

6월 미국 고용보고서 분석



김호정 Economist
hojung.kim@yuantakorea.com

임지윤 Research Assistant
jiyeon.lim@yuantakorea.com

낮은 실업률의 함정: 좁아진 고용과 조용한 긴축

Summary

6월 미국 고용보고서의 표면은 안정이다. 실업률은 4.2%로 내렸고 시간당 임금은 전년비 3.5%로 견조했다. 그러나 이번 실업률 하락을 좋은 하락으로 읽기는 어렵다. 경제활동참가율이 61.5%로 0.3%p 떨어지며 분모인 경제활동인구가 줄어든 결과로, 취업이 늘어서가 아니라 사람들이 노동시장을 떠나면서 만들어진 하락이다(6월 한 달 경제활동인구 -72만 명, BLS 가계조사). 비농업 고용은 5.7만 명 늘어 시장 예상(약 10만)을 밑돌았고, 4월과 5월 고용도 합계 7.4만 명 하향 수정됐다. 늘어난 일자리마저 전문·사업서비스, 사회복지, 헬스케어에 한정되었고 나머지 주요 업종은 모두 제자리였다. 요컨대 6월 노동시장의 문제는 해고가 아니라 폭에 있다.

그럼에도 지금을 경기 침체 국면으로 보기는 어렵다. 당사의 4변수 국면전환 모형(실업률·구인공고율·근원 PCE·유가)이 산출한 현재 침체 확률은 사실상 0%다. 실업률은 내려가고, 구인공고율은 4.6%로 2년 최고이며, 근원 물가는 오르고 있다. 네 변수 가운데 침체 방향을 가리키는 것이 하나도 없다. 따라서 지금 데이터 하에서 침체 여부의 판단 보다는 연준의 반응 함수 추정을 진행했다. 현재 조건(근원 PCE 3.4%, 실업률 4.2%)에서 정책의 균형 금리는 약 4.1%로 현 정책금리(3.50~3.75%)를 웃돈다. 즉 지금의 동결은 인하를 앞둔 대기라기보다, 반응함수가 가리키는 균형에 가깝다. 유가 시나리오 별 시뮬레이션에서도 3분기 동결 확률은 87%, 연내 인하 확률은 8%에 그쳤다. 2027년 말까지 넓혀 봐도 인하(42%)와 인상(35%)이 팽팽한 양방향 분포를 나타내고 있다.

양방향 분포의 갈림길은 근원 물가에 달려 있다. 근원 PCE가 2.5% 아래로 내려와 정책 국면이 물가 방어에서 고용 지원으로 바뀌는 경로에서만 인하가 지배적(92%)이 된다. 금융 시장 측면에서 단기물 금리는 동결 87%와 인상 꼬리 35%에 눌러 하방이 제한되고, 단기물 주도의 볼 스티프닝은 근원·서비스 물가 둔화가 확인될 때에만 나타날 수 있는 조건부 시나리오로 예상된다. 단기 가능자는 7월 말 FOMC 회의와 7월 31일 발표될 6월 PCE 물가 지표가 될 것이다.

I. 낮은 실업률이 반갑지 않은 이유

지난주(7월 2일) 발표된 6월 고용보고서는 실업률 4.2%와 고용 5.7만 증가라는 서프라이즈 결과를 내놨다. 언뜻 보면 실업률은 내리고 고용은 늘어난 무난한 조합이다. 그러나 세부를 뜯어보면 세 가지 특징점이 발견된다.

1.1 실업률 하락은 구직자의 이탈에서 만든 결과

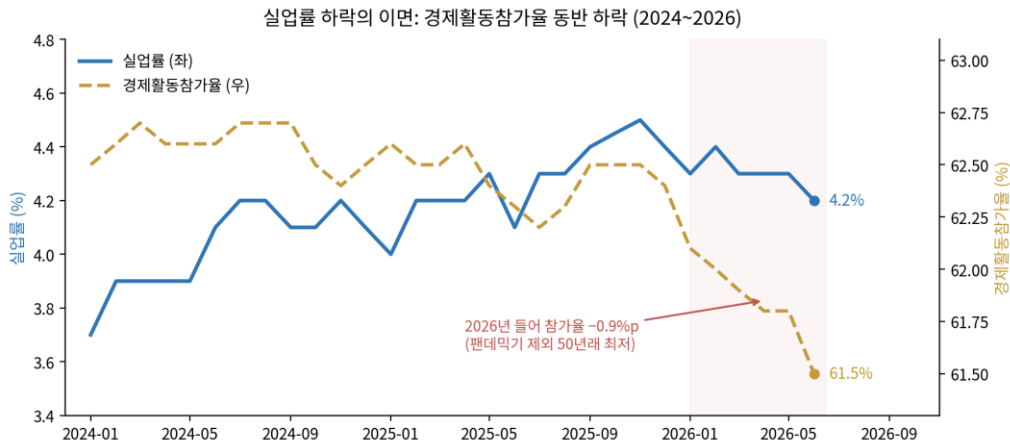
실업률은 4.3%에서 4.2%로 내렸고 실업자는 710만 명으로 줄었다. 문제는 같은 달 경제활동참가율이 61.8%에서 61.5%로 -0.3%p 하락했고 고용률도 59.0%로 하락했다는 점이다. 취업자가 늘어 실업이 준 것이 아니라, 6월 한 달에만 72만 명이 구직을 멈추고 노동시장 밖으로 이탈하면서(비경제활동인구 +83만 명) 분모가 줄어든 결과다.

