

경제/채권전략

미 고용시장 둔화, 한은 8월 백투백에 대한 생각

분석의 기본 가정

- 베스트 재무장관은 1) 미-일 외환 공조 2) QRA 장기물 발행 축소 시사 3) 워시 의장 두둔 4) 중동 전쟁 해결 기대감을 높여 미국채 장기금리 안정을 도모
- 당사는 한은의 8월 백투백 인상 가능성을 여전히 높게 보고 있음. 또한 front-loading이 최종금리 수준을 높이지 않는 쪽으로 해석된다면 시장금리 안정에는 더욱 도움이 될 수 있을 것



경제/채권전략

조용구, Ph.D.

T.02)2004-9520

cho.yong-gu@shinyoung.com

미국 고용시장 둔화, 한은 8월 백투백 인상에 대한 생각

- 지난주 미국채 금리는 하락하며 커브는 소폭 플레트닝. 호르무즈 해협 재개방 기대감을 키우며 국제유가 하락. 중동 전쟁의 합의가 지연되고 있지만 베스트 재무장관의 등장은 긍정적. 미국 7월 고용지표는 둔화 모습을 나타냈으나 실업률은 하락하며 엇갈린 방향성
- 월간고용의 일자리 격차 측면은 기준선 근처 지속. 실업률의 하락은 핵심 연령대가 아닌 나이대에 집중되며 구조적인 제약 존재. 시간당 임금상승률 둔화되며 고용시장 과열 우려 완화, 고용시장에서 강하지 않은 수요와 공급 감소가 확인되어 금리 인상과 인화가 모두 불필요한 균형 상태 시사
- 과거 한국은행이 연속적인 인상 보다는 인상 효과와 금융시장 반응 점검을 통해 완만한 긴축을 추구해 왔던 점과 8월말 잭슨홀, 9월초 2분기 GDP 수정치 및 명목 GDP 확인 심리 등은 10월 인상이 편안해 보이는 배경. 그러나 당사는 한은 총재가 강조했던 2분기 GDP와 GDI, 7월 CPI, 반도체 가격과 가계부채 등 측면에서 8월 백투백 인상의 여건은 갖춰진 것으로 판단

금리전망 및 투자전략

- 미 연준 내년 1분기까지 정책금리 동결(3.50~3.75%), 한은 8월, 11월 25bp 인상 전망(연말 3.25%, 최종금리는 내년 1분기 3.50% 리스크 존재)
- 미국의 7월 고용지표 둔화는 연준에게 9월 금리 동결의 정당성을 제공하면서 시간을 벌어주는 효과로 작용. 베스트 재무장관의 다양한 정책 대응과 발언은 미국채 장기금리를 안정적으로 관리하겠다는 의지를 보여줌. 당사는 여전히 최소 내년 1분기까지 동결 장기화를 기본 전망으로 유지
- 원/달러 환율은 8월말까지 법인세 중간예납으로 추가 하락 시도가 이어질 전망. 통화정책 측면에서는 8월 백투백을 단행하더라도 점도표 등을 활용하여 시장에 큰 충격없이 front-loading을 시행할 수 있을 것으로 기대. 당사의 최종 기준금리 전망은 3.25%에서 한 차례 상방리스크를 감안하고 있지만 운용 측면에서는 최종 3.50%로 가정 및 대응하는 것이 적절할 것으로 판단

미국 고용시장 둔화, 한은 8월 백투백 인상에 대한 생각

미국채 금리 하락 마감
국제유가 하락, QRA,
7월 고용 하방 서프라이즈

지난주 미국채 금리는 주요 만기 모두 고르게 하락하며 커브는 소폭 플랫닝이 우세했다. 트럼프 대통령에 이어 베선트 재무장관까지 호르무즈 해협 재개방 기대감을 키우며 국제유가가 다소 낮아졌다. 미 재무부는 분기 국채발행계획(QRA)에서 문구를 수정하면서 향후 장기국채 발행을 줄일 가능성을 열어놓았다. 주말 직전 발표된 노동부의 7월 고용지표는 월간고용이 하방 서프라이즈로 발표되면서 선물 시장의 9월 인상 가능성을 절반 이하로 낮춰 반영했다.

베선트의 중동 전쟁 합의
가능성 시사는 긍정적
고용 둔화 속 실업률 하락

주말에도 이란이 미국의 배상을 요구하는 등 합의가 지연되고 있지만 베선트의 등장은 1) 협상의 핵심이 안보에서 경제로 이동 2) 시장에 신호를 보내는 역할 3) 행정부 내 높은 위상을 감안할 때 긍정적으로 판단된다. 한편 미국의 7월 고용지표는 비농업부문 고용이 2.3만명 감소하고 직전 2개월치도 총 10.3만명 하방 조정되는 등 둔화 모습을 나타냈다(ADP 고용도 최근 동반 둔화). 그러나 실업률은 4.1%로 2개월 연속 하락하면서 13개월 내 최저치를 기록하며 엇갈린 방향성을 보였다.

