



하나금융그룹

2021년 7월 5일 | Global Asset Research

# Unfixed Idea

## 희망을 보여준 고용 보고서: 정책 변화의 효과 기대↑

### 6월 고용보고서, 회복 과정에서 나타난 과도기적 모습: 정책 변화 효과 기대↑

지난주 발표된 6월 고용지표는 회복 과정에서 나타난 과도기적 모습을 보여주었다. 실업률은 5.9%로 시장의 기대(5.6%)보다 부진한 수치를 내놓았으나 비농업 고용자 수는 85만명으로 집계되며 70만명 초반 수준(블룸버그: 72만명)이었던 컨센서스와 전월치를 크게 상회하였다. 경제활동 참가율은 전월과 동일한 61.6%를 기록하였고, 시간당 임금 상승률과 평균 주간 근로시간은 시장 전망치를 소폭 하회하였다.

결론부터 정리해보면 세부 내용들에 대한 아쉬움은 분명 있었으나, 방향성에 대해서는 긍정적인 평가를 내릴 수 있는 결과로 판단된다. 구직활동 정체에 의한 채용 공백과 이로 인한 생산활동 둔화 현상은, 시간이 지나면서 정책이 변화하고 경제와 생활이 정상화되는 과정에서 극복될 수 있을 것이라는 신호들이 확인되었기 때문이다. 구직활동 증가의 반대급부적 현상으로 나타난 평균 근로시간의 감소와 실업률 상승은 고용시장이 회복되어 가면서 안정될 것으로 예상된다.

6월 고용보고서에서 가장 주목해야 할 부분은 비농업 고용 부문의 회복세가 빨라지고 있다는 사실이라고 생각된다. 지난 4월과 5월의 고용보고서가 시장 기대를 하회하고, 최근 기업들이 생산(서비스)활동에 어려움을 겪게 되는 주요 배경에 구직활동 감소 현상이 자리하고 있었기 때문이다. 인력 부족에 대한 내용은 ISM제조업, 서비스업 보고서들에서도 수개월에 걸쳐 반복적으로 언급되고 있기도 하다.

속도와 시기의 관점에서 살펴보면, 회복이 가속화되는 시점은 역시 3분기 중후반 경이 될 가능성이 높다. 정책들이 예정보다 이른 시기에 종료되고 있으나 당분간은 경로의 정상화 과정을 확인하는 관점에서 고용지표를 바라볼 필요가 있다. 각 주(州)별 비농업 고용 데이터를 분류해보면, 추가 실업수당 지급이 예정(9/6)대로 종료되는 지역의 고용회복 속도가 상대적으로 느리고, 괴리도 크기 때문이다.

한편 연준이 강조하던 기저효과를 제거하더라도 상품가격의 레벨 변화와 주거 및 생산비용의 흐름 등을 고려할 경우, 물가상승률은 연말로 들어서면서 다시 높아질 전망이다. 연준의 정책 판단과 시장의 경기 인식에 있어 물가는 상수, 고용은 변수로 받아들여질 것임을 인지해야 한다. 전염병에서 촉발된 현 국면의 특성상, 연준이 목표로 하고 있는 이중책무 가운데 우선순위에 놓여 있는 것은 고용과 경기회복부분이기 때문이다. 정책 지원(현금 지급 등)을 통해 빠르게 회복되었던 경제(소비) 동력이 고용 안정(임금)을 통해 메꿔질 수 있는지에 대한 확신이 필요하다.

앞서 언급한 바와 같이 고용지표의 경우 당장의 드라마틱한 변화보다는 점진적 개선이 진행된 후 3분기 중후반에 들어서며 회복 속도가 빨라질 것으로 판단된다. 이를 채권시장의 관점에서 상기 논리에 대입하여 보면, 일단 회복의 방향성을 확인해 나가는 과정에서 박스권 저점 인식을 강화해 나간 후에, 점진적으로 경기개선과 연준의 정책 변화 가능성을 반영하며 상승세를 재개할 것이라는 금리 경로를 그려 볼 수 있겠다. 델타 변이가 경제정상화 시기를 늦출 가능성이 존재하지만, 치사율을 고려해 방향보다는 속도의 이슈로 바라볼 필요가 있겠다.

### Investment Strategy

### 해외채권 / FX



해외채권 박승진  
02-3771-7761  
sj81.park@hanafn.com

RA 임소정  
02-3771-7520  
sophie.yim@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 당시가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임范围内에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 6월 고용보고서, 회복 과정에서 나타난 과도기적 모습

지난주 발표된 6월 고용지표는 회복 과정에서 나타난 과도기적 모습을 보여주었다. 실업률은 5.9%로 시장의 기대(예상치: 5.6%, 5월: 5.8%)보다 부진한 수치를 내놓았으나 비농업 고용자수는 85만명으로 집계되며 70만명 초반 수준(블룸버그: 72만명)이었던 컨센서스와 전월치(5월: 55.9만명→58.3만명으로 수정)를 크게 상회하였다.

