

시장을 앞세운 연준



김호정 Economist
hojung.kim@yuantakorea.com

임지윤 Research Assistant
jiyeon.lim@yuantakorea.com

반응함수를 만들어 직접 속내를 들여다봤다

Summary

7월 FOMC는 정책금리 목표 범위를 3.50~3.75%로 다섯 회 연속 동결했지만, 표결은 9대3으로 갈렸다. 해맥·카시카리·로건 총재가 25bp 인상을 주장하며 6월 만장일치에서 매파적 이견이 현실화됐다. 다만 경가·고용·물가 판단은 사실상 유지됐고, 지급준비금 문구도 '충분한 지준 체제를 재확인'에서 '충분한 지준 체제를 지속'으로 바뀐 데 그쳤다. 9대3은 위원회의 매파적 이견이 확대됐다는 증거이지만, 9월 인상 조건에 대한 합의가 형성됐다는 증거는 아니다.

워시 의장은 지난 42일간 명목·실질 국채금리가 상승한 점을 들어, 연준이 정책금리를 바꾸지 않아도 시장이 통화긴축의 일부를 대신했다고 평가했다. 선제지침을 줄이고 경제지표에 따른 가격발견을 회복시키겠다는 취지는 타당하지만, 장기금리에는 물가뿐 아니라 재정 위험과 기간 프리미엄도 섞여 있다. 이를 모두 정책의 유효한 긴축으로 받아들이면 통화정책 전달과 신뢰 훼손을 구분하기 어려워진다. 더 큰 문제는 왜 동결했는지, 어떤 조건에서 인상할지, 세 명의 반대와 다수파의 차이가 무엇인지에 대한 설명이 끝내 제시되지 않았다는 점이다.

FOMC 이후 발표된 2분기 GDP와 6월 PCE는 '강한 수요와 낮아지는 물가의 중심'이라는 조합을 확인했다. GDP 성장률은 연율 1.5%로 둔화했지만 순수출과 재고가 헤드라인을 끌어내렸고, 개인소비는 3.2%, 민간 국내 최종수요(PDPP)는 3.9% 증가했다. 반면 6월 근원 PCE는 전월비 0.13%로 예상치를 하회했고, 절사평균 PCE도 단월 연율 1.4%, 전년비 2.2%로 낮아졌다. 경기 방어를 위한 인하의 시급성은 낮지만, 즉각적인 인상을 정당화할 만큼 물가가 광범위하게 재가속한 것도 아니다.

따라서 당사의 기본 판단은 9월 인상보다 동결 연장이 우세하다는 것이다. 워시는 단일 지표보다 '광범위하고 지속적인' 추세를 강조했고, 6개월 근원 PCE와 에너지 재상승은 추가 확인의 필요성을 남긴다. 다만 6월 CPI와 PCE가 함께 둔화한 만큼, 인상을 위해서는 향후 물가의 확산과 지속성이 다시 높아지고 시장금리·위험자산이 금융여건을 완화하는 조합이 필요하다. 금리곡선에서는 인상 기대가 집중된 단기물의 하락 여지가 크지만, 장기물은 재정·국채공급·대차대조표 불확실성으로 상대적 약세가 이어질 전망이다.

이 판단을 뒷받침하기 위해 당사는 연준의 반응함수를 직접 추정했다. 시장가격에서 역산한 '시장 인지 반응함수'의 기울기는 파월 후기 1.3bp/σ에서 워시 체제 3.6bp/σ로 약 2.8배 가팔라졌고, 변동성은 총량의 증가 없이 지표 발표일로 재배분됐다. 성장·고용 서프라이즈는 단기물에 갇히는 반면 물가 서프라이즈는 장기물까지 파급되는 이원 구조도 확인된다. 이 함수 위에서 8~9월 근원 물가가 월 0.1~0.2%의 흐름을 이어가 3개월 연율(현재 약 2.5%)이 2% 초반까지 낮아지고 기대인플레이션이 안정을 유지한다면, 9월 동결을 전제로 올 12월 기준금리 인하 시나리오가 현실화될 수 있다고 전망한다.

9월 말 예정된 PCE 방법론 개편은 이 판단을 뒤집기보다 최근 근원물가의 수준을 조금 낮춰 읽게 만드는 보정이다. 당사 추정에서 소프트웨어와 포트폴리오관리의 하향 효과가 법률서비스의 상향 효과를 웃돌지만, 개편은 가계가 직면한 가격이나 물가의 방향 자체를 바꾸지 않는다. 공식 개정치는 신규 원자료와 계절조정까지 함께 반영되는 만큼 점추정에는 불확실성이 남는다. **정책적으로**는 추가 인상의 명분을 소폭 낮추는 보조 재료이며, 최종 판단은 7~9월 물가 추세와 민간수요의 지속 여부에 달려 있다.

I. 7월 FOMC 결정: 동결보다 커진 내부 이견이 먼저 보였다

정책은 그대로였지만, 만장일치가 9대3으로 갈렸다

7월 FOMC는 연방기금금리 목표 범위를 3.50~3.75%로 유지했다. 2026년 들어 다섯 번째 연속 동결이다. 성명서는 경제활동이 불확실성에도 견조한 속도로 확장하고 있으며 생산성과 자본투자가 강하다고 평가했다. 고용 증가는 노동력 증가와 보조를 맞췄고 실업률은 큰 변화가 없다는 진단도 유지했다. 물가에 대해서는 공급충격과 에너지 가격을 일부 원인으로 지목하면서도 2% 목표 대비 높은 수준이라고 적었다. 즉 성장과 노동시장은 인상을 견딜 수 있을 만큼 견조하지만, 공급충격이 섞인 물가를 당장 정책금리로 눌러야 할 만큼 판단이 모아지는 않은 회의였다.

[표 1] 6월과 7월 FOMC 비교

항목	6월 FOMC	7월 FOMC
정책금리	3.50~3.75% 동결	동일
표결	12:0	9:3 (해맥·카시카리·로건 25bp 인상 주장)
경기 판단	견조한 성장, 생산성·자본투자 강세	동일
고용 판단	고용 증가가 노동력 증가와 보조	동일
물가 판단	2% 목표 대비 높은 수준	동일
지급준비금 문구	충분한 지준 정책을 “재확인(reaffirmed)”	충분한 지준 정책을 “지속(is continuing)”
핵심 차이	점도표를 통한 인상 위험 재가격화	매파적 소수의견 확대, 구체적 경로는 미제시

자료: Federal Reserve, 유안타증권 리서치센터

표결의 변화는 가볍지 않다. 6월 점도표에서 인상 가능성이 부각된 뒤 실제 회의에서 세 명이 인상을 주장했다는 점은 위원회 내부에 현 정책금리가 충분히 제약적인지에 대한 의문이 커졌음을 보여준다. 다만 반대표가 늘었다는 사실을 곧바로 9월 인상 신호로 연결하기는 어렵다. 다수파는 동일한 경기·물가 진단 아래에서도 동결을 선택했고, 위시는 기자회견에서 반대표의 논거나 다수파와의 구체적인 차이를 설명하지 않았다. 9대3은 위원회의 매파적 경사가 커졌다는 증거이지만, 인상 조건에 대한 합의가 형성됐다는 증거는 아니다.

