

별 걸 다 보여주는 매크로

퍼지고 있는 이중고(二重苦)

김호정 Economist

02 3770 3630

hojung.kim@yuantakorea.com

임지윤 Research Assistant

02 3770 3527

jiyon.lim@yuantakorea.com

유안타증권
Yuanta Securities (Korea)

미국 경제, 소매판매 충격과 정책 불확실성 이중고 직면(1)

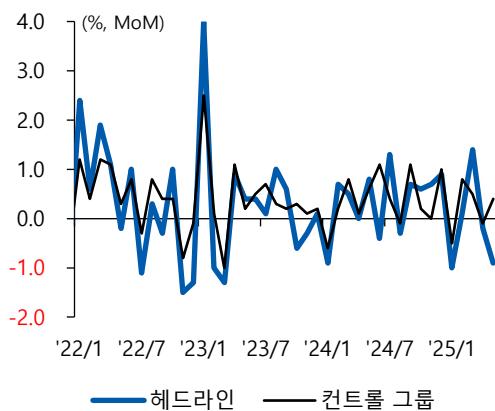
1) 헤드라인 소매판매, 자동차·건설·유류 부진 에 예상치 크게 하회

5월 미국 소매판매는 전월 대비 -0.9% 감소하며 전월치(-0.1%)를 큰 폭으로 하회했다. 2023년 3월 이후 최대 낙폭이며, 전월 수치도 $+0.1\%$ 에서 -0.1% 로 하향 조정되며 소비 둔화 신호를 강화했다.

부진을 이끈 주요 품목은 자동차(-3.5%), 건축자재(-2.7%), 휘발유(-2.0%)로, 관세 부과 전 수요 선반영에 따른 반작용이 본격화된 것으로 풀이된다.

특히 자동차 판매는 3월 급등 이후 관세 부담 인식 속에 수요가 급감(YoY $+8.9\% \rightarrow +2.5\%$)하며 고가 소비 항목에서의 후퇴가 뚜렷하게 나타났다.

헤드라인 소매판매 전월대비 -0.9% , 컨트롤 그룹 $+0.4\%$



자료: bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2) 컨트롤 그룹은 반등, 필수소비는 아직 견조

반면, 휘발유·자동차·건설자재 등 고변동 품목을 제외한 컨트롤 그룹은 $+0.4\%$ MoM으로 예상치($+0.3\%$)를 상회하며 반등에 성공했다. 이는 4월 -0.1% 에서의 기저효과도 반영된 결과로, 실질 소비 여력 자체가 급속히 위축된 것은 아니라는 점을 시사한다. 특히 의류(+0.8%), 잡화(+2.9%), 온라인소매(+0.9%)는 상대적 강세를 보이며 소비 행태가 비대면·저가 중심으로 재편되고 있음을 보여준다. 온라인쇼핑 비중은 전체 소매판매에서 17.4%까지 상승하며(코로나 제외 역대 최고치), 백화점 비중을 지속적으로 대체하는 구조 변화도 이어지고 있다.

3) 산업생산·재고흐름도 수요 조정 반영, 실물경기 압박 확인

동행지표인 5월 산업생산은 전월 대비 -0.2% 감소하며 예상치($+0.1\%$)를 하회했다. 특히 제조업 생산은 자동차 부문 제외 시 -0.3% 로 위축 상태가 지속됐다. 4월 소매재고는 전월 대비 -0.03% 감소하며 소폭 축소됐다. 명목재고는 팬데믹 대비 +1,500억 달러 이상 증가했지만, 대부분 인플레이션 요인으로 실제 물량 기준으로는 감소세다. 이는 관세 부과 전 축적된 선구매 재고 소진이 시작됐음을 반영하며, 2분기 GDP에 대한 하방 압력으로 작용할 수 있다.



