

Fixed Income Comment

미국 금리 급락 관련 체크할 포인트

- 최근 3개월 평균 일자리는 +3.5만개 증가하며 크게 둔화. 실업률은 4.2%로 시장 예상에 부합했지만 노동시장 냉각 우려 심화. 9월 금리 인하 기대 급증, 미 금리 급락
- 노동수요와 공급의 동반 감소로 균형 고용 숫자도 10만개 아래로 하락했을 가능성 높음. 이민자 유입 감소로 인한 노동공급 감소는 실업률 상승 폭을 제한할 요인
- 금리 인하에 대한 정치적 압력과 고용 쇼크는 9월 인하를 지지. 향후 1) 인플레이, 2) 미 증시 추가 조정 여부, 3) 잭슨홀 미팅 주목. 미 국채 10년 금리 4.3% 중심 등락 전망

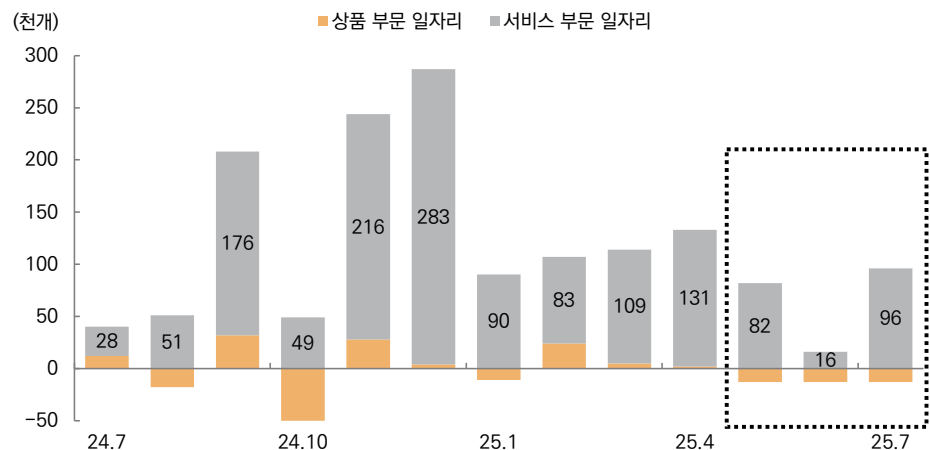
9월 금리 인하 기대를 높인 고용지표

7월 미국 비농업 헤드라인 일자리 수는 7.3만개 증가하며 시장 예상치(+10.4만개)를 크게 하회했다. 특히 5월과 6월 헤드라인 일자리 수가 총 25.8만개 하향 조정되면서 노동시장 냉각 우려가 심화됐다. 고용 보고서가 노동시장 부진을 시사하자 9월 연준 금리 인하 기대는 80%로 급증했고 미 국채 2년 금리도 3.6%까지 하락했다.

상품 부문에서는 3개월 연속 일자리가 전월대비 감소했다(그림1). 서비스의 경우 2달 연속 소매 운송에서 일자리 감소가 심화됐고 서비스 일자리 증가 규모는 3개월 연속 10만개를 하회했다. 교육 및 헬스케어 업종에서는 3개월 연속 5만개 이상의 일자리가 증가하며 7월 서비스 일자리 증가의 대부분을 차지했다. 가계조사도 노동시장 질적 악화를 시사했다. 파트타임 취업자가 전월대비 24.7만명 증가한 반면, 풀타임 취업자는 44만명 급감했다.

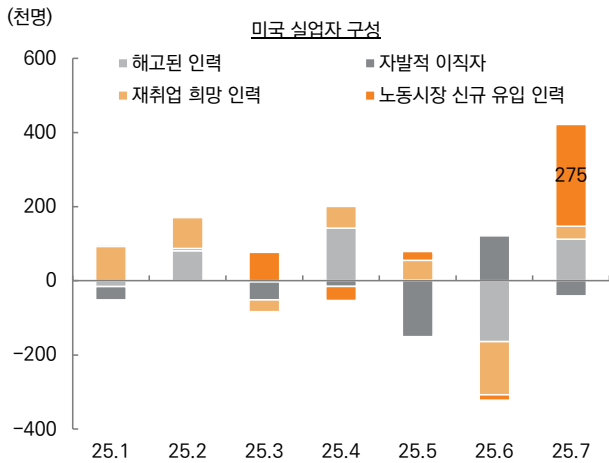
실업률은 4.2%로 전월(4.1%) 대비 소폭 반등했다. 실업자 중에서는 임시 해고자의 증가폭이 컸고 노동시장에 신규 진입한 인력이 늘어나며 실업률 상승을 견인했다(그림2). 시간당 평균 임금은 서비스 업종의 임금 상승률이 가팔라지며 전월대비 +0.3% 상승했다.

