



## Economy

2023년 7월 20일 | Global Asset Research

# Global Macro Alert

## 미국 고용의 방향성, 노동 구조의 이원화에 답이 있다

### Compliance Notice

본 조사는 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 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

### 경기가 어디까지 망가져야 연준이 금리를 동결할까?

물가가 빠르게 안정되고 있지만 선물시장은 여전히 7월 FOMC 금리 인상 확률을 100% 가까이 바라보고 있다. 금리를 올리지 않을 경우 긴축 사이클 종료 기대감으로 지금껏 단행한 고강도 긴축 정책이 무의미해질 수 있기 때문이다. 연준은 경기에 크게 악영향을 미치지 않을 정도의 적절한 금리 수준을 가능 중이다. 지금도 경기 위축 시그널이 나오지 않고 있는 것은 아니다. 민간 고용의 증가세가 완화되고 있고, 구인 수요도 약화되었다. 그렇다면 연준이 긴축 정책을 중단할 정도의 경기는 어느 수준일까? 1980년대 이후 연준의 금리 인상 사이클은 여섯 차례가 있었는데, 평균적으로 비농업 신규 고용 증가 폭이 17만명대 이하로 떨어진 시점에서 금리 인상이 중단됐다. 미국 6월 비농업 신규 고용이 20.9만명이라는 점을 감안하면 간극은 크지 않다. 고용시장이 둔화되면 긴축 사이클은 중단될 것이다.

### 노동시장의 이원화 구조를 고려해 고용 사이클 설명력이 높은 업종 위주로 접근

그런데 미국 노동시장이 여전히 타이트하기 때문에 고용시장이 과거 사이클처럼 위축될 지에 대한 의구심이 상존한다. 고용시장의 냉각 여부에 대한 확신이 필요한 시점이다. 미국 노동시장이 이원화된 구조를 가진 점에 주목하자. 연준 경제학자들이 발간한 논문 “The Dual U.S. Labor Market Uncovered”에 의하면, Tier 1 직군에 속한, 전체 고용자수의 80%가 넘는 근로자들은 직업 안정성이 높아 거의 항상 고용된 상태로 지내며 실업을 경험하는 일이 드물다. 반면 Tier 2 직군에 속한 근로자들은 전체 고용자수의 12%에 불과하지만 이직률이 Tier 1에 비해 6배 높고, 실업자가 될 확률도 10배 가량 높아서 대부분의 단기 고용 변동을 좌우한다. 즉, 비농업 고용의 전월비 증감은 전체 업종이 아닌, Tier 2에 속한 업종들에 의해 움직인다고 볼 수 있다. 실업자의 60% 이상이 Tier 2 직군에 속한다. 대체로 숙박/음식 서비스, 예술/엔터테인먼트, 건설, 소매 업종에서 Tier 2 근로자 비중이 높았다.

### Tier 2 비중이 높은 업종의 신규 고용 모멘텀과 미 연준 통화정책 방향

실제로 Tier 1 비중이 높은 Top 5 업종과 Tier 2 비중이 높은 Top 5 업종의 고용을 따로 뽑아서 전체 비농업 신규 고용과 비교해보면, Tier 2 관련 업종이 전체 고용을 좌우하는 것을 확인할 수 있다. 하반기 미국 고용시장의 흐름을 결정하는 것도 Tier 2 업종일 텐데, 2021년 평균 27만명대, 2022년 평균 13만명대의 고용을 창출하던 Tier 2 Top 5 업종의 신규 고용이 6월 4.9만명으로 빠르게 줄어들었다. 숙박/음식 서비스 등 고용 추세를 좌우하는 업종들의 신규 고용이 점차 약화되면서 하반기 고용시장은 점진적으로 위축될 가능성이 높다. 7월 이후 미 연준의 추가 금리 인상 가능성은 낮아질 것으로 판단된다. 고용시장은 경기 침체 국면이 지나간 이후에도 상당히 오랜 기간 동안 위축되는 성질을 갖기 때문에 고용시장이 본격적으로 위축되기 시작하면 추가 금리 인상 확률이 급격히 줄어들 것이다.



