

금리 인상 조건은 없었다

8월 고용보고서 검증과 통화정책의 실질 변수



김호정 Economist
hojung.kim@yuantakorea.com

임지윤 Research Assistant
jiyeon.lim@yuantakorea.com

Summary

8월 미국 비농업 고용은 16만 2,000명 증가하여 시장 컨센서스(5만 3,000명)를 크게 상회했고, 6월과 7월 수치도 합산 5만 5,000명 상향 수정되었다. 발표 직후 CME 페드워치 기준 9월 금리 인상 확률은 49%에서 60% 안팎으로 상승했다. 신규 고용 급증에도 불구하고 실업률은 4.1%로 석 달째 동일하게 유지되었고, 시간당 임금 상승률은 전년 동기 대비 3.1%로 둔화되었다. 대규모 고용 증가에도 실업률이 정체되고 임금이 하향 안정화된 이질적 조합이 8월 고용보고서에서 주의 깊게 살펴봐야 할 핵심이다.

이러한 조합은 노동 공급 측면의 구조적 변화로 설명된다. 이민 유입 급감과 고령화로 인해 실업률을 일정하게 유지하는 데 필요한 실업률 중립 고용(Breakeven Employment)은 월 1만 5,000명에서 8만 7,000명 수준으로 낮아진 것으로 추정된다. 8월에는 경제활동인구가 68만 3,000명 증가하며 참가율이 61.6%로 상승해, 공급 확장이 기준선을 웃도는 고용 증가를 온전히 흡수했다. 노동 수요와 공급이 동반 확대되는 과정에서 임금이 둔화되었다는 점은 8월 고용이 재과열이 아니라 균형 상태에서의 규모 확장임을 시사한다. 아울러 증가분의 상당 부분이 식음료(5만 9,000명)와 지방정부 교육(4만 2,000명) 등 변동성 높은 부문에 기인하여, 기초적 고용 증가는 3개월 평균 7만 1,000명으로 추정 범위 내에 머물러 있다.

한편 구인 배율(V/U)이 1.05로 하락한 베버리지 곡선의 현 국면에서는 실업률 상승 없는 수요 냉각 구간이 소진되어, 추가 긴축의 비용이 구인 감소가 아닌 실업률 상승으로 지불되는 국면에 진입해 있다. 표준 정책 준칙 처방(균형점근 5.60%)과 실제 정책금리(3.63%) 간의 약 2%p 격차 역시 추가 인상의 근거로 기능하기 어렵다. 격차 확대분 1.8%p는 금리 인하(0.7%p), 물가 재상승(0.7%p), 실업률 갭 부호 전환(0.4%p)으로 분해되며, 자연실업률 과대 계상 가능성과 장기 금융여건의 긴축적 현실을 감안하면 실질적 인상 압력은 표면 수치보다 현저히 낮아진다.

정리하면, 금리 인상이 정당화되려면 실업률의 하락 반전, 임금의 재가속, 구인 배율의 재상승이 동시에 확인되어야 하나 8월 보고서에서는 어느 것도 충족되지 않았다. 예상을 상회한 고용 증가는 고용 급랭 우려를 해소해 완화 논리를 약화시켰을 뿐, 과열에 근거한 인상 논리를 지지하지 않는다. 결과적으로 연준 반응함수의 실질 변수는 물가로 수렴하며, 9월 11일 CPI와 15~16일 FOMC가 정책 경로의 핵심 변수령이 될 것이다. 적어도 노동시장 측면에서는 당장의 금리 인상을 정당화할 유효한 근거는 부재하다.

