

2024. 10. 7



경제 脈

미국 9월 고용의 정책 함의: 계속 서두를 명분이 줄어들 연준

▲ 경제분석

Economist 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

- ✓ 9월 비농업 고용 +25.4만 명, 7~8월 실적 +7.2만 명. 7월은 +14.4만 명으로 수정
- ✓ 9월 실업률이 4.05%로 크게 하락; Sahm Rule 기준을 다시 하회
- ✓ 10월 고용 파열음 있어도 9~10만 명 내외 충격. 비농업 고용 10만 명 넘을 전망
- ✓ 연준은 11~12월 인하 이후 내년 분기 1회로 감속 예상. 실업률이 걱정했던 것보다는 안정적일 수 있음

미국 9월 고용동향 takeaways: 기본 체력 20만 명 전후. 점진적 정상화 국면

미국 9월 비농업 고용은 컨센서스 상단을 뛰어넘는 25.4만 명 MoM 증가했고, 실업률은 4.05%로 크게 하락하는 Big surprise를 시현했다. 7~8월 실적치는 7.2만 명 상향 조정되었고, 9월 Big cut의 명분이었던 7월 수치는 14.4만 명이 되었다.

9월 고용은 기상이변/파업 등 일시적 요인의 영향이 없을 때 노동시장의 체력이 어느 정도인지 가늠할 수 있는 잣대였다. 평시 20만 명 전후, 일시적 충격의 가세 속에서도 10만 명 대를 지킬 수 있음이 재확인된 것이다. 실업률 급락으로 Sahm Rule 기준도 다시 하회했다. 원래 침체 걱정을 할 이유가 없었음이 확인되었다.

미국 노동시장은 여전히 수요 우위의 환경이다. 8~9월 노동수요는 오히려 개선되는 방향이었고, 구인건수/실업자수 배율도 7월 1.08배에서 8월 1.13배로 올랐다. 9월은 1.19배로 추가 상승할 전망이다. 노동시장은 점진적 정상화 과정에 있다.

10월 고용은 9월만큼 좋지 않을 것이다. 허리케인 헬린과 보잉 파업 영향이 도합 9~10만 명 정도의 노동력에 영향을 줄 수 있다. 고용증가폭은 10만 명을, 실업률은 4.1%를 소폭 웃도는 수준이 될 것으로 예상한다. 물론 영향은 일시적일 것이다.

FOMC 시사점: 올해 11~12월 인하 이후 내년부터는 분기별 1회 인하 예상

7월 취업자수 증가폭이 결과적으로 10만 명을 웃돌게 되면서 9월 Big cut 명분이 사후적으로는 다소 무색해 지는 모습이다. 그럼에도 11월에는 25bp 인하를 할 것으로 예상한다. 디스인플레이션 흐름 속에 노동시장 변방 취약성이 아예 없다고 볼 수 없기 때문이다. U-6 실업률이 U-3 실업률만큼 못 내려오고 있다.

중기적인 시계에서는, 우리가 9월 FOMC 코멘트에서 제시한 올해 11~12월 연속 인하 이후 내년 분기별 1회(총 100bp) 인하 가능성을 가장 높게 본다. Output gap이 (+) 상태를 이어가는 가운데, 중기 실업률 추정시 4.5%를 넘기 어려워 보이기 때문이다. 더욱이 올해 4분기 실업률이 4.2%에서 끝나게 되면 연준 전망치(4.4%)를 밀돈다. 연준이 계속 서둘러 인하를 할 명분이 줄어들게 될 것이라 예상한다.

9월 고용동향 이후 금융시장은 11월 Big cut 기대를 완전히 거두었지만, 내년 3월까지 연속 인하 가능성은 여전히 높게 보고 있다. 우리보다 시장은 dovish한 연준을 기대한다. 우리의 기본 시나리오 하에서는 이미 높아진 금리 수준에서도 추가 상방을 열어놓을 이유가 있다고 생각한다. 한편, 10월 17일 ECB 금리인하가 기정 사실화되고 있다. 이후 ECB가 연준보다 빠른 인하 행보에 나설 가능성을 주목해야 한다고 본다.

9월 고용 서프라이즈: 미국 침체 우려와 11월 빅컷 기대를 불식

9월 고용: Big surprise!

미국 노동통계국(BLS)에 따르면, 9월 비농업 취업자수는 전월대비 25.4만 명 증가하였고, 계절조정 실업률은 8월 4.22%에서 4.05%로 내려 왔다. 비농업 고용 증가폭은 블룸버그 컨센서스 중간값인 15만 명뿐 아니라 상단(22만 명)마저 상회하는 수준이다. 실업률도 컨센서스(4.2%)를 크게 하회하였다. 시간당 임금의 경우, 전월대비 0.4% 오르며 시장 예상(0.3%)을 상회하였다.

이처럼 9월 고용 서프라이즈가 미국 경기침체 우려와 11월 빅컷 기대를 동시에 불식시키는 재료로 작용하면서, 금융시장은 주가 및 채권금리 상승, 달러화 강세로 반응하였다. 오늘 고용 코멘트는 1) 9월 노동시장 환경 진단, 2) 10월 고용에 대한 견해, 그리고 3) 향후 연준의 행보를 다룬다.

1. 9월 노동시장 환경 진단

1-1. 취업자수: 9월 서프라이즈 + 7~8월 상향 조정

9월 비농업 고용 +25.4만 명
7~8월 실적치 +7.2만 명
7월은 14.4만 명 증가로 상향

9월 비농업 취업자수 증분이 시장 예상을 크게 상회하는 25.4만 명을 기록한 가운데, 7~8월 실적치도 각각 5.5만 명과 1.7만 명 상향 조정되었다. 특히 허리케인 Beryl과 자동차 부문 공정 전환(retooling)의 영향이 집중되었던 **7월 취업자수** 마저 전월대비 14.4만 명 증가로 조정(>10만 명)되었고, 연초 이후 3월을 제외하고 취업자수 수정치가 줄곧 하향 조정되어 왔다는 관성도 깨졌다.

