

Macro Flash

PCE/GDP/잭슨홀/SOFR 이슈 점검

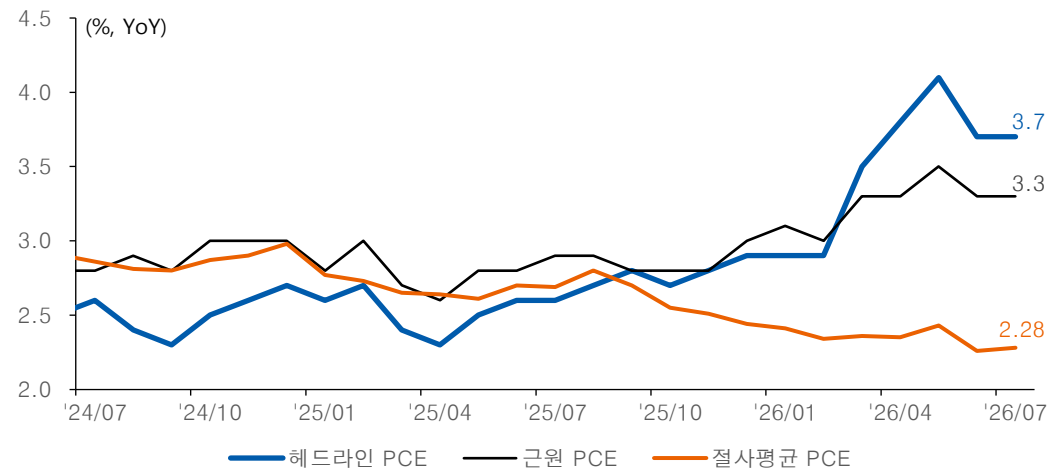
김호정 Economist
hojung.kim@yuantakorea.com

임지윤 Research Assistant
jiyoon.lim@yuantakorea.com

Key Summary

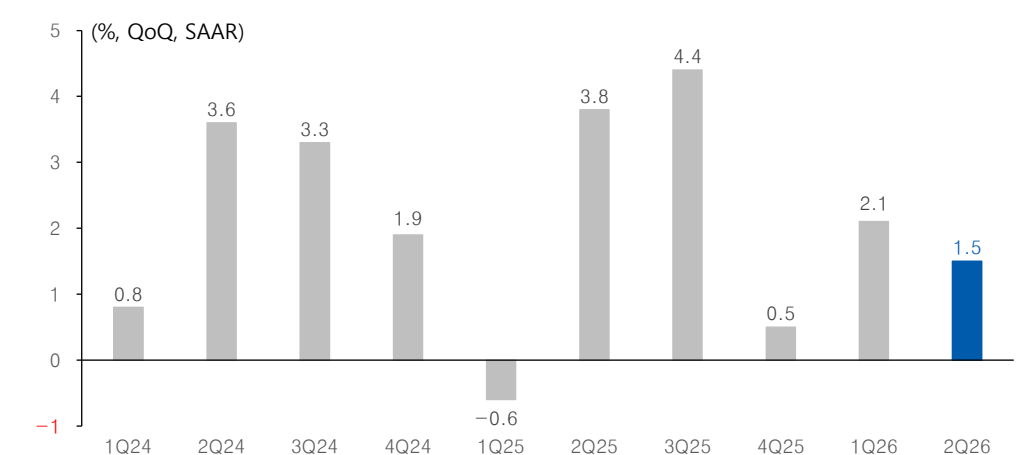
- 1) 7월 PCE: 7월 근원 PCE는 3.34%를 기록. 상승분 절반 가까이가 포트폴리오 운용 등 일부 서비스에 집중. 상방 왜도를 보정한 당사 절사평균 추정치는 7월 약 2.7%로 기초물가는 2%대 중후반으로 판단. 향후 9월 말 PCE 연례개편으로 약 -0.12%p 하향될 전망
- 2) 2Q GDP: 실질 GDP는 +1.5%로 둔화했지만, 민간 국내최종수요(PDFP)는 +4.2%, 소비 +3.4%, 고정투자 +7.0%로 민간수요는 견조한 모습
- 3) 잭슨홀: 위시는 2% 물가목표와 물가안정 우선 기조를 재확인. 이에 추가 인상 기대가 단기물에 반영되며 베어 플래트닝 발생
- 4) SOFR 거래량 감소: 거래량 감소는 헤지펀드 베이스스 거래 축소 등 차입수요 둔화가 주된 배경으로, 현재 자금경색 신호는 제한적. 다만 RMP 축소와 역레포 소진으로 현금 완충력도 약해진 만큼 9월 결제·세금, 10월 단기채 발행 재확대가 실제 스트레스 여부를 가를 점검 구간

[그림 1] 7월 헤드라인 PCE 3.70%, 근원 PCE 3.34%로, 2% 물가 목표와의 괴리는 여전히 지속



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 미국 2분기 실질 GDP 성장률은 1.5%로 둔화



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

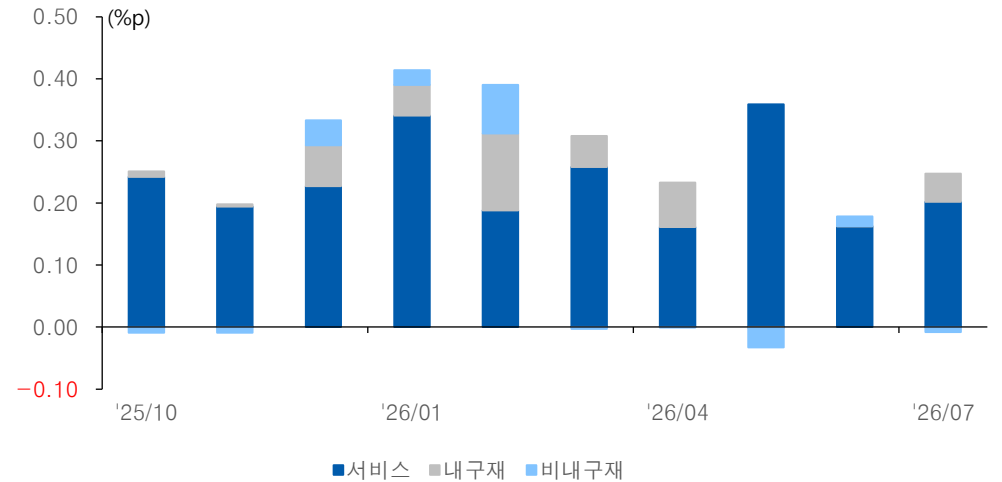
1. 7월 PCE 물가 구성: 상품 압력은 빠르게 완화, 7월 상승은 서비스가 사실상 전부 주도

