



▲ 경제분석

Economist 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

경제 脈

미국 10월 고용: 다양한 왜곡, 유보된 판단

- ✓ 10월 비농업 고용 +1.2만 명, 실업률 4.15%, 시간당 임금상승률 4.0% YoY
- ✓ 일시적 요인들인 보잉 파업과 허리케인 헬린/밀튼의 영향 다수 관찰
- ✓ 11월 고용은 10월 대비 호전, 응답비율 낮은 점 고려시 10월 고용 상향 조정에 무게
- ✓ 연준은 11월 FOMC에서 FFR 25bp 인하할 전망

미국 10월 고용동향: 일시적 요인들의 영향 다수 관찰

미국 10월 비농업 취업자수는 전월대비 1.2만 명 증가에 그치며 시장 컨센서스 10만 명을 크게 하회하였다. 반면 실업률은 4.15%로 시장 예상에 대체로 부합했고, 시간당 임금은 전월대비 0.4%(전년대비 4.0%) 오르며 9월 대비 상승폭을 높였다. 일관된 방향이 아니라서 혼란스러울 수 있다. 시장은 이미 일시적 요인들이 부정적 영향을 줄 것임을 인지하고 있었다. 더불어, 이번 응답률이 47.4%로 1991년 2월 이후 최저치를 기록할 만큼 낮아, 노동시장의 진면목을 알 수 없어 판단을 유보한 것으로 보인다. 취업자수 쇼크에도 11월 1일 미국 시장에서 Trump trade 등을 반영한 금리 상승, 달러 강세가 나타난 이유일 것이다.

실제 파업과 허리케인 영향은 고용통계 다방면에서 관찰되고 있다. 파업은 제조업 취업자수 감소로, 허리케인 영향은 레저/여가, 사회서비스, 일용직 고용 감소와 더불어 기상 악화 때문에 근로를 못한 자 / 근로시간을 줄인 자의 급증을 유발했다. 저임금/대면서비스 취업자 일부가 payroll에서 빠지며 취업자수 믹스를 반영하는 시간당 임금은 많이 올랐다. 놀랍게도 이들이 실업률에 미치는 영향은 거의 없었고, 오히려 영구실직자 증가(전월대비 +15.3만 명)가 실업률을 전월대비 9.4bp 끌어올리는 요인이었다. 앞으로 이것이 추세일지 여부를 면밀히 살펴야 할 것이다.

11월 고용 호전, 그리고 11월 FOMC 인하를 예상하는 이유

11월 고용은 10월보다는 좋아질 것이다. 신규실업수당 청구건수가 10월 중순을 기점으로 일제히 하향 안정화되고 있기 때문이다. 허리케인 Milton의 영향으로 문을 닫았던 남부 지역의 여가 시설도 이미 10월 중순 조업을 재개했다. 보잉 노동자들은 4년간 38% 임금 인상을 제시한 사측 안 수용 여부에 대한 투표를 11월 4일에 진행한다. 가결되는 경우 6주 이상을 끌어온 파업의 영향도 소멸될 것이다.

10월 고용 응답비율이 33년래 최저치를 기록한 점에 비추어볼 때, 수정치는 속보치(1.2만 명)보다 기존 컨센서스에 가까운 방향으로 상향 조정될 가능성이 커 보인다. 11월 고용은 15만 명 내외로 시장에서 인식하는 Breakeven employment인 10만 명을 상회할 가능성이 커 보인다. 이러한 전망의 기저에는 노동수요가 비교적 잘 버티고 있다는 여러 근거들에 기반한 판단이 녹아 있다.

한편, 우리는 연준이 11월 6~7일 예정된 FOMC에서 연방기금금리를 25bp 인하할 것으로 예상한다. 노동시장에 일시적 영향이 크게 들어 왔지만, 다른 한편에서는 광의실업률의 고공행진(7.7%)과 영구실직자 증가 등 취약성을 드러내는 부분들이 관찰되고 있기 때문이다. Core PCE가 2.6~2.7%로 연준의 예상 범위 내에 있다는 점도 긴축 완화의 명분이 될 수 있을 것이다.

미국 10월 고용: 다양한 왜곡, 유보된 판단

비농업 고용 쇼크 vs 실업률 부합,
임금 예상 상회

미국 노동통계국에 따르면, 10월 비농업 취업자수는 전월대비 1.2만 명 증가에 그치며 시장 컨센서스 10만 명을 크게 하회하였다. 8~9월 취업자수도 속보치 대비 11.2만 명 하향 조정되었다. 반면 실업률은 4.15%로 시장 예상에 대체로 부합했고, 시간당 임금은 전월대비 0.4%(전년대비 4.0%) 오르며 9월 대비 상승폭을 높였다(시장 기대에는 부합). 데이터의 방향이 일관적이지 않아 혼란스러울 수 있다.

