



## Fixed Income

### Compliance Notice

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



Analyst 김성훈 sanghun.kim@hanafn.com  
RA 허성우 deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 9월 12일 | Global Asset Research

# BondView

## 과거 침체 때와 다른 미국 고용시장

### 9가지 케이스로 살펴본 미 고용

미국 노동통계국 (BLS)는 가계 대상으로 CPS (Current population Survey)를 매일 진행한다. CPS는 크게 3가지 (E: 취업자 수 / U: 실업자 수 / N: 비경제활동인구)로 분류된다. 노동가능인구 내 각 항목들은 자유롭게 이동이 가능하기에, 3가지 변수를 활용해 총 9가지 케이스로 나눌 수 있다.

#### \*\* 9가지 케이스 정리

##### 1) 취업자 관련

EE: 연속 취업자 / EU: 취업자 → 실업자 전환 / EN: 취업자 → 비경제활동인구 전환

##### 2) 실업자 관련

UU: 연속 실업자 / UE: 실업자 → 취업자 / UN: 실업자 → 비경제활동인구

##### 3) 비경제활동인구 관련

NN: 연속 비경제활동인구 / NE: 비경제활동인구 → 취업자 / NU: 비경제활동인구 → 실업자

7월 실업률이 4.3%까지 반등함에 따라 삼월에 부합하기 시작했다. 8월 실업률은 소폭 낮아졌지만 (4.2%), 3개월 이동평균으로 산출되는 삼률 공식에 따라 7월 0.53% → 8월 0.57%로 증가하며 2개월 연속 삼률에 부합했다. 과거 삼률 부합 평균 47개월 전에 침체에 돌입했다고 가정 시, 이번 사이클에서 시장이 가정할 수 있는 침체 돌입 구간은 올해 3월이다. 과거 4차례 침체 구간과 현 고용시장을 비교하기 위해 총 3가지 기준을 활용했다. ① 침체 시작 후 케이스 별 증감 ② 침체 시작 후 케이스 별 비중 ③ 고용 및 실업 유입(Inflow)과 유출 (Outflow).

① 침체 시작 후 케이스 별 증감 활용 시, 1990년 이후 4차례 경기침체 (NBER 기준) 구간과 현재 사이클이 상이한 흐름을 보이는 지표는 크게 3가지이다. (1) 연속 취업자 수 감소 (EE 감소) (2) 비경제활동인구 → 실업자 전환 증가 (NU 증가) (3) 실업자 → 비경제활동인구 증가 (UN 증가). 이번 사이클의 경우 경제활동인구 내 연속 실업자 수는 여전히 증가하고 있고, 비경제활동인구와 실업자 간 전환도 3월 이후 감소하고 있기 때문이다.

② 침체 시작 후 케이스 별 비중 활용 시, 대표적으로 연속 실업자 비중 (UU 비중)의 경우 과거 침체 구간과 상이한 흐름을 보이고 있다. 해당 비중은 전체 실업자 수 대비 연속 실업자 비중을 의미하는데, 2020년을 제외하면 과거 3차례 침체 구간에서 UU 비중은 크게 상승했다 (3차례 침체 시작~종료 당시 평균 8.1%p 상승).

8월 기준으로는 50.3%로 과거 침체 구간 (3차례 평균 47.6%) 보다 절대적인 수치는 높은 편이지만, 비중은 유지되고 있기 때문이다. 전월비 증감 기준으로도 8월에는 7월 대비 0.1%p 하락했다. 한편, 팬데믹 당시 UU 비중이 감소했던 이유는 해당 비중의 분모인 실업자 (U)를 구성하는 항목 중 취업자 → 실업자 전환 (EU) 급증에 기인한다.

③ 고용 및 실업 유입 (Inflow)과 유출 (Outflow) 지표로 살펴보면, 현 고용시장 수준이 침체를 우려할 만한 수준은 아니라고 판단된다. 먼저 고용 유입 (Inflow)는 EU + NE의 합이며, 고용 유출 (Outflow)은 EU와 EN의 합을 의미한다.

