

| 리서치센터 투자전략팀 | 2024년 9월 2일



KIWOOM 투자전략

## 채권 및 매크로 이슈 점검: 금리 상방 리스크가 있다면

채권전략 안예하  
yhahn@kiwoom.com

경제 김유미  
helloym@kiwoom.com



키움증권





## I. 채권: 금리 상방 리스크가 있다면

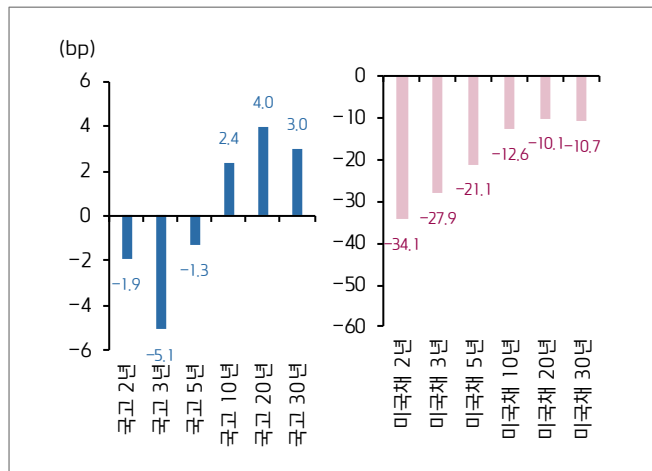
채권전략 안예하  
yhahn@kiwoom.com

## 01.

## 8월 채권시장 리뷰: ①월 초 변동성 확대 후 강세폭 축소

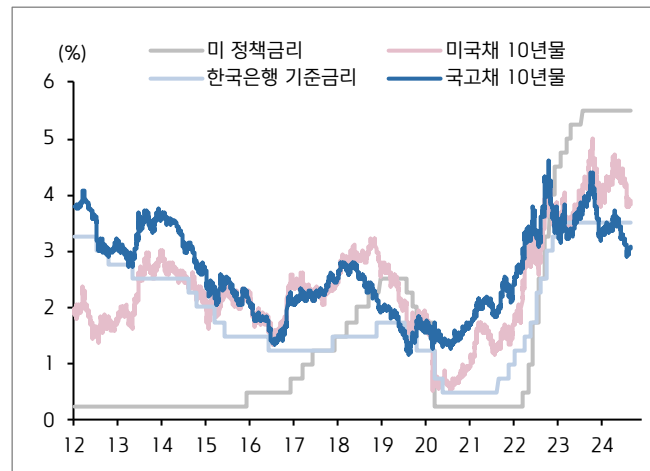
- ▶ 8월 채권시장은 월 초 금융시장 변동성 확대와 함께 강세폭을 확대했다가 이를 축소하는 과정을 밟았음
- 국고채 시장은 월 후반 들어 정부의 2025년 예산안 발표 영향으로 장기채는 보합으로 마감한 가운데, 단기물은 소폭 강세로 마감
  - 미국채 시장 또한 강세폭을 축소하며 마감. 미국채 10년물 금리는 월 초 3.8%를 하회했다가 월 후반 들어서는 3.9% 레벨로 복귀하며 마감

2024년 8월 국고 및 미국채 금리 변동



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

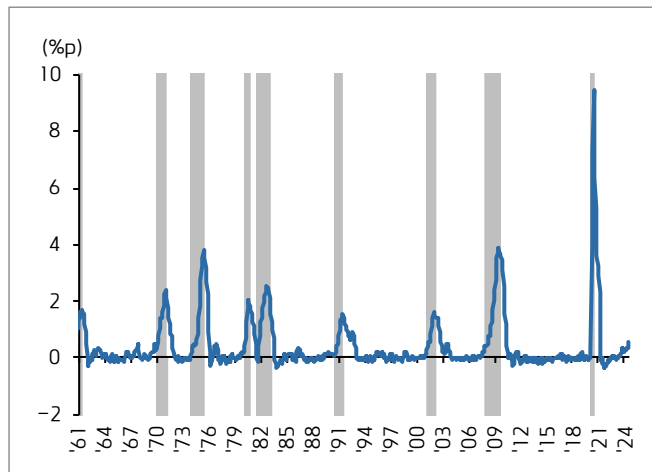
국고 및 미국채 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

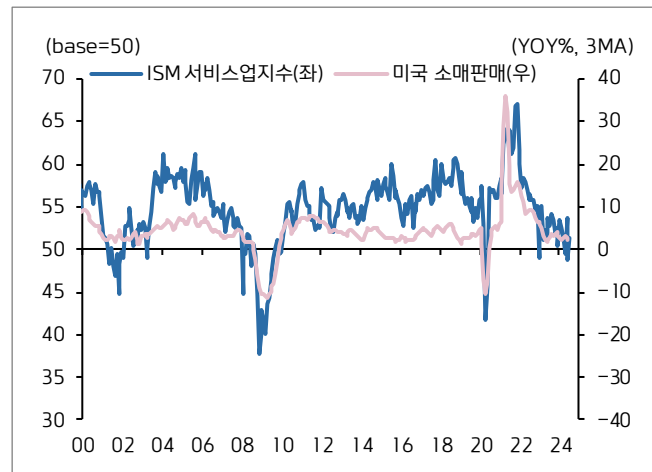
- ▶ 미국 7월 실업률이 4.3%로 올라서면서 미국 경기 침체 리스크가 불거졌으며, 이에 따라 9월 미 연준의 50bp 인하 가능성까지 부각되는 등 금융시장 변동성이 커짐. 미 연준의 금리 인하의 배경이 '보험성 인하'가 아닌 '경기 침체'로 시선이 변화하면서 당초 예상했던 것보다 미 연준의 금리 인하 속도가 가팔라질 가능성이 부각된 것
- ▶ 다만 이후 미 경기 침체 리스크는 다소 과도한 것으로 평가됨. 미국 7월 ISM 서비스업지수가 기준선인 50을 상회하며 여전히 미국 수요가 견조한 것을 확인했으며, 미국 7월 소매판매 또한 시장 예상을 상회했음. 2분기 GDP 성장을 수정치 또한 상향 조정되었음
- ▶ 그럼에도 파월 연준 의장은 8월 잭슨홀 심포지움에서 금리 조정의 시간이 다가왔다고 언급하면서 연준의 금리 인하를 예고했으며 이에 따라 미국채 금리 10년물은 7월 4% 수준에서 3% 후반 선으로 레벨 다운

Sahm's rule



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국 ISM 서비스업과 소매판매 추이



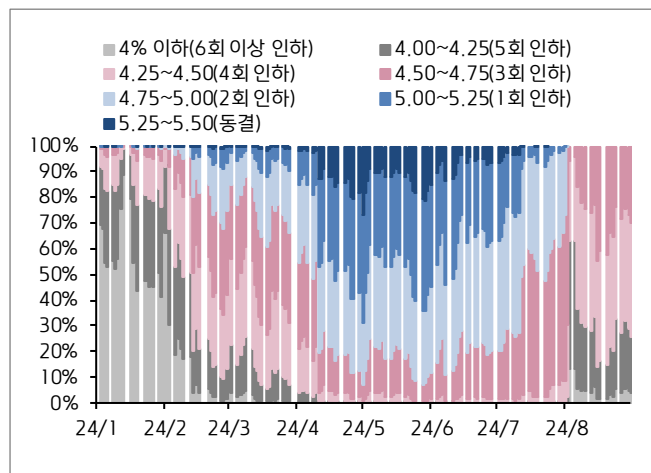
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

## 03.

## 9월 채권시장 전망: 인하 기대 선반영에도 제한적 강세 지속

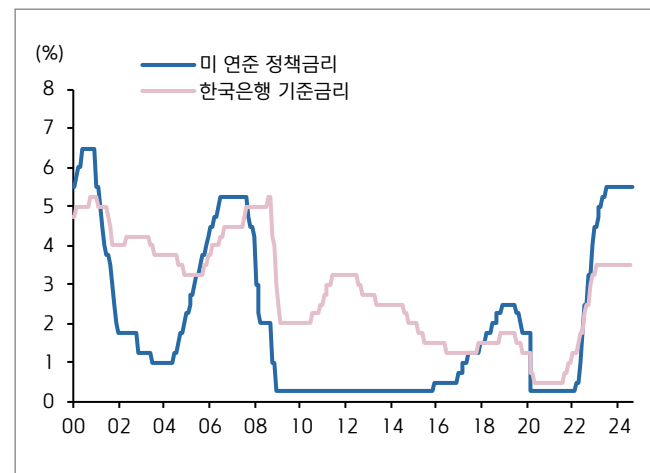
- ▶ 9월 채권시장, 제한적 강세 흐름 지속 예상. 금리 인하 기대가 선반영되어왔다는 점에서 금리 인하 단행 이후 조정될 우려도 남아 있으나, 미 연준의 9월 FOMC 첫 인하 단행 이후 인하 경로에 대한 불확실성, 경기 침체 관련 경계감 등은 매수 심리를 유지시킬 것으로 예상하기 때문
- ▶ 9월 채권시장에서의 주요 이벤트는 9월 초 고용보고서 및 9월 FOMC가 있으며, 10월 금통위를 앞둔 정부의 부동산 관련 정책 효과 또한 점검해야 함
  - 한국은행 인사들의 매파적인 발언이 이어지고 있어 9월 FOMC 미 연준의 금리 인하에도 불구하고 정부의 정책 효과를 확인하기 어렵다면 한국은행의 금리 인하 시점이 뒤로 미뤄질 리스크가 있음

