

Macro Update & Implication(9월 2주)

물가가 오르면 금리도 오르나

Economist 정원일 | 경제분석

02-3779-3140

wi.jeong@sangsanginib.com

PPI와 CPI가 같이 오르는 것은 맞지만

- 미국 8월 CPI와 PPI 모두 상승했지만 공통적으로 에너지가격의 영향이 컸으며, 근원물가와와는 상승폭에서 차이가 확인
- 중국 역시 PPI는 +3.8%까지 높아졌지만 CPI는 +0.8%에 그치면서 두 지표의 스프레드가 추가로 확대되면서 생산비용 상승을 기업이 부담하는 중
- 생산비용 상승이 소비자가격으로 모두 전가되는 것은 아닌 만큼, PPI 상승만으로 향후 CPI의 추가 상승을 판단하기는 어려움

금리를 올렸는데 성장률 전망도 높였다

- ECB는 9월 통화정책회의에서 25bp의 금리인상을 단행하였음. 또한 2026년과 2027년 성장률 전망을 지난 6월 대비 각각 +0.9%, +1.4%로 상향
- 물가는 단기적으로 높은 수준이 예상되지만 2027년부터 점차 낮아지는 반면, 실물경제는 예상보다 견조한 흐름을 유지한다는 언급
- 금리인상과 성장률 전망 상향이 동시에 나타난 만큼, 현재의 금리조정이 경기경로를 크게 훼손하는 긴축으로 보기는 어려움

물가 2%와 금리의 관계도 조금 다르게 볼 필요

- 미시간 소비심리는 47.8pt까지 하락한 반면 1년 기대인플레이션은 4.6%로 상승하면서 실제 물가보다 기대가 빠르게 변화
- 생산비용의 소비자가격 전가는 제한적이지만 물가에 대한 인식은 이미 높아져, 향후에는 기대물가의 지속 여부가 더욱 중요
- 물가가 2%를 상회한다는 사실보다 비용상승이 기대와 실제 가격결정으로 얼마나 이어지는지가 향후 금리경로를 결정할 전망
- 실제로 물가목표 2%보다 기대인플레이션 상승에 따른 구매력 위축이 실물경제에 미치는 영향을 추가로 고려할 필요

PPI와 CPI가 같이 오른 것은 맞지만

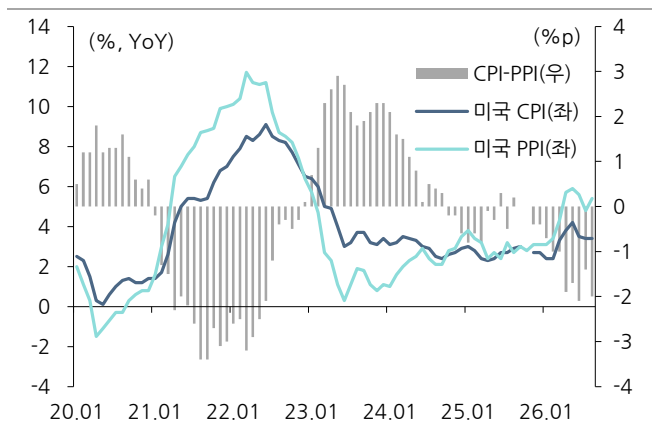
미국 8월 CPI는 전월대비 +0.4%, 전년대비 +3.4%를 기록하였고 PPI 역시 전월대비 +0.4%, 전년대비 +5.4%까지 높아졌다. PPI를 조금 더 나누어 보면 최종수요 상품가격은 +1.1% 상승한 반면 서비스가격은 +0.1%에 그쳤으며, 상품가격 상승의 4분의 3 이상은 +4.2% 상승한 에너지에서 발생하였다. CPI에서도 휘발유가격이 +3.9% 상승하여 전체 물가상승분의 3분의 1 이상을 설명한 만큼 생산자와 소비자물가에서 공통적으로 확인되는 부분은 에너지가격의 상승이다.

