2025년 9월 11일

크로스에셋/해외주식 Strategist 김일혁, CFA, FRM
holistic@kbfg.com

더 많은 리포트 보기

Global Insights

금리 곡선이 가팔라질 거라는 확신이 흔들릴 수 있는 이유, 경제지표 발표 일정

고용시장에 걱정을 키우는 재료들이 더 나오면서 더 낮아질 기준금리 저점 전망치

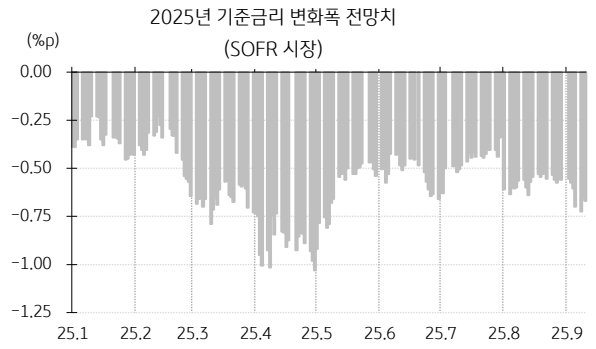
- **순이민자 추정치를 대폭 하향 수정한 의회예산국 (CBO)**. CBO는 출산율 감소와 반이민정책으로 인한 순이민 감소로, 향후 수 십년 동안 미국의 인구 증가율이 둔화될 거라고 전망. 1월에 추정치를 내놓았을 때는 트럼프 정부의 반이민정책의 영향을 제대로 반영하지 않았음. 그러나 반이민정책으로 상반기에만 외국 태생 (이민자) 인구가 150만명 감소했다는 퓨리서치의 분석을 감안하면, CBO의 기존 추정은 현실과 크게 다름. 이를 반영해서 CBO는 2025년 순이민자 추정치를 200만명에서 40만명으로 대폭 하향 수정. 2023~2024년에 연간 약 300만명씩 순이민자가 늘었던 것과 비교하면 이민자 유입으로 인한 인구 증가세가 크게 꺾이는 것. 2026년 순이민자 추정치도 기존 160만명에서 60만명으로 하향 수정. 그러나 이 수정도 퓨리서치의 추정과 비교해보면, 여전히 관성에서 벗어나지 못하고 순이민자를 과대추정하고 있음

- **인구를 과대추정하고 있는 인구통계국**. 노동통계국은 기업과 가계를 대상으로 조사한 고용보고서를 발표하는데, 경제활동인구와 실업률 같은 수치는 가계대상조사를 바탕으로 함. 그러나 약 6만 가구를 대상으로 조사하는 가계대상조사는 표본 수가 크지 않아서 모집단 추정치에 따라 값이 많이 달라질 수 있음. 그리고 모집단 추정치는 인구통계국의 인구 추계치를 사용하는데, 월간 인구 추계치는 이전 순이민자 증가 속도를 반영해서 추정. 즉, 현재 사용하고 있는 월간 인구 추계치는 2023년 7월부터 2024년 6월까지의 순이민자 증가 속도를 반영하는데, 이 시기는 순이민자가 급증했던 시기. 인구통계국은 이 시기에 순이민자가 280만명 증가했다고 추정했는데, 이를 바탕으로 한 보간법을 사용해서 추정한 올해 인구 추계치는 반이민정책으로 인한 순이민자 수 증가세 둔화 또는 순이민자 감소 전환을 반영하지 못하고 있음. 따라서 내년 1월에 인구통계국의 인구 추계치가 업데이트되면 노동통계국의 고용보고서에서 여러 수치들이 영향을 받을 전망

- **고용시장에 대한 걱정이 높아지면서, 내년 초에도 이어질 수 있는 기준금리 인하 압력**. 내년 초에 더해질 가장 큰 영향을 받는 건 생산가능인구나 경제활동인구 같은 인구 수준 (level) 수치들. 이 수치들이 대폭 하향 수정되면서, 미국의 고용 수준이 현재 집계되고 발표되는 수치보다 크지 않다는 걸 확인하게 될 전망. 반면, 상대적으로 경제활동참가율이나 실업률 같은 비율 (rate) 수치들은 분자와 분모 값 모두가 변경되기 때문에 큰 영향을 받지는 않을 것. 그러나 미국 태생 인구에 비해 경제활동참가율이 높고 실업률이 낮은 편인 이민자들의 인구가 줄어든 현실을 반영하면, 경제활동참가율은 낮아지고 실업률은 높게 발표될 수 있음. 이번주 화요일에 3월 비농업부문 고용자 수가 대폭 하향 수정된 예비치가 나오면서 고용시장 상황이 썩 좋지 않다는 걸 확인했고, 연방 기금금리 선물 시장은 연내 기준금리 3회 (75bp) 인하 가능성을 69.5% 반영. 내년 1월에는 인구추계치를 반영해서 고용시장이 약하다는 걸 재차 확인하면, 추가 기준금리 인하 압력을 높일 전망. 내년 2월에는 화요일에 나온 3월 비농업부문 고용자 수 수정 예비치가 12월 수치까지 포함한 수정 확정치로 나올 예정. 3월 이후에 고용지표 둔화가 가속됐는데, 6월에 비농업부문 고용이 감소하기도 했던 걸 생각하면, 하향 수정됐을 때 고용이 감소한 달이 지금까지 발표된 것보다 더 많이 나올 수도 있음

