



## ▲ 경제분석

Economist 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

경제 脈

## 미국 7월 고용의 시사점: 9월 보험성 인하 가능성 커져

- ✓ 7월 NFP +7.3만 명(컨센 11만) + 5~6월 실적치 25.8만 명 하향 조정 = 고용쇼크
- ✓ 공급측 요인도 계속 영향 주고 있음: 경제활동참가율 하락과 실업률 상승 제약
- ✓ 연준은 수요 요인에 단기적 방점을 두며 9월 보험성 인하에 나설 것으로 예상
- ✓ 연말로 갈수록 인플레 숫자가 높아지면서 추가 인하 threshold가 높아질 위험 존재
- ✓ 인하사이클로의 진화조건: 1) 노동시장 추가 cool down, 2) 일회성 인플레 확신 강화

### 7월 고용동향 Review: 역대급 하향조정으로 드러난 민낯 – 수요/공급 동반 위축

7월 비농업 고용이 전월대비 7.3만 명 증가하면서 시장 예상을 하회한 것에 더해, 5~6월 실적치가 속보치 대비 무려 25.8만 명이나 하향 조정되면서 시장은 이를 고용 쇼크로 인식했다. 7월 고용부진과 5~6월 대폭 하향 조정이 수반된 업종은 제조업(관세 영향), 건설업(일감 부족), 저임금 서비스업(반이민 정책 등 공급 요인과 재량소비 위축 등 수요 요인) 등 다양하다. 저임금 업종 고용의 하향 조정은 마치 저임금 노동자의 이탈과 같은 효과를 내었다. 시간당 임금 상승폭이 확대된 이유이다. 업종별로는 대부분 서비스업 임금 상승률이 낮아진 것에 비추어 보아 재량 소비 위축 등의 수요 영향이 적지 않았던 것으로 보인다.

공급 축소 요인도 가세하였다. 7월 경제활동참가율은 62.22%로 3개월 연속 하락했다. 55세 이상 연령의 은퇴보다는 이민자가 미국 밖으로 나가는 영향이 더욱 크다. 경활률의 하락은 6~7월 실업률을 0.1%p씩 누르는 데 기여하고 있다. 수요와 공급을 종합한 구인/실업자 배율은 7월 1.04배로 6월(1.06배) 대비 낮아질 것으로 보이나, 추세는 단정할 수 없다. 수요와 공급 중 무엇이 빨리 주느냐에 따라 얼마든지 달라질 수 있기 때문이다. 일단 연말까지 임금 상승률은 크게 둔화되기 어렵겠다.

### 연준 시사점: 9월에 보험성 인하(insurance cut)를 해줄 가능성이 커졌다

우리는 9월 FOMC에서 연준이 보험성 인하를 해줄 가능성이 커졌다고 판단한다. 실업률이 노동공급 축소 영향으로 많이 못 올랐지만, 제조업과 건설업, 그리고 재량 소비와 연관된 일부 서비스 업종의 고용 위축은 수요 요인에 상당 부분 기인하기 때문이다. 2분기 민간 내수부진도 함께 고려될 것이다. 관세 영향이 적어도 향후 2개월 동안 '급격히' 부각될 가능성이 제한적이라는 점도 보험성 인하를 정당화 해 줄 것이다. 4.00~4.25%로 낮춰도 중립보다는 여전히 높은 제약적인 수준이다.

노동시장에 쇼크가 났지만 연내 3회 인하 call로 돌아가기는 부담스럽다. 연말까지 임금 상승률이 크게 둔화되기 어려움은 서비스 물가가 버틴다는 이야기이다. 여기에 4분기 이후 관세발 재화물가 압력이 점차 높아질 위험이 존재한다. 연준이 이를 염두에 둘 것이라 생각하며, 아직은 연내 2회 인하 시나리오를 유지한다.

연준의 인하가 일회성이 아닌 "인하 사이클"의 재개가 되려면 ① 노동시장 cool-down이 추가로 전개되며 임금과 서비스 물가가 압력을 낮출 수 있다는 증거들이 갖춰지거나, ② 관세발 인플레가 영구적이지 않고 단발성에 그친다는 확신이 생기는 경우일 것이다. 또한 ③ 관세가 인플레보다는 성장 충격으로 작용하며 연준이 성장/노동시장을 더 챙겨야 한다는 인식으로 기울 때도 마찬가지이다. 가능성은 모두 열려 있다.

## 1. 미국 7월 고용: 공급과 수요의 동반 위축 공존

### 1-1. 7월 비농업 취업자수: What a revision!

7월 비농업 고용 하회보다  
충격적인 5~6월 실적치 하향조정

미국 노동통계국에 따르면, 7월 비농업 취업자수는 전월대비 7.3만 명 증가하며, 블룸버그 컨센서스(11만 명)를 소폭 하회하였다. 문제는 5~6월 고용이 속보치 대비 무려 25.8만 명이나 하향 조정되었다는 것이다. 순간 눈을 의심했다.

리세션이나 매년 1월 과거 시계열이 개편되면서 큰 폭의 조정이 발생하는 경우가 아니라면 속보치와 수정치가 10만 명 이상 차이 났던 사례는 매우 드물다. 더욱이 5월의 경우 1차 응답률이 68.4%로 낮은 편이 아니었고, 2차 응답률은 90%를 넘는다. 6월 응답률이 60%가 채 안된다는 것을 감안하더라도, 이는 계절조정 인자 조정에 따른 통계 변동성 확대로 보인다. 신뢰성 문제가 부각되는 것은 당연하다.

