



Fixed Income

Compliance Notice

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 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.



Analyst 김성훈 sanghun.kim@hanafn.com
RA 허성우 deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 10월 7일 | Global Asset Research

BondView

Buy Call

9월 고용보고서: 기업/가계 서베이 모두 호조

미국의 9월 고용보고서는 시장참여자들의 노동시장 냉각 우려 및 빅 컷 전망을 크게 벗어나는 서프라이즈를 기록했다. 우선 비농업 취업자수는 전월대비 25.4만명 증가해 컨센서스인 15만 명을 큰 폭 상회했다. 또한, 컨센서스 상단인 22만명보다도 높은 수준을 기록했다. 이에 올해 3월 (+31만명) 이후 최고치를 경신했다. 더불어 직전 2개월 수치도 7.2만명 상향조정 됐다.

노동시장의 BEP로 여겨지는 10만명과는 여전히 갭이 크며, 3개월 (+18.6만명)과 6개월 (+16.7만명) 이동평균 역시 BEP와의 거리가 아직 상당하다.

섹터별로 보면 민간 부문에서의 뚜렷한 일자리 창출을 확인할 수 있다. 정부와 교육/헬스케어 부문을 제외한 취업자수가 17.8만명을 기록했는데 이는 작년 5월 이후 가장 많다. 화이트칼라 업종 3개 부문도 모두 전월대비 취업자수가 증가했다.

고임금 업종의 일자리 창출 둔화 추세가 그치자 시간당 임금 상승률도 컨센서스를 상회했다. 전월대비로는 0.4% 증가했는데 직전 8월 수치가 올해 1월 이후 최고치인 0.5%로 상향조정 됐다. 전년비로는 4.0% 증가하면서 2개월 연속 반등 흐름을 이어갔다. 참고로 8월 초, 삼월에 처음 부합하며 경기침체 우려가 극대화 됐던 7월 고용보고서에서 화이트칼라 업종 3개 부문은 모두 전월대비 취업자수가 감소한 바 있다.

기업 대상 서베이와 자주 괴리를 나타냈던 가계 대상 서베이 또한 전월대비 43만명 증가하며 9월 고용지표 호조에 대한 시장의 의구심을 해소시켰다. 이에 실업률은 올해 6월의 4.1%로 재차 하락했으며, 삼률은 0.57%p에서 0.50%p로 감소했다. 특히 경제활동참가율이 62.7%로 유지되면서 실업률이 하락했다는 점은 고무적이다.

또한, 광의 실업률 (U6)도 작년 11월 이후 처음으로 하락했는데 (7.9% → 7.7%), 파트타임 취업자수가 전월대비 21.9만명 감소한 영향이 크게 미쳤다. 파트타임 일자리의 전월비 감소는 3개월 만에 처음 있는 일이다.

9월 고용보고서 서프라이즈는 유의미하다. 8월 초 주가 급락을 주도하고 9월 FOMC에서 빅 컷을 견인한 핵심 배경이 바로 미 고용시장 냉각 우려였기 때문이다. 하지만 9월 고용보고서 호조로 11월 FOMC에서 50bp 인하 확률은 삭제됐고, 오히려 동결 확률이 6.6%로 상승했다. 연말까지 9월 점도표 중간값처럼 총 100bp (9월 포함) 인하 확률도 70.4%로 가장 높게 형성됐다. 미국의 Citi Economic Surprise Index도 (+) 영역을 회복하면서 올해 4월 말 이후 최고치 까지 상승했다.

주지하다시피 9월 점도표에서 9명의 위원이 남은 2차례 회의에서 동결 또는 25bp 인하에 점 을 찍었고, 중간값을 결정하는 10번째 위원부터 추가 50bp 인하에 점을 찍었다. 즉, 1명 차이 로 올해 및 4년 동안의 인하 총 횟수가 같린 것이다. 3월과 6월에 이어 9월에도 인하 총량은 9회로 유지 될 수 있었다는 뜻이다.

