# KB Macro

## 미국: 관세 영향이 통화정책 대응 여력을 제한하지는 않을 것

KB증권

**Economist 권희진**
heejin.gweon@kbfg.com
**연구원 김세영**
seyeong.kim@kbfg.com

경제분석

**2025년 9월 12일**

더 많은 리포트 보기

**금리 인하 사이클의 변수인 물가에 대한 관세 인상 영향**

노동시장 둔화로 가계 소비 여력이 점차 제한되고 있다. 미국 경기의 온도가 식어가고 있음이 확인되면서, 'data-dependent'를 중시하던 연준이 금리 인하를 재개할 명분도 뚜렷하다. 이제 금리 인하의 필요성에는 모두가 동의하지만 인하 사이클의 변수는 물가다. 인플레이션이 재가속화되면 필요한 만큼의 인하를 내놓지 못할 우려가 있기 때문이다. 현 시점 물가에는 관세가 가장 큰 위협 요인인데, 시간이 지나면서 높아진 관세의 영향이 누적되어 증폭될 것인지가 관건이다.

**높아진 관세, 상품 가격에서 이미 조금씩 전가되고 있지만 가속화될 가능성은 제한적**

높아진 관세의 영향이 실제 상품 가격에서 이미 조금씩 관찰되고 있기는 하다. 게다가 관세가 오르기 전에 쌓아둔 재고 역시 이제 많이 소진됐다. 더 이상 재고로 대응하기 어려워지면서 향후 가격 인상이 가속화될 수 있다는 우려를 가질 수 있다.

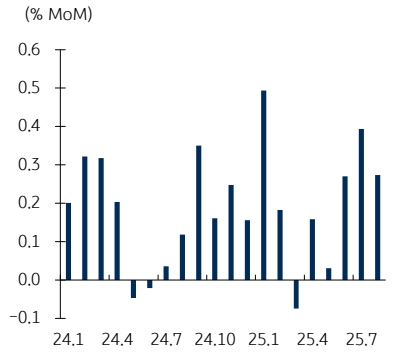
하지만 가격 데이터를 보면 이 가능성은 낮아 보인다. [그림 1]은 Cavallo, Llamas & Vazquez (2025)가 미국 주요 소매업체들에서 판매되는 상품을 수입제품과 미국 내 생산제품으로 나누고 매일 그 가격 추이를 추적한 것이다 (이는 비계절조정 데이터라, 연말 쇼핑시즌 할인과 그 직후 가격 정상화의 영향 등이 제거되지 않고 모두 반영되어 있다). 이 데이터를 살펴보면, 상품의 소매가격은 올해 초 관세 위협이 살벌하게 오갈 때에도 안정적인 수준을 지속하다가 관세가 실제 부과되기 시작한 3월부터 빠르게 올랐고, 7월 이후로는 상승세가 완화된 모습이다. 11일 발표된 소비자 물가 통계에서도 주거 제외 핵심 물가상승률이 4~7월 오름폭을 더해가다가 8월 들어 다소 낮아진 것을 확인할 수 있다. [그림 3]에서 보듯 트럼프 1기 때에도 관세에 따른 소매가격 상승은 대부분 관세 부과 후 100일 내에 마무리된 바 있다.

만약 유통업체들이 관세 인상 초기에는 재고로 대응하고 이후 가격을 올려 받는다면, 재고가 대폭 줄어든 6월부터 가격 상승률이 더 높아지고 있어야 했을 것이다. 하지만 실제 가격 추이는, 유통업체들이 관세 인상 전 재고를 쌓고 인상 직후 상품 가격들을 조금씩 올려서 쌓았던 재고를 판매했고, 7월 이후로는 높아진 가격으로 재고를 다시 축적하고 있지만 예전처럼 이를 판매 가격에 추가로 전가하지 못하는 상황임을 보여준다. 이는 개인 소비 여력이 작아지면서 소비자 수요가 둔화하고 가격에 더 예민해졌기 때문일 것이다. 8월 생산자 물가 중 무역서비스 (Trade Services) 항목이 올해 들어 가장 큰 폭 하락한 점도 유통업체의 마진 축소를 시사한다.

