

미국의 인하 반영 적정인가 ②

노랜딩 내러티브 원천은 명목 가치분소득

2월 초 [미국의 인하 반영 적정인가 ①](#) 자료를 통해 인하기 전환까지의 평균 시차와 당시 변동 폭을 활용한 적정 레벨 (미국채 10Y 4분기 3.35%)을 제시한 바 있다. 단, 이후 노랜딩 내러티브와 은행발 시스템 리스크 우려 부각으로 시장 변동성은 더욱 확대됐고, 이에 두 번째 자료를 통해 미국 경기와 인하 반영 적정성을 논의해 보고자 한다. 참고로 (OIS 내재금리 기준) 시장의 연내 인하 반영 폭은 60~90bp 수준에서 등락을 반복 중이다.

하나증권은 미국 경기의 3분의 2 정도를 차지하는 소비, 그 중에서 명목 개인소비 지출 (PCE)에 주목하고 있다. 높은 물가에 수요가 줄고 있다는 긍정적 신호를 보내 주는 실질 PCE와 달리 명목 PCE는 여전히 팬데믹 이전 추세선과 괴리를 확대 중이기 때문이다. 결국 높은 물가 (P)에도 소비지출 (Q)을 늘릴 수 있는 원천의 향후 경로가 현재 경착륙을 반영 중인 시장금리의 방향성을 결정할 것으로 판단한다.

물론 1월 지표를 기반으로 분석했기에 후행 성격이 짙지만 작년 채권시장을 가장 힘들게 했던 자료는 바로 후행지표였다. 또한, 이번 주 금요일에 발표 예정인 2월 PCE에 이어 은행 사태가 반영된 3월 지표 (4월 말 발표)까지 유의미한 훼손이 확인되지 않을 경우 인하 반영 폭을 되돌릴 가능성이 높다.

최근 4개월 동안 명목 가치분소득 전월대비 증가율은 명목 PCE 전월대비 증가율을 상회했다. 특히 1월 명목 PCE 증가율이 1.8%로 급증했음에도 명목 가치분소득이 2.0% 증가해 높은 물가에도 소비지출을 가능케 했다. 이는 과거 평균보다는 낮지만 4개월 동안 저축률 반등 요인으로 작용했다. 즉, 은행 사태로 소비심리가 위축될 수 있지만 소득이 가파르게 감소하지 않을 경우 소비할 수 있는 여력이 줄어들지는 않을 것으로 판단된다.

팬데믹 이전 추세선과 괴리가 확대 중인 소득은 1) 임금과 2) 사회보장금, 3) 임대 소득이다. 사회보장금은 일회성 지급 여부를 지켜볼 필요가 있으나, 애플런타 연은 임금 Tracker와 CPI 내 주거비는 소득 원천의 가파른 위축을 시사하고 있지 않다. 또한, 명목 가치분소득 대비 이자지급 비중도 GFC와 팬데믹 사이클 평균치에 해당한다. 즉, 현재 인하 반영 폭은 경기 관점에서 과도하다는 판단이다.

물론 현 국면은 리스크 관리가 꼭 필요하다. 다만, 금융안정과 물가안정 관련 분리 대응이 시장 심리를 안정시킨다면 경착륙에서 연착륙으로 내러티브는 재차 이동할 수 있다. 달러 유동성과 신용 스프레드, 은행 예금 흐름 등 금융 관련 모니터링도 필요하지만 Title 42 종료 또는 저임금 서비스 업종의 사라진 일자리 100% 회복 후 노동시장 수급도 고려할 필요가 있다. 이에 인하 반영 폭 되돌림에 따른 시장금리 반등과 불확실성 국면에서 금리 밴드 3.59~3.67%, 4분기 적정레벨 3.35% 의견을 유지한다 (미국채 10Y 기준).

Investment Strategy

Fixed Income



채권 김상훈
02-3771-7511
sanghun.kim@hanafn.com

RA 허성우
02-3771-8037
deanheo@hanafn.com

Compliance Notice

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

노랜딩, 너 어디서 왔니

명목 가치분소득에서 왔다

미국은 1월 고용보고서 발표 직후 노랜딩 내러티브 형성

미국에서는 2월 초에 발표된 1월 고용보고서 이후 주요 경제지표들이 컨센서스를 상회하면서 노랜딩 내러티브를 강화시켰다. 특히 1월 PCE (개인소비지출)는 미국 경제의 약 3분의 2를 차지하는 소비가 여전히 강하다는 점을 보여주면서 금리 상승을 부추겼다.