7~8월 취업자수 상향 조정분 7.2만 명 내에서는 정부(+5.1만 명)부문의 상향조정폭이 민간(+2.1만 명)을 웃돈다. 이는 공교육 취업자가 뒤늦게 반영되었기 때문이다. 7~8월은 예년에 비해 1차 집계 응답률이 유독 낮았던 구간이었기에 그만큼 사후적 변동이 컸다고 해석할 수도 있다(7월 56.9%, 8월 57.8%, 9월 62.2%. 24년 1~9월 평균 60.2%).

미국 노동시장 체력: 일시적 요인
영향 하에서도 10만 이상

9월 고용이 집계되었던 구간(9월 8~14일)은 기상이변이나 대규모 파업 등의 일시적 요인이 부재했기에, 9월 고용은 미국 노동시장 본연의 체력을 가늠해 볼 수 있는 좋은 잣대였다. 수정치까지 고려한다면, 일시적 요인들의 영향 하에서도 10만 명 중반, 그러한 영향들이 없다면 현재는 20만 명 내외의 월간 취업자수 증가가 나타날 수 있는 환경으로 해석될 가능성이 크다.

지난 3년간 비농업 고용증가를 주도해 온 업종은 헬스케어/사회서비스, 레저/여가, 그리고 정부이며, 최근까지도 이를 노동집약적 업종의 고용 주도력이 유지되고 있다. 업종별 취업자수 증가폭은 업종별 구인건수에 비례하여 움직인다. 구인율이 높은 산업에 많은 지원자가 몰리고, 이 중 상당수가 구직에 성공하는 효율적인 노동 시장 구조가 이어지고 있다. 베버리지 곡선이 최근 수 개월간 좁은 범위 내에서 움직이면서, 원점에서 크게 멀어지지 않고 있다는 점과도 일맥상통한다.

표1 2023년 8월 이후 미국 비농업 취업자수 증감

(천명, MoM)	월별 비농업 취업자수 증감												'20.2월 대비 (천명) (%)		
	'23.9	'23.10	'23.11	'23.12	'24.1	'24.2	'24.3	'24.4	'24.5	'24.6	'24.7	'24.8	'24.9		
비농업 취업자수	246	165	182	290	256	236	310	108	216	118	144	159	254	6796 4.5	
민간	196	98	152	214	196	181	232	108	206	97	99	114	223	6242 4.8	
정부	50	67	30	76	60	55	78	0	10	21	45	45	31	554 2.4	
제조업	13	-31	25	12	6	-9	7	3	-16	6	-27	-7	137	1.1	
건설업	13	22	15	18	26	24	37	-5	13	18	14	31	25	688 9.0	
도소매	30	13	-36	40	10	20	29	21	7	-14	2	-8	18	444 2.1	
운수창고, 유틸리티	11	-7	-9	-16	-2	34	4	21	27	12	-1	3	-5	872 13.8	
정보기술	11	-26	17	13	8	-3	2	-3	-1	0	-16	-7	4	89 3.1	
금융	0	0	4	6	-4	-7	4	-3	12	13	-4	10	5	386 4.4	
사업서비스	-1	-5	10	13	48	6	17	-17	55	-11	-4	17	1552	7.2	
일용 서비스	-22	-23	-14	-21	8	-16	-1	-24	14	-30	-19	-7	-14	-194	-6.8
민간교육	0	4	4	8	27	-9	-4	0	-5	14	3	7	9	86	2.3
헬스케어*	81	72	107	76	73	89	80	98	73	69	64	54	72	1881	9.1
레저/여가	27	57	10	41	-3	26	54	-9	18	4	38	53	78	176	1.0
숙박	11	2	-1	14	-1	-2	1	-1	-3	-6	5	4	7	-190	-8.9
외식	26	26	1	6	-21	25	30	-7	17	-2	30	38	69	179	1.5
기타서비스	9	-1	10	0	10	10	12	4	7	8	-3	2	4	-23	-0.4

주: * 사회서비스 (social assistance)를 포함

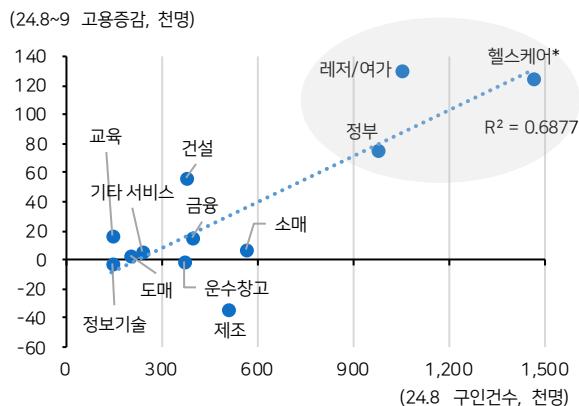
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

표2 미국 7~8월 비농업 취업자 증분 상향 조정

(천명, MoM)	New		Old		Diff (천명)			계
	7월	8월	7월	8월	7월	8월	계	
비농업 취업자수	144	159	89	142	55	17	72	
민간	99	114	74	118	25	-4	21	
정부	45	45	15	24	30	21	51	
정부교육	50	30	20	2	30	28	58	
제조업	6	-27	6	-24	0	-3	-3	
건설업	14	31	13	34	1	-3	-2	
도소매	2	-8	4	-6	-2	-2	-4	
운수창고, 유틸리티	-1	3	5	8	-7	-4	-11	
정보기술	-16	-7	-15	-7	-1	0	-1	
금융	-4	10	-1	11	-3	-1	-4	
사업서비스	-4	-4	-13	8	9	-12	-3	
일용 서비스	-19	-7	-18	-3	-1	-4	-5	
민간교육	3	7	-4	3	6	4	11	
헬스케어	64	54	59	44	5	10	15	
레저/여가	38	53	24	46	14	7	21	
기타서비스	-3	2	-5	1	2	1	3	

