매크로/시황 | 2026.05.15

열흘마다 매크로와 친구맺기 (5월 15일)

경기 확장, 의심할 필요 없다

Chief Economist 정원일
02-3779-3140
wi.jeong@sangsanginib.com

Research Assistant 이나라
02-3779-3139
nara.lee@sangsanginib.com

QR코드로 간편하게
상상인증권
투자전략팀 채널

전쟁 리스크 완화 속 경기 확장 모멘텀은 강화

5월 중 발표된 매크로 지표에서는 전쟁 리스크에 따른 경기 둔화 우려와 달리, 글로벌 실물경기의 견조함이 확인되고 있다. **매크로 서프라이즈 지수는 상승 전환한 반면 리스크 지수는 하락하며 글로벌 매크로 환경의 안정성이 높아지는 모습**이다.

특히 미국을 중심으로 주요국 서프라이즈 지수가 가파른 상승세를 보였으며, 중동 리스크에 상대적으로 민감한 신흥국에서도 서프라이즈 지수의 개선 흐름이 나타났다. 이는 외부 충격에도 소비·생산·투자 등 경제 활동이 예상보다 견조하게 유지되고 있음을 의미한다.

또한 **필라델피아 연은 지수와 엠파이어스테이트 제조업 PMI가 큰 폭으로 반등하며 공급 충격 이후 위축되었던 기업 심리가 빠르게 회복**되는 흐름이 확인되었다. 소비자 심리 역시 여전히 낮은 수준에 머물러 있으나, 현재 경기 판단 대비 향후 경기 기대는 개선되는 모습이 나타나고 있다. 즉 현재 국면은 전쟁 리스크에 따른 단기 충격 국면을 지나, 경기 확장 흐름이 강화되는 구간으로 판단된다.

물가 부담에도 소비 둔화 가능성은 제한적

4월 CPI는 전년 대비 +3.8% 상승하며 전월치인 +3.3%를 상회하였으며, PPI 역시 전년 대비 +6.0%의 상승률을 기록하며 예상치인 +4.8%를 크게 웃돌았다. **에너지와 운송 비용 상승이 물가 압력을 자극한 가운데, 공급 충격에 따른 비용 부담이 생산자와 소비자 양 측면에서 모두 확인**되었다.

다만 **평균 초과근무시간의 반등과 노동생산성 지수 상승, 예상치를 웃돈 비농업 고용은 기업들의 생산 활동과 노동 수요가 견조하다는 점을 보여**준다. 특히 기업의 생산성 개선은 기업 수익성 방어로 이어질 수 있으며, 이는 노동력 확보를 위한 임금 상승 압력으로 연결될 가능성이 높다.

따라서 단기적인 물가 상승이 실질 구매력을 일부 약화시키더라도, **견조한 고용과 명목 임금 상승을 기반으로 한 가계소득 확대가 소비 둔화 압력을 일정 부분 상쇄**할 것으로 판단된다. 결국 현재의 물가 상승은 소비 경기의 하방 압력으로 작용할 수 있으나, 견조한 고용과 임금 흐름이 이를 상당 부분 상쇄하면서 소비 위축과 경기 둔화에 대한 우려는 제한적인 수준에 그칠 것으로 판단된다.

Global Check – Fact & Our view

의심하지 말지어다

금융시장이 여전히 강건한 상승세를 이어가는 가운데, 전쟁 리스크로 확산된 경기 둔화 우려는 관성처럼 시장에 남아 있다. 미국-이란 간 협상이 진전을 보임에도 불구하고 경제 주체들의 인식은 아직 긍정적인 방향으로 전환되지 못하고 있다. 다만 필자는 연초부터 전쟁 리스크와 경기 흐름을 구분해 볼 필요가 있음을 지속적으로 강조해 왔으며, 5월 중 발표된 매크로 지표에서도 뚜렷한 경기 개선 모멘텀이 확인되고 있다.

