채권/FX전략

미국 고용 악화에 대한 해석과 9월 FOMC preview

분석의 기본 가정

- 미국 실물지표는 고용을 제외하고 침체 신호 부재. 고용만 악화되는 현재의 상황은 정치적 불확실성, 기업들의 labor hoarding, 이민정책 등의 영향으로 해석
- 한은 기준금리 인하 사이클 종반부 인식. 올해 한 차례(25bp) 인하 후 내년 추가 인하 여부 불확실

THE Bond Care

채권/FX전략
조용구, Ph.D.
T.02)2004-9520
cho.yong-gu@shinyoung.com

고용만 악화되는 미국 실물경제 지표, 9월 FOMC preview

- 지난주 미국 8월 물가지수는 지난달의 우려를 다소 낮추며 미국채 금리는 제한적인 등락 이후 소폭 상승 마감. PPI는 둔화를 보였고 CPI는 예상치를 소폭 상회했으나 큰 충격없이 소화. QCEW 반영한 월간고용은 향후 상당 폭 하향 조정 불가피. 다만 고용을 제외한 미국 경제의 침체 신호는 사실상 부재
- 경제 성장세, 소비관련 실물지표는 모두 양호한 흐름을 보이고 있음. 주가지수는 신고점 경신, 주택시장도 조금씩 회복 조짐. 결국 고용만 악화되는 이유는 1) 대선, 관세 등 정책 불확실성 2) 기업들의 노동저장(labor hoarding) 3) 이민노동자 수급 급변동으로 인한 통계 왜곡으로 추정
- 금주 FOMC에서 연준은 25bp 금리 인하 예상. 1) 점도표 하향 조정 수준 2) 빅컷과 동결 소수의견 3) 경제전망 변화에 주목해야할 것으로 판단

금리전망 및 투자전략

- 미 연준 9월 인하 재개 및 연내 2회(50bp) 인하 전망(파월 임기 내 3회 인하). 한은 10월 25bp 추가 인하 전망(연말 2.25%)
- 연준의 금리 인하 속도가 지난해 9~12월 보다 가파르지는 않을 것으로 보고 있으나 빠르게 진행된다면 연내 3회(75bp)로 앞당겨질 것으로 예상. 내년 비둘기파적인 차기 의장이 선임된다면 추가 3회(75bp) 인하도 이뤄질 것. 다만 적정수준 대비 통화완화 강도가 강할수록 장기금리는 오히려 추가 하락이 제한될 가능성에도 유의할 필요가 있음
- 금주 국고채 금리는 상승 출발 이후 박스권 흐름 지속 전망. 한은 9월 통신보고서는 금리 인하 효과가 실물경제에는 본격적으로 나타나지 않은 반면 상반기 서울 아파트가격 상승분의 26%를 금리 인하 영향으로 추정. 내년 성장률 전망(1.6%)은 확장적인 예산안을 감안하면 소폭 상향 조정 여지. 10월 인하 지연 가능성과 마지막 인하일 수 있다는 인식에 시장금리 하락 제한 예상

고용만 악화되는 미국 실물경제 지표, 9월 FOMC preview

미국채 금리 소폭 반등
PPI 전월비 둔화
CPI 큰 충격없이 소화

지난주 미국의 8월 물가지수는 지난달의 우려를 다소 낮추면서 미국채 금리는 제한적인 등락을 보였다. 생산자물가지수(PPI) 상승률은 전월치 하향 조정 및 큰 폭의 둔화를 보였고 소비자물가지수(CPI) 상승률은 헤드라인이 예상치를 소폭 상회했으나 슈퍼코어 인플레이션이 둔화되고 서비스 물가로 확산이 제한되는 등 긍정적인 면도 존재했다. 다만 CPI와 PCE 인플레이션 모두 근원지수 상승률이 전년동월비 3%를 상회하는 점이 부담스러운 점이다. 미국채 주요 만기별 금리도 주후반 소폭 반등하여 마감했다.

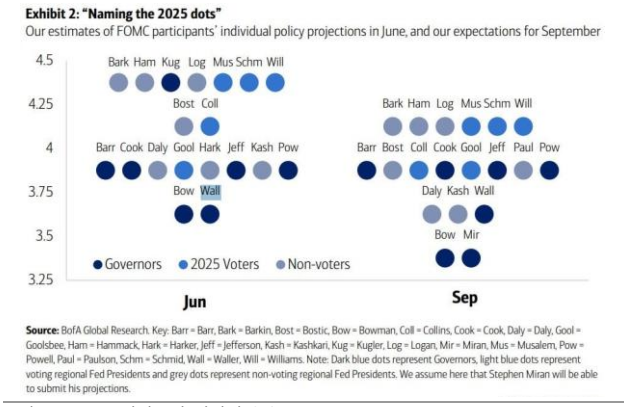
QCEW 반영 월간고용
상당 폭 하향 조정 예상
주간 고용지표 부진

노동부 통계국(BLS)이 발표한 분기 고용 및 임금조사(QCEW)를 반영한 벤치마크 잠정 수정치는 지난 3월 기준 1년간 고용자수가 91.1만명 낮춰질 수 있는 것으로 드러났다. 공식적인 데이터 수정은 내년 2월초 예정인데, 최종치가 다소 상향되더라도 월간고용은 상당 폭 하향 조정될 것으로 예상된다. 이어서 지난주 신규실업수당 청구건수는 26.3만건으로 지난해 10월 이후 가장 큰 폭으로 늘어나 2021년 10월 이후 최대치를 기록했다. 텍사스 지역의 자연재해(홍수)가 일시적인 요인으로 지목되고 있지만 고용시장의 둔화 흐름을 부정하기는 어렵다.

