

채권 브리프

고용은 식어도, 금리는 쉽게 식지 않는다

Bond Brief

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com

Check Point

- 민간 고용은 +10만 명 내외를 예상. 전망 범위는 +8만~12만 명. 전체 비농업 고용 증가폭보다 민간 채용이 이어지는지가 중요
- 8월 증가를 주도한 음식점·주점 외에 제조·건설·의료·사업서비스로 고용이 넓어지는지 점검할 필요
- 실업률은 4.1% 유지 전망. 4.2%로 오르더라도 참가율 상승에 따른 결과인지, 취업자 감소와 실직 증가 때문인지 구분해야 함
- 그 외 임금이 8월의 전월비 +0.3% 수준을 넘어 재가속하는지, 총노동투입이 유지되는지 확인
- 당사 기본시나리오에는 민간 고용 +10만 명 내외·실업률 4.1% 유지, 연준의 12월 추가 인상 전망. 2년물 가격은 약보합(금리 보합~소폭 상승), 10년물 금리는 보합~소폭 하락을 예상
- 만약 예상과 달리 고용이 크게 둔화하면 2년물 금리는 하락할 수 있지만, 10년물의 지속적인 안정에는 물가·유가·기간프리미엄 완화가 필요

8월 고용 반등, 정말 추세 전환인가?

미국채 10년물 금리가 전일 5.2%를 돌파하며 상승세를 이어간 만큼, 이번 9월 고용보고서는 금리의 다음 방향을 가를 핵심 변수로 판단된다. 시장은 이미 연준의 추가 인상 가능성과 높은 금리의 장기화를 반영하고 있으며 여기서 고용까지 강하게 확인되면 5.2%를 넘어서는 상승 압력이 커질 수 있다. 반대로 노동시장 둔화가 확인된다면 최근 금리 상승세를 제어하고, 현 수준에 안착하기 어렵다는 판단에 힘이 실릴 것이다.

8월 미국 고용은 16.2만 명 증가하며 침체 우려를 낮췄지만, 앞선 두 달의 증가폭은 월평균 2.6만 명에 그쳤다. 따라서 9월 보고서의 관건은 고용 반등이 한 차례 더 반복되는지보다 채용이 민간 업종 전반으로 확산되고 임금 압력도 높아지는지가 될 것이다. 두 조건이 함께 확인되면 8월 반등을 일시적 회복으로 보기 어려워지고, 연준의 추가 인상 전망과 장기금리 상승 압력이 강화될 수 있다. 반면 고용 증가가 다시 둔화되고 임금이 안정된다면 노동시장이 물가 압력을 재차 키우고 있다는 우려는 약해질 수 있다.

8월 고용보고서 리뷰: 반등은 확인, 추세 회복은 아직

우선 직전 발표된 8월 고용의 주요 결과를 세부적으로 살펴보면 미국 비농업 취업자는 전월보다 16.2만 명 증가했다. 6월과 7월 증가폭도 합계 5.5만 명 상향 수정됐다. 7월 고용이 감소에서 증가로 바뀌면서 노동시장 급랭 우려는 완화되었다는 해석이다. 다만 수정 후에도 6~7월 평균 증가폭은 2.6만 명에 그친다. 8월 한 달의 반등을 지속적인 채용 회복으로 해석하기에는 이른다. 또한 고용 증가의 구성은 엇갈렸다. 음식점·주점에서 5.9만 명, 지방정부 교육에서 4.2만 명이 늘어 두 부문이 전체 증가폭의 약 62%를 차지했다. 반면 정보업은 2.3만 명 감소했고, 의료업 증가폭은 1.3만 명으로 최근 12개월 평균인 3.2만 명에 못 미쳤다. 제조업은 1.6만 명 증가해 개선 흐름을 이어갔지만, 8월 수치만으로 민간 전반에 채용이 확산됐다고 보기는 어렵다는 해석이다. 또한 가계조사에서는 경제활동참가율이 61.4%에서 61.6%로 상승한 가운데 실업률이 4.1%를 유지했다. 취업자와 노동시장 참가자가 함께 늘었다는 점은 긍정적이라고 볼 수 있다. 시간당 임금은 전월비 0.3% 증가해 고용 반등이 즉각적인 임금 재가속으로