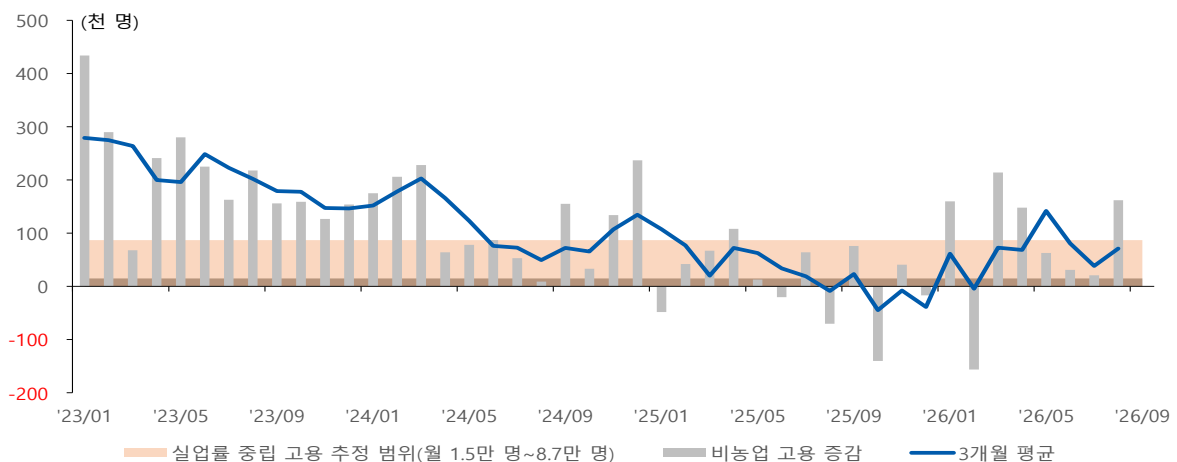
I. 8월 고용의 이질적 조합과 실업률 중립 고용을 통한 진단

8월 미국의 비농업 고용은 16만 2,000명 증가해 시장 예상치(5만 3,000명)를 크게 상회했다. 6월 고용은 2만 명에서 3만 1,000명으로, 7월은 2만 3,000명 감소에서 2만 1,000명 증가로 방향 수정되어 두 달 합계 5만 5,000명의 고용 증가가 추가로 반영되었다. 발표 직후 시카고상품거래소(CME) 페드워치 기준 9월 인상 확률은 49%에서 60% 안팎으로 상승했고, 2년물 금리는 5bp 이상 상승했다. 실업률은 4.1%로 3개월 연속 동일한 수준을 유지했고, 소수 둘째 자리 기준으로는 7월 4.09%에서 8월 4.14%로 소폭 상승했다. 또한 광의 실업률(U-6)은 7.9%에서 7.7%로 하락했다. 한편 시간당 임금 상승률은 전년 대비 3.1%로 7월(3.2%)보다 낮아지며 오히려 저점을 경신했다. 물가의 안정 흐름이 정체를 보이고 있는 국면에서 이러한 임금 둔화는, 노동시장이 추가적인 수요발 물가 압력으로 작용하지 않는 상태에 놓여 있음을 시사한다.

고용 증가가 예상을 큰 폭으로 상회했음에도 실업률이 제자리에 머물고 임금 상승세마저 둔화된 현상은 단순한 노동 수요의 팽창만으로는 설명하기 어렵다. 이러한 이질적인 조합의 배경을 합리적으로 검토하기 위해서는, 현재 실업률을 일정하게 유지하는 데 필요한 월간 고용 증가분인 실업률 중립 고용(Breakeven Employment)을 살펴볼 필요가 있다. 해당 개념을 분석에 도입하면 대규모 신규 고용 창출에도 불구하고 실업률이 하락하지 않는 작금의 노동시장 상황을 구조적으로 진단할 수 있다.

