Fixed Income

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 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.

해외채권

워시가 선호하는 인플레이션 지표의 착시

- 워시가 선호하는 절사평균(Trimmed mean)과 근원 PCE 물가 간 흐름은 엇갈리기 시작
- 물가 분포 왜곡도(Skewness)가 양수(+)인 상황에서는 헤드라인 PCE는 절사평균보다는 근원 PCE와 높은 상관관계를 가졌던 특징
- 고용과 소비가 여전히 견조한 상황에서 인플레이션 경계감 지속. 미 국채 금리 상방 압력은 당분간 지속될 전망

절사평균 (Trimmed mean) PCE의 통계적 오류 가능성

중기적 물가 추세를 파악하는 핵심은 헤드라인 물가에서 일시적 소음을 제거하는 것이다. 최근 시장의 이목은 워시가 언급한 절사평균(Trimmed mean) PCE에 쏠려 있다. 이 지표는 품목별 상승률 순위 중 하위 24%(24^{th} percentile), 상위 31%(69^{th} percentile)를 제외하는 비대칭적 방식을 사용한다 (2월 기준 177개 항목 중 하단 55개, 상단 65개 제외) **[도표 1]**.

문제는 12개월 기준 근원 PCE와 절사평균 PCE는 2025년 9월까지 좁은 범위 내에서 유사한 흐름을 보이다 최근 두 지표의 흐름이 엇갈리기 시작했다는 점이다 (2월 근원 PCE 3.0%, 절사평균 PCE 2.3%) **[도표 2]**. 앞으로 시장의 관심은 헤드라인 PCE가 근원과 절사평균 중 어느 쪽으로 수렴할 것인지에 대한 논의가 활발할 것으로 보인다.

댈러스 연은 분석에 따르면, 역사적으로 헤드라인 PCE는 근원 PCE보다 절사평균 PCE로 수렴하는 경향이 압도적이었다. 회귀 분석 결과에서도 절사평균의 회귀 계수는 1에 수렴한 반면, 근원 PCE는 통계적으로 유의미하지 않았다.

하지만 물가 분포 왜곡도 (Skewness) 변화까지 감안하면 상반된 결과가 도출된다. 장기간 음수(-)에 머물던 왜곡도가 최근 양수(+)로 전환되면서 절사평균 PCE 지표의 오류 가능성이 커졌기 때문이다 **[도표 3]**. 실제로 작년 4분기 이후 고물가 항목(상승률 5% 이상)의 비중이 눈에 띄게 높아진 영향이다 **[도표 4]**.

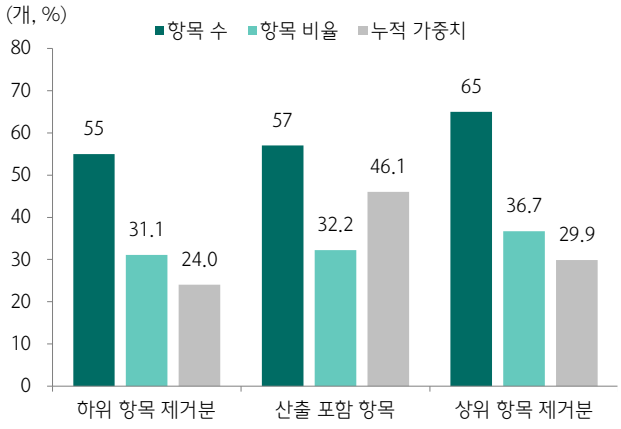
절사평균 PCE는 구조적으로 상단 항목을 더 많이 제거하도록 설계되어 있다. 물가 분포가 양의 왜곡을 보이는 상황에서 기계적으로 상단에 있는 변동성 높은 항목을 제거한다면, 실제 인플레이션 압력을 반영하는 고물가 항목들이 대거 누락되어 지표가 헤드라인보다 낮게 산출되는 '하향 편의'가 발생한다. 이는 2021~22년 인플레이션 급등 당시 절사평균 PCE가 뒤늦게 반응했던 이유기도 하다. 즉, 왜곡도가 양수(+)일 때는 오히려 헤드라인 PCE가 근원 PCE와 더 높은 상관관계를 보였다 **[도표 5]**.

결론적으로, 워시가 선호한다고 밝힌 절사평균 PCE의 최근 하락세를 근거로 금리 인하 기대감을 반영하는 것은 무리가 있다는 판단이다. 오히려 유가 충격에서 소비는 여전히 탄탄하며, 노동 시장은 다소 과열 국면에 머물러 있다. 인플레이션 경계감이 지속되는 가운데 미 국채 금리 상방 압력은 당분간 지속될 전망이다.

