2026년 4월 22일 | Global Macro Strategy

하나채권

어느 때보다 중요한 소비(소매판매) 지표

- **유가 충격에 따른 성장률 리스크는 투자보다 소비 쪽에 주목. 3월 소매판매는 양호**
- **소비를 결정하는 (1) 근로소득, (2) 레버리지, (3) 자산가격, (4) 소비심리를 모두 고려해야**
- **소비가 생각보다 잘 버틸 가능성. 리스크는 통화정책 긴축과 자산가격 하락**

소비 지표가 더 중요해진 이유와 3월 소매판매

유가 급등은 인플레이션 상방 압력과 성장률 하방 압력을 동시에 가중시킨다. 단기적으로 시장의 관심은 인플레이션에 집중되지만 시간이 지날수록 성장의 중요도가 높아진다. 일시적인 요인이 걷히고 난 이후의 인플레이션 추세는 결국 성장률(≒수요 측 요인)에 의해 결정되기 때문이다. 따라서 유가 충격과 그에 따른 불확실성 확대가 성장률에 어떤 영향을 미치고 있는지를 유심히 관찰해야 한다.

지금과 같이 공급 측 요인에 의한 유가 상승은 소비에 직접적인 악영향을 미친다. 가계 입장에서 휘발유 등 비탄력적 필수재 등을 소비하고 남는 실질 가처분 소득이 감소하며, 이는 일종의 세금 부과와 같은 효과를 나타낸다. 실제로 기업과 달리 '소비자' 심리는 장기 평균을 약 1.5σ만큼 하회하고 있다 [도표 1]. 만약 **유가 충격이 성장률을 유의미하게 낮춘다면, 그 시작점은 소비일 가능성**이 높다. 소비 지표가 그 어느 때보다 주시해야 하는 이유다.

[참고] 아직 기업의 투자나 고용에서 유가 상승이나 불확실성 확대의 여파는 제한적이다. 미국 기업의 이익 증가율, 기업 서베이 중 Capex 심리, 그리고 고용 및 실업 지표 모두 양호하다 (자세한 내용은 '4/20, 주간 하나채권 [4월 4주]'를 참고).

21일 발표된 미국의 3월 소매판매(명목)는 +1.7% MoM으로 예상을 뛰어넘었다. 다만 주유소 판매(+15.5%)를 제외하면 0.6% 수준이다 [도표 2]. 그리고 연간 소매판매 증가율이 4.0%이나, '실질' 기준으로 환산하면 약 0.6%다 [도표 4]. 즉, 주유소 판매나 물가 상승의 효과 등을 제거하면 소비가 견조하다고 보기는 어렵고 유가 충격으로 위축되지 않고 버티는 상태로 평가하는 것이 적절하다.

소비를 결정하는 4가지 요인과 리스크에 대해

소매판매만으로 소비 여력과 추세를 판단하기는 어렵다. 소비를 결정하는 (1) 근로 소득, (2) 레버리지 여건, (3) 자산 가격, (4) 소비 심리 등을 종합적으로 판단해야 한다 [도표 5].

(1) 근로 소득: 노동시장이 느슨해진 이후 임금 상승률이 꾸준히 하락하여 3%대에 수렴하고 있다. 가계의 소득 증가율 '기대'도 꺾이고 있다 [도표 6, 7]. 다만 해고가 늘지 않고 있어 경제 전체의 근로소득에는 큰 충격이 없다. 근로소득 증가율의 완만한 둔화는 향후 소비 둔

Fixed Income

Compliance Notice
본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 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.

채권 Strategist 박준우, CFA
junoopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

화도 점진적일 가능성을 시사한다.

(2) 레버리지 여건: 소비자 신용의 증가율은 2% YoY 수준으로 4~5%의 명목 성장률 대비 낮다 [도표 8]. 그 동안 긴축적인 통화정책과 은행 대출태도 등의 영향이 강하게 작용했다. 인하 기대 축소로 금리가 상승한 점도 고려 시 가계의 레버리지 여력은 제한적인 상황이다.

