



키움증권 리서치센터 투자전략팀
채권전략 안내하



미국채 장기 금리 상승 속도 둔화 예상

미국 고용 둔화와 재무부의 쿠폰채 증액 유보를 고려하면 미국채 장기금리는 당분간 상단이 제한되며 하락 압력을 받을 가능성이 높다. 7월 고용보고서는 노동수요 둔화가 특정 업종이나 일시적인 월별 변동에 그치지 않고 이전 수치의 하향 조정까지 동반하며 누적되고 있음을 보여줬다. 여기에 미 재무부가 높은 차입 수요에도 불구하고 중장기 쿠폰채 입찰 규모를 향후 수개 분기 동안 현재 수준으로 유지하고 추가적인 자금 수요는 단기국채를 통해 흡수하겠다는 방침을 제시하면서, 시장이 우려했던 장기물 공급 충격도 일단 현실화되지 않았다. 고용 둔화가 연준의 추가 인상 가능성을 낮추는 가운데 장기채 공급 부담까지 추가로 확대되지 않는다면, 미국채 장기금리의 상승을 견인해 온 정책금리와 기간 프리미엄 양쪽의 압력이 동시에 완화될 수 있다.

7월 고용 감소는 연준이 물가 안정을 위해 추가 금리 인상에 나설 필요성을 이전보다 낮추는 요인이다. 7월 비농업 고용은 2만3천명 감소했고 5월과 6월 증가폭도 각각 6만6천명과 3만7천명 하향 조정돼, 두 달간 신규 고용은 기존 발표보다 총 10만3천명 줄었다. 5월 이후 3개월간 비농업 고용은 월평균 2만명 증가에 그치며 최근 12개월 평균인 3만4천명에도 미치지 못했고, 민간 고용 역시 7월 3만명 증가에 머물러 노동수요의 기초적인 악화 가능성을 뒷받침했다. 지방정부 교육 부문에서 5만명, 소매업에서 1만9천명의 고용이 감소한 가운데 그동안 신규 고용을 지탱했던 보건의로 부문의 증가폭도 2만2천명으로 최근 12개월 평균인 3만6천명을 하회했다는 점에서, 고용 둔화가 일부 공공부문의 계절적 변동만으로 설명되기는 어렵다.

고용 둔화에도 임금과 실업률이 급격히 악화되지 않았다는 점은 연준의 즉각적인 인하보다 추가 인상 기대의 후퇴를 지지한다. 7월 실업률은 4.1%로 전월과 유사한 수준을 유지했고 시간당 평균임금도 전년 대비 3.2% 상승해, 노동시장이 경기침체에 해당할 정도로 빠르게 위축됐다고 보기는 어렵다. 그러나 경제활동참가율은 61.4%로 1월 이후 0.7%p 하락했고 고용률도 같은 기간 0.5%p 낮아졌으며, 일시해고자 역시 전월보다 15만3천명 증가한 92만1천명으로 확대됐다. 임금 상승률이 연준의 물가 목표와 완전히 부합하는 수준까지 낮아지지는 않았지만, 신규 고용이 감소하는 상황에서 추가 인상으로 노동수요를 더 강하게 억제할 필요성은 이전보다 분명히 낮아졌다. 따라서 7월 고용보고서는 연준의 정책 방향을 곧바로 금리 인하로 전환시키는 재료라기보다는, 적어도 추가 인상 가능성과 정책금리 경로의 상단을 낮추는 재료로 해석하는 것이 타당하다.

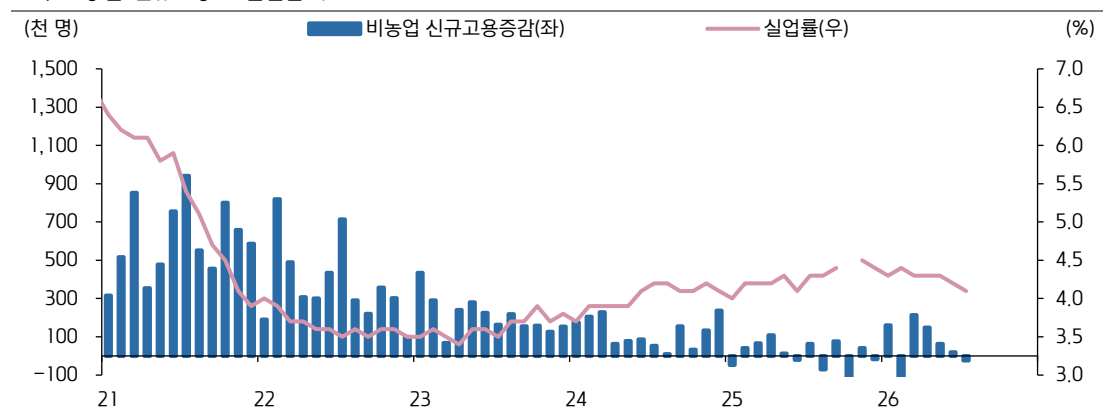
재무부의 쿠폰채 증액 유보는 높아진 차입 전망에도 장기물의 한계 공급 부담이 추가로 확대되지 않을 것임을 시사한다. 미 재무부는 3분기 민간 보유 순시장성 차입 전망을 7,390억달러로 제시해 5월 전망보다 680억달러 상향했고, 4분기에도 6,280억달러를 추가로 조달할 계획이라고 밝혔다. 그럼에도 2년물 690억달러, 3년물 580억달러, 5년물 700억달러, 7년물 440억달러의 입찰 규모를 유지했으며, 신규 발행 기준 10년물 420억달러와 30년물 250억달러 등 장기물 입찰 규모도 기존 수준에서 동결했다. 재무부가 명목 쿠폰채와 변동금리채의 입찰 규모를 향후 수개 분기 동안 유지할 방침이라고 명시한 만큼, 적어도 단기적으로는 재정적자 확대가 중장기 국채의 발행 증가로 직접 연결될 가능성이 낮아졌다.

