

엘런 의장의 연준과 미국 노동시장 역학

I. 개요

연준의 정책 관련 조치를 해석하거나 예측하려면 연준의장의 마음 속에 들어가 의장이 보고 있는 내용을 보아야 합니다. 폴 볼커 의장 재임 시절인 1970년대 말부터 1980년대 중반까지 연준을 지배한 것은 통화공급량이었습니다. 엘런 그린스판 의장 재임 기간 중에는 노동시장 데이터가 전면에 대두되었으며 버냉키 재임 기간 중에는 목표 관리 대상으로까지 격상되었습니다. 이제 자넷 엘런 의장은 미국 노동시장 데이터에 대한 안목을 새로운 경지에 올려 놓고 있습니다.

이 문서에서 저희는 통화 정책 입안의 관점에서 노동시장을 분석하는 방법에 대하여 논의하고 연준 내부는 물론, 외부에서 격론을 촉발할 수 있는 중대한 해석상의 차이점에 대해 설명할 것입니다. 저희의 핵심 테마는 노동시장 여건, 경제성장, 인플레이션 및 기대인플레이션간의 상호작용은 근본적으로 역동적이라는 점입니다. 영국의 저명한 경제학자 조운 로빈슨은 “역사에 정상적인 기간이란 존재하지 않는다. 정상이라는 표현은 경제학 교과서의 허구일 뿐”이라는 명언을 남긴 바 있습니다. 따라서 특정한 “평균” 또는 “정상적”인 경제 상태로의 회귀를 토대로 한 노동시장에 대한 일체의 해석에는 오류가 있을 가능성이 높습니다.

노동시장에 대한 일반적인 해석이 얼마나 틀릴 수 있는지 보여주기 위해 저희는 경기침체 이후의 정상

회복을 전제로 한 “표준적인 시각”을 재조명하기 위해, 노동인구의 고령화와, 장기간에 걸친 노동력 증가세의 둔화, 그리고 기술 혁신이 비즈니스 구조 및 소매/서비스 부문의 고용 관행에 미치는 영향이라는 세 가지 관점에서의 노동시장 데이터 해석상의 도전을 강조하는 이른바 “역동적 시각”과 비교했습니다. (관심 있는 독자들은 이 문서 전반에 걸쳐 있는 데이터 수집 및 집계 관련 각주를 참고하시기 바랍니다)

미국 통화정책을 둘러싼 논란의 관점에서 저희의 해석은 미국 노동시장이 허구적인 정상상태로의 회귀를 가정하는 표준적인 시각으로 내리는 결론보다도 더욱 건강한 상태에 있음을 시사합니다. 저희의 해석은 또한 더 중요한 점으로서, 인플레이션이 미치는 영향이 점점 더 판단하기 어려워지고 있다는 사실을 시사합니다. 이는 노동시장 여건과 인플레이션간의 거시경제적 연결 고리가 최근 몇 십년 간 계속하여 약화되어 왔기 때문입니다. 실제로, 저희의 분석은 연준이 단기 금리를 인상하기 시작하게 될 경우, 금리와 채권 시장이 보일 반응에 대한 서로 매우 다른 두 가지의 시나리오를 아우릅니다.

¹ Contributions to Modern Economics (1978), 1장, 페이지 3, en.wikiquote.org/wiki/Joan_Robinson 참조. 20세기의 대표적 경제학자 가운데 한 명이자 노벨 경제학상을 수상하지 못한 학자 가운데 최고의 경제학자로 꼽히는 조운 바이올렛 로빈슨(1903-83)은 불완전경쟁 이론에 대한 선구자적인 연구로 명성을 떨쳤습니다. 케임브리지 대학은 그녀의 남편 E. A. G. 로빈슨 교수가 정년퇴직한 후, 그녀의 커리어 막바지에 이르러서야 그녀를 정교수로 임용했습니다. 노벨상 위원회는 로빈슨의 정치적 시각이 지나치게 좌편향이라는 점 때문에 번번이 그녀를 탈락시켰다는 소문이 있습니다. 그녀를 제약한 유리 천장에도 불구하고 그녀의 지성과 이론적 업적은 동료 학자들의 존경을 받았으며 경제학적 사고의 역사에 있어 저명한 위상을 차지하고 있습니다.