Economist 전규연 kychun@hanafn.com  
RA 김형균 hyungkyunkim@hanafn.com

하나증권 리서치센터

## 경기가 어디까지 망가져야 연준이 금리를 동결할까?

미국 6월 소비자물가와 생산자물가가 모두 예상치를 하회하며 물가가 빠르게 안정되고 있지만 금리선물시장은 여전히 7월 FOMC 금리 인상 확률을 100% 가까이 바라보고 있다. 물가의 추세적 하락에 대해 확신하지 못하는 상황에서 7월에 금리를 올리지 않을 경우, 시장이 긴축 사이클 종료를 기대하며 금리 하락과 주택시장 반등을 이끌 수 있고, 지금껏 단행한 고강도 긴축 정책의 효과가 제한될 수 있기 때문이다.

연준은 물가와 고용을 저울질하면서 경기에 크게 악영향을 미치지 않을 정도의 적절한 금리 수준이 어디인지 가늠 중이다. 인플레이션보다 경제에 대한 우려가 높아지기 전까지 미 연준의 긴축 스탠스는 유지될 가능성이 높다.

그렇다면 연준이 추가 긴축 정책을 중단할 정도의 경기는 어느 수준일까?

지금도 경기가 위축되는 시그널이 아예 나오지 않고 있는 것은 아니다. 민간 고용의 증가세가 점차 완화되고 있고, 기업들의 구인건수가 줄어들고 있어 노동 수요가 약화될 것으로 보인다. 캔자스시티 연은은 미국 노동시장과 관련된 24개의 지표들을 종합해서 노동시장 환경 지수(LMCI)를 발표하는데, 이 지표에 따르면 미국 노동시장은 지난 해 하반기부터 소폭 약화되기 시작했으며, 모멘텀은 작년 11월부터 8개월 동안 약간의 마이너스권에 위치하고 있다. 일자리를 찾을 기회가 줄어드는 점이 모멘텀 하락을 이끌었다.

