

미국 경제 진단 & 전망



김호정 Economist
hojung.kim@yuantakorea.com

임지윤 Research Assistant
jiyeon.lim@yuantakorea.com

고용시장 통계 착시의 한계: 얼음장 밑의 균열

Summary

미국 노동시장이 보여주고 있는 구인수요가 급감하는 가운데 실업률 안정은 시장의 연착륙 기대를 떠받친 핵심 근거였다. 그러나 이 표면적 안정이 노동시장의 체질적 비대칭성이 아니라, 노동 수요 위축과 일자리 매칭 효율성 개선이 우연히 겹치며 만들어낸 일시적 상쇄로 판단한다. 즉 통계적 착시에 가깝다고 생각한다.

4월 고용보고서는 헤드라인 차원에서 실업률 4.3% 동결과 비농업 고용 +11.5만 명 상회로 표면적 안정을 보였다. 그러나 같은 보고서에서 실업자 수가 20만 명 증가, 경제활동참가율은 0.1%p 하락, 그리고 해고의 선행 지표인 5주 미만 단기 실업자가 한 달 만에 35.8만 명 급증하는 세 가지 악화 신호가 동시에 관찰되었다. 4월 28-29일 FOMC의 8-4 표결과 인하 소수 의견의 4명 확대 또한 연준 내부에서도 동일한 변화가 인식되기 시작했음을 시사한다.

정량 분석 결과, 지난 4년간 구인공고율 하락의 약 70%는 기업의 근본적인 채용 수요 위축에서 비롯되었으며, 실업률이 가파르게 오르지 않은 진짜 이유는 노동 수요 위축의 상승 압력 중 약 4분의 1을 매칭 효율성 개선이 흡수해 온 일시적 상쇄였다. 4월에는 이 흡수 효과가 거의 사라진 점은 완충 장치가 소진 단계에 진입했을 가능성을 시사하며, 경기 침체 진입 확률은 4월 기준 26.5%로 산출되었다.

5월부터 연말까지의 시뮬레이션 결과 매월 실업률의 평균 변동폭이 완만하게 보일지라도 침체 위험은 빠르게 누적됨을 보여준다. 삼의 법칙 공식 침체 임계치 도달 확률이 5월 1%에서 12월 37.5%까지 단조 상승하는 비대칭적 흐름을 반영한다. 6~9월은 연준이 인하 명분을 모으는 화색 지대이며, 헤드라인 실업률의 본격 상승이 확인되는 8~9월 이후 해당 데이터가 확인될 4분기가 통화정책 피벗의 분수령이 될 것으로 예상된다.

I. 미국 노동시장 현황 진단

1. 표면적 안정 속 감지되는 3가지 악화 신호

지난 5월 8일 발표된 4월 미국 고용지표는 표면적으로 '냉각되나 붕괴하지 않는(Cooling but not cracking)' 결과를 보여주었다. 헤드라인 실업률은 4.3%로 전월과 동일하게 유지되었고, 비농업 부문 고용은 11만 5천 명 증가하며 시장 예상치(+5만 5천 명)를 크게 상회했다. 시간당 임금 상승률 역시 전년 대비 3.7%에서 3.6%로 둔화되었다.

헤드라인 결과만 놓고 본다면 4월 지표는 안정되었다고 해석될 것이다. 그러나 이러한 표면적 안정의 기저에는 여러 지표들의 엇갈린 통계적 상쇄 작용이 자리하고 있으며, 세부 데이터는 헤드라인에 보이지 않는 노동 시장의 구조적 균열이 숨겨져 있다. 고용 보고서 세부 항목에서 동시에 관찰된 다음 세 가지 신호들은 기저에 깔린 노동 시장의 균열을 가리키고 있다.

- 1) '실업자 수의 절대적 증가와 경제활동참가율의 동반 하락' 이다. 실업률은 4.3%로 변화가 없었지만, 실제 실업자 수는 720만 명에서 740만 명으로 20만 명 증가했다. 그럼에도 실업률이 상승하지 않은 것은 경제활동참가율이 61.9%에서 61.8%로 하락하며 통계 산식의 분모가 축소되었기 때문이다. 미국내 인구 구조적 은퇴 추세를 감안하더라도 단월간 0.1%p의 참가율 하락은 구직을 단념하고 노동 시장을 이탈한 실망 실업자(Discouraged worker)의 급증이 만들어낸 '통계적 착시'로 해석할 필요가 있다.
- 2) '해고 선행 지표인 단기 실업자(5주 미만)의 급증' 이다. 해당 신호는 이번 고용 보고서의 기저 흐름 중 가장 경계해야 할 유의미한 변화로 판단된다. 5주 미만의 단기 실업자는 최근 1개월 이내에 새로 직장을 잃은 사람을 의미하며, 평시 200만 명 수준에서 4월 한 달 만에 +35만 8천 명이 급증한 250만 명을 기록했다. 이는 과거 12개월 데이터를 바탕으로 침체를 판단하는 **삼의 법칙(Sahm Rule)보다 한발 앞서 작동하는 강력한 선행 지표**다. 헤드라인 실업률이 상승하지 않은 것과 무관하게, 기업들의 실질적인 해고 조치가 빠르게 가속화되기 시작했음을 보여주는 직접적인 증거로 볼 수 있다.
- 3) '임금 상승 압력 둔화에 내포된 노동 수요 위축' 이다. 시간당 평균 임금 상승률은 전월 대비 0.2%로 시장 예상치(0.3%)를 하회했고, 전년 대비로도 3.6%로 둔화되었다. 필립스 곡선(Phillips curve) 관점에서 이는 디스인플레이션 신호로 평가될 수 있으나, 노동 수급 측면에서는 타이트했던 고용 환경이 완화되며 임금 상승 압력이 해소되고 있음을 뜻한다. 이는 **기업들의 근본적인 노동 수요 자체가 눈에 띄게 약화되고 있음을 시사한다.**

이러한 개별 신호들은 독립적으로는 일시적 통계 잡음으로 치부될 수 있으나, 동일한 시기에 같은 방향을 가리키며 동시에 관찰되었다는 점에서 데이터 패턴의 신뢰도를 높이고 있다. **단기 실업자의 증가는 경제활동참가율 하락과 맞물려 고용 둔화 및 구직 활동 위축이라는 흐름을 시사하며, 임금 상승세의 둔화 역시 궤를 같이하여 노동 시장의 하방 압력이 점진적으로 확대되고 있음을 예고하고 있다.**

현재 확인되는 헤드라인 실업률 4.3%의 동결은 표면적인 안정을 보여주지만, 그 이면에는 노동 시장 이탈자 증가라는 통계적 상쇄 효과가 일정 부분 작용하고 있음을 유의해야 할 것이다. 따라서 향후 발표될 5월 데이터에서는 이러한 상쇄 효과의 지속 여부와 함께, 기저에서 진행 중인 고용 지표의 둔화 흐름이 헤드라인 수치의 추세적 변화로 반영될 것인지가 시장의 방향성을 결정지를 핵심 변수로 작용하게 될 것이다.

