

별 걸 다 보여주는 매트로

노동 공급 제약과 재정 취약성에 직면한 미국

김호정 Economist
02 3770 3630
hojung.kim@yuantakorea.com

임지윤 Research Assistant
02 3770 3527
jiyeon.lim@yuantakorea.com

 유안타증권
Yuanta Securities (Korea)



마이너스 이민이 미국 경제에 미칠 충격

2025년 12월, 미국 비농업고용(NFP)은 5만 명 증가에 그쳤다. 컨센서스를 소폭 하회하는 수치만 보면 노동시장이 냉각되고 있다고 생각하기 쉽다. 그런데 같은 달 실업률은 오히려 4.5%에서 4.4%로 하락했다. 고용 증가가 미미한데 실업률이 떨어졌다면, 이는 무엇을 의미할까? 답을 찾아보면 일자리를 찾는 사람 자체가 줄어든다는 결론을 내릴 수 있다.

Brookings-AEI는 2025년 미국의 순이민이 마이너스로 전환되었다는 통계를 발표했다. 순이민자수 추정치는 최대 -29.5만 명에 육박한다. 해당 수치는 큰 시사점을 제공한다. 지난 수년간 미국 노동 공급의 성장은 이민자에서 비롯되었다. 실제 미국 태생 노동연령 인구의 자연 증가는 이미 수년 전부터 거의 정체 상태였다. 의회예산처(CBO)의 추정에 따르면 2000년대 초 미국 태생 노동연령 인구는 매년 평균 164만 명씩 증가하며 안정적인 노동력을 공급했다. 그러나 팬데믹 이후 해당 인구는 매년 평균 27만 명씩 감소하는 추세로 반전되었다. 이러한 구조적 상황에서 이민 정책 규제 강화는 노동시장의 공급을 위축하는 결과로 연결되고 있다.

연준의 분석에 따르면 과거에는 실업률을 안정적으로 유지하려면 매월 10만~15만 개의 새 일자리가 필요했다. 그런데 지금은 상황이 완전히 달라졌다. Brookings-AEI에 따르면 2025년 하반기 기준 실업률을 유지하기 위해 필요한 새 일자리는 월 2만~5만 명 수준으로 떨어졌다고 추정했고, 2026년에는 이 수치가 마이너스로 전환될 수 있다는 전망을 내놓았다. 즉, 고용이 줄어들어도 2026년에는 실업률이 상승하지 않을 수 있다는 뜻이다.

임시보호지위(TPS, Temporary Protected Status) 프로그램의 종료도 다가옴에 따라 노동공급 축소를 가속화할 수 있다. Penn Wharton Budget Model(PWBM)에 따르면, 2025년 말까지 약 70만 명 이상의 TPS 보유자가 법적 지위를 상실했으며, 이 중 55만 명은 합법적으로 일하고 있는 근로자들이었다고 한다. 특히 TPS 근로자들은 노동 서비스, 건설, 운송 분야에서 높은 비율로 일하고 있다. 이들의 갑작스러운 이탈은 특정 미국 내수 부문에서 비용 인상 등 충격으로 전이될 수 있다.





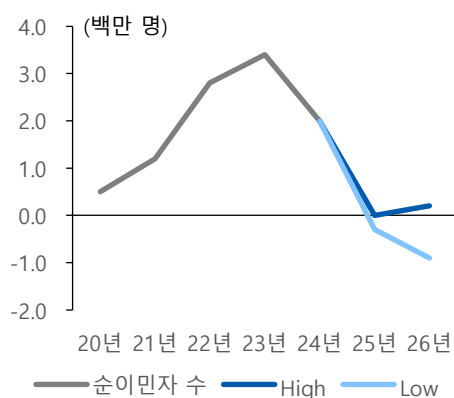
연준의 정책 실기 가능성과 채권시장에서의 경계

현재는 연준의 통화정책을 전망하기 어려운 상황이다. 안나 폴슨 필라델피아 임시 연준 총재는 2026년 전망에서 '신중한 낙관론'을 제시하며, 인플레이션이 연말까지 2% 수준으로 복귀할 합리적 가능성이 있다고 평가했다. 주거 인플레이션이 2024년 9월 5.1%에서 2025년 9월 3.7%로 하락한 것이 주요 근거다. 그러나 동시에 노동시장 악화 리스크가 다소 높아졌다고 인정하며, GDP 성장과 고용 둔화 사이의 괴리가 풀려야 할 과제라고 강조했다.

