

Fixed Income Comment

고용 서프라이즈와 1월 금통위 Preview

- 12월 미국 고용 서프라이즈와 불안정해진 기대 인플레이션에 미국 금리 급등. 시간당 임금 상승률은 전년대비 3% 후반으로 완화됐지만 인플레 경계심 높아진 상황
- 연준도 CPI 주거비 등이 실제 시장가격을 정확히 반영하지 못하고 있다고 판단. 임금 상승률 완화, 25년 최저임금 인상률 작년대비 둔화. 인플레 재가속될 가능성 제한적
- 유로화 환율 변동성 높지만 성장률 방어 위해 ECB는 연속 인하 시사. 1월 금통위 금리 인하 전망. 금리 동결되더라도 인하 기대감 유지될 전망. 원화채권 비중확대 추천

미국 인플레 재가속 가능성 판단

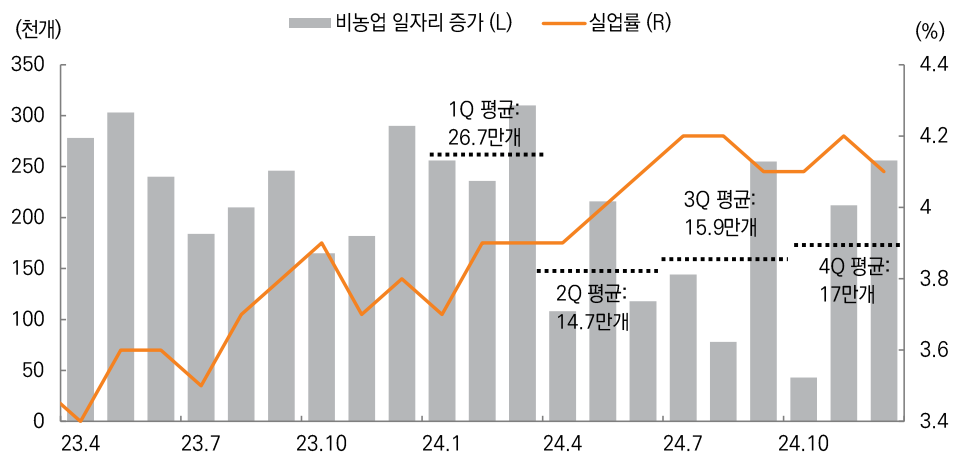
고용 서프라이즈와 기대 인플레 상승

12월 미국 비농업 고용지표는 서프라이즈를 기록했다. 헤드라인 일자리 증가 규모는 전월 대비 +25.6만개로 11월에 이어 2달 연속 20만개 이상 증가했다. 대부분의 서비스업종에서 일자리가 견고하게 늘어났고 가계조사 취업자 수도 47.8만명 증가했다. 실업률은 4.1%로 전월대비 0.1%p 반락해 예상치(4.2%)를 하회했다.

고용 서프라이즈와 함께 미시간대 소비자 조사의 5년 기대 인플레이션도 3.3%로 전월(3.0%) 대비 급등했다. 기대 인플레 불안정에 미 국채 장단기 금리는 10bp 가량 급등했다. 금리 선물시장의 2025년 금리 인하 예상 폭은 29bp로 축소되며 연내 금리 인하 횟수는 1차례에 그쳤다(그림2,3).

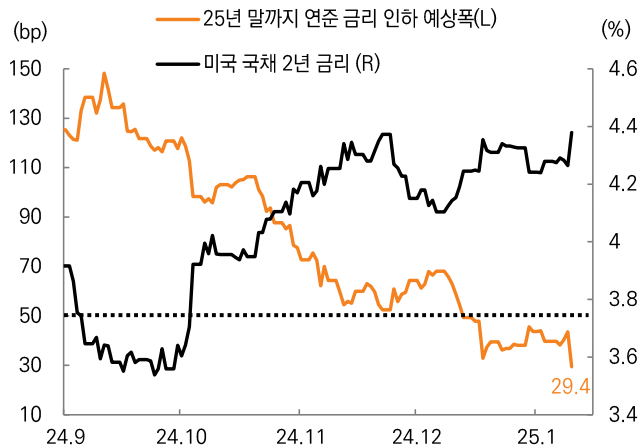
시간당 평균 임금 상승률은 전월대비 +0.28% 상승했다. 구인율이 높은 서비스업종인 금융, 전문 및 사업서비스, 교육 및 헬스케어 임금 상승률은 높았지만 해당 업종을 제외하면 임금 상승 속도는 11월 대비 안정됐다. 임금 상승률 둔화에도 불구하고 미국 금리가 반락하기 위해서는 디스인플레이션이 확인되며 금리 인하 기대가 회복되어야 한다.