**금리 인하 재개에 걸림돌이 되지 않을 것**

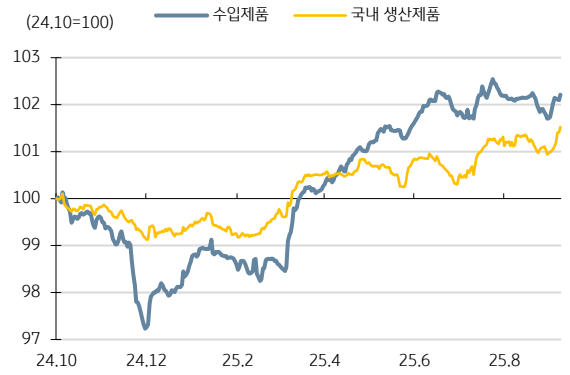
우리는 향후 관세가 추가로 인상되지 않는 이상 물가에 대한 관세 영향이 재차 증폭되어 나타나지 않을 것으로 예상하고 이전 자료 (4/18)에서의 시각을 유지한다. 확장적인 재정정책 및 통화 완화 기조로 소비자 수요가 다시 확대되면 기저의 물가 압력도 높아질 수 있지만 이는 빨라도 내년은 되어야 할 것이라, 인플레이션이 하반기 통화정책의 대응 여력을 제한하지는 않을 전망이다. 경기 둔화에도 불구하고 정책 기대로 금융시장도 비교적 견조한 흐름을 유지하고 있는데, 이는 가계의 금융소득 노출도가 커진 점을 감안하면 경제의 침체 가능성을 더 낮추는 요인이다.

**주거 제외 핵심 소비자 물가상승률: 관세 전가에 따른 인플레 우려 완화**



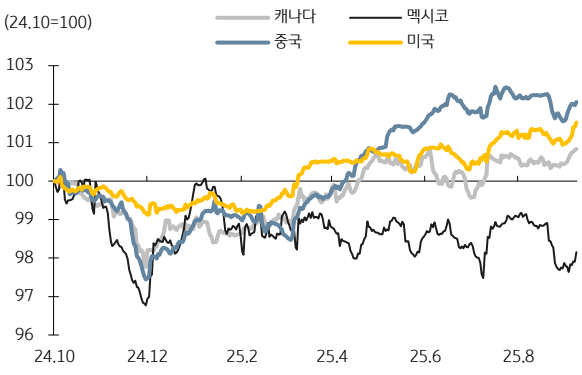

자료: CEIC, BLS, KB증권

### 그림 1. 미국 주요 소매업체 판매 상품의 일간 가격 추이: 관세 인상 직후 오르다가 최근 상승세 주춤



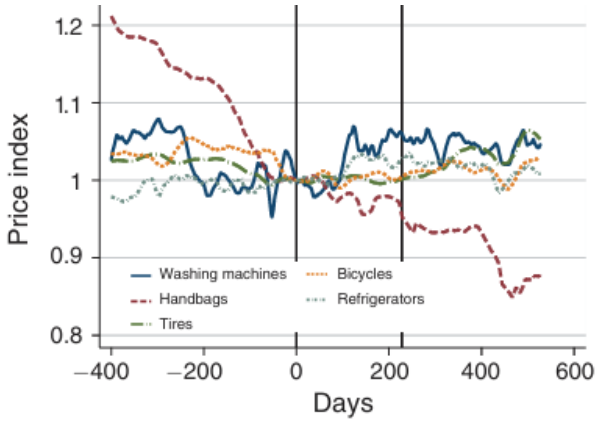

자료: Cavallo, Llamas & Vazquez (2025), Micro data from PriceStats
주: 9월 8일까지의 비계절조정 데이터 이용

