

2024. 9. 9

경제脈

미국 8월 고용: 좋은 것, 나쁜 것, 확실한 것

▲ 경제분석

Economist 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

- ✓ 7월 허리케인과 자동차 업계 retooling 영향에서 벗어나며 비농업 고용 +14.2만 명
- ✓ 안 좋은 해석은 1) 과거 숫자 하향조정, 2) Sahm Rule 충족, 3) 광의실업을 상승
- ✓ 확실한 것은 미국 노동시장이 급랭이 아닌 과열→정상화로 가고 있다는 점. 우리는 미국 노동시장 점진적 cooldown 예상. 점진적이면 구인/실업자 1배 하회도 문제X
- ✓ 9월 FOMC에서는 25bp cut + 연말까지 75bp cut (중위수) 제시를 예상

관점에 따라 달리 해석될 수 있는 8월 고용: 좋은 것, 나쁜 것, 확실한 것은?

미국 8월 비농업 취업자수는 14.2만 명 증가하며 시장 기대(16.5만 명)를 밀돈 반면, 실업률은 4.2%로 시장 예상에 부합했다. 어떠한 관점을 견지하는가에 따라 해석의 여지가 많을 수 있는 결과물이었다.

좋게 해석하자면, 7월의 고용 부진이 허리케인과 자동차 업계 retooling이라는 일시적 영향 때문이며, 8월은 그러한 일시적 요인에서 벗어났다는 것이다. 펀더멘털이 가리키는 현재의 월간 비농업 고용 증가분이 14~15만 명 내외임도 확인되었고, 일시적 해고에 따른 실업자수도 6월 수준에 다시 가까워 졌다.

안 좋게 해석하자면, 비농업 고용에서는 1) 실제치가 예상치를 하회했고, 2) 연초 이후 6~7월까지 과거 숫자의 하향 조정이 이루어지고 있음이 강조될 수 있다. 또한 실업률이 내려 왔어도 Sahm Rule 기준을 여전히 충족하며, 광의 실업률의 상승세가 관찰되었다는 점도 우려 사항일 수 있다.

해석이 분분한 가운데 비교적 확실해 보이는 것은 1) 노동수요의 급격한 위축 징후가 없기에 현재 노동시장이 recession과 거리가 있으며 2) 현재 미국 노동시장이 극심한 과열에서 정상화 국면으로 이행하고 있다는 것이다.

구인건수/실업자수 비율은 22년 3월 2.03배에서 24년 7월 1.07배로 내려 왔다. 역사적으로 1배를 상회했던 구간은 손에 꼽을 정도로 이례적인 노동 초과수요 상태이다. 과거 동 비율이 1배를 크게 상회한 이후 리세션으로 노동시장이 위축되었던 1953년과 1969년은 재정긴축 구간으로 확장 재정 장기화 가능성이 커지고 있는 현재와 대조적이다. 우리는 "노동시장의 점진적 cool-down 가능성"이 크다고 보며, 구인건수/실업자수 1배 하회도 점진적이기만 하다면 침체와는 거리가 있을 것으로 판단한다.

9월 FOMC 함의

금융시장 관심이 물가에서 경기/노동시장으로 빠르게 이동한 만큼, 8월 고용이 사실상 9월 FOMC 이전의 마지막 성적표였다. 일시적 요인에서 벗어나 10만 명 이상의 일자리가 늘었고 실업률이 하락했다는 점에서 9월은 25bp 인하를 예상한다.

점도표 중위수도 연말까지 75bp 인하를 가리키면서 시장에 반영되어 있는 Big cut 기대를 일정 수준 되돌리게 할 것으로 예상된다. 역사적으로 Big cut은 리세션일 때에 이루어졌는데, 실물경기나 노동시장에서 그러한 징후를 찾기 어렵기 때문이다. 펀더멘털을 고려한다면, 연말까지 115bp / 내년 상반기까지 224bp 인하 + ECB 보다 상당히 공격적인 연준 인하 기대는 과도해 보인다는 기존 시각을 유지한다.

Intro: 논란의 여지가 많은 미국 8월 고용

미국 노동통계국(BLS)에 따르면, 8월 비농업 취업자수는 전월대비 14.2만 명 증가하며 7월 수정치(8.9만 명) 대비 증가폭이 확대되었고, 실업률은 7월(4.3%) 대비 낮아진 4.2%를 기록했다. 실업률은 시장 기대에 부합하였으나, 비농업 취업자수는 기대(16.5만 명)에 미달했다. 미국 8월 고용동향은 어떤 관점에서 보느냐에 따라 좋게 혹은 안 좋게 해석될 여지가 많다. 오늘 고용 코멘트에서는 1) 두 가지 해석을 다루고, 2) 당사가 중요하게 보는 관점에 대한 견해를 제시하도록 한다.

좋은 해석: 7월은 일시적인 요인에 따른 부진이었음이 재확인

일시적 요인의 영향에서 벗어났음
펀더멘털은 14~15만 명/월 고용
증가에 상응

좋은 해석은 7월 고용이 허리케인 및 자동차 공정 전환/업그레이드(retooling) 등 일시적 요인에 따른 부진이었고, 8월에는 이 영향에서 벗어나며 원상 복귀되었다는 것이다. 이는 월말 발표되는 미국 주별(state) 고용통계를 통해 확인 가능하다.

