

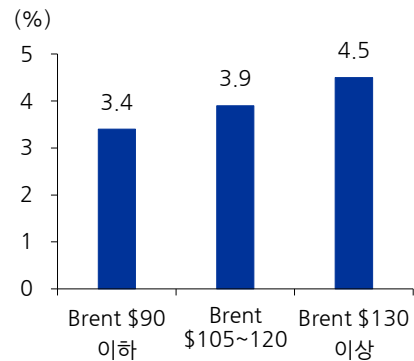
Global Economy

경제/자산배분_방인성(PhD)
6145 / isbang@eugenefn.com

미국 물가경로와 소비 둔화 가능성

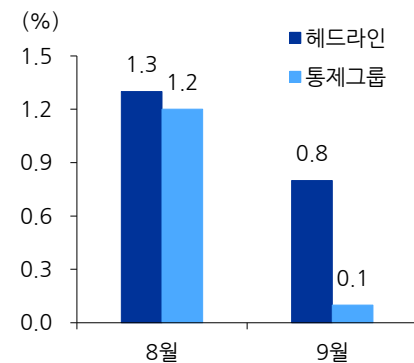
- “ 9월 미국 CPI는 전월비 +0.6%, 전년비 +3.7%로 8월(+3.4%)과 예상(+3.6%)을 상회했다. 휘발유(+9.1%)가 상승분의 절반 이상이지만 **근원 CPI도 +0.3%mom, +2.6%yoy로 재가속됐다**. 주거비·슈퍼코어·근원 상품 이 동시에 오르며 '근원 둔화' 내러티브는 소멸했다.
- “ 근원 PCE는 +3.0%로 6개월째 3%를 웃돌고, Trimmed Mean·Median CPI 등 기저 물가도 2.5~3.0%에 안착해 2% 복귀 경로는 보이지 않는다. 에너지·관세·서비스가 밀어 올리는 공급 측 물가로 금리 인상으로 억제하기 어렵다.
- “ 미국 물가 경로의 기본 시나리오는 **근원 CPI 월 +0.3% 상승, 12월 근원 물가는 +2.7~2.8%**다. 헤드라인 물가는 유가가 결정하는데, 지난주 브렌트유가 \$116.7(10/23, 4월 말 이후 최고)까지 급등하며 한 달 새 17% 올랐다. 현 수준이 유지되면 12월 헤드라인은 +3.8~4.0%, 미·이스라엘의 이란 공습이 재개돼 \$130을 넘으면 4%대 중반, 휴전으로 \$90 아래로 내려오면 3.3~3.5%로 예상된다.
- “ 고물가가 유지되는 가운데 **소비는 명목상으로 견조하나, 실질은 정체로 판단된다**. 9월 소매판매 +0.8%의 71%가 주유소였고 미국 GDP에 포함되는 통제그룹은 +0.1%에 그쳤다. 저축률 4.1%(2022년 11월 이후 최저), 실질 가처분소득 0.0%, **실질임금 -0.7%yoy(6개월 연속 마이너스)로 소득이 아닌 저축 인출이 소비를 지탱한다**. 10월 소비자심리 48.0은 역대 두 번째로 낮다.
- “ 가게 신용에서 균열이 나타난다. 2Q 카드 잔액 1.26조 달러(역대 2위), 오토론 1.71조 달러(사상 최대)로 고비용 신용으로 이동했고, 카드 90일+ 연체 비중은 12.8%(1Q 7.6%)로 급등했다. 카드금리 20%대, 모기지 7%대에 저소득 가구의 차입 여력이 소진되며 연말 소비시즌은 고소득층 의존의 K자 양극화가 심화될 것이다.
- “ 물가와 금리의 이중 부담은 소비에서 나타나고 있다. 내구재 구매여건은 -18%, 자동차 판매 -3.8%로 금리에 민감한 소비가 먼저 꺾였다. 연말 소비시즌은 명목 +4.2% 성장이 예상되지만, 실질은 +2% 내외이며, 4Q 실질 소비는 +1% 내외로 둔화될 전망이다.
- “ 연말 소비 둔화는 '급락'이 아닌 '실질의 정체'로 전망한다. 기본 시나리오는 브렌트유 \$105~120에서 12월 헤드라인 +3.8~4.0%, 근원 +2.7~2.8%, 4Q 실질 소비 +1% 내외의 경로이며 연준은 12월 인상 후 2027년 1분기 추가 인상을 가능할 것이다. 유가가 \$130을 넘으면 헤드라인 +4.5%와 실질 매출 역성장이, \$90 아래로 내려오면 물가 +3.3~3.5%와 소비 반등이 예상된다.

