# 하나채권

## Fixed Income

## '주간' ADP 고용 해석과 12월 인하 전망

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 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.

- BLS의 고용 보고서 공표가 지연되는 가운데 노동시장 판단을 위해 (1) 주간 ADP 고용, (2) 주간 실업수당 청구건수, (3) 시카고 연은 실업률 추정에 주목
- 특히 '주간' ADP 고용의 중요도가 점차 커질 것. 전일 발표된 수치는 -2.5k (11/1 기준). 9월은 물론 10월 비농업고용도 부진할 가능성을 시사
- 12월 기준금리 인하와 내년 초까지 국채 금리 하락 전망 유지

### 11/20, 9월 비농업고용 발표. 노동시장 상태 파악 위해 다른 지표들을 참고할 필요

셧다운 여파로 BLS의 9월 고용상황보고서(employment situation report)*가 11월 20일에 공표될 예정이다. 9월 지표는 이미 2개월이나 지난 시점의 수치다. 노동시장의 현 상태를 명확하게 파악하기 어려워 다른 지표들에 의존할 수밖에 없는 상황이다.

하나채권은 (1) 주간 ADP 고용, (2) 주간 실업수당 청구건수, (3) 시카고 연은 실업률 추정을 유심히 보고 있다. 특히 주간 ADP 고용을 일각의 비판에도 불구하고 신뢰도가 높은 지표로 본다. 결론은 고용이 여전히 둔화 추세에 있으므로 12월 인하를 전망하며, 혹여 12월에 동결하더라도 인하 사이클이 유효해 연초까지 국채 금리의 하락을 예상한다.

*[참고] 케빈 하셋 백악관 경제자문위원장에 따르면, 10월 보고서는 기업(establishment) 조사만 발표되고 실업률 등이 포함되는 가계(household) 조사 결과는 제외될 예정이다.

### '주간' ADP 고용지표의 중요도 커질 것. 당장은 10, 11월 모두 고용 둔화를 시사

(1) ADP의 전국고용보고서(NER)*은 매월 BLS의 고용상황보고서보다 약 이틀 앞서 발표된다. 같은 달의 비농업고용(NFP) 예측력이 떨어진다는 비판 속에 지표의 중요도가 낮게 평가되곤 했다. 그러나 비농업고용이 발표되지 않는 지금 상황에서 무시할 수 없고, 2025년에는 NFP와 ADP 고용이 매우 유사한 흐름을 나타냈다 **[도표 1]**. NFP가 발표되지 않은 9, 10월 ADP 고용은 각 -32k(수정: -29k), +42k를 기록했다.

그리고 ADP는 매주 화요일에 '주간' 전국고용보고서를 발표하기 시작했다. ADP의 월간 고용이 발표되는 주를 제외한 주간에 발표되며, 기준 시점 대비 2주 후에 4주 평균을 발표한다 (11월 18일 발표된 ADP 주간 보고서는 11월 1일 기준 4주 평균 고용을 의미). 비농업고용과 아주 유사한 월간 ADP 고용(2nd)이 주간 데이터를 기반으로 만들어진다는 점을 고려하면, 주간 데이터의 신뢰도가 높다 (반면 월간은 12일 포함된 주간이므로 그 해당 월의 고용을 부분적으로만 반영되는 한계). 매주 발표될 주간 ADP 고용은 해당 시기의 고용 상황을 평가하는데 중요한 잣대가 될 것이다.

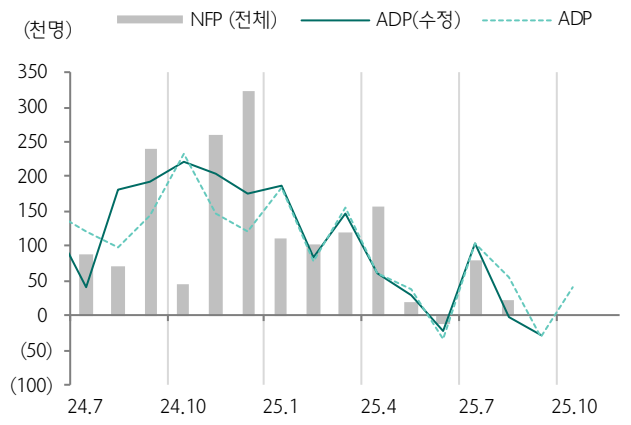
채권전략 박준우, CFA junoopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

10월 1, 2, 3, 4주차 ADP 주간 고용은 각 9.3k, 14.0k, 4.8k, -14k이었고, 11월 18일 발표된 11월 1일 기준으로는 -2.5k였다. **[도표 2]**는 주간 고용에 4를 곱하여 월간 수치와 비슷한 기준으로 나타낸 것이다. 시장은 9월 ADP 고용에 근거해 목요일에 발표되는 고용 부진을 점치고 있다. 중요한 것은 10월도 생각보다 부진할 가능성이 높다는 것이다. 10월 월간 ADP 고용은 +42k로 반등한 것처럼 보이지만, 10월 1~2주차만 반영된 결과다. 주간 기준으로 10월 4, 5주차는 고용이 감소하고 있다 (단, 주간 데이터도 약 2주 데이터는 수정 발표). 10월 ADP 고용의 하향 조정은 물론 비농업고용의 부진이 예상된다.