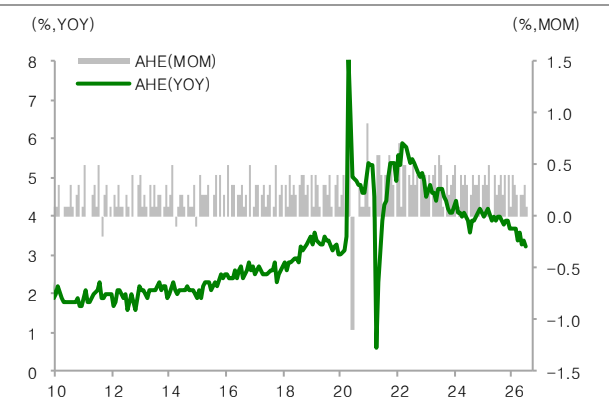
일자리 격차 소폭 (+) 수준
실업률 하락은 경제활동
참가 감소에 주로 기인

월간고용에서 지방정부의 고용 감소는 계절적인 높은 변동성을 고려해야 하며, 서비스업 등 기초적인 고용도 다소 약화되고 있음을 보여준다. 다만 일자리 격차 측면에서는 4월부터 소폭의 (+)를 기록하는 등 기준선 근처를 지속하고 있다. 고용시장을 조금 더 살펴보면 먼저 실업률의 하락은 경제활동참가율 하락(61.4%) 때문인데, 핵심 연령대(25~54세)가 아닌 청년층(16~24세)과 고령층(55세 이상)에 집중되며 구조적인 제약이 존재함을 의미한다.

AHE 상승률 둔화
구인율과 자발적 퇴직률
고용시장 균형 상태 시사

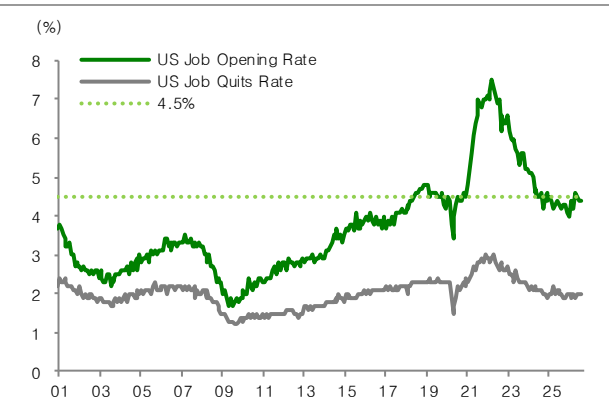
한편 시간당 임금상승률은 전월비 0.1%, 전년동월비 3.2%로 둔화되며 고용시장 과열 우려가 낮음을 보여준다. 윌러 이사가 연준 이코노미스트와 함께 연구한 베버리지 커브에 따라 2022~2024년 강조했던 구인율은 기준선인 4.5% 부근에서 횡보하고 있으며 자발적 퇴직률은 중요 레벨은 2.2~2.3%를 다소 하회하고 있다. 종합적으로 고용시장에서 강하지 않은 수요와 공급 감소가 확인되어, 정책금리 인상과 인하가 모두 불필요한 균형 상태에 가까움을 확인할 수 있다.

도표 1. 미국 시간당 임금상승률 추이



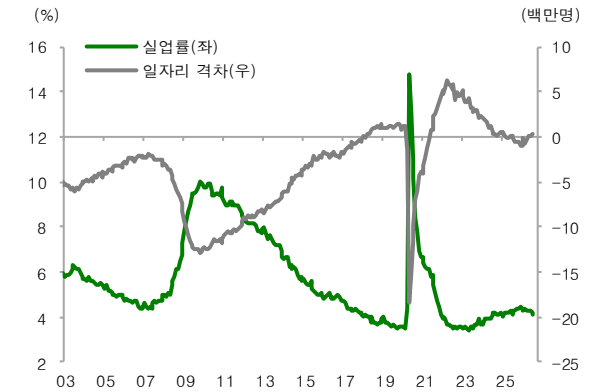
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 2. 미국 구인율과 자발적 퇴직률



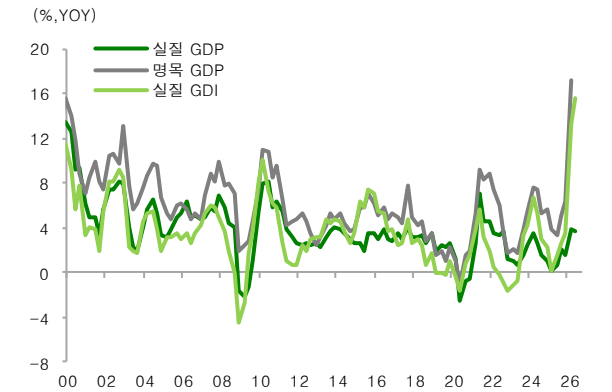
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 3. 미국 실업률 및 일자리 격차