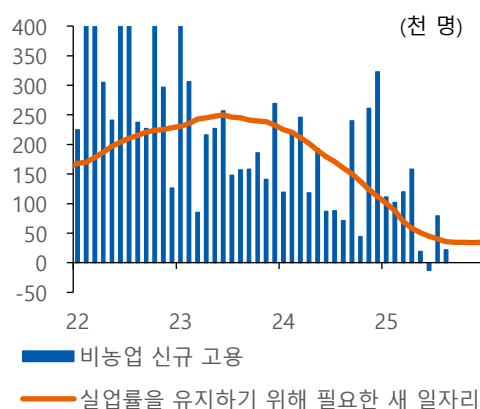
이러한 과제 속에서 이민정책으로 인한 노동공급 감소는 전형적인 경제의 공급 충격 요인으로 볼 수 있다. 공급 충격의 특징은 성장과 인플레이션이 반대 방향으로 움직이지 않는다는 것이다. 수요 충격이라면 성장 둔화가 인플레이션을 낮추겠지만, 공급 충격은 성장이 둔화되면서도 인플레이션 압력이 유지될 수 있다.

만약 연준이 현재의 고용 둔화를 수요 약화로 오인해 금리를 인하한다면, 노동공급 제약으로 인한 임금 상승 압력을 자극하여 인플레이션 압력이 발생할 수 있다. 시장은 이미 이러한 위험을 적시하고 있다. 연준의 인플레이션 통제 능력에 대한 의구심은 채권시장 참여자들의 경계감을 높이고 있으며, 이는 장기 금리의 기간 프리미엄(Term Premium) 상승으로 나타나고 있다.

2025년 미국의 순이민이 최대 마이너스로 전환



실업률을 안정적으로 유지하기 위해 필요한 일자리는 감소



자료: Brookings-AEI, 유안타증권 리서치센터

자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 유안타증권 리서치센터





필립스 곡선의 비선형성과 정책적 한계

시카고 연준의 분석(Chicago Fed Letter, No. 475)에 따르면, 팬데믹 이후 미국의 필립스 곡선은 과거보다 눈에 띄게 가팔라졌다. 이는 인플레이션을 낮추기 위해 감내해야 했던 실업률의 상승 폭이 과거보다 현저히 작아졌음을 의미한다. 즉, **실업률의 미세한 상승만으로도 인플레이션을 상당 부분 억제할 수 있는 '정책적 효율성'이 극대화된 구간에 진입한 것으로** 해석된다. 또한 샌프란시스코 연준(SF FedViews, 2025)은 이러한 현상이 노동 시장의 유휴 인력이 극히 적은 상태에서 기인한다고 분석했다. 노동 시장이 매우 타이트할 때는 베버리지 곡선(실업률-빈 일자리 관계) 역시 가파른 기울기를 가지는데, 해당 구간에서는 기업들이 실제 해고(실업 증가) 대신 '빈 일자리(구인 공고)'만 줄여도 임금 상승 압력이 빠르게 해소되면서 인플레이션을 효과적으로 제어할 수 있었기 때문이다.

현재 미국 노동 시장은 이민 정책 강화로 인해 비농업고용(NFP) 손익분기점이 월 2만~6만 명 수준으로 급격히 낮아진 상태이다. 이처럼 노동 공급이 극도로 제한된 상황에서는 필립스 곡선과 베버리지 곡선 모두 매우 가파른 형태를 띠게 된다. 이 구간에서는 기업들이 실제 해고를 단행하기보다 채용 공고만 줄여도 노동 수요 과잉이 빠르게 해소되며, 실업률의 큰 상승 없이 인플레이션을 억제할 수 있는 우호적 환경이 조성된다.