미국 경제, 소매판매 충격과 정책 불확실성 이중고 직면(2)

4) 디플레흐름 속 관세 변수는 상방… 소비는 방향성을 묻는다

이번 소매판매 지표는 양면적 해석을 불러일으킨다. 전반적인 헤드라인 소비는 자동차·고가 품목에서의 급락으로 둔화세를 강하게 보였지만, 컨트롤 그룹 내 필수소비는 여전히 견조하다. 이는 3~4월 수요의 전방위 선반영 이후 나타난 기술적 조정이자, 관세 인상에 따른 소비심리 경직이 구조적으로 반영된 결과다. 핵심은 단순한 소비 축소가 아닌 소비 패턴 전환과 GDP 기여도의 변화다.

헤드라인 하락은 경기 둔화 우려를 확대시키는 반면, 컨트롤 그룹 회복은 실질소득 기반의 탄탄한 지출 유지 가능성을 뒷받침한다. 다만, 6월 18일 발표된 애틀란타 연준의 GDPNow 모델은 소매판매 부진과 재고 감소 영향으로 2분기 GDP 성장을 전망치를 기존 3.5%에서 3.4%로 하향 조정했다. 특히 소비(PCE) 기여도는 1.69%p에서 1.31%p로 낮아졌고, 재고 변화 기여도(CIPI)는 -0.56%p에서 -0.42%p로 소폭 개선됐지만 여전히 마이너스 수준이다.

결론적으로, 미국 경제는 소비 둔화와 정책 불확실성이 겹치며 복합적인 압력에 직면해 있다. 관세 영향 종료로 소비 감소가 가시화된 가운데 향후 소비자 물가 추가 상승과 기업들의 가격 전가 움직임이 소비와 경제 성장 전망의 주요 변수가 될 것으로 예상된다.



6월 FOMC 리뷰: 당분간 이어질 관망

6월 FOMC에서는 연방기금 목표금리를 4.25~4.50%로 동결했다. 새롭게 발표한 점도표를 통해 3월과 같은 2회 인하(3.875%) 중간값을 유지했다.

6월 성명문에서는 실업률에 대한 “안정화 (stabilized)” 표현이 제거되었다. 물론 여전히 실업률이 낮다는 의견은 유지되고 있으며, 경제 불확실성의 경우 “증가 (increased further)” 문구는 삭제되고, “감소했지만 여전히 높다 (diminished but remains elevated)”로 변경되었다.

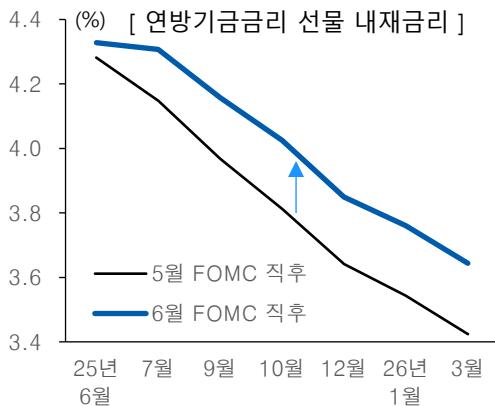
올해 금리 인하 견해에 대해서는 내부적으로 매파적인 입장을 강화했다. 점도표 세부 내용을 보면, 인하를 반대하는 위원이 4명에서 7명으로 증가하였으며, 2명의 위원은 기존 1회 인하에서 동결로 입장을 전환했다. 반면 10명이 2회 이상 인하를 지지하며 전반적 관점은 완화 쪽에 무게를 뒀으나, 점도표의 상단 쓸림이 뚜렷해지며 실질적으론 매파적 전환으로 해석된다.

SEP에서는 성장을 하향 조정과 물가 전망을 상향 조정했다. 연준은 2025년 성장을 전망을 3월 1.7%에서 1.4%로, 2026년도 성장을 전망은 3월 1.8%에서 1.6%로 하향 조정했다. 2025년 헤드라인 PCE와 근원 PCE는 각각 3.0%, 3.1% 상승을 전망해 3월 전망보다 각각 0.3%p씩 상향했다.

