

2023. 8. 7

경제脈

미국 7월 고용: 회복세 약화 징후

▲ 경제분석

Economist 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

- ✓ 취업자수 증감은 기대 하회, 실업률/임금은 기대를 웃돌며 여러 해석 가능성을 시사
- ✓ 노동시장 회복세 약화를 시사하는 징후들: 1) 임시/일용직 고용의 연속적 감소, 2) 근로시간 및 취업자수 고려한 총노동소득 증가세 둔화, 3) 파트타임 일자리만 구할 수 있는 인원의 증가
- ✓ 고용조정 유발되는 심각한 약화는 아니나 노동시장 downturn 진입 가능성에 무게

미국 7월 고용동향: 회복세 약화를 시사하는 몇 가지 징후들

미국 7월 비농업 고용이 18.7만 명 늘면서 시장 기대를 하회했지만, 실업률이 3.5%로 낮아지고 시간당 임금이 전월대비 0.4% 오르며 기대를 웃돌았다. 어떤 측면을 보느냐에 따라 해석의 여지가 분분할 텐데, 금융시장은 회복세 약화 내지는 과열 완화에 무게를 좀 더 실는 모습이다. 몇 가지 데이터가 이를 뒷받침해 주고 있다.

Payroll: 취업자수는 최근 들어 구인건수가 늘고 있는 몇 개 업종(도매, 정부, 교육, 건설)을 제외하고는 고용증가폭이 줄거나(레저/여가) 감소(IT)하고 있다. 이러한 가운데 임시직/일용직 고용이 6개월 연속 감소한 것이 눈에 띈다. 과거 노동시장 downturn의 선행지표였으며, 기업들의 적극적 고용 의향 후퇴 가능성을 시사한다.

Wage: 시간당 임금상승률이 4.3~4.4%를 유지하는 것은 과거 저임금 일변도의 취업자수 믹스에서 벗어났기 때문이다. 금융시장은 이보다 시간당 임금에 주당 근로시간과 취업자수를 곱한 총노동소득 proxy를 주목하는 것으로 보인다. 이를 기준으로 보면 6월 대비 명백히 상승세가 둔화되었다.

실업률: 지금까지의 흐름만 보면 흠잡을 데 없다. 다만 아랫단에서 파트타임만 구할 수 있는 사람 수가 늘고 있다는 점은 우려 요인이다. U-5나 U-6 등 광의실업률이 먼저 상승하고, 뒤이어 Headline 실업률이 상승할 개연성을 시사하는 것이기에 예의주시해야 할 부분이다.

소결론: 노동시장 과열은 완화된다고 회복세는 약화되는 모양새이나, 물리적인 고용 감소를 유발할 정도로 노동시장이 악화될 징후는 아직 보이지 않는다. 우리는 미국 경제전망에 있어 No recession 진영에 머물러 있다.

[補論] 미국 7월 CPI preview

당사는 미국 7월 Headline과 Core CPI가 각각 전년대비 3.3%와 4.6% 상승할 것으로 추정한다. 전자의 상승폭은 유가 및 식료품 영향으로 8~9월까지 커지지만 후자인 Core는 추세적인 둔화를 예상한다. 당사가 추적하는 Core CPI의 모든 선행지표(ISM 공급자배송시간, Manheim 중고차 가격, Zillow.com 임대료 실거래가, Atlanta Fed Wage Growth Tracker)는 핵심물가의 디스인플레이션을 지지하고 있다.

미국 7월 고용: 회복세 약화의 증거들을 중심으로

미국 취업자수 증분은 예상 하회.
실업률, 임금은 예상 상회

미국 노동통계국에 따르면, 7월 비농업 취업자수는 전월대비 18.7만 명 증가하며 시장 컨센서스(20만 명)를 하회하였고, 5~6월 취업자수 실적치도 속도치 대비 4.9만 명 하향 조정되면서, 시장이 기대하였던 취업자수 증가 경로를 6.2만 명 하회하게 되었다. 반면 실업률은 3.50%로 6월(3.57%) 대비 낮아졌고, 시간당 평균임금도 전월대비 0.4% 상승하며 시장 기대(0.3%)를 웃돌았다.

관점에 따라 해석이 엇갈릴
소지가 다분함

고용의 어떤 측면을 보느냐에 따라 해석의 여지가 분분한 결과이다. 취업자수를 보는 관점에서는 노동시장의 과열이 기대 이상으로 완화되었다고 볼 수 있다. 7월 고용 발표 이후 미 국채 10년물 수익률이 4.04%로 전일대비 14.7bp 하락한 것이나, 오스틴 굴스비(시카고)와 라파엘 보스틱(애틀랜타) 지역 연은 총재가 고용 데이터에 긍정적 입장을 피력한 것이 여기에 해당한다.