2024년 12월 미 연준 정책금리 수준 전망 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

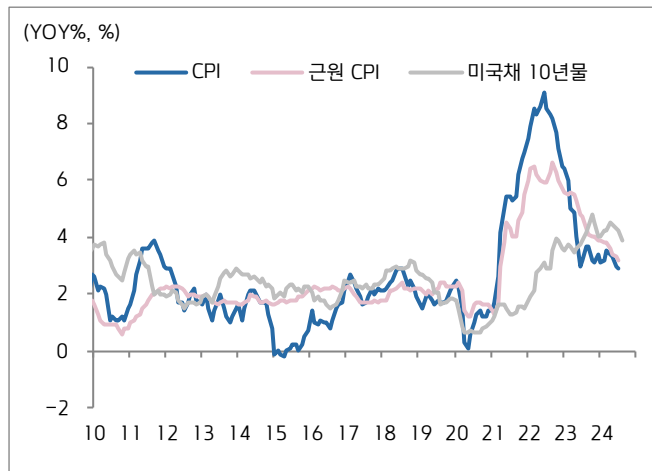
한미 정책금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

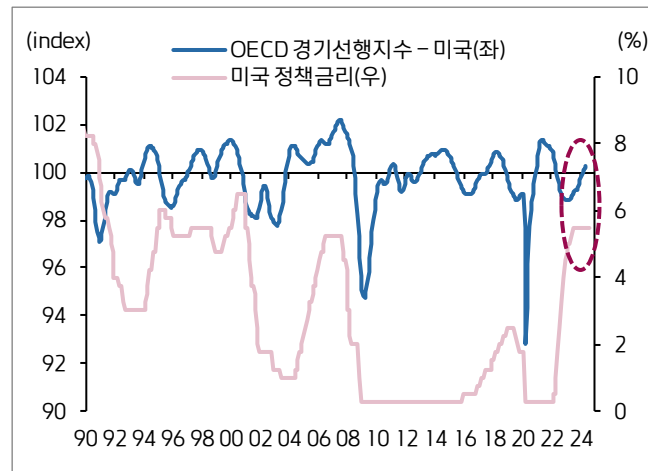
- ▶ 미 연준 9월 FOMC에서 정책금리 5.25~5.50%를 5.00~5.25%로 25bp 인하 전망.  
2020년 코로나 위기로 인한 금리 인하 이후 4년여 만의 첫 금리 인하 단행으로, 미 연준은 그간의 고금리 정책을 일부 완화시킬 것으로 예상  
- 경기 침체 리스크가 불거지는 가운데, 미국 물가 또한 둔화되면서 실질 금리를 낮춰 경기 연착륙을 이끌어내기 위한 정책금리 인하 단행 예상
- ▶ 미 연준의 금리 인하 속도에 대한 논란이 높은 가운데, 경기선행지수상 확장세를 보이고 있는 점은 미 연준의 보험성 금리 인하를 지지하는 요인. 즉, 미 연준의 금리 인하폭은 가파르지 않으며, 연내 3차례, 2025년 중 두차례 수준에 그칠 전망

미국 소비자물가 상승률과 미 연준 정책금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

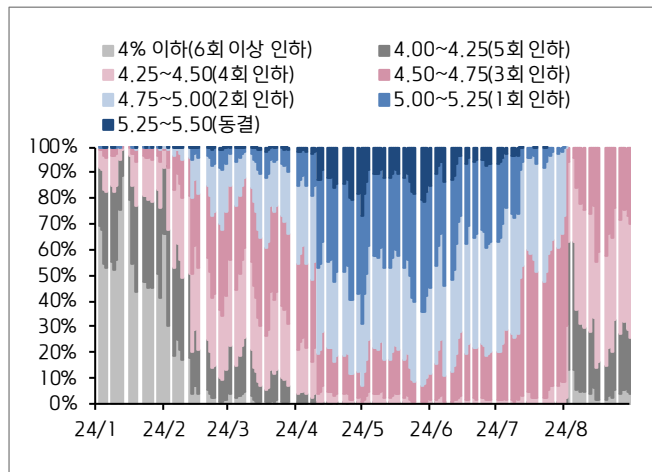
미국 OECD 경기 선행지수와 정책금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

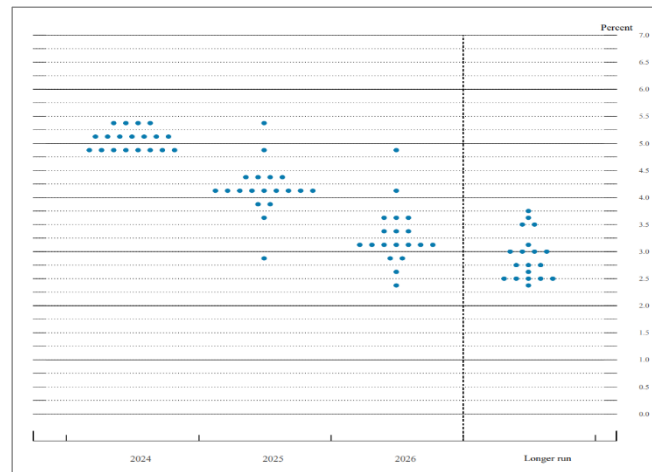
- ▶ 9월 FOMC의 관전 포인트는 최근까지 형성되고 있는 미 연준의 연말까지의 100bp 인하 기대가 약화되는지 여부임. 이는 적어도 연내 1회 정도는 50bp 인하가 단행될 수 있다는 것을 의미하고 있는 것.  
이와 같은 기대가 변화하기 위해서는 미 연준의 점도표 수정이 중요한 역할을 하게 될 것
- ▶ 미 연준은 6월 점도표를 통해 연내 1회 정도의 인하로 중간값이 설정되었던 가운데, 인하하더라도 최대 2회 정도로 연준 위원들은 제시한 바 있음. 이번 9월에는 실업률 상승과 함께 경기 침체 우려가 높아진만큼 인하 횟수 중간값이 3회 수준으로 확대될 것으로 예상
  - 그 가운데 점도표 상에서 점이 4.5% 밑으로 찍히는 위원의 수가 금리 방향에 중요한 역할을 할 것으로 예상.  
절대 다수가 아니더라도 일부 위원들이 연내 4회 이상의 금리 인하 횟수에 표를 던진다면, 50bp 인하 기대가 유지되면서 시장금리 하방 압력을 높일 것임

2024년 12월 미 연준 정책금리 수준 전망 추이



자료: CME Fedwatch, 키움증권 리서치센터.

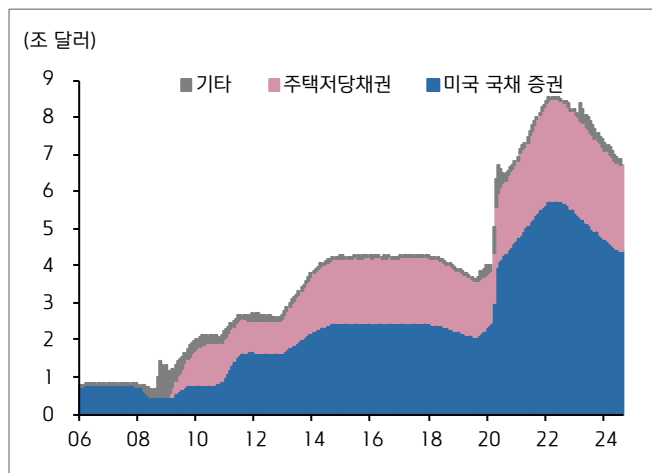
미 연준 6월 FOMC 점도표



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터.

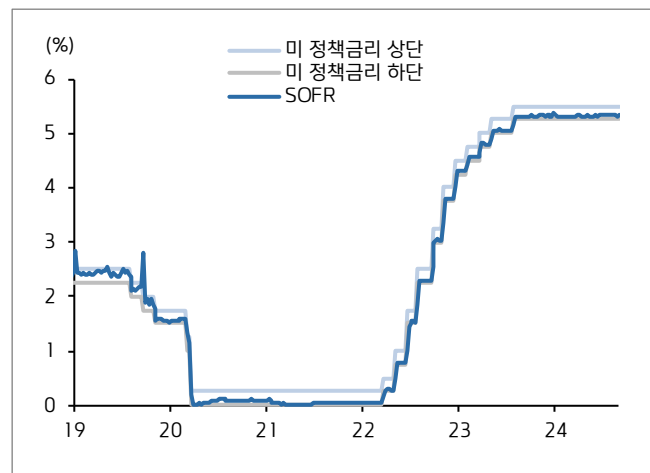
- ▶ 미 연준은 2022년 중 양적긴축(QT, Quantitative Tapering)을 진행해 왔으며, 매월 미국채 최대 600억 달러 규모로 진행해오다 지난 5월부터 그 규모를 250억 달러로 축소했음. 이와 같은 결정에는 여러 요인이 꼽혔던 가운데, 유동성이 낮아진 미국채에 대해 리스크를 낮추고자 했던 결정이었던 것으로 평가됨
- ▶ 단기구간의 금리는 안정적으로 유지되며 단기자금시장의 긴축 우려는 상대적으로 낮은 것으로 나타남. 다만 미 연준의 금리 인하와 QT 지속은 정책 효과를 반감시킬 수 있다는 점에서, 장기금리를 하향 안정화 시키기 위해서 QT 중단에 대한 논의가 나올 수 있다고 판단함
  - 특히 경기 침체 우려가 불거질 경우 QT 중단까지 나아갈 수 있는 옵션으로 남겨둘 것. 지금 당장 침체 리스크는 낮다는 점에서 QT 중단 논의가 본격화되지는 않을 것으로 판단하나, QT 중단 논의 진행 시 장기금리 하방 요인으로 작용할 전망

미 연준 대차대조표 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국 SOFR 금리 추이

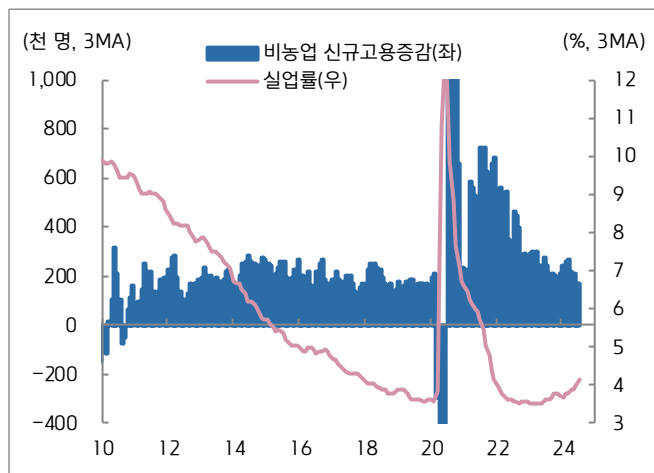


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.