유가별 12월 CPI: 기본 +3.8~4.0%



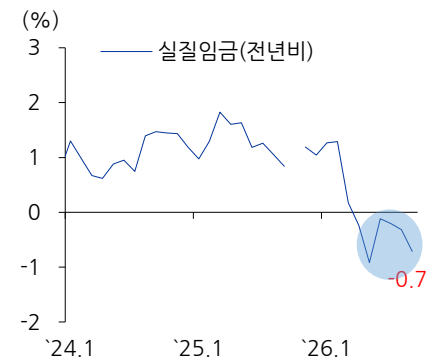
자료: 유진투자증권, 주: 전년 동월비

소매판매 +0.8%, 통제그룹은 +0.1%에 그침



자료: 유진투자증권, 주: 전월비

실질임금 6개월 연속 감소, 구매력 약화



자료: CEIC, 유진투자증권

I. 미국 인플레이션 경로

9월 CPI +3.7%, 근원 +2.6%

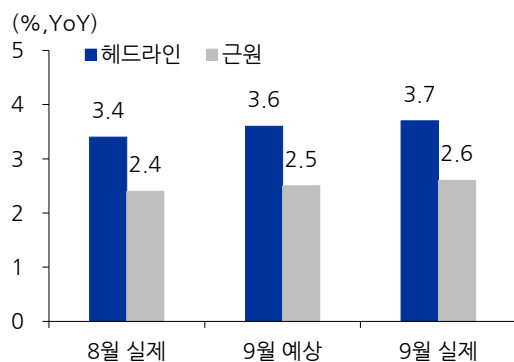
9월 CPI +3.7%
근원 +2.6%

9월 미국 소비자물가는 전월 대비 +0.6%, 전년 대비 +3.7% 상승해 8월 (+3.4%)과 시장 예상(+3.6%)을 모두 상회했다. 근원 CPI 역시 전월 대비 +0.3%, 전년 대비 +2.6%로 예상(+0.2%, +2.5%)을 모두 웃돌았다. 휘발유 가격이 전월 대비 +9.1% 급등하며 에너지 물가가 +5.2% 올랐고, 이것이 헤드라인 상승분의 절반 이상을 설명한다. 에너지 물가는 전년 대비 +20.4% 상승한 반면 식품은 보합(전년비 +2.5%)에 머물렀다.

문제는 근원 물가다. 주거비가 8월 +0.3%에서 +0.4%로 상승폭을 키웠으며, 중고차 +0.7%, 항공료 +1.2%(전년비 +22.4%), 의복 +0.3%, 병원서비스 +0.7% 등 상승 품목이 넓게 확산되었다. 근원 CPI의 3개월 연율은 +3.7%로, 8월까지 유지되던 '근원 둔화' 내러티브는 9월 데이터로 사실상 소멸했다.

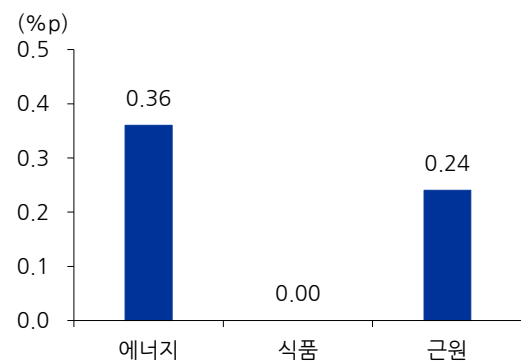
주거 제외 근원 서비스(슈퍼코어)는 7월 +0.35%, 8월 +0.41%, 9월 +0.34%로 3개월 평균 +0.37%, 연율로는 +4.5%다. 7월 지표가 나왔을 때 '한 달 더 지켜보겠다'던 수준이 이제는 고착된 모습이다. CPI 내 비중이 35%에 달하는 주거비가 7월 +0.1%에서 9월 +0.4%로 재가속되고, 전년비로도 8월 +3.0%에서 +3.2%로 반등했다. 주거비 둔화가 멈춘 것이 근원 재가속의 핵심이다.