장기 국채 금리: 매력적인 수준까지 상승

NABE 행사에서 파월의 빅 컷 배제 시사 발언과 함께 미국의 고용시장을 포함한 경기 체력이 여전히 견조함을 확인하면서 인하 기대도 큰 폭 조정 받았다. 이에 미국채 2년물 금리는 당일 20bp 넘게 급등했고, 10년물 금리도 10bp를 웃도는 상승 폭을 기록했다.

하나증권은 [인하기 총정리 자료](#)를 통해 연준의 4회 인하를 (100bp) 반영한 미국채 10년 금리 하단을 3.72%로 제시했다. 그리고 25bp 인하당 미국채 10년물 민감도인 -30.3bp를 적용하면 3회 인하를 반영한 레벨은 4.02%로 추산된다.

즉, 미국채 10년물의 지난주 종가인 3.96%는 연말까지 3회 인하 레벨에 더 가까워졌다. 기술적으로 4%를 일시 상회할 수 있겠지만 현 레벨에서 3.7% 초반까지 최소 25bp 트레이딩 룰이 생겼다는 점은 장기채 투자에 있어 상당히 매력적이라고 판단한다.

단, 미국채 2/10년 장단기 커브는 하나증권이 1차 타겟으로 제시한 +20bp를 상회한 이후 +4bp 수준까지 빠르게 축소됐다. 하지만 장기채 금리가 4차례 인하 레벨 (3.7% 초반)을 다시 터치할 경우 장단기 커브는 재차 스프레드 전환될 것을 전망한다. 그 전까지는 장기채를 통한 듀레이션 전략을 최우선으로 제시한다.

고용시장이 호조를 보였지만 그 이면을 살펴보면 향후 연준의 금리 인하는 점진적으로 지속될 가능성이 높다. 우선 가계 대상 서베이에서 정부 일자리가 사상 최고치를 기록했고, 월간 증가 폭 역시 코로나 때를 제외하면 사상 최고치를 경신했기 때문이다.

다음으로 BLS CPS 기준으로 살펴본 9가지 고용 추세 사례에 변화가 발생했다. [과거 침체 때와 고용시장을 비교한 자료](#)를 통해 이번 사이클의 고용 흐름을 지난 3차례 침체 때와 3가지 경우 (EE, NU, UN)에서 차이를 발견할 수 있었는데, 현재 3개에서 2개로 (EE, NU) 줄었기 때문이다.

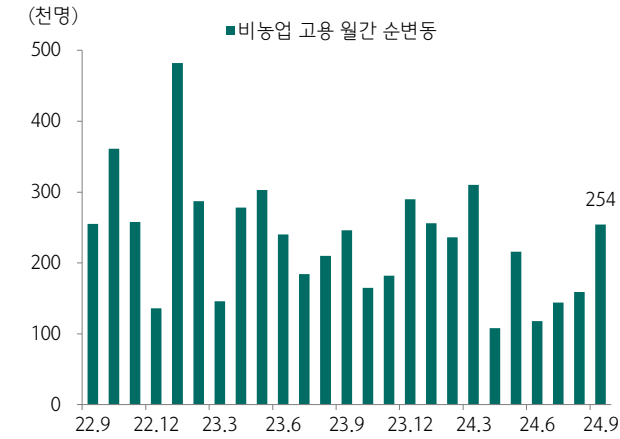
향후 점검 리스트: 유동성

9월 고용보고서가 급격한 베어플래트를 주도했지만 고용보고서 발표 전까지 불플래트를 견인했던 핵심 배경은 QT 종료에 대한 기대감이 있었다. 9월 분기말에 계절성이지만 역레포로의 자금 예치가 급증했고 (4,656억 달러), 법인세 납부로 TGA 잔고도 늘어나면서 (8,234억 달러) 지급 준비금이 QT 종료 또는 금융시장 불안 트리거 레벨로 간주되는 3조 달러 부근 (3.097조달러) 까지 하락했기 때문이다. 참고로 뉴욕 연은은 올해 4월 2023년 OMO 보고서를 통해 QT 종료 시나리오 2가지를 제시했다. 그 기준은 1) 지준 3조 달러와 2) 지준 2.5조 달러이다.