반면, 현재 호전되고 있는 노동시장 여건이 연준의 단기 금리 인상 조치를 가져오고 인플레이션은 2%를 넘어 3% 또는 그 이상의 수준으로 상승할 경우, 시장 참가자들은 연준의 “인플레이션 곡선에 대한 대처가 느리다”고 생각하여 수익률 곡선의 전체 기간에 걸쳐 수익률의 상향 평행이동에 나설 수 있습니다. 이 두 시나리오의 변형 중 하나는 연준이 뒤늦게 신용 긴축에 나설 것을 예상하여, 심한 경우에는 수익률 곡선이 일시적으로 가팔라질 가능성을 보여줍니다.

어쨌든 채권 가격에 영향을 미치는 중요한 변수는 노동시장 여건의 호전이 인플레이션 압력의 증가와 동시에 일어날 것이냐는 점입니다. 이 논의에서의 핵심 문제는 강화되는 노동시장이 미래 근원 인플레이션에 대한 신뢰할 수 있는 지표가 되지 못함이 드러날 것 같다는 점입니다.

저희는 아래에서 그린스팬 시대부터 시작하여 버냉키 시대까지 오랜 기간 애용돼 온 수치를 비롯한 노동시장 상황에 대한 다양한 통계항목을 해석합니다. 이어 저희는 저희가 현재 평가 절하되고 있다고 믿는 두 개의 통계항목, 즉 노동인구 증가율 및 노동인구의 고령화에 대해 설명할 것입니다. 마지막으로 저희는 인플레이션과 노동시장 여건의 거시경제적 연결고리에 대해 알아볼 것이며 그러한 연결고리가 연준의 정책 결정과 시장 반응에 어떻게 영향을 미치는 지에 대해 설명하겠습니다.

II. 그린스팬과 비농업부문 고용자(NFP) 통계

그린스팬 연준의장은 경제예측 및 컨설팅 업계 출신의 의장으로서 고용자수에 관한 데이터가 미국 경제의 경기순환을 이해하는 데 필수적인 통계라고 신봉했습니다. 그린스팬이 연준을 이끌던 시절, 각 달의 첫 금요일에 발표되는 고용 데이터가 이전까지 가장 중시되던 통화 공급량 데이터와 다른 모든 경제 데이터를 제치고 미국 경제에 관한 가장 많은 관심이 집중되는 통계항목으로서의 위상을 갖게 되었습니다.

표준적인 시각

2007-2009년 사이의 금융위기는 취업률의 극심한 하락을 초래했습니다. 과거 60년간의 평균치와 비교할 경우, 2010년 이후의 비농업부문 고용 증가는 많은 사람들이 바랐던 것처럼 강력하지 않아 미국 노동시장의 부진이 계속되고 있는 것처럼 보입니다.

