투자전략 | 2024.9.9

Conviction Call

애매한 8월 고용에도 월러와 윌리엄스의 빅컷 입질은 없었다

Strategist 김용구 | 주식전략
02-3779-3825
yg.kim@sangsanginib.com

QR코드로 간편하게
상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

고용시장의 양적/질적 둔화 흐름이 지속됐으나, 당장은 경기침체 조기화 우려와 거리를 뒀던 애매모호한 8월 미국 고용보고서가 발표. 우선 8월 비농업 신규고용(Nonfarm Payrolls)은 14.2만 명 증가로 시장 컨센서스 16.5만 명을 하회했고, 3개월 이동평균은 6~7월 데이터의 대폭 하향조정(6월 17.9만 명 → 11.8만 명, 7월 11.4만 명 → 8.9만 명) 영향으로 '20년 10월 이후 최저치인 11.6만 명으로 감소. 특히, 실물경기 환경 변화에 민감한 제조업 신규고용이 전월 대비 2.4만 명 감소했다는 점은 양적 둔화 이상의 속도로 질적 악화 역시 한창임을 시사

8월 실업률(U3 협의 실업률)은 4.2%로 시장 눈높이에 부합. 언뜻 7월 4.3%보다 나아진 것처럼 보이지만, 실제 개선폭은 -0.03%pt에 불과. 소수점 셋째자리 반올림에 따른 수치 변화일 뿐, 각별한 의미를 부여할 수준은 아니란 의미. 반면, 광의 실업률(U6)은 파트타임 근로자 증가를 이유로 '21년 10월 이후 최고치인 7.9%로 상승. 이는 고용시장 질적 둔화를 대변하는 추가 물증에 해당. 문제는 실업률 4.0% 이하로의 고용시장 개선을 위해 요구되는 비농업 신규고용 최소 증가분은 17.7만 명이라는 사실. 지난 5월 21.6만 명 이후 임계치를 크게 밑도는 부진세가 지속지고 있다는 점은 그간 평균회귀(Mean-reverting) 경향성이 대단히 강했던 실업률의 추가/지속 상승 가능성을 역설. 더불어, 영구적 실업자와 전체 실업률에 3개월여 선행하는 컨퍼런스보드 취업 용이(Plentiful) - 취업 애로(Hard to get) 서베이 차분 역시 8월 16.4%pt로 '21년 3월 이후 최저치까지 하락했다는 점 역시 실업률의 추가 악화 가능성을 시사

8월 시간당 평균 임금은 전월 대비 0.4% 상승하며 시장 컨센서스 0.3%을 상회. 단, 임금 상승률에 6개월가량 선행하는 일자리/실업자 수 비율이 '24년 1월 1.43배에서 7월 말 현재 1.07배로 속락 중에 있다는 점을 고려할 경우, 8월 평균 임금 상승은 추세적 되돌림보단 7월 허리케인 영향에 따른 일시적 반격 가능성이 우세. 고용시장 부진 → 임금 하락 → 소비/서비스 경기 급랭 → 경기침체 현실화의 악순환 사이클 발동 가능성을 지속 경계하는 이유

8월 고용보고서는 양적으론 애매했지만, 질적으론 대체로 부진했던 것으로 평가. 만일, 9월 연준의 경기 판단이 양적 지표에 초점을 맞춘다면, 9월 최초 금리인하 성격은 경기/고용 지표 추가 다운사이드 리스크 방어를 위한 Adjustment Cut(산발적/수세적 금리인하. 9월 25bp, '24년 50~75bp 인하) 가능성이 우세. 반면, 연준이 질적 변화를 주목할 경우, 9월 최초 금리인하 성격은 실물경기 진작 및 매크로 자신감 회복을 위한 사전포석 성격의 Insurance Cut(연속적/공세적 금리인하. 9월 50bp, '24년 100~125bp 인하)이 될 개연성이 높음

고민은 8월 고용보고서 발표 직후에 있었던 연설을 통해, 크리스토퍼 월러 이사(연준 2인자이자 파월의 브레인)와 존 윌리엄스 뉴욕 연은 총재(금융시장과 연준을 잇는 가교이자 비전통적 통화정책의 실행자) 모두 최근 경기/고용 지표의 질적 부진이 아닌 양적 둔화에 주목하며 9월 25bp 최초 인하 이후 데이터 의존적 점진적 정책 대응을 강조했다는 사실. 시장의 빗발치는 요구에도 불구, 50bp 빅컷 입질은 별달리 없었다는 의미

