

2024. 6. 10

경제脈

## 미국 5월 고용: 서프라이즈에도 9월 인하 전망을 유지하는 이유

### ▲ 경제분석

Economist 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

- ✓ 5월 비농업 취업자수 서프라이즈; 노동수요 풍부한 업종 중심의 효율적 노동공급
- ✓ 5월 시간당 평균임금 0.4% MoM은 4월 기저 영향으로 해석. 구인건수/실업자수 비율 안정화에서 비롯되는 임금 상승률 둔화 흐름에서 이탈 없음
- ✓ 전반적인 데이터는 노동수급의 균형 수렴을 지향; 연준 9월 인하 전망 유지

### 미국 5월 고용동향에 대한 해석: 노동수급 균형으로 가는 과정이다

5월 비농업 취업자수는 전월대비 27.2만 명 늘어 시장이 예상했던 고용증가 경로를 7.7만 명 상회하는 서프라이즈를 기록했다. 헬스케어, 레저/여가, 정부, 사업서비스 등 노동수요가 풍부하여 구인건수가 많은 업종을 중심으로 '효율적인' 노동공급의 확충이 이루어지고 있다. 이는 지난 1년간의 흐름과 대동소이하다.

5월 시간당 평균임금이 전월대비 0.40%, 전년대비 4.08% 오르며 기대를 뛰어넘었으나, 예년에 비해 임금 상승폭이 작았던 4월의 기저효과일 가능성이 크다. 4~5월을 평균하면 0.32%로 1/4분기 평균 0.34%에 소폭 못 미친다. 현재 미국 노동시장이 구인건수/실업자수 비율의 하락(=초과 노동수요 완화)에서 비롯되는 추세적인 임금상승률 둔화 흐름에서 이탈하고 있을 가능성은 낮다.

실업자 증가가 어디에서 비롯되었든 본질은 잠재 노동공급의 확충이라는 점에 주목한다. 이에 따라 노동수급이 지금보다 보다 균형적인 상태로, 임금 상승률이 보다 지속 가능한 수준으로 수렴할 개연성이 커진다는 것으로 이해해야 한다.

고용이 호조를 보이면서 Atlanta Fed의 2/4분기 GDPNow가 6월 3일 1.85%에서 7일 고용동향 발표 직후 3.11%로 크게 상향 조정되었고, 그 중심에 소비전망의 개선이 자리하고 있다. 그러나 다른 한편에서 총노동소득 증가세가 둔화되고, ISM 서비스업 업종 서비스가 높아진 숫자만큼 낙관론을 피력하지 못하고 있음도 함께 고려할 필요가 있다고 생각한다.

### 임금 상승률 및 Supercore 물가상승률 둔화 경로 이탈 없음. 9월 인하 견해 유지

연준의 의사결정에 있어서 가장 중요한 변수는 여전히 인플레이션이다. 그리고 지금까지도 가장 경직적인 움직임을 보이고 있는 Super-core(주거비 제외 핵심 서비스) 물가의 하향 안정화를 위해서는 결국 노동시장 과열이 완화되고, 구인건수/실업자수 비율이 내려 오면서 임금 상승률의 추세적인 둔화를 담보해야 한다.

4월 구인이직보고서와 5월 고용동향을 종합적으로 고려했을 때, 그 흐름에서 이탈하지 않고 추세가 강화되고 있기에 금리인하 지연 재료를 보지 않고 9월 인하 가능성을 기본 시나리오로 유지하는 것이다. 앞으로의 물가상승률 추이도 더디지만 디스인플레이션이 진행되고 있음을 비교적 연속적으로 보여줄 것으로 예상된다.

6월 FOMC에서는 2회 인하가 적절하다는 방향으로 점도표를 조정하고, 금리인하 무산과는 거리를 둘 것으로 예상된다. 올해 4분기 Core PCE 전망도 기존 2.6%에서 2.7%로 상향 조정될 것으로 전망하나, 디스인플레이션 방향이 유지되는 것이기에 이 역시 금리인하 무산을 주장할 재료는 아니다.

### 미국 5월 고용 이후 시장 반응: 금리인하 12월로 지연될 가능성 반영

4월에 주춤했던 비농업 고용 증가세(+27.2만 명 vs 시장 예상 18만 명, 4월 16.5만 명)와 임금 상승세(전월대비 +0.4% vs 시장 예상 +0.3%/전월 +0.2%)가 5월 들어 재차 가속화되며 미 국채금리 급등, 달러화 지수 상승을 견인했다. 미국채 10년과 2년 수익률은 각각 14.7bp와 16.3bp 상승했고, 달러화 지수는 0.75% 올랐다.

5월 고용 서프라이즈 이후  
선물시장은 12월 인하를 반영

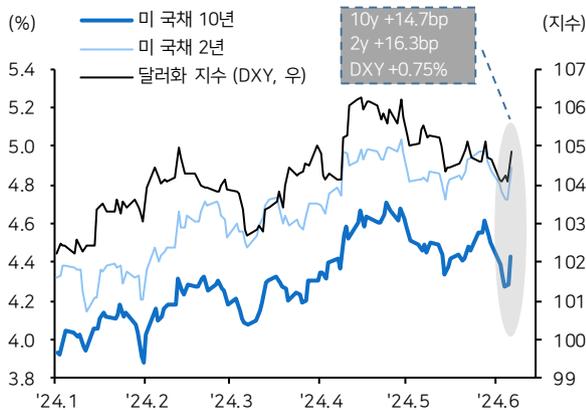
특히 5월 ISM제조업 지수와 4월 건설지출, 5월 ADP 민간고용의 예상 하회를 반영하며 6월 5일 9월 인하 가능성을 83%까지 보았던 선물시장도 이제 12월 첫 번째 인하를 가장 높은 시나리오로 반영하기 시작했다. 이는 경기가 탄탄한 가운데 임금 상승이 올라 소비 성장세와 인플레이션 압력이 쉽게 완화되지 않을 가능성을 반영한 결과일 수 있다.