미국 헤드라인 vs 근원 CPI



자료: CEIC, 유진투자증권

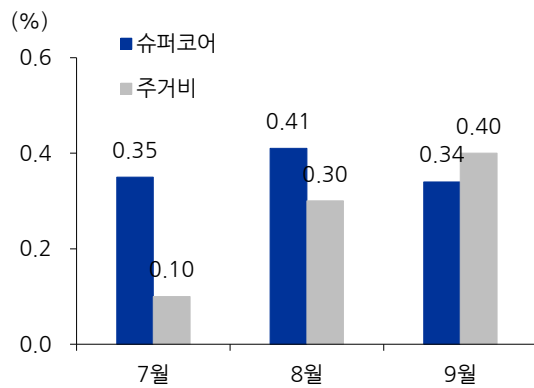
9월 CPI 기여도(전월비)



자료: CEIC, 유진투자증권

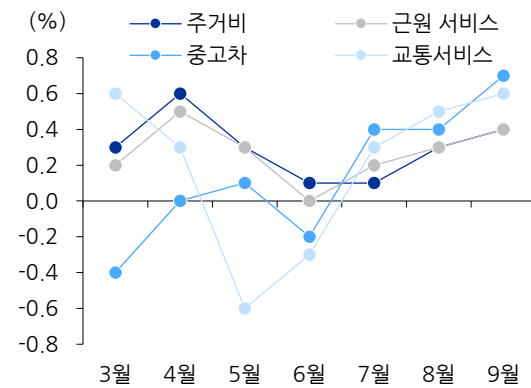
근원 상품도 +0.3%(8 월 +0.1%)로 올랐다. 관세 전가와 AI 데이터센터 투입재 수요가 중국발 저가 수입품의 디스인플레이션 효과를 상쇄하고 있다. 요컨대 현재의 물가는 임금이 아닌 에너지, 관세, 서비스 가격이 끌어올리는 공급 측 성격이 강하며, 이는 금리 인상으로 수요를 억제하더라도 효과는 제한적이다. 연준이 추가 금리 인상에 나서더라도 물가보다 고용과 소비가 먼저 반응할 위험이 여기에 있다.

슈퍼코어 vs 주거비 (전월비)



자료: Fred, 유진투자증권

항목별 근원 물가 상승률(전월비)



자료: Fred, 유진투자증권

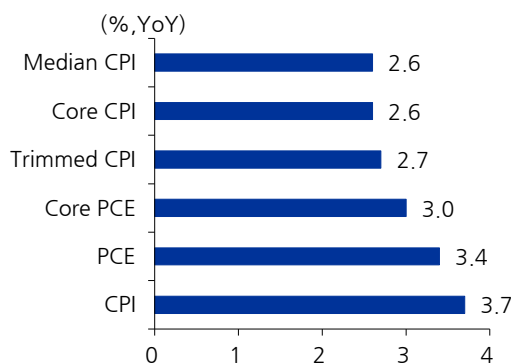
CPI와 PCE의 역전

Core PCE +3.0%,
6개월째 3% 이상

8월 근원 PCE는 전년 대비 +3.0%, 전월 대비 +0.2% 상승했고 헤드라인 PCE는 +3.4%다. 근원 PCE는 3월 이후 6개월 연속 3.0% 이상을 유지하고 있다. 근원 CPI(+2.6%)가 근원 PCE(+3.0%)를 11개월 연속 하회하는 것은 1980년대 초 이후 가장 긴 역전이다. CPI는 주거비 비중이 PCE의 두 배인 반면, PCE는 의료, 금융서비스 비중이 커 지표 간 괴리가 커졌다.

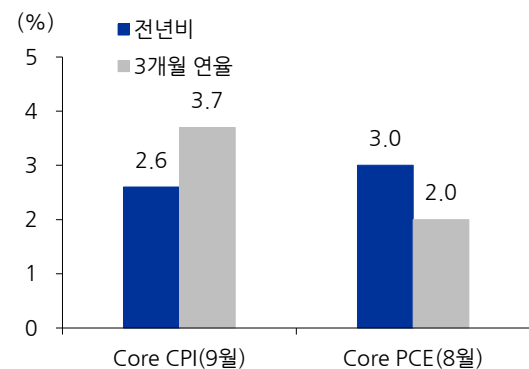
6월부터 8월의 근원 PCE의 3개월 연율화 수치는 +2.0%로 단기 모멘텀은 둔화되었으나, 9월 CPI, PPI 상승을 감안하면 9월 PCE(10/29일 발표)는 재가속화 가능성이 높다. 발표 시점이 10월 FOMC 이후라는 점도 변수다. Trimmed Mean CPI +2.7%, Median CPI +2.6% 등 기저 물가 지표는 2.5~3.0% 영역에 안착해 있으며, 어떤 지표로 보아도 2% 복귀 경로는 보이지 않는다.

