미국 경제 진단 & 전망

에너지 쇼크, 파이프라인에 갇힌 인플레이션

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

Summary

3월 PPI와 4월 베이지북은 같은 경제를 서로 다른 렌즈로 포착했다. PPI는 숫자로, 베이지북은 현장의 목소리로, 둘이 가리키는 방향은 일치한다.

3월 생산자물가지수(PPI)는 전월비 +0.5%(컨센 +1.1%), 전년비 +4.0%(컨센 +4.6%)로 시장 예상을 크게 하회했다. 근원 PPI(식품·에너지 제외)는 전월비 +0.1%(컨센 +0.4%)에 불과했다. 그러나 이 하향 서프라이즈의 이면에는 **1) 에너지 가격의 극단적 급등**(에너지 +8.5%, 가솔린 +15.7%, 디젤 +42.0%)과 **2) 비에너지 부문의 가격전가력 상실**이라는 상반된 두 힘이 공존한다. 최종수요 서비스가격은 전월비 0.0%로 정체했고, 도소매 유통 마진은 -0.3%로 하락했다. 중간재 파이프라인에서는 원류(Stage 1)와 중간 단계(Stage 3)의 비용 상승이 최종수요에 도달하기 전에 흡수되며 기업 마진을 감소시키는 구조가 포착되었다.

4월 15일 공개된 베이지북(4월 6일까지 수집)은 이 정량적 패턴을 현장 관찰로 확인했다. 12개 지역 중 8개가 미약~완만한 성장을 보고했으나 보스턴과 뉴욕은 소폭 감소를 기록했으며, 중동 분쟁이 전 지역에 걸쳐 채용·가격·투자 의사결정을 복잡하게 만들고 있다는 관찰이 반복되었다. 가장 중요한 메시지는 National Summary의 한 줄, **"투입비용 상승이 판매가격 인상을 앞질러 마진을 압박하고 있다"**에 압축되어 있으며, 이는 PPI가 숫자로 보여준 것과 정확히 같은 이야기다. 여기에 더해, 소비의 K자 양극화(저소득 위축·고소득 견조), 정규직에서 임시직으로의 고용 질적 저하, 그리고 계약 만료 후 비용 전가가 본격화될 것이라는 전방 시그널이 베이지북에서 추가로 확인되었다.

본 보고서의 핵심 판단은 다음과 같다. 현재 미국 경제는 **1) 에너지발 공급 쇼크, 2) 비에너지 부문의 가격전가력 상실, 3) PCE 핵심 서비스의 지속적 경직**이라는 세 가지 힘이 동시에 작동하는 스태그플레이션 압력의 초기 형태에 놓여 있다. **다만 기존에 일부 반영되던 추가 긴축 기대는 사실상 소멸되었으며, 정책 경로의 중심축은 금리 인상 가능성에서 동결 및 인하 시점으로 이동하고 있다.** 결국 인하 재개의 시점은 전쟁 장기화에 따른 에너지 쇼크의 지속 기간과 Core PCE의 둔화 속도에 의해 결정될 전망이다.

I. 3월 PPI 헤드라인 수치: 컨센서스를 크게 하회한 이유

[1] 3 월 PPI 헤드라인 수치

항목	전월비(%)	컨센서스(%)	전년비(%)	컨센서스(%)
헤드라인 PPI	+0.5	+1.1	+4.0	+4.6
근원 PPI (식품·에너지 제외)	+0.1	+0.4	+3.8	+4.1
슈퍼코어 PPI (식품·에너지·무역서비스 제외)	+0.2	-	+3.6	-

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

4월 14일 미 노동통계국(BLS)이 발표한 **3월 PPI 최종수요는 계절조정 전월비 +0.5%를 기록**했다. 2월(MoM +0.5%)과 동일한 상승 폭이지만, 시장이 이란 전쟁에 따른 에너지 급등을 선반영해 +1.1%를 예상했던 것과 비교하면 절반에도 미치지 못하는 수치였다. 전년비 기준으로는 +4.0%로 2023년 2월(YoY +4.7%) 이후 약 3년 만의 최고치를 경신했으나, 이 역시 컨센서스(YoY +4.6%)를 유의미하게 밑돌았다.

보다 중요한 것은 핵심 지표의 방향성이다. 식품·에너지를 제외한 **근원 PPI는 전월비 +0.1%(컨센 +0.4%)**, 식품·에너지·무역서비스를 모두 제외한 이른바 **'슈퍼 코어 PPI'는 전월비 +0.2%**로, 전월(MoM +0.5%)의 절반 이하로 둔화했다. 슈퍼 코어 PPI의 전년비 상승률은 +3.6%로 2025년 11월 이후 최고치이긴 하나, 이는 작년 3월 기저(최종수요 MoM -0.1%)가 낮았던 효과가 상당 부분 기여한 결과다.