1월 PCE 발표 이후 노랜딩 내러티브 강화. 실질 PCE가 추세선에 수렴해 가는 모습은 긍정적

실질과 명목 기준으로 상품 PCE 추이를 각각 비교해보자. 우선 실질 재화 PCE 금액이 1월에 재차 증가하면서 시장에 충격을 줬다. 하지만 팬데믹 이전 추세선에 근접해 가고 있어 초과수요가 점차 줄어들고 있다는 안도감도 함께 제공했다. 참고로 파월은 지난해 9월 FOMC 기자회견에서 Pivot 조건을 3가지로 제시한 바 있다 (8월 잭슨홀 심포지엄 연설 내용을 구체화). 3가지는 순차적으로 연결되어 있는데, 그 중 첫 번째가 바로 추세 이하의 성장 (Growth run below trend)이다. 결국 실질 성장에서 가장 큰 비중을 차지하는 소비가 추세선으로 회귀한다면 (+)아웃풋 갭 역시 소멸될 수 있기 때문이다.

하지만 명목 PCE와 추세선 간 괴리는 오히려 확대되는 모습 명목 가치분소득 증가율이 명목 PCE 증가율을 상회하면서 저축률도 증가

하지만 명목 재화 PCE 금액은 오히려 추세선과 더 멀어지는 양상이다. 1월 PCE 물가가 전월대비 +0.6% 증가했음에도 (높아지는 가격(P)에도) 소비량(Q)이 줄지 않아 명목 PCE는 +1.8% 급증했다. 물가 상승에도 소비를 늘릴 수 있는 원천은 바로 명목 가치분 소득이 전월대비 +2.0% 증가한 데 있다. 소득 증가율이 소비지출 증가율을 상회하자 저축률도 4.7%로 상승했다. 물론 1971년 이후 평균치 8.3%와 2000년 이후 평균치인 6.6%보다 낮지만 4개월 연속 저축률은 증가했다.

이에 연준도 아웃풋 갭 해소 시점을 2025년 말로 연기

전체 명목 PCE 금액에서 상품이 차지하는 비중은 33.5%이다. 그 중에서 37.1%를 차지하는 내구재와 62.9%를 차지하는 비내구재 모두 추세선과 괴리를 좁히지 못하는 모습이다. 이에 연준 위원들은 2월 FOMC 의사록을 통해 (+)아웃풋 갭 해소 시점을 2025년 초에서 말로 재차 연기했다.