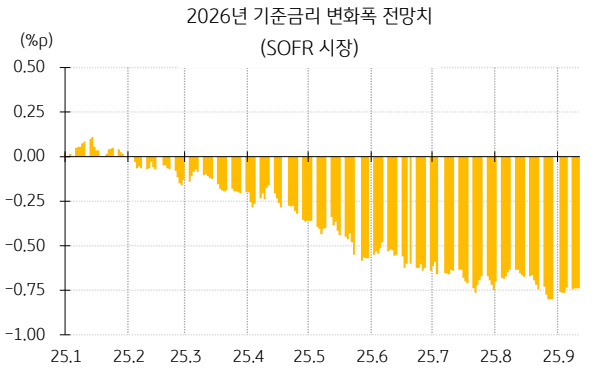
- **시장의 금리 스티프닝 확신이 흔들릴 수 있는 이유**. 연말까지의 기준금리 인하 전망은 강화됐지만, 이번 기준금리 인하 사이클의 저점 (terminal rate) 전망치는 크게 낮아지지 않았음. 그러나 고용시장 우려가 높아지면 저점 전망치가 낮아지면서 장기금리 하락세를 이끌 수 있음

그림 1. 연내 기준금리 인하 전망치는 '3회' (75bp) 부근에 다시 근접



자료: Factset, KB증권

그림 2. 내년 기준금리는 '3회 (75bp) 인하' 수준에서 2개월째 머무르는 중



자료: Factset, KB증권

표 1. 경제지표 발표 일정

15	16	17	18	19
일본 휴장 (경로의 날) 08:55 한국 8월 무역수지 11:00 중국 8월 산업생산, 소매판매 18:00 유로존 7월 무역수지 21:30 미국 9월 뉴욕 연은 제조업PMI	06:00 한국 8월 수출입물가지수 18:00 독일, 유로존 9월 ZEW 경기전망지수 유로존 7월 산업생산 21:30 미국 8월 소매판매 수출입물가지수 22:15 미국 8월 산업생산 23:00 미국 9월 NAHB 주택시장지수	08:50 일본 8월 무역수지 18:00 유로존 8월 CPI [확정] 21:30 미국 8월 건축허가건수 22:45 BOC 통화정책회의	03:00 FOMC 16:10 ECB 라가르드 총재 연설 17:00 유로존 7월 경상수지 ECB 귄도스 부총재, 부흐 이사 연설 21:30 미국 9월 필라델피아 연은 제조업PMI 주간 실업수당 청구건수	08:30 일본 8월 CPI 11:30 BOJ 우에다 총재 연설 12:00 BOJ 통화정책회의 16:00 독일 8월 PPI
22	**23**	**24**	**25**	**26**
21:30 미국 8월 시카고 연은 국가활동지수 23:00 유로존 9월 소비자신뢰지수 연준 무살렘 총재 연설	일본 휴장 (추분절) 01:00 연준 해맥 총재 연설 06:00 한국 8월 PPI 16:30 독일 9월 마킷 종합PMI [속보] 17:00 유로존 9월 마킷 종합PMI [속보] 22:45 미국 9월 마킷 종합PMI [속보] 23:00 미국 9월 리치몬드 연은 제조업지수 8월 기존주택매매	03:30 BOC 맥클럼 총재 연설 06:00 한국 9월 소비자신뢰지수 09:30 일본 9월 마킷 종합PMI [속보] 17:00 독일 9월 Ifo 기업체감지수 23:00 미국 8월 신규주택매매	05:10 연준 데일리 총재 연설 08:50 BOJ 통화정책회의 의사록 13:00 독일 8월 자동차신규등록 15:00 독일 10월 GfK 소비자동향지수 21:10 연준 굴스비 총재 연설 21:30 미국 8월 내구재수주 2분기 GDP [확정] 주간 실업수당 청구건수	00:00 미국 9월 캔사스시티 연은 제조업PMI 04:30 연준 데일리 총재 연설 08:30 일본 9월 CPI 21:30 미국 8월 개인소득/개인소비지출 23:00 미국 9월 미시간대 소비자심리지수 [확정]

자료: LSEG, KB증권

투자자 고지 사항

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.