### 그림 2. 원산지별 상품의 일간 가격 추이: 3~6월 수입제품의 가격 상승세는 대부분 중국산 제품에 기인



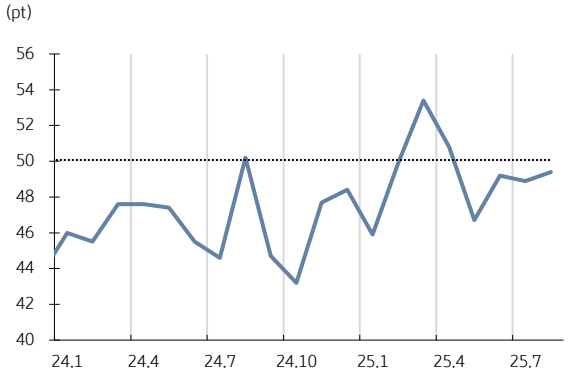

자료: Cavallo, Llamas & Vazquez (2025), Micro data from PriceStats
주: 9월 8일까지의 비계절조정 데이터 이용

### 그림 3. 트럼프 1기 당시 관세 인상된 품목의 미국 소매가격: 관세의 소매가 전가는 제한적이며 전가된다 해도 시차가 길지 않음




자료: Cavallo, Alberto, Gita Gopinath, Brent Neiman, and Jenny Tang. 2021. "Tariff Pass-Through at the Border and at the Store: Evidence from US Trade Policy." American Economic Review: Insights 3 (1): 19-34
주: 가로축은 각 품목에 관세 부과된 이후의 일 수를 가리킴. 228일의 검정 수직선은 세탁기 외 품목들에 대한 관세율이 10%에서 25%로 추가 인상된 시점

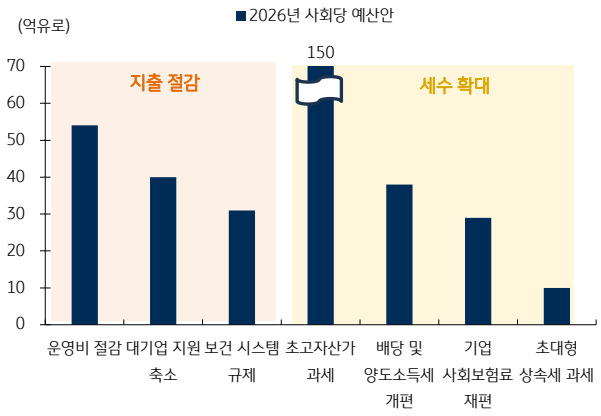
### 그림 4. ISM 제조업지수의 하위 재고지수: 재고는 3월 정점을 지나 4, 5월 급감한 후 최근 다시 재축적 중




자료: CEIC, ISM, KB증권

# 3 Picks

## 프랑스: 신임 총리 지명에도 사회당과의 협력 필요성 높아짐

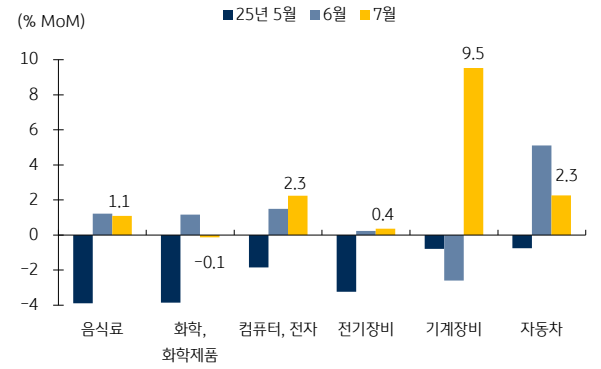



자료: 프랑스 사회당, KB증권

- 프랑스 바이루 총리가 의회의 불신임으로 물러난 뒤, 마크롱 대통령은 후임 총리로 르코르뉴 국방장관을 임명했다. 르코르뉴 국방장관은 마크롱 대통령 취임 후 지금까지 내각에서 활동해온 최측근 인물이라, 야당인 사회당은 이번 지명에 대해 사회적 불안과 제도적 마비의 위험을 감수하는 것이라고 비판하고 있다.