1. Final Demand 분해: 에너지가 끌고, 나머지는 멈췄다

1-1. 상품(Goods): 에너지 단독 쇼

[2] 3 월 PPI Final Demand 세부 항목 (MoM, 계절조정)

항목	2월 (%)	3월 (%)	비고
상품 전체	+1.0	+1.6	2023년 8월 이후 최대
에너지	+2.1	+8.5	이란 전쟁발 급등
식품	+2.4	-0.3	신선 · 건조 채소 -10.7%
근원 상품 (식품·에너지 제외)	+0.3	+0.2	안정적

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

최종수요 상품가격은 전월비 +1.6%로 2023년 8월 이후 최대 상승을 기록했다. 그러나 이 수치는 에너지 단일 항목에 집중되어 있다. 에너지 가격이 전월비 +8.5% 급등하며 상품가격 상승분의 대부분을 설명했다. **에너지를 제외한 상품가격은 +0.2%에 불과했고, 식품가격은 오히려 -0.3% 하락했다.**

개별 품목 수준에서 보면 에너지 충격의 파급 경로가 선명하게 드러난다. 가솔린이 +15.7% 급등하며 상품가격 상승분의 거의 절반을 단독으로 설명했다. 디젤은 +42.0%, 제트연료는 +30.7%, 난방유 및 증류유는 +39.4%에 달하는 폭등을 기록했다. 이는 중동 지정학 리스크가 정유 마진을 통해 하류 가격에 즉각적으로 전이된 결과다.

반대로 신선·건조 채소(-10.7%), 천연가스 등은 하락했다. 특히 천연가스 가격은 비가공 원자재 단계에서 -51.7%라는 극단적 낙폭을 보였는데, 이는 난방 시즌 종료에 따른 계절적 수요 감소, 재고 수준, 기후 등 복합적 요인이 작용한 것으로 판단된다.

1-2. 서비스(Services): 이례적 무풍(0.0%)

최종수요 서비스가격은 전월비 0.0%로 보합을 기록했다. 2월(+0.3%)에서 급격히 둔화한 것이다. 서비스가 최종수요 지수에서 차지하는 비중이 약 60~70%라는 점을 감안하면, 서비스의 정체가 헤드라인이 컨센서스를 크게 하회한 핵심 원인이다.

[3] 3 월 PPI Final Demand 서비스 세부 항목 (MoM, 계절조정)

항목	2월(%)	3월(%)	비중	방향
서비스 전체	+0.3	0.0	~66%	보합
운송·창고	+0.4	+1.3	~8%	상승
무역서비스	-0.4	-0.3	~20%	하락
기타 서비스	+0.6	+0.1	~38%	급격한 둔화

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

서비스의 세 하위 범주를 분해하면 내부 동학이 보다 뚜렷해진다. 운송·창고 서비스가 MoM +1.3%로 상승 압력을 제공했으나, 이를 무역서비스 마진(도소매 유통 마진) -0.3%와 기타 서비스(Other Services) +0.1%가 사실상 상쇄한 구도였다. **특히 무역서비스 마진의 하락이 갖는 의미가 크다.** 무역서비스는 최종수요 지수에서 약 20%의 비중을 차지하는 핵심 구성요소인데, 2월(-0.4%)에 이어 3월에도 -0.3%를 기록하며 2개월 연속 마이너스를 이어갔다. 이는 도소매 유통업체들이 투입 비용 상승분을 소비자에게 전가하지 못하고 자체 마진을 깎아 흡수하고 있다는 직접적인 증거다. **달리 말하면, 최종 소비 단계의 수요 약화가 유통 채널의 가격 결정력을 잠식하고 있는 것이다.**

기타 서비스(최종수요 지수 비중 약 38%) 역시 +0.1%에 그쳤다. 이 범주에는 보험, 의료비 등 민간 소비자가 직접 부담하는 서비스 물가가 포함되어 있으며, 전월(+0.6%)과 비교하면 상승 폭이 급격히 축소되었다. 이처럼 서비스 물가의 둔화는 수요 측면의 둔화를 시사하는 근거로 해석할 수 있다.

개별 서비스 항목 수준에서는 상반된 힘이 공존했다. 항공 여객 서비스가 +2.8% 상승하며 에너지 비용의 2차 전이가 운송 부문에서 시작되고 있음을 보여줬고, 식품 소매업, 의류·보석·신발 소매업, 외래진료(일부), 트럭 화물운송도 오름세를 보였다. 반대로 식품·주류 도매 마진은 -6.0%로 급락했고, 연료·윤활유 소매업, 증권 중개·투자자문, 예금서비스(일부), 부동산 중개수수료 등도 하락했다.

2. 중간재 수요: 파이프라인 속 가격 압력의 비대칭적 흐름

PPI의 진정한 가치는 최종수요(Final Demand)보다 중간재(Intermediate Demand) 데이터에 있다. 최종수요 PPI가 이미 소비자에게 전가된 가격을 측정하는 반면, 중간재 데이터는 아직 전가되지 않은 파이프라인 속의 가격 압력을 포착한다. 3월 데이터는 이 파이프라인 내부에서 비대칭적인 힘이 작동하고 있음을 보여준다.

2-1. Commodity Type별 분해: 가공재 vs 비가공재의 극적 괴리

중간재를 상품 유형별로 나누면 세 범주가 반대 방향으로 움직이고 있다. **가공재(Processed Goods)**는 +2.6%로 2022년 5월 이후 최대 상승을 기록한 반면, **비가공재(Unprocessed Goods)**는 -2.6%로 2025년 4월 이후 최대 하락을 보였다.
서비스는 -0.1%로 2025년 4월 이후 처음으로 마이너스에 진입했다.