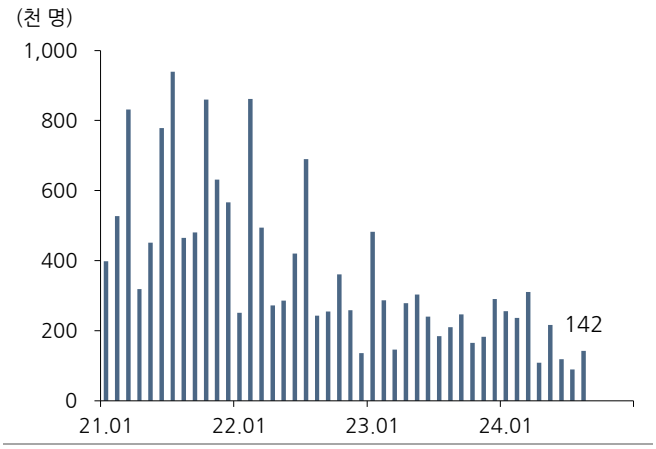
실제 월러는 "고용시장은 둔화되고 있으나, 당장은 악화나 침체를 걱정할 수준은 아니다", "9월 회의에서 금리인하를 시작하는 것이 중요하며, 경기/고용 지표가 더 큰 금리인하를 요구할 경우, 이후 회의에선 열린 마음으로 이를 지지할 것이다"라며 경기 연착륙 전망에 근거해 9월 25bp 금리인하 가능성을 지지. 윌리엄스 역시 "8월 고용보고서는 우리가 보고 있는 경기 둔화와 노동시장 냉각 전망과 일치한다", "금리인하는 연준의 자연스러운 다음 단계이나, 그 수준은 연준이 전체 자료를 살펴봐야 한다"라며 9월 50bp 빅컷보단 25bp 인하 가능성에 무게를 두는 모습

시장은 연준과는 달리 경기/고용 지표 질적 부진으로 표방되는 체감적 경기 환경 변화에 민감. 특히, 8월 초 국내외 자산시장 동반 패닉 이후 9월 빅컷 또는 Insurance Cut 기대를 상당 수준 선반영했다는 점을 고려할 경우, 9월 25bp(또는 Adjustment Cut) 인하만으론 증시 및 금리 변동성 추가 확대는 불가피. 그간 학수고대해왔던 연준 금리인하일 것이나, 9월 FOMC 점도표의 대폭적 하향조정이 추가 전제되지 않는 이상, 당장 시장의 게임 체인저나 그린 라이트가 될 수 없다 보는 이유. 이 경우, 1) 9월 연준 금리인하 관련 글로벌 금융시장 전반의 사전적 경계감은, 2) 트럼프 2기 보호무역주의 재점화 관련 직간접적 피해자로서 한국 경제/증시에 대한 부정적 인식과, 3) 금투세 도입 논쟁 격화 관련 국내증시 내부 수급/심리 불안 등과 결합해 한가위(또는 9월 FOMC) 전후 시장의 삼중고(Trilemma)격 교란요인으로 기능할 소지가 다분

펀더멘탈 변수로 설명 가능한 KOSPI Rock-bottom은 12개월 선행 P/E -2σ(8.68배, 9/6일 종가 기준 현재 8.63배)에 준하는 지수 2,560pt선 내외가 해당하나, 국내외 증시/금리 변동성 확대와 내부 수급/심리 공백간 결합은 센티멘탈 언더슈팅 극단에 해당하는 P/E -3σ(8.03배)권 KOSPI 2,370pt 어귀까지의 추가 증시 내홍으로 파급될 수 있음을 염두