2. 4월 FOMC에서 고용시장에 대한 평가: 양방향 압박의 심화와 '잠정적 균형'의 취약성

지난 4월 FOMC에서 가장 주목해야 할 대목은 8대 4로 갈린 표결 결과로, 이는 위원회 내부의 정책 방향성에 대한 이견이 점차 표면화되고 있음을 예고하고 있다. 동결을 지지한 8명의 위원은 Core PCE 물가가 2.6%로 추세적 둔화를 보이고 있는 점과 고용 시장의 현상 유지를 근거로 인내를 강조했다.

반면, 인하를 주장한 4명의 소수 의견은 노동 시장의 하방 리스크 가중을 정책 전환의 핵심 근거로 내세웠다. 2025년 하반기까지 소수 의견이 1~2명 수준에 머물렀던 점을 감안하면, 이번 4명의 금리 인하 주장은 연준 내 무게 중심이 이동하고 있음을 시사하는 유의미한 신호로 해석될 것이다. 이러한 연준 내부의 기류 변화는 최근 고용 데이터의 세부 지표들과 맞물려 다음의 세 가지 핵심적인 정책적 시사점을 제공하고 있다.

1) '비선형적 고용 둔화 우려와 저채용(Low Hiring) 환경의 한계'다. 아직 4월 FOMC 의사록은 아직 공개 전이나, 직전 3월 의사록을 통해 연준의 정책 판단 틀을 유추할 수 있다. 당시 대다수 위원은 고용 리스크가 하방으로 기울고 있다고 진단했으며, 특히 다수 위원은 현재의 '저채용' 환경이 고용 충격에 비선형적으로 취약할 수 있음을 경고했다. 즉, 신규 채용이 저조한 상황에서는 기업의 해고가 소폭만 증가해도 이를 흡수할 완충 장치가 부족해 실업률이 가파르게 상승할 수 있다는 것이다.

2) '연준의 대체로 균형 평가의 내재적 불안정성'이다. 연준이 현재의 고용 시장을 '대체로 균형' 상태라고 평가하는 것은 견고한 구조적 안정성을 의미하는 것이 아니다. 결국 기업들이 적게 뽑고 적게 해고하는 상태에서 유지되는 불안정한 상태로 해석할 수 있다. 4월 지표에서 나타난 단기 실업자의 증가는 이 균형이 흔들리기 시작한 첫 징후로 볼 수 있으며, 연준의 '균형' 평가가 언제든지 깨질 수 있는 잠정적인 상태임을 예고하는 부분이다.

3) '복합적 요인에 따른 노동 수요 압력 약화'다. 3월 의사록에서 제기된 AI 도입에 따른 채용 둔화 가설 역시 4월 데이터의 기저 흐름과 부합한다. 일부 위원들은 AI가 노동을 대체하기보다 보완할 것이라는 시각을 보였으나, 실제 기업 현장에서는 채용을 지연하거나 축소하는 움직임이 광범위하게 관찰되고 있다. 이는 노동 수요의 둔화가 단순히 고금리의 후행적 여파뿐만 아니라, AI 도입 가속화, 관세 정책에 따른 기업 투자 관망세 등 복합적인 요인이 결합하여 나타나고 있음을 시사한다.

결론적으로 4월 FOMC의 결정과 의사록의 맥락은 노동 시장이 표면적으로는 안정된 듯 보이나, 그 이면의 구조적 방어력은 상당히 약아져 있음을 시사하고 있다. 추가적인 외부 충격이 발생하거나 해고가 본격화될 경우, 현재의 위태로운 균형은 쉽게 흔들릴 수 있다. 향후 발표될 5월 고용 데이터는 연준이 평가한 '잠정적 균형'의 실질적인 내구성을 검증하는 중요한 시험대가 될 것이며, 노동 수요의 구조적 약화가 지표에서 재확인될 경우 시장의 금리 인하 기대감과 연준의 정책 전환 압력은 한층 가중될 것을 예고하고 있다.

3. 지난 4년간 베버리지 곡선의 특이점: 고용 정상화 경로의 비대칭성

4월 노동시장 데이터를 4년이라는 더 긴 시계열에 투영하여 살펴보면, 노동 시장 이면에 자리한 구조적 모순이 뚜렷하게 드러난다. 2022년 초 미국의 구인공고율(V)은 역사적 고점에 달했고, 당시 3.6%의 실업률(U)과 맞물려 구인-구직 비율(V/U)은 1948년 이후 가장 타이트한 고용 환경을 기록했다. 당시 9%를 상회하던 인플레이션을 제어하기 위해 Fed는 1980년대 이후 가장 가파른 속도로 금리 인상을 단행했다. 4년이 경과한 현재 4월 데이터에서는 구인공고율은 4.2%, 실업률은 4.3%를 기록하며 구인-구직 비율은 1배 이하(0.98)의 장기 균형 수준으로 회귀했다.

그러나 문제의 핵심은 이러한 정상화가 '어떠한 경로'를 통해 이루어졌는가에 있다. 전통적인 경기 순환 국면에서 고용 시장의 정상화는 베버리지 곡선(Beveridge Curve)을 따라 우하향하며 진행된다. 즉, 구인공고가 감소하면 실업률이 비례적으로 상승하는 상충 관계가 발생한다. 하지만 2022년부터 2026년까지의 궤적은 이러한 역사적 패턴에서 완전히 벗어났다. 구인공고율이 가파르게 하락하는 동안, 실업률 상승폭은 0.7%p(3.6% → 4.3%) 수준으로 극히 제한적이었다. 노동 시장이 베버리지 곡선을 따라 완만하게 이동한 것이 아니라, 곡선 자체에서 거의 '수직으로 추락'한 것이다. 이는 1970년대 이후 그 어느 정상화 국면에서도 관찰되지 않았던 이례적인 패턴이다.