[4] 3 월 PPI 중간재 수요 Commodity Type 별 추이 (MoM, 계절조정)

구분	2월 (%)	3월 (%)	전년비(%)	비고
가공재 전체	+1.6	+2.6	+6.6	'22.5월 이후 최대
가공 에너지재	+5.4	+11.3	-	전체의 3/4 이상 기여
가공소재 (식품·에너지 제외)	+0.8	+0.7	-	-
가공 식품·사료	+0.3	+0.9	-	-
비가공재 전체	+4.8	-2.6	+4.9	'25.4월 이후 최대 낙폭
비가공 에너지 원자재	+10.8	-7.7	-	천연가스 -51.7%
비가공 식품품·사료	+2.3	+0.5	-	-
비가공 비식품소재	+0.9	+0.2	-	-
서비스	+0.4	-0.1	+2.9	'25.4월 이후 첫 마이너스

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

이를 통해 알 수 있는 것은 **원자재→가공재 단계에서 에너지 정제 마진이 극적으로 확대되었다**는 것이다. 원유 가격이 상승한 가운데 디젤(+42.0%), 가솔린, 제트연료 등 정유 제품이 원유 이상으로 폭등하며 가공 에너지재를 +11.3%나 끌어올렸다. 동시에 원자재 단계에서는 천연가스가 -51.7% 폭락하며 비가공재 전체를 끌어내렸다. 천연가스의 급락은 계절적 난방 수요 종료와 재고 수준 등 복합적 요인에 의한 것이지만, 산업 현장의 가스 소비 위축 가능성도 완전히 배제할 수는 없다.

중간재 서비스가 전월비 -0.1%로 마이너스 전환한 것도 주목해야 한다. BLS에 따르면 2025년 4월(-0.4%) 이후 처음이다. 무역서비스 마진이 -0.7% 하락한 것이 주도했고, 기타 서비스(운송·창고 제외)도 -0.1%로 소폭 하락했다. 운송·창고만 +0.5%로 상승세를 유지했으나 이를 상쇄하지 못했다. 식품·주류 도매 마진 -6.0%, 소매부동산 임대 하락, 증권 중개·투자자문 하락, 화물포워딩 하락, 예금서비스 하락 등 복수의 서비스 항목에서 가격 하방 압력이 동시다발적으로 관측되고 있다.

2-2. Production Flow(Stage별) 분석: 가격전가의 단절 지점

PPI의 중간재 데이터를 생산 흐름(Production Flow) 기준으로 재편하면, 파이프라인의 어느 지점에서 가격 전가가 막히고 있는지를 직접 관찰할 수 있다. **3월 데이터는 Stage 1(가장 원류)과 Stage 3에서 강한 비용 상승이 발생했으나, Stage 2와 Stage 4에서 이를 흡수하며 최종수요로의 전이가 차단되는 구도를 보여준다.**

[5] 3 월 PPI 중간재 수요 Production Flow 별 추이 (MoM, 계절조정)

Stage	3월 Total (%)	Goods Inputs (%)	Services (%)	2월 Total (%)	해석
Stage 1 (원류)	+1.2	+2.4	-0.1	+1.2	비용 가속
Stage 2	-0.4	-0.8	-0.2	+2.1	비용 흡수
Stage 3	+1.2	+2.0	+0.3	+0.5	비용 가속
Stage 4 (최종근접)	+0.3	+0.8	-0.2	+0.8	비용 흡수

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Stage 1과 Stage 3에서 각각 +1.2%의 동일한 상승률이 나온 반면, Stage 2는 -0.4%(2025년 8월 이후 최대 하락), Stage 4는 +0.3%에 그쳤다. 이 패턴이 의미하는 바는 명확하다. 생산 파이프라인의 원류와 중간 단계에서 발생한 비용 상승이 최종수요에 도달하기 전에 유통 구조 내에서 흡수되고 있다는 것이다.

Stage 2에는 정유 등을 처리하는 단계의 산업들이 포함되어 있는데, 이들의 투입 수요가 마이너스로 돌아선 것은 에너지 집약적 중간재 가공 산업의 활동 위축을 시사할 수 있다. Stage 4는 최종 소비자에게 가장 가까운 산업(소매업, 외식업, 병원 등)을 포함하는데, 상품 투입 비용이 +0.8% 올랐음에도 전체적으로는 +0.3%에 머물러 서비스 투입의 -0.2% 하락이 이를 일부 상쇄했다.

