MIRAE ASSET 미래에셋증권

Global Macro
2026.9.10

[채권]
**민지희**
jihee.min.a@miraeasset.com

# Fixed Income Comment

## 9월 FOMC Preview: 연준이 인플레를 보는 관점

- 9월 FOMC, 25bp 금리 인상으로 전망 변경. 연준은 고인플레 추세가 고착화될 가능성 경계. 올해 및 내년도 점도표 중간값 상향 조정되며 제약적인 정책 경로 시사할 전망
- BEA, 9월부터 금융서비스, 소프트웨어, 법률서비스 항목에 대해 새로운 통계 방식 적용을 예고. 통계 방식을 변경하면 코어 PCE 인플레(YoY)는 0.20%p 정도 하락 예상
- 새로운 통계 방식을 적용해도 3%대 인플레. 코어 인플레가 +0.20% MoM 이하 속도로 둔화돼야 연준의 매파적 톤 완화될 수 있음. 긴축 경계심 지속, 커브 플랫 대응 유지

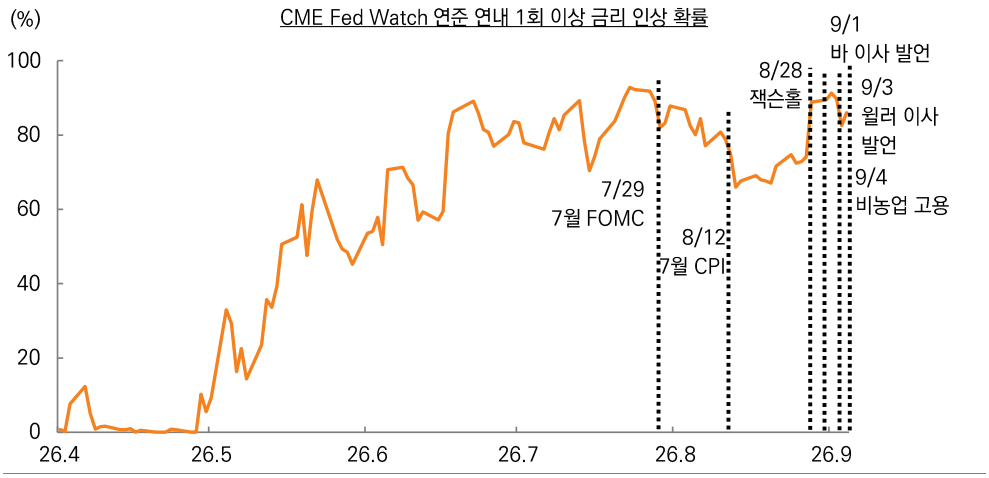
### 고인플레 고착화 우려, 인상의 명분

9월 FOMC에서는 25bp 금리 인상 가능성이 높다고 판단한다(3.75~4.00%로 인상, 동결 소수의견 2인 내외). 이번 회의는 1) 금리 인상 여부, 2) 26~27년 점도표 전망 상향 조정 여부, 3) 인플레 경로 전망 등이 주요 관전 포인트다.

잭슨홀 미팅에서 워시 의장은 7월 FOMC 당시 기대했던 디스인플레이션 진전을 보지 못했다고 평가했다. 또 인플레는 자동적으로 목표 수준을 향해 회귀하지 않으며, 지금 연준의 주된 관심은 물가에 있어야 한다고 주장했다. 잭슨홀 이후 CME Fed Watch의 연내 금리 인상 확률은 빠르게 상승했다(그림1).

8월 고용도 증가세가 확대되면서 금리 인상을 막을 명분이 되지 못했다. 현재 연준 다수의 의견은 고용보다 인플레 리스크가 크다는 입장이다. 인플레가 오랜 기간 2% 목표를 크게 상회하고 있기 때문이다. 의장을 포함해 7월 FOMC에서 금리 인상을 주장했던 3명의 지역 연은 총재, 이사진 일부 등이 9월 금리 인상을 지지할 가능성이 높다고 본다.