미국 물가 지표 비교



자료: CEIC, 유진투자증권

근원 물가: 전년비 vs 3개월 연율



자료: CEIC, 유진투자증권

물가 경로: 근원 12 월 2.4~2.9%

12 월 근원 CPI
기본 2.7~2.8%

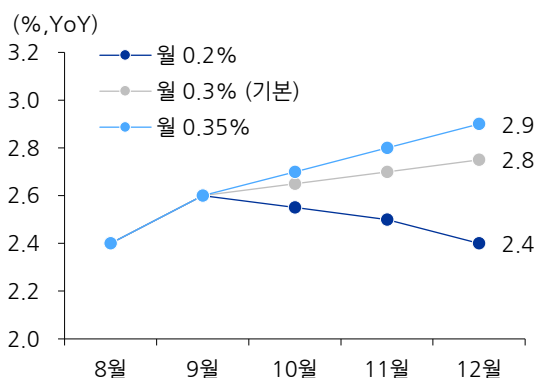
근원 물가가 10~12 월 월 +0.2%로 복귀하면 12 월 전년비는 +2.4% 내외, 최근 3 개월 평균(+0.3%)이 지속되면 +2.8%, 슈퍼코어 수준(+0.35%)이면 +2.9% 까지 오른다(전년 4 분기 기저 월 0.25% 가정). 기본 시나리오는 +0.3%다. 주 거비 재가속과 관세 전가, 항공료, 병원서비스 등 서비스 물가를 감안하면 +0.2% 복귀는 낙관적이다.

헤드라인은 유가가 결정한다. 지난 한 주 유가가 판을 바꿨다. 선거 후 미·이스라엘의 이란 공습 재개 가능성, 후티의 사우디 유전·공항 공격, 호르무즈 해협 기뢰 피격(2주간 18척) 등이 겹치며 브렌트유는 10월 23일 \$116.72(WTI \$103.27)로 4월 29일 이후 최고가를 기록했다.

미국 휘발유 전국 평균은 아직 \$4.29(10/23 일)로 9 월 평균(\$4.40)보다 낮아졌으나, 시차를 두고 \$4.5 이상으로 재상승할 가능성이 높다. 브렌트유 기준 \$105~120 이 유지되면, 12 월 헤드라인은 3.8~4.0%, \$130 을 넘으면 4.5% 내외, 휴전으로 \$90 아래로 내려오면 3.3~3.5%다.

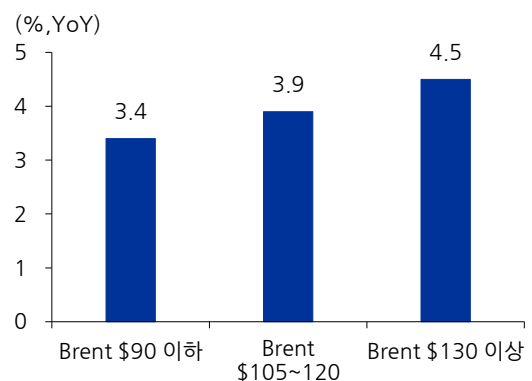
어떤 물가 경로에서도 근원은 2.7% 이상에서 하방 경직적이어서 연준의 '2 차 효과 차단' 명분은 유지되며, 연준의 12 월 금리 인상의 조건은 이미 충족된 상태로 판단된다.