또한, 분기말에 스탠딩레포 (SRF)를 통해 26억 달러 규모의 차입이 발생했다. 이는 2020년 7월 1일 이후 가장 높은 수준이다. 물론 추가 차입은 발생하지 않았고, 그 규모도 2019~20년 대비 상당히 적은 수준이지만 2019년 레포 발작을 대비 하기 위한 정책당국의 움직임을 예의주시할 필요가 있겠다. 왜냐하면 SOFR 초단기 평균 금리가 IORB (4.9%)를 상회하는 현상도 동반됐기 때문이다. 물론 10월 3일 기준으로 평균금리가 4.85%로 9월 27일 이후 다시 IORB 금리 밑으로 내려왔지만 꾸준한 모니터링이 필요하다.

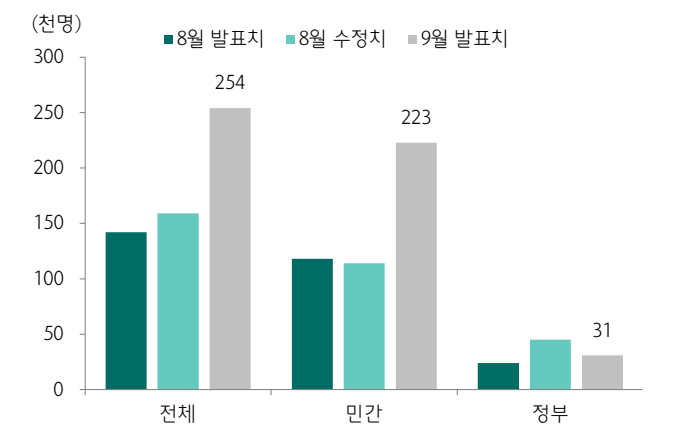
만약 단기자금시장에서 문제가 발생하면 IORB의 기술적 조정을 동반한 추가 금리인하와 QT 종료에 예상보다 앞당겨질 수 있다. 그 외 금리가 급락할 수 있는 시나리오로는 실업률 4.4% 이상으로 급증 또는 비농업 취업자수가 BEP 10만명 하회하는 정도를 꼽아볼 수 있겠다.

도표 1. 비농업 고용, 올해 3월 이후 최고치 경신



자료: Bloomberg, 하나증권

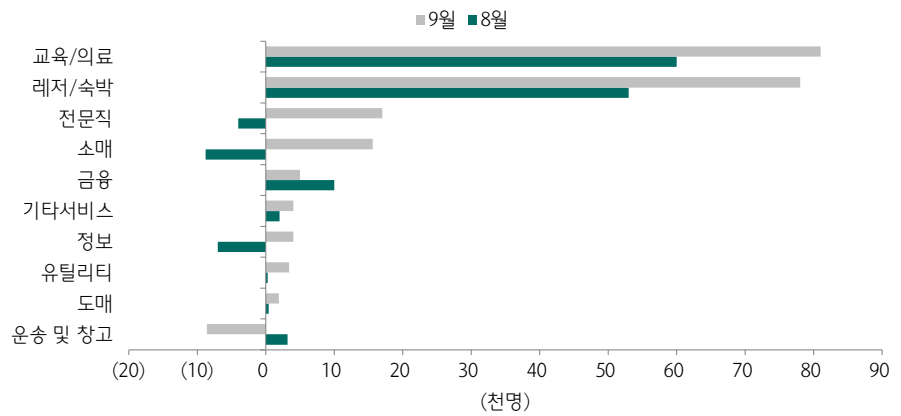
도표 2. 민간 고용을 중심으로 큰 폭으로 증가



자료: Bloomberg, 하나증권

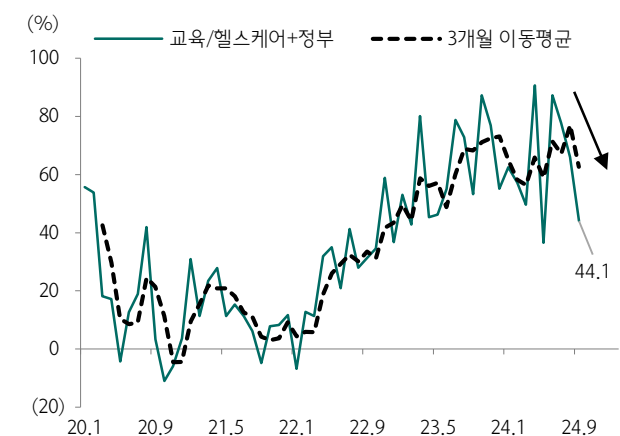
도표 3. 업종별 비농업 고용 월간 변동 (민간 서비스)