**그림 1. 잭슨홀 미팅 후 금리 인상 예상 확률 상승**

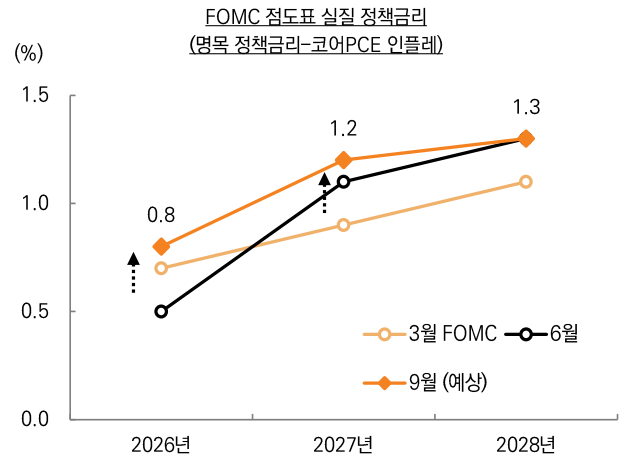



자료: CME Fed Watch, CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

점도표는 더 제약적인 통화정책 경로를 시사할 전망이다(그림2). 올해 말 금리 중간값은 4.1%, 내년 말은 3.8%로 각각 25bp 상향 조정을 예상한다. 워시 의장은 PCE 인플레의 6개월 연율 수치가 4%라고 밝혔다. 유가 상승에 헤드라인은 4%대로 상승했고 코어는 3~4% 수준이다(그림3). 연준은 현재 한두달의 인플레 수치가 둔화되는 것보다 고인플레 추세가 고착화될 가능성에 더 주목하고 있다고 판단된다.

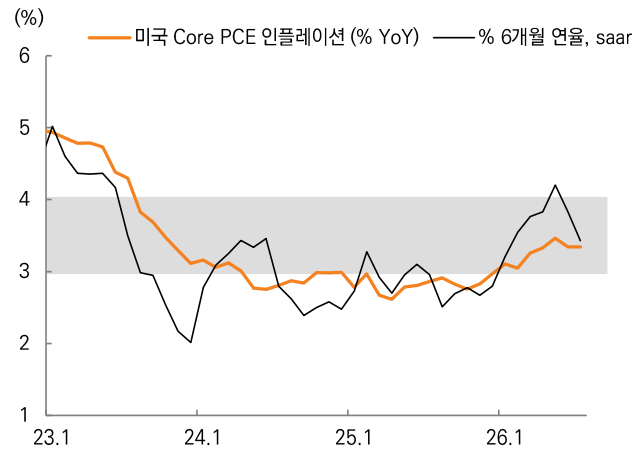
워시 의장은 현재 통화정책에 대해 금융 환경이나 노동시장을 제약하는 수준이 아니라고 평가했다. 잭슨홀 미팅에서 워시 의장이 높은 인플레 자체가 경제에 해롭다고 평가한 점을 감안하면 최근의 인플레 추세는 9월 인상의 명분이 된다.