실업률은 고용 증가와 노동 공급 증가의 상대 속도로 결정되므로, 새로 노동시장에 진입하는 구직자가 줄어든 경제에서는 과거보다 적은 고용 증가만으로도 실업률이 유지된다. 현재 미국의 노동시장이 바로 이러한 구조적 공급 둔화 국면에 놓여 있다. 미등록 이민이 순유출로 전환되고 고령화가 겹치면서, 실업률을 방어하기 위한 필요 고용의 기준선 자체가 최근 2년 사이 큰 폭으로 낮아진 것이다. 델러스 연은(2026년 3월)은 실업률 중립 고용이 2023년 약 25만 명에서 2025년 하반기 사실상 0 이하로 내려왔다고 추정해 하향의 방향과 속도를 보여줬고, 세인트루이스 연은(2026년 3월)은 이민 시나리오에 따라 2026년 추정치를 월 1만 5,000명에서 8만 7,000명의 범위로 제시하며 이민 유입 규모에 따른 고용 기준선의 변동 폭을 구체화했다. 연준 이사회의 추정(Murray and Vidangos, 2026)도 동일한 의견을 제시하고 있다. 실제로 지난 1년간 고용 증가폭이 월평균 5만 명 수준에 그쳤음에도 실업률이 4%대 초반에 안정적으로 머문 사실은, 현재 노동시장의 실업률 중립 고용이 해당 추정 범위(1만 5,000명~8만 7,000명) 내에 확고히 자리하고 있음을 실증적으로 뒷받침한다(그림 1). 다만 시카고 연은(2026년 8월)은 인구 통계의 수정 변동성이 이례적으로 큰 현 국면에서는 특정 단일 수치를 고집하기보다 일정한 범위를 열어두고 기준선을 해석하는 것이 분석상 합리적이라는 의견을 제시했다. 필자 역시 현재 국면에 대해 특정 기준점보다는 일정 범위에서 해석하는 것이 타당하다고 판단한다.

[그림 1] 비농업 고용 증감과 실업률 중립 고용 추정 범위



자료: BLS, Fred, 유안타증권 리서치센터

주: 실업률 중립 고용 범위는 세인트루이스 연은(2026년 3월) 추정

동일한 기준을 8월에 적용하면, 헤드라인 지표의 과잉 해석을 경계해야 한다는 결론에 이르게 된다. 8월 고용 증가분 16만 2,000명은 실업률 중립 고용 추정 범위의 상단을 배 가까이 상회하는 수치임에도 실업률은 하락하지 않았다. 같은 달 경제활동인구가 68만 3,000명 늘며 노동시장 참가율이 61.4%에서 61.6%로 동반 상승했기 때문이다. 실업률 중립 고용은 기본적으로 경제활동참가율을 고정한 개념이므로, 경제활동참가율이 0.2%p 상승한 해당 월의 실제 기준선은 기존 추정 범위보다 높게 형성된다. 결과적으로 노동 수요 증가분을 공급 확장이 온전히 흡수하며 노동시장은 균형 상태에 머문 것이다. 이처럼 노동 수요와 공급이 함께 늘어나는 가운데 임금이 오히려 둔화된 8월의 지표 조합은, 노동시장의 재과열이 아니라 균형이 유지된 상태에서 고용의 규모만 커진 것으로 판단한다.