6월 미국 고용보고서 분석: 낮은 실업률의 함정: 좁아진 고용과 조용한 긴축

구직을 멈추면 실업자 집계에서 빠지므로 실업률은 기계적으로 내려간다. 61.5%의 경제활동참가율은 팬데믹 시기를 제외 하면 50년 만의 최저 수준이다(그림 1). 임금 측면에서도 취약점이 발견된다. 시간당 임금은 전년비 3.5%로 전월(3.4%) 보다 가속됐다. 고용이 식는데 임금이 오르는 조합은 수요 둔화보다 공급 위축의 신호로 해석할 수 있다.

비농업신규 고용의 5.7만 명 증가에 대해서 노동통계국(BLS)은 "직전 12개월 평균(+3.6만)과 대체로 비슷한 수준"이라고 명시했다. 하지만 이번에 4월 -3.1만 명, 5월 -4.3만 명, 합계 7.4만 명의 신규 고용이 하향 수정되었다.

[그림 1] 실업률과 경제활동참가율 추이 (2024~2026): 2026년 6월 참가율(61.5%)은 팬데믹 시기를 제외하면 50년래 최저 수준



자료: BLS, FRED, 유안타증권 리서치센터

1.2 고용 성장을 견인하는 업종 수가 줄어드는 상황

일자리 감소는 주로 서비스 부문에 집중되었다. 특히 레저·접객업에서 고용이 6만 1천 명 감소했는데, 노동통계국(BLS)은 이를 '예년보다 부진했던 계절성 채용'의 결과로 설명하며 올해 들어 해당 업종의 고용은 사실상 제자리걸음을 하고 있다고 밝혔다. 이는 기존 인력에 대한 대규모 해고라기보다는 여름 성수기 신규 채용이 예년에 못 미쳤기 때문이다.

실제로 5월의 고용 급증(+7만 명)과 비교하면 한 달 사이 고용 증감 변동 폭만 무려 13만 명에 달한다. 반면 **일자리 증가는 전문·사업서비스(+3만 6천 명), 사회복지(+2만 5천 명), 헬스케어(+2만 2천 명) 등 단 3개 업종에 그쳤다.** 광업, 건설, 제조, 도·소매, 운송·창고, 정보, 금융, 정부 등 나머지 주요 업종은 모두 노동통계국(BLS) 기준 고용 변화가 미미했다.

특히 그동안 고용 성장을 주도해 온 헬스케어의 증가 폭이 직전 12개월 평균(+3만 8천 명) 대비 뚜렷이 둔화한 점은 질적 측면에서 가장 우려되는 부분이다. 현재 핵심 문제는 고용의 절대적 감소가 아니라 고용 창출 저변의 축소다. **고용 성장을 견인하는 업종 수가 줄어드는 가운데, 기존 핵심 동력마저 성장세가 둔화하고 있다.**

1.3 해고 없는 둔화와 엇갈리는 정책 시그널

대규모 해고 징후는 제한적이다. 그러나 27주 이상 장기 실업자가 190만 명을 기록하며 1년 새 28만 6천 명 증가했고, 이는 전체 실업자의 27.3%에 달한다. 한 번 실직하면 재취업까지 오랜 시간이 소요되는 구조가 고착화하고 있다.

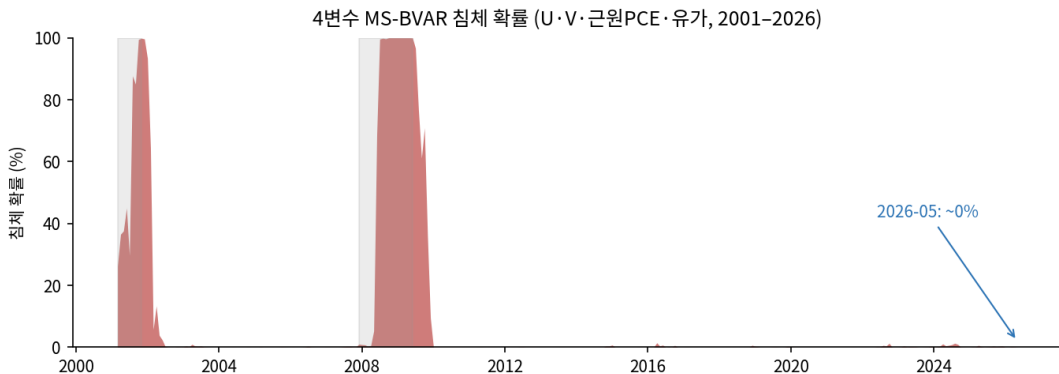
주당 근로시간과 경제적 이유의 파트타임 근로자 수 역시 각각 34.3시간과 470만 명으로 보험세를 유지하고 있어, 기업들이 직접적인 해고 대신 채용 축소와 근로시간 조절로 대응하고 있음을 시사한다.

이러한 지표의 흐름은 연준의 정책 결정에 중요한 시사점을 제공한다. 고용 모멘텀 둔화와 일자리 창출 부문의 축소는 통화완화의 근거가 되는 반면, 임금 상승세 가속과 노동 공급 위축에 따른 실업률 하락은 긴축의 근거로 작용한다. 금리 인상과 인하를 정당화하는 논리가 이번 고용보고서에 동시에 담겨 있는 만큼, 정성적 판단만으로는 연준의 향후 경로를 가늠하기 어렵다. 결국 현재 시점에서의 정책 방향성은 각 변수의 향후 경로를 예측해 정량적으로 검토할 수밖에 없으며, 이에 따라 II장에서 경기 침체 진입 여부를, III장에서 연준의 정책 경로를 차례로 점검한다.

