

# 미국 경제 진단 & 전망



김호정 Economist  
hojung.kim@yuantakorea.com

임지윤 Research Assistant  
jiyeon.lim@yuantakorea.com

## 공급이 밀어올린 물가, 수요가 꺼뜨리는 성장

### Summary

4월 PCE와 1분기 GDP 잠정치는 표면적으로 '예상을 소폭 하회한 물가, 둔화된 성장'으로 해석된다. 헤드라인 PCE는 전월비 +0.40%(컨센 하회), 근원 PCE는 +0.24%(컨센 하회)였고 1분기 성장률은 1.6%에 그쳤다. 그러나 잠잠한 헤드라인의 아래에서 두 신호가 충돌한다.

**첫째, 연준이 실제로 보는 물가인 Core PCE는 전년비 3.3%로 2023년 11월 이후 최고치를 경신하였다.** 예상을 하회한 것은 월간 헤드라인뿐이고, 그 상승은 에너지(YoY +18.3%)와 관세 영향 재화(내구재 가격 -0.4%→+3.4%)에 고도로 편중된 공급측 현상이다. 동시에 같은 품목의 실질 수요는 위축돼(실질 내구재 -0.1%, 자동차 -4.2%) '가격은 오르되 수량은 줄어드는' 비대칭이 선명하다. 반대로 수요측 슈퍼코어 서비스 물가는 4월 +0.1%로 오히려 둔화되고 있다.

**둘째, 더 중요한 신호는 소비에 있다. 실질 가처분소득은 전년비 -1.1%, 이전수입 제외 실질소득은 -1.0%로 팬데믹 이전 기준 2013년 이후 최저를 기록했으며, 저축률 역시 2.6%로 2022년 6월 이후 최저를 기록했다.** 가계는 저축분을 할애하여 명목 지출(+0.5%)을 유지하고 있고, 실질 소비는 +0.1%에 그쳤다. 이러한 균열은 이미 GDP에서도 드러나고 있다. 1분기 GDP는 **속보치 2.0%에서 1.6%로 하향됐고, 소비 기여도는 0.95%p로 축소(4분기 1.3%p)됐으며 외식·숙박·레저 등 재량 서비스는 마이너스로 돌아섰다.** 성장을 떠받친 것은 사실상 AI-데이터센터 capex 단일 동력(정보처리장비+소프트웨어 ≈ +1.36%p)이다.

정리하면, 현재 경제는 물가와 성장이 서로 다른 힘에 의해 움직이는 비대칭 상황이다. 물가는 공급 측 비용 요인이 상승 압력을 만들고 있고, 성장은 수요 위축에 눌러 둔화하고 있다. 향후 경기의 분기점은 물가가 전 품목으로 번지는지 여부가 아니라, 소비 여력이 얼마나 남아 있는지에 달려 있다.

### I. 4월 PCE가 던진 질문: 표면의 평온, 내부의 균열

4월 헤드라인 PCE는 전월비 +0.40%(컨센 +0.5%, 3월 +0.66%에서 둔화), 근원 PCE는 +0.24%(컨센 +0.3%, 3월 +0.29%에서 둔화)를 기록했다. 두 지표 모두 컨센서스를 0.1%p씩 하회 했고, 3월의 높은 수치에서 둔화했다는 점에 시장은 안도했다. 그러나 표면적 평온 아래에는 두 가지 경계할 문제가 있다.