자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

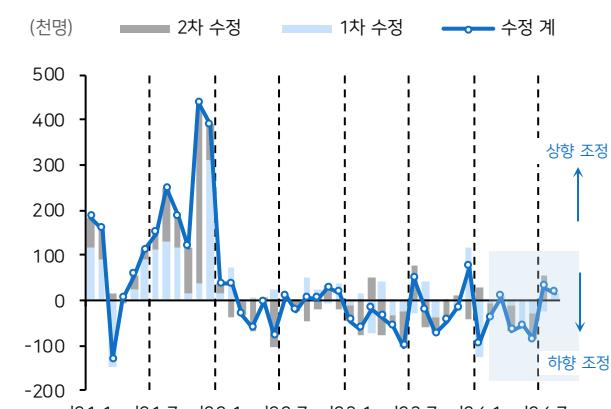
그림2 미국 8월 구인건수와 8~9월 고용증감 비교



주: * 사회서비스업 포함

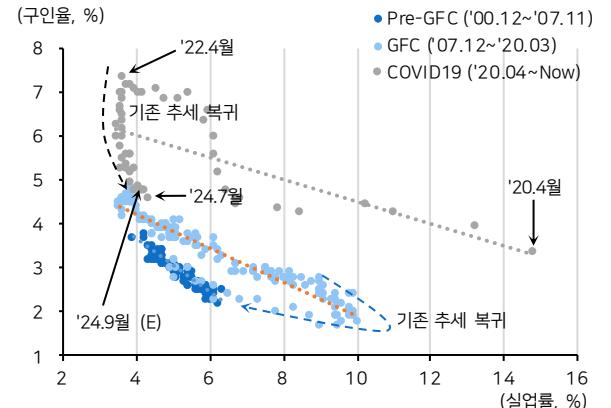
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2021년 이후 월간 비농업 취업자수 수정 방향 및 폭



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 베버리지 곡선



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

실업률은 8월 4.22%에서 9월 4.05%로 비교적 크게 하락

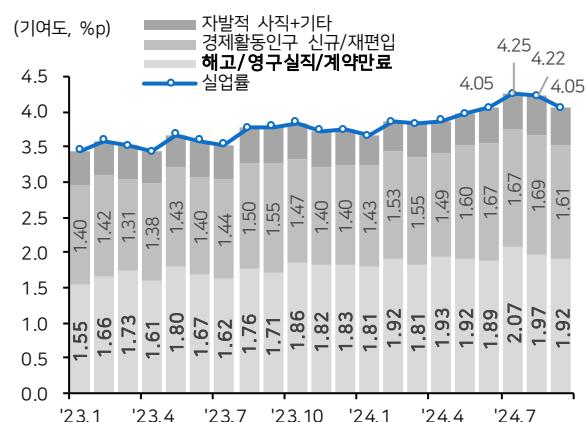
1-2. 실업률: 6월 수준으로 되돌림. 경제활동참가율도 62.7%에서 불변

9월 계절조정 실업률은 6월과 동일한 수준인 4.05%로 내려 왔다. 일시적 해고, 영구실직, 계약만료 등 소위 “나쁜 실업”의 실업률 기여도도 7월 2.07%p에서 8월과 9월 각각 1.97%p와 1.92%p로 하향 안정화되고 있다. 이번 실업률 하락은 경제활동참가율이 62.7%에서 지지된 가운데에서 나타난 결과로, 노동시장 확장이 몇 달 전에 비해 강화되었음을 의미한다. 고용률도 7~8월 60.0%까지 내려 오면서 노동시장 급랭 우려를 키웠지만 9월에는 60.2%로 반등하였다.

Sahm Rule의 기준을 다시 벗어났음

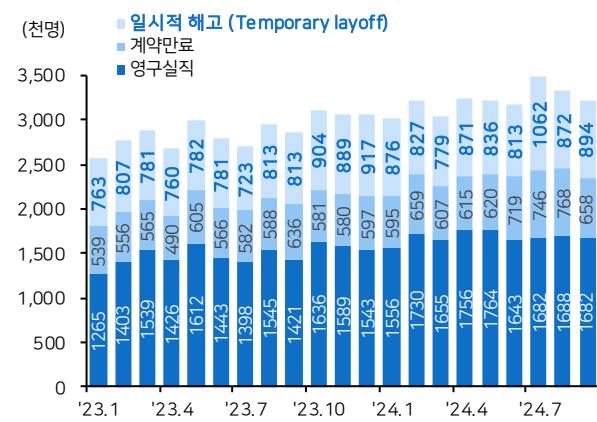
실업률이 내려 오면서 샘룰(Sahm Rule) 기준(실업률의 3개월 이동평균치가 직전 12개월 저점 대비 0.5%p 상회시 리세션)도 다시 하회하기 시작했다(8월 0.54, 9월 0.47). 만약 7월에 일시적 요인들이 가세하지 않았다면 실업률은 4.10%였을 것이며, 원래부터 샘룰의 기준을 넘지 않았을 것이다. 10월 실업률이 4.35%를 넘어야 샘룰 기준을 재충족하게 된다. 현실화 가능성은 매우 낮아 보인다.

