경제 매크로 이벤트 데이터의 이면분석

美 2월 CPI 리뷰 및 3월 이후 CPI 전망

최예찬 | 경제/FX/원자재
02-3779-3519
yc.choi@sangsanginib.com

미국 2월 CPI YoY 2.4% 상승. 예상치 부합

3월 11일 발표된 미국 2월 Headline CPI는 전년대비 2.4% 상승을 기록, 시장 예상치 2.4%에 부합하였으며 전월(2.4%)과 동일한 수준을 유지하였다. Core CPI는 전월비 0.2%, 전년비 2.5%로 헤드라인 CPI와 마찬가지로 예상치에 부합하는 모습이다. 1월과 비슷하게 전반적으로 인플레이션이 안정적 흐름을 이어가고 있음을 확인한 이벤트였다. 다만 시장은 안정된 물가 발표에도 불구하고, 중동 지역 전쟁으로 인한 3월 이후 물가의 불확실성을 반영하며 미 국채 금리는 상승세를 나타냈다.

QR코드로 간편하게
상상인증권
투자전략팀 채널

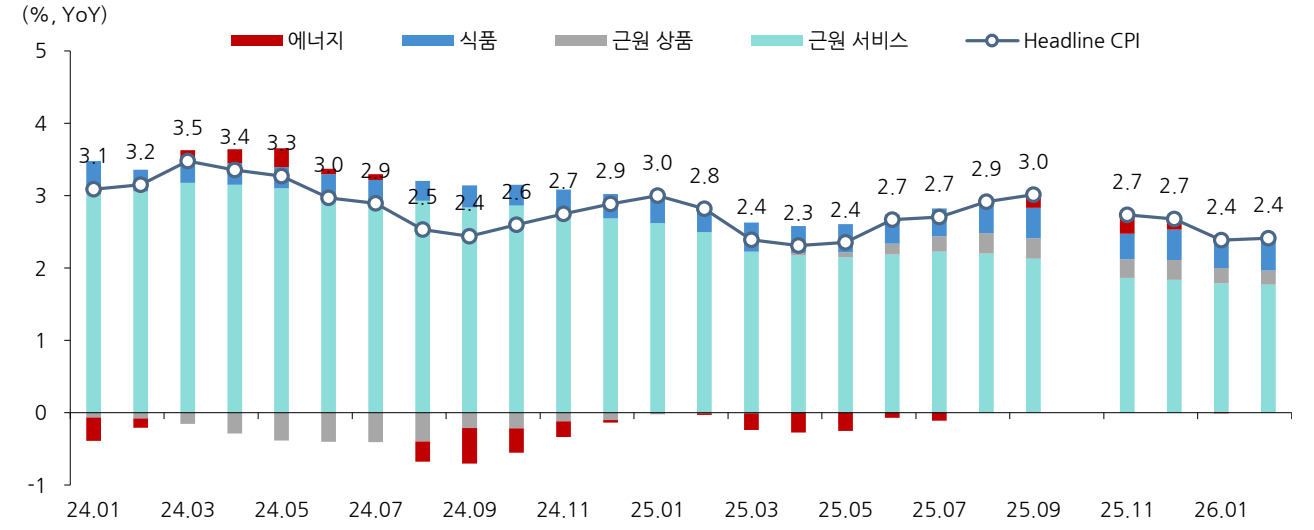
주거비 안정 지속, 식품 에너지 반등

품목별로는 CPI의 36%를 차지하는 주거비가 전월비 0.2% 상승하며 전월과 동일한 상승률을 기록 중이다. 주거비 내 임대료의 경우 전월비 0.1% 상승에 그쳐 2021년 1월 이후 최소 상승폭을 기록, 주거비 둔화 흐름이 지속되고 있음을 확인하였다. 다만 변동성이 큰 식품과 에너지 품목에서의 물가 상승세가 나타나고 있다. 식품은 전월비 0.4% 상승하며 전년비 3.1%를 기록, 에너지(구성 비중 6.3%) 역시 전월비 0.6% 반등하였다. 특히 시장의 관심이 쏠리는 에너지 가격은 중동 전쟁 이슈가 2월 에너지 가격에 온전히 반영되지 않았음에도 물가 상승 압력으로 작용하면서 시장의 우려를 키웠다. 주거비 외 근원 CPI 품목군에서 큰 변동성은 제한되었으나, 1월 일시적 요인들로 급등했던 담배(담배세 인상)와 교통서비스물가(항공운임)의 정상화가 확인되었다.