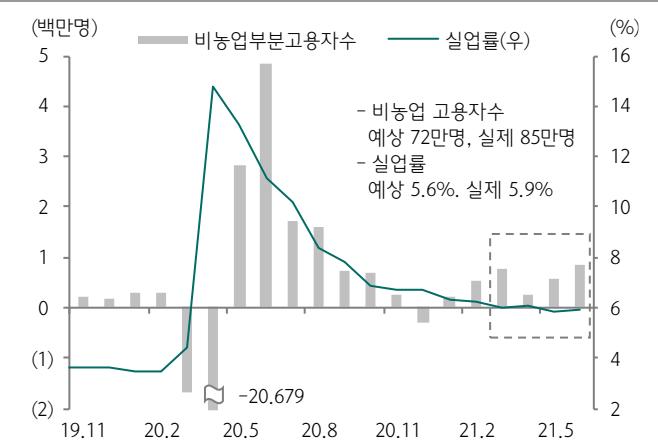
경제활동 참가율은 전월과 동일한 61.6%(예상치: 61.7%)를 기록하였고, 시간당 임금 상승률과 주간 근로시간은 시장 전망치를 소폭 하회하였다.

결론부터 정리해보면 세부 내용들에 대한 아쉬움은 분명 있었으나, 방향성에 대해서는 긍정적인 평가를 내릴 수 있는 결과로 판단된다. 구직활동 정체에 의한 채용 공백과 이로 인한 생산활동둔화 현상은, 시간이 지나면서 정책이 변화하고 경제와 생활이 정상화되는 과정에서 극복될 수 있을 것이라는 신호들이 확인되었기 때문이다.

구직활동 증가의 반대급부적 현상으로 나타난 평균 근로시간의 감소와 실업률 상승은 고용시장이 회복되어 가면서 안정될 것으로 예상된다.

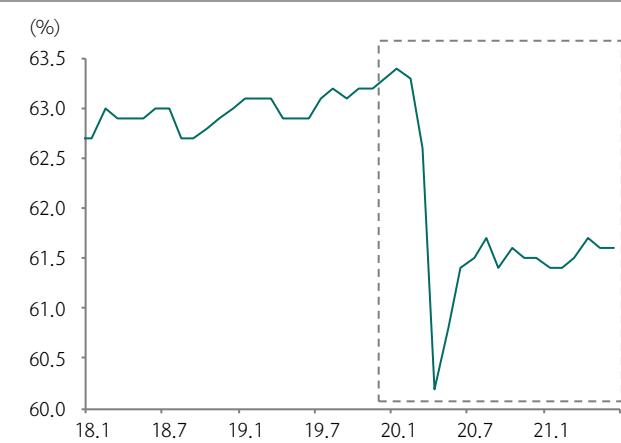
채권시장 대응 관점에서는 빈 자리들을 더 채워나가는 시간 동안 연준의 정책 스탠스에 대한 보수적 스탠스가 인지되며 박스권 흐름이 이어진 후, 경제 펀더멘털 정상화와 후행적 정책 대응에 대한 판단이 변화하며 3분기 중후반부터 추가 상승 시도가 나타날 것이라는 전망을 견지할 필요가 있겠다.