고용 제외 침체 신호 부재
경제 성장, 소비 관련
실물지표 양호한 흐름

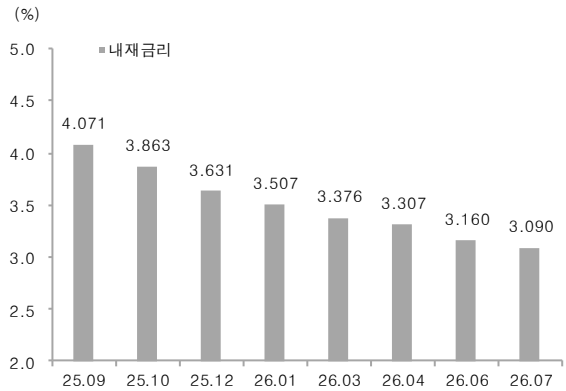
그러나 고용을 제외한 미국 경제의 침체 신호는 사실상 부재하다. 성장은 고용지표가 악화되었던 지난해 2~3분기에도 전분기비연율 3% 내외의 고성장을 보였고 올해에도 1분기 트럼프 관세정책에 따른 수입 급증의 영향으로 소폭 역성장을 보이기는 했지만 2분기 3.3%에 이어 3분기에도 양호한 성장세를 이어가고 있다. 소비 관련 지표들도 견조한 추세를 보이고 있다. 민간지출(국내 민간 구매자에 대한 최종판매)이 양호한 증가율을 나타내고 있으며 월간 소매판매도 대체로 안정적인 추세를 보이고 있다. 기저의 소비 둔화를 가늠할 수 있는 신용카드 사용실적과 연체율 등 소비자지출 관련 데이터들도 가계신용의 건전성이 양호함을 보여준다.

도표 1. 9월 FOMC 점도표 하향 조정 예상



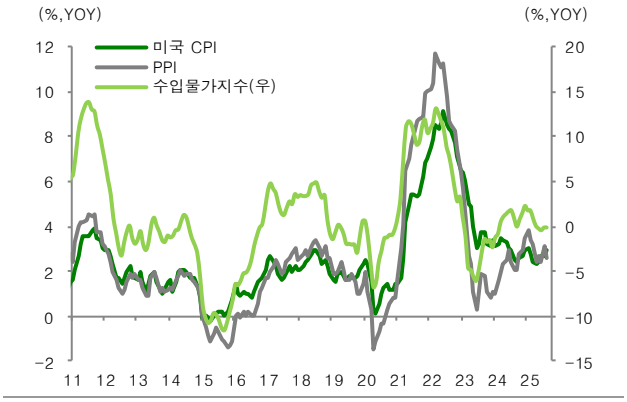
자료 : BofA, 신영증권 리서치센터

도표 2. 내년 7월까지 연준의 금리 인하 기대



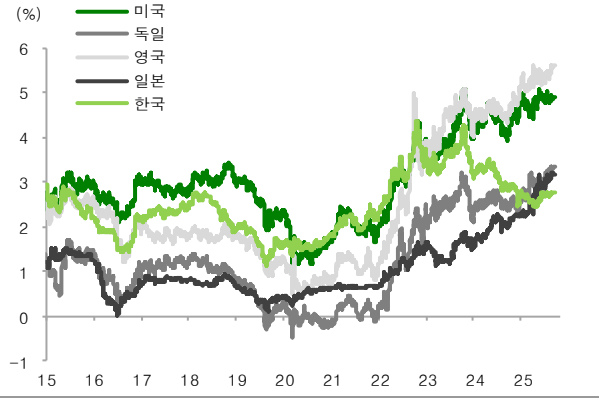
주 : 연방기금 선물 9/15일 한국시각 기준
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 3. 미국 주요 인플레이션 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 4. 주요 선진국 국채 30년물 금리



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

고용 악화 이유는 정책 불확실성, 기업 고용 행태, 이민자 정책 때문으로 추정

주가지수는 연일 신고점을 경신하고 있고, 주택시장도 조금씩 회복될 조짐을 나타내고 있어 경기 침체 신호와는 거리가 멀다. 결국 고용지표만 악화되는 이유는 1) 지난해 대선, 올해 트럼프 관세정책 불확실성 2) 기업들이 해고와 채용을 모두 꺼리는 노동저장(labor hoarding) 상태 3) 이민노동자 수급의 급변동으로 통계 왜곡 가능성이 제기되고 있다.

금주 FOMC 정책금리 25bp 인하 예상 점도표 하향 조정 전망

연준은 금주 연방공개시장위원회(FOMC)를 개최하여 정책금리 25bp 인하를 재개할 것으로 예상된다. 금번 FOMC에서 주목할 만한 관전 포인트는 다음과 같다. 첫째, 점도표(dot plot) 상의 중간값 변화이다. 기존의 6월 점도표는 올해와 내년 인하 폭을 각각 2회(50bp)와 1회(25bp)로 제시했고, 2027년말 중간값은 추가 1회(25bp) 인하로 상단 기준 3.50%로 제시했다. 기본적으로 올해 인하 폭이 2회에서 3회로 확대될지 여부가 중요할 것이며 내년 및 최종금리 수준은 낮아질 가능성이 매우 높아 보인다.

