

잭슨홀 미팅, 고용 안정이 우선순위



Fixed Income Strategist

박민영

☎ (02) 3772-2638

✉ mypark@shinhan.com

파월, 인플레이션 시대 종료 & 고용 대응 여력에 자신감 표출

잭슨홀 미팅에서 파월 연준의장의 연설은 시장 기대를 충족하는 정도였다. 7월 FOMC 때보다 도비시한 스탠스로 9월 인하 가이드라인을 제시하면서 인하 폭은 9월초 확인할 8월 고용 보고서에 달려있음을 시사했다. 고용에 대해서는 우려보다는 정책 여력이 상당하기에 충분히 대응할 수 있다는 스탠스였다. 물가 안정과 동시에 고용 시장 안정을 위한 정책 전환 예고는 채권시장 호재로 연결됐다.

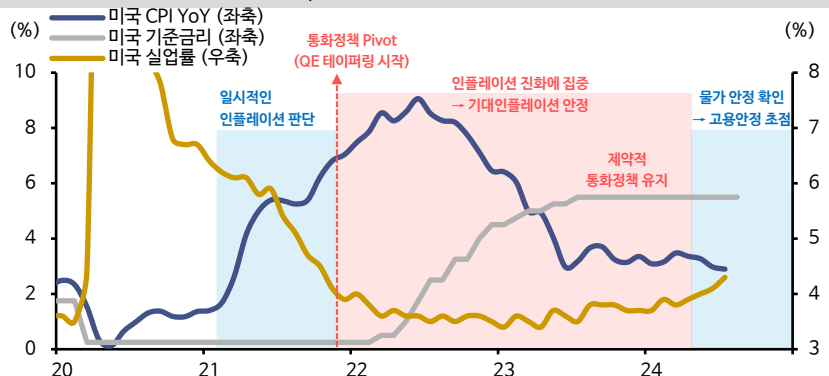
잭슨홀 미팅에서 재확인한 8월 고용 보고서의 중요성

연준 목표의 무게 중심은 물가에서 고용으로 옮겨졌다. PCE물가 기준 6월 YoY +2.5%이나 점진적으로 목표 물가로 접근이 예상된다. 상대적으로 불확실성이 낮다. 반면 고용은 7월 고용 보고서 쇼크로 인해 우려가 부각됐다. 8월에도 실업률 가속이 심화될 경우 빅스텝 대응이 등장할 수 있다. 다만 고용 수요의 결정적 역할을 하는 기업 실적 흐름을 고려할 때 고용 급랭 가능성은 낮다는 판단이다.

모두가 예상하는 9월 기준금리 인하 시작, 되돌림을 경계할 타이밍

9월 FOMC를 시작으로 인하 사이클은 내년 상반기까지 지속될 수 있다. 채권시장의 호재는 상당기간 이어진다는 의미이다. 다만 단기적으로 되돌림에 취약한 상황이다. 현재 시장금리에 반영된 긴축 경로 부합을 위해서는 9월 50bp 인하 또는 SEP에서 내년 기준금리 전망치 100bp 하향 조정이 필요하다. 3개월만에 대폭 조정된 사례는 없으며 경제 환경이 그 정도로 급변했다고 보기 어렵다. 금변 인하 시점은 모두가 예상하고 있다는 점도 유의해야겠다. 단기적으로 금리 하락 모멘텀 강화보다 과도한 프라이싱이 되돌려지는 국면이 나타날 가능성이 높다.