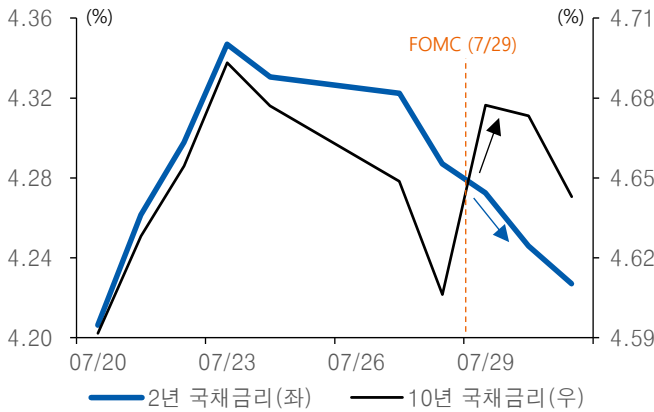
II. 위시의 새 프레임: 정책금리보다 시장이 먼저 움직였다

선제지침 축소를 긴축 경로로 해석

위시 의장이 이번 회의에서 가장 강조한 사실은 지난 42일 동안 연준이 정책금리를 바꾸지 않았는데도 국채 수익률곡선 전반의 명목·실질금리가 큰 폭으로 상승했다는 점이다. 그는 이를 선제지침 축소가 의도대로 작동한 결과로 평가했다. 연준의 발언을 따라 움직이기보다 시장 참가자가 실제 데이터와 경제 전개를 직접 가격에 반영하기 시작했고, 중앙은행이 항상 시장의 중심에 설 필요는 없다는 논리다. 이 프레임에서 시장금리 상승은 연준의 통제력 상실이 아니라 시장의 가격발견 기능이 회복된 증거가 된다.

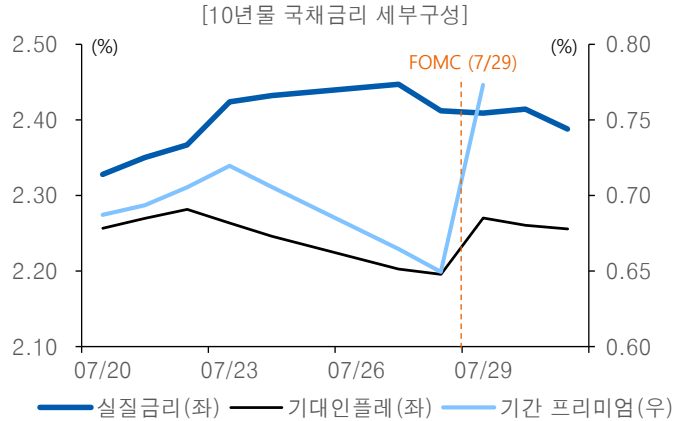
이 접근은 통화정책의 현실을 반영하는 측면이 있다. 경제에 영향을 주는 것은 연방기금금리 하나가 아니라 국채금리, 회사채 스프레드, 주가, 환율을 포함한 금융여건 전체이기 때문이다. 시장금리가 이미 크게 올라 실질 차입비용을 높였다면, 연준이 같은 방향으로 정책금리를 추가 인상할 필요는 줄어든다. 따라서 7월 동결의 실질적 논리는 ‘금융여건이 이미 추가 긴축을 전달하고 있으므로 효과를 점검할 시간이 필요하다’는 데 있다.

[그림 1] 7월 FOMC 영향으로 단기금리는 하락한 반면 장기금리는 상승



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 장기물 기간 프리미엄은 급등



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

실제 시장 반응도 이 해석의 양면성을 보여준다. 미 재무부 일별 증가 기준으로 FOMC 당일 2년물은 4bp 하락했지만 10년물은 6bp, 30년물은 11bp 상승했고, 2년-30년 금리차는 하루 만에 15bp 확대됐다. 단기물은 연준이 즉각 정책금리를 올릴 가능성을 낮게 본 반면, 장기물은 높은 물가와 재정 위험, 기간 프리미엄에 더 높은 보상을 요구했다. 시장이 '긴축을 대신했다'고 하더라도 그 긴축의 성격은 만기별로 달랐다. 단기 정책경로는 완화된 반면 장기 자본비용은 오히려 높아진 것이다.

대차대조표는 방향의 단서일 뿐, 아직 정책 발표는 아니다

워시는 모두발언에서 금리정책이 주된 수단이라는 기존 원칙을 언급한 뒤, 연준 대차대조표가 현재 얼마나 많은 완화 효과를 제공하고 있는지를 질문으로 제시했다. 워시가 과거부터 대차대조표 축소를 중시해 왔다는 점을 감안하면 향후 정책조합에서 자산규모와 듀레이션 공급이 더 큰 비중을 차지할 가능성을 열어 둔 발언이다. 장기 국채를 민간이 더 많이 보유하게 만들 경우 기간 프리미엄과 실질금리를 높여 정책금리를 올리지 않고도 금융여건을 조일 수 있기 때문이다.

이 문제의식은 지급준비금 문구에도 반영됐다. 성명서의 지준 문구는 '충분한 지준 정책을 재확인(reaffirmed)'에서 '충분한 지준 정책을 지속(is continuing)'으로 바뀌며 당장의 충분한 지준 운영은 유지하되 장기 체제에 대한 재확인 표현은 사라졌다. 다만 자산축소의 속도·구성·개시 조건은 제시되지 않아, 이를 대규모 대차대조표 축소 예고로 읽기는 이르다.

Ⅲ. 기자회견의 한계: 전망은 줄었고, 설명책임도 함께 줄었다

워시의 문제의식 자체는 일관적이었다. 5년간 이어진 목표 초과 물가를 한두 달의 둔화로 치유됐다고 판단하지 않겠으며, 2%보다 높은 암묵적 목표도 인정하지 않겠다는 메시지다. 단일 지표보다 추세를 중시하고, 연준 전망에 시장이 과도하게 의존하는 구조를 줄이겠다는 목표 역시 타당하다. 중앙은행이 매 회의마다 경로를 약속하면 시장은 경제보다 연준의 문구를 거래하게 되고, 정책 변화가 필요할 때 연준 스스로 선제지침에 묶일 수 있기 때문이다.

문제는 선제지침을 줄이는 과정에서 최소한의 정책 기준까지 함께 흐려졌다는 점이다. 기자들은 왜 동결했는지, 결정이 얼마나 근접했는지, 어떤 조건에서 금리를 올릴지, 세 명의 반대가 무엇을 뜻하는지를 반복해서 물었다. 그러나 워시는 '동결'이라는 전제를 거부하고 회의를 어려운 질문을 검토한 과정으로 재정의했으며, 결론에 관한 질문에는 위원회가 무엇을 논의했는지를 답했다.

시장의 역할을 강조하면서도 시장금리 상승 가운데 어느 부분을 바람직한 긴축으로 보고 어느 부분을 위험 프리미엄으로 판단하는지는 설명하지 않았다.

전망을 줄이는 것과 기준을 감추는 것은 다르다. 데이터 의존적 정책은 매월 숫자에 기계적으로 반응하는 정책을 뜻하지 않지만, 어떤 데이터의 어떤 추세가 판단을 바꾸는지는 설명할 수 있어야 한다. 더구나 세 명의 인상 소수의견이 등장한 회의에서 의장이 내부 논쟁의 핵심을 공개하지 않으면 시장은 정책금리보다 수사학을 역산해야 한다. 이는 연준의 선택권을 넓혀주지만, 경제주체가 차입·투자·고용 결정을 내릴 때 필요한 정책 앵커는 약화시킨다.