빅컷 및 동결 소수의견, 경제전망(SEP) 변화 수준에도 주목

둘째, 빅컷(50bp 인하)과 금리 동결을 주장하는 소수의견에 주목된다. 7월 금리 인하를 주장했던 보우먼 부의장, 월러 이사에 더해 스티븐 미란이 15일 상원 인준을 거쳐 합류하면 최대 3명의 빅컷 주장이 제기될 수 있다. 반면 슈미트 캔자스시티 연은 총재 등 금리 인하에 반대하는 동결 의견도 일부 제시될 수 있다. 셋째, 실질 GDP성장률과 실업률, PCE 인플레이션 등 경제전망(SEP) 수정 여부도 확인할 필요가 있다. 성장 전망은 다소 개선될 여지가 높아 보이는데 반해 연준의 이중책무인 고용과 물가는 상충관계의 방향성을 이어나갈 것으로 예상한다.

금리전망 및 투자전략

9월 빅컷 보다는 연내 3회 (75bp) 인하 가능성 과도한 완화 시 장기금리는 추가 하락 제한될 수 있어

당사는 연준의 금리 인하 속도가 지난해 9~12월(총 100bp 인하) 보다 가파르지는 않을 것으로 보고 있다. 기존 전망(연내 50bp 및 파월 임기 내 75bp) 대비 빠르게 진행된다면 연내 3회(75bp)로 앞당겨질 것으로 예상한다. 차기 연준 의장은 트럼프의 저금리 선호에 부합하는 인물이 지명될 가능성이 높아 추가 3회(75bp) 인하를 baseline으로 본다. 다만 적정수준 대비 통화완화 강도가 강할수록 장기금리는 오히려 추가 하락이 제한될 가능성에 유의할 필요가 있다. 금주 BOE, BOJ 통화정책회의와 유럽 초장기 국채 금리 안정 여부에도 주목할 시점이다.

국고채 금리 박스권 내 흐름 기준금리 인하 기대 후퇴 시장금리 하락 제한 예상

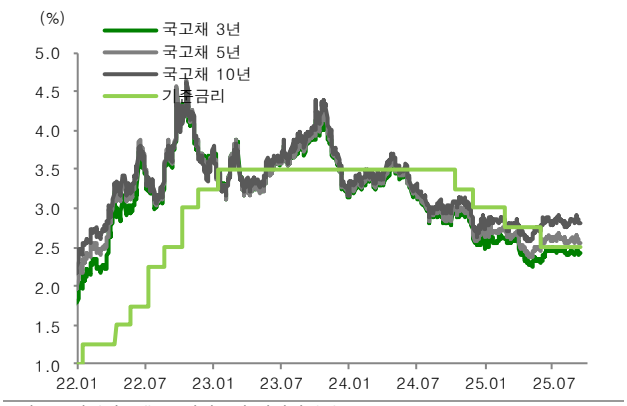
금주 국고채 금리는 상승 출발 이후 박스권 내 흐름이 이어질 것으로 전망한다. 한국은행은 9월 통화신용정책 보고서를 통해 지난해 10월부터 올해 5월까지 4회(100bp) 기준금리 인하 효과가 아직 실물경제에는 본격적으로 나타나고 있지 않은 반면 올해 상반기 중 서울 아파트가격 상승분의 26%를 금리 인하 영향으로 추정했다. 내년 성장률 전망(1.6%)은 확장적인 예산안을 감안하면 소폭이라도 상향 조정될 여지가 있다. 10월 추가 인하가 지연될 수 있다는 시각과 이번 25bp 인하가 마지막일 수 있다는 인식에 시장금리 하락은 제한될 것으로 예상한다.

도표 5. 주요 금리와 장단기 스프레드 전망

구분	9/12 종가	주간 레인지
미국채 10년	4.068%	3.97~4.18%
국고채 3년	2.431%	2.38~2.48%
국고채 5년	2.564%	2.52~2.64%
국고채 10년	2.813%	2.74~2.89%
국고채 10년-국고채 3년	38.2bp	35~42bp

자료 : 금융투자협회, 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 6. 주요 국고채 수익률과 기준금리



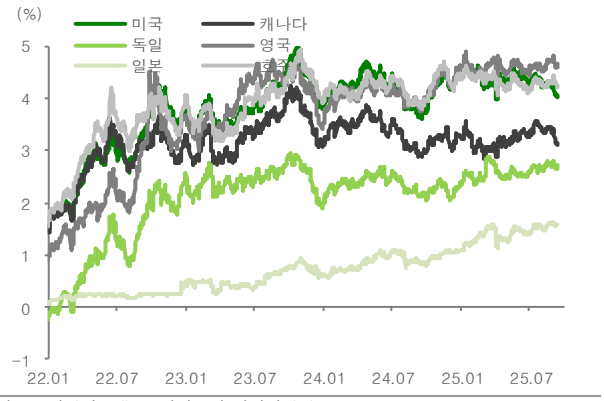
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 7. 국고채 장단기 스프레드와 회사채 크레딧 스프레드

