



미국 고용지표의 냉정한 판단과 인플레이션 자극 요인

1. 고용시장의 질적 회복 지연과 연준의 스탠스

- 2월 비농업 취업자수는 +37.9만 명 증가. 실업률은 6.2%로 전월비 -0.1%p 하락했으나, 경제활동참가율이 61.4%로 지난해 6월부터 정체되는 흐름
- 고용 호조에도 질적인 지표를 종합적으로 고려할 때, 연준이 긴축을 검토할 수 있는 단계는 아직 시기상조.

2. 고용의 양적 회복 과정에서 발생할 인플레이션 압력

- 단순한 일자리의 양적 회복 과정에서 주목해야할 요인으로 회복 과정에서 동반되는 인플레이션 압력 확대 가능성에 주목할 필요.
- 서비스물가는 서비스업의 고용 회복에 따라 서비스 소비 활동의 제약이 줄어들어 물가 상승세가 빠르게 발생할 수 있음.
- 서비스물가와 상품물가의 가중치는 6:4로 구분. 서비스 인플레이션이 자극될 경우, 헤드라인 인플레이션 압력이 크게 나타날 가능성에 유의할 필요.

3. 비용 측면이 자극하는 인플레이션 압력

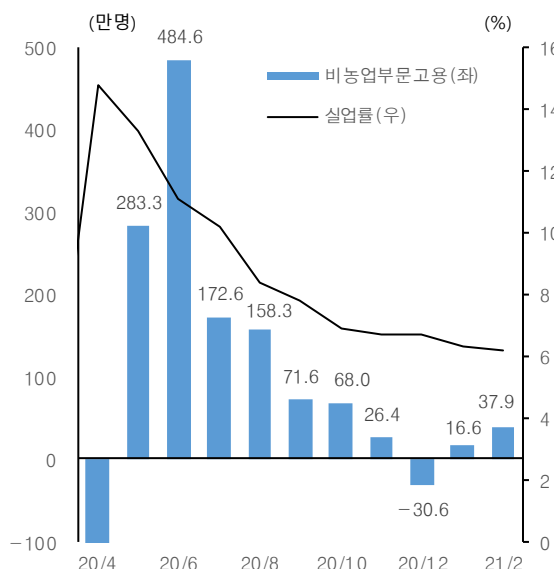
- 비용측면에서 고려할 변수는 시간당 임금상승률. 지난해 4월 전년비 +8.2% 급등. 이후에도 전년비 +4~5% 상승세를 지속하고 있는 상황.
- 임금상승률의 방향성은 고용의 질적인 부분에 달려 있다고 판단. 코로나19로 인해 이탈했던 노동자들이 노동시장에 다시 진입해서 노동 공급이 원활하게 지속돼야 임금 상승 압력이 낮아질 수 있음.
- 하지만 노동시장 참가율과 같은 고용의 질적 조건은 아직 의미 있는 반등이 나타나지 않고 정체된 흐름을 지속. 따라서 임금상승률은 고용의 질적 회복이 어느 수준 까지는 동반돼야 안정화될 수 있다고 판단.
- 결국 임금상승률 당분간 상승 흐름을 지속할 것으로 전망, 인플레이션 압력을 자극하는 요인으로 작용할 수 있음.

1. 고용시장의 질적 회복 지연과 연준의 스탠스

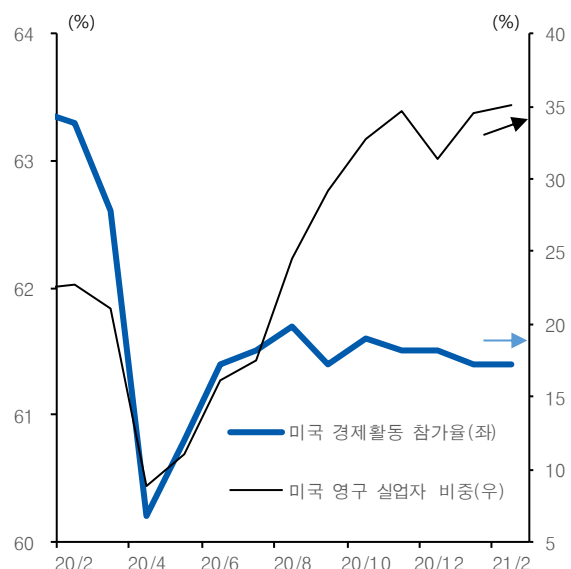
2월 미국의 헤드라인 고용지표는 회복하는 모습을 보였다. 비농업 취업자수는 +37.9만 명 증가하며 전망치(+21.0만 명)를 상회하는 서프라이즈를 기록했다. 산업별로 보면 레저/접객, 운송, 보건 등 서비스업 고용이 증가하였다. 그간 부진했던 서비스업의 일자리 수가 회복한 것으로 확인되며 고용의 양적인 측면에서 고무적인 결과를 기록했다. 반면, 고용의 질에 대한 회복은 아직 시간이 필요한 것으로 보인다. 2월 실업률은 6.2%로 전월대비 -0.1%p 하락했으나, 경제활동참가율은 61.4%로 전월과 동일한 수준을 기록하며, 지난해 6월부터 정체되는 흐름을 보이고 있다. 또한 전체 실업자 중 영구 실업자 비중도 35.1%로, 지난해 12월(31.4%) 이후 3개월 연속 상승하고 있다. 이처럼 고용의 질적인 부분은 회복되지 못하고 정체되거나 오히려 둔화되는 모습을 보이고 있다.

