



Weekly Macro One Pick

Macro Check Up & Monitoring (5/19)

1) 소비자물가지수(CPI): 연간 기준은 안정, 그러나 불안정한 경로

헤드라인 수치 둔화, 시장이 반긴 '착시적 하락'

4월 CPI는 전년대비 2.3%로 하락하며 2021년 2월 이후 최저치를 기록했다. 헤드라인 수치만 놓고 보면 물가 안정을 향한 경로가 순조롭게 진행되고 있는 듯 보인다. 그러나 이번 하락은 기저효과와 영향이 크다. 지난해 4월 CPI(전년대비 3.4%)가 상대적으로 높았던 만큼, 전년비 수치만으로 디스인플레이션 지속을 단정하기는 어렵다. 실제로 시장은 이번 발표가 연준의 금리인하 기대를 확증하진 못했다고 평가했다.

월간 기준으로 되살아난 반등 압력

전월대비 기준에서 CPI(+0.2%)와 근원CPI(+0.2%) 모두 3월(-0.1%, +0.1%) 대비 반등했다. 특히 근원CPI의 월간 상승폭은 코로나19 이후 4월 기준 가장 낮은 수치를 기록했지만, 서비스 부문의 견조한 수요가 물가 압력을 떠받쳤다. 헤드라인의 전반적 둔화 압력에도 불구하고 주거비(+0.3%)는 상승 압력이 지속적으로 확인되었고, 의료서비스(+0.4%) 역시 오름세로 전환됐다. 한편, 식품 부문은 육류·계란 등을 중심으로 전월대비 -0.1% 하락하며 2020년 11월 이후 처음으로 마이너스를 기록했다.

서비스 주도 인플레이, 실질임금 마이너스 등 수요 기반 약화는 진행 중

4월에도 물가 상승은 여전히 서비스 부문에 집중됐지만, 소비 여력은 오히려 약화되고 있다. 4월 실질 주당 임금(-0.1%)은 전월대비 마이너스를 기록, 향후 소비 둔화 가능성을 키웠다. 단기적으로 서비스물가가 견조하더라도, 소득 감소에 따른 수요 기반이 약화되면 하반기에는 서비스 부문에서도 둔화가 본격화될 가능성이 크다. 그러나 문제는 그 시점 이전에 관세로 유발되는 공급발 인플레이션이 앞서 도래할 수 있다는 점이다.

물가 안정 신호인가, 상승의 출발점인가

결과적으로 이번 CPI는 시장이 기대하던 명확한 디스인플레이션 신호라기보단, 상승을 알리는 전환점일 가능성이 높다. 특히 관세가 90일 유예되었다 하더라도, 10%의 보편 관세와 30%에 이르는 대중국 관세는 여전히 유효하며, 이에 따른 물가 전가 효과 역시 향후 본격화될 가능성이 잔존하고 있다. 이미 2~3월 재고 축적과 선구매 수요로 인한 착시적 하락이 끝나가는 시점에서, 연준의 금리인하 기대는 이전보다 설득력을 잃기 시작했다.

2) 생산자물가지수(PPI): 서비스 둔화가 주도한 하락, 그러나 '착시적' 디스인플레이션 YoY로는 둔화 확인, 그러나 전월치 상향으로 인해 뒤바뀐 흐름

4월 PPI는 전년대비 2.4%로 하락하며 시장 예상치(2.5%)를 하회했다. 겉으로는 디스인플레이션이 강화되는 듯 보이지만, 전월치가 대폭 상향된 점을 고려하면 해석은 달라진다. 3월 PPI는 기존 3.3%에서 4.0%로, Core PPI는 3.4%로 수정되었다. 이로 인해 4월 수치는 상대적으로 낮아 보이는 '착시 효과'를 유발한 것이다. 조정이 없었다면 4월 PPI는 사실상 전월대비 소폭 상승한 셈이다.

CPI와 다른 상황, PPI 디플레 압력의 중심은 '서비스'

PPI 하락의 실질적 원인은 서비스 부문의 급락이다. 4월 최종 서비스 가격은 전월대비 -0.7% 하락했다. 특히 운송·창고와 건설 항목에서 가격이 크게 떨어졌고, 이로 인해 PPI의 하락(MoM -0.5%)에 영향을 미쳤다. 서비스 PPI는 소비·생산 시점이 일치하는 특징을 지녀 경기의 동행지표로 기능하며, CPI에는 선행성을 보이는데 이는 최근의 소비 여력 약화를 직접적으로 반영하고 있으며, 향후 서비스 부문에서도 디플레 압력이 발생할 가능성을 시사한다.