주 : 일자리 격차 = Job openings + Civilian employment - Civilian labor force
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 4. 국내 GDP 성장률과 GDI 증가율



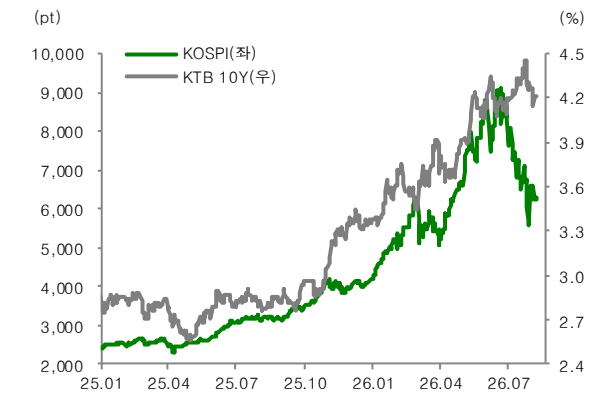
자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

도표 5. 한국은행 기준금리와 통화유동성 증가율



자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

도표 6. 코스피지수와 국고채 10년물 금리



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

8월 백투백 보다는
동결 후 10월 인상이 편한
선택이라는 주장의 배경

당사는 GDP 및 GDI,
CPI, 가계대출 증가 등
백투백 여건 충족 판단

한국은행의 8월 백투백 인상에 대한 이론이 존재한다. 과거 한국은행이 연속 인상 보다는 인상효과와 금융시장 반응 점검을 통해 완만한 긴축을 추구해 왔던 점과 8월말 잭슨홀 컨퍼런스, 9월초 2분기 GDP 수정치와 명목 GDP 확인 심리 등은 10월 인상이 보다 편안해 보이는 배경이다. 7월 주가지수가 상당 폭 조정됨에 따라 경기선행지수와 소비심리 하락이 예상되고 시차를 두고 민간소비에도 부정적 영향이 예상되는 점, 환율이 큰 폭 하락한 점도 8월 금리가 동결될 것이라는 논거다.

그러나 당사는 2분기 GDP와 GDI, 7월 소비자물가지수 측면에서 백투백 인상의 여건은 갖춰진 것으로 판단한다. 헤드라인과 생활물가가 둔화되었지만 근원물가 상승은 칩플레이션과 수요측면의 상승압력을 경계할 수 있는 재료이다. 주가 조정은 금융상황지수의 완화 정도를 축소시키는 요인이지만 총재가 강조했던 반도체 가격은 대체로 견조하다. 또한 마이너스통장 잔액이 증가하는 등 기타대출의 증가 폭이 확대된 점은 긴축을 지지할 수 있는 재료로 해석도 가능하다.

금리전망 및 투자전략

7월 고용 둔화는 연준에
시간 제공, 베네통은 장기
금리 안정에 총력

미국의 7월 고용지표 둔화는 연준에게 9월 금리 동결의 정당성을 제공하면서 시간을 벌어주는 효과로 작용할 것이다. 여전히 7~8월 인플레이션 지표의 중요도는 높은 것으로 판단한다. 베네통 재무장관은 1) 미-일 공조로 엔화 가치 방어 2) QRA에서 장기국채 발행 축소 가능성 시사 3) 워시 의장 두둔 4) 중동 사태 해결 기대감을 높여 미국채 장기금리를 안정적으로 관리하겠다는 의지를 보여준다. 당사는 여전히 최소 내년 1분기까지 동결 장기화를 기본 전망으로 유지한다.

원화 강세 시도 지속
8월 백투백 단행하더라도
최종금리 상향 부재 기대

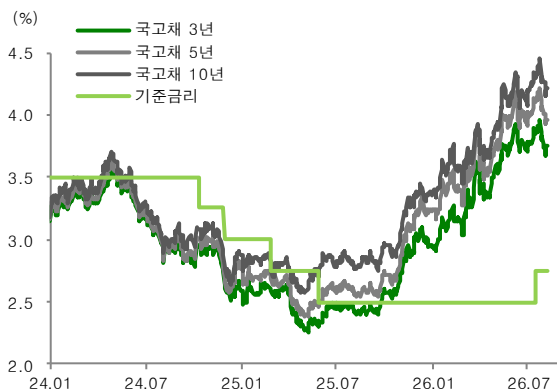
원/달러 환율은 1,400원대 초반까지 하락 추세를 이어가고 있다. 8월말까지 법인세 중간예납(40조원 이상 추정)으로 원화의 추가 강세 시도가 이어질 전망이다. 통화정책 측면에서는 8월 백투백을 단행하더라도 점도표 등을 활용하여 시장에 큰 충격없이 front-loading을 시행할 수 있을 것으로 기대한다. 당사의 최종 기준금리 전망은 3.25%에서 한 차례 상방리스크를 감안하고 있지만 운용 측면에서는 최종 3.50%로 가정하고 대응하는 것이 보다 적절할 것으로 판단한다. 금주 시장금리는 전주 대비 소폭 반등을 예상하며 커브는 플랫닝 우위를 전망한다.