- ① 7월의 주별 비농업 고용은 전월대비 9.2만 명 늘었고, 이 중 허리케인(텍사스, 루이지애나 -1.4만)과 Retooling(미시건, 미주리, 오하이오 -2.4만)의 영향을 받는 5개 주 고용이 3.8만 명 감소하였다 (그림 1). 7월 중순 이후로는 허리케인과 Retooling 영향이 반감되면서 해당 지역의 신규 실업수당 청구건수가 빠르게 안정화된 것을 확인할 수 있다 (그림 2). 결국 7월 고용 증가분이 수정치 기준 10만 명을 하회하게 된 것도 일시적인 요인 때문이며 원래 미국 노동시장 펀더멘털은 14~15만 명에 상응한다는 점이 재확인된 것이다.
- ② 7월 실업률이 크게 상승한 것도 이러한 영향에 따른 "일시적 해고" 임이 확인되었다. 일시해고에 따른 실업자 수는 8월 87.2만 명으로 7월(106.2만 명) 대비 19만 명 감소하며 6월(81.3만 명) 수준에 가까워 졌다. 날씨 때문에 일을 못하거나 부득이 파트타임으로 종사해야 하는 인원수도 크게 줄어, 노동시장이 허리케인 영향에서 벗어났음을 확인시켜 주었다. 한편, 만약 일부 시장참여자들이 우려했던 대로 8월 비농업 고용이 10만 명 미만으로 늘어났다면 노동시장 취약성에 대한 우려는 매우 컸을 것이다.

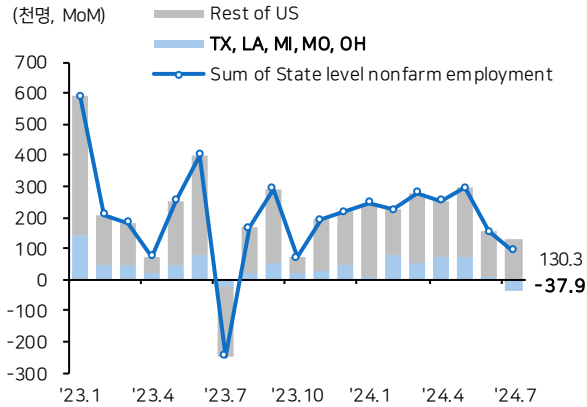
표1 2023년 8월 이후 미국 비농업 취업자수 증감

(천명, MoM)	월별 비농업 취업자수 증감														'20.2월 대비	
	'23.8	'23.9	'23.10	'23.11	'23.12	'24.1	'24.2	'24.3	'24.4	'24.5	'24.6	'24.7	'24.8	(천명)	(%)	
비농업 취업자수	210	246	165	182	290	256	236	310	108	216	118	89	142	6470	4.2	
민간	150	196	98	152	214	196	181	232	108	206	97	74	118	5998	4.6	
정부	60	50	67	30	76	60	55	78	0	10	21	15	24	472	2.1	
제조업	2	13	-31	25	12	6	-9	-6	7	3	-16	6	-24	147	1.2	
건설업	31	13	22	15	18	26	24	37	-5	13	18	13	34	665	8.7	
도소매	-4	30	13	-36	40	10	20	29	21	7	-14	4	-6	430	2.0	
운수창고,유틸리티	-25	11	-7	-9	-16	-2	34	4	21	27	12	5	8	888	14.0	
정보기술	-18	11	-26	17	13	8	-3	2	-3	-1	0	-15	-7	86	3.0	
금융	4	0	0	4	6	-4	-7	4	-3	12	13	-1	11	385	4.3	
사업서비스	-1	-1	-5	10	13	48	6	17	-17	55	-11	-13	8	1538	7.2	
일용 서비스	-19	-22	-23	-14	-21	8	-16	-1	-24	14	-30	-18	-3	-176	-6.1	
민간교육	0	0	4	4	8	27	-9	-4	0	-5	14	-4	3	66	1.7	
헬스케어*	94	81	72	107	76	73	89	80	98	73	69	59	44	1795	8.6	
레저/여가	52	27	57	10	41	-3	26	54	-9	18	4	24	46	77	0.5	
숙박	6	11	2	-1	14	-1	-2	1	-1	-3	-6	2	4	-199	-9.4	
외식	32	26	26	1	6	-21	25	30	-7	17	-2	14	30	87	0.7	
기타서비스	16	9	-1	10	0	10	10	12	4	7	8	-5	1	-30	-0.5	

주: * 사회서비스 (social assistance)를 포함

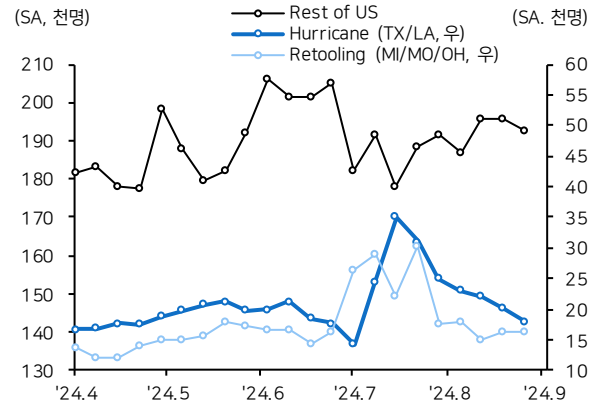
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림1 미국 주(州)별 비농업 취업자수 증감