노동시장 회복세 약화라는
관점에서 여러 데이터를 해석

반면 실업률이 별다른 과열음 없이 하향 안정화 되었고, 임금 상승률이 좀처럼 둔화되지 않는 것은 노동시장이 견고하고 인플레이션 압력이 쉽사리 수그러들지 않을 가능성도 보여 준다. 여러 해석이 가능하겠으나 오늘 경제맥에서는 노동시장 회복세 약화라는 관점에서 여러 데이터를 확인하고자 한다.

1. 취업자수

취업자수 증가폭 축소;
12개월 간 달라진 것들

7월 비농업 취업자수는 전월대비 18.7만 명 증가하여 2개월 연속 증분이 20만 명을 밑돌았다. 코로나19 이후 2020년 12월 취업자수 감소를 제외하면 10만 명대 안착은 2년 여 만에 처음이다. 지난 12개월 간 월평균 취업자수가 28만 명 늘어난 것에 비해서도 증가폭이 줄었다. 그 사이 달라진 변화는 다음과 같다.

- 첫째, 리오프닝 본격화로 매달 10만 명 이상의 취업자수를 늘리던 레저/여가 부문의 고용 증분이 2만 명 내외로 줄었다.
- 둘째, 제조업의 경우도 월간 3만 명 내외의 취업자수 증가에서 최근 들어서는 증가와 감소를 반복하고 있다.
- 셋째, 연초 이후 대량해고의 중심에 있었던 정보기술(IT) 업종의 경우 예고된 해고건수만큼 취업자수가 줄지는 않았다. 다만 최근 월로 오면서 고용 감소폭이 확대되고 있다(5월 -4천, 6월 -5천, 7월 -1.2만)
- 끝으로, 임시직/파견직 고용에 해당하는 일용 서비스(Temporary help workers) 근로자가 올해 2월 이후 6개월 째 감소하였으며, 2022년 11월 이후 한 달(23년 1월)을 제외하고는 줄곧 감소세에 있다.

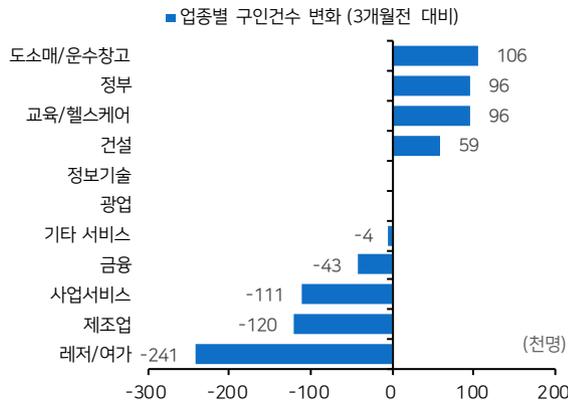
최근 들어 고용이 늘고 과거 실적치가 상향조정되는 업종은 그만큼 사람을 많이 뽑기 때문이다(구인건수의 증가: 도소매/운수창고, 정부, 교육, 건설). 고용이 감소하는 곳은 구인건수가 줄어드는 업종이다. 레저/여가나 제조업이 대표적이다.

표1 2022년 7월 이후 미국 비농업 취업자수 증감

(천명, MoM)	월별 비농업 취업자수 증감													'20.2월 대비	
	'22.7	'22.8	'22.9	'22.10	'22.11	'22.12	'23.1	'23.2	'23.3	'23.4	'23.5	'23.6	'23.7	(천명)	(%)
비농업 취업자수	568	352	350	324	290	239	472	248	217	217	281	185	187	3971	2.6
민간	493	306	344	299	228	232	353	193	157	179	255	128	172	4141	3.2
정부	75	46	6	25	62	7	119	55	60	38	26	57	15	-170	-0.7
제조업	41	31	26	37	14	6	11	3	-12	9	-4	6	-2	200	1.6
건설업	24	8	16	17	19	26	26	14	-9	11	25	26	19	363	4.8
도소매	25	50	-3	10	-46	36	31	55	-15	-4	29	-22	26	194	0.9
운수창고,유틸리티	21	10	10	21	-38	0	30	-19	18	-13	19	-8	-9	945	14.9
정보기술	13	8	3	3	13	-9	-23	-8	3	3	-4	-5	-12	166	5.7
금융	14	9	2	18	11	4	-1	0	-5	27	13	9	19	294	3.3
사업서비스	77	48	48	36	0	23	44	21	45	48	45	23	-8	1595	7.4
일용 서비스	2	0	11	10	-49	-55	17	-10	-3	-21	-7	-20	-22	88	3.1
민간교육	25	14	8	11	13	-3	34	10	14	9	15	0	14	154	4.0
헬스케어	102	78	72	74	83	73	77	55	56	67	73	71	87	678	3.3
레저/여가	113	48	139	61	123	58	99	57	46	11	28	19	17	-352	-2.1
숙박	12	11	8	19	15	12	8	4	-1	-3	-4	5	3	-253	-12.0
외식	96	25	93	31	87	29	82	45	33	4	25	0	13	-64	-0.5
기타서비스	32	4	21	8	29	13	21	5	14	5	13	11	20	-53	-0.9
정부교육	31	23	-10	3	29	-12	87	29	27	13	-7	27	-20	-88	-3.4

