Fixed Income

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

채권전략 박준우, CFA junoopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

하나채권

고용 부진이 실업률 상승으로. 내년 적정 기준금리 추정

- **침체기 수준의 고용 둔화가 실업률 상승으로 나타나기 시작. 11월 '총 임금' 증가율은 GDP 성장률 하락을 시사 [도표 4]. 내년 3월 기준금리 인하 전망을 유지**
- **테일러 준칙으로 추정한 2026년 연말 기준금리 범위는 2.8%~3.5% [도표 5]. 차기 총재 성향 고려 시 2.75%~3.00%로 인하 전망**

BLS의 11월 고용 상황 보고서에서 노동시장의 점진적인 둔화 추세가 확인됐다. 11월 비농업 고용은 +64k로 예상(+50k)을 상회했으나, 8, 9월이 총 3만명 이상 하향됐고 이번에 함께 발표된 10월 고용은 -105k로 크게 부진했다. 같은 날 발표된 ADP 주간 고용은 +16k(11/29 기준 4주 평균)으로 크게 반등했으나, **[도표 1]**과 같이 신규 고용의 큰 추세는 둔화다.

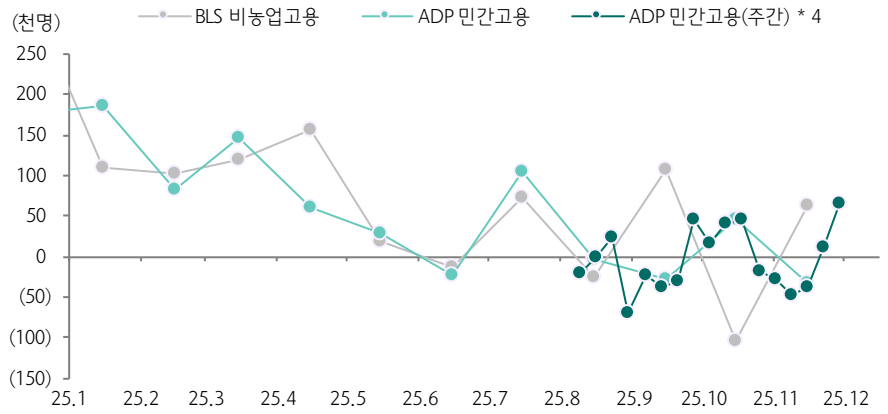
신규 고용이 6개월 평균 1.7만명으로 침체기 수준을 기록하는 가운데 11월 실업률이 4.56%로 9월 대비 0.1%p 상승했다. 연준이 12월 FOMC에서 제시한 전망(4.5%)을 상회했다. 노동시장은 여전히 '저고용 & 저해고' 환경이다 **[도표 2]**. 다만 최근 실업률 상승은 고용 부진이 단순히 공급 감소 때문이 아니라 수요 측 요인에도 기인하고 있음을 시사한다.

실업률 상승으로 기준금리 인하 사이클은 지속될 전망이다. 12월 FOMC에서 기준금리 동결을 주장한 굴스비 시카고 연은 총재는 FOMC 이후 인터뷰에서 고용의 breakeven을 파악하기 어려우므로, 현재 노동시장 판단에 더 중요한 지표는 실업률과 같은 비율 지표라고 언급한 바 있다. 실업률이 연준 전망을 상회한 상황이므로, 내년 3월 인하 전망을 유지한다. 이는 CME FedWatch에 반영된 다음 인하 시점(4월)보다 빠르다.

하나증권은 실업률이 급등하지 않더라도 고용 둔화만으로도 성장률에 부정적인 영향을 끼치기에 충분하다고 판단한다. 정확히는 비농업고용, 근로시간, 시간당 임금을 곱하여 산출되는 총 임금 증가율이 성장률에 직접적인 영향을 미친다고 본다. 11월 고용 보고서에서 시간당 임금 상승률이 전월비 0.1%, 전년동월비 3.5%로 둔화됐다 **[도표 3]**. 이에 미국 가계의 '총 임금' 증가율도 명목 기준 +4.3%로 둔화됐다. 그 속도는 매우 점진적이나 향후 명목 성장률의 약화 가능성을 시사한다 **[도표 4]**.

11월 실업률과 연준의 12월 PCE 인플레이션 전망 등에 근거해 2026년 연말 적정 기준금리 범위를 추정하면 약 2.8%~3.5%다 **[도표 5]**. 차기 연준 의장은 누가 되든 완화적인 성향일 가능성이 높다. 연준의 독립성을 지키는 동시에 매크로 환경으로 설명이 가능한 수준까지 기준금리를 인하할 것으로 예상된다. 이 경우 적정 기준금리 범위의 하단인 2.75%~3.00%로 인하가 가능할 전망이다(시장 프라이싱 대비 1회 추가 인하).