에너지와 식품을 제외한 미국 근원 CPI는 전월대비 +0.3%, 전년대비 +2.4%를 기록하였고, PPI에서도 식품·에너지·유통서비스를 제외한 가격은 전월대비 +0.3%, 전년대비 +4.7% 상승하였다. 헤드라인 물가에 에너지가격의 영향이 크게 반영된 것과 별개로 생산단계에서는 이를 제외한 가격도 여전히 높은 수준을 유지하고 있는 셈인데, 생산 단계에서 발생한 상승분이 소비자에게 얼마나 전가될 것인지는 조금 다른 문제로 볼 수 있다.

중국 8월 PPI 역시 전년대비 +3.8%로 7월의 +3.5%보다 상승폭이 확대되었고, CPI는 +0.8%, 근원 CPI는 +1.0%를 기록하였다. 에너지가격 상승이 생산자물가에 반영되었다는 점은 미국과 비슷하지만 PPI와 CPI의 상승폭에는 상당한 차이가 있으며, 특히 중국에서는 높은 에너지가격에도 내수의 약세가 전반적인 소비자물가 상승을 제한하고 있다. 같은 비용충격이 발생하더라도 생산단계에서 확인되는 가격과 소비자가 실제로 지불하는 가격이 반드시 같은 폭으로 움직이지는 않는다는 것을 확인할 수 있다.

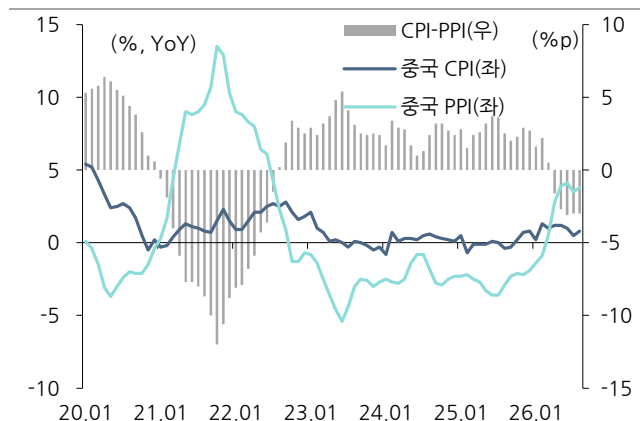
생산자물가는 기업이 제품을 판매하는 단계의 가격을 측정하고 소비자물가는 최종적으로 가계가 지불하는 가격을 측정하므로 두 지표 사이에는 기업의 가격결정 과정이 존재할 수밖에 없다. 이번 미국과 중국의 물가에서도 생산단계의 가격상승은 비교적 분명하게 확인되고 있지만 소비자가격까지 이어지는 정도는 다르게 나타나고 있으며, 결국 최근의 PPI 상승을 그대로 향후 CPI의 상승폭으로 연결하기보다는 높아진 비용이 최종가격으로 얼마나 이동하는지를 조금 더 살펴볼 필요가 있다.

그림 1. 생산자물가가 소비자물가로 필연적 전가되지 않음



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 2. 중국 물가에서도 생산비용을 아직 기업이 부담



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

금리를 올렸는데 성장률 전망도 높였다

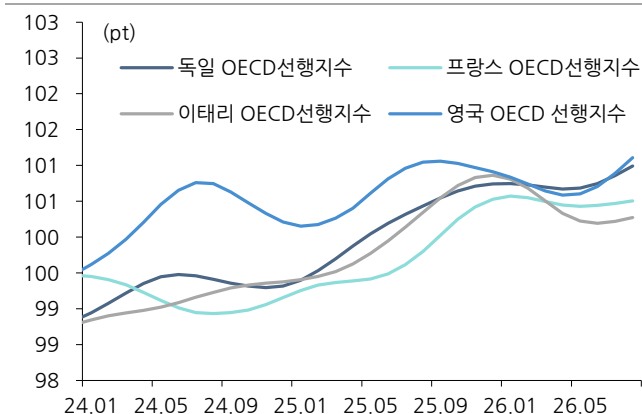
한편 ECB는 9월 통화정책회의에서 정책금리를 25bp 인상하여 예금금리를 2.50%로 높였으며, 이에 대한 배경으로 이란 전쟁이 물가압력을 발생시키고 있고 물가가 상당 기간 목표를 상회할 것이라는 점을 금리인상의 배경으로 제시하였다. 새롭게 제시된 전망에서도 소비자물가는 2026년 +3.0%, 2027년 +2.5%, 2028년 +2.1%로 예상되었고 근원물가 역시 각각 +2.5%, +2.6%, +2.3%로 당분간 2%를 상회하는 경로가 제시되었다. 물가전망이 다시금 높아진 만큼 실제 정책금리도 한 단계 높아진 것이다.