필자는 12월로 인하를 지연시킬  
정도의 재료로 보지 않으며 9월  
인하 전망을 유지

시장의 반응과 필자의 생각은 다르다. 첫째, 5월 고용 호조와 임금 상승은 분명 7월에 금리인하를 할 정도로 경제환경이 시급하지 않다는 점을 보여준 것이지만, 금리인하 시점을 12월로 지연시킬 정도의 재료는 되지 못한다고 생각한다. 둘째, 같은 맥락에서 5월 고용동향 발표 이후 국채 10년물보다 2년물 수익률이 더 많이 올랐는데, 고용 호조를 금리인하 지연보다는 경기 지탱이라는 관점으로 해석할 경우 장단기 금리차가 확대되는 일드커브 스티프닝이 나타났어야 했다고 본다.

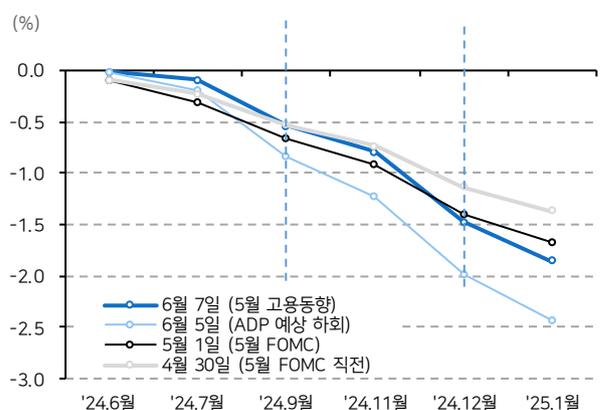
당사는 여전히 9월 인하 가능성을 높게 보고 있다. 필자의 해석과 시장 반응과의 차이에 대해 각각 1) 비농업 취업자수의 증감, 2) 임금 상승률, 3) 가계조사 통계의 관점으로 나누어 아래에 자세히 기술하도록 하겠다.

그림1 연초 이후 미 국채금리와 달러화 지수



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 선물시장에 반영된 향후 연방기금금리 궤적



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(1) 사업체 노동력 조사(Establishment survey): 비농업 고용

5월 비농업 취업자수는 명백한 서프라이즈이지만...

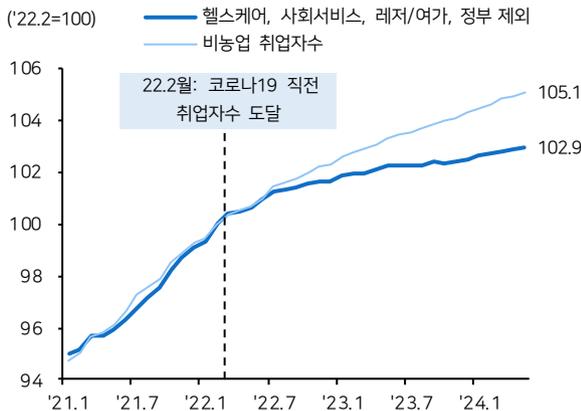
미국 노동통계국에 따르면, 5월 비농업 취업자수는 전월대비 27.2만 명 증가했다. 3~4월 취업자수 증가분이 속보치 대비 각각 5천 명과 1만 명 하향 조정되었으나, 5월 취업자수 서프라이즈로 시장이 기대했던(18만 명) 경로를 7.7만 명 상회하게 되었다. 기대보다 취업자수가 빠르게 늘어난 것은 분명하다는 것이다.

...노동수요가 존재하는 업종으로 공급이 효율적으로 확충된 결과

5월에도 헬스케어(+8.4만명), 레저/여가(+4.2만 명), 정부(+4.3만 명), 사업서비스(일용직 제외시 +4.7만 명) 등 노동수요가 풍부하여 구인건수가 많은 업종을 중심으로 취업자의 증가가 나타났다. 그림 4를 보면 업종별 4월 구인건수와 5월 고용증감과의 관계가 매우 밀접함을 알 수 있다( $R^2=0.9185$ ).

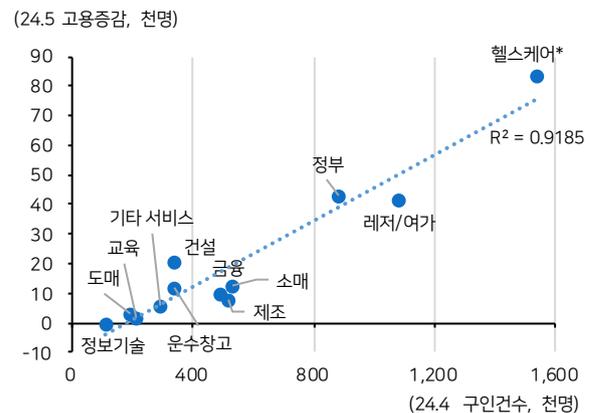
이상은 노동수요가 있는 업종을 중심으로 노동공급이 효율적으로 확충되고 있다는 근거가 되고 있다.

