Asset Allocation

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com
RA 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 8월 28일 | Global Asset Research

자산배분의 창(窓)

숨은 부담 ①: 그동안 미국 물가가 안정적이었던 이유

겉으로는 안정적이었던 미국 물가

25년 상반기까지 미국의 물가 지표는 의외로 안정적인 흐름을 보였다. 생산자물가 지수(PPI)와 수입물가가 일부 오르기도 했지만 전반적으로는 뚜렷한 상승세를 보이지 않았고, 소비자물가 (CPI) 역시 완만한 수준에서 유지되었다. 그러나 이 같은 안정이 미국 경제의 구조적 탄탄함 덕분이라고 보기는 어렵다. 실제로 관세 인상과 원자재 가격 상승이라는 비용 압력이 꾸준히 누적되고 있었으며, 단지 그것이 아직 최종 소비자 가격에 충분히 반영되지 않았을 뿐이다. 다시 말해, 물가 안정의 배경에는 기업들의 비용 흡수와 마진 희생이라는 '숨은 희생'이 자리 잡고 있었던 셈이다.

몇 가지 구체적인 공급단 안정 요인

올해 미국 물가의 안정을 견인한 몇 가지 구체적 공급단 요인을 살펴보자.

첫째, 재고 확보 효과가 컸다. 트럼프 정부가 연초부터 본격적인 추가 관세를 발표하면서 기업들은 관세 부과 전, 선제적으로 원자재와 중간재를 대량 확보 (Pre-running)해 왔다. 실제로 25년 1분기 미국의 재화 수입은 전분기 대비 약 19% 급증 (전년비 +26%)했는데, 이 가운데 상당 부분은 관세 회피 목적의 긴급 수입과 재고 축적에 따른 것이었다. 이는 일정 기간 동안 생산 원가를 낮은 수준에서 유지시켜 주었고, 관세 인상 효과가 곧바로 물가에 반영되는 것을 막아주었다.

둘째, 글로벌 공급망의 안정과 일부 수출국의 가격 인하도 주 요인이다. 팬데믹 직후 크게 요동쳤던 물류망과 운임은 23년 이후 정상화되었고, 25년 들어서는 국제 운송비와 부품 조달 비용이 크게 안정되었다. 예컨대 팬데믹 당시 한때 1.7만 달러 (블룸버그 FBX, 표준화된 노선 평균요율, 개별 선사는 2만 달러를 상회했음)를 기록했던 아시아-미국 동부 해안 항로의 컨테이너 운임은 25년 들어 크게 낮아져 현재는 3천 달러 수준을 기록했다. 이러한 공급망 안정은 제조·유통업체들의 비용 압박을 완화시켰으며, 상반기 관세 충격에도 불구하고 물가를 억제하는 완충 장치로 작용했다.

여기에 더해, 주요 교역국 일부의 수출 가격이 낮아진 점도 물가에 완충 효과를 주었다. 일본은 관세에 대응해 북미向 자동차 수출 가격을 대폭 인하했는데, 이는 전년비 -19.1%에 해당하며, 16년 이후 최대 낙폭을 기록했다. 수출량이 크게 줄지 않은 상황에서 가격이 낮아지자, 미국 수입업체는 관세 부담이 일부 상쇄되는 효과를 얻을 수 있었던 것이다.

셋째, 환율 부담도 상쇄될 수 있었다. 25년 상반기 달러는 주요 교역 상대국 통화 대비 약세를 보이며, 이론적으로는 수입품 가격을 끌어올리는 요인이 되었다. 그러나 관세 이전의 대규모 재고 확보와 글로벌 공급망 정상화가 맞물리면서, 달러 약세가 물가를 끌어올리는 효과는 크게 드러나지 않았다. 즉, 달러 약세라는 불리한 환율 환경이 있었음에도 불구하고, 다른 요인들이 이를 부분적으로 상쇄했다는 점이 중요하다.

넷째, 미국 물가 안정의 가장 숨은 공신은 기업들의 전략적 선택일 것이다. 대기업들은 가격 전가 대신, 비용 절감과 공급망 재편, 자동화 투자 등을 통해 내부 효율성을 높이며 관세 충격을 방어했다. 반면, 중소기업들의 선택지는 제한적이었기에 약 24%가 제품·서비스 가격을 인상하였다. 장기 평균치 (13%)를 웃도는 숫자이지만, 사실 전체의 1/3에도 미치지 못하는 수치이기도 하다. 다시 말해, 다수의 소기업들도 여전히 원가 상승분을 소비자에게 전가하지 못하고 내부적으로 흡수하는 전략을 선택했던 것이다.

