문홍철의 Concise

채권/FX

26. 04. 27

연준의 물가 Regime Change

- 절사평균 물가가 인플레 기저흐름을 더 잘 파악한다
- PCE, CPI와 다르게 절사평균 물가는 기저의 디플레 압력을 보여줘
- 캐빈 워시를 매파로 오해하는 이유는 중앙은행 체제 견해에 대한 혼동 때문

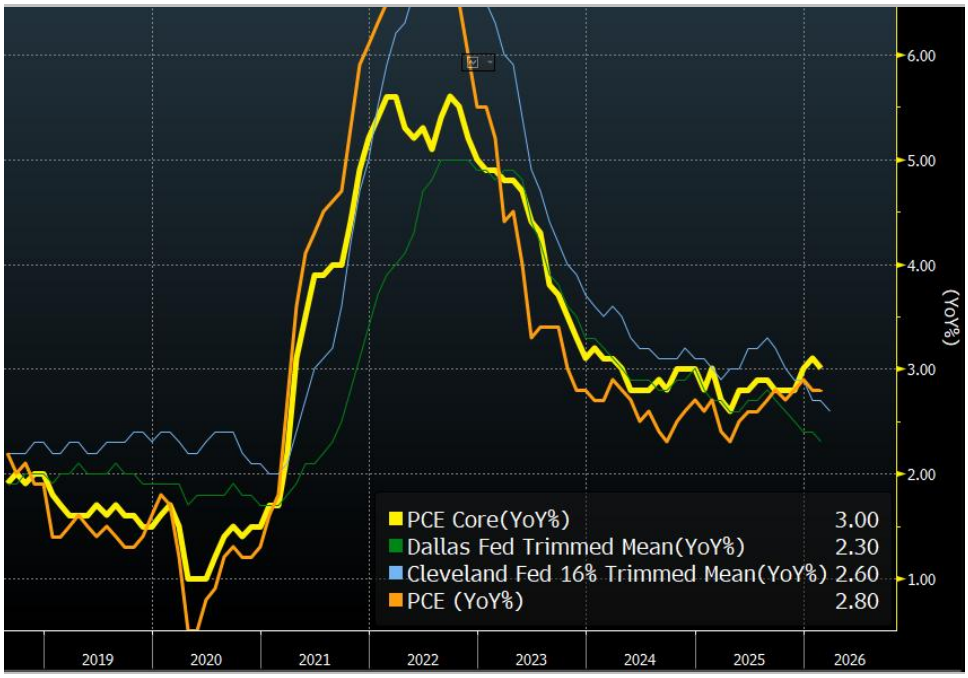
절사평균 물가가 인플레 기저흐름을 더 잘 파악한다: 미국 행정부가 파월의장에 대한 수사를 중단하면서 은행위원회의 캐빈 워시 인준 보이콧이 해결될 돌파구가 마련됐다. 과거에 밝혔듯 캐빈 워시는 공화당 대통령 시기에는 비둘기이므로 그의 성향을 의심할 필요는 없다. 그는 이번 청문회에서 PCE물가를 '대략적인 추정치'로 평가절하하고 대신 절사평균 물가(Trimmed Mean)를 사용해야 함을 역설했다. 이는 우리의 인식과 같이한다. 복잡계를 볼 때 core물가는 식료품과 에너지를 제외해야 기저 물가 흐름을 볼 수 있다는 잘못된 오해를 불러일으키기 쉽다. 그보다는 특정 물품(에너지, 식품, 자동차, 의료비 등등)의 급등락이 다른 물가에 전가되느냐가 더 중요하다. 절사평균은 올림픽 경기 점수 산출과 비슷하게 해당월에 너무 크게 오르거나 내린 품목을 제외한 나머지로 인플레의 기저 흐름을 측정하기 위해 만든 지표다. 그런 면에서 흥미로운 현상이 관찰된다. PCE와 절사평균 물가는 4Q25부터 방향성에 극명한 차이를 보이고 있다[도표1]. 해석할 때 주의점이 있다. 당신은 절사평균물가에서 급등락한 물품이 무엇인지(환원주의 관점) 궁금할 것이나 그것은 중요한 것이 아니다. 급등락 물품에 의해 다른 일반 물품들이 어떤 영향을 받고 있느냐가 중요하다. 이에 따르면 모두가 부르짖는 관세 인플레는 고사하고 오히려 디플레 압력이 확산되고 있다. 이러한 견해와 워시의 발언에 경제학계와 연준은 즉각 분노하며 반박했다. 제일 먼저 Trimmed Mean의 창시자인 달라스 연준이 나서서 스스로를 깎아내리며 눈물의 자아비판에 나섰다[도표2 참조]. 달라스 연준의 살신성인은 감동적이지만 비판을 위한 비판이다. 이미 달라스 연준의 문서에서도 1) 자신들의 논리가 과거에 늘 맞았던 것은 아니라고 밝혔으며 2) 달라스 연준 절사평균 물가의 약점을 공유하지 않는 클리브랜드 연준의 16% 절사평균도 동일한 디플레 압력을 보여주고 있기 때문이다[도표1].