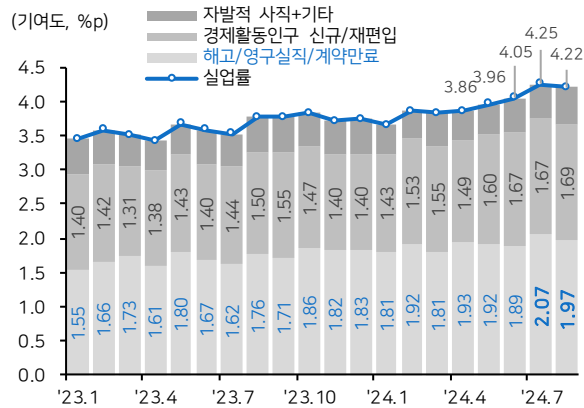
주: TX=텍사스, LA=루이지애나, MI=미시간, MO=미주리, OH=오하이오
자료: US BLS, "State Employment and Unemployment", 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 주(州)별 신규실업수당 청구건수



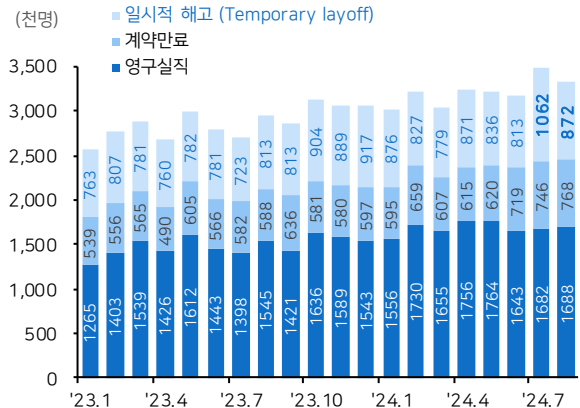
주: 전국 기준 계절조정 인자를 주(州)별 데이터에 준용하였음
자료: US Department of Labor, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 실업상태별 실업률 기여도



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 실업자 분해: 일시해고, 계약만료, 영구실직



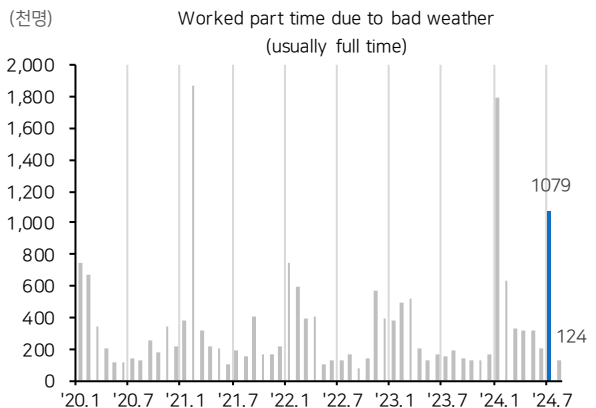
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림5 날씨 때문에 취업했으나 일을 못한 인원



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 기상 악화로 근로시간을 줄인 인원 (usually full time)



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

안 좋은 해석: 비농업 고용과 실업률 해석의 관점에서

반대로 8월 고용데이터를 얼마든지 안 좋게도 해석할 수 있으며, 고용데이터 발표 직후의 초기 반응이나 연내 Big cut 기대가 수그러들 지 않는 것을 보면, 시장의 해석은 부정론에 가까워 보인다.

과거 숫자들의 지속적 하향 조정

① 비농업 취업자수의 측면에서는 1) 시장 기대(16.5만 명)를 밑돌았고(실체치 14.2만 명), 2) 6~7월 속보치가 8.6만 명 하향 조정되어 시장이 예상했던 고용증가 경로를 10.9만 명 밑돌게 되었으며, 3) 이 같은 사후적인 하향 조정이 연중 3월을 제외하고 매 달 이루어져 왔다는 점을 문제 삼을 수 있다. 즉, 1차 추계인 14.2만 명에서도 하방 위험이 존재한다는 합리적 의심이 가능하다는 것이다.

Sahm rule을 여전히 충족

② 실업률이 4.2%로 내려 왔지만, 소수점 둘째 자리까지 환산하면 7월 4.25%에서 4.22%로 0.03%포인트 하락한 것에 불과하며, 여전히 Sahm Rule의 리세션 기준을 충족한다는 것이다. 실제 실업자를 경제활동인구로 나누어 계산한 실업률을 기준으로 보면, 7월은 0.493이었고 8월은 0.542로 숫자가 오히려 높아 진다¹. 더욱이, 미국 노동시장이 베버리지 곡선의 기존 추세를 추종한다면 앞으로의 구인율 하락이 실업률의 상승을 유발할 수 있고, 이것이 Sahm Rule 기준을 계속 웃도는 노동시장 환경을 조성할 수 있다는 우려 역시 가능하다. 7월 구인율 하락(4.8%→4.6%)도 이러한 논리를 강화시킬 수 있다.