- 소수 여당이 예산안을 통과시키기 위해서는 중도좌파인 사회당과 합의점을 찾는 것이 관건이다. 바이루 전 총리는 지출 동결을 중심으로 438억 유로 절감을 주장했으나 (김일혁, 8/29), 사회당은 절반 수준인 217억 유로 절감을 제안하고 있다. 구체적으로 세수를 269억 유로 늘리고 운영비 등 140억 유로를 절감해, 사회보장분담금 인하 및 공공투자에 192억 유로를 지출하자는 것이다. 예산안 제출 마감일 (10/7)을 앞두고 교착 상태를 해소하기 위해 이러한 사회당의 요구를 일부 수용할 가능성이 높아지고 있다.

## 독일: 7월 산업생산, 기계장비 급등에 MoM +1.3%

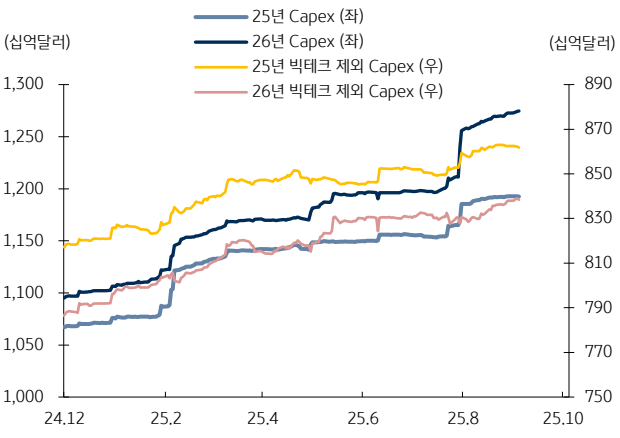



자료: CEIC, 독일 연방통계청, KB증권

- 독일 7월 산업생산은 전월대비 1.3% 증가하며 예상치 (1.0%)와 이전치 (-0.1%)를 모두 웃돌았다. 6월 수치도 -1.9%에서 -0.1%로 큰 폭 상향 조정됐다. 품목별로는 기계 장비 생산 증가폭이 가장 두드러졌으며, 컴퓨터•전자와 자동차 생산 등 전반적으로 고른 회복세를 보였다.

- 다만, 산업생산의 선행지표인 7월 제조업수주는 전월대비 2.9% 감소하며 3개월 연속 마이너스 성장 중이다. 소비재 수주가 4.3% 증가했으나, 중간재와 자본재가 각각 5.3%, 2.4% 감소하며 전체 수주를 끌어내렸다. 특히 해외수주의 변동성이 큰 데, 국내수주의 유의미한 반등이 나타나지 않고 있다. 정부 재정지출 영향이 본격화될 26년까지는 민간 수요 회복이 필요한 만큼, 제조업 경기의 본격적인 회복까지는 좀 더 장기화될 것으로 보인다.

## 미국: S&P 500의 25, 26년 Capex 전망치




자료: Factset, KB증권

- 8월 초를 기점으로 S&P500 기업들의 Capex 전망치가 큰 폭 증가했다. 빅테크 기업들이 2분기 실적발표에서 AI 시장 성장에 기반한 막대한 자본지출 계획을 발표한 영향이다. 다만 빅테크를 제외한 기업들의 Capex 전망치는 미미하게 증가해, 빅테크 기업들과 그 외 기업들의 괴리가 점차 커지고 있다.