3개월 동안 월평균 비농업  
일자리 증가는 3.5만 명에 불과

결과적으로 지난 3개월 간 일자리 증가분이 금융시장이 생각했던 경로를 29.5만 명이나 하회했고, 3개월 동안 월평균 일자리 증감이 3.5만 명에 그치게 되면서 (ADP 민간고용과 유사한 궤적이 되었음), 시장은 이를 노동시장 쇼크로 인식했고 주가와 금리, 달러화 가치가 일제히 급락했다. 미국채 2년물 수익률은 이 날 무려 27bp나 하락하며 연준의 기민한 대응 기대를 다시 높이기 시작했다.

사실상 고용쇼크의 원인:  
공급과 수요 요인의 공존

5~6월 고용실적이 크게 하향 조정되고, 7월 고용까지 부진한 업종을 지목하면 제조업, 건설업, 도소매, 사업 서비스, 레저/여가이다. 제조업은 관세 충격, 건설업은 일감 부족 영향으로 볼 수 있다. 레저/여가 중 외식이나 일용직은 대표적인 저임금 업종이고, 서류 미비 이민자들이 많이 종사하는 업종이라 이민자 추방 영향으로 해석할 수 있다(그림 1~2). 그러나 다른 한편에서는 서비스 소비 부진, 재량소비 위축에 따른 노동수요 감소 요인도 무시할 수 없는 것으로 판단된다.

표1 2025년 연초 이후 월간 비농업 고용증감

(천명, MoM)	'25.1	'25.2	'25.3	'25.4	'25.5	'25.6	'25.7
비농업 취업자수	111	102	120	158	19	14	73
민간	79	107	114	133	69	3	83
정부	32	-5	6	25	-50	11	-10
연방	3	-12	-11	-14	-26	-9	-12
지방	29	9	17	38	-24	20	2
제조업	-5	8	1	0	-11	-15	-11
건설업	-3	12	5	0	2	3	2
도소매	31	3	12	6	-13	-22	8
운수창고/유틸리티	23	19	-19	-9	2	1	3
정보기술	-4	0	-2	1	2	0	-2
금융	14	15	3	5	7	-2	15
사업서비스	-35	15	-11	27	-23	-11	-14
일용 서비스	-8	-2	-14	17	-15	-3	-4
민간교육	-1	8	-2	7	-2	-8	6
헬스케어/사회서비스	62	57	67	79	72	59	73
레저/여가	-14	-34	45	18	27	4	5
숙박	-2	2	-1	2	1	-4	5
외식	-27	-39	38	15	15	0	0
기타서비스	13	0	17	-3	10	-5	2

자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025년 5~6월 취업자 증분 조정 내용

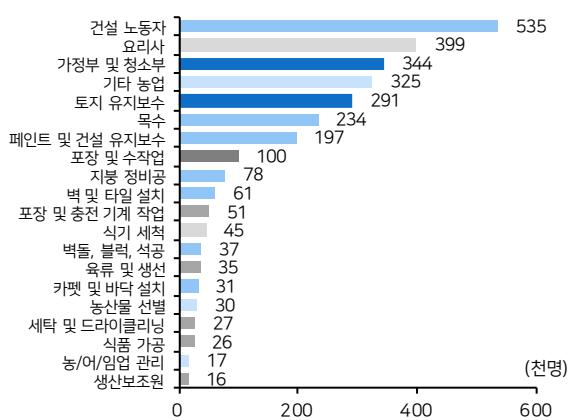
(천명, MoM)	New		Old		Diff (천명)		
	5월	6월	5월	6월	5월	6월	계
비농업 취업자수	19	14	144	147	-125	-133	-258
민간	69	3	137	74	-68	-71	-139
정부	-50	11	7	73	-57	-62	-119
(지방정부 교육)	-42	8	12	64	-53	-56	-109
제조업	-11	-15	-7	-7	-4	-8	-12
건설업	2	3	6	15	-4	-12	-16
도소매	-13	-22	-3	-4	-10	-18	-28
운수창고/유틸리티	2	1	7	8	-5	-7	-12
정보기술	2	0	5	3	-3	-3	-6
금융	7	-2	10	3	-3	-5	-8
사업서비스	-23	-11	0	-7	-23	-4	-27
일용 서비스	-15	-3	-6	-3	-10	0	-10
민간교육	-2	-8	3	-8	-4	0	-4
헬스케어	72	59	81	59	-9	0	-8
레저/여가	27	4	29	20	-2	-16	-18
기타서비스	10	-5	10	-5	0	0	0

자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

정부 부문 일자리는 증가와 감소를 반복 중인데, 그 가운데 일관적인 것은 연방정부 종사자의 꾸준한 감소이다. 9월까지 유급휴가 중인 인원은 취업자로 분류되기 때문에 10월 이후 고용 감소폭이 확대될 것으로 보인다.

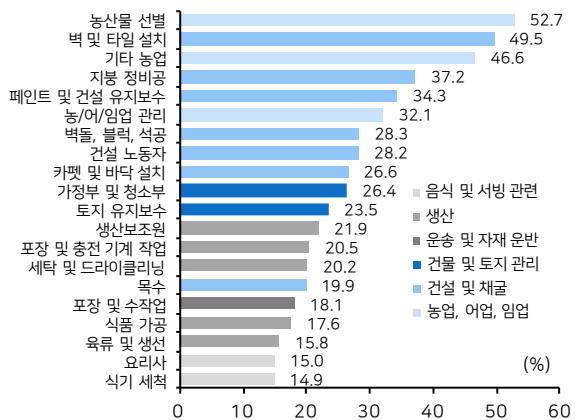
지방정부 고용 하향 조정은 계절조정 인자 변화 요인이 크다. 예를 들어 6월 통계에서 5~6월 지방정부 공교육 종사자 증감은 계절조정 전 -70.3만 명, 계절조정 후 +7.5만 명으로 잡혔다. 7월에 수정된 것을 보면 조정 전 -76.1만 명 감소, 조정 후 -3.4만 명으로 계절조정치의 변동폭이 원자수 변동폭의 2배 정도임을 알 수 있다. 분명한 보완이 필요한 대목이다.

