

문홍철의 Concise

채권/FX

26. 07. 13

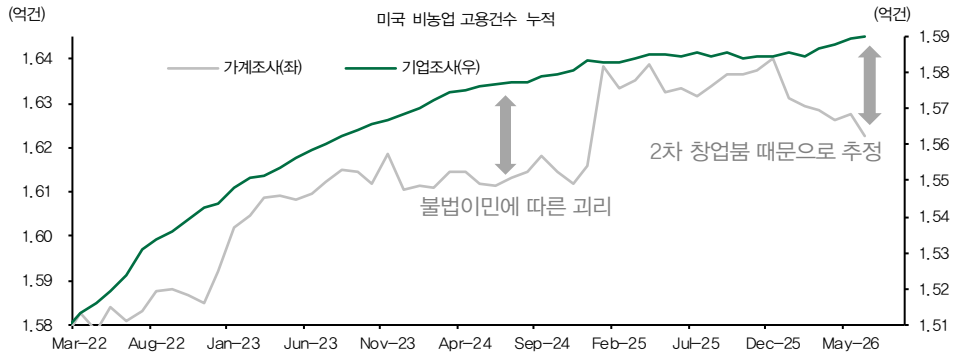
고용지표 의심이 다시 시작되었다

- 거짓말을 안 들리기 위해서는 더 큰 거짓말이 필요하다
- NFP의 창폐업 모델이 다시 한번 더 큰 거짓을 뱉어내고 있다
- 중앙은행 정책이 3Q26까지 긴축성을 띠면서 필요 이상의 고금리를 강요할 수 있다

거짓말을 안 들리기 위해서는 더 큰 거짓말이 필요하다(비농업 지표의 과대계상 가능성): 비농업 고용을 누적해서 그려보면 신기하게도 2025 말부터 급속히 개선되는 모습이 보인다[도표1]. 의심이 많은 입장에서 특별한 원인 없이, 가뜩이나 부정확한 NFP가, 마침 노동통계국장까지 바뀐 상황에서, 특히, 가계조사와 결과가 반대로 가는 그림을 도출한다면 해부해보고 싶다는 욕망을 느낀다. 결론적으로 25년말~올해 상반기중 NFP는 실제 고용을 과장했을 가능성이 크며 향후 또 하향조정될 것으로 예상된다. 우리가 주목하는 것은 이전부터 큰 문제를 일으켰던 기업의 창 폐업 모델이 또 문제를 일으키고 있다는 점이다. 코로나 이후 1인 창업붐의 증가로 인해 동 지표는 실제보다 크게 과대 계상되었던 바가 있다. 수년간 이는 대규모 하향 조정으로 나타났다. 지금 미국에서는 다시 한번 제2의 창업붐이 일어나고 있다[도표2]. 원인은 AI에이전트의 등장과 IT업계의 신입 채용 중단에 있는 것으로 추정된다. 노동통계국장 교체 이후 노동부는 비농업 모델을 일부 수정한 것으로 추정된다. [최근 추세를 보다 적극적으로 반영](#)(링크의 FAQ 9번 참조)하도록 모델을 수정했다고 한다. 이는 그동안의 문제점을 고치기 위한 노력일 수 있지만 문제가 큰 모델의 오차 범위를 더욱 커지게 만들 우려도 동시에 가진 양날의 검이다. 가계조사와 기업조사 간의 방향성 자체가 반대인 것은 위험한 징후다. 2023~24년 양자간의 차이는 불법이민의 집계 방식 때문이라는 합리적인 이유가 있었지만 지금은 아무도 그 이유를 지적하지 못하고 있으며 원인도 불명이다. 우리는 기업 창폐업 모델이 그 원인일 수 있음을 강조하는 바이다.

