

BOX 1 최근 미국 경기흐름에 대한 평가

8월 들어 미국경제에 드리운 'R경기침체(recession)의 공포'가 금융시장을 흔들어 놓았다. 7월 FOMC 회의^{7.31일} 이후 9월 금리인하 기대가 확대된 상황에서 제조업·노동시장 관련 경기지표가 부진한 것으로 연이어 발표됨에 따라 미국경기 급락 가능성에 대한 우려가 높아졌다. 여기에 미 연준이 경제상황을 오판하여 적절한 통화정책 전환^{pivot} 시기를 놓쳤다는 비판⁸⁰⁾도 제기되면서 주가·금리가 급락^[그림1]하는 등 금융시장 변동성이 크게 확대되었다.⁸¹⁾ 미국의 경기향방은 자국을 비롯한 주요국의 통화정책과 성장 경로, 연말로 다가온 미 대선, 더 나아가 우리 수출에도 영향을 미칠 것으로 예상된다.^[그림2] 이에 본고에서는 노동시장 상황을 중심으로 최근 미국의 경기흐름을 살펴보고 향후 성장 리스크를 점검하였다.

최근 미국의 경제동향

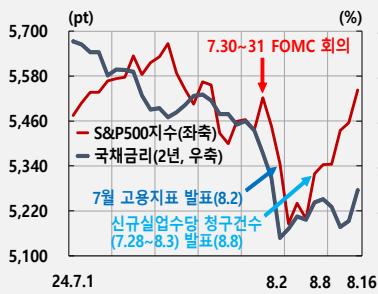
금년 상반기중 미국경제는 지난해 하반기에 비해 성장세가 둔화^{3.8%→2.3%}, 전기대비 연을되었으나 내수를 중심으로 양호한 성장흐름을 지속^[그림3]함에 따라 경기연착륙^{soft landing} 가능성이 높은 것으로 평가되어 왔다. 1/4분기 GDP성장률이 순수출 감소 등으로 상당폭 둔화되었으나 2/4분기 들어 고용·소득⁸²⁾ 등의 둔화조짐에도 불구하고 소비·투자 개선에 힘입어 2%대 후반의 성장률을 나타냈다. 한편 물가의 경우 연초에는 디스인플레이션이 정체되었으나, 4월 이후 둔화흐름을 재개하였다. 이에 따라 향후 급격한 경기침체나 실업률의 큰 폭 상승을 야기하지 않으면서 물가목표를 달성할 수 있을 것이라는 기대가 높아졌다.

7월 고용지표 발표 이후 미국 주가, 금리 급락

경기침체 우려로 금리인하 기대 증대

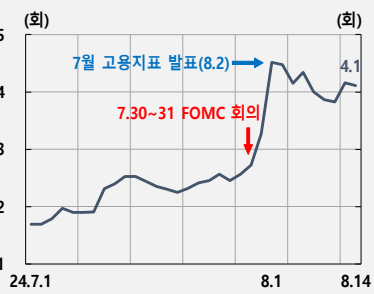
상반기중 성장세 둔화되었으나 내수 중심의 안정적 성장흐름 지속

[그림 1] 미국 주가, 금리 추이



자료: Bloomberg

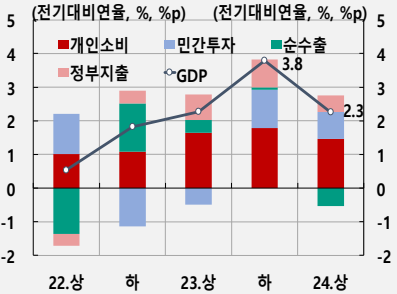
[그림 2] 미국 금리인하 기대횟수¹⁾



주: 1) OIS 내재금리 기준

자료: Bloomberg

[그림 3] 미국 GDP 성장률 및 기여도



자료: BEA

80) Paul Krugman(뉴욕시립대 교수)은 현 미국경제가 경기침체 전 단계에 있다고 진단하면서, 미 연준이 7월에 금리를 인하하지 않은 것은 실수이며 다음 FOMC 회의(9월)에서 50bp를 인하해야 한다고 주장하였다.(NYT, 8.5일)
 81) 최근까지는 경기둔화 또는 노동시장 둔화조짐이 연준의 금리인하 가능성을 높이면서 금융시장에 호재로 작용하였으나("Bad news is good news.") 예상을 밑도는 고용보고서 발표(8.2일) 이후 경기침체 가능성이 제기됨에 따라 금리하락 이득보다는 경기위축에 따른 수요부진을 더 크게 우려하면서 경제주체들의 불안감이 커졌다. ("Bad news is now bad news.")
 82) 실질 가처분소득 증가율(전년동기대비, %) : 23.3/4 4.1 → 4/4 3.8 → 24.1/4 1.5 → 2/4 0.9