비농업 고용 증가는 민간 서비스가
주도. 화이트칼라 업종 3개 (금융,
정보, 전문직)는 올해 3월 이후
처음으로 모두 일자리 증가



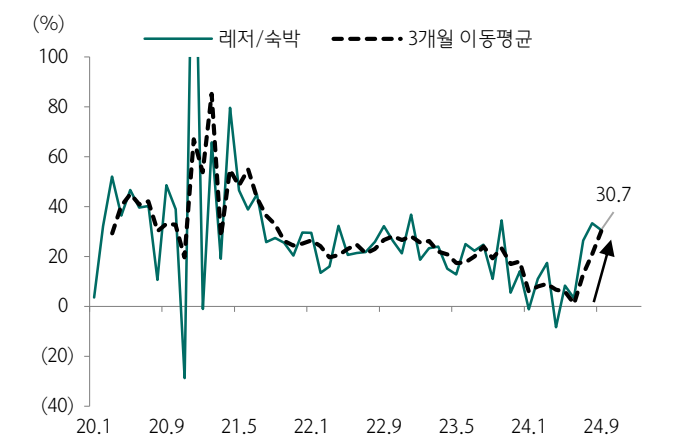
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 또한, 교육/의료 부문의 비중도 급감



자료: Bloomberg, 하나증권

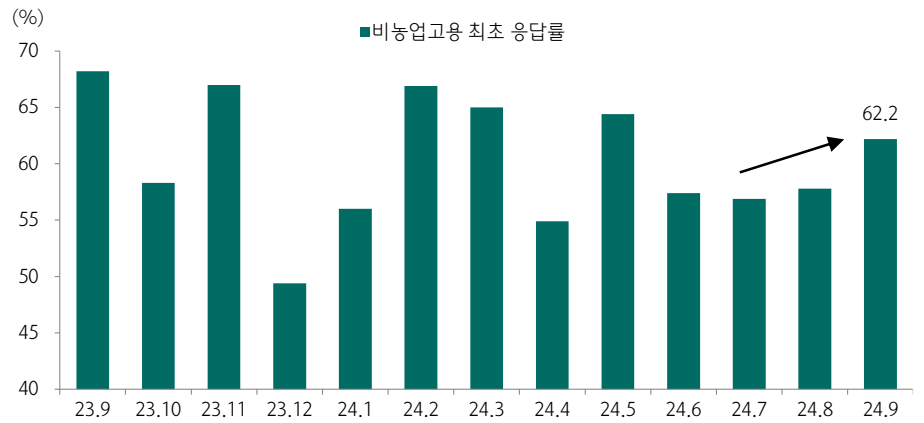
도표 5. 반면, 최근 3개월 간 레저/숙박 신규 고용 비중은 급증



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 더불어 과거 대비로는 여전히 낮지만 9월 비농업 고용 서베이 최초 응답률은 7~8월 대비 상승

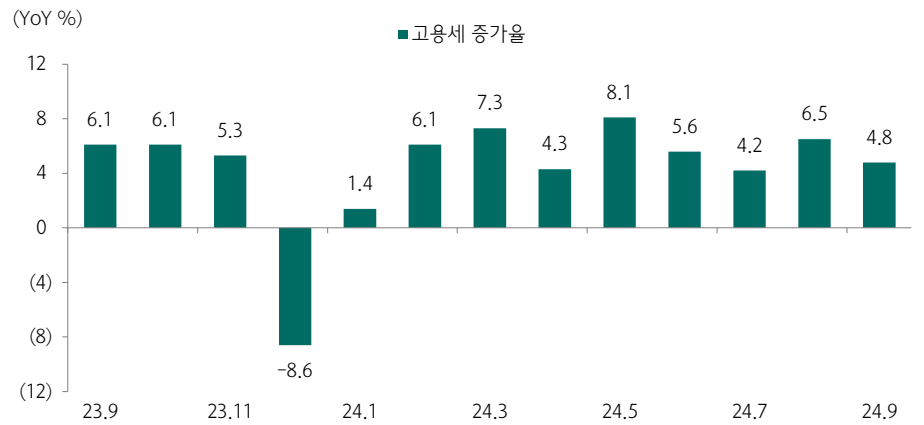
9월 비농업 고용 서베이
최초 응답률은 62.2%.
이는 올해 5월 이후 최고치