그림 1: 1954년 이후의 비농업부문 고용자 수

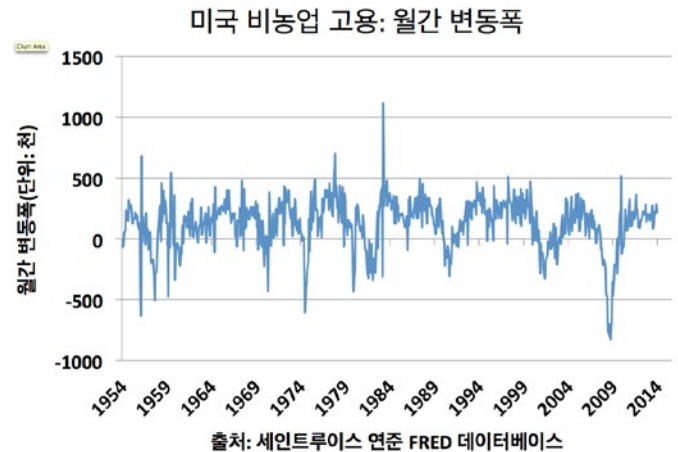


그림 2: 최근 고용자 수

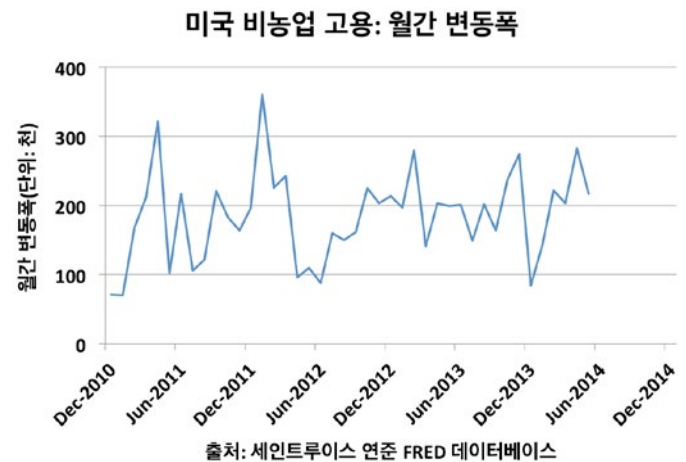


그림 3: 민간 부문 고용



그림 4: 정부 부문 고용



역동적 시각

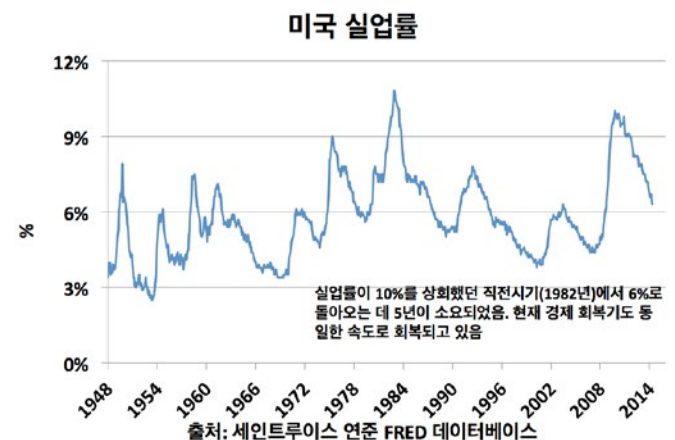
2009년 말부터의 경제 회복은 과거의 회복과는 확연하게 다르며 여러 부문을 종합한 비농업부문 고용자수 데이터를 해석할 때에는 민간 부문과 정부 부문의 일자리 창출을 구분할 필요가 있습니다. 민간 부문의 일자리 증가율은 상당히 강세를 보여 왔습니다. 전체 취업자수 데이터의 문제점은 연방정부, 주정부 및 지자체 부문(우정국 포함)에서의 상당 폭의 고용 감소(로 인한 왜곡)입니다. 이 점이 현재의 경제 확장기가 2차세계대전 이후에 있었던 과거의 모든 경제 회복기와 다른 이유입니다. 이전의 경제 회복기 때에는 정부 부문의 일자리 증가가 경제 회복에 기여했던 반면, 이번 경제 위기 때에는 무려 85만 명의 공무원이 일자리를 잃었습니다.

III. 버냉키와 실업률 데이터

버냉키 연준의장은 연준의 정책결정 프로세스를 더 투명하게 운영하기 위한 노력을 기울였습니다. 그러한 노력의 일환으로 버냉키 의장은 물가 안정의 지속과 완전 고용의 달성이라는 연준의 이중 목표 관련 경제 데이터를 바탕으로 미래 정책목표치의 개념을 도입하였습니다. 버냉키 의장은 실업률을 연준의 노동시장 목표를 대표하는 단일 측정값으로 강조하기로 선택했으며 2012년 12월에는 6.5%의 실업률 달성을 노동시장에서의 경제적 양호 여부를 평가할 주요 이정표로 설정했습니다.