도표 1. 미국 비농업부문 신규 고용 증가세는 점차 완화



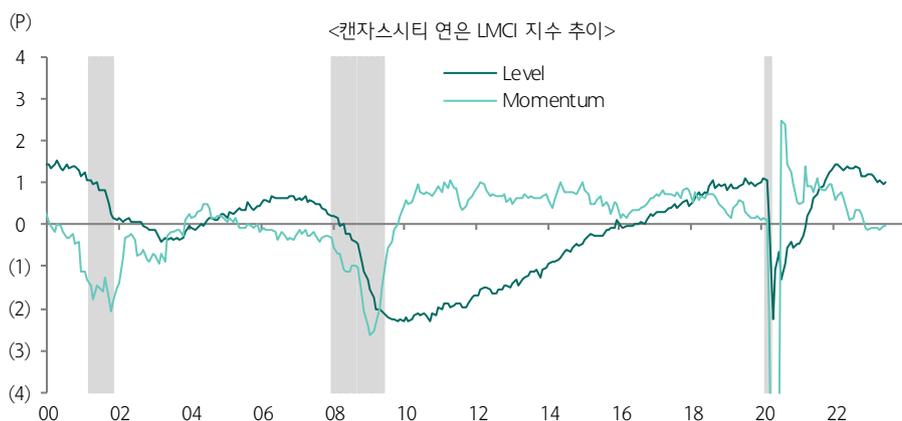
자료: Thomson Reuters, 하나증권

도표 2. 미국 기업들의 구인 수요는 줄어드는 양상



자료: Thomson Reuters, 하나증권

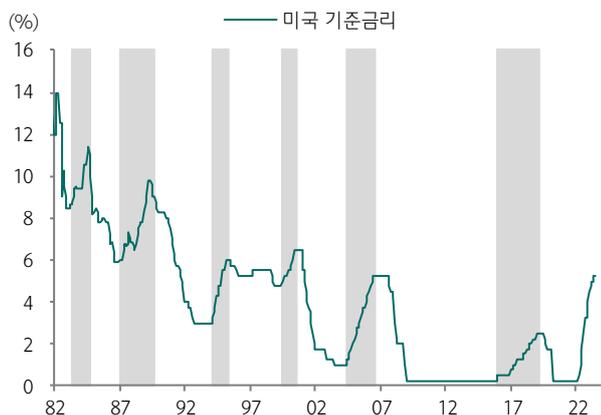
도표 3. 미국 노동시장 상황 지수는 일자리 기회 감소 등으로 모멘텀 약화



주: 회색 음영은 경기 침체 국면  
 자료: Thomson Reuters, 하나증권

이번 통화 긴축 사이클을 제외하면, 1980년 이후 미 연준의 금리인상 사이클은 여섯 차례가 있었는데, 평균적으로 보면 비농업 신규 고용 증가 폭이 17만명대 이하로 떨어져야 미 연준의 금리 인상이 중단됐다. 미국 6월 비농업 신규 고용이 20.9만명 수준이라는 점을 감안하면 간극은 크지 않다. 미국 비농업 신규 고용이 10만명대로 내려오기 시작한다면 연준이 추가적으로 금리를 인상할 확률이 줄어들 것이다.

도표 4. 1980년대 이후 미 연준의 금리 인상 사이클



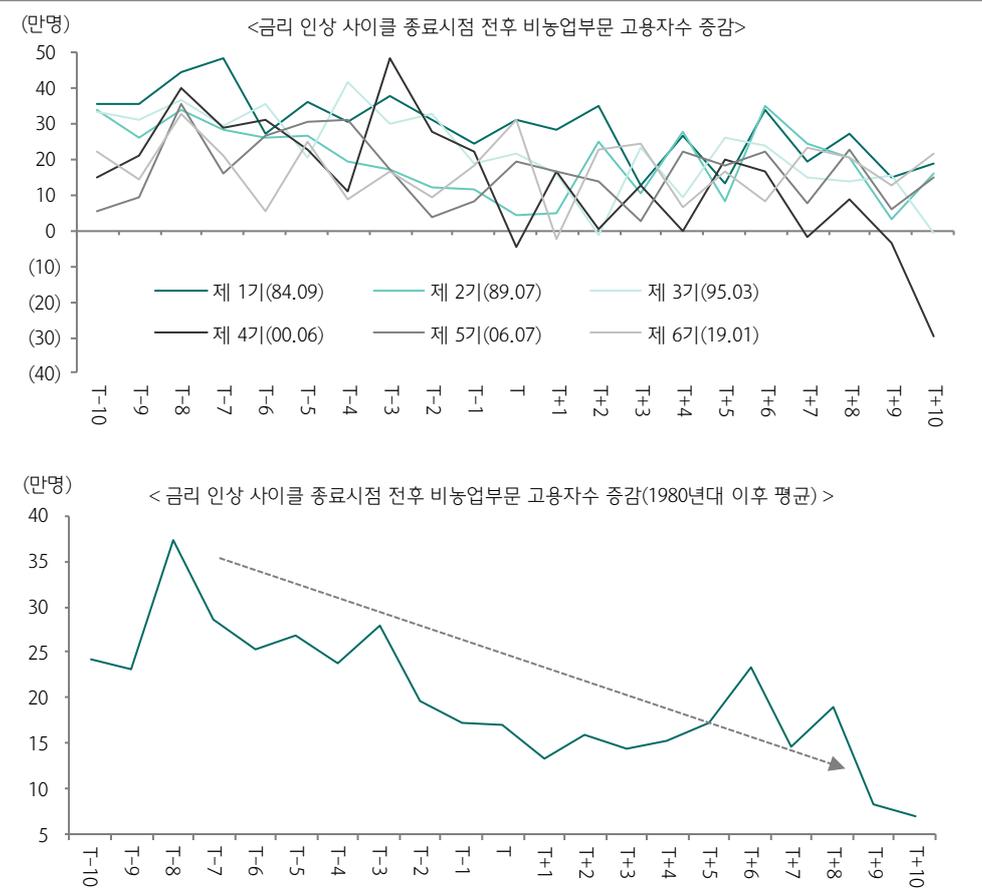
주: 회색 음영은 금리인상 사이클  
 자료: Thomson Reuters, 하나증권

