

## 제 목

## 2025년 12월 FOMC 회의 의사록 주요 내용

## &lt;요 약&gt;

- **(경제 동향 및 전망)** 참석자들은 대체로 인플레이션이 단기적으로 다소 높게 유지되다가 점차 2%로 하락할 것으로 예상하였으며, 노동시장 여건은 지속적으로 약화되고 있다고 평가

  - 다만, 인플레이션의 상방 리스크와 노동시장 하방 리스크가 여전히 상존하고 있으며, 정부 데이터 발표 지연 등으로 전망에 상당한 불확실성이 남아 있다고 지적
- **(통화정책)** 대부분의 참석자들은 고용의 하방 리스크를 감안하여 연방기금금리의 목표범위를 3.50~3.75%로 25bp 인하하는 데 찬성하였지만, 반대 의견(금리동결 지지)도 상존

  - 대부분의 참석자들은 인플레이션이 예상대로 점진적으로 하락할 경우 연방기금금리 목표범위를 추가 하향 조정하는 것이 적절할 것이라고 판단하면서도 당분간 금리 동결이 적절하다는 의견도 제기
  - 참석자들은 단기자금시장의 여러 지표들을 통해 볼 때 기준 규모가 충분 기준 수준으로 하락한 것으로 판단하였으며, 현재 수준을 유지하기 위해 단기 국채 매입을 시작하는 것이 적절하다고 평가

◆ **[평가]** FOMC 참석자 대부분이 이번 정책금리 인하가 적절하다고 판단하면서도 인플레이션 리스크 우려 등을 이유로 당분간 금리 동결 필요성에 대한 의견이 제기된 점 등을 감안할 때

연준은 입수 데이터를 면밀히 점검하면서 매 회의마다 금리 인하 필요 여부에 대해 검토할 것으로 예상

## 1. 경제 동향 및 전망에 대한 논의

□ (인플레이션 동향) 참석자들은 전반적인 인플레이션이 올해 초부터 9월까지 상승하여 FOMC의 장기 목표인 2%를 다소 상회하고 있다고 평가\*

\* 다만, 인플레이션에 관한 최근의 정부 데이터는 입수할 수 없었음

○ 대부분의 참석자들은 근원 인플레이션 상승이 관세 인상으로 인한 상품 가격 상승에 기인한 것이라고 지적하였으며, 일부 참석자들은 주거 서비스 인플레이션이 2%에 근접했던 과거 수준에 가까울 정도로 하락했다고 언급

— 두어 명의 참석자들은 일부 비시장(nonmarket) 서비스 부문의 인플레이션이 특수 요인의 영향을 받아 광범위한 인플레이션 압력을 명확하게 보여주는 지표가 되기 어렵다고 지적

○ 다수의 참석자들은 전반적인 인플레이션이 상당 시간 목표치를 상회하였으며, 지난 1년간 2% 목표에 근접하지 못했다고 지적

□ (인플레이션 전망) 참석자들은 대체로 인플레이션이 단기적으로 다소 높게 유지되다가, 점차 2%로 하락할 것으로 예상

○ 많은 참석자들은 관세가 근원 상품 인플레이션에 미치는 영향이 약화될 것으로 예상한다고 강조하였으나, 일부는 이러한 영향의 약화 시기나 최종 상품 가격으로의 전가 정도는 불확실하다고 지적

— 일부 참석자들은 기업들이 관세와 무관한 투입 원가 압력이 지속되는 것으로 보고하였다고 언급하였으나,

이들 중 몇몇은 수요 부진으로 일부 기업의 가격 인상 여력이 제한되거나 생산성 향상으로 비용 압박을 관리할 수 있을 것이라고 평가

○ 다수의 참석자들은 주거 서비스 부문의 디스인플레이션이 지속될 것으로 보았으며, 소수의 참석자들은 근원 비주거 서비스 부문에서도 디스인플레이션이 지속될 것으로 예상

