

5월 미국 고용보고서 분석



김호정 Economist
hojung.kim@yuantakorea.com

임지윤 Research Assistant
jiyoon.lim@yuantakorea.com

표면의 안정, 깊어진 꼬리 위험

Summary

2026년 1분기 미국 노동시장이 보낸 침체 경고는 5월 데이터로 대부분 거뒀다. 단기 실업자 급증과 당사 모형의 침체 확률 급등(26.5%)이 분석되었지만, 5월 실업률은 4.3%로 안정됐고 비농업 고용은 17.2만 명으로 예상(약 8만)을 두 배 이상 상회했으며, 직전 두 달치도 9.3만 명 상향 수정됐다. 무엇보다 해고를 먼저 알리는 단기 실업자가 28.6만 명 줄며 균열 우려를 가라앉혔다.

지금의 노동시장은 '건조한 정체'라는 독특한 균형에 있다. 대규모 해고가 없어 표면은 안정적이지만, 채용과 재취업이 부진하고 충격을 흡수할 여력이 사라졌다. 같은 시기 연준을 움직이려면 제약은 노동에서 물가로 옮겨갔다. 미국-이란 전쟁으로 인한 유가 충격이 헤드라인 물가를 끌어올리며, 이제 인하의 발목을 잡는 것은 노동 약세가 아니라 물가다.

연준은 적어도 3분기까지 동결하고, 남은 한 번의 인하는 유가 안정을 전제로 4분기 이후로 미뤄질 전망이다. 당장 노동시장이 연준을 움직일 가능성은 낮지만(근시 침체 확률 2.6~3.8%), 완충 소진으로 고용시장의 꼬리 위험은 오히려 커졌다고 판단한다. 결국 표면의 안정 이면에 위태로운 균형이 놓인 국면으로, 현 상황에 대해 6월 16~17일 FOMC(케빈 워시 의장 체제 하 첫 점도표)가 첫 점검의 시험대가 될 것이다.

I. 서프라이즈를 보인 5월 고용 데이터

지난 6월 5일 발표된 5월 미국 고용지표는 서프라이즈를 기록했다. 5월 실업률은 4.3%로 전월과 같았고, 2025년 7월 이후 4.3~4.5%의 좁은 범위를 벗어나지 않았다. 비농업 고용은 17.2만 명 증가해 컨센서스(약 8만)를 두 배 이상 상회했으며, 특히 직전 두 달의 수치가 상향 수정되었다(4월 11.5만→17.9만, 3월 18.5만→21.4만). 시간당 평균 임금은 전월 대비 0.3%, 전년 대비 3.4%(\$37.53) 상승해 건조한 흐름을 보였다. 특징적으로 해고 트렌드가 진정됐다. 해고 선행 지표인 5주 미만 단기 실업자가 -28.6만 명 감소해 220만 명으로 수준을 기록했고, 기업의 신규 해고 압력은 낮은 모습을 보였다.

[표 1] 2026년 5월 핵심 고용 지표 요약

지표	5월 값	평가
실업률 (U)	4.3%	전월 보합
비농업 고용	+17.2만	컨센서스(+8만) 상회
3-4월 고용 (수정)	+9.3만	상향 수정
단기 실업자 (5주<)	220만	-28.6만
경제활동참가율	61.8%	정체
시간당 임금	\$37.5	+0.3%(m)/+3.4%(y)

자료: 유안타증권 리서치센터

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

다만 건조한 헤드라인의 이면을 보면, 5월 노동시장은 활력 있는 확장이 아니라 '낮은 채용·낮은 해고'의 정체된 균형으로 평가된다. 특히 채용과 재취업은 부진한 모습을 보였다. 장기 실업자(27주 이상)가 200만 명(전년 대비 +52.4만, 전체 실업자의 27.5%)으로 상징적인 수치에 도달했으며, 경제활동참가율은 61.8%에서 정체되었다. 즉 대규모 해고가 없다는 점에서 건조하나, 한 번 실직하면 재취업이 느리고 신규 채용 모멘텀이 약하다는 점에서 정체돼 있다.