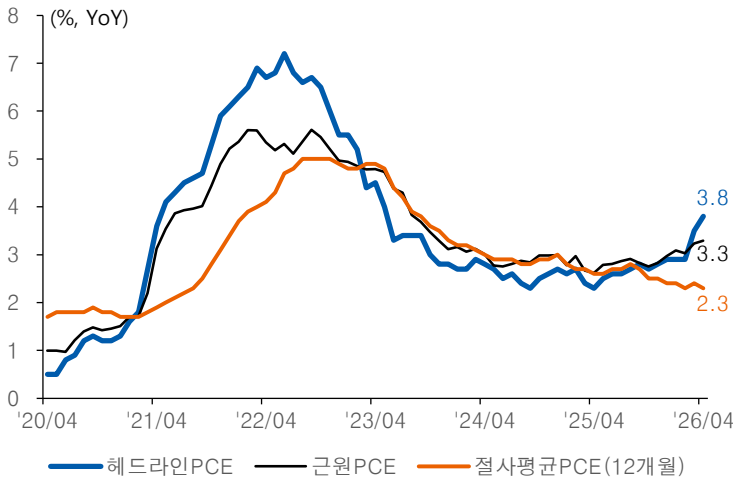
하나는 **물가의 무게중심이 위로 올라갔다**는 점이다. 월간 상승률이 0.1%p 하회한 데 가려졌을 뿐, 전년 대비로는 헤드라인이 3.8%(2023년 5월 이후 최고), 코어가 3.3%(2023년 11월 이후 최고)로 모두 높아졌다. 시장이 안도하는 근거인 낮은 근원 PCE는 변동성이 큰 전월 대비 상승률 이야기일 뿐이고, 연준이 정책 판단의 잣대로 삼는 Core PCE 디스플레이터는 1년 새 2.6%에서 3.3%로 0.7%p 올랐다.

다른 하나는 **가계의 실질 기반이 빠르게 침식되고 있다**는 점이다. 명목 지표(지출 +0.5%)가 견조해 보이는 동안, 실질 소득은 후퇴했고 저축률은 역사적 저점으로 내려앉았다. 명목의 견조함은 소득이 아니라 저축 소진과 가격이 만든 착시다. 이번 자료에서는 물가를 품목 단위로 분해하고(II), 그 이면의 소비 균열과 이것이 성장에 드러난 양상(III)을 짚은 뒤, 함의와 전망(IV)을 제시했다.

## II. 물가: '둔화 착시'와 닷의 이동

### 1. 헤드라인 3.8%의 해부 — 에너지와 관세 재화가 주도했다

[1] 헤드라인 PCE vs 근원 PCE vs Trimmed Mean PCE



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

헤드라인 PCE 전년비 3.8%의 동력은 광범위한 수요 과열이 아니라 두 개의 공급측 항목에 집중돼 있다. **첫째는 에너지다.** 에너지 물가는 전년비 +18.3%로 1년 전(-4.2%)에서 22%p 넘게 상승했다. 미·이란 전쟁발 유가 급등이 휘발유를 끌어올린 결과로, 휘발유 가격은 전월비로 3월 +20.9%, 4월 +5.5%를 기록했다(현재 갤런당 4.5달러대).

**둘째는 재화다.** 재화 물가는 전년비 +4.4%로, 특히 내구재 가격이 1년 전 -0.4%에서 +3.4%로 전환됐다. 물가상승률이 비교적 안정화되고 있던 내구재가 플러스로 돌아선 것은 전형적인 관세 전가의 결과이다. 근원 재화 가격은 전년비 +2.8%로, 팬데믹 직후의 급등기를 제외하면 수십 년래 가장 높은 상승률이다.

한편 헤드라인 월간 연율은 작년 12월 4.0%에서 2월 4.6%, **3월 8.3%로 급등했다**가 **4월 4.9%로 둔화했다.** 즉 헤드라인을 끌어올린 힘은 3~4월에 집중된 에너지 충격이며, 코어 월간 연율은 3월 3.6%에서 4월 2.9%로 둔화됐다. **가격을 밀어올린 것은 에너지·관세라는 공급 충격이지, 경제 전반의 수요가 아니다.**

[2] 4월 PCE 물가: 측정 방식에 따라 갈리는 신호 (%)

항목	전년비(12개월)	1개월(연율)
헤드라인 PCE	3.8	4.9
코어 (식품·에너지 제외)	3.3	2.9
슈퍼코어 (에너지·주거 제외 서비스)	3.5	-
절사평균 (Dallas Fed)	2.3	2.5
중양값 (Cleveland Fed)	2.8	-