그러나 노동 수요의 약화가 가속화되어 비농업고용이 하향 조정된 손익분기점(월 2~6만 명)을 지속적으로 하회하기 시작하면, 노동 시장은 비선형적인 변곡점을 통과하게 된다. 빈 일자리와 실업자의 비율은 팬데믹 직후 2.0에는 육박했으나 2025년 3분기 기준 1.2 수준에 머물러 있다. 하지만 해당 비율이 1.0 이하(임계치)로 하락하면, 이 지점부터는 기업들이 구인 공고를 줄이는 것만으로는 충분치 않아 실제 해고가 늘어나기 시작한다. **노동 시장 내 유휴 인력이 본격적으로 누적되어 구인 인원보다 실업자가 더 많아지면, 베버리지 곡선상의 위치는 가파른 수직에서 완만한 수평 구간으로 급격히 이동한다. 곡선이 평탄해짐에 따라 동일한 1%p의 인플레이션을 낮추기 위해 감내해야 하는 실업률 상승 폭(희생비율)이 급증하게 되며, 경제의 경착륙 리스크가 본격화될 수 있다.**

결국 연준이 단순 고용 둔화만을 보고 완화 정책을 펼친다면, 완만해진 필립스 곡선 위에서 물가는 잡지 못한 채 실업률만 자극하거나, 공급 제약에 따른 임금 상승으로 인플레이션이 재발하는 최악의 시나리오에 직면할 위험이 존재한다.





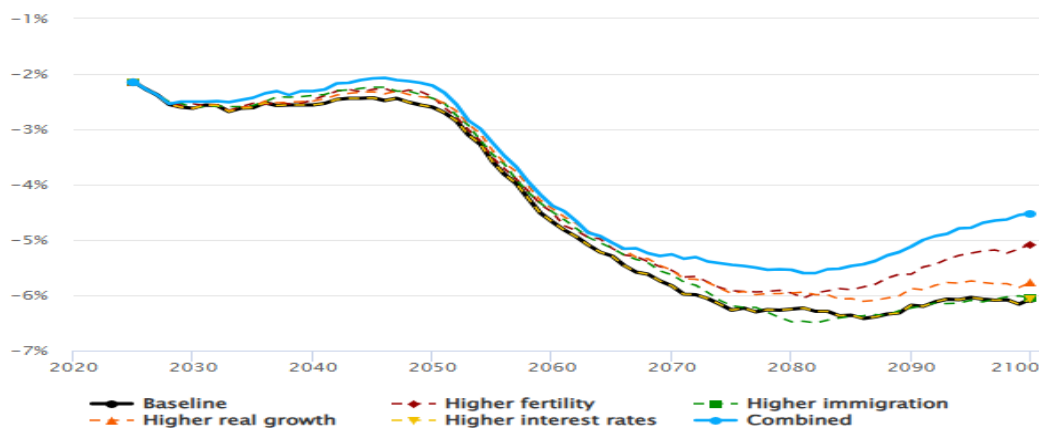
지속 불가능한 재정 경로

노동공급 충격과 통화정책 딜레마는 단기적인 관점의 우려요인이지만, 미국 재정에 대한 구조적 문제는 장기적인 경제의 충격으로 작용할 수 있다. 2025년 OBBBA의 통과로 2017년 세금감면법(TCJA)의 주요 조항들이 영구화되었다. 감세 연장 자체는 단기 성장을 지지하지만, 장기적 관점에서는 비용이 수반된다.

CBO 추정에 따르면 OBBBA는 이자비용 포함 향후 10년간 약 4.1조 달러의 부채를 추가할 전망이다. Brookings의 분석에 따르면, 재정지출이 2026년 1분기 GDP 성장을 약 2.3%p 끌어올리겠지만, 추가적인 지출 증가 없이는 성장에 대한 기여도는 점차 줄어들게 된다. 그리고 세입 감소와 부채 증가(4.1조 달러 추가)로 인한 이자 비용 부담은 장기적으로 정부의 재정 여력을 압박하며 잠재 성장률을 끌어내리는 요인이 될 수 있다.