기자회견에서 파월 의장은 “연준 누구도 현재 점도표 경로대로 기준금리가 움직일 것이라 강하게 확신하지 않는다”고 밝히며, 내부적으로도 금리 경로에 대한 확신이 낮음을 시사했다. 이에 대해서 내부적으로 연준 인사들 간의 물가 전망에서 차이가 존재하고, 리스크 요인에 대한 해석의 차이가 있다는 점을 언급했다. 위원회 내부에 다양한 시각이 존재하지만 현재의 정책 스탠스가 적절하다는 데에 광범위한 공감대가 있었다고 언급했다.

향후 정책 변경 여부는 관세 효과 및 소비 충격 확인, 에너지 가격 흐름 등의 변수에 의해 결정될 전망이다. 기준의 전망대로 연준은 3분기까지 관세 리스크의 향방과 실물지표의 연쇄적인 충격 흐름을 살펴보고, 관세 리스크 피크아웃으로 인플레이션 압력이 약해질 수 있다면 금리 인하를 재개할 전망이다.

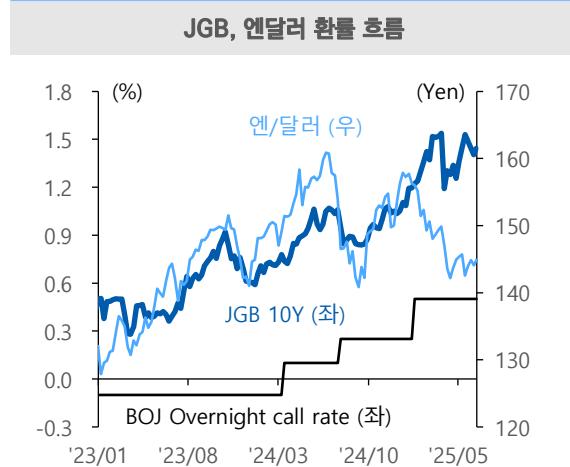
연방기금금리 선물 내재금리의 레벨 상승



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

관망 속, 시장 달래기에 주력한 BOJ

BOJ는 6/17일 금정위에서 컨센서스 대로 정책금리를 0.5%로 동결했다. 이번 회의에서의 주된 관심사는 금리결정 자체보다는 QT 수정안, 최근 국채시장 변동성에 대한 BOJ의 대응이었다. QT 수정안의 경우 컨센서스에 부합했다. FY2025에는 기존 계획을 유지하였고, FY2026부터는 분기별로 월간 매입 금액을 기존 4천억 엔에서 2천억 엔으로 축소하기로 결정했다. 국채시장의 변동성 대응과 유동성 제공을 위해 매입 요건을 완화했다.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

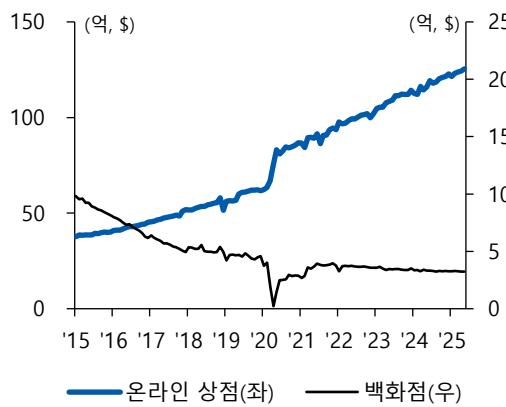
또한 BOJ는 장기금리가 급등하면 국채 매입을 확대하겠다고 밝히며 시장에 안도감을 주는 스탠스를 보였다. 한편 기자회견에서 우에다 총재는 향후 금리 인상에 대해 신중한 스탠스를 보였으며, 원칙적인 입장 외에 당분간 국채금리 변동성과 관세 정책 등 리스크 요인에 대한 대처가 우선임을 강조했다. 관세 정책 불확실성으로 실물경제 및 물가의 하방 리스크가 확대될 수 있다는 점을 경계했다.