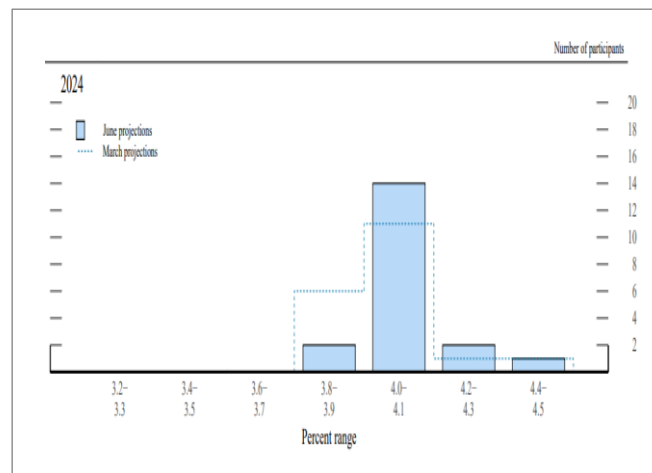
- ▶ 예상보다 강세폭이 확대될 리스크는 결국 고용시장임. 미 연준은 제시했던 지난 6월 실업률 전망치 중간값은 4.0%였으며, 4.2% 이상으로 전망치를 제시했던 위원은 3명에 불과했음. 7월 중 4.3%로 높아진 실업률이 하반기 중 추가 상향 조정될 경우 미국 경기 침체 우려 속 미 연준의 금리 인하 속도가 가팔라지면서 미국채 금리 하방 압력이 강화될 전망
- ▶ 9월 1일 현재 8월 실업률 컨센서스는 4.2%로 형성되어 미국 고용시장이 추가적으로 악화될 가능성을 낮게 평가하고 있음. 예상 수준의 실업률은 결국 경기 침체 우려를 낮추며 미 연준의 25bp 인하 기대를 높이고, 연내 100bp 인하 기대를 낮추어 미국채 금리에는 상방 요인이 될 전망. 고용이 견조하더라도 미 연준은 물가 둔화 등에 맞춰 점진적인 금리 인하에 나설 것으로 예상하는만큼, 금리 반등 폭은 제한적인 수준에 그치며 반등 시 매수 유인 높아져 금리 상방 압력 높지 않을 전망

미국 실업률과 신규 고용 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

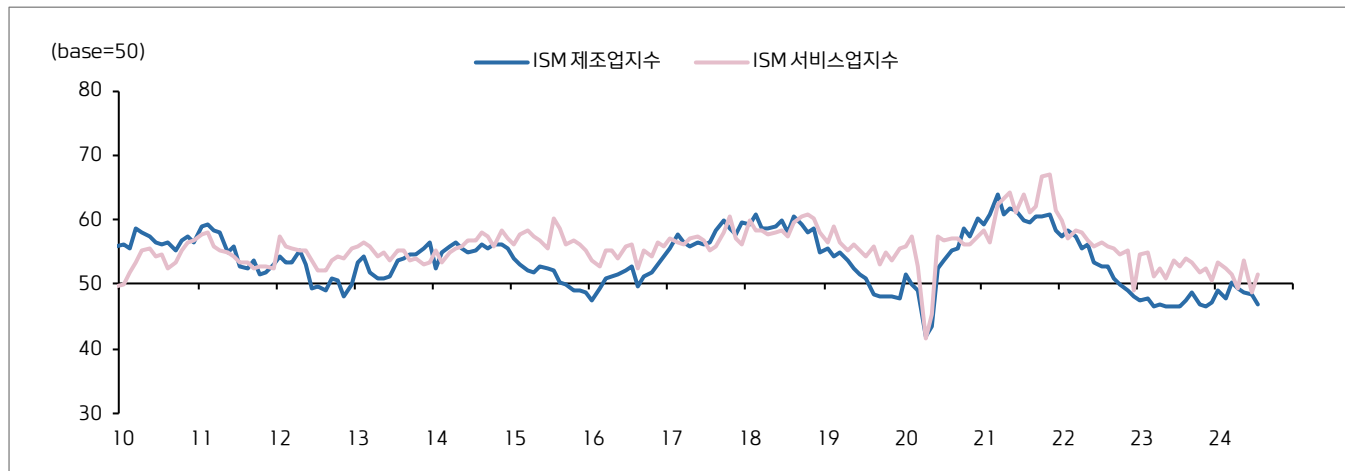
미 연준 6월 실업률 전망 분포도



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 금리 인하 기대 수준이 축소되더라도 미국채가 제한적 강세를 보일 것으로 전망하는 배경에는 점차 시장의 시선이 물가가 아닌 경기로 변화하고 있기 때문.
- ▶ 미국 경기 선행지수는 확장세를 보이고 있으나, 그간 제조업과 서비스업의 차별화로 인해 정책 대응이 일괄적이기 어려워 재정 중심의 정책이 중심이 되어왔음. 다만 점차 제조업과 서비스업의 동행성이 강화되는 구간에서는 정책 대응의 효과가 일괄적으로 나타날 수 있는 환경이며, 동반 둔화되는 흐름이 나타난다면 미 연준 정책은 물가보다 경기로 집중하는 행태가 될 것으로 판단
- ▶ 경기 둔화 속 연착륙을 위해 미 연준은 그간 높여둔 정책금리를 일부 인하해 경기 연착륙을 만들어나갈 것으로 판단하는만큼 금리 인하 등 통화정책 요인에 따른 시장 금리 하방 압력은 4분기까지 유효할 전망

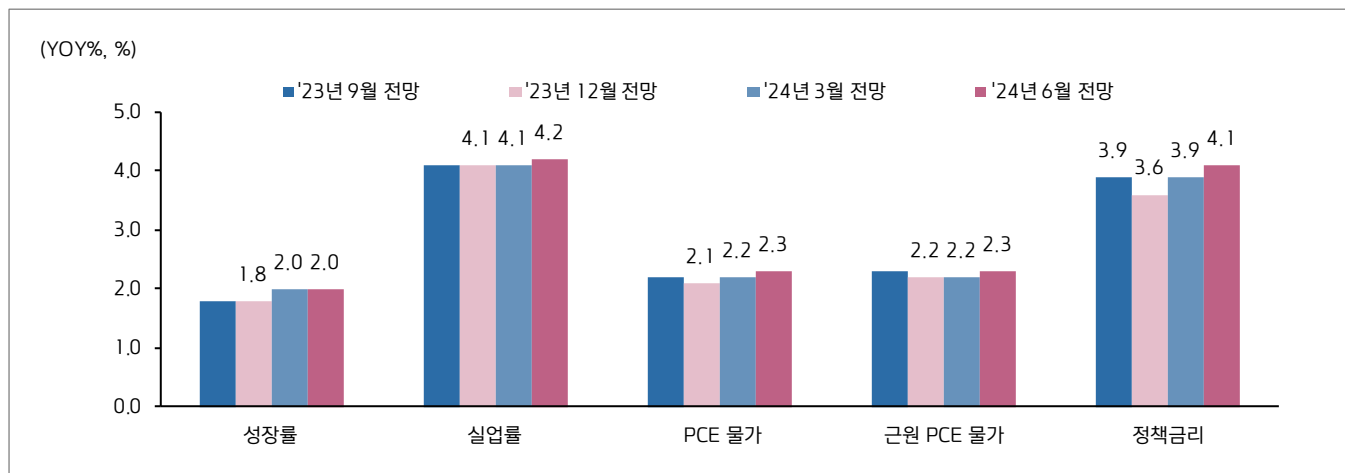
미국 ISM 제조업지수와 서비스업지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 9월 FOMC에서의 첫번째 관전포인트가 연내 인하폭이라면, 두번째 관전 포인트는 내년 금리 전망임. 내년 금리 인하폭 조정 여부 또한 채권 방향에 영향을 미칠 것으로 판단하기 때문임
  - 미 연준은 6월 FOMC에서 2024년 금리 전망값을 5.1%, 2025년 금리 전망값을 4.1%로 제시해, 2024년 중 1회, 2025년 중 4회, 총 5회 수준으로 전망치를 제시한 바 있음
  - 이와 같은 전망이 3월 FOMC에서 전망한 수준으로 되돌아간다면(2025년 금리 전망 3.9%), 미 연준 위원들의 시각이 비둘기적으로 변화한 것으로 해석되면서 강세를 보일 수 있겠으나, 내년 금리 인하폭을 크게 조정하지 않는다면 약세 요인으로 작용할 리스크가 있음
  - 당사는 미 연준의 금리 인하 속도가 제한적일 것으로 판단하나, 점도표 변화 자체는 미 연준의 의지를 보여주는 수단이라고 판단하는만큼 점도표 하향 조정이 부재하다면 약세폭이 가팔라질 것으로 전망