그림3 미국 비농업 고용: 전체 vs ex-헬스케어, 레저/여가, 정부



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국: 24년 4월 구인건수와 24년 5월 고용증감



주: \* 사회서비스 (social assistance)를 포함  
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

표1 2023년 5월 이후 미국 비농업 취업자수 증감

(천명, MoM)	월별 비농업 취업자수 증감													'20.2월 대비	
	'23.5	'23.6	'23.7	'23.8	'23.9	'23.10	'23.11	'23.12	'24.1	'24.2	'24.3	'24.4	'24.5	(천명)	(%)
비농업 취업자수	303	240	184	210	246	165	182	290	256	236	310	165	272	6,234	4.1
민간	254	185	148	150	196	98	152	214	196	181	232	158	229	5,782	4.5
정부	49	55	36	60	50	67	30	76	60	55	78	7	43	452	2.0
제조업	-5	9	-6	2	13	-31	25	12	6	-9	-6	6	8	185	1.4
건설업	16	33	11	31	13	22	15	18	26	24	37	0	21	613	8.0
도소매	21	-4	22	-4	30	13	-36	40	10	20	29	24	16	459	2.1
운수창고,유틸리티	21	-11	-12	-25	11	-7	-9	-16	-2	34	4	19	12	845	13.4
정보기술	-3	-7	-28	-18	11	-26	17	13	8	-3	2	-5	0	107	3.7
금융	13	9	18	4	0	0	4	6	-4	-7	4	-2	10	361	4.1
사업서비스	49	7	-17	-1	-1	-5	10	13	48	6	17	-1	33	1,548	7.2
일용 서비스	-4	-28	-28	-19	-22	-23	-14	-21	8	-16	-1	-12	-14	-142	-4.9
민간교육	16	1	3	0	0	4	4	8	27	-9	-4	6	2	66	1.7
헬스케어*	76	75	106	94	81	72	107	76	73	89	80	101	84	1,635	7.9
레저/여가	39	60	41	52	27	57	10	41	-3	26	54	12	42	48	0.3
숙박	0	13	4	6	11	2	-1	14	-1	-2	1	3	1	-192	-9.0
외식	19	29	30	32	26	26	1	6	-21	25	30	9	25	69	0.6
기타서비스	10	12	9	16	9	-1	10	0	10	10	12	5	6	-34	-0.6

주: \* 사회서비스 (social assistance)를 포함

자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

**(2) 사업체 노동력 조사: 미국 노동시장 수급과 임금 상승률**

구인건수 감소와 실업자 증가로  
구인건수/실업자수 배율 하락 중

이제 전반적인 노동수급과 임금 상승률을 논할 차례이다. 미국 노동시장의 수급여건은 잠재 노동수요인 구인건수를 잠재 노동공급인 실업자수로 나눈 값을 통해 알 수 있다. 동 배율은 2022년 3월 2.03배를 기록한 이후 2024년 4월에는 1.24배까지 내려 왔고, Indeed.com의 Job postings index 수치를 준용하면 5월에는 1.18배까지 하락한 것으로 추정된다. 5월 구인건수의 추가 하락이 없었다고 해도 5월 중 실업자가 늘었기에 1.21배까지는 내려 왔을 가능성이 크다. 노동시장은 수요와 공급이 일치하는 1배를 향해 가고 있다.

이는 추세적 임금상승률 둔화를  
지시

구인건수/실업자수 배율이 이토록 중요한 이유는 이것이 임금 상승률을 결정하는 핵심 변수이기 때문이다. 노동 초과수요가 극심할 때 임금이 많이 오르는 것이 당연한 이치이듯이 초과수요가 완화되면 임금이 과거에 비해 덜 오르는 것도 자연스럽다. 구인건수/실업자수 배율의 하락은 중기적 관점에서 임금 상승률의 지속적 둔화 가능성을 가리키고 있다.

그림5 미국 구인건수와 실업자수 대비 배율



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 구인건수/실업자수 배율과 Wage Tracker



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

5월 임금 상승세 가속화는  
4월의 낮은 기저 영향일 가능성

그렇다면 5월 임금 상승세의 가속화는 어떻게 봐야 하는가? 우선 4월에 비해 임금이 많이 오른 것은 사실이다. 전월대비 기준 4월 0.23%에서 5월에는 0.40%로 상승폭이 확대되었고, 전년대비로도 4월 3.98%에서 5월 4.08%로 높아졌으니 말이다. 하지만 전월대비 상승폭은 직전 월의 영향에 민감하기 마련이다. 지난 1년간의 평균적인 흐름(0.33%)에 비해 4월(0.23%)이 이례적으로 낮았다고 본다면 5월은 그 부족분을 만회하는 구간으로 해석될 수 있다.

