Strategy Idea

고용 없는 성장, 미국 소비는 안녕할까?

채권/자산배분
Analyst **윤여삼**
yeosam.yoon@meritz.co.kr

- ✓ 전쟁 충격에도 외형적으로 양호한 미국경제, 올해 2%대 성장률 전망 유지 중
- ✓ AI기반 기업들의 생산성 개선으로 양호한 경기흐름 이어질 것으로 기대되나, 실질적 소득 여건 약화될 경우 '고용 없는 성장'의 취약성이 미국 소비 둔화로 이어질 수 있어
- ✓ 전쟁 위험이 축소되면, 일부 공급충격까지 감안 하반기 연준의 금리인하 압력 증대될 전망

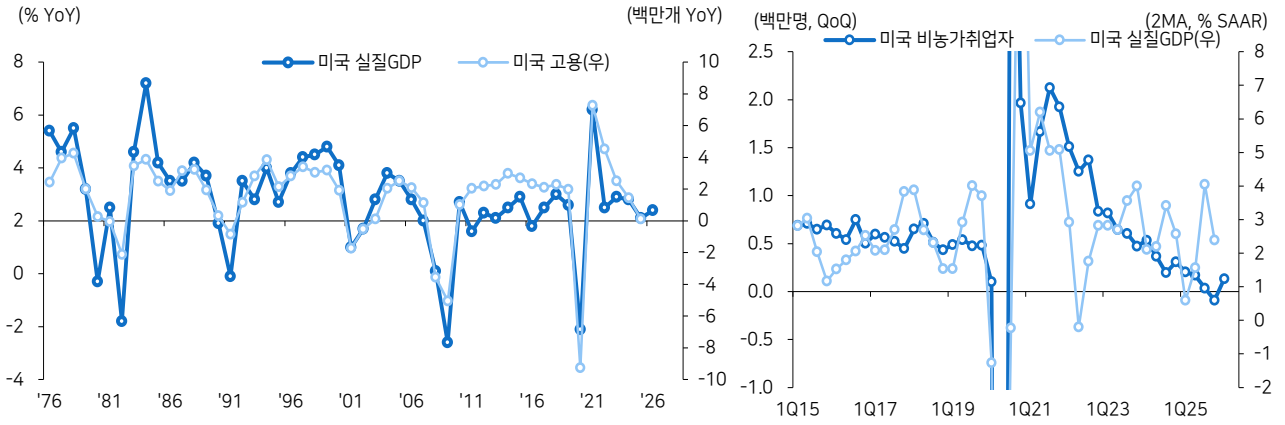
미국은 고용 없이 2%가 넘는 양호한 성장을 이어갈 수 있을까

3월 이후 전쟁이 모든 이슈를 장악한 가운데, 자원취약국을 중심으로 성장률 전망이 낮춰지고 있다. 한국은 OECD가 2.1% → 1.7%로 하향한 가운데 주요 기관들은 유럽 다수 국가들의 성장률 전망을 0.2~0.3%p 가까이 깎아 내리고 있다.

아이러니하게도 전쟁에 중심에 있는 미국은 성장률 전망이 고점인 2.5%→2.3%로 하향조정 되었음에도 잠재성장률을 상회하는 비교적 양호한 성장기대를 유지하고 있다. 올해 2%를 넘길 수 있을지를 걱정했던 미국 성장률 전망 상향은 지난해 소비를 중심으로 2.1%의 성장을 달성했기에 가능했다.

그럼에도 우리는 올해 미국경제를 두고 '외강내유(外剛內柔)' 겉으로는 양호하지만, 질적으로는 문제가 있을 것이라는 주장이 이어가고 있다. 여기에 핵심은 연준도 중시하는 미국 고용지표의 둔화에 기인한다.

그림1 **미국 성장률과 높은 상관관계를 보이는 고용, 최근 성장률은 높게 유지되는데 일자리는 줄어드는 상황**



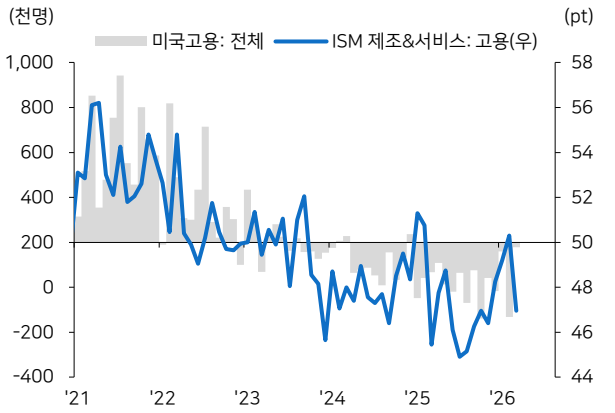
자료: US BEA, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

역사적으로 미국의 성장률과 상관관계가 가장 높은 경제지표 중 하나가 일자리 증감, 즉 고용이다〈그림 1〉. 당연한 듯 보이나 다른 국가보다 고용통계에 대한 민감도가 높은 것이 미국이다. 연준의 이중책무(dual mandate)가 물가와 성장(분기)이 아닌 고용(월간)인 것도 이해된다.

그런 미국 고용지표가 지난해부터 잡음이 많다. 펜데믹 과정에서 대규모 노동공급 부족을 겪고 구인난이 심각해졌다가 트럼프 행정부 들어와 이민자를 통제하면서 전반적인 고용탄력 둔화가 심화되기 시작했다. 실제 2024년부터 제조업을 중심으로 기업들의 구인심리가 위축되기 시작하자 펜데믹 이후 평균 20만개 내외 늘어나던 일자리가 위축세를 나타내기 시작했다〈그림 2〉.