[표 2] 7월 FOMC 케빈 워시 연준 의장 기자회견 주요 발언 및 정책 함의

항목	주요 발언	해석 및 정책 함의
'동결' 규정 거부	이번 결정을 단순한 '동결(hold)'로 규정하지 않고, 경제 상황에 대한 엄격한 검토(rigorous review)라고 표현. 정책금리는 그대로였지만 금융 시장 가격은 움직였다고 강조	정책기조를 기준금리 결정만으로 평가해서는 안 되며, 시장금리와 금융여건까지 함께 봐야 한다는 입장. 다만 동결의 구체적 판단 근거를 설명하기보다 결정의 의미를 재정의하면서 반응함수의 투명성은 낮아짐
시장이 만든 긴축	"지난 42일 동안 연준은 많은 일을 하지 않았지만 시장은 상당한 일을 했다(markets have done quite a bit)"고 평가. 최근 명목실질금리 상승에 개입하지 않겠다는 입장	시장금리 상승을 금융여건의 유효한 긴축으로 인식. 당분간 추가 인상 없이도 시장금리가 수요와 물가를 제약할 수 있다고 본 것으로 해석되나, 장기금리 상승을 사실상 정책에 활용한다는 점에서 시장 변동성이 정책 전달경로에 직접 편입됨
데이터 의존성	단일 지표를 정책의 방패나 정당화 수단으로 사용하지 않겠다고 언급. 6월 CPI가 동결 결정에 미친 영향은 "크지 않았다"며 개별 수치보다 추세를 강조	한 차례의 물가 하회만으로 완회적으로 전환하지 않겠다는 의미. 동시에 단일 상방 지표 역시 즉각적인 인상으로 연결되기보다는, 여러 지표에서 물가 재가속이 반복되는지가 중요해짐
2% 물가목표	"느슨한 목표(soft target)도, 더 높은 암묵적 목표도 없다"며 2% 목표를 반복적으로 강조	목표 상황이나 초과 물가 용인에 대한 기대를 차단하고 기대인플레이션을 고정하려는 커뮤니케이션
인상 소수의견 3인	해택 카시카리 로건의 인상 주장 이유는 공개하지 않으면서, 내부의 '집안싸움(family fight)'을 건강 한 논쟁으로 평가	매파적 이견이 일시적 돌출이 아니라 위원회 내부의 유의미한 정책 선택지로 자리 잡았음을 확인. 다만 반대 논거와 다수파의 차이를 설명하지 않아 9월 인상의 구체적 조건은 여전히 불분명
잭슨홀 연설 예정	연설 방향은 아직 '백지(blank sheet)'이며, 장기적인 정책 구상을 다룰지 9~12월 정책결정을 위한 계기로 삼을지 정하지 않았다고 언급	잭슨홀에서 정책전략과 대차대조표 운영 방향이 제시될 가능성은 열려 있음. 다만 구체적인 정책 예고라기보다 현재 진행 중인 태스크포스 검토 결과를 정리하는 자리가 될 가능성이 높으며, 발언 자체를 인상 신호로 해석하기는 어려움
물가와 고용의 관계	물가안정과 완전고용 사이에 엄격한 상충관계(trade-off)가 있다고 보지 않는다고 설명. 고용은 양호하지만 물가 성과가 부족하기 때문에 물가를 더 강조한다고 언급	반응함수가 물가 하나로 축소된 것은 아니지만, 고용이 안정적인 동안에는 물가가 정책 방향을 결정하는 핵심 제약조건으로 작용할 전망
물가 판단 지표	공식 기준은 올해도 PCE라고 확인하면서도, 경제 전반의 가격 변화를 파악하기 위해 더 넓은 물가 데이터(broader inflation data)를 함께 보고 있다고 언급	PCE가 공식 목표지표라는 원칙은 유지되지만, 근원·절사평균 등 다양한 보조지표를 함께 활용할 가능성을 시사. 다만 지표별 가중치와 정책 전환 조건을 밝히지 않아, '더 넓은 데이터'가 판단의 유연성을 높이는 동시에 설명책임을 약화시킬 여지도 존재

자료: 유안타증권 리서치센터

IV. 흐려진 반응함수의 재구축: 당사 추정 프레임과 6월 PCE 검증

앞 장에서 본 것처럼 이번 기자회견은 전망을 줄이는 동시에 판단의 기준까지 함께 흐렸다. 그렇다면 남은 방법은 연준이 무엇에 어떻게 반응하는지, 곧 반응함수를 데이터에서 직접 추정하는 것이다. 명시적인 포워드 가이드언스가 사라진 환경에서는 성명서 문구 해석이 그 역할을 대신할 수 없기 때문이며, 6월 PCE와 그 직후의 시장 반응은 이 추정의 첫 본격적인 시험대였다.

당사의 계량 분석 틀은 연준이 경제 지표에 실질적으로 반응하는 '실제 반응함수'와 금융시장 가격 변수에 내재된 '시장 인지 반응 함수'를 교차 검증하는 구조로 설계되었다. 연준의 실제 함수는 '정책금리 = 종립금리 + $\alpha \times (\text{물가} - \text{목표}) + \beta \times (\text{고용 여건}) + \gamma \times (\text{금융 여건})$ ' 이라는 표준적인 형태를 띠며, 당사는 여기에 현실의 정책 경로를 정밀하게 반영하기 위해 세 가지 비선형 조건을 추가로 적용했다.

첫째, 물가가 목표치를 상회할 때의 금리 인상 민감도(α)가 하회할 때보다 구조적으로 높게 설정되는 상방 비대칭성을 부여했다. 둘째, 단일 월간 지표의 노이즈를 제거하기 위해 정책 반응의 기준을 3~6개월 이동평균 기반의 추세 필터로 설정했다. 셋째, 중앙은행의 대차대조표 규모가 클수록 전반적인 정책 기초가 매파적 방향으로 이동하도록 상태 의존성을 반영했다.

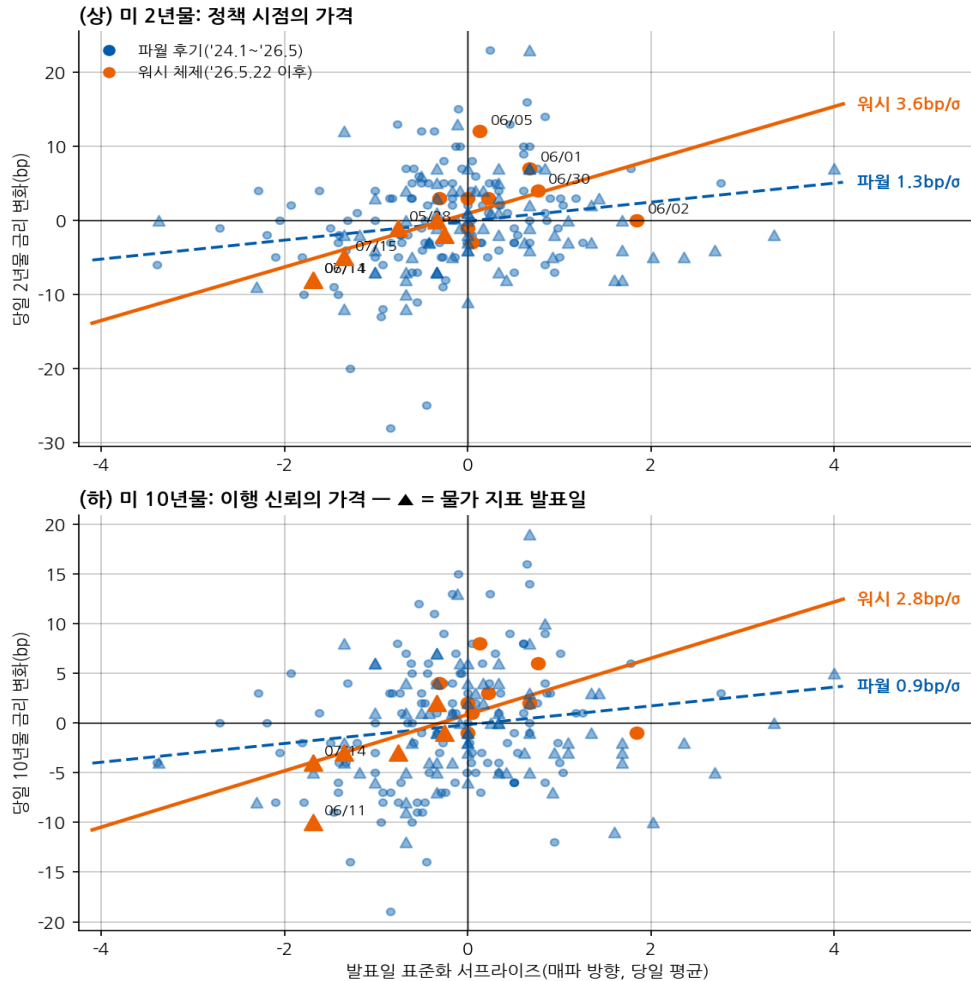
해당 함수를 구성하는 각 계수의 사전 정보는 지난 4월부터 7월까지 진행된 연준의 성명서, 기자회견, 의회 증언을 비롯해 의장의 과거 저작물 내 텍스트를 정량적으로 계량화하여 추출했다. 이와 대조적으로 시장 참여자들이 인지하는 반응함수는 금융시장 자산 가격에서 직접 역산하여 추정했다. 이를 측정하기 위해 주요 거시 지표 발표 시점의 서프라이즈 베타, 지표 발표일과 비발표일 간의 자산 가격 변동성 격차, 그리고 옵션 시장의 내재변동성을 복합적인 실증 지표로 활용했다.