그림 1. 실업률과 비농업고용자수 변화 추이



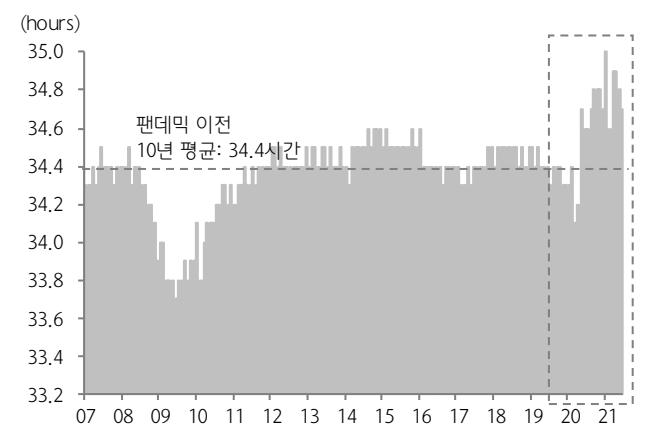
자료: BLS, 하나금융투자

그림 2. 경제활동 참가율: 전월과 동일한 수준 유지



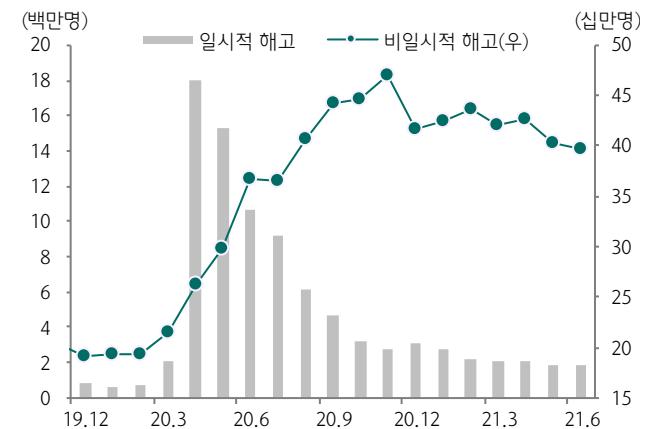
자료: BLS, 하나금융투자

그림 3. 주간 평균 근로시간 추이



자료: BLS, 하나금융투자

그림 4. 일시적, 비일시적 고용자수 변화



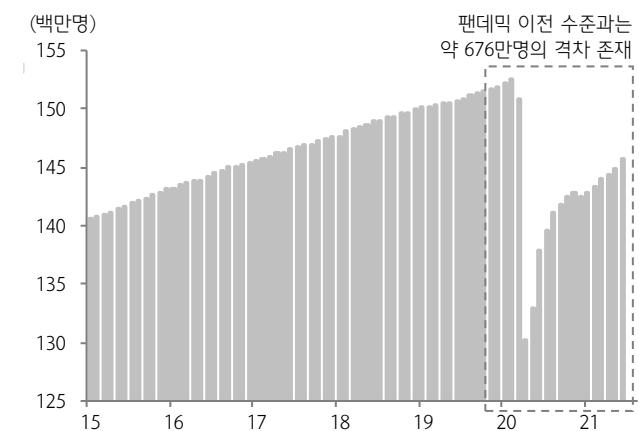
자료: BLS, 하나금융투자

그림 5. 시간당 임금 상승률, 시간당 임금 금액 추이



자료: BLS, 하나금융투자

그림 6. 비농업 고용자수 총 인원 변화



자료: BLS, 하나금융투자

## 비농업 고용자수 증가, 정책 변화에 의한 고용개선 기대 가능 요인

6월 고용보고서에서 가장 주목해야 할 부분은 비농업 고용 부문의 회복세가 빨라지고 있다는 사실이라고 생각된다. 지난 4월과 5월의 고용보고서가 시장 기대를 하회하고, 최근 기업들이 생산(서비스)활동에 어려움을 겪게 되는 주요 배경에 구직활동 감소 현상이 자리하고 있었기 때문이다. 인력 부족에 대한 내용은 ISM제조업, 서비스업 보고서들에서도 수개월에 걸쳐 반복적으로 언급되고 있기도 하다.

앞서 자료를 통해 언급했던 것처럼 구직활동이 감소하고 노동력이 부족해진 상황에는 크게 세 가지 이유가 작용하고 있는 것으로 추정된다. 첫번째는 팬데믹 이전의 근로 소득보다 더 큰 규모의 추가 실업수당이 지급되어 왔다는 부분이며, 두번째는 전염병 변수의 특성상 위탁 육아가 어렵기 때문에 아동이 있는 가정에서의 노동시장 복귀가 지연되고 있다는 점이다. 세번째는 팬데믹으로 인한 근로활동 중단 이후 자산가치가 급증하자, 조기에 은퇴를 결정하게 된 인력(베이비 부머 세대 중심)들이 늘어났다는 사실이다.