II. 거시 변수 결합 모형으로 본 경기 침체 진단

당사는 실업률(U), 구인공고율(V), 근원 PCE, 유가(WTI) 네 변수의 3개월 변동분으로 미국 경제가 확장과 침체 중 어느 국면에 있는지를 매달 확률로 가늠하는 국면전환 모형(MS-BVAR)을 추정했다. 침체는 지표의 수준이 아니라 변화 속도에서 드러난다는 삼률의 논리를 네 변수로 확장한 것으로, 학습에는 2000년 이후 월간 자료를 쓰고 미국 경제연구소(NBER)의 공식 침체 기간을 정답지로 삼았으며 팬데믹 단절 구간은 제외했다. 모형은 2001년과 2008~09년 침체기에 확률을 사실상 100%까지 올리며 과거를 정확히 판별한다(그림 2).

[그림 2] 4 변수 MS-BVAR 침체 확률 (2001~2026)



자료: BLS, FRED, 유안타증권 리서치센터

6월 데이터 기준 계량 모형이 지시하는 경기 침체 확률은 사실상 0%다(5월 0.0%, 6월 잠정 0.0%). 전형적인 침체 국면은 분기당 실업률이 0.6%p 상승하고 구인공고율이 0.25%p 하락하며, 근원물가와 유가가 동반 하락하는 지표 조합을 보인다(표 1 참조). 그러나 현재 지표의 흐름은 이와 정반대다. 실업률의 3개월 변동 폭은 -0.2%p로 하락세를 나타내고 있으며, 구인공고율은 4.6%로 2년 내 최고치까지 반등했고, 근원 PCE 물가 역시 3.4%로 상승 압력을 유지하고 있다.

6월 기준 최근 3개월간 38% 급락한 유가 변수만이 침체 신호를 발신하고 있으나, 결합 모형은 노동과 물가 지표가 견고한 확장 국면을 가리키는 한 유가 단독의 하방 충격에 과도하게 연동되지 않는다. 실제로 변수별 기여도를 분해한 결과, 경기 확장을 지지하는 노동 및 물가 요인의 영향력이 유가 급락에 따른 침체 신호를 약 4배 상회했다. 그중에서도 2년 최고 수준으로 올라선 구인공고율의 상승 기여도가 모형 내에서 가장 크게 작용했다.

[표 1] 국면별 특성(3개월 변동분 평균)과 6월 현재

구분	실업률(ΔU)	구인공고율(ΔV)	근원 PCE(ΔP)	유가(ΔOil)	평균 지속
확장 국면	-0.10%p	+0.03%p	+0.04%p	+2.3%	장기 지속
침체 국면	+0.62%p	-0.25%p	-0.19%p	-6.6%	14개월
2026년 6월	-0.20%p	+0.40%p	+0.20%p	-37.8%	침체확률 0.0%

자료: 유안타증권 리서치센터

다만 도출된 확률을 해석할 때는 계량 모형의 구조적 성격을 감안해야 한다. 이 모형은 미래의 위험을 선제적으로 예보하는 도구가 아니라, 현시점이 침체 국면인지 판별하는 동행적 성격의 도구다. 6월 확률 역시 구인공고율(8월 4일)과 근원 PCE(7월 31일) 실적치가 발표되기 이전의 잠정치다.

특히 유의할 부분은 모형이 학습한 표본의 구조다. 2000년 이후 표본에 포함된 침체는 2001년과 2008~09년 두 차례뿐이며, 두 사례 모두 실업률 급등과 구인공고 급감이 동반된 전형적인 수요 붕괴형 침체였다. 그 결과 모형은 이러한 극단적 고용 붕괴 패턴이 데이터로 뚜렷하게 확인된 이후에야 확률을 높이는 후행적이고 보수적인 성향을 지닌다. 따라서 0%라는 확률 수치는 침체 가능성 자체를 전면 부정하는 것이 아니라, 전형적인 침체 징후가 아직 지표상으로 확인되지 않았다는 의미로 해석하는 것이 정확하다. I장에서 확인한 고용의 질적 악화, 즉 경제활동참가율 하락과 고용 창출 저변 축소, 반복되는 데이터 하향 수정이 실제 실업률 상승으로 전이되는 순간, 모형의 침체 확률은 후행적으로 가파르게 급등할 수 있다.

그럼에도 불구하고 현재 시점에서 데이터가 지시하는 방향성은 명확하다. 현재 수익률 곡선(커브)에 과도한 경기 침체 프리미엄을 반영하는 것은 데이터의 지지를 받지 못한다. 현재 국면의 핵심 관건은 침체 여부가 아니라, 연준의 통화정책 경로다.

III. 연준의 통화정책 경로: 반응함수가 말하는 동결의 무게

3.1 지금의 금리는 고착된 균형: 테일러 준칙 완화 영역 진입과 물가 제약 조건

당사는 2000년 이후 연방기금금리를 전월 금리(관성), 물가 갭(근원 PCE - 2%), 노동 지표, 그리고 물가 국면(근원 PCE 2.5% 초과 여부)으로 설명하는 통화정책 반응함수를 추정했다(월간 기준, 팬데믹 단절 구간 제외). 현 경제 여건을 대입한 모형의 1기 적합치(Fitted value)는 3.76%로, 실제 정책금리 상단(3.75%)을 완벽히 재현한다. 모형 분석을 통해 도출된 핵심 결론은 다음 세 가지다.

첫째, 금리 조정의 관성(Inertia) 계수가 0.97로 매우 높다. 이는 연준이 금리 방향성을 설정하면 장기간 경로를 유지하는 경향이 극대화되어 있음을 시사한다.

