별 걸 다 보여주는 매크로

약했던 체력과 균열

김호정 Economist
02 3770 3630
hojung.kim@yuantakorea.com

임지윤 Research Assistant
02 3770 3527
jiyoon.lim@yuantakorea.com

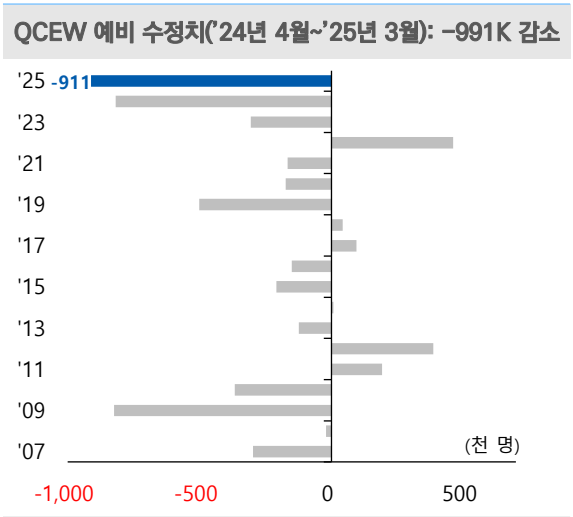
유안타증권
Yuanta Securities (Korea)

01 별걸 다 보여주는 매크로

QCEW 노동지표 예비 수정치: 이제는 경기 둔화를 우려할 때(1)

이번 주 발표된 **QCEW(Quarterly Census of Employment and Wages) 예비 수정치**는 미국 노동시장의 기초 체력이 기존 인식보다 훨씬 약했음을 보여주었다. 수정치는 2025년 3월까지 1년간의 고용 규모를 **91만 1천 명(–0.6%) 하향 조정**했으며, 이는 2000년 이후 최대 폭, 비율 기준으로는 2009년 금융위기 이후 가장 큰 수준이다. 특히 이 가운데 **88만 명이 민간 부문에서 줄어들었다는 점**이 주목된다. 기존 통계는 2024년 4월부터 2025년 3월까지 민간 일자리가 약 150만 개 늘어난 것으로 보였으나, 수정 후에는 약 60만 개 증가에 불과했다. 이는 월평균 +5만 개 수준으로, 과거에 발표된 실업률 통계를 직접적으로 수정하는 것은 아니지만, 현 실업률 수준을 유지하기 위해 필요한 최소한의 일자리에 못 미치는 수치이다. 즉, 고용지표가 강해 보였던 시기에도 **실제로는 민간 부문의 체력이 예상보다 더 약했고, 이는 향후 소비·임금·기업 매출 둔화로 이어질 수 있다는 신호다.**

이번 수정치는 통계 기법의 특성과도 관련된다. 매월 발표되는 **비농업고용보고서(NFP)**는 약 65만 개 사업장을 **표본**으로 추정하는 반면, **QCEW**는 약 1,150만 개 사업장 **전수**를 기반으로 한다. 따라서 연간 벤치마크 수정에서 큰 차이가 발생할 수 있으며, 이번처럼 –91만 명이라는 규모는 헤드라인 지표가 얼마나 과대평가되어 왔는지를 드러낸다. 특히 조정은 도매·소매, 레저·숙박, 전문 서비스, 제조업 등 대부분의 산업과 다수 주(州)에 걸쳐 나타났다.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

이런 점에서 최근의 고용 둔화는 단기 현상이 아니라, 이전부터 **누적된 중기적 취약성을 반영하고 있음을 의미**한다. 정치적 파장도 거세다. 트럼프 대통령은 이번 수정치를 **근거로 "Biden's economy was a disaster, BLS is broken"이라며 BLS 통계 신뢰성을 공격**했고, 노동부 역시 이번 수정치를 두고 "국민이 데이터의 무결성을 의심할 이유가 더 커졌다"고 우려를 표명했다.