3월 이후 (에너지)물가에 주목

시장은 이번 물가 상승률보다도 3월 이후 물가에 주목하고 있다. 그 이유는 2월 말 시작된 중동 전쟁과 유가 상승 영향이 3월 이후의 물가에 반영되기 때문이다. 3/11까지의 평균 유가(WTI)는 81달러이며, 호르무즈 해협 통행 제한이 지속될 경우 현재 90달러 초중반 유가 레벨이 더 높아질 여지가 있다. EIA는 전쟁 영향을 반영하여 3월 WTI Spot 가격을 $91/bbl로 전망했다. 유가 상승은 에너지 물가를 경유해 Headline CPI에 직접 영향을 미치며, 나아가 연준의 금리 결정에도 파급된다. 유가發 물가 상승은 원칙적으로 공급 측 요인이므로 총수요를 조절하는 통화정책으로 직접 대응하기 어렵다. 다만 유가 상승이 기대인플레이션을 자극하고 근원물가로 전이되는 경우가 빈번하며, 2022년과 같이 통화정책 대응이 불가피해지는 상황이 반복될 수 있다. 특히 현재와 같은 물가 안정기 초입에서는 경계심이 더욱 높다. 따라서 3월 CPI 발표에 대한 시장의 주목도는 그 어느 때보다 높아질 전망이다.

그림 1. 미국 Headline CPI



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

표 1. 미국 2월 CPI 품목별 변화율

항목	구성비	2월 YoY (% NSA)	1월 MoM (% SA)	2월 MoM (% SA)	1월 대비 (%p)
전체	**100.0**	**2.4**	**0.2**	**0.3**	**0.1**
식품	**13.7**	**3.1**	**0.2**	**0.4**	**0.2**
가정식품	8.3	2.4	0.2	0.4	0.2
외식	5.4	3.9	0.1	0.3	0.2
에너지	**6.3**	**0.5**	**-1.5**	**0.6**	**2.1**
에너지 상품	3.0	-5.2	-3.3	1.1	4.4
에너지 서비스	3.3	6.3	0.2	0.2	0.0
근원 CPI	**80.0**	**2.5**	**0.3**	**0.2**	**-0.1**
근원 상품	**19.2**	**1.0**	**0.0**	**0.1**	**0.1**
의류	2.4	2.5	0.3	1.3	1.0
신차	3.8	0.5	0.1	0.0	-0.1
중고차	2.7	-3.2	-1.8	-0.4	1.4
의약품	1.5	0.1	-0.1	0.0	0.1
주류	0.8	1.6	0.2	0.1	-0.1
담배	0.5	8.0	2.1	0.1	-2.0
근원 서비스	**60.8**	**2.9**	**0.4**	**0.3**	**-0.1**
주거비	35.6	3.0	0.2	0.2	0.0
의료서비스	7.0	4.1	0.3	0.6	0.3
교통서비스	6.4	2.2	1.4	0.2	-1.2