자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

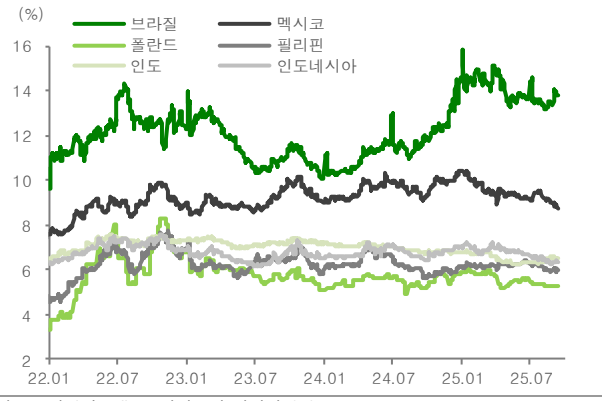
글로벌 채권 금리와 스프레드

도표 8. 주요 선진국 국채 금리



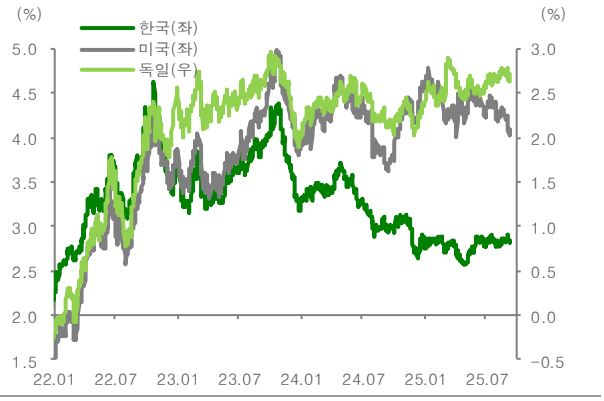
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 9. 주요 신흥국 국채 금리



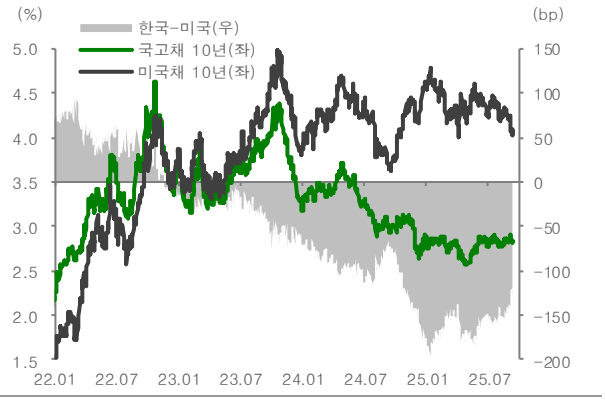
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 10. 한국, 미국, 독일 국채 10년물 금리



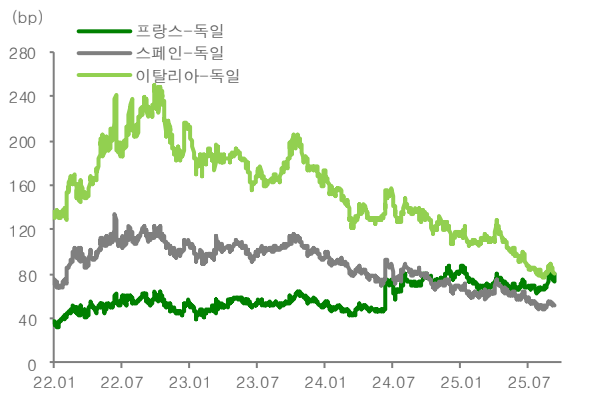
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 11. 한-미 국채 10년물 스프레드



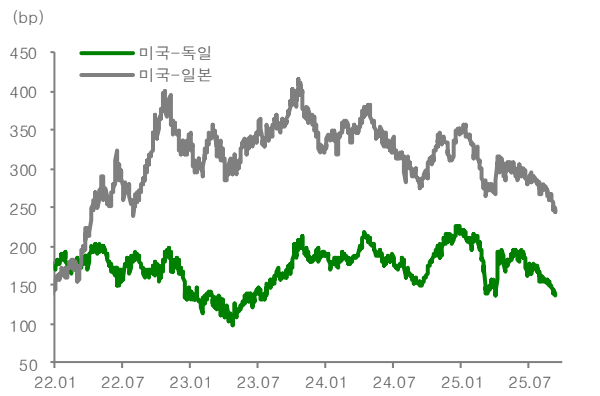
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 12. 유로존 주요국 국채 10년물 스프레드



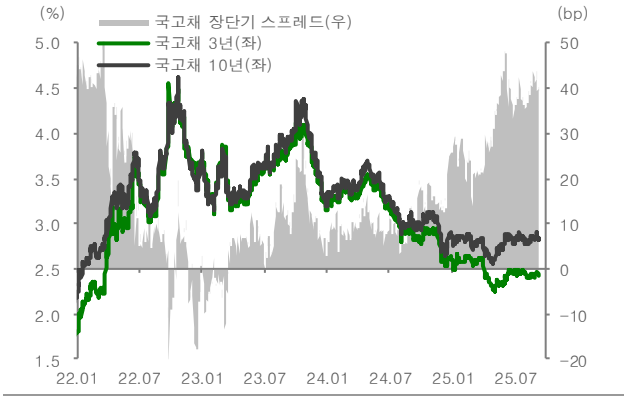
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 13. 미-독, 미-일 국채 10년물 스프레드