응답률이 47.4%로 매우 낮아,
노동시장 진면목 파악 어려움

비농업 고용 쇼크에도, 이미 10월 중 보잉 파업과 잇따른 허리케인 영향(Helene: 9월 26~27일, Milton: 10월 8~9일)이 있었음을 모두가 인지하고 있었기 때문에 금융시장은 고용 충격에 거의 반응하지 않았다 (주가, 금리 상승, 달러 강세). 미온적 반응의 또 다른 이유는 이번 고용통계 응답률이 47.4%로 1991년 2월 이후 최저치를 기록할 만큼 낮았다는 것이다. 데이터가 충분히 입수되지 못했기 때문에 노동시장의 진면목을 알 수 없다는 것이다. **다양한 왜곡이 존재한 가운데, 노동시장이 어디로 가고 있는지에 대한 판단은 유보된 셈이다.** 이하는 각론이다.

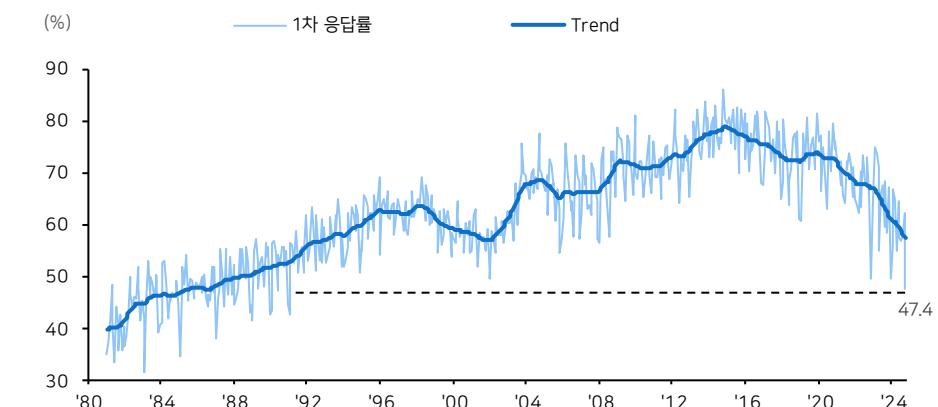
비농업 취업자수: 1.2만 명 증가에 그쳤으나, 다양한 왜곡 요인 반영

예상대로, 보잉 파업과 허리케인 영향이 비농업 고용에 반영

보잉 파업과 허리케인 영향은 광범위한 업종의 고용에 영향을 미쳤다. 10월 제조업 고용 감소(-4.6만 명)의 대부분은 보잉 파업으로 대변되는 운송장비(자동차 및 부품 제외) 부문(-3.8만 명)에서 비롯되었다. 다음으로, 허리케인의 영향은 1) 일용직 중심의 행정/사업지원 고용감소폭 확대(9월 -2.0만 → 10월 -4.9만), 2) 노인 돌봄 등 사회서비스 고용 감소(1천 명, 기상 악화로 방문이 어려움 등), 3) 놀이시설 등 레크리에이션 고용 감소(7.4천 명)와 외식 고용 정체의 형태로 나타나고 있다 (다음 페이지 그림 2~5).

허리케인이 지나간 플로리다 및 인근 지역의 침수와 단전으로 업종을 막론하고 조업 자체가 어려웠을 것이다. 따라서 열거하지 않은 업종에서도 직/간접적 영향으로 9월 대비 고용증가폭이 축소되는 것이 자연스러운 해석이며, 11월 들어서는 상당 부분 충격이 복구되었을 가능성을 높게 봐야 할 것이다.

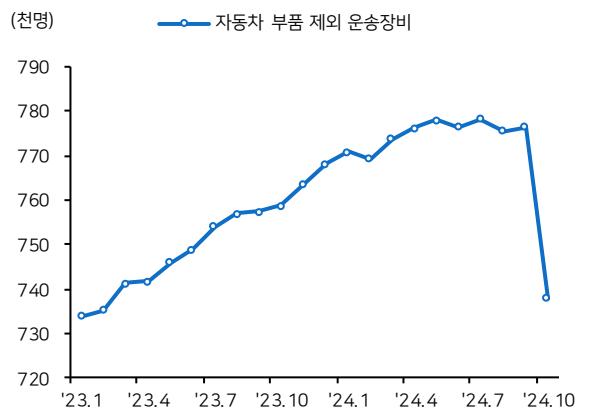
그림1 미국 고용통계 1차 응답률 추이: 10월 47.4%로 33년래 최저치