상품 물가는 반등: 관세 전가의 초기 조짐 나타나

상품 부문에서는 에너지와 식품을 제외한 항목(+0.4%)에서 소폭의 상승이 확인됐다. 이는 관세 전가가 시작되고 있다는 신호로 해석될 여지가 있다. 다만, 서비스 부문에서의 급락이 이를 상쇄하면서 전체 PPI 흐름은 디스인플레이션 쪽에 무게가 실리고 있다. 현재로서는 관세 인상 효과는 완전히 반영되지 않았다는 판단이며, 5~6월 데이터부터는 본격화될 가능성이 크다.

'돈이 없는 소비자들', 경기소비재 급감이 반영된 결과

서비스물가 하락의 근저에는 미국 소비자들의 경기소비재 지출 감소가 있다. 이는 CPI에서도 동일하게 포착됐다. 숙박비와 항공료 모두 전월대비 감소했으며, 이는 미국인들이 점차 외식·여행 등 재량 소비 항목을 줄이고 있음을 의미한다. GDP의 70%를 차지하는 서비스 산업에서 수요 위축은 향후 성장을 하방 압력으로 연결될 가능성이 높다.

관세 vs. 소비: 서로 다른 방향의 압력, 어느 쪽이 더 앞설까

결과적으로 4월 PPI는 단순한 둔화 신호로 해석되기엔 다층적이다. 상품 가격은 관세 영향으로 반등 조짐을 보이기 시작했고, 서비스는 소비 부진으로 인해 급락했다. 즉, 공급 측 요인은 인플레이션, 수요 측은 디플레이션 압력을 만들고 있으며, 이 간극이 벌어질수록 연준의 정책 대응은 더욱 복잡해질 것이다. 향후 지표에서는 어느 측이 더 강하게 작동하는지가 핵심이다.

3) 소매판매: 탄력적인 소비 헤드라인 속, 컨트롤 그룹의 침묵이 시사하는 것

명목 지표는 양호, 소비 여력 살아있는 듯 보이지만

4월 미국 소매판매는 전월대비 +0.1%로 집계되며 시장 기대치(0.0%)를 소폭 상회했다. 여기에 더해 3월 수치가 +1.7%로 대폭 상향 조정되면서, 전년대비 증가율은 +5.2%까지 급등해 2023년 12월 이후 최고치를 기록했다. CPI 상승률(+2.3%)을 단순 차감한 실질 기준에서도 YoY +2.8%로 소비의 기초 체력은 우려와 달리 아직은 견조하다는 신호를 줬다.

그러나 '컨트롤 그룹'은 -0.2%: 핵심 소비는 주춤

주목할 지점은 GDP 산출에 직접 반영되는 '컨트롤 그룹' 즉 핵심 소매판매는 전월대비 -0.2%를 기록하며 시장 기대치(+0.3%)를 크게 하회했다는 점이다. 이는 자동차, 가솔린, 전자재, 외식과 같이 변동성이 높은 항목을 제외한 내재적 소비 흐름을 보여주는 지표로, 최근 두 달 연속 하락세다. 3월 관세로 인한 선제적 구매의 후유증이 본격화되며, 재량소비는 정점에서 조정 구간에 진입했을 가능성을 시사한다.

정체된 실질 소비

인플레이션을 반영한 실질 기준에서는 4월 소비가 사실상 정체 상태이며, 소비의 명목 성장도 사실상 인플레이션 효과가 대부분을 차지한다. 최근 4년간 소매판매는 본질적으로 제자리에 있다. 즉, 가격만 오른 모습으로 가시적 소비 여력은 좋아 보이지만 구조적 수요는 약한 상황인 것으로 해석될 수 있다.

4) 파월 기자회견: 'FAIT'의 종언과 공급충격 시대의 통화정책

프레임워크 재검토 선언

제롬 파월 연준 의장은 최근 열린 라우바흐 콘퍼런스를 통해, 2020년 도입된 '유연한 평균 인플레이션 목표제(FAIT)'의 실효성이 사실상 상실되었음을 공식화했다. 팬데믹 이후 급변한 인플레이션 환경, 그리고 빈번해진 공급 충격에 대응하기 위해 연준은 통화정책의 철학적 기반을 재설계 중이다. FAIT의 핵심이었던 '물가의 일시적 오버슈팅 용인'과 '고용 부족분(Shortfalls) 중심의 대응' 원칙은 향후 수정될 가능성이 높아졌다.