미국 재정에 대한 문제는 사회보장 신탁기금의 고갈로 인해 더 복잡한 상황이다. Penn Wharton Budget Model(PWBM)에 따르면 2034년 기금 고갈 이후 지급률은 83%로 하락하며, 2099년에는 69%까지 하락한다. 결국 이를 메우기 위해 필요한 급여세율 인상이나 지출 삭감은 정치적 관점에서 실행하기 어려울 것이다. 또한 출산율 및 이민 확대, 실질임금 성장 가속, 금리 인상 등 경제 성장에 호의적인 모든 외부 변수를 동시에 낙관적으로 적용하더라도 상황이 크게 나아지지 않았다. 모든 낙관적 시나리오를 동시에 적용해도 장기 재정적자는 4.2%에서 3.64%로 약 13%만 개선되어 근본적인 문제는 해결되기 어려워 보인다.

출산율, 이민 확대, 실질임금 성장 등 경제에 긍정적인 변수를 낙관적으로 적용해도 장기 재정적자는 해결하기 어려움



자료: Penn Wharton Budget Model(PWBM), 유안타증권 리서치센터



구조적 전환기에 있는 미국 경제

이민 감소는 노동공급을 축소시켜 단기적으로 노동 공급을 긴축시키지만, 장기적으로는 세수 기반을 약화시킨다. TPS 근로자 55만 명의 이탈은 연간 수십억 달러의 세수 손실을 의미한다. 동시에 고령화로 인한 사회보장 지출 압력은 계속 커지고 있다.

결국 재정적자가 확대되면 국채 발행이 늘고, 이는 장기금리 상승 압력으로 이어진다. 연준이 인플레이션 억제를 위해 금리를 유지하는 가운데 재정적자까지 장기 금리를 자극한다면, 민간 투자와 소비가 위축되는 '구축효과'가 발생할 수 있다. 이러한 상황에서 재정과 금융 여건은 점점 더 제약적으로 변해가고 돌발 변수에 취약해질 수 있다.

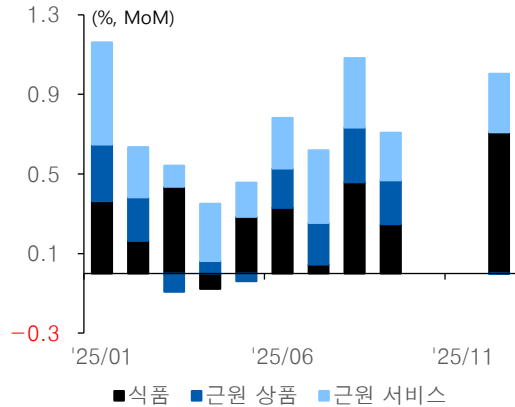
현재 미국 경제의 상황을 통해 두 가지 함의를 도출할 수 있다. 첫째, 비농업고용(NFP)보다 실업률이 더 중요한 지표가 되었다. 낮은 비농업고용이 반드시 노동시장 약화를 의미하지 않으며, 향후 연준의 정책 경로와 시장의 방향성은 비농업고용의 절대치보다 실업률의 변화 추이 및 노동시장 내 유휴 인력의 가시화 여부에 의해 결정될 것으로 전망한다.

둘째, 노동공급 제약에 따른 임금 상승 압력과 관세 정책으로 인플레이션의 경직성은 유지될 가능성이 높다고 생각된다. 이로 인해 연준의 긴축적 스탠스는 당분간 유지될 가능성이 높다.

현재 미국 경제는 단순히 경기 사이클의 변동을 지나 구조적 전환기에 있다. 노동 공급 제약에 따른 임금 하방 경직성과 관세 정책 등 보호무역주의 강화는 인플레이션의 조기 안정을 방해하는 요소이다. 이는 연준이 시장의 조기 완화 기대와 달리 상당 기간 긴축적 스탠스를 유지하게 만드는 근거가 될 것으로 보인다.