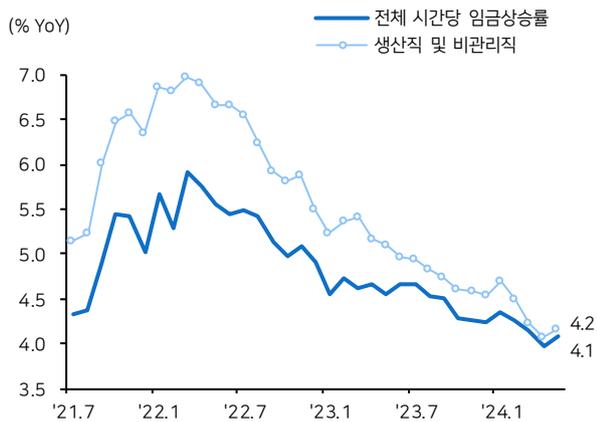
4~5월 평균적으로는 전월대비 0.32%씩 상승하여 1분기 월평균 값인 0.34%와 대동소이하고, 광업, 전문/사업 서비스, 교육/보건(헬스케어) 서비스를 제외한 업종에서는 1분기 대비 임금 상승세가 가속화되지 않았다. 이는 1분기 말(3월)과 5월의 전년대비 상승률을 비교했을 때도 마찬가지이다. 따라서 구인건수/실업자수 배율의 하락에서부터 비롯되는 임금 상승률 둔화라는 추세에서 이탈했다고 보기는 어렵다 (다음 페이지 표 2).

시간당 임금에 근로시간, 취업자수  
곱한 총노동소득 proxy는 우하향

5월 임금 상승세가 높아지면서 구매력 증대에 따른 소비 신장세 가속-인플레이 압력의 경로가 이어질 것이라는 관점에 대해서도 동의하기 어렵다. 경제 전체적으로 소비가 얼마나 늘어나는가 여부가 결국 총노동소득의 함수라고 한다면, 시간당 임금이 아닌 여기에 주당 근로시간과 취업자수를 곱한 값으로 봐야 한다.

5월의 시간당 임금 상승률은 4월 3.98%에서 4.08%로 높아졌지만 이들 둘을 곱한 값(그림 8의 검정색 실선)의 상승률은 3월 5.90%으로 뛰어 오른 이후 4월과 5월 각각 5.67%와 5.45%로 재차 하향 안정화되고 있다.

그림7 미국 시간당 임금상승률: 전체 vs 생산/비관리직



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림8 미국 임금상승률: 총노동소득 proxy 상승률은 둔화



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

표2 미국 시간당 임금: 구간별 변화율

	'24.5월	(% QoQ)*					(% MoM)			(기말, % YoY)					
		USD	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	4~5월	'24.3월	4월	5월	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	'24.4월
민간 전체	34.9	0.39	0.31	0.32	0.34	0.32	0.38	0.23	0.40	4.66	4.52	4.25	4.14	3.98	4.08
광업	39.6	0.68	0.57	0.04	0.41	0.48	-0.36	1.10	-0.13	5.99	6.61	5.64	5.26	5.23	4.13
건설업	38.1	0.36	0.42	0.42	0.43	0.36	0.59	0.53	0.18	4.72	5.05	4.74	5.00	5.15	4.96
제조업	33.8	0.54	0.35	0.47	0.42	0.27	0.63	0.06	0.48	5.09	5.23	5.53	5.45	5.02	5.13
도매	37.8	0.44	0.25	0.06	0.32	0.32	0.54	0.13	0.51	5.37	5.24	3.76	3.27	3.07	3.48
소매	24.4	0.31	0.29	0.21	0.11	0.18	0.04	-0.04	0.41	4.32	4.10	3.32	2.79	2.18	2.69
운송/창고업	30.6	0.59	0.34	0.67	0.30	0.15	0.13	0.13	0.16	5.81	5.33	6.67	5.83	5.27	5.01
유틸리티	51.1	0.36	0.11	0.24	0.26	0.25	0.10	0.30	0.20	5.18	4.23	3.89	2.96	2.84	2.74
정보기술	49.4	0.01	0.14	0.46	0.15	0.08	0.33	-0.12	0.28	3.81	1.38	2.81	2.32	3.05	2.47
금융	45.5	0.40	0.64	0.31	0.44	0.41	0.33	0.42	0.40	4.29	5.10	5.05	5.50	5.99	5.74
전문/사업서비스	42.0	0.41	0.25	0.37	0.35	0.41	0.41	0.34	0.48	4.57	4.40	4.22	4.20	3.98	4.29
교육/보건서비스	34.1	0.24	0.35	0.16	0.24	0.31	0.15	0.15	0.47	4.05	4.23	3.35	3.01	2.94	3.18
레저/여가	22.0	0.43	0.13	0.40	0.48	0.27	0.60	0.09	0.46	5.72	4.71	4.10	4.39	4.03	4.06

주: \* 해당 분기의 월평균 임금 상승률

자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

### (3) 가계조사: 실업률과 관련 환경

5월 실업률은 4.0%로 시장 기대(3.9%)를 웃돌았다. 엄밀히 소수점 둘째자리까지 계산하면 3.96%로 4월에 비해 0.1%포인트 올랐다. 2022년 2월 이후 가장 높은 수치이다. 실업률에 대해 두 가지 이야기를 하고자 한다.

#### 앞으로는 4%대 실업률이 균형

먼저, 코로나19 충격으로 기존의 추세선을 크게 이탈했던 베버리지 곡선(구인율-실업률의 역상관관계)은 이탈 4년 만에 기존의 추세에 복귀하고 있다. 금융위기에 발생한 노동시장의 잉여(slack)는 위기 이후 베버리지 곡선을 오른쪽으로 이동시켰지만 노동시장 확장이 장기화되며 결국은 기존 추세에 복귀했다. 이러한 경험에 비추어볼 때, 앞으로 구인율이 하락할수록 실업률이 조금이라도 오르는 양상이 될 가능성이 커 보인다. 따라서 앞으로는 4%대 실업률을 균형으로 봐야 한다.