그러나 최근 노동시장이 당초 예상보다 빠르게 냉각되고 있다는 신호가 감지되었다. 미 연준도 앞으로는 양대목표^{dual mandate} 모두에 주의를 기울일 것이라고 강조하면서, 7월 FOMC 회의 고용상황이 금리결정에 중요한 변수로 부각되었다. 이러한 상황에서 7월 고용 지표 충격^{실업률 4.3%, 비농업취업자수 +11만명, 8.2일 발표}으로 미국경제 경착륙^{hard landing}에 대한 우려가 촉발되었다. 고용은 근로소득의 원천으로 소비를 통해 성장에 영향을 미치고, 실업률은 경제활동의 결과를 반영하는 대표적인 경기후행지표로 인식되어 왔다. 이에 따라 금번 고용보고서 결과에 관심이 집중되는 가운데 최근 노동시장을 둘러싼 경기침체 가능성에 대한 판단을 두고 엇갈린 견해가 제기되고 있다.

노동시장을 둘러싼 경기침체 가능성 논쟁

일부 경기 비관론자들은 최근 빠른 실업률 상승이 기업들의 노동수요 둔화에 주로 기인하고 있어 경기침체 가능성이 높다고 주장한다. 통상 경기침체기에는 기업들이 인건비 부담완화를 위해 노동수요를 줄이게 되는데 실제로 최근 채용률^{hires rates} 하락·빈일자리수 감소흐름^[그림4]이 나타나고 있다는 것이다. 특히 경기동행성이 높은 제조업황 부진으로 노동수요가 줄면서 고용이 둔화되고 있어 경기침체 국면에 접어들었을 가능성이 제기되었다.

한편 7월중 실업률 상승과 더불어 급증한 일시적 해고가 향후 영구적 해고 증가의 신호가 될 수 있다는 견해도 있다. 과거 경기침체기 이전에 일시적 해고가 영구적 해고에 대체로 선행했기 때문이다.^[그림5] 또한 실업률을 기반으로 미국경기의 침체국면 진입 여부를 파악하는 데 활용되는 '삼 규칙'^{Sahm rule⁸³⁾}이 7월 들어 발동^{triggered}되었다는 점을 근거로 미국경제가 침체기에 접어들었을 가능성도 제기된다.^[그림6] 이러한 주장은 삼 규칙이 과거 경기침체 여부를 비교적 정확하고 신속하게 포착⁸⁴⁾했다는 점에서 관심을 받고 있다.



83) FRB 이코노미스트 출신 Claudia Sahm이 2019년에 고안해 낸 규칙으로서 3개월 이동평균 실업률이 1년 내 최저치 대비 0.5%p 이상 상승할 경우 경기침체에 접어든 것으로 판단한다.

84) 삼 규칙은 과거 12차례의 경기침체중 11차례에 걸쳐 침체 여부를 정확히 포착하였다. 또한, NBER의 공식 경기침체 기간이 고용을 포함한 소비·투자·생산 관련 지표들을 토대로 경제활동 위축의 확산 정도 및 지속성에 대한 종합적 판단을 거쳐 시차를 두고 결정되는 반면, Sahm rule은 침체 여부를 상대적으로 빨리 파악할 수 있다는 장점이 있다.

반면 노동수요가 둔화되고 있는 것은 사실이나 대체로 양호한 수준이며, 최근 실업률 상승은 노동공급 증가에도 기인하고 있어 급격한 경기위축 가능성은 제한적이라는 견해도 있다. 이에 따르면 빈일자리수⁸⁵ 818만개, 24.6월가 감소세를 보이고 있으나 팬데믹 직전^{715만개}, 19년 평균보다 여전히 많으며, 해고율^{layoffs rates}도 역사적으로 낮은 수준에서 안정적이기 때문에 전반적인 노동수요는 아직 양호^{[그림7]하다}85).