주: X-13 ARIMA SEATS로 추세를 도출함. CDMNext를 사용

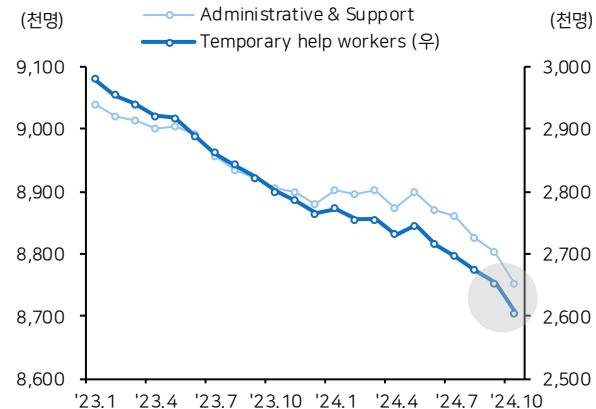
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림2 보잉 파업: 자동차 & 부품 제외 운송장비 취업자 급감



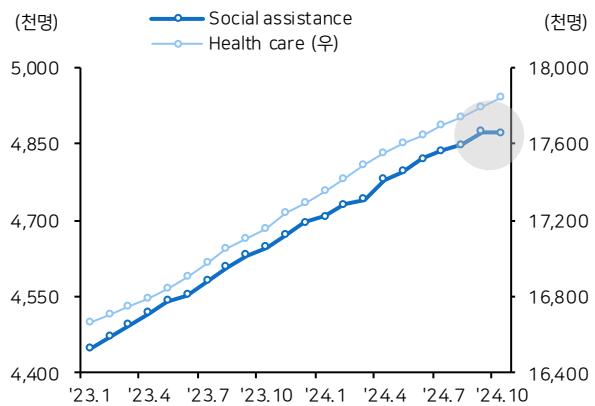
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림3 날씨 영향: 행정/사업지원 vs 일용직 근로자



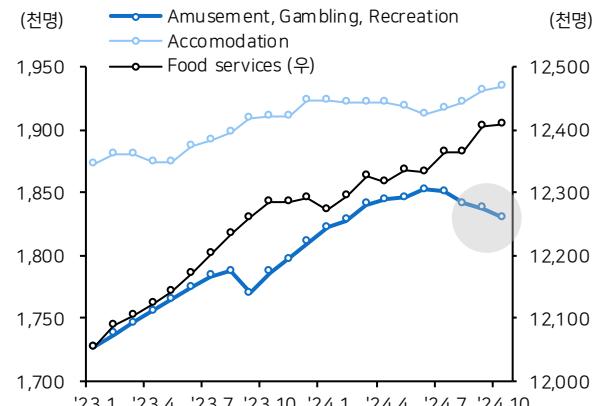
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 날씨 영향: 헬스케어 증가 지속 vs 사회서비스 감소



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림5 날씨 영향: 놀이시설, 카지노, 레크리에이션 감소



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

표1 2023년 10월 이후 미국 비농업 취업자수 증감

(천명, MoM)	월별 비농업 취업자수 증감												'20.2월 대비 (천명) (%)	
	'23.10	'23.11	'23.12	'24.1	'24.2	'24.3	'24.4	'24.5	'24.6	'24.7	'24.8	'24.9	'24.10	
비농업 취업자수	165	182	290	256	236	310	108	216	118	144	78	223	12	6696 4.4
민간	98	152	214	196	181	232	108	206	97	99	37	192	-28	6106 4.7
정부	67	30	76	60	55	78	0	10	21	45	41	31	40	590 2.6
제조업	-31	25	12	6	-9	-6	7	3	-16	6	-26	-6	-46	93 0.7
건설업	22	15	18	26	24	37	-5	13	18	14	28	27	8	695 9.1
도소매	13	-36	40	10	20	29	21	7	-14	2	-8	22	4	452 2.1
운수창고, 유틸리티	-7	-9	-16	-2	34	4	21	27	12	-1	11	6	-5	884 14.0
정보기술	-26	17	13	8	-3	2	-3	-1	0	-16	-8	3	3	90 3.1
금융	0	4	6	-4	-7	4	-3	12	13	-4	7	4	0	382 4.3
사업서비스	-5	10	13	48	6	17	-17	55	-11	-4	-47	-9	-47	1436 6.7
일용 서비스	-23	-14	-21	8	-16	-1	-24	14	-30	-19	-23	-20	-49	-266 -9.3
민간교육	4	4	8	27	-9	-4	0	-5	14	3	12	14	6	103 2.7
헬스케어*	72	107	76	73	89	80	98	73	69	64	55	80	51	1942 9.3
레저/여가	57	10	41	-3	26	54	-9	18	4	38	9	40	-4	90 0.5
숙박	2	-1	14	-1	-2	1	-1	-3	-6	5	5	10	3	-183 -8.6
외식	26	1	6	-21	25	30	-7	17	-2	30	2	39	4	118 1.0
기타서비스	-1	10	0	10	10	12	4	7	8	-3	4	9	1	-15 -0.3

주: * 사회서비스 (social assistance)를 포함

자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

8~9월 취업자수 증분 조정은
계절조정 인자 변화라는 기술적
요인에 주로 기인

즉, 8~9월 고용 펀더멘털 자체는
변화가 없다는 의미

8~9월 취업자수가 속보치 대비 각각 8.1만 명과 3.1만 명 하향 조정되면서, 연초 이후 3월과 7월을 제외한 구간의 취업자수가 최초 발표치 대비 하향 조정되는 모습이 이어지게 되었다. 다소 기술적인 사안이긴 하지만, 8~9월 취업자수의 하향 조정은 원지수(계절조정 하지 않은 것)의 조정보다는 계절조정 인자(원지수에서 계절조정 지수로 변환시 곱하는 배수)의 변화에서 주로 비롯된 것이다.