자료: BEA, Dallas Fed, Cleveland Fed, 유안타증권 리서치센터

표[2]의 측정치들이 제각기 다른 방향을 가리킨다는 점, 이것이 4월 물가의 본질이다. 헤드라인·코어는 전년비로 다년래 고점을 향해 오르는 반면, 극단값을 잘라낸 절사평균 PCE(2.3%)와 중양값(2.8%)은 물가 목표치 2% 부근에 머문다. 결국 상승은 에너지·관세 품목 같은 소수의 극단 항목에 몰려 헤드라인·코어를 끌어올릴 뿐, 극단을 걷어낸 중심 경향(절사평균 PCE)은 잠잠하다.

## 2. 관세·에너지의 비대칭: 오르는 가격, 줄어드는 소비

공급 충격의 성격은 같은 품목에서 '가격'과 '실질 수량'을 나란히 놓고 볼 때 가장 선명하게 드러난다. 표[3]이 바로 그 대조다. 에너지는 가격이 전년비 18.3% 뛰는 동안 실질 소비(에너지재·서비스)는 오히려 -2.0% 줄었다. 내구재는 가격이 3.4% 오르는 사이 실질 소비가 -0.1% 감소해 사실상 제자리였고, 그중 자동차는 -4.2%나 역성장했다. 재화 전체로 봐도 가격은 4.4% 올랐지만 실질 소비는 1.2% 느는 데 그쳤다. 반대로 서비스는 가격 3.5%, 실질 소비 2.5%로 둘 사이 격차가 상대적으로 좁다.

이 비대칭의 의미는 두 가지다. 첫째, 헤드라인을 밀어올린 가격 상승은 수요가 강해서가 아니라 공급(관세·유가)이 비용을 밀어올렸기 때문이며, 그 결과 해당 품목의 실질 수요는 오히려 파괴됐다. 자동차 가격이 오르자 실질 자동차 소비가 1년 새 -4.2% 무너진 것이 대표적이다. 둘째, 이는 향후 2차 전가의 한계를 시사한다. 비용을 가격에 전가할수록 수량이 줄어드는 환경에서는, 기업의 가격 전가가 광범위하게 관철되기보다 수량 위축(매출 둔화)으로 흡수될 공산이 크다.

항목	가격	실질 수량	비고
헤드라인 PCE	3.8	2.1	-
에너지재·서비스	+18.3	-2.0	유가 쇼크·실질 위축
재화 전체	4.4	1.2	가격 주도
↳ 내구재	+3.4	-0.1	관세 전가·수량 정체
↳ 자동차	-	-4.2	실질 역성장
↳ 비내구재	4.9	1.9	에너지·식품 포함
서비스	3.5	2.5	격차 상대적 협소

자료: BEA, 유안타증권 리서치센터

## 3. '약해 보이는 코어'의 해부: 안도의 닻이 PCE 3.3%로 옮겨갔다

월간 근원 PCE가 +0.24%로 예상치를 밑돈 것은 실질 둔화 때문이 아니라 통계·방법론적 요인 탓이 크다. 첫째, 증시 약세가 가격 추정에 반영되는 금융서비스·보험이 전월 대비 -0.4% 떨어지며 근원 PCE 상승률을 직접 끌어내렸다. 둘째, PCE는 CPI와 집계 방식이 다르다. 항공료를 잡는 출처가 다르고, 주거 비중이 낮으며, 정부·고용주 부담분까지 포함해 의료 포괄 범위가 넓어 월간 상승률이 더 완만하게 나온다. 같은 달 다른 물가지표와 견줘 보면 차이가 뚜렷하다. 4월 근원 PCE +0.2%는 근원 CPI +0.4%, 근원 PPI +1.0%보다 유독 낮았다.