기업들의 마진 희생, 중소기업과 대기업

실제 중소기업들은 관세 충격에 가장 직접적으로 노출되었다.

Bank of America 집계 데이터를 살펴보면, 중소기업의 관세 납부액은 22년 대비 무려 91%나 증가했다. 특히, 도/소매업과 제조업 분야가 많은 중소기업의 현금 유출 대비 유입 비율은 1.02배까지 하락했다. 수익성이 거의 마지노선까지 떨어졌음에도 불구하고, 관세 부담을 떠안으며 버티고 있음을 보여준다.

Bloomberg Credit 데이터에서도 25년 소기업들의 평균 이익 증가율은 24년 하반기 대비 뚜렷하게 둔화되는 경향을 보였고, 특히 관세 의존도가 높은 제조업·유통업 부문에서는 이익률이 역성장 국면을 보였다. 종합해 보면 중소기업들은 가격 전가보다는 비용 흡수에 의존해 왔고, 그 결과 채산성이 악화되고 있다고 분석할 수 있겠다. 이러한 흐름이 지속된다면 기업들의 단기 생존은 가능해도 중/장기적으로는 투자 여력 위축과 고용 둔화로 이어질 수밖에 없다.

상대적으로 대기업들은 방어력이 높았다. FactSet에 따르면, 올해 S&P500 기업들의 분기별 순이익률은 각각 12.7% (1Q), 12.3% (2Q)로 평균 이상을 유지했다. 이는 대기업들이 글로벌 조달망, 환율 헤지, 가격 결정력 덕분에 관세 충격을 흡수할 수 있었음을 시사한다. 그러나 모든 업종이 여유로웠던 것은 아니다. IT·통신 부문은 이익률이 개선되었지만, 소비재·유통·에너지 업종은 이미 원가 상승으로 마진 압박이 드러났다.

아슬아슬하게 버티고 있는 불안정한 균형

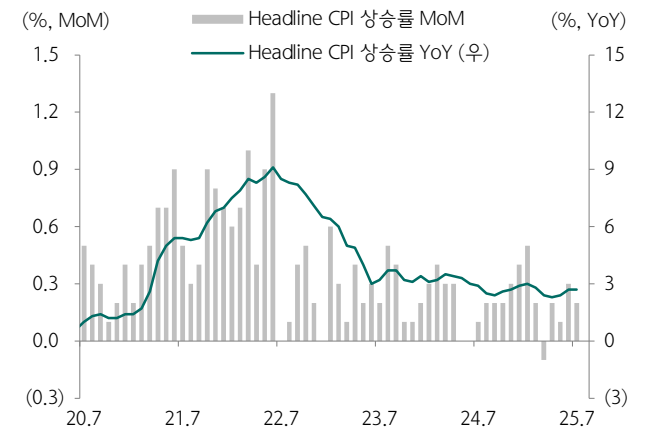
25년 상반기의 물가 안정은 구조적 강점 덕분이 아니라, 재고 확보와 공급망 안정 같은 단기 요인, 그리고 기업들의 대응 전략에서 비롯된 결과이다. 대기업은 높은 이익률과 글로벌 조달망을 바탕으로 충격을 흡수했고, 중소기업은 생존을 위해 비용을 떠안으며 버텼다.

그러나 일부 업종에서는 이미 마진 압박이 나타나고 있었고, 이는 시간이 지날수록 소비자 가격에 전가될 수밖에 없는 구조를 예고하고 있다. 따라서 상반기의 물가 안정은 보이지 않는 희생 위에 세워진 균형이었다. 하반기에도 이러한 추세가 이어질지는 미지수이다.

다음 시리즈 ②에서는 불안정한 균형의 파열 조짐과, 실제 산업별로 겪고 있는 비용 부담을 자세히 확인해 보려 한다.