팬데믹 이후 경기를 복기하며, 물가 안정에서 고용 안정으로 우선순위 변경



자료: LSEG, 신한투자증권

잭슨홀 미팅, 고용 안정이 우선순위

파월, 인플레이션 시대 종료 & 고용 대응 여력에 자신감 표출

잭슨홀 미팅,

시장이 예상했던 9월 인하
전망, 고용 경계 내용 포함

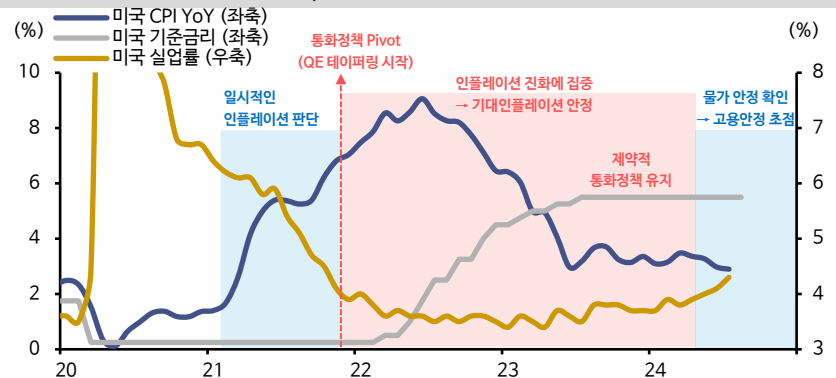
인하폭은 8월 고용 보고서
내용에 따라 결정

잭슨홀 미팅에서 파월 연준의장의 연설에는 시장에서 예상했던 내용이 대부분 담겨 있었다. 통화정책 조정 시기가 도래했다며 7월 FOMC보다 직접적인 인하 가이드라인을 제시했다. 인플레이션 안정을 예상하며 고용 안정에 초점을 맞춰야 함을 강조했다. 9월 FOMC에서 기준금리 인하 폭에 대한 언급은 없었으나 높은 기준금리 레벨에 따라 대응할 여력이 충분하다는 자신감을 내비쳤다. 기준금리 인하 시점과 속도는 입수하는 데이터, 전망의 변화, 위험의 균형에 따라 결정할 것을 강조했다. 예상했던 도비시한 스탠스에 시장금리의 하락세가 지속됐다.

연설은 코로나19 이후 일련의 상황을 복기하며 앞으로의 정책 방향을 제시하는 방식이었다. 화두는 인플레이션이 안정되는 환경에서 실업률이 낮게 유지되는 이유였다. 요약하면 약 4년간 팬데믹으로 왜곡된 수요와 제약된 공급의 변화 과정 속 연준의 정책이 주효했다는 것이다. 21년 3~4월 물가 상승률이 급등하기 시작할 당시 물가 상승이 제한적 품목에 국한됐기에 일시적 현상으로 판단했으나, 10월부터 서비스 품목으로 확대를 확인하고 통화정책 환경을 빠르게 전환했다. 22년 러-우 전쟁, 코로나19 재확산 등으로 인플레이션 흐름이 심화됐고 기대 인플레이션 통제를 위해 공격적인 기준금리 인상이 단행됐다. 23년 7월 이후 고금리 환경을 유지하면서 디스인플레이션을 이끌어냈다. 팬데믹으로 유발된 왜곡된 수급의 정상화, 연준의 총수요 완화 정책, 기대인플레이션 통제가 효과적으로 작용했기에 견조한 고용시장을 유지하며 물가 안정을 만들었다고 평가했다.

잭슨홀에서 현재 경제 환경에 대한 연준의 시각을 확인했다. 인플레이션 우려는 완화됐으며 실업률 상승을 경계하고 있다. 9월 FOMC에서 인하 시작은 확실하다. 쟁점은 인하 폭, 인하 속도이다. 9월초 확인할 8월 고용지표의 내용이 더욱 중요해졌다. 인하폭은 25bp가 우위에 있으나 50bp도 배제할 수 없는 상황이다.