자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림1 업종별 구인건수 변화 ('23년 6월 vs 3월)



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

표2 '23.5~6월 취업자수 실적치 조정 내용

(천명, MoM)	Old		New		Diff (천명)		
	5월	6월	5월	6월	5월	6월	계
비농업 전체	306	209	281	185	-25	-24	-49
민간	259	149	255	128	-4	-21	-25
정부	47	60	26	57	-21	-3	-24
제조업	-3	7	-4	6	-1	-1	-2
건설업	23	23	25	26	2	3	5
도소매	27	-15	29	-22	1	-8	-6
정보기술	0	0	-4	-5	-4	-5	-9
사업서비스	61	21	45	23	-16	2	-14
일용직	3	-13	-7	-20	-10	-8	-17
헬스케어	65	65	73	71	8	6	14
레저/여가	26	21	28	19	2	-2	0
기타서비스	12	17	13	11	1	-6	-5

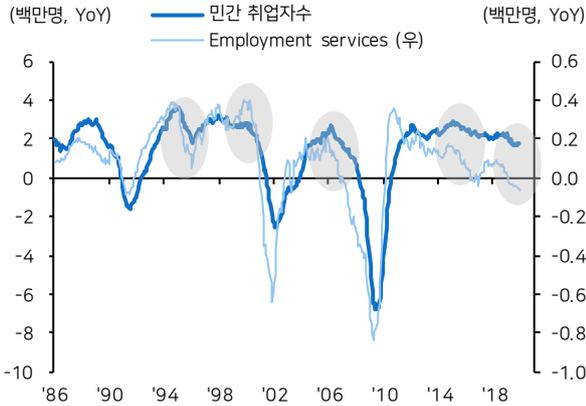
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

이 중 주목할 것은 임시직/일용직 고용의 추세적 감소

이 중 주목해야 하는 트렌드는 임시직/일용직 고용의 추세적 감소이다. 이들 고용의 증감은 일반적으로 전체 고용 증감에 수 개월 선행하는 경향이 있다. 회복기에는 Full-time 근로자를 늘리기에 앞서 유연하게 임시직을 먼저 채용하고, 고용위축기에는 Full-time 근로자의 감소에 앞서 이들 인력을 먼저 줄이는 특징 때문이다. 6개월 연속 임시직/파견직 근로자수가 감소했다는 것은 과거만큼 채용 의향이 왕성하지 못함을 보여 주는 근거가 될 수 있다.

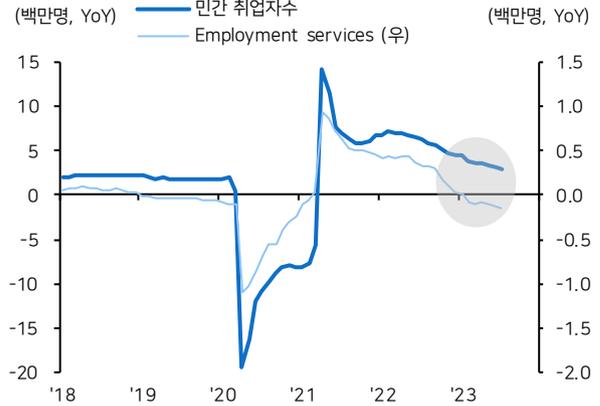
그림 2는 이들 임시직/파견직 근로자가 포함된 고용서비스업(인력 소개소 등)의 취업자수 전년대비 증감과 전체 민간 취업자수 증감을 나타낸다. 물리적인 고용감소가 아니더라도 고용 사이클의 downturn에 이들 임시직/파견직 근로자 감소가 먼저 나타났다. 코로나19 전후의 상황만을 도해한 것이 그림 3이다.

