에는 내수 회복에 따른 서비스 물가 상승세 확대 가능성을 반영.

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	1.6	1.6	2.9 [2.8]	2.8 [2.8]	2.4→2.6 [2.5→2.8]	4.50	4.00	3.25
유로존	0.7	1.2	1.4	2.4	2.1	1.9	3.00	2.00	2.00
일본	0.1	1.0→1.2	1.0	2.7	3.0	2.3→2.1	0.25	0.75	1.25
중국	5.0	5.0	4.7	0.2	0.3	1.1	3.10	2.90	2.70
한국	2.0	1.0	2.2	2.3	2.1→2.2	2.1→2.3	3.00	2.25	2.25

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.