그러나 이는 단순 통계 조작이 아닌, 지표 산출 시 적용되는 기업의 **'생성-소멸(Birth-Death) 모델'의 왜곡** 및 **이민자 집계 문제** 등 구조적 요인의 산물이라는 것이 전문가들의 공통된 설명이다. 실제로 불법 이민자는 실업보험 데이터에 잡히지 않기 때문에, 초기 고용 추정과 QCEW 간 괴리가 커졌다는 지적도 제기된다.

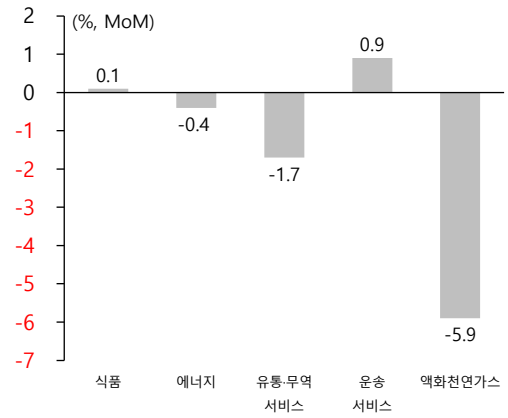
QCEW 노동지표 예비 수정치: 이제는 경기 둔화를 우려할 때(2)

사실상 QCEW 수정치의 대폭 하향 조정은 예견된 일이었다. 제롬 파월 의장도 잭슨홀 연설에서 이미 QCEW 기반 하향 조정 가능성을 공개적으로 언급한 바 있어, 이번 발표는 "새로운 충격"보다는 "기존 우려의 확인" 성격이 크다. 결국 이번 수정치는 단순히 노동 둔화를 넘어 **경기 둔화 우려**까지 불러일으키며, 9월 이후 연준의 완화 경로(속도와 횟수)에 중요한 근거로 작용할 전망이다.

8월 PPI: 기업의 비용 흡수와 경기 둔화 신호(1)

8월 생산자물가지수(PPI)는 예상보다 큰 폭으로 하락하며 경기 둔화 우려를 자극했다. 헤드라인PPI는 전월 대비 –0.1% 하락하며 전년 대비 +2.6% 상승에 머물렀다. 식품·에너지를 제외한 근원PPI(Core PPI) 역시 전월 대비 –0.1% 감소해 전년 대비 +2.8% 상승에 그쳤고, 이는 전월치(+3.4%)보다 크게 낮아진 수치이다. 세부적으로는 서비스 부문이 전월 대비 –0.2% 감소하며 전반적인 하락을 주도한 반면, 상품 부문은 +0.1% 상승에 그쳤다.

8월 PPI 품목별 전월 대비 상승률



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

특히 도·소매 무역 서비스 비용 둔화가 PPI 전체를 끌어내리며 7월 급등분을 상당 부분 되돌렸다. 이번 PPI 하락의 본질은 **기업들이 관세로 인한 비용 충격을 소비자 가격에 전가하지 못하고 내부적으로 흡수하고 있다는 점**이다.

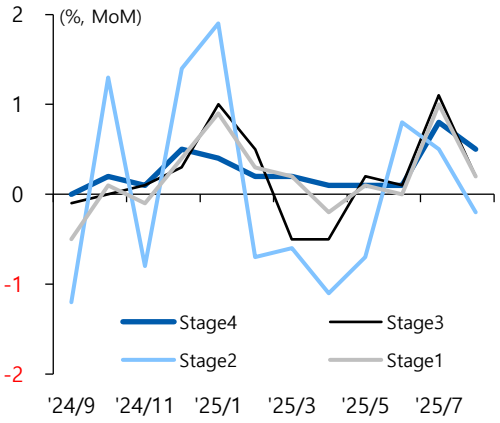
단계별 투입물가 흐름 (Stage1~4)을 살펴보면 지난 6~7월 당시에 이미 중간재 가격이 크게 상승했으나, 8월에는 최종 단계 전가가 제한적이었다.