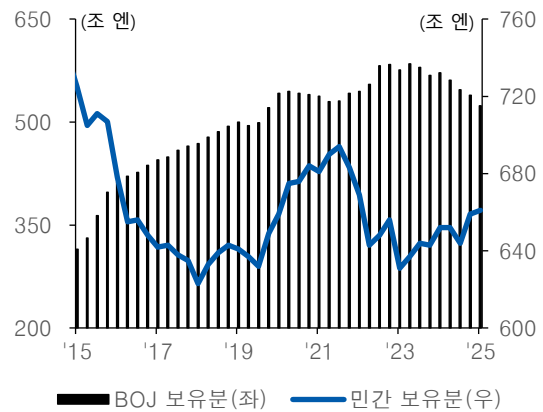


미국 12월 CPI(YoY 2.7%)는 컨센 부합: 식품이 상승 주도



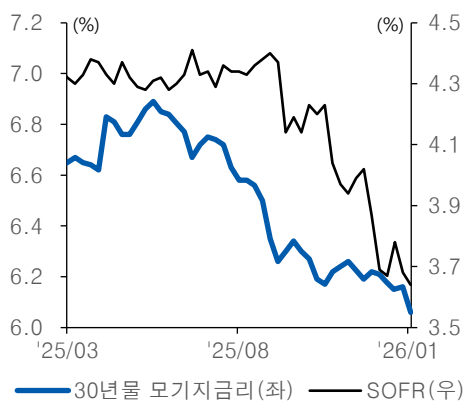
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

BOJ의 국채매입 축소에 따라 민간시장 소화 물량 증가 중



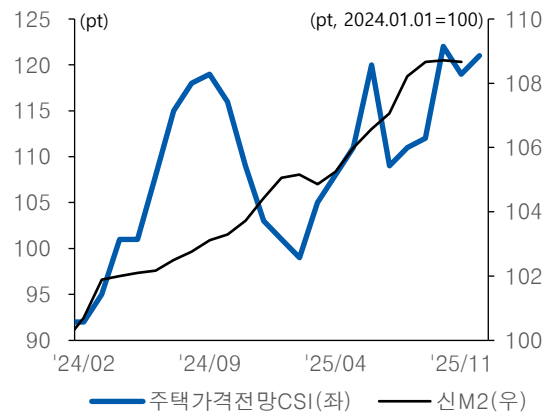
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 모기지금리 3년래 최저치 하락 및 SOFR 금리 안정화



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

한국 기준금리 2.50% 5연속 동결



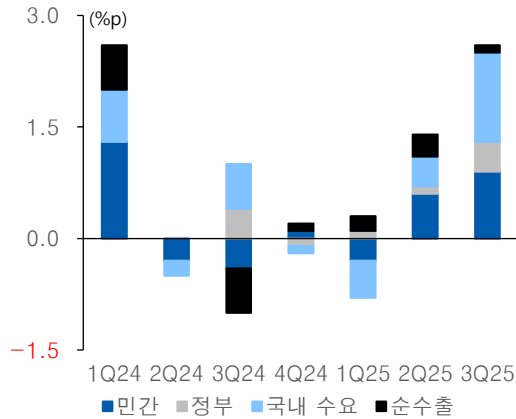
자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

지난주 주요 경제 지표 발표 결과

발표일자 (한국시간 기준)	국가	경제지표 (이벤트)	기간	예상치	발표치	이전치
1월 13일(화)	미국	CPI MoM	12월	0.3%	0.3%	-
	미국	NFIB 중소기업낙관지수	12월	99.2	99.5	99.0
1월 14일(수)	한국	실업률	12월	2.7%	4.0%	2.7%
	중국	수출 YoY	12월	3.1%	6.6%	5.9%
	일본	공작기계수주 YoY	12월 P	-	10.6%	14.8%
	미국	PPI MoM	10월, 11월	0.1%, 0.2%	0.1%, 0.2%	0.6%, 0.1%
	미국	소매판매 MoM	11월	0.5%	0.6%	-0.1%
1월 15일(목)	미국	연준 베이지북 공개	12월	-	-	-
	한국	한국은행 금리결정	1월 15일	2.50%	2.50%	2.50%