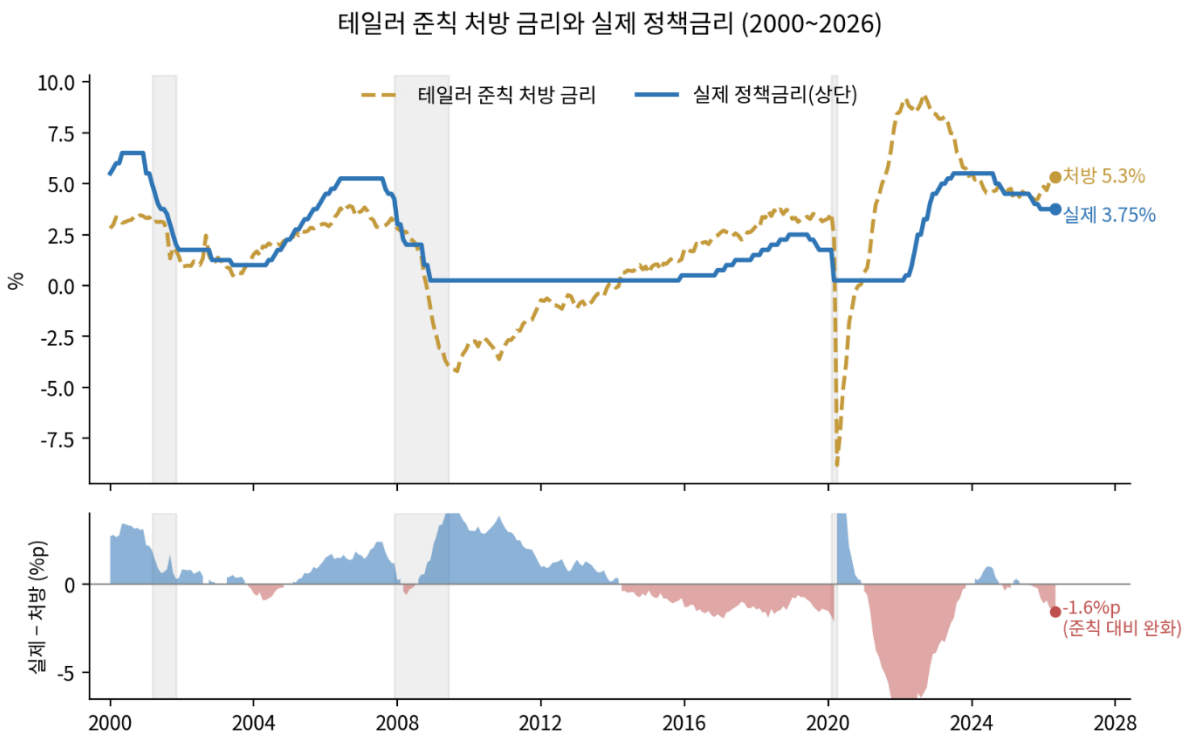
둘째, 물가 반응이 인플레이션 국면에 따라 비대칭적이다. 근원 PCE가 2.5%를 상회하는 '물가 방어 국면'에서는 물가 갭 1%p당 장기 반응 계수가 약 3.6을 기록해, 그 아래인 '고용 지원 국면'(약 2.6)보다 대응 강도가 뚜렷하게 증폭된다.

셋째, 현재 조건(근원 PCE 3.4%, 실업률 4.2%)을 대입할 경우 반응함수가 지시하는 균형금리는 중앙값 기준 약 4.1%로, 현 정책금리(3.50~3.75%)를 상회한다. 높은 금리 관성으로 인해 균형치 추정 구간은 넓지만 방향성은 명확하다. 정책금리를 25bp 인하한 3.50% 가정 시에도 균형금리가 이를 상회할 확률이 약 70%에 달해, 데이터상 금리 인하를 정당화할 논리적 근거는 찾아보기 어렵다.

둘째 항목에서 확인된 물가 반응의 비대칭은 고전적 기준과 비교할 때 함의가 선명해진다. 물가가 1%p 상승할 때 명목금리를 그 이상으로 인상하여 실질금리를 높여야 인플레이션이 제어된다는 것이 테일러 원리(Taylor Principle, 기율기 >1)이며, 고전적 테일러 준칙(1993)은 이 기율기를 1.5로 제시했다. 당사의 추정 결과는 두 국면 모두 테일러 준칙을 상회할 뿐 아니라, 근원 PCE가 2.5%를 돌파하는 순간 정책 대응 강도가 한 단계 더 강화되는 비선형적 구조를 나타낸다. 이를 실질금리 관점에서 재해석하면 물가 갭 1%p 확대 시 연준은 실질금리를 지원 국면에서 약 1.6%p, 방어 국면에서 약 2.6%p 인상하는 셈이며, 현재 근원 PCE 3.4%를 적용할 경우 물가 대응을 위한 정책금리 기여분만 약 4.5%p로 고전적 준칙 처방치(2.1%p)의 2배를 웃돈다. 인플레이션이 임계치를 넘을 경우 기대인플레이션 이탈을 차단하기 위해 연준이 더욱 공격적으로 통화긴축을 단행해 왔음이 실증 데이터로 확인된 결과이며, 2022~23년의 강도 높은 긴축 사이클이 바로 이 물가 방어 국면의 대표적 표본이다.