과거 4차례 침체 구간에서 고용 유출과 유입은 상반된 흐름을 보였으며, 공통적으로 고용 유출이 유입을 크게 상회하는 특징을 보였다. 단, 현재 사이클에서의 고용 유입과 유출 비중은 유사한 수준이다 (8월 기준 고용 유입 2.34% / 유출 2.30%). 아직까지 고용 유입이 유출을 상회하고 있으며, 7월 대비로도 고용 유입 비중 증가, 유출 비중은 감소하는 추세를 보이고 있다 (3개월 이동 평균 기준).

실업 유입과 유출의 경우에도 동일한 방식으로 산출된다. 실업 유입 (Inflow)는 EU + NU의 합이며, 실업 유출 (Outflow)는 UE + UN의 합으로 이루어진다. 특히 실업 유입은 실업률 추이를 가늠하는데 유용한 지표로 활용된다. 당연한 결과이겠지만 실업 유입은 실업률과 유사한 흐름을 보였기 때문이다.

과거 실업률 상승은 실업 유입이 급격하게 증가했을 때 발생했으며, 실업 유입 추세가 전환되었을 때 실업률도 둔화되는 모습을 보였다. 과거 4차례 침체 구간 당시 실업 유입 추세를 살펴보면 실업률 상승은 노동력 확장이 뒷받침될 때 상승했다는 점을 주목할 필요가 있다. 실업 유입을 구성하는 2가지 항목 (EU와 NU) 모두 침체 시작 이후 증가했기 때문이다. 팬데믹을 제외하면 공통적으로 비경제활동인구 → 실업자 전환 수 (NU)가 취업자 → 실업자 전환 수 (EU)를 상회했다.

이번 사이클의 경우 과거 침체 구간과 상이한 흐름을 보이고 있다. (1) 과거 침체 구간에서 급격하게 상승했던 실업 유입은 미미한 수준이며 (2) 실업 유입 상승을 주도했던 NU 항목은 오히려 올해 3월 이후 (-)를 기록하고 있기 때문이다. 결국 실업률의 proxy로 활용되는 실업 유입이 유의미하게 상승하기 위해서는 2가지 항목 모두 상승 추세를 확인할 필요가 있다.

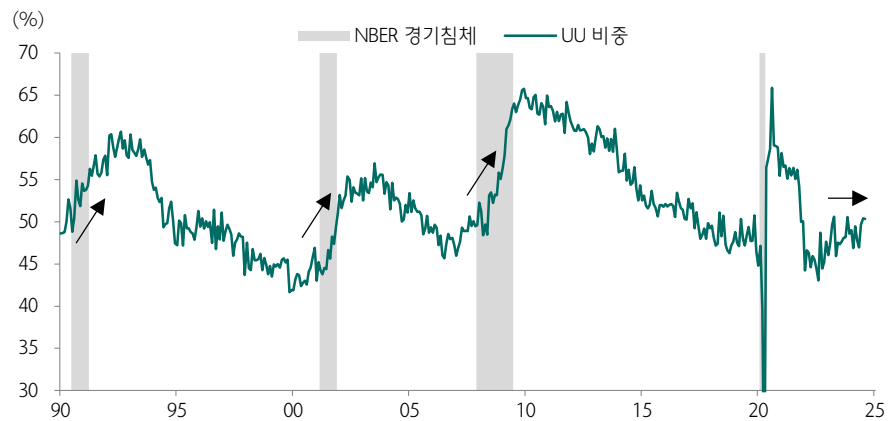
한편, 1970년 이후 역대 침체 기간에 실업률은 침체 전 저점 대비 평균 +3.4%p 상승했다. 이번 사이클에서의 실업률 저점 (3.4%) 적용 시, 6.8% 수준까지 올라가야 현재 시장이 반영 중인 9~12회 인하를 뒷받침 할 수 있을 것이라고 판단된다. 다만, 실업률 상승을 주도하는 실업 유입 내 항목들은 과거 침체 당시 추세와 상이한 흐름을 보이고 있기에 실업률의 급격한 상승은 제한적이다. 결국 이번 사이클에서의 인하는 보험성 인하 (Insurance Cut)의 성격이 짙다는 판단이다.

