# 미국 경제 진단 & 전망

김호정 Economist
hojung.kim@yuantakorea.com
임지윤 Research Assistant
jiyoon.lim@yuantakorea.com

## 과열 이후 돌아올 청구서

### 1) 12월 경제지표 서프라이즈의 본질: '회복'이 아닌 '과열'

12월 미국 경제지표 호조의 배경에는 크게 두 가지 일시적 요인이 작용했다. 첫째, 연말 쇼핑 시즌과 맞물린 계절적 소비 증가다. 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수의 급등은 노동시장에 대한 낙관적 전망과 함께 연말 소비 심리의 개선을 반영했다. "일자리가 풍부하다"는 응답 비율의 상승은 일부 고용지표 둔화 우려에도 불구하고 실물경제에 대한 체감이 양호함을 시사한다.

둘째, 셧다운 종료에 따른 반작용 효과다. 정부 기능 정상화는 그간 지연되었던 경제활동의 일시적 회복을 유발했다. 결국 이러한 요인들은 지속 가능한 성장동력이라기보다 일회성 부양 효과에 가깝다는 판단이다.

3분기 근원 PCE가 연율 2.9%를 기록하며 예상치(2.6%)를 상회한 점은 더욱 주목할 필요가 있다. 이는 단순히 물가 압력이 '일부 잔존'하는 수준이 아니라, 디스인플레이션 기조가 이미 멈췄을 가능성을 시사한다.

세부적으로 관세 인상 우려에 따른 일부 수입품 가격 상승과 서비스 부문의 물가 지표를 끌어올렸다. 에너지 가격 하락이 완충 역할을 했으나, 주거비와 의료 서비스 가격의 하락 폭은 제한적이었다. 특히 3분기 4.3% 성장세에 대입해서 볼 때, 기업들이 비용을 가격에 전가하고도 판매량이 줄지 않았을 가능성이 높다. 이는 기업 마진에는 좋지만, 인플레이션 고착화를 의미하므로 향후 물가 리스크를 더 키우는 요인이다.

결국 내년에도 Fed가 금리를 인하하더라도 그 속도가 매우 신중할 수밖에 없음을 의미한다. 4.3% 성장과 2.9% 물가 하에서 3%까지 '금리 인하'를 기대한다면 지금 상황으로서는 다소 과한 기대가 될 수 있다.

### 2) 12월 경제지표 서프라이즈의 본질: '회복'이 아닌 '과열'

2025년을 되돌아보면, 주요 지표의 전반적인 컨센서스는 나쁘지 않았다. 미국 GDP 성장률은 1.9%로 12개월 전 예상치 2.1% 대비 소폭 하회하는 데 그쳤다. 영국과 일본의 GDP 전망도 대체로 적중했고, 유로존은 독일의 하향 조정에도 불구하고 예상을 소폭 상회했다.

미국의 경우 트럼프 행정부의 관세 충격은 예상보다 작았다. 트럼프 행정부의 정책이 경제에 타격을 줄 수 있는 경로는 두 가지였다. 첫째, 불확실성 급등으로 기업들이 채용과 투자를 연기하는 것. 둘째, 관세가 사실상 세금으로 작용하여 가처분소득을 압박하는 것이다. 올 한 해를 돌이켜 보면 불확실성 효과가 가처분소득에 대한 압박보다 더 컸다고 생각한다. 관세 정책 불확실성으로 기업들의 계획 수립이 어렵게 되었고, 채용과 투자는 억제되었다. 부분적으로는 기업들이 관세정책 발표(Liberation Day)에 대비해 상당한 재고를 축적해 두었기 때문이기도 하다. 이는 관세 영향을 지연시켰다.

3분기 GDP가 4.3%로 서프라이즈를 기록한 점과 소비의 기여도가 컸다는 점을 생각해보면 기업들은 관세 이슈에도 불구하고 기조적 수요 덕분에 비용을 가격에 전가하고도 판매량이 줄지 않았을 가능성이 더 크다고 판단할 수 있다. 실제 미국 경제가 이러한 순환 과정에 있었다면 2026년 임금 및 물가 상승 압력은 예상보다 더 빨리, 더 강하게 나타날 수 있다. 또한 2026년에 재고 효과가 사라지면 관세의 효과가 뒤늦게 마진을 압박할 리스크도 남아 있다.