무엇보다 이번 6월 PCE 실측 데이터를 통해 연준의 통화 완화를 위한 실질적인 진입 장벽 구조가 명확히 확인되었다. 6월 근원 PCE가 전월 대비 0.13% 상승하며 시장 컨센서스(0.2%)를 하회하고 같은 날 발표된 2분기 성장률의 헤드라인 둔화(연율 1.5%, 시장 예상 2.0% 하회)가 중첩된 상황은, 과거의 통상적인 기대 형성 경로였다면 단기물 금리 강세와 기준금리 인하 기대로 직결되었을 거시 환경이다. 그럼에도 불구하고 연방기금금리 선물 시장에 반영된 9월 금리 인상 확률은 55~63% 수준으로 인상 우위 기조를 확고히 유지했다. 이러한 금리 시장의 하방 경직성은 앞서 설계한 반응함수의 두 가지 비선형적 특성에 기인한다.

현재 인플레이션이 연준의 목표치를 상회하고 있는 국면에서는 물가 하회 서프라이즈가 지나는 정책적 함의가 상회 서프라이즈의 절반 이하 수준으로 축소 반영(상방 비대칭성)되며, 단일 월간 지표의 변동은 3~6개월 추세 필터 내에서 극히 제한적인 가중치만을 지니기 때문이다. 아울러 헤드라인 물가 지표의 하락 역시 휴전에 따른 에너지 가격 조정, 즉 연준이 성명서를 통해 지적해 온 공급측 요인에 해당한다. 이에 따라 단기물 금리의 리스크 분포는 여전히 상방으로 치우쳐 있으며, 정책 결정의 캐스팅보트를 전 중도 성향 위원들의 스탠스 변화 여부는 오는 8~9월 물가 지표가 형성할 추세적 흐름에 달려 있다.

이와 함께 주목해야 할 핵심 쟁점은 시장이 인지하는 통화정책 반응함수의 민감도(기울기)가 최근 가파르게 상승(2년물 기준 1.3bp/ σ → 3.6bp/ σ)했다는 점이다. 그림 2는 이러한 시장의 정책 반응 민감도를 2년물(상단)과 10년물(하단) 국채 금리를 기준으로 각각 추정하여 대조한 산점도다. 해당 도표의 가로축은 공식 캘린더(BLS·BEA 등) 상의 지표 발표일별 경제지표 서프라이즈(실제치와 컨센서스의 격차)를 변동성으로 표준화하여 금리 상승(매파적) 방향으로 정렬한 값이며, 세로축은 해당일의 만기별 종가 변화폭(bp)을 의미한다(단, 금리 결정이 지배적인 FOMC 회의일은 표본에서 제외). 지표의 성격에 따라 물가 지표는 세모로, 성장 및 고용 등 기타 지표는 원으로 표기했다. 여기서 도출된 회귀선의 기울기가 곧 1표준편차(1σ)의 서프라이즈에 시장이 금리를 몇 bp 조정하는지를 나타내는 서프라이즈 베타로 해석된다.

[그림 3] 시장이 인지하는 반응함수의 기울기: 2년물과 10년물



자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

각 만기별 반응 민감도를 분석한 결과, 2년물 국채 금리(상단)의 서프라이즈 베타는 파월 의장 후기(2024년 1월~2026년 5월, 205개 표본) 당시 1.3bp/σ에 불과했으나 신임 워시 의장 체제(2026년 5월 22일 이후, 15개 표본) 출범 이후 3.6bp/σ로 약 2.8배 가팔라졌다. 특히 6월 5일 고용지표 상회 당일(+12bp)과 7월 14일 CPI 하회 당일(-8bp)의 강력한 가격 갱신이 이러한 새로운 기울기 상승을 주도했다. 10년물 국채 금리(하단) 역시 동일 기간 기울기가 0.9bp/σ에서 2.8bp/σ로 급등했다. 여기서 가장 주목할 점은 10년물의 경우 물가 지표(세모) 관측치들이 회귀선의 기울기를 사실상 결정하는 반면, 성장 및 고용 지표(원)는 0bp 부근에 횡보하며 밀집해 있다는 사실이다.

이는 실물 성장 및 고용 서프라이즈가 기준금리 등락의 시점만을 늦추거나 앞당겨 단기물 금리에만 영향을 미치는 반면, 장기물 금리는 연준이 장기 물가 목표치(2%)를 성공적으로 이행할 수 있을지에 대한 '신뢰 재평가'를 가격화 하므로 주로 물가 지표에 반응한다는 실증적 근거다. 물론 워시 체제의 표본수가 아직 15개 발표일에 불과해 통계적 신뢰구간이 넓고 두 체제 간의 기울기 차이를 수학적으로 완벽히 확정 짓기에는 다소 이른 시점이다. 그러나 현재 관찰된 극명한 간극은 충분히 유의미한 방향성 증거로 판단하며, 향후 8~9월 지표 일정을 거치며 모형의 정밀도는 한층 제고될 수 있을 것이다.

이러한 민감도 확대의 배경으로는 구조적 기초 변화, 시장의 일시적 과민 반응, 통계적 소표본 오차 등을 상정할 수 있으나, 당사는 이를 통화정책의 구조적 변화와 시장의 학습 과정이 결합된 결과로 판단했다. 실제로 연준 의장은 FOMC 회의 간 금리 변동성이 과거 20년 내 상위 10% 수준에 달하는 현 국면을 통화정책 전달 경로의 의도된 개선으로 긍정 평가한 바 있다. 더욱이 채권시장 내재변동성 지수(MOVE 지수 74, 하위 26% 백분위)가 안정적인 수준을 유지하고 있다는 점은 단순한 과민 반응 가설과 명백히 배치된다. 즉, 연준은 물가의 3~6개월 기초적 추세를 중시하는 반면 시장은 개별 월간 지표 발표에 즉각적으로 높은 베타를 적용하여 프라이싱을 단행하고 있으며, 이러한 뚜렷한 인식 간극 자체가 단기적인 과잉 반응과 되돌림 패턴을 유발하는 토양이 되고 있다.

결론적으로 현재 확인된 연준의 반응함수 구조상, 단기적인 통화정책 기초는 잔존한 인플레이션 리스크를 경계하는 매파적 스탠스를 유지할 수밖에 없다. 단 한 번의 월간 지표 호조만으로는 연준이 요구하는 추세 필터를 충족시킬 수 없으며, 정책 민감도의 상방 비대칭성으로 인해 완화로 돌아서기 위한 논리적 문턱이 구조적으로 높게 설정되어 있기 때문이다. 현재 **채권시장의 수익률 곡선 스티프닝 역시 정책 시계 내에 물가 목표를 달성하지 못할 가능성이라는 테일 리스크를 장기 프리미엄에 선반영하는 과정으로 해석**할 수 있다. 실제로 지난 한 주(종가 기준) 2년물 금리가 9bp 하락하고 30년물이 5bp 상승하는 트위스트 속에서 근거리 기대 인플레이션(5년 BEI -6bp)은 오히려 하락한 반면 5y5y 포워드(+2bp)와 기간프리미엄만 상승해, 이번 스티프닝의 성분이 기대 경로가 아닌 프리미엄임이 확인된다.

V. 정책 및 시장 합의: 인상보다 관망, 조건 충족 시 12월 전환

반응함수의 핵심은 단월 물가가 아니라 '광범위하고 지속적인' 추세

워시는 6월 CPI의 하방 서프라이즈가 7월 동결 결정에 미친 영향이 크지 않았다고 말했다. 단월 물가 하회를 이번 결정의 핵심 근거로 두지 않았다는 의미다. 동시에 인플레이션이 전망기간 동안 높은 수준을 이어가면 금리 인상이 해법의 일부가 될 수 있다고 밝혔지만, 이를 유일하거나 우선적인 수단으로 규정하지 않았다. 따라서 현재 반응함수는 '물가가 높으면 곧바로 인상'이라기보다, 물가의 확산도와 지속성에 시장금리·금융여건, 대차대조표의 완화 효과를 함께 대조하는 형태에 가깝다.