직전 4월 고용보고서에서는 5주 미만 단기 실업자가 35.8만 명 급증한 바 있고, 지난 자료(5/18 미국 고용시장 통계 착시의 한계: 얼음장 밑의 균열 참고)에서 제시한 MS-BVAR 침체 확률이 26.5%로 급등하면서 노동시장 균열 우려가 제기되었다. 5월 데이터를 통해 업데이트해보면, 단기 실업자가 반전(-28.6만)되고, 4월 고용이 사후 상향(11.5만→17.9만)됐으며, 정량적으로 4월의 실업률 3개월 변동분(+0.30%p) 급등은 1월의 일시적 저점(실업률 4.0%, 전후월 4.4~4.5%)이 만든 기저효과로 판단된다.

[표 2] 4월 vs 5월 경기 침체 관련 지표 비교

항목	4월	5월
단기 실업자 변화	+35.8만	-28.6만
MS-BVAR 침체 확률	26.5%	2.6~3.8%
실업률 3개월 변동(ΔU_{3m})	+0.30%p	-0.10%p
비농업 고용	+11.5만(속보)	+17.9만(수정)

자료: 유안타증권 리서치센터

II. 연준을 뒤흔던 외생 충격: 연장된 동결 국면

최근 연준의 선행을 더 크게 바꾼 것은 노동시장이 아니라 인플레이션 쪽의 외생 충격이었다. 2월 28일 발발한 미국과 이란의 전쟁으로 유가가 한때 배럴당 115달러까지 급등하면서 헤드라인 인플레이션이 3.0% 수준으로 물가 압력이 확대되었다. 이에 연준의 2026년 금리 인하 전망은 4회에서 1회로 축소됐고, 4월 FOMC는 기준금리를 3.50~3.75%로 동결하되 8 대 4로 갈렸다.

5월 들어 휴전 기대로 유가는 2026년 고점 대비 약 20% 하락(Brent 90달러대 초중반)했으나, 호르무즈 해협 차질이 지속되며 불안정하다. 다만 선물 곡선은 백워드이션 상태로(12월물 약 88달러) 시장은 연말 하향 안정을 가격에 반영하고 있다. 현재 연준은 고용과 물가라는 양대 책무 측면에서 모두 조기 금리 인하를 단행할 명분을 찾기 어려운 상황에 놓여 있다. 고용 측면에서는 고용 시장이 점진적인 둔화 흐름을 보이고 있으나 아직 경기 침체를 우려할 수준은 아니다. 따라서 연준이 고용 하방 위험을 방어하기 위해 선제적으로 금리 인하를 서두를 유인이 낮다. 물가 측면에서는 국제 유가의 상방 변동성이 인플레이션의 상방 압력으로 작용하고 있어, 전반적인 물가 둔화세를 근거로 금리를 인하할 수 있는 통화정책의 운신 폭마저 크게 축소된 상태다.

결론적으로 연준의 현 스탠스는 '동결 기조의 장기화(Extended Pause)' 국면에 진입한 것으로 평가된다. 향후 인플레이션의 추세적 둔화 경로와 연준의 정책 전환 시점은 이란발 지정학적 리스크의 완화 및 휴전 유지 여부가 1차적인 핵심 변수로 작용할 전망이다.

III. 5월 고용 데이터의 계량적 함의: 표면적 안정과 누적되는 Tail Risk

5월 데이터를 두 단계 모형으로 분석해 전망에 필요한 세 가지 질문에 답했다. 첫째, 지금 경기가 침체로 들어서고 있는가? 둘째, 견조해 보이는 고용시장의 실제로 무엇이었으며 그 힘이 아직 남아 있는가? 셋째, 그렇다면 앞으로 노동시장은 충격을 얼마나 견딜 수 있는가?

분석에는 두가지 모형을 사용했다. 1단계 모형(MS-BVAR)은 경제가 확장과 침체라는 두 국면 중 지금 어디에 있는지를 매달 확률로 가능하다. 경제가 한동안 한 국면에 머물다 어느 순간 다른 국면으로 넘어간다고 보고(마르코프 국면 전환), 그달 들어온 지표가 과거 침체기의 움직임과 얼마나 닮았는지를 따져 침체 확률을 계산하는 방식이다. 이때 지표의 절대 수준이 아니라 3개월 동안의 변화 속도를 보는데, 침체는 실업률이 '높다'가 아니라 '빠르게 오른다'에서 드러난다는 삼의 법칙과 같은 논리다. 학습에는 2000년 4월부터 2026년 5월까지의 월간 자료(관측치 314개)를 활용했고, 미국 경제연구소(NBER)가 공식 침체로 기록한 기간을 정답지로 삼았으며, 단절이 심한 팬데믹 구간은 제외했다.

