STRATEGY NOTE

PCE 산출방식 변경 영향 점검

▶ 채권전략 김성수 sungsoo.kim@hanwha.com

BEA는 2026년 국민계정 개정을 통해 PCE 물가 산출방식 변경을 예고. 변경 대상은 포트폴리오 관리·투자자문 서비스, 법률 서비스, 컴퓨터 소프트웨어·액세서리 등 세 가지. 산출방식 변경 시 2026년 연간(1~7월) 헤드라인 PCE 상승률은 0.12%p, 6~7월 상승률은 각각 0.18%p, 0.17%p 축소될 것으로 예상. 금번 개정의 핵심은 주가가 물가에 미치는 영향을 구조적으로 줄이는 것. 향후 물가 방향성에는 기존 방식과 큰 차이가 없겠으나, 주가 급등락 국면에서의 물가 충격은 감소할 전망

1. PCE 물가 산출방식 변경

미국 BEA(Bureau of Economic Analysis)는 연례 국민계정 개정을 통해 2026년 6월 24일 PCE 물가 산출방식 변경을 예고, 9월 30일부터 새로운 방식으로 물가지수가 발표될 예정(2021년 1분기 ~ 2026년 3분기 데이터들은 재산출됨). 변경 항목은 포트폴리오 관리 및 투자자문 서비스(portfolio management and investment advice services), 법률 서비스(legal services), 컴퓨터 소프트웨어 및 액세서리(computer software and accessories) 등 세 가지이며 이들 모두 근원 PCE에 포함

1) 포트폴리오 관리 및 투자자문 서비스

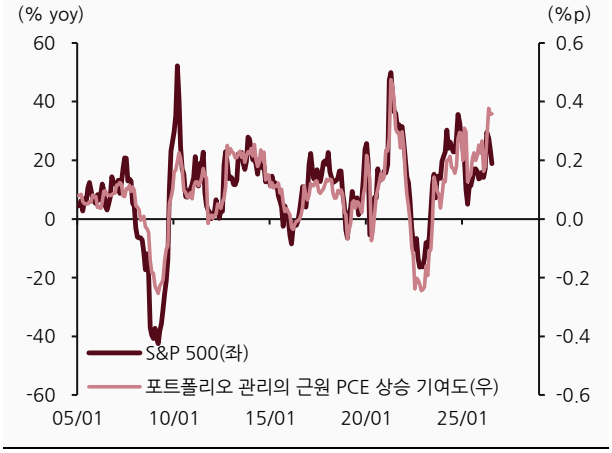
산출방식: 가계가 낸 수수료 총액은 동 항목에 직접적으로 반영되지만, 그 증가분 가운데 얼마가 "서비스를 더 받은 것"이고 얼마가 "값이 오른 것"인지는 나눠서 계산해야 함. 지금까지는 BLS 생산자물가지수 가운데 포트폴리오 관리·투자자문 업종 PPI를 가격으로, 수수료 총액을 동 PPI로 나눈 나머지를 서비스 제공량으로 추산. 앞으로는 BLS 고용통계(Current Employment Statistics, CES)의 같은 업종 취업자 수(Portfolio Management and Investment Advice)가 늘어난 만큼 제공된 서비스도 늘었다고 우선 규정하고(quantity extrapolator), 수수료 총액을 이 서비스 제공량으로 나눈 나머지를 가격으로 산출. 가격을 직접 재는 것이 아니라 수수료 총액 증가율에서 업종 고용 증가율을 뺀 값이 가격 상승률이 되는 셈

신구 방식비교: 2026년 6월 지표 기준 수수료 총액은 18.5% 늘고 업종 고용은 4.7% 늘었으므로, 새 방식의 가격 상승률은 약 13.2%(118.5/104.7 = 113.2). 기존 방식에서는 PPI가 22.3% 올라 가격 상승률이 22%가 되고, 서비스 제공량은 오히려 약 3.1% 줄어든 것으로 계산(118.5/122.3 = 96.9)되었음