상대적으로 소비자 수요에 가까운 Stage 4 가격은 7월 MoM +0.8%, 8월 MoM +0.5%로 여전히 높았음에도 최종수요 PPI의 상승폭은 제한적이었는데, 이는 유통·도매 부문이 마진을 희생하면서 충격을 차단했기 때문이다. 실제로 유통·무역 마진은 전월 대비 –1.7% 감소(전월 +1.0% 상승을 반납)했고, 수출 무역 마진 –1.8%로 일제히 하락했다. 즉, **실질 구매 비용은 상승했지만 최종 소비자 가격은 억제되며, 그 부담은 기업 이익 감소로 귀결**되고 있다.

8월 PPI: 기업의 비용 흡수와 경기 둔화 신호(2)

결국 이번 헤드라인 PPI 하락을 금리 인하 명분 확보로 해석하기보다는, 기업들이 비용을 소비자에게 전가하지 못할 정도로 수요 기반이 취약하다는 점에서 경기 둔화 우려로 읽어야 한다. 기업들의 방어적 마진 축소는 향후 내수와 기업 이익 둔화로 이어질 가능성을 내포한다. 따라서 9월 FOMC에서 금리 인하 결정은 정당화될 수 있으나, 동시에 연준이 경기 둔화 속도를 얼마나 빠르게 인정할지가 향후 정책 경로의 핵심 변수가 될 것이다.

PPI 단계별 중간재 수요 전월 대비 증감률



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

8월 CPI: 서비스 중심 상승, 관세 충격은 제한적(1)

8월 소비자물가지수(CPI)는 컨센서스에 부합하며 전반적으로 안정적인 흐름을 보였다. 근원 상품(Core Goods)은 전년 대비 +1.5% 상승했고, 3개월 연율로는 +2.8%를 기록했다. 주거비(Shelter)는 +3.6%로 둔화세를 이어갔으며, 근원서비스(주거 제외)는 +3.3%로 전년 대비 완화된 모습을 보였다.

세부적으로 보면, **근원 상품의 상승률**(MoM +0.27%)은 **근원 서비스**(MoM +0.35%)보다 낮았으며, 근원 서비스 상승은 여전히 주거비 항목이 주도했다. 주거비 외에는 항공료가 MoM +5.9% 상승하며 서비스 물가를 끌어올렸지만, 이는 계절적 요인에 따른 일시적 현상으로 평가된다. 실제로 **CPI의 선행 지표인 PPI 기준 항공료 상승률은 +1.0%에 그쳐 PCE에는 제한적으로 반영될 전망**이다. 또한 **슈퍼코어CPI**(주거비 제외 Core Services)는 MoM +0.22%로 전월(+0.55%)보다 둔화되며 **서비스 전반의 과열세가 완화되는 모습**도 관찰된다.

한편 **근원 상품** 물가 측면에서는 주요 가전제품(-1.1%), 의류(+0.5%), 전화 하드웨어(+0.3%), 소프트웨어(-5.5%) 등 전반적으로 상승 압력이 제한적이었고, 관세 효과가 뚜렷하게 드러나지 않았다. 결국 **8월 CPI는 관세 충격보다는 서비스 물가가 상승을 주도**한 것으로 해석된다. 이는 기업들이 일정 부분 마진을 희생하고 있음을 시사하며 관세 충격이 일시적(transitory)일 것이라는 **크리스토퍼 월러 연준 이사**의 견해와도 맞닿아 있다.

8월 CPI: 서비스 중심 상승, 관세 충격은 제한적(2)

이처럼 서비스 가격 기여도가 주거비에 한정적이고 상품 물가는 제약된 흐름을 보이면서, 기업들이 관세 충격을 소비자 가격에 전가하지 못하고 비용을 내부적으로 흡수하고 있음을 시사한다. 나아가 고용 및 PPI 지표와 함께 감안할 때, 향후 인플레이션 압력이 완화될 여지가 있다는 점에서 통화 완화적 정책 경로를 뒷받침하는 결과로 평가된다.