당사의 판단은 **9월 인상이 우세해진 것이 아니라, 인상 가능성이 열려 있는 동결 국면이 길어졌다는 것이다.** 최근 시장금리 상승이 경제에 전달되는 동안 다수파가 추가 정책금리 인상을 서두를 유인은 크지 않다. 반면 물가가 광범위하게 재가속하고 단기금리와 위험자산이 다시 금융여건을 완화한다면 세 명의 소수의견이 다수파로 확산될 수 있다. 워시 체제에서 정책 변화는 단일 지표의 서프라이즈보다 여러 달의 추세와 시장의 반응이 같은 방향을 가리킬 때 나타날 가능성이 높다.

그러나 당사는 이번 6월 PCE의 예상치 하회가 이 동결 국면의 끝을 앞당길 의미 있는 변곡점의 시발점이라고 판단한다. 향후 8~9월 근원 물가가 월 0.1~0.2%의 흐름을 이어가 3개월 연율(현재 약 2.5%)이 2% 초반까지 낮아지고 기대인플레이션 지표가 안정을 유지한다면, 연준의 반응함수 내 '추세적 확산' 조건은 충족되며 시장을 누르고 있는 기간프리미엄과 정책 불확실성은 빠르게 해소 국면으로 진입할 것이다.

이 경로의 전제는 9월 동결이다. 시장의 9월 인상 프라이싱은 함수의 상방 비대칭을 학습한 결과이며, 당사는 그 인상이 실현되기 전에 추세 조건이 먼저 채워질 것으로 판단한다. 인상 직후의 연속적인 방향 전환은 함수의 관성과 양립하기 어렵기 때문이다. 요컨대 다가오는 8월 잭슨홀 미팅과 9월 FOMC가 연준의 단기적인 매파적 인쇄심을 재확인하는 검증대라면, 누적된 물가 둔화 데이터가 실질적인 완화 조건을 채우게 될 올 연말에는 12월 기준금리 인하라는 정책 전환 시나리오가 충분히 현실화될 수 있을 것으로 전망한다. 물론 이 전망은 9월 30일 통계 개편에 따른 수치 하향이 아니라 실측 모멘텀의 연속적인 확인을 전제로 한 것이다.

시장에서는 단기물과 장기물을 구분할 필요가 있다. 물가 둔화가 확인되면 정책금리 기대가 집중된 2년물은 인상 확률 소멸에 가장 민감하게 반응할 전망이다. 그러나 장기물은 재정 부담, 국채 공급, 대차대조표 정책에 대한 불확실성이 남아 있어 같은 폭으로 하락하기 어렵다. 즉 다음 물가 지표가 완화적으로 나오더라도 곡선은 **단기물 중심의 강세, 장기물의 상대적 약세가 결합된 볼 스틱프닝에 가까울 가능성이 높다**. 다시 말해 현재 관찰되는 스틱프닝이 정책 실패 위험을 **장기 프리미엄에 없는 프리미엄 주도의 베어 스틱프닝**이라면, 물가 둔화가 확인되는 국면에서는 그 성격이 **단기물 급락이 주도하는 볼 스틱프닝으로 전환된다**. 같은 곡선의 가팔라짐이지만 국면에 따라 원인과 함의가 정반대인 셈이다. 이 구도에서는 **12월 인하가 현실화되더라도 장기물의 구조적 부담이 남아 곡선은 정상화(플래트닝)로 향하기보다 볼 스틱프닝이 오히려 심화될 공산이 크며**, 2년물 급락과 30년물 정체가 결합된 형태가 당사의 기본 시나리오다.

이를 포지션으로 구체화하면 손익 구조는 경로별로 갈린다. 당사의 기본 경로(동결 지속 후 12월 인하)에서는 핵심 물가 지표 발표 캘린더에 연동한 스틱프닝 포지션을 유지하되, **추세 둔화가 확인되는 정도에 비례해 단기물 금리 수취를 점진적으로 확대하는 접근이 유효하다**. 리스크 경로는 8~9월 물가 상회로 연준이 9월 인상을 단행하는 경우다. 이때는 정책 민감도의 증폭으로 단기물 금리가 급등하고, 연준이 자신의 정책 함수를 실증함에 따라 장기물 리스크 프리미엄이 반납되는 베어 플래트닝 국면으로 전환될 공산이 크다. 따라서 단기물 금리 상승 방어 전략을 상시 결합하고, 9월 인상 시그널이 확정되는 시점을 스틱프닝 포지션의 축소 분수령으로 설정한다.

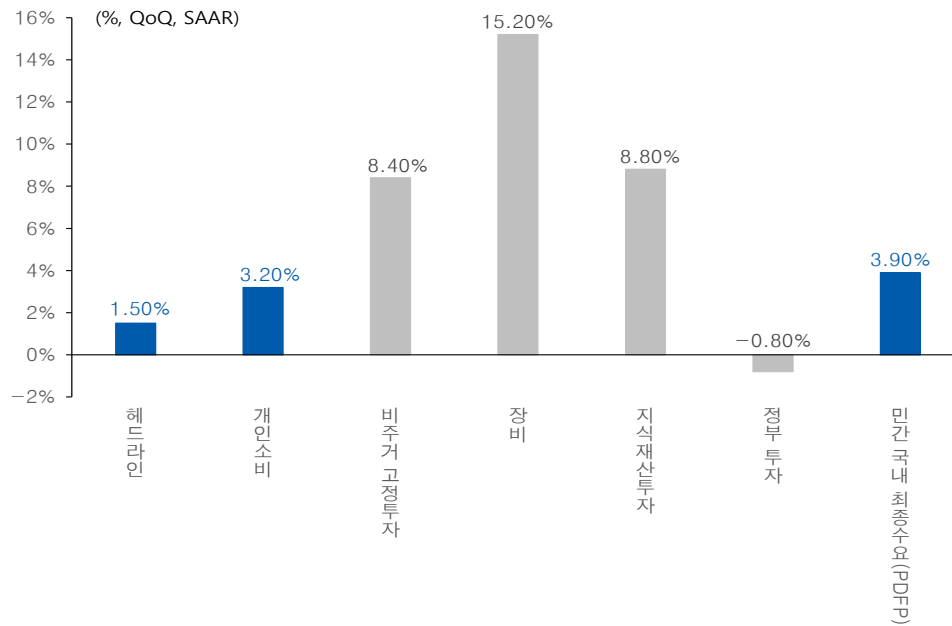
아울러 금리 변동성 시장에서는 주요 경제 지표 발표일과 비발표일 간의 실현 변동성 격차를 활용한 전술적 접근이 요구된다. 현재 채권시장 내재변동성 지수(MOVE) 74는 일간 약 4.7bp 수준의 변동 폭을 암시하고 있으나, 실제 실현 변동성은 지표 발표일(8.5bp)과 비발표일(3.8bp)로 극명하게 분리되어 나타난다. 이는 **지표 발표일 기준으로는 내재변동성이 실현 변동성 대비 저평가되어 있고, 비발표일에는 고평가되어 있음을 시사한다**. 이에 따라 8월 CPI(8/12 전후)와 7월 PCE(8/26) 등 핵심 물가 일정을 겨냥해 단기 변동성 매수(Long Volatility) 포지션을 구축하고, 그 외 평시 구간에서는 프리미엄을 수취하는 구조를 결합하는 것이 합리적이라는 판단이다. 종합하면 향후 분수령은 8월 하순 잭슨홀 미팅의 발언 수위, 8월 CPI 발표 결과, 9월 FOMC(9/15~16)의 표결 분포, 9월 30일 연례 통계 개편(VII장), 그리고 당사 전망의 직접적인 검증대가 될 10월(10/27~28) 및 12월(12/8~9) FOMC로 압축된다.