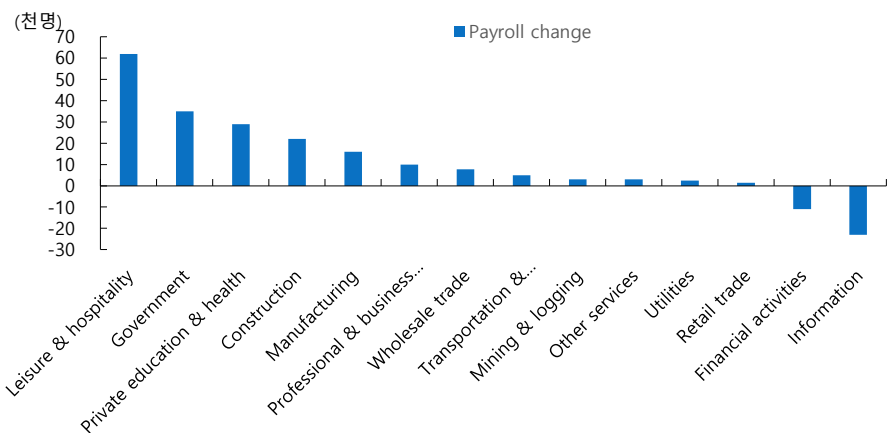
연결되지는 않았다. 즉 8월 미국 고용의 핵심은 급랭 우려를 덜어냈지만, 회복의 폭은 아직 좁다는 점이며, 결국 9월 지표에서는 8월의 증가세가 반복되는지, 민간 업종 전반으로 확산되는지가 관건이 될 것으로 보인다.

표1. 8월 미국 고용 관련 주요 지표 결과: 반등은 확인, 추세 회복은 아직. 9월 지표에서는 8월의 증가세가 반복되는지, 민간 업종 전반으로 확산되는지가 관건

지표	8월 결과	채권시장 관점
비농업 취업자	+16.2만 명	고용 급랭 우려 완화
6월·7월 취업자 수정치	+3.1만 명·+2.1만 명	합계 5.5만 명 상향됐지만 직전 두 달의 증가세는 약함
민간 취업자	+12.7만 명	정부 부문을 제외해도 증가
실업률	4.1%, 전월과 동일	고용 둔화가 실업을 상승으로 이어지지는 않음
경제활동참가율	61.6%, 전월 대비 +0.2%p	노동공급 확대
시간당 평균임금	전월비 +0.3%, 전년대비 +3.1%	임금 재가속 신호는 제한적
주당 평균근로시간	34.4시간, 전월 대비 +0.1시간	취업자 수와 함께 노동투입도 증가

자료: iM증권 리서치본부

그림1. 미국 8월 고용 증가의 업종별 기여: 8월 비농업 고용은 16.2만 명 늘었지만, 음식점·주점(+5.9만 명)과 지방정부 교육(+4.2만 명)이 증가분의 약 62%를 차지



자료: BLS, iM증권 리서치본부

9월에 확인할 것은 고용의 폭과 임금

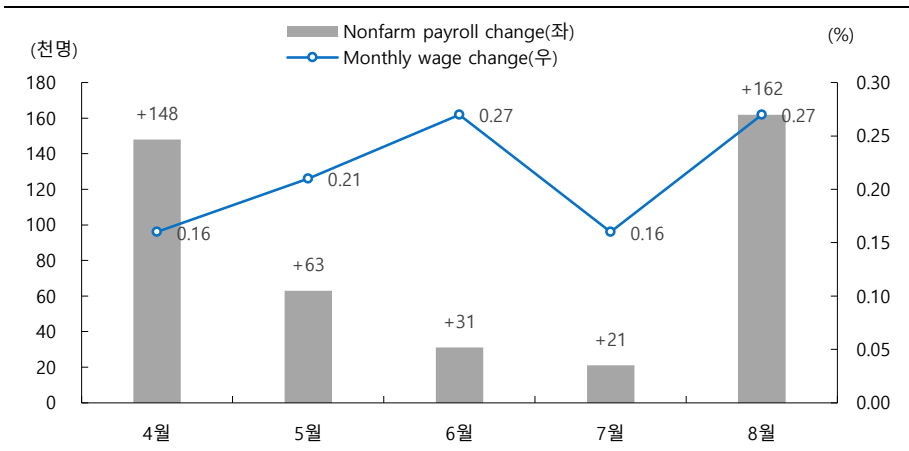
9월 고용보고서에서 가장 먼저 볼 것은 비농업 취업자 증가폭 자체보다 8월 반등이 민간 업종 전반으로 확산되는지다. 8월 취업자는 16.2만 명 늘었지만 음식점·주점과 지방정부 교육의 증가분이 합계 10.1만 명으로 전체의 약 62%를 차지했다. 특히 지방정부 교육은 전월 감소를 상당 부분 되돌린 성격이 있다. 즉 9월에도 헤드라인이 양호하더라도 소수 업종이 증가를 주도한다면 고용 회복의 지속성을 높게 평가하기 어렵다.

