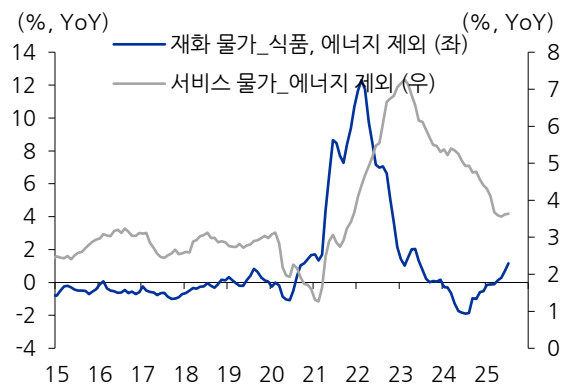
Fixed Income Strategy

9월 FOMC, 관세 전가와 고용에 대한 기준

Fixed Income 김지나_ 02)368-6149_ jnkim0526@eugenefn.com

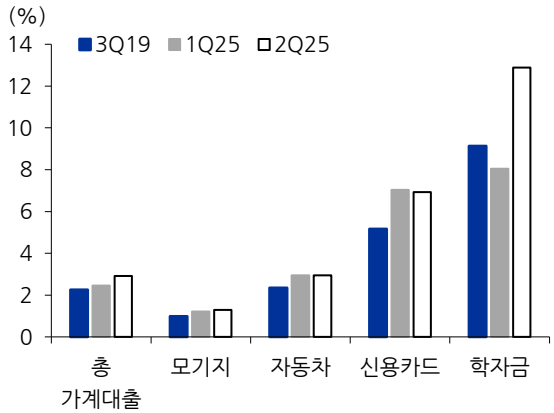
- 9월 FOMC, 금리 인하 및 신중한 기조 유지할 전망. 고용 둔화 인정하지만 물가 우려 놓지 않을 것.
- 이번 인하가 적극적인 인하의 시작이라는 인상을 심어주지 않으려 노력할 것으로 보임. 점도표 유지 전망.
- 고용 둔화 자명하나 관세가 아직 반영되지 않은 것에 대한 불안도 여전.
- 지역 연은 서베이에 따르면 기업들의 관세 전가는 아직 제대로 시작되지 않은 것으로 보임.
- 늦어진 관세 협상, 판매 둔화(수요 둔화) 등으로 아직 미국 내 판매업체가 관세를 부담하고 있는 것으로 보임.
- 과거와 달리 관세 전가, 수요 둔화를 고려해 점진적으로 이루어질 전망. 연준, 인하는 하되 신중한 태도가 필요.
- 9월 FOMC, 적극적인 대응을 예고하려면 실업률 외 고용시장 판단에 대한 추가적인 기준 제시해야 가능.

미국 core 재화 및 서비스 물가



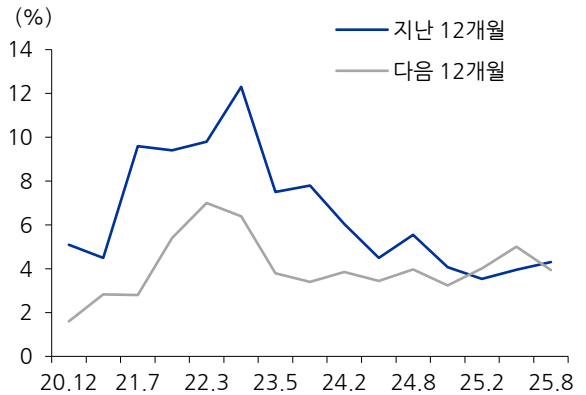
자료: Bloomberg, 유진투자증권

미국 가계 연체율, 코로나 때 높아 수요 둔화 진행 중



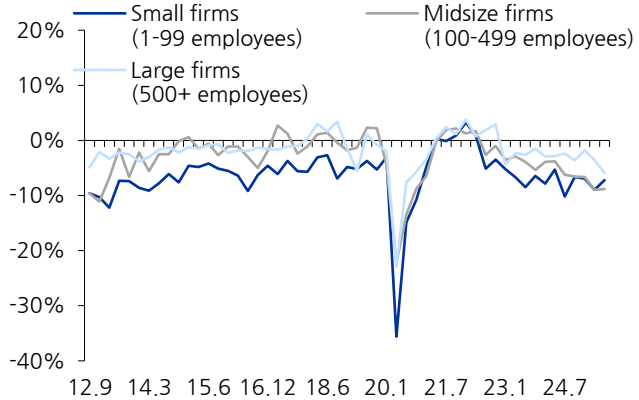
자료: Bloomberg, 유진투자증권

이전 1 년과 향후 1 년의 가격 변동률은?