이상이 정책 반응의 기율기에 대한 분석이라면, 동일한 논리를 금리의 절대 수준(Level)으로 확장할 때 현 시장 국면의 본질은 더욱 선명해진다. 고전적 테일러 준칙이 처방하는 이론 금리와 실제 정책금리를 2000년 이후 궤도로 비교해 보면(그림 3), 현재 테일러 준칙 처방 금리는 약 5.3%로 정책금리(3.75%)를 1.6%p 상회한다. 과거 물가 급등기 당시 8%p까지 벌어졌던 금리 격차를 2023~24년의 강력한 긴축으로 겨우 좁혀냈으나, 2025년 단행된 금리 인하와 최근의 물가 반등이 맞물리면서 실제 정책금리는 준칙 기준 다시 완화 영역으로 진입해 있다. 고전적 준칙의 시각에서 조명할 때 현재의 금리 동결은 긴축이 아니라 오히려 완화 상태에 해당하며, 추가 인하 여력이 부재하다는 앞선 계량모형의 진단이 여기서도 재확인된다.

[그림 3] 테일러 준칙 처방 금리와 실제 정책금리, 그리고 스프레드



자료: BLS, FRED, 유안타증권 리서치센터

주: 처방 금리 = $r^* + \pi + 0.5(\pi - 2) + (U^* - U)$, π 는 근원 PCE(전년비), 실질 중립금리 r^* 는 6월 SEP의 장기 중립(명목 3.1%)에서 목표물가를 뺀 1.1%, 자연실업률 U^* 는 4.4%로 고정된 근사치다. 음영은 NBER 침체기.

이 분석 결과가 시사하는 매크로적 함의는 명확하지만 다소 무겁다. **현재의 금리 동결은 인하를 앞둔 대기 상태가 아니라, 반응함수가 지시하는 적정 균형금리에 강력한 정책 관성이 더해져 고착화된 결과다.** 물가 지표가 확실하게 안정 궤도에 진입하기 전까지 금리 인하의 문은 구조적으로 닫혀 있으며, 오히려 완만한 상방 편이가 잔존해 있다. 고용보고서 분석에서 출발한 정책 방향성 진단이 최종적으로 물가 채널로 귀결되는 전개가 다소 이례적으로 느껴질 수 있다. 모형 추정 과정에서 물가 방어 국면 내 고용 변수의 정책 반응은 통계적으로 유의미하게 식별되지 않았는데, 해당 표본 기간이 인플레이션 급등기와 겹쳐 당시 연준의 정책 스탠스가 사실상 물가 제어에만 단일 집중되었기 때문이다. **물가가 연준 목표치를 큰 폭으로 상회하는 구간에서는 통화정책 반응함수 내 고용 지표의 입지가 극도로 축소된다는 점이 본 계량 분석이 제공하는 핵심 시사점이다.** 결론적으로 6월 고용 보고서에서 확인된 질적 악화가 실제 정책금리 인하 스탠스 변화로 이어지려면, 해당 고용 둔화 흐름이 임금 및 서비스 물가의 하향 안정화로 명확히 번역되어 확인되어야만 한다.

[표 2] 반응함수 핵심 모수

모수	추정치	해석
관성 ρ	0.97	금리 경로의 강한 지속성
물가 반응 (고용 지원 국면)	약 2.6	테일러 원리 충족(>1)
물가 반응 (물가 방어 국면)	약 3.6	방어 국면에서 더 공격적 → 비대칭
현재 균형 금리 i^*	약 4.1% (중앙값)	현 수준 상회 → 인하를 정당화할 수준은 아님

자료: 유안타증권 리서치센터

주: 장기 반응은 반응함수의 단기 계수를 $(1-\rho)$ 로 나눈 값으로, 높은 관성 하에서 금리가 최종적으로 도달하는 수준의 반응을 뜻한다. 관성 ρ 와 물가 반응의 비대칭은 데이터에서 추정한 값이며, 국면을 가르는 2.5% 임계는 물가 목표(2%)에 여유분을 더한 가정이다. 방어 국면의 노동 반응은 식별되지 않아(본문 참조) 시뮬레이션은 물가·유가 채널이 정책을 주도하도록 설계했다. i^* 는 계수 재표집(5,000 회)의 중앙값으로 관성이 높아 추정 폭이 넓으며, 인하 이후 수준(3.50%)을 웃돌 확률은 약 70%다.

3.2 시뮬레이션으로 본 정책 경로: 인하는 세 갈래 중 하나, 핵심은 물가 둔화 속도

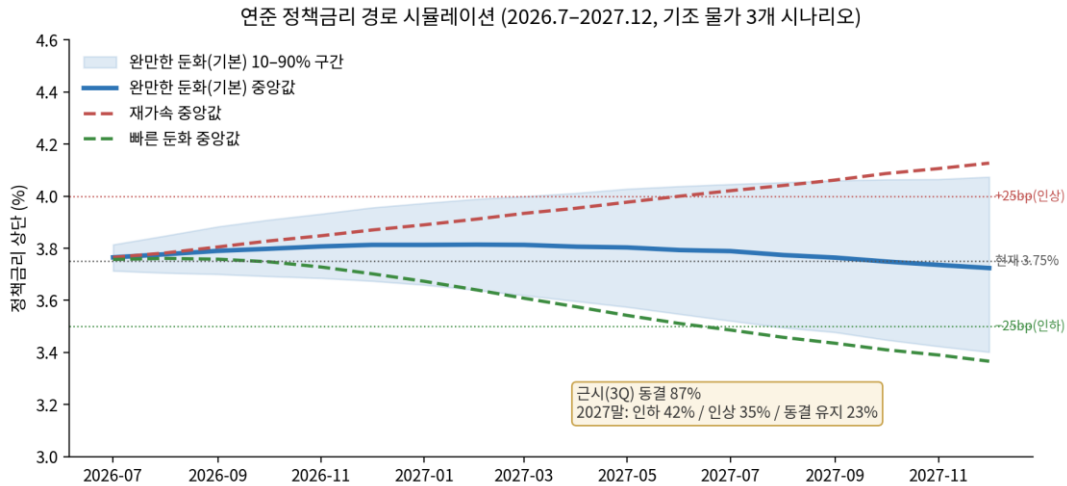
유가(WTI)는 이미 미-이란 분쟁 이전 수준인 배럴당 60달러대 후반까지 회귀해 헤드라인 물가의 하방 요인으로 작용하고 있다. 다만 에너지 품목이 제외되는 근원 물가의 경로는 유가 수준 자체가 아니라 서비스·주거 물가의 둔화 속도가 좌우할 것이다. 이에 당사는 시나리오를 기초 물가(근원 PCE)의 안착 수준 기준으로 완만한 둔화(기본, 50%), 재가속(25%), 빠른 둔화(25%)의 세 갈래로 구분하고, 각 경로를 4,000개씩 전개해 정책 반응함수에 대입한 뒤 2027년 말까지의 연방기금금리 분포를 산출했다([그림 4], [표 3] 참고). 시뮬레이션 결과 도출된 시사점은 다음 세 가지로 요약된다.