### 3) 재정의 시차 효과: 컨센서스가 놓친 리플레이션 트리거

현재까지 발표된 주요 지표의 컨센서스를 종합해 보면 2026년 컨센서스에는 특징적인 수치가 발견되지 않고 있다. 놀라울 정도로 평범하다고도 표현될 수 있다. 미국 GDP는 2% 내외의 안정적 성장을 유지하고, 인플레이션은 Fed 목표치인 2%를 향해 점진적으로 하락하며, 금리는 중립금리 수준에 도달한 후 동결된다는 것이 컨센서스로 형성되고 있다. 쉽게 말해서 2025년의 재탕이다.

이 전망의 핵심 가정은 요즘 많이 사용되는 'K-shaped economy'다. 저소득층과 중소기업은 어려움을 겪지만, 고소득층과 빅테크는 호황을 누리면서 전체적으로는 '적당한' 균형이 유지된다는 논리다. K의 하단은 '차갑고', 상단은 '뜨거우며', 전체적으로는 금융시장이 번창하기에 좋은 준-골디락스 환경이 지속된다는 것이다.

그러나 4.3% GDP와 2.9% 물가라는 현재의 데이터를 놓고 생각해보면 해당 컨센서스가 기대하는 안정적인 그림은 정합성이 떨어지며 리스크를 전면적으로 간과하고 있다는 판단에 이르게 된다.

해당 컨센서스에는 재정정책의 시차 효과가 간과되어 있다. 트럼프 행정부가 도입한 조치들은 상호 상쇄되는 것처럼 보인다. 관세로 인한 GDP 대비 1% 감소, 감세(Big Beautiful Budget Bill)로 인한 GDP 대비 1% 증가가 해당되는 내용이다. 그러나 컨센서스가 놓친 것은 이 조치들이 경제에 영향을 미치는 시점이 다르다는 것이다. 감세 효과는 이제 시작된다.  여기에 소득 20만 달러 미만 납세자에게 최대 2,000달러의 관세 리베이트(GDP 대비 1~1.5%)까지 고려하면, 미국의 재정 충격은 GDP 대비 2~3%p의 플러스 충격으로 나타날 수 있다. 결국 미국 경제의 출발점이 컨센서스였던 3.2%가 아닌 4.3%라면, 추가적인 재정 부양(GDP 2~3%p 규모)은 미국 경제를 회복 탄력성이 아닌 과열로 이끌 수 있다. 결국 이러한 상황은 상반기 리플레이션을 불러올 수 있고 이는 예상보다 강력할 수 있다.

### 4) 걱정해야 할 것은 '침체'가 아닌 과열의 해소

컨센서스는 지난 3년간 미국 경기침체 시나리오를 걱정하며 보냈다. 2022년에는 수익률곡선 역전과 '기술적' GDP 수축을 지적할 수 있었다. 2023년에는 급격한 금리인상에 경제가 어떻게 반응할지가 큰 우려였다. 2024년에는 고용 증가 둔화, 채용률 급락, Sahm Rule 발동으로 노동시장이 경계의 대상이었다.

2026년 미국 실업률 컨센서스 분포를 살펴보면, 실업률의 유의미한 상승을 예상하지 않는다. 미국 경기침체에서는 실업률이 2%p 이상 상승하는데, 컨센서스는 현재 보다 0.2~0.4%p 상승하는 선에서 형성되고 있다. 만약 미국 노동시장 상황이 2026년 초반에 악화되더라도, 심각한 경제 붕괴를 상상하기는 어렵다. 민간부문 대차대조표가 양호하고, 과거 경기 사이클 후반과 대조적으로 금융 시스템에 실질적인 레버리지가 없다.

또한 미국 재정 정책과 글로벌 통화 당국의 완화적 또는 균형을 찾아가는 정책 공조로 과거와 같은 괴리를 좁힌다면 2026년의 큰 테마는 경기침체가 아닌 재가속이 될 것이라는 점에 의문의 여지가 없다. 다만 문제는 침체에 대한 걱정이 아니라 과열이 가라 앉을 때, 다음 사이클에 대한 실질적 고민을 해야 할 상황이라는 것이다.