도표 7. 주요 금리와 장단기 스프레드 전망

구분	8/7 종가	주간 레인지
미국채 10년	4.651%	4.55~4.75%
국고채 3년	3.746%	3.72~3.87%
국고채 5년	3.964%	3.94~4.09%
국고채 10년	4.208%	4.15~4.33%
국고채 10년-국고채 3년	46.2bp	41~48bp

자료 : 금융투자협회, 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 8. 주요 국고채 수익률과 기준금리



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

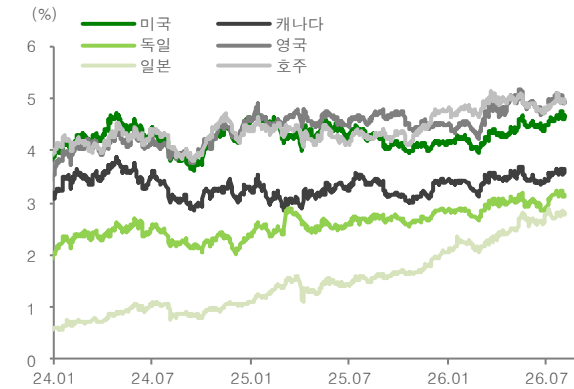
도표 9. 국고채 장단기 스프레드와 회사채 크레딧 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

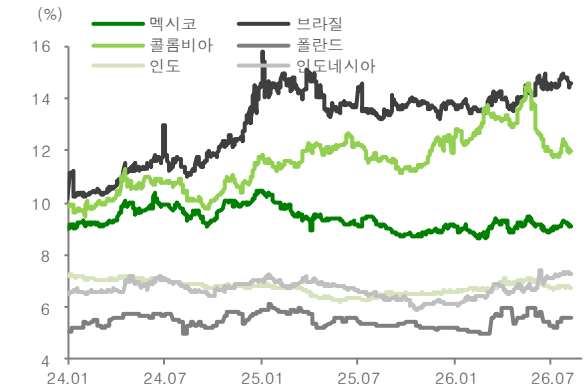
글로벌 채권 금리와 스프레드

도표 10. 주요 선진국 국채 금리



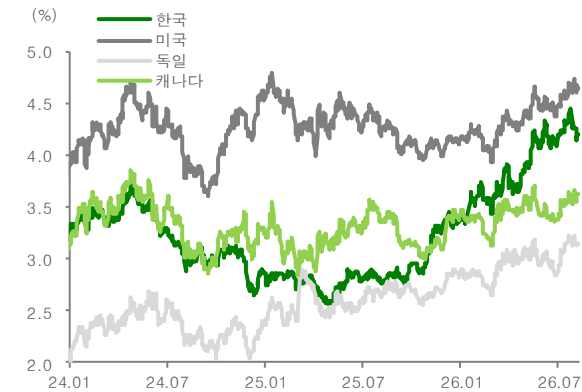
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 11. 주요 신흥국 국채 금리



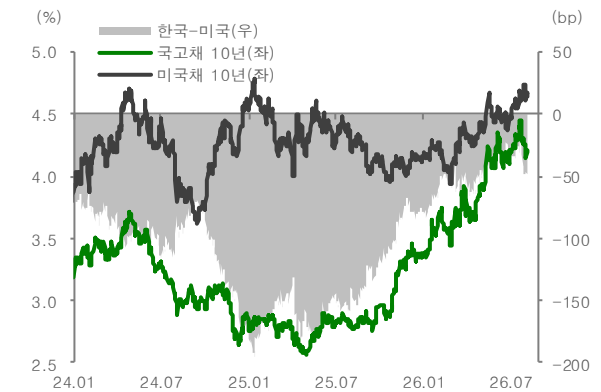
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 12. 한국, 미국, 독일, 캐나다 국채 10년물 금리



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 13. 한-미 국채 10년물 스프레드



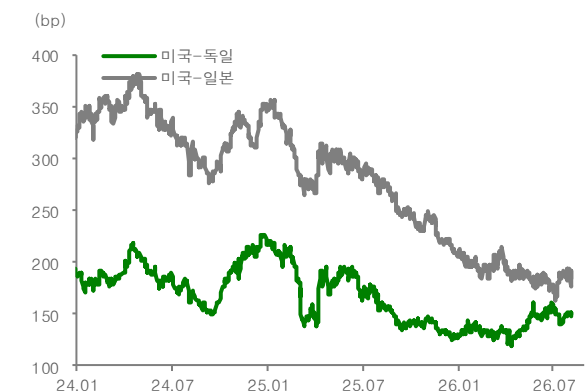
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 14. 유로존 주요국 국채 10년물 스프레드