백신 보급의 가속화와 경기부양책의 상원 통과로 3월 이후의 고용지표의 회복은 탄력을 받을 가능성이 높다. 경제 전망 개선에 대한 기대로, 장기 금리에는 연준의 긴축 우려가 반영되고 있고 추가 상승 압력이 여전히 작용하고 있다. 하지만 고용 호조에도 질적인 지표를 종합적으로 고려할 때, 연준이 긴축을 검토할 수 있는 단계는 아직 시기상조이다. 경제적 이유로 인해 주간 36시간 미만의 파트타임에 종사하는 인구는 꾸준히 증가하고 있다. 즉 연준이 주의 깊게 관찰하고 있는 취약 계층의 고용 여건을 감안할 때, 현재의 통화정책 기조에 변화가 나타날 수 있는 가능성은 상당히 낮다.

[차트1] 미국의 2월 헤드라인 고용지표는 전망치와 전월 성적을 상회한 서프라이즈를 기록. 고용의 양적 회복이 발생.



[차트2] 경제활동 참가율은 정체된 상황, 영구 실업자 비중도 높아지며, 고용의 질적 회복은 아직 발생하지 않음.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2. 고용의 양적 회복 과정에서 발생할 인플레이션 압력

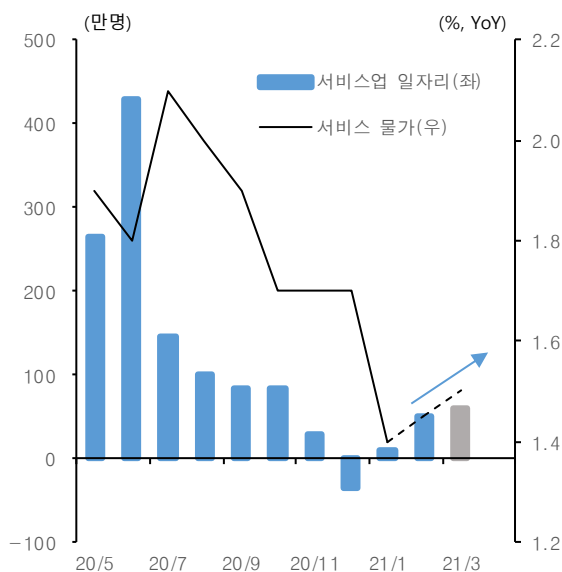
고용의 질적인 부분에서 리스크가 아직 노출되고 있지만, 고용의 양적인 부분은 백신 보급의 가속화와 경기부양책의 효과로 개선될 가능성이 존재한다. 경기부양책 효과는 소비와 고용의 양적인 부분을 자극할 것이고, 그동안 경제활동 제한으로 눌려있던 서비스업 부문의 양적인 일자리 개선으로 이어질 가능성이 높다.

하지만 연준이 추구하는 완전 고용이라는 개념에서 생각해본다면, 현재 서비스업 일자리가 현재보다 2배 이상 꾸준히 증가해야 올해 안에 코로나19 이전 수준으로 회복이 가능하다는 계산이 도출될 수 있다. 백신의 효과와 향후 경기 부양책에 대한 기대가 유효하지만, 낙관적인 시나리오는 현실적으로 나타나기 어려워 보인다.

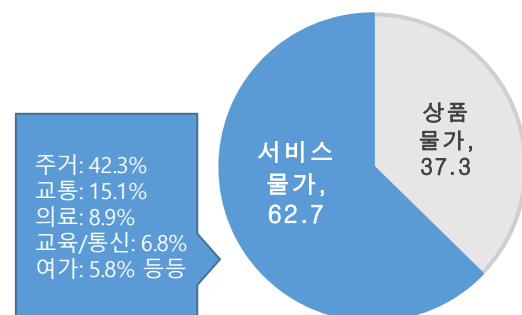
결국 단순한 일자리의 양적 회복 과정에서 주목해야 할 요인은 회복 과정에서 동반되는 인플레이션 압력 확대이다. 그동안 상품 물가의 경우, 재고 소진과 원자재 가격의 상승으로 빠르게 정상화가 진행되었다. 서비스 물가의 경우도 서비스업의 고용 회복에 따라 서비스 소비 활동의 제약이 줄어들어 물가 상승세가 빠르게 나타날 수 있다. 참고적으로 미국의 소비자물가에서 가중치를 구분해보면, 서비스 물가와 상품 물가의 가중치는 6:4로 구분될 수 있다. 즉 서비스 인플레이션이 자극될 경우, 기대보다 헤드라인 인플레이션 압력이 더욱 크게 나타날 수 있다.