6월 금정위에서는 금융시장 안정과 대외적인 불확실성을 강조하며 당분간 리스크 관리 측면에서 주력할 것임을 제시하였다. 이번 회의 결과를 확인하며 엔화에는 약세 압력이 나타났는데 당장의 엔 캐리 트레이드 청산 가능성에 대해서 시장이 낮게 평가하고 있음을 짐작할 수 있다. 또한 최근 국채 시장 불안에 대한 대응에 대해 긍정적으로 평가하며 리스크 발생 가능성을 낮춘 결과로 해석된다.

적어도 3분기까지 BOJ는 일본 실물경기 부진과 관세발 통상정책의 충격을 확인하는 신중한 입장을 보일 것으로 예상한다. 이 과정에서 충격이 더 확산되지 않고 물가의 하방 압력이 제한적 10월 금리 인상이 가능할 것으로 전망한다. 또한 해당 경로에서 엔화에는 강세 압력이 형성될 수 있을 것으로 예상한다. 다만 이번 BOJ의 조치에도 국채 수급 불안과 재정문제에 대한 리스크는 지속될 것으로 보이며 이에 엔화의 강세 폭도 제한될 것으로 생각된다.

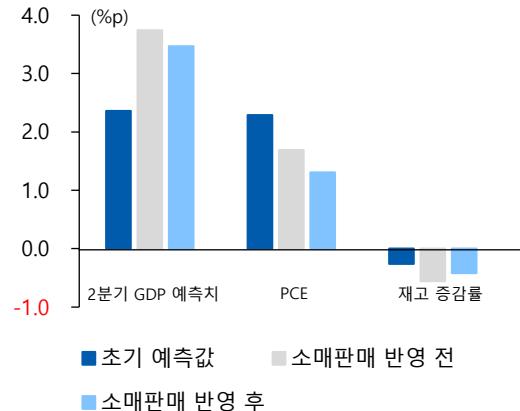


온라인·오프라인 소매판매 매출 비교



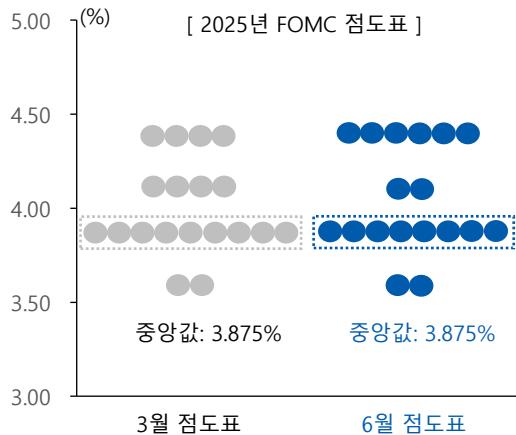
자료: Census Bureau, 유안타증권 리서치센터

애틀란타 연은 GDPNow 기여도 비교 (06/18)