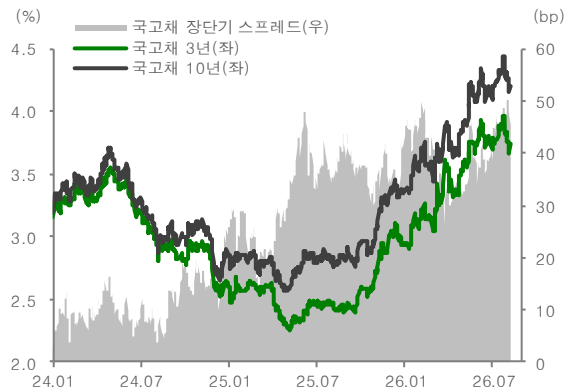
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 15. 마-독, 마-일 국채 10년물 스프레드



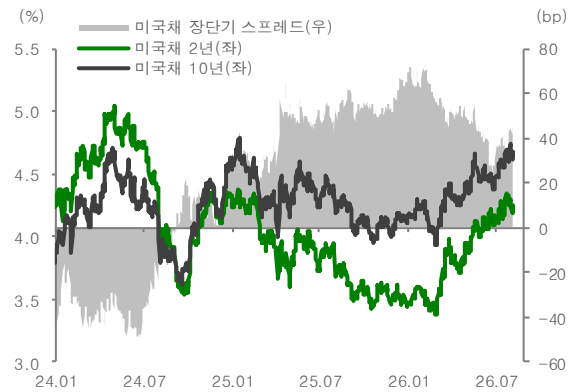
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 16. 국고채 장단기 스프레드



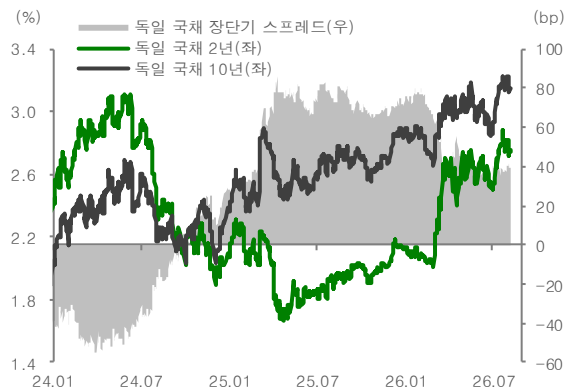
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 17. 미국채 장단기 스프레드



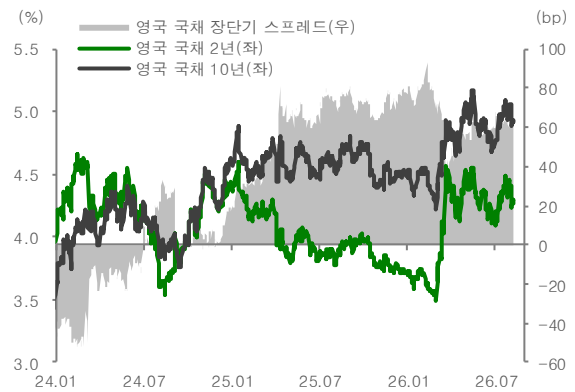
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 18. 독일 국채 장단기 스프레드



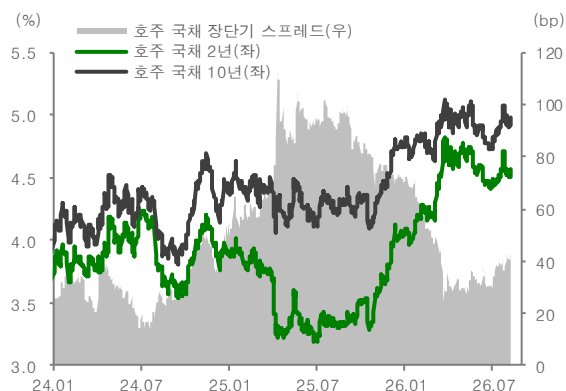
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 19. 영국 국채 장단기 스프레드



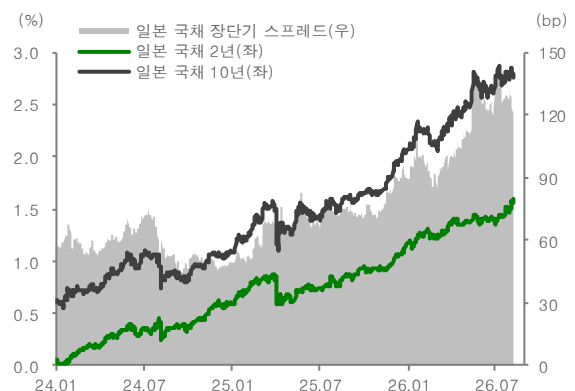
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 20. 호주 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