그림 1. 미국 실질 PCE (재화) 금액은 추세선에 근접

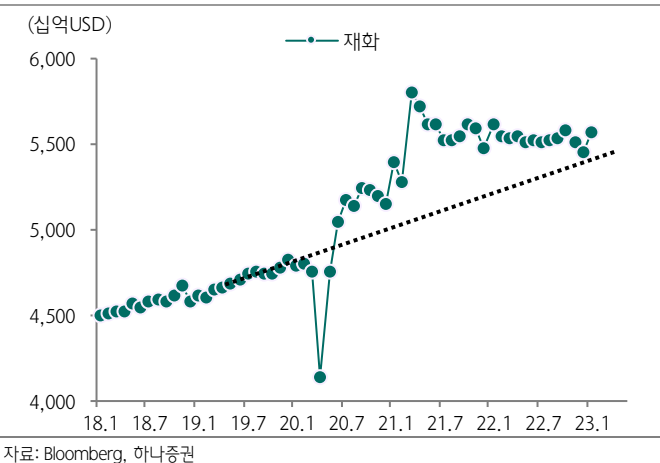


그림 2. 반면, 명목 PCE (재화) 금액은 추세선과 괴리 확대

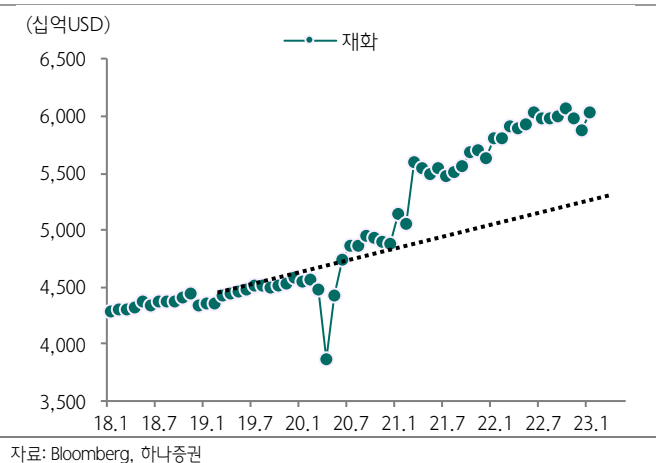
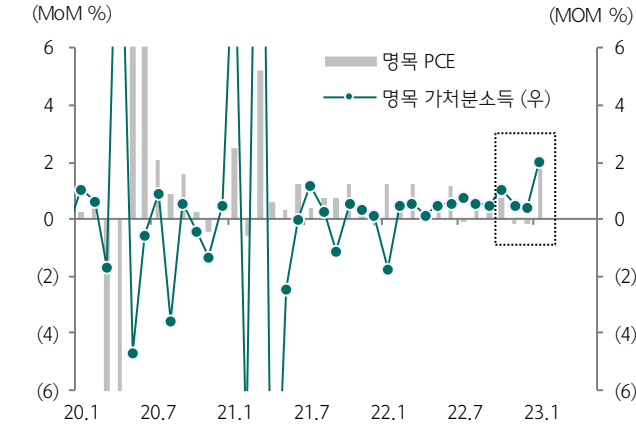
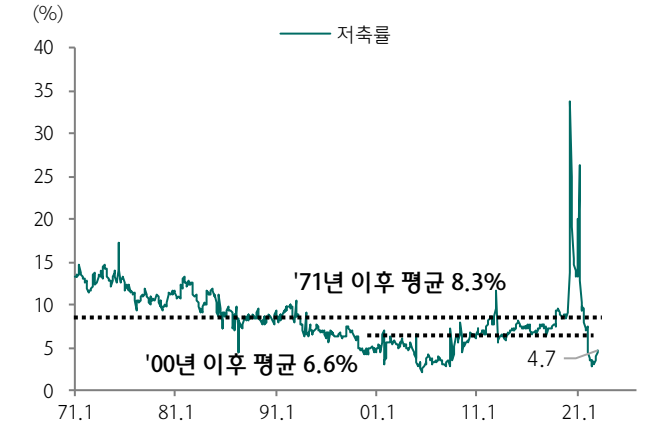


그림 3. 명목 가치분소득 증가율이 명목 PCE를 상회 (전월비 기준)