노동시장 변방의 취약성

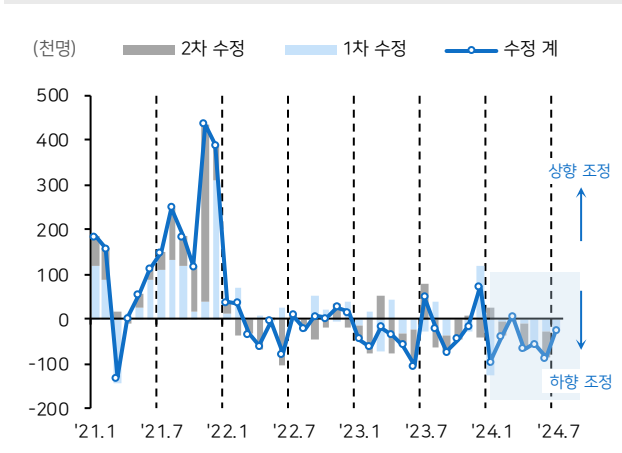
③ 실업률의 헤드라인으로 인식되는 U-3 실업률은 하락했지만, 4주 이내 구직활동을 하지 않은 사람과 비자발적으로 파트타임에 종사할 수 밖에 없는 사람들을 모두 포함한 광의 실업률(U-6)은 8월 중 7.9%로 상승했다. 노동시장 변방에서는 취약성이 드러나고 있다고 걱정할 수 있다.

표2 미국 6~7월 비농업 취업자 증분 하향 조정

(천명, MoM)	New		Old		Diff (천명)		
	6월	7월	6월	7월	6월	7월	계
비농업 취업자수	118	89	179	114	-61	-25	-86
민간	97	74	136	97	-39	-23	-62
정부	21	15	43	17	-22	-2	-24
정부교육	-23	20	3	29	-26	-9	-35
제조업	-16	6	-9	1	-7	5	-2
건설업	18	13	20	25	-2	-12	-14
도소매	-14	4	-3	8	-10	-4	-15
운수창고,유틸리티	12	5	23	14	-11	-8	-19
정보기술	0	-15	1	-20	-1	5	4
금융	13	-1	10	-4	3	3	6
사업서비스	-11	-13	2	-1	-13	-12	-25
일용 서비스	-30	-18	-23	-9	-7	-9	-17
민간교육	14	-4	2	-7	13	3	16
헬스케어	69	59	78	64	-9	-5	-15
레저/여가	4	24	1	23	3	1	4
기타서비스	8	-5	12	-5	-4	0	-4

자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

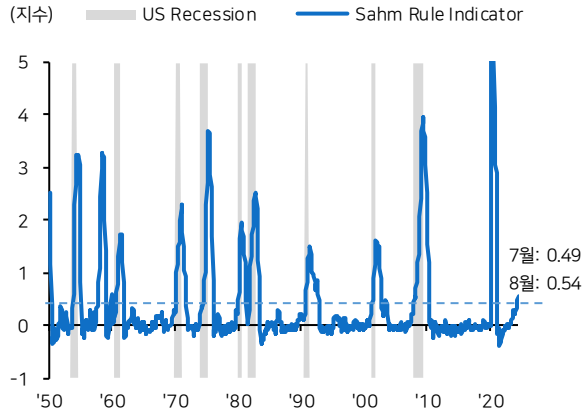
그림7 2021년 이후 월간 비농업 취업자수 수정 방향 및 폭



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

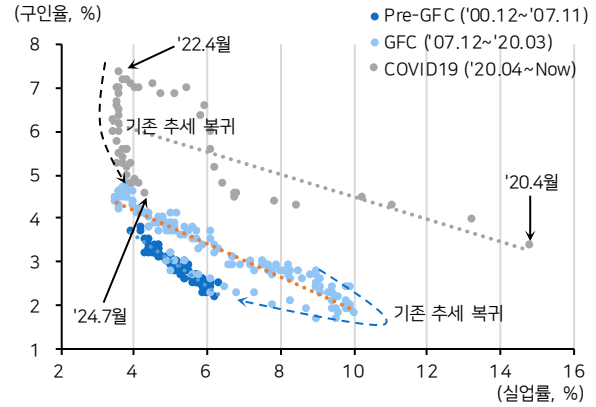
¹ 실업률의 3개월 이동평균치가 기준이기 때문. 9~10월 실업률이 4.1%로 재차 하락할 경우 Sahm Rule 기준은 탈피. 단,코로나19 이전 베버리지 곡선으로 복귀하였다는 시각이라면 가능성은 제한적일 수 있음