첫째, 단기적으로는 금리 동결 시나리오가 압도적이다. 올해 3분기 동결 확률은 87%에 달하는 반면, 연내 금리 인하 확률은 8%에 불과하다.

둘째, 타입라인을 2027년 말까지 확장해도 금리 인하(42%)와 인상(35%) 확률이 팽팽하게 맞서는 구도가 나타난다. 시장이 기대하는 금리 인하는 기정사실이 아니라 세 가지 경로 중 하나에 불과하며, 이러한 3분할 구도는 시나리오 가중치를 20~35% 범위 내에서 조정해도 견고히 유지된다. 3분기 동결 확률은 86~87%로 고정적이며, 인하(36~49%)와 인상(29~41%) 확률은 가중치 변화에 따라 순위가 바뀔 정도로 균형을 이룬다.

셋째, 향후 통화정책의 경로를 가르는 핵심 변수는 기초 물가의 안착 수준이다. 근원 PCE가 2%대 후반으로 완만하게 둔화하는 기본(Base) 경로에서 금리 중앙값은 3.7~3.8%로 사실상 횡보하지만, 재가속 경로에서는 금리 인상 확률이 81%로 지배적이며, 빠른 둔화 경로에서만 금리 인하 확률이 92%로 명확해진다.

[그림 4] 연준 정책금리 경로 시뮬레이션 (2026.7~2027.12)



자료: 유안타증권 리서치센터
 주: 음영은 안정 시나리오의 10~90% 구간

[표 3] 시나리오별 정책금리 경로 확률

시나리오 (가중치)	3Q 동결	2027말 인하	2027말 인상	2027말 금리(중앙)	2027말 근원 PCE
완만한 둔화 (50%)	86%	35%	29%	3.72%	2.47%
재가속 (25%)	83%	4%	81%	4.13%	3.48%
빠른 둔화 (25%)	91%	92%	0%	3.37%	2.41%
확률가중 종합	87%	42%	35%	—	—

자료: 유안타증권 리서치센터
 주: 시나리오당 4,000 경로. 인하·인상은 해당 시점 금리가 현 수준 대비 ±25bp 이상 이동해 있을 확률. 시나리오는 근원 PCE의 안정 수준을 직접 가정하는 방식으로 완만한 둔화 2.7%, 재가속 3.6%, 빠른 둔화 2.2%를 전제하며, 유가·관세 등 비용 충격의 근원 전이는 2차 효과로 처리했다. 표의 확률은 물가 경로의 불확실성을 반영한 것으로 반응함수 계수의 추정 불확실성까지 더하면 실제 분포는 이보다 넓게 봐야 한다.

금리 인하를 정당화하기 위한 전제 조건을 당사 반응함수 기준으로 재해석하면, **근원 PCE가 임계치인 2.5%를 하회하여 정책 국면이 '물가 방어'에서 '고용 지원'으로 전환되어야 한다.** 그러나 기본 경로 기준 근원 PCE 중앙값은 2027년 말에 이르러서야 2%대 중반(2.47%)에 진입한다. 즉, 향후 연준의 피벗은 기정사실화된 경로가 아니라, 물가 지표 하향 안정화가 선행되어야만 열리는 조건부 피벗이다.

이러한 조건부 구조는 새 연준의 행보와도 부합한다. 워시 의장은 취임 후 첫 FOMC에서 “지난 5년을 놓쳤으며 이를 바로 잡겠다”고 강조해 물가 안정을 정책의 최우선 순위에 두었고, 7월 1일 신트라 포럼에서도 물가 수준이 여전히 과도하다며 7월 정책 인하에 대한 선제적 힌트를 일축했다. 다만 핵심적으로 주목할 대목은 현 연준 지도부의 매파적 스탠스가 이념적이고 구조적이라기보다는 '전술적' 성격이 강하다는 점이다. 워시 의장은 본인의 점도표를 제출하지 않고 성명서에서 포워드 가이드언스를 삭제함으로써 스스로를 데이터에 연동시켰다. 이는 기초적 물가의 둔화 흐름이 확인되는 시점에는 언제든지 완화로 돌아설 수 있는 정책적 여지를 남겨둔 것이다. 당사 반응함수의 관점에서 평가할 때, **현재 연준의 강경한 매파 스탠스는 근원 PCE 3.4%가 강제하는 '물가 방어 국면'의 불가피한 정책 대응이며, 향후 물가가 임계치(2.5%) 아래로 복귀할 때 국면이 전환된다는 본 시뮬레이션의 '조건부 피벗' 메커니즘과 방향성이 일치한다.**

IV. 조용한 긴축 국면의 전략적 시사점

세 갈래로 분화된 연준의 통화정책 경로는 현 자산시장에 전략적 시사점을 제공한다. 모델을 통한 분석이 예고하는 핵심 결론은, 명목금리 동결 속에서도 실질 긴축 강도가 자동 증폭되는 **조용한 긴축 국면 아래 자산군별 예리한 전술 차별화를 요구**한다는 점이다.