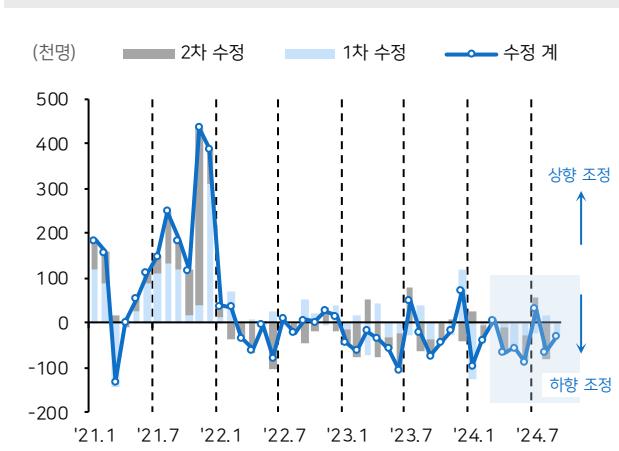
8월과 9월 비농업 취업자수 수정치는 각각 158,731천명과 159,181천명이며, 직전월 발표치는 158,717천명과 159,177천명이었다. 즉 원지수는 8~9월에 걸쳐 오히려 1.4만 명과 0.4만 명 상향 조정되었다. 9월 고용 발표 당시 예년에 비해 계절조정 배수가 지나치게 높다는 지적이 있어 왔다. 새로운 데이터가 입수되면서 계절조정 배수가 예년 수준으로 낮아진 것이다. 노동통계국은 X-13 ARIMA SEATS 를 사용한 이후, 해당월이 4주/5주 인지 여부, 산업별 특성, 1~2차 수정 여부 등을 고려하여 여러 단계로 조정을 하기에 실무에서 이를 정확히 가늠하기는 어렵다. 단, 8~9월 고용 펀더멘털 자체에 변화가 없다는 해석은 가능하다.

표2 미국 8~9월 비농업 취업자 증분 조정

(천명, MoM)	New		Old		Diff (천명)		
	8월	9월	8월	9월	8월	9월	계
비농업 취업자수	78	223	159	254	-81	-31	-112
민간	37	192	114	223	-77	-31	-108
정부	41	31	45	31	-4	0	-4
정부교육	25	8	30	19	-6	-11	-16
제조업	-26	-6	-27	-7	1	1	2
건설업	28	27	31	25	-3	2	-1
도소매	-8	22	-8	18	1	4	5
운수창고, 유트리티	11	6	3	-5	7	11	18
정보기술	-8	3	-7	4	-1	-1	-2
금융	7	4	10	5	-3	-1	-4
사업서비스	-47	-9	-4	17	-43	-26	-69
일용 서비스	-23	-20	-7	-14	-17	-6	-23
민간교육	12	14	7	9	6	5	10
헬스케어	55	80	54	72	1	9	10
레저/여가	9	40	53	78	-44	-38	-82
기타서비스	4	9	2	4	2	5	7

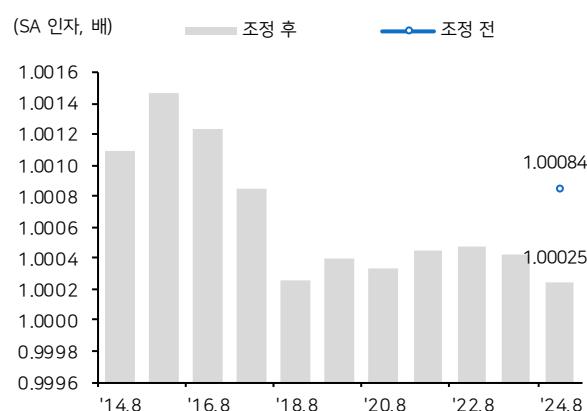
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 2021년 이후 월간 비농업 취업자수 수정 방향 및 폭