결정적 증거는 PCE 내부에 있다. 변동성이 큰 귀속항목(무상 금융서비스 등)을 뺀 시장 기반 근원 PCE는 +0.3%로, 전체 근원 PCE(+0.2%)보다 오히려 높다. 실제 거래가격만 놓고 보면 코어가 더 강했고, 공식 코어를 끌어내린 것은 귀속·추정 항목이었다는 얘기다. 결국 시장이 안도의 근거로 삼은 '낮은 코어'는 변동성과 방법론이 빚어낸 일시적 착시일 뿐, 연준이 실제로 들여다보는 근원 PCE는 전년 대비 +3.3%로 오르고 있다. 0.1%p의 월간 하회에 가려져선 안 될, 정책 판단 무게중심의 상향 이동이다.

#### 4. 수요측 서비스의 양극화: '바벨'이 드러나는 지점

같은 데이터 안에서 정반대의 신호가 잡힌다. 연준이 통화정책 측면에서 주시하는 수요 민감 항목, 즉 슈퍼코어(에너지·주거비 제외) 서비스는 4월 전월 대비 +0.1%에 그쳐 모멘텀이 꺾였고, 3개월 연율도 약 2.8%까지 내려오는 중이다. 서비스 세부(표[4])를 들여다보면 그 둔화가 어디서 비롯됐는지 드러난다.

주거·유틸리티 가격은 에너지 상승 영향으로 전월 대비 +0.6% 올라 다소 강세였으나, 전년 대비로는 주거비가 +3.2%에 그쳐 완만한 둔화 흐름을 이어갔다. 의료는 가격이 전월 대비 +0.1%, 실질 소비가 전년 대비 +2.9%로, 1년 전(+4.3%)보다 뚜렷이 식었다. 가장 상징적인 것은 외식·숙박과 레크리에이션 서비스의 대조다. 외식·숙박은 실질 소비가 전년 대비 -0.3% 뒷걸음친 반면, 레크리에이션 서비스(영화·공연·도박)는 실질 소비가 전월 대비 +1.1%, 전년 대비 +3.9%로 오히려 가속하고 있다. 일상적 소비인 외식은 줄이면서 경험·여가 일부는 늘리는 '바벨' 소비가 가격과 수량 양면에서 동시에 확인되는 셈이다. 금융서비스는 가격이 전월 대비 -0.4% 내렸지만 실질 소비는 전년 대비 +3.5%로 견조해, 앞서 본 '코어를 끌어내린 가격 효과'가 수요 약화가 아니라 증시 변동에서 비롯됐음을 다시 확인해 준다.

서비스 항목	가격(MoM)	실질(YoY)	해석
주거·유틸리티	+0.6	+0.8	이전 대비 강세
의료	+0.1	+2.9	전년비 둔화(1년 전 4.3%)
운송 서비스	+0.4	+3.0	에너지 2차 전이 초기
레크리에이션	+0.3	+3.9	경험소비 가속(바벨 ↑)
외식·숙박	+0.5	-0.3	실질 역성장(바벨 ↓)
금융서비스·보험	-0.4	+3.5	증시발 가격 하락·실질 견조

자료: BEA, 유안타증권 리서치센터

그렇다면 핵심 질문은 '물가가 얼마나 광범위하게 번질까'가 아니라 '왜 수요측 서비스가 둔화되는가'이다. 절사평균(2.3%)과 중앙값(2.8%)이 헤드라인(3.8%)·코어(3.3%)와 크게 벌어져 있다는 것은, 인플레이션의 레벨이 여전히 물가 목표치 2% 위에서 광범위하지만 최근의 가속은 소수 공급 항목에 집중돼 있음을 정량적으로 확인해 준다. 그리고 서비스가 둔화되는 이유는 소비에서 일부 확인할 수 있다.

### III. 소비: 균열의 형성, 그리고 GDP의 확증

#### 1. 소득 구조의 해부: 멈춘 듯한 명목, 꺾여나가는 실질

명목 개인소득은 4월 전월 대비 0.0%로 컨센서스(+0.4%)를 크게 밀돌았다. 그러나 이를 곧바로 소득 약화로 단순화해선 안 된다. 표[5]를 뜯어보면 임금·급여는 +0.24%, 이자소득은 +0.50% 늘었고(고금리 환경에서 이자소득이 명목 소득을 떠받치는 구도다), 이 증가분을 상쇄해 전체를 0%로 끌어내린 것은 자영업소득(-2.65%), 특히 농가소득(-54.8%)이다. 이는 3월 농가 지원금(Farmer Bridge Assistance) 지급이 되돌려진 데 따른 일회성 요인이어서, 소득의 추세적 약화로 보기는 어렵다.