그림1 불법이민자가 종사하고 있는 업종 (2023)



자료: Burning Glass Institute, 메리츠증권 리서치센터

그림2 업종 종사자 중 불법이민자 비중 (2023)



자료: Burning Glass Institute, 메리츠증권 리서치센터

표3 미국 정부부문 고용증감 추이

(천명, MoM)	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	2~7월
정부 계	31.7	-3.4	6.1	24.2	-50.1	10.8	-9.9	-22.3
연방 정부	<b>3.1</b>	<b>-12.4</b>	<b>-10.9</b>	<b>-13.6</b>	<b>-25.9</b>	<b>-8.9</b>	<b>-11.7</b>	<b>-83.4</b>
USPS 제외	-2.3	-8.6	-9.0	-14.2	-19.4	-9.9	-14.1	-75.2
USPS	5.4	-3.8	-1.9	0.6	-6.5	1.0	2.4	-8.2
주 정부	11.7	-9.1	0.7	10.7	-10.9	10.0	4.7	6.1
교육	9.6	-15.3	-1.3	10.0	-11.9	7.9	-1.2	-11.8
교육 제외	2.1	6.2	2.0	0.7	1.0	2.1	5.9	17.9
지방 정부	16.9	18.1	16.3	27.1	-13.3	9.7	-2.9	55.0
교육	8.8	11.4	5.6	22.5	-29.7	-0.4	-10.4	-1.0
교육 제외	8.1	6.7	10.7	4.6	16.4	10.1	7.5	56.0

자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

5~6월 저임금 노동력 중심으로  
고용 하향조정 = 시간당 평균임금  
상승세 확대된 것으로 짐계

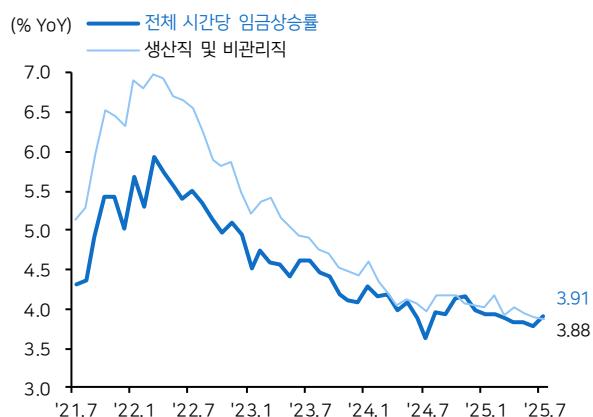
개별 업종을 보면, 서비스 수요  
(재량소비) 부진 징후가 관찰됨

## 1-2. 임금 상승세 확대는 취업자수 믹스 변화 때문. 수요 위축 징후도 있음

시간당 평균임금 상승률은 전년대비 3.9%로 올라섰다. 전월대비 상승률이 0.33%로 시장 예상에 부합했음에도 전년대비 상승률이 높아진 것은 직전 2개월의 임금 통계가 상향 조정되었기 때문이다(5월 0.38%→0.42%, 6월 0.22%→0.25%). 동기간 중 저임금 업종에 해당하는 소매업, 외식업, 일용직 종사자 수가 속보치 대비 크게 줄면서 사실상 저임금 노동자들의 이탈과 유사한 결과를 낳게 된 것이다.

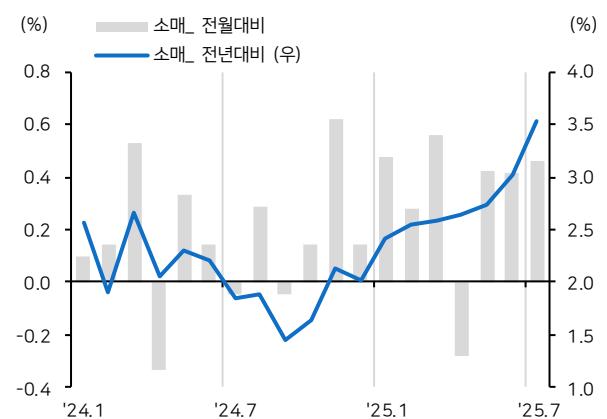
임금 데이터를 통해 추가적으로 확인해 볼 사안은 개별 업종의 임금 동향이다. 예를 들어 갑작스런 이민자 추방으로 사람이 부족해 졌다면 임금 상승세가 확대되어야 하지만, 수요가 부진한 경우라면 임금 상승률이 둔화되어야 하기 때문이다. 전술한 3개 업종의 생산직/비관리직 임금의 경우(그림 4~6), 소매업을 제외하면 나머지 2개 업종의 임금 상승률은 둔화되고 있으며, 기타 서비스(Other service)로 분류되는 정비업 및 개인서비스업에서도 마찬가지 현상이 관찰된다. 이는 서비스업 고용 및 임금 동향에 서비스 수요 부진도 자리하고 있음을 암시한다.