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

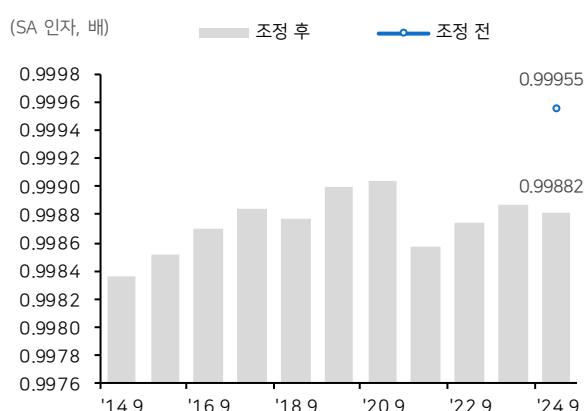
그림7 8월 비농업 취업자수 계절조정 인자 (2014~24)



주: 계절조정지수 / 원지수= 계절조정 인자

자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림8 9월 비농업 취업자수 계절조정 인자 (2014~24)



주: 계절조정지수 / 원지수= 계절조정 인자

자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

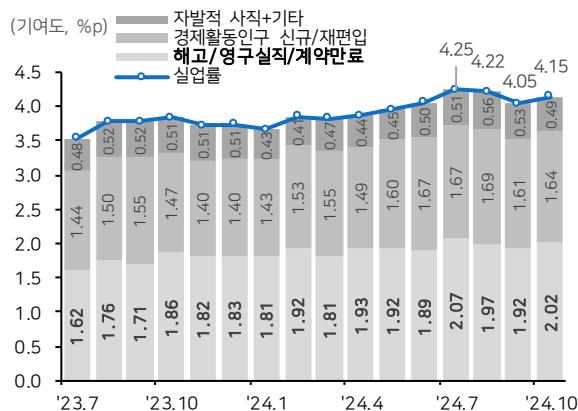
실업률: 4.15%에서 선방했으나, 영구실직자 증가는 우려 요인임

일시해고자는 오히려 감소
영구실직자 증가는 우려 요인

10월 계절조정 실업률은 4.15%(정확히는 4.145%; 따라서 헤드라인은 4.1%로 집계)로 9월 대비 9.4bp 상승했다. 그런데 파업이나 허리케인 영향에 따른 일시 해고자 급증은 10월에 나타나지 않았던 반면, 1) 영구실직자가 전월대비 15.3만 명 늘었고 2) 자발적 사직 혹은 기타 이유로 실업자가 된 인원이 다시 증가했다는 점이 특이하다. 보잉 파업의 경우 이미 해고되었을 지 모르는 1.7만 명을 제외한 나머지는 취업된 상태이다. 그리고 7월의 일시 해고 급증도 허리케인 영향보다는 자동차 업계 retooling 영향으로 인식되고 있기에 이번과는 다르다.

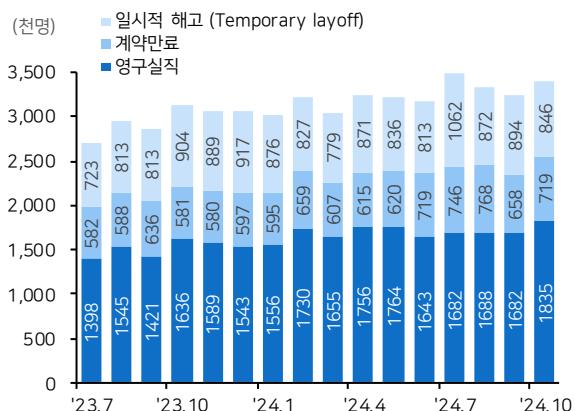
실업률은 선방했고, Sahm Rule 기준에서도 완벽히 벗어났기에 일단은 안도할 요인이다. 하지만 10월 중 영구실직자가 비교적 크게 늘어났다는 점이 계속 마음에 걸린다. 이런 방식의 실업률 상승이 추세적일지 여부를 향후 수 개월간 확인해야 할 것이다. 영구실직자의 증가세가 이어질 경우 기업 해고 본격화의 전조일 수 있기 때문이다. 이를 보고 연준이 기민하게 대응해야 할 수도 있다.

그림9 미국 실업상태별 실업률 기여도



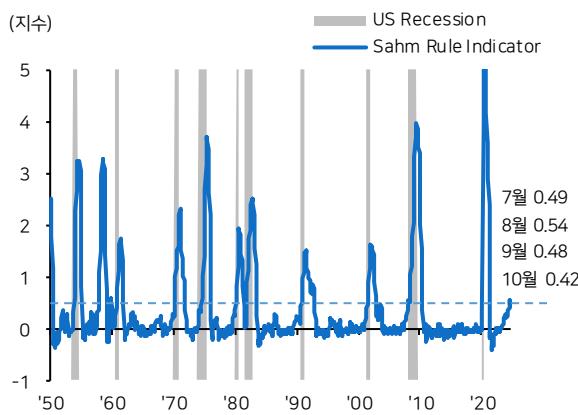
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림10 미국 실업자 분해: 일시해고, 계약만료, 영구실직



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국 리세션과 샘_rule 기준



자료: FRED, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림12 미국 경제활동참가율과 고용률