진짜 문제는 명목이 아니라 실질, 그리고 세후에 있다. **개인세가 전월 대비 0.62% 늘면서 명목 가처분소득이 -0.09%로 밀렸고,** 여기에 물가까지 반영하면 실질 기준의 부진이 한층 뚜렷해진다. **실질 개인소득은 전월 대비 -0.40%로 3개월 연속 줄었고, 실질 가처분소득은 -0.48%를 기록했다.** 전년 대비로는 낙폭이 더 크다. 실질 개인소득 -1.18%(2022년 7월 이후 최저), **실질 가처분 소득 -1.10%, 이전소득을 제외한 실질소득 -1.04%로 팬데믹 시기를 빼면 2013년 이후 가장 부진하다.** 실질 1인당 가처분소득은 1년 전보다 약 1.4% 낮다. 임금 상승분이 인플레이션에 잠식되면서, 평균적인 가계의 실질 구매력이 1년 넘게 뒷걸음치고 있는 것이다.

항목	전월대비 변화율	비고
임금·급여	+0.24	증가 지속
이자소득	+0.50	고금리 명목 버팀목
자영업소득	-2.65	상승률 상쇄 요인
- 농가(일회성)	-54.8	3월 지원금 되돌림
이전수입	+0.19	소폭 증가
(-) 개인세	+0.62	가처분 잠식
<b>명목 개인소득</b>	<b>0.00</b>	<b>컨센 +0.4% 하회</b>
실질 개인소득	-0.40	3개월 연속 마이너스 기록
<b>실질소득 (이전소득 제외)</b>	<b>-0.44</b>	YoY -1.04%

자료: BEA, 유안타증권 리서치센터

## 2. 저축률 2.6%: 바닥나는 완충판

소득이 실질로 줄어드는데 명목 지출(+0.51%)을 유지하는 방법은 하나뿐이다. 저축분으로 충당하는 것이다. **4월 저축률은 2.6%로 2022년 6월 이후 최저로 내려앉았다(1년 전 5.5%, 직전월 3.2%).** 동시에 개인 이자지급액이 전월 대비 +0.48% 늘어 부채 서비스 부담도 가중되고 있다. 즉 견조해 보이는 명목 지출은 소득 기반이 아니라 저축 소진과 가격이 만든 것이며, 명목 소비 전년비가 5.9%(2025년 1월 이후 최고)인 반면 실질 소비 전년비는 2.1%에 그친 것이 그 증거다. 명목과 실질의 3.8%p 격차가 곧 가계가 떠안고 있는 물가 부담이다.

## 3. 고가에서 저가로, 재화에서 경험으로

한편 지출의 세부구성을 보면 소비자 스트레스가 드러난다(표[6]). 4월 실질 소비는 **내구재 -0.6%(자동차 -1.1%), 비내구재 +0.2%(의류 -0.9%, 개인·생활용품 +0.6%), 서비스 +0.2%였다.** 고가·재량 품목(자동차·의류)은 줄고 저가·필수(개인용품)품 위주의 소비가 주를 이루었다. 특히 전년비로 보면 실질 자동차 소비 -4.2%, 실질 외식·숙박 -0.3%가 두드러진다. 가계가 가장 먼저 줄이는 고가 내구재와 외식부터 축소하고 있는 것이다. 반대로 레크리에이션 서비스만 MoM +1.1% MoM, YoY +3.9%로 견조해, 소비 여력이 '필수 vs 일부 경험'으로 양극화되는 바벨 패턴이 재화 및 서비스 양면에서 일관되게 나타난다.