기존 방식의 한계: 금번 개정안에서는 동 사항의 변경이 핵심. 포트폴리오 관리 PPI는 운용자산 기준 수수료를 반영해 주가와 함께 움직이므로, 주가 급등기에는 PCE 물가를 밀어 올리고 급락기에는 끌어내림. 고용 기반 수량으로 바꾸면 이러한 변동성이 감소. **2009년 3월 금융위기** 때 S&P500 지수가 42.5% 급락(2008년 1월 대비, 지수는 월 평균값)하면서 같은 기간 포트폴리오 관리 가격도 18.2% 하락. 당시 근원 PCE 상승률 1.06% 중 포트폴리오 가격 상승 기여도는 -0.26%p. **2021년 4월 코로나 이후 주가 급등** 당시 S&P 500 지수가 49.9% 상승(2020년 4월 대비)하는 동안 포트폴리오 관리 가격은 33.0% 상승. 근원 PCE(3.13%) 상승 기여도는 0.48%p

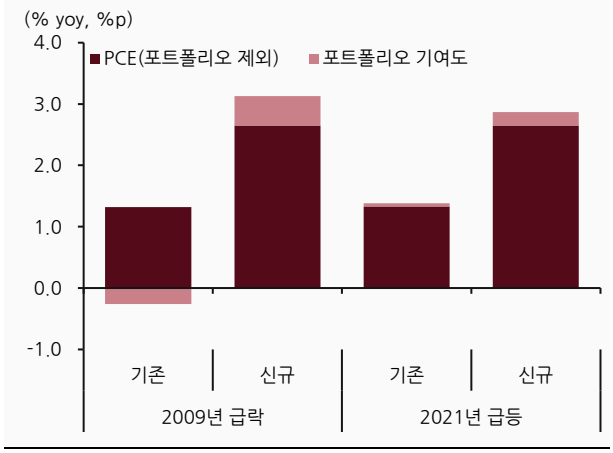
과거 두 차례 주가 급등락 국면에서의 물가 상승률과 동 항목의 상승 기여도를 신규 방식으로 산출할 경우, 2009년 근원 PCE 상승률은 1.38%, 포트폴리오 관리 가격 상승 기여도는 0.05%p, 2021년 근원물가 상승률은 2.87%, 포트폴리오 관리 가격의 기여도는 0.22%p로 변화

[그림1] 주가가 흔들릴 때 물가 변동성도 확대



주: S&P 500은 월 평균값 기준
자료: Bureau of Economic Analysis, FRED, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 주가 급등락 시기 포트폴리오 항목 물가 기여도 비교



자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

2) 법률 서비스 & 컴퓨터 소프트웨어·액세서리

산출방식: 지금까지 쓰던 CPI 내 법률 서비스 지수는 미공표(unpublished) 값으로, BLS 공표 품질 기준에 미달하고 최근 "확인할 수 없는 불규칙한 변동(erratic changes)"을 보이는 경향. 2024년부터 가계가 소비하는 법률서비스의 세부 PPI로 만든 BEA 합성 가격지수로 대체. 컴퓨터 소프트웨어·액세서리는 CPI 단독 사용에서, CPI와 게임소프트웨어 출판 PPI, 호스팅·ASP·기타 IT 인프라 제공 서비스 PPI를 결합한 BEA 합성지수로 교체

신규 방식의 이점: 법률 서비스는 공표되는 세부 PPI(민사 과실, 부동산, 기타 법률서비스 등)를 사용. 표본이 사업체 신고 기반이라 넓고, 누구나 같은 자료로 검증이 가능. 또한, 흐름이 안정적. PCE 산출 기반인 PPI는 2026년에 6~9%대(yoy)에서 움직였고, 합성지수 상승률은 5.4~6.4%로 현행 지수의 절반 이하 변동폭.

컴퓨터 소프트웨어·액세서리의 경우, 게임소프트웨어 출판 PPI와 호스팅·ASP·IT 인프라 PPI를 더해, PCE 항목에 실제로 든 상품군의 가격을 반영. 구성 품목간 매칭이 정교해짐. 노이즈도 희석. CPI 비중이 3분의 1로 줄어 플래시드라이브 불일치와 작은 표본의 흔들림이 그만큼 감소