공급 충격 시대, 금리 정책의 기초가 바뀐다

파월은 "우리는 더 빈번하고 지속적인 공급 충격의 시대로 진입하고 있다"고 언급하며, 기존 저물가·저금리 전제 위에 설계된 정책 틀이 변화해야 함을 강조했다. 제로 하한(ZLB) 회피를 위한 완화 기조보다는, 높아진 실질금리와 변동성 있는 인플레이션에 대비한 중립금리 상향 조정이 앞으로의 기조가 될 수 있다. 이는 단기 금리보다 구조적 긴축 내지 신중한 완화 사이의 균형을 시사한다.

‘고용 강조’에서 ‘물가 중심’으로 균형점의 이동

FAIT는 고용이 완전고용을 밑돌 때만 정책 개입을 허용하고, 과열 상황에는 대응하지 않는 비대칭적 틀을 담고 있었다. 그러나 파월은 이를 사실상 물가안정으로 무게중심을 재조정하는 방향으로 전환하겠다는 신호를 보냈다. 이는 최근 물가 지표들이 여전히 다층적(서비스·관세·실질 소비)이라는 점과 연결되며, 연준이 앞으로의 정책 유연성을 확보하기 위해 정해진 룰보다는 판단 중심의 틀로 이동 중임을 암시한다.

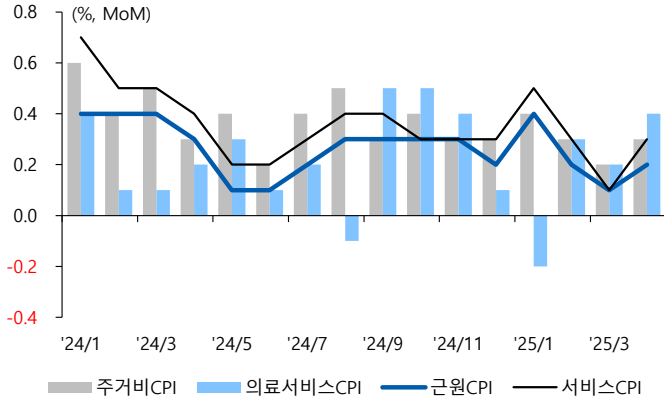
당장은 금리 인하 논리 약화, 8월 잭슨홀 발표 주목

현재 CPI는 저점을 통과했고, PPI는 서비스 둔화가 주도한 착시적 하락, 소매판매는 컨트롤 그룹을 중심으로 둔화되고 있다. 이러한 가운데, 연준이 기존 정책 철학을 바꾸는 작업을 진행 중이라는 점은 향후 금리 인하 경로에 결정적인 기준점을 제공할 것이다. 특히 소비의 피로, 관세 전가에 따른 공급 측 압력, 구조적 실질금리 상승 가능성을 모두 고려하면, 연준은 “성급한 인하보다 긴 보류”를 택할 공산이 크다.

파월은 올 여름 잭슨홀 심포지엄에서 새로운 프레임워크의 초안을 공개할 예정이며, 2025년 이후 미국 통화정책의 방향성은 이 구상에 결정적으로 좌우될 전망이다. 지난주 발표된 물가지표와 소비지표를 고려해보았을 때, 연준 입장에서는 추가 긴축보다는 완화 신중론쪽에 무게가 실릴 가능성이 높다. 다만 현재 수요 환경이 본격적으로 악화되지 않는 이상, 당장의 금리 인하는 정당화되기 어렵다는 점에서 당장은 지켜볼 가능성이 크다는 판단이다. 하지만 하반기 들어서는 점진적인 완화 시나리오가 유력하다고 생각된다.