팬데믹 이후 경기를 복기하며, 물가 안정에서 고용 안정으로 우선순위 변경



자료: LSEG, 신한투자증권

잭슨홀 미팅에서 재확인한 8월 고용 보고서의 중요성

물가 안정 목표는 성공적이라는 평가

디스인플레이션 예상

- 1) 상품 물가 반등 요원
- 2) 주거비, 보조 지표들
코로나19 이전 평균 하회
- 3) 고용 둔화에 서비스
물가 상방 압력 완화
- 4) 기대 인플레이션 안착

잭슨홀 미팅을 통해 향후 연준의 통화정책 방향 결정에 있어 인플레이션은 후순위로 밀렸다는 점을 확인할 수 있었다. PCE물가 기준 6월 전년대비 +2.5%로 목표 물가를 상회하고 있으나 연준의 전망처럼 디스인플레이션은 지속될 수 있다는 판단이다. 크게 4가지 측면에서 점진적 목표 물가 도달 전망이 뒷받침된다.

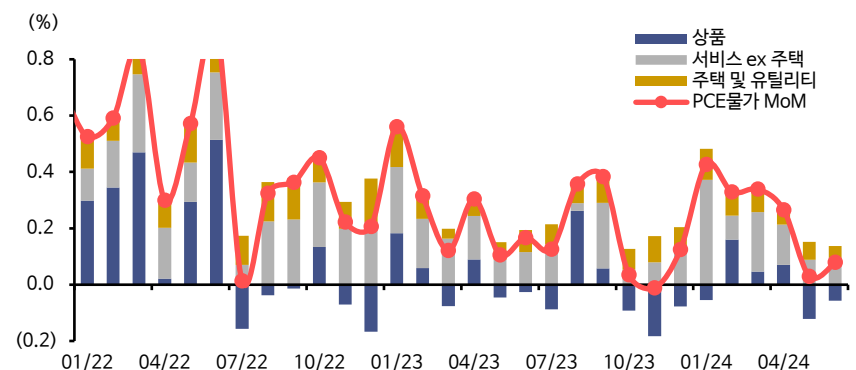
1) 상품 물가의 반등은 요원하다. 작년 7월 마지막 기준금리 인상 이후 1년 이상 고금리 환경이 지속됐다. 제약적 통화정책 환경에서 순환적 상품 물가 반등 압력이 통제되어 왔다. 글로벌 경기는 예상보다 부진한 상황이며 공급 안정과 함께 수요 제한 환경에서 원자재 가격은 하향 안정화되는 모습이다.

2) 주거비는 안정될 수 있다는 기대가 강화됐다. 상반기까지 목표 물가 도달 전망을 가장 어둡게했던 품목은 주거비였다. 주거비를 선행한다고 알려진 주택가격이 누적된 수급 불균형으로 상승 압력이 지속되고 있기에 주거비 안정도 쉽지 않다는 판단이었다. 그러나 높은 모기지 금리는 부동산 거래 진수를 제한했다. 주택 가격은 금년들어 상승폭이 축소됐다. 질로우 렌트비 기준 코로나19 발생 이전 평균 상승률은 MoM +0.34%인데 5개월째 이를 하회하고 있다. 이러한 내용이 주거 물가에 점진적으로 반영되며 과거 수준으로 회귀할 전망이다.

3) 주거비 제외 서비스 물가는 고용 시장 둔화로 우려가 완화됐다. 노동시장 공석률은 2019년초 수준으로 낮아졌다. 파월 연준의장이 언급했듯이 현재 고용시장 환경은 더 이상 서비스 물가를 자극하는 수준이 아니다. 임금 상승률도 코로나19 발생 이전 평균인 MoM +0.24% 내외에서 등락하고 있다.