리사 쿡 해임 법적 분쟁과 파장

연방 법원은 트럼프 대통령이 단행한 리사 쿡 연준 이사 해임 조치를 일시적으로 중단시키며, 쿡의 직무 복귀를 명령했다. 워싱턴 D.C. 지방법원의 지아 콥 판사는 "연방준비제도법이 요구하는 '정당한 사유(for cause)' 요건을 충족하지 않았다"며 쿡이 소송에서 승소할 가능성이 크다고 판시했다. 이에 따라 쿡은 오는 9월 18일 예정된 FOMC 회의에서 정상적으로 의결권을 행사할 수 있게 되었다. 이는 연준 내 투표 구도에 영향을 미칠 수 있는 중대한 결정이다.

트럼프 대통령은 쿡이 주택담보대출 신청 과정에서 허위 정보를 제출했다는 의혹을 근거로 해임을 강행했으나, 이는 사실상 연준의 독립성을 약화시키고 이사회 자리를 재편하려는 의도로 해석된다. 실제로 법원은 대통령의 **'광범위한 해임 재량'을 인정하지 않고, 연준 이사 해임 사유를 "직무 수행 중 발생한 비효율·태만·위법 행위"로 한정했다.** 이번 판결을 통해 쿡의 임기가 2038년까지 보장되어 있는 만큼, 소송이 장기화될 경우에도 직무 수행 가능성이 높다.

이번 복직 결정은 단순히 9월 FOMC 의결권 문제를 넘어, 연준의 제도적 독립성이 정치적 압력에도 흔들리지 않음을 확인시켜주는 계기가 되었다. 더 나아가 해당 이슈가 미국 헌정질서에서 권력분립을 명확히 하는 효과를 낳는 만큼, 트럼프 정권의 스탠스에도 제동이 걸릴 가능성이 크다.

트럼프 행정부가 추진한 관세 협정의 위법 여부가 내년 2월 판결로 가려질 예정인데, 이로 인해 미국 내 정치적 불확실성에 대한 경계심은 지속될 수 있다. 쿡 이사의 복귀는 이러한 맥락 속에서 연준이 정치적 간섭을 방어하며 일관된 정책 신뢰를 유지할 수 있음을 상징하며, 향후 금리인하 속도와 관세 관련 불확실성이 맞물리며 정책 경로의 핵심 변수로 작용할 전망이다.

Appendix

미국 도소매상의 비용 관련 처리 방식과 물가 압력

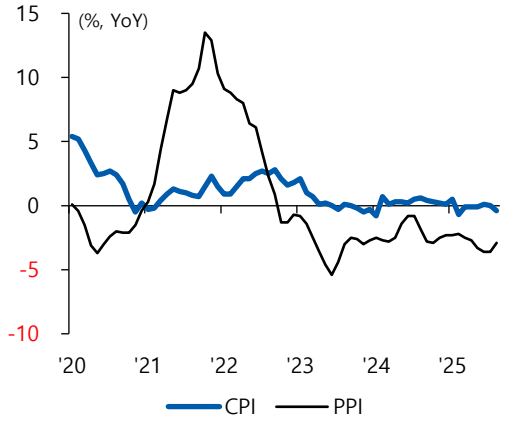
분류	항목	7월 MoM (%)	8월 MoM (%)	전월 대비 변화
1. 도매상이 소매상에게 비용 전가한 항목	Machinery & Equipment Parts/Supplies 도매	1.6	1.4	설비·부품 유통 상승폭 속도는 둔화
	Apparel 도매	1.8	4.6	의류 시즌 물류/원가 전가 강화
	Paper & Plastics 도매	5.7	0.4	포장·플라스틱 단가 소폭 전가
2. 도매상이 비용 증가를 마진에 흡수한 항목	Machinery & Vehicle 도매	1.6	-3.9	전월 대비 마진 축소(가격 인하/프로모션), 전가 약화
	Professional & Commercial Equipment 도매	11.1	-5.2	B2B 설비 수요 둔화 → 도매 마진 조정
	Chemicals 도매	1.3	-3.8	기초화학 가격 약세 반영, 흡수 지속
	Food & Alcohol 도매	2.6	-0.2	식음료 도매 마진 소폭 축소 (프로모션/재고조정)
3. 소매상이 소비자에게 비용 전가한 항목	Apparel/Jewelry/Footwear 소매	-2.8	0.6	시즌성 수요·신상품 반영, 전가 재개
	Computer HW/SW 소매	3.5	3.1	IT 제품 가격 지속 전가
	Sporting Goods(보트 등 포함) 소매	-1.0	6.6	레저 수요 회복 구간의 마진 정상화
	Automotive Parts(타이어 포함) 소매	0.7	0.2	정비·부품비 소폭 전가
4. 소매상이 비용 증가를 마진에 흡수한 항목	Fuels & Lubricants 소매	4.5	-0.6	유가 변동 흡수
	TV/Video/Photo 장비 소매	4.2	-5.6	프로모션 지속, 가격 인하 폭 확대
	Automobiles (부분) 소매	-11.4	-1.2	재고개선·판촉 영향, 전가 약화
	Food & Alcohol 소매	0.7	-1.5	할인 확대(식품 인플레 완화 반영)
	Hardware/Building Materials 소매	-1.2	-0.4	주택 경기 둔화 지속, 비용 흡수 기조 유지