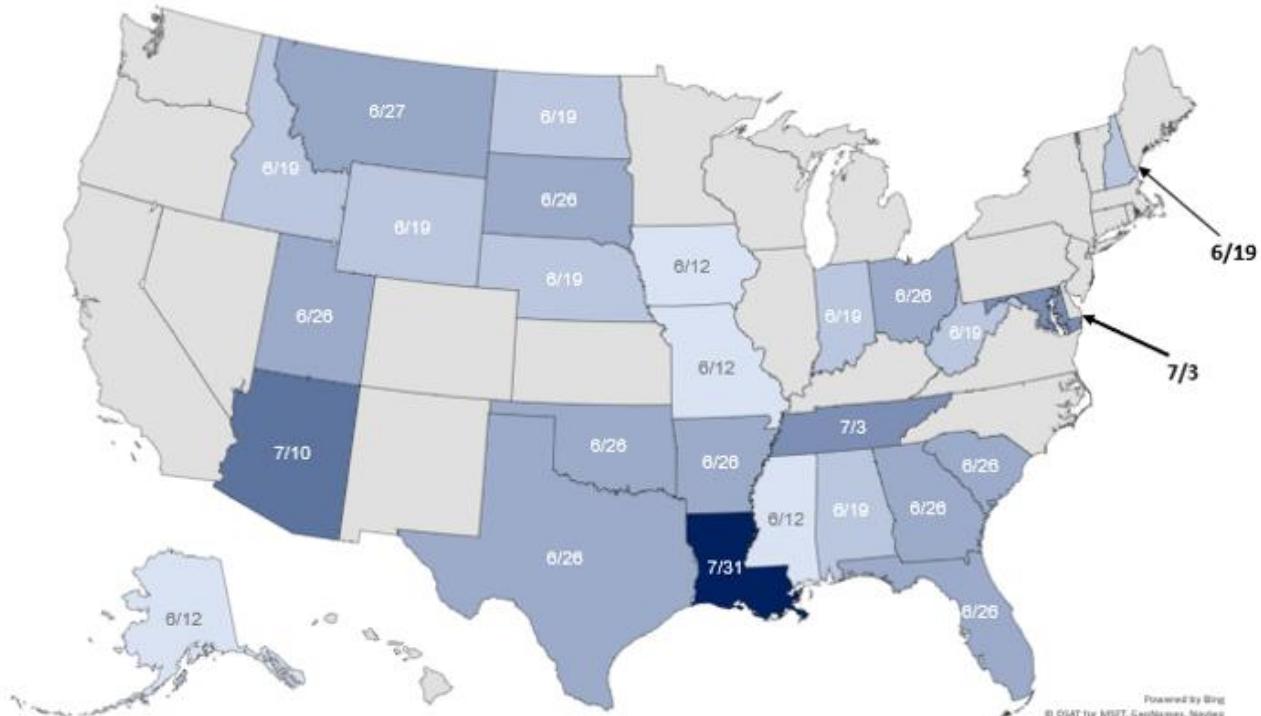
이 중 첫번째 원인으로 지적되어 왔던 정책 지원에 의한 고용회복 둔화 현상이 개선될 수 있을 것이라는 내용이 금번 고용보고서를 통해 확인되었다. 5월 초 발표된 4월 고용 보고서가 시장 예상을 크게 하회한 이후 공화당 주지사가 소속된 주(州)들을 중심으로 추가 실업수당의 조기 지급 중단 결정이 내려졌는데, 이 조치가 효과를 거둠으로써 정책 종료 시기에 고용지표가 빠르게 회복될 수 있을 것이라는 기대를 가능하게 하고 있다는 판단이다. 보육 관련 이슈로 인해 재취업을 미루고 있는 인원들 중에서도 상당 비중의 인력들이 추가 실업수당에도 함께 영향을 받고 있는 것으로 분석되고 있다.

지금까지 공화당 소속 주지사가 재임 중인 27개 주(州) 가운데 25개 주와, 민주당 주지사가 재임 중인 루이지애나 주를 포함하여 총 26개 주가 기준에 결정되어 있던 기한 (9/6)보다 이른 시기에 추가 실업수당 지급 정책을 종료시키기로 결정하였다. 또한 이들 중 22개의 주는 이미 6월 말(6/12~27)까지 지급을 중단하였다.

6월 비농업 고용자 수가 시장 예상보다 더 증가한 배경에는 이러한 정책 변화가 영향을 미친 것으로 추정된다. 실제로 최근 발표되고 있는 실업수당 청구건수 데이터를 살펴보면, 조기에 지급 종료를 결정한 주들의 실업수당 청구건수가 9월에 정책을 중단하려는 지역들보다 빠른 속도로 감소하고 있다. 조기 은퇴로 의한 노동력 공백 현상까지 단기간 내에 모두 극복(생산성 증대 필요)해내기는 어렵겠지만, 궁극적으로는 정책 변화와 교육 정상화 과정에서 더 큰 두 가지 불확실성 요인들이 완화될 수 있을 것이라고 판단된다.

