2025년 11월 27일 | Global Asset Research

# 해외채권

## 실업률에 주목할 파월

미국

- 주요 연준 인사들의 비둘기파적 발언과 고용, 소비 부진으로 12월 인하 확률 급증
- 하반기 들어 실업률 상승 요인은 부각되고 있는 반면, 하락 요인은 정체된 모습
- 12월 인하 전망 유지. 미국채 10년물 금리 내년 1분기 저점 타진 후 반등

### 하반기 실업률 반등 요인

9월 비농업 신규 고용이 11.9만명으로 예상치를 크게 상회했음에도 불구하고, 연준이 주목하는 실업률은 8월 대비 0.12%p 상승한 4.44%를 기록했다. 윌리엄스 뉴욕 연은 총재와 월러 이사의 발언 이후 12월 금리 인하 확률이 80%를 상회 중이며, 주간 ADP 민간 고용과 소매판매 부진까지 겹치며 미국채 10년물 금리는 Key Level로 여겨졌던 4%를 10월 말 이후 처음으로 하회했다.

이번 자료에서는 하반기 이후 실업률 반등의 요인을 네 가지 노동시장 흐름으로 분해해 분석했다. 월간 실업률 변화에 기여하는 요인은 다음과 같다(도표 5,6 참고).

① 상승 요인: (+) 실업으로의 이동 (Job separation to unemployment)
② 하락 요인: (-) 실업에서 재취업으로의 이동 (Job finding from unemployment)
③ 상승 요인: (+) 비경제활동인구에서 실업으로 이동 (shift from NILF to unemployment)
④ 하락 요인: (-) 실업에서 비경제활동인구로 이동 (shift from unemployment to NILF)

해당 공식에서 실업률 상승 요인은 ① 실업으로의 이동과 ③ 비경제활동인구에서 실업으로 이동이며, 실업률 하락 요인은 ② 실업에서 재취업으로의 이동과 ④ 실업에서 비경제활동인구로의 이동으로 구분할 수 있다.

실업률 상승 요인 중 ① 실업으로의 이동은 지난달에 고용이었던 사람이 실업자로 전환되었음을 의미한다. 즉, Employment에서 Unemployment으로의 전환으로, 고용 상태였던 사람들이 이번 달에 일자리를 잃거나(해고), 자발적 퇴직 후 적극적으로 구직 활동을 시작해 실업자가 된 것을 의미한다. 기업들이 인력을 감축하거나, 노동시장이 나빠져 이직이 늘어나는 경우(자발적 이직 후 실업) 해당 비율이 증가하게 된다.

9월 실업으로의 이동은 1.01%p를 기록하며 재차 증가했다. 최근 3개월 평균(0.98%p)과 12개월 평균(0.94%p)을 상회하며, 고용 상태에서 실업으로 전환되는 사람들이 많아지고 있음을 시사한다.

Compliance Notice
본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Analyst 허성우 deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

③ 비경제활동인구에서 실업으로 이동은 지난달 구직 활동을 하지 않았던 사람들이 이번 달에 구직 활동을 시작해 실업자로 분류된 경우를 의미한다. 즉, Not in the labor force(NILF)에서 Unemployment으로의 전환인데, 일을 하고 싶어 하는 사람이 늘었으나 일자리를 구하지 못하고 있는 것이다.

9월 비경제활동인구에서 실업으로의 이동은 1.18%p로 지난 3개월(1.13%p)과 12개월 평균(1.08%p)보다 상승했으며, 6월 이후 크게 상승해 높은 수준을 유지 중이다. 미국의 K-자형 경제 속에서 저소득층의 가계 재정 악화로 인해 구직에 나서는 사람들이 늘었다고 해석할 수 있다.

실업률 하락 요인 중 ② 실업에서 재취업으로의 이동은 실업 상태에 있던 사람들이 일자리를 찾아 고용 상태로 전환된 경우를 뜻한다. 실업률을 낮추는 가장 이상적인 흐름이며, 재취업률(UE 비중) 증가는 노동시장 회복을 의미한다.

하지만 최근 재취업률은 꾸준히 하락하고 있으며, 9월 실업에서 재취업으로의 이동은 1.07%p로 8월보다는 소폭 높아졌지만 지난 3개월 평균(1.11%p)보다 낮으며 12개월 평균(1.07%p)과 유사한 수준을 이어가고 있다.