같은 전망에서 2026년 경제성장률은 기존 +0.8%에서 +0.9%, 2027년은 +1.2%에서 +1.4%로 상향조정되었으며 2028년은 +1.5%가 유지되었다. ECB는 예상보다 견조했던 유로존 경제를 전망 상향의 주된 이유로 제시하고 있는데, 금리를 인상한 시점에 성장률 전망도 같이 높아졌다는 것에 주목할 필요가 있다. 즉 물가상승에 대응하여 금리는 높아졌지만 적어도 현재까지 확인된 실물경기의 흐름에서는 기존 성장전망을 낮춰야 할 정도의 변화가 발생하지 않은 것으로 볼 수 있다.

특히 성장률 전망을 살펴보면 2분기 경제활동이 예상보다 강했고 실질소득과 노동시장, 인프라와 국방 관련 지출 및 AI 투자 등이 향후 성장에 긍정적인 요인으로 제시되고 있다. 반면 물가는 에너지 충격으로 단기적으로 높은 수준을 유지한 이후 2027년 중 점차 낮아지는 경로가 예상되고 있으므로 현재 ECB의 전망 안에서는 높은 물가와 성장률의 둔화가 반드시 같이 움직이는 것은 아니다. 금리인상이 있었음에도 성장률 전망이 높아진 이유도 이와 같은 실물경제의 흐름과 연결해서 볼 수 있다.

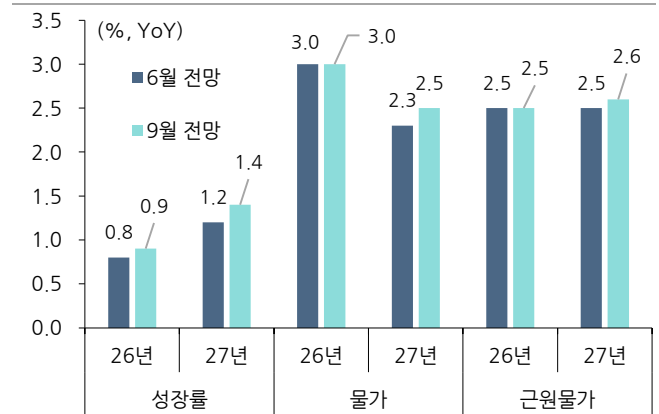
ECB는 이번에 금리를 인상하면서도 향후 특정한 금리경로를 제시하지 않았으며 물가전망과 근원물가의 움직임, 통화정책의 파급 정도를 확인하면서 회의별로 정책을 결정한다는 입장을 유지하였다. 현재 물가가 목표보다 높다는 것은 이번 금리인상의 충분한 근거가 되었지만 향후에도 물가상승률만큼 금리가 계속 높아지는 경로가 정해져 있는 것은 아니며, 특히 성장률 전망이 같이 상향된 상황에서는 지금의 금리수준이 실제 경제에 어느 정도 영향을 주는지도 같이 확인해야 할 것으로 생각된다.