그림8 Sahm Rule 기준과 미국 리세션



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터 계산

그림9 미국 베버리지 곡선



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

표3 미국 실업률: U-1~U-6

(%)	구분	'23.11월	12월	'24.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월
U-1	15주 이상 실업자 / 경제활동인구	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6	1.6
U-2	실업자 중 실직자와 기간제 계약이 만료된 자 / 경제활동인구	1.8	1.8	1.8	1.9	1.8	1.9	1.9	1.9	2.1	2.0
U-3	모든 실업자 / 경제활동인구	3.7	3.7	3.7	3.9	3.8	3.9	4.0	4.1	4.3	4.2
U-4	모든 실업자 + 1) 일할 의지가 있으나 4주 이내에는 구직활동을 하지 않은 자 / 경제활동인구 + 1)	4.0	3.9	3.9	4.1	4.0	4.1	4.2	4.3	4.5	4.4
U-5	모든 실업자 + 2) 일할 의지가 있으며 12개월 이내에는 구직활동을 한 자 / 경제활동인구 + 2)	4.6	4.6	4.6	4.7	4.7	4.8	4.8	4.9	5.1	5.0
U-6	모든 실업자 + 2) + 3) 경제환경을 이유로 파트타임에 종사 중인 자 / 경제활동인구 + 2) + 3)	7.0	7.1	7.2	7.3	7.3	7.4	7.4	7.4	7.8	7.9

자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

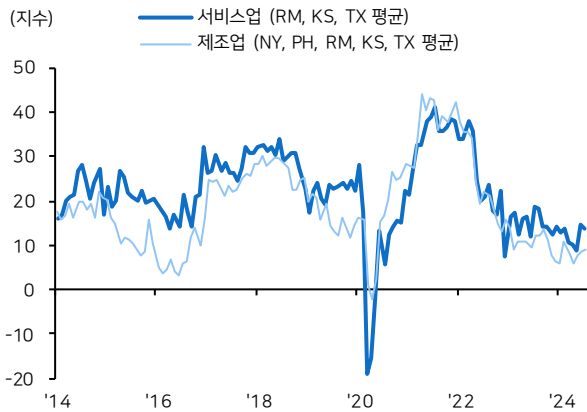
확실한 것 (1): Recession이 아닌 정상화 국면

고용통계를 둘러싸고 논란의 여지가 많지만, 비교적 확실한 것은 다음 두 가지로 보인다: 1) 현재 미국 노동시장 환경이 급랭 혹은 Recession과는 거리가 있다는 점, 그리고 2) 미국 노동시장이 과열 국면에서 벗어나 지속 가능한 정상화 국면으로 이행하는 과정에 있다는 점이다.

노동수요 위축 징후 없음

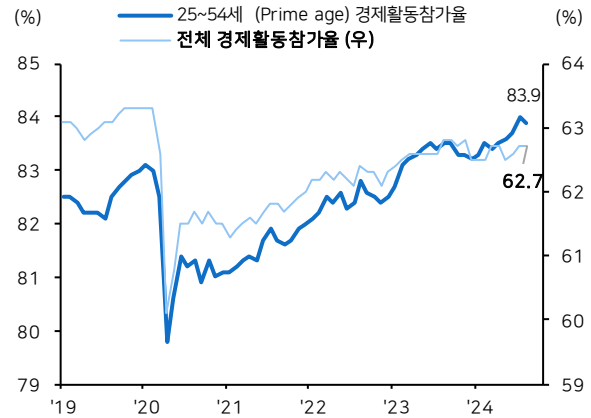
- ① 현재 미국 경제 혹은 노동시장이 급랭하는 과정이라면 노동수요가 급감해야 정상이다. 그러나 지역 연은 서베이에서의 향후 6개월 고용 전망은 서비스업을 중심으로 지탱되고 있다. 중소 자영업자를 대상으로 하는 NFIB의 Hiring Plans 지수도 리세션 진입의 분기점 역할을 해 왔던 10에 연초 근접한 이후 최근월 들어서는 15로 다시 상승했다. 또한 노동시장 급랭기에는 경제활동 참가율이 하락하지만, 지금은 그렇지 않다. 8월의 경제활동 참가율은 62.7%로 전월과 동일하며, Prime-age 참가율이 83.9%로 전월대비 0.1%포인트 낮아진 것을, 55세 이상 참가율 상승(38.3%→38.6%)이 상쇄하였다.

그림10 지역 연은 서베이: 향후 6개월 고용 전망



자료: Regional Fed Surveys, 메리츠증권 리서치센터

그림11 경제활동참가율: 전체 vs Prime age



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

노동시장은 과열에서 정상화 중. 구인건수/실업자 배율은 여전히 1배를 상회

- ② 미국 노동시장은 2차 세계대전 이후 가장 과열인 상태에서 정상화되고 있다. 코로나19 봉쇄에 따른 리세션이 단 2개월 만에 종료되면서 노동수요는 V자형 회복을 했지만, 1) 베이비부머 조기 은퇴, 2) 이민자 유입 제한, 3) 코로나19로 인한 질병/사망 등으로 노동공급은 더디게 회복하였다. 이로 인해 유발된 노동시장 초과수요가 가장 극심했던 때는 2022년 3월로, 약 619만 명의 초과 노동수요가 존재했으며, 구인건수/실업자수 배율도 역사상 최고치인 2.03배에 달했다.