근원 CPI 시나리오 경로



자료: 유진투자증권

유가 시나리오별 12 월 헤드라인 CPI



자료: 유진투자증권

II. 소비 둔화 가능성

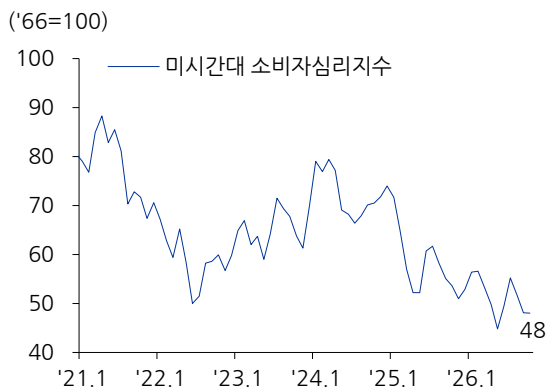
기대인플레이션 상승, 심리는 바닥권

소비심리 48.0p
기대인플레 4.7%

10월 미시간대 소비자심리지수(확정)는 48.0으로 예비치(46.3)에서 상향됐으나 9월(48.1) 대비 포함이며 역대 두 번째로 낮은 확정치다. 현재경제여건지수는 46.7로 9월(50.9) 대비 8.3% 하락했는데, 금리 상승과 가격 부담으로 내구재 구매여건이 18% 급락한 것이 전부를 설명한다. 기대지수는 48.8로 반등했다. 1년 기대인플레이션은 4.7%(9월 4.6%), 5~10년은 3.5%(3.4%)로 두 달 연속 올라 5월 이후 최고이고, 장기 기대는 2024년 범위(2.8~3.2%)를 크게 이탈했다. 뉴욕연은 서베이도 1년 3.9%(8월 3.6%), 3년 3.3%로 상승했다.

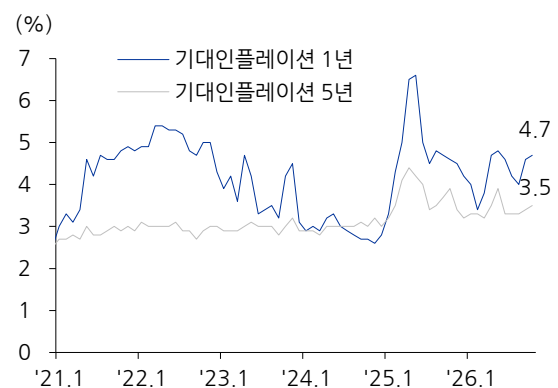
심리는 1년 전보다 10%, 이란 분쟁 전인 2월보다 15% 낮다. 고물가가 가계 재정을 압박한다는 응답은 1월 45%에서 10월 56%로 네 달 연속 늘었고, 응답자의 40% 이상이 휘발유 가격을 자발적으로 언급했다. 공화·민주 지지층 심리는 소폭 개선됐으나, 정치적 지지층이 없는 중간층이 하락해 상쇄됐다. 저소득층과 주식 비보유 가구의 심리가 가장 취약하며, 고물가·고금리에 내구재 수요가 먼저 꺾이는 K자형 소비의 하단 균열이 확인된다.

미시간대 소비자심리지수



자료: CEIC, 유진투자증권

단기와 장기 기대인플레이션



자료: CEIC, 유진투자증권

9 월 소매판매: 헤드라인 +0.8%, 통제그룹 +0.1%

소매판매 증가의 71%는 주유소

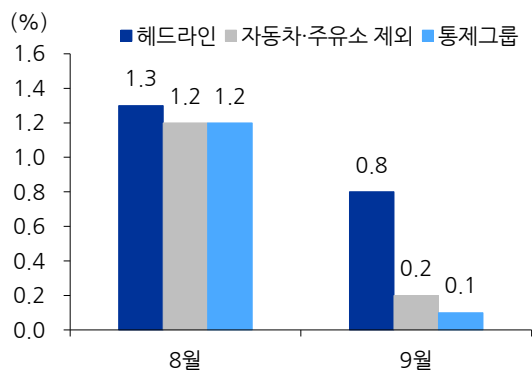
9 월 소매판매는 전월 대비 +0.8% 증가하며 시장 예상(+0.3%)을 크게 웃돌았고, 전월은 +1.3%로 상향되었다. 그러나 주유소 매출이 +6.4% 늘며 상승분의 0.55%p(71%)를 차지했는데, 이는 휘발유 가격 +7.3% 상승의 가격 효과다. 자동차와 주유소를 제외하면 +0.2%, GDP에 반영되는 통제그룹은 +0.1%(예상 +0.3%)에 그쳤다. 9월 CPI(+0.6%)를 감안하면 실질 소매판매는 사실상 보합이고, 주유소를 제외한 실질 소비는 감소로 보는 게 타당하다.

3Q 통제그룹 +4.3%(연율화)는 2Q의 +7.4% 대비 둔화됐지만 여전히 견조한 수준이다. 외식 +1.1%, 가구 +1.3%, 전자제품 +0.6%는 긍정적이다.