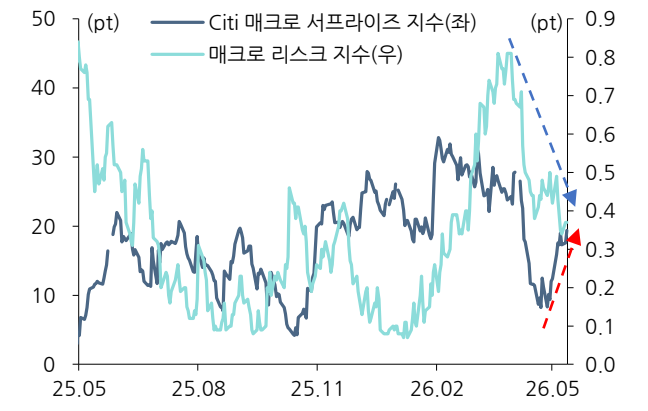
매크로 서프라이즈 지수와 리스크 지수는 그간 동반 하락세를 보였으나, 5월부터 서프라이즈 지수의 상승 전환과 리스크 지수의 레벨 하락이 동시에 진행되었다. 매크로 지표들이 예상을 상회하는 견조한 수준으로 발표되는 동시에 리스크 요인의 완화가 진행되면서, 전반적인 글로벌 매크로 환경은 경기 확장 국면에 진입하였다는 것으로 해석할 수 있다.

경기서프라이즈 지수를 글로벌 주요 국가 별로 살펴보면, 시장의 인식 대배 더욱 글로벌 경제의 강건성이 확인된다. 주요국 서프라이즈 지수가 확장세를 보이는 가운데 특히 미국이 최근 1달간 가장 가파른 상승세를 보여주고 있다. 이는 외부적인 충격에도 소비, 생산, 투자 등 내생적 동력에 의한 경제 활동이 원활하게 이루어지고 있는 상황인 것으로 해석된다.

또한 중동 리스크의 하방 압력에 상대적으로 더 크게 노출될 수 있는 신흥국에서도 서프라이즈 지수의 상승세가 확인되고 있다. 물론 신흥국 내 유가 상승 등 전쟁 이벤트로 수혜를 받을 수 있는 국가들도 포함되어 있으나, 글로벌 병목 현상으로 공급 측면에서의 쇼크가 발생하였음에도 주요국뿐 아니라 신흥국에서도 서프라이즈 지수의 긍정적인 방향성이 발견된 것은 그만큼 현재 경기 국면이 전반적으로 양호한 수준인 것으로 볼 수 있다.

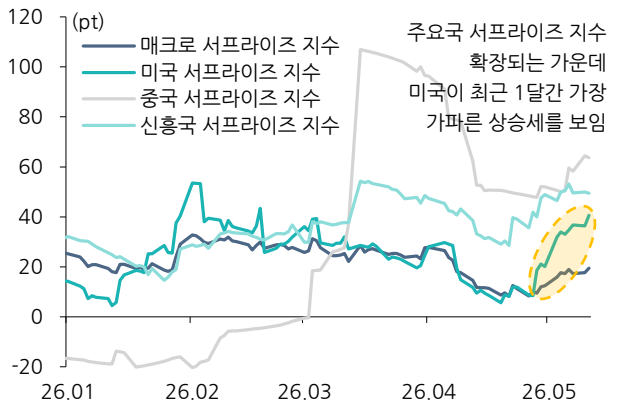
결국 경제 성장률 측면에서 전쟁은 여전히 중요한 하방 리스크로 고려되고 있지만, 이제는 해당 리스크의 하방 압력이 제한적인 수준에 그치고 있으며 오히려 서프라이즈 지수에서 경제 주체들의 실질적인 경제 활동이 더욱 활발하게 이루어지는 것으로 해석된다. 이러한 관점에서 5월 중 발표된 주요 물가, 노동 시장, 심리 지표를 점검하였다.