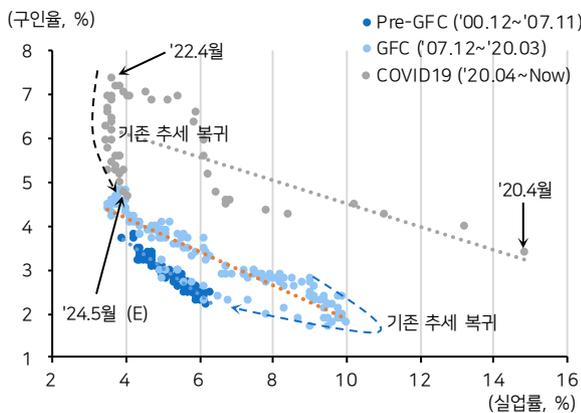
#### 4월과는 사뭇 다른 실업률 상승의 성격

다음으로, 5월 실업상태별 실업률 기여도를 보면 1) 해고/영구실직/계약만료에 따른 실업률 기여도가 1.92%p로 4월과 크게 차이가 없는 가운데 2) 경제활동인구 편입에 따른 기여도가 5월 들어 1.60%p로 4월(1.49%p)에 비해 높아진 것으로 나타났다. 1)은 계속 실업수당 청구건수가 잘 내려오지 않는 현상으로, 2)는 향후 취업의지가 있는 인원의 증가와 맥을 같이 한다고 이해할 수 있다.

#### 실업의 이유보다는 잠재적 노동공급의 자원이 늘어남에 주목

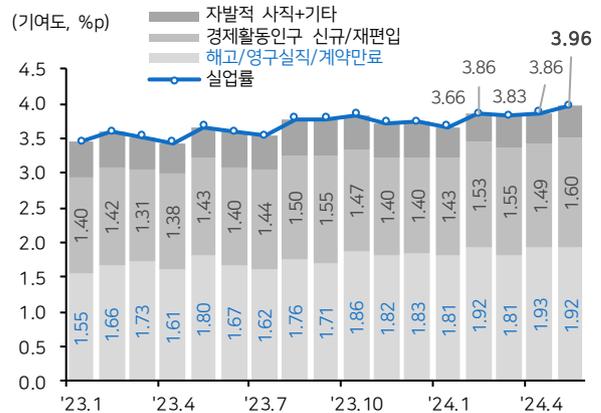
큰 그림에서 중요한 것은, 직장을 잃은 사람이든, 새롭게 취업전선에 나서는 사람이든, 모두 구직활동을 하고 있으며 잠재적인 노동공급의 자원이라는 것이다. 초과 노동수요 환경에서 노동공급의 추가적인 확충 가능성이 있다는 것 자체가 1) 노동수급이 지금보다 균형적인 상태로 갈 수 있고, 2) 임금 상승률도 보다 지속적인 수준으로 수렴할 가능성이 커진다는 것으로 이해해야 한다고 본다.

그림9 미국 베버리지 곡선 (구인율-실업률의 역상관관계)



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림10 미국 실업상태별 실업률 기여도



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림11 실업수당 청구건수: 신규(initial) vs 계속(continuous)



자료: U.S. Department of Labor, 메리츠증권 리서치센터

그림12 경제적 이유로 파트타임 구직만 가능한 인원수



주: \* U4~U6에 모두 포함되는 값, \*\* U6에만 포함되는 값  
 자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

표3 미국 노동통계의 여러 가지 실업률

(%)	측정 방식	'23.8월	9월	10월	11월	12월	'24.1월	2월	3월	4월	5월
U-1	15주 이상 실업자 ÷ [경제활동인구]	1.4	1.4	1.4	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4
U-2	실업자 중 실직자와 기간제 계약 만료자 ÷ [경제활동인구]	1.8	1.7	1.9	1.8	1.8	1.8	1.9	1.8	1.9	1.9
U-3	모든 실업자* ÷ [경제활동인구]	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7	3.7	3.9	3.8	3.9	4.0
U-4	모든 실업자 + 1) 일할 의지가 있으나 4주 이내에는 구직활동을 하지 않은 자 ÷ [경제활동인구 + 1)]	4.0	4.0	4.1	4.0	3.9	3.9	4.1	4.0	4.1	4.2
U-5	모든 실업자 + 2) 일할 의지가 있으며 12개월 이내에는 구직활동을 한 자 ÷ [경제활동인구 + 2)]	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.7	4.7	4.8	4.8
U-6	모든 실업자 + 2) + 3) 경제환경을 이유로 파트타임에 종사 중인 자 ÷ [경제활동인구 + 2) + 3)]	7.1	7.0	7.2	7.0	7.1	7.2	7.3	7.3	7.4	7.4

주: \* 실직자(Permanent job losers), 기간제 계약만료(Completed Temporary Jobs), 사직자(Job leavers), 경제활동인구 신규/재면임자 중 최근 4주간 구직자  
 자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

#### (4) 기타 노동통계 관련 이슈

아래는 5월 고용통계에서 제기된 몇 가지 기타 논점에 대한 필자의 견해이다.

