

# Commentary

Date 2025.08.13

Analyst 한상원

## 7월 CPI, 세부항목과 그 의미

7월 미국의 소비자물가지수(CPI)가 발표되었습니다. 전년 대비 헤드라인 +2.7%, 코어(근원) +3.1% 상승하며 시장의 예상치(헤드라인 +2.8%, 코어 +3.0%)에 부합했습니다. CPI 결과를 긍정적으로 해석하며, S&P500 +1.1%, 나스닥 +1.4% 등 미국 증시도 상승하였습니다.

### CPI를 보면 관세 영향을 종합적으로 파악할 수 있다

많은 투자자들이 주목하고 있는 것은 '관세'의 영향입니다. 트럼프 2기 정부 이후 관세 정책으로 인한 인플레이션 우려가 다시금 높아졌기 때문입니다. 하지만, 관세는 2가지 경로로 물가에 상반된 영향을 미칩니다. 1) 관세 부과로 수입품 등 가격이 상승하면서 인플레이션이 높아지는 직접적인 효과가 있습니다. 2) 관세로 경기가 둔화되면 수요 감소로 인플레이션이 낮아지는 간접적인 효과가 있습니다. 통상적으로는 직접 효과가 먼저, 간접 효과가 나중에 나타납니다.

CPI를 세부 항목별로 나눠서 살펴봐야 하는 이유도 여기에 있습니다. 코어(근원) 물가는 상품과 서비스로 나눌 수 있습니다. 직접적인 효과는 주로 상품 물가에, 간접적인 효과는 서비스 물가에 주로 반영됩니다. 서비스 물가의 경우 인건비가 주요한 영향을 미치기 때문입니다. 경기 둔화로 고용시장이 위축되면 임금이 낮아지고 서비스 물가 역시 둔화됩니다. 즉, CPI의 세부항목을 나눠서 살펴보면 관세의 직접적, 간접적 영향을 나눠서 살펴볼 수 있는 셈입니다.

### 긍정과 부정이 혼재된 7월 CPI 결과

코어 물가지수(전년 대비 +3.1%)를 나눠서 살펴보면 상품이 +1.2%, 서비스가 +3.6% 상승했습니다. 시장이 안도했던 이유도 상품 물가 상승률이 '아직까지는' 걱정만큼 높지 않았기 때문입니다.

절대 수치만 보면 서비스 물가 상승이 높지만, 흐름에서는 차이가 납니다. 올해 1~3월만 하더라도 전년 대비 되레 가격이 낮아지던 상품 물가는 다시 오름세를 보이며 점차 높아지고 있기 때문입니다. 반면, 4%가 넘었던 서비스 물가는 3%대로 낮아지며 내림세를 이어가고 있습니다. 즉, 높아지는 상품 물가를 서비스 물가 둔화가 상쇄하는 구조입니다.

다만, 서비스 물가 둔화는 주로 주거비 하락에 의존하고 있습니다. 주거비를 제외한 서비스 물가는 올해 2분기 들어 다시 오름세를 보이고 있습니다. 이는 여전히 경제가 탄탄한 모습을 보이고 있어 고용시장 역시 안정적이기 때문입니다.

결국, 관세 영향으로 상품 물가 상승이 재차 높아지고 있고, 주거비를 제외한 서비스 물가도 상승하는 상황입니다.

## 연준 내부 완화적 분위기 형성

결론적으로 CPI 의 세부항목을 살펴보면 긍정적으로만 보기는 어렵습니다. 이번 결과에는 긍정적 요인과 부정적 요인이 모두 존재하기 때문입니다.

걱정과 달리 관세로 인해 물가가 크게 오르는 상황이 나타나고 있지는 않습니다. 대신 주거비를 중심으로 서비스 물가가 낮아지며 전체적인 물가는 안정되는 모습을 보이고 있습니다. 다만, 관세의 영향이 전혀 없다고 말하기도 어렵습니다. 상품 물가를 중심으로 다시 높아지고 있기 때문입니다. 주거비를 제외한 서비스 물가가 높아지는 점도 부담입니다. 시장에서는 관세 영향이 예상보다 크지 않다는 점에 안도했지만, 인플레이션 리스크가 완전히 사라졌다고 보기는 어렵습니다.

이럴 땐 결국 연준의 해석이 중요합니다. 최근 연준 인사들의 발언이나 이사 교체 등을 고려하면 물가보다는 성장(고용)에 더 무게를 두는 모습입니다. 지난 FOMC 에서는 2 명의 연준 이사가 금리 동결에 반대하며 금리 인하를 주장하기도 했습니다. 이는 연준 내 완화적 분위기가 형성되고 있다는 신호로 금리 인하 시점이 다가오고 있음을 시사합니다.

다만, 연준은 여전히 데이터 의존적 접근 방식을 유지하며 신중한 모습을 보이고 있습니다. 연준의 금리 인하 재개가 다가오는 만큼 투자자 역시 주요 경제지표들을 유심히 살필 필요가 있겠습니다. 9 월 FOMC 전까지 고용보고서와 CPI 가 한 차례씩 더 발표될 예정입니다.

## Compliance Note

- 당사는 발간일 기준 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 발간일 기준 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료의 애널리스트와 배우자는 발간일 기준 위 조사분석자료에 언급된 종목에 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.