그림 1. 서프라이즈와 리스크가 상반된 추이를 보이며 경기 확장이 확인



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 2. 미국은 주요국 중 가장 가파른 서프라이즈 지수 상승세를 보임

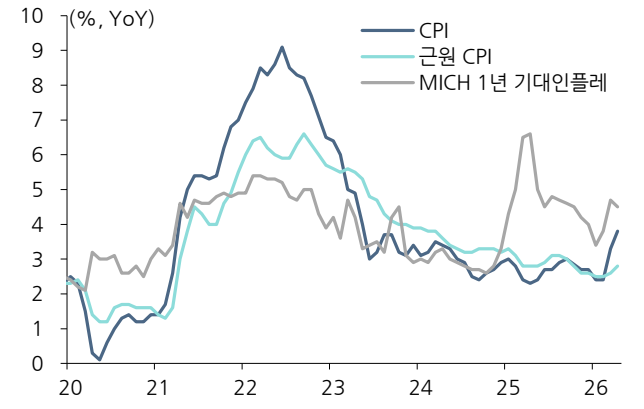


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

금번 발표된 물가 지표에서는 가파른 상승이 확인되었다. 전년비 CPI 상승률은 +3.8%를 기록하였는데, 이란 전쟁으로 인하여 가파르게 상승한 에너지 및 식품 항목을 제외한 근원 CPI 또한 전년 대비 +2.8%의 상승률을 기록하였다. 이는 중동발 물가 상승 압력이 특정 품목에 국한되지 않고 소비 품목 전반적으로 확산되어 가는 것으로 보인다.

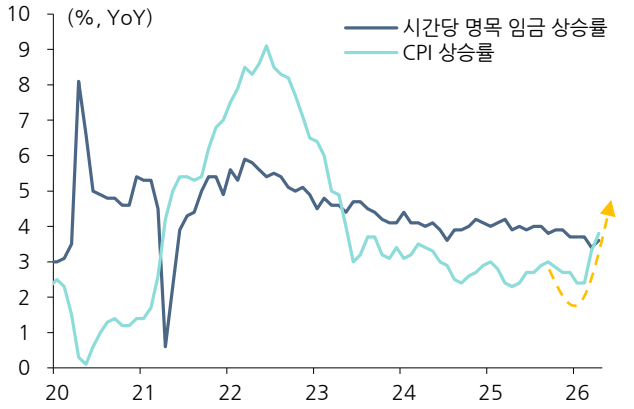
4월 PPI 상승률 또한 전년비 +6.0%를 기록하며 전망치인 +4.8%를 크게 상회하였다. 전쟁 영향으로 에너지 가격을 비롯한 운송 및 창고 서비스 가격이 가파르게 상승하며 PPI의 급등을 주도하였다. 이러한 물가 상승은 소비 심리를 위축시키고 실질 임금 수준을 낮춤으로써 가계의 구매력을 약화시킬 수 있다는 우려로 이어질 수 있다. 외적 충격에 의한 물가 상승이 진행되는 상황 하에서, 명목 임금 상승률이 일정 수준을 유지하는 경우 가처분 소득이 하락하는 것은 불가피한 결과이다.

그림 3. 근원 CPI +2.8% 기록, 중동발 물가 상승 압력 전반적으로 확산



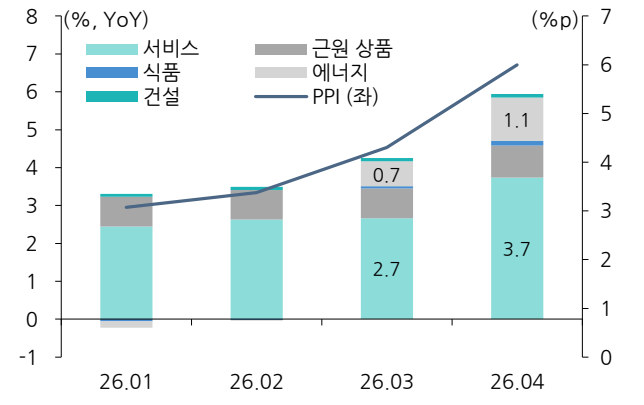
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 4. 임금 상승률 대비 CPI가 더욱 가파르게 상승 구매 여력 축소 우려