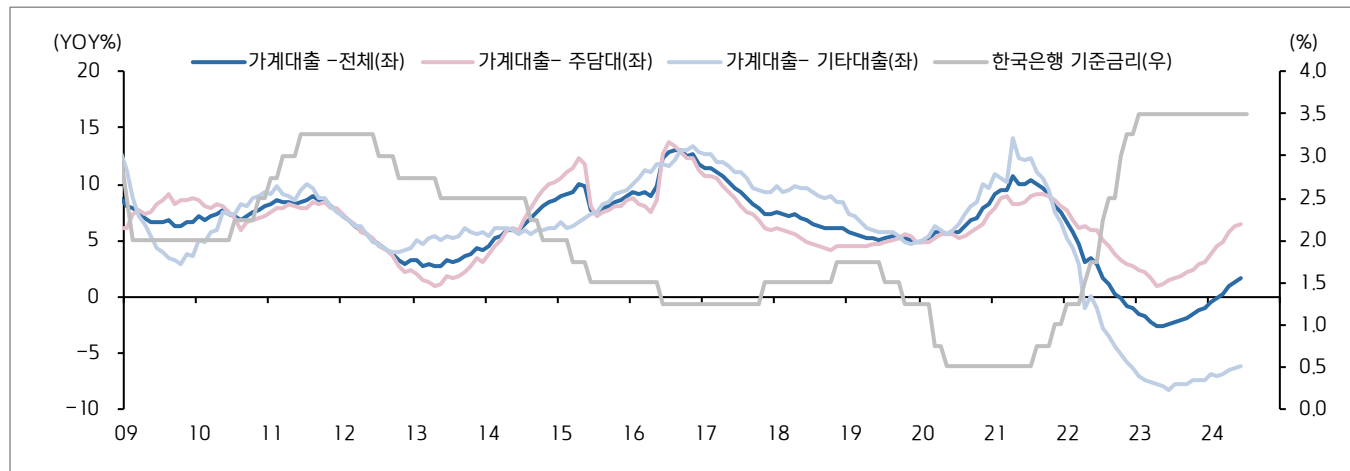
## 2025년 미 연준 경제 전망 추이



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 한국은행은 지난 8월 금통위에서 비둘기적이나 매파적인 신호를 보냄. 물가가 목표에 수렴한다는 확신이 강해 지고 있으며, 통방문 문구에서도 '충분히 긴축 기조 유지' 표현에서 '충분히'를 삭제해 금리 인하 시기가 다가왔음을 시사했음. 다만, 수도권 중심의 부동산 가격, 이에 따른 가계대출 증가 등 금융 안정에 대해 유의해야 하는 시기라고 언급했고, 8월 금통위 이후 신성환 위원과 이창용 총재의 매파적인 코멘트로 한국은행의 금리 인하 시기가 뒤로 지연될 수 있다는 리스크 불거짐
- ▶ 금융당국은 대출 규제와 8.8 부동산 공급 대책, 스트레스 DSR 시행 등의 대책을 내놓고 있는 가운데, 이에 대한 효과를 점검해야 하는 시간이 필요함. 정책 효과가 일부 나타나는 것을 확인한다면 한국은행은 미 연준의 금리 인하 단행 이후 10월에 기준금리를 인하할 것으로 전망

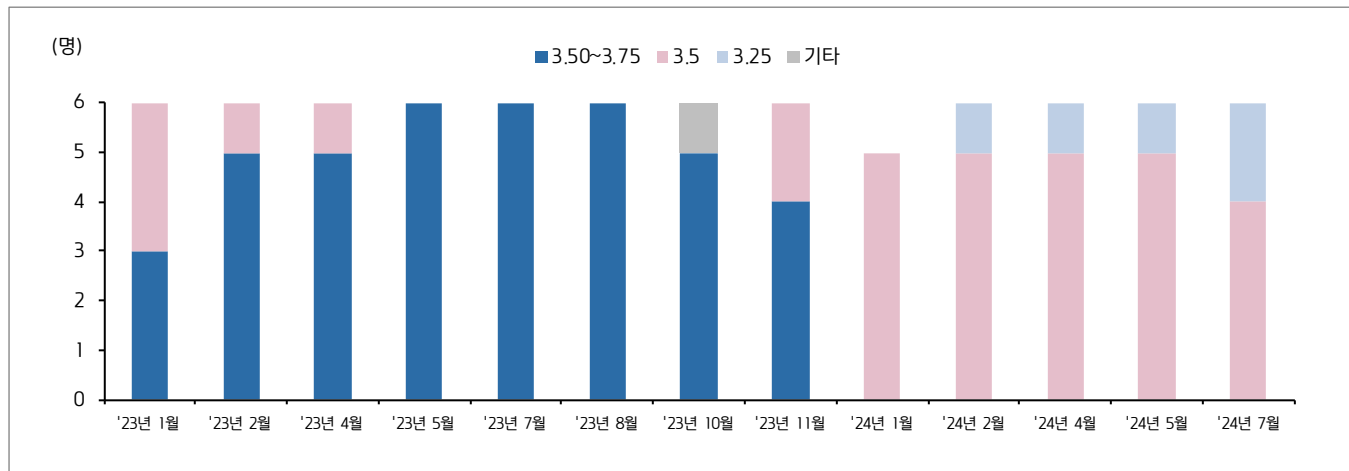
한국 가계대출과 기준금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 최근의 매파적인 코멘트가 있었지만, 한국은행 내부적으로도 인하의 목소리는 여전히 존재함.  
향후 3개월 내 금리 전망을 제시하는 포워드 가이드스에서 3.25%의 가능성을 열어두는 위원이 지난 7월 2명에서 4명으로 늘어났다는 점을 고려하면 한국은행은 10월 혹은 11월 중 금리 인하 가능성을 열어두고 있는 것
- ▶ 시기의 차이일뿐 연내 동결이 지속되는 것이 아니라면 최근의 국고채 강세 흐름은 지속될 것으로 예상하며, 급격한 조정은 제한될 것으로 전망함

한국은행 포워드 가이드스 변화 추이



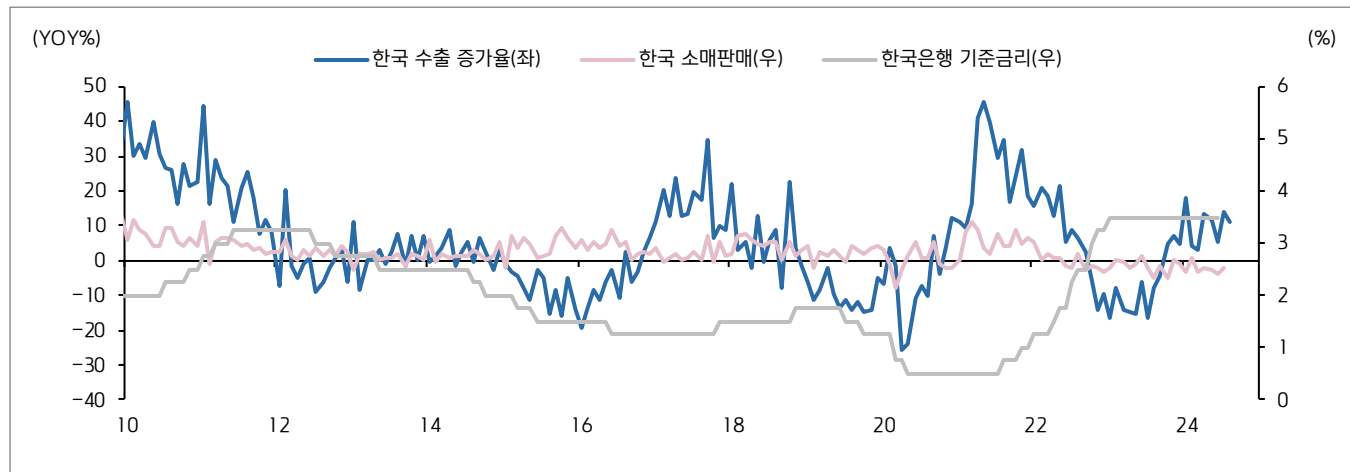
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

## 12.

## ②국고채 상방 리스크는: 3)인하 시점 미뤄진다면

- ▶ 당사가 예상하는 10월이 아닌 11월 금리 인하가 단행되더라도 금리 조정폭은 크지 않을 것으로 판단.  
그간 마이너스 성장을 보여온 소매판매 등 내수 부문의 부진이 심화되면서 경기 하강 압력을 높일 수 있음.  
또한 수출도 하반기 들어 기저 영향으로 성장세가 둔화될 수 있는 점도 금리 인하를 지지하는 요인이 될 것
- ▶ 금융안정을 둘러싼 불확실성 요인은 여전히 상존하나, 정부 정책의 효과가 나타난다는 가정 하에  
한국은행의 금리 인하는 11월보다 10월에 단행될 것으로 전망함

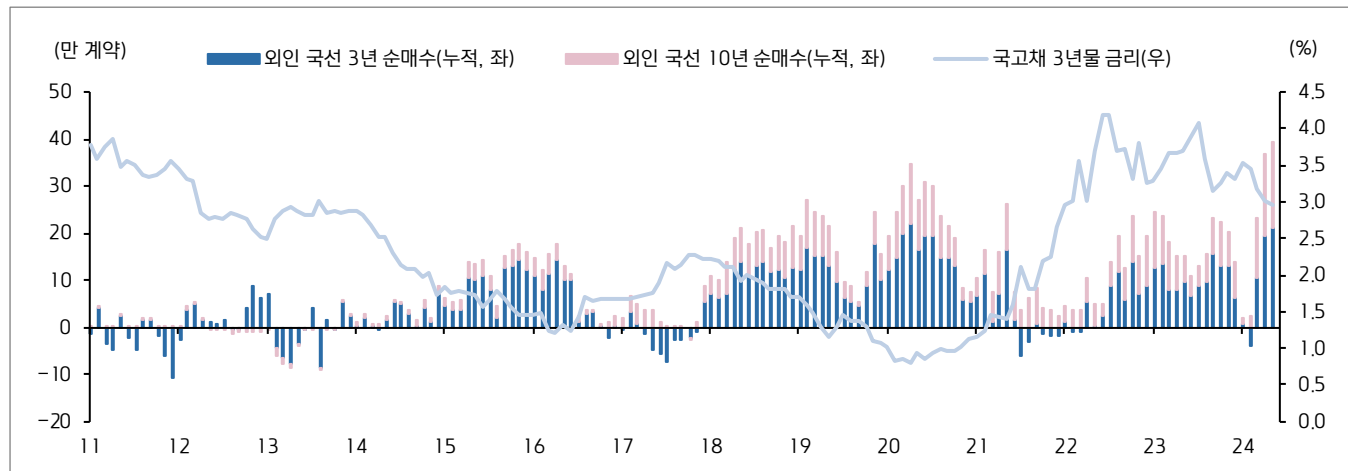
한국 소매판매, 수출, 한국은행 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 한편, 2022년 9월 처음으로 FTSE의 WGBI(World Government Bond Index)의 Watch list에 오른 이후  
지난 2년 간 정책 변화가 있었던만큼 이번 9월에 편입될 것이라는 기대가 형성되어 온 바 있음
  - 기존에는 3월 말과 9월 말 반기 리뷰를 진행하며 편입 여부를 결정해왔었는데, 최근 FTSE는 이번 정기 리뷰를 10월 9일에 공개할 예정이라고 발표함
- ▶ 그간 외국인의 선물 순매수에는 한국의 WGBI 편입 기대 또한 요인으로 작용했다고 평가되는만큼, WGBI 편입 불발이 가져올 수 있는 수급 리스크가 있는 것으로 판단됨
  - 국채 3년 선물 6월 이후 순매수 누적 25만 계약 이상, 국채 10년 선물 6월 이후 순매수 누적 15만 계약 이상