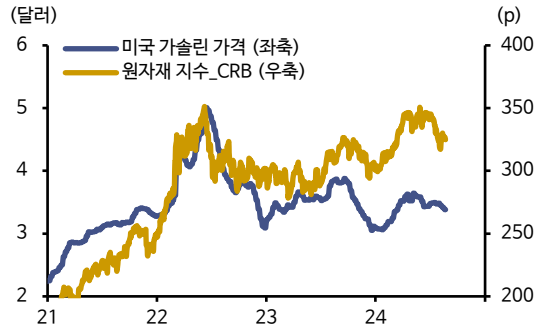
4) 기대인플레이션이 안정된 흐름을 이어가고 있다. 물가는 외부 변수에 따라 등락이 불가피하나 통화정책으로 기대 인플레이션이 안정된다면 중장기적으로 인플레이션은 통제될 수 있다. NY Fed에서 집계하는 기대인플레이션(3년)은 2% 초반까지 하락했다. 연준의 물가 안정 정책은 성공적이었다고 평가 가능하다.

PCE물가 품목별 기여도. 안정되고 있는 인플레이션 확인



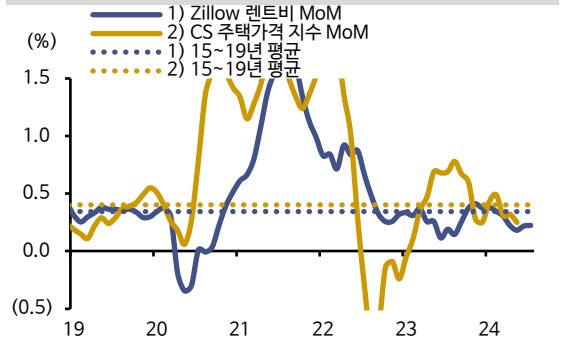
자료: LSEG, 신한투자증권

1) 대외 변수에 민감한 물가 요인들은 하향 안정



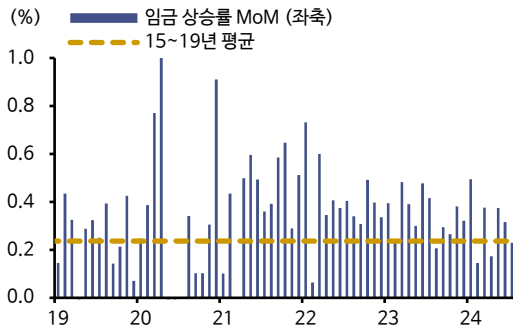
자료: LSEG, 신한투자증권

2) 주거비 관련 지표들은 코로나19 이전 수준



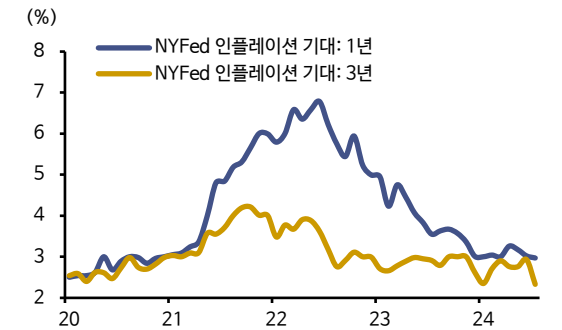
자료: LSEG, 신한투자증권

3) 고용시장도 인플레이션 자극하지 않는 상황



자료: LSEG, 신한투자증권

4) 기대인플레이션 통제 성공적



자료: LSEG, 신한투자증권

인하 사이클 직전 가장 중요한 지표는 8월 고용 보고서

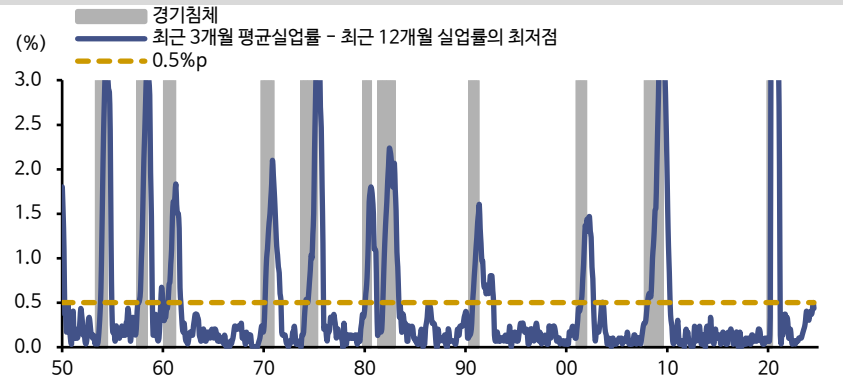
7월 고용 보고서 쇼크로
부각된 고용 둔화 우려

8월 고용 보고서에서 고용
둔화 속도 확인에 따라 정책
대응 강조 상이해질 전망

시장의 시선은 9월초(9.6)에 확인할 8월 고용 보고서로 집중된다. 연준이 장기간 물가 안정에 집중했던 결과로 고용 시장 수요 둔화가 확인되고 있다. 7월 고용 보고서에서 예상보다 부진한 내용이 확인됐기에 조속한 정책 대응 필요성이 제기되는 상황이다. 6월 FOMC에서 연준이 전망했던 금년 실업률 전망치는 4.0%였다. 7월 실업률이 4.3%로 이미 전망치를 상회하고 있다. 