**5월 경황률 하락을 마냥 부정적으로 해석하기 어려움**

**경제활동참가율 하락:** 경제활동참가율이 4월 62.7%에서 5월 62.5%로 한 달 사이 비교적 크게 내려 오면서 노동시장 취약성이 커지고 있다는 주장이 존재한다. 이번 경제활동참가율의 하락은 베이비부머 은퇴분을 Prime age(25~54세)가 메우는 과정에서 나타나는 현상이라 이해된다. 월간 인구추계(Current Population Survey)에 따르면, 25~54세는 12.8만 명, 55세 이상은 10.1만 명으로 규모가 대동소이해 지고 있다. Prime age의 경제활동참가율이 83.6%로 2001년 이후 가장 높은 수준까지 상승했다는 것이 오히려 중요하다. 세대교체가 이루어지고 있다.

**이민자 주도의 경제활동 인구 및 취업자 증가 ≠ 질적 악화**

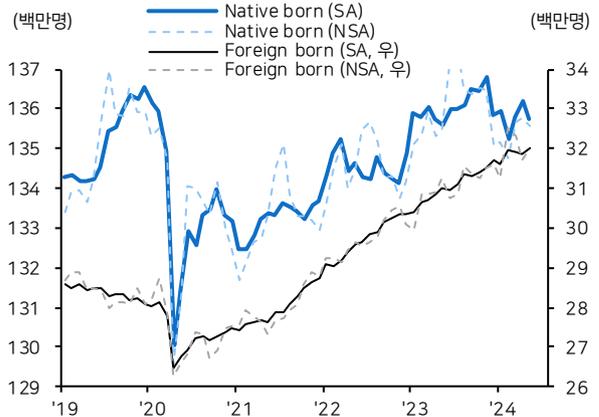
**이민자 주도의 경제활동인구 및 취업자 증가:** 이민자 주도의 경제활동인구/취업자를 노동시장의 질적 악화로 연결 짓는 것은 무리가 있다. 인종별/학력별로 보면 아시아(Asian)-대졸 이상 취업자가 5월 중 유독 급증한 것으로 나타나고 있기 때문이다. 더욱이, 미국 본토에서 출생한 자들의 경제활동 참여나 취직이 녹록치 않은 상태라고 했을 때도, 이민자 유입을 통한 노동공급 확충은 빠른 노동시장 균형 수렴을 촉진한다는 점에서 오히려 긍정적으로 봐야 할 사안이라 생각하며, 실제 수는 공식 통계에 잡히는 것보다 더 많을 가능성이 있다<sup>1</sup>.

그림13 미국 경제활동참가율: 25~54세 vs 55세 이상



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림14 미국 경제활동인구: Native born vs Foreign born



주: TRAMO-SEATS 모형에서 계절/일시적 불규칙 요인 등을 제거, 계절조정  
 자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터 추정

<sup>1</sup> "이민자가 캐리한 미국 노동시장", 2024년 4월 18일 전략공감2.0 ([링크](#))

**파트타임 종사자 증가 자체 ≠질적 악화**

**파트타임 종사자:** 풀타임이 아닌 파트타임 중심으로 일자리가 늘어나는 것은 노동 시장이 취약해 지는 징후일 수는 있다. 그러나 이는 경제적 여건상 '비자발적으로' 파트타임에 종사할 수 밖에 없는 경우가 늘어날 때이다. 최근 파트타임 종사자 수의 증가는 자발적 이유에 따른 경우가 대부분이다. 비대면 근무(remote work)의 확산과 소위 'n잡러' 확대 등이 이러한 흐름을 가능케 하는 요인이다. 더욱이, 자발적인 이유로 파트타임 종사자가 늘어날 때는 노동시장이 정상적으로 확장하고 있는 상태이며, 반대의 경우가 노동시장 취약성이 두드러지는 경우라 할 수 있다.

**가계조사 고용과 비농업 고용의 괴리: 매우 혼란 일기기에 큰 의미 부여는 불필요**

**가계조사 고용과 비농업 고용의 괴리:** 올해 1~2월에 이어 5월에도 가계조사 고용이 감소(-40.8만 명)한 가운데 비농업 취업자수(사업체 노동력 조사)가 크게 늘었다. 이에 따라 가계조사를 기반으로 하는 고용률(가계 취업자수/인구)도 4월 60.2%에서 5월 60.1%로 하락하였다. 가계조사가 인구 데이터에 기반한 것인 반면 사업체 노동력 조사는 산업/지리 데이터에 기반하기에 둘 간의 괴리는 불가피하다. 이를 줄이기 위해 노동통계국은 조정 가계조사 고용(Adjusted household employment) 통계를 발표하지만 표본 자체 및 계절조정 인자의 차이 때문에 이 통계와 비농업 고용의 방향성이 엇갈리는 경우가 비일비재하다. 1994년 이후 366건의 사례 중 방향성이 엇갈린 경우는 무려 106건에 달할 정도이다.