그림 1. 상품 일자리 감소세, 서비스 일자리 증가 둔화



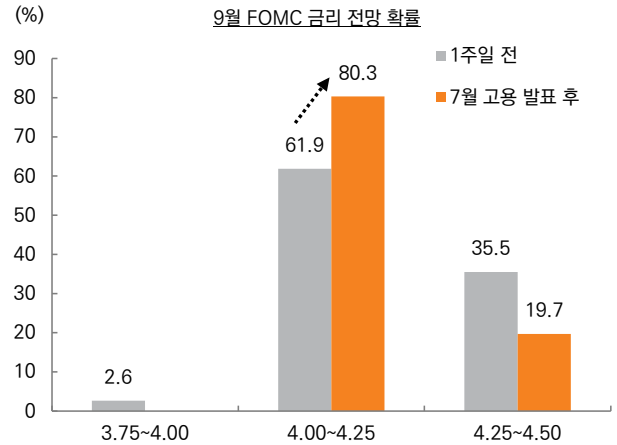
자료: CEIC, US BLS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 7월 노동시장 신규 유입 인력 급증



자료: CEIC, US BLS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 9월 인하 기대 급등



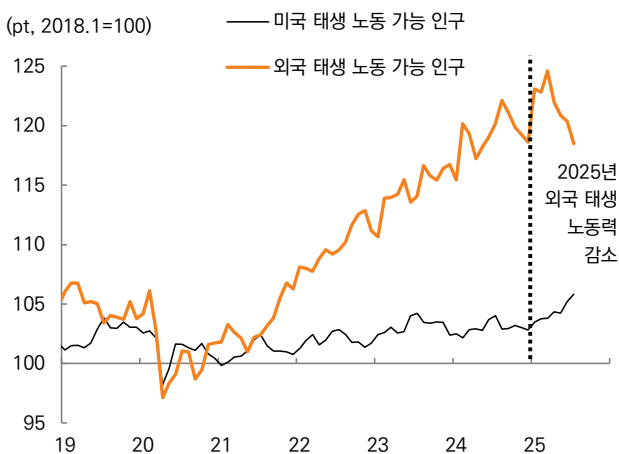
자료: CEIC, CME Fed Watch, 미래에셋증권 리서치센터

고용 체크포인트와 투자전략

금리 인하에 신중한 입장을 보였던 구글러 이사가 조기 사임했기 때문에 조만간 트럼프 정부는 금리 인하를 옹호하는 새로운 인사를 임명할 예정이다. 관세로 인해 인플레이 상방 압력이 높아지고 있다. 이는 가계 실질 구매력을 위축시키는 요인이다. 노동수요가 낮아지면서 고용시장 둔화도 이어질 전망이다.

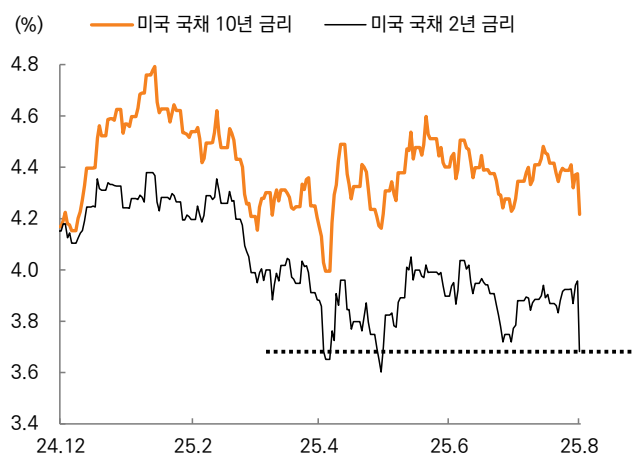
금리 인하에 대한 정치적인 압력과 7월 고용지표 쇼크는 9월 금리 인하 기대를 지지하는 요인이다. 수정된 5~6월 헤드라인 일자리 수가 전월대비 1만개 수준으로 대폭 하향 조정됐다는 점에서 향후 고용지표도 초기 발표치 대비 큰 폭으로 하향 조정될 수 있다. 강력한 이민 단속 조치로 인해 외국 태생 노동력은 크게 감소했다(그림4). 이민자 유입이 가파르게 감소하며 그간 이민자로 채워왔던 업종에서 일자리 증가세가 둔화돼 헤드라인 고용 부진을 초래했다고 판단된다.