상승폭도 6월 0.1%p에서 7월 0.2%p로 확대됐다. 과거 경기 침체 직전에 실업률 상승 속도는 가팔라졌다는 점이 우려를 키운다. 굴스비 시카고 연은 총재가 실업률은 깃털처럼 내려가지만 로켓처럼 오를 수 있다며 우려를 표명한 점도 주목받고 있다.

시장에서는 실업률 상승폭의 임계치로 삼의 법칙이 주목받고 있다. 경제학자 클라우디아 샴의 과거 제시한 ‘실업률 3개월 이동평균이 최근 12개월 실업률 최저점보다 0.5%p 이상 높으면 경기가 침체로 돌입했다’는 통계이다. 샴은 자연 법칙이 아니라 경험적인 규칙이라 선을 그으며 과도한 몰입은 경계했으나 시장의 침체 우려는 잔존하고 있다. 8월 고용 보고서에서 또 다시 실업률 가속을 확인한다면 공격적 인하 주장과 가파른 시장금리 하락세가 지속될 수 있다.

삼의 법칙 이슈, 과거 실업률 상승 임계점 경험에 침체 우려 상존



자료: LSEG, 신한투자증권

고용 지표 급랭 가능성 낮음

부진했던 섹터 회복 기대:

- IT, 금융: 견조한 실적에

고용 급랭 가능성 낮음

- 정부 관련 섹터: 대선 전
정부의 지원 지속 예상

실업수당 청구건수,

과거 평균 수준 유지

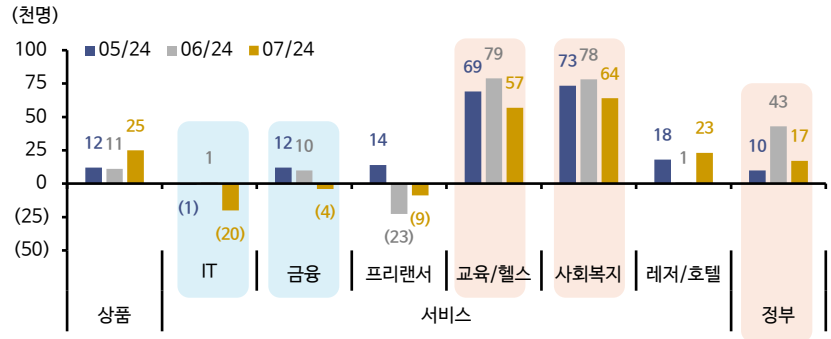
⇒ 9월 25bp 인하 우위

고용시장은 둔화되고 있으나 과거처럼 통제되기 어려운 수준의 급랭이 나타날 가능성은 낮다는 판단이다. 우선 신규 고용자수 둔화 추세는 지속될 수 있다. 6월 초 바이든 정부의 불법 이민자 망명 제한 행정 명령과 비자 발급 제한 조치는 신규 고용자수 둔화로 연결될 공산이 크다. 상반기까지 불법 이민자수는 월평균 20만명을 상회했기에 제한 정도에 따라 신규 고용에 직접적인 영향을 미칠 전망이다. 다만 노동 공급 제한은 실업률 계산에서 분모, 분자에 같은 영향을 미치기에 당장 실업률 상승폭 확대로 연결시키기 어렵다.