해외채권 Analyst 허성우
deanheo@hanafn.com

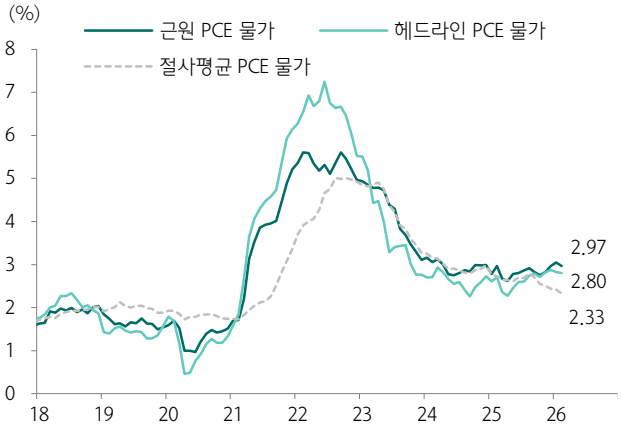
하나증권 리서치센터

도표 1. 절사평균 PCE 산출 방법
: 하위 24%, 상위 31% 제외하는 비대칭적 방식으로 산출



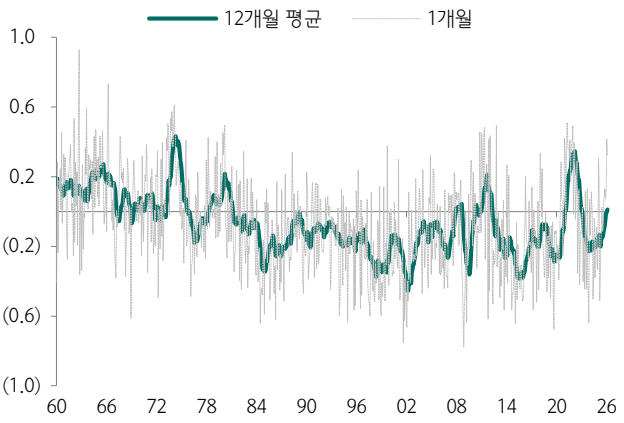
자료: BEA, 하나증권

도표 2. 주요 PCE 물가 추이
: 작년 4분기 이후 근원 PCE와 절사평균 PCE 흐름이 엇갈리기 시작



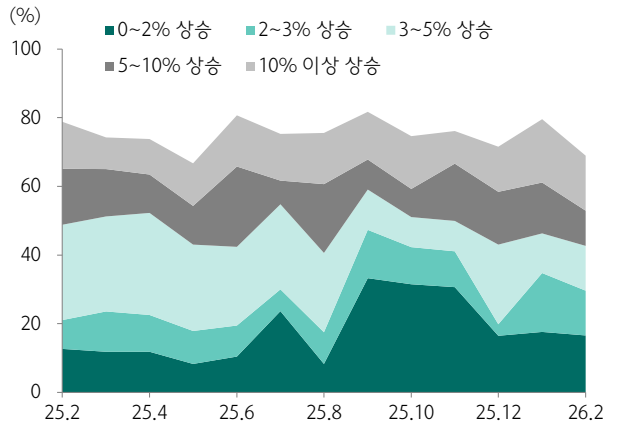
자료: BEA, 하나증권

도표 3. 물가 분포 왜곡도 (Skewness)
: 12개월 평균치는 올해 2월 들어 양수(+)로 전환



자료: BEA, 하나증권

도표 4. PCE 물가 항목 분류
: 작년 4분기 이후 고물가 항목 비중이 높아지는 중



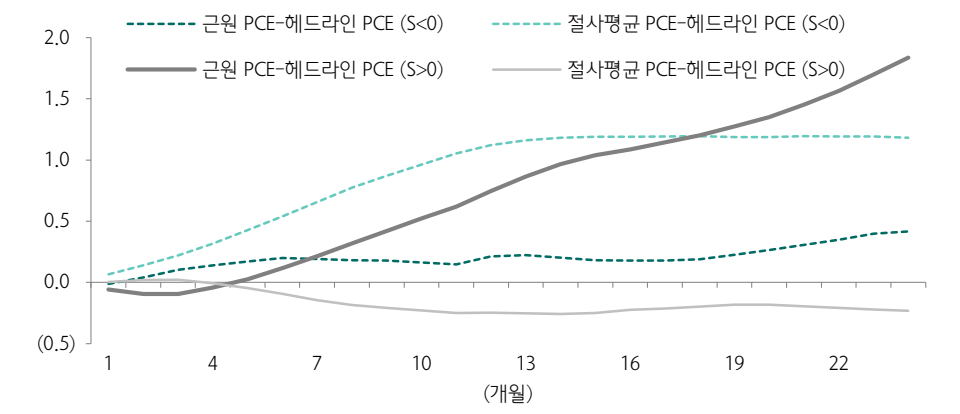
자료: BEA, 하나증권

.

왜곡도 양수 (S>0)인 경우
헤드라인 PCE는 근원 PCE와
상관관계가 높았음 (현 상황)

왜곡도 음수 (S<0)인 경우
헤드라인 PCE는 절사평균 PCE와
상관관계가 높았음

도표 5. 헤드라인 PCE, 근원 PCE, 절사평균 PCE 간의 회귀 분석 모델
: 물가 분포 왜곡도가 양수(+)일 경우 헤드라인 PCE는 근원 PCE와 상관관계가 높음



자료: BEA, Dallas Fed, 하나증권