그림4 미국 실업상태별 실업률 기여도



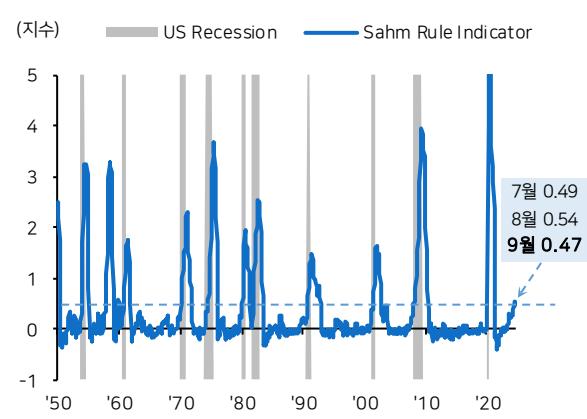
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 실업자 분해: 일시해고, 계약만료, 영구실직



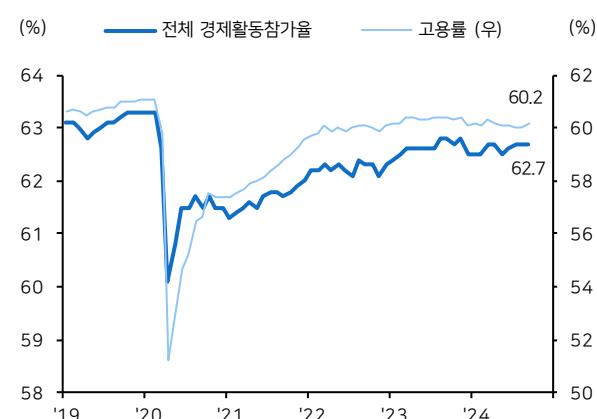
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 리세션과 샘룰 기준



자료: FRED, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 경제활동참가율과 고용률



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

8~9월 들어 노동수요가 오히려 개선

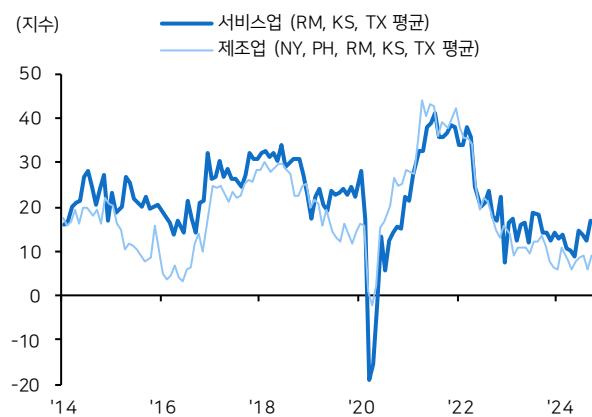
구인건수/실업자수 배율:
7월 1.08배 → 8월 1.13배
9월은 1.19배 예상

1-3. 노동시장 수급: 점진적 정상화이다

미국 노동시장의 수요 우위는 여전히 유지되고 있다. 심지어 지역 연은 서베이를 보면, 제조업과 서비스업의 향후 고용전망이 호전되고 있을 정도이다. 노동통계국 구인건수의 고빈도(High frequency) 버전인 Indeed.com의 Job Postings Index는 9월 들어 소폭 반등하는 모습이다. 노동통계국 구인건수가 Indeed.com 숫자를 따라간다고 가정했을 때, 9월 구인건수는 811.4만 건으로 추산된다(8월: 804만).

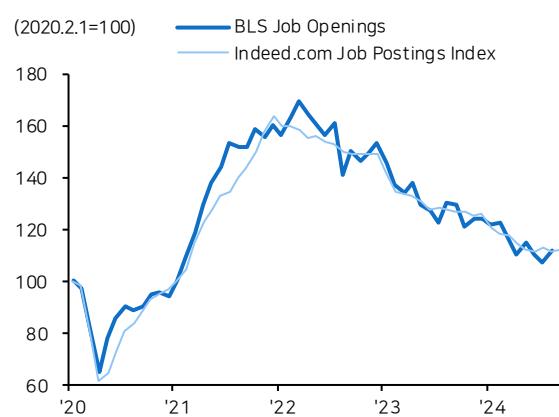
7월 중 51만 명까지 축소되었던 미국 노동시장의 초과 수요는 8월 93만 명으로 다시 늘었고, 앞선 추계를 대입할 경우 9월에는 128만 명까지 확대되었을 것으로 추정된다. 구인건수를 실업자수로 나눈 배율의 경우, 6월 1.20배에서 7월 1.08배로 크게 하락하면서 노동시장 급랭 우려를 키운 바 있으나, 8월에는 1.13배로 상승했고, 9월에는 1.19배로 6월 수준에 다시 근접할 가능성이 있다. 이는 미국 노동시장이 극심한 과열로부터 “점진적으로” 정상화되는 과정에 있음을 의미한다. 구인건수가 실업자수보다 많다는 사실 자체는 노동시장의 견고함을 시사한다.

그림8 지역 연은 서베이: 향후 6개월 고용 전망



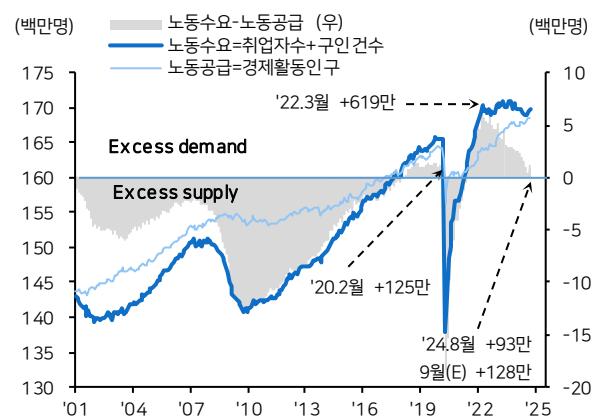
자료: Regional Fed Surveys, 메리츠증권 리서치센터

그림9 경제활동참가율: 전체 vs Prime age



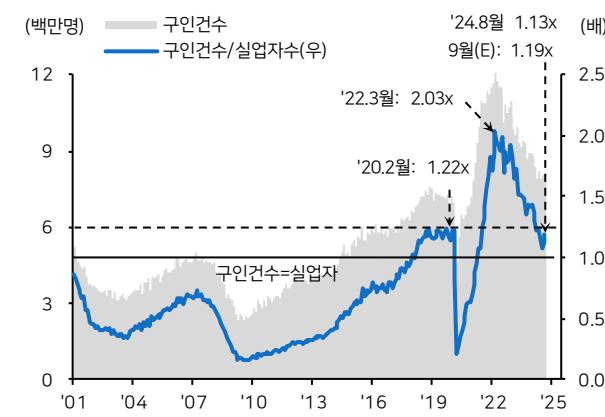
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림10 미국 노동 초과수요 및 초과 공급