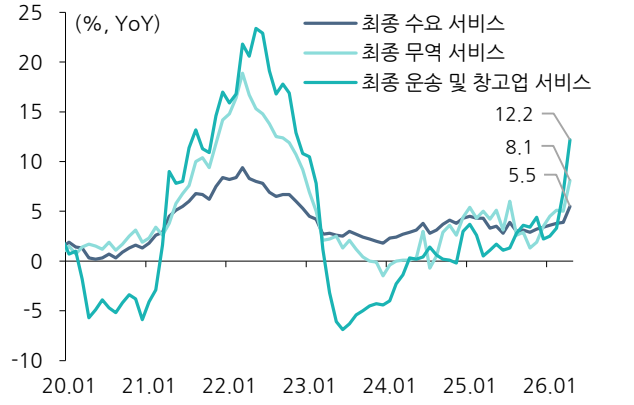
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 5. PPI 전년비 상승률은 전망치 +4.8%를 크게 상회한 +6.0%를 기록



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 6. 운송·창고업 서비스가격 급등이 PPI 서비스 상승률 급등을 견인



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

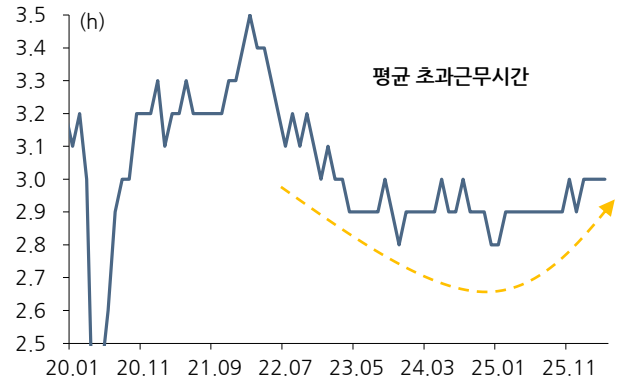
물가 상승에 인한 소비 위축을 크게 우려하지 않는 이유

다만 현재 국면에서는 물가 상승 압력에도 불구하고 기업 경기의 견조한 흐름이 유지되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 먼저 평균 초과근무시간의 반등은 수요 증가에 따라 기업들이 추가적인 생산 활동을 확대하고 있음을 보여준다. 이는 기업 활동 전반이 여전히 양호한 흐름을 이어가고 있다는 의미로 해석할 수 있다.

이와 함께 노동생산성 지수의 상승은 기업들의 생산 효율성이 개선되고 있음을 나타낸다. 생산성 향상은 비용 부담을 일부 완화하는 동시에 기업 이익 개선으로 이어질 수 있다는 점에서 긍정적인 요인이다. 실제로 4월 고용보고서에서 비농업 고용은 11.5만 명 증가하며 예상치인 6.5만 명을 상회하였고, 민간 고용 역시 12.3만 명 증가하였다. 이는 수익성 개선 흐름을 바탕으로 노동 수요가 여전히 견조한 수준에서 유지되고 있는 것으로 해석된다.

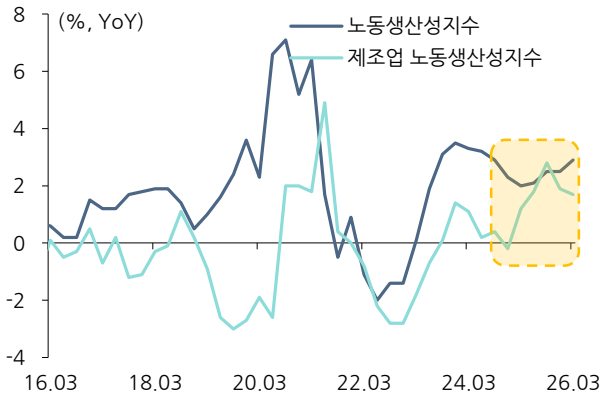
견조한 생산 수요와 수익성 개선이 동반되는 환경에서는 기업들이 더욱 높은 수준의 임금을 제시할 유인이 커질 수 있다. 따라서 단기적인 물가 상승이 실질 구매력을 일부 약화시키더라도, 강한 구인 수요가 유지되는 환경에서는 명목 임금 상승을 통한 가계소득 확대가 이를 일부 상쇄하며 소비 경기의 견조한 흐름을 지지할 것으로 판단된다.