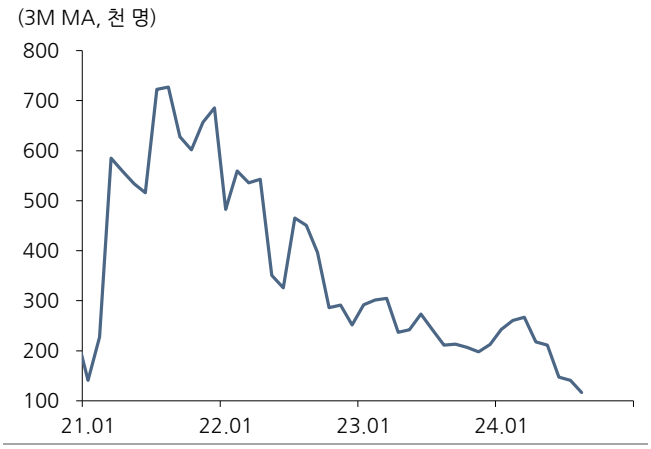
수익률 관리에 비상이 걸린 현 시장 투자가측 포트폴리오/주도주 전략 초점은 금리/정책/실적 불확실성 삼중 헤지 대안이자, 과거 연준 금리인하 사이클 초기 국면 주도주였던 경기방어적 성장주 요건에 모두 부합하는 일드커브 Bull-Steepening Winner 대안 압축대응 과정에 집중될 전망. 1) 2000년 이후 미국 시장금리 환경 Bull-Steepening 당시 KOSPI 대비 초과성과 확보가 가능했던 업종 가운데, 2) '24년 연간 및 3Q 실적 모멘텀(영업이익 전년 대비 증가율과 추정치 1개월 변화율 개선)과, 3) 유의미한 가격 전가력(SPS% < EPS% or CPS%)을 겸비한 전략대안을 추려보면, 바이오, 금융(은행/증권/보험 대형주 중심 밸류업 Play), 소프트웨어, 자동차, 조선/기계가 도출. 증시 단기 부침 과정에서의 버팀목이자 9월 FOMC 이후 시장 반격 과정에서의 첨병으로서 관련 대표주를 주목할 필요(보다 자세한 내용은 '9월 주식시장 전망과 전략: PTSD(Powell/Trump Stress Disorder)'를 참고).

그림 1. 미국 비농업 신규고용: 8월 14.2만 명



자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

그림 2. 미국 비농업 신규고용: 3개월 MA 11.6만 명



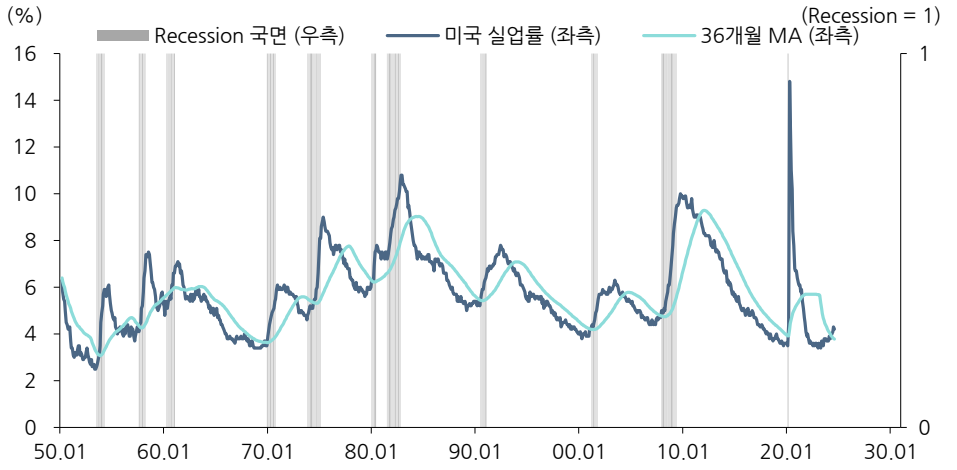
자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

8월 실업률은 4.2%. 7월 4.3% 대비 실제 개선폭은 -0.03%pt에 불과.

실업률 4.0% 이하를 위해선 9월 이후 비농업 신규고용 평균 17.7만 명 증가가 필요.