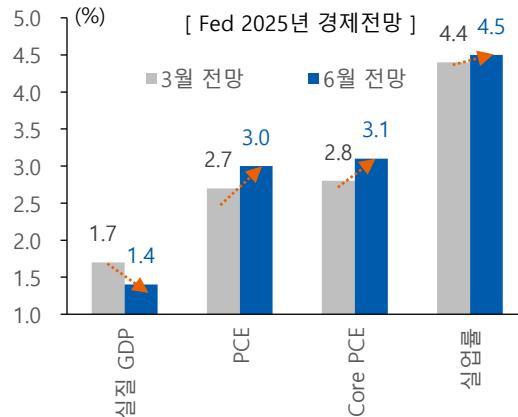
자료: Atlanta Fed, 유안타증권 리서치센터

업데이트된 6월 절도표에서는 상단 쏠림 확대



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

업데이트된 6월 SEP에서는 성장 하향, 인플레이션 상향



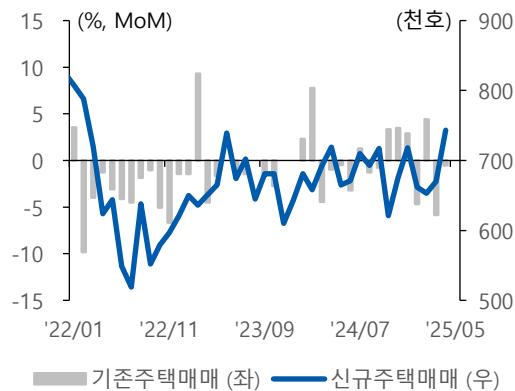
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주요 경제 지표 발표 결과

| 발표일자 (한국시간 기준) | 국가 | 경제지표(이벤트) | 기간 | 예상치 | 발표치 | 이전치 |
|-------------------|----|---------------|--------|--------------|--------------|--------------|
| 6월 16일(월) | 중국 | 산업생산 YoY | 5월 | 5.5% | 5.8% | 6.1% |
| 6월 17일(화) | 일본 | BOJ 금정위 | 6월 17일 | 0.50% | 0.50% | 0.50% |
| | 미국 | 소매판매 MoM | 5월 | -0.6% | -0.9% | 0.1% |
| | 미국 | NAHB 주택시장지수 | 6월 | - | 32 | 34 |
| 6월 18일(수) | 일본 | 핵심기계수주 YoY | 4월 | 4.0% | 6.6% | 8.4% |
| | 미국 | 건축허가 | 5월 P | 1430k | 1393k | 1422k |
| 6월 19일(목) | 미국 | FOMC 금리결정(상한) | 6월 19일 | 4.50% | 4.50% | 4.50% |
| 6월 20일(금) | 일본 | CPI YoY | 5월 | 3.5% | 3.5% | 3.6% |
| | 중국 | LPR 1년·5년 | 6월 20일 | 3.00%, 3.50% | 3.00%, 3.50% | 3.00%, 3.50% |

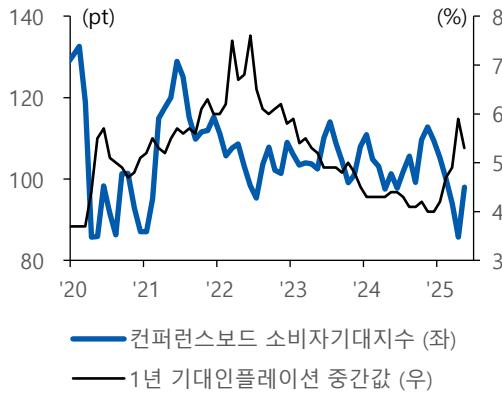
주: A 예비치, P 잠정치, F 확정치

미국 5월 기존주택매매 발표 예정(컨센: 3950K)



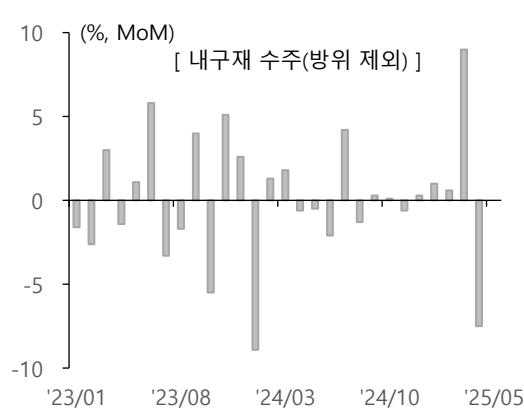
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 6월 컨퍼런스보드 소비자심리 발표 예정(컨센: 99.0)