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국 구인건수 및 실업자수 대비 배율



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

1-4. 임금: 임금 상승률이 다시 높아졌으나, 추세적일 가능성은 제한적

임금 상승률 다시 높아졌으나…

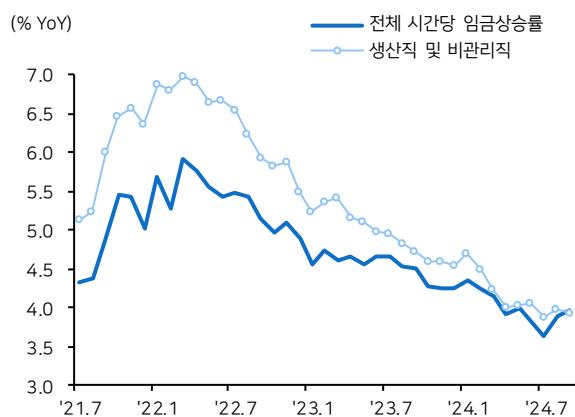
민간부문의 시간당 평균임금이 8월에 전월대비 0.46% 오른 데 이어 9월에도 0.37% 상승하면서, 임금 상승 압력이 다시 고개를 들고 있다. 전년대비 기준으로 보면, 시간당 임금 상승률은 7월 3.63%에서 8월과 9월 각각 3.89%와 3.97%로 높아졌다. 9월 상승률은 물가목표(2%)에 2000년 이후 연평균 노동생산성 증가율(1.9%)을 가산한 합을 다시 넘어서었다. 그러나 다음 이유에서 이러한 흐름이 인플레이션을 다시 유발하는 방향으로 가지 않을 것으로 본다.

추세적인 상승세 가속화일 가능성

낮아

첫째, 8~9월의 임금 상승은 대체로 관리직에 국한된 것이다. 생산직 및 비관리직은 동기간 중 0.3% 내외의 임금 상승만을 경험 중이다. 따라서 광범위한 임금 상승 압력으로 해석하기 어렵다. 둘째, 선행지표들은 향후 2~3개 분기 동안 임금 상승률이 계속 낮아질 가능성을 시사하고 있다. 구인건수/실업자수 배율(8개월 선행)과 사직률(9개월 선행)이 대표적인 선행지표들이다. 특히 8월 사직률이 1.9% 까지 내려오면서 2020년 7월 이후 처음으로 2%를 하회하기 시작했다.

그림12 미국 시간당 임금상승률: 전체 vs 생산직



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국 시간당 임금 상승률과 Wage growth tracker



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림14 미국 실업자수/구인건수 vs Wage growth tracker



자료: US BLS, Atlanta Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림15 미국 사직률 vs Wage growth tracker



자료: US BLS, Atlanta Fed, 메리츠증권 리서치센터

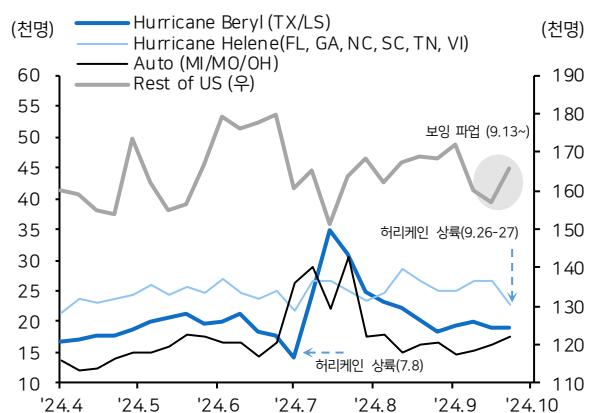
2. 10월 고용: 허리케인과 파업은 대략 10만 명 내외 고용에 영향

9월보다 10월 고용이 안 좋을 것
허리케인과 파업으로 9~10만 명
내외 충격 예상

고용통계는 매달 12일이 속한 주에 집계되며, 10월의 경우는 이번 주(10월 7~13일)가 그 집계 기간에 해당한다. 따라서 "이번 주"에 존재할 교란 요인이 결국 10월 고용이 얼마나 부진할지를 가늠하는 기준이 될 수 있다. 우리는 9~10만 명 정도의 충격이 비농업 고용과 실업률에 반영될 것으로 예상하고 있다. 이 경우 10월 비농업 고용증가분은 10만 명을 조금 넘고, 이들이 모두 일시해고로 분류된다 가정하면 실업률은 4.1%을 소폭 상회할 것이다.