**그림 2. 더 제약적인 통화정책 경로 시사**



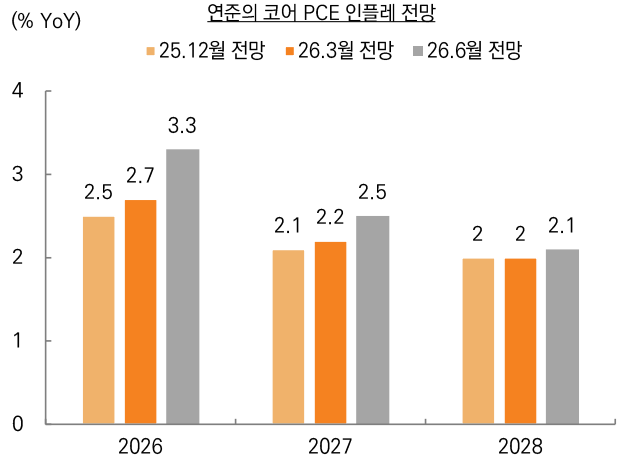

자료: FRB, 미래에셋증권 글로벌매크로팀
주: 올해 4Q 코어 PCE 인플레 전망은 3.3%, 내년 4Q는 2.6%를 예상

**그림 3. 최근 코어 PCE 인플레 6개월 연율 3~4%**



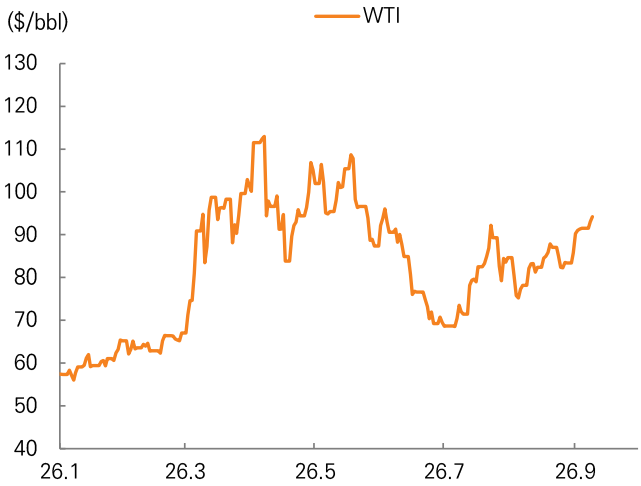

자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

**그림 4. 연준, 6월 FOMC에서 인플레 전망 상향**




자료: FRB, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

**그림 5. WTI 다시 상승세**




자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

## 연준이 인플레를 보는 관점

올해 말 코어 PCE 인플레 전망은 3.2~3.3%를 예상한다. 9/30부터 BEA는 PCE 인플레 통계 산정 방식의 변경을 예고했다. 3개의 항목에서 통계 처리 방식이 변경된다. 컴퓨터 소프트웨어 및 액세서리/법률 서비스/포트폴리오 관리, 투자자문 서비스다<표1 참고>.

**표 1. PCE 인플레이션 산정 방식 변화**

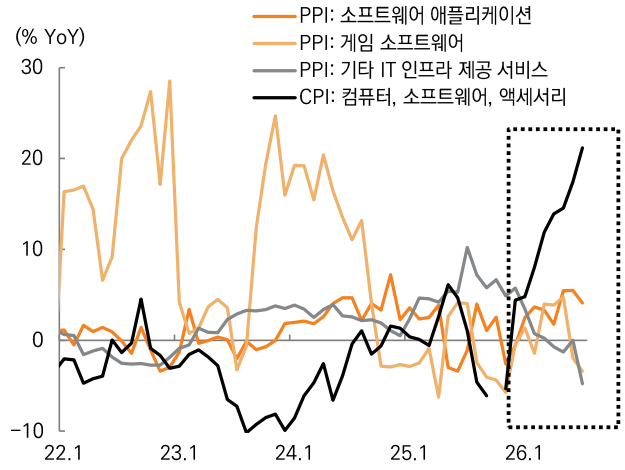
| PCE 인플레이션 항목 | 기존 | 9/30 이후 |
|---|---|---|
| 컴퓨터 소프트웨어·액세서리 | BLS의 CPI 컴퓨터 소프트웨어, 액세서리를 그대로 사용 | 소프트웨어 CPI + 게임 소프트웨어 PPI + IT 인프라 PPI 등을 종합해 새로운 가격지수 산출 |
| 법률 서비스 | BLS의 CPI 법률서비스를 그대로 사용 | 세부 법률서비스 PPI를 조합해 새로운 가격지수 산출 |
| 포트폴리오 관리·투자자문 서비스 | 명목지출을 BLS의 해당 PPI로 디플레이트 | 비농업 고용(CES) 자료(고용자 수, 근로시간 등)를 기반으로 금융서비스의 실질 제공량을 추정함 |

자료: US BEA, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

BEA 정의에 따르면 PCE 지수의 컴퓨터 소프트웨어, 액세서리 항목에는 메모리 가격이 포함되지 않는다. PCE가 사용하는 CPI의 경우 메모리 가격을 포함하기 때문에 최근 반도체 가격이 급등하며 동 항목의 PCE 인플레 기여도가 높아졌다.

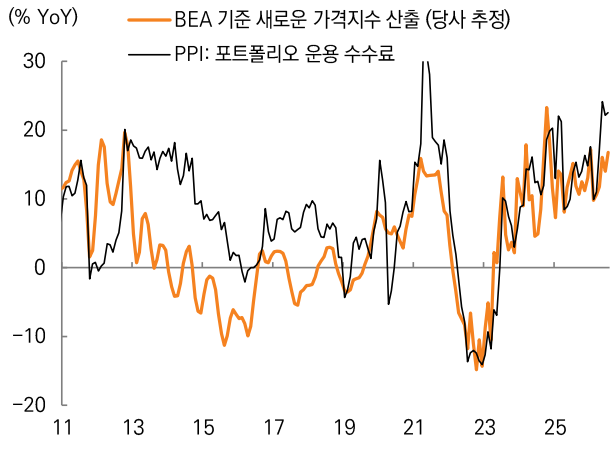
코어 PCE 인플레 내 동 항목의 비중은 1.2%다. BEA에서 CPI를 대체하겠다고 발표한 PPI 3개 항목은 모두 CPI 대비 상승세가 매우 낮다(그림6). 3개 PPI 항목을 단순 평균해 인플레 기여도 변화를 계산하면 기존 방식 대비 0.10~0.15%p 하락이 예상된다.