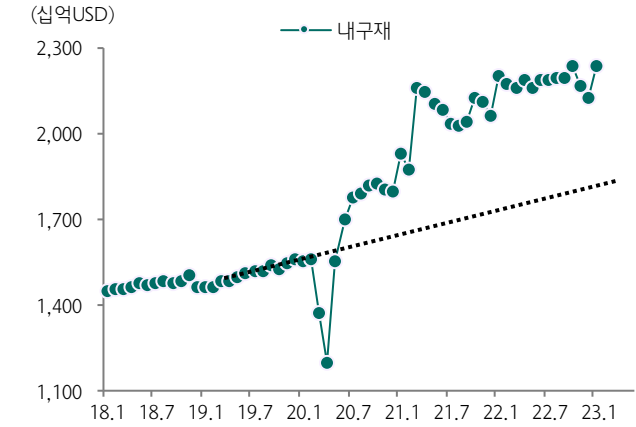
자료: Bloomberg, 하나증권

그림 4. 이에 저축률도 4개월 연속 증가



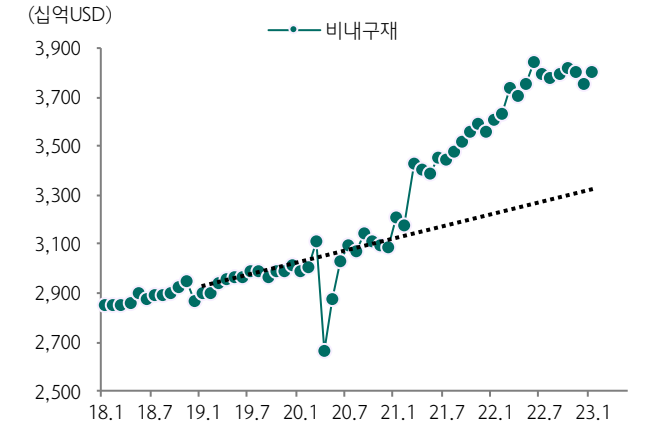
자료: Bloomberg, 하나증권

그림 5. 명목 내구재 PCE (재화 내 37% 비중)도 여전히 꺾리 유지



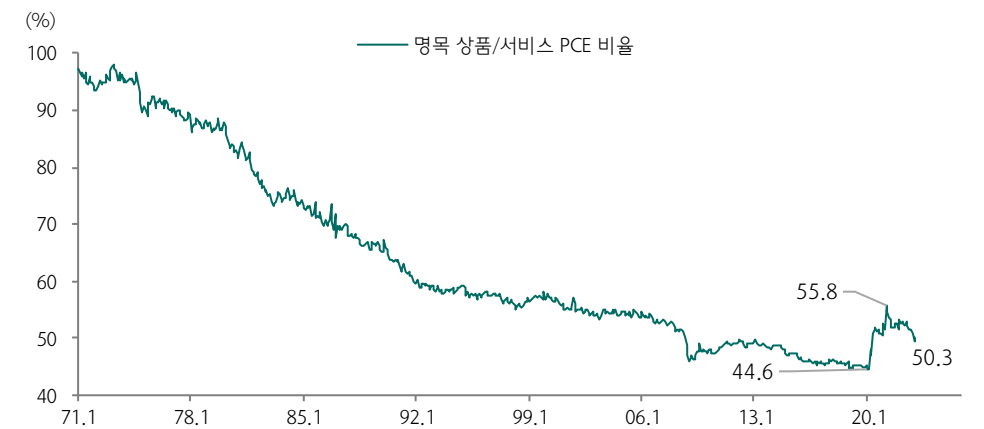
자료: Bloomberg, 하나증권

그림 6. 명목 비내구재 PCE (67% 비중)도 같은 상황



자료: Bloomberg, 하나증권

그림 7. 명목 PCE 상품/서비스 비중은 팬데믹 전후 저점과 고점의 평균값에 위치



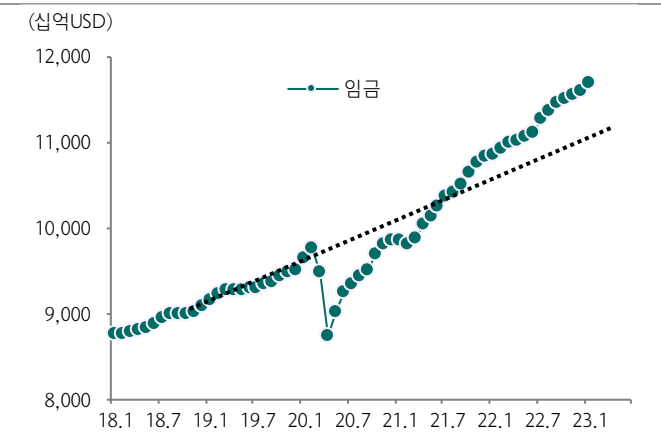
자료: Bloomberg, 하나증권
 주: 저점은 2020년 1월이며, 고점은 2021년 3월

명목 소득 증가 원천을 살펴볼 필요 그렇다면 소득의 원천이 어디서 비롯됐는지 살펴볼 필요가 있다. 명목 소득을 유형별로 구분해보면 가장 큰 비중을 차지하는 직원 보수가 임금/급여를 중심으로 전월대비 +0.9% 증가하면서 다른 항목 대비 가장 큰 폭의 상승률을 기록했다. 이는 2021년 11월 이후 가장 높은 증가율이기도 하다. 다음으로 큰 비중을 차지하는 정부이전소득은 전월대비 -0.1% 감소했다. 하지만 그 중에서 약 3분의 1을 차지하는 사회보장소득은 전월대비 +9.0 급증했다. 그 외 사업소득은 +0.4%, 이자소득은 +0.1%, 배당소득은 +0.9%, 임대소득은 +1.5%씩 각각 증가했다.