그림 1. 두 달 연속 20만개 이상 일자리 증가, 실업률은 11월 대비 반락



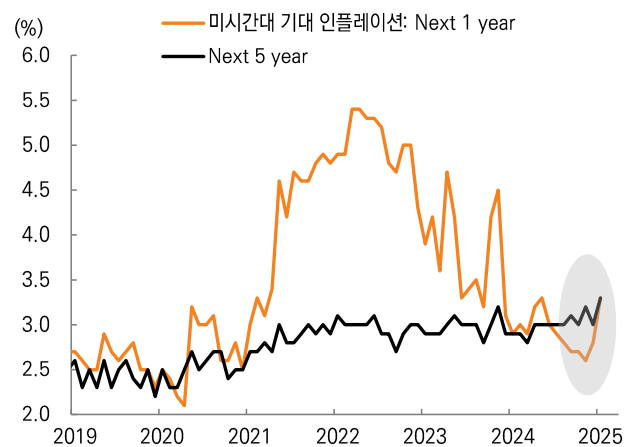
자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 연내 인하 횟수 1차례 정도에 그침



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 불안정해진 기대 인플레이션



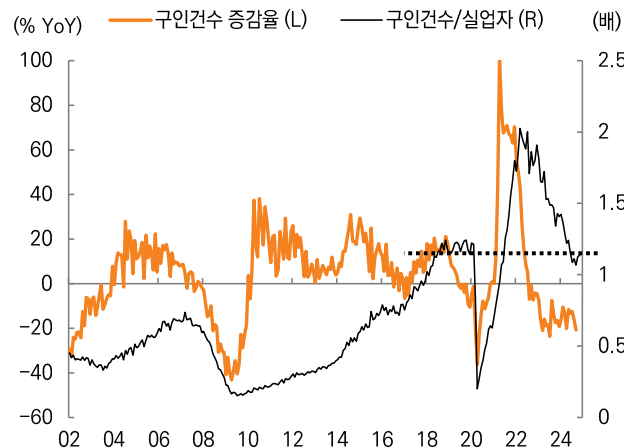
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

연초 미 국채 투자 전략

미 국채 2년 금리는 4.4%, 10년물은 4.8%에 근접하는 수준까지 상승했다. 연준이 올해 2 차례 인하를 예상했지만 트럼프 정부 정책 불확실성 등에 금리 인하 예상 폭이 축소되면서 금리 상승을 견인하고 있다. 일각에서는 연내 금리 동결 또는 금리 인상 기조로 전환 가능성까지 제기됐다. 코어 인플레가 전월대비 +0.4% 이상으로 급등할 경우 연준은 금리 인하 기조 중단 시그널을 보낼 가능성이 높다.

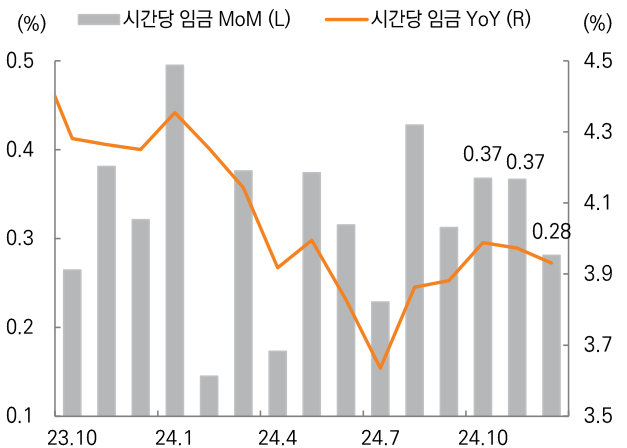
그러나 다음 요인을 근거로 인플레 재가속 우려는 다소 과도하다고 판단한다. (1) 주택가격 안정, (2) 인플레 둔화가 기대에 미치지 못하는 상황에서 연말 할인행사 진행 후 25년초 소비 모멘텀 약화될 가능성, (3) 최근 구인율 상승에도 일부 고임금 업종을 제외하면 전체 업종에서의 임금 상승률 안정되고 있음, (4) 실업자 대비 구인건수도 1.1배 수준으로 노동시장이 타이트했던 22년 대비 노동시장 수급 불균형은 상당 부분 완화됨.