도표 1. 과거 경기침체와 다른 현재 사이클

항목별	1900/07~1991/03	2001/03~2001/11	2007/12~2009/06	2020/02~2020/04	2024/03~
EE	↓	↓	↓	↓	↑
UE	↑	↑	↑	↓	↑
NE	↓	↓	↓	↓	↓
EU	↑	↑	↑	↑	↑
NU	↑	↑	↑	↑	↓
UU	↑	↑	↑	↑	↑
EN	↓	↓	↓	↑	↓
UN	↑	↑	↑	↑	↓
NN	↑	↑	↑	↑	↑

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 침체 구간 당시 연속 실업자 비중 (UU 비중)은 급격하게 상승



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 팬데믹 제외 UU 비중은 평균 +8.1%p 상승

NBER 침체 시작	NBER 침체 끝	침체 시작 UU 비중 (%)	침체 끝 UU 비중 (%)	UU 비중 변화 (%)
1990-07-31	1991-03-31	48.8	54.3	5.5
2001-03-31	2001-11-30	44.2	49.3	5.1
2007-12-31	2009-06-30	49.6	63.4	13.8
2020-02-29	2020-04-30	47.1	14.3	-32.8
평균 (2020년 제외)				8.1

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 침체 구간 당시 고용 Outflow는 Inflow를 항상 상회