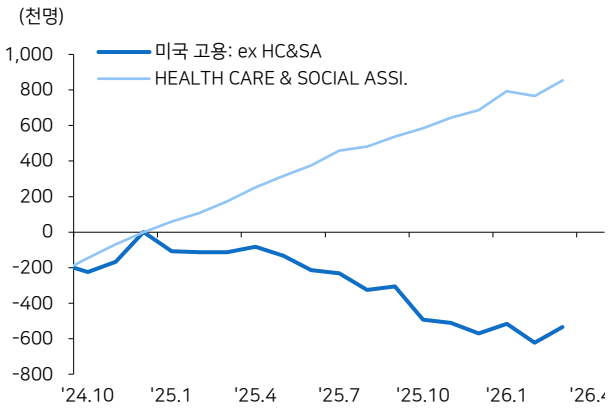
의료사회 부분 서비스를 제외하면 트럼프 취임 이후 미국 일자리는 60만가량 감소했다〈그림 3〉. 2025년 하반기부터 드물지 않게 월간 마이너스 증감을 기록한 이후 월평균 일자리 컨센서스가 5만개 내외로 축소되었다. 위축되던 제조업은 최근 데이터센터발 테크 붐으로 일부 개선되고 있으나 서비스업이 좋지 않다.

그림2 **미국 기업심리 고용 위축, 일자리 20만개 하회**



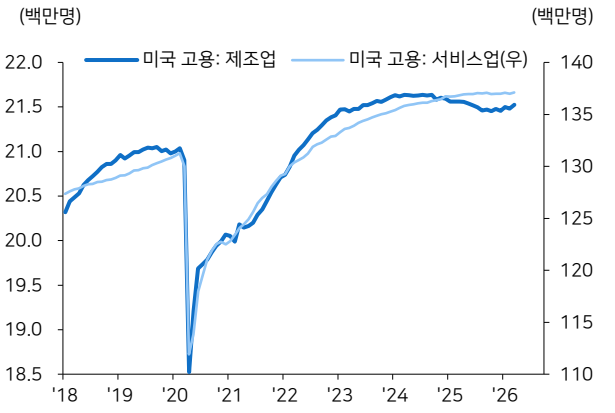
자료: US BLS, ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림3 **의료사회 제외 시 2025년부터 60만개 일자리 축소**



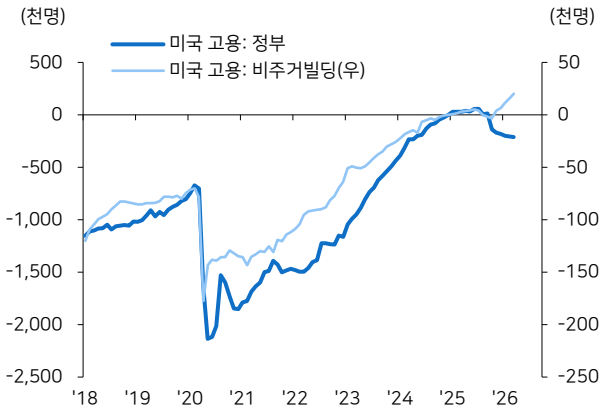
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 **축소되던 제조업 일자리 소폭 증대, 서비스는 정체**



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림5 **정부 큰 폭 축소 vs 데이터 센터 건설 인력 증대**



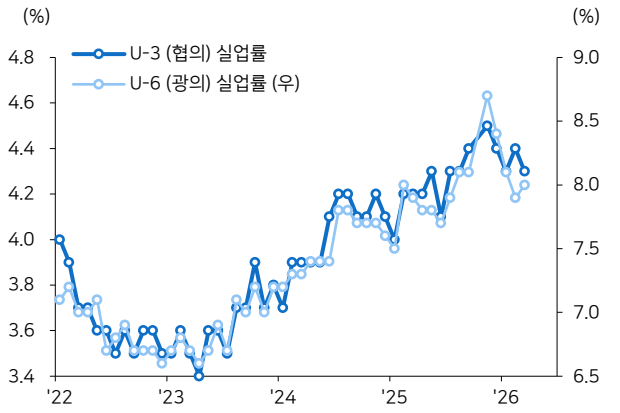
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

일론 머스크의 DOGE 여파로 인해 전반적 재정지출 통제에 들어오면서 연방정부 일자리 감소가 두드러졌다〈그림 5〉. 연간 고용실사 지표인 QCEW기준 nonfarm은 2023년부터 연간 70만개, 2024년 80만개, 2025년 91만개가 과대계상 실제 미국 고용위축은 더욱 심화되고 있다는 것이 현실이다.

올해 3월 고용이 온화한 날씨와 파업복귀, 일부 기업투자관련 고용증대로 17만개가 넘는 일자리가 늘었다고 안심할 상황이 아니다. 실업률(U3) 4.4%→4.3%로 반락보다 광의의 실업률(U6)은 반등했고, 구인/실업 비율은 1을 하회한 이후 하향기조가 이어지고 있다〈그림 6, 7〉.

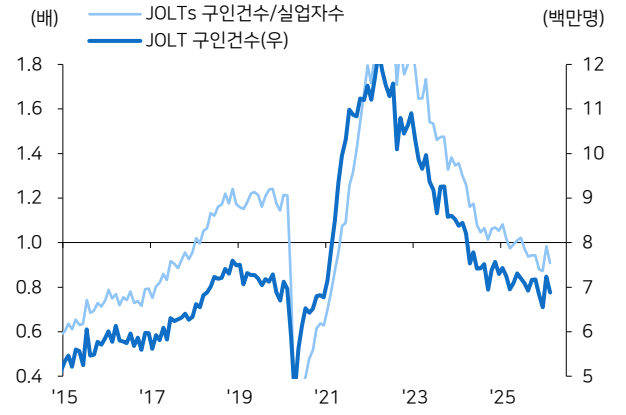
실업률의 정체는 구인감소 vs 노동인구 감소의 영향이 큰데 여기서 최근 미국 고용의 약한 고리가 확인된다. 경제활동참여율이 고령 그리고 남성을 중심으로 최근 하락이 가파르다〈그림 8〉. 트럼프가 추방한다고 했던 이민자가 아닌 베이비부머(native) 감소가 가파르다. 소비심리내 고용위축이 경기침체 수준인 상황에서 AI까지 내 일자리를 대체할 것이라는 공포가 커지고 있다〈그림 9〉.