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 미국 고용세 전년대비 증가율은 여전히 견조한 수준을 유지 중

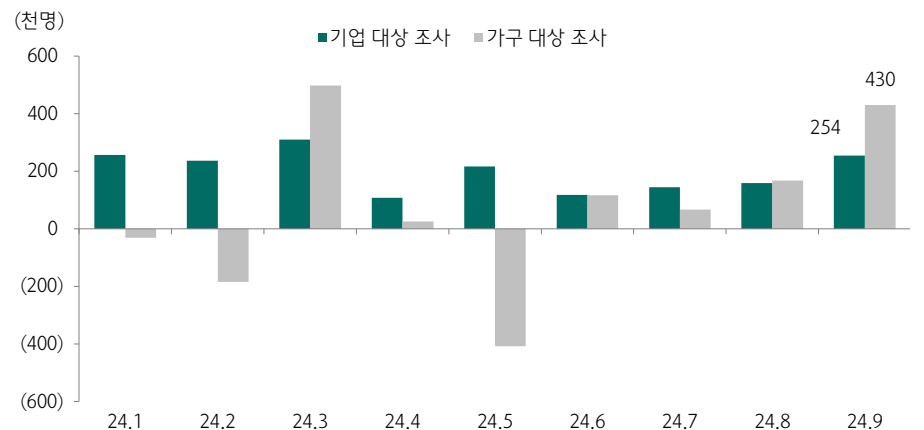
9월 말까지 집계된 고용세 증가율은 4.8%. 단, 현재 4%대 증가율을 기록했던 7월을 반영한 고용지표가 부진했던 것과 상반된 흐름



자료: US Treasury Daily Statements, 하나증권

도표 8. 가구 & 기업 대상 서베이는 6월 이후 견조한 흐름 지속 중

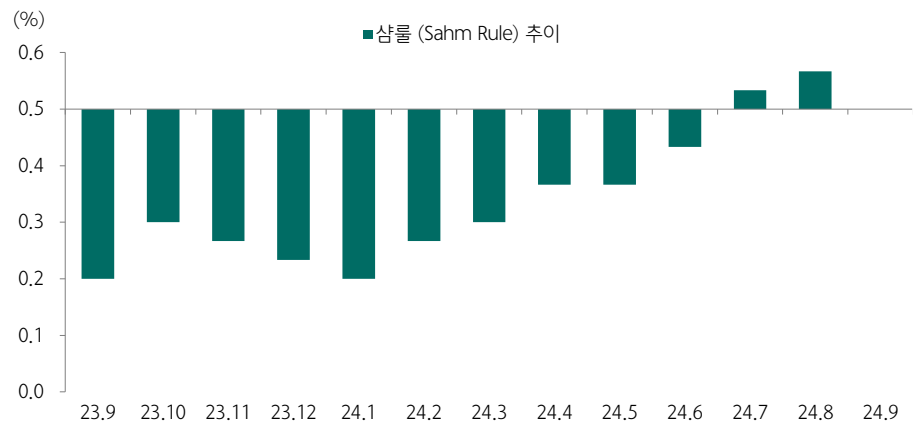
가구 vs 기업 대상 서베이 간 괴리
4개월 연속 해소 흐름 지속



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 9. 9월 실업률도 4.1%까지 재차 하락. 이에 삼률 수치도 0.5%p로 감소 (8월 0.57%)