1) 임금, 2) 사회보장, 3) 임대 3가지 소득이 여전히 추세선과 괴리 유지 결국 1) 고용시장, 2) 바이든 정부 재정 정책, 3) 주거비 향후 흐름이 명목 PCE를 결정할 전망

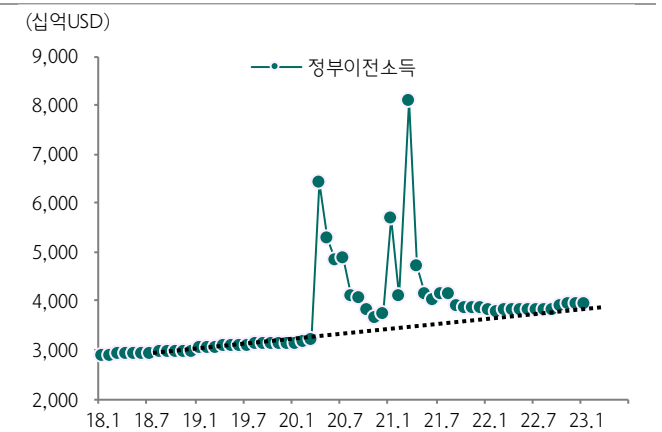
하지만 한 달 증가율보다는 명목 PCE처럼 금액 기준으로 추세선과 괴리를 보이고 있는 항목들을 구별해낼 필요가 있다. 아래 차트에서 확인할 수 있듯 추세에서 벗어나 있는 항목은 1) 임금과 2) 정부이전소득 내 사회보장소득, 3) 임대소득 3가지이다. 물론 이자소득도 최근에 가파르게 상승 중이다. 결국 타이트한 고용시장과 바이든 정부의 재정 정책, 주거비 상승 지속 여부가 명목 PCE의 추세선 회귀를 결정짓는 변수가 될 것이다.