이러한 구조적 특이점을 둘러싸고 거시경제학계의 해석은 노동 시장의 비대칭성에 주목한 낙관론과 역사적 경험에 기반한 비관론으로 팽팽하게 대립해 왔다.

먼저 연준의 크리스토퍼 월러(Christopher Waller) 이사와 앤드루 피구라(Andrew Figura) Fed 수석이코노미스트가 2022년에 제시한 연구는 연착륙 시나리오의 핵심 논거를 제시했다. 해당 연구에서는 팬데믹 직후 구인공고가 역사적 고점에 달한 이례적인 상황에서는 베버리지 곡선 최상단이 선형이 아닌 수직에 가까운 가파른 형태를 띠는 점을 수리적으로 입증했다. 즉, 통화 긴축으로 거시적 노동 수요가 둔화하더라도, 기업들이 기존 인력에 대한 실제 해고 조치를 단행하기보다는 단순히 초과 구인공고를 철회하는 방식으로 충격을 흡수하게 된다는 것이다. 해당 메커니즘 하에서는 실업률의 훼손 없이 구인공고율만 극적으로 하락하는 형태의 고용 시장의 비대칭적 정상화가 가능하다고 주장했다. 단, 기업의 실질적인 해고율이 낮게 통제되고 구인-구직 간의 매칭 효율성이 악화되지 않아야 한다는 엄격한 전제 조건을 동반한다.

반면, 올리비에 블랑샤르(Olivier Blanchard)와 로렌스 서머스(Lawrence Summers) 등은 이러한 비대칭적 정상화 기대를 정책 시차가 만들어낸 일시적 착시 현상으로 일축했다. 이들은 과거 경제사를 통틀어 비정상적으로 치솟은 구인-구직 비율(V/U)을 낮추는 과정에서 실업률 급등을 수반하지 않은 전례가 없다는 점을 지적한다. 베버리지 곡선의 꺾적 상 구인공고의 감소는 노동 수요 위축의 첫 번째 단계일 뿐이며, 결국 이 충격은 시차를 두고 실질적인 해고 가속화와 실업률 상승으로 전이될 수밖에 없다는 경착륙 시나리오를 제시했다.

지난 4년 동안 두 가설은 데이터에 기반한 뚜렷한 결론 없이 공방만 이어왔다. 시간이 흐르면서 실업률의 즉각적인 급등세가 나타나지 않자, 시장과 정책 입안자들은 점차 월러의 연착륙 시나리오를 기정사실로 수용하는 분위기를 형성했다. 하지만 4월 고용 보고서에서 감지된 단기 실업자 수의 급증 현상은 월러가 연착륙의 필요조건으로 내세웠던 '해고율의 안정성'이라는 핵심 가정이 서서히 임계점에 도달했음을 시사한다.

II. 정량 분석: 지표 이면에 숨겨진 노동 시장의 진짜 위치

1. 핵심 질문

앞서 진단한 4월 고용 데이터 이면의 악화 신호와 지난 4년간 고용 정상화 경로가 보여준 '구조적 이례성'은 표면적인 지표 관찰만으로는 명확한 해답을 도출하기 어렵다. 4월 지표 기저에 깔린 둔화 흐름이 통계적으로 유의미한 추세적 신호인지, 혹은 일시적 노이즈에 불과한지를 판별하려면 고용 시장을 움직이는 기저의 움직임을 입체적으로 살펴볼 필요가 있다.

나아가 지난 4년간 구인공고율이 가파르게 떨어지는 동안에도 고용 시장이 버틸 수 있었던 진짜 이유를 찾으려면, 단순한 지표 변동을 넘어 '경제적 의미를 지닌 구조적 충격'으로 분해하는 작업이 필요하다. 즉, 현재 노동 시장이 직면한 변곡점의 방향을 판단하기 위해서는 단순 시계열 분석을 넘어서는 구조적 차원의 정량 분석이 선행되어야 한다.

본 장에서는 다음의 세 가지 핵심 질문을 통해 현재 고용 시장이 직면한 위치와 변곡점에 대해 추정해 보고자 한다.

[Q1] 4월의 엇갈린 신호들, 과연 노이즈일까 추세일까?

헤드라인 실업률이 4.3%로 변동이 없었다는 안도감 뒤에는 단기 실업자 급증이라는 부정적 신호가 확인된다. 즉 현재 고용 시장의 진짜 위치를 대변하는 신호는 무엇인지 판별해야 한다. 이를 위해 현재 노동시장 지표의 흐름이 과거 '침체 국면의 움직임'과 '확장 국면의 움직임' 중 어느 쪽에 더 부합하는지를 확률적으로 추정하는 모형을 통해 알아보고자 한다.

[Q2] 지난 4년, 구인공고 수직 하강을 이끈 진짜 동력은 무엇인가?

월러 이사의 연착륙 시나리오가 성립하려면 구인-구직 간의 매칭 개선이 구인공고 하락의 주된 동력이어야 한다. 반대로 블랑샤르와 서머스의 경착륙 시나리오가 현실이라면 노동 수요 자체의 위축이 핵심 원인으로 작용했을 것이다. 고용 시장 지표의 움직임을 '노동 수요 충격'과 '매칭 효율 충격'이라는 두 가지 변수로 분해하여 그 실질적인 동력이 무엇인지 확인해 보고자 한다.

[Q3] 지표를 방어하던 상쇄 메커니즘이 한계에 달하고 국면이 전환되는 시점은 언제인가?

4월 데이터에서 확인된 해고 가속화 조짐은 그동안 고용 지표의 냉각을 막아주던 완충 장치들이 서서히 한계에 달하고 있음을 시사한다. 노동 수요와 매칭 효율이라는 두 변수의 시계열 궤적을 추적하여, 균형이 깨지고 국면이 전환되는 시점을 예측해본다.