그림 3. 유럽 주요국의 선행지수는 저점 확인후 반등 기조



자료: OECD, 상상인증권 리서치센터

그림 4. 유로존은 성장에 대한 전망 상향조정



자료: ECB, 상상인증권 리서치센터

물가 2%와 금리의 관계도 조금 다르게 볼 필요

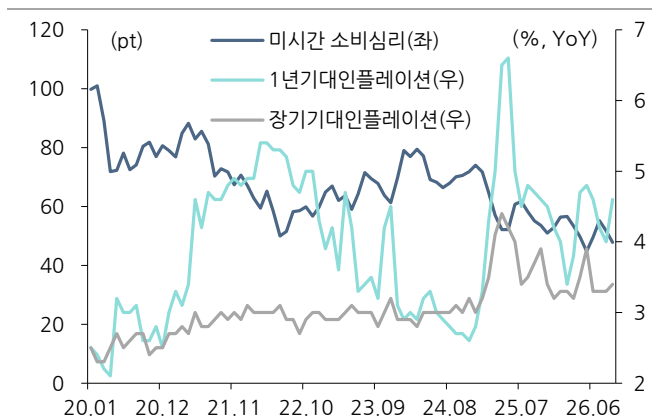
미국 9월 미시간 소비심리지수는 8월 51.7에서 47.8로 하락하였고, 현재상황지수는 51.9에서 50.9로 소폭 낮아진 반면 기대지수는 51.5에서 45.8까지 하락하였다. 특히 향후 1년 기대인플레이션은 4.0%에서 4.6%로 상승하면서 시장 예상보다 큰 폭으로 상승하였고, 장기 기대인플레이션 역시 3.3%에서 3.4%로 높아졌다. 이번 CPI가 전년대비 +3.4%였다는 점과 비교하면 소비자가 예상하는 향후 물가는 현재 확인되는 물가보다 상당히 높은 수준이다.

소비심리가 낮아진 이유에서도 물가와 연결이 확인된다. 미시간대 조사에서는 휘발유가격 상승과 무역긴장으로 소비자들인 향후 가계의 부담이 더 높아질 것으로 예상하고 있다고 설명하였는데, 1P에서 확인한 것처럼 최근 CPI 상승에서도 휘발유가격의 기여가 상당히 컸다. 생산자물가에서 시작된 비용이 아직 소비자가격 전체로 확산되었다고 보기는 어렵지만, 소비자의 물가에 대한 인식에는 조금 더 빠르게 반영되고 있는 것으로 볼 수 있다.

여기서 물가와 금리의 관계도 조금 나누어 볼 필요가 있다. 필자의 지난 *“경제전략 spinoff : back to the basic”* 자료에서 살펴본 BIS의 연구에서는 26개 중앙은행의 물가목표제 운용방식을 장기간 비교하였는데 물가목표의 운용방식이 단일한 2%에 고정되기도 물가의 지속성과 실물경제 여건을 같이 반영하는 방향으로 변화해 왔다는 점을 살펴보다. 이번 지표에서도 현재의 물가수준 자체보다 기대인플레이션이 얼마나 오래 유지되는지가 조금 더 중요한 문제가 될 수 있다. 에너지가격 상승으로 CPI가 일시적으로 높아지는 것과 높아진 물가에 대한 기대가 임금이나 가격결정으로 이어지는 것은 중앙은행 입장에서 같은 문제로 보기는 어렵다.

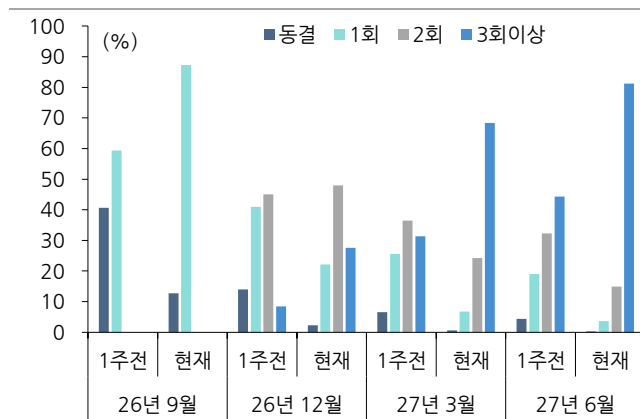
결국 이번주 지표에서는 생산단계의 가격상승, 소비자가격으로의 일부 전가와 함께 기대인플레이션의 상승까지 순서대로 확인되고 있다. 다만 ECB는 이와 유사한 물가상승 압력에도 성장률 전망을 높이면서 금리를 25bp 인상하였고, 미국에서도 아직 생산자물가 상승이 소비자가격에 모두 반영된 것은 아니다. 따라서 결국 향후 금리의 방향은 물가가 2%를 얼마나 상회하는가보다 지금의 비용상승이 소비자의 기대와 실제 가격결정에 어느 정도까지 남아 있는지에 조금 더 영향을 받을 가능성이 있다.

그림 5. 소비심리 지속 하락의 주된 원인은 기대물가 상승



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 6. Fedwatch 기준 미국 기준금리인상 확률 변화



자료: CME Fedwatch, 상상인증권 리서치센터

Compliance Notice

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