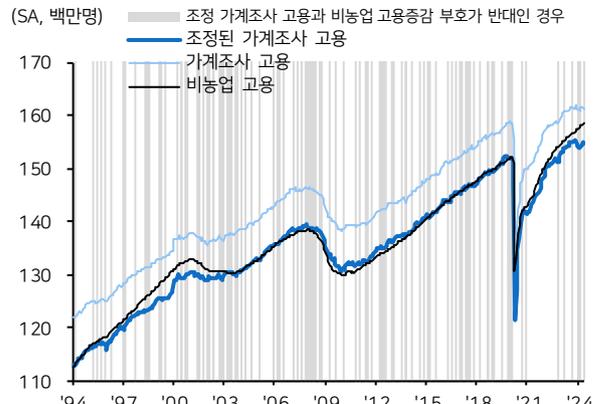
5월의 가계조사 고용이 조정되는 과정에서 비농업 고용이 잡아내지 못하는 취약성을 파악해 보았으나, 1) 농업 부문 취업자수 감소가 자영업자 증가에 의해 상쇄되고, 2) 가정부 등 가계에 직접 고용된 사람 수의 변화가 없는 등 큰 특징을 찾지 못하였다. 굳이 찾자면, 가계조사는 기업 경영상 일시해고(furlough)된 사람을 실업자로 분류하기에 여기에 문제가 있다고 의심해 볼 수 있다. 최근 3월 미국 정부 섰다운 우려로 정부부문 일시해고 문제가 제기되었을 뿐, 현재로서는 일시해고 증가를 입증할 만한 징후가 보이지 않는다. 따라서, 상이한 두 지표 간의 차이를 두고 "우리가 모르는 취약성이 있을 수 있다"고 단정짓기 보다는, 고용증감을 논함에 있어 변동성이 훨씬 작은 비농업 고용 통계를 기준 삼아 보는 것이 합리적이고 생산적일 수 있다는 생각이다 (관련한 당사의 기존 연구: [링크](#)).

그림15 미국 파트타임 종사자



자료: US BLS, Atlanta Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림16 미국 가계조사 고용과 비농업 고용의 괴리



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

**[보론] ISM제조업과 서비스업 지수를 통한 미국 경기판단**

5월 ISM제조업 지수가 48.7로 전월치(49.2)를 밀둔 반면, 서비스업 지수는 53.8로 전월치(49.4)를 크게 상회했다. 이들 결과에 대한 필자의 생각은 다음과 같다.

**제조업은 시차를 두고 회복 전망**

제조업은 시차를 두고 점차 회복할 것이다. ISM제조업 지수는 설비투자(핵심 자본재 주문)의 proxy 역할을 한다. 제조업이 시설투자에서 설비투자 사이클로 넘어가는 가운데, 연준의 금리인하가 제조업 회복세를 가속화하는 동인으로 작용할 전망이다. 지역 연은 제조업 서베이는 향후 6개월 업황 및 capex 전망을 낙관하고 있으나, ISM제조업 지수와 마찬가지로 현 상황에 대한 평가는 박하다. 이에 대해서는 하반기 전망 해설판에서 좀 더 자세히 다룬다.

**서비스업: 높아진 ISM지수 보다 평가는 보수적**

서비스업은 신규주문(52.2→54.1)보다는 동행지표인 영업활동(business activity; 50.9→61.2)의 급등이 회복 동인이었다. 그러나 업종 코멘트를 보면 서비스업 회복을 시사하는 다소 거리가 있는 신중론에 가깝다: 1) 높은 금리 수준에 대한 우려를 표하는 업종(농림어업, 건설업, 전문/과학기술업)이 있는 한편, 2) 고물가(사업서비스, 공공부문, 도매업)를 걱정하는 업종도 있었다. 일견 서비스업의 개선은 소매업 호황으로 해석되지 쉽지만 경기둔화가 체감되고 있다는 응답이 돌아 왔다. 서비스업 지수에는 5월에 드물게 안정적인 업황을 영위했던 외식/숙박업이나 운수창고업의 영향이 크게 반영된 결과로 보인다.

**내수 모멘텀이 점차 약화되고 있을 가능성을 주시하는 중**

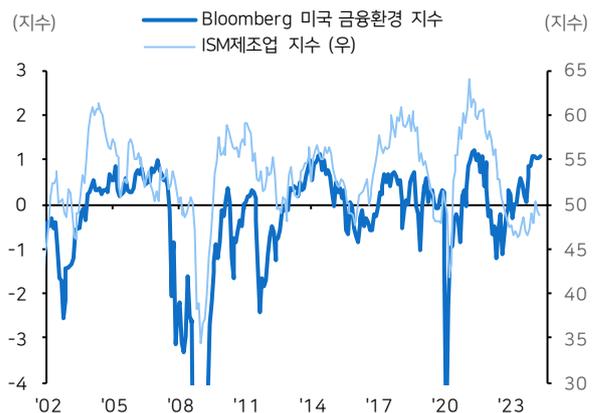
한편, 이번 5월 ISM 서비스업 지수에서 유난히 눈에 띄는 것이 바로 수출주문 지수의 급등과 수입지수의 급락이다. 일반적으로 비제조업(서비스업)은 교역과 거리가 멀지만, 미국 재화와 서비스의 수출과 수입에서 서비스가 차지하는 비중이 33%와 20% 남짓이라는 점에서 전혀 무시할 변수는 아닌 듯 보인다. 이러한 양상이 장기화될 것으로 보지는 않으나, 적어도 5월의 신규주문 증가는 수출주문 급증에서 비롯되었으며, 내수 모멘텀은 약화되어 가는 과정일 가능성에 무게를 둔다.