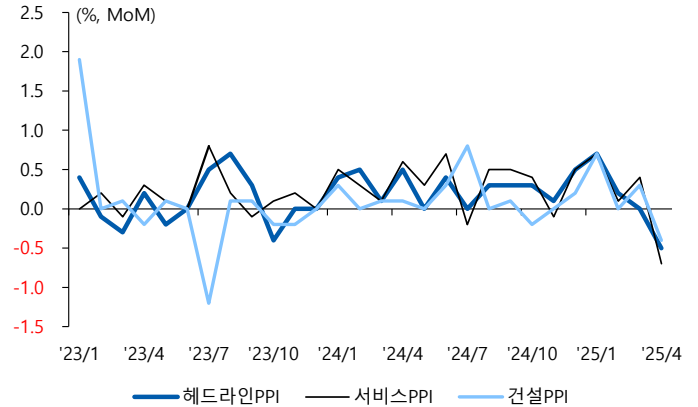
Weekly Review

미국 4월 근원CPI MoM +0.2% 상승, 서비스CPI(+0.3%)가 주도



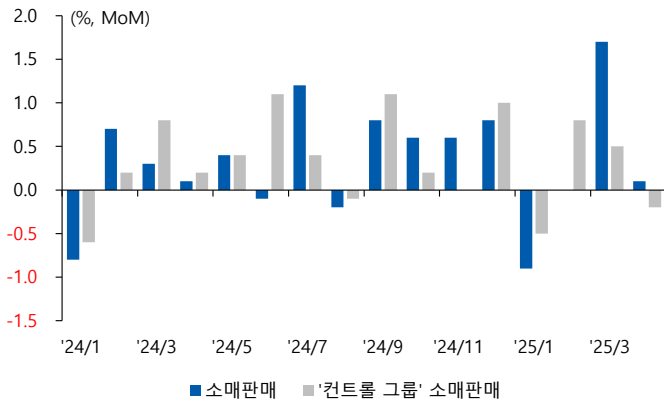
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 4월 PPI YoY +2.4% 상승, MoM -0.5% 하락



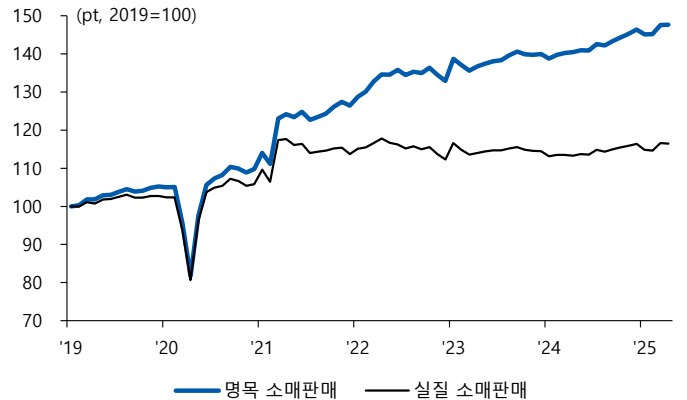
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 4월 소매판매 MoM +0.1% 상승, 컨트롤 그룹은 -0.2% 하락



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 실질 소매판매의 성장률은 정체되는 흐름



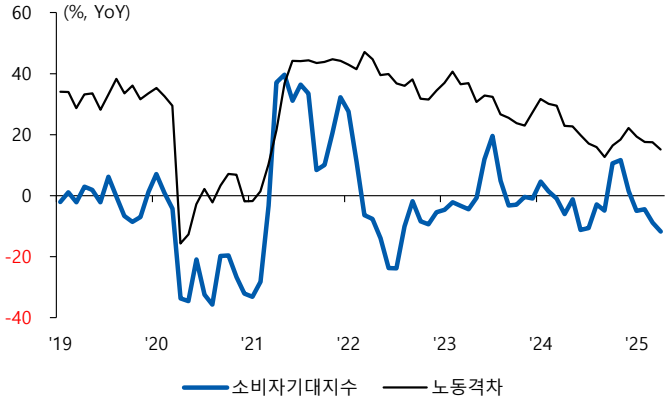
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

발표일자(한국시간 기준)	국가	경제지표 (이벤트)	기간	예상치	발표치	이전치
5월 13일(화)	유로존	ZEW 경기기대지수	5월	-	11.6	-18.5
	미국	NFIB 소기업낙관지수	4월	94.3	95.8	97.4
	미국	CPI MoM	4월	0.3%	0.2%	-0.1%
5월 14일(수)	일본	PPI YoY	4월	3.9%	4.0%	4.2%
5월 15일(목)	한국	실업률 YoY	4월	3.0%	2.7%	2.9%
	일본	공작기계수주 YoY	4월 P	-	7.7%	11.4%
	미국	PPI MoM	4월	0.2%	-0.5%	-0.4%
	미국	소매판매 MoM	4월	0.0%	0.1%	1.4%
	미국	뉴욕 엠파이어스태이트 제조업 지수	5월	-8.0	-9.2	-8.1
	미국	필라델피아 연은 제조업 지수	5월	-9.6	-4.0	-26.4
	미국	NAHB 주택시장지수	5월	-	34	40
5월 16일(금)	일본	1Q GDP QoQ	1Q P	-0.1%	-0.2%	0.6%
	미국	주택착공건수	4월	1368k	-	1324k
	미국	건축허가	4월	1450k	-	1467k
	미국	미시간대 소비자신뢰지수	5월 P	53.0	-	52.2