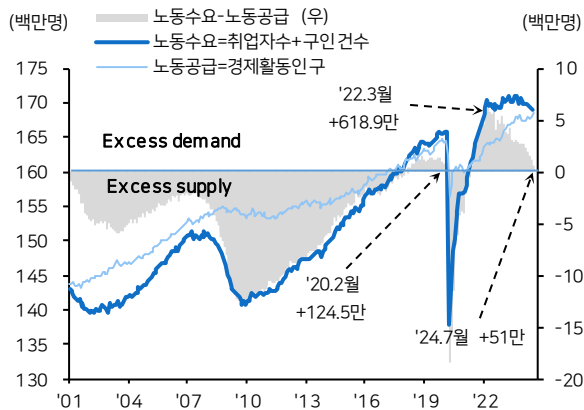
그 이후 단행된 연준의 금리인상은 약 2년에 걸쳐 노동수요를 꺼뜨리는 것까지는 파급효과가 있었던 것으로 보인다. 투자의 주체인 기업은 가계보다는 금리에 민감할 것이기 때문이다. 2024년 7월 기준 노동 초과수요는 51만 명으로 노동 수급 균형에 근접하였고, 구인건수를 실업자수로 나눈 배율도 1.07배까지 하락했다.

극심한 과열에서 정상화로 가는 방향은 우하향이며, 경기가 둔화되어 가는 과정일 수 있다. 경기둔화의 끝이 언제나 후퇴(침체)라 단정지을 수는 없다. 더욱이, 노동 시장 과열이 완화되어 현재 우리가 보고 있는 구인건수/실업자수 배율은 1.07배로, 노동수급 균형에 해당하는 1배를 넘고 있다. 동 배율의 역사적 평균은 0.69배이며 1950년대 이후 1배를 넘은 사례는 손에 꼽을 정도이다. 따라서 1배 하회도 점진적이기만 하다면 문제될 것이 없다는 생각이다.

1953년, 1969년과 지금이 다른 이유는 미국 정부가 확장 재정의 강화를 도모하고 있기 때문이다

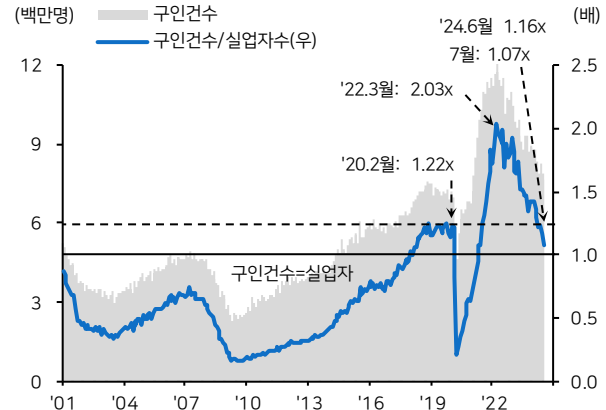
리세션 가능성을 옹호하는 진영에서는, 과거 구인건수/실업자수 배율이 1배를 크게 상회한 이후 여김 없이 리세션이 찾아오며 노동수급이 급격히 악화되었다는 주장을 펼 수 있다. 여기에 해당되는 구간은 1953년과 1969년으로, 각각 한국전쟁(1950~53)과 베트남 전쟁(1955~1975, 미군 국경철수는 1969년~)으로 인한 노동공급 부족으로 노동수급이 타이트했던 시기였다. 그리고 뒤이어 찾아온 리세션은 금리인상(50~75bp)보다는 재정긴축(한국전쟁 직후: 지출 축소, 1969년: 세금 인상)에 따른 것이었다. 현재 미국이 재정건전화보다 오히려 적자 확대를 도모하고 있다는 점이 당시와 지금과의 결정적인 차이점이다.

그림12 미국 노동 초과수요 및 초과 공급



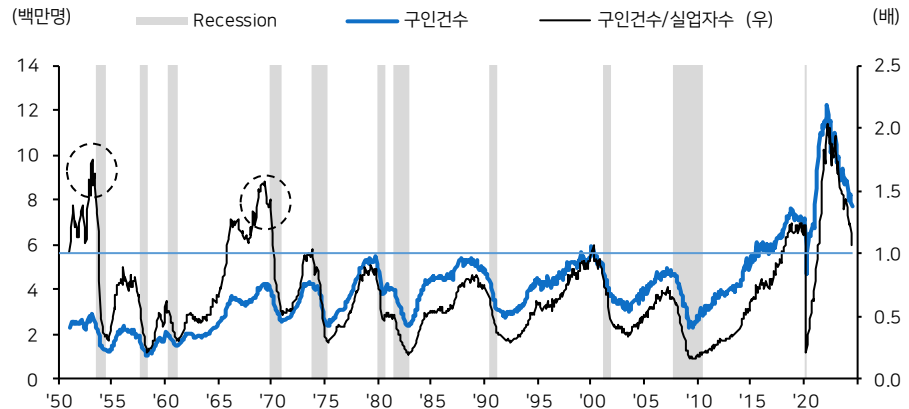
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국 구인건수 및 실업자수 대비 배율



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림14 1950년 이후 미국 구인건수와 실업자수 대비 배율



자료: US BLS, Blanchard et al, "Bad news for the Fed from the Beveridge Space(2022)", 메리츠증권 리서치센터