더불어 최근 예상보다 빠른 실업률 상승에는 노동공급 증가요인도 있는 만큼 현 상황을 즉각적인 경기침체로 해석하기 힘들다는 것이다. 과거 침체기에는 해고 증가 등 노동 수요 감소가 실업률 상승을 주도했으나 이번에는 이민자 유입 증가⁸⁶, 경제활동인구 확대⁸⁷ 등 공급측 요인으로 일자리를 찾지 못한 노동시장 진입자가 크게 늘어났다.^[그림8]

한편 7월 실업률 급등에 허리케인^{Beryl} 등 일시적 요인⁸⁸의 영향을 언급하는 견해^[그림9]도 있다. 날씨 영향이 소멸되고 일시적 해고자가 복귀할 경우 8월에는 실업률이 낮아질 가능성이 있다. 마지막으로 고용을 제외한 여타 부문에서는 뚜렷한 둔화 징후가 없는 것도 낙관적인 경기론을 뒷받침한다. 2/4분기 성장률이 시장예상치를 상회한 2.8%로 전분기보다 오히려 확대되었으며, 기초적 내수압력을 나타내는 민간지출^{개인소비+민간고정투자}도 견조한 증가세⁸⁹를 보이고 있다.

노동수요는 여전히 양호한 수준

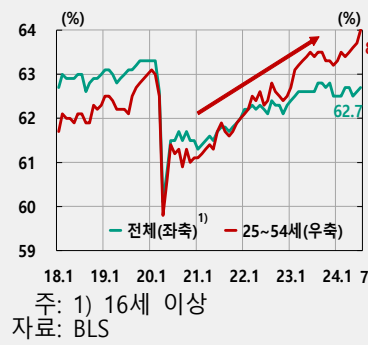
노동공급 증가세 지속

7월 실업률 상승의 상당 부분은 일시적 요인에 기인

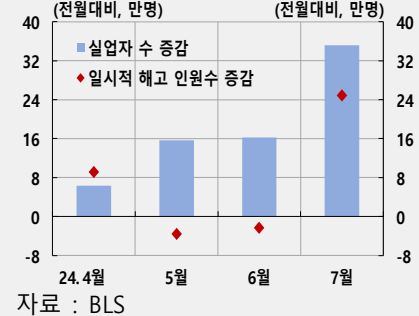
[그림 7] 빈일자리수 및 해고율¹⁾



[그림 8] 경제활동참가율



[그림 9] 실업자 일시적 해고수 증감



85) 리치몬드 연은 총재는 최근 기업들의 채용률이 하락하였지만 해고율도 함께 하락하는 현상(no hire, no fire)과 관련해 기업들의 미래에 대한 낙관적인 전망이 노동수요에 일부 반영된 것으로 보인다고 언급하였다.(NABE, 8.9일)
 86) 최근 3년간 미국으로 유입된 이민자들이 실업률(3개월 이동평균)의 최저점(23.4월) 대비 상승폭(59bp) 중 16bp를 설명하는 것으로 추정된다.(Goldman Sachs)
 87) 특히 핵심연령층(25~54세)^{prime age}의 경우 경제활동참가율(84.0%)이 2001년 3월(84.1%) 이후 최고 수준을 기록하는 등 노동공급 확대를 주도하고 있다.
 88) 7월중 일시적 해고로 인한 실업자의 전월대비 증가규모는 24.9만명으로 평소(23년 1.4만명, 24.1~6월 -1.8만명, 월평균 기준) 대비 큰 폭 늘었으며, 전체 실업자수 증가규모(35.2만명)의 70.7%를 차지하였다.
 89) 국내 민간구매자에 대한 최종 판매 증가율(전기대비연율, %) : 23.2/4 1.7 → 3/4 3.0 → 4/4 3.3 → 24.1/4 2.6 → 2/4 2.6

