



흐트러지지 않을 연준의 경로

1. 고용지표 서프라이즈에도 지속될 금리인하

- 9월 미국 고용시장지표는 서프라이즈를 기록.
- 지난주 발표된 JOLTS 보고서에서는 노동 수요와 관련된 지표들이 팬데믹 이전수준으로 하락.
- 자발적 퇴직, 이직 등 지표들이 하락한 가운데 고용시장에서의 심리는 낮아진 상황이며, 하방 압력이 우세한 상황.
- 결국 이번 고용지표의 서프라이즈로 금리인하 사이클이 조기에 종료되는 상황은 나타나지 않을 것으로 생각.

미국의 초과 노동수요는 추세적으로 해소되는 중. 이직률 또한 하락세, 노동시장에서의 심리는 낮은 상황.

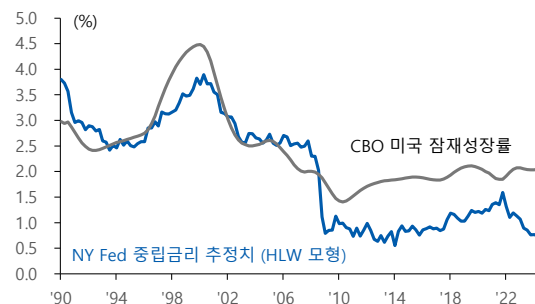


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2. 성장률 확보를 위해 지속될 금리인하

- 서비스 쏠림 위주의 내수와 투자 사이클의 하강 국면에서는 적어도 내년 상반기까지는 장기 잠재성장률인 1.8% 내지는 현재 잠재성장률인 2.0%를 넘어서기는 어려워 보임.
- 따라서 향후 성장률 확보하기 위한 차원에서 적어도 내년 상반기까지는 금리인하 기조가 지속될 것으로 전망.
- 실업률이 최대 4.3% 수준에서 추가 급등하지 않는다면 테일러준칙 추정치는 내년 상반기까지 금리인하가 지속될 것으로 추정할 수 있음.

HLW 모델로 추정되는 미국의 중립금리는 크게 낮아진 상황. 연준의 금리인하 사이클이 지속될 개연성.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

1. 고용지표 서프라이즈에도 지속될 금리인하

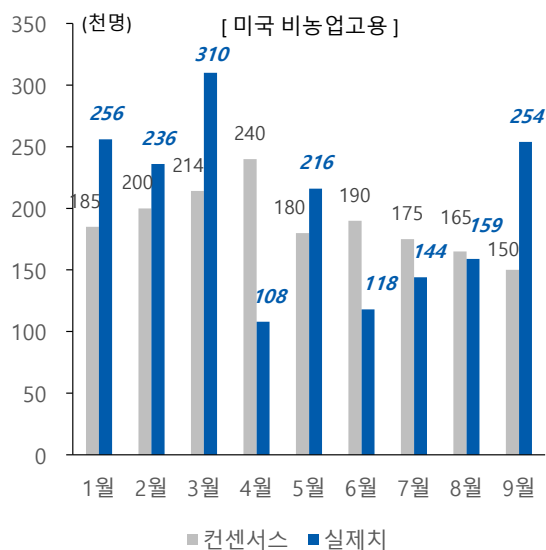
9월 미국의 고용시장지표는 서프라이즈를 기록했다. 전반적인 내용 모두 지난 3분기 제기되었던 경기침체 우려를 경감시킬 수 있는 결과가 발표되었다. 지난 7월과 8월 고용이 상향 조정된 가운데, 9월 신규 고용은 오랜만에 20만명을 넘어섰다.

실업률은 2개월 연속 둔화된 가운데, 시간당 임금은 전월대비, 전년대비 모두 상승흐름을 지속했다. 예상 보다 견조한 고용시장의 상황이 확인되며, 미국채 금리는 4% 근처까지 상승했다. 그 결과 11월 FOMC에서 빅스텝 확률은 0%로 하락했다.

한편 아직 낮은 수준이지만 기준금리 동결 확률도 현재 반영되고 있다. 다만 이를 토대로 동결 가능성을 고려하는 것은 다소 과도하다는 판단이다. 9월 고용시장지표가 서프라이즈를 기록했으나, 서비스 부문을 제외하면 불안한 부분도 발견된다.