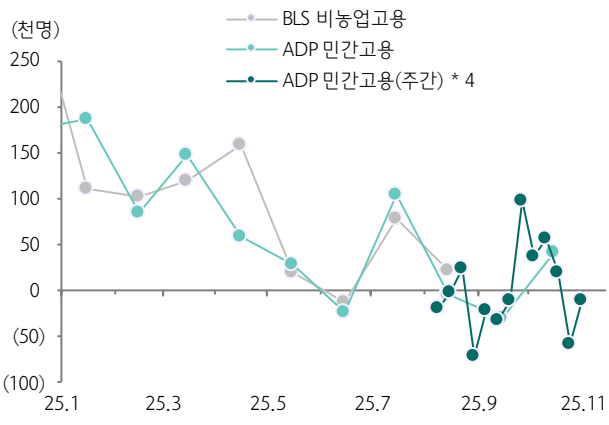
*[참고] 월간 ADP와 BLS 고용의 관계: 월간 ADP 고용은 한 번 (1st, 2nd), BLS 고용은 두 번 수정된다 (1st, 2nd, 3rd). ADP 고용 1st와 BLS 고용 1st는 관계가 느슨하다 [도표 3]. ADP 고용 2nd는 BLS 고용 1st 설명력이 매우 높다 [도표 4]. ADP는 12일이 포함된 주간을 기준으로 월간 1st를 발표하고, 이후 주간 데이터를 확보하여 2nd를 발표하기 때문이다. 그리고 ADP 고용 2nd와 BLS 고용 3rd는 양의 관계가 더 뚜렷해진다 [도표 5]. ADP와 BLS의 고용은 정보 수집 시기와 방법 차이로 속보치(1st)는 차이가 크지만 수정을 거치면서 거의 같아진다.