실업률 상승의 결정적 역할을 담당하는 주체는 기업이다. 기업 실적에 따라 고용 수요가 결정된다. 7월 고용 보고서에서 신규 고용자수를 섹터별로 나눠보면 전월 대비 증감폭 등락이 두드러지는 섹터는 IT(-2.1만명), 금융(-1.4만명), 교육/헬스케어(-2.2만명), 사회복지(-1.4만명), 정부(-2.6만명) 부분이다. 상장 기업들의 실적 흐름을 프록시 지표로 상정할 때 현재 실적 확대 국면이다. 과거 실적 확대 국면에서 실업률의 하락은 지속되지 않았다. 섹터별로 나눠봐도 IT, 금융의 경우 기타 섹터 대비 가파른 상승세가 확인된다. 즉 IT, 금융의 고용 부진이 지속될 것이라 보기 어렵다. 이외 교육/헬스케어, 사회복지, 정부 부문은 정부 정책 영향이 크다. 11월 대선을 앞두고 관련 부문의 부진이 지속될 가능성은 크지 않다.

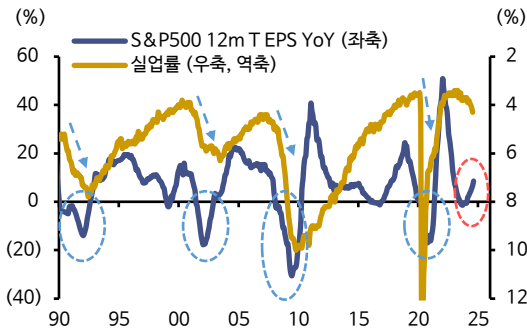
보조 지표에서도 유사한 결론이 도출된다. 매주 확인 가능한 실업수당 청구건수는 과거 평균 수준에서 벗어나지 않았다. 해고율 또한 과거 대비 낮은 수준이 유지되고 있다는 점이 고용 급랭 가능성을 낮춘다. 8월 고용 보고서 확인이 필요하나 현재 환경에서 공격적인 인하가 필요하다고 보기 어렵다. 9월초까지 경제지표가 예상치에서 크게 벗어나지 않는다면 9월 FOMC에서 25bp 인하가 기본이다. 동시에 둔화되는 둔화 흐름을 예방하기 위해 회의당 1회 인하 경로가 예상된다.