- 참석자들은 대체로 인플레이션 리스크가 여전히 상방으로 기울어져 있다고 판단하였으나, 몇몇 참석자들은 이러한 상방 리스크가 줄어들었다고 평가
  - 일부 참석자들은 높은 인플레이션이 예상보다 더 지속될 리스크가 있다고 강조
- 참석자들은 시장지표와 서베이에 반영된 장기 기대 인플레이션이 안정적인 수준을 유지하고 있다고 평가

- 소수의 참석자들은 단기 기대 인플레이션이 2025년 초에 상승하였다가 이후 하락하였다고 언급
- 참석자들은 인플레이션을 시의적절하게 FOMC 목표인 2%로 회귀시키기 위해서는 장기 기대 인플레이션을 잘 안착시키는 것이 중요하다는 점을 강조하였으며,

일부 참석자들은 인플레이션이 목표치를 예상보다 오래 상회할 경우 장기 기대 인플레이션이 상승할 리스크가 있다고 우려

- **(노동시장 여건)** 참석자들은 노동시장 여건이 지속적으로 약화되고 있으며, 9월 실업률이 소폭 상승했다고 평가\*

\* 민간 부문 및 제한적인 정부 자료, 기업 관계자 및 각 지역 내 보고를 통해 입수한 정보를 활용해 최근 노동시장 상황을 평가

- 대부분의 참석자들은 일부 최신 지표(서베이에 기반해 평가한 고용 여력 지표, 해고 계획 보고서 포함)가 노동시장의 지속적인 약화를 시사한다고 지적
  - 그러나, 일부 참석자들은 주간 신규실업급여 청구나 구인 공고와 같은 다른 지표들은 비교적 안정적이라고 언급
  - 여러 참석자들은 저소득 가계가 특히 고용 전망에 대해 우려하고 있다고 언급
- 참석자들은 채용이 여전히 부진하다고 언급하였으며, 일부 참석자들은 서베이에 기반한 지표나 기업 관계자들의 보고를 인용해 현재 채용 계획도 제한적이라고 지적

— 참석자들은 대체로 노동시장의 낮은 역동성을 경제 불확실성 및 기업의 비용 절감 노력에 따른 노동 수요 감소와 이민 감소, 인구 고령화 및 경제활동참가율 하락으로 인한 노동 공급 감소 모두 반영된 결과로 평가

○ 참석자들은 대체로 적절한 통화정책이 유지된다면 노동시장이 내년에는 안정될 가능성이 크다고 평가하였으나, 정부 데이터 발표 지연으로 인해 전망에 상당한 불확실성이 남아 있다고 지적

— 대부분의 참석자들은 노동시장 하방 리스크가 여전히 남아있다고 판단 하였으며,

몇몇 참석자들은 역사적으로 경기 변동에 더 민감한 집단의 실업률 상승, 채용이 부진한 상황에서 해고로 실업률이 급등할 가능성, 경기 민감도가 낮은 부문에 고용이 집중되는 현상이 잠재적으로 노동시장의 취약성이 커졌다는 신호로 해석될 수 있을 것이라고 언급

□ (경제 활동) 참석자들은 경제 활동이 완만한 속도로 확장되고 있는 것으로 보인다고 평가

○ 많은 참석자들은 총 소비지출이 견고하다고 평가했지만, 몇몇은 최근 다소 둔화 조짐이 보인다고 지적

— 다수의 참석자들은 고소득층의 지출이 더 강하게 증가한 반면, 저소득층은 가격에 더욱 민감해진 가운데 지난 몇 년간의 기본 재화와 서비스 가격 상승분 축적에 대응하여 지출을 조정하고 있다고 언급

○ 두어 명의 참석자들은 주택시장이 안정화 조짐을 보이고 있으며, 최근의 모기지 금리 하락이 도움이 될 것이라고 언급

○ 일부 참석자들은 건실한 기업설비투자가 경제 활동을 뒷받침하고 있다고 평가하였으며, 몇몇은 특히 기술 부문 투자를 언급

— 두어 명의 참석자들은 농업 부문이 지난 한 해 동안 다수 농산품 가격이 상승했음에도 불구하고 원가 상승, 식품 가공 능력 저하로 인해 여전히 어려움을 겪고 있다고 언급