그림 4. 외국 태생 노동력 감소



자료: CEIC, US BLS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 미국 금리 급락



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

노동공급에서 발생한 충격은 실업률과 헤드라인 일자리 수의 과리로 나타나고 있다. 현재 실업률은 4.2%로 연준이 제시한 완전 고용에 가까운 수치다. 실업자를 구성하는 항목들 중 노동시장에서 해고된 사람들은 아직 초과 구인이 유지되고 있는 점을 고려하면 재취업을 하는 데 오랜 기간이 걸리지는 않을 것이다. 이민 감소로 인해 노동공급도 점진적으로 축소될 가능성이 높기 때문에 실업률 상승 폭은 제한될 전망이다.

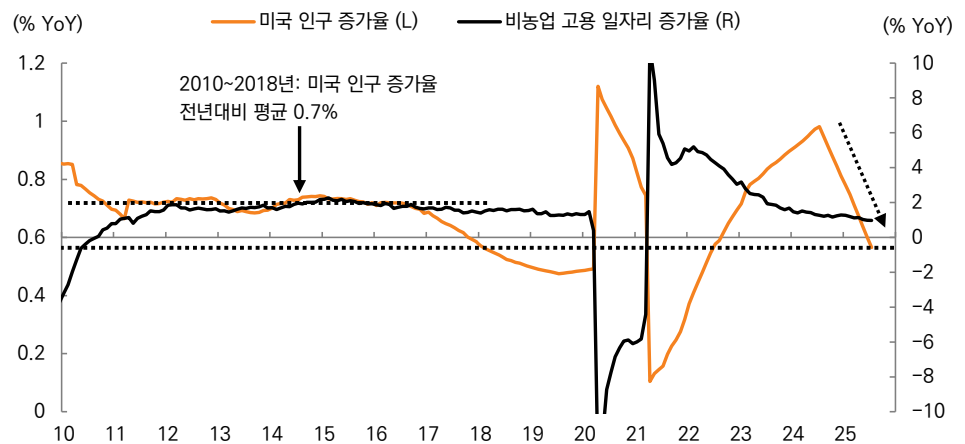
7월 FOMC에서 파월 의장은 실업률에 주목하겠다고 밝혔다. 노동공급이 급증할 경우 노동 수요가 강해야 실업률 상승이 제한된다. 지금은 공급과 수요가 함께 감소하고 있는 국면이기 때문에 노동시장에서 균형(Break-even) 고용 숫자가 내려가고 있다고 덧붙였다. 균형 고용의 감소는 노동시장 하방 위험을 시사하는 부분이지만 공급과 수요가 함께 감소한다면 실업률 상승 폭은 제한된다. 즉, 비농업 일자리 증가 규모가 감소하는 것 자체가 큰 문제는 아니라는 의미다.

미국 인구 증가율이 전년대비 1% 수준으로 증가했을 때 2023~24년 월 평균 인구는 30만 명에 근접하게 증가했다. 경험적으로 미국 고용률이 60% 수준임을 고려하면 2023~24년에 월 균형 고용에 해당하는 숫자는 18만명이 된다. 그러나 인구 증가율이 24년 7월 고점을 기록 후 1년 간 꾸준히 둔화되고 있다(그림6). 올해 미국 인구는 상반기 월 평균 14만 명 증가했으며 60%의 고용률을 유지시킬 수 있는 균형 고용은 대략 8.4만명이 된다.

물론 균형 고용이 10만개 아래로 하락했다더라도 최근 3개월 평균 헤드라인 일자리 증가는 3.5만개로 크게 둔화된 수치에 해당한다. 관세가 인플레이에 미치는 영향이 확인되고 있지만 7월 보고서에서 확인된 고용 쇼크로 인해 당분간 9월 인하 기대가 지속될 가능성이 높다. 향후 1) 미국 코어 인플레이 상승 강도, 2) 미국 리세션 프라이싱이 강화되며 증시 변동성 심화 여부, 3) 8월 잭슨홀 미팅에서 파월 의장의 메시지를 확인할 필요가 있다.

통화정책 불확실성을 반영해 미 국채 10년 금리는 4.3% 중심으로 등락 흐름을 예상한다. 미국 경기 둔화 우려가 높아진 점을 고려할 때 국내 금리는 하락 압력이 우세할 전망이다. 원화채권 듀레이션 확대 전략을 유지한다.

그림 6. 낮아진 인구 증가율, 비농업 고용 증가 둔화 시사



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

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

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.