

6월 CPI: 5.5%, 감당하실 수 있으니까

[Economist] 류진이 2122-9210 jinlee@hi-ib.com / 박상현 2122-9196 shpark@hi-ib.com



2023-07-13

<Summary>

- ✓ 6월 소비자물가, 헤드라인과 근원 물가 모두 예상치 하회하는 긍정적 서프라이즈 기록
- ✓ 7월 FOMC 25bp 인상 가능성 높아 기준금리 5.5% 도달 전망. 이 경우 실질금리는 2.5%까지 상승
- ✓ 역설적으로 미국 경제의 견고함에 대한 믿음이 미국 경제에 부담을 주기 시작할 것

6월 소비자물가, 긍정적 서프라이즈 기록

미국 6월 소비자물가는 YoY 3.0%, MoM 0.2% 상승하며 예상치(YoY 3.1%, MoM 0.3%) 하회, 근원 소비자물가 또한 YoY 4.8%, MoM 0.2% 상승해 예상치(YoY 5.0%, MoM 0.3%)를 하회하며 긍정적 서프라이즈를 기록했다. 근원 소비자물가 전월비 상승률은 2021년 8월 이후 가장 낮은 수치였는데, 근원 물가의 하방 경직성에 대한 우려가 컸던 만큼 기대보다 가파른 둔화 폭을 기록한 점은 고무적이었다. 발표 직후 미 국채 2년물 금리는 하락 폭을 일부 되돌리긴 했지만 10bp 급락하는 모습을 보였다.

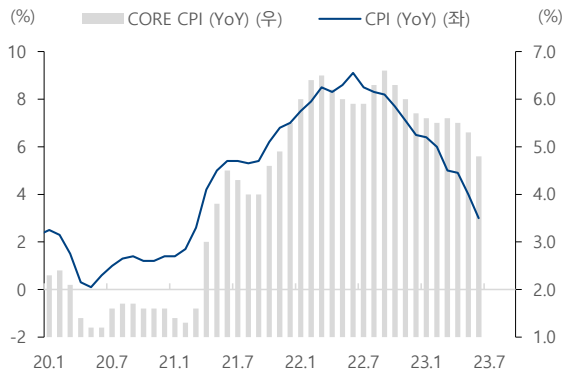
헤드라인 물가 상승을 이끈 것은 주거비와 자동차 보험료 그리고 에너지 가격이었으며, 하락을 이끈 것은 중고차 가격이었다.

(1) 5월 전월비 -5.6% 하락하며 헤드라인 물가 하락을 이끌었던 가솔린 가격지수는 6월 들어 +1.0% 반등, 전기 요금이 오르면서 에너지 가격지수는 상승했다. 지난 5월 CPI 자료에서 하반기로 갈수록 에너지 가격의 기저효과가 사라지며 헤드라인 물가 재차 반등할 가능성에 주의할 필요가 있다는 점을 언급한 바 있다. 실제로 이번 지표에서부터 에너지 가격의 기저효과 소멸 현상이 나타나고 있다. 전일 그간 감산에 적극적이지 않았던 러시아에서 원유 생산량이 감소하는 시그널이 나타나고 있다는 보도가 나온 후 WTI 기준 유가는 배럴당 75 달러까지 상승했다. 기대했던 중국발 원유 수요는 아직 뚜렷하게 나타나지 않지만 감산에 대한 이슈가 유가 하단을 지지 중인 상황이다. 더불어 글로벌 전체적으로 높은 기온을 기록하고 있어 냉방용 전기 수요가 늘어나고, 전기 요금 그리고 에너지 서비스 가격이 상승 압력을 받고 있다는 점도 주목해야 한다. 7~8월 냉방 수요가 전기와 천연가스, 유가에 추가 상승 재료로 작용할 수 있다.

(2) 근원 물가 둔화 폭이 예상치 상회했다는 점도 긍정적이다. 지난 5월까지 근원 상품 물가의 상승세가 지속되고 있다는 점이 그렇지 않아도 강한 서비스 가격의 하방 경직성에 더해 추가적인 부담으로 작용해왔다. 다행히 4~6월 맨하임 중고차 가격지수가 하락세로 전환하며 6월 소비자물가에서도 중고차 가격지수는 전월대비 -0.5% 하락했다. 중고차보다 물가지수 내 비중이 높은 신차 가격 또한 전월비 상승률 0.0%로 안정세를 유지하고