상품 단계별 분류와 물가 압력

Stage	Category	Subcategory	7월 MoM (%)	8월 MoM (%)	전월 대비 변화
Stage 1	Headline	Stage 1의 중간 수요	1.0	0.2	7월 급등 후 상승폭 둔화 (초기 투입 압력 완화)
	Goods	식품 및 에너지를 제외한 상품	1.0	0.7	완만한 상승으로 둔화
	Services	도소매·운송 제외 서비스	1.2	0.0	보합 전환(서비스 비용 급등 진정)
Stage 2	Headline	Stage 2의 중간 수요	0.5	-0.2	하락 전환(에너지 급락 영향)
	Goods	에너지 관련 상품	1.2	-2.7	급반락(천연가스·원유 약세 주도)
	Goods	식품 및 에너지를 제외한 상품	1.1	0.2	상승폭 축소(비에너지 원자재 안정)
	Services	도소매·운송 제외 서비스	0.3	0.3	꾸준한 상승 압력 지속
Stage 3	Headline	Stage 3의 중간 수요	1.1	0.2	정상화(7월 반등 뒤 진정)
	Goods	식품	3.4	-0.8	하락 전환(우유 등 식품가격 조정)
	Goods	식품 및 에너지를 제외한 상품	0.6	0.4	6월 급락(+0.6%) 후 재반등 지속
	Services	도소매·운송 제외 서비스	0.1	0.6	상승 확대
Stage 4	Headline	Stage 4의 중간 수요	0.8	0.5	완만한 상승 유지 (최종단 압력 견조하나 속도 둔화)
	Goods	식품 및 에너지를 제외한 상품	0.6	0.6	물가 압력 지속 (기계·전기·금속 가격 소폭 상승 지속)
	Services	도소매·운송 제외 서비스	0.8	0.9	서비스 물가 압력 지속 확대

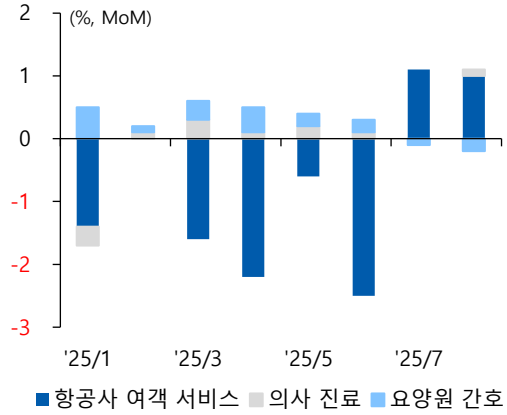
자료: 미국 노동통계국, 유안타증권 리서치센터

8월 중국 CPI·PPI 각각 YoY -0.4%, -2.9% 기록



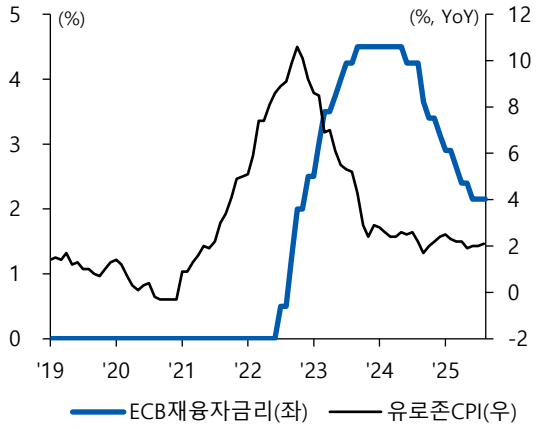
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