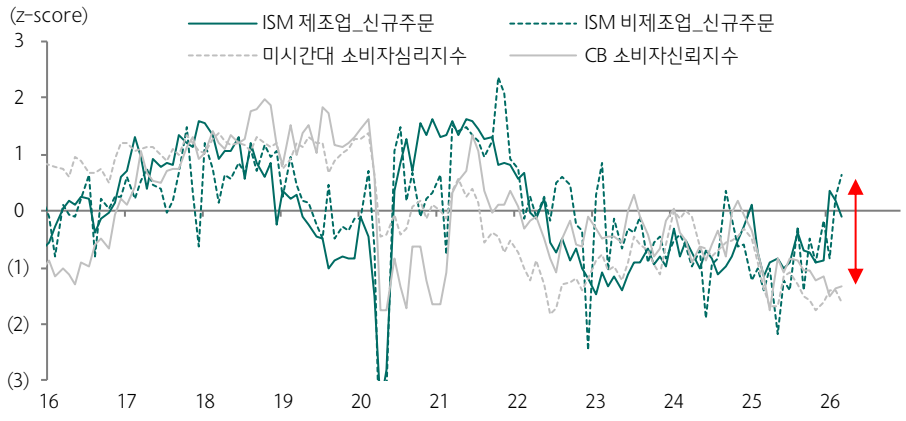
(3) 자산 가격: 가계의 가처분 소득 대비 순자산 비율은 작년 말 기준으로 794%로 장기 추세선을 상회하고 있다 [도표 9]. 소득 증가율이 완만해지고 레버리지 여력도 제한적인 상황에서 자산 가격 상승에 따른 풍부해진 순자산은 소비를 지탱하는 핵심 축이다.

(4) 소비 심리: 서베이 지표와 저축률에 반영된 소비 심리 간에 다소 차이가 있다. 미시건대나 컨퍼런스보드의 심리 지수는 악화되는 반면 저축률은 4%로 낮게 유지되고 있다 [도표 10]. 예비적 저축 동기가 크지 않다는 의미다. 가계가 불확실성이 크다고 느끼고 있음에도 소득 대비 지출을 늘리는 까닭은 (3)의 요인이 큰 영향을 미치고 있는 것으로 보인다. 가계의 순자산과 저축률은 음의 관계를 보이기 때문이다 [도표 11].

요약하면 **정기적인 수입 증가율은 완만해지고 레버리지 여력은 제한적이나 이미 쌓아 올린 부(wealth)가 커 웬만한 충격을 다 흡수하고 있는 셈**이다. 기본적으로 **(실질) 소비가 완만한 둔화에 그치는 시나리오를 예상**한다. 이 경우 연준의 인하도 1, 2회에 그치고 10년 금리는 4% 초반에서 바닥을 다질 가능성이 높다.

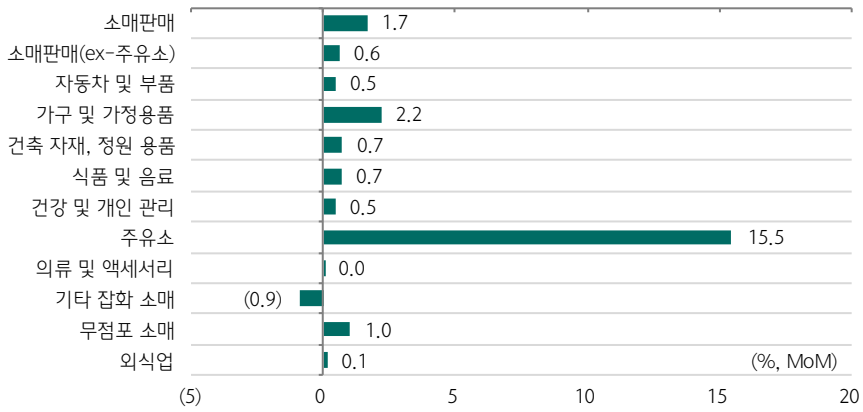
소비의 급격한 위축을 야기할 리스크는 (유가 상승 등의 여파로) 해고가 본격적으로 증가하거나, 연준이 긴축으로 전환하거나, 자산가격이 급락하는 경우다. 이 경우 기준금리가 중립 수준인 약 3%까지 빠르게 인하되고, 10년 금리가 3% 중후반대로 하락할 것이다. 다만 아직 가능성은 낮아 보인다.

도표 1. '기업'의 심리 (ISM)와 '소비자'의 심리 (미시건대, CB)차별화
: 지금은 기업보다 소비자가 취약한 환경. 유가 충격의 악영향은 기업보다 소비자에서 나올 듯