그림2 미국 민간 취업자수와 고용서비스업 취업자 (1)



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 민간 취업자수와 고용서비스업 취업자 (2)



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

2. 임금

시간당 임금 상승률은 3월 이후 4.3~4.4%에서 정체

관리직까지 모두 포함한 민간 근로자의 시간당 임금은 전월대비 0.42% 상승하였고, 전년대비로는 4.36% 올랐다. 6월(4.41%) 대비해서는 상승폭이 줄어 든 것이나 유의미한 변화라 보기는 어렵다. 엄밀히 말하면 올해 3월(4.30%) 상승률 이후 사실상 횡보일 뿐만 아니라 생산직/비관리직 임금의 경우 전월대비 0.5%, 전년대비 4.8%로 6월 실적치를 공히 상회했기 때문이다. 세 가지 특징을 봐야 한다.

특징 1. 취업자수 믹스 변화
저임금 일변도 고용증가에서 탈피

- 첫 번째는 Employment mix의 변화이다. 불과 수 개월 전 소매업이나 레저/여가 등 저임금 업종 일변도의 고용 증가로 전체 시간당 임금상승 압력이 억제되는 효과가 있었다. 현재는 그 반대이다. 레저/여가 취업자수가 전월대비 2만 명 내외 늘어나는 상태에서 같은 크기만큼 전산업 평균임금에 준하는 교육/헬스케어 고용이 늘고 있고, 고임금에 해당하는 건설업/금융 등이 7월에 가세하였다.

특징 2. 서비스 임금상승률은 꾸준히 둔화되고 있음

- 두 번째는 최근 임금상승을 주도하는 업종과 그렇지 않은 업종간의 차이이다. 주로 재화를 생산(Goods producing)하는 업종의 임금 상승세가 두드러지는 반면, 서비스 제공(Service providing) 업종의 임금 상승세는 완만히 둔화 중이다. 인플레이션 측면에서는 나쁘지 않은 그림으로 판단한다. 적어도 서비스업의 인건비 부담이 최종 서비스 가격으로 전가되는 힘이 약화될 가능성을 시사하기 때문이다(7월 11일 전략공감2.0에서 관련 내용을 다루었음: [Link](#)).

특징 3. 총노동소득 관점에서는 상승폭 축소 확실

- 세 번째는 총노동소득의 관점에서 보는 것이다. 시간당 임금 자체는 상승세가 높아졌을 수 있으나, 근로시간 감소(전월대비 -0.1시간)와 취업자수 증가폭 축소까지 고려한 총노동소득 proxy(시간당 임금 · 근로시간 · 민간 취업자수)는 전월대비 0.25% 증가에 그치며 6월(0.83%)에 비해 크게 낮아졌고, 전년대비로도 5.7% 증가하며 꾸준히 증가폭이 줄고 있다. 미국 전체 소비자들이 가져가는 명목 임금이 여기에 해당되며 그 증가 속도가 둔화되었다는 것 자체는 노동시장의 추가적인 과열 완화로 해석할 수 있다는 것이다.

연준의 관점은 시간당 임금 보다 Wage tracker나 ECI가 중요하다

임금과 관련해서 연준은 당연히 모든 지표를 다 보겠지만, 취업자수 믹스의 변화에 따라 왜곡이 가해질 수 있는 시간당 임금보다는 개별 취업자의 구매력 변화를 보여주는 애틀랜타 연준의 Wage growth tracker, 노동비용지수(ECI), 단위노동비용 등에 관심을 더 기울이고 있다. 임금과 관련한 파월 의장의 언급에서 후자(Wage tracker, ECI)의 중요성이 역설되어 왔음을 이미 수 차례 확인한 바 있다.

Wage tracker는 3개월 이동평균(Headline) 기준 6월 5.6%로 상승세가 둔화되었고, 민간부문 노동비용지수(ECI)도 전년대비 4.6%로 내려 왔다. 2분기 노동생산성의 급격한 개선은 비농업 기업의 단위노동비용 상승률을 2.4%까지 낮췄다.

표3 미국 업종별 시간당 임금상승률

	임금(USD) '23.7월	(% MoM)*					(기말, % YoY)			
		4Q22	1Q23	2Q23	6월	7월	4Q22	1Q23	2Q23	7월
민간	33.7	0.40	0.28	0.40	0.45	0.42	4.77	4.30	4.41	4.36
광업	38.1	0.30	0.58	0.60	-0.24	0.37	3.36	4.78	5.62	4.79
건설업	36.7	0.52	0.36	0.34	0.28	0.85	5.83	5.42	4.87	5.43
제조업	32.6	0.33	0.43	0.58	0.84	0.52	3.72	4.05	5.05	5.13
도매업	36.8	0.56	0.50	0.39	0.71	-0.05	4.09	4.75	5.20	4.69
소매업	23.9	0.49	0.44	0.17	0.21	0.25	4.45	3.98	4.28	4.04
운송 및 창고	29.1	0.06	0.52	0.51	0.35	0.24	3.64	4.23	4.87	4.86
유틸리티	50.1	0.33	0.58	0.45	0.56	0.18	4.98	5.14	5.07	5.30
정보기술	48.2	0.01	0.22	-0.01	-0.19	0.42	5.92	5.67	3.60	3.76
금융	43.5	0.26	0.23	0.47	0.74	0.42	4.15	4.02	4.41	4.39
전문, 사업서비스	40.6	0.45	0.35	0.38	0.45	0.49	4.94	4.44	4.63	4.58
교육과 헬스케어	33.0	0.49	0.07	0.27	0.34	0.27	4.76	3.88	3.33	2.87
레저와 여가	21.3	0.51	0.51	0.49	0.47	0.33	6.56	5.92	5.78	5.60