**도표 1. ADP 고용과 BLS 비농업고용(NFP)**
**: ADP의 정확도에 대한 의구심에도 2025년은 NFP와 상당히 유사**



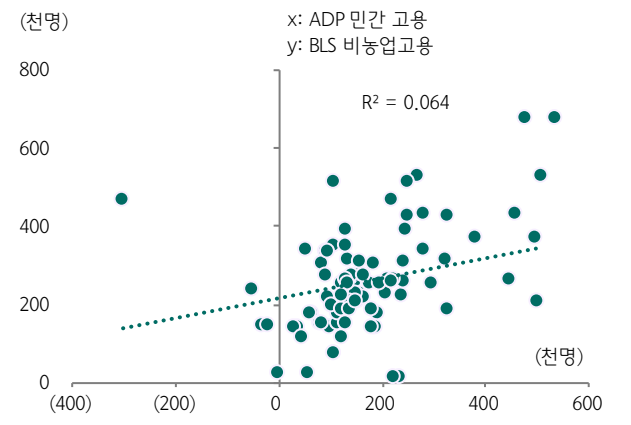

주: 비농업고용은 수정치가 발표된 경우는 수정치(8월은 1st, 7월은 2nd 기준)
자료: BLS, ADP, LSEG, 하나증권

**도표 2. '주간' ADP 고용**
**: 11/1 기준 4주 평균 -2.5k로 10월 비농업고용도 부진할 가능성 시사**



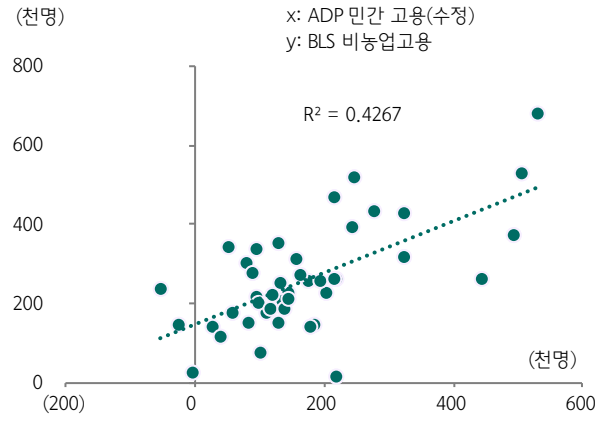

주: 주간 고용은 월간 수치와 비교하기 위해 4를 곱한 수치
자료: BLS, ADP, LSEG, 하나증권

**도표 3. (1) ADP 고용(1st)과 BLS 고용(1st)의 관계**
**: 두 지표의 속보치 간의 관계는 느슨**



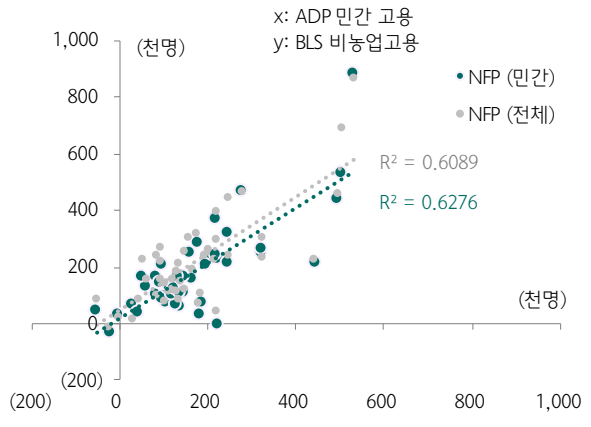

주: 2022년 이후 기준
자료: BLS, ADP, LSEG, 하나증권

**도표 4. (2) ADP 고용(2nd)와 BLS 고용(1st)의 관계**
**: ADP 수정치와 BLS 속보치는 뚜렷한 양의 관계**



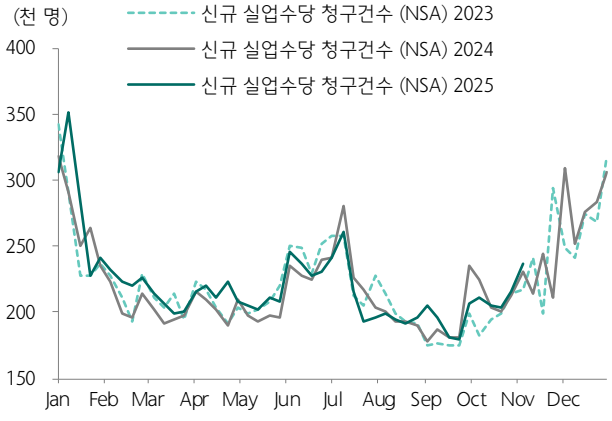

주: 2022년 이후 기준
자료: BLS, ADP, LSEG, 하나증권

**도표 5. (3) ADP 고용(2nd) BLS 고용(3rd) 관계**
**: 최종 수치끼리 비교하면 매우 유사**




주: 2022년 이후
자료: BLS, ADP, LSEG, 하나증권

**도표 6. 주간 신규 실업수당 청구건수**
**: '23, '24와 마찬가지로 실업 급증의 조짐은 없음**




자료: FRED, LSEG, 하나증권

## 주간 실업수당 청구와 시카고 연은의 실업률 추정도 중요. Challenger 해고는 무시

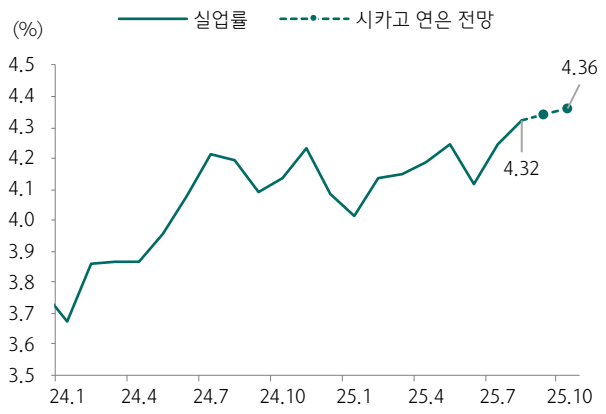
(2) 주간 실업수당 청구건수는 셧다운으로 전국 기준으로 발표되진 않았지만, 주(state)별로 발표한 수치를 합산하여 확인할 수 있다. 11월 8일 주간의 신규 실업수당 청구건수는 비계절조정(NSA) 기준으로 23.8만건이었는데, '23, '24의 같은 주차와 비교하면 실업은 상당히 안정적인 상태로 판단된다 **[도표 6]**.