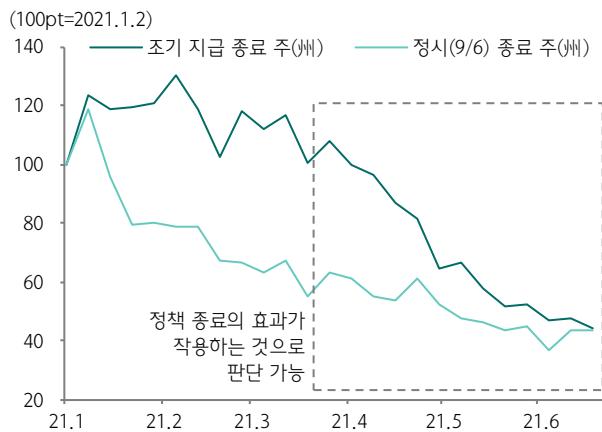
그림 7. 추가 실업수당 지급을 조기에 종료하는 26개 주(州)들

### US: States ending emergency unemployment benefits early



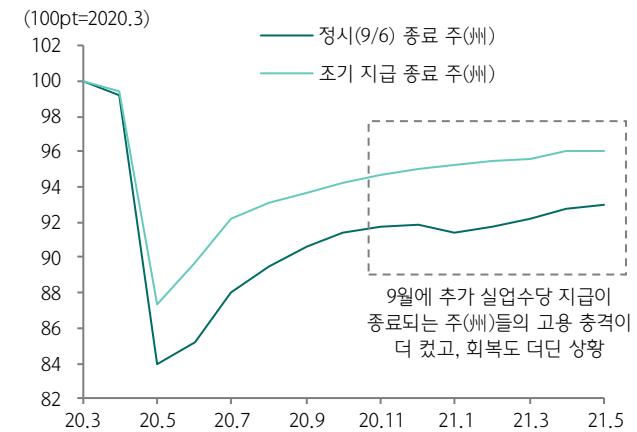
자료: Oxford Economics, Haver Analytics, 하나금융투자

그림 8. 조기 종료 주와 정상 종료 주의 신규 실업수당 청구건수 비교



자료: BLS, 하나금융투자

그림 9. 조기 종료 주와 정상 종료 주의 비농업고용자수 비교



자료: BLS, 하나금융투자

### 드라마틱한 회복보다는 방향성에 주목. 예정대로 3분기 중후반 회복 가속화 전망

한편 속도와 시기의 관점에서 살펴보면, 회복이 가속화되는 시점은 기존 전망대로 3분기 중후반 경이 될 가능성성이 높다. 정책이 예정보다 이른 시기에 종료되고 있으나 당분간은 경로의 정상화 과정을 확인하는 관점에서 고용지표를 바라볼 필요가 있다는 생각이다.

각 주(州)별 비농업 고용 데이터를 분류해보면, 추가 실업수당 지급이 기존 일정(9/6)대로 정상 종료 예정인 주(州)들의 고용회복 속도가 상대적으로 느리고, 괴리도 크게 나타나고 있기 때문이다. 추가 실업수당을 조기에 종료하는 주들의 비농업 고용자 수가 팬데믹 이전 대비 약 96%(5월 기준)까지 회복한 반면 예정대로 9월에 정책을 종료하는 지역들은 아직 93% 수준에 도달해 있는 것으로 확인되고 있다. 따라서 당장의 드라마틱한 개선세가 나타날 가능성보다는 점진적 회복에 대한 기대 증명 여부에 주목해야 할 것이다.

구인 공고(Job Opening)와 구직활동 관련 설문 내용들 역시 이러한 추정을 뒷받침해주고 있다. 최근에 진행되었던 설문조사 결과에 따르면, 아직까지 미국의 근로자(+실업자)들이 서둘러 구직 활동에 나서고 있지는 않은 상황이다. 4월을 기준으로 930만건에 달하는 구인 공고가 진행 중이지만, 적극적으로 구직활동에 나서는 중이라고 응답한 사람들의 비중은 30%에 미치지 못하고 있다. 아직은 전반적인 노동시장의 수급 불일치 기조가 이어지고 있다.

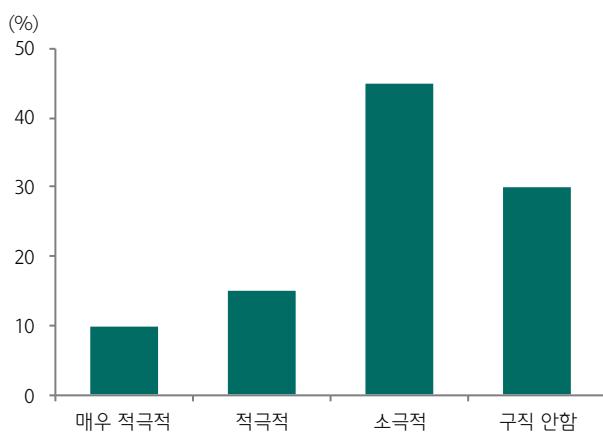
다만 이들이 구직활동에 적극적이지 않은 이유로 코로나와 보육, 실업수당 외에도 근로 중인 배우자와 긴급 자금의 존재를 들고 있다는 점에서, 영구적으로 구직 활동을 연기할 수 있는 요인들은 아닌 것으로 판단된다. 실제로 상기의 잠재 구직자들 역시 3개월 이내에 취직을 고려하고 있다는 의미(백신, 자금 소진, 학기 재개 등)의 응답들을 내놓고 있다. 취업을 통해 구인 공고가 소진되는 시점에 들어서게 될 경우, 다소 느긋했던 구직자들까지 적극적인 취업 활동에 나서게 되면서 자연스레 노동시장의 수급 불균형 현상은 더 빠른 속도로 해소될 수 있을 전망이다.