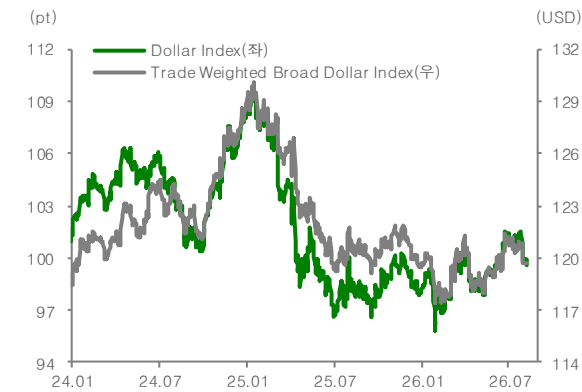
도표 21. 일본 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

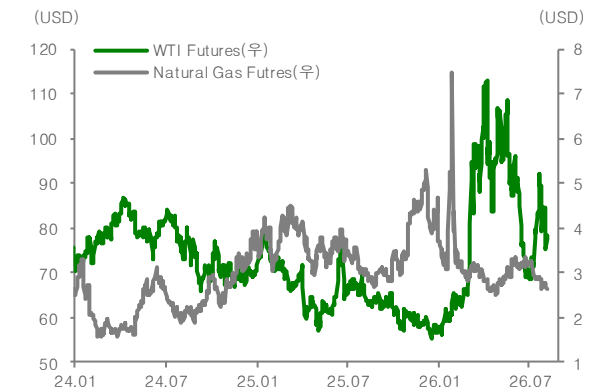
FX/Commodity/Risk 지표

도표 22. 달러인덱스와 무역가중 달러인덱스



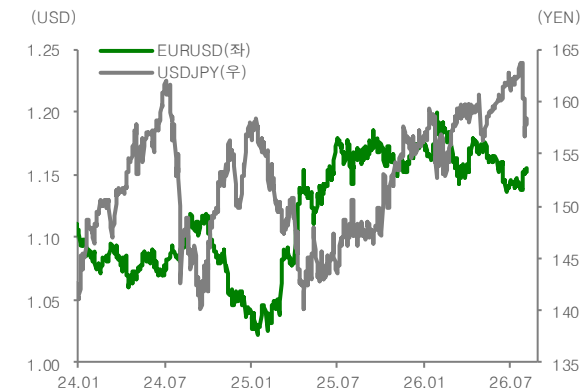
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 23. 국제유가와 천연가스 선물



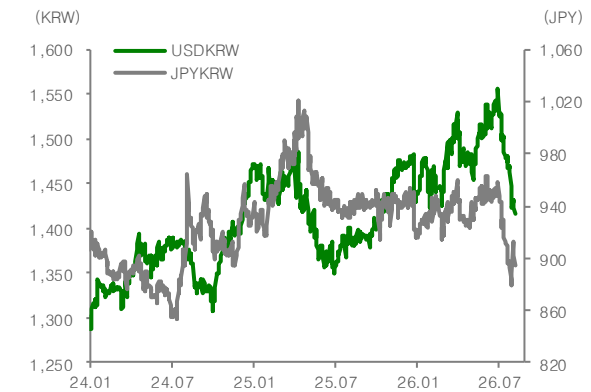
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 24. 달러/유로와 엔/달러 환율



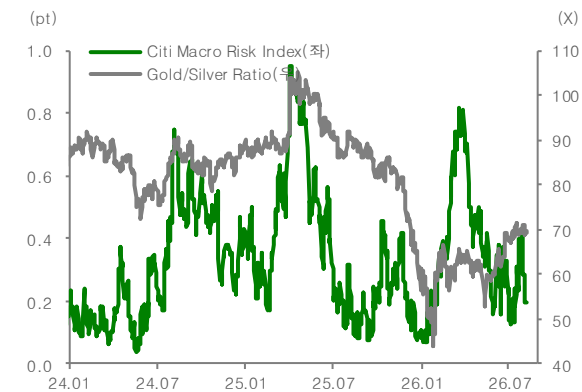
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 25. 원/달러와 원/100엔 환율



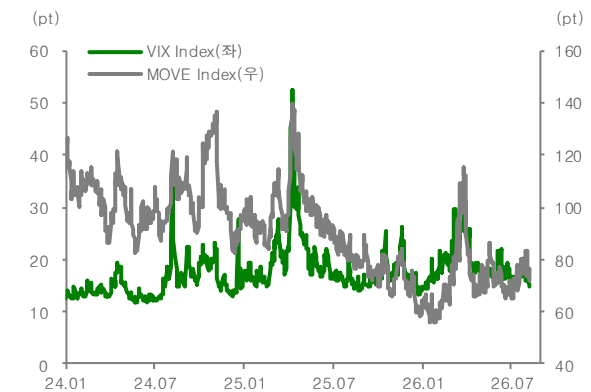
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 26. Citi Macro Risk Index와 금/은 Ratio