항목	실질 MoM	실질 YoY	해석
실질 PCE	+0.1	2.1	명목 +0.5% / 실질 +0.1%
내구재	-0.6	-0.1	고가품 위축
↳ 자동차	-1.1	-4.2	대폭 축소
의류	-0.9	3.4	월간 위축
외식·숙박	+0.2	-0.3	실질 역성장
레크리에이션 서비스	+1.1	+3.9	경험소비 견조(바벨 ↑)

자료: BEA, 유안타증권 리서치센터

#### 4. 균열은 이미 성장률에 있었다. AI를 빼면 남는 게 없다

이 소비 균열은 더 이상 전망이 아니라, 이미 성장률에 반영된 사실이다. 1분기 GDP는 +1.6%로 속도치 2.0%에서 하향됐다. 그 속을 분해하면 충격이 선명하다(표[7]). 소비 기여도가 0.95%p로 축소됐는데, 이는 4분기 1.3%p, 2024년 분기 평균 약 2.6%p에서 빠르게 떨어진 수치다. 재화 기여는 +0.09%p로 사실상 제로이고 서비스(+0.86%p)가 떠받쳤는데, 그 서비스 안에서도 외식·숙박(-0.15%p)과 레크리에이션 서비스(-0.03%p)는 마이너스다. 또한 그간 소비 기여를 안정적으로 떠받쳤던 의료 기여가 +0.07%p로 급감(이전 분기 0.33~0.75%p)했다. PCE 단에서 본 소비 위축이 GDP 데이터에서 그대로 확인되는 것이다.

더 주목할 것은 성장 엔진이 사실상 하나라는 점이다. 비주거 고정투자 +1.35%p 가운데 정보처리장비(+0.87%p, 컴퓨터·주변기기 +0.63%p)와 소프트웨어(+0.49%p)를 합치면 약 1.36%p로 비주거 기여 전부에 육박한다. 같은 비주거 안에서도 구조물(-0.15%p)은 마이너스이고, 주거투자(-0.24%p)도 감소세다. 달리 말하면 AI-데이터센터 capex를 제외하면 1.6% 성장은 거의 남지 않는다. 한편 순수출은 -1.25%p의 큰 폭 마이너스 기여를 기록했는데, 이는 재화 수입이 다시 급증(수입 기여 -2.59%p, 재화 -2.4%p)한 결과로, 1분기 성장률을 기계적으로 끌어내린 변동성 항목이다.

항목	3Q25	4Q25	1Q26
실질 GDP	4.4	0.5	1.6
개인소비(PCE)	2.34	1.30	0.95
↳ 재화	0.64	0.06	0.09
↳ 서비스	1.70	1.23	0.86
↳ 외식·숙박	0.06	-0.06	-0.15
비주거 고정투자	0.44	0.33	1.35
↳ 정보처리장비	0.17	0.66	0.87
↳ 소프트웨어	0.09	0.12	0.49
주거투자	-0.29	-0.06	-0.24
순수출	1.62	-0.22	-1.25
정부	0.38	-0.99	0.73

자료: BEA, 유안타증권 리서치센터

분기 추이를 겹쳐 보면 흐름이 분명하다. 소비 기여는 +2.34%p → +1.30%p → +0.95%p로 추세적으로 하강하는데, 그 자리를 정보처리장비·소프트웨어(AI capex)가 가파르게 메우고 있다. 외식·숙박 기여는 +0.06%p → -0.06%p → -0.15%p로 점점 둔화되고 있어, 재량 서비스의 약화가 일시적 노이즈가 아니라 추세임을 보여준다.

## 5. 취약성의 본질: 외다리 위의 성장

두 측면을 종합하면 성장의 구조가 드러난다. 민간 국내 최종수요(소비·고정투자)는 약 2.0%로 외형은 견조해 보인다. 그러나 내부를 뜯어보면 불균형이 분명하다. 소비는 식어가고, 그 공백을 단일 테마(AI capex)가 메우며, 가계의 저축 완충판은 사실상 바닥이 보이고 있다. 성장이 이렇게 가나다란 한 다리에 의존하는 구조에서는, 그 다리가 흔들리거나 소비가 한 단계 더 꺾일 때 기델 완충 여력이 없다. 더욱이 소비를 떠받치는 마지막 버팀목이 '바닥나는 저축'이라는 점에서, 이 다리는 시간이 갈수록 더 가늘어진다.