그림 10. 노동력 부족으로 구인 공고(Job Opening)가 가파르게 증가



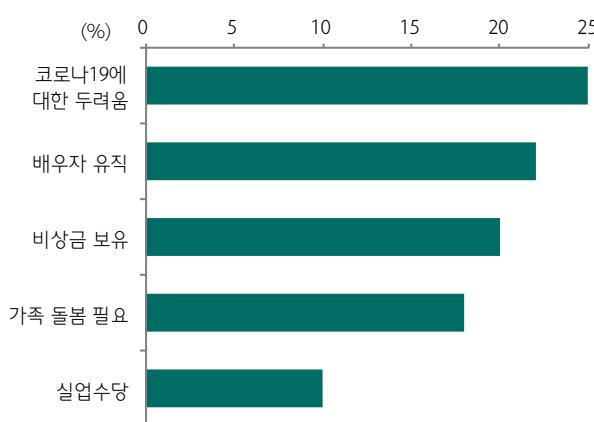
자료: Oxford Economics, Haver Analytics, 하나금융투자

그림 12. 현재 진행 중인 본인의 구직 활동 강도



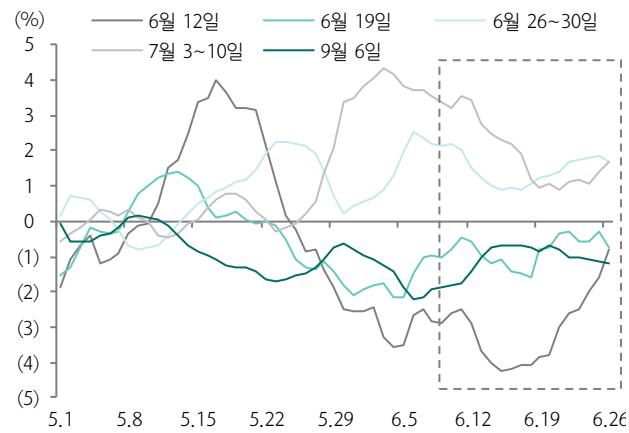
자료: Indeed Hiring Lab, 하나금융투자

그림 14. 취업이 급하지 않은 이유



자료: Indeed Hiring Lab, 하나금융투자

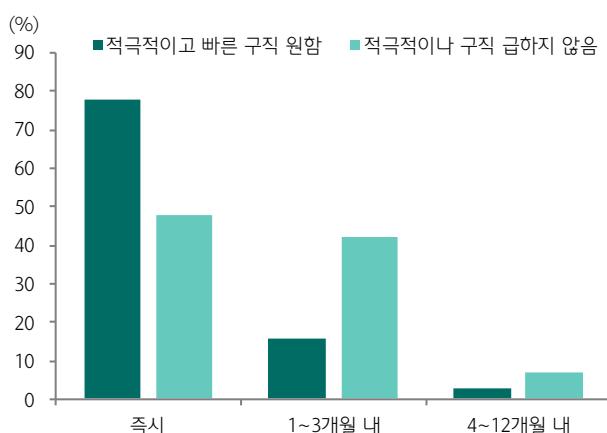
그림 11. 추가 실업수당 종료 시기 주(州) 별 구직활동 변화 추이



주: 각 추가 실업수당 종료일에 해당하는 주(州)들의 5월 초 이후 구직활동 강도 변화

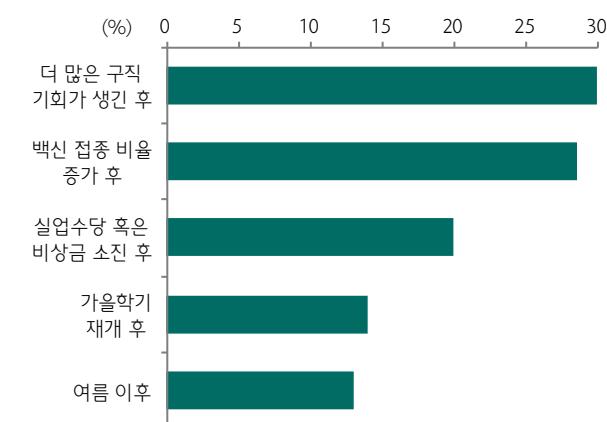
자료: Indeed Hiring Lab, 하나금융투자

그림 13. 구직 강도에 따른 희망 근로 개시 시기



자료: Indeed Hiring Lab, 하나금융투자

그림 15. 구직 활동의 기준이 되는 시점



자료: Indeed Hiring Lab, 하나금융투자

## 연준 정책 결정에서 물가는 상수, 고용과 경기회복은 변수: 저점 인식 강화

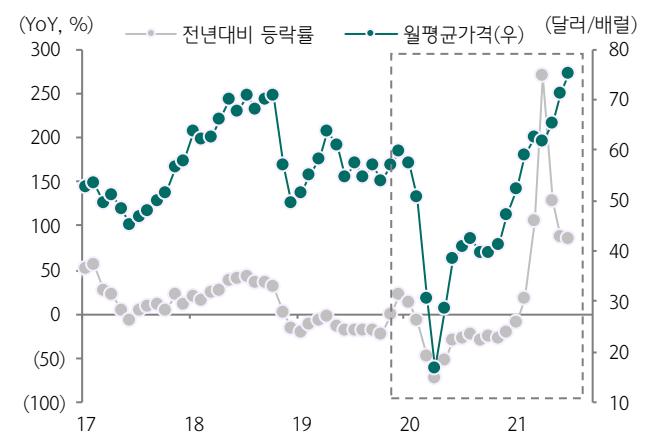
연초에 금융시장을 시끄럽게 만들었던 인플레이션 관련 이슈는 잠시 시장의 우선순위에서 벗어나 있는 상황이다. 중국을 비롯한 주요 정책당국들의 행정조치와 규제 강화 영향으로 일부 상품 가격들의 급등세가 약화되었고, 이로 인해 ‘일시적’ 물가상승에 대한 공감대가 확산되면서 경계심이 약화되었기 때문이다.