2단계 모형(부호 제약)은 1단계가 답하지 못하는 '왜'를 푼다. 어떤 달 지표가 예상에서 벗어났다는 사실만으로는, 그것이 기업의 채용 수요가 줄어든 탓인지 아니면 사람과 일자리가 서로 맞지 않는 미스매치 탓인지 가릴 수 없다. 그래서 실업률과 구인공고율이 어느 방향으로 함께 움직이는지를 단서로 원인을 나눈다. 구인공고가 줄 때 실업률이 오르는, 즉 둘이 반대로 움직이는 전통적 관계(베버리지 곡선)가 보이면 노동 수요가 식은 것(수요 충격)으로 보고, 둘이 같은 방향으로 움직이면 미스매치가 커진 것(수급 불일치 충격)으로 본다.

3.1 지금 침체로 들어서고 있는가? → 아니다

1단계 MS-BVAR 분석을 통해 산출한 5월 고용시장 데이터 기준 침체 확률은 2.6~3.8%로 낮다. 모형은 침체 국면을 대체로 '분기마다 실업률이 0.3%p 오르고 구인공고율이 0.3%p 내리는' 흐름으로 학습한다([표 3]). 그런데 5월에는 실업률 3개월 변동분이 -0.10%p로 오히려 확장 쪽을 가리켰고, 그 결과 4월에 잠깐 튀었던 확률(26.5%)이 정상 수준으로 돌아왔다([표 4]). 결국 미국 경제는 지금 침체 궤도에 있지 않다고 해석할 수 있다. 1분기 불거진 고용시장에서의 균열 우려는 추세는 아직 아닌 것으로 보인다. 현재 상황에서 6~9개월 안에 침체에 빠질 위험은 낮다고 예상된다.

[표 3] MS-BVAR 모형이 식별한 국면별 특성

구분	실업률 3개월 변동(ΔU)	구인공고율 3개월 변동(ΔV)	평균 지속
확장 국면	-0.056%p	+0.021%p	83개월
침체 국면	+0.308%p	-0.343%p	13개월

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 4] 최근 침체 진입 확률 추이 (2026년 2~5월)

구분	실업률 3개월 변동(ΔU)	구인공고율 3개월 변동(ΔV)	침체 진입 확률
2026년 02월	-0.10%p	+0.00%p	0.80%
2026년 03월	-0.20%p	+0.20%p	0.10%
2026년 04월	+0.30%p	-0.30%p	26.50%
2026년 05월	-0.10%p	-0.16%p*	2.6~3.8%*

자료: 유안타증권 리서치센터

3.2 견조해 보이는 고용시장의 실체는 무엇이고 남은 힘이 있나? → 소진된 완충

그렇다면 견조해 보이는 고용시장의 실체와 남은 힘에 대해서 부호 제약으로 분해해 보면, 2022년부터 2026년까지 구인공고가 내려간 데에는 노동 수요 위축이 약 70%, 수급 불일치 완화가 약 30% 기여했다. 그리고 수요 위축이 실업률에 가한 상승 압력 가운데 약 4분의 1을 수급 불일치 완화가 상쇄했다([표 5]). 결국 '실업률은 멀쩡한데 구인공고만 급락한' 현상은 노동시장이 원래 비대칭적이어서가 아니라, 가라앉는 수요를 때마침 정상화되던 매칭 효율이 한동안 가려준 통계적 착시이자 효율화가 작동한 결과였다.