- 7월 헤드라인 PCE는 YoY +3.70%, 근원 PCE는 YoY +3.34%를 기록.
근원 PCE 상승분의 상당 부분이 포트폴리오 운용 등 일부 항목에 집중된 반면 시장기반 근원 PCE(YoY +2.9%)와 절사평균 PCE(YoY +2.3%)는 이보다 낮은 흐름을 유지. 수요 전반의 과열로 물가압력이 다시 광범위하게 확산됐다기보다 일부 상방 항목이 3%대 근원물가를 지지하는 구조
- 7월 상품 가격은 MoM -0.11%, 서비스 가격은 MoM +0.27%. 기여도로 보면 헤드라인 PCE의 월간 상승은 사실상 서비스에서 발생한 구조. 상품은 두 달 연속 하락, 3개월 연율도 -1%대로 재차 마이너스 전환해 관세·에너지발 압력은 상당 부분 완화. 다만 7월 하순 이후 관세 부과 재확대, 미·이란 전쟁 장기화로 에너지·운송비 불확실성 지속. 관세의 시차 전가와 에너지 재상승이 상품물가의 상방 변수로 재부각될 가능성
- 서비스 중 주거·유틸리티는 MoM 약 +0.27%로 점진적 둔화 지속.**
 실물 주택시장 냉각에도 PCE 주거물가는 임대료·자가주거 가치를 반영해 즉시 하락하지 않으며, 시장임대료 둔화의 전이 속도가 향후 핵심 변수

소득·소비·저축: 명목소득은 견조했지만 민간구매력과 실질소비는 약한 흐름

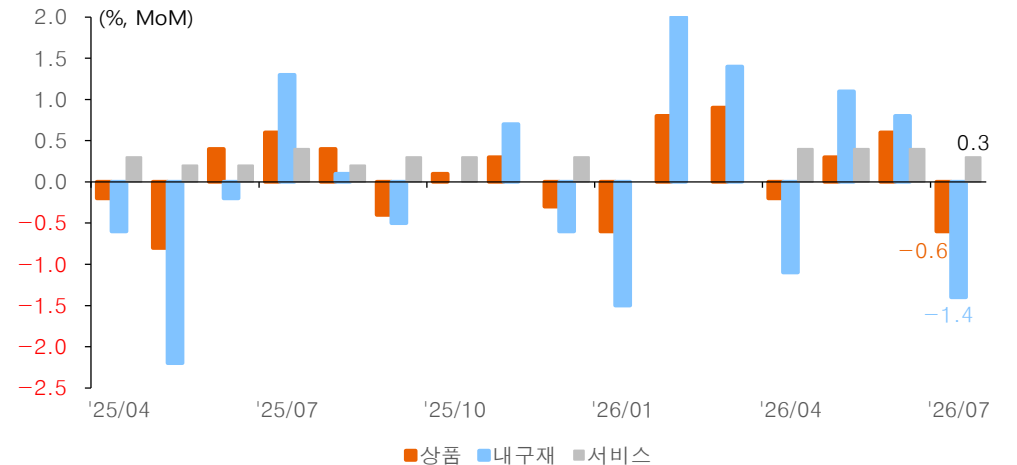
- 7월 개인소득 MoM +0.43%, **실질 가처분소득 +0.37%**로 표면상 견조하지만 증가분에는 메디케어 등 정부 사회보장급여·배당소득이 함께 반영.
 이전소득 제외 실질 개인소득 YoY -0.4%, 실질 시간당 임금 YoY -0.2%로 민간 구매력은 헤드라인만큼 강하지 않음
- 소비에서도 같은 흐름 확인. 실질 소비지출은 MoM +0.01%로 사실상 정체.**
 상품 -0.61%, 내구재 -1.39% 감소한 반면 서비스소비는 +0.29% 증가. 2분기의 강한 소비 흐름과 달리 3분기 첫 달부터 상품소비의 되돌림이 나타나며 둔화
- 저축률은 6월 2.6%에서 7월 3.0%로 반등.** 여전히 '25년 4%대 수준에는 못 미치지만 소득 증가분이 모두 소비로 이어지지 않고 일부가 저축으로 이동

[그림 3] 7월 PCE 물가 상승의 대부분은 서비스 가격에서 발생



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 7월 실질 소비지출: 상품내구재 소비는 감소 서비스 소비만 증가

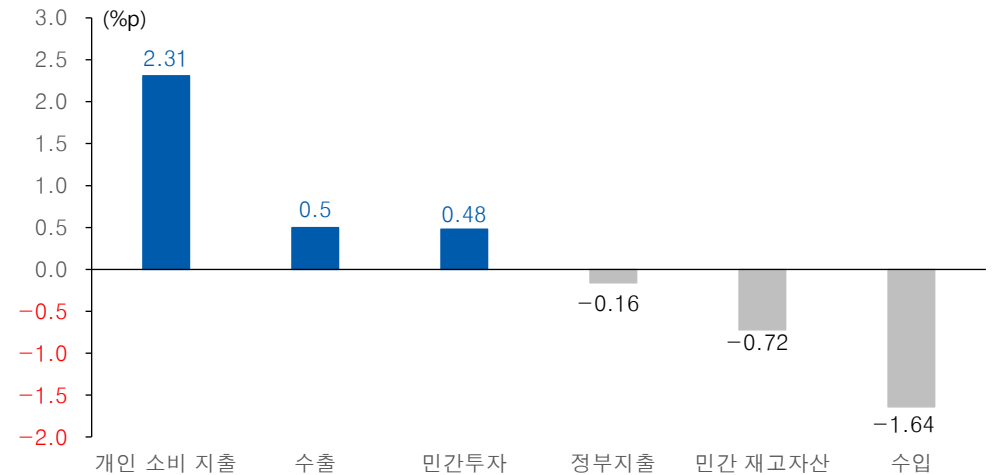


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2. 2분기 GDP: 헤드라인 +1.5%보다 강했던 민간수요

