



키움증권 리서치센터 투자전략팀
채권전략 안내하 yhahn@kiwoom.com



미 연준 50bp 인하 가능성 점검

Check Point

- 미 7월 ISM 제조업지수, 7월 실업률 상승 등에 따라 미 연준 긴급 혹은 9월 빅 컷(50bp) 가능성이 부각. 특히 실업률 상승과 삼의 법칙으로 미국 경기 침체 우려가 높아짐. 실업률 4.3%는 미 연준이 예상해왔던 실업률 범위에서는 벗어난 수준이었다는 점을 고려, 연준의 대응 필요 영역에 진입했다고 보는 것이 적절하며, 기존의 1~2회 인하보다는 대응 폭이 더 커질 것으로 봄
- 침체 리스크가 높아진 것은 사실이나 2분기 성장률 호조와 여전히 절대적으로 낮은 실업률 수준을 고려하면 급격한 냉각 가능성은 현재로서는 낮게 평가함. 따라서 한 달 데이터보다는 추세를 보아야 한다는 연준 위원들의 진화 발언 등이 이어지면서 9월 50bp 인하 가능성은 낮게 평가. 기존의 9월, 12월 연내 두 차례 인하에서 9, 11, 12월 세차례 인하로 전망 수정.
- 단, 리스크 요인은 실업률의 추세 상승. 9월 FOMC 전 8월 실업률 데이터를 추가로 확인하는 과정에서 실업률의 추가 상승폭 확대가 확인될 경우 9월 50bp 인하 대응 가능성도 열어둘 필요.
- 당사 예상보다 정책금리 인하폭이 더 확대된다는 점을 고려할 때, 미국채 10년물 하단은 기존의 3.8%에서 3.5%로 전망치 하향 조정.

지난주 발표된 미국 경제지표로 미국 경기 침체 우려가 부각되었다. 7월 FOMC 때만 하더라도 파월 연준 의장이 50bp 인하 대응 가능성은 상정해두지 않으며, 경기 경착륙 가능성 또한 낮게 평가한다고 했으나 7월 미국 실업률이 4.3%로 상승함에 따라 미국 경기 침체 가능성이 급부상한 것이다. 특히 Sahm rule(실업률의 3개월 이동평균이 지난 12개월 최저치 대비 0.5%이상 상승시 경기 침체를 의미하는 지표)이 0.53을 가리키면서 절대적으로 낮은 실업률 수준에도 불구하고 경기 냉각 우려가 등장했다.

이와 함께 미 연준의 9월 FOMC에서 50bp 인하 대응 가능성 또한 높아졌다. 지난 금요일 미국 고용보고서 발표 이후 9월 50bp 인하 가능성이 금리 선물 시장에서 74%로 높아졌고, 이는 전일의 22%에 비해 큰 폭으로 높아진 것이다. 사실상 9월 50bp 대응 가능성을 기정 사실화하고 있는 분위기다.

미 연준의 9월 50bp 인하 대응 가능성을 점검하기 위해서는 현재 실업률 수준에 대한 평가가 우선이다. 현재 실업률은 4.3%로 과거 역사상으로 보면 낮은 수준에 위치한다. 그럼에도 미 연준의 대응 가능성이 부각되고 있는 것은 단순히 삼률에 기반하는 것이라기 보다는 미 연준이 전망치로 제시했던 연내 실업률 수준 범위에서 벗어나있기 때문이다. 미 연준의 6월 FOMC 경제 전망 보고서를 보면, 대부분 위원들은 연내 실업률 수준이 4.0~4.1% 수준에 머물 것으로 전망했던 가운데, 3명 정도 위원만이 4.2% 이상으로 오를 것으로 전망치를 제시했으며, 2025년이 되어서야 실업률이 4.3% 수준으로 오르고 2026년까지 비슷한 수준을 유지할 것으로 전망한 바 있다. 타이트한 고용시장 수급에 따라 실업률의 급격한 상승이 어려울 것이라는 시각이 담겨져 있었던 것으로 보인다.

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.

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 사용될 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.