재무부가 추가 자금 수요를 단기국채와 현금관리증권을 통해 흡수하기로 한 점도 장기금리의 기간 프리미엄 상승을 제약할 수 있다. 재무부는 계절적 또는 예상 밖의 차입 수요에 대해 정기 단기국채 입찰 규모와 현금관리증권을 조정해 대응하고, 10 월에는 계절적 재정지출에 맞춰 단기국채 발행을 다시 확대할 방침이다. 이와 함께 향후 분기 동안 비지표물 국채를 최대 380 억달러 매입하고, 현금관리 목적으로 잔존만기 1 개월~2 년 구간을 최대 250 억달러 매입하는 바이백 계획도 유지했다. 바이백은 신규 발행을 통해 재원을 마련하기 때문에 정부의 순차입이나 전체 국채 공급을 직접 줄이지는 않지만, 유동성이 낮은 비지표물을 시장에서 흡수함으로써 장기물의 거래 여건과 시장 수용력을 개선하는 효과를 기대할 수 있다. 결국 이번 발표는 쿠폰채 발행의 실질적인 감액보다는, 높은 차입 수요에도 장기물 공급을 추가로 늘리지 않는 방식으로 조달구조를 관리하겠다는 의미가 크다.

통화정책 기대와 장기물 수급 여건의 동반 개선은 미국채 금리의 추가 상승보다 기존 고점에서의 하향 안정 가능성을 높인다. 고용 감소와 이전 수치의 하향 조정은 연준의 추가 금리 인상 기대를 낮춰 단기·중기 금리의 상방 압력을 완화하는 한편, 쿠폰채 입찰 규모 동결과 단기국채 중심의 조달은 기간 프리미엄을 통해 장기금리의 상단을 제약할 전망이다. 특히 최근 장기금리 상승에 국제유가와 기대인플레이션뿐 아니라 재정적자 확대와 국채 공급 증가 우려가 상당 부분 반영됐다는 점을 고려하면, 쿠폰채 증액이 현실화되지 않았다는 사실만으로도 기존 공급 프리미엄이 일부 되돌려질 여지가 있다. 이에 따라 당분간 미국채 장기금리는 추가 상승보다 하락 압력이 우세할 것으로 예상하며, 고용과 물가가 추가로 둔화할 경우 하락 폭도 점차 확대될 수 있다.

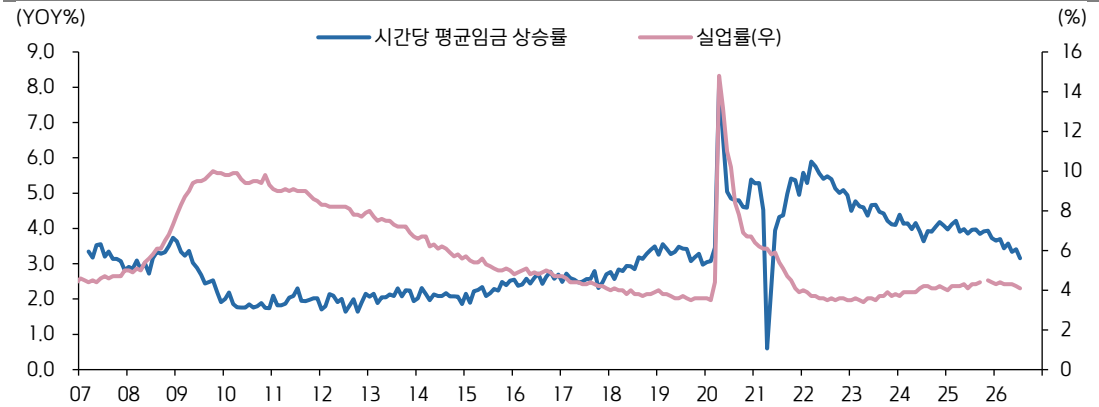
다만 높은 차입 규모와 재정 불확실성이 유지되는 만큼 장기금리의 추세적인 급락을 전제하기는 어렵다. 3 분기 7,390 억달러와 4 분기 6,280 억달러에 달하는 순차입 수요 자체가 감소한 것은 아니며, 단기국채 중심의 조달 역시 향후 쿠폰채 전환 가능성을 완전히 제거하지는 못한다. 경제활동참가율 하락으로 노동공급이 함께 줄어든 상황에서 임금 상승률이 3%대에 머물고 국제유가 상승이 소비자물가로 전이될 경우, 연준의 인상 기대가 다시 높아질 가능성도 남아 있다. 따라서 기본 시나리오는 장기금리의 추세적인 급락보다 고용 둔화와 쿠폰채 증액 유보를 반영한 상단 하향 및 완만한 금리 하락으로 설정하고, 이후 방향성은 물가와 임금의 추가 둔화 및 재무부의 11 월 리펀딩 계획을 통해 재확인할 필요가 있다.