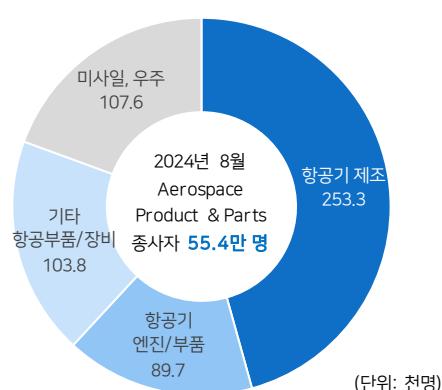
- **9월 26~28일 미국 동남부를 강타한 Hurricane Helene(헬린)의 영향:** 관련 뉴스들을 보면, 플로리다, 조지아, 노스캐롤라이나, 사우스캐롤라이나 등에서 200여 명 사망/실종, 공항 폐쇄, 침수/단전 등의 피해가 발생했고 그 규모는 7월 Hurricane Beryl(60억 달러 내외)의 최소 5배이다. 신규 실업수당 청구건수가 이들 지역을 중심으로 급증할 소지가 크다. 2005년 9월 허리케인 카트리나(피해 1,300억 달러) 당시 실업수당 청구건수 상승분(10만 명)과 Beryl(텍사스 2만 명)의 중간 정도를 고려하면 5~6만 명 정도의 충격으로 볼 수 있다.
- **파업의 영향:** 항만 파업은 10월 3일 극적으로 타결되었지만, 9월 13일에 시작된 보잉 파업은 진행 중이다. 직접 참여하는 노동자는 3.3만 명이지만, 문제는 보잉에 납품하는 공급체인 소수가 일시 해고에 들어가는 등 충격이 있다는 것이다. 언론 보도에 따르면, 부품/장비사들이 11월 중순까지의 일감을 보유하고 있어 파업이 장기화되지 않는다면 이들(약 20만 명 고용)이 유동성 위기나 정리해고를 경험하지 않을 가능성이 커 보인다. 10월 7일 정부 중재 협상이 결렬될 경우를 상정하면 10월 고용에의 직접적 충격은 3~4만 명 정도로 추산된다. 한편, UAW(United Auto Workers)도 스텔란티스를 상대로 파업을 위협 중이나 2023년과 같은 전면적 파업 현실화 가능성은 아직 낮다.

그림16 미국 주(州)별 신규실업수당 청구건수 추이



자료: US Department of Labor, 메리츠증권 리서치센터

그림17 미국 항공우주 종사자 분해 (2024년 8월)



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

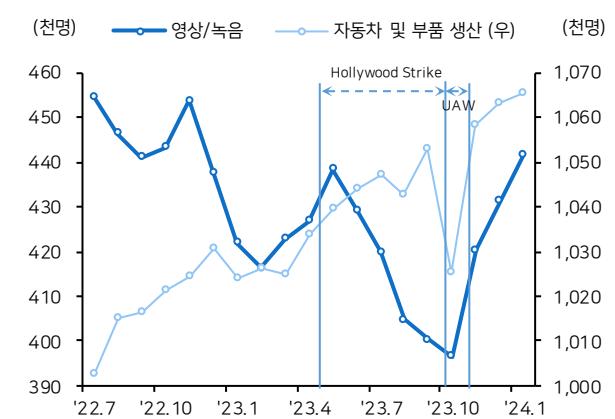
3. 향후 연준의 행보

3-1. 11월은 25bp 인하를 예상

그러나 10월 고용부진도 사실은 일시적일 것

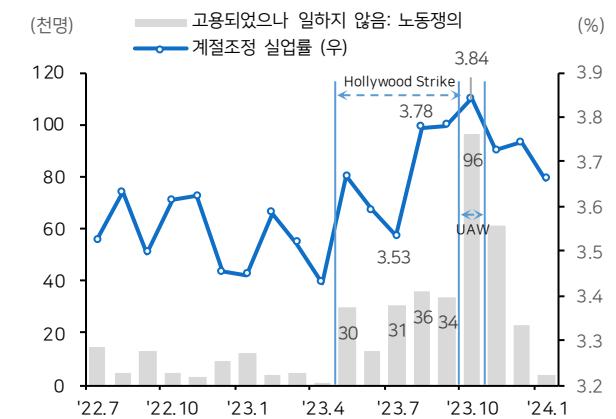
그러나 우리가 작년에 경험했듯, 기상이변이나 파업의 영향은 일시적이다. 2023년 5월부터 9월까지는 혀리우드 영상/음악 제작자들이, 9~10월에는 UAW(United Auto Workers)가 파업을 했다. 전자는 4.2만 명, 후자는 2.7만 명 정도의 고용충격을 준 이후 파업 종료와 함께 정상화되었고, 실업률에도 영향이 있었다. 이번의 경우도 협상이 타결되고 나면 원래의 궤적으로 복원될 것이다. 따라서 연준도 10월 고용 충격을 크게 고려하지 않을 가능성이 커 보인다.

그림18 Hollywood와 UAW 파업 (1): 취업자수



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림19 Hollywood와 UAW 파업 (2): 가계조사 및 실업률



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

7월 취업자수가 전월대비 14.4만 명 늘어난 것으로 통계가 수정되면서, 노동시장 하방 위험을 크게 고려한 연준의 9월 빅컷 명분도 사후적으로 본다면 무색해 졌다. 7월 실업률이 4.3%로 급등했고, 1차 수정치 기준 7월 취업자수가 8.9만 명 증가에 그쳤기 때문에 이 정도의 정보만을 획득한 연준 입장에서는 불안해 했을 수 있다고 이해하는 것뿐이다. 9월 고용 서프라이즈와 10월 고용에 충격이 들어와도 비농업 고용이 10만 명 이상 증가하는 환경이라면 11월은 어떻게 할 것인가?

11월 FOMC 25bp 인하 전망

우리는 11월 25bp 인하 가능성을 여전히 높게 본다. 인플레이션율이 하향 안정화되는 흐름 속에, 노동시장 변방의 취약성이 전혀 없다고 할 수 없기 때문이다. 예를 들어, 경제적인 이유로 파트타임 구직만 가능한 인원이 9월 중 13만 명 증가한 127.4만 명을 기록했다(예년 증가폭보다 큼). 협의 실업률(U-3)이 6월 수준(4.1%)으로 내려 왔음에도 광의 실업률(U-6)은 6월(7.4%)보다 높은 7.7%를 기록한 이유이다. 어찌 보면 연준의 인하는 경제와 노동시장의 컨디션을 100%로 유지하는 데에 있기에 이 정도의 취약성에는 대비할 것으로 예상한다.