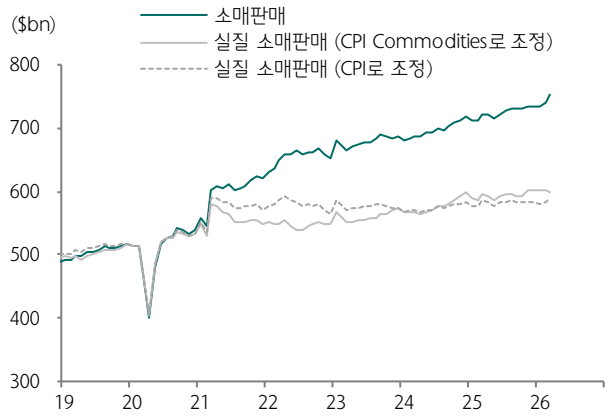
주: 최근 10년 기준 정규화
자료: LSEG, 하나증권

도표 2. 3월 소매판매 및 주요 항목별 증가율
: +1.7% MoM. 주요소 판매 (+15.5%) 제외 시 +0.6% MoM



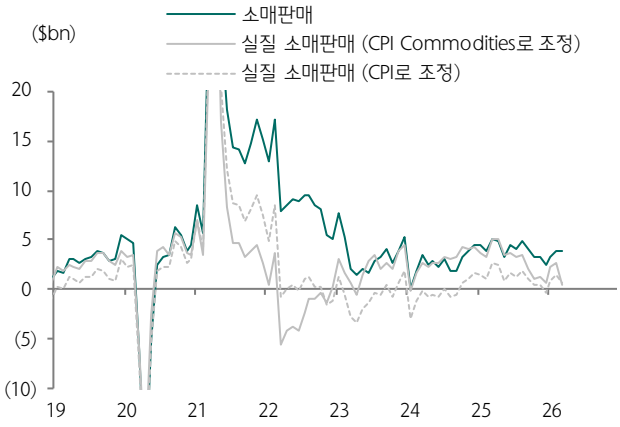
자료: LSEG, 하나증권

도표 3. '실질' 소매판매
: 팬데믹 이후 인플레이션으로 헤드라인과 괴리 심화



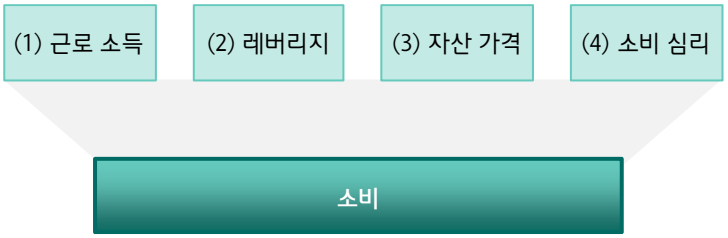
주: 2019년 12월 CPI 기준으로 조정
자료: LSEG, 하나증권

도표 4. '실질' 소매판매
: 명목 소매판매 +4.0% YoY, 실질 소매판매 +0.7% YoY



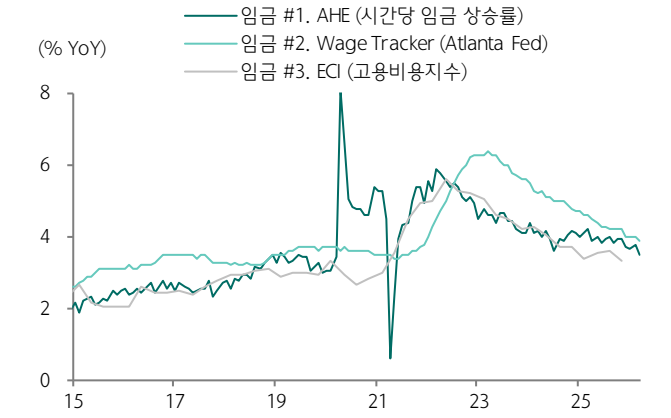
주: 좌동
자료: LSEG, 하나증권

도표 5. 가계의 소비를 결정하는 네 가지 요인



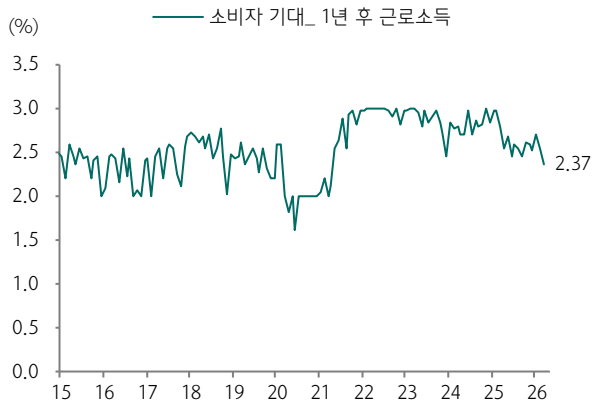
자료: 하나증권

도표 6. 소비 결정요인 (1) 근로 소득 – 임금 상승률
: 노동시장 환경에 후행하여 안정되는 추세



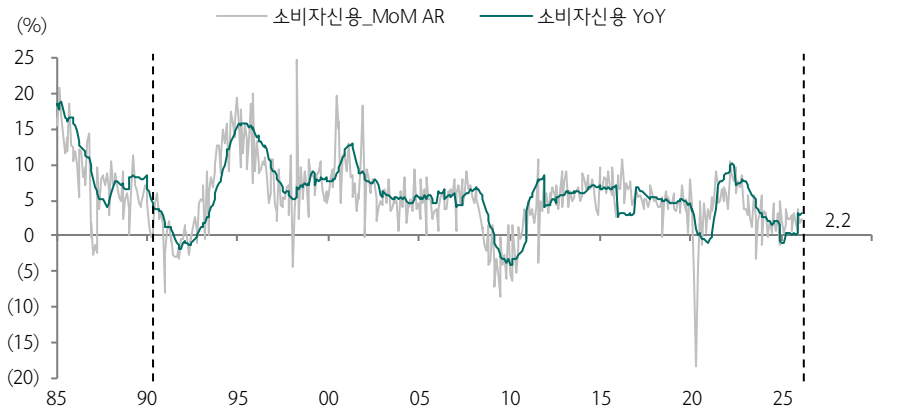