그림6 **노동 수요와 공급이 동시에 감소, 실업률은 안정적**



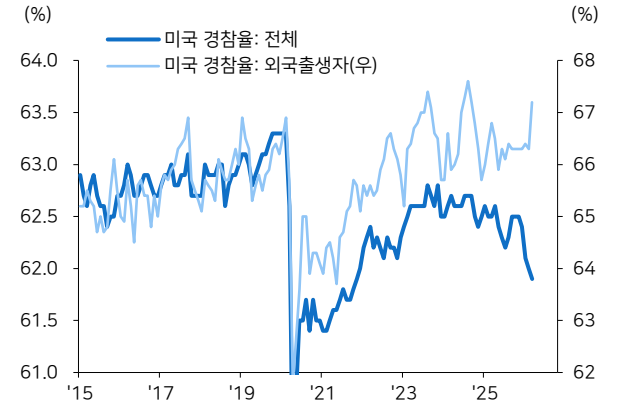
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 **그럼에도 구인/실업 비율 하락 지속, 기준선 1을 하회**



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림8 **미국 고용둔화의 핵심, 노동인구 자체의 감소 부담**



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림9 **고용심리 위축 지속, 실제 일자리 개선 기대 약해**

자료: UMich, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

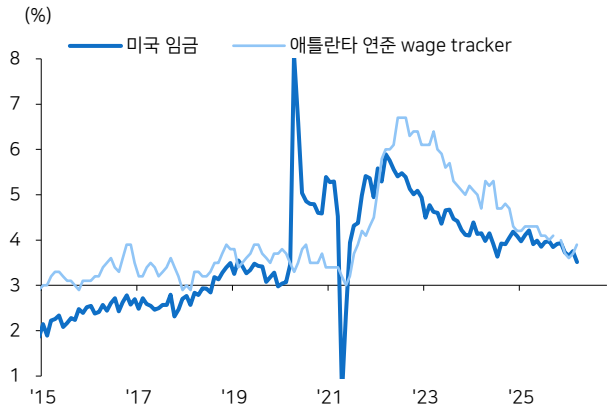
생산성 개선과 줄어드는 노동인구, 소득이 증가하지 않을 가능성

3월 고용지표가 예상보다 일자리 증가로 서프라이즈를 기록했음에도 시장의 반응이 미온적이었던 것은 경참율 감소로 노동인구 하락에 대한 평가를 함께 해야 하기 때문이다. 이를 종합한 결과로 임금이 mom 0.24%로 전망치 0.3%를 하회, 하향기조를 이어갔다〈그림 10〉.

펜데믹 과정에서 노동공급 부족할 때 수요견인 압력으로 임금이 일시적 급등, 연간으로 5%가 넘는 수준을 상당기간 유지했다. 그렇지만 전반적 고용여건 둔화와 더불어 기업들의 생산성 개선에 일조하는 AI 발달은 향후 일자리 위축을 더욱 가속화할 공산이 크다.

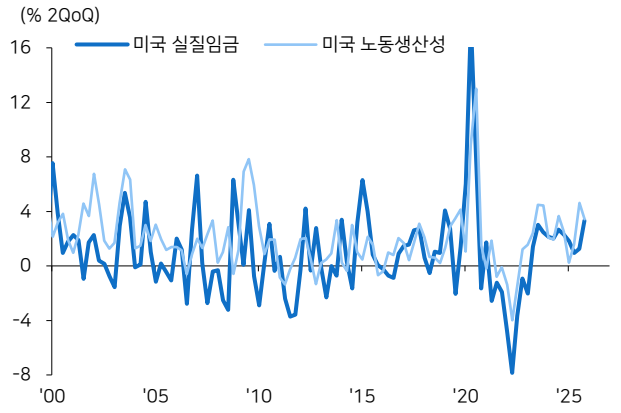
지난해 3분기 기업생산성 개선과 달리 실질임금 상승세가 제한되면서 기업vs가계 소득의 K자 모습이 나타났다가 4분기 물가안정을 통해 실질임금이 개선되며 메이크업했다〈그림 11〉. 그렇지만 이미 경쟁력을 잃은 노동협상력(분배율)을 보면, 생산성 개선과 실질임금의 괴리가 벌어질 가능성을 높게 보고 있다〈그림 12〉.

그림10 미국 임금상승률 둔화, 펜데믹 공급충격 복원 과정



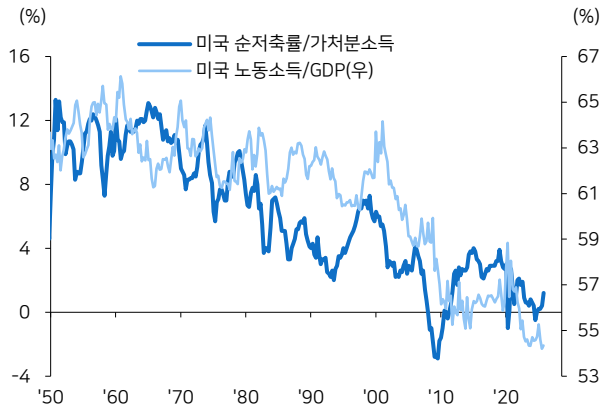
자료: US BLS, AT Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림11 AI 기업생산성 개선, 가계 임금보상 낮아질 수 있어



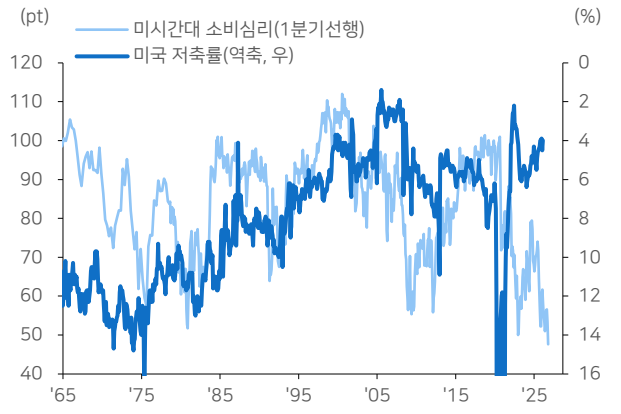
자료: US BLS, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림12 낮아지는 노동 협상력, 가계 순저축률 바닥