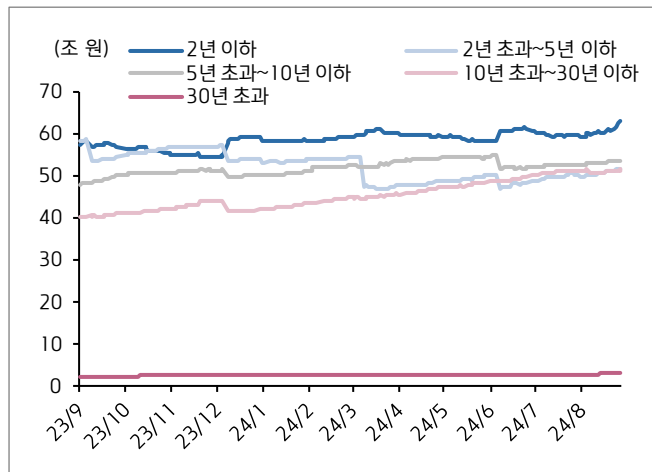
외국인 3, 10년 선물 순매수 누적 및 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.

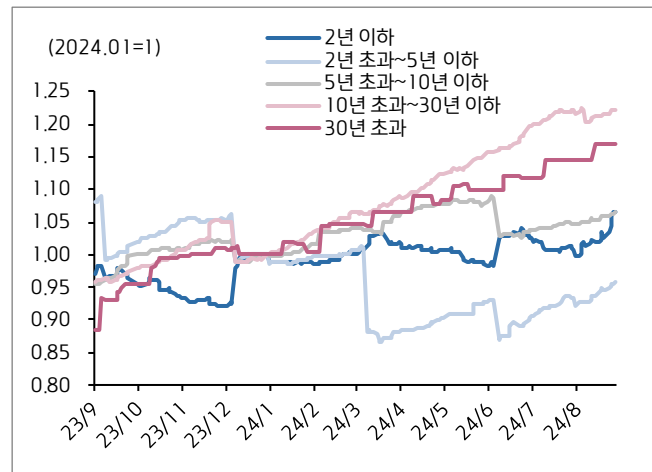
- ▶ 한편 WGBI의 만기 듀레이션이 약 7년이며, 외국인들의 원화채권 만기 듀레이션이 약 6년임을 고려할 때, WGBI 편입에 대한 기대로 5~10년 구간 매입이 확대될 것으로 예상됨
- ▶ 이를 고려시 최근 외국인들의 WGBI 편입 기대 자금은 크지 않은 것으로 판단됨
  - 최근 외국인들의 현물 매입 만기 추세를 보면, WGBI 편입 기대보다는 5년 이하의 단기구간과 초장기 중심으로 매수세가 확대되었으며, 특히 8월 이후로는 2년 이하의 단기구간 중심으로 매수세가 확대된 점을 고려시, 금리 인하 기대에 좀더 치중된 자금 변화를 확인할 수 있음
- ▶ 따라서 WGBI 편입 불발에 따른 자금 이탈로 인한 금리 반등 압력은 크지 않을 것으로 판단

외국인 현물 만기별 잔액 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.

외국인 현물 만기별 유입 변화

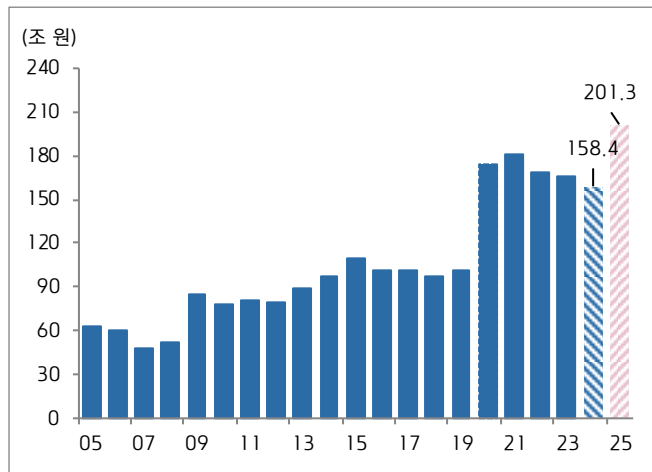


자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.



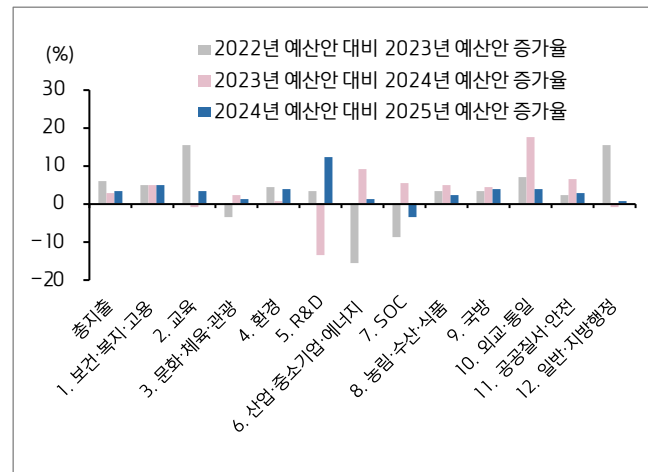
- ▶ 한편 8월 말 정부가 발표한 2025년 예산안 결과, 건전 재정 기초를 유지하는 가운데, 2025년 국채 발행량은 201.3조원으로 전년비 42.9조원 증가하고, 순증 규모 또한 33.8조원 증가하겠다고 발표해 채권시장 내 공급 부담이 높아진 상황
- ▶ 미국 대선 이후 미국 재정에 대한 관심이 높아질 것으로 우려되는 가운데, 한국 또한 국채 공급 확대로 인한 금리 상방 우려가 높은 상황임. 다만, 분야별 자원 배분을 보면, R&D 부문이 증가하기는 했으나, 전년도 축소 이후 다시 증가시킨 영향이며, 대부분 복지 중심의 재정 배분이 이뤄질 전망. 이는 결국 경기 부양 효과는 크지 않다고 해석되며, 장기금리 상방 압력을 지속시킬만큼은 아니라는 판단임

국고채 발행 연간 추이



자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터.

분야별 자원 배분 증가율



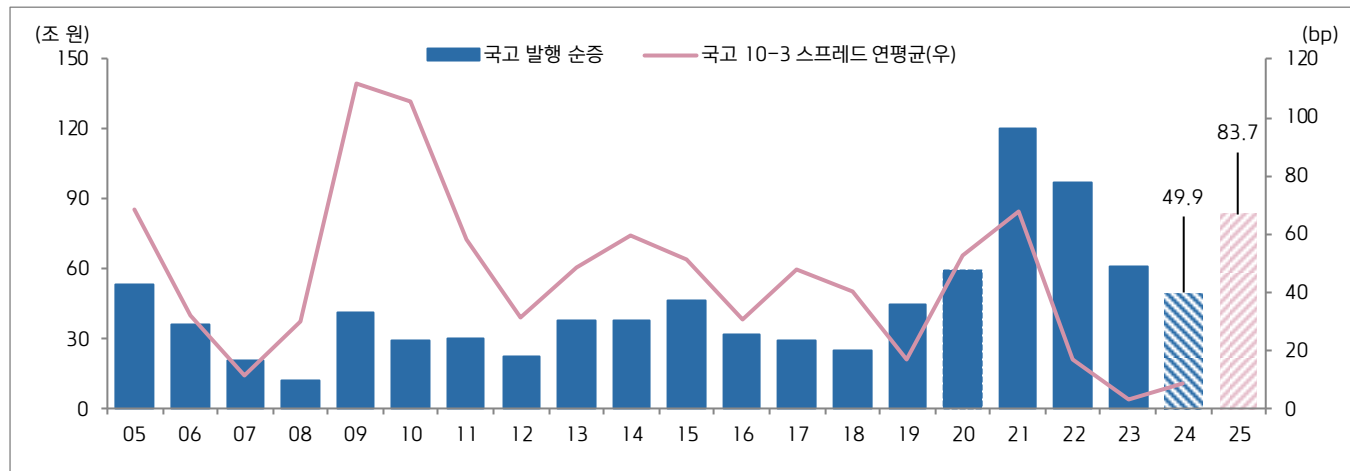
자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터.

## 16.

## ②국고채 상방 리스크는: 7)내년 WGBI 편입시, 금리 상방 압력 낮출 것

- ▶ 올해 10월 FTSE의 WGBI 편입에 실패하더라도 정책 개선에 따라 내년 3월에 다시 편입될 가능성은 여전히 높음. 일반적으로 편입 발표 이후 2개 분기 이후부터 본격적인 자금 집행이 이뤄진다는 점을 고려하면 편입 전후로의 외국인 자금 유입은 금리 상방 압력이 있을 경우 이를 약화시킬 것으로 판단함
- ▶ 내년 국채 발행 공급 확대로 인해 상방 압력이 지속된다 하더라도, 신규 자금 유입은 금리 상방 압력을 낮출 수 있는 요인으로 작용할 것으로 전망함

국고채 순증과 국고 스프레드 추이



자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터.