자료: Atlanta Fed, 유진투자증권

판매업체의 실적 둔화, 수요 둔화 확인



자료: Atlanta Fed, 유진투자증권

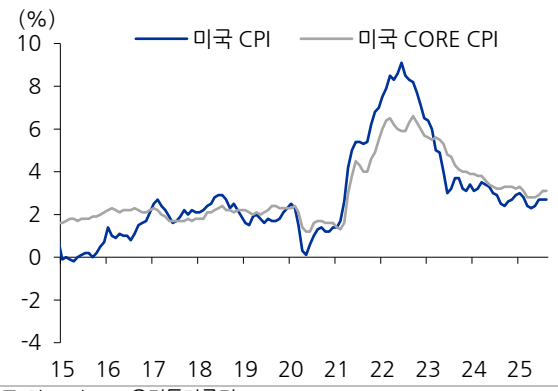
물가가 꺾지 못한 9 월 인하 기대

고용 우려가 압도한 물가 상승률

이번주 예정된 9 월 FOMC 회의에서는 예상대로 기준금리를 25bp 인하할 전망이다(4.00~4.25%). 주된 근거는 고용 둔화다. 물가 결과도 인하 기대를 꺾지 못했다. 미국 8 월 헤드라인 CPI 는 예상을 소폭 상회한 전월비 0.38% 증가했지만 근원물가가 예상에 부합했다. 관세 발 물가 압력은 의류(+0.5%), 가전제품(+0.4%), 중고차(+1.0%) 등에서 나타났고 전월보다 상승폭이 강해졌다. 올해 내내 물가 상승을 이끌었던 서비스 물가도 주거비(+0.4%) 항목에서 여전히 상승률이 높았고, 계절적인 영향으로 인해 항공료(+5.9%), 숙박(+2.3%) 등 항목도 크게 상승했다.

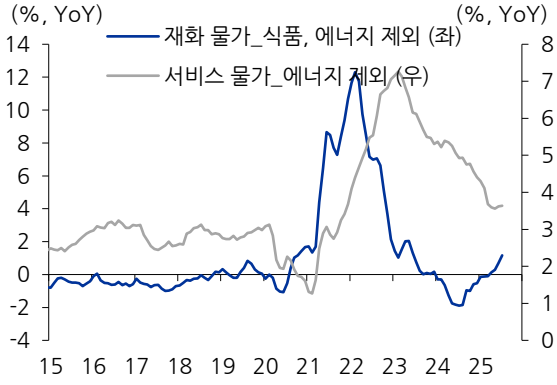
그럼에도 물가가 예상치에 준하게 나온 이유는 수요 측 물가 압력이 둔화되고 있음을 의미한다. 한가지 예로, 미국 가계의 2 분기 연체율은 학자금 대출 상환이라는 예외를 제외하고도 전 부문에서 코로나 때보다 높은 수준을 기록했다.

도표 1. **미국 물가 예상 범주 내에 머무름**



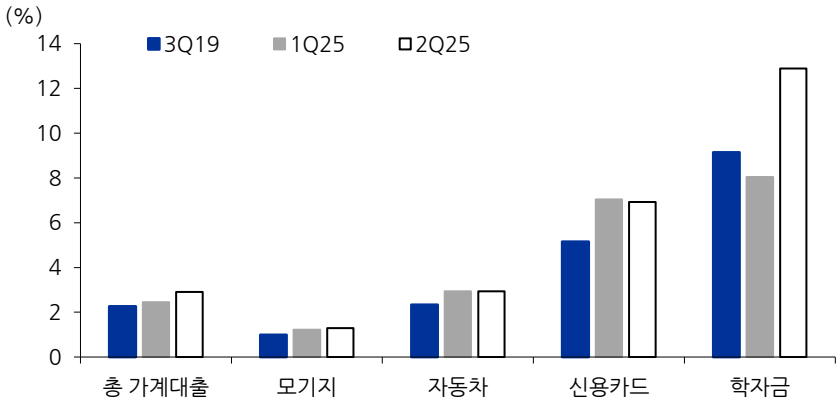
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 2. **미국 core 재화 및 서비스 물가**



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 3. **미국 가계 연체율, 코로나 당시보다 높아 수요 둔화 진행 중**



자료: Bloomberg, 유진투자증권

관세가 늦게 전가되는 이유

관세 소비자로 아직 전가되지 못했음

지금까지 물가에서 관세의 압력은 느리게 반영됐다. 이는 우선 관세 협상이 늦어진 영향이 크다. 중요한 점은 또한 관세율이 급격하게 높아지면서 미국으로의 수입이 축소됐으며, 미국 판매업체가 관세를 부담하고 있는 것으로 보여진다.

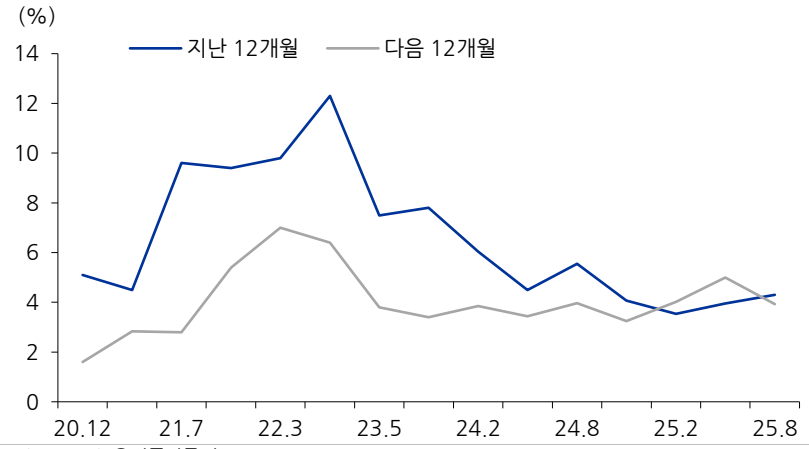
8 월 애틀란타 연은의 기업 대상 서베이에 따르면, 지난 1 년간 단가를 평균적으로 2.3% 증가하는데 그쳤다고 응답했다. 향후 단가 및 관세 등 여건을 반영한 제품가격 상승률 예상 수준은 관세 불안이 최고조에 이르렀던 5 월 5.0%였던 것에 반해 8 월 3.9%로 낮춰서 응답했다.