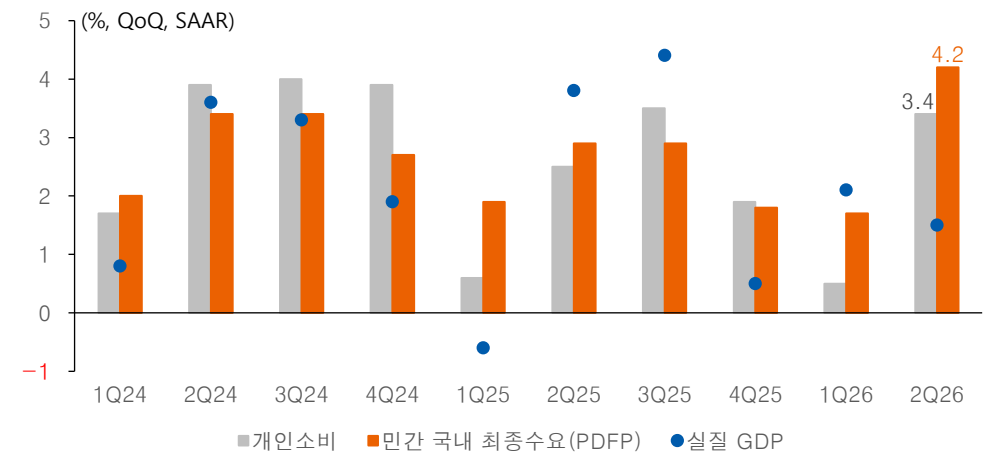
- 2분기 실질 GDP는 전기비 연율 +1.5%로 1분기 +2.1%에서 둔화. 다만 개인소비 +2.31%p, 민간투자 +0.48%p 기여를 순수출 -1.14%p, 정부지출 -0.16%p가 상쇄한 구조로, 표면적인 성장률보다 민간부문의 실제 성장세는 강했던 구조
- 소비와 민간 고정투자를 합산한 **민간 국내 최종수요(PDFP)**는 +4.2%로 1분기 +1.7%에서 크게 가속. 재고·순수출·정부 등 변동성 큰 항목을 제외한 민간 내수의 기초는 오히려 강화
- 실질 개인소비는 +3.4%로 반등했고 상품(+4.3%)·서비스(+3.1%) 모두 증가.** 실질 고정투자도 +7.0%, 정보처리장비·소프트웨어는 +9.7% 증가했으나 재고조정(-0.72%p)에 투자수요의 강도가 일부 가려진 모습. 수출 자체는 +4.5% 증가했고 수입 증가(-1.64%p)가 성장률을 낮추며, **2분기 성장률 둔화는 민간수요 약화보다 수입 증가·재고조정·연방정부 지출 감소의 영향을 크게 받은 것으로 판단**
- 따라서 2분기에는 민간 국내 최종수요 +4.2%, 개인소비 +3.4%, 민간 고정투자 +7.0%를 기록해 **미국 민간 내수는 상당히 견조**. 동시에 근원 PCE도 전기비 연율 +3.6%를 기록해, 견조한 수요와 높은 물가가 동시에 유지된 분기
- 반면 앞서 살펴본 7월 PCE에서는 **실질 소비지출이 MoM +0.01%로 사실상 정체**되고 상품·내구재 소비가 감소. 다만 아직 7월 한 달의 지표만 확인된 만큼, 이를 3분기 소비 모멘텀의 약화로 단정하기보다는 2분기의 강한 민간수요가 3분기에도 같은 속도로 이어지는지 추가 확인이 필요한 상황으로 판단
- 종합하면 2분기 GDP는 헤드라인 +1.5%보다 민간경제의 내부 체력이 강했던 분기였지만, 7월 소비지표만으로 향후 성장 흐름을 판단하기에는 아직 이른 시점. 다만 기업투자과 기업이익이 여전히 견조한 만큼, 단기적으로는 가계소비가 주춤하더라도 기업부문이 일부 완충할 가능성은 남아 있음

[그림 5] 미국 2분기 GDP 성장 기여도 분해: 순수출과 재고조정이 성장률을 크게 낮춤



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] GDP 세부항목인 민간 국내 최종수요는 4.2%로, 헤드라인 성장률 1.5%과 달리 민간 수요는 견조한 상태