평균회귀(Mean-reverting) 경향성이 강한 실업률의 추가/지속 상승 가능성에 무게를 두는 이유

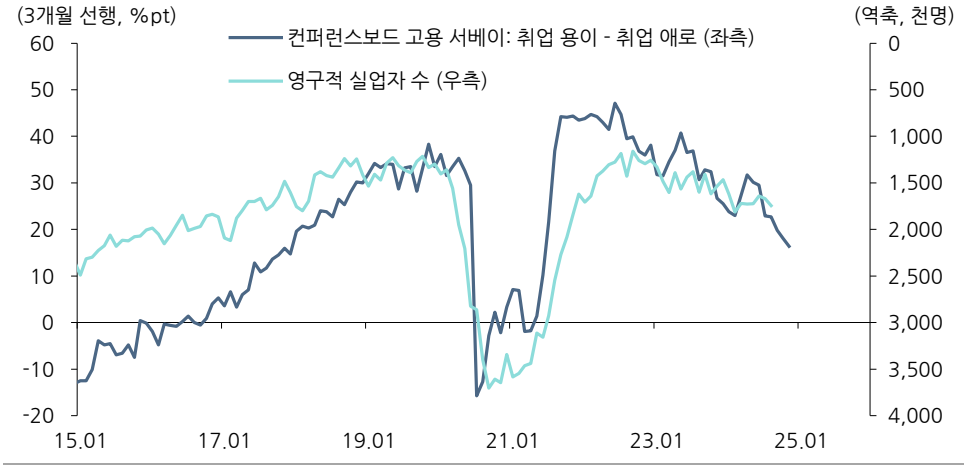
그림 3. 미국 실업률과 Recession 국면: 과거 36개월 MA(3.8%) 상회시 실제 경기침체가 현실화



자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

영구적 실업자와 전체 실업률에 3개월가량 선행하는 컨퍼런스보드 취업 용이(Plentiful) – 취업 애로(Hard to get) 서베이 차분은 8월 16.4%pt로 '21년 3월 이후 최저치까지 하락. 실업률의 추가 악화 가능성을 암시하는 대목

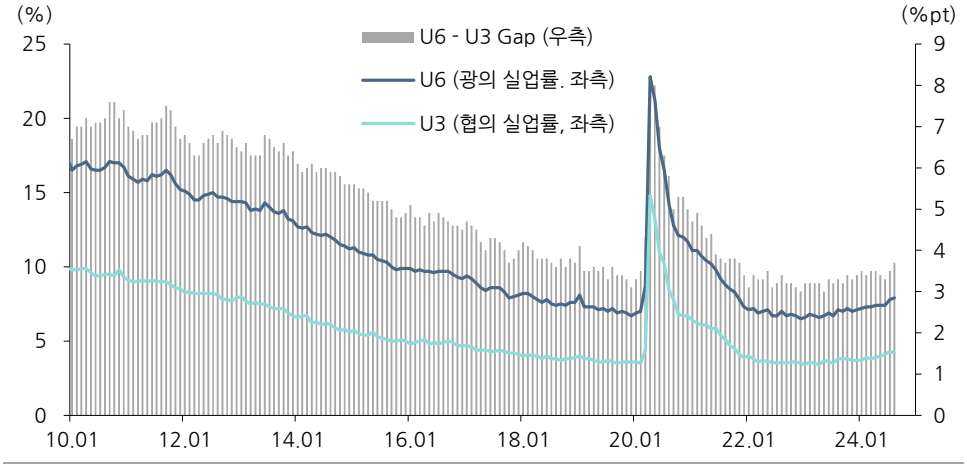
그림 4. 컨퍼런스보드 취업 용이 – 취업 애로 서베이 Gap과 영구적 실업자 수



자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

미국 광의 실업률(U6)은 파트타임 근로자 증가를 이유로 '21년 10월 이후 최고치인 7.9%로 상승. 이는 고용시장 질적 둔화를 대변하는 추가 물증에 해당