2분기 GDP: 헤드라인 둔화보다 강한 민간 내수가 더 중요

FOMC 이후 발표된 2분기 GDP 속보치는 연율 1.5%로 시장 예상(2.0%)과 1분기(2.1%)를 하회했다. 그러나 둔화의 성격은 경기 전반의 약화와 거리가 있다. 순수출이 성장률을 -1.0%p, 재고가 -0.7%p 각각 끌어내린 반면, 개인소비는 3.2% 증가했고 소비와 민간 고정투자를 합친 민간 국내 최종수요(PDFP)는 3.9%로 반등했다. 비주거 고정투자도 8.4%, 그중 장비와 지식재산 투자는 각각 15.2%, 8.8% 늘었다. **헤드라인 1.5%보다 연준이 확인할 내수의 복원력이 강했다는 의미이며, 워시가 모두발언에서 강조한 소비·자본지출의 견조함을 뒷받침한다**.

물가 신호는 한쪽으로 기울지 않았다. GDP 물가지수는 6.2%로 시장 예상(4.0%)을 크게 웃돌았지만, 분기 근원 PCE 물가지수 상승률은 1분기 4.4%에서 3.4%로 낮아져 예상(3.5%)도 소폭 하회했다. 강한 내수와 높은 GDP 물가는 세 명의 인상 소수의견에 힘을 보태지만, 근원 물가의 감속과 이미 높아진 시장금리는 다수파의 동결 선택과도 정합적이다. 이번 GDP는 **‘성장이 약해 동결했다’는 설명을 배제하지만, ‘물가가 높아 곧 인상한다’는 결론까지 제공하지 않는다**. 오히려 7월 FOMC의 판단 문턱을 더 분명히 했다. 수요의 복원력 속에서도 근원 물가 둔화가 이어지는지를 확인해야 하며, 직후 발표된 6월 PCE가 그 첫 검증이 되었다.

[그림 4] 미국 2분기 GDP 구성 항목



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

VI. 6월 PCE: 헤드라인보다 더 낮아진 물가의 중심

에너지가 헤드라인을 낮췄지만, 근원 내부의 둔화도 분명했다

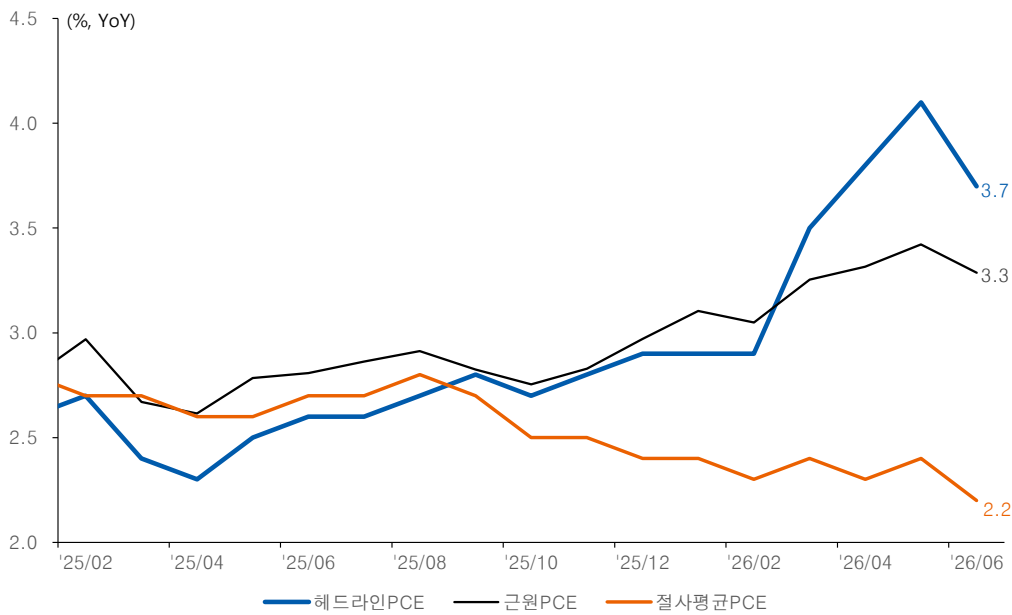
6월 개인소비지출(PCE) 물가지수는 전월 대비 0.1% 하락하며 시장 예상에 부합했고, 전년 대비 상승률은 5월 4.1%에서 3.7%로 낮아졌다. 월간 물가지수가 하락한 것은 2020년 4월 이후 처음이다. 다만 헤드라인 하락의 대부분은 6월 중 국제유가와 소매 휘발유 가격이 급락한 데 따른 결과다. 따라서 이번 수치를 미국 경제 전반에 디플레이션 압력이 발생한 것으로 해석하기는 어렵다. 실제로 6월 이후 중동 긴장이 재차 고조되면서 국제유가와 휘발유 가격이 상당 부분 반등한 만큼, 7월 이후에는 에너지의 하락 기여가 축소되거나 다시 상승 기여로 전환될 가능성이 높다.

그러나 에너지 효과를 제외하고 보더라도 이번 물가지표는 7월 FOMC가 전제했던 것보다 온건했다. 근원 PCE는 전월 대비 정확히 0.13% 상승해 시장 예상치인 0.2%를 하회했으며, 연율로 환산하면 1.6%에 불과하다. 2025년 3월 이후 가장 낮은 월간 상승률이다. 전년 대비 상승률도 3.4%에서 3.3%로 내려왔다. 4월 0.2%, 5월 0.3%, 6월 0.13%를 연결한 최근 3개월 연율은 약 2.5%로, 연초의 높은 상승 속도에서 뚜렷하게 낮아졌다. 헤드라인 하락은 에너지의 결과였지만, 근원 물가의 감속은 에너지만으로 설명되지 않는다.

세부 가격자료에서도 같은 방향이 확인된다. PCE와 가중치 및 일부 원자료가 다른 CPI 기준이기는 하지만, 6월에는 자동차보험을 중심으로 운송서비스 가격이 하락했고 주거비 상승률도 전월 대비 0.1%까지 낮아졌다. 반면 식품 가격은 완만한 상승세를 유지했고 컴퓨터 소프트웨어·액세서리 가격은 전월 대비 2.3%, 전년 대비 17.4% 상승하며 근원 재화 물가의 상방 압력으로 남았다. 6월 근원 PCE는 모든 항목이 동시에 낮아진 결과라기보다, 주거비와 운송서비스의 둔화가 소프트웨어 등 일부 고상승 품목을 상쇄한 구조에 가까운 것으로 판단한다. PCE는 CPI와 PPI 등 다양한 기초 가격지수를 세부 품목별로 적용하므로 개별 CPI 수치를 PCE 기여도로 그대로 환산할 수는 없지만, 하방과 상방의 위치를 판별하는 방향성 지표로는 유효하다.

한편 6월 **절사평균 PCE**는 단월 연율 1.4%로 근원 PCE의 1.6%보다 낮았으며, 6개월 연율은 2.4%, 전년 대비로는 2.2%를 기록했다. 다만 한 달의 낮은 수치만으로 물가 안정이 완료됐다고 보기도 어렵다. 근원 PCE의 6개월 연율은 여전히 3.8%로 높다. 이는 6월의 흐름은 안정됐지만 연초 이후 누적된 소프트웨어·금융서비스와 에너지 충격의 영향이 아직 지수에 남아 있다는 뜻이다. 따라서 이번 결과는 **최근 물가 재가속이 경제 전반으로 확산된 현상은 아니며, 추가 상승세도 일단 멈췄다**는 정도로 해석하는 것이 적절하다.