[표1] PCE 산출방식 변경 대상품목들

항목 (PCE 비중)	기존 산출방식	신규 산출방식	이점
포트폴리오 관리·투자자문 서비스 (2.11%)	가계가 지불한 수수료 총액을 BLS PPI (포트폴리오 관리·투자자문 업종)로 나눠 서비스 제공량을 구하고, PPI 자체를 가격으로 사용. PPI는 운용자산에 붙는 수수료를 반영해 주가와 함께 움직임	BLS 고용통계(CES)의 같은 업종 취업자 수가 늘어난 만큼 서비스 제공량이 늘었다고 우선 가정하고, 수수료 총액을 이 제공량으로 나눈 값을 가격으로 사용. 2021년 1분기부터 적용	주가 등락이 그대로 물가로 잡히던 왜곡 감소. 주가(S&P 500)가 1%p 움직일 때 가격 반응이 0.67%p에서 0.43%p로 약 3분의 1 축소
법률 서비스 (0.82%)	CPI 법률서비스. BLS가 품질 기준 미달로 공표하지 않는 미공표 값. 최근 확인할 수 없는 불규칙한 변동(최근 1년 간 등락률: 13.5% ↔ -0.4%)이 증가	가계가 소비하는 법률서비스의 세부 PPI(민사 과실, 부동산 등)로 만든 BEA 합성 가격지수. 2024년부터 적용	공표되고 검증 가능한 자료 사용. 표본이 넓어 움직임이 안정적(2026년 전년비 5~6%대). 가계가 실제로 쓰는 서비스 종류만 골라 반영
컴퓨터 소프트웨어·액세서리 (1.23%)	CPI 컴퓨터 소프트웨어·액세서리 단독 사용. CPI는 USB와 같은 저장매체를 포함. PCE에서는 제외. 동 항목이 근원 CPI에서 차지하는 비중은 0.035%에 불과하나 근원 PCE에서는 1.2%로 약 34배 증가. 게임·호스팅을 별도로 분류하지 않고 품질 조정도 부재	CPI에 게임소프트웨어 출판 PPI와 호스팅·ASP·IT 인프라 제공 서비스 PPI를 더한 BEA 합성 가격지수. 2021년 1분기부터 적용	PCE 항목의 실제 구성(소프트웨어 출판 84%, 호스팅 16%)에 맞춤. CPI 비중이 줄어 저장매체 가격과 작은 표본의 잡음이 희석

자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

2. 신구 방식으로 산출한 물가상승률 비교

1) 신규방식 적용방법

적용방법: BEA가 발표한 물가 자료에서 세 항목의 가격 움직임만 새 방식으로 바꾸고, 나머지 항목의 가격과 모든 항목의 지출액은 발표된 수치를 사용. PCE 총지수와 근원지수는 "각 항목의 가격이 몇 % 움직였는지를, 그 항목에 가계가 쓴 돈의 비중만큼 반영해 합치는" 방식으로 다시 계산. BEA가 사용하는 계산법(피셔 연쇄지수)의 재현이 불가능해, 매달 각 항목의 지출 비중(그달과 전달의 평균)을 가중치로 삼아 가격 변화율을 더하는 방식으로 구현. **포트폴리오 관리·투자자문:** 가계가 낸 수수료 총액을 그 업종 취업자 수로 나눈 값을 가격으로 기준 삼았음. 취업자 수는 BLS 고용통계의 포트폴리오 관리·투자자문 업종(NAICS 52394, 계절조정, 시리즈 CES5552394001)을 사용. **법률 서비스(2024년 1월부터):** BLS 생산자물가지수 가운데 변호사사무소가 가계에 주로 제공하는 민사(civil negligence), 부동산(real estate), 기타 법률서비스(other legal services) 등 세 가지 서비스의 가격 변화율을 구해 똑같이 3분의 1씩 반영. 반영된 값을 법률 서비스 가격 변화율로 적용. **컴퓨터 소프트웨어·액세서리:** 현행 지수(CPI 기반), 게임소프트웨어 출판 생산자물가지수, 호스팅·ASP·IT 인프라 생산자물가지수 세 가지의 변화율을 똑같이 3분의 1씩 반영해 평균한 값을 대입. BEA가 실제로 쓸 비중은 발표되지 않아 같은 비중 적용

검증: 현행 BEA 포트폴리오 관리 지수와 PPI 포트폴리오 관리의 전년비 상관계수는 0.998로, 현행 방식이 PPI 기반이라는 BEA의 설명과 일치. 세 항목 기여도 합과 근원 전년비 차이의 최대 괴리는 0.01%p