자료: Fed, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림13 소비심리가 좋지 않은데 주머니에 돈도 넉넉치 않아



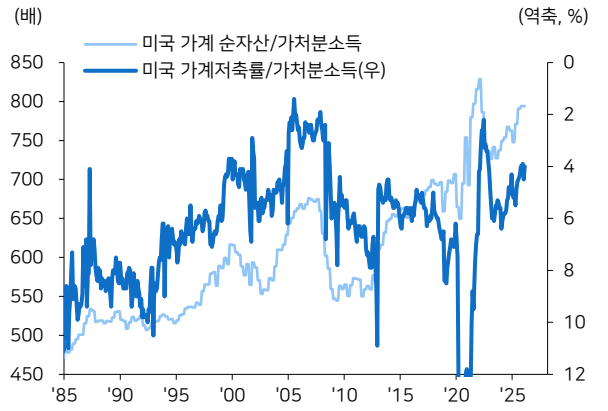
자료: UMcih, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

지난해와 올해 미국 성장률이 2% 이상 양호한 흐름의 60%를 차지하는 것은 소비이다. 그런데 이제 가계는 '고용 없는 성장'과 'AI기반 노동생산성 개선'에 따라 임금소득의 보상이 둔화될 공산이 커졌다. 고금리와 물가부담, 높은 자산가격 부담으로 가계 소비심리를 역사상 최저수준으로 억눌렀음에도 가계는 MAGA 깃발 아래 저축율을 낮추면서 소비를 이어왔다〈그림 13〉.

저축률 하락의 상당부분 자산가격 상승에 따른 부의 효과(wealth effect)가 뒷받침되었다고 본다〈그림 14, 15〉. 임금소득 이외에 부동산과 주식 등 자산가격이 오르면 저축보다 소비를 늘릴 수 있는 버퍼가 커진다. 펜데믹 이후에도 과잉유동성으로 자산가격 상승세가 가팔랐으나 2024년 하반기부터 흐름이 주춤하다.

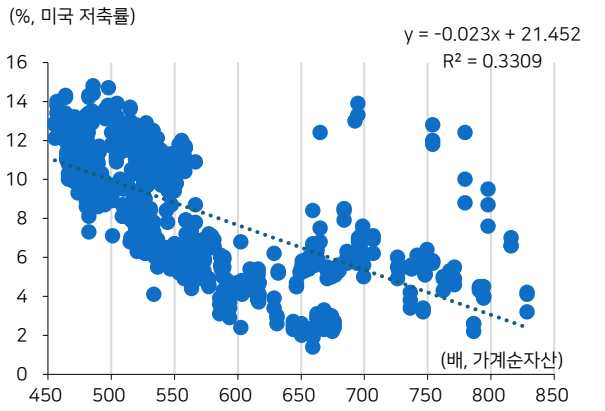
주가는 2025년 연간으로 10% 중반의 상승세를 이어갔지만, 미국 주택시장 중심 부동산 가격은 위축이 심화되고 있다. 집값이 너무 비싼데다 금리까지 높아 집을 사려는 수요가 금융위기보다 위축되어 있다〈그림 16〉. 게다가 상업용 부동산 연체율은 고금리 장기화(higher for longer)로 재차 상승 중이다〈그림 17〉.

그림14 자산이 늘면 저축을 덜해도 되는 것이 현실



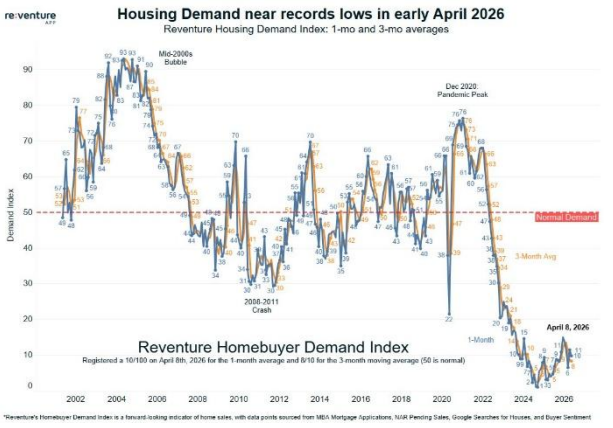
자료: Fed, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림15 가계 순자산과 저축률의 역상관 관계성 높아



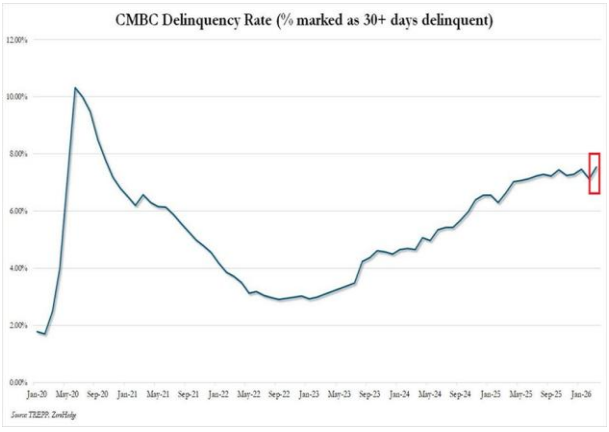
자료: Fed, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림16 미국 부동산, 고가격&고금리로 매수세 역사상 최악



자료: Reventure

그림17 상업용 부동산 연체율은 지속적으로 상승 중



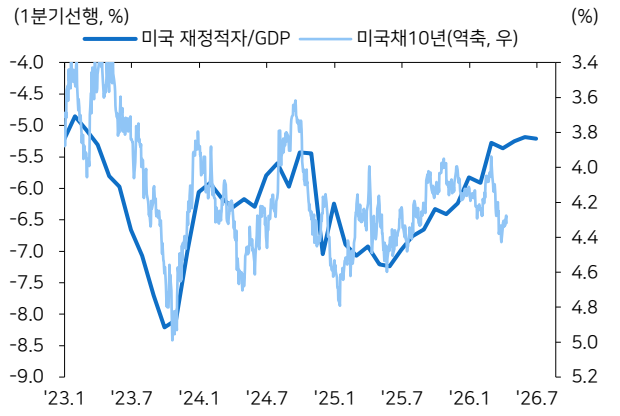
자료: Trepp

펜데믹을 겪고 노동공급 부족과 자산가격 상승 속에 미국 가계의 소비기반이 확대세를 이어왔지만, 또 한가지 중요한 동력은 재정정책의 지원이다. 2022년 물가안정을 위해 연준이 강력한 긴축을 실시했고, 2023년 미국경제 경착륙 우려까지 자극되자 당시 바이든 행정부는 재정적자를 GDP 4%대까지 축소했다가 재차 8%대로 급격히 확대시켰다〈그림 18〉.