[그림 5] 12개월 절사평균 PCE는 2% 박스권을 안정적으로 유지



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

물가는 낮아졌지만 소비는 오히려 강했다

소득과 소비의 조합은 이번 PCE의 또 다른 특징이다. 명목 개인소비지출은 전월 대비 0.3% 증가했지만 물가가 0.1% 하락하면서 실질 소비는 0.4% 늘었다. 명목 소비 증가액 652억 달러 가운데 서비스가 582억 달러, 재화가 70억 달러를 차지해 소비 확대는 서비스에 집중됐다. 개인소득과 가처분소득은 각각 0.2% 증가했고, 물가를 반영한 실질 가처분소득은 0.3% 늘었다.

이는 앞서 발표된 2분기 GDP의 내부 구성과도 일치한다. 2분기 개인소비는 연율 3.2%, 민간 국내 최종수요는 3.9% 증가했다. 6월에도 실질 소비가 0.4% 늘었다는 점을 고려하면 소비 회복은 특정 월의 일시적 반동이 아니라 분기 말까지 이어진 것으로 판단한다. **현재 미국 경제는 소비와 기업투자가 유지되는 가운데 가격 상승의 중심은 낮아지는 조합이다.** 이는 추가 인상의 시급성을 낮추지만 경기 방어를 위한 금리 인하의 필요성 역시 제한한다.

다만 소비의 지속 가능성은 별도의 문제다. 소득 증가율이 소비 증가율에 미치지 못하면서 개인저축률은 2.7%로 하락해 2022년 6월 이후 최저치를 기록했다. 현재 소비는 고용과 실질소득의 완만한 증가분 아니라 낮아진 저축과 자산가격 효과에도 일부 의존하고 있는 것으로 보인다. 따라서 2분기의 강한 소비가 하반기에도 같은 속도로 이어지려면 고용과 임금이 계속 뒷받침돼야 한다. 유가 상승이 가계의 실질 구매력을 다시 압박할 경우 소비가 약해질 여지도 이전보다 커졌다.

인상 명분은 약해졌지만, 한 번의 지표가 정책을 돌리지는 않을 전망

이처럼 근원 PCE 단일 상승률과 절사평균 PCE가 모두 2%를 밑도는 연율을 기록한 상황에서 즉각적인 금리 인상이 필요하다고 보기는 어려워졌다. 특히 6월 CPI의 근원 포함에 이어 PCE도 예상보다 낮게 나온 만큼, 두 지표를 단순한 개별 이상치로 모두 배제하기는 쉽지 않다.

반면 위시는 단일 지표보다 추세를 강조했고, 6개월 근원 PCE가 여전히 3.8%인 데다 7월 들어 에너지 가격이 다시 상승했다. 강한 소비와 설비투자도 수요 측 하방 위험이 크지 않다는 점을 보여준다. 따라서 이번 지표가 곧바로 금리 인하 논의로 이어질 가능성은 낮다. 정책적으로 가장 자연스러운 결론은 추가 인상의 문턱은 높아졌지만, 연준은 7~8월 물가와 에너지 전가 여부를 확인하며 현 금리를 유지할 가능성이 높아졌다는 것이다.

이 조합은 앞서 제시한 만기별 금리 전망을 강화한다. 근원 물가 둔화는 단기물의 인상 프리미엄을 낮추지만, 강한 민간수요와 낮은 저축률, 유가 재상승은 장기물의 물가·성장 불확실성을 남긴다. 따라서 단기물 중심의 강세와 장기물의 상대적 약세가 결합된 스티프닝 가능성이 높다.

또한 6월 근원 PCE에는 소프트웨어와 포트폴리오관리 등 측정 방식에 민감한 품목이 포함돼 있다. 절사평균 PCE가 2.2%까지 낮아진 가운데 BEA가 9월 관련 가격지수를 개편할 예정이라는 점은, 근원 PCE와 물가분포 중심 간 격차의 일부가 품목 구성과 측정 방식에서 비롯됐을 가능성을 시사한다. 다음 절에서는 개편의 방향과 예상 규모를 점검한다.

VII. PCE 방법론 개편: 최근 물가 재가속을 다시 읽는 기준

개편 이후에도 방향은 유지되지만, 근원 물가의 절대 수준은 다소 낮아질 가능성

BEA는 9월 30일 연례 개편에서 포트폴리오관리·투자자문, 컴퓨터 소프트웨어·액세서리, 법률서비스의 가격 산출 방식을 변경할 예정이다. 포트폴리오관리는 기존 PPI 대신 CES 고용자료에 기반한 수량 외삽지표를 사용하고, 소프트웨어는 기존 CPI에 게임 소프트웨어와 호스팅 서비스 PPI를 결합한다. 법률서비스는 2024년부터 가계가 소비하는 세부 법률서비스 PPI의 복합지수로 교체된다. 개편은 2021년 1분기부터 2026년 1분기까지 소급 적용되며, 신규 원자료와 계절조정 재산정도 함께 반영된다.

6월 실측치를 반영한 당사 추정에서는 세 품목의 합산 효과가 근원 PCE를 약 0.12%p 낮추는 방향으로 나타났다. 원계열 기준 3.2865%에서 3.1693%로 낮아지는 결과로, 공표 단위에서는 3.3%가 3.2%로 조정되는 정도다. 다만 이는 공개된 방법론의 직접 효과만 분리한 추정치이며, 공식 개정에는 신규 원자료와 계절조정 재산정이 함께 반영된다.

[표 3] PCE 개편 3개 항목의 6월 기여도 추정

항목	기존 물가	신규 물가 추정	근원 PCE 기여도
컴퓨터 소프트웨어·액세서리	17.42%	9.79%	-0.09%p
포트폴리오관리·투자자문	20.64%	16.53%	-0.07%p
법률서비스	1.86%	7.92%	+0.05%p
합계			약 -0.12%p

자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

소프트웨어의 하향 기여도는 5월 -0.06%p에서 6월 -0.09%p로 확대됐다. 기존 소프트웨어 CPI 상승률이 17.4%까지 높아진 반면, 게임과 호스팅 PPI를 포함한 복합지수 상승률은 9.8%에 그친 결과다. 반면 **포트폴리오관리의 하향 기여도는 -0.10%p에서 -0.07%p로 축소됐고, 법률서비스는** 신규 대체지표가 기존 가격지수를 웃돌면서 +0.05%p의 상향 요인으로 작용했다. 즉 이번 개편은 세 품목을 일률적으로 하향 조정하는 작업이 아니다. 소프트웨어와 포트폴리오관리에서는 신규 지수가 현행 지수보다 낮게 나타나지만, 법률서비스에서는 반대 방향이다. 6월에는 앞선 두 항목의 하향 효과가 더 커 전체 근원 PCE가 순하향되는 구조다.

재가속은 남지만, 그 폭은 줄어든다

시계열로 보면 개편은 물가 방향보다 재가속의 크기를 바꾼다. 기존 근원 PCE는 올해 1월 3.10%에서 5월 3.42%로 0.32%p 높아졌지만, 개편 추정치는 3.11%에서 3.30%로 0.20%p 상승한다. 재가속은 남되 상승폭이 약 0.12%p 줄어드는 셈이다. 이는 최근 상승의 전부가 측정 문제였다는 뜻이 아니라, 일부가 소프트웨어와 금융서비스의 현행 산출 방식에 의해 증폭됐을 가능성을 시사한다.

개편 효과가 항상 하향인 것도 아니다. **포트폴리오관리는 자산 잔고에 연동된 현행 지수의 특성상 주가 강세기에는 물가를 상대적으로 높이고, 약세기에는 낮추는 경향이 있다.** 당사 소급 추정에서도 2021년 일부 구간에는 하향 효과가 컸지만 2022년 하반기에는 상향으로 전환됐다. 따라서 이 항목의 개편은 수준을 한 방향으로 옮기기보다 자산가격 사이클에 따른 변동성을 낮추는 성격으로 보는 것이 맞다. 소프트웨어와 법률서비스는 각각 품목 구성과 원천 지수의 개선이 핵심이다.

정책 판단에는 보조 재료, 정책 전환을 결정할 정도의 변화는 아님

통화정책 측면에서 개편은 추가 금리 인상의 명분을 다소 약화한다. 6월 월간 근원 PCE가 이미 낮아진 상황에서 전년대비 수준도 3.2% 부근으로 조정된다면, 최근 물가가 다시 3%대 중반을 향해 가속한다는 해석은 약해진다. 위시가 언급한 경제 전반의 가격 변화를 판단할 때 개편 수치는 기존 근원 PCE보다 기초 지표에 조금 더 가까운 신호를 제공할 수 있다.