그림 4. 실업자 대비 구인건수는 팬데믹 이전과 비슷한 수준



자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 임금 상승률은 전년대비 3% 후반으로 낮아짐



자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

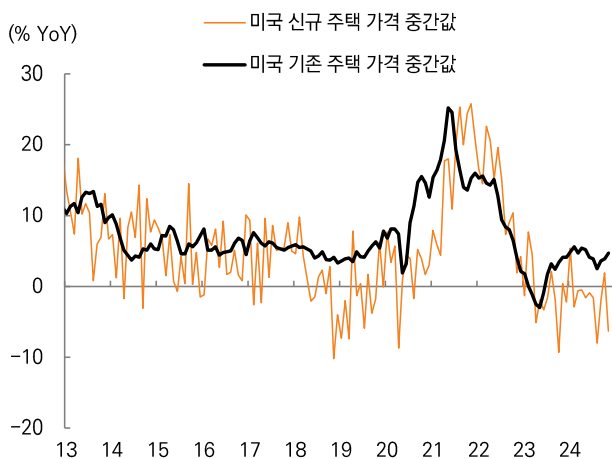
현재 CPI에서 기여도가 높은 항목은 주거비와 자동차 보험료다. 12월 FOMC 의사록에서는 일부 위원들이 시장 기반 물가(market-based price)를 논의하면서 코어 상품 및 주거비를 제외한 시장 기반 코어 서비스 물가가 과거 인플레이 안정기와 비슷한 속도를 기록하고 있다고 평가했다. OER(자가주거비)은 시장에서 직접 지불되는 가격을 반영하지 않는다. 연준은 OER과 같은 항목이 최근 인플레이 상승을 주도했고 소비자들의 가격 민감도가 높아지는 등 실제 인플레이 상방 압력이 지수에서 확인되는 것만큼 크지 않을 가능성을 제기했다.

신규 주택가격은 11월에 전년대비 6% 하락했고 기존 주택가격 상승세는 전년대비 4% 수준으로 팬데믹 이전과 비슷하다. CPI와 PCE 인플레이에 반영되는 주거비가 실제 주택시장 가격을 반영하지 못하고 있는 점은 FOMC 의사록에 부합하는 부분이다. 주택가격 안정은 2025년 코어 CPI 안정에 기여할 요인이다.

월러 이사는 1/8일 연설에서 코어 PCE 인플레이는 최근 6개월 평균 연율로 계산하면 2.4%까지 낮아졌다고 언급했다(그림7). 3개월 평균 연율로 계산해도 2% 중반 수준이다. 또 2024년초 코어 PCE 인플레이가 급등했다는 점에서 기저효과를 고려할 때 올해 초 인플레이 둔화가 예상된다고 전망했다. 더불어 새로운 행정부에서 관세 등 어떤 정책이 도입될 지를 확인해야겠지만 관세정책이 인플레이에 상당하거나 지속적인 영향을 미치지 않는다면 금리 인하 기조 지속 전망에는 큰 변화가 없을 것이라고 밝혔다.