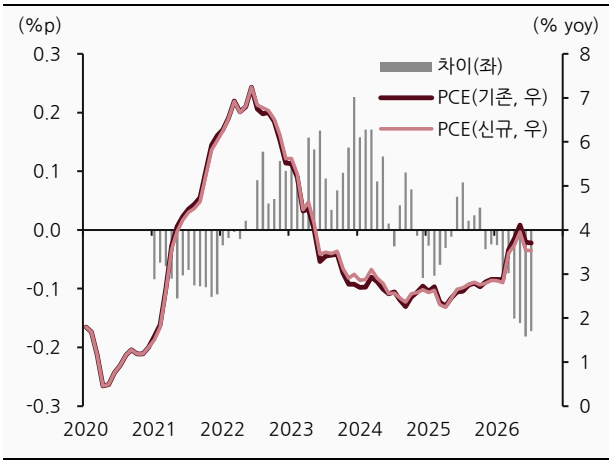
2) 적용결과

변화: 2026년 7월 근원 PCE는 3.34%에서 3.15%로 하향 조정. 2026년 월평균 신구방식 차이는 -0.12%p 세 가지 항목 중 소프트웨어가 하향 조정에 가장 크게 기여. 2026년 7월 기준 소프트웨어의 신구방식 차이는 -0.14%p. 포트폴리오 관리와 법률 서비스는 각각 -0.07%p, +0.02%p. 현행 소프트웨어 지수는 2025년 7월 70.3에서 2026년 7월 85.2로 급등해 21.2% 상승률을 기록했으나, 신규 방식으로는 상승률이 8.6%로 제한. 포트폴리오 관리는 2026년 7월 상승률(yoy)이 현행 20.8%에서 수정 16.5%로 낮아짐. 명목 지출이 18.5% 늘고 고용이 4.7% 늘어 가격 상승률이 13% 안팎이기 때문

방향성: 산출방식 변경은 물가의 큰 흐름을 바꾸지 않음. 2021년 1월부터 2026년 7월까지 근원 PCE 누적 상승률은 현행 방식 22.9%, 수정 방식 23.0%로 사실상 같고, 물가 급등기(2021~2022년), 둔화(2023년 이후) 국면 위치도 동일. 연간 기준 2021년 물가상승률은 -0.10%p 낮아지고, 2022년부터 2024년까지는 +0.05%p에서 +0.13%p까지 상승. 2025년 수치는 동일, 2026년(1월부터 7월까지)은 (0.13)%p 하락. 2021년 1월부터 2026년 7월까지 월별 차이의 평균은 +0.01%p에 불과

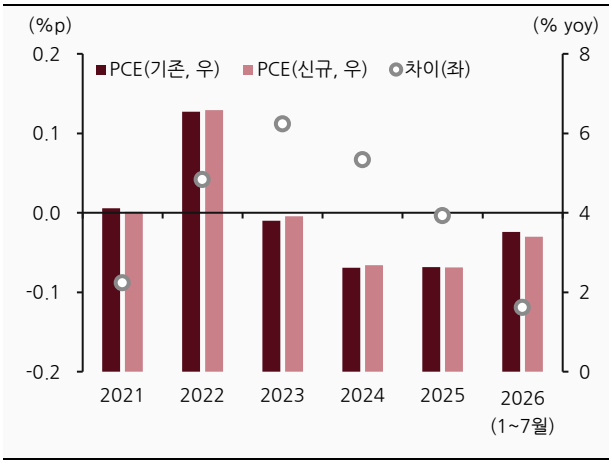
수치에 차이가 발생하는 주된 이유는 포트폴리오 관리 항목 때문. 주가 하락기(2022년)에 PPI 기반 현행 지수가 이 항목 가격을 크게 떨어뜨렸던 부분이 새 방식에서는 되살아나 2022년과 2023년 근원 PCE가 높아지고, 주가 상승기(2021년, 2024년 하반기 이후)에 얹혔던 상승분은 축소

[그림3] 물가 산출방식 변경 전후 상승률 비교



자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 물가 산출방식 변경 전후 연간 상승률 비교



자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

⊙ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, redisseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

⊙ GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by [Licensee].