그림3 시간당 임금상승률: 전체 vs 생산직/비관리직



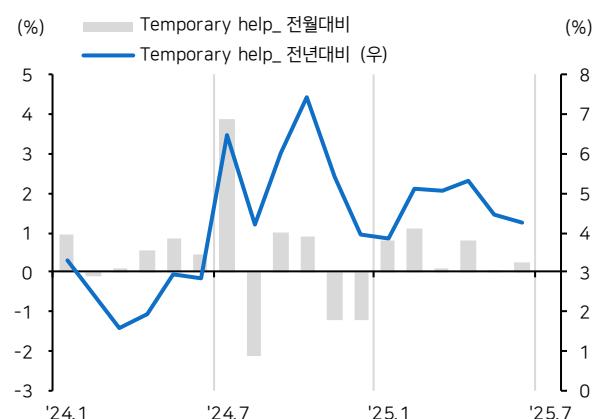
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 소매업 생산/비관리직 임금 상승률



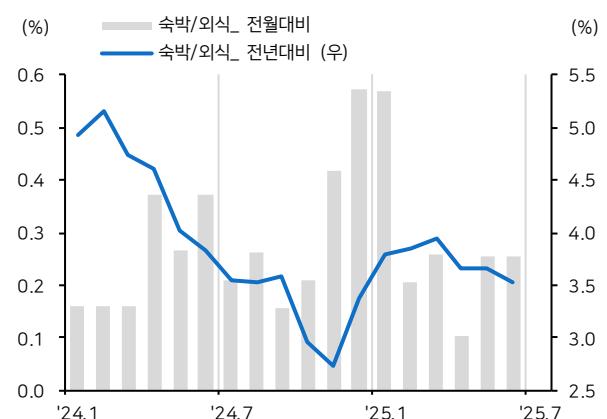
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림5 임시 일용직 임금 상승률



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 숙박/외식업 생산/비관리직 임금 상승률



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

### 1-3. 노동 공급의 감소: 경제활동참가율 하락과 실업률

경제활동참가율 하락이  
실업률 상승을 막아주고 있음

3개월 간 비농업 취업자수가 월평균 3.5만 명 증가하는 데 그쳤고, 가계조사 고용이 86.3만 명이나 줄었지만, 실업률은 4.25%로 연준이 생각하는 장기균형(Lengther-run: 4.2%) 수준에 머물러 있다. 이는 올해 4월을 기점으로 미국 경제활동참가율이 빠르게 하락한 것과 무관하지 않다. 3개월 사이 경제활동참가율(이하 경활률)은 62.64%에서 62.22%로 내려 왔다.

우리는 6월 고용동향에서 5월 경제활동참가율이 그대로 유지된 상태에서 인구와 고용률을 고정시켰을 경우 6월 실업률이 4.12%가 아닌 4.26%이어야 했다고 추정했다. 같은 기준을 7월 가계조사 통계에 적용하였을 경우 실업률은 7월 실제치인 4.25%보다 높은 4.34%로 추정된다. 만약 5월 경제활동참가율을 그대로 적용시켰다면 4.48%이었을 것이다. 이상은 경제활동참가율의 하락이 6월과 7월 실업률을 각각 0.1%p씩 끌어내리는 데에 기여했음을 보여 준다.

경제활동참가율 하락은 반이민 정책과 55세 이상 은퇴 재개가 맞물린 결과

경제활동참가율 하락은 1) 이민자 경활률 급락에 2) 55세 이상 은퇴 재개가 맞물린 결과로 보이며, 2)보다는 1)의 영향이 더욱 큰 것으로 판단된다. 이민자 경활률은 4월 66.8%에서 7월 65.6%로 1.2%p나 하락하였고, 인종별로도 아시아계와 아프리카계 경활률 하락이 두드러지고 있다.

물론 이민자 경활률이 2023년과 2024년 9~12월 사이 1.3%p와 1.5%p 급락한 사례가 있어 새로울 것이 없다 할 수도 있겠으나, 현재는 반이민 정책이 속도를 내고 있다는 점<sup>1</sup>에서 2019년 상반기 사례와 유사할 가능성이 높아 보인다. 즉, 경제활동참가율 하락이 좀 더 이어질 가능성이 크다는 것이다.

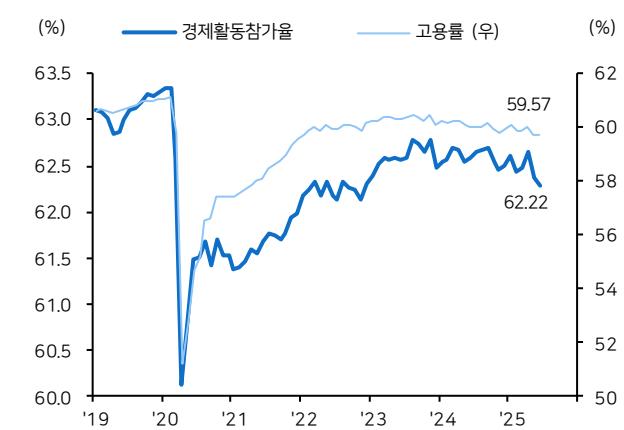
표4 가계조사 부문별 변동, 실업률 가정 변화

가계조사 부문별 변동 (MoM, 천명)		5월	6월	7월
16세 이상 인구	188	200	201	
경제활동인구	-625	-130	-38	
가계조사 고용	-696	93	-260	
실업자	71	-222	221	
비경제활동인구	813	329	239	
경제활동참가율 가정 변화시 (고용률, 인구는 불변)				
(천명, %)	5월 경활률*	6월 경활률*	7월 실제치	
16세 이상 인구	273,786	273,786	273,786	
경제활동인구 (A)	170,761	170,505	170,342	
가계조사 고용 (B)	163,106	163,106	163,106	
실업자 (C=A-B)	7,655	7,399	7,236	
실업률 (C/A, %)	4.48	4.34	4.25	

주: \* 5월 62.37%, 6월 62.28%, 7월 62.22%

자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 경제활동참가율과 고용률



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

<sup>1</sup> 관련 사례로 1) 베네주엘라 난민 50만 명에 대한 Temporary Protection Status 박탈, 2) 외국 출생자 고용하는 사업장에 증빙서류 요구/규제 강화, 3) 이민자 추방(기준 연간 40만 명, 현재 60만 명 pace) 및 구금 건수 증가 등을 지목 가능

이민자들은 비경제활동인구로 편입되지 않고 미국을 떠났을 가능성

흥미로운 점 중 하나는 이러한 해외 출생자들이 물리적으로 미국을 떠나고 있을 가능성이 있다. 4월 이후 3개월간 16세 이상 인구, 경제활동인구, 가계조사 고용 수준 변수의 변화를 보면, 미국 출생자(native born)는 모든 영역에서 증가한 것으로 나타났다. 반면 외국 출생자(foreign born)의 경우 가계조사 고용이나 경제활동인구에서 나간 규모만큼 인구통계에서 빠졌다. 두 가지 시사점이 있다.