그림 7. 초과근무시간의 상승은 기업 경기의 양호함을 의미



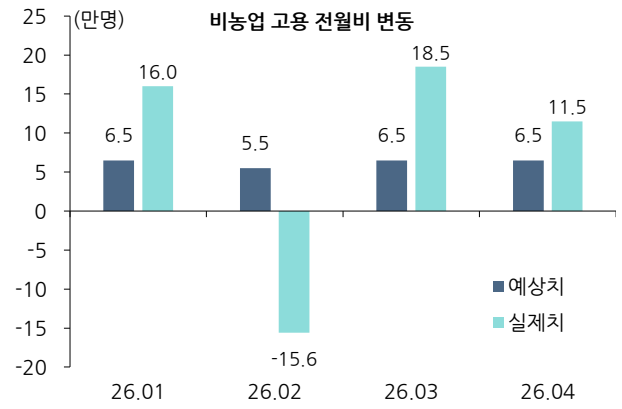
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 8. 생산성 향상은 기업의 이익 증가로 이어질 것으로 기대



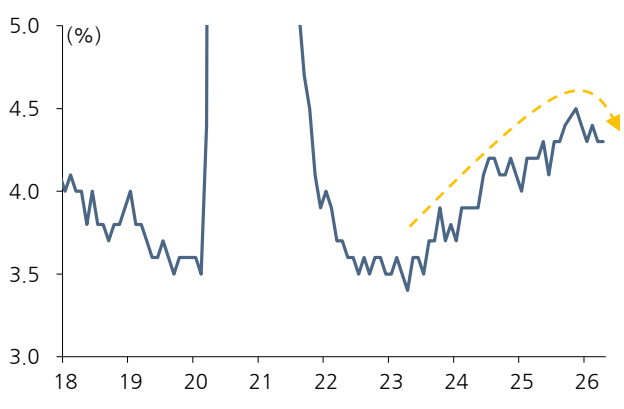
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 9. 비농업 고용자수 예상치 상회하며 견조한 노동 수요 확인



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 10. 4월 실업률 4.3% 기록, 실업률은 4% 초반 수준에서 정체



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

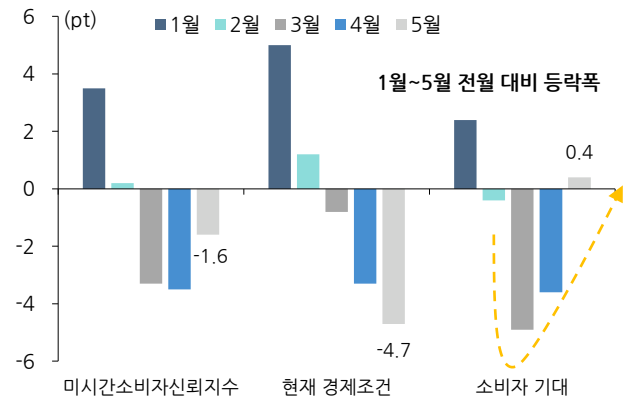
경제 주체들의 경기 인식 또한 회복 조짐이 발견

서프라이즈 지수 및 고용시장에서 확인된 실물 경기의 호조와 함께 경제 주체들의 심리 또한 개선되는 중이다. 특히 생산자 심리에서는 필라델피아 연은 제조업지수와 엠파이어스테이트 제조업지수가 큰 폭으로 반등하며, 공급 충격 이후 위축되었던 기업 심리가 뚜렷한 회복세를 보이고 있는 것이 확인되었다.