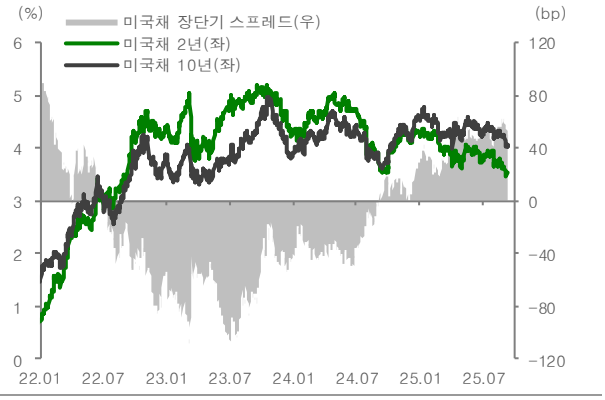
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 14. 국고채 장단기 스프레드



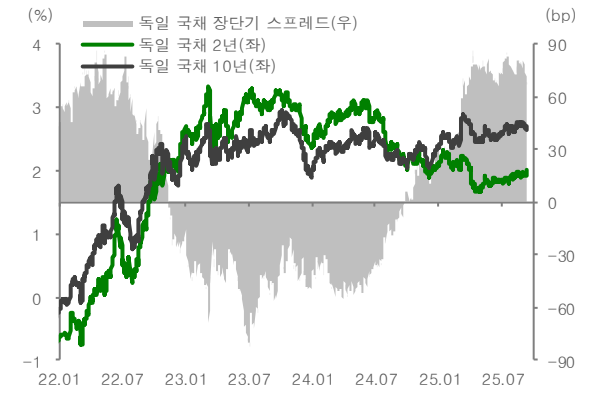
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 15. 미국채 장단기 스프레드



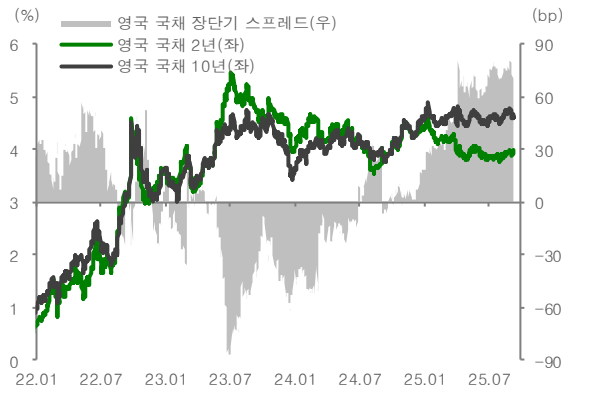
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 16. 독일 국채 장단기 스프레드



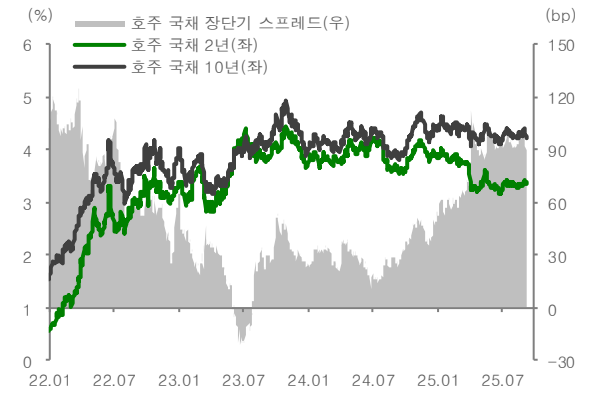
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 17. 영국 국채 장단기 스프레드



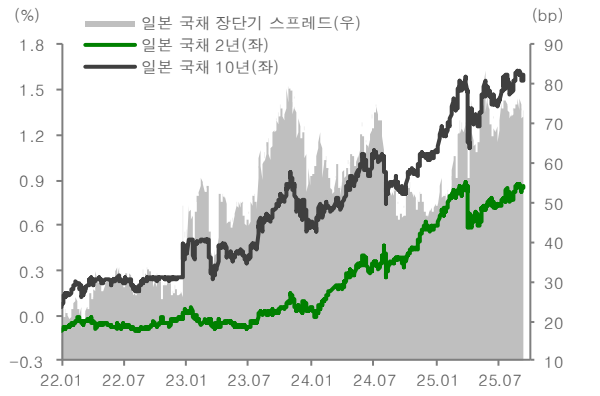
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 18. 호주 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

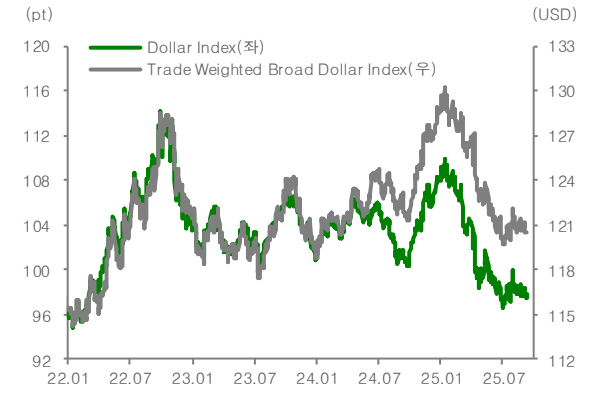
도표 19. 일본 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