우선 채권 단기물의 금리 경로와 리스크 분포부터 점검해 보면, 시뮬레이션이 지시하는 정책금리 분포는 뚜렷하게 비대칭적이다. 연내 금리 인하 확률이 8%에 불과한 반면, 2027년 말 기준 금리 인상 확률은 35%에 달해 **단기물 금리에는 하방 호재보다 상방 압박 압력이 우위에 위치**한다. 이러한 분포 구조에서 2년물 국채 금리의 하방 경직성은 뚜렷하다. 연내 인하 프라이싱이 과도하게 위축되는 현상은 데이터상 합당하며, 금리가 횡보하는 동안의 단순 캐리 전술은 유효하나 금리 인하를 겨냥한 듀레이션 확대 전략의 승률은 극히 낮다. 오히려 재가속 경로 현실화 시 인상 확률이 가격에 선반영되며 단기물이 가장 크게 변동할 수 있다는 점에서, **단기물의 리스크는 금리 하락이 아닌 상승 쪽에 집중**돼 있다.

수익률 곡선(커브) 전술을 가르는 핵심 방아쇠는 고용이 아니라 물가 지표다. 기본 경로 상 정책금리 중앙값이 3.7~3.8%로 수평선을 그리는 만큼, 커브 전략의 수익 원천은 방향성 베팅이 아니라 캐리와 롭다운에 국한된다. 단기채 금리가 장기채보다 크게 하락하는 **볼 스티프닝은 근원 및 서비스 물가 둔화가 확인되는 경로(확률 25%)에서만 개방**되는 조건부 시나리오이며, 해당 경로에서만 정책금리 중앙값이 2027년 말 3.37%까지 하락해 단기물의 밸리 여력이 확보된다. 반대로 기초 물가 재가속 시에는 인상 우려가 단기물에 쏠리며 베어 플래트닝과 달러 강세가 재연될 확률이 높다. 결론적으로 커브 포지셔닝은 다음 월간 고용보고서가 아닌, 향후 발표될 PCE 물가 및 핵심 기초 물가 지표 흐름에 연동해 탄력적으로 조절하는 전략이 타당하다.

크레딧과 주식 등 위험자산이 직면한 핵심 거시 환경은 높은 실질금리의 고착화, 즉 '조용한 긴축'이다. 기본 경로에서 명목 정책금리는 3.7%대에 동결되나, 근원 PCE는 현재 3.4%에서 2027년 말 2%대 후반으로 완만하게 식어간다. 명목금리가 고정된 상태에서 인플레이션이 둔화하면, **실질 정책금리는 현재 0.3% 수준에서 0.7~0.8% 레벨로 오히려 구조적 상승**을 겪게 된다. 중앙은행이 명목금리를 인상하지 않아도 실질 긴축 강도가 자동적으로 강화되는 압박 국면이 전개되는 셈이다. 이는 외부 조달 의존도가 높은 파이낸싱 취약 기업과 자체 견고한 현금흐름으로 방어하는 우량 기업 간 조달 비용 격차를 구조적으로 확대하며, **크레딧 스프레드와 주식 밸류에이션의 차별화가 해소될 계기는 당분간 부재**하다. 달러화 역시 87%에 달하는 동결 확률과 인상 꼬리 리스크가 지지하는 금리 차별화 구조 덕분에 하방 경직성이 매우 견고하다.

이러한 여건 아래 채권 운용의 핵심 축은 단순 추세 베팅에서 민첩한 미세 조정으로 이동한다. 기본 금리 경로가 수평적이어서 추세적 자본 차익 기회가 제한되고, 인하(8%) 대비 인상(35%) 위험이 압도적이어서 과도한 듀레이션 확대는 상방 꼬리 리스크에 직접 노출되기 때문이다. 아울러 경로 분화를 결정짓는 변수가 물가 지표에 단일 집중돼 있어, 지표 발표 때마다 금리 확률 분포 전반이 재구성된다. 따라서 **견고한 캐리 수익을 확보하되, 물가 캘린더에 맞춰 포지션을 짧게 끊어가며 촘촘하게 미세 조정하는 전술이 절대적 우위를 점**한다.

주식 시장 역시 동일한 실질금리 채널의 지배를 받는다. 경기 침체 확률이 0%에 수렴해 기업 이익 전망 자체는 훼손되지 않으나, **실적이 무너져서가 아니라 실질 할인율이 상승하면서 펀더멘털 대비 가격 밸류에이션이 취약**해지는 구조적 압박을 겪는다. 실질 할인율 상승이 밸류에이션 멀티플 상단을 누르는 동시에, 임금 상승세 가속과 고용 창출 부문의 축소는 기업 이익 마진을 내부로부터 압박한다.