소비자 심리는 여전히 위축 국면에 머물러 있으나, 지수의 하락폭은 점차 축소되고 있다. 현재 경기 판단이 소비자심리지수 하락의 주된 요인으로 작용하고 있는 반면, 향후 경기에 대한 소비자 기대는 상승 전환하였다. 이는 소비자들의 현재 경기 인식은 부진한 상황이나, 향후 경기 흐름에 대해서는 개선 기대감이 확대되고 있는 것으로 해석된다.

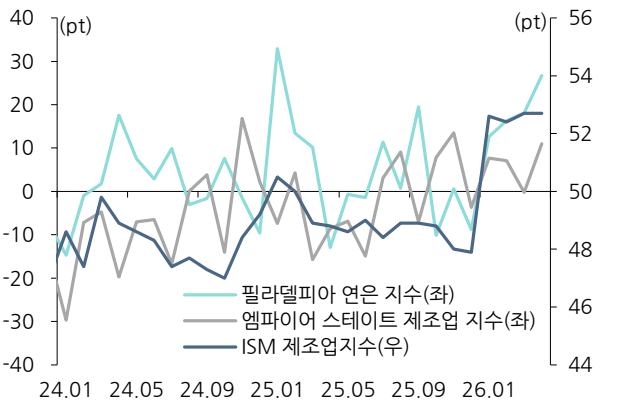
결국 5월 중순까지 발표된 매크로 지표는 전쟁 리스크에 따른 경기 둔화 우려와 달리, 실물 경기와 경제 주체들의 기대가 모두 개선 흐름에 있음을 보여준다. 따라서 현재 국면은 하방 리스크를 경계하되, 경기 확장 지속의 모멘텀 자체를 의심할 필요는 없는 구간으로 판단된다.

그림 11. 5월 미시간소비자심리지수는 48.2pt를 기록, 하락폭 축소 중



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 12. 주요 PMI 지표는 일제히 확장 추세, 생산자 심리의 뚜렷한 개선



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

경제지표 발표일정

5월 6일 ~ 5월 15일

일자	국가	지표명	중요도	전월	예상	발표
5월 6일 (수)	SK	CPI (전년대비)	상	2.2%	2.6%	2.6%
	US	ADP 취업자 변동	상	62k	120k	109k
5월 8일 (금)	US	실업률	상	4.3%	4.3%	4.3%
	US	경제활동 참가율	하	61.9%	61.9%	61.8%
	US	미시간대학교 소비자신뢰	상	49.8	49.5	48.2
5월 9일 (토)	CH	수출 YoY	상	2.5%	8.4%	14.1%
	CH	수입 YoY	중	27.8%	20.0%	25.3%
5월 12일 (화)	US	NFIB 소기업 낙관지수	중	95.8	96.1	95.9
	US	CPI (전년대비)	상	3.3%	3.7%	3.8%
	US	Core CPI YoY	중	2.6%	2.7%	2.8%
5월 13일 (수)	US	PPI 최종수요 YoY	중	4.0%	4.8%	6.0%
5월 14일 (목)	US	소매판매 추정 전월비	상	1.7%	0.5%	0.5%

5월 16일 ~ 5월 25일

일자	국가	지표명	중요도	전월	예상
5월 18일 (월)	US	NAHB 주택시장지수	중	34	34
5월 19일 (화)	JN	GDP 연간화 SA 전분기대비	상	1.3%	1.6%
5월 20일 (수)	EC	CPI (전년대비)	상	3.0%	-
5월 21일 (목)	SK	수출 20일 전년대비	중	49.4%	-
	JN	S&P 글로벌 일본 PMI 종합	중	52.2	-
	EC	S&P 글로벌 유로존 제조업 PMI	상	52.2	51.5
	UK	S&P 글로벌 영국 제조업 PMI	상	53.7	-
	UK	S&P 글로벌 영국 서비스업 PMI	상	52.7	-
	US	S&P 글로벌 미국 제조업 PMI	상	54.5	53.6
5월 22일 (금)	SK	소비자심리지수	중	99.2	-
	JN	전국 CPI (전년대비)	상	1.5%	1.6%
	US	미시간대학교 소비자신뢰	상	48.2	48.2

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정원일, 이나라)
- 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.