섹터별 신규고용자수 증감: IT & 금융 섹터 부진, 정부 관련 일자리 훼손



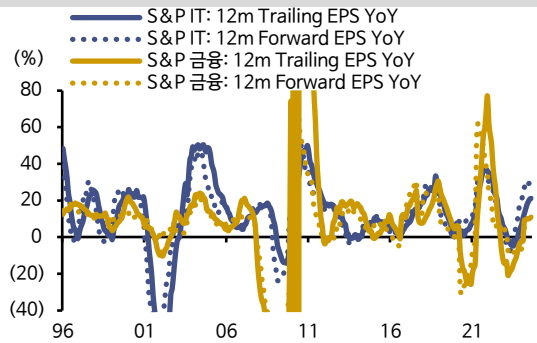
자료: LSEG, 신한투자증권

기업 실적 고려 시, 실업률 상승 가속 가능성 낮음



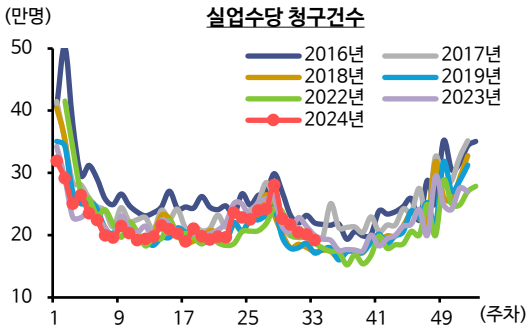
자료: LSEG, 신한투자증권

IT & 금융 섹터의 견조한 실적 확인



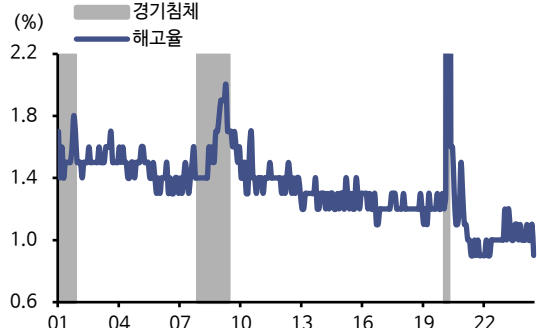
자료: LSEG, 신한투자증권

신규 실업수당 청구건수: 과거 평균 수준



자료: LSEG, 신한투자증권

낮은 해고율로 당장 고용시장 급랭 가능성 낮음



자료: LSEG, 신한투자증권

모두가 예상하는 9월 기준금리 인하 시작, 되돌림을 경계할 타이밍

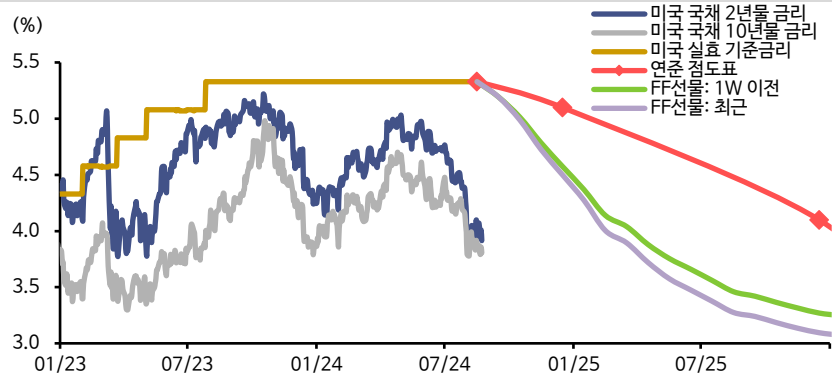
내년 상반기까지 기준금리
인하라는 채권 호재 지속

다만 단기적으로 과도한
프라이싱 되돌리고 갈 전망

물가는 목표 수준으로 회귀하고 있고 고용은 둔화 우려가 커졌기에 통화정책 방향은 기준금리 인하를 기반으로 제약적에서 중립적 수준으로 전환될 것이다. 중립금리에 대한 논쟁은 부분하나 내년말까지 최소 3%중반대 기준금리 전망은 유효하다. 회의당 25bp 인하, 총 200bp 인하를 가정하면 내년 상반기까지 인하 사이클은 지속된다. 채권시장의 호재는 상당기간 이어진다는 의미이다.