미국 비농업 신규고용과 실업률 추이



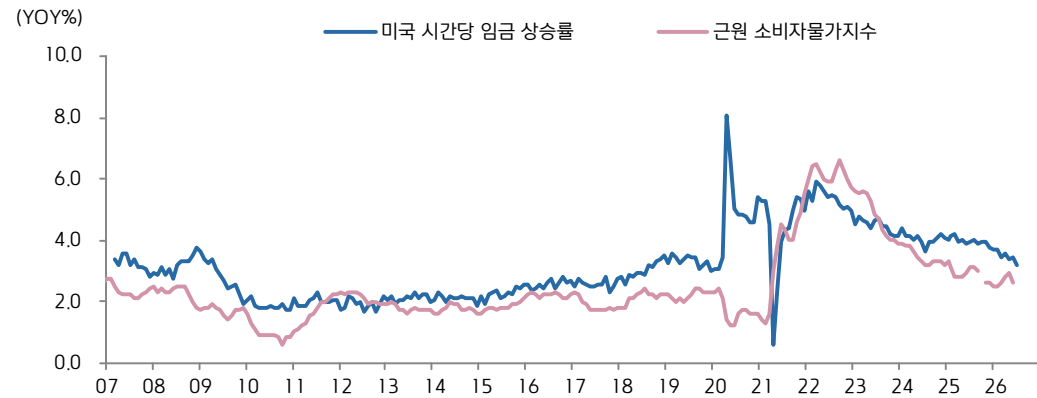
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 시간당 임금 상승률과 실업률 추이



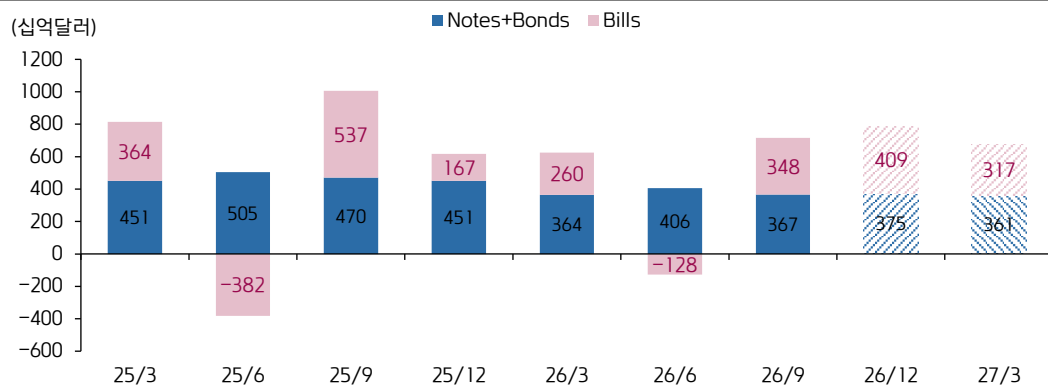
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 시간당 임금 상승률과 근원 물가 상승률 추이



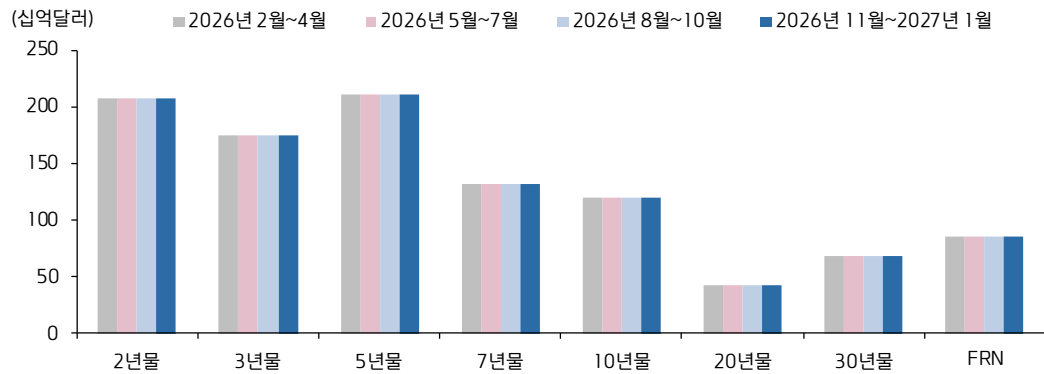
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국채 발행 규모 예정 추이



자료: 미 재무부, 키움증권 리서치센터

미국채 발행 규모 예정 추이



자료: 미 재무부, 키움증권 리서치센터

미국채 금리 분해



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

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 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.
-