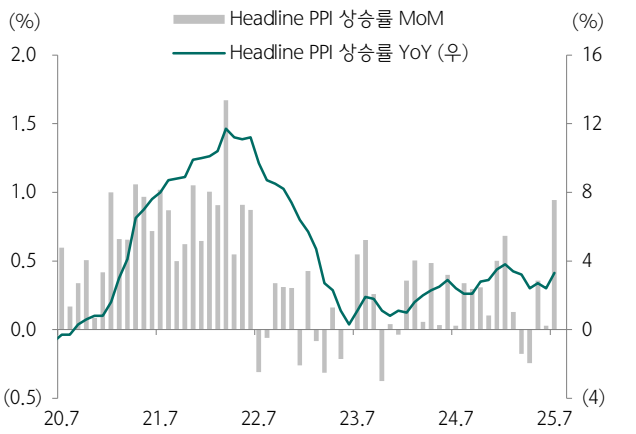
KEY CHART

도표 1. 미국 CPI 상승률 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

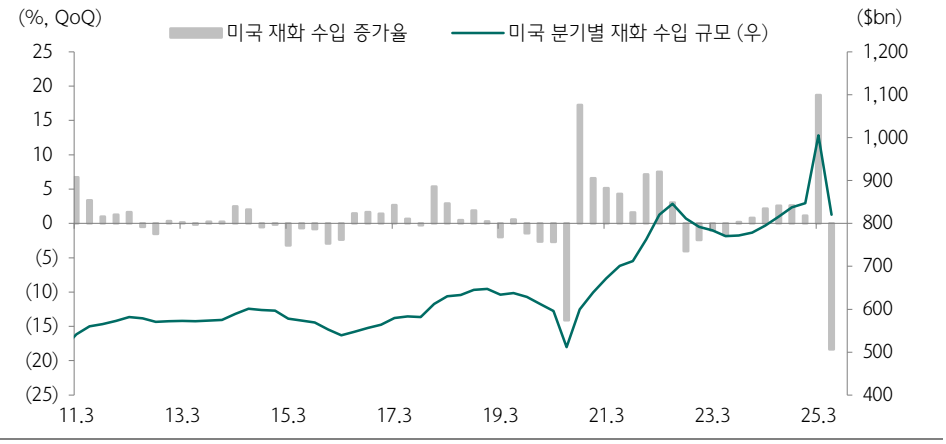
도표 2. 미국 PPI 상승률 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

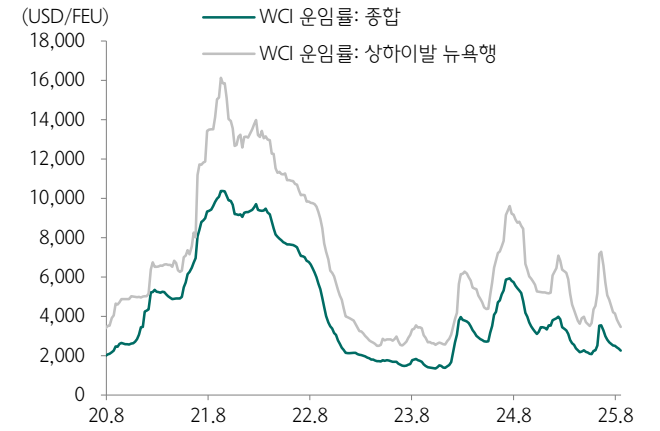
관세 부과 전 선제적으로 원자재와 중간재를 대량 확보한 기업들

도표 3. 미국 재화 수입 추이



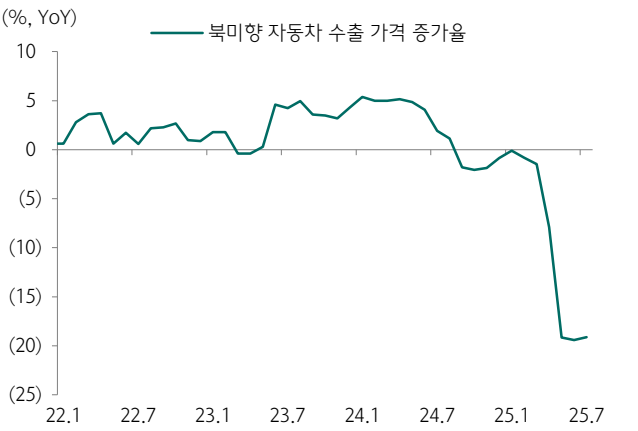
자료: FRED, 하나증권

도표 4. 안정화 중인 아시아-미국 동부 해안 항로 컨테이너 운임



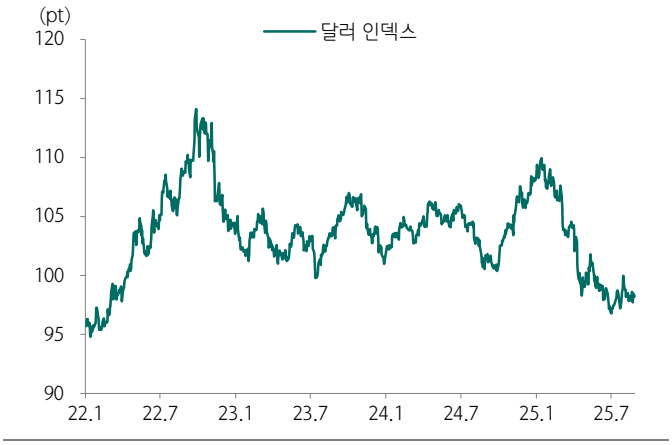
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 일본 북미향 자동차 수출 가격의 급락