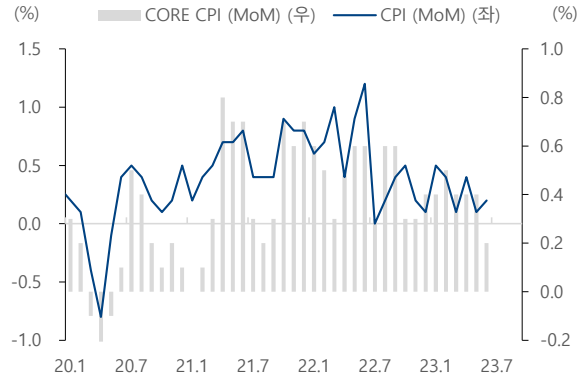
있음은 근원 상품 물가 상승세 둔화에 기여할 전망이다. 하지만, 뒤에서 언급하겠지만 신규 자동차 대출 금리가 7%를 상회하는 고금리 상황에서 신차 구매에 부담을 느끼는 소비자들의 수요가 중고차로 일부 이동할 경우 하반기에도 산발적인 중고차 가격의 상승이 나타나면 근원 물가 오름세를 키울 수 있어 여전히 주의할 필요가 있다고 본다.

그림1. 소비자물가 전년동월비 상승률



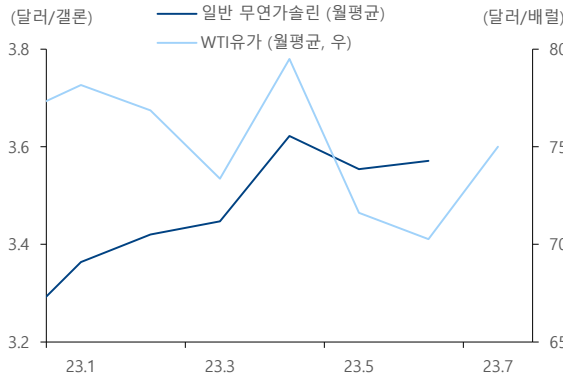
자료: Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 소비자물가 전월비 상승률



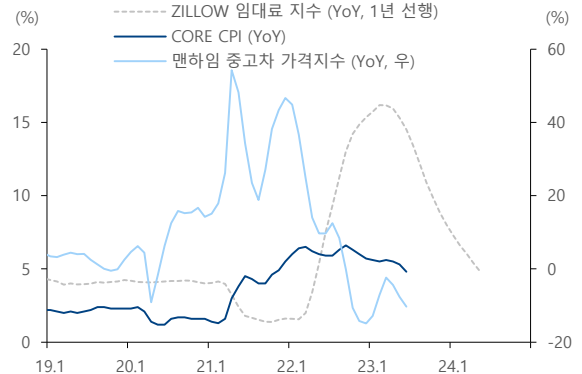
자료: Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 하반기부터 에너지 가격이 재차 복병



자료: Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 근원 소비자물가 최근 상승의 주요 팩터



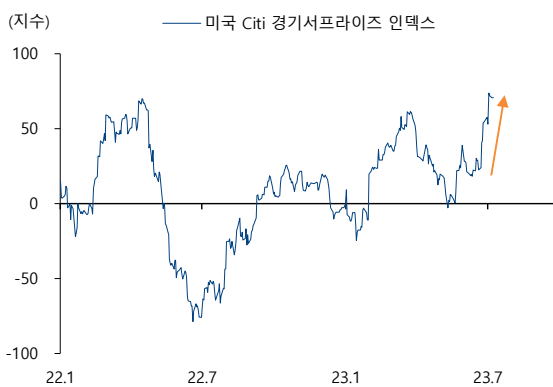
자료: Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치본부

미 경기 서프라이즈 지수 급등, 장단기 스프레드 역전 폭 축소가 의미하는 바는

이번 소비자물가 상승률 컨센서스가 3.1%까지 하락했음에도 7 월 FOMC 에서 미 연준이 기준금리 5.25% ~ 5.50%까지 인상할 것이 기정사실화된 상황이다. 최근 견조한 미국 경제지표들이 5.5%의 기준금리를 버틸 수 있다는 근거로 작용하고 있으며, 미국 경기 서프라이즈 지수는 6 월 FOMC 이후 급등세를 이어가고 있다.