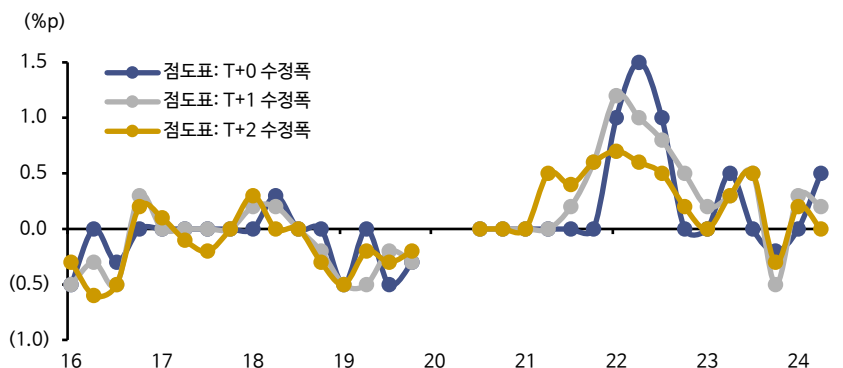
다만 단기적으로 미국 중장기물 국채는 조정 국면에 진입할 가능성이 높다. 미국 국채 10년물 금리는 5월부터 4개월 연속 하락했다. 기준금리 인하, 경기 둔화 재료에 초점을 맞추며 호재를 선반영했다. 현재 시장금리에 반영된 기준금리 경로는 연말까지 100bp 인하, 내년말까지 3%초반 기준금리이다. 9월 기준금리 인하가 시장의 기대를 충족해주기 위해서는 점도표에서 내년 전망치를 100bp 하향 조정해야한다. 6월 FOMC 이후 물가, 고용 환경 둔화로 점도표 하향 조정이 예상되나 시장 기대를 충족시켜주지 못할 가능성이 높다. 오히려 인하 이후 적정 레벨에 대한 고민이 시장금리 반등으로 연결될 수 있다는 점을 유의해야겠다.

6월 점도표가 하향 조정되더라도 과도한 인하 프라이싱 반영 유의



자료: LSEG, 신한투자증권

3개월만에 점도표가 100bp 가까이 하향 조정된 사례 부재



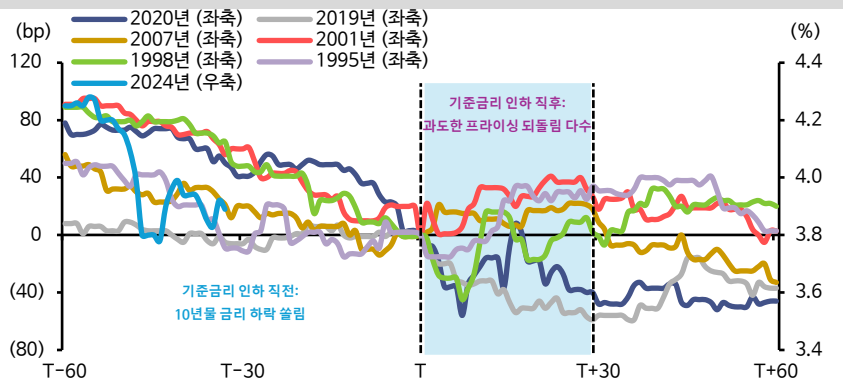
자료: LSEG, 신한투자증권

인하 사이클 시작 직후 되돌림 장세 빈번하게 관찰

금리 되돌림 확인 이후 채권 매수 시점 판단 권고

과거 기준금리 인하 사이클 초반의 시장금리 패턴도 조정 국면 우려를 키운다. 1990년대 이후 2020년까지 총 6번의 기준금리 인하 사이클이 있었다. 인하 사이클 직전 시장금리는 하락 풀림이 뚜렷하다. 반면 기준금리 인하 직후 대다수의 사례에서 되돌림이 관찰된다. 미국 국채 10년물 금리 기준으로 인하 사이클 시작 직후 한 달간 추이를 그려보면 6번의 사례 중 4번은 과도한 프라이싱을 되돌리는 흐름이 나타났다. 금번 인하 시점은 모두가 예상하고 있다. 빅스텝이 아니라면 9월 FOMC에서 기준금리 인하는 금리 하락 모멘텀 강화보다는 불확실성 해소로 해석될 가능성이 높다. 다만 중장기적으로 인하 사이클이 지속될 수 있기에 인하 직후 되돌림 국면을 매수 타이밍으로 활용해야한다는 생각이다.

90년대 이후 기준금리 인하 사이클 시작 전후 미국 10년물 금리 움직임



자료: LSEG, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 박민영).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.