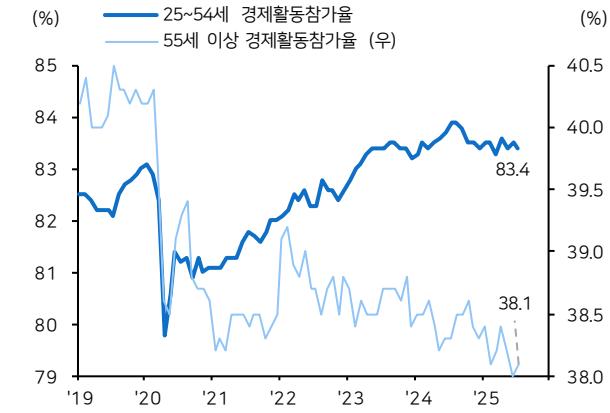
- 첫째, 이들 이민자들은 비경제활동인구로 편입되어 향후에 구직을 하려는 부류가 아니며, '영구적이고 구조적인' 노동공급 감소 요인일 수 있다. 이에 반해 7월 들어 U-4에서 U-6에 이르는 광의실업률 상승이 나타나기 시작한 것은, 미국 출생자들에게도 일자리가 부여되기 어려운 '경기' 여건으로 진화하고 있을 가능성을 시사한다.
- 둘째, 미국을 떠나는 이민자들이 대부분 서류 미비 이민자로 저임금 업종에 종사해 왔던 사람들이었다면, 이들의 대체 인력을 모색하는 과정에서 임금 상승이 수반될 수 있다. 물론 당장은 서비스 수요가 부진하기에 수 개월 내 발생할 사안은 아닐 것이다.

그림8 미국 경제활동참가율: 미국 출생자 vs 이민자



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국 경제활동참가율: 25~54세 vs 55세 이상



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

표5 미국 가계조사 통계: 미국 출생자 vs 이민자

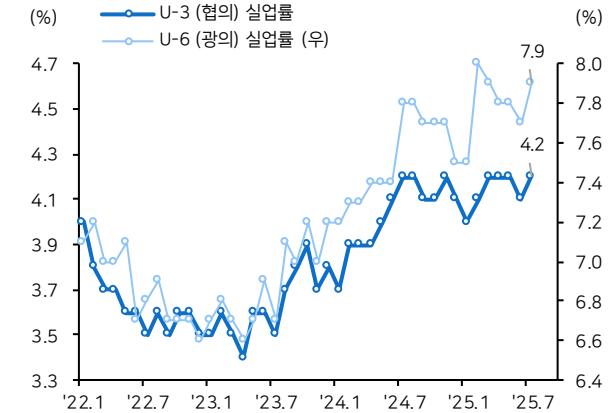
(SA, 천명)	1월	2월	3월	4월 (A)	5월	6월	7월 (B)	(B-A)
16세 이상 인구	272,685	272,847	273,023	273,197	273,384	273,585	273,786	589
미국 출생자	222,243	222,790	222,576	223,552	223,791	224,450	225,276	1,724
<b>외국 출생자</b>	<b>50,442</b>	<b>50,057</b>	<b>50,447</b>	<b>49,645</b>	<b>49,593</b>	<b>49,135</b>	<b>48,510</b>	<b>-1,135</b>
경제활동인구	170,744	170,358	170,592	171,135	170,510	170,380	170,342	-793
미국 출생자	137,255	137,070	136,885	138,037	137,748	137,991	138,520	482
<b>외국 출생자</b>	<b>33,489</b>	<b>33,288</b>	<b>33,707</b>	<b>33,098</b>	<b>32,762</b>	<b>32,389</b>	<b>31,822</b>	<b>-1,275</b>
가계조사 고용	163,895	163,307	163,507	163,969	163,273	163,366	163,106	-863
미국 출생자	131,818	131,471	131,263	132,185	131,719	132,234	132,472	287
<b>외국 출생자</b>	<b>32,077</b>	<b>31,836</b>	<b>32,244</b>	<b>31,784</b>	<b>31,554</b>	<b>31,132</b>	<b>30,634</b>	<b>-1,150</b>
실업자	6,849	7,052	7,083	7,166	7,237	7,014	7,236	70
미국 출생자	5,443	5,604	5,622	5,858	6,040	5,754	6,035	177
<b>외국 출생자</b>	<b>1,406</b>	<b>1,448</b>	<b>1,461</b>	<b>1,308</b>	<b>1,197</b>	<b>1,260</b>	<b>1,201</b>	<b>-107</b>

자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림10 Want a job 인원 vs 파트타임만 구직 가능한 인원



그림11 미국 협의 실업률과 광의 실업률



구인/실업자 배율 내려 왔을 것이나, 추세적일지 여부는 단정X

#### 1-4. 노동수급: 7월 구인/실업자 배율 하락 예상; 추세적 하락은 단정지가 수 없음

지금까지 미국 7월 고용동향 내 취업자수, 임금, 경제활동참가율 및 실업률을 살피면서 미국 노동시장의 수요와 공급 동반 위축 요인이 있음을 확인하였다. 수급을 모두 고려하는 잣대는 구인건수를 실업자수로 나눈 배율이다. 7월에 실업자수가 늘었음을 감안시, 동 배율은 6월 1.06배에서 7월 1.04배로 내려왔을 것으로 추정된다. 그러나 배율의 추세적인 하락 여부는 단정짓기 어렵다. 노동수요보다 공급이 더 빨리 위축되는 환경이라면, 배율 상승도 가능하기 때문이다.