향후 전가는 수요 둔화를 고려해 점진적으로 이뤄질 것

8월 수치가 5월 대비 낮아지긴 했으나 이는 코로나 직전과 코로나 진정 후 평균적인 제품가격 상승률 대비 1%p 정도 높다. 또한 정상 수준 대비 현재 판매 수준이 어느 정도인가에 대한 응답에, 소기업에서 대기업까지 모두 부진하다고 응답한 것이 특징이며, 평균적으로 정상 대비 7% 정도 미진히다고 응답했다.

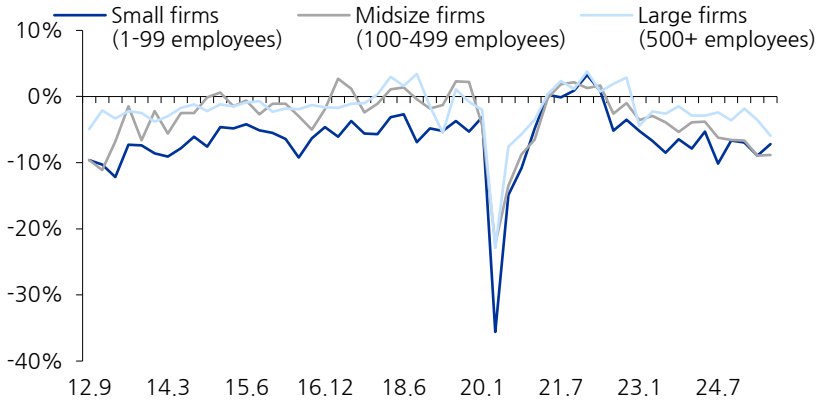
본 서베이를 종합하면, 1) 관세 협상이 8 월에 확정됐으므로 이를 반영하기는 아직 시간적 여유가 부족했다고 판단할 수 있고 2) 관세율 대비 향후 제품 가격 상승률 반영이 낮을 수 있으며 3) 관세를 제대로 전가하지 않았어도 현재 기업의 판매 상황이 좋지 않고 4) 향후 추가적인 관세의 전가는 수요 둔화를 고려해 점진적으로 이뤄질 수 있다고 해석할 수 있다.

도표 4. **이전 1 년과 향후 1 년의 가격 변동률은?**



자료: Atlanta Fed, 유진투자증권

도표 5. **귀사의 판매 수준은 정상과 비교해 어느 수준인가?**



자료: Atlanta Fed, 유진투자증권

9 월 FOMC 의 관전 포인트

9 월 FOMC 인하하되 적극적 인하의 시작은 아닐 것

고용 둔화와 예상보다 덜한 물가 경계, 물가에서 확인되는 수요 둔화 등은 금리 인하를 지지하는 요인이다. 그럼에도 9 월 FOMC 는 이번 인하가 적극적인 인하의 시작이라는 뉘앙스를 풍기진 않을 것으로 예상된다.

고용과 물가 대칭적 고려하려는 태도 확인 예상

점도표는 연내 2 회로 유지될 전망이며 파월 의장의 멘트 역시 1) 고용 둔화로 대표되는 경기 둔화를 인정하되 2) 물가에 대한 경계를 놓치지 않겠다는 균형적인 톤을 예상한다. 지난 주보에서 언급했듯이, 잭슨홀 회의를 통해 변화된 통화정책 패러다임은 물가와 고용을 '대칭적으로' 고려하는 전통적인 이중책무이기 때문에, 아직 물가보다 고용에 비중을 두기는 이른 시점이라는 판단이다.

실업률 외 고용시장 판단하는 기준 지표가 무엇인지가 관건

더군다나 아직 연준이 고용을 판단하는 대표적인 지표(전망치)는 실업률이다. 실업률은 노동 수요와 공급이 동시에 둔화되며 안정적으로 유지되는 상황에서, 공격적인 인하 대응으로 스탠스를 바꾸기 위해서는 실업률 외에 중요한 지표가 무엇인지에 대한 판단 근거를 제시해야 한다.

고로 이번 9 월 FOMC 회의에서는 점도표나 전망치 외에도 향후 고용시장을 판단하는 기준이 실업률 외에 어떤 것일지 언급하는지가 관건이다. 만약 실업률 외 기준을 언급한다면, 점도표를 유지한다 해도 고용시장에 인하로 대응하고자 하는 여지를 열어둔 것이나 다름없다.

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에 동 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다