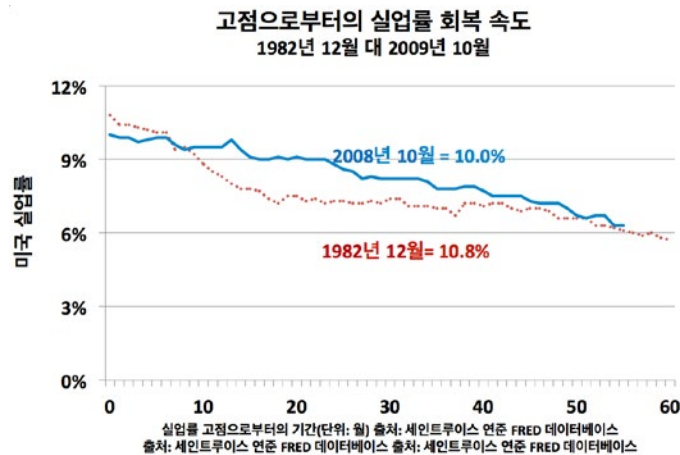
표준적인 시각

2차대전 이후의 역대 평균치와 비교할 때, 대략 5.5% 이상의 실업률은 노동시장이 취약한 것을 의미하는 것으로 간주되어 왔습니다. 2014년 4월 현재의 실업률은 6%를 넘고 있으므로 노동시장 여건은 여전히 추가적인 호전의 여지가 남아 있습니다.

그림 5: 민간 부문 실업률⁴

² 비농업부문 고용자수 데이터는 매월 12일을 기준으로 기업 급여대장에 올라 있는 종업원의 수를 묻는 고용통계조사에서 집계한 수치입니다. 일반적으로 대기업들이 소기업에 비해 적시에 보고하는 것으로 가정하여 신규 창업회사의 설립 속도와 소기업의 폐업 속도를 추정하여 반영합니다. 이 데이터 산출 과정에 내재된 소기업들의 창업률과 폐업률에 대한 가정에는 상당한 오류가 있을 수 있습니다. 특히·경제가·침체기에·돌입하거나·침체기에서·탈피하는·시점,·즉·창업/폐업·가정에·오류·가능성이·가장·높을·때에는·취업자·수·데이터가·큰·폭으로·정정되는·경우가·발생할·수·있습니다.

그림 6: 실업률 하락 속도



역동적 시각

비농업부문 고용 데이터와 마찬가지로 이번 침체기에서의 10%까지 솟은 수치에서 6%를 약간 넘는 수준까지 떨어진 실업률 하락 속도는 정부 부문의 상당 폭의 일자리 축소로 인해 부정적인 영향을 받았습니다.. 그럼에도 불구하고 경제 회복기 첫 4년간의 실업률이 3.5%나 하락했다는 것은 이번 경기 침체의 심각성과 침체 절정기의 높은 수준의 실업률만 아니었다면 일반적으로 견조한 회복으로 간주되었을 것입니다. 표준적인 시각은 목표치 대비 실업률의 절대적인 수준에 초점을 맞추는 반면, 역동적 시각은 정부 부문에서의 몇몇 강력한 역풍을 감안하여 해석한 실업률의 하락 속도를 중시합니다. 이 두 개의 상반되는 시각은 물잔이 반이 찼다, 물잔이 반이 비었다라는 시각의 차이와 같은 보편적인 경제학자의 시각 차이라 할 수 있겠습니다.