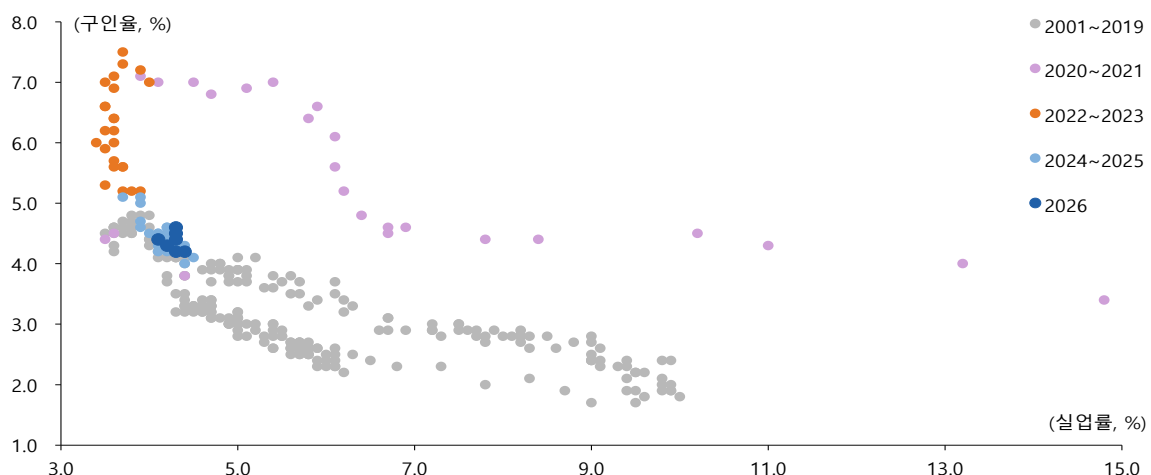
세부 신규 고용 구성 측면에서 살펴보면 표면적인 헤드라인 수치만큼 견고하지 않다. 8월 증가분 가운데 식음료 부문이 5만 9,000명으로 직전 12개월 월평균(약 1만 2,000명)의 다섯 배에 달했고, 지방정부 교육 부문이 4만 2,000명 증가하며 7월의 감소분을 회복하는데 그쳤다. 결국 8월 변동성이 큰 이 두 항목이 전체 고용 증가분의 약 10만 명을 차지했다.

과거 수정치를 모두 반영한 3개월 평균 고용 증가는 7만 1,000명으로, 여전히 실업률 중립 고용 추정 범위 안에 머물러 있다. 반면 최근 1년간 고용 증가를 주도해 온 교육과 의료 부문은 8월에 1만 3,000명 증가하는 데 그쳐 민간 고용 증가분의 10% 수준에 불과했다. 고용 증가의 저변이 넓어진 점 자체는 긍정적이나, 이러한 확산이 구조적 추세로 이어질지 여부는 다음 달 이후의 데이터를 통해 확인할 필요가 있다.

II. 베버리지 곡선의 현재 위치와 긴축 비용의 구조적 변화

노동 수요 측면의 여건은 구인 지표를 통해 명확히 확인된다. 7월 JOLTS 기준(8월분은 10월 초 발표) 구인율은 4.4%, 실업자 1명당 구인 건수(V/U)는 1.05를 기록하며 2022년 정점(2.0)에서 절반 수준으로 내려와 팬데믹 이전 균형권에 도달했다. 구인율과 실업률의 조합을 나타내는 베버리지 곡선을 살펴보면, 2022년 이후의 노동시장 냉각은 실업률 상승을 거의 동반하지 않은 채 기업의 단순 구인 감소만으로 진행되어 왔다(그림 2). 현재의 위치는 곡선의 기울기가 가팔라지는 구간과 완만해지는 구간의 경계 지점에 해당한다. 이러한 곡선의 형태상 여기서부터 추가적인 수요 냉각이 발생할 경우, 이는 단순 구인 감소가 아니라 실업률 상승으로 직결될 가능성이 높다. 결과적으로 실업률 상승 없이 진행되던 수요 냉각 구간은 사실상 소진 단계에 진입한 것으로 판단한다.

[그림 2] 베버리지 곡선: 2001년 이후 국면별 구인율과 실업률



자료: BLS JOLTS, Fred, 유안타증권 리서치센터

한편 구인율 4.4%라는 표면적 수치에 대해서 실업자가 실제 체감하는 채용 여건을 과대평가할 여지가 있다. 세인트루이스 연은의 연구에 따르면 구인 수요의 상당 부분, 많게는 80%가 실업자가 아닌 기존 재직자의 이직으로 충원된다. 팬데믹 특수 국면을 제외할 경우 채용률(7월 3.2%)이 2014년 이후 최저 수준으로 하락했고 퇴직률(1.9%) 역시 동반 저점을 기록했다는 사실은, 현재 노동시장이 채용과 해고가 동시에 위축된 상태에 머물러 있음을 시사한다. 즉, 기업의 해고가 늘지 않아 전체 실업률이 안정되었을 뿐, 실직자와 신규 진입자의 구직 기간은 점차 길어지는 구조다. 8월 고용 지표에서 관찰된 채용 확산이 이러한 노동시장 위축의 실질적 완화를 의미하는지 여부는 향후 JOLTS 발표를 통해 교차 검증할 필요가 있다.