그림 8. 명목 임금은 추세선과 괴리 확대 중



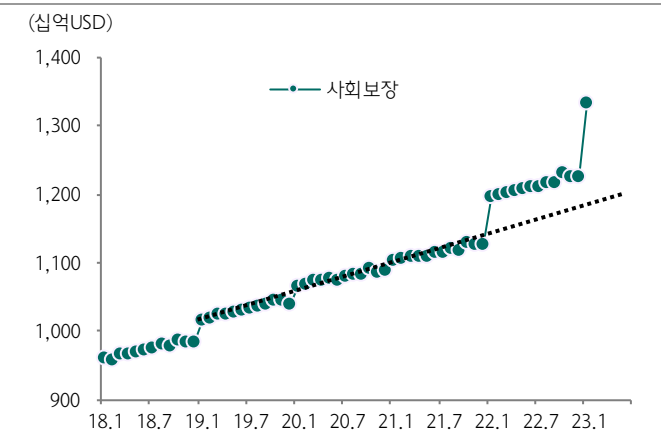
자료: Bloomberg, 하나증권

그림 9. 명목 정부이전소득은 추세선에 근접



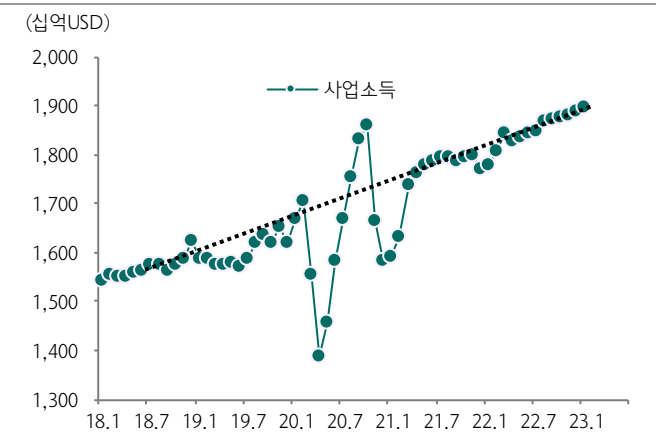
자료: Bloomberg, 하나증권

그림 10. 단, 정부이전소득 내 사회보장소득은 추세선과 괴리 확대



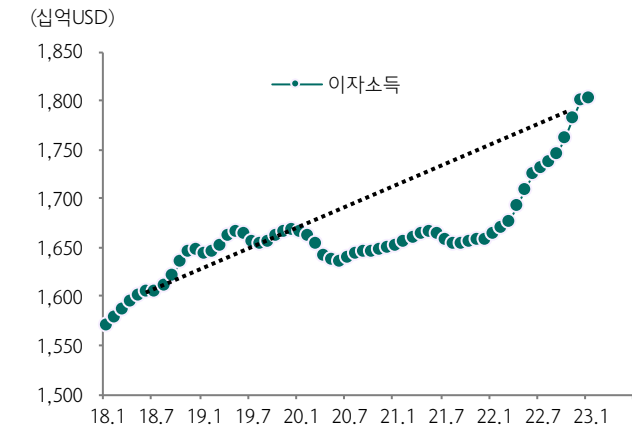
자료: Bloomberg, 하나증권

그림 11. 명목 사업소득은 추세선에 근접



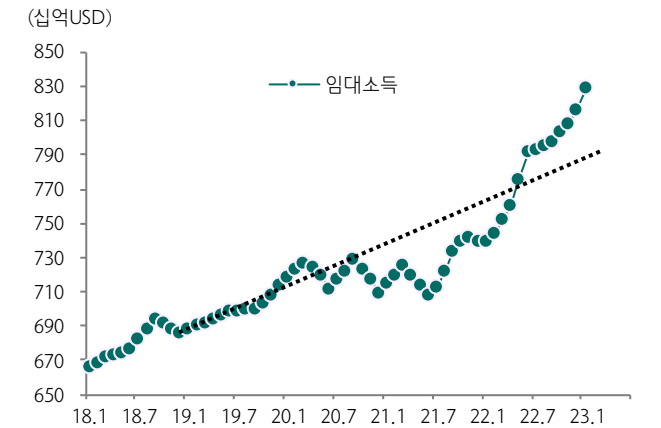
자료: Bloomberg, 하나증권

그림 12. 명목 이자소득은 최근 급증하고 있으나, 추세선에 근접



자료: Bloomberg, 하나증권

그림 13. 반면, 명목 임대소득은 추세선과 괴리 확대 중



자료: Bloomberg, 하나증권

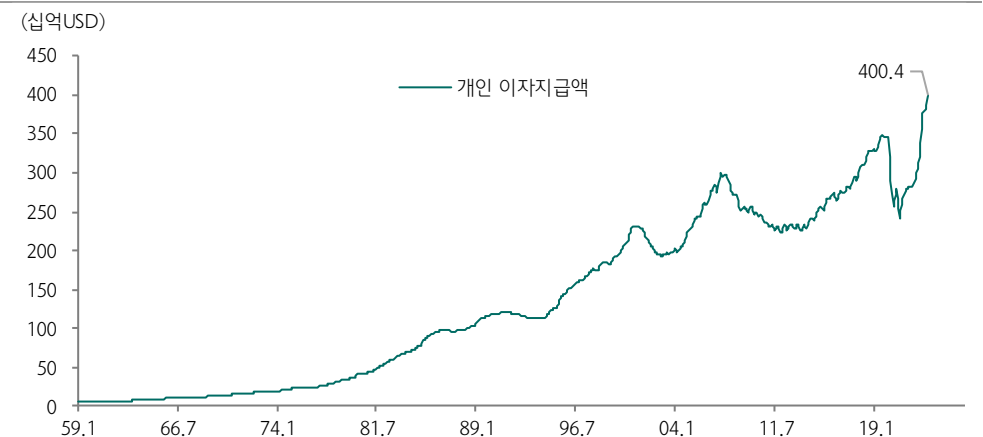
가계 이자비용은 사상 최고치

그 전에 지금까지 연준의 가파른 금리인상이 가계 이자비용에 얼마나 영향을 미치는지 확인해보자. 지난 1월 미국 개인 이자지급 규모는 (personal interest payments) 4,404 억달러로 1959년 이래 최고치를 경신했다. 이는 연준의 금리인상 직전인 2022년 2월 대비 36.4%, 팬데믹 이전인 2020년 2월 대비로는 16.2% 각각 높은 수준이다.