주: A 예비치, P 잠정치, F 확정치

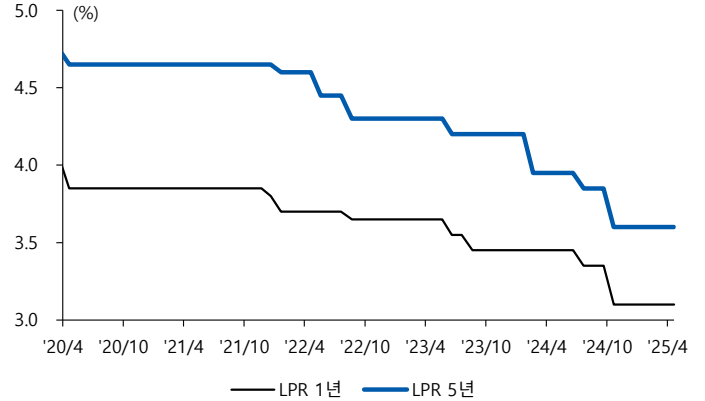
Weekly Preview

미국 4월 컨퍼런스보드 선행지수 발표 (전월 -0.7%, 컨센 -0.8%)



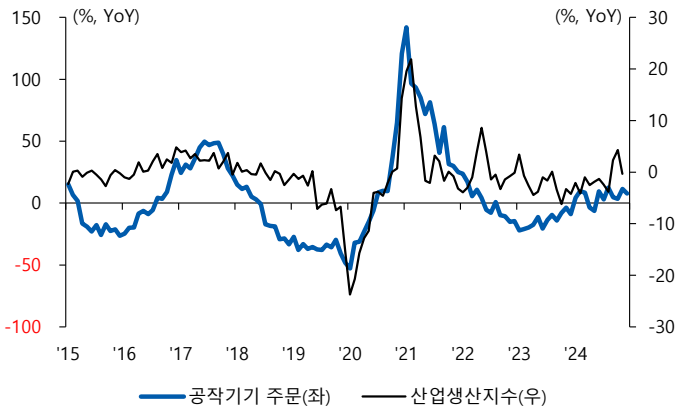
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

중국 LPR 1년·5년 금리 발표 (컨센 각각 3.0%, 3.5%)



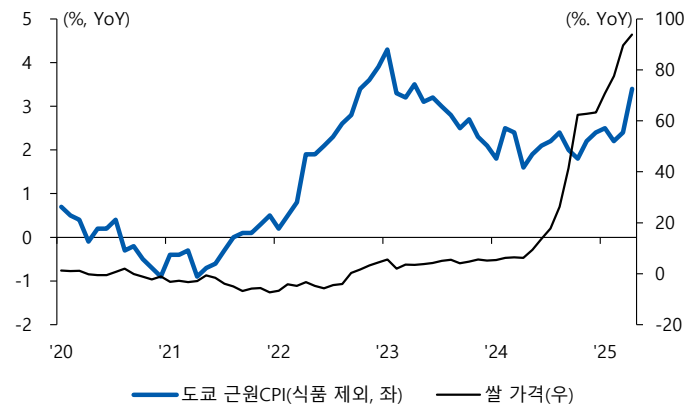
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

일본 5월 단칸지수 발표 (전월 9pt, 컨센 3pt)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

일본 4월 CPI 발표 (전월 3.6%, 컨센 3.5%)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

발표일자(한국시간 기준)	국가	경제지표 (이벤트)	기간	예상치	발표치	이전치
5월 19일(월)	중국	광공업생산 YoY	4월	5.7%	-	7.7%
	중국	소매판매 YoY	4월	5.9%	-	5.9%
	중국	고정자산투자 YTD YoY	4월	4.3%	-	4.2%
	미국	컨퍼런스보드 선행지수 MoM	4월	-0.8%	-	-0.7%
5월 20일(화)	중국	LPR 1년·5년	5월 20일	3.0%, 3.5%	-	3.1%, 3.6%
	유로존	소비자신뢰지수	5월 P	-16.0	-	-16.7
5월 21일(수)	일본	무역수지	4월	¥194.8b	-	¥544.1b
	일본	수출 YoY	4월	2.5%	-	3.9%
5월 22일(목)	일본	단칸지수	5월	3	-	9
	일본	핵심기계수주 YoY	3월	-1.8%	-	1.5%
	일본	지분은행 제조업 PMI	5월 P	-	-	48.5
	유로존	HCOB 제조업 PMI	5월	49.4	-	49
	미국	S&P 글로벌 제조업 PMI	5월 P	-	-	50.2
	미국	기준주택매매 MoM	4월	3.2%	-	-5.9%
5월 23일(금)	일본	CPI YoY	4월	3.5%	-	3.6%
	미국	신규주택매매 MoM	4월	-3.3%	-	7.4%

주: A 예비치, P 잠정치, F 확정치

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.(작성자:김호정)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.