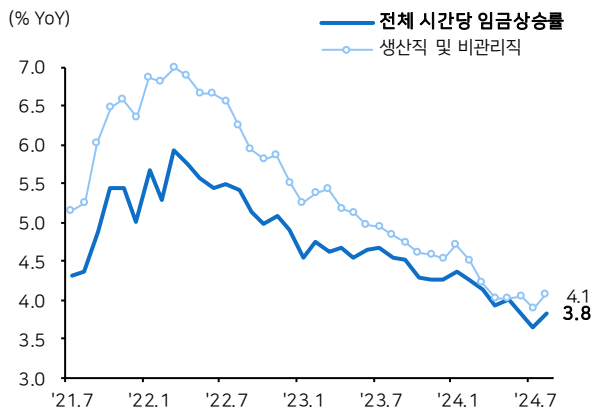
광범위한 임금 상승률 둔화
연준이 노동시장 신경 써도 되는
환경

확실한 것 (2): 연준의 Pivot-to-labor market 가능한 구간

미국 노동시장의 과열이 완화되는 과정에서 임금 상승률이 낮아지며 인플레이 압력을 덜고 있다는 점도 또 다른 확실한 분야이다. 8월 시간당 임금상승률이 3.8%로 높아졌지만, 이는 물가목표 2%에 2000년 이후 연평균 노동생산성 증가율 1.9%의 합보다 작은 값이다. 임금 상승률의 둔화는 비단 시간당 임금에 그치지 않고, 고용비용 지수와 단위 노동비용, 그리고 패널 데이터 성격의 Atlanta Fed Wage Growth Tracker(이하 Wage growth tracker)에까지 광범위하게 나타나고 있다.

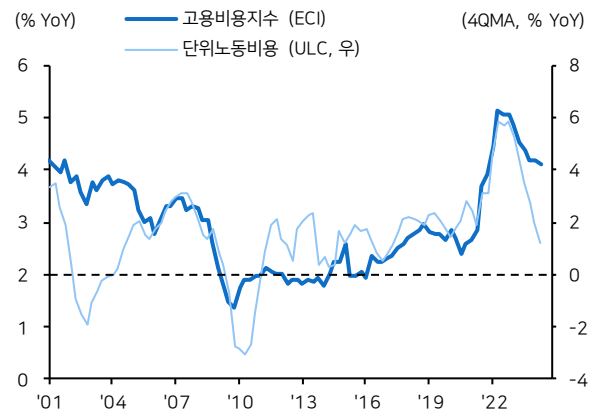
특히 2001년 이후 실업률보다는 실업자/구인건수 비율이 Wage growth tracker의 유의미한 선행지표 역할을 해 왔다는 점은 패널 데이터 기준 임금 상승률 역시 상당 기간 우하향할 가능성이 높음을 시사한다. 지금까지 연준이 인플레이션 위험만을 고려해 왔다면 앞으로는 노동시장의 하방 위험을 고려해도 되는 환경으로 진화했다는 것이다.

그림15 미국 시간당 임금상승률: 전체 vs 생산직



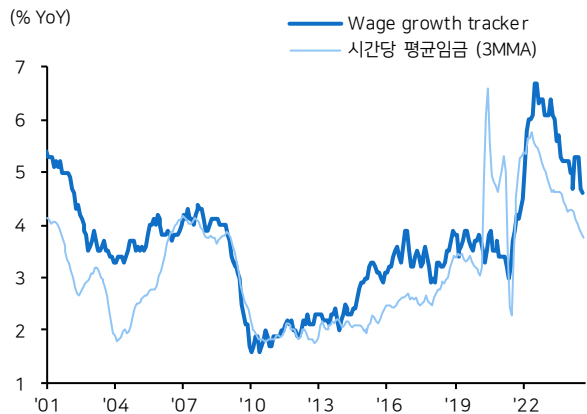
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림16 미국 고용비용지수와 단위노동비용: 증가세 둔화



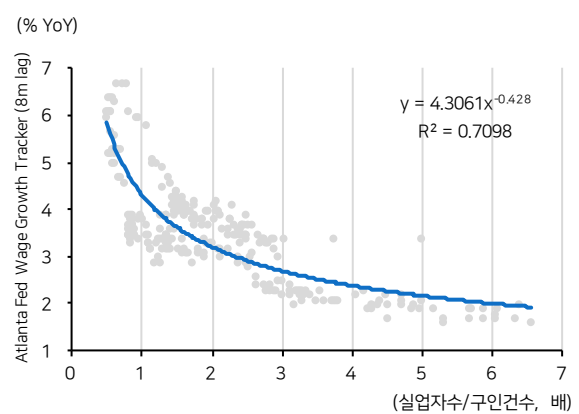
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림17 미국 시간당 임금 상승률과 Wage growth tracker



자료: US BLS, Atlanta Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림18 미국 실업자수/구인건수 vs Wage growth tracker



주: 2001년 이후 값임

자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터 추정

9월 FOMC Preview

금융시장의 관심이 일제히 물가보다는 경기와 노동시장으로 이동한 만큼, 이번 주에 발표되는 인플레이션 지표 영향은 크지 않을 것으로 본다. 따라서 8월 고용을 9월 FOMC 금리결정 직전의 마지막 성적표로 간주해도 무방하다는 생각이다.