단, 명목 가처분소득 대비 비중은 2.04%에 불과하며, GFC 이후 범위 내 평균 수준. DSR도 2019년 4분기 대비 낮은 수준

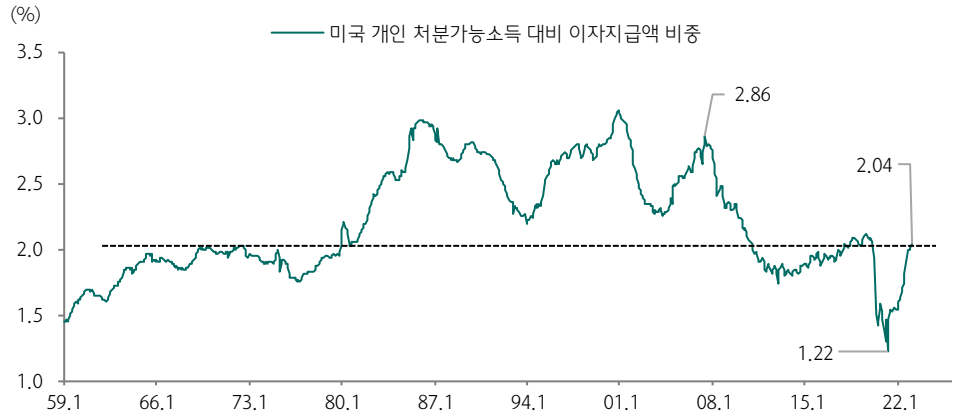
하지만 이자비용을 명목 가처분소득 대비 비중으로 보면 2.04%에 불과하다 (지난 1월 기준). 이는 지난해 2월 1.62%보다 0.43%p 높지만 2020년 2월 대비로는 0.01%p 높은 수준에 불과하다. 참고로 글로벌 금융위기 전후 고점이 2007년 6월의 2.86%였고, 이후 저점은 2021년 3월의 1.22%였다. 즉, 현재 비중은 글로벌 금융위기 이후 형성된 범위 내 평균치에 근접해 있는 것이다. 또한, 명목 가처분소득 대비 금융부채 원리금 지급액 비중 (DSR)도 지난해 3분기 기준으로 9.75%까지 상승했지만 2020년 1분기와 동일한 수준이며, 2019년 4분기 대비로는 여전히 낮다. 추가 금리 인상분이 반영되겠지만 올해 1월 명목 소득과 소비, 저축 흐름상 급격한 위축을 기대하기는 어렵다고 판단된다.

그림 14. 미국의 지난 1월 개인 이자지급액 규모는 사상 최고치를 경신



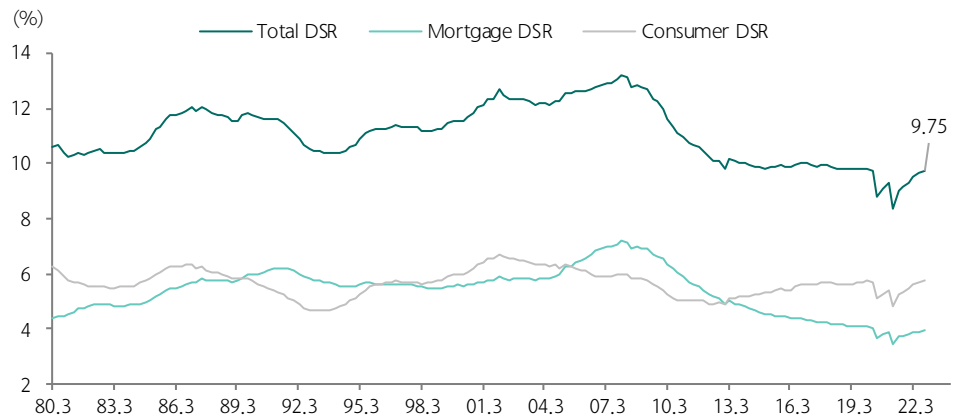
자료: Bloomberg, 하나증권

그림 15. 단, 명목 개인 가처분소득 대비 이자지급액 비중으로 보면 GFC 이후 평균 수준에 불과



자료: Bloomberg, 하나증권

그림 16. 금융부채의 원리금 비중도 2019년 4분기보다 낮은 수준 (지난해 3분기 기준)



자료: Bloomberg, 하나증권