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

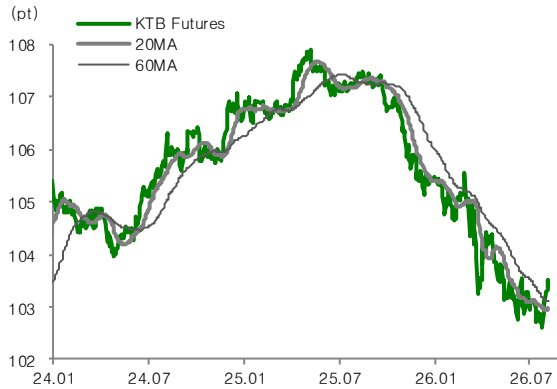
도표 27. VIX Index와 MOVE Index



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

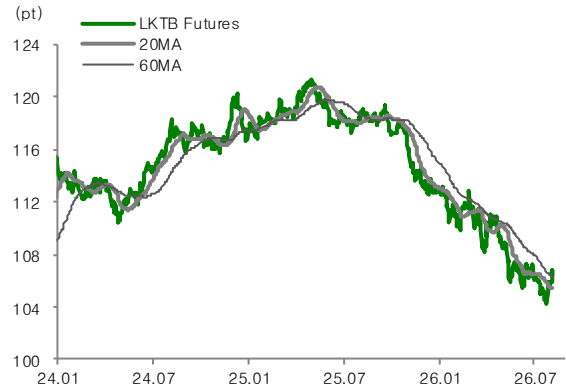
파생시장 동향

도표 28. 3년 국채선물(KTB Futures)



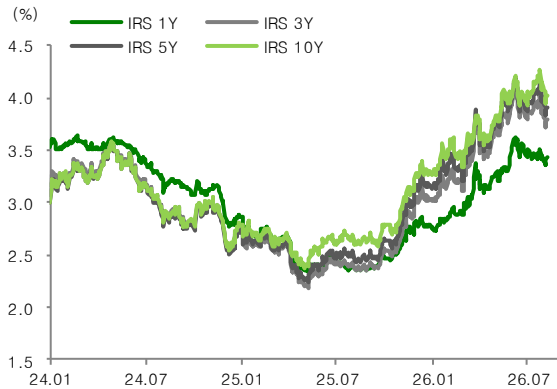
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 29. 10년 국채선물(LKTB Futures)



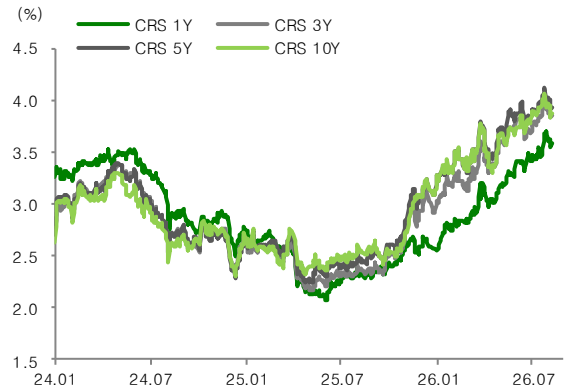
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 30. IRS(Interest Rate Swap)



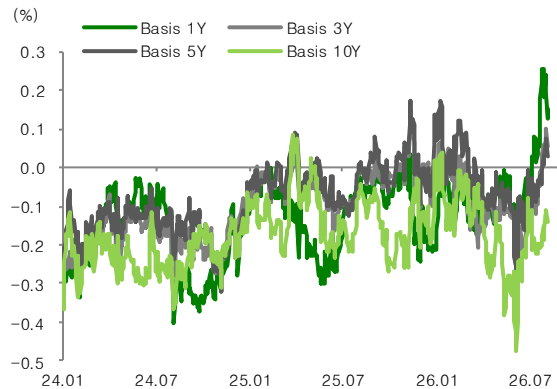
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 31. CRS(Currency Swap)



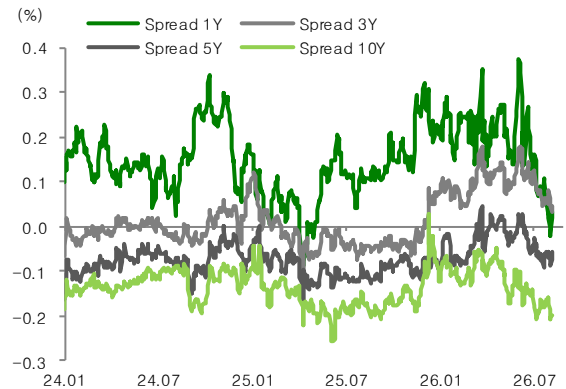
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 32. Swap Basis(CRS-IRS)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 33. Swap Spread(IRS-KTB)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