8월 개인소비는 전월 대비 +0.9%(실질 +0.6%, 2025년 3월 이후 최대) 늘었지만 개인소득은 +0.2% 증가에 그쳤고 실질 가처분소득은 0.0%였다. 저축률은 4.6%에서 4.1%로 하락했다. 연례 개정으로 2026년 저축률이 1.2~1.8%p 상향됨에도 2022년 11월 이후 최저다. 소득이 아닌 저축으로 소비가 지탱되고 있다.

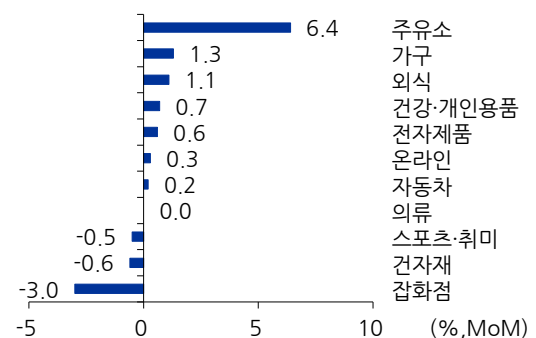
9월 실질 시간당 임금은 전년 대비 -0.7%(전월비 -0.5%)다. 임금(+3.0%)이 물가(+3.7%)를 밀돌면서 실질임금은 6개월 연속 음(-)의 영역에 머물러 있으며, 이는 중·저소득층의 구매력을 잠식할 수 있다. 연말 소비의 핵심 변수는 유가다. 휘발유는 \$4.29(10/23)로 소폭 내려왔지만 Brent \$116 반영 시 11~12월 \$4.6~4.7로 재상승할 가능성이 크고, 그 경우 가계 가처분소득의 추가 잠식이 불가피하다. 저축이라는 완충 장치가 내려온 만큼 소비의 하방 탄력성도 커졌다.

소매판매: 헤드라인 vs 통제그룹



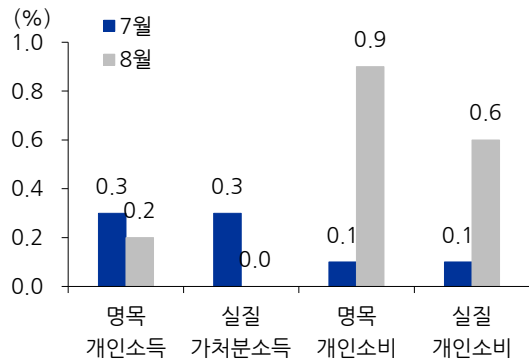
자료: CEIC, 유진투자증권

9월 업종별 소매판매



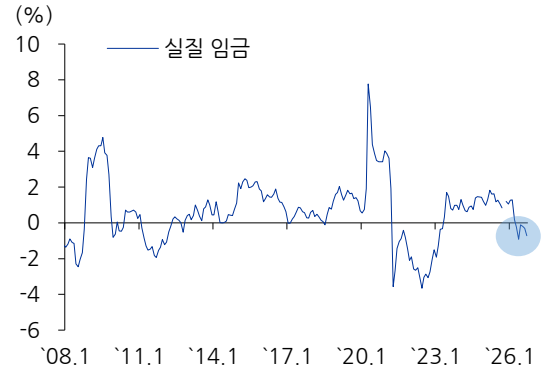
자료: CEIC, 유진투자증권

소득 vs 소비



자료: CEIC, 유진투자증권

실질 임금은 6개월 연속 (-) 영역



자료: CEIC, 유진투자증권

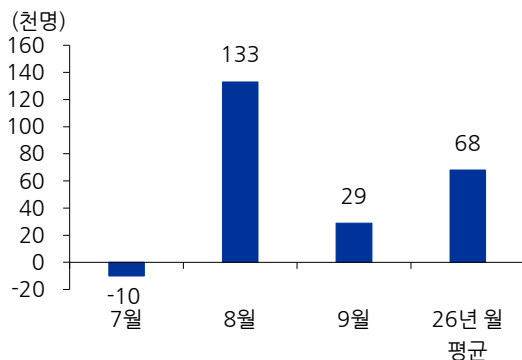
이중 부담에 따른 균열

9월 고용 +2.9 만,
임금 3.0%

9월 비농업 고용은 +2.9 만 명 증가에 그쳐 예상(+8.4 만)을 크게 하회했다. 7 월은 -1.0 만, 8 월은 +13.3 만으로 합계 6 만 명 하향 수정됐다. 26 년 월 평균은 +6.8 만으로, 25 년 월 평균 +1.0 만 대비해서 높은 수준이다. 실업률은 4.2%(8 월 4.1%)로 올랐는데, 경제활동참가율 61.8%(+0.2%p) 반등이 주요인이어서 해고 급증 국면은 아니다.