PCE에 반영되는 PPI 주요 항목의 전월 대비 증감률



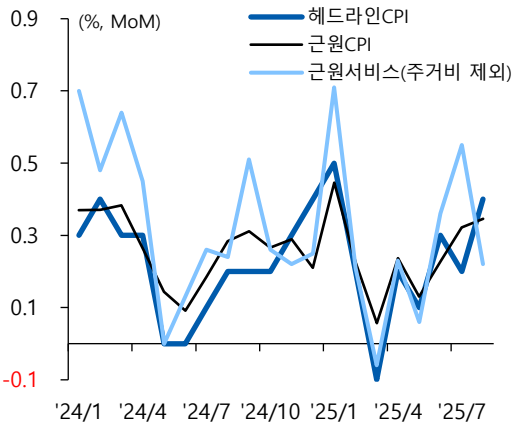
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

ECB 금리동결(단기수신금리: 2.00%, 재융자금리: 2.15%)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 8월 CPI MoM +0.4% 기록



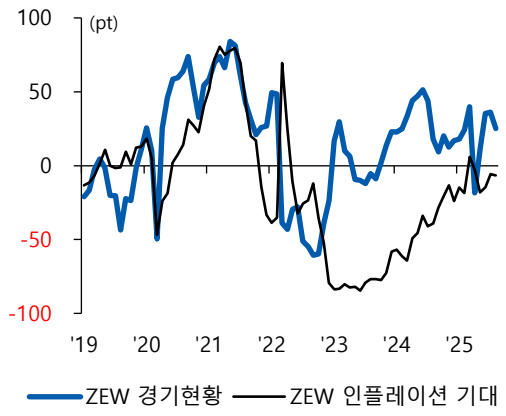
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

지난주 주요 경제 지표 발표 결과

발표일자 (한국시간 기준)	국가	경제지표 (이벤트)	기간	예상치	발표치	이전치
9월 9일(화)	일본	공작기계 수주 YoY	8월 P	-	8.1%	3.6%
	미국	NFIB 소기업 낙관지수	8월	100.5	100.8	100.3
9월 10일(수)	한국	실업률	8월	2.5%	2.6%	2.5%
	중국	PPI YoY	8월	-2.9%	-2.9%	-3.6%
	중국	CPI YoY	8월	-0.2%	-0.4%	0.0%
	미국	PPI MoM	8월	0.3%	-0.1%	0.9%
9월 11일(목)	유로존	ECB 단기수신금리	9월 11일	2.00%	2.00%	2.00%
	미국	CPI MoM	8월	0.3%	0.4%	0.2%
9월 12일(금)	미국	미시간대 소비자기대지수	9월 P	56.0	-	55.9

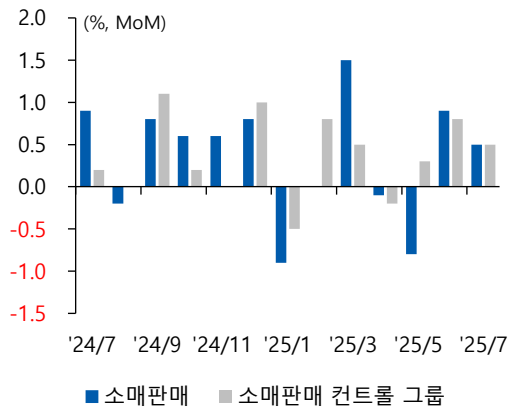
주: A 예비치, P 잠정치, F 확정치

9월 유로존 ZEW 경기기대지수 발표 예정(이전치: 25.1pt)