도표 5. 1980년대 이후 미 연준의 금리 인상 사이클과 종료 시점

	종료 시점	금리 인상 사이클	지속기간
제 1기	1984.9월	1983.4~1984.8월	1년4개월
제 2기	1989.7월	1987.1~1989.6월	2년5개월
제 3기	1995.3월	1994.2~1995.2월	1년
제 4기	2000.6월	1999.6~2000.5월	11개월
제 5기	2006.7월	2004.6~2006.6월	2년
제 6기	2019.1월	2015.12~2018.12월	3년

자료: BOK, 하나증권

도표 6. 과거 미 연준의 금리 인상 사이클 종료 시점 전후 비농업부문 고용자수 증감 추이



주: T는 미 연준의 금리 인상 중단 시점  
자료: Thomson Reuters, 하나증권

### 노동시장의 이원화 구조를 고려해 고용 사이클 설명력이 높은 업종 위주로 접근

고용시장이 둔화된다면 미 연준의 금리 인상 사이클은 중단될 것이다. 그런데 미국 노동 시장이 여전히 타이트하다. 기업들의 구인 수요가 줄어들고 있지만 여전히 일자리수가 경제활동인구보다 많기 때문에 신규 고용이 위축되는 속도는 과거보다 더딜 수 있다. 고용 시장의 추가 냉각이 전개될 수 있는지 확신이 필요한 시점이다.

미국의 노동시장이 이원화된 구조를 가졌다는 점에 주목하자. 금년 5월 연준 소속 경제학자들이 발간한 논문 “The Dual U.S. Labor Market Uncovered”에 의하면, Tier 1 직군(Primary)에 속한, 전체 고용자수의 80%가 넘는 근로자들은 직업 안정성이 높아 거의 항상 고용된 상태로 지내며 실업을 경험하는 일이 드물다.