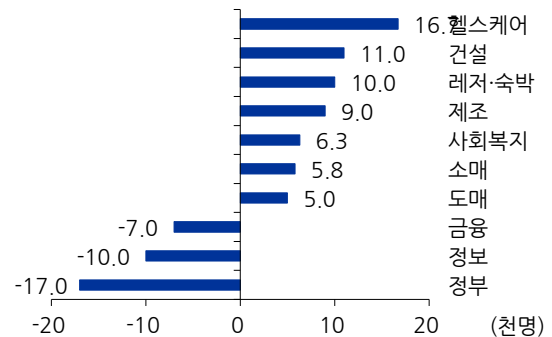
시간당 임금은 전월 대비 0.1%, 전년 대비 3.0%로 2021 년 5 월 이후 최저다. 민간 +4.6 만, 정부 -1.7 만이며 정보(-1.0 만), 금융(-0.7 만)이 감소했고 헬스케어(+1.7 만)도 12 개월 평균(3.3 만)을 밑돌았다. 8 월 '고용 서프라이즈'에서 9 월 '고용 쇼크'로 돌아섰음에도 연준이 인상 기조를 유지하는 것은 물가 때문이다. 소비자에게는 물가와 금리의 이중 부담이다.

월 평균 고용은 25 년보다 높은 수준 유지



자료: CEIC, 유진투자증권

9월 업종별 고용 증감



자료: CEIC, 유진투자증권

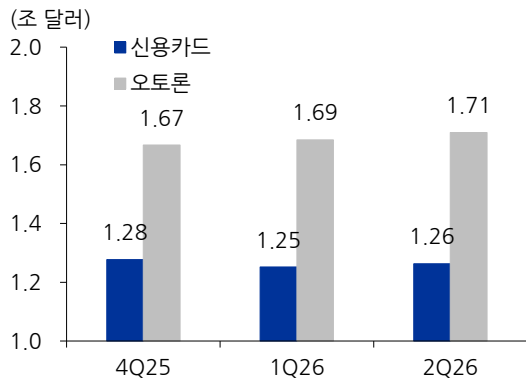
2분기 가계부채는 18.8조 달러(-0.1%)로 소폭 줄었다. 모기지가 740억달러 감소했음에도 카드가 210억 달러(1.26조, 역대 2위), 오토론이 280억 달러(1.71조, 사상 최대) 늘어 고비용 신용으로의 이동이 뚜렷하다. 카드 잔액 중 90 일 이상 연체 비중은 12.8%(1Q 7.6%)로 급등했고 신규 연체 전환율은 6.97%로 높은 수준을 유지했다. 학자금 90 일+ 연체는 10.6%(1Q 10.3%)다.

전체 부채 연체율은 4.7%다. 뉴욕 연은은 90 일 이상 급등을 대손상각 채권의 보고 지연 등 측정 이슈로 설명하였으나, 신규 연체 전환은 금융위기 이후 최고 수준이다. 카드금리 20%대, 모기지 7.4% 속에 저소득 가구의 차입 여력이 소진되면서 연말 소비시즌은 고소득층에 의존하는 K자 양극화가 더욱 심화될 것으로 예상된다.

30년 모기지는 7%대, 10년물은 5% 내외이다. 1년 전보다 기준금리 상단은 오히려 낮지만(4.25%→4.00%) 장기금리와 모기지는 1%p 이상 높다. 물가 재가속이 기간 프리미엄을 밀어 올린 결과다. 미시간대 조사에서 10월 내구재 구매여건이 고금리·고물가로 18% 급락했고, 9월 자동차 판매대수는 -3.8%(전년비 -3.5%), 전자재 매출 -0.6% 등 금리 민감 소비가 먼저 둔화되고 있다.