자료: LSEG, 하나증권

도표 7. 소비 결정요인 (1) 근로 소득 – 임금 상승률 (기대)
: 기대치가 조금씩 하향 조정



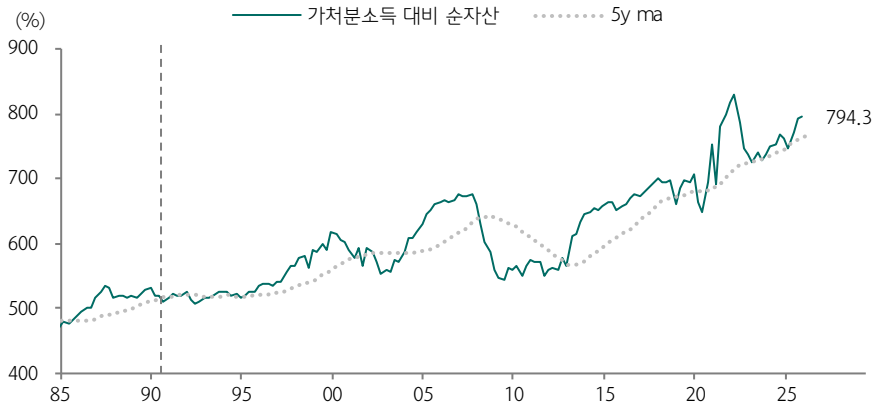
자료: FRB of NY, 하나증권

도표 8. 소비 결정요인 (2) 레버리지 – 소비자 신용
: 통화정책 긴축과 고금리 환경으로 가계의 레버리지는 낮아진 상태



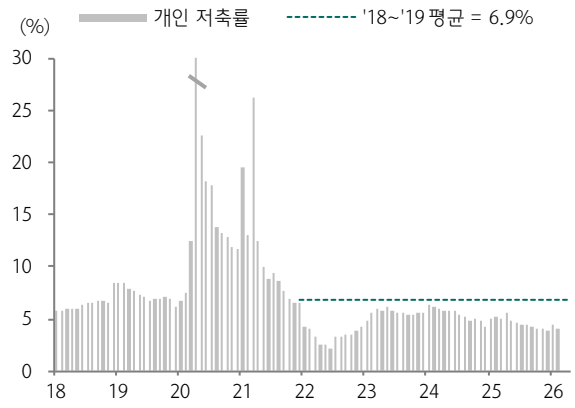
자료: Fed, 하나증권

도표 9. 소비 결정요인 (3) 자산 가격 – 가계 순자산 비율
: 자산 가격 상승으로 가계의 소득 대비 자산 비율이 높은 상태. 소비의 buffer가 크다는 의미



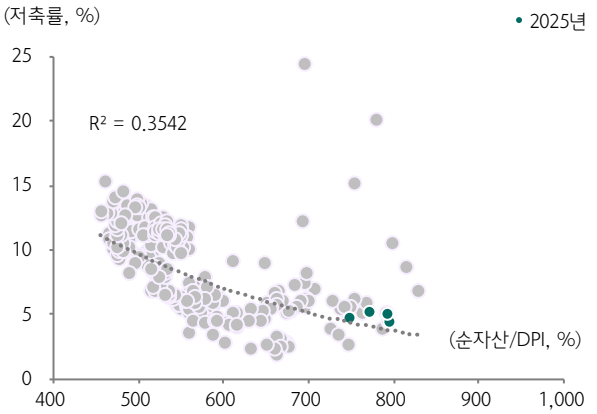
자료: Fed, 하나증권

도표 10. 소비 결정요인 (4) 소비 심리 – 저축률
: 일반적으로 저축률 하락 (dissaving)은 지속되기 어려우나…



자료: BEA, LSEG, 하나증권

도표 11. 소비 결정요인 (1) 소비 심리 – 저축률과 순자산 비율
: 가계의 순자산이 충분해 낮은 저축률이 유지되는 환경일수도



주: DPI = 가처분소득
자료: Fed, BEA, LSEG, 하나증권