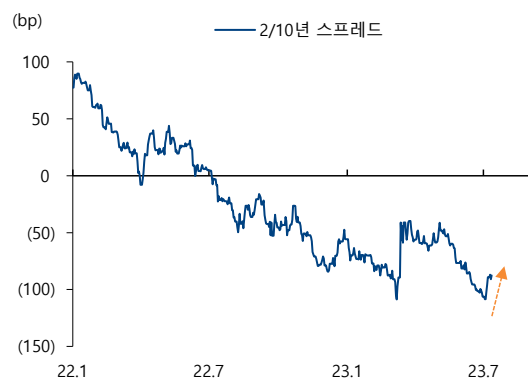
여기에 6 월 ADP 기준 고용자 수가 49.7 만명 증가하며 예상치(22.5 만명)의 두배 이상을 기록하는 수치로 발표되면서 결정타를 날렸다. ADP 고용지표의 신빙성에 대한 논란도 있지만 워낙 서프라이즈 폭이 컸던 만큼 시장의 충격도 컸다. 7 월중 미국 국채 2 년 금리는 4.98%, 10 년 금리는 4.06%까지 상승했다. 2/10 년 장단기 금리 역전 폭 또한 -87bp 까지 축소되었다. 기존의 "기준금리 인상 → 경기 침체 우려"로 장단기 스프레드가 축소되던 양상에서 시장의 내러티브가 변화한 것이다. 결국 시장이 현재의 5.50%의 고금리 상황을 미국 경제가 감내할 수 있다고 보고 있다는 의미로 해석할 수 있다.

그림5. 미국 경기 서프라이즈 지수



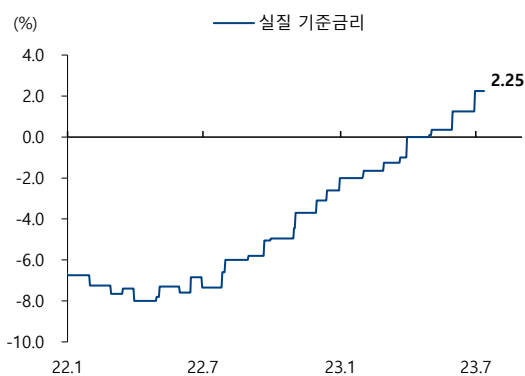
자료: Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 미국 장단기 금리 역전 폭 급격히 축소



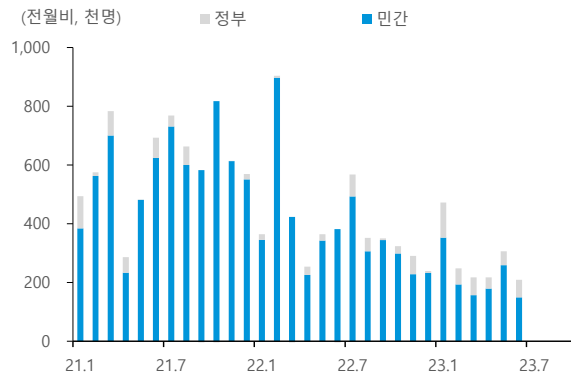
자료: Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림7. 미국 실질 기준금리. 2.25%까지 상승



자료: Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림8. 미국 비농업고용자 수 추이: 6 월 20.9 만명 증가하며 2019년 월평균 증가분인 16.3 만명 여전히 상회



자료: Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치본부

미국 경제의 견고함에 대한 믿음이 미국 경제에 부담을 주기 시작할 것 (1)

하지만 역설적으로 미국 경제의 견고함에 대한 믿음이 미국 경제에 부담을 주기 시작할 것으로 보인다. 미국 경제가 1 년이 넘게 진행되고 있는 고강도 긴축을 버텨내고 있는 근간에는 모두 주지하고 있듯 강한 고용시장이 큰 역할을 하고 있다. 6 월 비농업고용지표는 예상치를 소폭 하회하며 둔화되는 양상은 뚜렷하게 보이고 있지만 절대적인 레벨 자체는 여전히 높은 상황이다.

단, 지난 당사 자료 “미 고용, 한 차례 금리인상에 아직 무계”에서 밝혔듯이 이로 인한 ‘중물가-중금리’ 현상 장기화가 올해말 그리고 내년의 미국 경기에는 복병으로 작용할 수 있다. 미국의 고용 호조는 단순히 경기를 넘어서 인구 구조적인 문제가 복합적으로 작용하고 있다. 따라서 금리 정책으로 단기간에 해결되기는 어렵다. 금리 인상만으로 해결할 수 없는 문제가 금리를 올리는 근거가 되어버린 만큼, 경기 침체를 피함과 동시에 고용지표만으로 금리 인상을 종료할 명분을 찾기는 어렵다.

디스인플레이션이 나타나고는 있지만 연초 기대보다는 그 둔화 속도가 느린 것도 사실이다. 이 때문에 연준 위원들 또한 추가 긴축의 필요성을 역설하고 있다.