베버리지 곡선의 현재 위치가 통화정책에 갖는 함의는 건축 비용의 구조가 달라졌다는 데 있다. 기업의 구인 수요가 풍부했던 2022~2023년에는 노동 수요 냉각이 채용 계획의 축소로 흡수되어 실업률이 움직이지 않았으나, 구인 배율이 1.05까지 내려온 현재는 단순 구인 감소로 흡수할 여력 자체가 축소되어 동일한 폭의 수요 냉각도 고용 감소로 직접 전이된다. 결국 같은 25bp의 금리 인상이라도 2년 전에는 구인 수요 감소로 지불하던 비용을 이제는 실업률 상승으로 지불하게 되며, 채용과 해고가 동시에 위축된 구조에서 기업의 해고 억제 기초까지 전환될 경우 고용 시장의 조정 속도는 완만하지 않을 수 있다. 이는 노동시장 측면에서 금리 인상의 한계 비용이 커졌다고 판단하는 핵심 근거다.

III. 테일러 준칙 처방 업데이트와 통화정책 기초의 재해석

현재의 노동시장과 물가 여건을 종합할 때, 통화정책 기초가 과도한 건축 영역에 머물고 있는지 객관적인 룰을 통해 검증할 필요가 있다. 7월 코어 PCE(3.3%)와 8월 실업률(4.1%), 의회예산처(CBO)의 자연실업률 추정치(4.4%)를 적용하면, 테일러(1993) 준칙은 5.3%, 실업률 갭에 두 배 가중을 두는 균형접근 준칙은 5.60%가 처방되며 실제 정책금리(실효 3.63%)와의 격차는 약 2%p 수준이다. 반면 연준의 실제 행태에 가깝게 직전 금리에 0.85의 관성을 두는 준칙의 처방은 3.90%로, 현 수준과 0.3%p 차이에 그친다(표 1).

[표 1] 정책 준칙별 처방(2026년 8월 기준)

준칙	처방	비고
테일러(1993)	5.30%	실업률 갭 가중 1배(오콘 법칙 환산)
균형접근	5.60%	실업률 갭 가중 2배, 연준 통화정책보고서 수록형
관성($\rho=0.85$)	3.90%	직전 금리에 0.85 가중, 균형접근을 목표로 수렴
실제(실효 연방기금금리)	3.63%	2026년 8월 평균

자료: Fed, CBO, 유안타증권 리서치센터

주: 인플레이션은 7월 코어 PCE(3.3%), 자연실업률은 CBO 추정(4.4%), 중립 실질금리 r^* 는 1.0% 가정(0.5% 가정 시 각 0.5%p 하락)

실업률 갭에 두 배 가중을 두는 균형접근 준칙에서 확인된 2%p 격차에 대해서 좀더 구체적으로 분해를 통해 확인해 볼 필요가 있다. 1년 전 0.2%p였던 처방 금리와 실제 금리의 격차는 최근 1.8%p 확대되었다. 이 확대분의 성격을 분해하면 세 가지 요인이 도출된다. 첫째, 지난해 말 단행된 세 차례 금리 인하로 실효 정책금리가 4.33%에서 3.63%로 낮아진 영향이 0.7%p를 차지한다. 둘째, 코어 PCE 물가가 2.9%에서 3.3%로 재상승하면서 준칙 내부의 물가 항을 끌어올린 지점이 0.7%p에 이른다. 셋째, 실업률이 4.3%에서 4.1%로 하락함에 따라 실업률 갭 항의 부호 자체가 전환된 지점이 0.4%p를 구성한다. 결과적으로 이미 집행된 통화완화 효과를 제외하면, 테일러 준칙 처방 금리를 상방으로 밀어 올린 실질 변수는 물가다. 즉, 이 격차의 확대는 연준의 정책 실기에 기인한 것이 아니라 물가 둔화가 정체됨에 따라 발생한 구조적 결과로 해석할 수 있다.