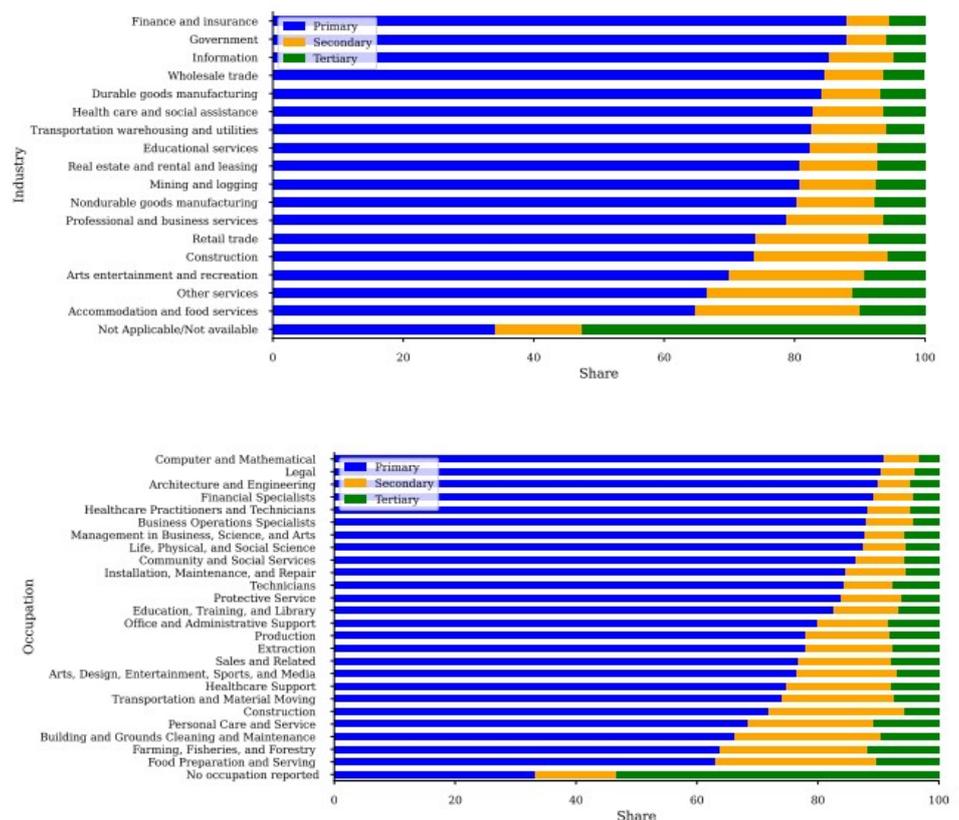
반면 Tier 2 직군(Secondary)에 속한 근로자들은 전체 고용자수의 12%에 불과하지만 이 직률이 Tier 1에 비해 약 6배 높고, 실업자가 될 확률도 10배 가량 높아서 대부분의 단기 고용 변동을 좌우한다. 한편 Tier 3(Tertiary)에 속한 근로자들은 가사 생산과 연관된 직군으로, 경제활동인구의 경계 선상에 위치한 한계근로자인 만큼 고용 변동에 크게 영향을 주지 않아 본고에서 자세히 논의되지 않는다.

즉, 비농업부문 고용지표의 전월비 증감을 좌우하는 것은 전체 업종이 아닌, Tier 2에 속한 업종들이라고 볼 수 있다. 실업자의 60% 이상이 Tier 2 직군에 속한 것으로 분석되며, 이들이 경기 사이클 내 실업자수 변동에서도 약 2/3에 달하는 설명력을 갖는 것으로 파악된다. Tier 1 직군에 속한 근로자들은 상대적으로 숙련된 근로자들이며 안정적으로 고임금을 받는 고학력자의 비중이 높다.

각각의 세분화된 Tier를 정확하게 업종별로 나눌 수는 없지만, 대체로 금융/보험, 정부, 정보, 도매, 내구재 제조 업종이 Tier 1에 속해있는 경우가 많았으며, 숙박/음식 서비스, 기타 서비스, 예술/엔터테인먼트, 건설, 소매 업종이 Tier 2에 속해있는 근로자 비중이 다른 업종들에 비해 상대적으로 높았다.

직업별로는 컴퓨터/수학, 법, 건축/공학, 금융 전문가, 의료종사자 및 기술자 등이 Tier 1에 속해있는 비중이 상당히 높았으며, 음식 준비 및 서빙, 농업, 어업 및 임업, 건물 청소 및 유지 보수, 개인 관리 서비스 등이 Tier 2에 속해있는 경우가 많았다.

도표 7. 실업자의 60% 이상이 속하는 Tier 2 직군에는 숙박/음식서비스, 엔터테인먼트 등의 비중 높음



자료: FRB, 하나증권

### Tier 2 비중이 높은 업종의 신규 고용 모멘텀과 미 연준 통화정책 향방

실제로 Tier 1 비중이 높은 Top 5 업종과 Tier 2 비중이 높은 Top 5 업종의 고용자수를 따로 뽑아서 전체 비농업부문 신규 고용자수의 등락과 비교해보면, Tier 2에 속한 근로자의 비중이 높은, 즉 이동이 잦은 업종의 신규 고용이 전체 고용의 추세를 좌우하는 점을 확인할 수 있다. 최근 미국 신규 고용이 여가/접객을 비롯한 대면 서비스업 부문에서 지속적으로 회복하는 모습을 보여왔는데, 이들이 Tier 2에 속하는 대표적인 업종이라는 점에서 전체 노동시장의 고용 호조를 이끌어왔다고 해석할 수 있다.