2. 분석 설계

본 분석은 앞서 제기된 핵심 질문에 답하기 위해 두 단계(Two-Stage)로 구성된 모형을 구성했다. 각 단계는 서로 다른 질문을 다루지만, 최종적으로 현재 노동 시장의 위치 확인과 앞으로의 움직임을 예측하기 위해 최종적으로 통합했다.

2.1 Stage 1: 마르코프 국면 전환 베이지안 VAR(Markov-Switching Bayesian VAR) (Q1 검증)

Stage 1에서는 해밀턴(Hamilton, 1989)이 제시한 국면 전환(Regime-switching) VAR 모형에 베이지안(Bayesian) 추정 기법을 결합하여 적용한다. 노동 시장의 움직임이 보이지 않는 두 개의 잠재 국면, 즉 '확장'과 '침체' 사이를 마르코프 연쇄(Markov chain) 확률에 따라 이동한다고 가정하며, 매월 관측되는 데이터가 어느 국면에 속할 확률이 높은지를 추정한다.

분석 변수는 실업률(U)과 구인공고율(V)이다. 해당 변수의 3개월 변동(ΔU_{3m} , ΔV_{3m})을 입력값으로 사용했는데, 이는 삼의 법칙(Sahm Rule)과 동일한 논리로, 경기 침체는 지표의 절대적 '수준'이 아닌 가파른 '변화율'에서 식별된다는 거시경제적 특성을 반영했다. 데이터 표본은 2000년 4월부터 2026년 4월까지의 월간 데이터(총 313개 관측치)를 사용하되, 팬데믹 충격기(2020년 4월~8월)는 경제의 구조적 단절(Structural break) 구간으로 간주하여 학습 모형에서 배제했다. 또한 전미경제연구소(NBER)의 공식 침체기 라벨을 기준으로 삼아 모형의 신뢰도를 높이고자 했다. 모형의 최종 출력값은 매월 산출되는 확률(Filtered probability) 형태로 산출된다. 즉, 현재 관측된 지표를 바탕으로 노동 시장이 침체 국면에 진입했을 확률을 정량적으로 판별하였다.

2.2 Stage 2: 부호 제약(Sign Restrictions)을 통한 구조적 충격 식별 (Q2, Q3 검증)

Stage 2에서는 Stage 1에서 예측하지 못한 지표의 단순한 변동치, 즉 원인을 알 수 없는 통계적 오차를 경제적 의미를 부여해 구조적 충격으로 분리하는 단계이다. 단순히 "지표가 예상치에서 벗어났다"는 통계적 결과만으로는 기업의 근본적인 채용 수요가 감소한 것인지, 혹은 구직자와 일자리 간의 미스매치가 발생한 것인지 그 원인을 규명할 수 없다. 따라서 지표가 움직이는 방향성(부호 패턴)에 명확한 경제적 규칙을 설정하여 진짜 원인을 찾아내는 작업을 수행한다. 만약 구인공고가 감소하면서 실업률이 동반 상승하는 전통적인 상충 관계가 관찰된다면, 모형은 이를 거시적인 '노동 수요 충격(Demand Shock)'으로 식별한다. 즉, 구인공고(V)는 증가하고 실업률(U)은 감소하는, 전통적인 베버리지 곡선 상의 궤적(역방향 움직임)을 따른다.

반대로 구인공고와 실업률이 같은 방향으로 움직이는 예외적 흐름이 나타난다면, 이는 매칭 효율성의 저하나 산업 간 인력 재배치 과정에서 발생하는 '수급 불일치 충격(Mismatch Shock)'으로 분류한다. 즉, 구인공고(V)와 실업률(U)이 동반 상승하며, 이는 베버리지 곡선 자체의 우상향 이동을 의미한다.

이러한 경제적 식별 논리를 실제 데이터 모형에 구현하기 위해, 우선 지표 간에 복잡하게 얽혀 있는 변동성을 독립적인 요인으로 분리(콜레스키(Cholesky) 분해 및 직교 회전)한 뒤, 앞서 설정한 방향성 규칙(부호 제약)에 부합하는 핵심 충격만을 추출해 냈으며(Uhlig 2005), 본 분석에서는 이 과정에서 1,000번의 반복 시뮬레이션(사후 분포 추출)을 수행하여 도출된 결과의 통계적 신뢰도를 검증했다.

최종 식별된 이 충격 변수들을 바탕으로, 특정 충격이 시간에 따라 지표에 미치는 파급 경로(충격 반응 함수, IRF)와 과거 지표 변동을 이끈 원인별 기여도(역사적 분해)를 산출했다. **결과적으로 이 모형을 통해 지표 하락의 실질적 동인을 명확히 역추적하고, 현재 고용 시장을 지탱하는 상쇄 메커니즘이 소진되는 임계점을 예측할 수 있었다.**

3. 분석 결과

3.1 Stage 1 추정 결과: 4월 침체 확률의 급등(26.5%)과 함의

Stage 1 마르코프 국면 전환 모형을 통해 과거의 데이터를 추정한 결과, 고용 시장의 움직임은 다음의 두 가지 국면(Regime)으로 구분된다.

[표 1] 마르코프 국면 전환 모형을 통해 확인한 국면별 특성

구분	실업률 3개월 변동(ΔU)	구인공고율 3개월 변동(ΔV)	평균 지속 기간
확장 국면(Regime 0)	-0.056%p	+0.021%p	83개월
침체 국면(Regime 1)	+0.308%p	-0.343%p	13개월

자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

분석 결과, 침체 국면은 평균적으로 분기당 실업률이 0.3%p 상승하고 구인공고율이 0.3%p 감소하는 궤적을 지닌다. 이는 본 모형이 전미 경제연구소(NBER)의 공식 침체기 데이터를 기준으로 삼아 학습한 평균값과 일치하는 결과다. 특히 침체기(평균 침체 확률 48.4%)와 확장기(평균 3.8%) 간의 확률 편차가 뚜렷하게 나타나, 국면 간 분리도가 정교한 것으로 확인되었다. 본 모형을 최근 4월 데이터에 적용한 결과는 다음과 같다.