MON	TUE	WED	THU	FRI
<b>2 미국 Labor Day 휴장</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
(1일) 한국 8월 수출입동향 중국 8월 Caixin 제조업 PMI	한국 8월 CPI 미국 8월 S&P/ISM 제조업 PMI	미국 7월 무역수지 미국 7월 JOLTs 구인건수 미국 7월 내구재 주문 (최종) 중국 8월 Caixin 서비스업 PMI 유로 7월 PPI	한국 2Q GDP (잠정) 미국 8월 ADP 취업자 변동 미국 8월 S&P/ISM 서비스 PMI 유로 7월 소매판매	한국 7월 경상수지 미국 8월 고용보고서 유로 2Q GDP(최종) 독일 7월 산업생산
<b>9</b>	<b>10</b>	<b>11 지급준비일</b>	<b>12 선물옵션만기일</b>	<b>13</b>
미국 8월 뉴욕 1년 기대인플레이 중국 8월 CPI/PPI 유로 9월 Sentix 투자자기대지수	한국 8월 금통위 의사록 공개 미국 8월 NFIB 소기업 낙관지수 중국 8월 무역수지 독일 8월 CPI(최종)	한국 8월 실업률 미국 8월 CPI	미국 9월 PPI 유로 9월 ECB 통화정책회의	한국 8월 수출입물가지수 미국 8월 수출입물가지수 미국 9월 미시간 소비자신뢰(예상) (14일)중국 8월 소매판매/산업생산 (14일)중국 8월 고정자산투자
<b>16 추석 휴장</b>	<b>17 추석 휴장</b>	<b>18 FOMC / 추석 휴장</b>	<b>19</b>	<b>20</b>
미국 9월 뉴욕주 제조업지수 유로 7월 무역수지 영국 9월 RightMove 주택가격	미국 8월 소매판매/산업생산 미국 9월 NAHB 주택시장지수 유로 9월 ZEW 서베이 예상 독일 9월 ZEW 서베이 예상	미국 8월 주택착공건수 미국 8월 주택허가건수 유로 8월 CPI 영국 8월 CPI	미국 2Q 경상수지 미국 9월 필라델피아 경기전망 미국 8월 선행지수 미국 8월 기존주택매매 영국 9월 BOE 통화정책회의	유로 9월 소비자기대지수(예상) 일본 9월 BOJ 통화정책회의 독일 8월 PPI 영국 8월 소매판매
<b>23</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>27</b>
한국 9월 ~20일 수출입 동향 미국 8월 시카고 국가활동지수 미국 9월 S&P 서비스/제조업 PMI	한국 8월 PPI 미국 7월 FHFA 주택가격지수 미국 7월 S&P/CL 주택가격지수 미국 9월 CB 소비자기대지수 호주 9월 RBA 통화정책회의	한국 8월 소비자심리지수 미국 8월 신규주택매매 호주 8월 CPI	미국 2Q GDP (확정) 미국 8월 내구재 주문(예상) 미국 8월 미결주택매매 독일 10월 GfK 소비자기대지수	미국 8월 PCE 미국 9월 미시간 소비자신뢰(확정) 유로 9월 소비자기대지수(확정)
<b>30</b>				
한국 8월 산업생산 미국 9월 MNI 시카고 PMI 미국 9월 달러스 제조업 활동지수 중국 9월 서비스/제조업 PM				

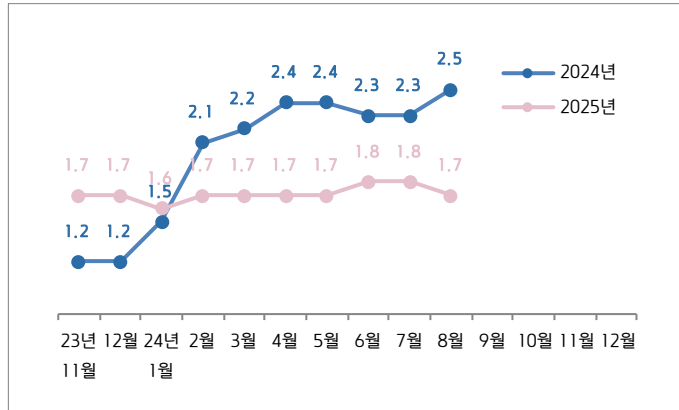


## II. 매크로: 미 노동시장과 연준 내려티브

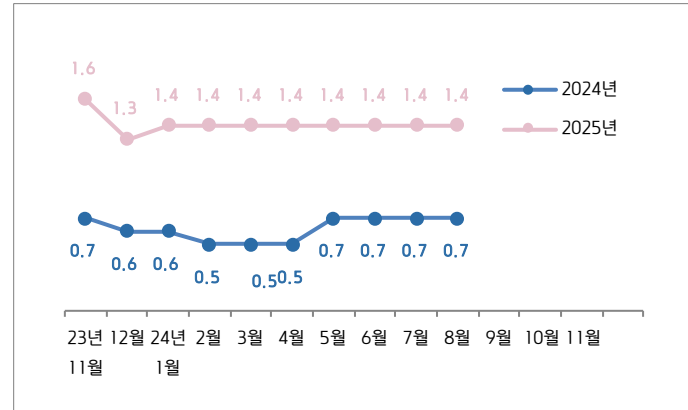
경제 김유미  
helloym@kiwoom.com

# 01. 주요국 2024년 경제성장률 컨센서스 추이

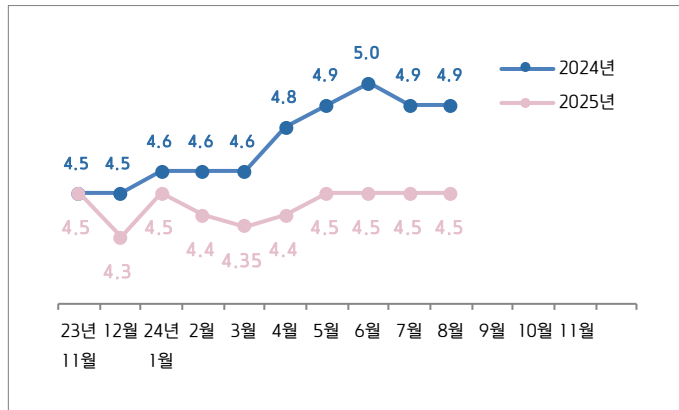
미국



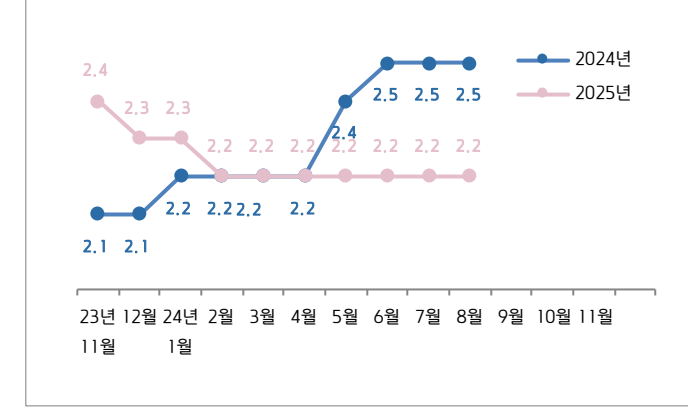
유로존



중국



한국



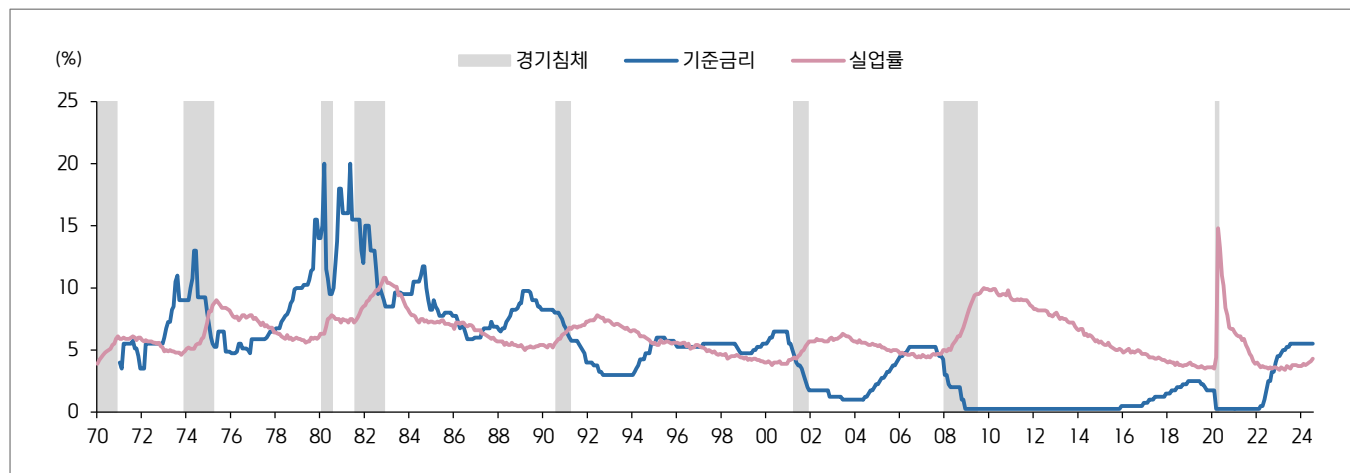
자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

## 02.

## 금리 인하 사이클 진입 전후 경기 불확실성과 논란은 불가피

- ▶ 미국의 과거 금리 인하 사이클은 대체로 실업률 급등과 경기 침체를 동반
- ▶ 현재 실업률 수준은 4% 초반대로 과거에 비해 낮은 수준이나 연준 정책금리 인하를 앞둔 구간에서 이어지는 경제지표 부진은 경기 침체 우려를 수시로 자극할 수 있음
  - 과거 정책금리의 인하 배경은 대체로 수요 위축에 따른 대응, 이에 금번 금리 인하 사이클의 성격을 확인하는 과정 필요