주: * 분기 데이터의 경우 해당 분기에 속한 달의 MoM 평균. 예를 들어 2Q23이면 6월/3월 변화분의 1/3승임

자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 시간당 평균임금 상승률: 서비스 vs 재화



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 임금상승률의 여러 가지 기준



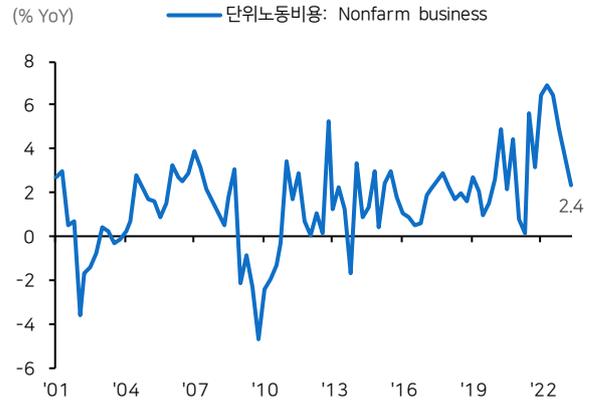
주: 민간 취업자 기준. 자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 Wage Tracker vs 노동비용지수 (ECI) 상승률



자료: Atlanta Fed, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 비농업 기업부문의 단위노동비용 상승률

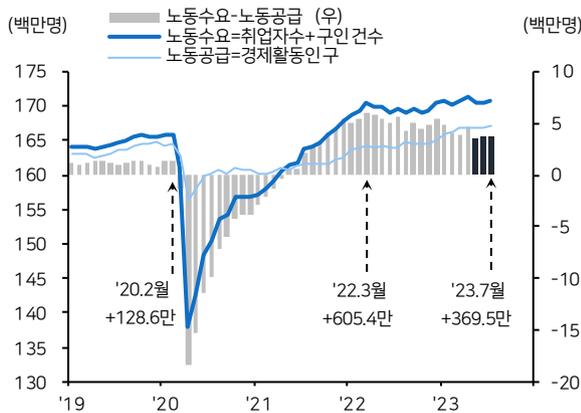


자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

한편, 최근 수 개월간 다소 더딘 고용 회복이 노동 수급의 균형 도달을 지연시키며 노동 초과수요 환경을 지속시킨 점도 임금 상승률이 좀처럼 꺾이지 않는 이유로 지목될 수 있다. 중요한 것은 경제활동인구가 계속 증가(=노동공급 확충)하고 있으며, 그 과정에서 55세 이상 은퇴 연령의 빈자리를 25~54세의 Prime age group이 꾸준히 메워 오고 있다는 사실이다.

앞으로는 노동수요가 정체 내지는 완만히 감소하면서 노동시장의 균형 도달 내지는 일반적인 초과공급 상태(코로나19 이전)로 이행해 나갈 것으로 예상된다. 그러한 가능성은 후술할 가계 조사 데이터에서 확인하도록 한다.

그림8 미국 노동수요와 노동공급 추계



주: 2023년 7월 구인건수는 Indeed.com 데이터를 이용한 당사 추정치임
 자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림9 미국 경제활동참가율: 25~54세 vs 55세 이상



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

3. 실업률 및 가계조사 데이터

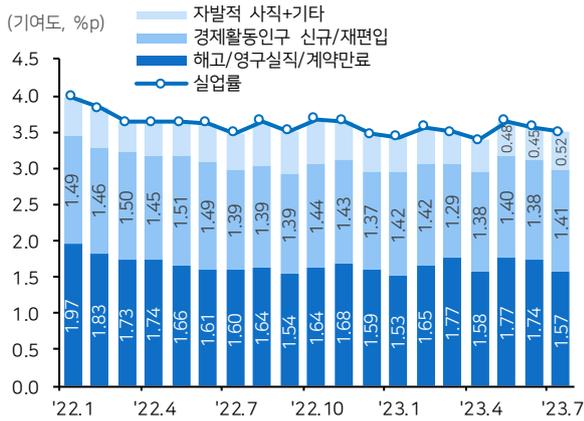
실업률: 현재 상태는 완벽

실업률 수준(3.5%)과 실업상태별 실업자 수만 본다면 그림은 완벽하다. 7월에는 해고/영구실직/계약만료 등 고용자(employer) 측 사정에 의한 실업 증가는 제한적이었다. 여기에 해당하는 숫자는 262만 명으로 6월 290만 명 대비 비교적 크게 줄었다. 실업률의 지탱은 자발적 사직이나 경제활동인구 신규/재편입과 같이 일반적인 노동시장 호황기에 나타나는 현상에 기인한다.