[표 2] 최근 5개월간 침체 국면 진입 확률(Filtered Probability) 추이

시점	실업률 3개월 변동(ΔU)	구인공고율 3개월 변동(ΔV)	침체 국면 진입 확률
2025년 12월	+0.10%p	-0.30%p	2.20%
2026년 01월	-0.40%p	+0.30%p	0.20%
2026년 02월	-0.10%p	+0.00%p	0.80%
2026년 03월	-0.20%p	+0.20%p	0.10%
2026년 04월	+0.30%p	-0.30%p	26.50%

자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

가장 주목해야 할 부분은 4월의 지표 변동분(+0.30, -0.30)이 앞서 [표 1]에서 도출한 침체 국면의 평균 움직임(+0.31, -0.34)과 유사하다는 점이다. 이에 따라 모형이 산출한 침체 진입 확률은 3월 0.1%에서 4월 26.5%로 단 한 달 만에 26%p 이상 급등했다. 본 분석에 활용된 베이지안 체제 전환 모형의 최종 침체 확률(사후 확률)은 기존 국면이 계속 유지되려는 통계적 '관성(사전 확률)'과, 당월 발표된 신규 지표가 과거 침체가 패턴과 일치하는 정도를 평가하는 '데이터 부합도(우도, Likelihood)'의 결합으로 산출된다.

4월에 관찰된 26%p의 확률 급등은, 새로운 데이터가 발산하는 침체 신호가 모형 내에 내재된 확장 국면의 통계적 관성을 유의미하게 상회했음을 시사한다. 직전 3월의 침체 확률은 0.1%에 불과했으며, 모형의 학습 결과에 따르면 확장 국면은 평균 83개월간 지속되는 특성을 지닌다. 이에 따라 모형은 4월 분석 진입 시, 99% 이상의 높은 확률로 '확장 국면 유지'라는 보수적인 관성을 전제값으로 설정한다. 그러나 4월에 실제 관측된 지표의 변동폭(실업률 +0.30%p, 구인공고율 -0.30%p)은 과거 모든 NBER 공식 침체기가 보여준 평균적인 움직임(+0.31%p, -0.34%p)에 매우 근접했다. 이는 정상적인 확장 국면에서는 발생할 확률이 낮은 반면, 침체 국면의 확률 분포에는 명확히 들어맞는 결과다.

결과적으로 99%에 달하는 확장 관성이 전제되었음에도 불구하고, 4월 데이터가 보여준 '침체 궤적과의 부합도'가 통계적으로 뚜렷하게 나타남에 따라 단 한 달 만에 침체 확률이 26.5%로 상향 조정된 것이다. 만약 3월의 기존 침체 확률이 0.1%가 아닌 10% 수준만 되었더라도, 4월 지표의 높은 데이터 일치율과 결합하여 최종 침체 확률은 단번에 50%를 상회했을 것이다. 즉, 이번 확률 급등은 단순한 산식의 기저효과나 통계적 노이즈라기보다는, 고용 시장의 하방 압력이 추세적 국면 전환을 야기할 수 있는 임계점에 근접해 있음을 뒷받침하는 계량적 근거로 해석할 수 있다.

3.2 Stage 2: 구조적 충격의 파급 경로(IRF)와 시계열적 특성

Stage 2 부호 제약(Sign restrictions)을 통해 식별된 두 가지 구조적 충격이 실업률(U)과 구인공고율(V) 등 주요 노동 시장 변수에 미치는 파급 경로를 충격 반응 함수(IRF)로 도출한 결과, 다음의 두 가지 핵심적인 특성이 확인된다.

첫째, '충격의 지속성이 짧고 흡수 속도가 빠르다.'는 특성이다. 긍정적인 노동 수요 충격(Demand shock)이 발생했을 때 실업률이 하락하는 반응은 충격 발생 시점($t=0$)에 -0.20%p 내외로 가장 크게 나타나며, 이후 6개월 이내에 그 파급력의 절반 이상이 소멸하고 12개월 후에는 사실상 '0'에 수렴한다. 수급 불일치 충격(Mismatch shock)에 대한 실업률 반응 역시 이와 유사한 시계열 구조를 지닌다. 이는 노동 시장에 가해진 구조적 충격이 통상 1~2분기 이내에 거의 흡수됨을 시사한다. 따라서 현재 관측되는 지표의 움직임은 먼 과거가 아닌, 길어야 최근 6개월간 누적된 충격의 결과물로 해석하는 것이 타당하다.

둘째, '침체 국면(Recession regime)에서의 충격 반응 민감도가 확장 국면보다 두드러지게 높다.'는 특성이다. 특히 구인공고율(V)의 반응 궤적에서 이러한 국면별 비대칭성이 명확하게 관찰된다. 침체 국면에서는 충격 발생 시 구인공고율이 단기에 가파르게 움직였다가 빠르게 원래 수준으로 되돌아오는 평균 회귀(Mean-reverting) 성향이 강하게 나타난다. 반면, 확장 국면에서는 그 반응이 상대적으로 완만하고 길게 지속된다. 이는 경기 하강 국면에서 기업들의 구인 수요 변동성이 확장기보다 훨씬 빠르고 민감하게 표출된다는 거시경제적 특성을 계량적으로 뒷받침하는 결과다.

3.3 Stage 2: 역사적 분해를 통한 구인공고율 하락의 실체

본 분석의 가장 핵심적인 산출물은 역사적 분해(Historical Decomposition) 결과다. 매월 발생한 통계적 오차(환원형 잔차)를 '노동 수요 충격'과 '수급 불일치 충격'으로 분리 식별한 뒤, 2022년 구인공고율(V) 정점 이후 진행된 고용 정상화 기간 전체에 걸쳐 두 충격이 각각 지표 변동에 누적적으로 얼마나 기여했는지를 추적했다.

[표 3] 고용 정상화 기간(2022.01~2026.04) 내 구조적 충격별 누적 기여도

구분	총 누적 변화	노동 수요 충격 기여분	수급 불일치 충격 기여분	기여 비중 (수요 / 수급)
구인공고율 (ΔV)	-3.61%p	-2.49%p	-1.11%p	수요 69% / 수급 31%
실업률 (ΔU)	+2.99%p	+3.97%p	-0.99%p	수요 +133% / 수급 -33%

자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

주: 본 표의 단위는 3개월 차분 시계열(ΔU_{3m} , ΔV_{3m})에 대한 누적 합을 의미하며, 지표의 절대 수준 변화와 직접 일치하지 않음. 본 분석의 해석 단위는 두 충격의 상대 비중(약 70:30, 약 4:1)임

먼저 구인공고율(V)의 궤적을 살펴보면, 지난 4년간의 고용 정상화는 철저하게 '노동 수요 위축(Demand-dominant)'이 주도했음이 확인된다. 월러 이사가 제기한 연착륙 가설이 성립하려면 구인-구직 간의 매칭 효율성 개선이 지표 하락을 이끌었어야 한다. 하지만 실제 데이터는 구인공고율 하락분의 약 70%가 기업들의 근본적인 채용 수요 감소에서 비롯되었음을 보여준다. 수급 불일치 완화가 기여한 비중(약 30%)도 작지는 않으나, 이는 하락 속도를 더한 보조적 요인일 뿐 핵심 동력으로 보기는 어렵다.