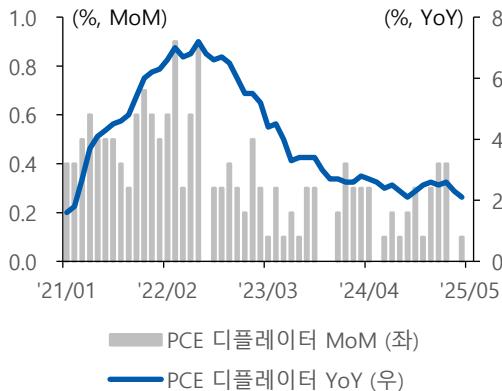
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 5월 내구재 수주 발표 예정(컨센: MoM 6.9%)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 6월 PCE 물가지수 발표 예정(컨센: MoM 0.1%)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

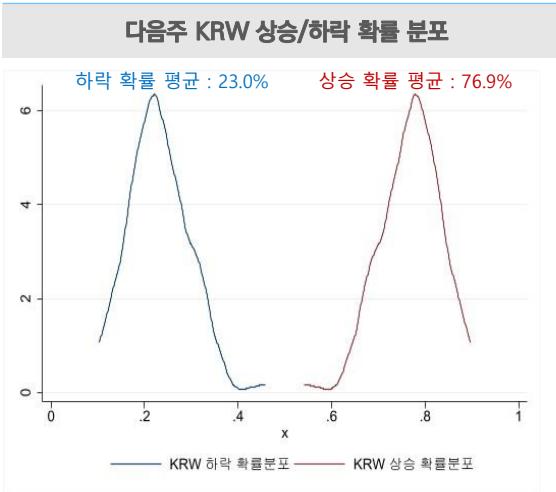
주요 경제 지표 발표 결과

| 발표일자 (한국시간 기준) | 국가 | 경제지표(이벤트) | 기간 | 예상치 | 발표치 | 이전치 |
|-------------------|----|----------------------|------|-------|-----|--------|
| 6월 23일(월) | 미국 | S&P 글로벌 제조업 PMI | 6월 P | 51.0 | - | 52.0 |
| | 미국 | 기존주택매매 | 5월 | 3950k | - | 4,000k |
| 6월 24일(화) | 한국 | 소비자심리지수 | 6월 | - | - | 101.8 |
| | 미국 | S&P/케이스席러 주택가격지수 YoY | 4월 | - | - | 4.1% |
| | 미국 | 컨퍼런스보드 소비자기대지수 | 6월 | 99.0 | - | 98.0 |
| 6월 25일(수) | 미국 | 신규주택매매 | 5월 | 693k | - | 743k |
| 6월 26일(목) | 미국 | 내구재 주문 MoM | 5월 | 6.9% | - | -6.3% |
| 6월 27일(금) | 일본 | 도쿄CPI YoY | 6월 | 3.3% | - | 3.4% |
| | 미국 | PCE 물가지수 MoM | 5월 | 0.1% | - | 0.1% |