민간 부문에서는 제조업·건설업의 증가세 유지, 의료업의 회복, 전문사업서비스와 소매업의 채용 개선을 함께 확인해야 한다. 8월 제조업은 1.6만 명 증가했으나 의료업은 1.3만 명 늘어 최근 12개월 월평균 증가폭인 3.2만 명에 못 미쳤다. 정보업은 2.3만 명 감소했다. 9월에 증가 업종이 넓어지면 고용 수요가 여전히 견조하다는 근거가 된다. 반면 음식점 등 일부 업종의 채용이 약해지는 동시에 다른 업종이 이를 메우지 못한다면 8월 반등은 일시적인 것으로 해석될 수 있다.

이전 달 수정치와 근로시간은 헤드라인의 신뢰도를 가르는 지표다. 8월 발표에서 6~7월 고용은 합계 5.5만 명 상향 수정됐지만, 수정 후 월평균 증가폭도 2.6만 명에 불과했다. 9월 발표에서 8월 수치가 다시 하향 조정되면 한 달간의 반등이라는 평가마저 약해질 수 있다. 반대로 상향 수정되고 주당 근로시간이 8월의 34.4시간을 유지하거나 늘어난다면 기업의 노동 수요가 취업자 수 이상으로 견조하다는 뜻이다.

또한 국내시장에서 더 중요한 조합은 고용의 폭과 임금의 동반 변화다. 8월 시간당 평균임금은 전월비 0.3%, 전년비 3.1% 상승했다. 9월에 채용 업종이 넓어지고 임금 상승률까지 높아지면 연준의 12월 추가 인상 전망에 힘이 실리며 2년물 금리의 상승 압력이 커질 수 있다. 반대로 고용 증가가 일부 업종에 집중된 상태에서 임금이 안정된다면, 헤드라인 서프라이즈가 나오더라도 미국채 10년물의 5% 안착을 뒷받침하는 근거는 제한적일 것으로 예상된다.

그림2. 미국 고용 증가폭과 임금상승률: 고용 증가폭은 7월 2.1만 명에서 8월 16.2만 명으로 반등. 시간당 임금 상승률은 전월비 0.3%로, 고용 반등과 함께 뚜렷하게 가속되지는 않음



자료: BLS, iM증권 리서치본부

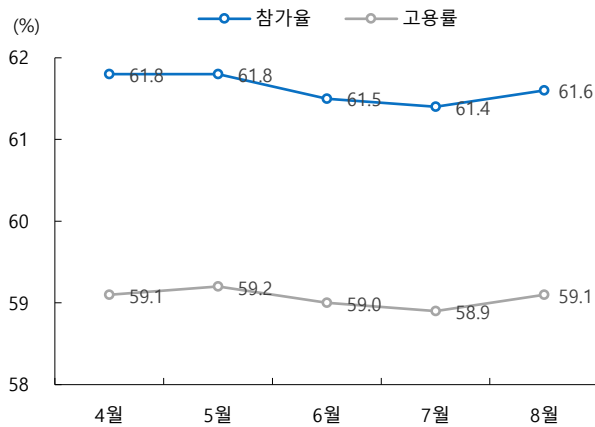
실업률 4.1%의 속내

8월 미국 실업률은 4.1%로 전월과 같았다. 그러나 가계조사의 인원 변화를 보면 노동시장이 정체된 것은 아니다. 경제활동인구가 68.3만 명 늘었고, 취업자도 56.9만 명 증가했다. 동시에 실업자는 11.5만 명 늘었다. 실업률은 소수 첫째 자리에서 같지만, 공표 인원으로 계산한 비율은 7월 약 4.09%에서 8월 약 4.14%로 소폭 상승했다. 노동시장에 들어온 사람이 크게 늘었고, 그중 상당수가 일자리를 얻은 결과로 읽는 것이 보다 정확하다. 실업자 증가를 곧바로 해고 확대로 해석할 근거도 약하다. 8월 실직자 및 임시직 종료에 따른 실업자는 전월보다 6.4만 명 줄었고, 자발적 이직자는 12.1만 명 늘었다. 경제적 이유로 시간제 근무를 하는 사람도 41.4만 명 감소했고, 광의실업률(U-6)은 7.9%에서 7.7%로 하락했다. 다만 장기실업자는 15.9만 명 증가한 193만 명으로, 전체 실업자의 27.0%에 달한다. 즉 숫자만 놓고 보면 단기적인 고용 회복과 장기실업 부담이 공존하는 모습이다.