최근 경기흐름에 대한 판단

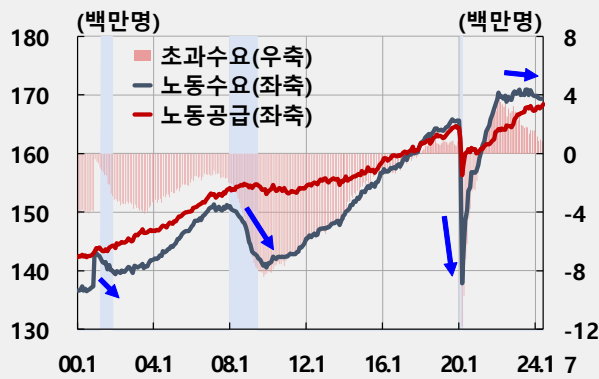
이러한 양측 견해를 바탕으로 미국의 경기흐름을 판단하면, 노동시장은 그간의 높은 긴장도(tightness)가 완화되면서 수급이 균형을 찾아가는 정상화 과정^[그림10]에 있으며, 이에 따라 경기가 단기간내 급락할 가능성은 낮은 것으로 평가된다. 과거 경기침체기에는 노동공급이 충분한 상황에서 대량해고 등 급격한 노동수요 위축이 실업률 급등을 촉발하였다. 그러나 최근에는 노동수요가 악화되고는 있으나, 아직 해고율이 역사적으로 낮은 수준을 지속⁹⁰⁾하고 있는 등 노동수요가 크게 위축되었다고 보기 어렵다. 또한 과거 침체진입 직전에는 성장률이 큰 폭으로 둔화되었으나⁹¹⁾ 최근 미국경제는 양호한 성장모멘텀을 유지하는 가운데, 지난해 하반기 이후 성장세가 점진적으로 둔화되는 연착륙 과정에 있는 것으로 추정된다.

또한 7월 고용보고서 결과에 따른 삼 규칙 발동만으로 경기침체를 예단하기는 어렵다고 판단된다. 노동수요측 요인과 더불어 노동공급과 일시적 요인^{허리케인 Beryl}도 상당부분 영향을 주었을 가능성을 배제하기 어렵기 때문이다. 삼 규칙을 개발한 당사자도 삼 규칙 발동만으로 경기침체를 예측하는 것에 부정적인 입장을 밝히면서 팬데믹 이후 달라진 노동시장 여건변화를 살펴볼 필요가 있다고 주장하였다.⁹²⁾ 이 밖에 미국의 노동생산성이 지속적으로 개선^[그림11]되고 있는 점도 고용둔화에 따른 성장의 하방압력 완화에 도움이 될 것으로 기대된다.

과거 경기침체 때와 달리 양호한 노동수요 지속 등으로 노동수요가 공급을 초과

노동생산성 개선흐름 지속 등이 성장모멘텀을 뒷받침

[그림 10] 노동시장 수요 및 공급¹⁾²⁾



[그림 11] 노동생산성



주: 1) 노동수요는 '빈일자리수+취업자수', 노동공급은 자료: BLS

경제활동인구수
2) 음영은 경기침체 기간

자료: BLS

90) 팬데믹 이전보다 낮아진 해고율은 위기 극복과정에서 고용에 애로를 겪은 기업들의 학습효과 영향으로 노동 축적(Labor hoarding) 성향이 높아진 데에도 일부 기인하는 것으로 알려져 있다.

91) 과거 IT버블, 글로벌 금융위기, 팬데믹에 따른 경기침체 진입 직전 2분기 평균 성장률(전기대비연율)이 각각 0.6%, 0.4%, -1.4%였으나 금년 상반기에는 2.1%로 높은 수준을 나타내고 있다.

92) Sahm 박사는 Sahm rule이 경기침체를 예측하기 위한 수단이 아니라고 밝히면서 최근 실업률 상승은 노동 공급 증가에 주로 기인하기 때문에 현재 미국경제가 경기침체에 진입한 것으로 보기 어렵다고 발언하였다. (블룸버그, 8.7일) 또한 Powell 의장은 Sahm rule을 경제적 이론에 근거한 경제법칙이 아닌 통계적 규칙성(statistical regularity)으로 규정하였다.(FOMC 기자회견, 7.31일)

향후 성장전망 및 시사점

향후 미국경제는 고물가·고금리 영향 누적으로 하반기로 갈수록 소비를 중심으로 성장세가 점차 둔화되겠으며, 최근 노동시장 부진 등에 따른 하방압력을 감안할 때 성장속도는 예상 5월 전망보다 다소 약화될 것으로 예상된다. 그러나 AI 관련 투자 확대, 이민자 유입 지속 등에 힘입어 당분간 급격한 경기침체 없이 비교적 안정적인 성장흐름을 유지할 전망이다. 연간으로는 잠재 수준을 상회하는 성장률을 나타낼 것으로 예상되며 이는 시장의 컨센서스와도 대체로 부합한다.^[그림12]