전년비로 보면 이 비대칭성이 더 극적이다. Stage 1은 YoY +6.2%로 2022년 11월 이후 최대, Stage 2는 YoY +4.3%로 2023년 1월 이후 최대를 기록했다. 비용 상승 압력이 축적되고 있지만, 최종수요까지 전이되지 못하고 있는 것이다. **이 괴리가 지속될수록 중간 단계 기업들의 마진이 압착되며, 이는 궁극적으로 생산 축소와 고용 조정으로 이어질 수 있는 경로다.**

3. PCE 전이 항목: 헤드라인의 낙관을 제한하는 숨은 변수

3월 PPI의 헤드라인과 코어가 모두 컨센서스를 하회했다는 사실만 놓고 보면, 연준에 비둘기파적 시그널을 줄 것으로 기대할 수 있다. 그러나 연준의 실제 정책 결정에 투입되는 핵심 물가 지표는 PPI 자체가 아니라 PCE(개인소비지출) 디플레이터이며, BEA가 PCE를 산출할 때 PPI 데이터를 직접 가져다 쓰는 특정 서비스 항목들이 존재한다. 바로 이 항목들에서 오히려 가격 상승이 가속되었다는 점이 이번 데이터의 가장 미묘한 지점이다.

[6] 3월 PPI 내 PCE 직접 전이 항목 (MoM)

항목	2월 (MoM, %)	3월 (MoM, %)	비고
항공 여객 운송	-0.6	+2.8	마이너스 → 플러스 전환▲
의사 진료	0.0	+0.2	보합 → 상승 전환 ▲
자택건강·호스피스	+0.1	+0.2	소폭 증가 ▲
병원 외래 진료	+0.3	+0.4	소폭 증가 ▲
병원 입원 진료	+0.6	+0.1	둔화 ▼
요양원 간호	+0.3	+0.2	둔화 ▼

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

가장 눈에 띄는 것은 **항공 여객 운송**이다. 전월비 +2.8%로 전월(-0.6%)의 마이너스에서 플러스로 급반전했다. 이는 에너지 비용의 2차 파급이 운임 단계에서 본격화되고 있음을 보여주는 전환이다.

의료 서비스 항목들도 대체로 상승률이 증가하고 있다. 의사 진료는 전월 보합(0.0%)에서 +0.2%로 전환했고, 외래 진료는 +0.4%(전월 +0.3%)로 소폭 증가했다. 입원 진료와 요양원 간호만 전월 대비 둔화했으나 여전히 플러스 영역에 있다.

이 PCE 전이 항목들의 방향성이 중요한 이유는, 연준이 통화정책 결정 시 참조하는 Core PCE deflator의 상당 부분이 이 PPI 시리즈들로부터 직접 산출되기 때문이다. **헤드라인과 코어 PPI가 하향 서프라이즈를 기록했더라도, PCE 기준에서는 오히려 상방 리스크가 커졌을 수 있다.** 이는 3월 PPI를 단순히 '연준에 호재'로 읽는 시장 해석에 유보를 붙여야 하는 근거다.

4. 종합 판단: 에너지 쇼크, 수요 약화, 서비스 경직의 삼면(三面) 구조

3월 PPI 데이터를 관통하는 핵심 구조를 정리하면 세 가지 힘이 동시에 작동하고 있다.

첫 번째 힘: 외부 에너지 공급 쇼크. 이란 전쟁을 계기로 정유 제품 가격이 가솔린 +15.7%, 디젤 +42.0% 등 전방위적으로 급등했다. 이 충격은 가공 에너지재(+11.3%), 운송·창고 서비스(+1.3%), 항공 여객 운임(+2.8%) 등을 통해 파이프라인 전체에 파급되고 있다. 다만 이는 지정학적 요인에 의한 공급측 충격이지, 경제 전반의 수요가 과열되어 발생한 인플레이션이 아니라는 점을 구별해야 한다.

두 번째 힘: 비에너지 부문의 가격전가력 상실. 에너지를 제외한 상품 +0.2%, 서비스 0.0%, **무역서비스 마진 -0.3%, 중간재 서비스 -0.1% 등 비에너지 경제의 물가 동학은 사실상 정체 내지 하락이다.** Stage별 분석에서도 Stage 1·3의 비용 상승이 Stage 2·4에서 흡수되는 패턴이 확인되었다. 이는 최종 수요 약화에 따른 가격결정력 상실을 의미하며, 기업 마진 압박의 직접적 증거다.

세 번째 힘: PCE 핵심 서비스의 지속적 경직. 항공 여객, 포트폴리오 관리, 의료 서비스 등 연준의 정책 반응함수에 직접 투영되는 서비스 항목들은 오히려 가속하고 있다. 이 때문에 헤드라인 PPI의 하향 서프라이즈가 연준의 완화적 정책 전환으로 직결되기는 어렵다.

이러한 구조는 연준의 정책 선택지를 명확히 제약한다. **에너지 중심의 공급 충격과 수요 약화가 동시에 나타나는 환경에서, 물가 상방 압력에도 불구하고 추가 긴축으로 대응할 유인은 제한적이다.**

첫째, 굴스비 시카고 연은 총재는 기자회견에서 "일반적으로 공급 충격 속에서 긴축하지 않는다"는 원칙을 명시적으로 재확인했다. 현재의 물가 상승이 이란 전쟁이라는 외부 공급 충격에 편중되어 있는 한, 이를 이유로 금리를 올리는 것은 연준의 기본 프레임워크와 배치된다.