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

3. 위시 잭슨홀 발언: 새로운 메시지보다 ‘일관성’ 자체가 신뢰 요인

항목	7월 FOMC 발언 요지	8월 잭슨홀 발언 요지	8월 잭슨홀 발언 해석 및 정책 함의
2% 목표·물가안정 원칙	연준은 2% 물가목표에 전념하고 있으며, 국민이 일상적으로 물가를 의식하지 않는 상태가 목표라는 취지로 설명	PCE 기준 2% 목표는 ‘확고하고 고정된 목표’이며, 물가안정은 저절로 달성되는 것이 아니라 연준이 책임지고 달성해야 한다고 강조	2% 목표 상황·유연화 가능성을 차단. 향후 완화 전환은 단순한 물가 둔화가 아니라 2% 복귀에 대한 높은 확신을 요구할 가능성
통화정책 책임·정책 우선순위	지속적으로 높은 인플레이션을 용인하지 않으며, 장기 시계의 기초 인플레이션은 대체로 통화정책에 의해 결정된다고 언급	지난 65개월간 지속된 높은 인플레이션의 책임은 중앙은행에 있다고 명시하고, 현재 연준의 ‘주된 초점은 물가’가 되어야 한다고 강조	7월의 책임론을 한층 강화. 노동시장이 완전고용에 가깝다는 판단과 결합해, 고용보다 물가안정에 정책 무게중심을 둘 가능성
기조 인플레이션 진단	6월 CPI 둔화에도 ‘mission accomplished’로 보지 않으며, 한 달 치 데이터만으로 정책 판단을 바꾸지 않겠다는 입장	12개월 PCE는 3.7%, 최근 6개월은 4.1%로 목표를 상회. 여름 PCE·CPI가 예상보다 양호했지만 기조 인플레이션 추세가 의미 있게 개선됐다고 보지 않는다고 평가	7월의 관망 기조가 비둘기파적 전환으로 이어지지 않았음을 확인. 최근 물가 둔화만으로는 긴축 종료를 확신하기 어렵고 추가 긴축 가능성도 열어둔 발언
물가 판단 기준	기존 CPI/PCE 와 핵심·절사평균 지표만으로 실시간 물가 압력을 충분히 포착하기 어렵다며 신규 데이터 소스와 방법론을 검토하겠다고 언급	기조 추세를 중시. PCE 1996년 구성항목 분해 결과 최근 12개월간 3% 초과 상승 품목이 54% (6개월 기준 49%)로, 팬데믹 이전 20년 평균 32%를 크게 상회	정책 판단 기준을 단일 CPI에서 물가 상승의 광범위성·속도·기대까지 확대. 인플레이션 개선을 인정하는 문턱이 높아져 완화 전환 조건도 엄격해진 모습
성장 진단·민간수요	경제활동은 견조한 속도로 확장 중이며 소비는 완만하고 제조업 생산은 개선, 주택 부문은 계속 부진하다고 평가	경제의 전반적 성과가 인상적이며 최근에는 오히려 강해진 것으로 평가. 실질 소비는 최근 4분기 2% 이상 증가했고, 민간 국내최종수요(PDFF)는 올해 약 3% 속도로 증가	7월보다 경기 판단이 강화. 침체·수요 둔화를 이유로 한 인하 명분은 약해졌으며, 견조한 민간수요는 물가 압력 지속 가능성을 높이는 요인
기업투자·AI	기업투자가 현재 경제의 가장 두드러진 특징이며, 데이터센터 건설과 AI 관련 장비·소프트웨어 수요가 증가세를 주도한다고 설명	설비·무형자산 투자는 전년 대비 약 9% 증가해 2021년 이후 가장 높은 증가율을 기록했고, 올해 설비투자 증가의 절반 이상이 AI 인프라 구축과 관련된 것으로 추정	AI 투자를 단기 테마가 아닌 실물 투자 사이클의 핵심 동력으로 재확인. 성장 잠재력뿐 아니라 단기 총수요를 지지해 긴축 필요성을 낮추지 않는 요인
AI 효과·정책 반영	AI 투자 확대가 경제에 얼마나 큰 혜택을 줄지는 아직 불확실하며, 향후 AI 투자가 일반적인 ‘투자’로 불릴 것이라고 언급	AI를 잠재적인 ‘새로운 생산요소’로 평가하되 생산성·고용 효과는 아직 불확실하다고 진단. 생산성·고용 TF가 검토 중이나 현 정책 결정과는 무관하다고 명시	AI 발 생산성 향상을 선반영해 물가 압력이 완화될 것이라고 가정하지 않겠다는 의미. 중장기 공급 측 낙관론과 단기 통화정책 판단을 분리
노동시장·완전고용	노동시장은 안정적이며 일자리 증가는 노동력 증가에 부합하고, 실업률은 낮고 해고는 적으며 명목임금 증가세도 견조하다고 평가	실업률 4.1%는 역사적으로 낮고 실업수당 청구도 수십 년래 최저 부근. 노동공급 증가가 미미한 만큼 낮은 월별 고용증가 저조는 자연스러우며, 현재 노동시장은 완전고용에 부합한다고 평가. 최근 출업자증 우려는 인정	고용 증가 둔화를 경기 악화 신호로 단정하지 않는 입장. 고용 보호를 위한 선제적 인하 필요성이 낮아지고 물가안정에 정책 역할을 집중할 근거가 강화
금융여건·신용	직접적으로 광범위한 금융여건을 평가한 발언은 제한적. 주택 부문의 부진과 금리 부담을 언급	신용스프레드는 역사적 저점권, 발행 활발, 은행 대출기준도 완화적. ‘전반적 금융여건을 긴축적이라 보기 어렵다’고 평가	현 정책금리가 실물·금융시장에 충분한 긴축 효과를 내고 있다는 주장에 부정적. 인플레이션이 지속될 경우 추가 긴축을 정당화할 수 있는 핵심 근거
포워드 가이드런스	포워드 가이드런스에 비판적	글로벌 금융위기 당시 유용했던 포워드 가이드런스는 정상 시기에는 제한적으로 사용해야 하며, 과도한 정보 제공과 미래 정책의 준약속은 시장을 오도하고 정책 유연성을 떨어뜨릴 수 있다고 비판	정책경로를 미리 약속하기보다 회의별 판단을 중시하는 체제로 전환. 향후 점도표·의장 발언에 대한 시장 의존도는 낮아지는 대신 단기 금리 변동성은 높아질 가능성
시장신호·반응함수	-	시장과 연준이 서로에 의존하는 ‘거울의 방(hall-of-mirrors)’ 문제 지적. 시장이 “다음 트레이드를 위해 연준만 바라보는 레짐”은 불용. 연준은 자산가격·국채·달러·크레딧·원자재 등 여과되지 않은 시장 신호를 활용하겠다고 언급	시장과 연준의 상호 의존을 줄이고 정책 사전 약속을 회피하려는 접근. 명시적 반응함수 부재로 정책 불확실성은 커질 수 있으나, 데이터 변화에 대응할 재량은 확대
정책수단·대차대조표	평시에는 금리정책이 중심이고 위기 시에만 대차대조표·유동성 수단을 활용하며, 대차대조표 변경 시에는 사전 예고와 충분한 설명을 제공하겠다고는 입장	단기 정책금리가 이중책무 달성의 주된 수단 이며, 비전통적 정책은 진정한 위기 상황을 제외하면 제한적으로 사용해야 한다고 강조	정상 국면에서 대차대조표 의존도를 낮추고 정책금리 중심의 전통적 통화정책으로 회귀하려는 방향을 재확인. QE 등 비전통 수단의 사용 문턱은 높아질 가능성
통화량·금융시스템	-	중앙은행이 창출하는 본원통화뿐 아니라 은행·금융시스템이 만들어내는 통화도 금융여건과 물가에 영향을 미친다며 ‘money matters’를 강조	정책금리뿐 아니라 통화·신용 창출 과정도 정책 판단에 다시 비중 있게 반영하려는 시각. 향후 은행신용·유동성·통화량 지표의 정책적 중요성이 높아질 가능성
연준 커뮤니케이션	백악관이나 정치권의 압박과 무관하게 법과 데이터에 기반해 정책을 결정하겠다고 강조	‘더 조용하고 목적의식 있게 소통하는 연준’이 정책목표 달성에 더 적합하며, 신뢰성은 말보다 실제 정책 성과로 평가받아야 한다고 강조	7월의 정치적 독립성 원칙과 결합하면, 위시 체제는 잦은 가이드런스보다 정책 결과와 제도적 독립성에 신뢰 기반을 두려는 방향. 발언 빈도와 경로 제시는 줄여줄 가능성