연말까지 큰 폭의 임금 상승률  
둔화는 기대하기 어려워 보임

이는 임금 상승률 둔화 여부와 직결된다. 시간당 평균임금과 애틀랜타 연은의 Wage growth tracker의 경우, 연초 이후 전자는 3.8~3.9%, 후자는 4.1~4.3% 범위에서 움직여 왔다. 2024년 6월 이후 구인/실업자 배율이 1.02~1.13배의 좁은 범위 내에 머무르며 노동시장의 추가적인 cool-down을 보여 주지 못했기 때문이기도 하다. 향후 6개월 시계에서도 임금 상승률이나 이와 밀접한 서비스 물가 상승률의 상당한 둔화는 기대하기 어려울 수 있다.

그림12 미국 비농업 구인건수 및 실업자수 대비 배율



그림13 미국 구인/실업자 배율과 임금 상승률



## 2. 연준 정책 시사점

### 2-1. 9월 보험성 인하 가능성이 커졌다고 보는 이유

연준은 노동시장 충격의 수요 요인을 고려할 것

그럼에도 불구하고 우리는 9월 FOMC에서 연준이 보험성 인하를 해줄 가능성이 커졌다고 판단한다. 연준이 가장 중요하게 보는 지표인 실업률이 노동공급 축소에 의해 하향 안정화되고 있지만, 제조업과 건설업, 그리고 재량 소비와 연관된 일부 서비스 업종의 고용 위축은 수요 요인에 상당 부분 기인하기 때문이다. 이와 더불어 연준은 GDP 중에서 핵심인 민간 내수에 해당하는 국내 민간 구매자 최종수요 (final sales to private domestic purchasers) 모멘텀 둔화를 고려할 것이다.

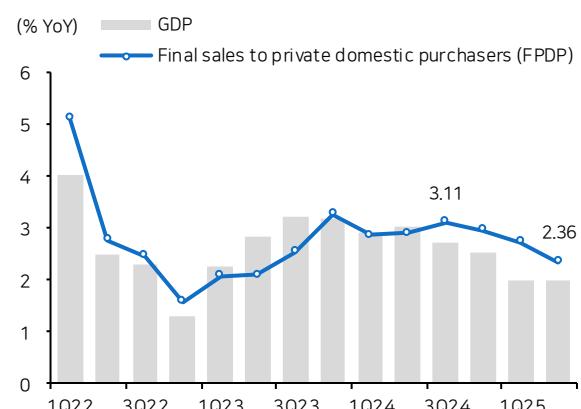
일단 25bp 인하하는 것에는 부담이 없을 것

관세 영향이 인플레이션율을 높일 공산이 있지만, 향후 2개월 간의 데이터에서는 크게 부가될 가능성이 제한적이라는 점도 보험성 인하를 일정 수준 정당화해 주는 요인이 될 것이라 판단한다. 25bp의 금리인하라면 연방기금금리는 4.00~4.25%로 중립(장기균형) 3.0% (혹은 중심범위 상단인 3.6%)보다는 여전히 높은, 제약적인 수준이기 때문이다.

그럼에도 연내 3회 인하는 다소 부담스러움

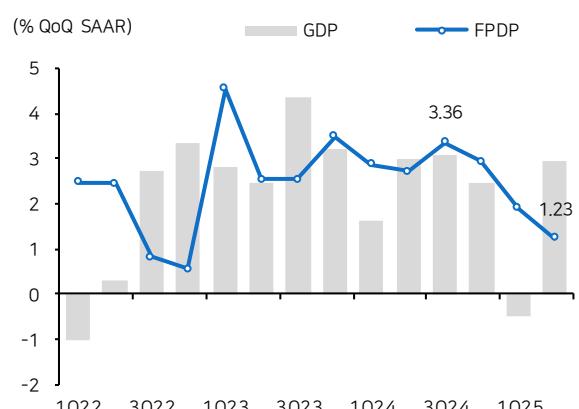
선물시장은 7월 고용동향 직후 연말까지 2.4회(9월 인하 확률 86.5%), 내년 1월까지 2.8회 인하 가능성을 반영하면서 우리의 "과거" 견해였던 9월 이후 3차례 연속 인하에 가까워 졌다. 그러나 이를 채택하는 것에 대해서는 선을 긋고자 한다. 연말로 가면 갈수록 인플레이션에 대해 연준이 신중한 행보를 보일 가능성이 커지면서 추가 인하의 기준(threshold)이 높아질 위험이 있다고 보기 때문이다.

그림14 미국 GDP 성장률 (1): 전년대비



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림15 미국 GDP 성장률 (2): 전분기대비 연율



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

## 2-2. 9월 이후 인하 행보가 다소 신중해질 수 있다고 보는 이유

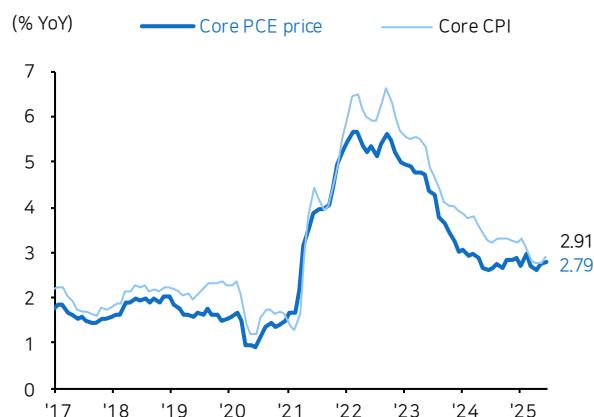
재화 인플레가 Core PCE 물가상승률을 조금씩 끌어올리고 있고, 향후 그 압력이 높아질 것