둘째, 1년 기대 인플레이션(BEI)이 전쟁 발발 이후 5.3%대(3월 20일 기준)에서 휴전 협상이 진행되며 3.5%(4월 17일 기준)로 급락했다. 시장은 에너지 쇼크의 물가 효과가 일시적이라는 판단으로 빠르게 수렴하고 있으며, 굴스비 총재 또한 "현재까지 인플레이션 기대는 고정되어 있다"고 평가한 바 있다. 장기 기대 인플레 또한 앵커링되어 있는 상황에서 금리 인상의 논리적 기반은 성립하기 어렵다.

셋째, 3월 수입물가지수가 이를 추가로 뒷받침한다. 헤드라인 수입물가는 전월비 +0.8%로 상승했으나 컨센서스(+2.0%)를 크게 하회했고, 석유 수입가격이 +9.4% 급등한 반면 비석유 수입가격은 +0.1%에 불과했다. 에너지를 제외한 핵심 수입물가가 사실상 보합이라는 것은, 관세와 지정학 리스크에도 불구하고 **글로벌 비에너지 물가 압력이 제한적임**을 확인해주는 것이다. 결국 현재의 물가 상승은 에너지에 고도로 편중된 공급 쇼크이지 광범위한 수요 과열이 아니며, 연준이 이를 근거로 금리를 올릴 가능성은 극히 낮다. 교착의 실질적 의미는 '동결의 장기화'이며, 인하 재개의 조건은 굴스비의 표현대로 "디스인플레이션 진전"이 확인되는 시점에 달려 있다.

다만 이것이 곧바로 경기침체로 이어진다고 단정하기엔 아직 이르다. 고용 데이터는 아직 버티고 있고, 마진 압박이 생산 축소와 해고로 전환되기까지는 통상 수 개월의 시차가 존재한다. 그러나 마진이 무너지고, 중간재 서비스 수요가 마이너스로 전환되고, Stage 2의 투입 수요가 꺾이는 세 가지 신호가 동시에 나타났다는 사실 자체가 전하는 메시지는 가볍지 않다. 특히 에너지 가격이 이 수준에서 고착될 경우, 기업들은 마진 흡수의 한계에 도달하고 가격 전가 또는 감산이라는 선택을 강요받게 된다.

II. 4월 베이지북: 성장은 유지되나 체감 온도는 하락

4월 15일 공개된 연준 베이지북(4월 6일까지 수집)은 이란 전쟁이 본격적으로 미국 실물 경제에 투명되기 시작한 첫 번째 공식 보고서다. 12개 연준 지역 중 8개가 '미약~완만한(slight to modest)' 성장을 보고했으나, 보스턴과 뉴욕은 소폭 감소, 샌프란시스코와 세인트루이스는 '변화 없음'을 보고했다. 중동 분쟁이 채용, 가격 결정, 설비투자를 둘러싼 의사결정을 복잡하게 만들며 다수 기업이 '관망(wait and see)' 자세를 취하고 있다는 관찰이 전 지역에 걸쳐 반복되었다.

[7] 12 개 지역 경제활동 요약

지역	경제활동	고용	물가	특이사항
보스턴	소폭 감소	보합	moderate ↑	부실대출 소폭 증가
뉴욕	완만 감소	보합	moderate ↑	서비스 moderate 위축
필라델피아	소폭 성장	소폭 감소	moderate ↑	비제조업 고용 급락
클리블랜드	완만 성장	소폭 증가	moderate ↑	비노동 비용 7기 연속 robust
리치먼드	완만 성장	소폭 증가	moderate ↑	관세 마진 20%+ 잠식(복수 응답자)
애틀랜타	완만 성장	보합	modest ↑	바벨 효과(저가·고가↑, 중간↓)
시카고	소폭 성장	보합	moderate ↑	제조업체 채용 동결 사례
세인트루이스	변화 없음	보합	moderate ↑	간호사 이직률 급등
미니애폴리스	소폭 성장	소폭 증가	modest ↑	원자재 가격 상승 '정상 범위를 크게 초과'
캔자스시티	소폭 성장	보합	modest ↑	에너지·물류 자동 서차지 도입
달라스	소폭 성장	소폭 증가	modest~robust	정유 마진 '22년 이후 최고
샌프란시스코	보합(subdued)	보합	moderate ↑	Gen AI 로 신규 채용 중단 사례

자료: Federal Reserve Beige Book, 유안타증권 리서치센터

외형상 8개 지역이 성장을 보고했으나, '소폭(slight)'이 대부분이며 '완만(modest)'조차 소수에 그쳤다. 보스턴과 뉴욕이 감소를 기록한 것은 미국 경제의 핵심 소비·금융 허브가 이미 위축 국면에 진입했음을 시사한다. 뉴욕 지역은 서비스 부문의 중간 수준 위축(moderate decline)을 보고했는데, 이는 PPI에서 최종수요 서비스 가격이 0.0%로 정체한 것과 직접적으로 대응한다.

1. 마진 압박

3월 PPI에서 가장 중요한 발견이었던 마진 압박 현상이 베이지북에서 현장 사례로 반복 확인된다. 이는 단일 데이터셋의 일회적 관찰이 아니라, 정량과 정성 모두에서 교차 검증된 구조적 현상이라는 의미다.