덕분에 2023년과 2024년 미국은 2%대 후반에 강한 성장과 주가지수가 20%대를 2년 연속으로 기록했다. 그 대가는 미국 국채금리 4%대 모기지 6%대 고금리 장기화를 유발했다. 최근 재정적자를 GDP 5% 초반까지 줄이며 베센트 재무장관은 살림을 알뜰하게 하고 있지만, 전쟁 충격으로 금리부담은 여전하다.

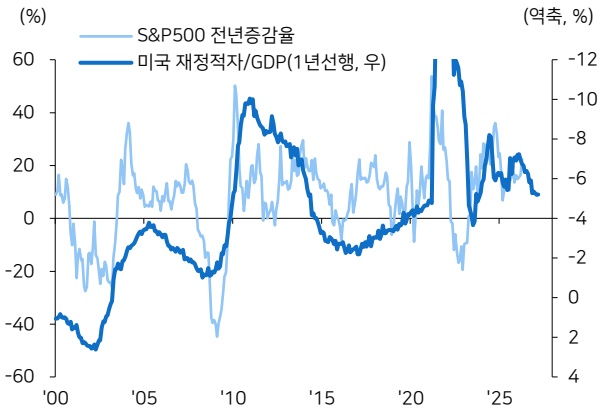
반면, 재정적자 확대는 경기부양과 동시에 유동성 공급차원에서 증시에도 긍정적 효과가 큰 편이나 트럼프 행정부 출범 이후 모멘텀은 둔화되고 있다〈그림 19〉. 가계에 이전소득은 줄고 있고, 성장에서 재정의 기여도는 트럼프 행정부 들어와 마이너스까지 둔화, 재정건전성 확보의 중요도가 부각되었다.

그림18 재정적자 축소에도 전쟁발 인플레 우려, 금리상승



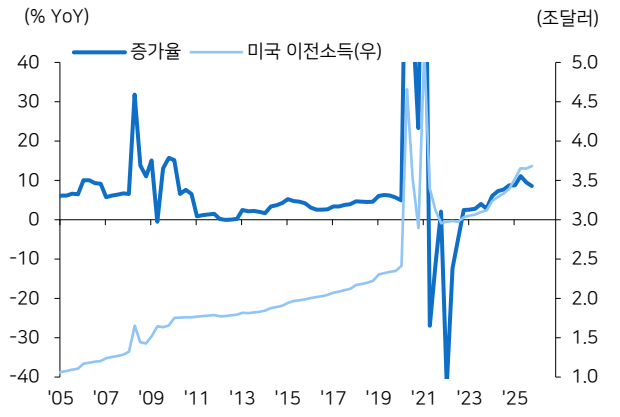
자료: UST, US BEA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 정부가 돈을 쓸 때 일반적으로 주식시장도 활황



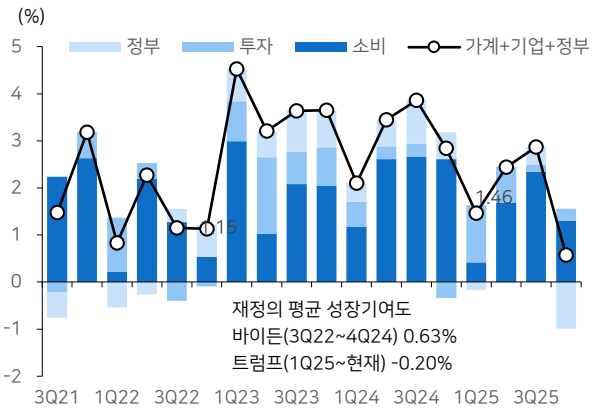
자료: Bloomberg, UST, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림20 이전소득 축소, 트럼프는 가계에 돈을 주지 않을 것



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림21 트럼프 행정부 들어와 재정의 성장기여도 큰 폭 감소



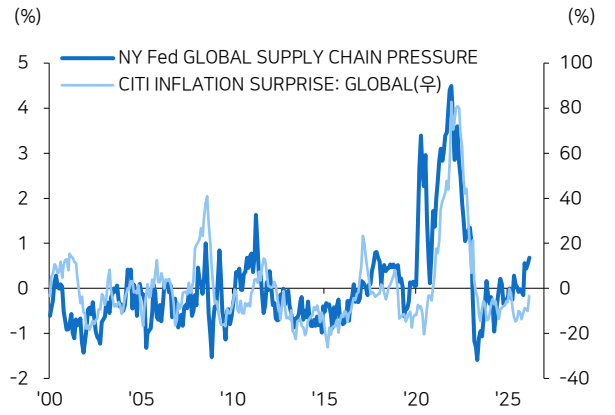
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

결국 미국 가계는 펜데믹 이후 바이든 행정부를 거치면서 1)자산, 2)임금, 3)재정 등 소비를 높일 수 있는 기반이 단단했으나 2025년부터는 모든 부분에서 정체가 시작되었다. 여기에 결정타가 관세부과 및 미-이 전쟁을 통한 재화중심 단가상승 압력이 구매력에 부담을 주기 시작했다는 것이다.

2022년 수요견인 압력까지 가세한 'inflation perfect storm' 당시보다 낮긴 하나 가솔린 가격을 중심으로 미국 물가상승 부담이 커진 것은 현실이다〈그림 22〉. 관세부과로 PCE 물가가 2% 중후반 정도로 끈적거릴 것이라는 예측이 원래도 높았는데 유가상승의 충격까지 더해져 4%대 전망까지 나오고 있다.