실업률(U)의 변동 요인을 살펴보면 연착륙 가설의 논리적 한계가 더욱 분명하게 드러난다. 노동 수요 위축은 원래대로라면 실업률을 가파르게 급등시킬 수 있는 강력한 상승 요인이었다. 그러나 같은 기간 매칭 효율성이 정상화되며 이 충격의 약 4분의 1을 흡수하는 하방 압력으로 작용했고, 결국 이 상반된 두 요인이 상쇄된 결과(Net effect)로 인해 실제 지표상에는 점진적인 실업률 상승만 나타난 것이다.

이는 현재 시장에 팽배한 연착륙 낙관론의 모순을 시사한다. 기존 연착륙 가설은 구인공고 급감에도 실업률이 안정적으로 유지되는 현상을 노동 시장 특유의 '비대칭성'으로 해석해 왔다. 하지만 데이터 이면을 분석해 보면, 이는 고용 시장의 구조적 특성이라기보다 상반된 두 변수가 맞물리며 발생한 상쇄 효과에 가깝다는 판단이다. 고용 시장의 수급 불일치가 완화되는 과정에서 기업의 채용 위축에 따른 실업률 상승 압력의 약 4분의 1을 흡수하며 표면적인 지표 악화를 지연시킨 것이다.

결국 최근 관찰되는 고용 지표의 안정세는 노동 시장의 체질 변화라기보다 두 가지 상반된 거시 환경이 겹치며 나타난 일시적 현상으로 판단된다. 따라서 실업률 상승을 억제해 온 '매칭 효율성 개선' 효과가 한계에 도달할 경우, 그동안 누적된 근본적인 채용 수요 위축이 지표에 반영되면서 실업률이 급등할 위험을 경계해야 한다.

3.4 시나리오 시뮬레이션: 방향성을 결정지을 분기점을 찾아

모형이 추정한 4월 노동 수요 충격(Demand shock)은 -2.53 단위로, 최근 12개월 내 관측된 가장 강력한 하방 충격이다. 직전 3월(+0.81)과 1월(+2.53)에는 양(+)의 값이 산출되는 등 최근 6개월간 해당 지표의 부호가 빈번하게 교차하며 높은 변동성을 보였음을 감안할 때, 4월의 수치가 추세적 하강의 시작점인지 혹은 일회성 노이즈인지를 단월 데이터만으로 단정 짓기는 어렵다. 따라서 다가올 5월 고용 데이터를 통해 검증 가능한 세 가지 시나리오를 [표 4]와 같이 상정했다.

각 시나리오의 발현 확률은 '연착륙 회귀 35%', '정체 유지 40%', '침체 가속화 25%'로 잠정 추정한다. 정체(Stagnation) 시나리오를 Base case로 설정한 이유는, 4월 지표가 내포한 일회성 노이즈와 추세적 변화의 가능성이 혼재되어 있어 단일 월의 통계적 검정력만으로는 방향성을 확정하기에 부족하기 때문이다.

[표 4] 5월 고용 데이터 시나리오 및 잠정 침체 확률(P)

시나리오	실업률(U)	구인공고율(V)	단기 실업자 수	잠정 침체 확률	거시적 함의
연착륙 회귀	4.2~4.3%	4.2% 이상	220만 명 이하	30% 부근으로 회귀	4월 둔화는 일회성 노이즈, 연착륙 기조 지속
정체 유지	4.3~4.4%	4.0~4.1%	230~240만 명	40~50% 수준 유지	추세 전환 판단을 위해 추가 데이터 필요
침체 가속화	4.4% 이상	4.0% 미만	250만 명 이상	70% 이상으로 급등	경기 하강 후반부 진입

자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

3.5 Forward Projection을 통한 연말 고용 경로 시뮬레이션

본 분석의 Stage 1·2 프레임워크는 과거 지표의 역사적 분해(Historical decomposition)에 그치지 않고, 식별된 국면별 VAR 움직임과 사후 분포를 통해 5월부터 12월까지의 고용 시장 궤적을 예측했다. 4월 기준의 국면 확률(확장 73%, 침체 27%)을 출발점으로 삼고, 시뮬레이션을 통해 도출한 지표별 중간값(Median)과 신뢰구간(Confidence Interval)은 [표 5]와 같다.