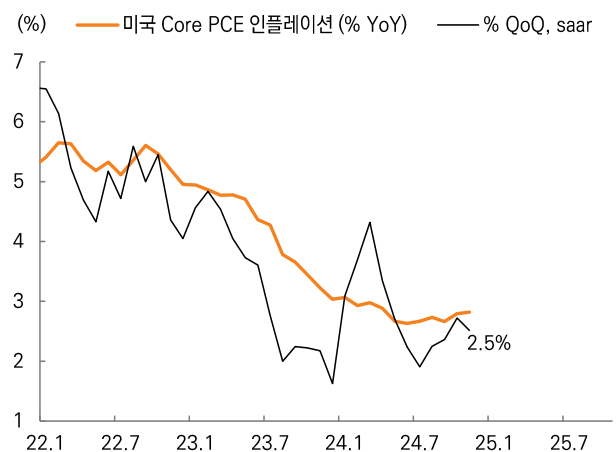
당분간 연초 트럼프 주요 정책을 확인하는 과정에서 인플레이 경계심이 금리 상승 압력으로 작용할 전망이다. 그러나 임금 상승 압력이 전체 업종에서 완화되고 있는 점을 고려할 때 인플레이 재가속 가능성은 제한적일 것으로 판단한다. 미국 노동부에서는 2025년 1월부터 적용되는 최저임금 인상률을 공개했는데 인플레이 둔화와 함께 2023~24년 대비 최저임금 인상률 역시 점차 낮아지고 있다(그림8). 금리 인하 기대 후퇴를 상당 부분 반영한 미 국채 단기물 금리 반등 시 단기채 위주의 매수 전략을 추천한다.

그림 6. 주택가격 상승 압력 크지 않음



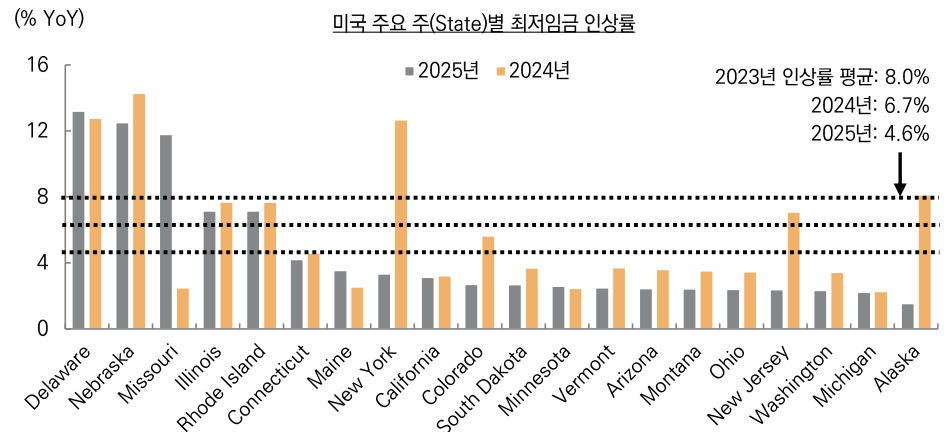
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 25년초 인플레이에 우호적인 기저효과



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 최저임금 인상률 3년 연속 낮아지는 중



자료: US Department of Labor, 미래에셋증권 리서치센터

1월 금통위, 인하 기대는 지속

1월 금통위에서 금리 인하 및 동결 소수의견 1~2명을 예상한다. 트럼프 2기 출범을 앞두고 달러환율이 1,470원까지 상승했지만 금통위는 금리 인하를 통한 내수 부양에 더 초점을 맞출 가능성이 높다. 국내 제조업 고용이 5개월 연속 전년대비 감소세가 지속되고 있으며 20~54세 핵심 연령층 고용 부진이 장기화되고 있다. 한은 총재는 12월 물가 설명회에서 성장률 방어, 소비 회복을 위해 소비심리 개선이 필요하다고 언급했지만 정치적 교착상태 지속에 12월 소비자심리지수는 급락했다(그림9).

경기선행지수를 구성하는 경제심리지수, 건설수주, 장단기 금리차 등 대부분의 항목이 선행지수 추가 하락을 시사하고 있다. 수출업체 업황 전망지수도 24년 9월부터 5개월 연속 하락 중이다. 트럼프 당선인이 취임 직후 관세정책 변화 가능성을 시사하고 있다. 11월 금통위에서 언급했듯, 구조적으로 수출 경쟁이 심화되고 있는 상황에서 미국의 무역정책 불확실성은 상반기 국내 수출 둔화 요인이다. 11월 금통위에서 제시했던 25년 성장률 전망치(1.9%)의 하향 조정을 시사할 가능성이 높다.