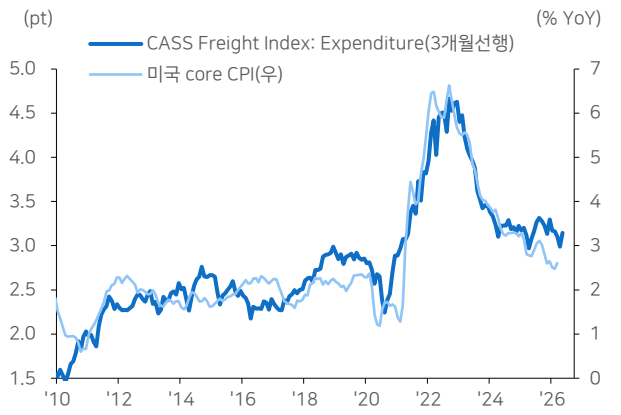
문제는 상기했듯이 2022년은 수요견인력이 높았던 시절이라 운송비 급증에도 트럭운전사 고용이 증가할 수 있는 경제여건이었으나 최근 운송비 급증 구간에서 관련 인력의 감소는 빠르게 진행 중이다〈그림 24〉. 펜데믹 반작용으로 급증했던 자동차 판매 역시나 2025년 이후 급격히 둔화되고 있으며, 최근 관세로 비싸진 자동차를 대체해 중고차가 다시 관심을 받고 있다〈그림 25〉.

그림22 2022년만큼 아니나 공급물가 충격 우려



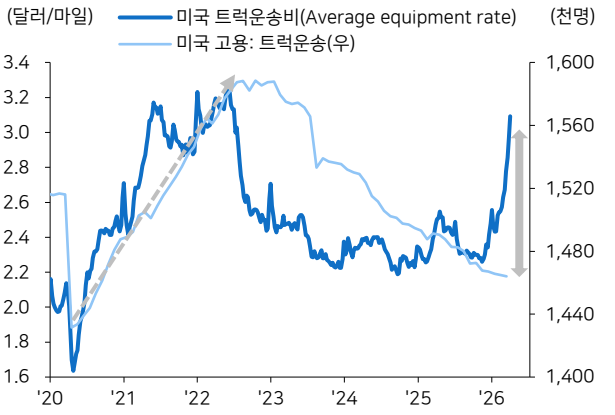
자료: NY Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 미국 근원물가 아직 그래도 안정적 수준



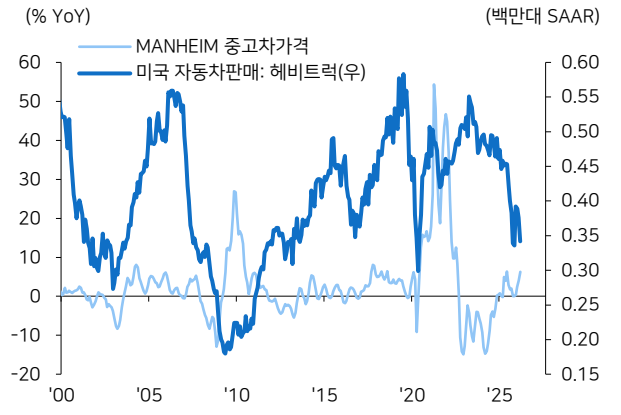
자료: Bloomberg, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림24 운송비 급증에도 사람 뽑던 2022년과 지금은 달라



자료: Bloomberg, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림25 수요견인력 둔화, 트럭판매 급감 vs 중고차 관심 증대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

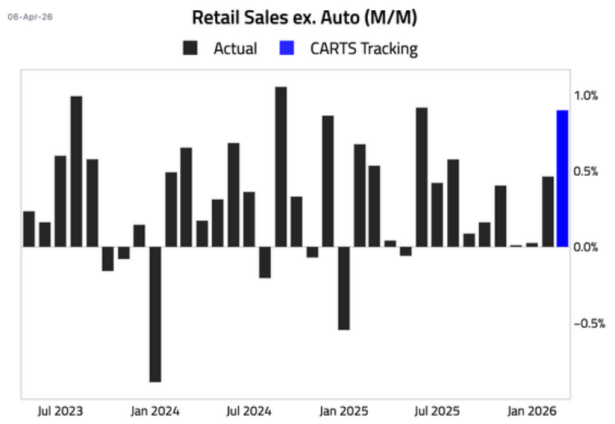
미국 가계소득 정체 시 양호한 경기핵심인 소비가 위축될 가능성

우리가 이 자료를 작성한 배경에는 '전쟁이 종료되면 미국경제가 양호한데 과연 연준이 금리인하에 나설 필요가 있을까?'에서 출발했다. IMF WEO가 발표되는 시점에서 베센트 재무장관은 '올해도 미국은 3%를 넘어서는 성장이 가능할 것'이라고 언급했는데, 그렇다면 진짜 연준이 금리를 왜 낮춰야 하는 것일까?

전쟁으로 인한 물가부담이 미국 소비에 타격을 줄 공산이 크나 우리는 전쟁이 아니었어도 미국의 고용 없는 성장이 장기화되기는 쉽지 않다는 점을 강조하고 있다. 당장 3월 미국 소매판매는 가솔린가격 상승기반 명목기준으로 큰 폭의 상승세를 보이는 반면 실질소비는 큰 폭의 하락을 기록할 예정이다〈그림 26, 27〉.

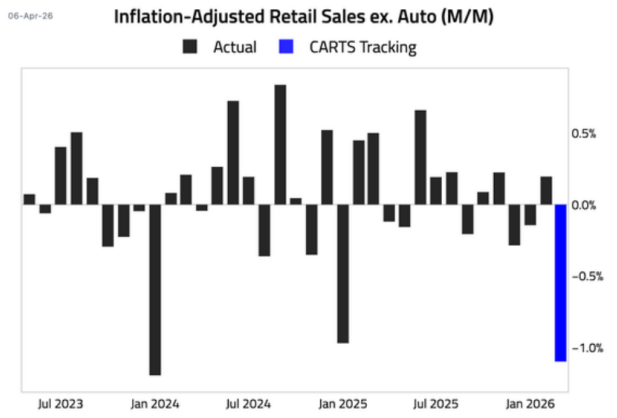
이는 시계열을 넓혀서 2022년과 비교할 때 역시나 일시적 전쟁충격에 실질소비가 위축되는 구간이 있었으나 이번 충격만큼은 아니었다는 것이 중요하다〈그림 28〉. 오히려 전쟁 초기인 22년 상반기까지 예상외로 실질소비도 명목소비 못지 않게 강한 탄력을 보였다.