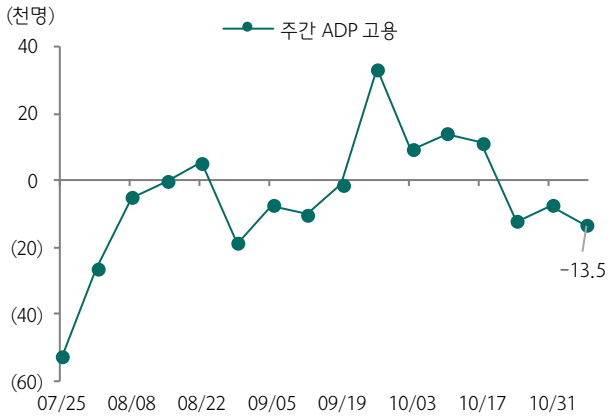
④ 실업에서 비경제활동인구로의 이동은 실업자들이 구직 활동을 포기하고, 비경제활동인구로 전환된 경우(구직 단념자)를 뜻한다. 실업률을 낮추는 요인이지만, 한편으로는 노동시장 악화를 시사한다. 9월 실업에서 비경제활동인구로의 이동은 1.00%p로 지난 3월 이후 가장 높은 수준을 기록했다. 구직 희망을 잃고 노동시장에서 이탈하는 구직 단념자가 많아지고 있음을 뜻한다.

9월 실업률은 1) 기업들의 정리 해고 등으로 실업자가 된 사람들이 늘어나 실업률을 끌어올린 반면, 2) 구직 활동을 포기한 구직 단념자도 증가하며 실업률 상승 폭을 일부 상쇄했다. 즉, 실업률 상승폭이 크지 않더라도 노동시장 퀄리티가 감소하고 있다.

9월까지의 실업률은 연준의 올해 실업률 전망치 4.5%에 근접해가고 있으며, 실업률 상승 요인인 ① 실업으로의 이동과 ③ 비경제활동인구에서 실업으로의 이동 모두 하반기 들어 상승하고 있어 12월 SEP에서 발표될 내년 실업률 전망치가 기존 4.4%에서 상향 조정될 가능성도 염두할 필요가 있겠다.

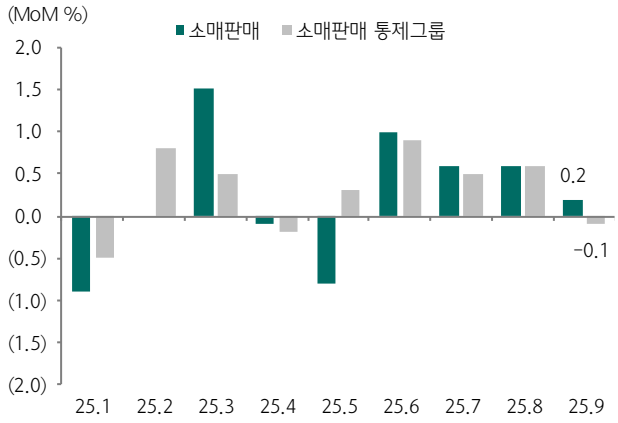
연준 위원들 간 성향이 양극단으로 갈리고 있지만, 여전히 물가보다는 노동시장에 초점을 맞추어 추가 인하를 단행할 것으로 예상하며(내년 말 정책금리 3.00%), 미국채 10년물 금리는 내년 1분기 저점(3.8~3.9%)을 타진한 후 반등하는 흐름을 전망한다.

**도표 1. ADP 주간 고용은 -13.5k로 부진했으며**




자료: Bloomberg, 하나증권

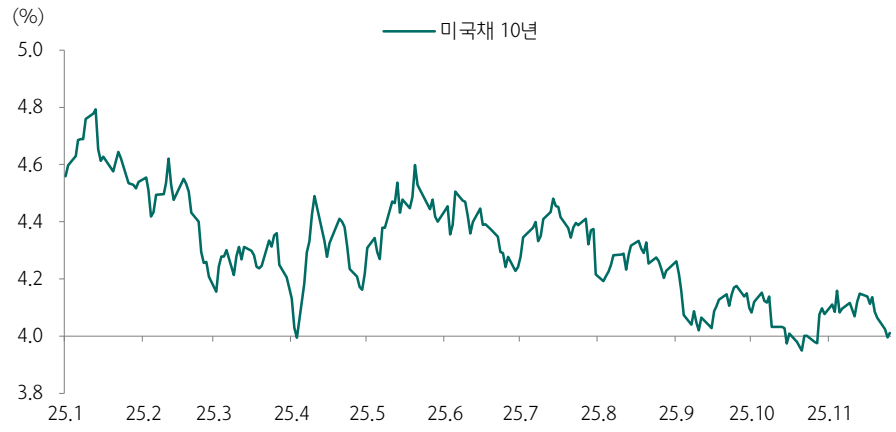
**도표 2. 미국 소비도 부진하면서 12월 인하 확률 급증**




자료: Bloomberg, 하나증권

올해 10년물이 4%를 유의미하게 하회한 적은 2차례 뿐 (4월, 10월)