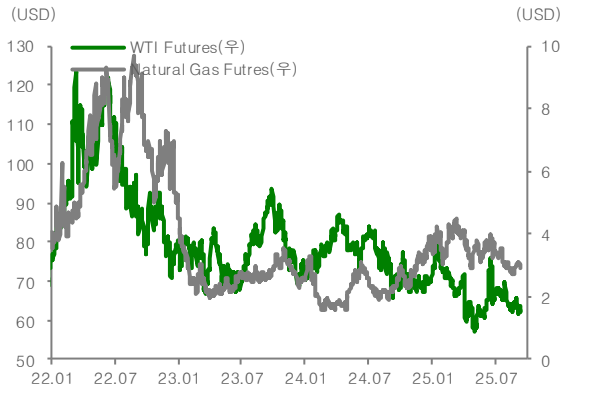
외환/리스크 지표

도표 20. 달러인덱스와 무역가중 달러인덱스



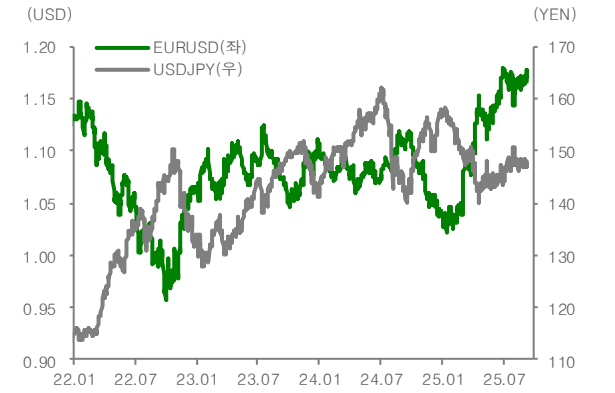
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 21. 국제유가와 천연가스 선물



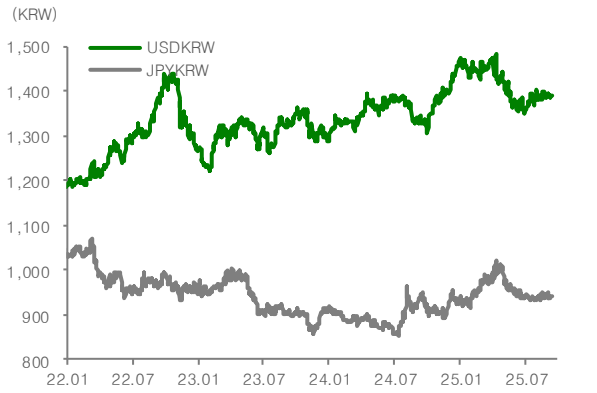
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 22. 달러/유로와 엔/달러 환율



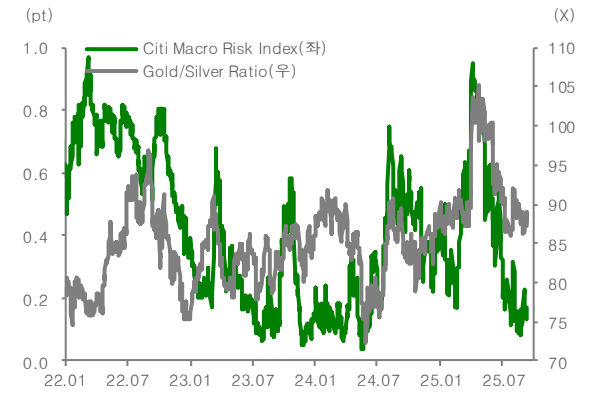
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 23. 원/달러와 원/100엔 환율



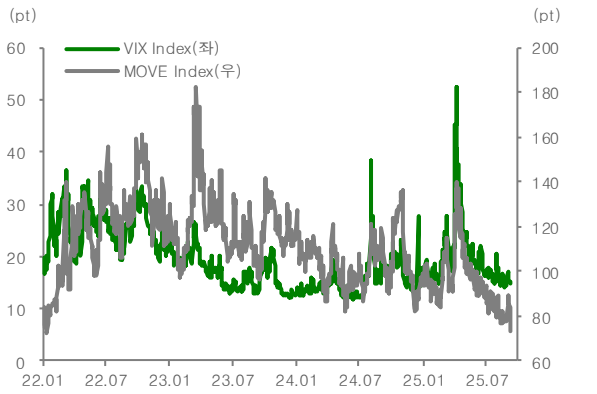
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 24. Citi Macro Risk Index와 금/은 Ratio



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

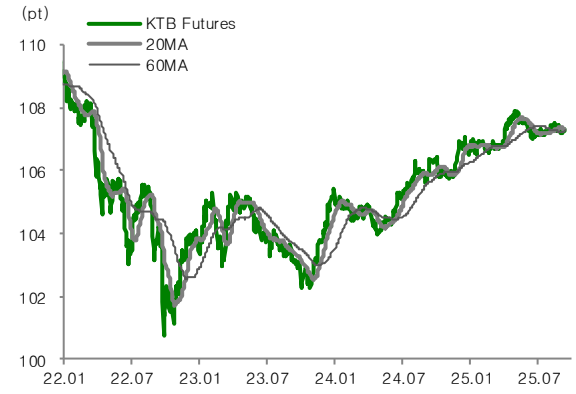
도표 25. VIX Index와 MOVE Index



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

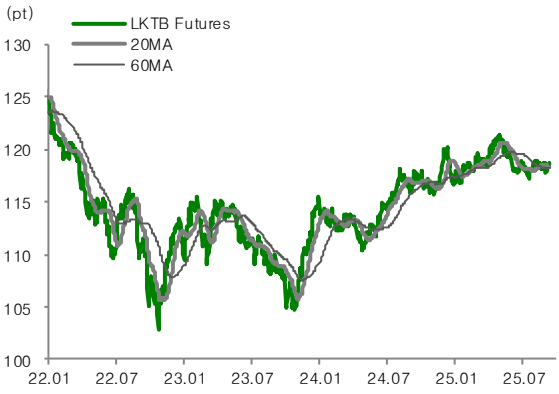
파생시장 동향

도표 26. 3년 국채선물(KTB Futures)