- 여러 참석자들은 정부 섯다운으로 인한 경제 활동 지표 변동으로 인해 앞으로 몇 달간 성장의 기저 추세를 판단하기 어려울 수도 있다고 지적
- (경제 성장) 참석자들은 대체로 2026년 경제 성장 속도가 빨라지고 중기적으로는 경제 활동이 잠재 성장률과 거의 같은 속도로 확장될 것으로 예상
  - 많은 참석자들은 재정정책, 규제정책 변화, 다소 우호적인 금융시장 여건이 성장을 뒷받침할 것으로 전망
    - 그럼에도 불구하고 참석자들은 실질 GDP 성장률 전망에 대한 불확실성이 여전히 높다고 판단
  - 또한 다수의 참석자들은 기술 발전과 생산성 향상(AI 활용 증가로 인한 것일 수도 있음)과 같은 구조적 요인이 물가상승 압력 없이 경제 성장을 촉진할 수 있지만, 동시에 고용 창출을 억제할 수도 있다고 지적
    - 이들은 경제 상황이 이러한 구조적 요인과 경기 순환적 요인을 각각 어느 정도 반영하는지 즉각적으로 판단하기 어려울 수 있다고 언급

## 2. 통화정책에 대한 논의

- (정책 판단) 참석자들은 올해 초 이후 인플레이션이 상승하여 다소 높은 수준에 머무르고 있다고 언급
  - 더불어 가용 지표들이 경제 활동이 완만한 속도로 확장되어 왔음을 시사한다고 지적
    - 올해 고용 증가가 둔화되었으며, 실업률은 9월까지 소폭 상승하였음
    - 참석자들은 최근 지표들이 이러한 흐름에 부합한다고 평가하였으며, 최근 몇 달간 고용의 하방 리스크가 높아진 것으로 판단

- 이를 토대로 대부분의 참석자들은 이번 회의에서 연방기금금리 목표 범위 인하를 지지한 반면 일부 참석자는 금리 동결을 선호하였음
  - 이번 회의에서 정책금리 인하를 지지했던 참석자 중 소수는 이번 결정이 정교하게 균형 잡혔으나 목표 범위 유지를 지지할 수도 있었다고 언급
- 연방기금금리 목표 범위 인하를 선호한 참석자들은 최근 몇 달간 고용의 하방 리스크는 증가한 반면 인플레이션 상방 리스크는 2025년 초 이후 감소했거나 거의 변화가 없었기 때문에 이러한 결정이 적절하다고 판단
  - 이들 중 일부는 이번 회의에서 연방기금금리 목표 범위 인하가 FOMC의 이중 책무 달성을 위한 선제적인 접근과도 부합한다고 강조
  - 동 참석자들은 이번 회의에서 정책금리 인하가 향후 몇 분기 동안의 인플레이션 하락 전망과 일치하며, 2026년 경제활동 강화에 기여하여 올해 (노동시장) 둔화 이후 예상되는 노동시장 여건을 안정시키는 데 도움이 될 것이라고 언급
- 이번 회의에서 연방기금금리 목표범위 유지를 선호했던 참석자들은 FOMC의 2% 인플레이션 목표를 향한 진전이 2025년에 정체되었다는 우려를 표명하거나, 인플레이션이 FOMC의 목표까지 안정적으로 하락하고 있다는 확신이 더욱 필요하다고 지적
  - 이들은 인플레이션이 적시에 2%로 돌아오지 않을 경우 장기 기대 인플레이션이 상승할 수 있다고도 지적
  - 동결을 선호하거나 이를 지지할 수 있었던 참석자 중 일부는 다음 회의까지 입수될 상당한 양의 노동시장 및 인플레이션 자료가 금리 인하가 필요한지 여부를 판단하는 데 도움이 될 것이라고 제안
  - 소수의 참석자들은 지난 회의 이후 입수된 자료가 노동시장의 유의미한 추가 약화를 시사하지 않기 때문에 이번 회의에서 연방기금금리 목표범위를 인하하는 것이 적절하지 않다고 판단
- 한 참석자(Stephen Miran)는 보다 중립적인 통화정책 기조로 조정할 필요성에 대해 동의하면서도 이번 회의에서 0.5%p 인하를 선호하였음