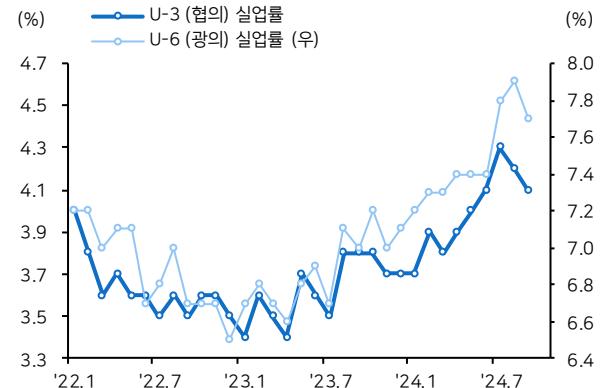
그림20 4주 내 미구직자 / 경제적 이유 파트타임 종사자



주: * U4~U6에 모두 포함, ** U6에만 포함

자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림21 미국 실업률: U-3 vs U-6



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

3-2. 2025년은 분기별 25bp 인하로 감속

25년 들어서는 분기별 1회
(총 100bp 인하)로 감속할 것

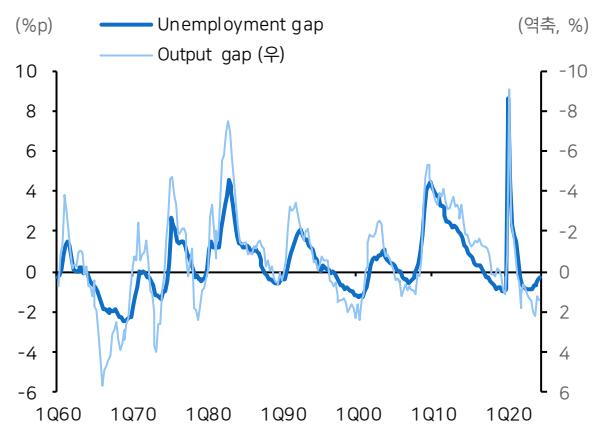
보다 중기적인 시계에서는, 올해 연준이 11월과 12월 각각 25bp 인하를 단행한 이후 2025년에는 분기별 1회, 총 100bp의 금리인하 수순으로 이행할 가능성을 높게 본다. 바로 9월 FOMC 점도표 “중위수”가 가리키는 궤적으로 갈 확률이 가장 높다는 의미이다. 9월 FOMC 점도표를 보면, 상단 기준 연말 3.50%와 3.25%를 적절하다고 본 참여자들의 수가 6명으로 같아, 경우에 따라서는 2025년 3월까지의 연속 인하 가능성이 높다고 얘기할 수도 있는 상황이었다. 실제 9월 고용 직전의 컨센서스이기도 했다.

이코노미스트는 기준을 만들어야 한다. 연준이 노동시장 하방 위험을 고려하는 만큼, 얼마나 빨리 인하할 것인가의 기준 중 하나는 향후 실업률 궤적일 것이다. 이를 도출해 보기 위해 매우 간단한 시산을 해보았다. 실제 실업률이 자연실업률과 경기적 실업률의 합이고, 경기적 실업이 결국 Output gap의 함수임에 착안하여, 간단한 자기회귀 모형¹으로 향후의 궤적을 추정해 보았다. Baseline은 올해 4분기 실업률 4.23%에서 내년 4분기 4.47%까지 실업률이 완만히 오른 후 2026년 이후 안정화되는 경로를 그린다.

이 추정이 맞다면, 올해 4분기 실업률은 9월 연준이 제시한 전망 4.4%를 밑돌고, 여전히 자연실업률을 실제 실업률이 밀도는 노동시장의 견고한 확장 구간이기에 금리인하를 “서두를” 명분이 줄어든다. 이에 따라 1월까지 굳이 연속 인하를 할 필요성을 느끼지 못하고, 12월 수정 경제전망도 이 흐름에 준하여 수정될 수 있다. 전망의 위험은 이보다 실업률이 빨리 오르거나 재량적 결정이 앞설 때일 것이다.

¹ 실업률 캡(t) = 0.478 * 실업률 캡(t-1) - 0.360 * Output gap(t) + 0.383 * COVID19 Dummy (구간: 1Q60~3Q24)
Output gap 추정은 당시 미국 GDP 성장을 전망 (24E 2.6%, 25E 1.7%, 26E 2.0%)에 준한 분기별 전망치 대입
Excel 2016로 선형회귀. 도출한 실업률 캡을 CBO가 제공하는 자연실업률을 주계치에 가산하여 실제 실업률 추정

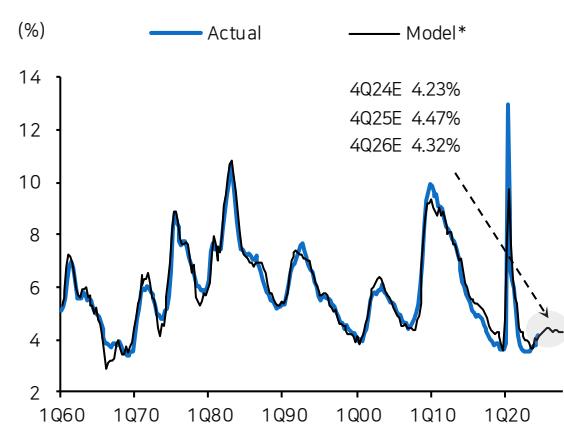
그림22 미국 경기적 실업과 Output gap



주: Unemployment gap = 실제 실업률 – 자연 실업률 (경기적 실업만 남긴 것)