해고 예고건수나 실업수당 청구건수 모두 안정화

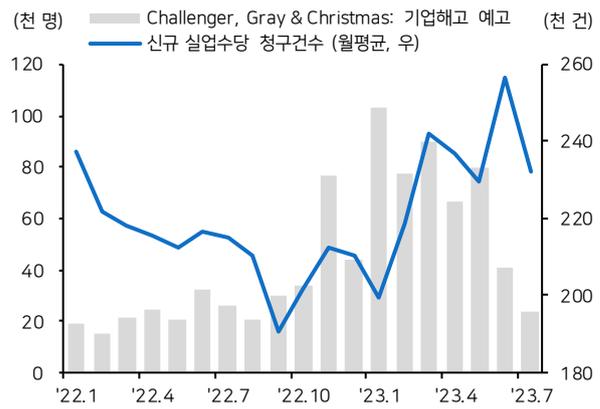
인위적인 고용조정에 해당되는 속보지표들도 안정화되고 있다. Challenger, Gray & Christmas에서 집계하는 월간 기업해고 예고(Announced Job cuts) 건수는 7월 2.3만 건에 불과하다. 올 초 IT업종을 중심으로 10만 건을 상회했던 것에 비하면 크게 줄어든 것이며, 작년 이맘 때의 수준으로 회귀했다. 신규 실업수당 청구건수도 23만 건 내외로 7월 들어서는 오히려 하향 안정화 되었다.

그림10 미국 실업상태별 실업률 기여도 추이



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국 해고 예고 건수와 신규 실업수당 청구건수



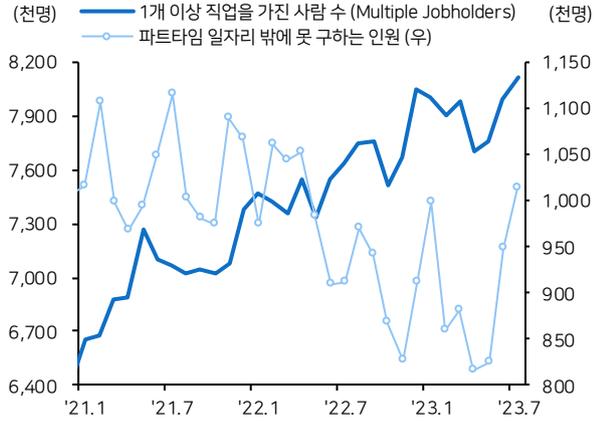
자료: US Dept of Labor, Challenger, Gray & Christmas, 메리츠증권 리서치

파트타임 일자리 밖에 구하지 못하는 사람 수 증가는 우려

우려스러운 점은, 1개 이상 직업을 가진 사람 수(multiple jobholders, 소위 "n잡러")와 파트타임 일자리 밖에 못 구하는 사람 수("could only find part-time work" 응답자)가 함께 증가하고 있다는 것이다. 물론, 복수의 직장에서 근무하는 사람 수의 증가는 노동시장 호황기에 가능한 일이며, 경제여건의 이유로 파트타임 일자리 만을 구할 수 있는 사람의 수는 역사적 저점인 100만 명 수준이기에 별 다른 문제가 되지 않는다고 이야기할 수 있다.

하지만 다른 해석도 가능하다. 단일 직장에서의 임금만으로 생활이 어려운 사람들이 늘어나고 있을 수 있다. 혹은 채용 환경의 악화로 '일부' 기업들이 실제 파트타임 일자리 만을 제공하는 경우도 많아질 수 있다. 이 지표들, 특히 파트타임 일자리를 계속 모니터링해야 할 이유는 과거 이 지표가 바닥을 통과하고 상승세로 전환되었을 때 실업률이 상승하면서 노동시장 호황에 파열음이 생겨나곤 했기 때문이다. 현재와 같은 완전고용이나 완벽한 노동시장이 영원할 수 없다는 점을 고려해 본다면, 이러한 변화는 노동시장 downturn을 예고하는 흐름일 수 있다.