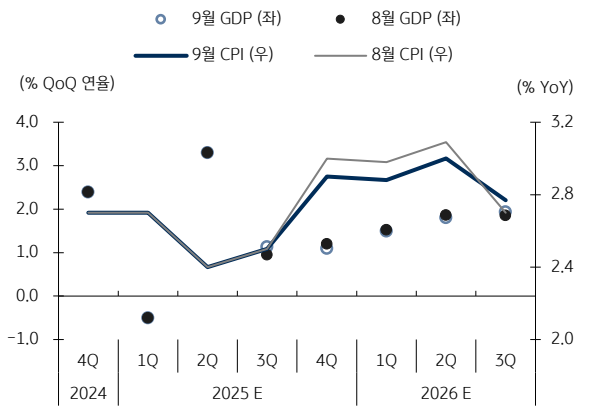
- 긍정적인 점은 각 지역 연은 조사에서 제조업 경기가 바닥을 통과하고 있다는 신호가 관찰된다는 점이다. 뉴욕 연은의 8월 엠파이어 스테이트 제조업 서베이 종합 지수와 신규주문 항목 모두 24년 11월 이후 가장 높은 수준을 기록했다. 댈러스 연은의 8월 텍사스 제조업 서베이 종합지수는 지난달 대비 소폭 하락했으나, 신규주문 지수는 5개월, 선적지수는 3개월 만에 플러스 전환했다. 미국 경기가 완만한 둔화국면에 있어 제조업 경기의 탄력적인 반등은 어렵겠지만, 저점은 점차 통과하고 있는 것으로 보인다.

**표 1. 글로벌 주요 경제지표 발표 일정 (9/7 ~ 9/21)**

| 날짜 | 국가 | 경제지표 | 단위 | 발표치 | 이전치 | 컨센서스 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 9/8 | 중국 | 8월 수출 | % YoY | 4.4 | 7.2 | 5.5 |
| | 미국 | 8월 뉴욕 연은 1년 기대인플레이션 | % | 3.2 | 3.1 | |
| 9/9 | 일본 | 8월 공작기계수주 | % YoY | 8.1 | 3.6 | |
| | 미국 | 8월 NFIB 소기업낙관지수 | pt | 100.8 | 100.3 | 100.5 |
| | 미국 | 미국 노동통계청 비농업고용 벤치마크 수정 | | | | |
| 9/10 | 한국 | 8월 실업률 | % | 2.6 | 2.5 | 2.5 |
| | 중국 | 8월 PPI | % YoY | -2.9 | -3.6 | -2.9 |
| | 중국 | 8월 CPI | % YoY | -0.4 | 0.0 | -0.2 |
| | 미국 | 8월 PPI | % MoM / % YoY | -0.1 / 2.6 | 0.7 / 3.1 | 0.3 / 3.3 |
| 9/11 | 한국 | 9월 1~10일 수출 | % YoY | 3.8 | -4.3 | |
| | 유로존 | 9월 ECB 통화정책회의 | % | 2.15 | 2.15 | 2.15 |
| | 미국 | 8월 CPI | % MoM / % YoY | 0.4 / 2.9 | 0.2 / 2.7 | 0.3 / 2.9 |
| 9/12 | 미국 | 9월 미시간대 소비자심리지수 | pt | | 58.2 | 58.0 |
| 9/15 | 중국 | 8월 소매판매 | % YoY | | 3.7 | 3.8 |
| | 중국 | 8월 광공업생산 | % YoY | | 5.7 | 5.6 |
| | 중국 | 8월 고정자산투자 | % YTD YoY | | 1.6 | 1.5 |
| 9/16 | 한국 | 8월 금통위 의사록 | | | | |
| | 유로존 | 9월 ZEW 서베이지수 | pt | | 25.1 | |
| | 유로존 | 7월 산업생산 | % MoM / % YoY | | -1.3 / 0.2 | 0.5 / - |
| | 미국 | 8월 소매판매 | % MoM | | 0.3 | 0.4 |
| | 미국 | 8월 광공업생산 | % MoM | | -0.1 | 0.0 |
| | 미국 | 9월 NAHB 주택시장지수 | pt | | 32 | 33 |
| 9/17 | 일본 | 8월 수출 | % YoY | | -2.6 | -1.9 |
| | 미국 | 8월 주택착공건수 | 만건, 연간화 | | 142.8 | 137.0 |
| | 미국 | 9월 FOMC | % | | 4.50 | 4.25 |
| | 유로존 | ECB 라가르드 총재 연설 | | | | |
| 9/18 | 일본 | 7월 핵심기계수주 | % MoM / % YoY | | 3.0 / 7.6 | -1.7 / 5.3 |
| | 유로존 | ECB 라가르드 총재, 슈나벨 이사 연설 | | | | |
| 9/19 | 일본 | 8월 CPI | % YoY | | 3.1 | 2.8 |
| | 일본 | 9월 BoJ 금정위 | % | | 0.50 | 0.50 |