지금까지의 인플레이션 동향을 보면, 1) 핵심 재화 인플레 압력이 커지는 가운데, 2) 주거비 물가가 둔화되고, 3) 주거비를 제외한 핵심 서비스 물가 상승률이 3% 대 초반에서 등락하고 있다. Core PCE 물가상승률의 경우 4월 2.62%, 5월 2.76%, 6월 2.79%로 조금씩 높아지고 있다. 이는 2)와 3)의 둔화 보다는 1)의 영향이 좀 더 커지고 있기 때문이다. 관세의 영향은 자동차를 제외한 홈인테리어, 가전, 영상/음향 장비 부문에서 두드러지고 있다.

서비스 물가 상승률의 큰 폭 둔화를 기대하기 어려움

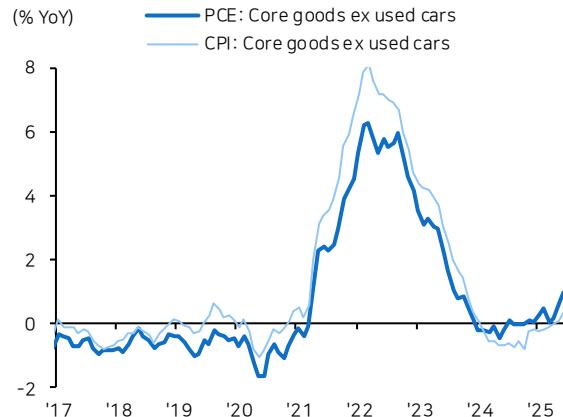
앞서 노동수급을 점검할 때 구인/실업자 배율이 1.02~1.13배의 좁은 범위에서 움직이며 임금 상승률의 유의미한 둔화를 유발하지 못할 수 있음을 언급했다. 향후 6개월도 유사한 흐름이라면 3)에 해당하는 주거비 제외 핵심 서비스 물가상승률도 현 수준(PCE 물가 기준: 3.20%)에서 크게 둔화되기 어려울 수 있다. 이러한 환경에서 관세發 재화물가 압력이 추가로 들어올 가능성성이 크다는 생각이다. 근거는 다음과 같다.

그림16 미국의 Core inflation: PCE 물가 vs CPI



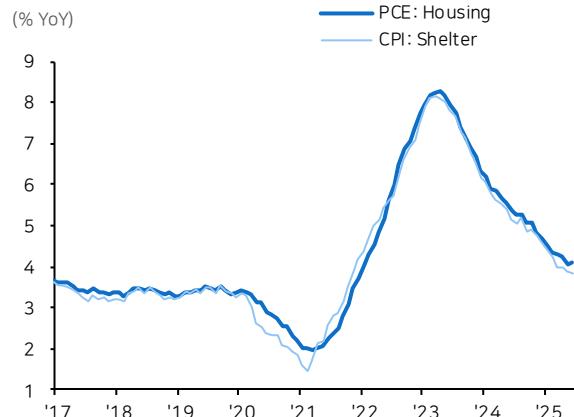
자료: US BEA, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림17 미국의 핵심 재화 인플레: PCE 물가 vs CPI



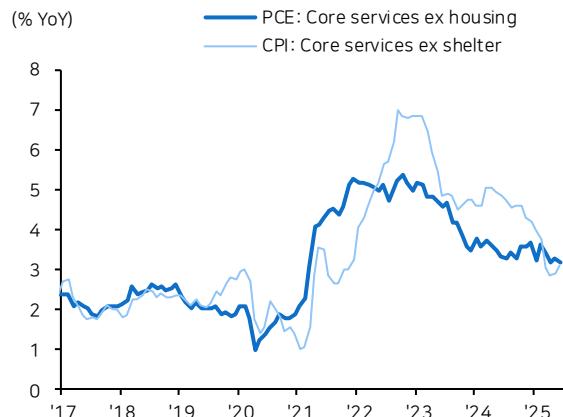
자료: US BEA, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림18 미국 주거비 인플레: PCE 물가 vs CPI