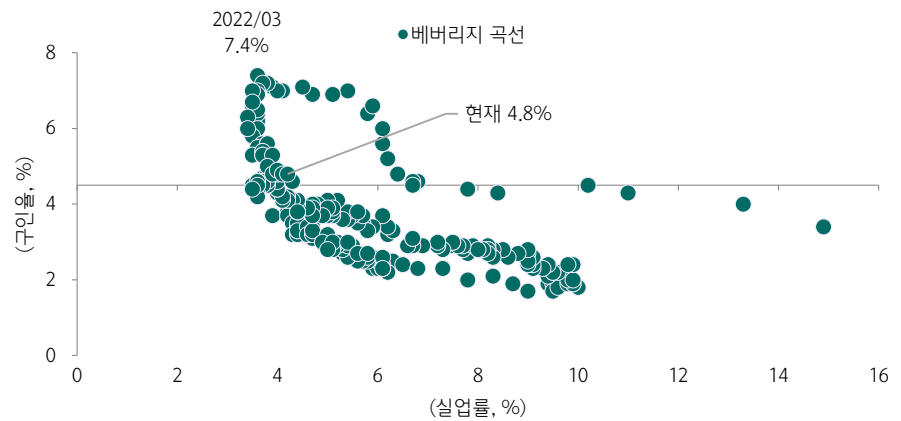
실업률은 가계대상 서베이를 통해 산출. 7월 4.3% 이후 2개월 연속 하락. 참고로 연준은 9월 점도표를 통해 실업률 최고치를 4.4%로 제시



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 10. 베버리지 곡선에서 구인율도 4.8%로 재차 상승 (8월 4.6%)

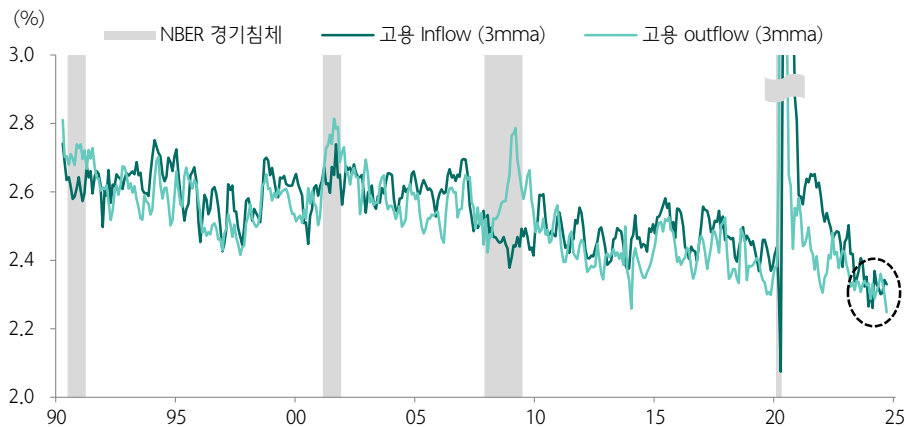
월러 이사가 제시한 실업률 급등 트리거 레벨인 4.5% 대비 격차가 오히려 확대



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 11. 침체 구간 당시 고용 Outflow는 Inflow를 항상 상회

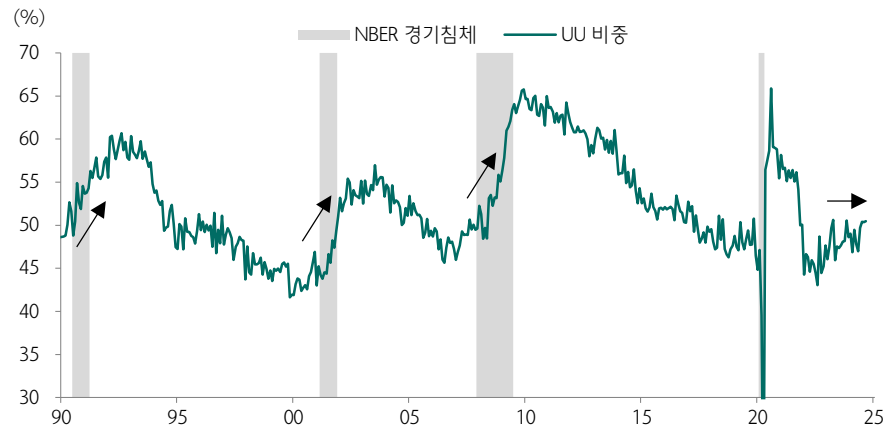
하지만 9월 고용보고서 발표 이후 고용 Outflow 비중은 오히려 축소되면서 Inflow 비중을 하회. 이는 과거 침체 때와 다른 모습