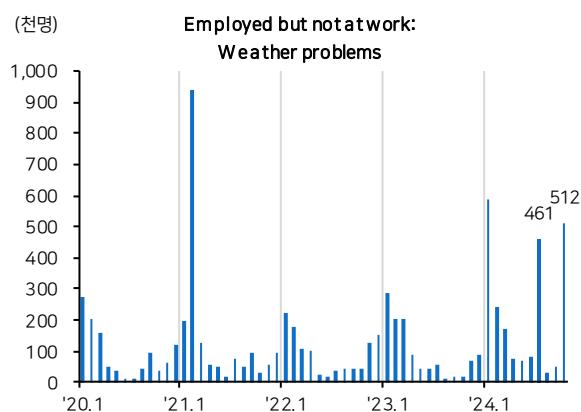


자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

가계조사에서도 허리케인 영향이
다방면에서 관찰되고 있음

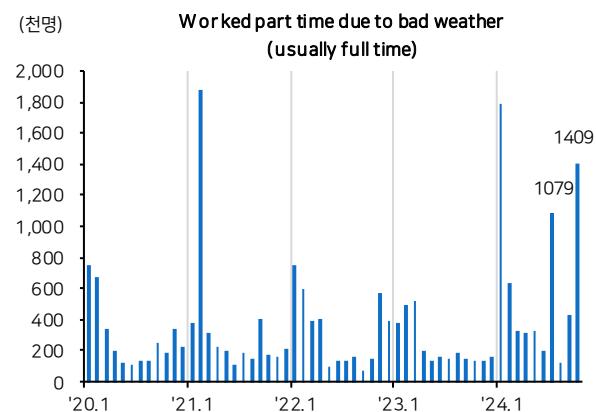
가계조사 통계에서도 허리케인의 영향이 다방면에서 나타나고 있다. 기상 영향으로 일을 못한 사람 수와 근로시간을 줄인 사람 수는 각각 51.2만 명과 140.9만 명이다. 모두 7월 Hurricane Beryl 당시의 수준을 넘어서는 것이다. 한편 허리케인이 잇따라 강타한 플로리다를 중심으로 침수/단전이 발생하였고, 휴교하는 경우가 빈번하였다. 이는 육아 문제로 일을 잠시 못하는 사람 수의 급증으로도 이어졌으며, 25~54세 여성 경제활동참가율에도 일부 영향을 미친 것으로 추론된다.

그림13 기상 영향으로 일을 못한 사람 수



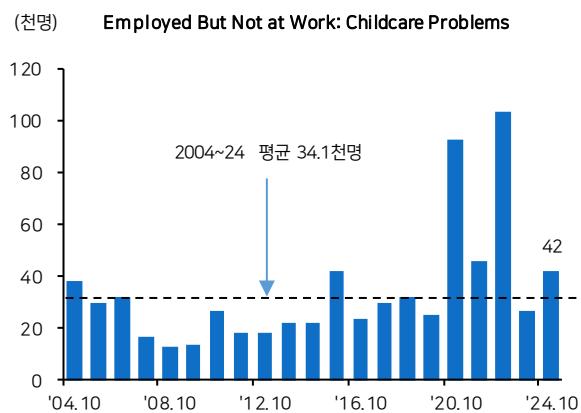
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림14 기상 악화로 근로시간을 줄인 사람 수



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

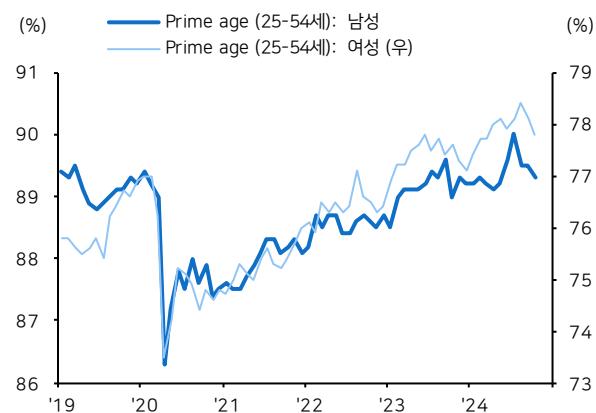
그림15 육아 문제로 고용되었으나 일을 못한 사람 수



주: 매년 10월 수치의 20년치 시계열임

자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림16 25~54세 경제활동참가율: 남성 vs 여성



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

임금이 예상보다 크게 오른 것은 저임금/대면 서비스업 취업자 감소 때문

임금: 10월 임금 상승세 확대는 저임금/비대면 고용감소의 일시적 영향일 가능성

비농업 취업자수가 1.2만 명 증가에 그치고, 실업률이 오르는 환경에서 시간당 평균임금 상승세가 확대된 것이 석연치 않다. 앞뒤가 안 맞아 보이기 때문이다. 우리의 해석은 이러하다. 시간당 평균임금이 취업자수의 mix를 반영하는 특징을 고려했을 때, 허리케인으로 레저/여가, 외식, 사회서비스 등 저임금/대면 서비스업 취업자가 감소한다면 나머지 임금은 오르는 방향으로 집계되었을 가능성이 크다는 것이다. 이것 역시 기상 악화에 따른 일시적인 영향일 공산이 크기에 임금 상승세 확대-인플레 압력 재부상 경로 본격화로 보지 않는다.