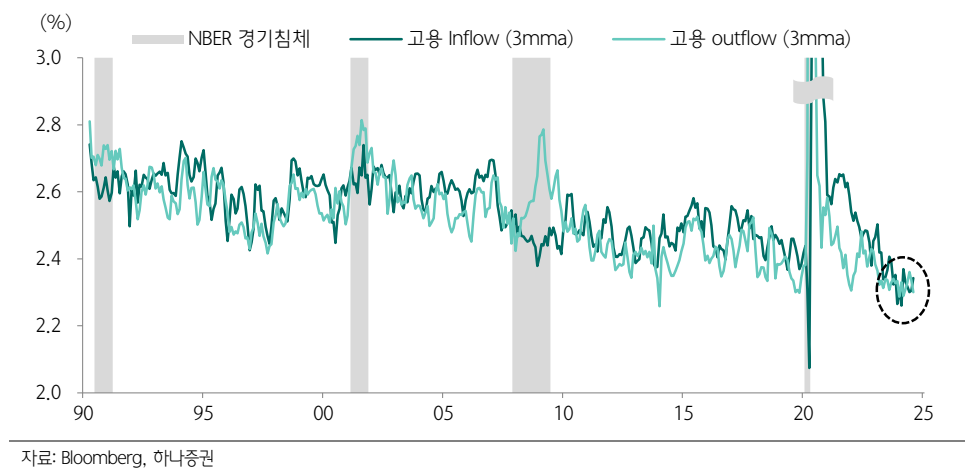


도표 5. 1990~1991년 침체~36개월

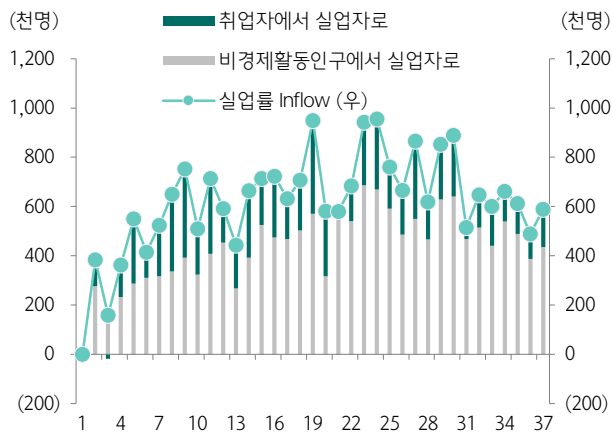


도표 6. 1990~1991년 침체~36개월

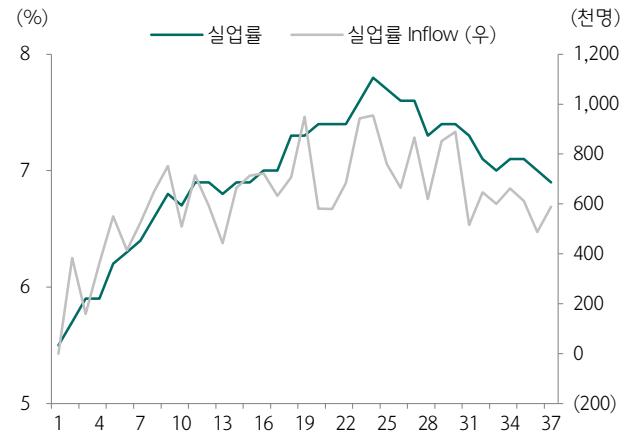


도표 7. 2001년 침체~36개월

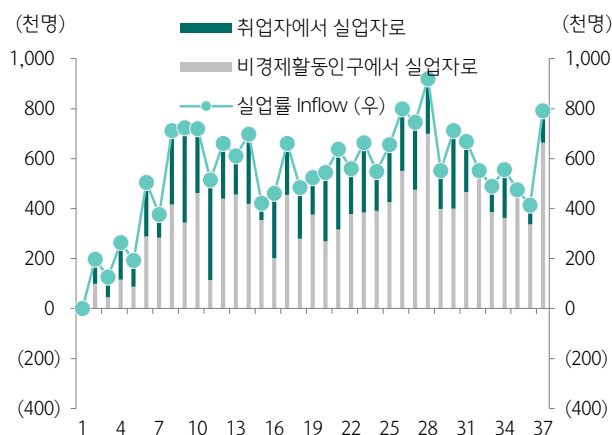


도표 8. 2001년 침체~36개월

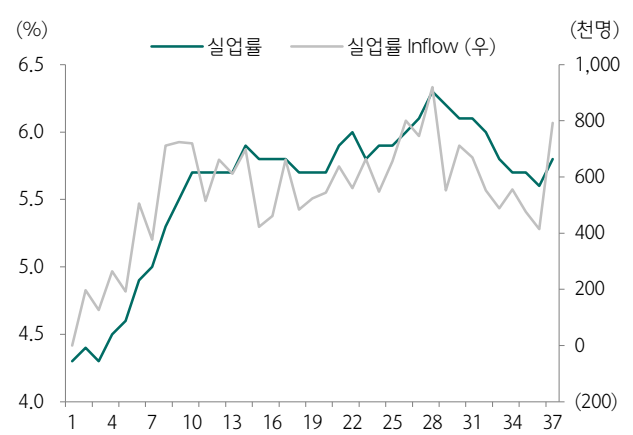
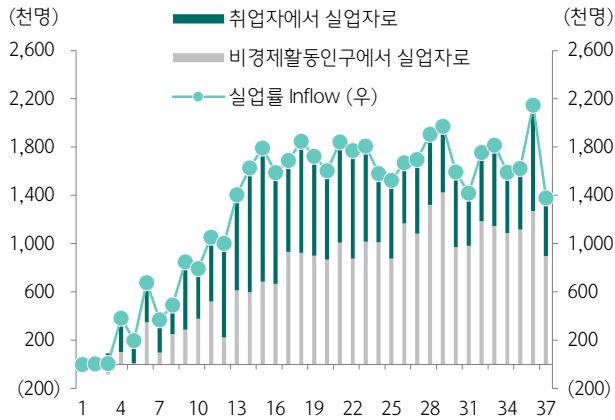
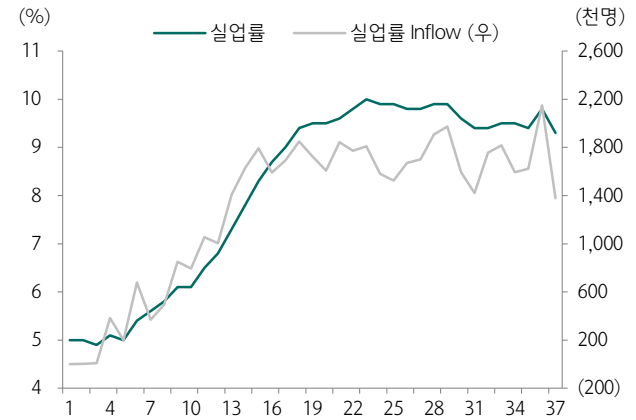