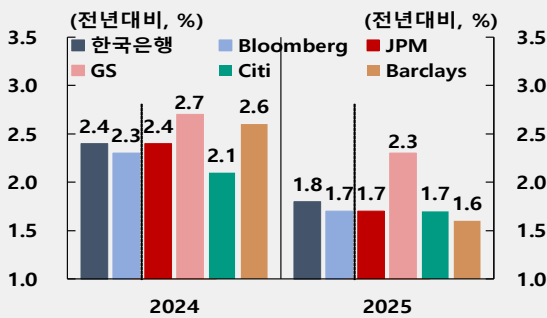
다만 노동시장 둔화 신호는 이미 나타나고 있는 데다 주요 고용지표가 팬데믹 이전 혹은 균형수준에 근접^[그림13]하고 있어 앞으로 고용상황에 보다 관심을 기울일 필요가 있다. 미국경제는 노동시장 유연성이 매우 높아 해고율 상승 등 노동수요 위축이 본격화될 경우 실업률이 급등하면서 즉각적인 경기위축을 야기할 가능성도 배제할 수 없기 때문이다.

한편 금융시장 측면에서도 최근 미국 경기관련 지표의 등락에 따라 가격변수 민감도가 증대된 점에 유의할 필요가 있다. 특히 7월 고용보고서 발표 이후 나타난 금융시장 변동성 확대는 그간 '나홀로 독주' US exceptionalism를 해 온 미국경제가 어느 시점에 가서는 침체가 불가피할 것이라는 우려가 밑바탕에 깔려 있었다. 이후 일부 개선된 고용지표 등으로 금융시장 불안이 다소 완화⁹³⁾되었으나 미국 경기둔화 속도에 대한 우려는 여전히 있다.⁹⁴⁾ 향후 예상보다 부진한 경기지표로 또다시 금융시장 불안이 크게 확대되고 가계·기업 심리가 위축될 경우 미국경제의 성장 하방압력이 증대될 수 있으며, 우리나라 금융시장 및 對미 수출에도 부정적으로 작용할 수 있다.

당행의 미국 성장률 전망치, 시장 컨센서스에 부합

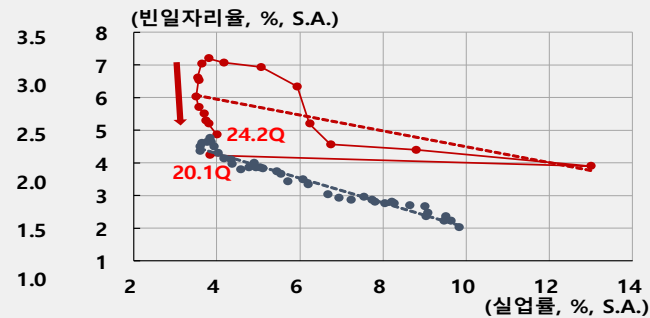
노동시장 긴장도가 팬데믹 이전 수준에 근접

[그림 12] 주요 IB의 미국 성장률 전망¹⁾²⁾



주: 1) 24.8.16일 현재
2) Bloomberg는 IB 전망치 중간값
자료: 한국은행, IB 각 기관, Bloomberg

[그림 13] 베버리지 곡선¹⁾



주: 1) 파란색 점은 팬데믹 이전(10.1/4~19.4/4), 빨간색 점은 팬데믹 이후(20.1/4~24.2/4)를 나타내며 점은 각 기간 중 추세선을 의미
자료: BLS

93) 미 신규 실업수당청구건수가 7월말(21~27일) 대비 2주 연속(7.28~8.10일) 예상치를 하회하는 수준으로 감소(25.0만건 → 23.4만건(예상 24.1만건) → 22.7만건(예상 23.5만건))하는 등 일부 고용지표가 개선되면서 노동시장 냉각 우려가 완화되었으며, 추가 S&P500도 급락 이전 수준으로 회복되었다.(7.31일 5,522 → 8.5일 5,186 → 16일 5,554)

94) 하반기 들어 소매판매(7월전월대비 +1.0%, 예상 +0.4%)와 미시건대 소비자심리지수(7월 66.4 → 8월 67.8잠정, 예상 66.9)는 예상치를 상회하며 호조를 보인 반면 제조업생산(7월전월대비 -0.3%, 예상 -0.2%)과 주택착공(6월 132.9만건 → 7월 123.8만건, 예상 133.3만건)은 예상치를 하회하면서 엇갈린 신호가 나타나고 있다.