하지만 연준이 강조하던 기저효과를 제거하더라도 상품가격의 레벨 변화와 주거 및 생산비용의 흐름 등을 고려할 경우, 물가상승률은 연말로 들어서면서 다시 높아질 전망이다. 다음주(7/13) 발표 예정인 6월 소비자물가는 Headline CPI가 전년대비 +4.9%(5월: +5.0%), Core CPI가 전년대비 +3.9%(5월: +3.8%) 상승할 것으로 예상되고 있다.

연준의 정책 판단과 시장의 경기 인식에 있어 물가는 상수, 고용은 변수로 받아들여질 것임을 인지해야 한다. 전염병에서 촉발된 현 국면의 특성상, 연준이 목표로 하고 있는 이중책무 가운데 우선순위에 놓여 있는 것은 고용과 경기회복 부분이기 때문이다. 정책 지원(현금 지급 등)을 통해 빠르게 회복되었던 경제(소비) 동력이 고용 안정(임금)을 통해 메꿔질 수 있는지에 대한 확신이 필요하다.

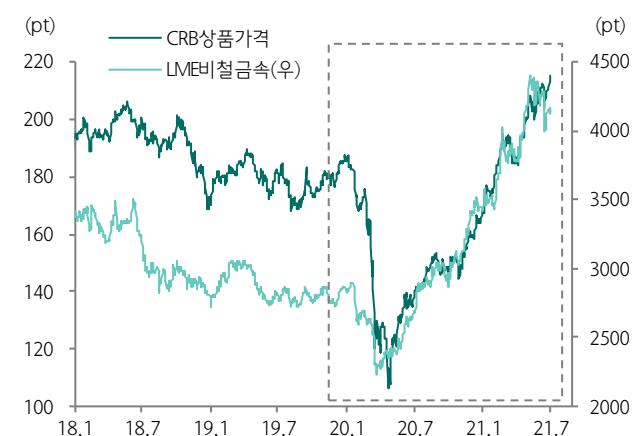
앞서 언급한 바와 같이 고용지표의 경우 당장의 드라마틱한 변화보다는 점진적 개선이 진행된 후 3분기 중후반에 들어서며 회복 속도가 빨라질 것으로 판단된다. 이를 채권시장의 관점에서 상기 논리에 대입하여 보면, 일단 회복의 방향성을 확인해 나가는 과정에서 박스권 저점 인식(10년 국채 기준: 1.40% 초반 레벨)을 강화해 나간 후에, 점진적으로 경기개선과 연준의 정책 변화 가능성을 반영하며 상승세를 재개할 것이라는 금리 경로를 그려 볼 수 있겠다. 엘타 변이가 경제정상화 시기를 늦출 가능성이 존재하지만, 치사율을 고려시 방향보다는 속도의 이슈로 바라볼 필요가 있겠다.