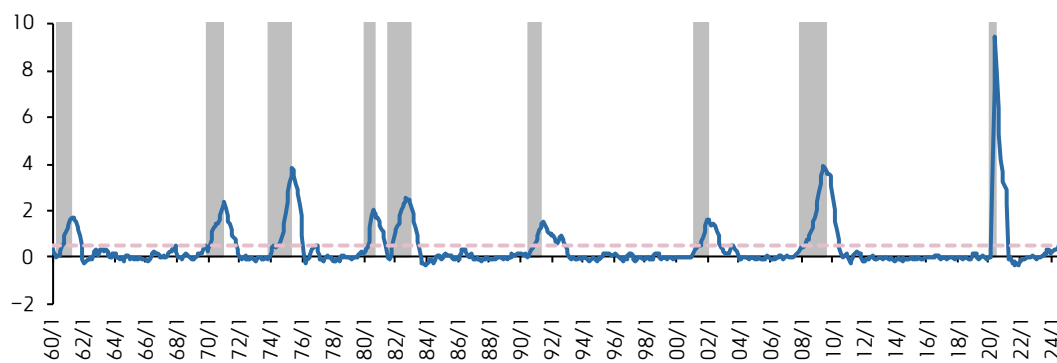
하지만 예상과 달리 경제활동 인가와 함께 실업자수도 증가했으며, 고용시장 내 공급이 증가하고 있으며 인텔의 감원 등과 같이 기업들의 수요 또한 줄어들고 있어 점차 타이트한 수급이 완화될 것으로 예상된다. 수요 둔화에 따른 실업률 상승 우려가 높아지는 등 추가적인 실업률 상승이 우려되고 있는 점을 고려시, 미 연준이 달라진 경제 환경에서 통화정책 대응 또한 달라질 것으로 보는 것이 적절하다. 이러한 점을 고려할 때 미 연준은 당사가 기존에 제시했던 9, 12월 연내 두차례 인하가 아닌 9, 11, 12월 총 세차례 금리 인하를 할 것으로 전망을 수정한다.

단 50bp 인하 가능성에 대해서는 낮게 평가한다. 지표 등을 통해 침체 리스크가 높아진 것은 사실이지만, 실업률 등의 고용지표는 동행성이 강하다는 점을 고려할 필요가 있다. 고금리에 따른 수요 둔화 등으로 경기가 둔화되고 있는 것은 사실이나, 절대적으로 실업률 수준이 낮으며, 2분기 미국 경제는 소비 중심으로 확장 추세를 이어왔다는 점 또한 3분기 급격한 냉각 가능성을 낮추는 요인으로 본다. 고용지표 발표 이후 시카고 연은 총재가 “한 개의 지표에 과잉반응하지 않을 것”이라고 언급했던 것과 같이 9월 FOMC 까지 미 연준 위원들은 50bp 인하 가능성에 대해 진화 발언에 나설 것으로 본다. 당장의 대응 필요성을 언급하기에는 미 연준의 정책 실기론과 경기 대응 판단 오류 등을 인정하는 셈이 되며 이로 인해 시장 변동성이 더욱 커질 수 있는 점 또한 고려해야 하기 때문이다.

단, 리스크 요인이 있다면 실업률의 추세적인 가파른 상승세가 이어지는 경우다. 고용시장이 예상보다 더 빠르게 냉각되면서 9월 FOMC 전 8월 실업률 데이터가 더 오르게 될 경우 9월 미 연준은 50bp 인하로 대응할 가능성이 높다.

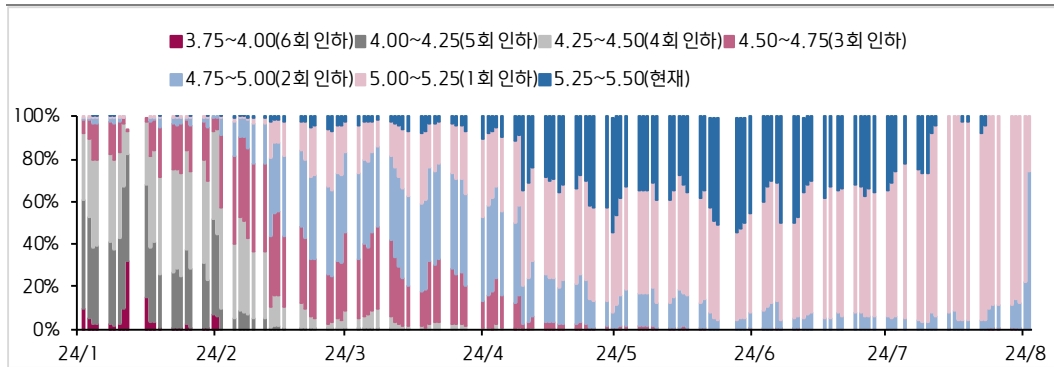
한편 이와 같은 상황에서 미국채 10년물 금리의 하단은 3.5%로 하향 조정한다. 기존 미 연준의 금리 인하 수준에 따라 미국채 10년물 금리 하단을 3.8%로 설정한 바 있으나, 예상보다 고용시장이 둔화되고 있는 점과 이에 따른 미 연준의 연내 2회가 아닌 3회 인하를 반영해 10년물 금리는 3.5% 수준에서 하단이 형성될 것으로 본다. 현재의 경기 침체 우려가 다소 과도하다는 점, 미 연준의 금리 인하폭이 3회 이상으로 과도하지 않을 가능성이 높다는 점 등을 고려할 때 최근의 가파른 하락세 이후 추가 하락에 속도 조절이 있을 것으로 전망한다.