캐빈 워시를 매파로 오해하는 이유는 중앙은행 체제 견해에 대한 혼동 때문: 인준 청문회를 통해 그를 매파적으로 해석하는 세간의 인식이 있는데 이는 그가 가진 '통화정책에 대한 견해'와 '중앙은행 체제 자체에 대한 견해'를 구분하지 않고 혼동하는 데 따른 오해에서 비롯되는 것이다. 그는 연준이 전통적인 금리 조절과 공개시장 조작에만 충실할 것을 요구한다. 그 외 자산 매입, 금융기관 규제, 녹색성장에 대한 목소리, 과도하게 권위적이어서 실수를 인정하지 않는 문화, 엄청난 권한에 비례하지 않는 책임지지 않는 조직 등이다. QE를 제외하면 모두 연준의 오랜 Regime과 관련한 내용이다. QE에 있어서도 캐빈워시 이전에 이미 연준은 어떻게 해서든 줄이려 하고 있다. 현재의 지준관리프로그램(RMP)는 QE이며 부양효과가 있는 것은 사실이지만 단기 자금 시장 안정을 위해 싫어도 불가피한 정책이므로 워시가 중단시킬 가능성은 낮다.

Analyst 문홍철 02 369 3436 m304050@dbsec.co.kr

도표 1. 전쟁 개시 전 2월까지의 PCE물가와 3월까지 공개된 절사평균(Trimmed Mean)물가는 이미 작년 4분기부터 서로 반대방향으로 달리고 있다.

절사평균 물가는 전쟁 개시 이후인 3월 물가까지 반영한 것이다. 그럼에도 불구하고 하락세라는 것은 고유가가 여타 경제 전반에 확산되어 가격 전가가 이루어지지 못함을 반영한 것이다. 반면 2월까지의 PCE 물가 지표들은 횡보세를 보이고 있다.



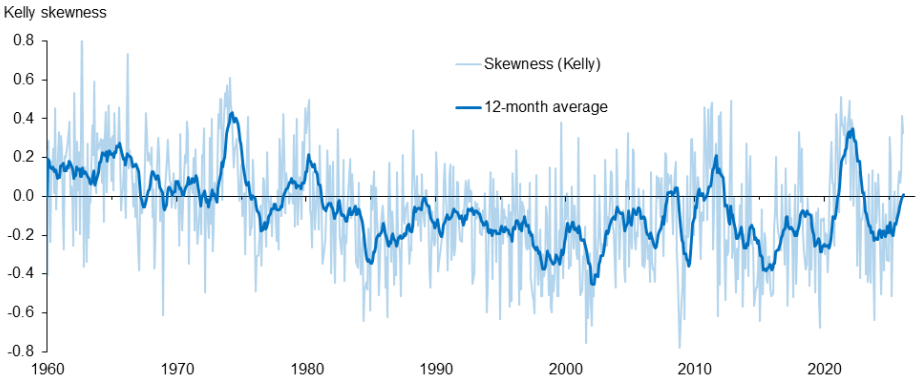
자료: Bloomberg, DB증권

도표 2. 달라스 연준의 절사평균 물가는 많이 오른 것을 더 많이 제외하고 떨어진 물건을 그보다 적게 제거한다. 수치로는 상위 31%를 깎아내고 하위 24%를 제거한다. 이는 역사적으로 그렇게 계산하는 것이 기저의 흐름을 잘 파악했기 때문이다. 이렇게 물가가 극단적으로 오르는 품목이 극단적으로 내리는 품목보다 많은 현상을 음의 왜도(negative skew)라고 한다.

아래의 그림은 왜도의 역사적 흐름을 보여준다. 최근 왜도가 (+)로 전환되고 있다. 이 경우 당초의 가정과 달라지므로 기존 방식으로 절사평균 물가를 계산하면 물가의 흐름이 더 낮아지도록 파악될 수 있다는 것이 달라스 연준의 주장이다.

우리는 워시와 달러스 연준이 모두 편향되었다고 평가하지만 절사평균 물가가 더 신뢰성 있는 것은 사실이라고 생각하며 달라스 연준의 주장은 근거가 약하다고 생각한다. 특히 앞서 [도표1]에서의 16% 절사 평균은 달라스 연준의 절사평균의 약점을 가지지 않음에도 불구하고 디플레 압력을 보이고 있다.

Chart 3
Skewness of PCE price change distribution became much less negative recently



NOTES: Kelly skewness = (P90 + P10 -2*P50)/(P90-P10) where P90 is the 90th percentile of the one-month percent change PCE distribution (not annualized). The aggregation of PCE components is slightly less granualar than in the official Trimmed Mean PCE dataset. Thus, these data go back to 1959.
SOURCES: Bureau of Economic Analysis; authors' calculations.

자료: 달라스 연준
링크: https://www.dallasfed.org/research/economics/2026/0416

Compliance Notice
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.