그림 5. 미국 협의(U3) 및 광의(U6) 실업률 추이

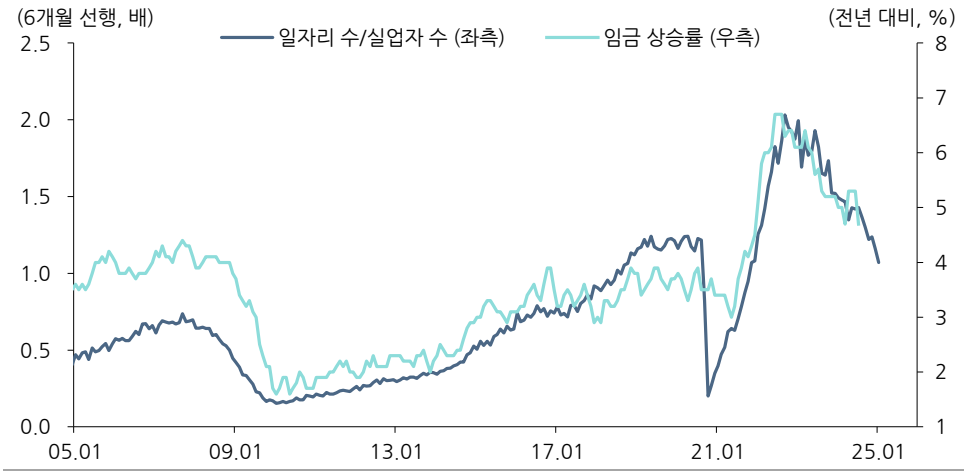


자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

8월 시간당 평균 임금은 전월 대비 0.4% 상승하며 시장 컨센서스 상회.

단, 임금 상승률에 6개월 선행하는 일자리/실업자 수 비율이 '24년 1월 1.43배에서 7월 말 현재 1.07배로 속락 중에 있다는 점을 고려할 경우, 8월 임금 상승은 추세적 되돌림보단 일시적 반격 가능성이 우세

그림 6. 일자리/실업자 수 비중과 임금 상승률



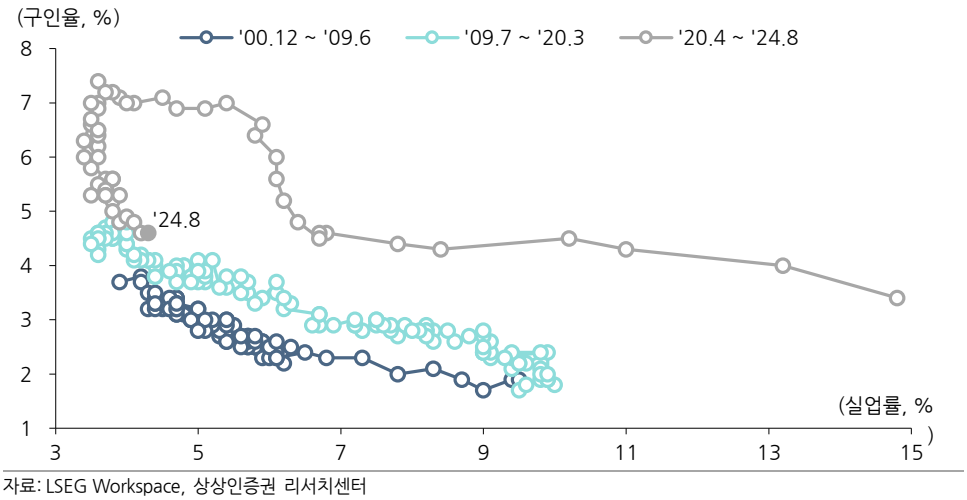
자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

8월 구인율은 4.6%, 실업률은 4.2%.

월러는 구인율 4.5%선까진 통화긴축에도 실업률 희생 없이 고용시장 과열만 진정될 것이라 주장.

단, 7월 이후 고용시장 상황으로 보면, 월러의 주장과는 달리 고용 악순환 사이클 초기 단계 진입 징후가 확연함

그림 7. 미국 베버리지 곡선(Beveridge Curve): 구인율과 실업률 사이의 반비례 관계를 규명

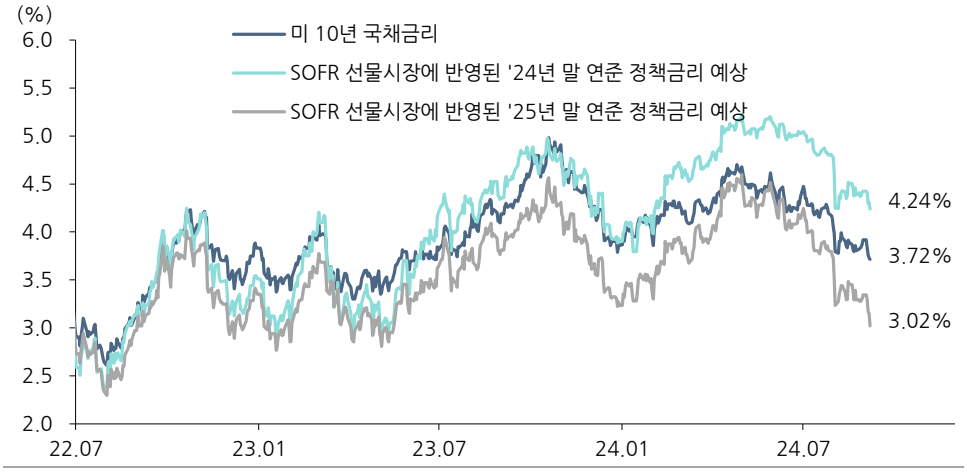


자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

8월 고용보고서 확인 이후 시장은 '24년 총 125bp, '25년 추가 125bp 연준 금리인하 기대를 선반영.