도표 9. 2007~2009년 침체 ~36개월



자료: Bloomberg, 하나증권  
주: T-1은 침체 시작 후 1개월

도표 10. 2007~2009년 침체 ~36개월



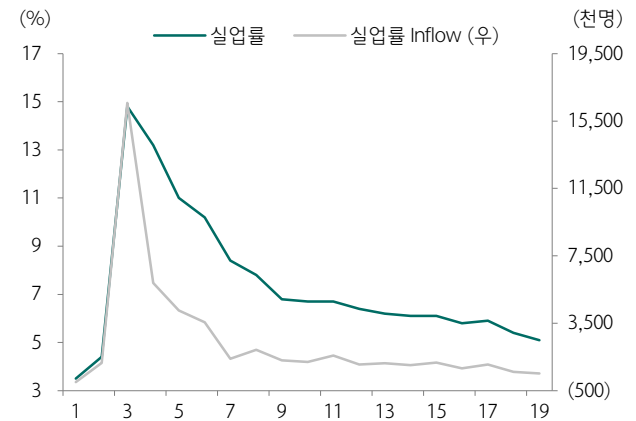
자료: Bloomberg, 하나증권  
주: T-1은 침체 시작 후 1개월

도표 11. 2020년 침체~18개월



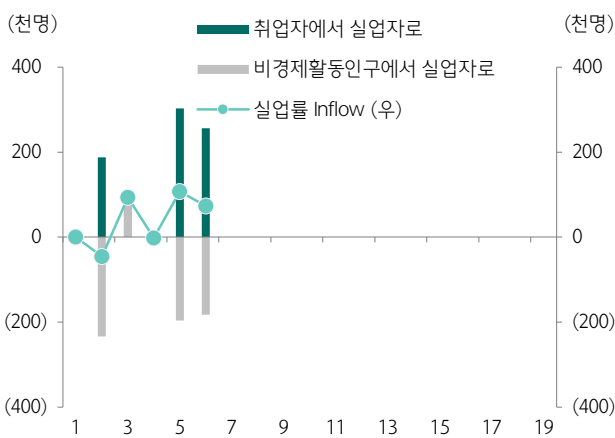
자료: Bloomberg, 하나증권  
주: T-1은 침체 시작 후 1개월

도표 12. 2020년 침체~18개월



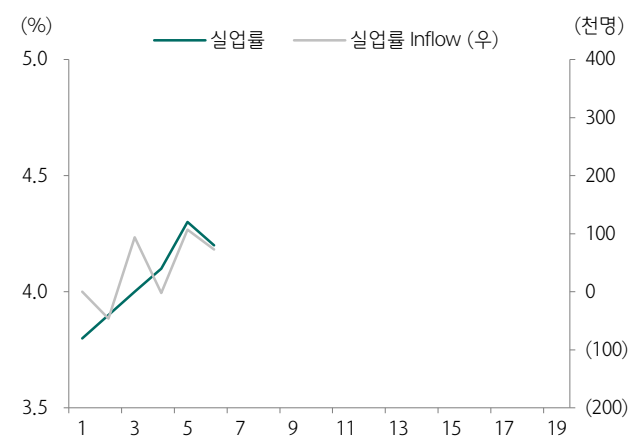
자료: Bloomberg, 하나증권  
주: T-1은 침체 시작 후 1개월

도표 13. 삼월에 근거한 올해 3월 침체~18개월



자료: Bloomberg, 하나증권  
주: T-1은 침체 시작 후 1개월

도표 14. 삼월에 근거한 올해 3월 침체~18개월



자료: Bloomberg, 하나증권  
주: T-1은 침체 시작 후 1개월

도표 15. 과거 침체 당시 실업률 저점 대비 평균 상승 폭은 3.4%p

기간	침체 전 실업률 저점 (%)	침체 후 실업률 고점 (%)	실업률 저점 대비 상승 폭 (%)
1970년 초반	3.4	6.1	2.7
1970년 중반	4.6	9	4.4
1970년 말~1980년 초	5.6	7.8	2.2
1980년 초반	7.2	10.8	3.6
1990년 초반	5	7.8	2.8
2000년 초반	3.8	6.3	2.5
2000년 후반	4.4	10	5.6
2020년 초반	3.5	14.8	11.3
팬데믹 제외 평균 (%)			3.4

자료: Bloomberg, 하나증권