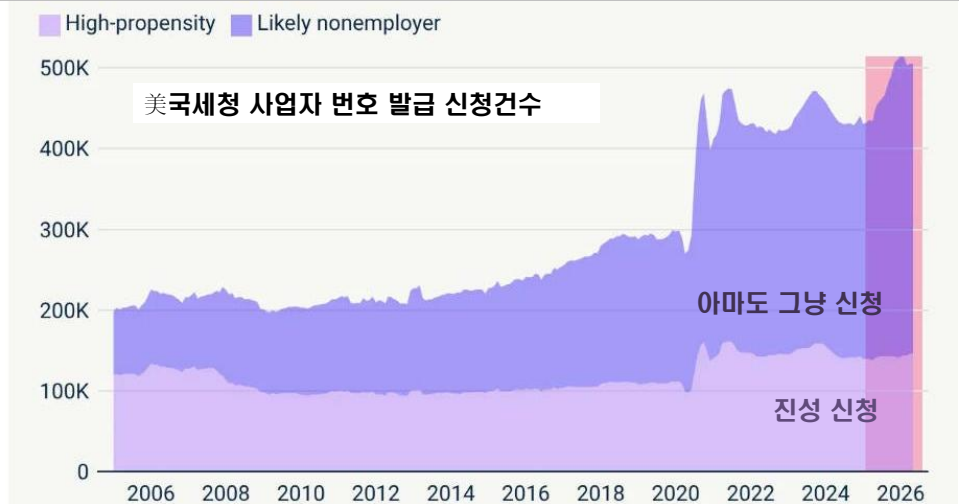
잘못된 지표에도 불구하고 긴축적 포워드 가이드스 이어질 것: 우리의 분석이 사실이라면 중앙은행은 과하게 긴축적인 태도를 유지하는 것이다. 유가도 제자리로 돌아오려 하고 있으며 이번 달 발표되는 미국의 소비자물가 MoM은 헤드라인조차도 낮게 도출될 것이다. 그러나 당분간 중앙은행이 완화적 태도로 전환될 것이라는 기대는 접어들 필요가 있다. 대부분의 중앙은행이 이미 90달러전후의 유가를 연간 가격으로 산정해놓고 있으며 한두달의 유가 하락으로 정책 전환을 하기에는 과거의 포워드 가이드스가 너무 자신만만했다. 내뱉은 말이 있으면 현실이 변하더라도 유연하기 어렵다. 큰 계기가 생기거나 시간이 필요하다. 3Q26까지 중앙은행의 태도는 긴축적일 것이며 상대적 완화 기조로의 정책 전환은 4Q26에나 기대할 수 있다. 국내는 환율, 물가, 성장을 상향 등에 대한 전망으로 이번달을 포함해 하반기 2차례 인상의 시그널이 강하게 나올 것이다. 시장금리는 4회 이상의 금리인상을 선반영했지만 가치가 있다고 해서 당장 금리 하락을 기대하기는 빠른 시점이다. 특히 KRW, JPY 가치가 금리차가 아닌 자본 흐름에 좌우되는 국면에서 환율 안정을 명분으로 한 금리인상은 환율보다는 명목GDP 둔화에 효과적일 것이다.

도표 1. 미국 비농업 고용의 기업조사(녹색선)은 올해 상당폭 개선중. 그러나 가계조사(회색)은 악화일로. 비슷한 과리가 있었던 2023년은 불법이민이라는 명확한 이유가 있었지만 지금은 불법이민이 없다. 양자가 과리가 나는 것은 2차 창업붐이 기업조사의 고용을 과대계상하기 때문으로 추정된다.



자료: DB증권

도표 2. 미국에서는 현재 코로나 1차 창업붐에 이은 2차 창업붐이 불고 있다. 시에이전트로 인해 창업이 과거보다도 훨씬 더 쉬워진 면, IT개발자들이 취업 대신 창업을 선택하는 점이 이러한 추세에 영향을 미치고 있는 것으로 생각된다. 다만 진정성 있는 창업의자라기 보다는 일단 사업자를 등록해보고 나중에 생각 하지는 경향이 더 강한 것으로 추정된다. 이러한 사업자 등록번호 신청은 NFP를 과대 계상하도록 만든다



자료: 미국 인구 통계국

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.