

2025. 7. 31

경제脈

Macro Preview와 Core View (2025년 8월)

▲ 경제분석

Economist 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

RA 박민서

02. 6454-4871

mspark@meritz.co.kr

- ✓ 관세의 영향은 주요국 대미 수출에 집중되어 왔고, 앞으로도 그럴 공산이 큼. 한국 수출은 4분기부터 완만한 회복 재개
- ✓ 관세의 미국 경제 충격은 성장/노동시장보다는 물가에 먼저 나타나기 시작. 재화 중심으로 PPI와 CPI 오름폭 확대될 것. 노동시장에서는 비농업 고용 증분 축소와 낮은 실업률 조합이 현실화될 가능성-관세보다는 이민자 정책 영향
- ✓ 기타 이벤트 중에서는 잭슨홀과 연준 장기전략, 한국 금통위/내년 예산안 주목

8월의 이슈: 관세 불확실성은 완화, 이제는 실물 충격을 가능할 시간

8월 1일 상호관세 유예 종료 직전에 미국은 우선협상 국가와의 Trade deal을 마무리 짓고 있다. 국가별 관세는 미국이 무역흑자를 보는 영국(10%)을 제외하면 15~20%에서 형성되고 있으며, “불확실성 완화”라는 측면에서는 위험 선호에 긍정적이다. 그러나 미국의 실효관세율이 트럼프 취임 전 2.3%에서 17.5%로 크게 높아지는 것이기에 아무일 없이 조용하게 넘어 가리라 기대하는 것은 지나친 낙관이다. 관세의 윤곽이 잡혔으니 이제는 실물경제 충격을 가능할 차례이다.

관세의 충격은 주요국의 대미 수출에 집중되어 왔고, 앞으로도 그럴 공산이 크다. 한국의 경우 반도체/선박을 제외한 여타 품목 수출이 3Q까지 부진한 흐름을 보이다가, 이르면 8월부터 나타날 미국 제조업 지수 반등에 시차를 두고 4Q부터 회복할 전망이다. 7월 수출 증가는 상반기 front-loading 영향이 반영된 결과물이다.

미국 경제에 충격이 어떻게 들어오는지 살피야 한다. 경기 전반보다는 물가 충격이 선행될 것으로 보이며, 이미 5~6월에 징후가 보이기 시작했다. 7월 PPI와 CPI도 재화 중심의 관세 충격이 물가에 반영되면서 상승률이 조금씩 높아짐을 확인시켜 줄 것이다. 노동시장까지 관세 여파가 미치려면 기업들이 관세 비용을 떠안는 과정에서 다른 비용절감 노력을 기울일 때이며, 당장의 그림은 아니다. 오히려 이민자 정책 영향으로 경제활동참가율이 내려가고, 건설업/일용직 고용이 위축될 가능성을 살피야 한다. 또한 비농업 취업자수 증분 축소(7월: 9~10만 명 예상)와 별개로 실업률이 낮은 수준(7월 4.2% 예상)에서 머물 가능성도 주시해야 한다.

8월 통화/재정정책 이벤트: 잭슨홀, 연준 장기전략, 한국 금통위와 내년 예산안

8월 21~23일 잭슨홀 컨퍼런스는 “노동시장 전환: 인구구조, 생산성, 거시경제정책”이라는 주제로 개최된다. 미국 노령층 은퇴와 이민정책이 맞물리면서 노동공급이 추세적으로 감소한다면? 필자는 일본의 저출산-고령화 장기화가 결국은 labor shortage를 유발, 2014년 이후 임금 디플레를 종식시킨 사례가 생각난다. 미국 통화정책의 장기 고민도 이 지점에 있지 않을까 싶다. 잭슨홀 전후 연준 장기 통화정책 전략도 공개된다. “대칭적인 평균물가목표제”로의 복귀가 유력해 보인다.

한국 8월 금통위는 성장 지원과 금융안정의 어젠다가 대립 중이며, 어떠한 결론이 나더라도 만장일치가 아닐 가능성이 있다. 마지막까지 고민이 필요하겠지만, 8월 말까지 서울 아파트 가격 주간 상승률이 0.1% 이내로 들어온다는 것을 전제로 인하를 예상한다. 국내 채권시장은 8월 하순의 2026년 예산안을 주목할 것이다. 확장재정 기조가 강화된다면 국채 발행 물량에 대한 우려가 있을 수 있기 때문이다.