National Summary는 '투입비용 상승이 판매가격 인상을 앞질러 마진을 압박하고 있다'고 직접 기술했다. 에너지·연료 비용이 12개 지역 전부에서 급격히 상승했고, 이에 더해 관세에 의한 금속(철강·구리·알루미늄) 가격 상승, 기술 비용(하드웨어·소프트웨어), 보험료·의료비 인상이 겹쳤다. **그러나 이 비용 상승분이 판매가격에 온전히 전가되지 못하고 있다는 것이 핵심이다.**

지역별 현장 사례가 이를 뒷받침한다. 필라델피아의 한 주택건설업체는 '계약 체결 후 건설 비용이 올라 이익률이 크게 하락했다'고 보고했다. 같은 지역의 한 소매업체는 '소비자가 감당할 수 없을 것을 우려해 이미 계획했던 가격 인상을 연기'했다고 밝혔다. 뉴저지의 한 조경업체는 기존 계약 작업에 대해 올라간 연료비를 자체 흡수하며 마진이 깎이고 있다고 했다. 리치먼드에서는 관세 영향으로 원자재와 완제품 모두에서 이윤이 20% 이상 잠식되었다는 복수의 응답이 나왔다.

주목해야 할 것은 비용 전가의 '시차(lag)' 구조다. 필라델피아 지역은 다수 기업이 유가 상승에 따른 비용 증가가 '기존 단기 계약 때문에 아직 반영되지 않았으며, 재계약 시점에서 본격화될 것'이라고 보고했다. 캔자스시티에서는 제조업체과 공급업체의 계약에서 원가 변동을 가격에 즉각 반영하기 위해 미리 설정된 계약상의 추가 요금 체계(automatic surcharge)를 이미 도입했다는 보고가 관찰되었다. 이는 PPI의 Stage별 분석에서 확인된 '원류 비용 발생 → 중간 단계 흡수 → 최종수요 미도달' 패턴의 현장 대응물이며, 동시에 향후 수개월에 걸쳐 비용 전가가 점진적으로 확대될 것이라는 전방 시그널이다.

2. 소비의 양극화(K-Shape): 에너지가 저소득 가계를 먼저 잠식한다

PPI에서 최종수요 서비스가격이 0.0%로 정체한 것은, 수요 측면의 약화가 생산자의 가격결정력을 제한하고 있음을 시사했다. 베이지북은 이 수요 약화의 구체적 메커니즘을 계층별로 분해해 보여준다.

저·중소득 가구의 구매력 잠식이 전 지역에서 공통 관찰되었다. 다수 지역이 소비자의 재정적 압박 심화, 가격 민감도 상승, 푸드뱅크 및 사회서비스 수요 급증을 보고했다. 뉴욕의 한 음식점 주인은 '노동자 계층 소비자가 자동차, 보험, 식품 비용 상승 때문에 외식 지출을 줄이고 있다'고 직접 언급했다. 같은 지역의 한 소매업체는 현금에서 신용카드로의 결제 전환을 관찰하며, 소비자들이 일상적 지출마저 차입에 의존하기 시작했다는 신호를 포착했다. 캔자스시티 지역에서는 가장 직접적인 표현이 나왔다: LMI(저·중소득) 가구는 '낮은 임금, 관세, 인플레이션을 예산 관리로 이겨낼 수 없는(can't out-budget low wages, tariffs, and inflation)' 상황에 놓여 있다는 것이다. 신용카드·모기지 연체와 디폴트가 눈에 띄게 증가했다는 관찰이 동반되었다.

반면 고소득 소비는 견조하다. 애틀랜타는 고급 부동산·자동차, 자산관리 서비스, 고급 소매, 여행 부문에서 고소득 소비자의 지출이 유지되고 있다고 보고했다. 같은 지역의 영유아복 제조업체는 저가·고가 제품은 잘 팔리는 반면 중간 가격대는 정체하는 '바벨 효과(barbell effect)'를 관찰했고, 자동차 시장에서도 저가 차량 수요 약화 vs 고급 모델 강세라는 동일한 패턴이 나타났다.

이 K자 소비 양극화가 PPI와 연결되는 지점은 명확하다. 전체 소비가 외형적으로 '소폭 증가(slightly increased)'를 유지하고 있지만, 이는 상위 소득 계층의 견인력에 의한 것이다. 인구의 다수를 차지하는 **중·저소득층의 구매력은 에너지 가격 급등에 의해 이미 의미 있게 훼손되고 있으며, 이것이 PPI에서 관찰된 서비스 가격 정체와 유통 마진 하락의 수요측 배경이다.** 에너지에 지출이 집중될수록 비에너지 소비 여력은 줄어들고, 생산자의 가격전가력은 더 약해지는 악순환 구조다.

3. 고용시장: 질적 저하가 진행 중

베이지북의 고용 관련 기술은 언뜻 안정적으로 보인다. **대부분의 지역이 고용을 '안정~소폭 증가'로 보고했고, 대규모 해고는 보고되지 않았으며, 임금 상승도 '완만~중간(modest to moderate)' 수준이 유지되었다.** 그러나 내부적으로 들어가게 되면, 질적 변화의 신호가 곳곳에서 감지된다.