자료: Bloomberg, KB증권 정리
주: 현지 시각 기준

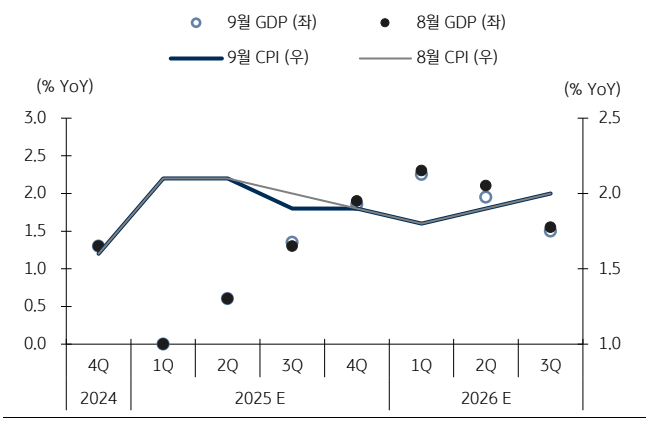
## 그림 5. 미국 GDP, CPI 컨센서스 변화




자료: Bloomberg, KB증권

주: 9월은 9/12, 8월은 8/12 기준

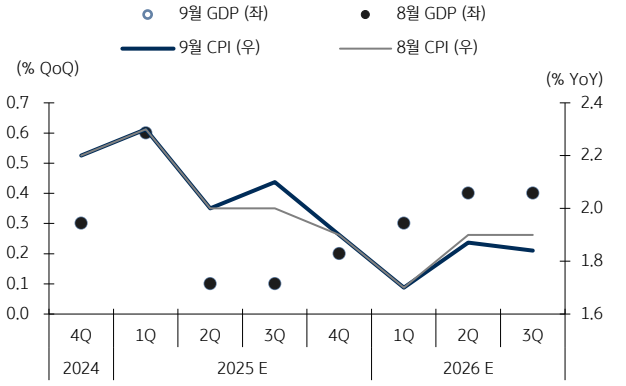
## 그림 6. 한국 GDP, CPI 컨센서스 변화




자료: Bloomberg, KB증권

주: 9월은 9/12, 8월은 8/12 기준

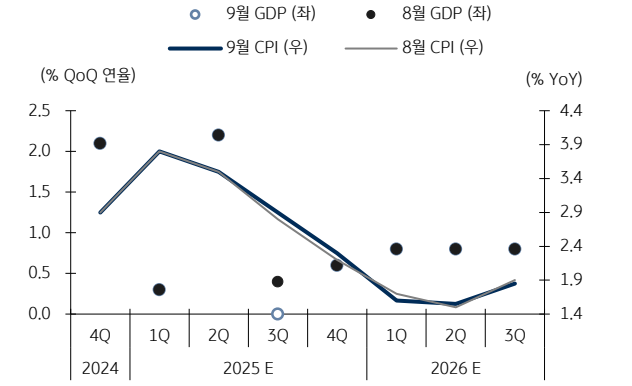
## 그림 7. 유로존 GDP, CPI 컨센서스 변화




자료: Bloomberg, KB증권

주: 9월은 9/12, 8월은 8/12 기준

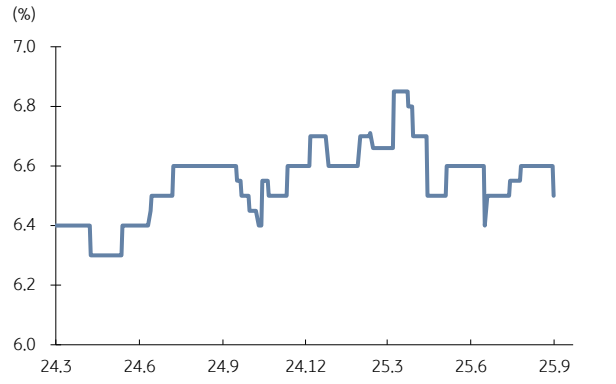
## 그림 8. 일본 GDP, CPI 컨센서스 변화




자료: Bloomberg, KB증권