0.4%p의 실업률 갭 향 역시 그대로 받아들이기는 어렵다. 준칙의 갭 향은 고정된 자연실업률 추정치에 의존하기 때문이다. CBO가 제시한 4.4%는 이민 유입이 급감하기 이전의 인구 구조를 반영한 값이다. 실업률이 해당 추정치보다 낮은 4.1%에 머물러 있음에도 시간당 임금 상승률이 3.1%까지 둔화하고 있다는 사실은, 현재의 실질 자연실업률이 공식 추정치보다 낮게 형성되어 있으며 결과적으로 실업률 갭 향이 과대 계상되었을 가능성을 시사한다. 이는 1장에서 확인한 실업률 중립 고용의 하향과 일치하는 구조적 배경이다. 만약 자연실업률을 실제 실업률 수준인 4.1%로 가정하여 적용할 경우, 균형점 준칙의 금리 처방은 5.0%로 낮아진다. 현재의 임금 상승률 3.1%는 노동 생산성 증가율을 감안할 때 연준의 2% 물가 목표와 정합하는 수준이다. 따라서 노동시장이 추가적인 물가 압력의 원천이 아니라는 판단은 테일러 준칙의 기계적인 갭 향보다 임금이라는 직접적인 증거에 근거해야 타당하다. 케빈 워시 의장 역시 잭슨홀 연설(8월 28일)에서 과거의 임금 상승률 지표가 미래 물가의 신뢰할 만한 선행 지표가 아니었음을 지적하며 현재의 노동시장을 안정 국면으로 평가한 바 있다.

테일러 준칙이 포착하지 못하는 구조적 변수도 존재한다. 테일러 준칙은 기본적으로 단기금리만을 정책 지표로 반영하기 때문이다. 당사가 「AI가 채우는 만기」(2026년 9월 1일 발간) 보고서에서 확인했듯, 10년물 기간프리미엄은 6월 말 이후 27bp 상승했고, 10년물 실질 금리는 2.3%대에 이르러 통상적인 중립 실질금리 추정 범위(0.7~1.2%)를 130bp가량 웃돌고 있다. 즉, 실제 기업 조달과 자산 가격에 지대한 영향을 미치는 장기 금융 구간에서는 이미 충분히 긴축적인 여건이 형성되어 있다는 의미다. 따라서 단기금리 중심의 처방 격차만을 근거로 추가 인상 필요성을 단정하는 것은 금융시장의 구조적 실상을 온전히 담아내지 못한다. 반면 직전 금리의 관성을 반영한 준칙의 처방(3.9%)이 현 정책금리 수준과 근접하게 수렴한다는 사실은, 연준이 표면적 단기 룰에 매몰되지 않고 금융여건 전반의 실질적 파급 효과를 고려해 왔음을 방증한다.

IV. 당장의 금리 인상을 정당화할 유효한 근거는 부재

앞서 확인한 바와 같이 현재의 통화정책 기조는 이미 충분히 긴축적이며 노동시장의 추가 냉각은 한계 비용을 높이는 국면에 진입해 있다. 이러한 상황에서 통화정책상 금리 인상이 추가로 정당화되기 위해서는 노동시장 내에서 세 가지 조건이 동시에 확인되어야 한다. 첫째는 실업률의 하락 반전, 둘째는 임금의 재가속, 셋째는 구인 배율의 재상승이다. 그러나 8월 고용 보고서에서는 이 세 조건 중 어느 것도 확인되지 않았다(표 2). 헤드라인 고용 증가는 예상을 큰 폭 상회했으나 노동 공급 확장이 이를 온전히 흡수해 실업률은 안정적으로 유지되었고, 임금 상승률은 오히려 저점을 낮췄으며, 구인 지표는 7월까지 균형권에 머물러 있다.