**그림 6. 교체될 PPI는 CPI 대비 상승률 매우 낮음**




자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

**그림 7. 금융서비스도 기존 방식 대비 인플레 기여도 낮아짐**



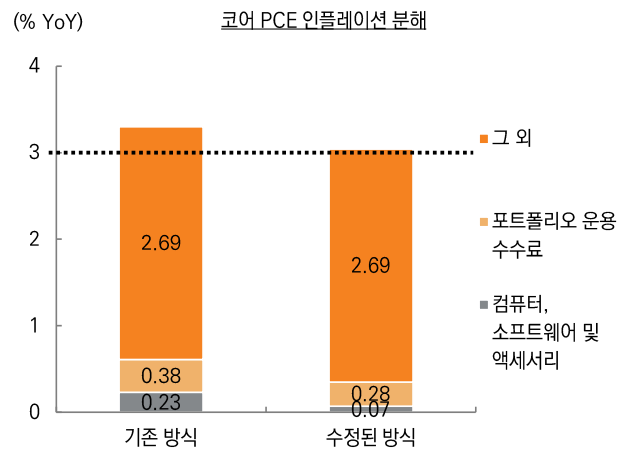

자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

포트폴리오 관리 및 운용 수수료 항목도 기존 방식 대비 코어 PCE 인플레 기여도가 0.10~0.12%p 낮아진다(그림7). 기존에 사용하던 PPI는 AUM*운용 수수료로 측정한다. 변경된 방식은 비농업 고용의 일자리 수와 근로시간 등을 바탕으로 서비스 제공 수량을 계산한다. 주가 상승에 따른 AUM 증가분(명목지출)에서 일자리 증가에 따른 서비스 수량(Q) 증가분이 빠지고 금융서비스 인플레(P)가 계산되는 방식이다.

2개 항목의 코어 PCE 인플레 가중치와 새로운 통계 산정 방식을 적용할 경우 코어 PCE 인플레는 0.20%p 정도 하향 조정 효과가 기대된다(그림8). 법률 서비스는 가중치가 크지 않기 때문에 통계 방식 수정 효과는 미미할 듯 보인다. 통계 방식이 변경되더라도 인플레는 3% 수준이다. 금융서비스의 경우 새로운 방식에서도 AUM 증가세가 반영되고, 최근 일자리 및 근로시간 증가 속도는 둔화됐다. 새로운 통계 방식에서도 해당 항목의 인플레 상승률이 여전히 높게 나타날 수 있다는 의미다.

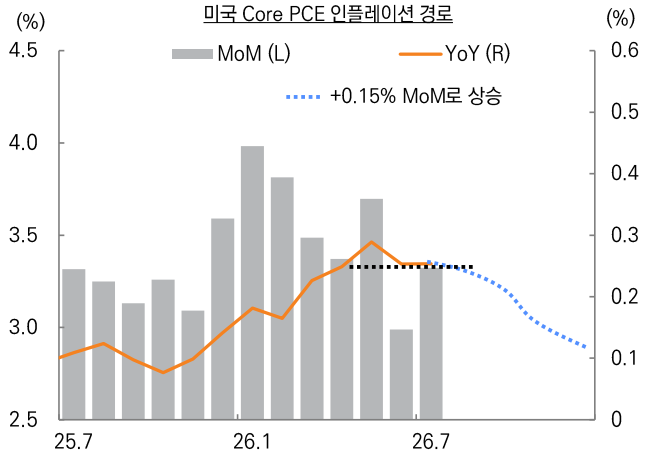
현재 미국 소비 및 고용 등이 강하지 않다. 시장 예상(연내 최대 2회, 내년 1회 인상)을 상회하는 수준까지 금리가 인상될 가능성은 제한적이다. 단, 코어 PCE 인플레가 월 평균 0.20% MoM 속도 이하로 상승해야 연말 3%를 하회하며 연준의 매파적 톤이 완화될 수 있다. 최근 지정학 리스크에 유가도 반등했다. 비용 상승 압력, 유가 변동성, 높은 서비스 인플레 등에 긴축 경계심이 상존하면서 당분간 커브 플래트닝 압력이 우세할 전망이다.

**그림 8. 통계 방식 하향 되더라도 3% 초반**




자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

**그림 9. 최근 3개월 평균 코어 PCE 인플레 +0.25% MoM 상승**




자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

## Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 자료는 특정 금융투자상품의 가치에 대한 주장이나 예측을 담은 조사분석자료가 아니며, 미래에셋증권이 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 단 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.