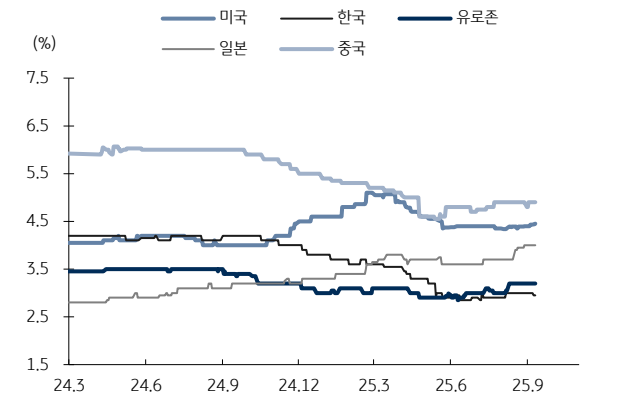
주: 9월은 9/12, 8월은 8/12 기준

## 그림 9. 글로벌 2025년 명목 성장률 컨센서스



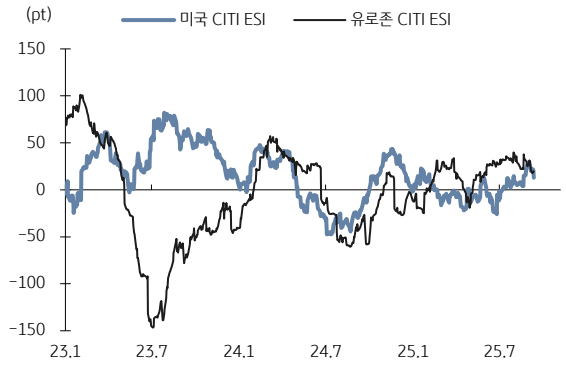

자료: Bloomberg, KB증권

## 그림 10. 주요국 2025년 명목 성장률 컨센서스



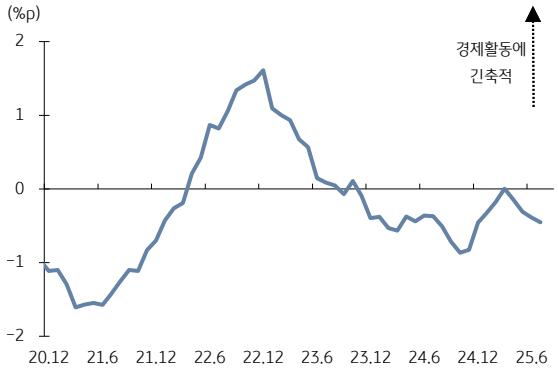

자료: Bloomberg, KB증권

### 그림 11. 미국, 유로존 경기서프라이즈 지수




자료: Bloomberg, Citi group, KB증권

### 그림 12. 미국 금융환경지수 (FCI-G)




자료: Bloomberg, FRB, KB증권

주: FCI-G는 Financial Conditions Impulse on Growth로, 직전 3개월간 금융 환경 (연방기금금리 및 국채/회사채 금리, 주가지수 등) 변화가 향후 1년 GDP 성장에 미치는 영향을 보여줌