Macro event preview (2025년 8월)

미국 7월 고용: 노동수요 위축 징후가 강할 경우 연내 인하 기대 부활. 그 이상으로 경제활동참가율 하락-실업자 감소 우위일 경우 연내 인하 기대 후퇴

미국 7월 물가: 재화 중심으로 CPI/PPI 상승률 높아질 것. 4월에 예측했던 것보다 는 완만하게 상승 압력 커졌다 줄어들 가능성. 여진이 내년까지 갈 위험

기타: 관세 협상에 따른 불확실성 완화는 이르면 8월 서베이 지표에서부터 가시화

표1 8월 주요 매크로 이벤트

날짜	이벤트	포인트
8월 1일	한국 7월 수출	3.8%(6월 4.3%) 전망. 반도체 제외 신장세 미미, 7월 1-10일 9.5%는 Small front-loading 가능성 - 관세 윤곽 드러나며 불확실성 완화되는 구간. 9~10월에는 반도체 제외 수출 회복 가능한 환경일 것
8월 1일	상호관세 유예 시한	7월 말까지 우선협상 대상 국가 합의 완료: 상호관세는 15~20% 선 (영국 10%) - 한국: 상호관세 15% 확정(자동차 포함). 한미 조선험력 펀드 등 조세, 향후 품목관세 최혜국 대우
8월 1일	미국 7월 고용동향(★)	6월 구인건수(743.7만 vs 5월 771.2만) 하락=민간부문 노동수요 주춤. NFP 100K 혹은 그 이하 가능 - 이 과정에서 이민자 감소/고령자 은퇴로 경제활동인구 감소하면 실업률은 버틸 가능성(4.15% 예상) - 노동수요와 공급 중 어떤 요인의 위축이 더 빠른 지가 연내 연준 인하 여부 및 폭을 결정
8월 1일	미국 7월 ISM 제조업 지수	48.7 내외로 전월치(49.0) 하회 예상. 6월 신규주문/재고 비율 하락, 지역 연은 capex 전망 개선 미미 - 가격지수는 고공행진하며 향후 제조업 생산자물가 압력 높아짐을 예고할 것. 제조업황 회복은 8월 이후
8월 5일	한국 7월 CPI	- 전년대비 2.2%(=6월) 전망. 7월 하순 폭염/폭우로 농산물 가격 급증 위험. 석유류 물가도 오를 것 - Core 물가는 안정적인 것이나, 내수회복이 서비스 물가/집세 상승 유발시 향후 upside 생길 것
8월 9일	중국 7월 물가지수	- PPI -3.6% YoY, CPI +0.2% YoY로 경제 전반적인 디플레 상태 연장 - 정부의 저가 경쟁 단속법에 하반기 들어 디플레 압력은 바닥 통과 가능성
8월 12일	미국 7월 CPI(★)	- 핵심 재화 중심의 인플레이 압력이 완만하고 길게 갈 가능성. 1) 일부 관세 민감 품목, 2) 공급망 충격 - 주거비 물가상승률 둔화가 재화물가 상승세를 일부 상쇄. CPI는 2.8%, Core CPI는 3.0%로 높아질 것
8월 14일	미국 7월 PPI	서비스 PPI 상승 압력은 제한적이거나, 재화 PPI 상승세가 확대되며 전체 PPI는 6월(2.3%)보다 높아질 것
8월 15일	중국 7월 실물지표	생산, 소비가 다소 주춤한 가운데 인프라 투자 활성화로 경기 연속록 지지되는 그림
8월 15일	미국 7월 소매판매	0.3% MoM으로 신장세 낮아질 전망. 전년대비 증가율은 연말로 갈수록 완만히 둔화될 가능성에 무게
8월 21일	미국/유로존 8월 PMI	- 관세 불확실성 해소가 신규주문 개선으로 연결될 경우 제조업 PMI는 공히 반등 - 소비심리 개선 유발시 서비스업 PMI도 개선될 가능성에 무게
8월 21-23일	잭슨홀 미팅	- 주제: "노동시장 전환(인구, 생산성, 거시정책)" - 고령화로 경제활동참가율 추세적 하락 환경임을 유의 - 잭슨홀 전후 연준 통화정책 장기전략 조정 가능성: 제기되는 화두는 대칭적 인플레이 목표로의 복귀
8월 28일	한은 8월 금통위	- 성장지원과 금융안정의 어젠다 대립 중. 서울 아파트가격 0.1% w-w 이내 안정화 전제로 8월 인하 예상 - 부동산 가격 안정화 및 연준 인하 이후 기준금리 인하 주장하는 진영이 우세할 경우 10월로 인하 지연
8월 29일	미국 7월 PCE 물가지수	Core PCE 2.8% YoY로 높아질 것. 내년 상반기까지 재화물가 물가압력이 느리게 고조될 것
8월 하순	한국 2026년 예산안(정부안)	확장 재정 연장하며 최대 750조원까지 예산 늘어날 가능성. 8~9월 중 채권 수급부담 우려 키울 재료