임금 상승률은 향후 추세적으로 낮아질 전망

우리는 여전히 선행지표들이 향후 2~3개 분기 동안 임금 상승률이 계속 낮아질 가능성을 시사하고 있음에 주목하고 있다. 구인건수/실업자수 배율(8개월 선행)과 사직률(9개월 선행)이 대표적이다. 연준이 중시하는 고용비용지수(ECI) 상승세가 더욱 둔화된 점 (3분기 3.86% YoY vs 2분기 4.09%), 단위노동비용 증가율이 이미 2%를 밟고 있는 점 역시 임금발 인플레 우려를 덜어내는 증거들이다.

그림17 미국 시간당 임금상승률: 전체 vs 생산직



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림18 미국 구인/실업자 배율과 임금상승률



자료: US BLS, Atlanta Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림19 미국 Quits rate vs Wage growth tracker



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림20 미국 고용비용지수와 단위노동비용 증가율



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

노동시장 수급으로 본 미국의 노동시장 현황: 여전한 점진적 정상화이다

9월 구인건수/실업자 배율 하락은
하리케인 Helene 영향으로 해석

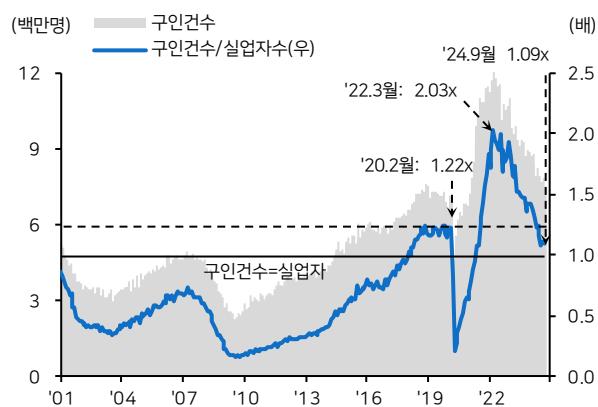
우리는 미국 노동시장이 극심한 과열에서 점진적으로 정상화되는 단계에 있다는 시각을 계속 견지한다. 9월 구인건수/실업자수 배율이 우리 예상(1.19배)과 달리 1.09배로 하락했으나, 이는 Hurricane Helene 영향으로 구인건수가 언더슈팅한 결과로 해석한다. 비농업 고용과 달리, 구인건수는 매월 말이 기준일이기에 하리케인의 영향이 반영된 숫자로 봐야 하며, 실제 9월 전국 구인건수 감소폭(41.8만 건) 중 32.5만 건이 남부(South)에서 비롯된 것임을 확인할 수 있다.

10월 노동수급은 9월보다

개선될 가능성에 무게

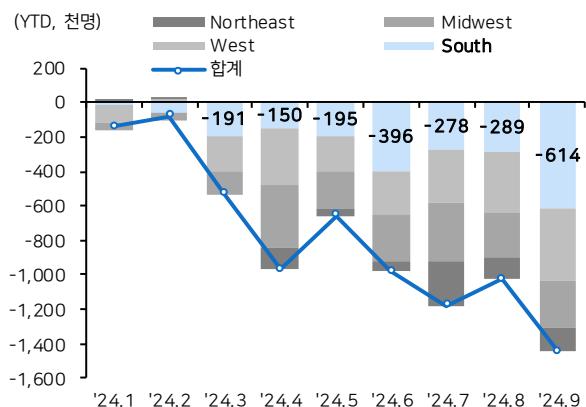
하리케인의 여파가 지나가고 나면, 7~9월 텍사스 구인건수 흐름에 준하여 10월 말 구인건수가 재차 반등할 것으로 기대한다. 현재 노동수요를 크게 문제 삼을 이유는 없어 보인다. 지역 연은 서베이에서의 향후 6개월 고용전망은 서비스업을 중심으로 개선되고 있다. Indeed.com의 Job Postings Index 추이를 따라간다고 해도 10월은 감소보다는 증가에 무게가 실린다. 노동시장 과열 완화 속도가 점진적 이기만 하다면, 구인건수/실업자 배율 1배 하회도 전혀 문제될 것이 없다.