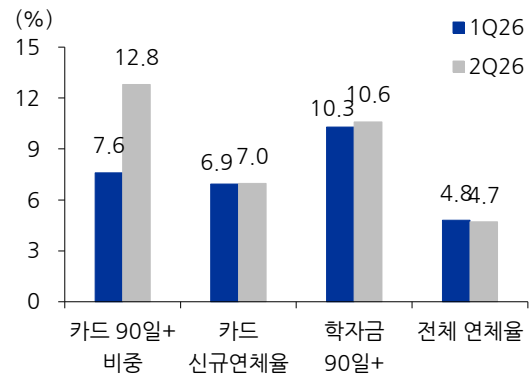
2분기 모기지 신규 취급은 5,050억달러로 정체됐고 잔액은 감소했다. 주택 거래 위축은 가구, 가전 등 연관 소비로 파급될 가능성이 크다. 3분기 소비(통제그룹)는 +4.3%에서 4분기 실질 소비 증가율은 1% 내외로 둔화될 전망이다(10/29 발표되는 3분기 GDP의 소비 기여가 정점), 성장률의 '소비 기여'가 줄어드는 가운데 AI 투자가 성장을 지탱하는 구도가 이어질 것이다.

신용카드와 오토론 잔액



자료: NY Fed, 유진투자증권

가계 연체 지표



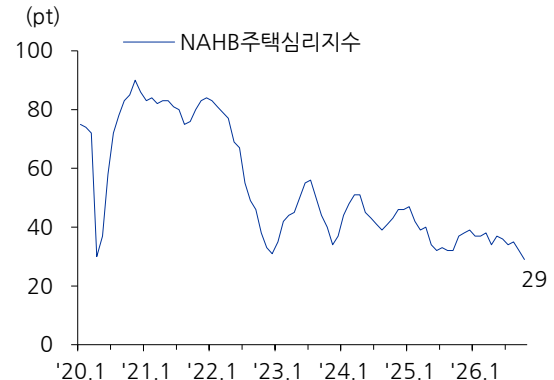
자료: NY Fed, 유진투자증권

30년 모기지 금리는 7% 상회



자료: CEIC, 유진투자증권

주택심리지수는 29pt로 팬데믹보다 낮은 수준

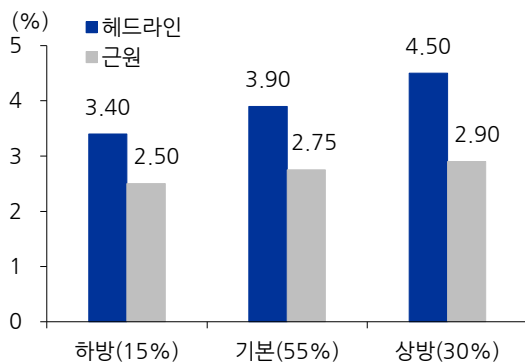


자료: CEIC, 유진투자증권

소비 둔화는 '급락'이 아닌 '실질의 정체'

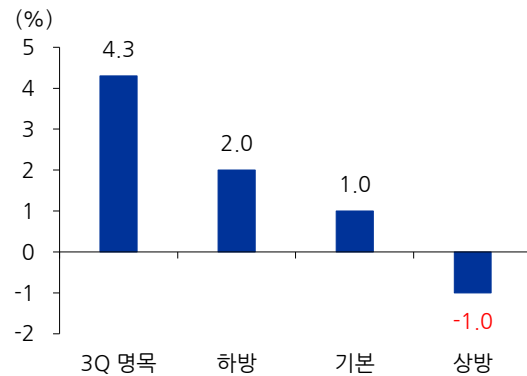
- 기본: 브렌트유 \$105~120에서 등락, 근원 CPI 월 +0.3% → 12월 헤드라인 CPI +3.8~4.0%, 근원 CPI +2.7~2.8%. 휘발유 \$4.6~4.7 재상승으로 명목 소비는 유지되나 4Q 실질 소비 1% 내외로 둔화. 연준 12월 인상 후 2027년 1분기 추가 인상 가능성
- 상방: 선거 후 미국의 이란 공습 재개, 호르무즈 차단 심화로 브렌트유 \$130(4월 고점 \$126 상회) → 헤드라인 CPI +4.5% 내외, 기대인플레이 5% 상회. 연말 소비시즌 실질 매출은 (-) 성장, 연준 12월과 2027년 1분기 연속 인상 → 2027년 경기 침체 확률 상승
- 하방: 선거 후 협상 재개 혹은 휴전으로 브렌트 \$90 이하로 하락 → 헤드라인 CPI +3.3~3.5%, 실질임금 플러스(+) 전환, 소비 반등. 연준은 12월 인상 후 2027년 1분기 동결 가능성 상승

시나리오별 12월 미국 물가 경로



자료: 유진투자증권

시나리오별 4Q 실질 소비 증가



자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다