변동성 메커니즘 또한 일상적인 상향 평준화보다는, **물가 지표 발표일에 시장 반응이 집중되는 형태로** 전개될 공산이 크다. 시나리오 간 금리 상·하단 격차가 워낙 극심해 물가 지표 하나에 의해 정책 확률 분포가 전면 재설정되며, 이 과정에서 시장이 과소 평가해 온 인상 꼬리 리스크(35%)가 가격에 반영될 때마다 금융시장의 변동성이 단속적으로 확대된다. 수급 측면에서도 단기 실질금리 상승은 현금성 자산의 실질 보상을 제고하여 위험자산으로 이동할 대기 자금의 기회비용을 가중시킨다. 요컨대, **조용한 긴축은 가격(할인을 상승)과 수급(기회비용 확대) 양 축에서 위험자산을 동시에 조이는 압박 요인**이다. 다만 이러한 압박은 기본 매크로 환경일 뿐 영구적 결론은 아니다. 기초 물가의 둔화 흐름이 실증되어 인상 꼬리 리스크가 소멸하는 시점에, 자금 유입과 변동성의 역학 역시 완화 국면으로 극적인 반전을 맞이할 수 있을 것이다.

[표 4] 시나리오별 시장 매핑

경로	금리.커브	달러.크레딧
완만한 둔화 (Base)	2년물 하방 경직, 커브 수평 유지	실질금리 상승, 조달 의존형 크레딧 차별화
재가속	단기물 주도 베어 플래트닝	달러 강세, 스프레드 확대
빠른 둔화	단기물 주도 볼 스티프닝	달러 약세, 듀레이션.퀄리티 아웃퍼폼

자료: 유안타증권 리서치센터

V. 결론: 3분기 동결 기준선과 물가 스윙 변수, 그리고 시장 대응

현재 미국 노동시장은 경기 침체가 아니라, **고용 창출 부문이 축소된 '저활력 균형' 국면(침체 확률 사실상 0%)에** 위치해 있으며, 연준은 최소 올해 3분기까지 정책금리를 동결(확률 87%)할 전망이다. 연내 금리 인하 가능성(8%)은 사실상 배제하며, 2027년 말까지의 중기 궤도 역시 인하(42%)와 인상(35%) 옵션이 팽팽하게 맞서는 양방향 개방 국면으로 평가한다. 향후 궤도를 가르는 유일한 스윙 변수는 근원 PCE로 파급되는 물가 둔화 경로다. 근원 PCE가 임계치인 2.5%를 하향 돌파해 통화정책 반응함수 상의 국면이 '물가 방어'에서 '고용 지원'으로 전환되는 시점에 비로소 조건부 금리 인하와 커브 볼 스티프닝이 나타나게 된다.

이러한 기본 전망 시나리오를 기각하고 판단을 수정해야 하는 **첫 번째 반증 조건은 '물가의 상방 고착화' 경로**다. 만약 근원 및 절사평균 PCE가 2.5% 상단에서 고착되고 주거 및 핵심 서비스 물가의 둔화 흐름마저 멈추게 된다면, 이는 유가 하락과 무관하게 기초적 인플레이션이 제어되지 않음을 입증한다. 이 경우 반응함수가 지시하는 적정 균형금리(약 4.1%)와 현 정책금리의 괴리가 해소되지 못한 채 유지되며, **시나리오의 지배적 무게 중심은 2027년 말 금리 인상 확률 81%를 지시하는 재가속 경로로 전이된다.** 이는 단기물 금리의 상방 위험이 현실화되는 국면으로, 수익률 곡선은 가파른 베어 플래트닝으로 기울고 시장의 실질금리 부담은 한층 가중된다.

판단을 수정해야 하는 두 번째 반증 조건은 **'노동 수요의 실질적 냉각' 경로**다. 당사는 앞서 6월 실업률 하락을 노동 공급 위축의 귀결로 진단했으며, 그 판단의 결정적 근거는 임금 상승세 가속(전년 대비 3.5%)이었다. 그러나 향후 경제활동참가율의 추가 하락과 동시에 임금 상승세 둔화 반전이 동반 확인된다면 당사의 공급 위축 해석은 기각된다. 이는 **노동 공급이 위축되는 국면에서 임금 상승세마저 둔화하는 조합은 노동 수요 구조 자체가 빠르게 냉각되고 있음을 명확히 지시하는 시그널이기** 때문이다. 이 국면이 확인될 경우, 현 저활력 균형을 '경기 침체 전이 단계'로 재평가하고 통화완화 판단 시점을 선제적으로 앞당겨야 한다. 특히 앞선 II장에서 확인된 계량 모형의 구조적 후행성을 감안할 때, 확률 지표의 뒤늦은 반동을 기다리기보다 참가율 및 임금 데이터의 방향 전환을 최우선 판단 기준으로 삼아 민첩하게 대응할 필요가 있다.

앞선 분석을 종합해 전술적 시사점을 요약하면 다음과 같다. **채권 단기물은 연내 인하 8%와 중기 인상 35%가 형성하는 뚜렷한 비대칭 분포에 놀려 금리 하방 여력이 엄격히 제한되며**, 위험의 무게 중심은 하락보다 상승 쪽에 쏠려 있다. 수익률 곡선 전술의 방아쇠는 고용이 아닌 물가 지표이며, **커브 볼 스티프닝은 근원 및 서비스 물가 둔화가 실증될 때만 개방되는 조건부 시나리오다**. 해당 조건이 충족되기 전까지 지배적인 거시 환경은 명목금리 동결 속 실질금리가 구조적으로 상승하는 조용한 긴축이며, 외부 파이낸싱 의존도에 따른 크레딧 스프레드와 주식 밸류에이션의 양극화 차별화가 견고히 이어질 것으로 예상된다. **앞선 논의와 전망의 단기 핵심 가늠자는 7월 FOMC 회의와 7월 31일 발표될 6월 개인소비지출(PCE) 물가 지표가 될 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.