자료: 유안타증권 리서치센터

Fed 독립성 재확인: 새로운 메시지보다 '일관성' 자체가 신뢰 요인

- 정치권의 금리 인하 요구가 이어지는 상황에서도 2% 물가목표와 데이터 중심의 정책 원칙을 재확인. 취임 이후 정책 논리가 거의 달라지지 않았다는 점에서 정치적 요구와 무관한 독립적 의사결정 기조가 확인됨
- 최근 물가 둔화와 고용 증가세 약화 등 동일한 데이터를 비둘기적으로 해석할 여지가 있었음에도, 워시는 기초적 물가압력과 완화적 금융여건을 재차 강조. 정책 방향보다 일관된 판단 기준을 유지했다는 점이 오히려 신뢰 요인으로 작용
- 연설 직후 단기금리는 크게 상승한 반면 장기금리 반응은 제한적. 시장은 추가 인상 가능성은 높여 반영했지만, Fed의 물가 대응 의지나 장기 정책 신뢰가 훼손될 가능성은 낮게 평가한 것으로 해석
- 다만 구체적인 금리 경로나 명확한 반응 기준을 제시하지 않는 기존 소통 방식도 유지. 정책 예측 가능성은 낮지만, 정치적 압력에 따라 정책기조가 흔들릴 가능성을 낮춘다는 장점이 상대적으로 부각

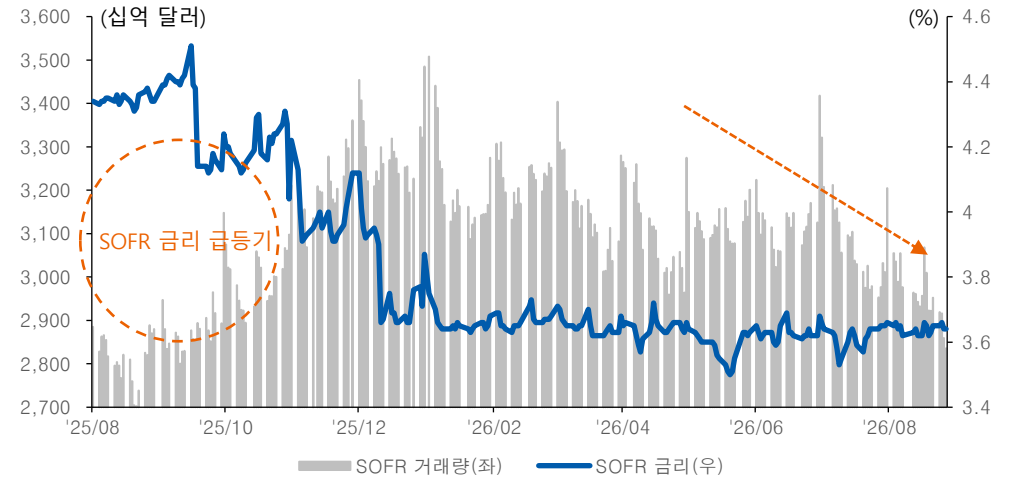
단기적으로 베어 플래트닝 지속 가능성, 이후 재무부 조달 부담이 커브 전환의 핵심 변수

- 워시 발언 이후 미 2년물 금리는 12.8bp 오른 4.36%까지 상승한 반면, 10년물은 5.6bp 오른 4.73%, 30년물은 2.2bp 오른 5.21%에 그침. 추가 인상 기대가 단기물에 집중 반영되면서 뚜렷한 베어 플래트닝이 나타남
- 워시는 기준금리를 통화정책의 주된 수단으로 재확인하고 QE 등 비전통적 정책의 평시 활용에는 선을 그음. 향후 장기금리 안정은 Fed보다 재무부의 바이백과 발행구조 조정에 더 의존하는 구도가 강화될 가능성
- 재무부가 장기물 바이백과 단기채 중심 조달을 통해 장기채 공급 부담을 낮출수록 장기금리 안정에는 유리. 반면 신규 조달과 차환비용이 단기 정책금리 변화에 더 민감해지는 상충관계가 발생
- 연준의 긴축이 장기화될 경우 재무부는 단기채 중심 조달을 유지하며 높은 이자비용을 감수할지, 중장기채 발행을 늘려 장기금리 상승 위험을 다시 떠안을지 선택해야 하는 구조
- 단기적으로는 연준의 추가 인상 기대와 재무부의 장기금리 관리가 맞물리며 베어 플래트닝이 이어질 가능성. 이후 인상 기대가 약화되더라도 장기금리에는 재정적자궤 프리미엄이 잔존해 있어, 즉각적인 볼 스티프닝 전환보다는 단기물 중심의 되돌림이 선행되며 커브 정상화가 점진적으로 진행될 소지

4. SOFR 거래량 감소의 성격: 경색 신호는 부재하나 금리 완충력은 약화된 환경

- SOFR 거래량은 1월 초 3.51조 달러에서 8월 27일 2.84조 달러로 약 19% 감소. 다만 8월 월평균은 전년 동기를 상회. 거래 붕괴보다 2025년 하반기 이후 급증했던 레포 거래가 정상화되는 과정에 가까움
- 거래량 감소에도 8월 SOFR-IORB 격차는 평균 -1bp, IORB 상회는 19영업일 중 3일(+1bp)에 불과. 8월 27일 SOFR 3.64%, EFR 3.63%, IORB 3.65%. 금리 급등과 연방기금시장 전이가 나타나지 않았다는 점에서 현재 자금경색으로 보기는 어려움. 거래량 감소는 자금수요 둔화가 주도하는 반면, 공급 측 완화 효과도 약해지며 SOFR 하락폭은 제한되는 상황으로 판단
- 다만 과거 수bp였던 SOFR의 IORB 대비 할인폭은 최근 -1bp 안팎으로 축소. 준비금 부족 신호는 아니나, 레포시장 현금이 과거만큼 풍부하지 않아 국채 결제·세금 납부 등 일시적 충격이 금리에 반영될 가능성은 높아진 환경