첫째, 정규직 대신 임시직·계약직으로의 대체가 확산되고 있다. 보스턴의 인력 파견 업체는 '임시 계약직 수요는 늘었지만 정규직 직접 채용 수요는 없다'고 보고했다. 시카고의 임시 고용 에이전시도 불확실성 때문에 기업들이 장기 고용을 기피한다고 관찰했다. 필라델피아에서는 인력 파견 수요가 계절적 기대치에 못 미치는 수준이라고 했다. 이 패턴은 FOMC 의사록에서 'many' 위원이 경고한 '저채용(low-hire) 환경에서의 실업률 급등 취약성'과 직접 맞닿아 있다. 현재의 고용 안정이 대규모 해고 없이도 충격에 의해 급격히 무너질 수 있는 구조적 취약성을 내포하고 있는 것이다.

둘째, AI가 채용 지연과 인력 대체를 동시에 촉진하고 있다. 대부분의 지역이 AI의 고용 영향이 아직 대규모는 아니라고 보고했지만, 방향성은 일관되게 채용 억제 쪽이다. 보스턴의 헬스케어·생명과학 분야에서는 AI 기반 생산성 향상을 이유로 한 해고가 실제로 보고되었다. 뉴욕에서는 AI가 정형 업무 수행 인력의 수요를 줄이는 한편 AI 역량을 갖춘 고숙련 인력의 수요는 높다는 양극화가 관찰되었다. 샌프란시스코에서는 일부 기업이 생성형 AI를 활용해 비용을 절감하고 신규 채용을 중단했다는 직접적 사례가 나왔다. 이처럼 AI에 의한 노동비용 억제가 기업의 비용 흡수 능력을 일시적으로 지탱해주는 구조적 완충재로 작동하고 있을 가능성을 시사한다.

셋째, 임금 결정의 딜레마가 기업 현장에서 직접 관찰되었다. 클리블랜드의 한 기업인은 현재의 임금 결정 환경을 '높은 인플레, 느린 성장, 경제적 불확실성'이 동시에 존재하는 'incredible mixed bag'이라고 표현했다. 한 건설업체는 경기 둔화로 인력을 줄이면서도 남은 직원에게는 추가 업무 대가로 임금을 올려줬고, 한 제조업체는 시장 불확실성을 이유로 임금을 동결했다. 이 엇갈리는 대응은 현재 경제가 인플레이션과 경기 둔화 사이의 '정책 교착(Policy Gridlock)' 상태에 있다는 미시적 수준에서 확인해주는 것이다.

4. 에너지 공급의 역설: 가격은 올랐으나 시추는 늘지 않는다

3월 PPI에서 정유 마진이 극적으로 확대되었음을 확인했다. 원유 가격 상승에 더해 디젤(+42.0%), 가솔린(+15.7%), 제트연료(+30.7%) 등 정유 제품이 원유 이상의 폭으로 뛰면서 가공 에너지재가 +11.3% 급등했다. 베이지북은 이 가격 상승의 공급측 배경을 제공한다.

캔자스시티와 달라스 두 에너지 핵심 지역에서 공통적으로, 유가 상승으로 수익과 마진이 개선되었음에도 대부분의 생산자가 시추나 설비투자를 늘리지 않고 있다는 관찰이 나왔다. **달라스 지역의 에너지 기업들은 현재의 WTI 가격이 연말까지 의미 있게 하락할 것으로 전망하며, 중동 분쟁을 '장기간 신규 투자를 정당화하기엔 너무 일시적인(too transient)' 요인으로 판단하고 있다.** 캔자스시티에서는 약 1/3의 업체가 현재 높은 가격을 활용해 헤지를 확대하고 있다고 보고되었다. 시추 확대를 가로막는 제약으로는 자본 규율(capital discipline), 노동력·장비·천연가스 반출 용량(takeaway capacity)의 한계가 언급되었다.

동시에 달라스의 걸프 코스트 정유·석유화학 시설들은 호르무즈 해협 봉쇄와 중동 정유·수출 인프라 파괴로 글로벌 정유 제품 시장이 타이트해지면서 **'2022년 이후 최고 수준의 마진'을 기록하고 있다고 보고했다.** 이 구도는 PPI에서 관찰된 '원자재 가격 vs 정유 제품 가격의 비대칭적 움직임'의 직접적 원인이다. 생산자들이 공급을 늘리지 않는 한 정유 단계의 가격 상승 압력은 지속될 구조적 조건이 형성되어 있으며, 이는 에너지 쇼크가 단발적이 아니라 수개월에 걸쳐 이어질 수 있다는 리스크를 높인다.

애틀랜타 지역은 에너지 수요 측면에서도 구조적 상방 요인을 보고했다. 전력 수요가 '만족할 수 없는(insatiable)' 수준이라고 표현했으며, 이를 지속적인 산업 활동과 데이터센터 확장에 귀인시켰다. 데이터센터는 거의 모든 지역에서 건설·산업용 부동산·전력 수요의 핵심 동력으로 언급되었고, 이는 지정학적 요인과 무관한 에너지 수요의 구조적 상승 압력이 별도로 존재한다는 것을 의미한다.