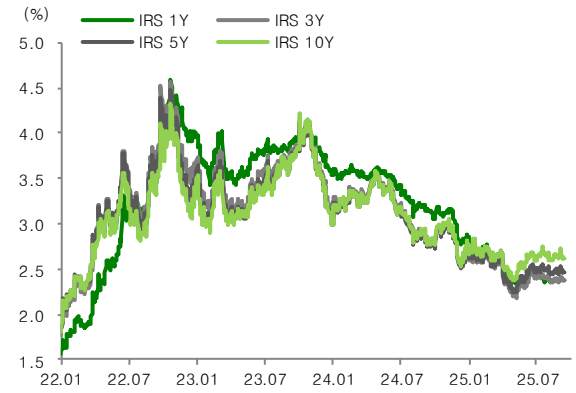
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 27. 10년 국채선물(LKTB Futures)



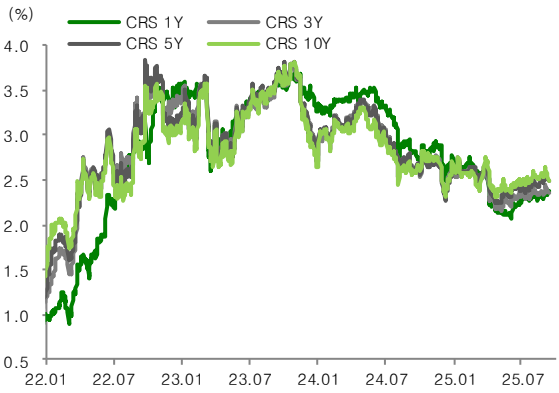
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 28. IRS(Interest Rate Swap)



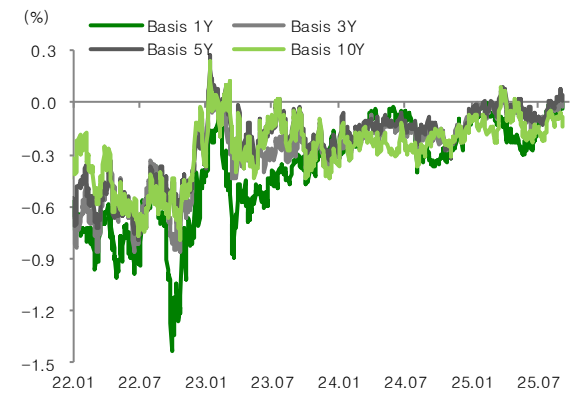
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 29. CRS(Currency Swap)



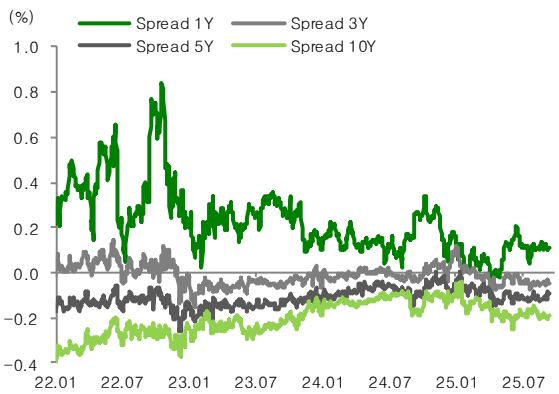
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 30. Swap Basis(CRS-IRS)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

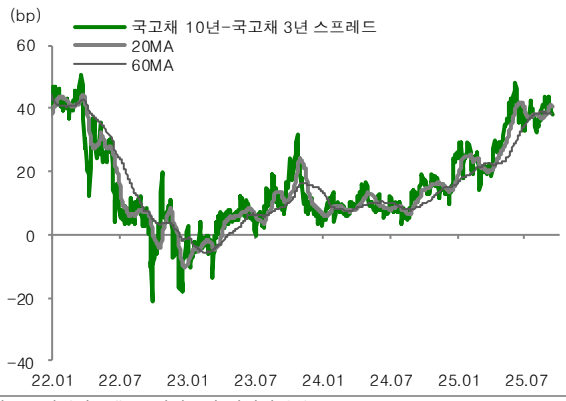
도표 31. Swap Spread(IRS-KTB)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