자료: US CBO, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림23 실제 실업률과 모형상의 실업률, 그리고 추정치



주: * 9페이지 각주 1 참고

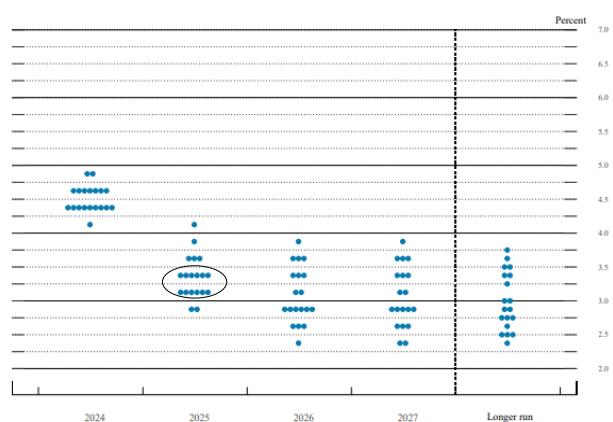
자료: US BLS, US CBO, 메리츠증권 리서치센터 추정

표3 FOMC Summary of Economic Projections (9월)

(4Q/4Q)	2024	2025	Median	2026	2027	장기
GDP	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8
6월 전망	2.1	2.0		2.0		1.8
3월 전망	2.1	2.0		2.0		1.8
실업률 (4Q)	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.2
6월 전망	4.0	4.2		4.1		4.2
3월 전망	4.0	4.1		4.0		4.1
PCE 물가	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0
6월 전망	2.6	2.3		2.0		2.0
3월 전망	2.4	2.2		2.0		2.0
Core PCE 물가	2.6	2.2	2.0	2.0	-	-
6월 전망	2.8	2.3		2.0		-
3월 전망	2.6	2.2		2.0		-
FFR (4Q)	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9	2.9
6월 전망	5.1	4.1		3.1		2.8
3월 전망	4.6	3.9		3.1		2.6

자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림24 9월 FOMC 점도표 분포



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

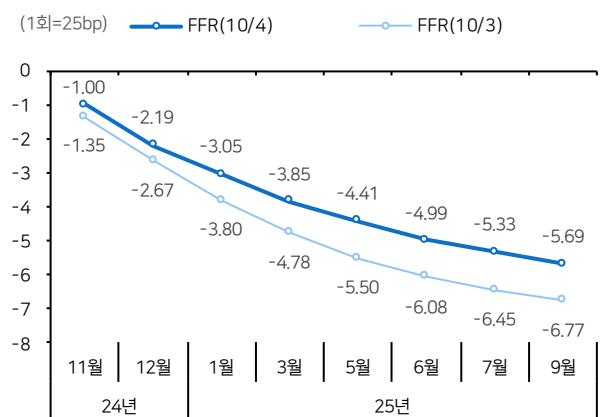
금융시장은 big cut 기대를 되돌렸지만, 우리 예상에 비해서는 dovish

3-3. 가격에 반영된 기대와 당사 전망 비교

미국 9월 고용동향 발표 이후 선물시장은 11월 빅컷 기대를 완전히 거두었고, 아주 작게는 11월 동결 가능성까지 반영하고 있다(0.2%). 중기 궤적의 경우, 9월 고용 직전에는 2025년 5~6월까지 연속 인하를 반영하다가, 고용동향 이후에는 3월 정도까지 frontloading을 하는 것을 기본 시나리오로 삼고 있다. 금융시장은 우리 전망에 비해 여전히 dovish한 연준을 기대하고 있다. 우리 기본 시나리오 하에서는, 이미 미국채 금리가 많이 반등한 상태에서도 채권금리 상방을 열어놓을 이유는 있다고 생각한다. 당사 채권분석 윤여삼 연구위원은 미국채 10년 4%대에서의 매수 의견을 제시하고 있다.

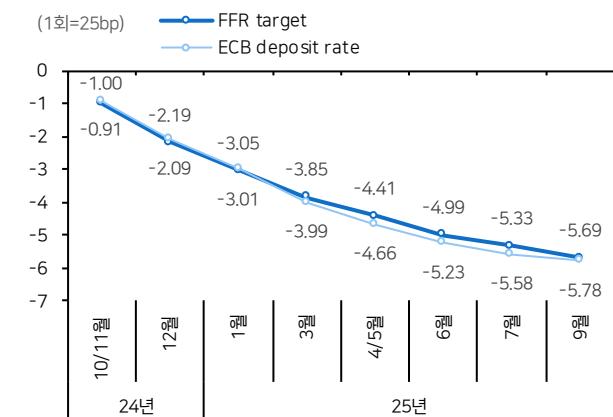
9월 고용동향 직전까지 금융시장의 생각은 연준이 ECB보다 큰 폭으로 금리인상을 했기 때문에 내릴 때도 과감하게 내릴 수 있다는 것이었다. 고용동향 이후에는 연준과 ECB가 거의 비슷한 속도로 금리를 인하할 것으로 예상하고 있다. 우리는 유로존 중심국 3국(독일/프랑스/이탈리아) 경기부진 심화와 9월 HICP 2% 하회를 고려한 ECB가 10월 17일 회의에서 예치금리를 25bp 인하할 것으로 예상한다. 물가와 경기의 동반 안정을 도모하기 위해 빠른 금리인하가 필요한 곳은 미국보다는 유럽이다. 이에 대해서는 추후 자세히 다루도록 하겠다.

그림25 선물시장에 반영된 연준 금리인하 궤적: 고용 전후



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 선물시장에 반영된 Fed, ECB 인하 궤적 (10/4)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.