그러나 이는 새로운 디스인플레이션이 아니라 같은 명목 소비를 다른 가격·수량 구조로 재측정하는 통계 변경이다. **개편만으로 금리 인하 필요성이 생기지 않으며, 디플레이터 하향은 실질 소비와 GDP를 소폭 높여 성장의 하방 위험도 줄일 수 있다.** 따라서 정책 함의는 인하 명분의 강화보다 인상 명분의 약화에 가깝다.

일정상 9월 FOMC는 9월 15~16일 열려 9월 30일 연례 개편 이전의 통계를 기준으로 판단하게 되고, 10월 27~28일 FOMC에서는 개편된 시계열을 확인할 수 있다. 따라서 개편의 정책적 영향은 9월 결정 자체보다 이후 연준의 물가 진단과 4분기 정책 논의에 보다 직접적으로 반영될 전망이다. 당사의 12월 인하 전망 역시 개편에 따른 수치 하향이 아니라 실측 모멘텀의 연속 확인을 전제로 한다는 점에서, 개편은 전망의 근거가 아니라 물가를 읽는 기준의 보정이다.

다만 영향의 크기는 제한적이다. 개편은 추가 인상의 문턱을 높이는 보조 재료지만 정책 방향을 단독으로 바꾸기 어렵다. 최종 경로는 7~9월 월간 물가의 둔화가 이어지는지, 에너지 충격이 서비스와 기대인플레이션으로 번지는지, 강한 민간수요가 유지되는지에 좌우될 전망이다.

종합하면 이번 개편은 물가 방향을 바꾸는 사건이라기보다 최근 근원 PCE의 수준과 재가속 폭을 약간 낮춰 읽게 만드는 통계적 보정이다. 가계의 체감 물가와 근원 CPI 전망에는 직접적인 변화가 없으며, 시장에도 대형 이벤트보다는 연준의 추가 긴축 명분을 소폭 낮추는 정도로 반영될 가능성이 높다.

Appendix. PCE 방법론 개편 영향 추정

A.1 공통 계산 구조

각 품목의 개편 효과는 신규 방식으로 산출한 물가상승률과 기존 물가상승률의 차이에 해당 품목이 근원 PCE에서 차지하는 비중을 곱해 계산했다.

$$Contribution(i, t) = Share(i, t) \times [\pi_{new}(i, t) - \pi_{old}(i, t)]$$

세 품목의 기여도를 합산한 뒤 기존 근원 PCE에 더해 개편 반영 상승률을 추정했다.

$$Core\ PCE_{revised}(t) \approx Core\ PCE_{old}(t) + \sum_i Contribution(i, t)$$

실제 PCE는 Fisher 연쇄가중 방식으로 산출되므로 본 추정치는 세 디플레이터 변경의 직접 효과를 분리한 1차 근사치다. 2026년 1월부터 5월까지 기존 근원 PCE는 3.10%에서 3.42%로 0.32%p 상승했으나, 개편 반영 추정치는 3.11%에서 3.30%로 0.20%p 상승한다. 따라서 개편은 재가속 방향을 바꾸지는 않지만, 해당 기간의 상승폭을 약 0.12%p 축소하는 것으로 추정된다.

A.2 컴퓨터 소프트웨어·액세서리

기존 방식은 컴퓨터 소프트웨어·액세서리 CPI를 단일 디플레이터로 사용한다. 개편 이후에는 기존 CPI와 게임 소프트웨어 출판 PPI, 호스팅·IT 인프라 서비스 PPI를 결합한 복합지수를 적용한다.

당사 기본 가중치는 다음과 같다.

$$\pi_{new\ SW} = 0.56\pi_{CPI} + 0.28\pi_{Game\ PPI} + 0.16\pi_{Hosting\ PPI}$$

소프트웨어 출판과 호스팅의 84대16 비중은 PCE Bridge 자료를 적용했으며, 소프트웨어 출판 내 게임과 비게임 분할은 각각 1/3과 2/3을 가정했다. 6월 기준 기존 소프트웨어 CPI는 전년 대비 17.42%, 신규 복합지수는 9.79%로 추정된다. 양 지수 간 -7.63%p의 차이에 근원 PCE 내 소프트웨어 비중을 적용하면 전체 근원 PCE를 약 9.3bp 낮춘다.

게임 가중치를 기본값 0.28에서 0.14 또는 0.42로 변경할 경우 6월 소프트웨어 기여도는 각각 -6.0bp와 -12.6bp로 변한다. 따라서 세부 가중치가 공개되기 전까지 소프트웨어 효과는 점추정보다 범위로 해석할 필요가 있다.

A.3 포트폴리오관리·투자자문

BEA는 기존 포트폴리오관리 가격지수 대신 CES 고용자료를 이용한 수량 외삽 방식을 적용할 예정이다. 명목 소비가 가격과 수량의 곱이라는 관계를 이용해 신규 암묵가격을 다음과 같이 역산했다.

$$\pi_{new\ PM} = \frac{(1 + g_{nominal})}{(1 + g_{quantity})} - 1$$

수량 증가율은 해당 산업의 고용과 주당 노동시간을 결합한 총노동시간 증가율로 근사했다.

$$g_{quantity} = (1 + g_{employment})(1 + g_{hours}) - 1$$

6월 포트폴리오관리 명목 소비는 전년 대비 18.18%, 총노동시간은 1.41% 증가했다. 이에 따른 신규 암묵가격 상승률은 16.53%로, 기존 가격지수 상승률 20.64%보다 4.11%p 낮다. 근원 PCE 내 품목 비중을 적용하면 약 7.3bp의 하향 효과가 산출된다.

BEA는 CES 기반 수량지표의 정확한 산업 범위와 노동시간·생산성 조정 여부를 아직 공개하지 않았다. 따라서 총노동시간은 개편 방향을 구현하기 위한 대리변수이며, 공식 방식과 차이가 발생할 수 있다.

A.4 법률서비스

기존 법률서비스 PCE 가격지수는 월별 자료가 확보된 구간에는 BEA 가격지수를 사용하고, 그렇지 않은 구간에는 연간 가격지수 상승률을 적용했다. 신규 방식은 변호사사무소 PPI를 복합 PPI의 대리변수로 사용했다.

6월 기존 법률서비스 가격상승률은 1.86%, 신규 PPI 상승률은 7.92%로 추정된다. 약 +6.06%p의 차이에 품목 비중을 적용하면 근원 PCE를 약 4.9bp 높이는 결과다.

BEA가 사용할 실제 지수는 가계가 소비하는 여러 세부 법률서비스 PPI를 결합한 복합지수다. 따라서 단일 변호사사무소 PPI를 사용한 당사 추정치는 방향과 대략적인 규모를 파악하기 위한 대리치다. 법률서비스 기여도는 BEA 예고에 따라 2024년 1월 이후에만 반영했다.

A.5 주요 한계

본 추정은 세 품목의 디플레이터 변경 효과만 반영한다. 실제 연례 개편에서는 신규 Census·세금자료, 명목 소비액 수정, 품목별 지출비중 변화, 계절조정 재산정 및 Fisher 연쇄가중 효과가 함께 반영된다.

또한 BEA가 적용할 소프트웨어 복합지수의 정확한 내부 가중치, 포트폴리오관리 수량지표의 산업 범위와 생산성 조정, 법률서비스 세부 PPI 가중치는 아직 공개되지 않았다. 이에 따라 공식 개정 결과는 당사 추정치와 차이가 날 수 있다.

따라서 6월 기준 -11.7bp는 공식 개정치의 정확한 예측이라기보다, 현재 공개된 방법론과 사용 가능한 가격·수량 자료를 이용해 개편의 방향과 예상 규모를 판단한 추정치로 해석해야 한다.

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김호정, 임지윤)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.