해외채권

미국

뒤늦게 발표될 CPI, 어떤 걸 주목해야 할까

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

CPI 데이터 왜곡보다는 실물 경제 관리가 우선

미국 연방 정부의 셧다운이 3주차에 접어들었다. 금요일(10/24) 뒤늦게 발표 예정인 9월 CPI는 10월 FOMC에서의 정책금리 인하 결정에 큰 걸림돌이 될 것 같지 않다. 연준 블랙아웃 직전 파월 의장과 주요 인사들의 발언을 종합해보면, 현재 통화정책 위험의 균형은 노동시장 약화 쪽으로 기울어져 있다. 따라서 연준이 노동시장을 근거로 금리 인하를 단행할 명분이 충분하며, 9월 CPI가 예상치를 크게 벗어나지 않는 한 정책 방향을 바꿀 가능성은 낮다.

중요한 문제는 11월 중순(11/13)에 예정된 10월 CPI의 데이터 품질 저하 가능성이다. 셧다운으로 인해 CPI 데이터 수집에 직접적인 차질이 빚어지고 있기 때문이다. CPI 데이터는 노동통계국(BLS) 직원의 방문/전화(60%)와 대체 데이터(40%)를 통해 수집되는데, 문제는 CPI에서 가장 큰 비중을 차지하는 주거비 데이터에서 심각한 오류가 발생하고, 그 오류가 내년 상반기까지 지속될 가능성이 있다는 점이다.

주거비(임대료 및 OER) 데이터의 경우 자가 거주 주택(Owner-occupied units)을 제외한 임대 단위(Rental units)만을 표본으로 사용한다. 노동통계국은 전국 임대료 표본을 6개의 패널로 나누어 4월/10월, 5월/11월 등 6개월 주기 순환 표본 방식(Rotation sample)으로 데이터를 수집한다. 이러한 방식을 사용하는 가장 큰 이유는 1) 응답의 질 확보와 2) 순수한 물가 변동 포착을 위해서이다.

집주인이나 세입자에게 매달 임대료를 물어보면 응답 거부율이 높아져 데이터의 질이 떨어질 수 있다. 6개월 간격으로 조사한다면 상대적으로 응답의 질을 높일 수 있게 된다. 또한 6개월 전과 현재 정보를 같은 대상에 대해 비교하면 시장 변동에 따른 오차가 아닌 순수한 물가 변동만을 정확하게 파악할 수 있게 된다.

10월에 조사가 필요한 주거비 표본은 6개월 전인 4월에 마지막으로 조사했던 패널이다. 셧다운으로 인해 이번 10월 표본에 필요한 데이터 수집이 부분적으로만 이뤄졌을 가능성이 높다. 노동통계국은 주거비 변동률을 산출할 때 단지 이번 달 조사 패널뿐만 아니라 6개의 모든 패널 정보를 종합해 평균적인 주거비 변동률을 계산한다.

따라서 10월에 측정할 패널의 데이터에 오류가 발생하면, 왜곡된 데이터는 동일한 패널이 다시 조사되는 내년 4월(6개월 후)까지 주거비 데이터에 남아있게 된다. 결국 데이터가 완전히 정상화되는 시점은 내년 5월로 추정된다. 만약 셧다운이 2018~19년처럼 장기화되어 11월까지 이어질 경우, 주거비 데이터 왜곡 현상은 더욱 심화될 것이다.

데이터 품질 저하는 주거비에만 국한되지 않는다. 1) 품목별 수집 주기의 차이가 있고, 2) 지역별 수집 주기의 시차가 있기 때문이다. 항공료, 호텔과 같은 일부 CPI 품목들은 격월로 데이터를 수집하며, 세 곳의 대도시(뉴욕, 로스엔젤레스, 시카고)를 제외한 나머지 20개 주요 대도시에는 CPI 데이터를 격월로 수집한다. 수집이 누락될 경우 추정 가격이 장기간 사용되어 오차를 지속시킨다.

Analyst 허성우 deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

CPI 데이터 품질 문제는 사실 셧다운이 발생하기 이전부터 이미 악화되고 있었다. 노동통계국이 매월 발표하는 '공표하기 부적절한 시리즈 수(Series inadequate for publication)' 통계를 살펴보면 추세가 명확하다. 바이든 집권 당시 평균 13개에서 트럼프 2기 평균 18개로 늘어났다. 3개월 평균으로 보면 수치 공표 시작 시점(2019년 1월) 이후 가장 높은 수준을 기록 중이다. 공교롭게도 트럼프가 '해방의 날'을 선언한 4월부터 수치가 급격하게 증가하기 시작했다.