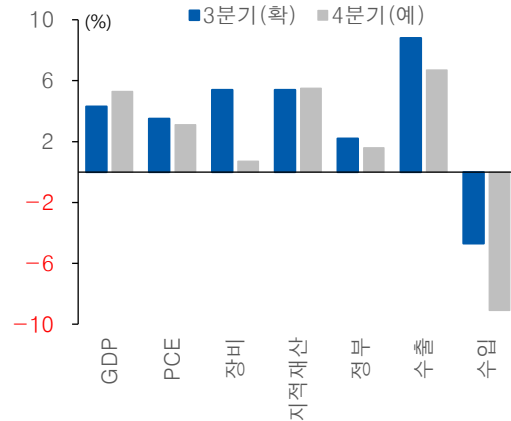
주: A 예비치, P 잠정치, F 확정치

한국 4분기 GDP 발표 예정 (이전치: 1.8%, 컨센: 2.0%)



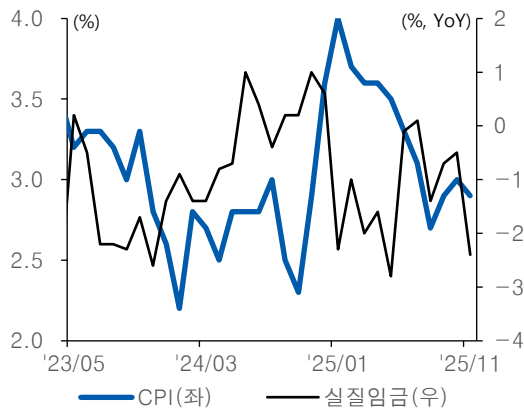
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 3분기 GDP 3차 확정치 발표 예정(컨센: 4.3%)



자료: Atlanta Fed GPDNow, 유안타증권 리서치센터

일본 12월 CPI 발표 예정 (이전치: 2.1%, 컨센: 2.9%)



자료: 총무성, 유안타증권 리서치센터

BOJ 1월 23일 금리결정 예정 (컨센: 0.75% 동결 전망)



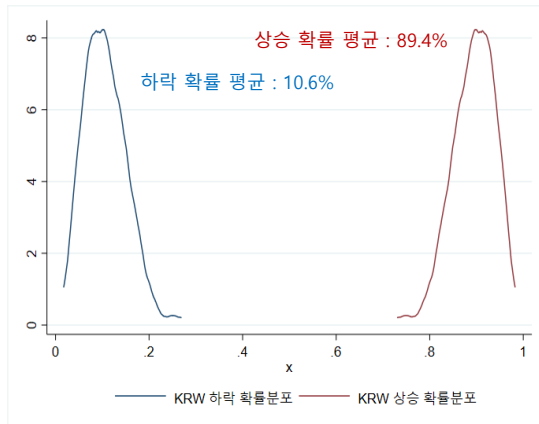
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

이번주 주요 경제 지표

발표일자 (한국시간 기준)	국가	경제지표 (이벤트)	기간	예상치	발표치	이전치
1월 19일(월)	일본	핵심기계주문 YoY	11월	3.7%	-	12.5%
	중국	GDP YoY	4분기	4.5%	-	4.8%
1월 20일(화)	중국	LPR 금리 1·5년	1월 20일	3.00%, 3.50%	-	3.00%, 3.50%
	유로존	ZEW 경기기대지수	1월	-	-	33.7
1월 22일(목)	한국	GDP YoY	4분기 A	2.0%	-	1.8%
	미국	GDP QoQ	3분기 F	4.3%	-	4.3%
1월 23일(금)	미국	PCE 물가지수 MoM	11월	0.2%	-	-
	일본	CPI YoY	12월	2.1%	-	2.9%
	일본	BOJ 금리결정	1월 23일	0.75%	-	0.75%