9월 연준의 25bp(또는 Adjustment Cut) 인하만으론 국내외 증시 및 금리 변동성 추가 확대가 불가피하다 보는 이유

그림 8. 미 10년 국채금리와 SOFR 선도금리에 반영된 '24년 말과 '25년 말 연준 정책금리 컨센서스

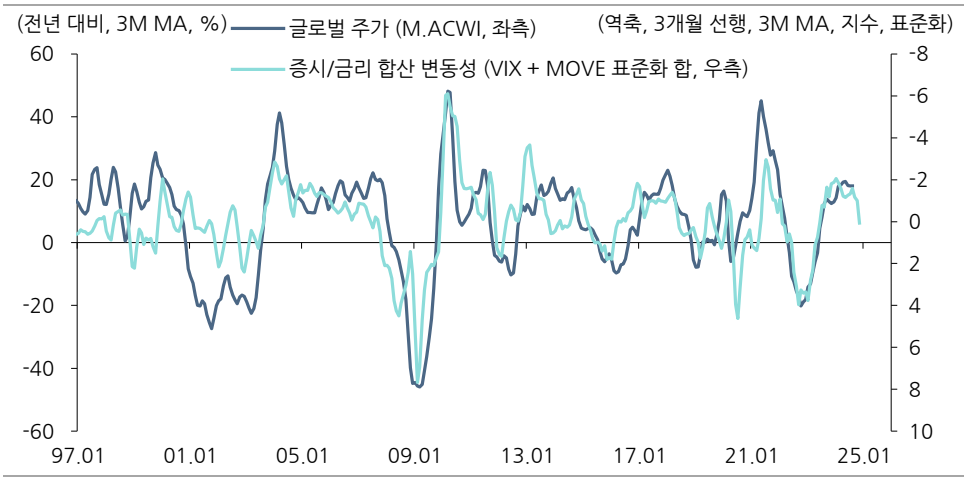


자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

VIX와 MOVE 지수의 표준화 합으로 규정되는 글로벌 증시/금리 변동성은 국내외 증시 인덱스 경로에 3개월여 역선행.

미 대선 관련 정치/정책/지정학 리스크는 VIX 지수 추가 상승을, 9월 연준 금리인하 관련 설왕설래는 시장금리 되돌림과 변동성 확대를 자극할 개연성이 높음