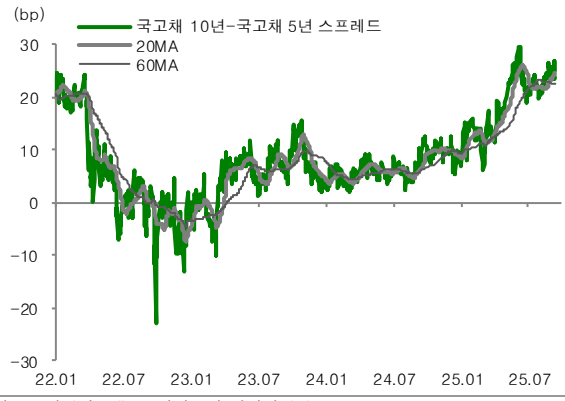
국고채 장단기 스프레드

도표 32. 국고채 10년-국고채 3년 스프레드



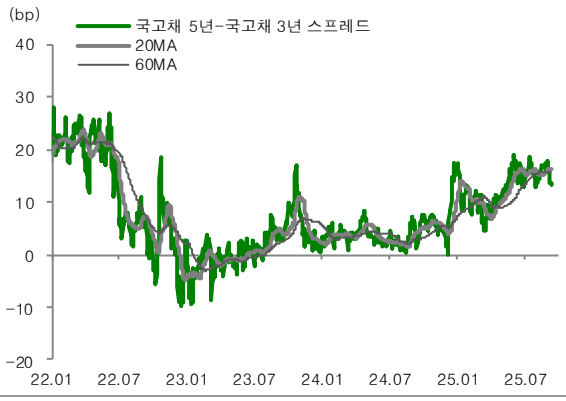
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 33. 국고채 10년-국고채 5년 스프레드



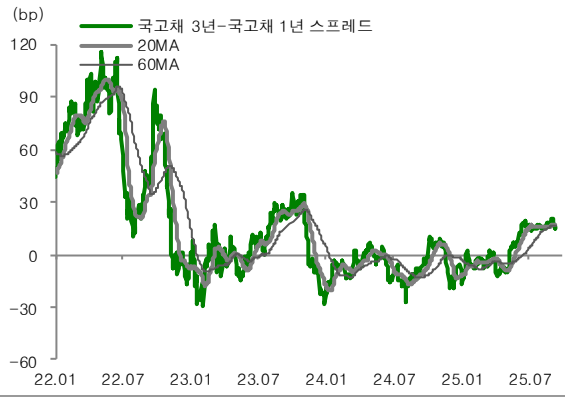
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 34. 국고채 5년-국고채 3년 스프레드



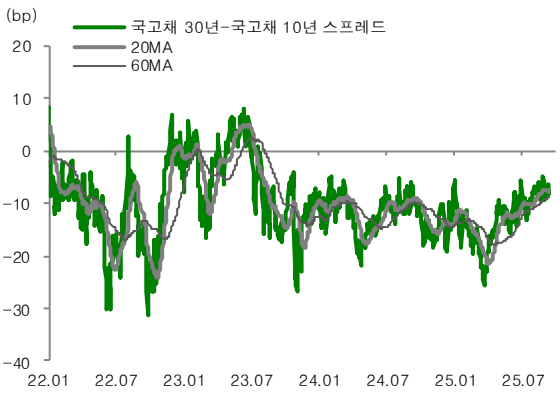
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 35. 국고채 3년-국고채 1년 스프레드



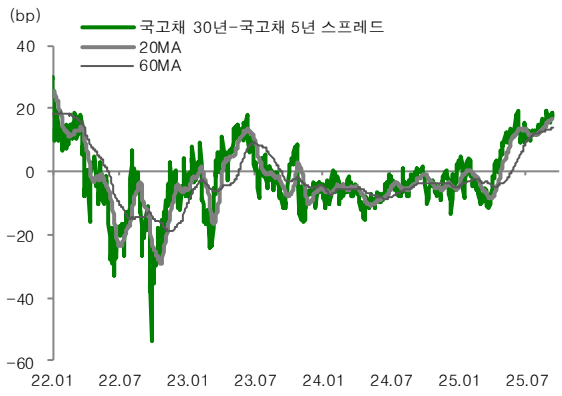
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 36. 국고채 30년-국고채 10년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 37. 국고채 30년-국고채 5년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

경제/채권 Calendar

MONDAY	TUESDAY	WEDNESDAY	THURSDAY	FRIDAY
15	16	17	18	19
국고채 10년물 입찰(2.0조원) 미 9월 뉴욕주 제조업지수 중 8월 소매판매, 광공업생산 중 8월 실업률 유 7월 수출입	명목채 교환(0.2조원) 한 8월 수출입물가지수 미 8월 소매판매 미 9월 뉴욕 연준 서비스업 경기활동 미 8월 수출입물가지수 미 9월 NAHB 주택시장지수 유 9월 ZEW 서베이 예상 금통위 의사록 공개	 미 8월 주택착공건수 일 8월 수출입 미 연준 FOMC	 미 9월 필라델피아 연준 경기전망 미 8월 경기선행지수 유 7월 경상수지 유 7월 건설 생산 BOE 통화정책회의	 일 8월 소비자물가지수 BOJ 금융정책결정위원회
22	23	24	25	26
국고채 5년물 입찰(3.3조원) 한 9월 1~20일 수출입 미 8월 시카고 연방 국가활동지수	한 8월 생산자물가지수 미 9월 필라델피아 연준 비제조업 활동 미 8월 기존주택매매 미 9월 리치몬드 연방 제조업지수, 경기현황	한 9월 소비자심리지수 미 8월 신규주택매매	미 8월 내구재 주문 미 8월 소매재고 미 2분기 GDP(확정치) 미 9월 캔자스시티 제조업활동 유 8월 M3 통화공급 일 8월 생산자물가지수 서비스	미 8월 개인소득, 개인소비지수 미 8월 PCE 인플레이션 미 9월 미시간대 소비자 신뢰지수/기대인플레이션 미 8월 캔자스시티 연준 서비스업 활동 일 9월 도쿄 소비자물가지수

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.