그림21 구인건수 및 구인건수/실업자수 배율



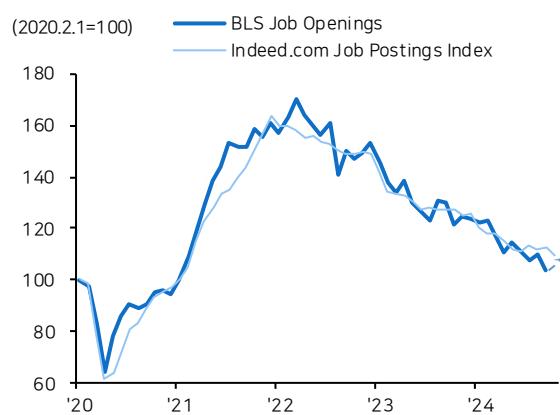
자료: Regional Fed Surveys, 메리츠증권 리서치센터

그림22 2024년 연초 이후 지역별 구인건수 증감 누적



자료: US BLS, Indeed.com, 메리츠증권 리서치센터

그림23 구인건수: 노동통계국 vs Indeed.com



자료: US BLS, Indeed.com, 메리츠증권 리서치센터

그림24 지역 연은 서베이: 향후 6개월 고용전망



자료: Regional Fed Surveys, 메리츠증권 리서치센터

11월 고용이 좋아질 이유, 그리고 연준이 11월 FOMC에서 금리인하를 할 이유

일시적 영향은 소멸 중

11월 고용과 함께 발표되는

10월 고용은 컨센서스 방향으로

상향 조정될 가능성

11월 고용은 10월보다는 좋아질 것으로 예상한다. 아래 그림 25에서 보듯, 파업이나 기상 악화로 유발된 신규실업수당 청구건수가 10월 중순을 기점으로 일제히 하향 안정화되고 있기 때문이다. 허리케인 Milton의 영향으로 문을 닫았던 플로리다의 월드 디즈니 월드, 씨월드 등도 10월 11일을 기점으로 영업을 재개했다. 이 상은 10월 고용 집계 구간에 허리케인 영향이 집중되었고, 이후 점차 완화되어 갈 가능성을 시사하는 대목이다. 한편, 보잉 노동자들은 4년간 38% 임금 인상을 제시한 사측 안을 수용할지 여부에 대한 투표를 11월 4일에 진행한다. 가결되는 경우 6주 이상을 끌어온 파업의 영향도 소멸될 것이다.

10월 고용 응답비율이 47.4%로 33년래 최저치를 기록한 점에 비추어볼 때, 수정치는 속보치보다 컨센서스에 가까운 방향으로 상향 조정될 가능성이 커 보인다. 11월 고용은 15만 명 내외로 시장에서 인식하는 Breakeven employment인 10만 명 (실업률 상승을 유발하지 않는, 경제활동인구 증가분만큼의 고용증가)을 상회할 가능성에 무게를 둔다.

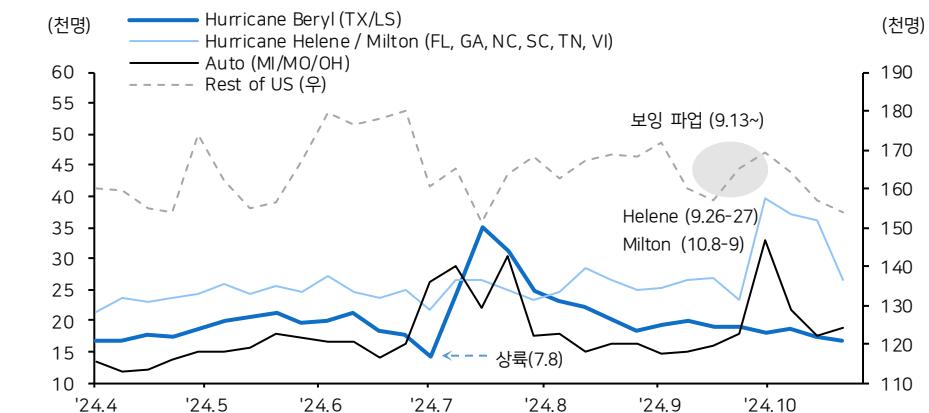
노동시장의 일부 취약성에 대응하

자는 명분은 있음. 11월 FOMC

25bp 인하 견해 유지

한편, 우리는 연준이 11월 6~7일 예정된 FOMC에서 연방기금금리를 25bp 인하할 것으로 예상한다. 노동시장에 일시적 영향이 크게 들어 왔지만, 다른 한편에서는 광의실업률의 고공행진(7.7%)과 영구실직자 증가 등 취약성을 드러내는 부분들이 관찰되고 있기 때문이다. Core PCE 물가상승률이 2.6~2.7%로 연준의 전망 범위 내에 있다는 점도 느리게 나마 긴축을 완화하는 명분이 될 수 있을 것이다.

그림25 지역별 신규실업수당 청구건수



주: 전국 계절조정 인자를 주별 청구건수에 일괄적으로 적용. 자료: US Department of Labor, 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 간접 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.