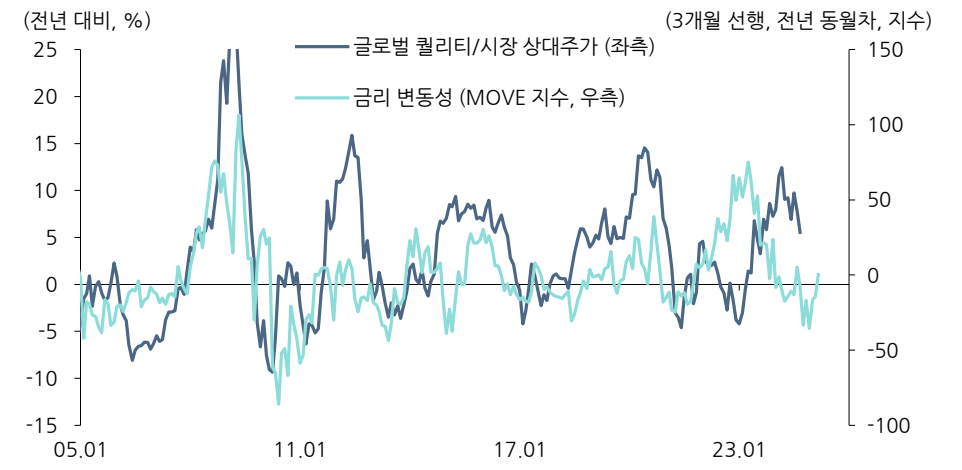
그림 9. 글로벌 주가와 미국 증시 및 금리 합산 변동성



자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

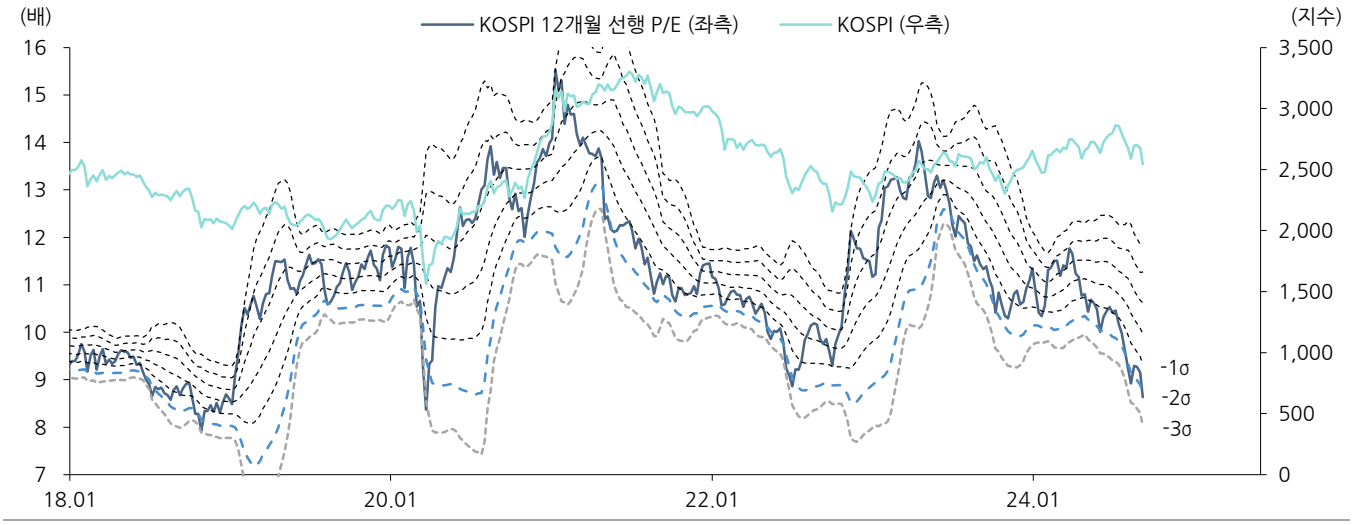
금리 변동성 확대기 국내외 증시에선 실적 모멘텀, 고 퀄리티 재무/경영 안정성, 주주 친화적 재무정책 변화(밸류업 Play), 정부 정책 수혜 가능성 등 펀더멘탈 관련 직간접적 물증에 대한 시장 투자가의 갈증과 요구가 급증

그림 10. 글로벌 퀄리티/시장 상대주가와 금리 변동성(MOVE 지수)



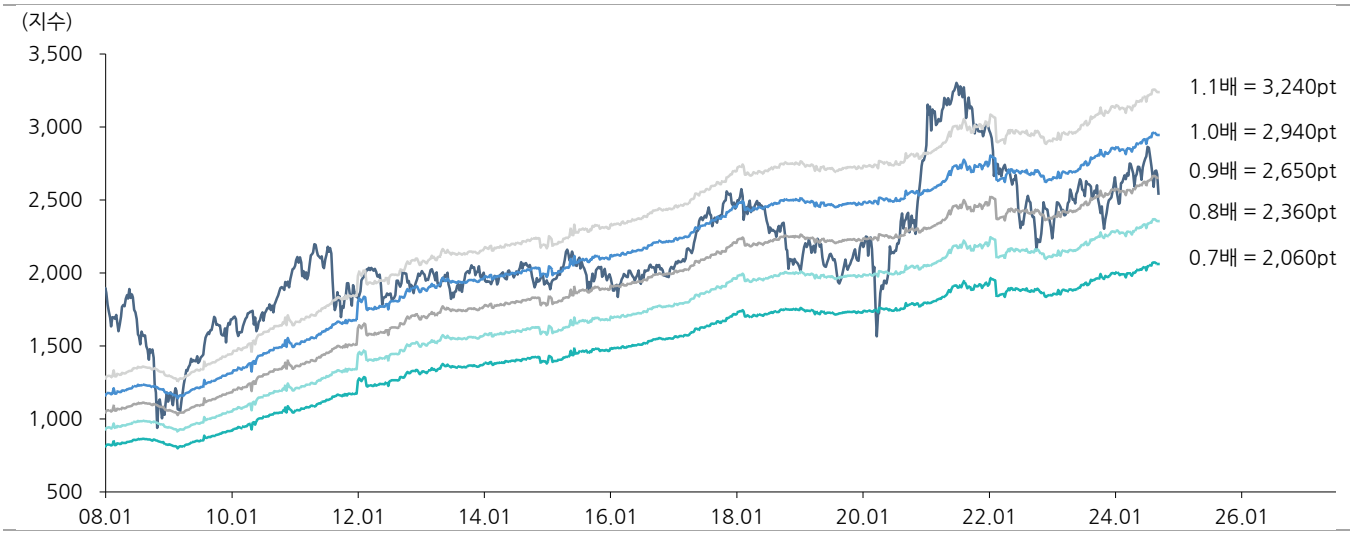
자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