### 5) 상반기 경제 시나리오: 긍정적 흐름은 지속, 이를 이끌 동력들

첫째, 이연 수요를 떠올릴 수 있다. Liberation Day 이후 극심한 정책 불확실성이 미국 활동을 억제했고, 많은 기업들이 투자와 채용 결정을 연기했다. 소비자 심리도 위축되었다. 관세 체계가 안정화되면서 이 같은 이연 수요가 2026년에 재등장할 것이다. K-shaped economy의 하단(저소득층, 중소기업)이 특히 노동수요 회복의 수혜를 받을 가능성이 높다.

둘째, 미국 재정정책이다. 감세 부양은 2026년부터 시작된다. 또한 관세 리베이트까지 포함하면 재정 효과로 인해 GDP 대비 2~3%p의 효과가 발생할 수 있다. 경제의 출발점이 3분기 GDP 성적인 4.3% 수준에서, 재정 부양은 경제를 '과열'로 이끌 것이다.

셋째, 글로벌 통화 부양이다. Fed정책에 대해서는 이견이 여전히 많지만, 이외 글로벌 주요 통화 당국은 꾸준히 금리를 인하해왔다. 정책 완화의 효과가 이제 공식 데이터에 나타나기 시작하고 있고, 일부 경제 활동에서는 시차를 두고 그 효과가 나타날 것이다.

넷째, 독일 경기 반등의 파급효과다. 컨센서스는 독일 GDP가 2025년 말 0.3% YoY에서 2026년 4분기 약 1.5% YoY로 성장세가 확대될 것으로 형성되고 있다. 이는 대규모 재정확장에 기인한다. 독일의 재정승수는 0.8~1.0으로 추정되고 있다. 개방 경제는 수입으로 수요가 누수되므로 승수가 낮은 것이 일반적이다. 따라서 독일에서 재정승수 1.0은 다소 높은 수준이다. 그러나 현재의 극심한 유휴생산능력과 침체 상황을 고려할 때, 그리고 재정 지출의 공백이 컸다는 점을 고려하면 해당 승수는 수용 가능한 범위라고 판단한다. 그리고 독일은 글로벌 주요 국가의 핵심 수출 파트너다. 독일의 반등은 글로벌 교역 개선과 수요 환경 회복으로 연결될 수 있을 것이다.

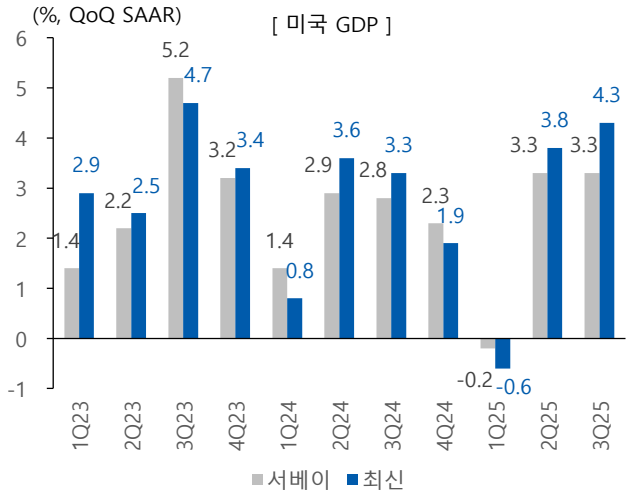
### 6) 하반기 시나리오: 경기 기조의 전환

상반기의 뜨거운 호조가 하반기의 리스크로 돌변하는 트리거는 인플레이션과 노동시장 불균형에서 확인될 수 있다. 미국 경제가 3% 또는 3분기 GDP 수준에 성장세에서 10만 명 이상의 신규고용이 필요한데, 현재 경기와 트럼프 행정부의 이민 통제 정책을 고려해 볼 때 성장세에 부합하는 신규고용이 창출되기 어려운 부분이 있다. Fed에서는 현재 균형 고용증가율을 월 3만 5천 명 수준으로 추산하고 있다. 결국 이러한 불균형은 임금상승을 유발하고 인플레이션 재점화가 앞당겨 질 수 있다.

또한 기업들은 비용 상승을 내부적으로 흡수할 여력을 소진할 가능성이 높다. 지난 1년간 기업들은 관세 충격을 상쇄하기 위해 재고 비축과 생산 조정 등으로 버텨왔지만, 이는 단순한 비용 절감과 미봉책이며, 이제 한계에 봉착한 기업들은 급등하는 임금 비용을 고스란히 제품 가격에 전가할 가능성이 높다. 이는 결국 인플레이션 재점화로 연결될 수 있다.