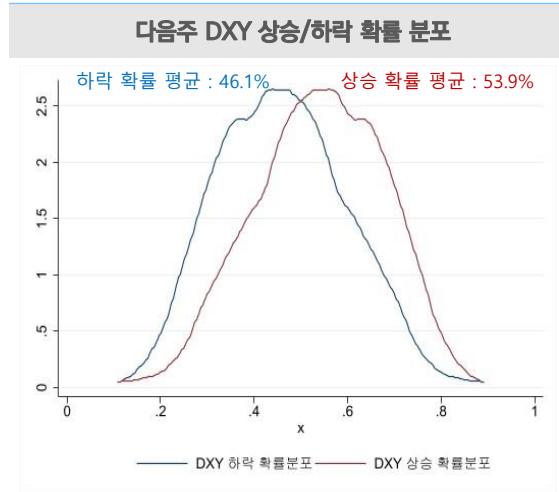
주: A 예비치, P 잠정치, F 확정치

03

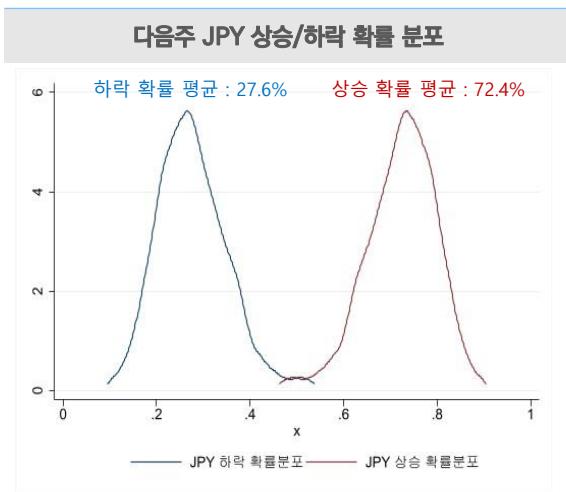
AI FX Forecaster



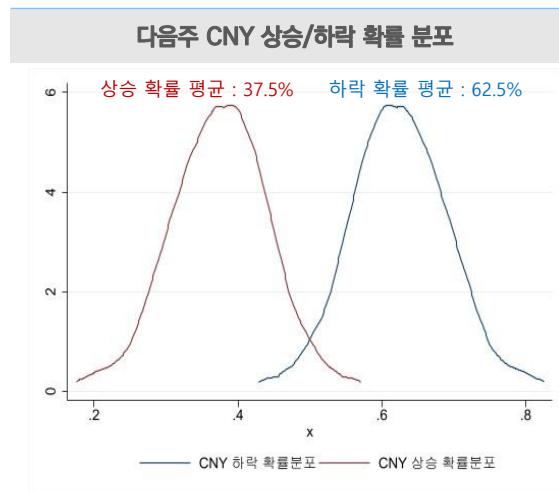
주: 신경망모형을 통해 필자 직접 분석



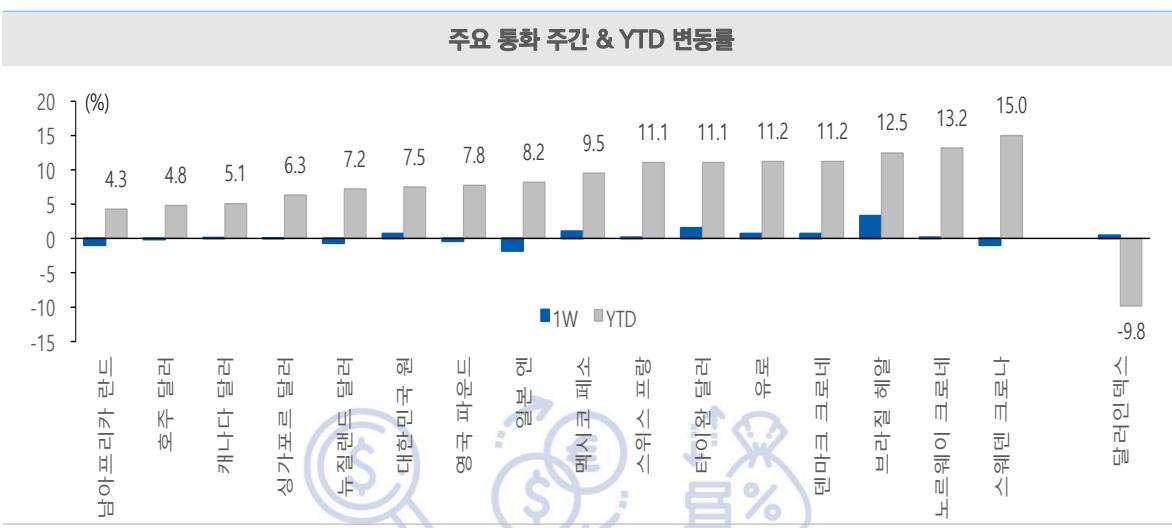
주: 신경망모형을 통해 필자 직접 분석



주: 신경망모형을 통해 필자 직접 분석



주: 신경망모형을 통해 필자 직접 분석



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 / 주: 2025년 6월 19일 종가 기준

별 걸 다 보여주는 매크로



- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김호정, 임지윤)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자의 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 투자의 투자 의사 결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자 행위 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.