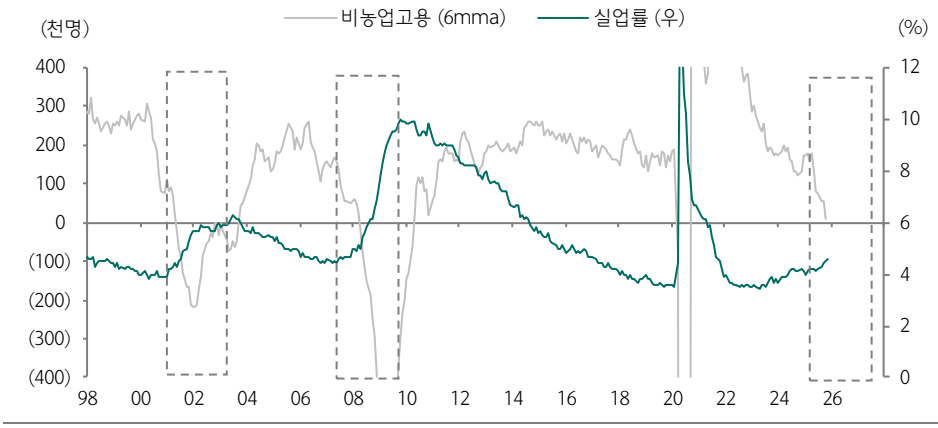
도표 1. 미국 BLS, ADP 고용 지표
: 11월 고용 반등했으나, 큰 추세는 여전히 둔화



자료: BLS, ADP, 하나증권

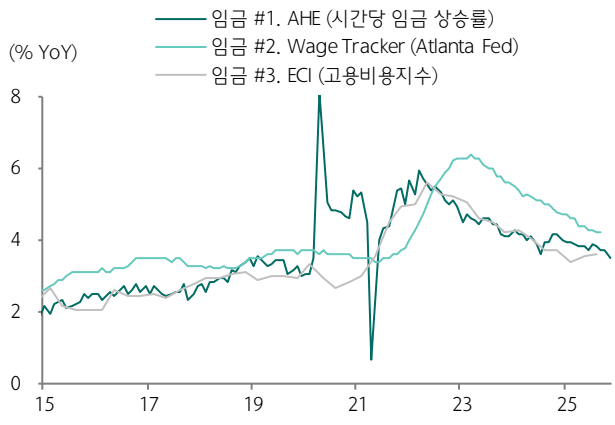
비농업고용 6개월 평균 1.7만명

도표 2. 미국 비농업고용 과 실업률
: 고용은 침체 수준이나 실업률은 역사적으로 낮음. 그러나 고용 부진이 실업률 상승으로 나타나기 시작



자료: BLS, LSEG, 하나증권

도표 3. 주요 임금 상승률 지표
: 시간당 임금 상승률이 둔화 추세



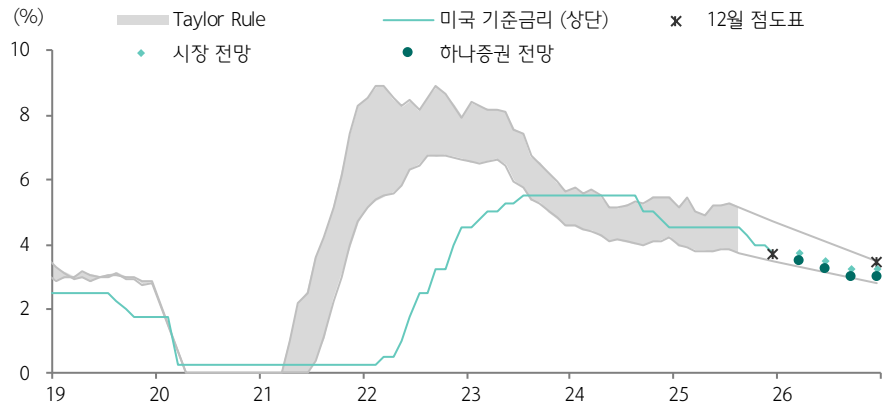
자료: BLS, BEA, FRB of Atlanta, 하나증권

도표 4. 총 임금 증가율과 성장률 (명목)
: 가계의 소득 증가율이 둔화되면 소비와 GDP 증가율도 둔화될 위험

자료: BLS, BEA, LSEG, 하나증권

11월 실업률과 12월 연준의 PCE 인플레이션 전망에 기반

도표 5. 테일러 준칙으로 추정한 미국 적정 기준금리
: 2026년 2.8%~3.5%. 연준의 스탠스가 완화적이라면 적정 범위의 하단까지 인하 가능할 전망



자료: Fed, LSEG, 하나증권