□ (정책 전망) 참석자들은 FOMC 정책 기조의 제약성(restrictiveness)에 대한 다양한 견해를 표명

○ 대부분의 참석자들은 인플레이션이 예상대로 점진적으로 하락할 경우 연방기금금리 목표범위를 추가 하향 조정하는 것이 적절할 것이라고 판단

— 연방기금금리 목표범위의 추가 조정 규모 및 시기와 관련하여 일부 참석자들은 자신들의 경제 전망을 토대로 이번 회의에서 금리를 인하한 후 당분간 목표범위를 유지하는 것이 적절하다고 제안

— 소수의 참석자들은 이러한 접근을 통해 최근 보다 중립적인 기조로의 정책 조정이 노동시장과 경제활동에 미친 지연 효과(lagged effect)를 평가할 수 있으며, 인플레이션이 2%로 회귀하는지에 대해 보다 확신할 수 있는 시간을 제공한다고 주장

○ 모든 참석자들은 통화정책이 사전에 정해지지 않았으며, 향후 정책 결정은 광범위한 최신 데이터, 변화하는 경제 전망 및 리스크 간 균형에 따라 이루어질 것이라는 데에 동의

□ (리스크 관리 고려사항) 참석자들은 대체로 인플레이션 상방 리스크가 높은 수준에 머물러 있으며, 고용 하방 리스크 또한 높고 2025년 중반 이후 상승한 것으로 판단

○ 대부분의 참석자들은 보다 중립적인 정책 기조로의 조정이 노동시장 여건의 심각한 악화 가능성을 예방하는 데 도움이 된다고 언급

— 이 중 다수는 가용한 증거들이 관세가 지속적인 인플레이션 압력으로 이어질 가능성이 줄었음을 시사한다고 판단

— 이들은 고용의 하방 리스크에 대응하여 FOMC가 정책기조를 완화하는 것이 적절하며, 이로써 양대 책무 달성과 관련된 리스크 간 균형을 맞추는 도움이 된다고 언급

- 이번 회의에서 보다 중립적인 기조로의 조정은 정책결정자들을 향후 입수 데이터, 변화하는 전망 및 리스크 간 균형에 기반한 판단을 통해 정책금리 추가 조정 규모 및 시기를 결정하기 좋은 위치에 놓이게 했다고 언급
- 반면 몇몇 참석자들은 높은 인플레이션이 고착화될 리스크를 지적하며, 높은 인플레이션 지표를 감안할 때 정책금리 추가 인하는 2% 인플레이션 목표에 대한 정책결정자들의 의지가 약해진 것으로 오해될 소지가 있다고 주장
- 참석자들은 리스크 간 신중한 균형이 필요하다고 판단했으며, FOMC의 양대 책무를 달성함에 있어 잘 안착된 장기 기대 인플레이션이 중요하다는 데 동의

### 3. 특별 주제(대차대조표 이슈)

- 참석자들은 단기자금시장 동향과 더불어 FOMC의 2019년 “통화정책 운영 및 대차대조표 정상화” 성명서에서 제시한 충분 기준(ample reserve) 체계와 일치된 수준으로 지급준비금을 유지하기 위해 RMPs(Rserve Management Purchases)을 시작하는 것이 적절한지에 대해 논의하였음
- 참석자들은 단기자금시장 금리와 연준 관리금리(administered rates) 간 스프레드가 지속적으로 확대되고, 단기자금시장 여건이 긴축적임을 나타내는 여러 다른 지표들을 통해 볼 때 지급준비금 잔액이 충분 수준으로 하락하였다고 판단
- 이에 따라 참석자들은 충분 기준 공급을 유지하기 위해 RMPs을 시작하고 단기 국채 매입을 개시하는 것이 적절하다고 평가\*