하반기 미국 고용시장의 흐름을 결정하는 것도 이동이 잦은 Tier 2 업종에서의 신규 고용 추이일 텐데, 2021년 평균 27만명대, 2022년 평균 13만명대의 신규 고용을 창출하던 Tier 2 Top 5 업종들의 신규 고용이 6월 현재 4.9만명 수준으로 빠르게 줄어들었다. 한편 노동시장의 사이클과 연관성이 낮은 Tier 1 Top 5 업종(이동이 잦지 않은 업종)의 신규 고용은 뚜렷한 추세 없이 등락하는 양상이다.

도표 8. 이동이 잦은 업종(Tier 2)의 신규 고용 추세가 전체 비농업부문 신규 고용을 좌우



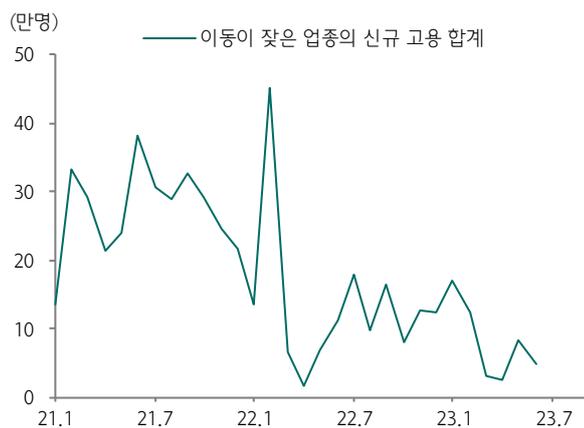
자료: Thomson Reuters, 하나증권

도표 9. 직업 안정성이 높은 Tier 1 직군의 경우 전체 비농업 고용의 추세보다 변동성이 낮음



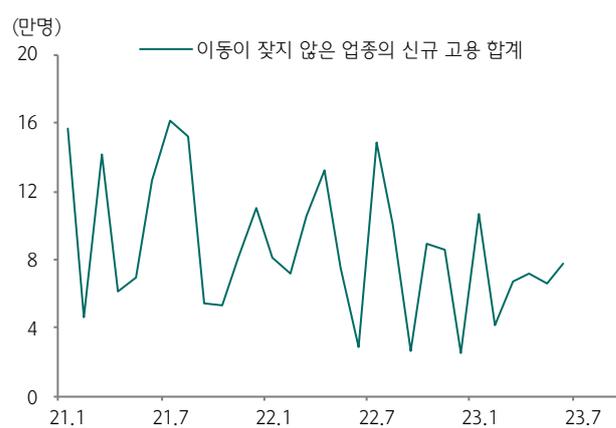
자료: Thomson Reuters, 하나증권

도표 10. 이동이 잦은 업종에서의 신규 고용자수는 점차 줄어드는 중



자료: Thomson Reuters, 하나증권

도표 11. 이동이 잦지 않은 업종의 고용은 뚜렷한 추세 확인할 수 없어



자료: Thomson Reuters, 하나증권

결국 연준이 금리 인상을 중단하는 시점은 미국 비농업부문 신규 고용이 10만명대로 둔화 된 이후가 공산이 큰데(1980년 이후 평균 17만명대에서 금리 인상 중단), 숙박/음식 서비스, 예술/엔터테인먼트, 소매 업종 등 미국 고용시장의 추세를 좌우하는 업종들의 신규 고용이 점차 약화되고 있다는 점을 감안하면 하반기 중 고용시장의 점진적인 위축이 전개될 가능성이 높고, 결국 7월 이후 미 연준의 추가 금리 인상 가능성은 낮아질 것으로 판단된다. 고용시장은 특징적으로 한번 둔화되기 시작하면 경기 침체 국면이 지나간 이후에도 상당히 오랜 기간에 걸쳐 위축되는 성질을 갖기 때문에 고용시장이 본격적으로 위축되기 시작하면 추가 금리 인상 확률이 급격히 줄어들 것이다.