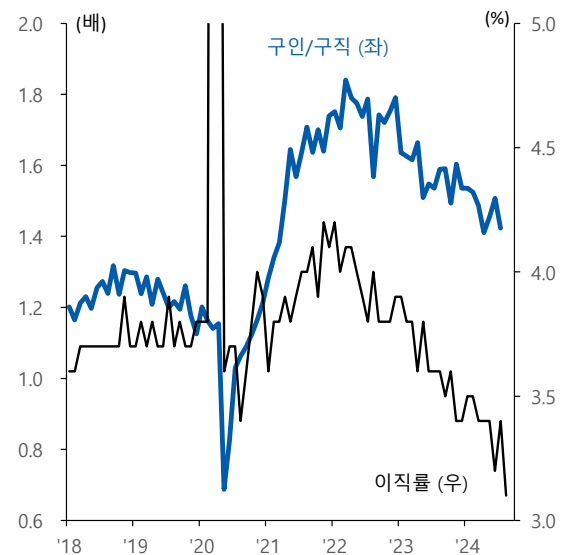
JOLTS 보고서에서는 노동 수요와 관련된 지표들이 팬데믹 이전 수준으로 하락했다. 세부적으로 자발적 퇴직, 재취업 등 지표들이 모두 하락한 가운데 고용시장에서의 심리는 낮아진 상황이며, 하방 압력이 우세한 상황이다. 결국 이번 고용지표의 서프라이즈로 금리인하 사이클이 조기에 종료되는 상황은 나타나지 않을 것으로 생각된다.

[차트1] 미국 9월 비농업부문 신규 고용자수는 25.4만 명으로 시장 예상 15.0만 명을 상회.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트2] 미국의 초과 노동수요는 추세적으로 해소되는 중. 이직률 또한 하락세, 노동시장에서의 심리는 낮은 상황.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2. 성장률 확보를 위해 지속될 금리인하

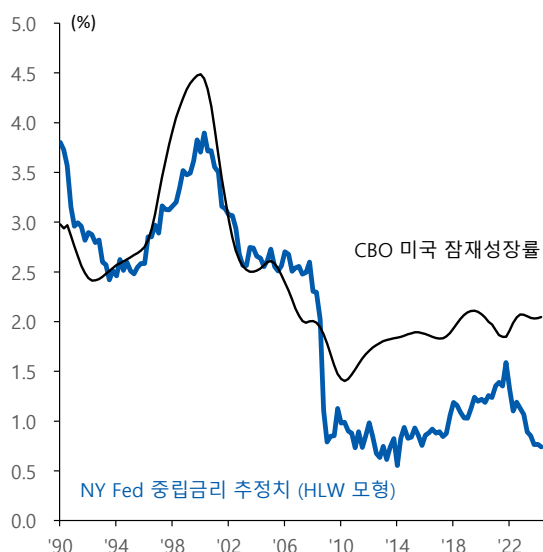
향후 연준의 금리인하는 결국 경기 그리고 중립금리 레벨에 영향을 받을 것이다. 경기 측면에서 당장 침체가 발생하지 않더라도 중립금리와 갭을 줄일 수 있는 수준까지 성장률이 확보되기는 어려운 국면이다.

현재 서비스 풀림 위주의 내수와 투자 사이클의 하강 국면에서는 적어도 내년 상반기까지는 장기 잠재성장률인 1.8% 내지는 현재 잠재성장률인 2.0%를 넘어서기는 어려워 보인다. 따라서 향후 성장률 확보하기 위한 차원에서 적어도 내년 상반기까지는 금리인하 기조가 지속될 것으로 생각된다.

중동 불안과 주거비 등 인플레이션 둔화 속도에 대한 우려가 존재하지만, 둔화 흐름은 유효하다는 판단이다. 이를 바탕으로 실업률이 4.3% 수준에서 추가 급등하지 않는다면 테일러준칙 추정치는 내년 상반기까지 금리인하가 지속될 것으로 추정되고 있다.

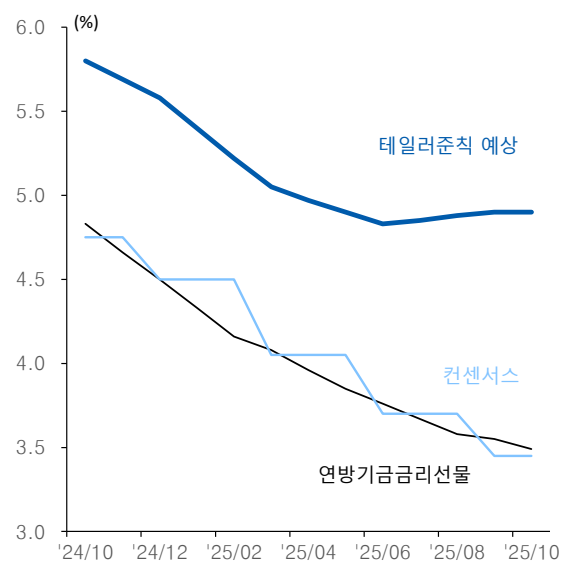
결국 인플레이션 둔화 흐름에서 실질금리가 완만하게 상승하는 흐름이 연출된다면, 2025년 상반기까지 5차례의 기준금리 인하가 가능하다고 판단한다. 경기가 안정적인 성장 궤도에 들어선다면 6월 점도표에서 중립금리 상향 조정이 발생할 것이다.