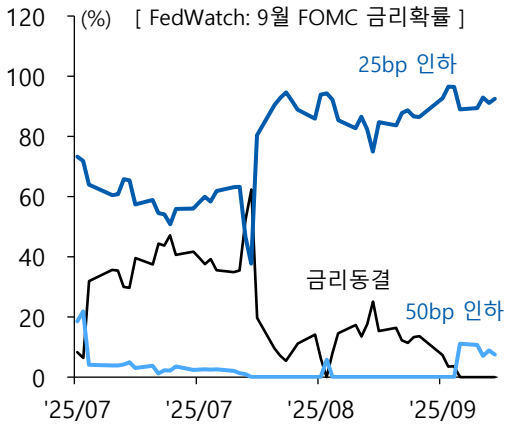
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

8월 미국 소매판매 발표 예정(컨센: MoM +0.3%)



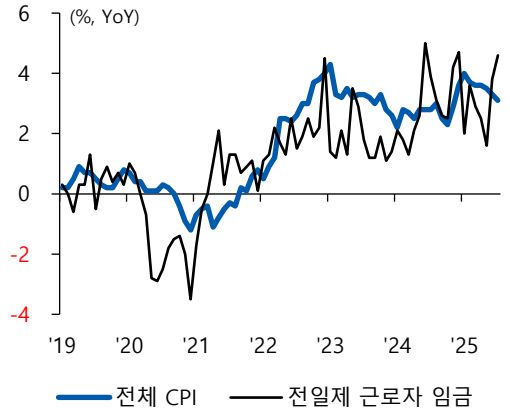
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

9월 18일 FOMC 금리 발표 예정(이전치: 4.25%~4.50%)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

9월 19일 BOJ 금리 발표 예정(이전치: 0.50%)



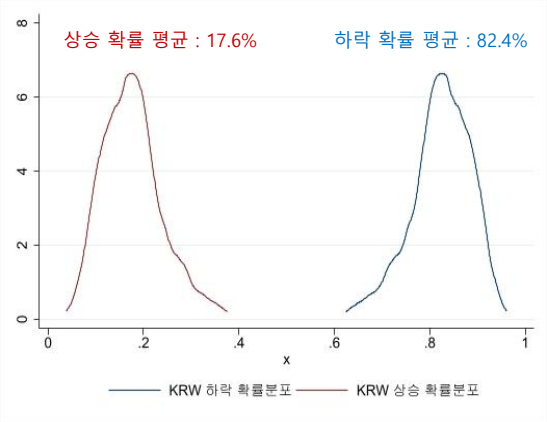
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

이번주 주요 경제 지표

발표일자 (한국시간 기준)	국가	경제지표 (이벤트)	기간	예상치	발표치	이전치
9월 15일(월)	중국	소매판매 YoY	8월	3.9%	-	3.7%
9월 16일(화)	유로존	ZEW 경기기대지수	9월	-	-	25.1
	미국	소매판매 MoM	8월	0.3%	-	0.5%
	미국	기업재고 MoM	7월	0.2%	-	0.2%
	미국	NAHB 주택시장지수	9월	-	-	32.0
9월 17일(수)	미국	건축허가	8월 P	137.0만 건	-	136.2만 건
9월 18일(목)	미국	FOMC 금리결정 (상한)	9월 18일	4.25%	-	4.50%
9월 19일(금)	일본	전국 CPI YoY	8월	-	-	3.1%
	일본	BOJ 금리결정	9월 19일	-	-	0.50%