자료: US BEA, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

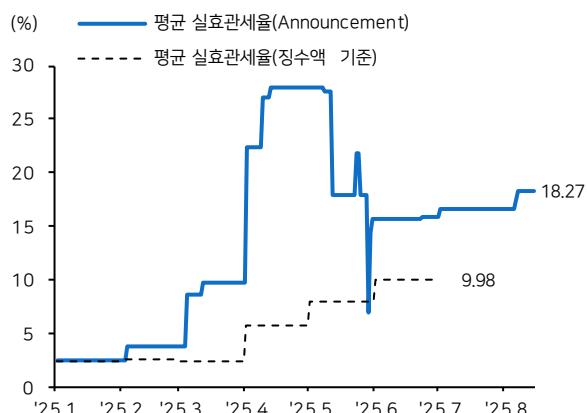
그림19 미국의 Super-core 인플레: PCE 물가 vs CPI



자료: US BEA, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

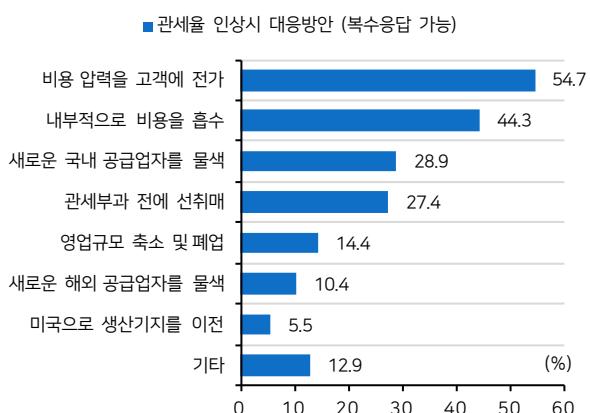
- ① Budget Lab at Yale에 따르면, 8월 7일 상호관세를 고려할 경우 미국의 평균 실효관세율은 18.27%가 된다. 반면, 월간 수입액에 정수된 관세율을 역산하면 6월 기준 9.98%에 불과하다. 정수액 기준 관세율은 계속 공표 관세율 (18.27%)에 수렴하는 방향일 것이다(그림 20).
- ② 이렇게 되었을 때 기업들의 대응은 내부적으로 비용을 흡수하거나 압력을 고객에 전가하는 방식이 될 것이다. 초기에는 기업들이 떼 안는 그림이 될 것이나, 압력이 커지면 일정 부분 전가는 불가피할 것으로 보인다(그림 21).
- ③ 상호관세 영향이 4분기 이후 특히 두드러질 개연성이 있다. 7월 31일 공표된 행정명령에 따르면, 8월 7일까지 입항한 물건에 대해 새로운 관세율을 적용하며, 현재 운송 중인 물건인 경우 10월 5일 이후 수입되거나 소비를 출고된 품목부터 적용된다는 것이다(그림 22).

그림20 미국 실효관세율: 공표 vs 정수액 기준



자료: Budget Lab at Yale, US Census Bureau, US Bureau of Fiscal Service, 메리츠증권 리서치센터

그림21 댈러스 연은 조사: 관세율 인상시 대응방안



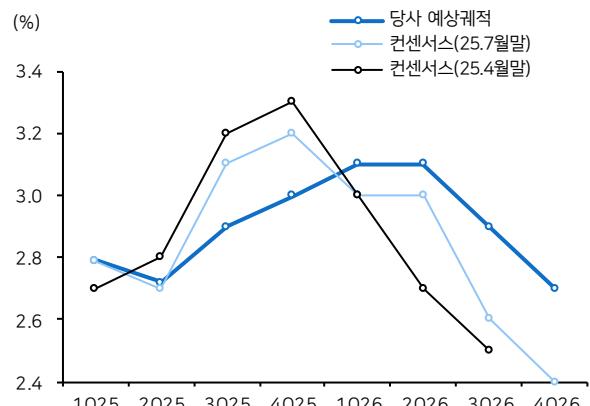
자료: Dallas Fed (Apr 28, 2025), 메리츠증권 리서치센터

그림22 8월 1일 새로운 상호관세 부과 계획

- 미국 관세표 (Harmonized Tariff Schedule of the United States)는 본 명령의 부속서 II에 따라 개정됨
  - 이 개정 사항은 동부 표준시 8월 7일 오전 12시 1분 이후에 소비를 목적으로 수입되거나 창고에서 소비를 목적으로 출고된 물품에 적용
  - 다만, 동부 표준시 8월 7일 오전 12시 1분 이전에 항구에서 선적되고 운송 중이던 물품은 제외
  - 또한, 동부 표준시 8월 7일 오전 12시 1분 이전에 선박에 적재되어 최종 운송 수단으로 운송 중이며, 10월 5일 오전 12시 1분 이전에 소비를 위해 수입되거나 창고에서 소비를 위해 출고된 물품은 해당 추가 관세 적용 대상에서 제외
- (대신 행정명령 14257에서 개정된 관세율에 따라 과세)

자료: "Further Modifying the Reciprocal Tariff Rates", White House (Jul 31, 2025)

그림23 미국 Core PCE 컨센서스와 당사 예상 궤적



자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터 추정

재화 물가발 인플레는  
내년 상반기 정점일 가능성

수입업자 및 유통단계에서 얼마나 관세 압력을 흡수할 지 여부가 관건일 것이나, 현재 물가지표에서 관찰되는 것처럼 소비재는 소비자에게 직접 관세부담이 전가될 가능성이 있다고 생각한다. 상기 3가지를 종합적으로 고려했을 때, 올해 4월 당시 시장에서 예상되었던 Core PCE 물가궤적과 비교하면 인플레이션 정점은 낮지만, 정점이 뒤로 지연될 가능성이 커지고 있는 것으로 보인다. 물가전망 측면에서는, 2025년 전망이 낮아지는 대신 2026년 전망이 상향 조정될 요인일 수 있다.

인하 사이클이 되기 위한 조건들

### 2-3. 인하 '사이클' 이 재개되기 위한 조건들

이러한 환경에서 연준의 9월 인하가 일회성이 아닌, 소위 "인하 사이클"의 재개가 되려면 몇 가지 조건들이 충족되어야 할 것으로 본다.

- ① 노동시장의 cool-down이 추가로 전개되면서 임금과 서비스 물가 압력을 낮출 수 있다는 증거들이 갖춰지는 경우이다.
- ② 관세발 인플레가 영구적이지 않고 단발성 충격(transitory)에 그치며 내년 말에는 연준의 예상대로 2%대 중후반에 Core PCE 물가가 수렴할 수 있다는 확신이 생기는 경우일 것이다.
- ③ 관세가 인플레이션 충격보다는 성장률 충격(growth shock)으로 작용하면서 이 중책무 중 성장/노동시장을 더 쟁겨야 한다는 인식으로 선회할 경우일 것이다. 만약 인플레 우려를 무시할 정도로 노동시장 내상이 급격히 커지면 신속 대응 요인이다.
- ④ 새로운 의장의 지명과 매파 진영에 속했던 Kugler 이사의 사퇴 등을 계기로 연준의 컨센서스가 급격히 비둘기파로 기울 가능성은 조건에서 제외하였다.

### Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 주전 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.