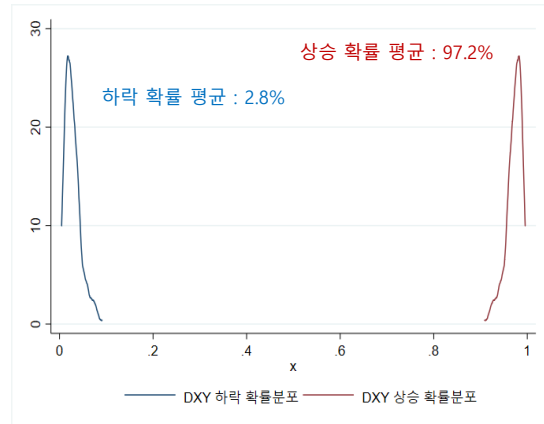
주: A 예비치, P 잠정치, F 확정치

다음주 KRW 상승/하락 확률 분포



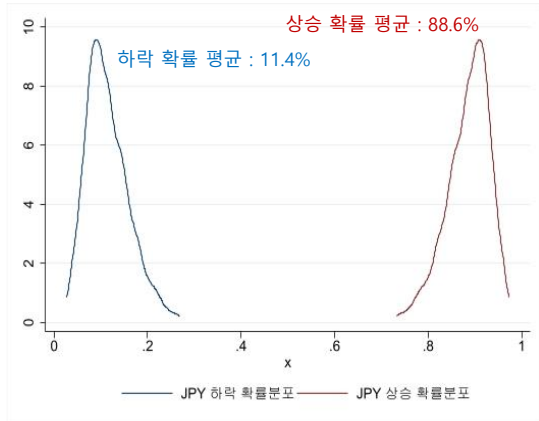
주: 신경망모형을 통해 필자 직접 분석

다음주 DXY 상승/하락 확률 분포



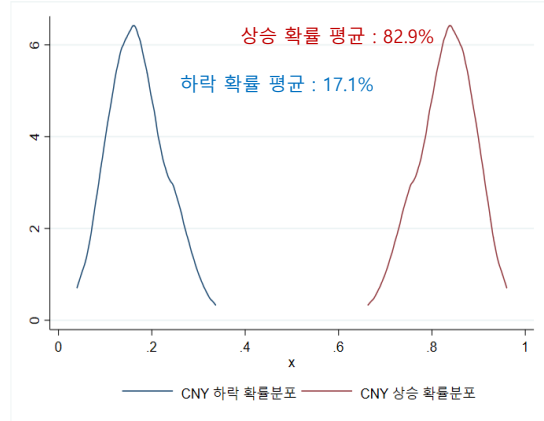
주: 신경망모형을 통해 필자 직접 분석

다음주 JPY 상승/하락 확률 분포



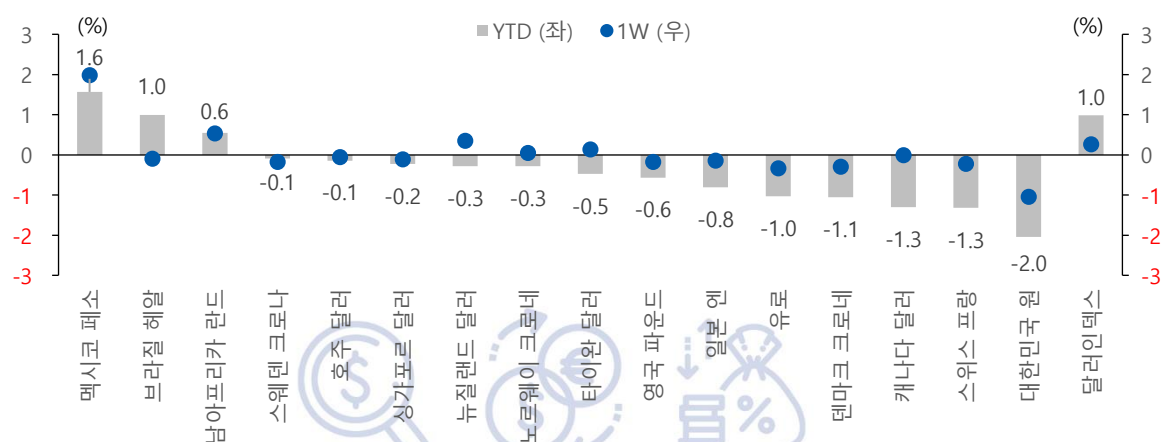
주: 신경망모형을 통해 필자 직접 분석

다음주 CNY 상승/하락 확률 분포



주: 신경망모형을 통해 필자 직접 분석

주요 통화 YTD & 주간 변동률



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 / 주: 2025년 1월 16일 종가 기준

별걸 다보여주는 매크로



- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김호정, 임지윤)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 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.