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 12. 침체 구간 당시 연속 실업자 비중 (UU 비중)은 급격하게 상승

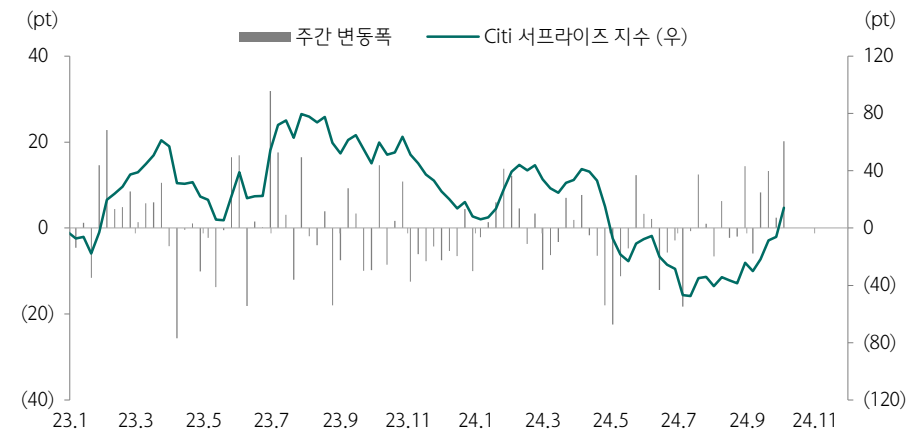
하지만 과거 침체 때와 달리 UU
비중은 현 상태 유지 중



자료: Bloomberg, 하나증권

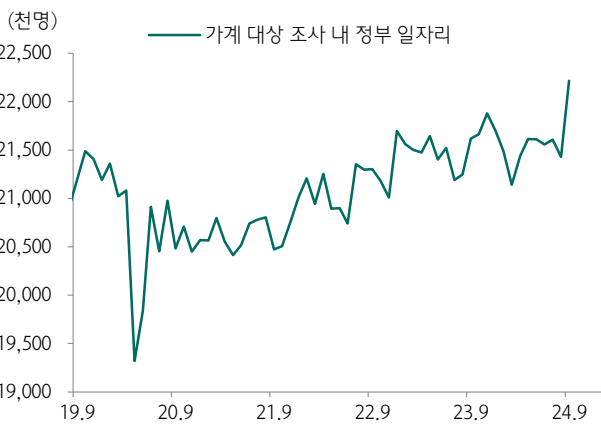
도표 13. 이에 미국의 Citi 경제서프라이즈 지수는 주간 상승 폭 기준 올해 6월 이후 최고치 기록

서프라이즈 지수는 올해 4월 이후
처음으로 (+) 국면 진입. 견조한
경제지표 발표에 힘입어 연착륙
기대감 고조



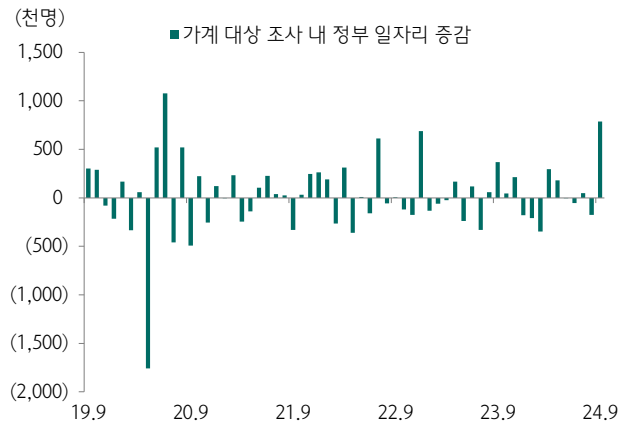
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 14. 단, 고용 호조 이면에는 가게 대상 조사 내 정부 일자리 사상
최고치 기록과