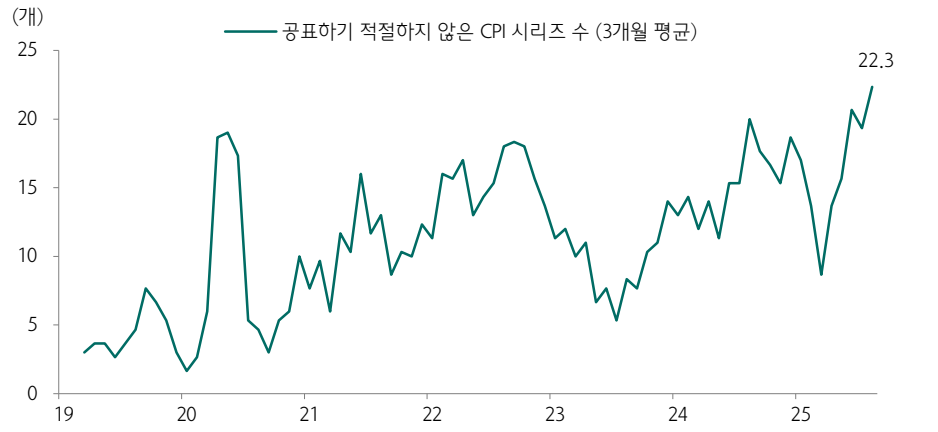
데이터 수집 차질 여파는 내년 상반기까지 지속될 것으로 예상된다. 이로 인해 연준은 인플레이션의 동향을 정확하게 파악하지 못하는 "블라인드 스팟(Blind Spot)"에 놓이게 된다. 여기에 CPI 데이터의 구조적 품질 저하가 결합되면서, 연준이 관찰된 물가 대신 추정된 물가에 기반해 정책을 결정해야 하는 딜레마가 커지고 있다.

다만, 통화정책 위험의 균형은 CPI와 같은 지표의 일시적 혼란을 넘어 실물 경제의 둔화 신호 쪽으로 기울고 있다. 노동시장의 점진적인 둔화와 더불어 취약 계층 중심의 소비 위축은 연준이 간과할 수 없는 부분이다("미국 가계 자산 증대와 소비 양극화" 자료 참고).

결론적으로, 데이터의 불확실성이 극대화되는 상황 속에서도, 연준이 실물 경제의 하방 위험을 선제적으로 관리하기 위해 금리 인하를 단행할 명분은 충분하다.

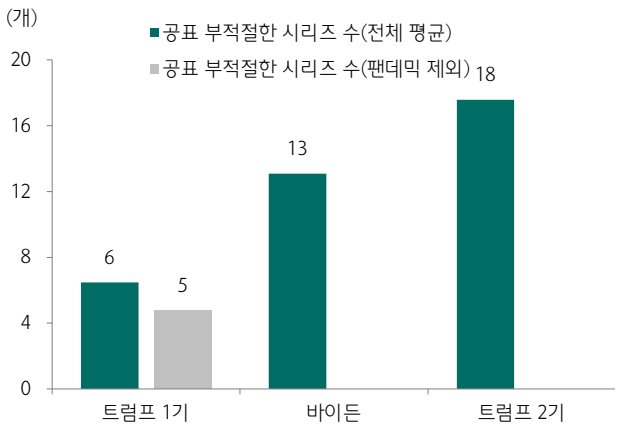
3개월 평균으로 보면 '공표하기 부적절한 시리즈 수'는 데이터 공표 시작 시점 이후 최고치 기록

도표 1. 셧다운 이전부터 CPI 데이터 품질은 악화되고 있었음



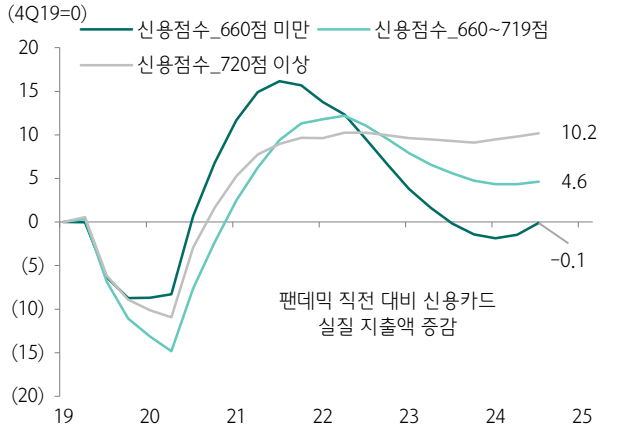
자료: BLS, 하나증권

도표 2. 트럼프 2기 들어 데이터 불확실성이 높아지고 있지만



자료: BLS, 하나증권

도표 3. 연준은 실물 경제 하방 위험 관리가 우선



자료: Federal Reserve Bank of Philadelphia, 하나증권