[그림 7] SOFR 거래량 연초 대비 약 19% 감소했으나 거래 붕괴보다 정상화에 가까운 흐름

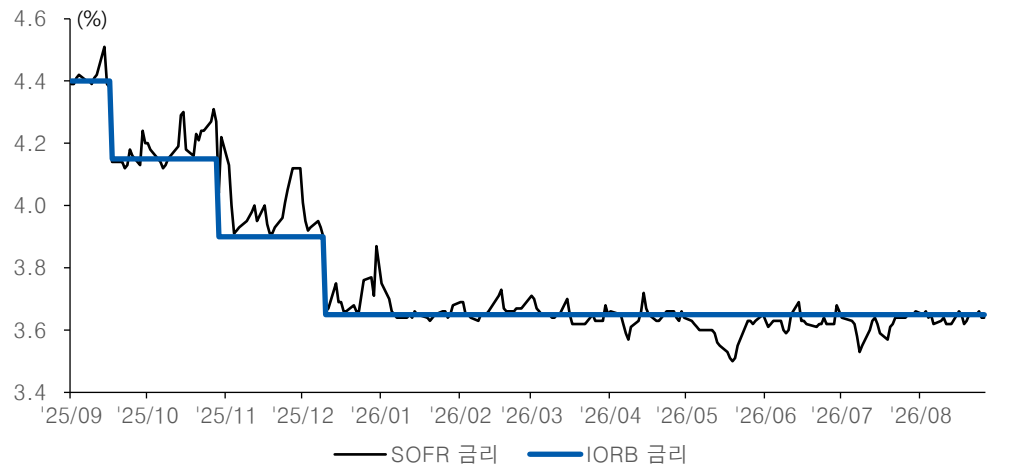


자료: federal reserve bank of new york, 유안타증권 리서치센터

향후 점검 경로: 9월은 충격 흡수력, 10월은 자금배분 구조의 시험대

- 9월 15일 3·10·30년물 국채 결제와 세금 납부가 중첩. 2019년 9월 레포 불안 당시와 유사한 ‘국채 결제에 따른 자금수요 증가 + 세금 납부에 따른 현금 흡수’ 조합이나, 현재는 상설레포제도와 eSLR 완화·중앙청산 확대 등 완충장치가 존재. 2019년 재현 가능성을 전제하기보다 현재 시장의 충격 흡수력을 확인하는 첫 이벤트로 접근하는 것이 적절
- 10월에는 단기국채 발행이 재확대되고 TGA도 1.05조 달러 안팎까지 상승할 가능성. MMF 자금이 레포에서 단기국채로 실제 이동하는지, TGA 증가와 함께 은행 준비금이 다시 감소하는지가 구조적 시험대. 재무부 장기국채 바이백은 달러의 장기채 재고 부담을 일부 줄일 수 있으나 규모와 자원조달 방식상 현 단계에서는 보조 변수로 판단

[그림 8] 거래량 감소에도 SOFR는 IORB 부근에서 안정, 현재까지 뚜렷한 자금경색 신호는 부재



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Q&A

[PCE] Q1. 7월 근원 PCE 상승의 절반을 이끈 항목은?

A. '포트폴리오 운용 항목'

- 7월 포트폴리오 운용·투자자문 가격은 MoM 약 +5.6% 급등해 근원 PCE의 MoM +0.25% 가운데 약 +0.11~0.12%p를 기여한 것으로 분석. 근원 PCE 월간 상승분의 절반 가까이가 금융서비스 한 항목에서 발생한 셈
- 포트폴리오 운용 수수료는 운용자산 규모와 연동되는 특성이 있어 주가 상승 → 운용자산 증가 → 명목 수수료 증가가 가격지수 상승으로 연결될 수 있음. 임대료·외식·의료처럼 가계의 초과수요나 임금비용이 직접 가격을 밀어 올리는 서비스와는 성격이 달라, 해당 항목을 제외한 7월 근원 PCE는 MoM 약 +0.13~0.15% 수준으로 크게 낮아짐
- 이러한 차이는 시장기반 근원 PCE에서도 확인. 직접적인 시장거래가격의 비중을 높인 시장기반 근원 PCE는 7월 MoM 약 +0.15%로 전체 근원 PCE보다 낮아, 실제 시장에서 관측되는 가격압력은 근원 PCE의 YoY +3.3%보다 완만한 흐름

[PCE] Q2. 7월 절사평균 PCE는 2.3%인데, 사실상 2% 목표 부근에 도달한 것 아닌가?

A. 공식 절사평균 PCE는 2%대 초반이지만, 최근 상방 왜도를 감안하면 실제 기초물가는 이보다 높을 가능성

- 델러스 연은의 공식 절사평균 PCE는 7월 YoY +2.3%, 월간 연율 2.2%, 6개월 연율 2.3%로 근원 PCE보다 크게 낮음. 극단적인 가격 상승·하락 항목을 제외하면 가격분포의 중앙부는 2%대 초반에 위치해, 현재 3%대 근원물가가 모든 품목에 광범위하게 퍼진 것은 아님
- 다만 기존 절사평균은 가격변화 분포에서 하위 24%, 상위 31%를 제거하는 비대칭적 방식. 과거에는 가격분포의 하방 꼬리가 더 길었던 점을 반영한 기준이지만, 최근처럼 상방 왜도가 커진 환경에서는 높은 가격상승 항목을 과도하게 제거해 기초물가를 낮게 추정할 가능성이 있음
- 델러스 연은이 장기 표본을 이용해 제시한 하위 19%·상위 20% 절사 방식은 6월 기준 2.6%로 기존 방식의 2.2%보다 0.4%p 높게 나타남. 동일한 방식을 7월 가격 분포에 적용한 당사 추정치 역시 약 2.7%로, 공식 절사평균 2.3%를 상회
- 따라서 현재 기초물가는 근원 PCE가 시사하는 3.3%만큼 높지는 않지만, 기존 절사평균의 2.3%만큼 낮지도 않은 2%대 중후반에 가까울 가능성. 일부 극단항목을 제거해도 물가의 중앙부가 2% 목표 부근에 안정적으로 복귀했다고 평가하기에는 어려운 상황

[PCE] Q3. 9월 연례개편으로 근원 PCE는 얼마나 내려가나?