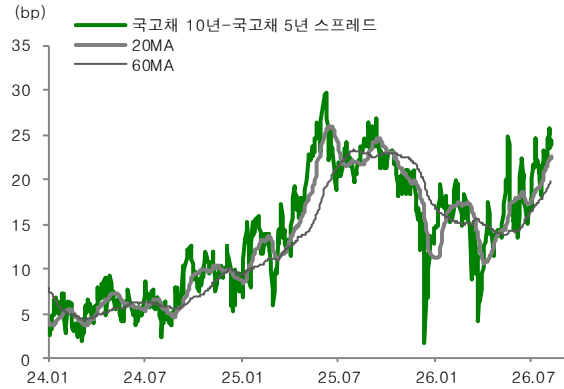
국고채 장단기 스프레드

도표 34. 국고채 10년-국고채 3년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 35. 국고채 10년-국고채 5년 스프레드



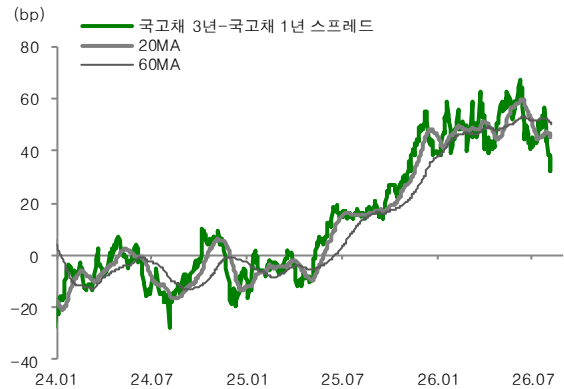
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 36. 국고채 5년-국고채 3년 스프레드



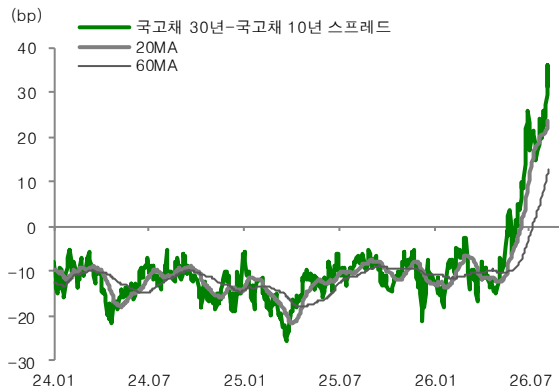
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 37. 국고채 3년-국고채 1년 스프레드



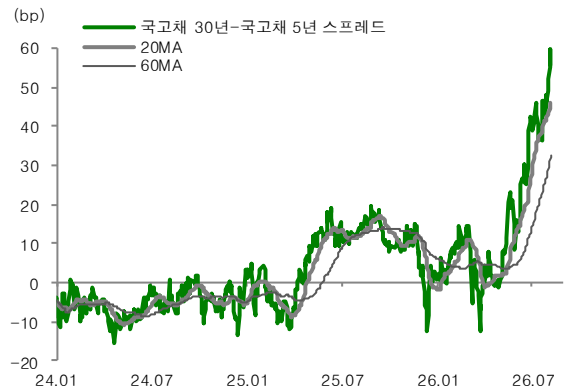
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 38. 국고채 30년-국고채 10년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 39. 국고채 30년-국고채 5년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

경제/채권 Calendar

MONDAY	TUESDAY	WEDNESDAY	THURSDAY	FRIDAY
10	11	12	13	14
국고채 3년물 입찰(3.6조원)				국고채 50년물 입찰(0.8조원)
유 8월 섹터스 투자자기대지수 일 6월 경상수지	한 8월 1~10일 수출 미 7월 기존주택매매 RBA 통화정책회의	한 7월 실업률 미 7월 소비자물가지수	미 7월 생산자물가지수 유 6월 산업생산 일 7월 생산자물가지수	한 7월 수출입물가지수 한 7월 통화공급 M2 미 7월 소매판매 미 8월 미시간대학교 소비자신뢰지수/기대인플레이션 유 2분기 고용
17	18	19	20	21
한국 휴장(광복절 대체휴일)	국고채 10년물 입찰(3조원)	명목채 교환(0.3조원)		
일 2분기 GDP 중 7월 소매판매 중 7월 광공업생산	미 8월 뉴욕 연준 서비스업 경기활동 유 8월 ZEW 서베이	유 6월 경상수지	미 8월 필라델피아 연준 경기전망 일 7월 무역수지 FOMC 회의록 공개	한 7월 생산자물가지수 한 8월 1~20일 수출입 유 8월 소비자자기대지수 일 7월 소비자물가지수

Compliance Notice

이 조사항목은 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사항목은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사항목은 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.