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 15. 월간 증가 폭이 코로나 제외 시 사상 최고치 경신이란 점을
함께 고려할 필요



자료: Bloomberg, 하나증권

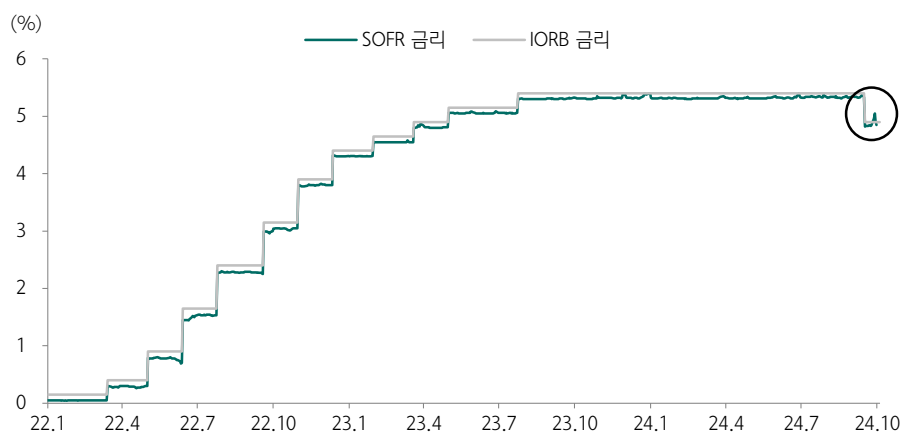
도표 16. 또한, 과거 경기침체와 차이점을 보였던 항목 수가 3개에서 2개로 축소 (UN 삭제)

항목별	1900/07~1991/03	2001/03~2001/11	2007/12~2009/06	2020/02~2020/04	2024/03~
EE	↓	↓	↓	↓	↑
UE	↑	↑	↑	↓	↑
NE	↓	↓	↓	↓	↓
EU	↑	↑	↑	↑	↑
NU	↑	↑	↑	↑	↓
UU	↑	↑	↑	↑	↑
EN	↓	↓	↓	↑	↓
UN	↑	↑	↑	↑	↑
NN	↑	↑	↑	↑	↑

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 17. 그 외 주목할 유동성 지표로는 SOFR와 IORB 금리 추이

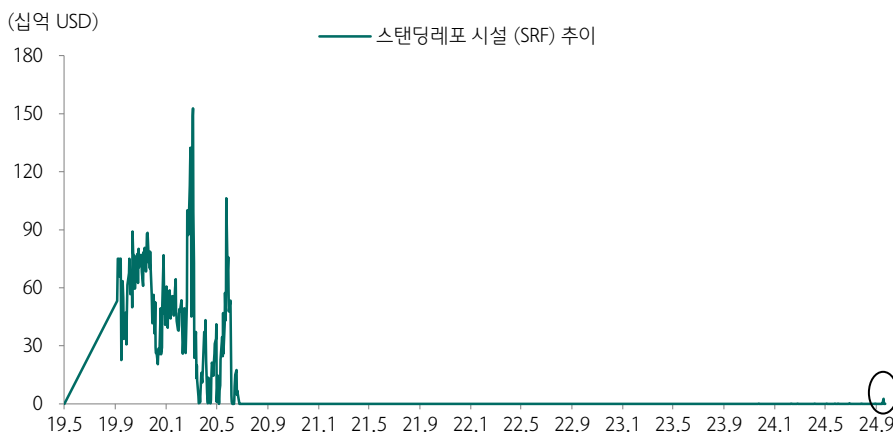
분기말에 SOFR 금리는 IORB
4.9%를 상회



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 18. 이례적인 SRF 활용

스탠딩레포 이용 규모도 2020년
7월 이후 최고치 경신. 물론
2019~20년 대비로는 상당히 적은
수준



자료: Bloomberg, 하나증권

뉴욕 연은은 OMO 보고서를 통해

QT 종료 시나리오 2개를 제시

1) 지준 3조 달러

2) 지준 2.5조 달러

도표 19. 지준 규모도 3.0조 달러 부근까지 급감



자료: Bloomberg, 하나증권