9월 실업률 또한 4.1%를 기본 시나리오로 전망한다. 8월에는 경제활동참가율이 61.6%로 오르는 가운데 취업자가 56.9만 명 늘어, 노동시장에 들어온 인력을 상당 부분 흡수했다. 이 흐름이 이어진다면 실업률이 단기간에 크게 상승할 가능성은 낮다. 다만 8월 실업자 수도 11.5만 명 증가했고 장기실업자는 193만 명에 달해, 노동시장 수요가 충분히 강하다고 보기도 어렵다. 위험은 오히려 4.2% 쪽으로 열려 있다. 참가율 상승이 이어지는데 취업자 증가가 다시 둔화되면 실업률은 4.2%로 높아질 수 있다. 이 경우에도 노동공급 확대에 따른 상승인지, 취업자 감소와 실직 증가를 동반한 상승인지 구분해야 한다. 전자라면 미국채 금리 하락 압력은 제한적일 수 있지만, 후자라면 연준의 추가 인상 기대가 약해지며 2년물 중심으로 금리가 하락할 가능성이 크다. 반대로 실업률 4.1% 유지와 민간 고용의 확산이 함께

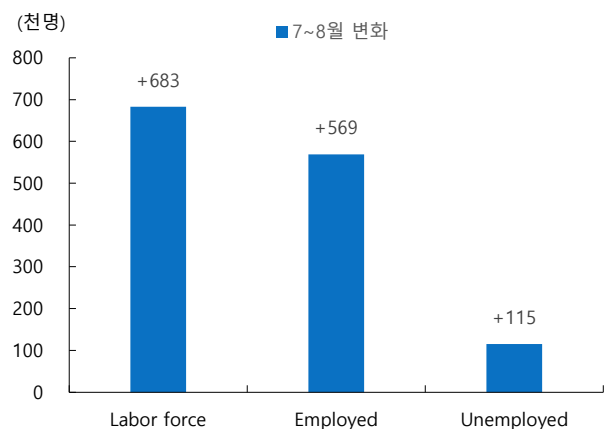
확인되면 이는 연준의 연내 추가 인상 전망을 지지하는 결과로 해석될 수 있으며, 2년물을 중심으로 금리가 재상승할 가능성도 충분히 남아 있다.

그림3. 미국 고용 내 참가율, 고용률 추이: 참가율이 61.4%→61.6%, 고용률이 58.9%→59.1%로 반등. 실업률이 그대로였어도 노동시장 활동은 늘었음



자료: BLS, iM증권 리서치본부

그림4. 7~8월 주요 변화: 경제활동인구 +68.3만 명 가운데 취업자 +56.9만 명, 실업자 +11.5만 명의 변화



자료: BLS, iM증권 리서치본부

9월 고용보고서 전망: 연준의 추가 인상과 미국채 10년물 5% 초반 안착을 함께 판단

미국 9월 고용보고서는 연준이 연내 한 차례 더 인상할 수 있는지를 검증하는 첫 핵심 지표다. 연준은 9월 정책금리를 3.75~4.00%로 25bp 인상했다. 점도표에서는 18명 중 16명이 연말까지 최소 한 차례 추가 인상에 해당하는 금리 수준을 제시해 연말 정책금리 중간값은 4.1%다. 당사 역시 추가 인상 시점을 12월로 전망한다. 따라서 이번 9월 보고서는 고용이 단순히 증가했는지가 아니라, 연준이 물가 부담에도 고용 둔화를 우려해 인상을 멈춰야 할 정도인가에 있을 것이다.

세부적으로는 9월 민간 취업자는 전월 대비 10만 명 내외 증가할 것으로 전망한다. 8월의 12.7만 명보다 증가폭은 둔화하겠지만, 제조업·건설업과 서비스업 전반에서 채용이 유지된다면 고용 급랭 신호로 보기는 어렵다. 9월 실업률은 4.1% 유지를 예상한다. 이와 함께 민간 채용이 여러 업종으로 확산되고 시간당 임금이 재가속한다면 12월 인상 전망의 근거가 강화될 것이다. 이 경우 2년물은 정책금리 경로를 빠르게 다시 반영할 가능성이 크다. 반대로 실업률이 4.2%로 오르더라도 참가율 상승 때문인지, 취업자 감소와 실직 증가 때문인지 구분해야 한다. 후자에 임금 하락까지 동반될 경우 추가 인상 기대 축소와 2년물 금리가 함께 낮아질 여지는 커질 수 있다. 즉 실업률 이외에도 민간 고용·이전 달 수정치·임금의 조합이 보다 중요해 보인다.