[표 5] 2022~2026년 정상화의 구조 분해 (수요 충격 vs 수급 불일치 충격)

구분	총 누적 변화	수요 충격 기여	수급 불일치 기여	비중(수요/수급)
구인공고율 (ΔV)	-3.61%p	-2.49%p	-1.11%p	69% / 31%
실업률 (ΔU)	+2.99%p	+3.97%p	-0.99%p	+133% / -33%

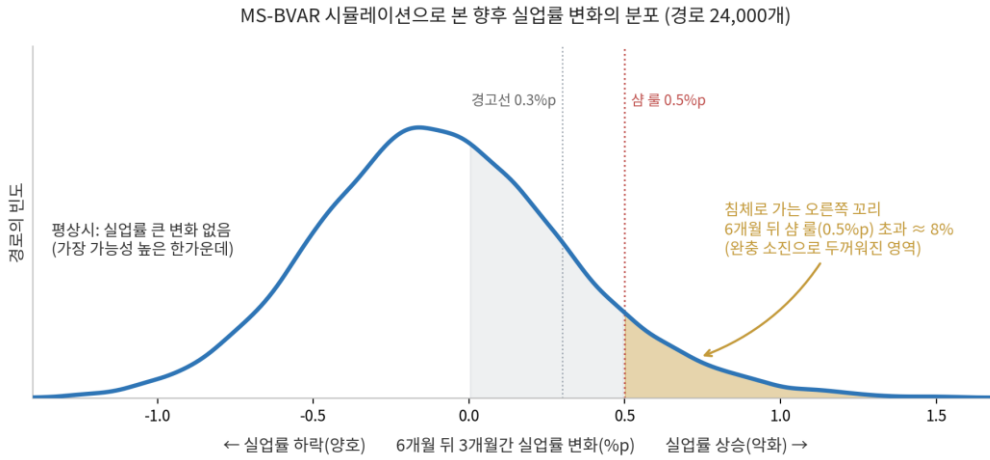
자료: 유안타증권 리서치센터

주: 해석의 기준은 두 충격의 상대 비중(중심값 약 70:30, 약 4:1)이다. 2 변수 부호 제약은 하나의 값으로 특정되지 않는 집합 식별 방식이어서, 조건을 만족하는 모형 2,606 개로 보면 16~84% 구간이 수요 기여 약 26~98%, 흡수 비중 약 2~46%로 상당히 넓다.

3.3 앞으로 노동시장은 충격을 견딜 수 있는가? → 견조하지만 한쪽으로 취약

두 결과를 합치면 노동시장의 앞날이 어떤 모습일지 드러난다. 핵심은 '평상시'와 '충격이 닦쳤을 때'를 나눠 봐야 한다는 점이다. [그림 1]은 MS-BVAR을 5월 시점에서 시뮬레이션해 얻은 6개월 뒤 실업률 변화의 실제 분포대(경로 24,000개). 분포의 한가운데, 곧 가장 가능성 높은 평상시 경로는 양호하다. 실업률이 거의 그대로이거나 오히려 낮아지는 쪽에 몰려 있고, 현재 침체 확률도 2.6~3.8%로 낮다. 문제는 분포의 오른쪽 꼬리, 곧 충격이 닦쳐 실업률이 크게 뛰는 경로다. 6개월 안에 실업률이 삼 률 기준선(3개월간 +0.5%p)을 넘어설 확률이 약 8%로 평상시에 비하면 결코 작지 않은데, 바로 이 꼬리가 완충 소진으로 과거보다 두꺼워졌다.

[그림 1] MS-BVAR 시뮬레이션으로 본 6개월 뒤 실업률 변화의 분포



자료: 유안타증권 리서치센터

주: 한가운데(정상시)는 양호하나 오른쪽 꼬리(충격 시)가 두껍다. 음영은 상률(+0.5%p) 초과 영역(≈8%)

[표 6]을 살펴보면 완충이 약해진 폭은 숫자로도 가능된다. 지난 4년간 노동 수요가 위축되며 실업률에 +3.97%p의 상승 압력이 쌓였지만, 때마침 진행되던 수급 불일치 완화가 그중 약 1.0%p를 대신 받아내 실제 상승은 +2.99%p에 그쳤다. 이 흡수 장치는 일회성 정상화의 산물이라 이제 거의 바닥났다. 따라서 같은 충격이 다시 온다면 받아낼 여력이 없어 압력이 거의 그대로 실업률로 옮겨가고, 같은 충격인데도 실업률은 과거보다 약 3분의 1 더 오르는 것이 확인된다.