## IV. 합의와 전망: 변곡점은 소비다

### 1. 종합 판단

4월 데이터의 본질은 비대칭이다. 물가는 공급(에너지·관세)이 밀어올리고, 성장은 수요(소비)가 꺼뜨린다. 정책 연준이 주목하는 수요측 서비스 물가는 이미 둔화되고 있고, 절사평균·중앙값으로 본 인플레이션의 중심은 여전히 물가 목표치 부근에 있다. 표면의 '끈적한 헤드라인'과 '온건한 월간 근원 PCE' 사이에서 시장이 놓친 진짜 신호는, 한 해 동안 실질 소득이 -1% 후퇴하고 저축률이 5.5%에서 2.6%로 절반 이상 낮아지는 동안 가계가 저축분으로 소비를 지탱해왔고 그것이 이제 한계에 다가가고 있다는 점이다.

### 2. 전망

#### ① 헤드라인·에너지 — 단기적으로 한 차례 더 오를 위험, 기저효과로 끈적함 지속.

4월 휘발유는 둔화(+5.5%)했으나 여전히 상승이었고, 5월 들어 갤런당 4.5달러대로 추가 상승했다. 따라서 5월 PCE(6월 말 발표)는 에너지가 헤드라인을 한 차례 더 밀어올릴 공산이 크며, 헤드라인이 4%에 근접할 위험이 있다. 더 중요한 것은 기저효과다. 에너지 가격이 현 수준에서 횡보만 해도 전년동월(전쟁 전 저점)이라는 낮은 기저와 비교되는 한 에너지 전년비는 여름 내내 두 자릿수에 머물 수 있어, 헤드라인의 끈적함은 당분간 이어진다. 본격적 안도는 유가가 정상화돼 높은 기저 구간을 지나기 시작하는 시점에야 가능하며, 그 시기는 지정학에 달려 불확실하다.

#### ② 근원 PCE — 재가속보다 3% 초반 고착.

에너지·관세의 2차 전가는 시차를 두고 운송·물류 등을 경유해 더 나올 수 있다. 다만 표[3]에서 본 대로 수요측 서비스가 둔화되고 실질소득이 마이너스인 환경에서, 기업의 비용 전가는 가격 관철보다 수량 파괴(자동차·내구재 실질 위축)로 흡수되기 쉽다. 또한 관세 효과는 본질적으로 내구재 가격의 일회성 효과(-0.4%→+3.4%)이지 지속 가속이 아니어서, 새로운 관세 라운드가 없는 한 전년비 기여는 기저 효과가 소멸하며 감소한다. 따라서 코어는 2022년식 재가속보다 3% 초반에서 고착되는 경로가 기본선이다.

### ③ 소비·성장 — 하반기 하방 리스크 우위, 단 헤드라인 GDP는 착시 가능.

저축률 2.6%는 추가 소진 여력이 제한적이고 실질소득은 1년째 마이너스다. 버퍼가 소진되면 명목으로 유지돼 온 지출이 둔화되고, 올해 성장을 떠받친 소비가 함께 빠진다. AI capex 단일 의존과 맞물리면 하반기 실질 성장의 하방 리스크가 우위에 선다. 다만 단기적으로는 1분기 성장률을 끌어내린 수입 급증(순수출 -1.25%p)이 되돌려질 경우, 기초 수요가 약해지는 와중에도 2분기 헤드라인 GDP가 기계적으로 반등하는 '낮은 질의 반등'이 나타날 수 있다. 따라서 헤드라인 성장률과 기초 민간수요(소비·고정투자)를 분리해 봐야 하는 이유다.

## 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.