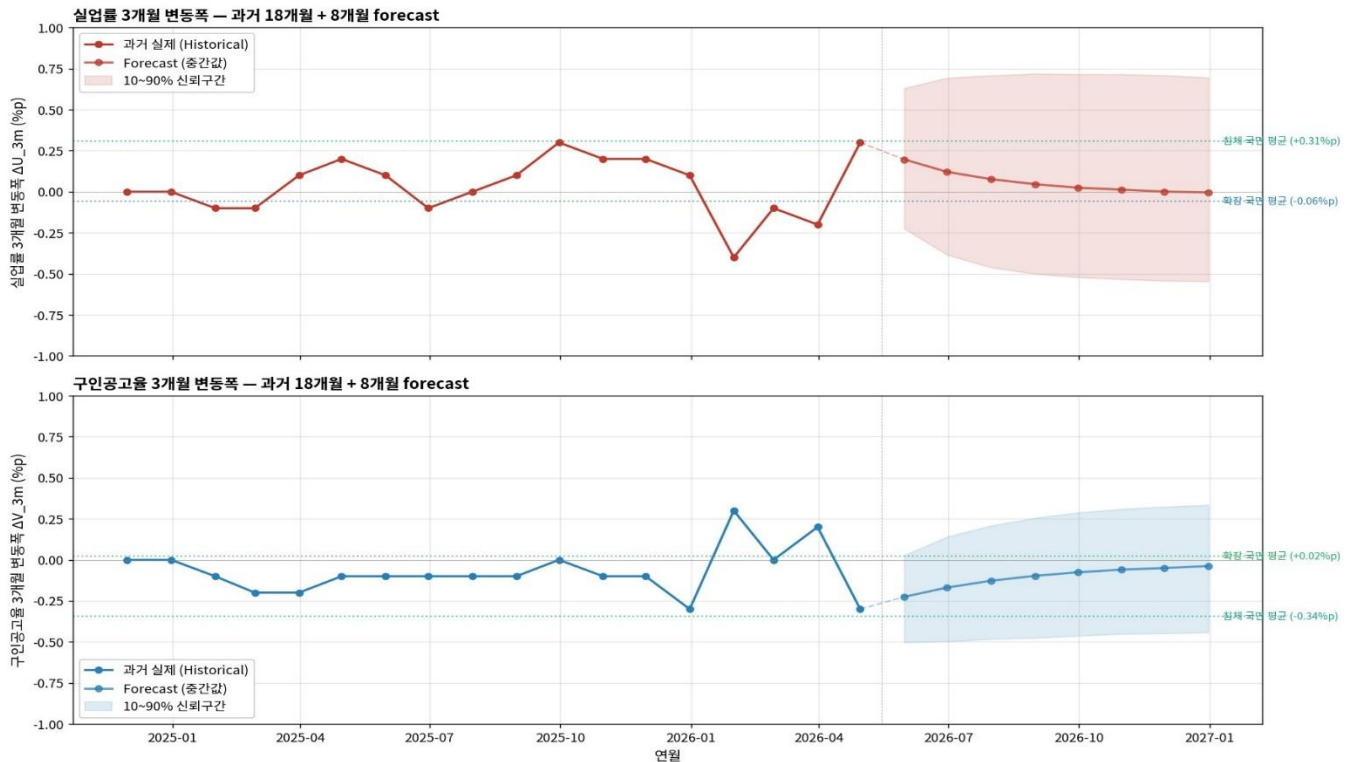
모형의 직접 예측 결과, 5월 실업률 변동폭의 중간값(+0.20%p)은 4월(+0.30%p)보다 다소 축소되나 여전히 양(+)의 값을 유지하고 있다. 이는 고용 시장의 약화 추세가 속도만 둔화되었을 뿐 지속되고 있음을 의미한다. 6월 이후 연말까지 중간값은 '0'에 점진적으로 수렴(평균 회귀)하지만, 신뢰구간(CI)은 시간에 따라 크게 확대되어 12월에는 [-0.55, +0.70]까지 벌어졌다. 즉, 표면적인 약화 속도는 둔화되는 것처럼 보일지라도, 분포 전체로 보면 침체 임계치를 건드릴 수 있는 극단적 위험 영역이 의미 있게 확장되고 있음을 보여준다.

[표 5] 실업률 및 구인공고율 3개월 변동폭(Δ3m) 궤적

시점	실업률 변동폭(ΔU) 중간값 [10~90% 신뢰구간]	구인공고율 변동폭(ΔV) 중간값 [10~90% 신뢰구간]
5월	+0.20%p [-0.22, +0.63]	-0.23%p [-0.50, +0.03]
6월	+0.12%p [-0.38, +0.69]	-0.17%p [-0.50, +0.14]
7월	+0.08%p [-0.46, +0.71]	-0.13%p [-0.48, +0.21]
8월	+0.05%p [-0.50, +0.72]	-0.10%p [-0.47, +0.25]
9월	+0.02%p [-0.52, +0.72]	-0.08%p [-0.46, +0.29]
10월	+0.01%p [-0.53, +0.72]	-0.06%p [-0.45, +0.31]
11월	+0.00%p [-0.54, +0.71]	-0.05%p [-0.45, +0.32]
12월	-0.00%p [-0.55, +0.70]	-0.04%p [-0.44, +0.33]

자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 실업률 및 구인공고율 3개월 변동폭(Δ3m)과 신뢰구간