그림 16. 월 평균 유가와 전년대비 등락률: 전반적인 레벨 상승



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 17. CRB 상품가격 지수와 LME 비철금속 지수: 여전히 높은 레벨



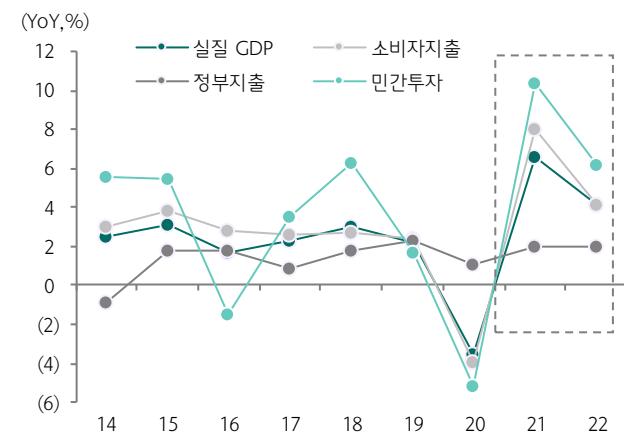
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 18. 소매판매, 비농업고용자수: 정책 공백을 고용안정 통해 대체 필요



자료: Bloomberg, 하나금융투자

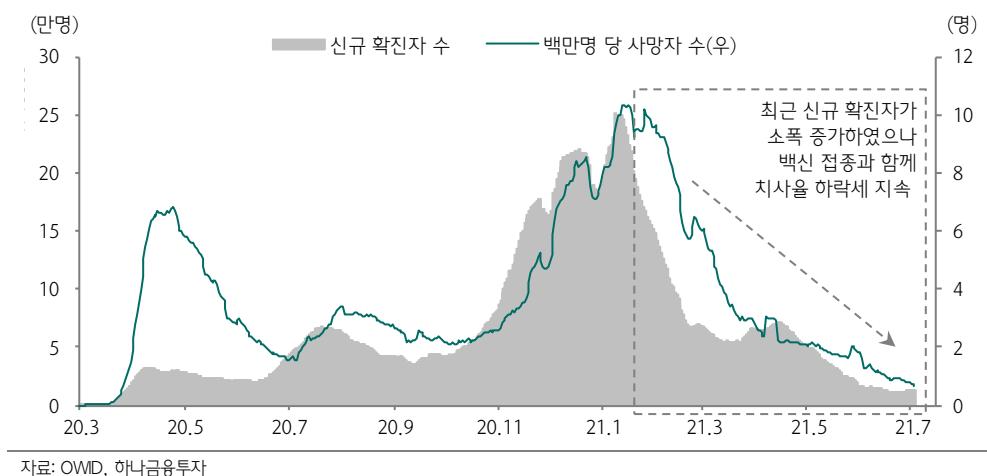
그림 19. 지출 항목별 미국 연간 GDP 추이: 투자 모멘텀 주도 기대



주: 2021~22년은 블룸버그 전망치 기준

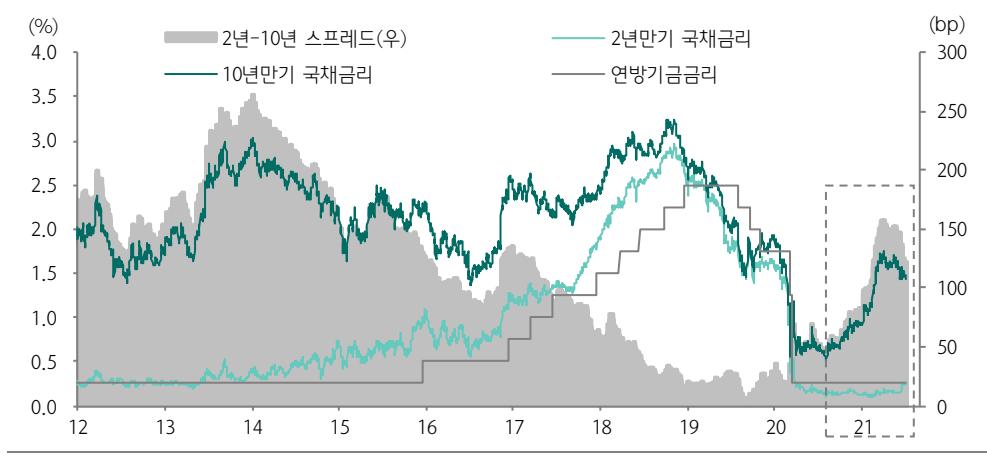
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 20. 미국의 일간 코로나 신규 확진자 및 치사율: 델타 변이 등장에도 치사율 하락세 지속



자료: OWD, 하나금융투자

그림 21. 미국 국채금리와 연방기금금리 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자