## 다음주 주요 이벤트 및 관전 포인트

이벤트	날짜	시간	중요도	관전 포인트
미국 7월 FOMC	7/27	03:00	★★★	7월 회의에서 25bp 인상 전망. 추가 긴축에 대한 스탠스 주목
유로존 7월 ECB 통화정책회의		21:15	★★★	역내 물가 부담으로 금리 인상 기조 이어갈 가능성 높음
일본 7월 BOJ 통화정책회의	7/28	--	★★★	물가 상승에도 불구하고 완화적인 정책 유지. 엔화 관련 코멘트 확인

주: 날짜와 시간은 한국기준

자료: 하나증권

## 다음주 발표될 주요 경제지표

지표	날짜	시간	기준	중요도	예상치	이전치
일본 7월 지분은행 제조업 PMI P	7/24	09:30	기준=50	★★	--	49.8
일본 7월 지분은행 서비스업 PMI P		09:30	기준=50	★★	--	54.0
유로존 7월 HCOB 제조업 PMI P		17:00	기준=50	★★	--	43.4
유로존 7월 HCOB 서비스업 PMI P		17:00	기준=50	★★	--	52.0
미국 5월 S&P Global 제조업 PMI P		22:45	기준=50	★★★	--	46.3
미국 5월 S&P Global 서비스업 PMI P		22:45	기준=50	★★	--	54.4
한국 2분기 GDP	7/25	08:00	%, YoY	★★★	0.8	0.9
미국 5월 FHFA 주택가격지수		22:00	%, MoM	★★	--	0.7
미국 5월 S&P 코어로직 CS 20개 도시 주택가격지수		22:00	%, MoM	★★	--	0.91
미국 7월 컴퓨터소프트웨어 소비자자기대지수		23:00	기준=100	★★★	112.0	109.7
한국 7월 소비자심리지수	7/26	06:00	기준=100	★★	--/--	100.7
일본 5월 선행지수/동행지수 F		14:00	기준=100	★★	--/--	109.5/113.8
미국 6월 신규주택매매		23:00	%, MoM	★★	-5.5	12.2
미국 7월 기준금리	7/27	03:00	%	★★★	5.50	5.25
한국 8월 제조업 BSI		06:00	기준=100	★★	--	72
유로존 7월 기준금리		21:15	%	★★★	4.25	4.00
미국 6월 내구재주문 P		21:30	%, MoM	★★	0.4	1.8
미국 6월 비국방 자본재 수주 P		21:30	%, MoM	★★	--	0.7
미국 2분기 GDP P		21:30	%, SAAR	★★★	1.8	2.0
미국 6월 미결주택매매		23:00	%, MoM	★★	--	-2.7
한국 6월 광공업생산	7/28	08:00	%, YoY	★★	--	-7.3
일본 7월 기준금리		--	%	★★★	-0.10	-0.10
유로존 7월 경기대지수		18:00	기준=100	★★	--	95.3
미국 2분기 고용비용지수		21:30	%, QoQ	★★★	1.1	1.2
미국 6월 개인소득/개인소비		21:30	%, MoM	★★★	0.5/0.4	0.4/0.1
미국 6월 PCE 디플레이터/근원 PCE 디플레이터		21:30	%, YoY	★★★	3.1/4.2	3.8/4.6
미국 7월 미시건대 소비자자기대지수 F		23:00	기준=100	★★	72.6	72.6

주: 1) 국내 지표는 당사 전망치, 날짜와 시간은 한국 기준, 2) P(속보치), A(잠정치), F(확정치)

자료: Bloomberg, 하나증권