그림26 전쟁 발발 3월 미국 소비는 명목상 큰 폭 증대



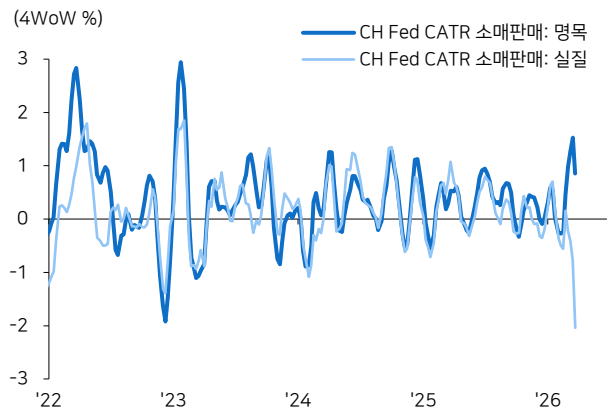
자료: Augur Infinity

그림27 가솔린 중심 소매가격 상승 제외하면 소매판매 급감



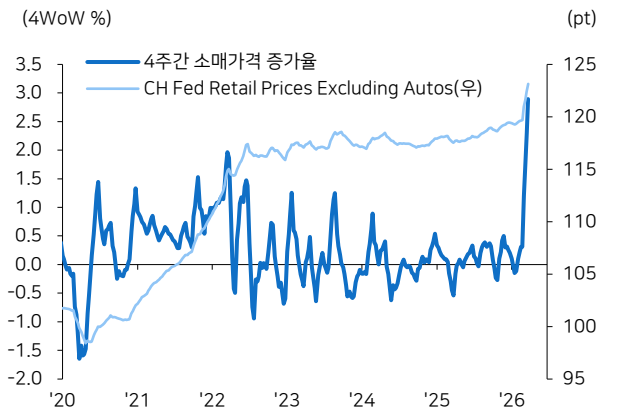
자료: Augur Infinity

그림28 실질소비 기준 2022년 견고함과 지금의 취약함 차이



자료: CH Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림29 펜데믹 이후 수요견인력이 오랜 기간 소매단가 지지



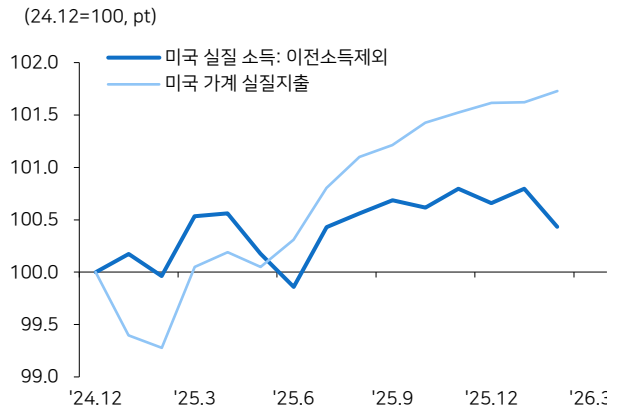
자료: CH Fed, 메리츠증권 리서치센터

연준이 긴축을 통해 물가를 통제하기 전까지 2020년부터 2022년 중반까지 미국 소매물가는 높은 구매력 기반 상승세를 이어왔다〈그림 29〉. 이후 고금리 장기화로 소매가격 상승세는 정체되며 소폭 상승을 기록하던 중 전쟁이 터진 것이다. 가솔린 가격이 주도하는 소매가격 상승은 다른 재화소비를 구축할 것이다.

여기에 미국가계는 트럼프 취임 이후 낮아진 재정지원 및 자산가격 상승 정체로 실질소득 역시 정체된 흐름을 이어왔다〈그림 30〉. 반면 소비는 관성으로 물가를 제외한 물량기준으로 소득과 차이를 벌리며 지속해 온 것이다. 안정적 소비를 위해서는 실질소득 증가속도가 실질소비보다 빨라야 하는데 2024년 하반기부터 미국 가계는 소득보다 소비의 속도가 빠르게 유지되고 있다〈그림 31, 32〉.

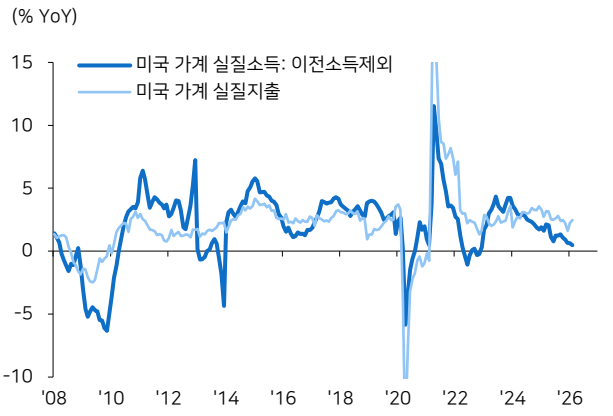
명목소비와 실질소비의 괴리차를 두고도 말이 많은데, 관세와 전쟁이 유발한 공급충격은 가계의 실질 소비를 정체시켰다〈그림 33〉. 관세부과로 자동차 판매가 선수요까지 더해진 이후 최근 부진을 겪는 것과 유사하게 반도체 칩가격 상승은 컴퓨터&가전 등 내구재 수요둔화를 이끌 것이다.