그림12 "N잡러" 수와 파트타임 일자리만 구할 수 있는 인원



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림13 파트타임 일자리만 구할 수 있는 인원 vs 실업률



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

미국 노동시장에 대한 Baseline view

미국 노동시장 cool-down 단계 진입하는 것으로 보이나, 전방위 고용조정 가능성은 아직 낮음

전술한 데이터들은 미국 노동시장이 상당한 초과수요 상태에서 이미 벗어났고, 추가적인 과열 완화의 단계에 와 있음을 보여 주는 것이라 생각한다. 사태가 악화 되면 고용조정이 수반되고 리세션이 찾아올 수 있겠지만, 국민계정에서 집계되는 기업부문 순이익률이 13%대를 유지하며 역사적 평균(9%)를 크게 뛰어넘고 있다는 사실은 적어도 인건비 과중을 이유로 고용조정이 현실화될 가능성이 낮음을 시사해 준다. 우리는 미국 리세션 가능성을 낮게 보고 있다.

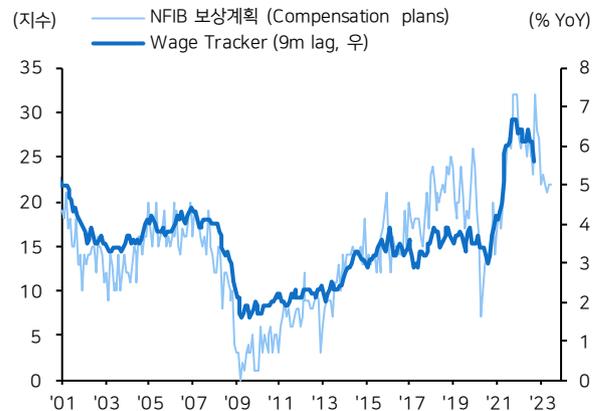
인플레이션 관점에서 중요한 것은 Atlanta Fed Wage Tracker의 추세적인 하락 여부이며, 선행지표 흐름은 그러할 가능성에 힘을 실어주고 있다. 사직률은 5월 2.6%로 반등했으나 6월 2.4%로 내려오면서 작년 4월 정점 이후 추세적 하락을 뒷받침해 주고 있다. 자영업자 임금보상 계획 지수는 최근월 들어 21~22에서 안정화되고 있다. 연준의 마지막 골칫거리였던 주거비 제외 핵심서비스 물가가 이들 임금의 함수임을 고려한다면 이 역시 꾸준히 압력이 둔화될 가능성이 커 보인다.

그림14 미국 민간부문 사직률과 Wage Tracker



자료: US BLS, Atlanta Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림15 미국 NFIB 보상계획지수와 Wage Tacker



자료: 전미 자영업 협회(NFIB), Atlanta Fed, 메리츠증권 리서치센터

[補論] 미국 7월 CPI에 대한 생각

미국 금리에 민감한 시장이다 보니 이번 주 목요일(10일)로 예정되어 있는 미국 7월 소비자물가 서프라이즈에 대한 우려도 존재한다.

ISM서비스업 가격지수 반등에 의미부여 불필요

ISM 서비스업 가격 지수 이례적 반등: 의미가 있다 해도 한참 뒤의 일

시장 참여자 일부는 미국 7월 ISM서비스업의 가격지수(구입가격 지수: Prices paid)가 6월 54.1에서 7월 56.8로 반등한 점을 주목한다. 지난 1년 동안 2022년 10월 한 달을 제외하고 계속 하락했으니 이번 반등이 이례적으로 해석될 수 있다. 그런데 ISM서비스업 가격지수와 서비스 인플레이션 간 시차 상관계수를 구해보면, 시차상관계수가 가장 높게 나타나는 기간은 주거비 제외 핵심 서비스물가의 경우 10개월, 핵심 서비스물가의 경우 12개월이다.

2000년 이후 시차상관계수 최대값은 전자의 경우 0.524, 후자의 경우 0.462에 달하지만, 코로나19로 인한 인플레 급등기를 제외하고 산출하면 0.229와 0.113으로 사실상 관계가 없다. 큰 의미부여를 할 필요가 없고, 최근에 와서 의미가 생겨 났다고 한다면, 핵심 인플레 영향은 한참 뒤의 이야기라는 것이다.