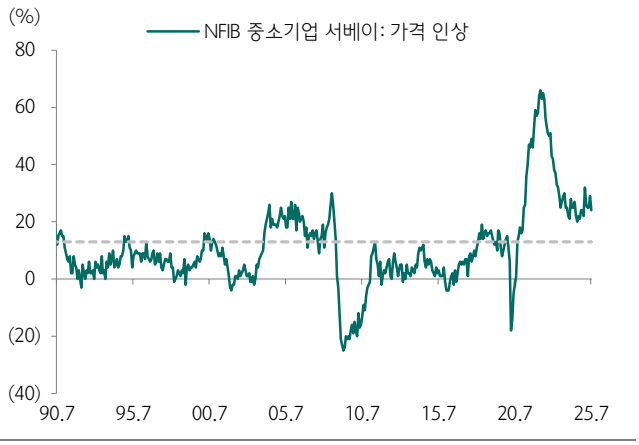
자료: Statistics Bureau of Japan, 하나증권

도표 6. 수입품 가격의 상승 요인이었던 달러화 약세



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. NFIB 중소기업 서베이: 가격 인상 응답

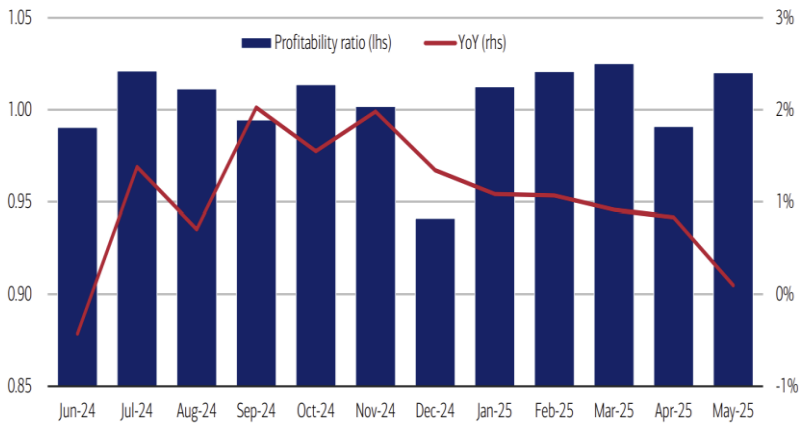


주: 가로 점선은 장기 평균 (13%)을 의미
자료: NFIB, 하나증권

관세 충격에
직접적으로 노출된 중소기업

도소매업, 제조업이 많은
중소기업의
현금 유출 대비 유입 비율은
1.02배까지 하락

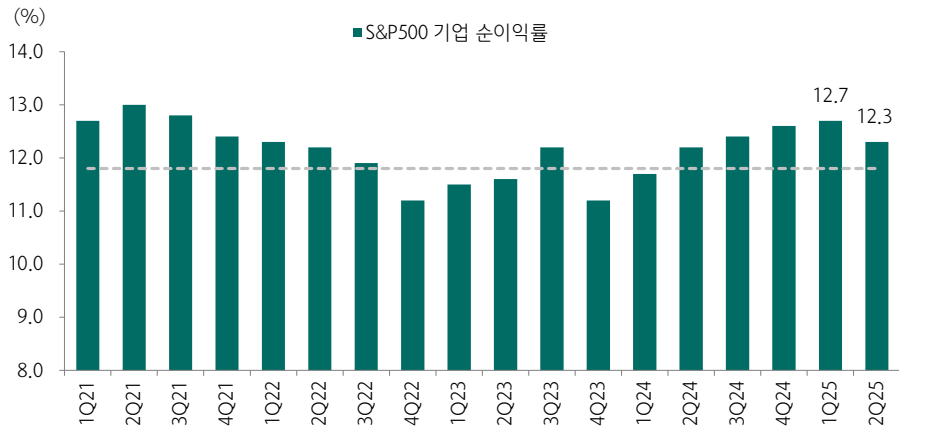
도표 8. BOA의 자체 기업 고객 수익 검토 결과, 현금 유입/유출 비율



자료: BOA, 하나증권

상대적으로 방어력이 높았던
대기업들의 순이익률

도표 9. S&P500 기업들의 순이익률 추이



주: 가로 점선은 5년 평균 (11.8%)을 의미
자료: FactSet, 하나증권