A. 약 -0.12%p 하향될 가능성

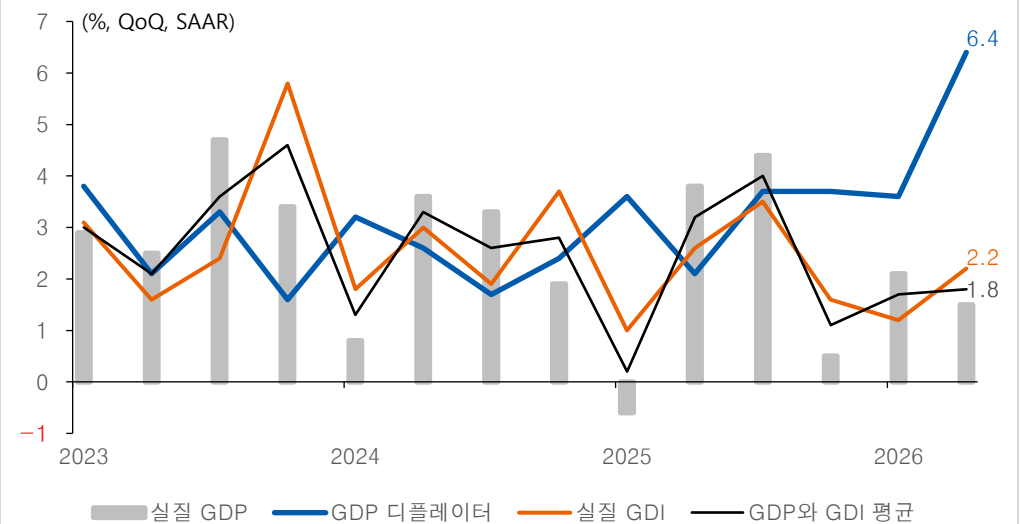
- BEA는 9월 30일 연례개편에서 포트폴리오 운용·투자자문, 컴퓨터 소프트웨어·액세서리, 법률서비스의 가격 산정방식을 변경 예정. 포트폴리오 운용 항목은 기존 생산자물가지수 중심 방식에서 **고용통계를 활용한 수량지표** 방식으로 전환하고, 법률서비스와 소프트웨어에도 보다 세분화된 가격지수를 적용할 예정
- 당사 추정 기준 7월 개편 효과는 약 **-0.12%p**로, 현재 근원 PCE의 YoY +3.34%에 방법론 변경 효과만 반영하면 약 **3.23%**로 낮아지는 구조
- 다만 이번 달 근원 PCE 상승을 주도한 포트폴리오 운용의 개편 효과는 약 **-0.02%p**에 그쳐, **포트폴리오 가격 급등이 향후 개편 과정에서 전부 사라지는 구조는 아님**. 실제 개정치는 새로운 원자료와 계절조정 등이 함께 반영되는 만큼, -0.12%p는 확정적인 하향폭이라기보다 현재 방법론 변경만을 반영한 추정치로 해석하는 것이 적절

[GDP] Q4. 2분기 명목 GDP +8.0% vs 실질 +1.5%, 성장의 실체는 어디에 있는가?

A. 명목 확대의 상당 부분은 가격 상승이지만, GDI와 기업이익까지 보면 실물 기조는 헤드라인 GDP보다 강했던 분기

- 2분기 명목 GDP는 **전기비 연율 +8.0%** 증가한 반면 실질 GDP는 +1.5%에 그쳤고, GDP 디플레이터는 **+6.4%** 상승. **명목경제의 빠른 확대 가운데 상당 부분이 실질 생산 증가보다 가격 상승에서 발생한 구조**. 다만 GDP 디플레이터는 국내 생산물의 가격을 측정하고 수입가격은 제외한다는 점에서 소비자물가와 구분할 필요
- 소득 측에서 측정한 실질 국내총소득(GDI)은 **전기비 연율 +2.2%**로 GDP +1.5%를 상회했고, GDP와 GDI의 평균도 +1.8%를 기록. **생산 측에서 나타난 경기 둔화가 소득 측에서는 다소 완만해, 경제활동의 기조 역시 헤드라인 GDP보다는 강했던 것으로 판단**
- 기업이익도 큰 폭으로 개선. 현행생산 기준 기업이익은 전분기 대비 약 **4,009억달러** 증가했으며, 이 가운데 비금융 국내기업이 약 3,096억달러를 차지. 비금융기업의 단위당 이익은 상승한 반면 단위노동비용은 사실상 정체돼, **강한 명목매출 환경과 제한적인 비용 증가를 바탕으로 기업 마진과 현금창출력이 개선된 분기**