[차트3] HLW 모델로 추정되는 미국의 중립금리는 크게 낮아진 상황. 연준의 금리인하 사이클이 지속될 개연성.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트4] 테일러준칙 추정치는 내년 상반기까지 금리인하가 지속될 것으로 추정.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

3. 명분은 확보된 상황

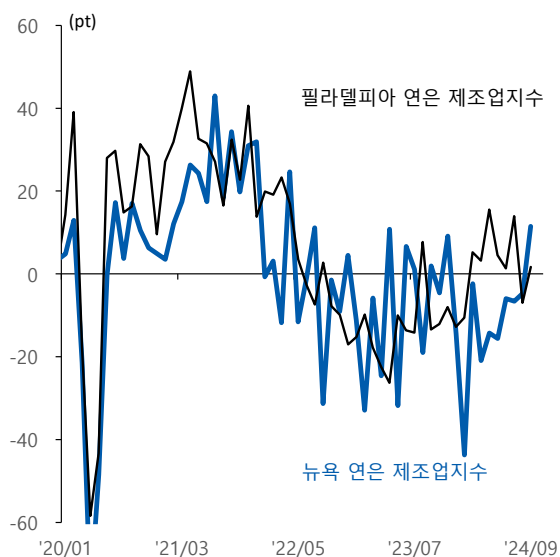
9월 ISM 제조업 지수는 6개월 연속 기준선을 하회하며 여전히 부진한 제조업 환경이 이어지고 있음을 나타내고 있다. 그래도 9월 지표에서 긍정적인 부분은 신규주문, 생산지수가 전월대비 반등했다는 점이다.

ISM 제조업 지수 발표에 앞서 발표되는 일부 주요 지역 연은의 제조업지수는 반등에 성공한 가운데, 특히 반도체 및 IT와 관련 있는 동부(필라델피아, 뉴욕) 지역의 제조업 지수가 반등에 성공했다.

결국 향후 금리인하 사이클에서 경기 심리 개선과 함께 제조업 업황 반등이 가능할 것으로 생각된다. 지난 2007년을 제외한 기간에서 연준의 금리인하는 짧게는 6개월 길게는 10개월 이후 ISM제조업지수의 반전을 가져온 경험이 있다.

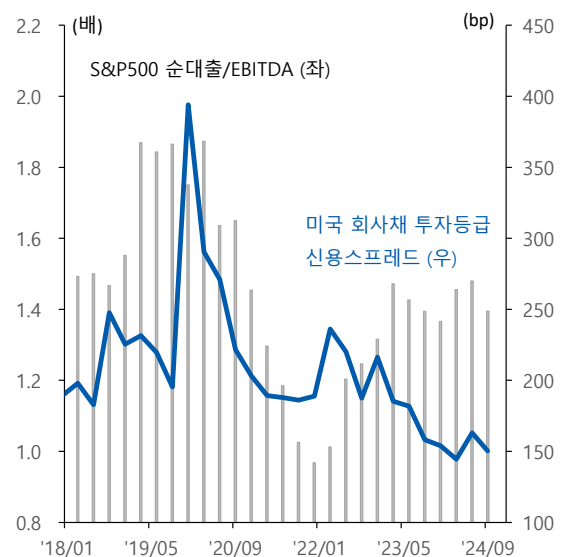
추가로 현재 미국 회사채 시장은 팬데믹 이전 또는 2010년대 직후 보다 안정적인 상황이다. 또한 지난 4년간의 재정지출을 통해 기업의 부채 비율이 낮다는 점은 향후 금리인하 사이클에서 가동률을 높이는데 도움이 될 수 있는 요인이다. 결국 경기사이클 개선을 기대할 수 있는 환경으로 금리 정상화 명분이 발생하는 환경이다.

[차트5] 반도체 및 IT와 관련 있는 동부(필라델피아, 뉴욕) 지역의 제조업지수가 반등에 성공.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트6] 안정적인 미국의 회사채 시장, 높은 유동성 수준으로 부채 또한 낮은 수준.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터