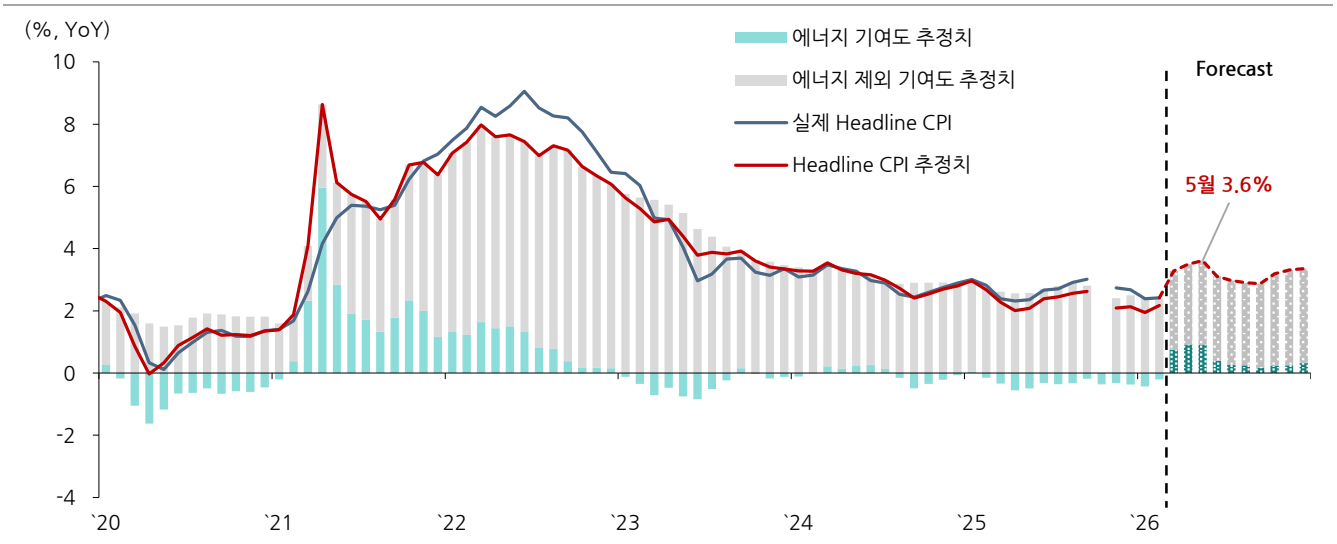
자료: BLS, 상상인증권 리서치센터

중동 사태로 인한 유가 상승과 3월 이후 美 CPI 영향

유가가 물가에 영향을 미치는 경로는 크게 두 가지다. 첫째, CPI 내 에너지 물가의 직접 경로다. 에너지 물가는 에너지 상품(휘발유 등)과 에너지 서비스(전기·가스)로 구성되는데, 2014년 이후 기여도를 분석하면 에너지 상품의 비중이 90% 이상을 차지한다. 즉 유가의 전년 대비 변화율이 사실상 에너지 물가 변동을 결정하며, 실제 월평균 WTI 전년 대비 변화율의 Headline CPI 내 에너지 기여도에 대한 설명력(R^2)은 76%로 높다. 두 번째는 기대인플레이션 경로다. 유가 상승은 기대인플레이션을 높여 에너지 외 품목으로의 파급을 유발한다. 다만 파급 영향 측정의 어려움으로, EIA의 유가 전망(3/10)을 반영하여 에너지 물가의 직접 기여도만 추정하면, 3월 에너지 기여도는 +0.76%p로 예상된다. 이후 호르무즈 해협 통행 제한이 점진적으로 완화되면서 유가 하락의 영향으로 7월에는 에너지 기여도가 재차 +0.2%p 수준으로 완화될 전망이다.

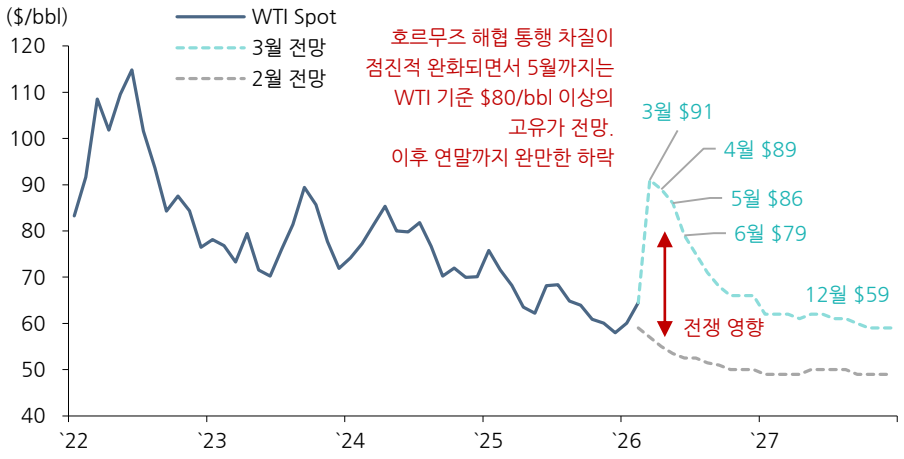
에너지 외 물가 지수의 상승률이 현 수준으로(3개월 평균 MoM +0.27%) 유지된다고 가정하면, 에너지 물가 기여도와 합산한 헤드라인 CPI 추정치(YoY%)는 3월 3.3% 이후 5월 3.6%까지 상승 압력이 우세해질 전망이다. 이후 점진적 유가 안정이 확인되더라도 여전히 에너지 물가는 상승(+) 기여도로 남을 가능성이 높다. 따라서 평균 3%대 이상 물가 상승률이 연말까지 지속될 가능성을 염두에 두어야 한다. 이 경우 연준의 연내 금리 동결이 유력해질 전망이다.
다만 전쟁 전개 양상의 불확실성과 유가 전망의 상하단 범위가 어느 때보다 넓은 상황이다. 따라서 유가 경로에 따른 시나리오별 접근이 필요하다. EIA는 4~5월까지 높은 유가 수준을 전망하고 있다. 따라서 조기 휴전(3월 내) 및 유가 안정이 확인된다면 하반기 연준의 인하 재개 논의가 가능한 구간이 열릴 수 있을 전망이다. 다만 혁명수비대와 모즈타바 하메네이를 중심으로 이란이 결집 중에 있어, 조기 종전 가능성은 제한적일 전망이다. 따라서 연준 금리 인하 경로에 대한 기대를 보수적으로 바라 볼 필요가 있다.