미국 실업률과 정책금리 추이



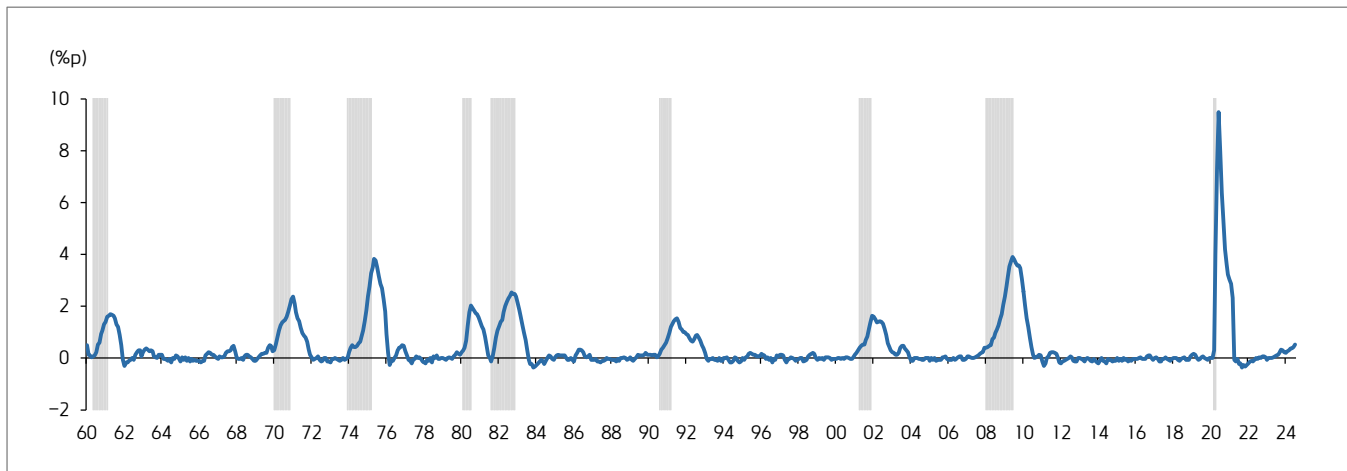
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주: 박스 음영은 경기 침체구간

## 03.

## 경기 침체 진입 내러티브, 실업률 상승이 촉매제로 작용

- ▶ 미국 7월 실업률 4.3%로 상승해 샴의 법칙 침체지표는 0.53%p로 전월(0.43%p)에서 상승  
경기침체 진입 기준인 0.5%p 상회한 이후 금융시장 내 경기 위축 우려 확산
  - 샴의 법칙에 따르면 미국 실업률의 3개월 이동평균이 최근 12개월 실업률 최저점보다 0.5%p 이상 높으면 미국 경기 침체가 임박했다는 신호로 인식

미국 실시간 샴의 경기침체 인디케이터(Real-time Sahm Rule Recession Indicator)



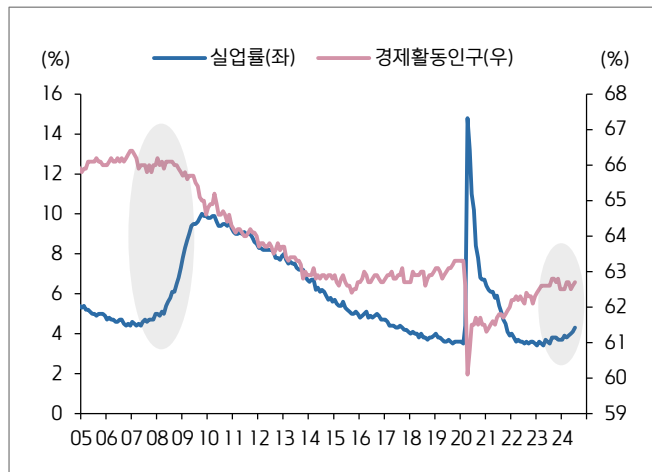
자료: 세인트루이스 연은, 키움증권 리서치센터  
주: 박스 음영은 경기 침체 구간

## 04.

## 실업률 상승 배경 논란, 경기는 침체보다 둔화

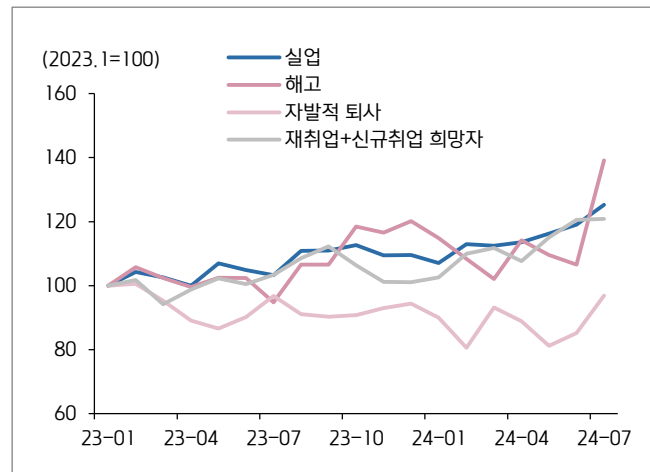
- ▶ 미국 실업률 상승에 대해 이민으로 인한 노동공급 요인을 고려해야 한다는 의견, 삼의 법칙 확대 해석 경계
  - 과거 경기침체 전후 실업률은 경제활동인구 하락과 함께 상승. 최근에는 경제활동인구가 증가하며 실업률이 상승
- ▶ 하지만, 현재의 실업률 상승이 노동공급 증가뿐만 아니라 수요 둔화에서도 나타나고 있음을 고려
  - 실업 이유를 살펴보면 7월부터 해고 영향이 임시 해고 중심으로 높아지며 노동 수요 둔화를 시사
- ▶ 실업률 상승 배경을 두고 이어지는 배경 논란은 경기가 침체되었다기 보다는 현재 둔화 과정 중임을 시사

미국 실업률과 경제활동인구



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 실업 수준과 실업 이유 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

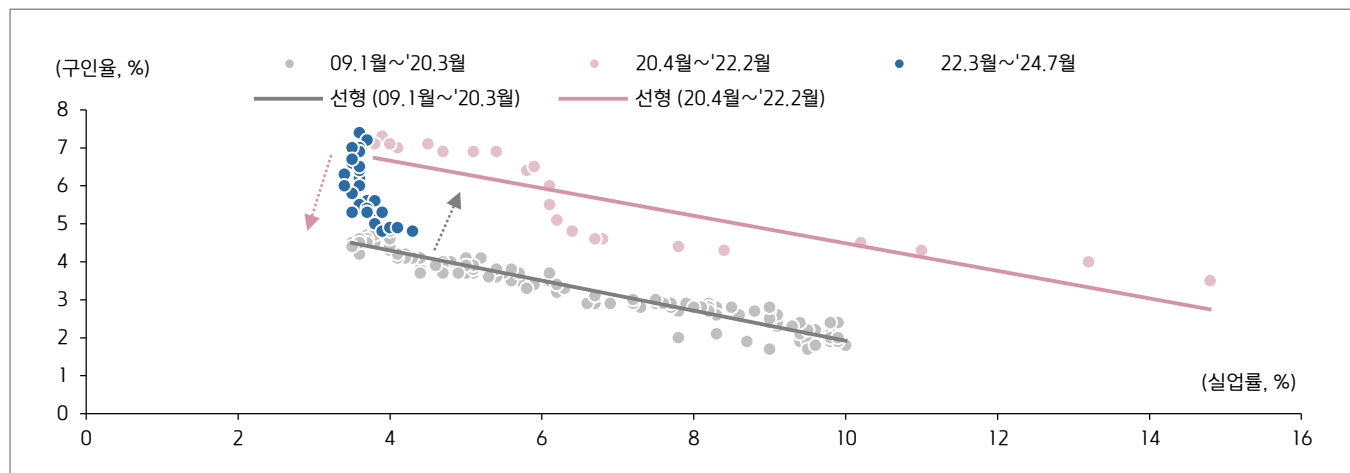


## 05.

## 임계점에 도달한 노동시장, 경기 연착륙 유도를 위한 내러티브 필요

- ▶ 미국 베버리지 곡선은 과거 팬데믹 이전 수준으로 정상화된 상황. 노동수요 둔화는 이제 실업률의 상승 압력으로 반영될 것으로 예상
- ▶ 부정적인 경기 시각이 기업의 보수적인 고용 계획으로 이어질 경우 노동시장 냉각이 빠르게 진행될 수 있음을 시사하는 부분
- ▶ 연준의 내러티브가 중요해졌음을 시사. 연준의 대응을 통해 경기 연착륙이 가능하다는 인식을 금융시장 참가자들에게 형성시켜줘야 함

미국 베버리지 곡선



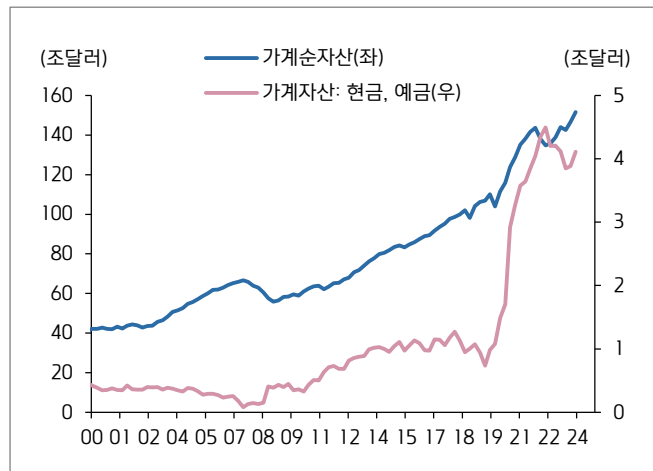
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 06.