그림30 **트럼프 취임 이후 실질소득 정체, 소비는 계속 증가**



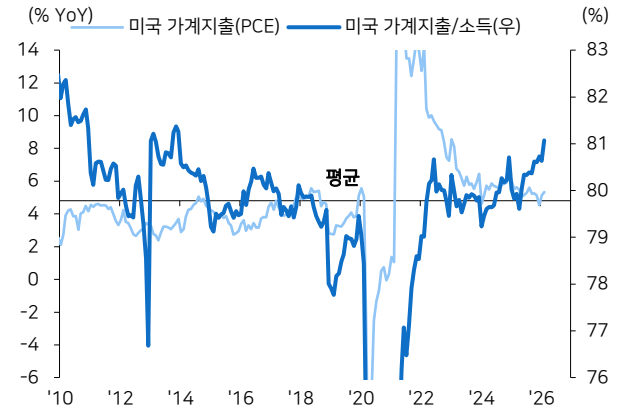
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림31 **실질 소득증가가 줄면 결국 소비도 줄어야 할 것**



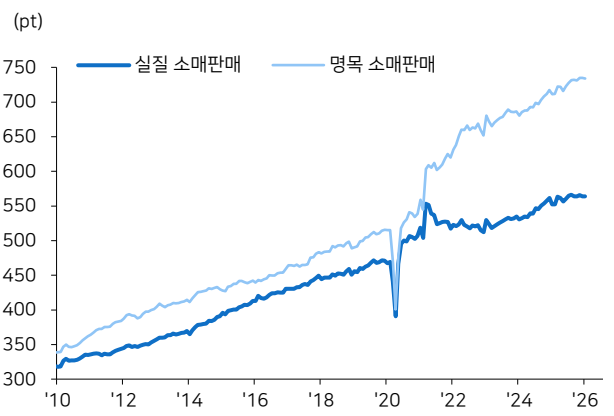
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림32 **미국 가계는 이미 소득대비 소비 강도 높은 편**



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림33 **실질 소매판매 물가부담이 커지면 정체되는 것 현실**



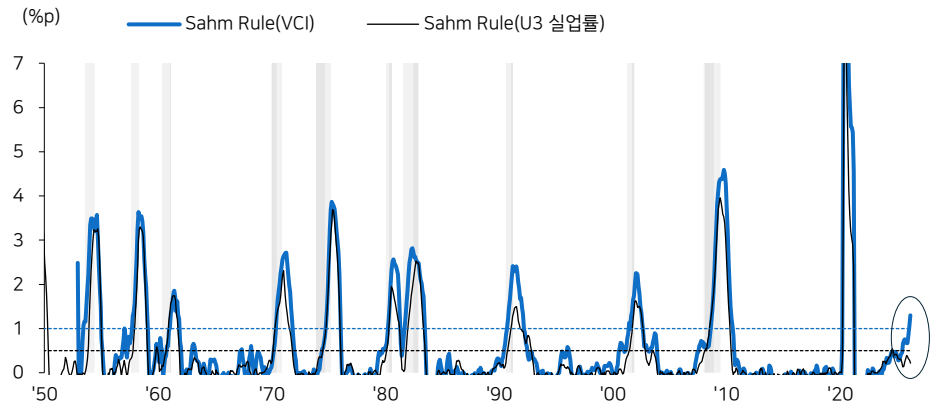
자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

미국 경제는 대국이라는 칭호가 어울리게 예상한 것보다 늘 양호한 결과를 입증해왔다. 심지어 2025년에도 실질 GDP가 2.1%를 기록, 잠재성장률을 상회했다. 올해 성장률 전망이 소폭 하회했다고 해도 2.3% 내외 수준은 양호한 편이다.

그럼에도 우리는 고금리 장기화와 고물가 부담이 유발하는 불안의 씨앗을 주목하고 있다. AI 생산성 개선이 기업들의 실적 개선과 미래의 먹거리를 만드는 과정이지만 마찰적으로 미국 고용의 위축은 불가피한 결과일 수 있다. 최근 아마존이 다른 테크업체보다 주가가 많이 오른 부분도 AI 활성화에 따른 대규모 인력 감축 등이 반영된 결과라는 것이 이를 입증한다.

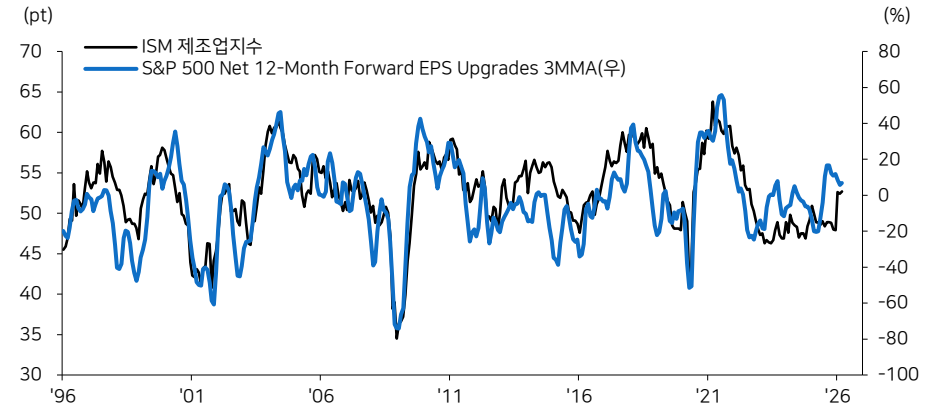
무디스 이코노미스트인 마크잔디는 최근 실업률 과소평가를 두고 경제활동참여율 급감을 5년정도 평균 경참율로 변경하여 좀 더 엄격한 실업률 VCI(Vicious Cycle Index)를 제시했다. 해당 실업률은 현재 4.9%로 샴룰로 환산할 경우 위험임계치를 이미 넘어섰다는 평가다(그림 34). 전쟁만 끝나면 미국은 모든 것이 좋아질 것인가? 큰 틀에서 고용 없는 성장의 실상을 점검할 필요가 있다.

그림34 미국 고용은 단순실업률보다 경참율 감안 실업기준 둔화 흐름 지속



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터(VCI는 무디스 마크잔디 Vicious Cycle Index 참고 실업률)

그림35 기업이익에 기반한 성장모드, 2026년 내내 경기를 이끌 수 있을지 고민



자료: ISM, 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, 배포될 수 없습니다.