5. 비용 전가의 시간표: '아직 안 올랐다'는 것이 문제다

베이지북에서 반복적으로 등장하는 패턴 중 하나가, **다수 기업이 에너지 비용 상승의 충격을 '아직 온전히 겪지 않았다'고 보고하고 있다**는 점이다. 이는 역설적으로 향후 물가 상승 압력이 추가로 남아 있다는 전방 신호로 읽어야 한다.

필라델피아에서는 기업들이 **'기존 단기 계약이 만료되기 전까지는 유가 상승분이 반영되지 않으며, 재계약 시점에서 비용 충격이 본격화될 것'**이라고 보고했다. 시카고에서는 일부 대형 소매업체가 '사전에 선적 비용을 확정(lock-in)해놓았기 때문에 아직 운송비 상승을 체감하지 못하고 있다'고 관찰되었다. 미니애폴리스의 한 건설업 관계자는 4월 원자재 가격 인상이 '정상 범위를 크게 초과했으며, 공급업체들이 추가 인상을 예고'하고 있다고 했다.

이 관찰들을 종합하면, 3월 PPI에서 나타난 '에너지 비용 급등에도 최종수요 가격은 아직 크게 안 오른' 패턴은 비용 전가가 완료된 것이 아니라, 계약 구조에 의해 지연되고 있을 뿐이라는 해석이 가능하다. 이 시차가 해소되는 시점, 즉 대략 기존 계약이 만료되는 향후 1~3개월 후에 비에너지 부문의 가격 인상이 본격화될 수 있다. 이 경우 4~6월 PPI에서 코어 항목(에너지 제외 상품·서비스)의 상승 폭이 확대될 가능성을 열어두어야 한다.

6. PPI-베이지북 교차 종합: 동일한 구조가 두 렌즈에서 확인된다

3월 PPI와 4월 베이지북을 겹쳐 놓으면, 현재 미국 경제가 처한 상황의 삼면 구조가 정량·정성 양쪽에서 교차 확인된다.

[8] 3 월 PPI-4 월 베이지북 교차 대응표

구조	PPI	베이지북
에너지 쇼크	Final Demand 에너지 +8.5%, 가솔린 +15.7%, 디젤 +42.0%, 가공 에너지재 +11.3%	12개 지역 전부에서 에너지·연료 비용 '급격한(sharp)' 상승 보고. 호르무즈 해협 봉쇄 직접 언급
마진 압박	무역서비스 마진 -0.3%, 중간재 서비스 -0.1%, 식품·주류 도매 -6.0%	'투입비용이 판매가 상승을 앞질러 마진 압박'. 주택건설·소매·조경 등 현장 사례 다수
수요 약화	서비스 0.0%, Stage 2 -0.4%, 근원 상품 +0.2%	저·중소득 소비 위축, 푸드뱅크 수요 급증, 신용카드 전환, 재량 소비 약화
가격전가 지연	Stage 1·3 상승 → Stage 2·4 흡수	'기존 계약 만료 후 비용 전가 본격화' 예상
고용 정체	-	정규→임시직 대체, AI 채용 지연, 'low-hire/low-fire' 환경 지속

자료: 유안타증권 리서치센터

향후 점검해야 할 포인트는 다음과 같다.

첫째, PCE 디플레이터다. PPI 내 PCE 전이 항목(항공 여객 +2.8%, 외래진료 +0.4%, 의사진료 +0.2%)이 가속한 만큼, Core PCE가 시장 예상을 상회할 가능성이 열려 있다. 굴스비 시카고 연은 총재도 "디스인플레이션 진전이 없다면 2026년 추가 금리 인하 가능성은 낮다"고 명시했으며, "이 상황이 길어질수록 금리 인하는 더 멀어진다"고 덧붙였다. Core PCE 결과는 단순한 물가 지표를 넘어 연준의 금리 경로 전체를 좌우하는 판단 기준이 될 것이다.

둘째, 비용 전가의 시차 해소 여부다. 베이지북에서 다수 기업이 '기존 계약 만료 후 비용 전가가 본격화될 것'이라고 보고했고, 캔자스시티에서는 에너지·물류 연동 자동 서차지가 이미 도입되기 시작했다. 이 시차가 해소되는 향후 1~3개월(4~6월 PPI)에서 코어 항목의 상승 폭이 확대되는지 여부가 핵심이다. 만약 코어까지 올라오기 시작하면 '에너지 편중 쇼크'라는 현재의 진단은 수정이 불가피해진다. **전쟁의 장기화와 계약 만료 후 비용 전가가 겹치면 비에너지 물가의 지연된 상승이 하반기까지 이어질 리스크가 현실화된다.**

다만 현재(2026년 4월 17일 기준) CME 금리선물 시장에서는 연내 금리 인하 1회 가능성이 26.5%까지 반영되며, 기존에 남아 있던 추가 긴축 기대는 사실상 소멸된 모습이다. 정책 경로의 중심축 역시 금리 인상 가능성에서 동결 및 인하 시점으로 이동하고 있다. 결국 향후 관건은 인상 여부가 아니라, 동결이 얼마나 장기화되는 지와 인하 재개의 시점이다. 이는 전쟁 장기화 여부에 따른 에너지 쇼크의 지속 기간, 그리고 Core PCE의 둔화 속도에 의해 결정될 전망이다.

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김호정, 임지윤)
- 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.