## 연준, 부정적 심리의 악순환 고리 약화시켜야

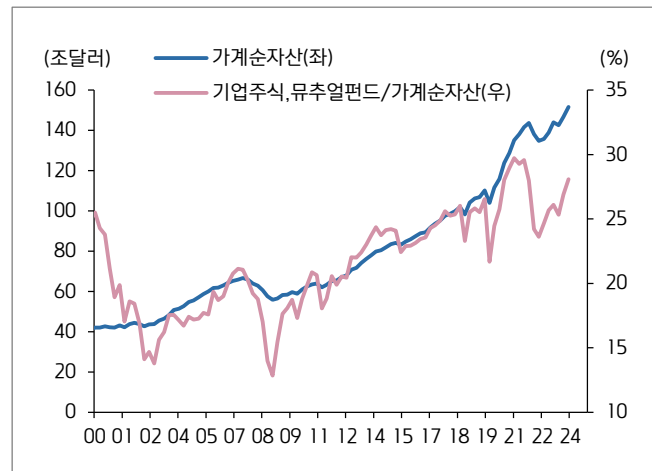
- ▶ 미국 가계의 순자산 증가는 경기침체 가능성을 낮추어주나 자산가격에 민감해졌다는 점은 부담
  - 미국 가계순자산은 꾸준히 증가해 건전성은 양호. 현금 및 예금도 지난 해 4분기 이후 증가로 전환
- ▶ 가계순자산에서 기업주식과 뮤추얼펀드 자산이 차지하는 비중이 약 30% 가까이 차지하며 순자산 증가를 견인
  - 가계 및 비영리 단체의 금융자산에서 기업 주식 자산의 직간접적인 비중은 약 42%, 전체 자산 기준으로는 약 28%
- ▶ 가계 소비 여력이 자산가격 흐름에 민감해질 수 있음을 시사. 주식시장의 부진이 지속될 경우 가계 소비에 부정적인 영향을 미칠 수 있기에 금융 안정성이 연준의 통화정책 결정에 있어 중요하게 작용 할 수 있음

미국 가계순자산, 현금과 예금



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

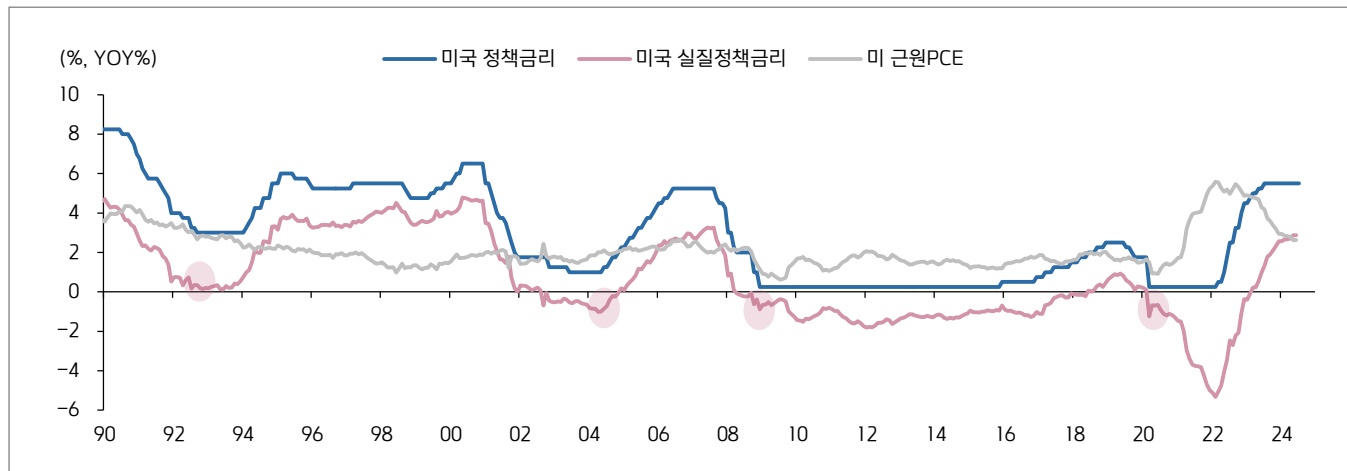
미국 가계순자산, 기업주식과 뮤추얼펀드 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 9월 FOMC에서 25bp 금리 인하와 함께 점도표 수정을 통해 연준의 정책적 대응 여력과 의지를 보여줄 듯  
- 점도표는 지난 6월 회의에서 올해 1번 금리 인하로 수정하였으나 이를 3번으로 변경한다면 올해 9월, 11월, 12월 금리 인하를 시사. 통화정책 관련 불확실성을 낮출 것으로 기대
- ▶ 물가 상승률의 점진적인 둔화는 실질 금리의 상승으로 연결. 물가 둔화에도 정책금리를 낮추지 않는다면 그 자체가 통화 여건을 더욱 긴축적으로 이끌 수 있음
- ▶ 과도한 긴축이 경제를 불황으로 이끌 수 있다는 점에서 실질금리를 현재 수준에 유지되도록 만들기 위한 정도의 정책금리 인하 관점에서 접근할 필요

미국 정책금리와 실질 정책금리, 근원 PCE물가 상승률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 클리블랜드 연은이 통화정책의 단순 추정을 위해 제시한 7가지 법칙에 따른 적정 기준금리는 내년 1월 예상치 기준 최저 2.62%에서 최고 8.35%까지 편차가 큼(물가와 성장률 전망치 등을 어떻게 넣느냐에 따라 결과치 차이)  
 - 중간값 기준, 내년 1월 4% 초반대의 적정금리 추정치 감안 시 올해 75bp 정도의 금리 인하 대응은 가능할 것으로 예상

## 7가지 법칙에 따른 미국 적정 기준금리 단순 추정치

		2024.1	2025.1	2026.1
Survey of Professional Forecasters	Taylor (1993) rule	5.33	3.23	
	Core inflation in Taylor (1999) rule	5.33	3.30	
	Inertial rule	5.33	4.33	
	Alternative $r^*$ rule	5.33	4.74	
	Low weight on output gap rule	5.33	4.57	
Congressional Budget Office	Taylor (1993) rule	5.33	2.62	2.59
	Core inflation in Taylor (1999) rule	5.33	2.66	2.55
	Inertial rule	5.33	3.84	3.12
	Alternative $r^*$ rule	5.33	4.24	3.68
	Forward-looking rule	5.33	2.63	2.43
	First-difference rule	5.33	6.18	6.98
	Low weight on output gap rule	5.33	4.55	3.97
FRBC staff small BVAR model	Taylor (1993) rule	5.33	3.36	3.10
	Core inflation in Taylor (1999) rule	5.33	3.53	2.84
	Inertial rule	5.33	4.43	3.58
	Alternative $r^*$ rule	5.33	4.83	4.14
	Forward-looking rule	5.33	3.22	3.07
	First-difference rule	5.33	8.35	11.37
	Low weight on output gap rule	5.33	4.69	4.24
Summary	Maximum	5.33	8.35	11.37
	75th Percentile	5.33	4.63	4.10
	Median	5.33	4.24	3.35
	25th Percentile	5.33	3.27	2.90
	Minimum	5.33	2.62	2.43

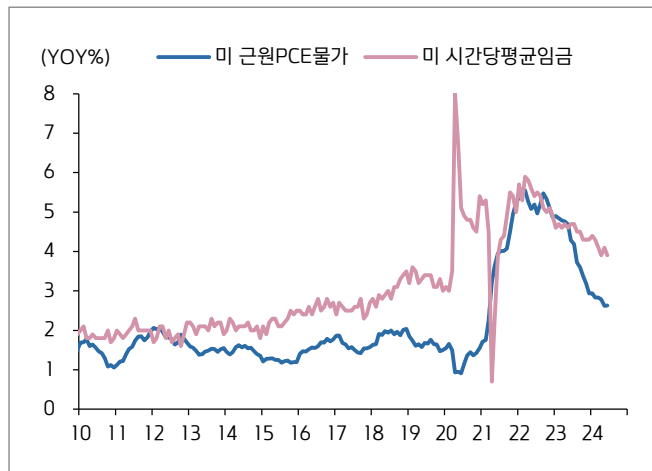
자료: 클리블랜드 연은 자료 재인용, 키움증권 리서치센터

## 09.

## 물가 부담 잔존, 노동시장 안정에 따른 수요 인플레이 둔화 기대

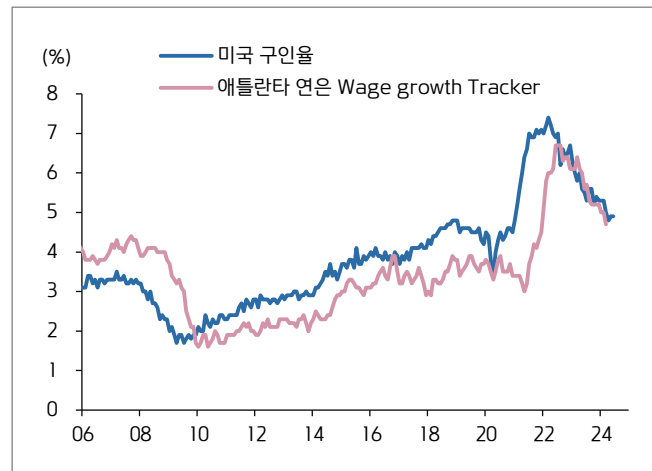
- ▶ 4분기는 기저효과 등에 미국 물가 상승률의 둔화세가 주춤해질 수 있으며 비용 인플레이의 변동성에 관련 불안이 완전히 해소되기는 어려울 전망
- ▶ 하지만, 근원PCE물가와 실업률의 흐름은 노동시장에 보다 밀접해 수요 인플레이의 둔화를 기대
  - 시간당 임금상승률과 근원 PCE물가는 양의 상관관계, 실업률과는 음의 상관관계를 보여줌
- ▶ 시간당 평균 임금 상승률의 둔화는 기업들의 보수적인 고용 계획과 맞물리며 지속될 전망
  - 올해 미국 고용이 주로 저임금 업종을 중심으로 증가했다는 점도 시간당 평균 임금 상승률 둔화에 기여
  - 미국 구인율의 점진적인 하락은 시차를 두고 임금 상승률의 둔화로 연결, 수요 인플레이션 완화 기대

미국 근원PCE물가와 시간당 평균임금



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 구인율과 애틀란타 연은 Wage Growth Tracker



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



## Compliance Notice & 고지사항

### Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

### 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.