그림9. 6 월 FOMC 이후 연준 위원 주요 발언 정리

일시	이름	투표권 여부	주요 코멘트
2023-06-21	라파엘 보스틱	X	올해 남은 기간 금리를 현 수준으로 유지하는 것이 적절
2023-06-29			충분한 명목 금리 수준에 도달했으며 금리 동결이 적절
2023-07-10			인플레이션 높은 수준이지만 일단 인내심 가질 수 있는 수준
2023-07-01	오스틴 굴스비	O	경기침체 없이 충분히 인플레이션 낮출 수 있을 것
2023-07-07			고용시장, 지속 가능한 속도로 둔화. 그동안 우리는 많이 인상했으며, 그에 따른 영향을 기다리고 있음
2023-06-22	미셸 보우만	O	인플레이션 수준 내리기 위해 연내 추가 금리 인상 적절
2023-06-22	제롬 파월	O	연준 위원들 대다수 올해 두 차례 금리 인상에 동의
2023-06-28			인플레이션 안정화 될 때까지 2회 가량 금리 추가 인상 가능
2023-06-23	메리 데일리	X	올해 2회 추가 금리 인상 있을 것으로 보는 것이 합리적
2023-07-10			인플레이션 축소를 위해 올해 두어번 금리 인상 필요
2023-07-05	존 윌리엄스	O	연준의 금리 동결 적절한 조치이지만 금리 추가 인상 또한 필요
2023-07-06	로리 로건	O	6월 FOMC에서 금리를 올리는 것이 적절했을 것
2023-07-10	로레타 매스터	X	금리를 어느 정도 더 올린 후 그 수준에서 유지할 필요 있음

자료: 언론 종합, 하이투자증권 리서치본부

미국 경제의 견고함에 대한 믿음이 미국 경제에 부담을 주기 시작할 것 (2)

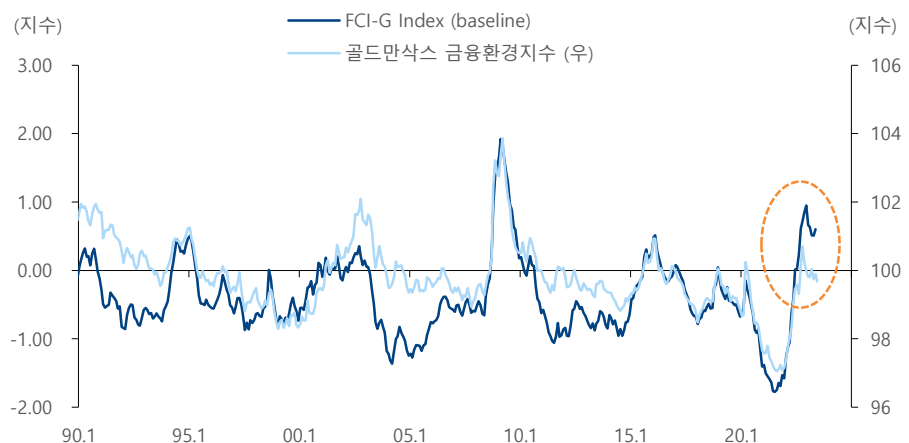
그러나 지난주 미 연준에서 발표한 보고서(FEDS Notes: A New Index to Measure U.S. Financial Conditions)에서는 새로운 금융환경지수인 FCI-G 를 공개했는데, 이 지표는 골드만삭스 금융환경지수 대비 현재 상황을 더욱 긴축적이라고 평가하고 있다. 새로운 FCI-G 지수와 여타 금융환경지수와의 차이점은 전자는 긴축의 파급 시차를 지수에 반영하고 있다는 점이다. 금리를 인상하는 것도 긴축이지만, 높은 금리를 오랜 기간 유지하는 것 또한 긴축의 일환이다. 이러한 긴축의 파급 시차를 반영했다는 점에서 거시경제에의 영향을 더욱 잘 파악할 수 있는 지표라고 사료된다. 동 지표를 기준으로 하면 지금의 긴축 강도는 1981 년과 2008 년을 제외하고 가장 긴축적이다.

긴축 효과의 단적인 예로, 신규 자동차 대출 금리 수준은 7.59%로 2006 년 이후 최고치를 기록 중이다. 공급망 차질 해소와 이연 수요로 인해 자동차 판매 호조가 지속되고 있지만 소비자들이 7%대의 금리 수준을 계속해서 감당하기는 어려울 것으로 보인다.