완충이 약해진 이유는 두 가지다. 하나는 방금 말한 완충 소진이고, 다른 하나는 '낮은 채용' 환경 자체다. 새로 뽑는 일자리가 적으면 해고가 조금만 늘어도 다시 취업하기 어려워 실업률이 가파르게 오르고, 이미 전체 실업자의 27.5%에 이르는 장기 실업이 좀처럼 풀리지 않아 상황을 더 굳힌다. 그리고 이 위험을 실제로 터뜨릴 방아쇠는 노동시장 안이 아니라 II장에서 본 유가에 있을 가능성이 크다. 유가가 다시 뛰면 물가 충격이자 동시에 수요 충격이어서, 연준을 매파적으로 묶는 한편 완충이 약해진 노동시장을 직접 때린다.

이처럼 평소엔 멀쩡하다가 충격 한 번에 크게 흔들리는 위험을 흔히 '꼬리 위험(tail risk)'이라 부른다. 노동시장의 한가운데(정상시)는 분명히 나아졌지만, 가장자리(충격 시)의 위험은 4년 전보다 커진 셈이다. 1단계 모형의 월별 확률(2.6~3.8%)이 정상시를, 2단계 구조 분해가 충격 시 완충을 말해 준다. 4월을 기준으로 추정했던 연말 침체 확률(예컨대 12월 37.5%)은 5월 반전으로 낮아지지만 0으로 가지는 않으며, 충격이 닥치면 상률 기준선에 닿기까지 걸리는 시간도 과거보다 짧다.

[표 6] 같은 수요 충격에 대한 실업률 반응 비교

구분	2022~2025년(완충 작동)	2026년 5월(완충 소진)
수요 위축이 준 상승 압력	+3.97%p	+3.97%p
완충(수급 불일치)이 흡수	-0.99%p	0%p
실제 실업률 상승	+2.99%p	+3.97%p

자료: 유안타증권 리서치센터

주: 증폭 폭(약 1/3)은 중심값이며, 부호 제약 식별의 한계상 실제로는 미미한 수준에서 80%대까지 폭넓게 분포한다.

IV. 결론: '건조한 정체' 이면의 위태로운 균형

5월 노동시장은 '균열'에서 '건조한 정체'로 건너왔다. 다만 그 정체는 충격 완충이 소진된, 한쪽으로 치우친 균형이다. 동시에 연준을 움직이는 제약은 노동에서 유가와 물가로 옮겨갔다.

노동 약화가 단계적으로 번지는 과정으로 보면 이야기는 단순하다. 1단계인 구인공고 하락은 이미 끝났고, 4월에 진입을 의심했던 2단계(단기 실업자 증가)는 5월에 되돌아왔으며, 3단계(헤드라인 실업률 상승)와 4단계(삼률 발동)는 아직 일어나지 않았다. 파급은 1단계에서 멈췄다. 다만 3.2에서 봤듯 그 1단계를 받아내던 완충이 소진됐기 때문에, 다음 충격은 2~3단계로 더 빨리 번질 수 있다. 바로 이것이 지금 국면의 리스크 요인이다. 트리거는 거시 충격, 곧 유가와 물가 쪽에 있다.

앞으로의 갈림길은 사실상 유가 하나에 달려 있다. 기준 시나리오는 연준이 적어도 3분기까지 동결하고 남은 한 번의 인하를 4분기 이후로 미루는 것이다. 이란 휴전이 유지돼 유가가 선물 곡선(12월물 약 88달러)대로 내려오면 물가가 잡히며 4분기 인하의 길이 열린다. 반대로 휴전이 깨져 유가가 다시 뛰면, 연준은 경기가 식는데도 물가 때문에 동결을 끌고 가야 하는 악한 스태그플레이션에 갇힌다. 노동 쪽 하방 시나리오는 소진된 완충 위로 새로운 수요 충격이나 점검 지표(장기 실업 누적, 경제활동참가율 정체)의 약화가 겹치는 경우로, 이때 실업률은 과거보다 가파르게 오른다. 전략 측면에서는 4월의 '침체에 미리 대비한다'는 틀에서, '길어지는 동결 속에서 양방향 위험을 함께 관리한다'는 틀로 옮겨 갈 필요가 있다. 첫 점검 시점은 6월 16~17일에 진행될 FOMC로, 케빈 워시의장이 처음 내놓을 점도표와 물가에 대한 진단과 전망이 가능자 역할을 할 것이다.

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김호정, 임지윤)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.