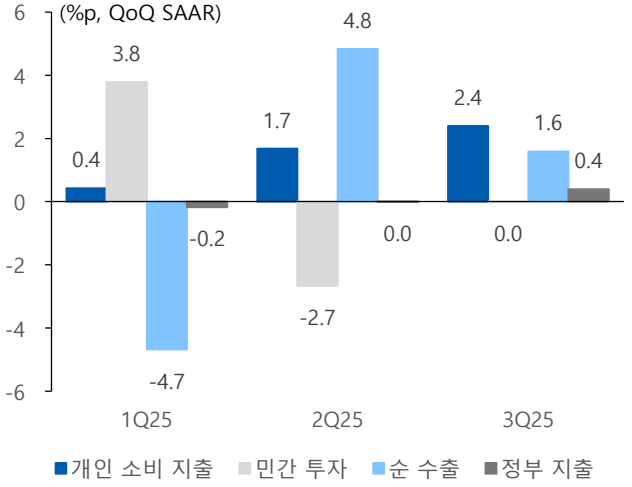
물가상승과 불균형 속 연준은 딜레마에 빠질 수 있다. 이때 정치적 압력에 굴복하는 모습을 보인다면, 시장은 즉각적으로 중앙은행의 독립성을 의심하며 2025년 하반기와 같이 많은 우려를 표출할 것이다. 이는 채권 시장의 발작을 유발하여 장기 금리가 급등하는 '베어 스티프닝(Bear Steepening)' 형태로 충격이 전이될 수 있다. 결국 2026년 하반기는 안이했던 상반기 흐름이 깨지며, 인플레이션 재점화와 금리 상승으로 시장 변동성이 극대화되는 어려운 시기가 될 수도 있다.

미국 3분기 GDP는 컨센서스를 큰 폭으로 상회, QoQ 연율 4.3% 증가



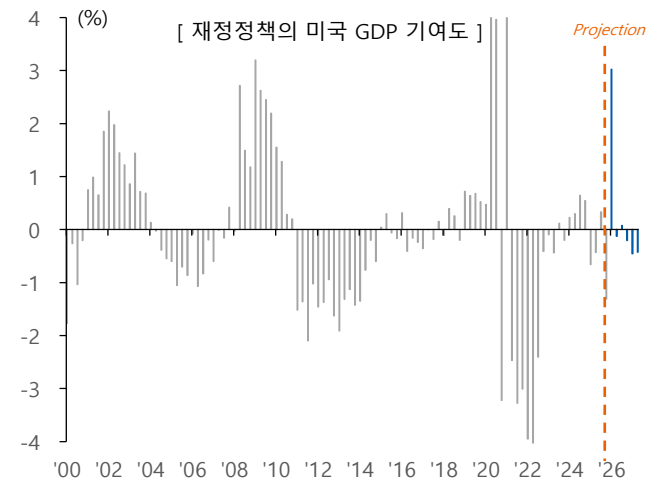

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

3분기 미국 GDP 서프라이즈는 개인 소비 지출이 견인



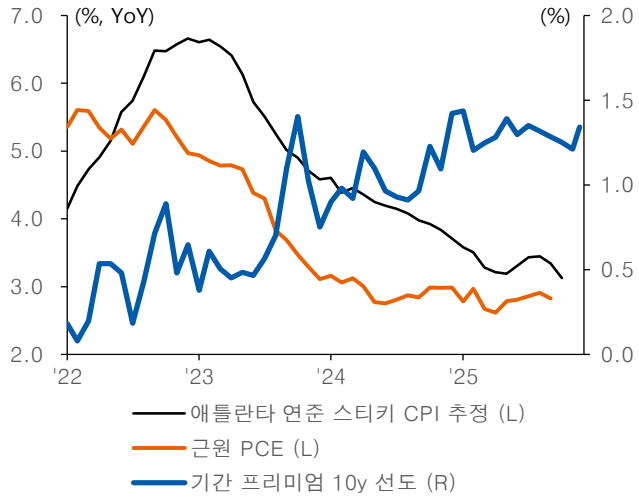

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

재정효과는 2026년 1분기 정점에 도달, 이후 약해질 것으로 추정




자료: Brookings, 유안타증권 리서치센터

인플레이션 압력과 전망이 여전히 높은 수준인 가운데, 기간 프리미엄은 상승




자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김호정)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 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.