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Macro Core View: 지역별 경제전망의 핵심

미국: 민간 내수 모멘텀 약화. 하반기에는 순수출기여도에 따른 왜곡이 줄면서 분기평균 QoQ SAAR 0.7%에 그칠 것으로 예상. 2025년 전망 상향은 2분기 GDP 예상 상회(3.0%)를 반영한 기술적 조정. 내년 불확실성 해소에 QoQ 모멘텀이 개선되어도 잠재성장률 밑도는 1.6%에 그칠 것.

한편, CPI 오름세 이어져, 4Q25에는 3.0%에 근접할 것으로 예상. 물가 정점이 올해 말에 아닌 내년 상반기가 될 가능성. 중기적 디스인플레이는 유효하나, 2026년 물가전망 상향 조정 가능성 있음. 연준 기본 시나리오는 올해 하반기 2회 인하.

유럽: 관세 충격에도 금리인하의 영향이 실물에 미치면서 제조업 회복; 금리 하락은 하반기 이후 소비확대로 연결. 중기적으로는 유럽 재무장 2030, 유럽 나토 회원국 국방지출 확대/설비-건설투자 개선으로 성장세 가속화. ECB 금리인하는 끝.

일본: 소비심리 약화와 별개로 가계지출 회복 중. 쌀 가격 안정 확인되면 임금-소비-인플레이션 선순환 구도로 복귀 예상. 임금 인상-서비스 물가상승으로 신선식품 소비자물가가 2027년 3월까지 2%를 웃돌 전망. BOJ 금리인상 기조 장기화.

중국: 하반기 중국 경기는 수출/소비 모멘텀 약화로 점차 둔화. 다만 인프라 투자가 개선되고, 이구환신 집행액(1,380억 위안)이 남아 있어 경기 연착륙. 공급과잉 발 디플레 심화는 공급정책으로 해결. 추가 부양 없이 하반기 경기하강 전제 해도 5% 성장 가능하여 전망을 상향(당사 신흥국 담당 최철화 연구위원 보고서 [링크](#)).

한국: 수출이 3분기에 주춤할 수 있으나, 1) 심리개선, 2) 건설투자 바닥 통과, 3) 추경 등 확장재정 영향으로 내수 중심 회복 가시화.

표2 메리츠 경제전망 요약 및 변경 내용

	GDP (% YoY)			CPI (% YoY)			정책금리 (기말, %)		
	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
미국	2.8	1.4→1.6	1.6	2.9 [2.8]	2.8 [2.8]	2.4 [2.5]	4.50	3.75→4.00	3.25
유로존	0.7	1.2	1.4	2.4	2.1	1.9	3.00	2.00	2.00
일본	0.1	1.0	1.0	2.7	3.0	2.3	0.25	0.75	1.25
중국	5.0	4.6→5.0	4.5→4.7	0.2	0.3	1.1	3.10	2.70→2.90	2.50→2.70
한국	2.0	1.0	2.2	2.3	1.9→2.1	2.1	3.00	2.25	2.25

주: [] 안의 숫자는 연간 Core PCE 전망, 정책금리는 미국 FFR, 유로존 Deposit rate, 일본 Call rate, 중국 1Y LPR, 한국 기준금리임

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

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 하시기 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.