금리 인상기임에도 불구하고 앞서 언급한 양호한 고용시장과 더불어 미국 IRA 법안과 리쇼어링 촉진 등에 따른 미국 내 건설 및 투자 호조세가 지속되고 있어 미국 경기가 침체 국면에 들어설 가능성은 여전히 높지 않다고 판단한다. 최근 미국 주택시장 경기가 바닥을 다져가고 있음도 고무적이다.

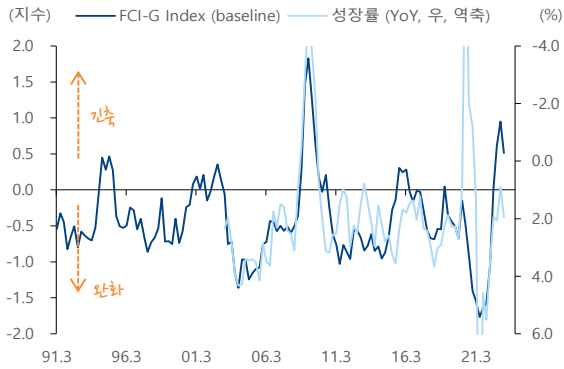
하지만 하반기로 갈수록 경기 모멘텀은 둔화하는 가운데 그간 이루어진 긴축의 효과는 누적되어간다. 7 월 FOMC 에서 25bp 를 인상하면 기준금리 5.5%라는, 2000 년대 들어서 처음 보는 수준의 기준금리를 기록할 전망이다. 상반기에는 침체에 대한 우려가 과도했다면, 하반기부터는 올해 연말과 내년초부터 나타날 수 있는 긴축의 누적효과에 대한 경계심이 필요하다. 경기 침체는 피할지라도 골이 깊지 않아 산도 높지 않듯, 저성장 흐름의 장기화라는 부작용 또한 고민해볼 시기이다.

그림10. 미 연준에서 새롭게 제시한 금융환경지수, FCI-G. 기존 지표보다 현재 상황을 더욱 긴축적이라고 평가



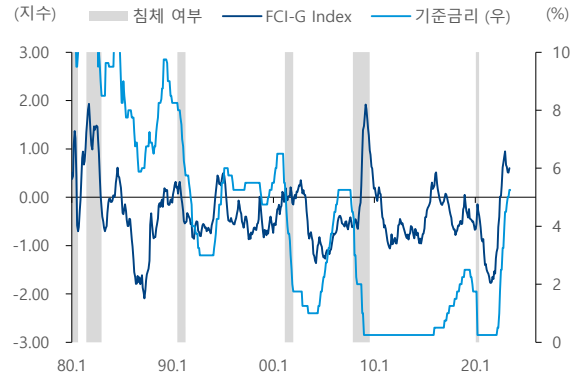
자료: Fed, Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림11. FCI-G 지수와 미국 성장률 추이



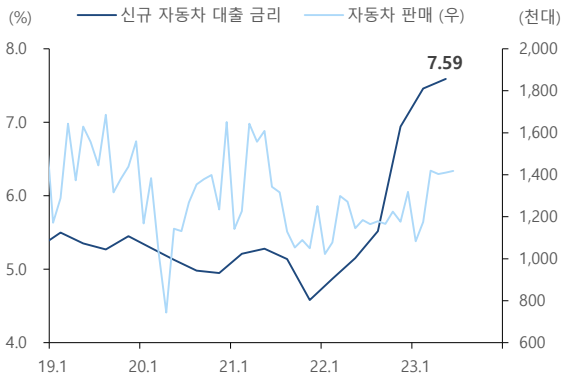
자료: Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림12. 기준금리 추이에 따른 FCI-G 지수 흐름



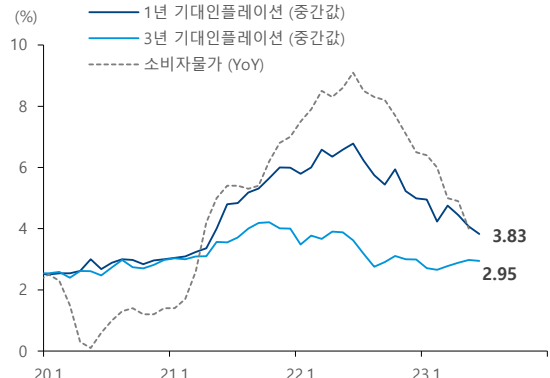
자료: Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림13. 미국 신규 자동차 대출 금리 수준: 7.59%까지 상승. 자동차 판매는 아직까지 견조하긴 하나...



자료: Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림14. 미시간대 기대 인플레이션: 1년 기대 인플레이션 하락세 지속



자료: Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치본부

Compliance notice

- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 - ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 류진이, 박상현)
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대어될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.