Sahm rule



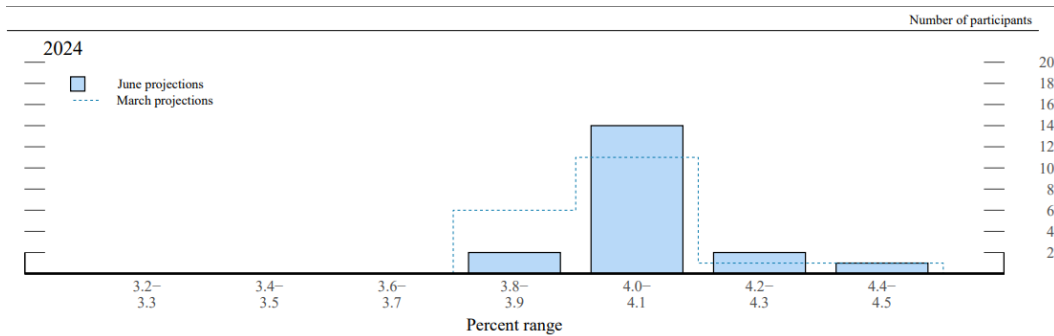
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

CME Fedwatch 9월 FOMC 정책금리 전망 추이



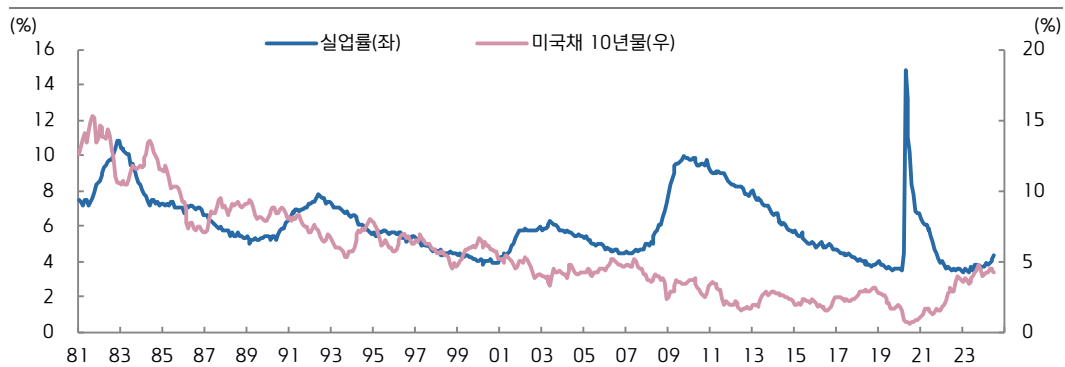
자료: CME Fedwatch, 키움증권 리서치센터

미 연준 6월 FOMC 경제전망 - 2024년 실업률 전망 분포도



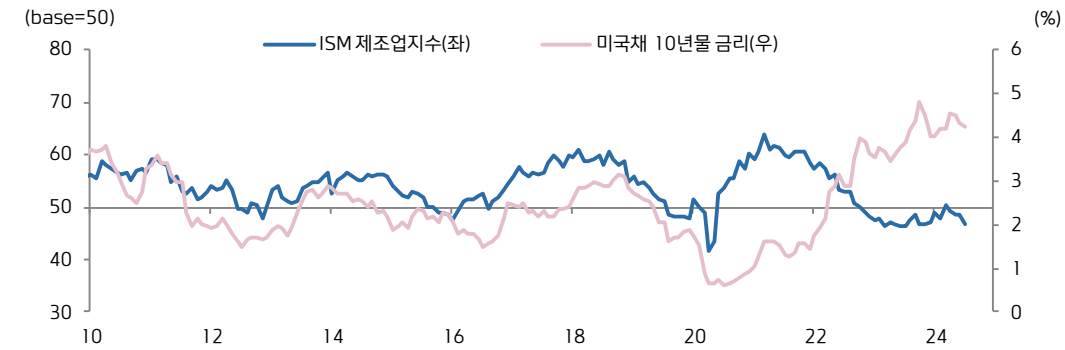
자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

미국 실업률과 미국채 10년물 금리 추이



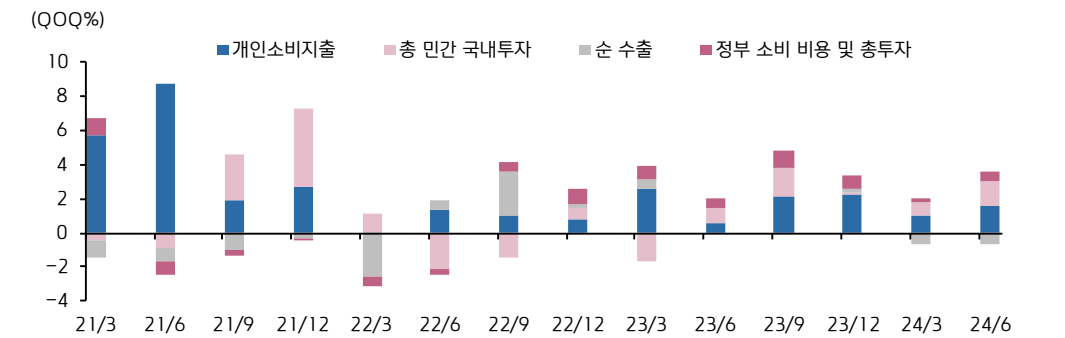
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 ISM 제조업지수와 미국채 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 GDP 성장률 기여도 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