그림 2. 미국 Headline CPI 추정



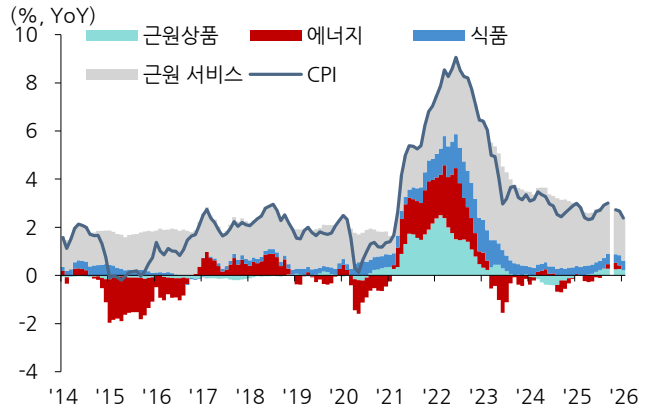
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터
주: 에너지 기여도의 전망은 EIA의 유가 전망 경로를 반영(2Q $85, 3Q $71, 4Q $66). 에너지 제외 기여도는 3개월 평균 상승률(MoM 0.27%)이 유지됨을 가정

그림 3. WTI Spot 가격과 EIA 전망(3/10)



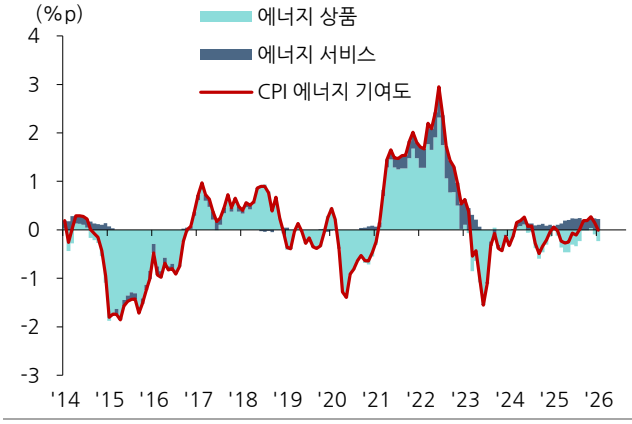
자료: EIA, 상상인증권 리서치센터

그림 4. 미국 Headline CPI 구성



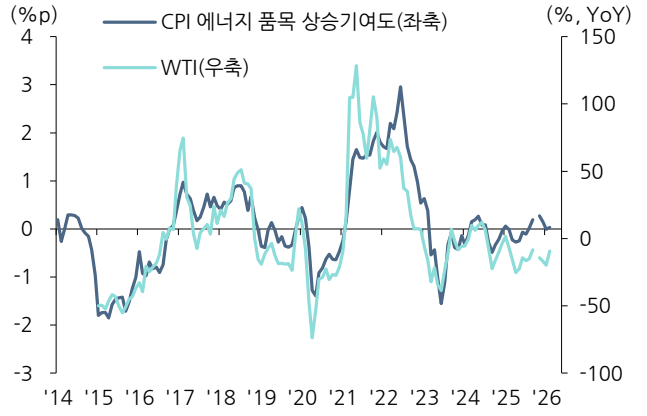
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 5. 에너지 물가의 CPI 기여도와 구성



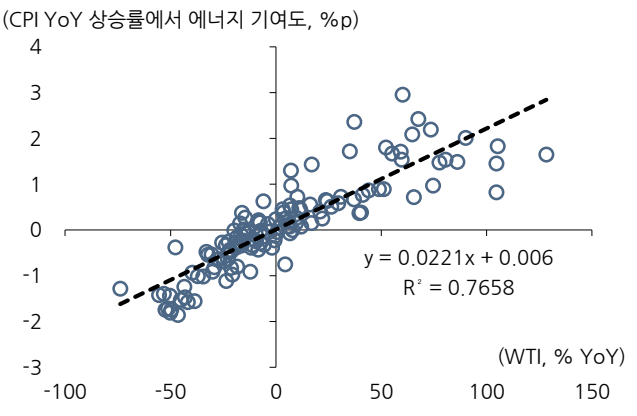
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 6. 유가와 CPI 에너지 품목 상승 기여도



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 7. 유가와 CPI 에너지 품목 상승 기여도



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최예찬)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.