### 표 2. 주요국 정책금리 변동 및 현황

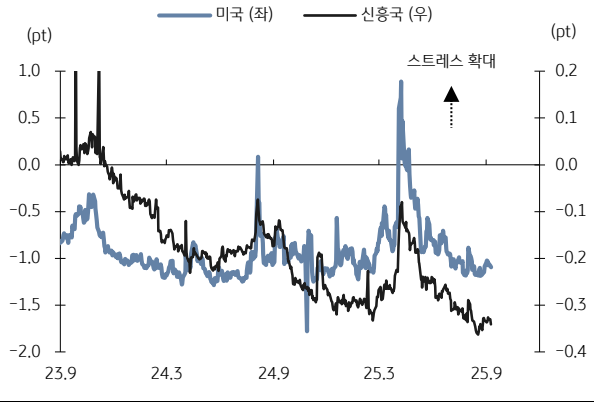
| 국가명 | 현재 정책 금리 | 직전 금리 결정 내용 | 직전 금리 결정일 | 다음 금리 결정 일정 |
|---|---|---|---|---|
| 미국 | 4.25~4.50 | 동결 | 7월 31일 | 9월 18일 |
| 중국 | 3.00 | 동결 | 8월 20일 | 9월 22일 |
| 유로존 | 2.15* | 동결 | 9월 11일 | 10월 30일 |
| 한국 | 2.50 | 동결 | 8월 28일 | 10월 23일 |
| 일본 | 0.50 | 동결 | 7월 31일 | 9월 19일 |
| 캐나다 | 2.75 | 동결 | 7월 30일 | 9월 17일 |
| 호주 | 3.60 | 25bp 인하 | 8월 12일 | 9월 30일 |
| 인디아 | 5.50 | 동결 | 8월 6일 | 10월 1일 |
| 브라질 | 15.00 | 25bp 인상 | 7월 31일 | 9월 18일 |

자료: Bloomberg, KB증권

주1: 한국 시각 기준

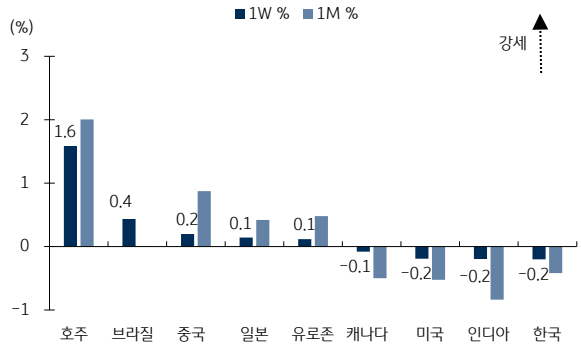
주2: 중국= 1년물 LPR, 유로존= ECB 재융자 금리, 일본= 정책금리잔고 적용 금리

### 그림 13. 금융 스트레스 지수 (OFR FSI)




자료: Bloomberg, OFR, KB증권

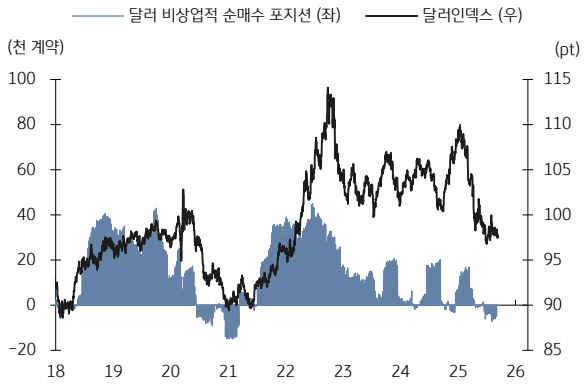
### 그림 14. 달러화 대비 주요국 통화가치 변화율




자료: Bloomberg, KB증권

주: 9/12 기준, 달러화 대비, 미국은 DXY지수를 이용

### 그림 15. 달러 비상업적 순매수 포지션과 달러지수




자료: Bloomberg, KB증권

## 투자자 고지 사항

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.