9월은 25bp 인하 기정 사실화

8월 비농업 취업자수 증가폭이 14.2만 명으로 확대되었고, 실업률(4.2%)도 자연 실업률을 밑도는 상태이다. 모멘텀은 둔화 중이나 절대적인 잣대에서 노동시장은 확장 중이며 견고한 편이다. 9월 FOMC에서는 25bp 인하가 확실시된다.

25bp 금리인하와 더불어 앞으로의 가이드언스도 중요하다. 우리는 연준의 물가전망이 지난 3월 제시했던 궤적인 Core PCE 물가상승률 기준 4Q24 2.6%, 4Q25 2.2%, 4Q26 2.0%로 회귀할 것으로 본다. FOMC 참여자들이 이 당시했던 생각은 1) 미국의 경기확장이 이어지고 2) 실업률이 4.0~4.1% 내외에 머무는 가운데 3) Core PCE 물가상승률이 4분기 2.6%에 수렴하는 경로라면 연내 3차례 인하가 "적절"하다는 것이었다. 당시는 분기별 1회 정도의 속도를 염두에 두었을 것이다.

2024년 점도표 중위수 4.6% (75bp 인하), 25년 3.6% 예상

우리는 9월 FOMC에서 9, 11, 12월 각 25bp 인하의 적절성을 주장하는 점들이 중심에 있을 것으로 보며, 2025년과 2026년의 경우 각각 100bp와 50bp 인하 주장이 중위수가 될 것으로 예상한다(2024~26년 말 4.6%~3.6%~3.1%). 3월과 지금의 차이는, 경기확장과 물가안정 속에서 노동시장 하방 위험에 대한 우려가 가중되었다는 것이다. 2024~25년 4분기 실업률 전망은 4.3%와 4.5% 내외로 높아질 것으로 예상한다.

4월 이후 당사의 3회 인하 근거는 물가안정과 소비 부진이었다. 반면 현재까지 소비는 잘 지탱되고 있는 대신 노동시장 불안 위험이 커졌다. 따라서 같은 예방적 인하의 성격이지만 지금으로서는 노동시장에 대응하기 위한 예방적 인하의 필요성이 커진 것으로 이해한다.

선물시장의 기대는 다소 과도해 보임. 리세션 아니기에 Big cut 가능성은 제한적임

8월 고용동향 발표 이후 선물시장은 고용 데이터를 실망스럽게 받아 들이면서 연내 115bp 인하를(지난 주말 100bp), 내년 상반기 말까지 224bp 인하를 반영하고 있다. 9월이 아니더라도 11~12월과 내년 1분기 중에는 50bp 인하에 해당하는 Big cut 가능성이 크다는 의미이다. 또한 선물시장은 연준이 유럽중앙은행보다 더욱 공격적으로 금리를 인하할 가능성까지 반영하면서 중기적 약달러 근거로도 삼고 있는 모습이다.

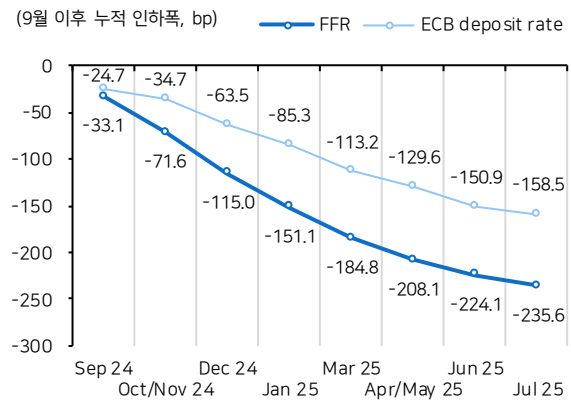
우리는 미국 경제의 연착륙 가능성을 높게 보며, 노동시장도 점진적으로 cool-down 되면서 리세션과는 거리가 있는 상태를 유지할 것으로 예상한다. 시장에 반영되어 있는 Big cut과 연준이 ECB보다 적극적 인하로 임할 수 있다는 기대가 다소 과도하다고 본다. 펀더멘털을 고려하면 금리 하락과 약달러는 되돌려질 필요가 있으며, 9월 FOMC에서의 점도표와 파월 의장의 가이드언스 제시에 따라 기대 조정의 정도가 결정될 것이다.

표4 Summary of Economic Projections (Median)

(%)		2024	2025	2026	장기
6월	GDP (4Q/4Q)	2.1	2.0	2.0	1.8
	실업률 (4Q)	4.0	4.2	4.1	4.2
	PCE물가	2.6	2.3	2.0	2.0
	Core PCE물가	2.8	2.3	2.0	-
	FFR (4Q)	5.1	4.1	3.1	2.8
3월	GDP (4Q/4Q)	2.1	2.0	2.0	1.8
	실업률 (4Q)	4.0	4.1	4.0	4.1
	PCE물가	2.4	2.2	2.0	2.0
	Core PCE물가	2.6	2.2	2.0	-
	FFR (4Q)	4.6	3.9	3.1	2.6

자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림19 선물시장에 반영된 Fed, ECB 금리인하 기대



자료: 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생 할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.