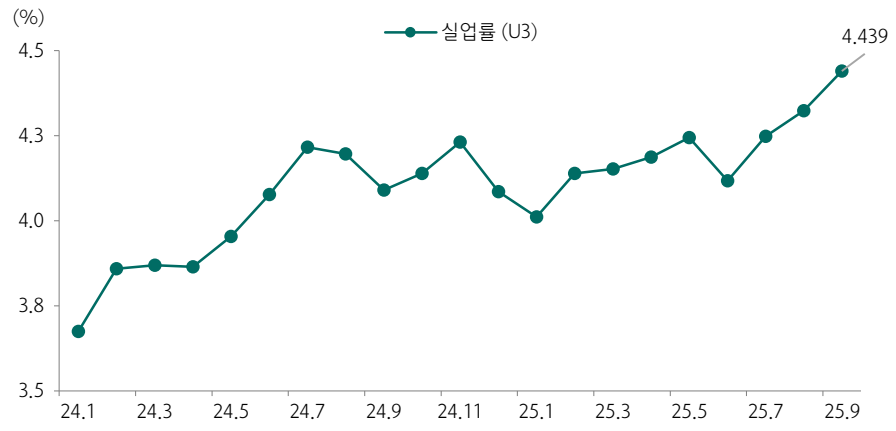
**도표 3. 미국채 10년물 금리는 Key Level 4%를 일시적으로 하회**




자료: Bloomberg, 하나증권

7월부터 실업률 반등

**도표 4. 하반기 들어 실업률 반등하기 시작**




자료: BLS, 하나증권

**도표 5. 월간 실업률 변화량 산출 공식**

$$\underbrace{u_t - u_{t-1}}_{\text{Change in unemployment rate}} = \underbrace{(1-u_{t-1}) \times EU_t}_{\text{Job separation to unemployment}} - \underbrace{u_{t-1} \times UE_t}_{\text{Job finding from unemployment}} + \underbrace{\frac{n_{t-1}}{1-n_{t-1}} \times NU_t}_{\text{Shift from NILF to unemployment}} - \underbrace{u_{t-1} \times UN_t}_{\text{Shift from unemployment to NILF}} + o_t .$$

자료: Federal Reserve Bank of ST. LOUIS, 하나증권

.