[표 2] 고용 측면의 금리 인상 조건 점검		
조건	8월 결과	충족 여부
실업률 하락 반전	4.1% 유지(둘째 자리 4.09%에서 4.14%)	미충족
임금 재가속	전년 대비 3.1%, 저점 경신	미충족
구인 배율(V/U) 재상승	7월 1.05, 균형권(8월분 10월 발표)	미충족(7월 기준)

자료: BLS, Fred, 유안타증권 리서치센터

따라서 8월 고용보고서에 대한 당사의 판단은 다음과 같다. 노동시장은 현재 통화정책의 추가 금리 인상을 요구하지도, 전면적인 인하를 재개하지도 않는 중립적 균형 상태에 머물러 있다는 판단이다. 헤드라인을 상회한 고용 증가는 고용 급감을 근거로 한 완화 논리를 약화시켰을 뿐, 노동시장 과열을 근거로 한 추가 인상 논리를 지지하지는 않는다. 지표 발표 직후 금리 선물시장에서 추가 인상 확률이 60% 안팎으로 상승한 것 역시 고용 급감 우려가 해소된 데 따른 안도 성격으로 해석하는 것이 타당하다는 생각이다.

결국 통화정책의 향방을 가를 남은 논거는 물가다. 오는 9월 11일 발표되는 소비자물가(CPI)가 9월 15~16일 예정된 FOMC 회의에 있어서 주요한 지표가 될 것으로 판단한다. 연준 내부에서도 월러 이사가 물가 지표의 월간 개선을 전제로 금리 동결 선호 입장을 밝히는 등 정책 경로를 두고 이견이 노출되고 있어, 이번 물가 지표가 가지는 정책적 무게가 커지고 있다.

결국 노동시장이 균형에 머무는 동안 연준 반응함수의 실질 변수는 물가 하나로 수렴하며, 워시 의장이 잭슨홀에서 보인 물가 우선 기조는 이 구도를 공식화한 것으로 볼 수 있다. 이 구도에서 노동 지표의 역할은 추가 인상의 근거가 아니라 정책 전환의 조건 쪽에 가깝다는 판단이다. 실업률이 4%대 중반으로 상승해 완전고용 판단이 흔들리는 시점에는 반응함수의 축이 물가에서 고용으로 이동할 수 있으나, 그 전까지 정책 기조를 실질적으로 움직일 수 있는 변수는 오직 물가의 하향 수렴으로 보인다. 8월 고용보고서는 연준 반응함수의 축이 아직 이동하지 않았음을, 동시에 물가 외의 추가 인상 근거 역시 형성되지 않았음을 동시에 확인해 준 셈이다.

이러한 판단은 통화정책의 다음 국면과도 직결된다. 노동시장이 물가 압력의 원천이 아닌 상태에서 물가 안정 우선 기조가 유지된다는 것은, 곧 기대인플레이션의 앵커를 지키는 과정이 지속되고 있음을 뜻한다. 당사가 지속적으로 강조해 왔듯 앵커가 흔들리지 않은 상태에서 향후 단행되는 금리 인하는 실질금리의 하향 안정화로 이어져, 실물 경기와 부채 부담에 직면한 채권시장에 완충력을 제공할 수 있다. 8월 고용보고서가 확인해 준 노동시장의 균형은 바로 이 정책 경로가 유효하게 작동하고 있음을 보여준다. 결론적으로 기준금리 추가 인상 여부의 판단은 앞으로 발표될 물가 지표에 의해 좌우될 것이나, 적어도 노동시장 측면에서는 당장의 금리 인상을 정당화할 유효한 근거가 부재하다는 점이 이번 8월 고용보고서가 남긴 핵심적인 발견이다.

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.