(3) 시카고 연은의 실업률 추정도 참고할 만하다. 시카고 연은은 신규 실업수당, JOLTS, 컨퍼런스보드 서베이, 뉴욕 연은의 소비자 기대 서베이, 블룸버그 컨센서스, Google Trend, Morgning Consult, Indeed, Lightcast , ADP 등의 정보를 활용하여 실업률을 추정한다. 9, 10월 추정치는 BLS의 공식 8월 실업률(4.32%)보다 소폭 높은 4.34%, 4.36%다 **[도표 7]**. 실업률이 소폭 상승하지만 매우 느린 속도다.

결론적으로 ADP는 저고용을, 주간 실업수당 청구건수와 시카고 연은의 실업률 추정은 저해고 국면을 시사한다. 저고용 & 저해고 환경은 경제의 완만한 둔화를 의미하며, 기준금리를 중립 수준으로 인하하는 근거로 충분하다. 연준 내에서 기준금리 동결 전망이 강해지는 등 국채 금리도 하락세가 일단락됐으나, 인하 사이클과 함께 국채 금리 하락이 연초까지 이어질 것이다. 연간전망에서 제시한 2026년 1분기 미 국채 10년 금리 3.80% 전망을 유지한다.

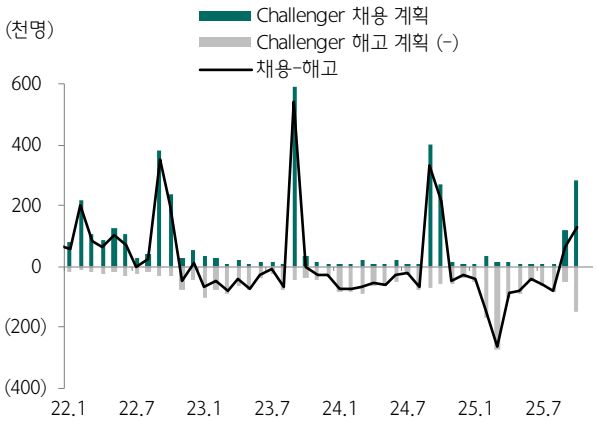
한편 10월 Challenger의 해고 계획 급증은 노이즈에 가까우므로 무시하는 편이 낫다. 같은 기간 채용 계획이 해고 계획보다 훨씬 더 큰 폭으로 증가했다 **[도표 8]**. Challenger의 해고/채용 계획은 실제 BLS의 JOLTS 보고서에서 발표되는 해고/채용을 제대로 설명하지 못한다 [도표 9, 10].

**도표 7. 실업률 추이와 시카고 연은의 추정**
**: 실업률은 점진적 상승이 예상**



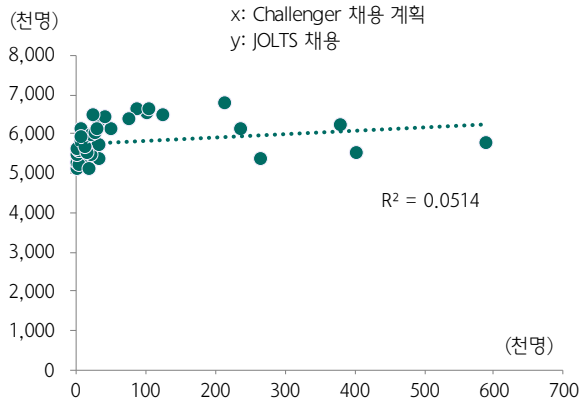

주: 2022년 이후 기준
자료: BLS, ADP, LSEG, 하나증권

**도표 8. Challenger 채용 및 해고 계획**
**: 해고 계획보다 채용 계획이 더 큰 폭으로 증가. 의미부여 자제할 필요**



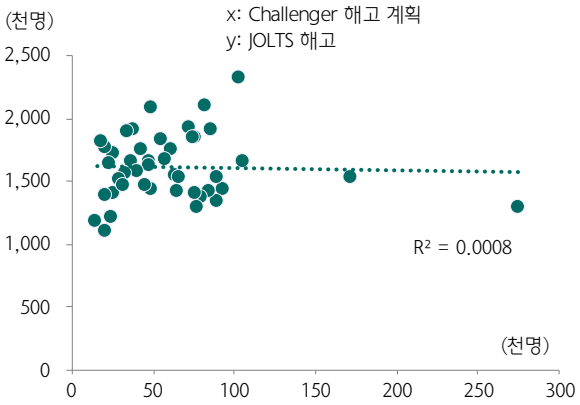

주: 2022년 이후 기준
자료: BLS, ADP, LSEG, 하나증권

**도표 9. Challenger 채용 계획 & JOLTS 채용**




자료: LSEG, 하나증권

**도표 10. Challenger 해고 계획 & JOLTS 해고**




자료: LSEG, 하나증권