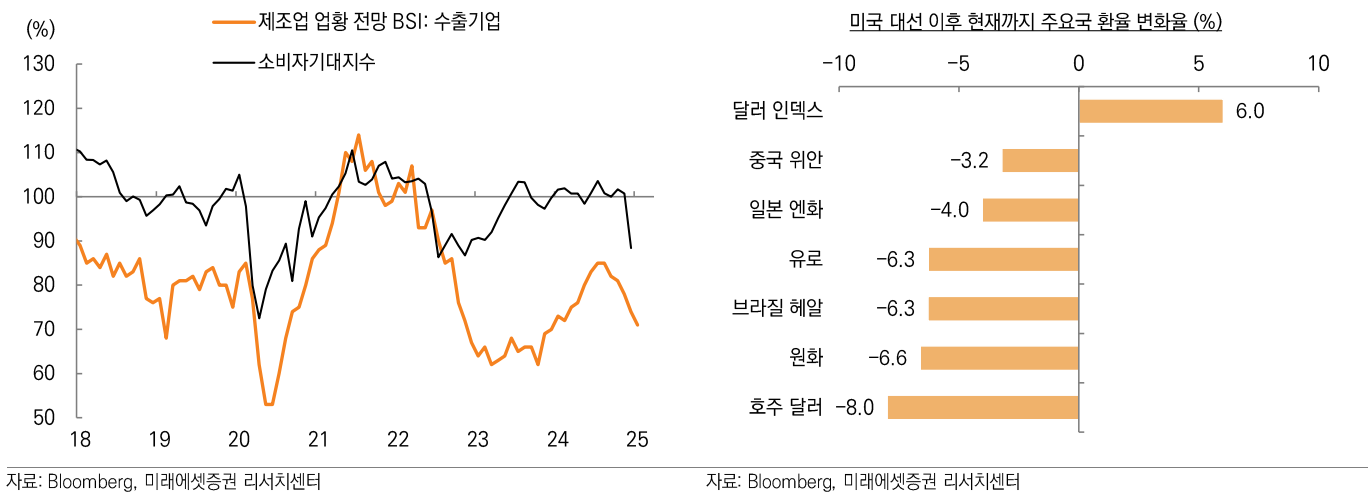
높은 환율 변동성은 경기 둔화에도 불구하고 금통위 금리 인하를 어렵게 만드는 요인이다. 그러나 유로존의 경우 서비스 물가가 재차 반등하면서 헤드라인 인플레이가 2% 중반까지 상승했고 유로화도 달러화 대비 약세가 심화됐지만 ECB 주요 인사들은 여름까지 금리 인하 기조 지속을 시사했다. ECB 통화정책은 성장률 방어에 초점을 맞추고 있다. 국내 통화정책은 정치적 교착상태로 인해 재정정책을 적극 동원하기 어려운 시점임을 고려해야 한다.

당사 전망과 달리 FX시장 변동성 심화로 1월 금통위에서 금리가 동결될 수도 있다. 금리 동결 시 추가 인하 시점에 대해 금통위는 FX시장을 모니터링 후 결정할 것이라는 스탠스를 나타낼 가능성이 높다. 원화의 경우 대내적으로 정치 불확실성 심화 이슈가 겹쳤지만 유로 화나 헤알도 대선 이후 현재까지 달러화 대비 6% 가량 절하됐다(그림10). 대외 요인으로 인해 대부분의 통화가 달러화 대비 약세를 보이고 있는 상황에서 원화 가치가 급격히 절하 되는 경우가 아니라면 당분간 통화정책의 초점은 경기 부양에 맞춰질 전망이다.

국내 통화정책 방향은 상반기 집중적인 금리 인하 기조를 예상한다. 2% 초반까지 금리 인하 기대를 고려하면 1월 회의에서 금리가 동결되더라도 국내 장기금리 상승 여력은 크지 않을 전망이다. 금리 반등 시 원화채권 매수 전략으로 대응을 추천한다.

그림 9. 소비심리, 수출 업황 전망지수 하락

그림 10. 유로화도 달러화 대비 6% 가량 절하



Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.