그림16 미국 ISM 서비스업 가격지수와 Super core CPI



자료: US ISM, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림17 미국 ISM 서비스업 가격지수와 Core Services CPI



자료: US ISM, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

7월 CPI 추정

7월 Headline CPI 상승률은 높아지는 반면, Core는 계속 둔화

우리는 7월 소비자물가와 핵심서비스물가 상승률을 각각 전년대비 3.3%와 4.6%로 추정한다. Headline 물가상승률이 6월(3.0%) 대비 높아지는 것은 유가 상승과 기상이변, 식량안보 강화 등에 따른 신선식품 가격 일부 상승 영향이다. WTI가 7월 한 달간 15.8% 상승한 것에 비해 미국 월평균 가솔린 가격은 0.7~0.8% 오른 데 그쳤다. 그럼에도 기저효과 작용으로 물가상승률이 높아지는 것이다. 7월 후반부 들어 유가가 크게 오른 점을 고려한다면 8~9월 Headline은 3.7% 내외까지 높아질 가능성이 있다. 반면 핵심물가 상승률은 6월(4.8%) 대비 낮아질 것이다.

중요한 것은 연준의 의사결정에 영향을 미칠 Core이다. 다음 페이지의 그림 18~21는 당사가 핵심소비자물가 상승률 추정에 있어 선행지표로 사용하고 있는 것들이다. 이를 통한 궤적 추정은 다음과 같이 요약한다.

- ISM제조업 공급자배송시간 지수가 최근에 와서 상승했지만 아직은 기준선을 하회하고 있으며 재화물가에 미치는 시차도 상당하기에 재화 물가는 디스인플레이션이 지속되는 것으로 예상된다.
- 올해 1분기 가파른 상승세를 보였던 중고차 가격은 7월에도 추가 하락하면서 적어도 9월까지 중고차 부문이 핵심물가 압력을 덜어내는 힘으로 작용할 가능성을 시사했다.
- 서비스물가 중 주거비는 실거래가 하락이 이제부터 반영되는 구간이다. Rent 실거래가의 전월대비 상승률이 연초 이후 5월까지 확대되었으나, 6월 이후 다시 줄고 있어 계절성 이상의 의미부여를 하기 어렵다. 주거비 물가는 실거래가의 12개월 이동평균치를 반영하며 그 압력이 계속 내려올 것이다. 끝으로 주거비를 제외한 핵심물가는 추세적 둔화가 예상되는 임금 상승률의 함수이다.

핵심(core) 물가는 작년 9월이 정점이었다. Headline 물가가 유가 상승으로 인해 기저효과 영향을 받고 있지만, 이러한 흐름이 핵심물가에서 동일하게 나타날 가능성은 제한적일 것이다. 최근 신규로 유입되는 인플레이션 압력이 매우 제한적이라는 사실도 이러한 흐름을 지지한다 (7월 FOMC 코멘트 p 3~4 참고: [Link](#)).

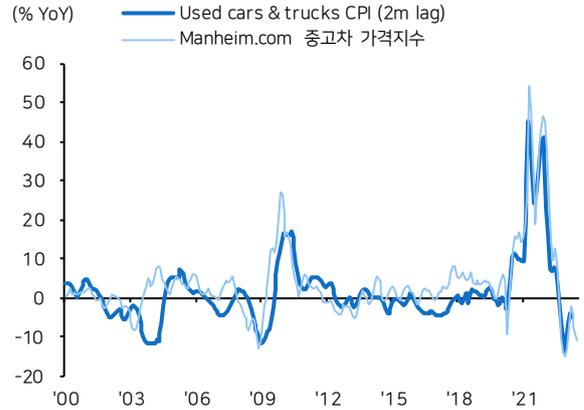
7월 소비자물가는 또 한번의 핵심물가 디스인플레이션을 재확인 시켜주면서 향후 금리동결 가능성에 힘을 실어줄 것으로 예상된다.

그림18 미국 ISM제조업 공급자배송시간 vs 핵심 재화 CPI



자료: US ISM, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림19 미국 맨하임 중고차 매매가격 지수 vs 중고차 CPI



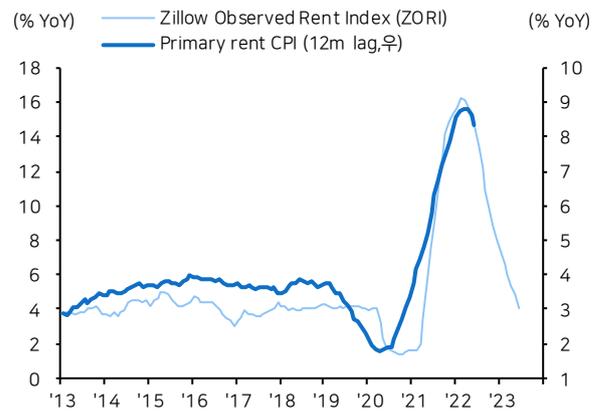
자료: Manheim.com, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림20 Wage growth tracker vs Super-core CPI



자료: Atlanta Fed, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림21 Zillow.com 임대료 실거래가 vs 임대료 CPI



자료: Zillow.com, Bloomberg, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.