\* 연준 담당자는 설문조사 결과를 인용하여 첫 12개월 동안 약 2,200억달러의 단기 국채 순매입이 이루어질 것으로 전망

- 참석자들은 최근 단기자금시장 여건이 지급준비금이 충분한 수준 내에 있음을 시사하며, 충분 수준을 유지하기 위해 RMPs을 시작하는 것이 신중한 조치라는 데 동의하였음
  - 두어 명의 참석자들은 실효 연방기금금리(EFFR; Effective Federal Funds Rate)와 기준 금리 간 스프레드가 연준의 2017~19년 대차대조표 축소 때보다 더욱 빠르게 확대되고 있다고 언급
  - 두어 명의 참석자들은 제3자간 레포(Triparty Repo) 금리가 기준 금리를 평균적으로 다소 상회하였다고 지적
- 참석자들은 SOMA(System Open Market Account) 포트폴리오를 국채 구성(발행잔액 기준)과 유사해 질 수 있도록 단기 국채 매입을 선호하였지만, 장기적인 포트폴리오 구성에 대해서는 결정하지 않음
  - 정책 결정자들은 RMPs는 이자율 조정과 원활한 단기자금시장 운영을 위해서만 시행될 것이며, 이것이 통화정책 기조와 무관하다는 점을 소통하는 것이 중요하다고 강조
- 참석자들은 연준 부채 수요의 변동성이 상당하고 수요 예측의 불확실성을 감안할 때 Desk(뉴욕 연은 공개시장운영 담당)에 RMPs의 규모와 시기를 조정할 수 있는 유연성을 부여하는 것이 중요하다는 데 동의
  - 여러 참석자들은 비지준 부채의 계절적 변동이 크게 예상되는 상황에서 상설 레포(Standing Facility)에 의존하지 않고도 시장에 공급되는 총 기준 수준이 충분하게 관리될 수 있도록 선제적인 RMPs를 선호한다고 강조
  - 반면 다른 일부 참석자들은 대차대조표 규모를 제한하기 위해 비지준 부채에 대한 수요가 높은 시기가 가까워졌을 때 RMPs를 실시하고 (단기자금시장) 금리상승 압력을 완화하기 위해 상설 레포 운영에 보다 의존하는 것을 선호

- 몇몇 참석자들은 연준 직원의 연구 결과를 인용하여 SOMA 내 단기 국채 보유 변동은 비지준 부채 변동과 연계할 경우 재무부 일반 계정 (TGA; Treasury General Account) 변화에 따른 지준 공급을 차단할 수 있다고 지적
- 참석자들은 또한 상설 레포 운영의 역할을 논의하였으며, 충분 지준 체계에서 이자율 조정의 중요성에 대해 언급
  - 일부 참석자들은 단기자금시장의 압력이 높아지는 시기에 상설 레포가 실질적으로 활용되며 이자율 조정에 보다 적극적인 역할을 수행하는 것을 선호
  - 두어 명의 참석자들은 유효한 상설 레포 운영은 평균적으로 더 작은 대차대조표를 가능하게 한다고 첨언
  - 여러 참석자들은 충분 지준을 유지하기 위해 RMPs에 보다 중점을 두는 것이 바람직하다고 봄
- 다양한 참석자들은 충분(ample)이라는 용어를 보다 엄밀히 정의하는 것이 충분 지준 체계 운영에 대한 FOMC의 의도를 명확히 하는 데 도움이 될 것이라고 지적
  - 소수의 참석자들은 지준 수요의 변동 가능성으로 인해 적절한 지준 수준을 목표로 설정하는 데 어려움이 있다고 언급
  - 일부 참석자들은 “충분 지준”에 대한 정의가 지준 금리와 비교한 단기자금시장 금리 수준에 초점을 맞추어야 한다는 견해를 제시하였으며, 이중 소수는 이러한 접근을 통해 지준 수요가 잠재적으로 변화하는 상황에서 특정 (지준) 수준을 목표로 설정할 때 발생하는 어려움을 피할 수 있다고 강조
  - 두어 명의 참석자들은 충분 지준 체계를 이행하기 위해 필요 이상의 지준을 공급하는 “충분 지준”이라는 정의가 레버리지 투자자들의 과도한 리스크 감수(risk taking)를 초래할 수 있다는 견해를 피력