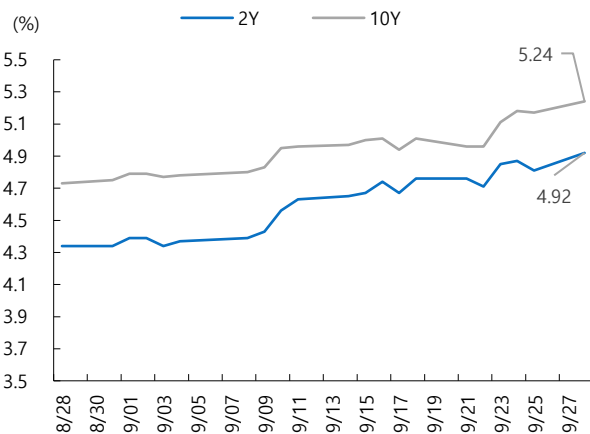
10년물의 경우 고용보고서로 인한 영향은 추가 가속 여부 보다는 5% 위에서 머무는 근거가 강화되는지가 더 중요하다. 강한 고용과 임금 상승이 함께 나타나면 정책금리 경로뿐 아니라 인플레이션 위험에 대한 경계도 유지된다. 반면 고용만 견조하고 임금이 안정된다면 단기물의 상승 압력이 장기물보다 클 수 있다. 10년물의 지속적인 움직임에는 이후 물가, 유가와 기간프리미엄의 확인이 필요하다. 당사의 기본 판단은 고용 둔화가 확인되더라도 10년물 하락 폭을 고용지표만으로 크게 열어두기는 어렵다는 것이다. 실업률 상승과 임금 둔화가 동반되면 5% 아래로 되돌아갈 명분은 생긴다. 그러나 유가와 인플레이션 기대가 높게 유지되면 고용 약화가 곧바로 장기금리 안정으로 이어지지 않을 수 있다. 반대로 고용과 임금이 모두 강하면 2년물의 추가 인상 재가격과 10년물의 5% 이상 체류가 동시에 나타날 수 있으며, 당사의 12월 인상 전망에 가장 부합하는 시나리오다.

표2. 9월 미국 고용 발표 결과에 따른 연준 통화정책과 미국 국채금리 반응

9월 발표 결과	연준의 추가 인상 판단	미국채 2년물	미국채 10년물
고용 확산 + 임금 재가속	12월 인상 전망 강화	상승 압력 확대	5% 이상 체류 가능성 강화
고용 건조 + 임금 안정	12월 인상 전망 유지	보합~상승	2년물보다 상승 압력 제한
고용 둔화 + 실업률 상승 + 임금 안정	인상 기대 약화	하락 압력 확대	물가·유가도 안정되면 5% 아래 복귀 가능
고용 둔화 + 임금 재가속	성장 둔화와 물가 부담이 충돌	변동성 확대	인플레이션 위험이 금리 하락을 제약

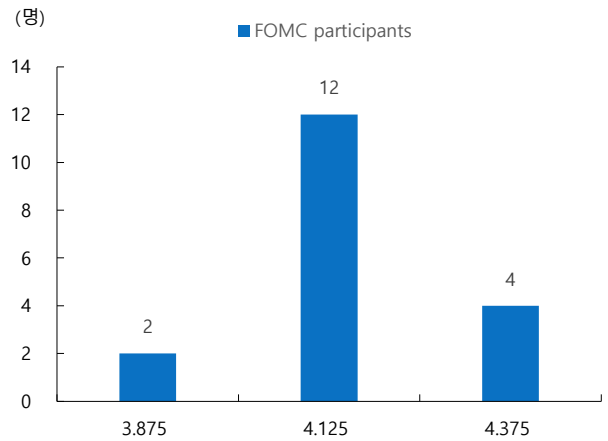
자료: iM증권 리서치본부

그림5. 9월 미국채 2년, 10년 금리 변화: 9월 고용 발표는 이미 높아진(9/28 기준 5.24%) 장기금리의 지속성을 테스트할 것



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 연준의 2026년 말 정책금리 점도표: 추가 인상은 이미 연준 전망의 중심에 있으며, 9월 고용은 그 전망에 대한 시장의 확신을 강화시키는 지표



자료: Fed, iM증권 리서치본부

Compliance notice

· 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.

· 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김명실)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.