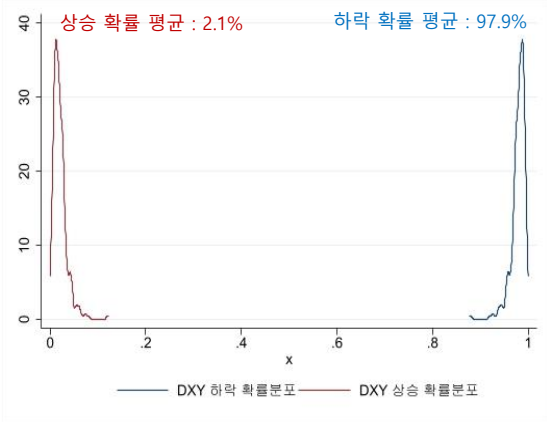
주: A 예비치, P 잠정치, F 확정치

다음주 KRW 상승/하락 확률 분포



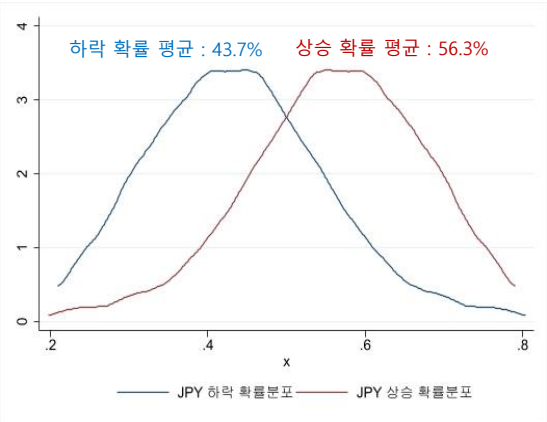
주: 신경망모형을 통해 필자 직접 분석

다음주 DXY 상승/하락 확률 분포



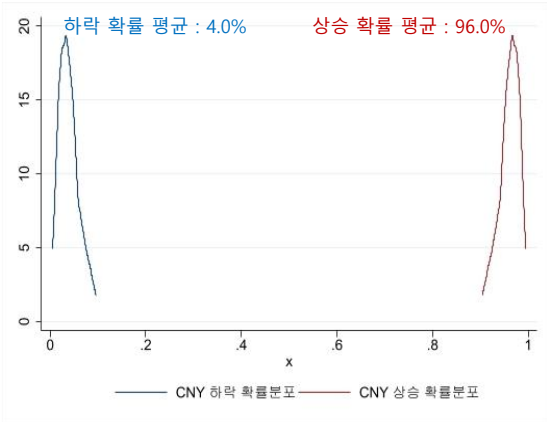
주: 신경망모형을 통해 필자 직접 분석

다음주 JPY 상승/하락 확률 분포



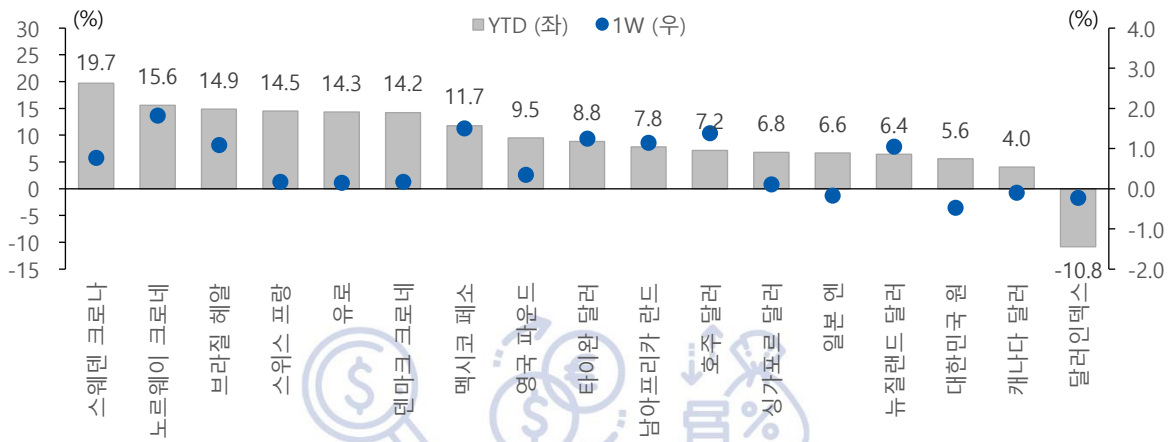
주: 신경망모형을 통해 필자 직접 분석

다음주 CNY 상승/하락 확률 분포



주: 신경망모형을 통해 필자 직접 분석

주요 통화 YTD & 주간 변동률



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 / 주: 2025년 9월 12일 종가 기준

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김호정)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 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.

유안타증권
Yuanta Securities (Korea)