실업률 상승 요인

1) 실업으로의 이동과

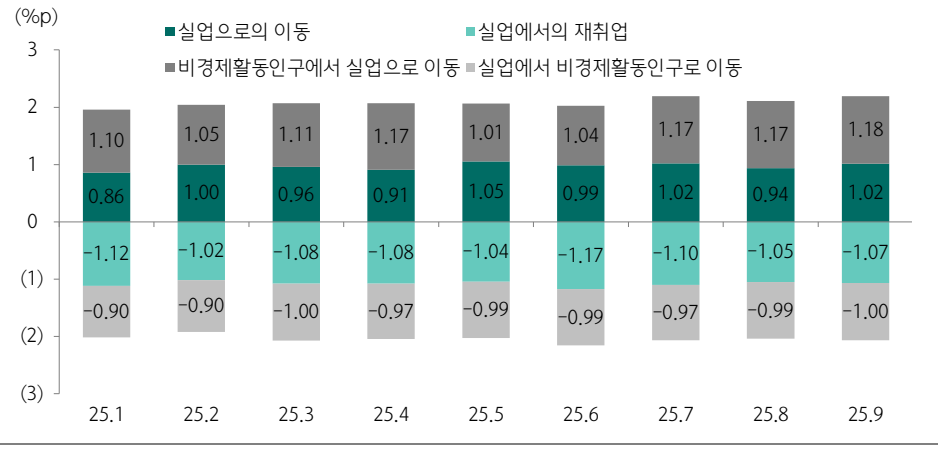
2) 비경제활동인구에서 실업으로 이동 모두 증가

실업률 하락 요인

1) 실업에서 재취업으로의 이동과

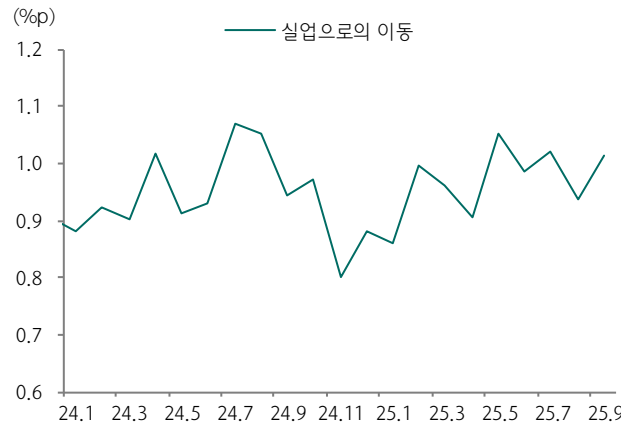
2) 실업에서 비경제활동인구로의 이동은 큰 변동 없음

**도표 6. 실업률 변화 요인 분석**



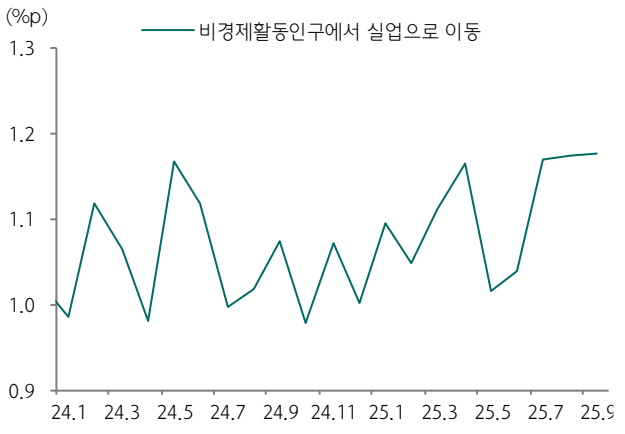

자료: BLS, 하나증권

**도표 7. 실업률 상승 요인: 실업으로의 이동**



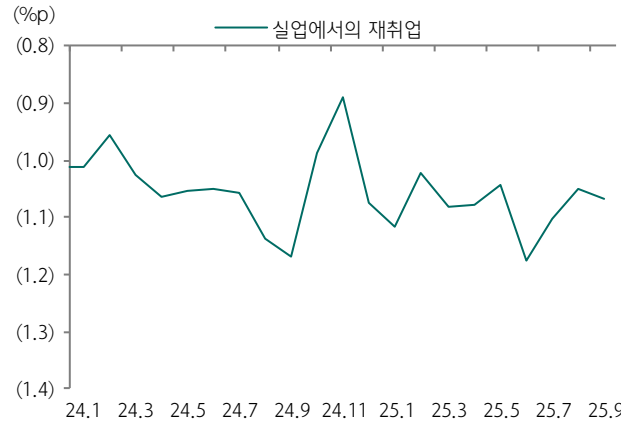

자료: BLS, 하나증권

**도표 8. 실업률 상승 요인: 비경제활동인구에서 실업으로 이동**



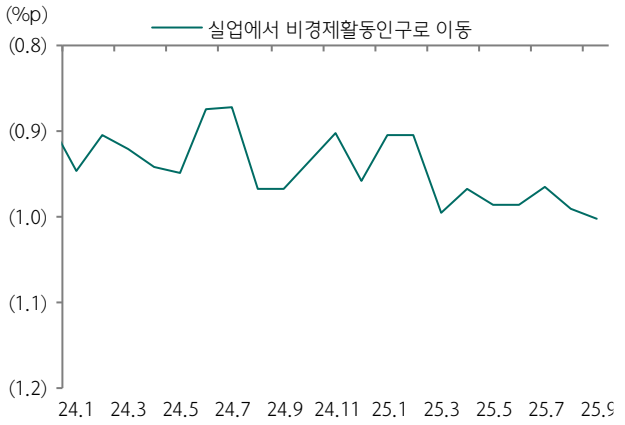

자료: BLS, 하나증권

**도표 9. 실업률 하락 요인: 실업에서의 재취업**




자료: BLS, 하나증권

**도표 10. 실업률 하락 요인: 실업에서 비경제활동인구로 이동**




자료: BLS, 하나증권