**그림17 지역 연은 제조업 서베이: 향후 6개월 업황/capex 전망**



자료: 5개 지역 연은 서베이, 메리츠증권 리서치센터

**그림18 미국 금융환경과 ISM제조업 지수**



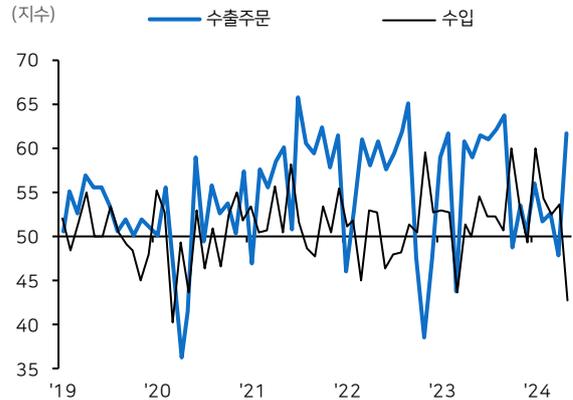
자료: Bloomberg, US ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림19 ISM 서비스업: 신규주문 vs 영업활동



자료: US ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림20 ISM 서비스업: 수출주문 vs 수입



자료: US ISM, 메리츠증권 리서치센터

### 요약 및 결론

지금까지 전개한 내용의 요약과 결론은 다음과 같다.

#### 내용의 요약

첫째, 5월 비농업 취업자수는 시장이 예상했던 고용증가 경로를 7.7만 명 상회하는 서프라이즈를 기록했다. 헬스케어, 레저/여가, 정부, 사업서비스 등 노동수요가 풍부하여 구인건수가 많은 업종을 중심으로 '효율적인' 노동공급의 확충이 이루어지고 있다. 이는 지난 1년간의 흐름과 대동소이하다.

둘째, 5월 시간당 평균임금이 전월대비 0.40%, 전년대비 4.08% 오르며 기대를 뛰어넘었으나, 예년에 비해 유난히 임금 상승폭이 작았던 4월의 기저효과일 가능성이 크다. 4~5월을 평균하면 0.32%로 1/4분기 평균 0.34%에 소폭 못 미친다. 현재 미국 노동시장이 구인건수/실업자수 배율의 하락(=초과 노동수요 완화)에서 비롯되는 추세적인 임금상승률 둔화 흐름에서 이탈하고 있을 가능성은 낮다.

셋째, 실업자 증가가 어디에서 비롯되었든 본질은 잠재 노동공급의 확충이라는 점에 주목한다. 이에 따라 노동수급이 지금보다 보다 균형적인 상태로, 임금 상승률이 보다 지속 가능한 수준으로 수렴할 개연성이 커진다는 것으로 이해해야 한다.

넷째, 고용이 호조를 보이면서 Atlanta Fed의 2/4분기 GDPNow가 6월 3일 1.85%에서 7일 고용동향 발표 직후 3.11%로 크게 상향 조정되었고, 그 중심에 소비전망의 개선이 자리하고 있다. 그러나 다른 한편에서 총노동소득 증가세가 둔화되고, ISM 서비스업 업종 서베이가 높아진 숫자만큼 낙관론을 피력하지 못하고 있음도 함께 고려할 필요가 있다고 생각한다.

### 결론: 연준 시사점

연준 결정에 있어 가장 중요한 건 물가, 고용지표 내에서는 임금

연준의 의사결정에 있어서 가장 중요한 변수는 여전히 인플레이션이다. 그리고 지금까지도 가장 경직적인 움직임을 보이고 있는 Super-core(주거비 제외 핵심 서비스) 물가의 하향 안정화를 위해서는 결국 노동시장 과열이 완화되고, 구인건수/실업자수 비율이 내려 오면서 임금 상승률의 추세적인 둔화를 담보해야 한다.

노동시장 균형 수렴이라는 추세에서 이탈 없음. 9월 인하 전망 유지

4월 구인이직보고서와 5월 고용동향을 종합적으로 고려했을 때, 그 흐름에서 이탈하지 않고 추세가 강화되고 있기에 금리인하 지연 재료로 보지 않고 9월 인하 가능성을 기본 시나리오로 유지하는 것이다. 앞으로의 물가상승률 추이도 더디지만 디스인플레이션이 진행되고 있음을 비교적 연속적으로 보여줄 것으로 예상된다.

연준은 선물시장이 보는 것처럼 연내 1회가 아니라 2회 적절성에 무게를 둘 것

만약 연준이 5월 고용동향을 필자와 같이 해석한다면, 6월 FOMC에서 현재 선물시장이 보는 것처럼 1회가 아닌 2회 인하가 적절하다는 방향으로 점도표를 조정하고, 금리인하 무산과는 거리를 둘 것으로 예상된다. 올해 4분기 Core PCE 전망은 기존 2.6%에서 2.7%로 상향 조정될 것으로 전망하나, 이는 상방 위험을 크게 반영한 값일 것이며, 변경된 전망도 디스인플레이션 방향 자체는 유지되는 것이기에 이 역시 금리인하 무산을 주장할 재료는 아니다.

필자는 이번 하반기 경제전망, "금리가 내리면" 을 통해 올해 중 연준이 금리인하를 할 수 있을 만큼의 인플레이션 환경이 조성될지 여부를 다루었다. 자세한 내용은 경제전망 보고서(PPT 형태) 및 수 일 내 발간 예정인 해설판(전략공감2.0)을 참고하시기를 권한다.

### 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.