자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

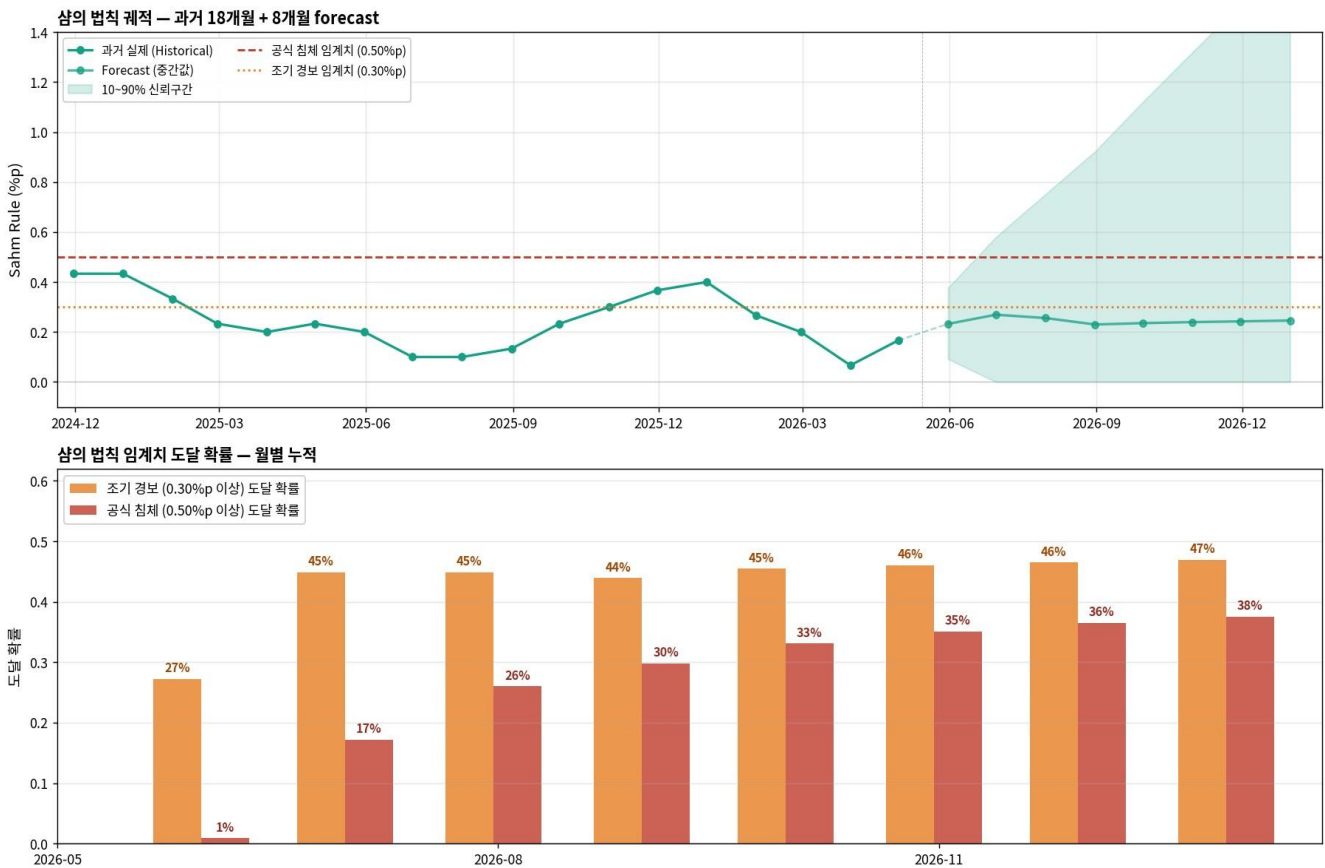
[표 6]은 삼의 법칙 임계치 도달 확률이다. 시뮬레이션 결과, 연말까지 삼의 법칙의 중간값은 0.23~0.27%p 수준의 좁고 안정적인 밴드에 머무는 것으로 산출된다. 그러나 가장 큰 문제는 Tail risk의 확장 속도가 매우 빠르게 증가한다는 점이다. 초기 경보 수준인 0.30%p 도달 확률은 5월 27%에서 6월 45%로 급등한 뒤 연말까지 정체기를 형성하며, 공식 침체 임계치인 0.50%p 도달 확률은 5월 1% 수준에서 꾸준히 증가하여 8월 30%, 12월에는 37.5%에 이른다. 즉, 평균적인 지표 흐름은 완만해 보이지만 실제 경기 침체로 직행할 Tail risk는 가파르게 확대되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

[표 6] 삼의 법칙(Sahm Rule) 꺾적 및 임계치 도달 확률

시점	삼의 법칙 중간값[10~90% 신뢰구간]	조기 경보(0.30%p 이상) 확률	공식 침체(0.50%p 이상) 확률
4월	+0.17%p	-	-
5월	+0.23%p [+0.09, +0.38]	27.2%	0.9%
6월	+0.27%p [+0.00, +0.58]	44.8%	17.2%
7월	+0.26%p [+0.00, +0.75]	44.9%	26.0%
8월	+0.23%p [+0.00, +0.92]	43.9%	29.8%
9월	+0.24%p [+0.00, +1.12]	45.4%	33.1%
10월	+0.24%p [+0.00, +1.32]	46.0%	35.1%
11월	+0.24%p [+0.00, +1.51]	46.5%	36.4%
12월	+0.25%p [+0.00, +1.70]	46.9%	37.5%

자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 삼의 법칙(Sahm Rule) 궤적 및 임계치 도달 확률



자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

III. 결론: 임계점에 다가선 고용 시장

본 분석을 통해 식별된 노동 시장의 약화 신호는 다음과 같은 4단계의 파급 경로를 거칠 것으로 예상되며, 어디에서 멈추느냐가 향후 매크로 전략의 핵심 관건이 될 것이다.

[1단계] 구인공고율(V) 하락 (진행 완료): 2022년부터 구인공고율이 지속 하락한 구간이다. 노동 수요 하방 충격의 누적이 주도했으며, 현재 사실상 완결된 단계다.

[2단계] 단기 실업자의 구조적 증가 (진행 중): 4월 지표에서 단기 실업자가 35.8만 명 급증하며 본격화되었다. 이 단계에서는 구직 단념자 증가가 경제활동참가율(LFP) 하락으로 이어지며 충격을 흡수하기 때문에, 헤드라인 실업률은 겉보기에 안정적인 모습을 유지할 수 있다. 4월이 2단계 진입의 분기점일 가능성이 높다.

[3단계] 헤드라인 실업률(U) 동반 상승 (미발생): 단기 실업자 증가세가 통계적 흡수 임계치를 초과하면서, 헤드라인 실업률이 4.5~4.6% 수준으로 뚜렷하게 상승하는 단계다. 이는 앞서 지적한 수급 불일치 완충 장치의 완전한 고갈과 직결된다.

[4단계] 삼 룰(Sahm Rule) 트리거 발동 (미발생): 실업률의 3개월 이동평균치가 과거 12개월 최저치 대비 0.50%p 이상 상승하며 사후적인 공식 침체 신호가 켜지는 단계다. 4월 현재 격차는 +0.17%p로 아직 여유가 있으나, 3단계가 본격화될 경우 6~9개월 이내에 도달할 위험이 존재한다.

결국 향후 연준의 통화 정책 대응은 위 파급 경로가 어느 단계에서 제어되느냐에 따라 극명하게 갈릴 것이다.

정책 관점에서 가장 중대한 분수령은 삼률 조기 경보 확률이 정체기에 진입하는 6월 이후의 흐름이다. 6월부터 9월까지 약 45% 전후로 유지되는 조기 경보 확률은 당장 금리를 내리기에는 명분이 다소 부족한 회색 지대이다. 이 구간에서 연준은 소수 의견 확대나 매�팅적 색채 약화 등 비행동적 시그널을 통해 사전 정지 작업에 나설 것이다.

이후 8~9월에 이르러 파급 경로가 3단계로 전이되고 공식 침체 도달 확률이 30%를 넘어서게 되면 본격적인 '결단 영역'에 진입한다. 고용 훼손이 2단계에서 멈춘다면 동결 기조 유지가 정당화되겠으나, 3단계 전이가 확인되는 4분기에는 금리 인하에 대한 논의가 열릴 수 있을 것으로 예상된다.

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.