[그림 9] GDP 디플레이터 6.4%의 가격 효과를 견어내도 GDI 2.2%, GDP-GDI 평균 1.8%로 소득 기조는 헤드라인보다 견조

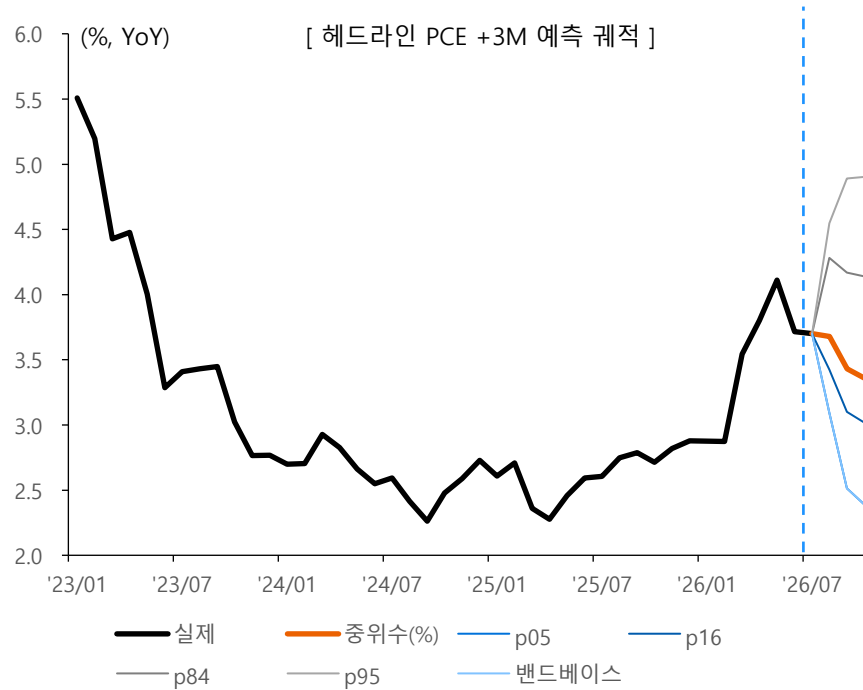


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[SOFR] Q5. 거래량 감소의 직접적인 원인은 무엇인가?	[SOFR] Q6. 차입수요가 줄었는데 SOFR 하락이 제한되는 이유는?
A. 헤지펀드 베이스 거래 축소에 따른 레포 차입수요 감소가 가장 직접적이거나, 단독 원인으로 보기는 어려움 • 헤지펀드의 국채 현·선물 베이스 거래가 축소되고 국채선물 순매도 포지션도 큰 폭 감소. 현물 국채 매입자금을 레포로 조달하는 거래 특성상, 최근 SOFR 거래량 감소를 설명하는 가장 직접적인 요인 • 배경은 현·선물 가격차 축소. 은행의 국채 직접 보유 확대와 선물 헤지 매도, 운용사의 선물 매수 감소 등이 베이스 기대수익을 낮춘 것으로 판단. 골드만 레포 담당자도 일부 고객들이 해당 거래를 “사실상 죽었다”고 평가한다고 전언. 베이스 거래의 수익성이 크게 낮아지며 신규 포지션 확대 유인이 약화 • 다만 국채선물 순매도는 베이스 거래의 불완전한 대리지표. Fed 분석상 헤지펀드는 베이스 약 8,300억 달러 외에도 스왑스프레드 차익 3,050억 달러, 유사만기 상대가치 거래 3,950억 달러 등을 병행하며 총 레포 차입도 약 3조 달러 규모. 한 전략이 줄어도 다른 상대가치 거래로 이동할 수 있으며, 실제로 과거 선물 매도 감소에도 SOFR 거래량이 증가한 구간이 존재. 베이스 축소는 주요 원인이지만 단독 원인은 아닌 것으로 판단	A. RMP 축소와 역레포 소진으로 공급 측 완화 효과가 함께 약해진 영향. 달러 중개여력에 경색 신호는 없으며 9월 말 분기말이 확인 시점 • 연준의 준비금 유지 목적 단기국채 매입(RMP)은 월 400억→250억→100억 달러로 축소된 뒤 8월 14일~9월 14일 추가 매입이 0으로 하향(재투자 약 170억 달러만 지속). 이 매입은 MMF 자금을 레포로 유도하는 효과가 있어 베이스 축소로 차입수요가 줄어드는 상황에서도 SOFR 하락폭이 제한되는 주요 배경 중 하나 • 민간의 연준 역레포 잔액도 사실상 소진돼 레포 수요 충격을 흡수하던 별도의 현금 완충장치가 크게 약화. 다만 정부형 MMF 자산은 약 6.55조 달러로 여전히 높은 수준. 현재 단기국채 공급이 MMF 자금을 이미 대규모로 레포에서 이탈시키고 있다고 단정하기는 어려움. 재무부가 9월 단기국채 발행 축소 후 10월 재확대를 계획한 만큼, 실제 MMF의 단기국채·레포 간 자금배분 변화는 10월에 보다 분명하게 확인될 전망 • Fed 연구진은 일별 레포금리가 준비금 총량 자체보다 중장기 국채 발행, 달러 국채재고, MMF 자금배분 등 시장 내부 수급의 영향을 보다 직접적으로 받는 것으로 분석. 준비금과 역레포를 합친 유동성이 GDP 대비 낮은 구간에서는 동일한 국채 공급 충격에 대한 금리 민감도도 확대. 현재 비율은 약 9%로 과거 민감도가 높았던 환경과 유사하나, 절대적인 위험 임계치보다는 충격 민감도를 판단하는 참고지표로 활용할 필요

Outlook: 향후 3개월 PCE 경로 추정

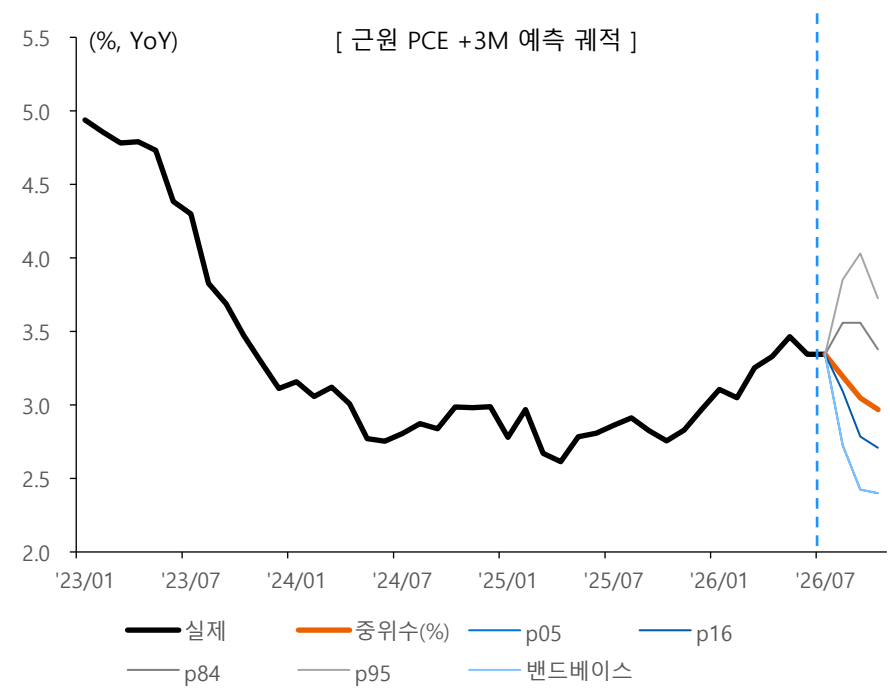
[그림 10] 향후 3개월 헤드라인 PCE 경로 추정



자료: Fred, Bloomberg, 필자직접분석, 유안타증권 리서치센터

주: AR(자기회귀), QRF(분위수 랜덤포레스트), LightGBM(오차반복학습) 앙상블 기반 분위수 예측. 8월 기준 예시: P05 = 3.09% 보다 낮을 확률 5%(하한선), P16 = 3.42% 보다 낮을 확률 16%, 중위수 = 3.68% 보다 낮을 확률 50%, 높을 확률 50% (한가운데), P84 = 4.28% 보다 낮을 확률 84%, 넘어설 확률 16%, P95 = 4.55% 보다 낮을 확률 95% (상한선)

[그림 11] 향후 3개월 근원 PCE 경로 추정



자료: Fred, Bloomberg, 필자직접분석, 유안타증권 리서치센터

주: AR(자기회귀), QRF(분위수 랜덤포레스트), LightGBM(오차반복학습) 앙상블 기반 분위수 예측. 8월 기준 예시: P05 = 2.73% 보다 낮을 확률 5% (하한선), P16 = 3.34% 보다 낮을 확률 16%, 중위수 = 3.19% 보다 낮을 확률 50%, 높을 확률 50% (한가운데), P84 = 3.56% 보다 낮을 확률 84%, 넘어설 확률 16%, P95 = 3.85% 보다 낮을 확률 95% (상한선)

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.