[차트3] 서비스업 고용의 양적 회복 발생시, 서비스 소비가 가능해지게 되고, 물가 역시 상승 압력이 작용할 가능성.

[차트4] 미국 소비자물가에서 서비스물가는 상품물가보다 큰 가중치가 부여. 서비스 고용 회복은 인플레이션 자극 요인.



미국 CPI 항목별 가중치 %



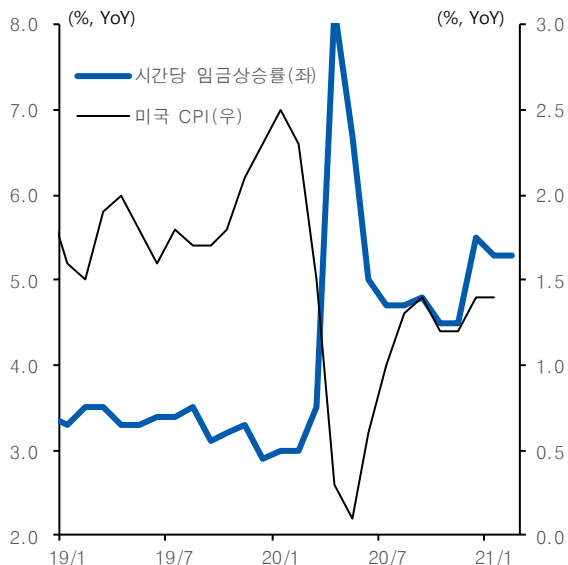
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

3. 비용 측면이 자극하는 인플레이션 압력

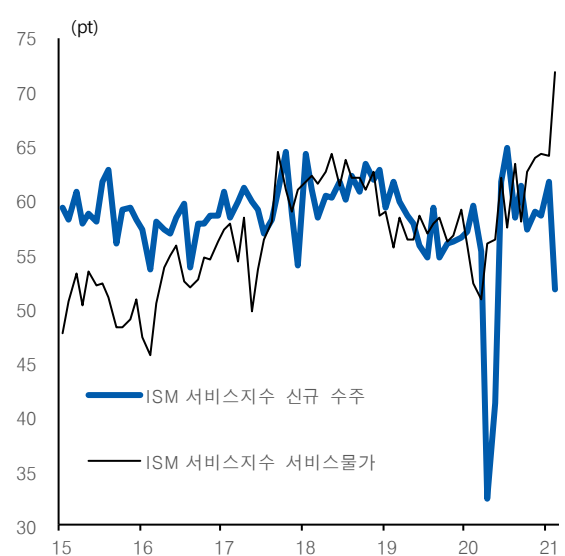
미국의 고용지표에서 인플레이션의 압력을 자극할 수 있는 또다른 변수를 생각해 보면, 비용 요인을 고려할 수 있다. 비용 요인은 시간당 임금상승률 자료에서 확인할 수 있다. 지난해 락다운의 여파로 인력부족이 발생하면서 4월에 전년비 +8.2% 급등한 미국의 임금상승률은 전년비 +4~5% 상승세를 이어오고 있다. 임금상승률의 방향성은 고용의 질적인 부분에 달려 있다고 생각된다. 코로나19로 인해 이탈했던 노동자들이 노동시장에 다시 진입해서 노동 공급이 원활하게 지속돼야 임금 상승 압력이 낮아질 수 있다. 하지만 노동시장 참가율과 같은 고용의 질적 컨디션은 아직 의미 있는 반등이 나타나지 않고 정체된 흐름을 지속하고 있다. 따라서 임금상승률은 고용의 질적 회복이 어느 수준까지는 동반돼야 안정화될 수 있다고 판단한다. 결국 임금상승률 당분간 상승 흐름을 지속할 것으로 전망되는 가운데, 인플레이션 압력을 자극하는 요인으로 작용할 수 있다.

양적인 고용 회복 과정에서 발생할 수 있는 비용부담 요인은 ISM 서비스업 지수의 세부 항목 중 서비스 가격지수에서 확인할 수 있다. 전월비 +7.6pt 급등한 71.8pt 를 기록했는데, 이는 지난 리먼사태 이후 가장 높은 수준이다. 반면 신규주문은 전월비 -10.1pt 급락한 51.9pt 를 기록하며, 아직 확장 국면을 지켰지만 수요의 강도는 낮아지는 모습이다. 이처럼 수요보다 공급 비용이 확대된다면 비용 인상 인플레이션이 발생할 수 있고, 이 경우 미국의 경기 회복세를 제약할 수 있는 요인으로 작용할 수 있다.

[차트5] 임금상승률 상승 흐름을 지속할 것으로 전망되는 가운데, 인플레이션 압력을 자극하는 요인으로 작용할 가능성.



[차트6] 미국 2월 ISM 서비스업 지수에서 신규 수주는 급락한 반면, 서비스 물가 지수는 급등. 비용 측면의 부담 확인.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터