그림 11. KOSPI 12개월 선행 P/E(Market Timing Model): 펀더멘탈 Rock-bottom KOSPI 2,560pt선(12M P/E -2σ) ~ 센티멘탈 마지노선 2,370pt선(-3σ)



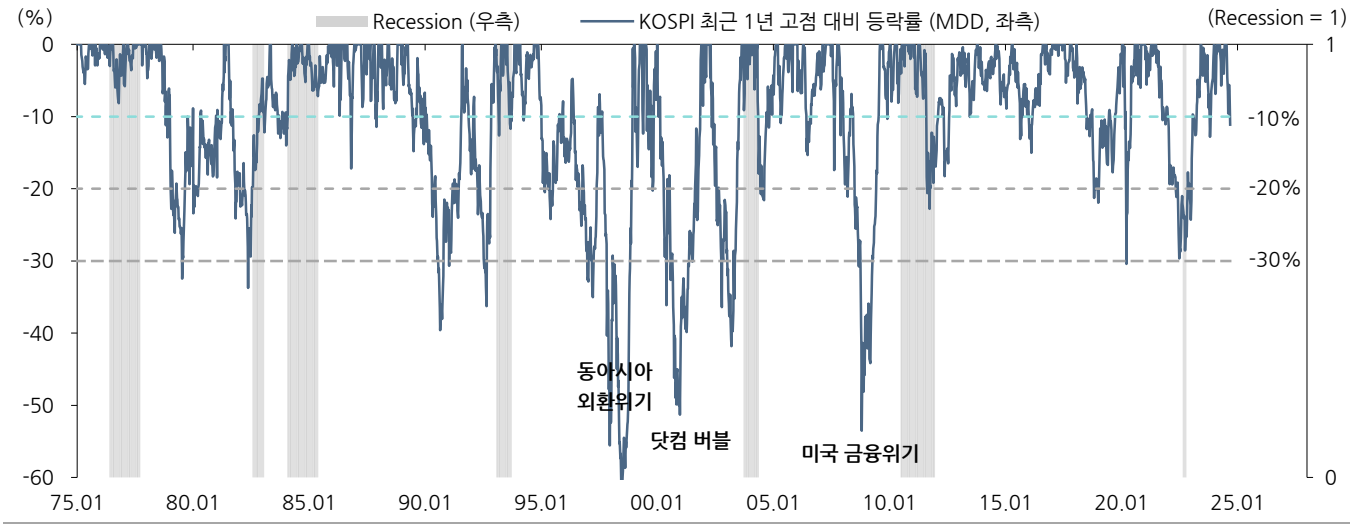
자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

그림 12. KOSPI 12개월 선행 P/B 레벨별 환산 지수대: 글로벌 순환적 위기 당시 바닥 P/B 0.9배선 ~ 추세적 위기(경기침체) 당시 바닥 0.8배선



자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

그림 13. KOSPI 최근 1년 고점 대비 등락률(MDD)과 Recession 국면: KOSPI 2,370pt선 내외까지 하락할 경우 1년 MDD는 -20%선을 통과



자료: LSEG Workspace, 상상인증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김용구)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.