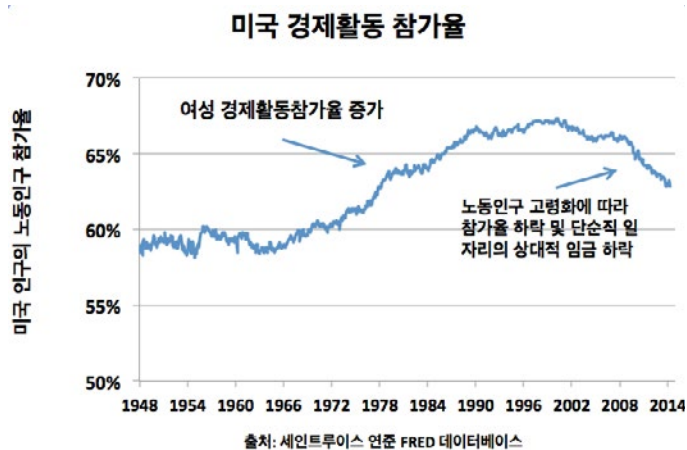
³ 중앙은행들이 정책 지침으로 지정하는 경제 목표치의 개념에 대한 논란은 끊이지 않았습니다. 이 논란에 대한 저희의 주장은 Charles A.E. Goodhart로부터 끌어 왔습니다. Goodhart는 단일 경제지표를 목표치로 지정하는 것은 시장에서 해당 목표치에 대한 인식이 완료된 후에는 다르게 반응할 것이기 때문에 해당 지표가 지니는 의미를 바꾸는 결과를 가져올 것이라고 지적했습니다. 이 개념은 “Goodhart의 법칙”이라 불리며 무언가를 측정하는 순간 그것을 달라지게 하여 측정치가 부정확해진다는 물리학의 하이젠베르크 원리와 그 궤적을 같이 합니다. 어쨌든 버냉키는 Goodhart의 법칙을 깨고자 한 반면, 후임 앨런 의장은 취임 즉시, 단일 지표 목표를 폐지하고 이 법칙을 따르기로 결정했습니다.

⁴ 민간 부문 실업률은 가계를 대상으로 실시된 조사에서 산출한 두 개의 주요 항목, 즉 실업자 수를 경제활동인구로 나누어 산출한 수치입니다. 가계 부문 조사는 미국 전역의 수 만여 명에게 전화 등의 연락을 통하여 집계합니다. 가계 부문 조사 응답자들에게 그들이 현재 고용되어 있는지 묻습니다. 답이 “예”인 경우에는 총 취업자 수에 포함됩니다. 답이 “아니오”인 경우에는 다음의 질문을 묻습니다. “현재 직장을 적극적으로 알아보고 있습니까?” 이에 대한 응답이 “예”이면 응답자를 경제활동인구에 포함시키며, 응답이 “아니오”인 경우에는 해당 응답자를 경제활동인구에서 제외합니다. 이 조사에서 얻는 두 개의 큰 수치, 즉 총 취업자 수와 총 경제활동인구는 매월 그 변동성이 심합니다. 따라서 총 경제활동인구 대비 실업자의 비율은 특정 달의 데이터를 보기보다는 여러 달의 추이를 종합적으로 검토하는 것이 더 적절합니다.

IV. 엘런과 뉘앙스 과잉

이전에 언급한 것처럼 새 연준의장 엘런은 2014년 3월, 의사봉을 잡은 첫 연방공개시장위원회(FOMC)에서 한두 개의 경제지표를 토대로 발표하던 미래 목표치를 폐지했으며 노동시장의 여건을 해석하는 데에 대해 훨씬 많은 뉘앙스가 담긴 접근법을 채택했습니다. 또한, 현재 어떤 수치를 보더라도 낮은 수준에 머물고 있는 근원 인플레이션을 감안할 때, 엘런이 이끄는 연준은 완전고용을 장려하는 한편, 노동시장에 관하여 광범위한 정보를 검토하고 주관적인 비중을 정하여 평가함으로써 여건이 덜 개선된 정도를 파악하는 데 초점을 맞추고 있습니다. 여기에서는 엘런 의장이 연설이나 기자회견에서의 질의 응답 세션을 통하여 수시로 논의한 데이터에 관하여 개략적으로 설명합니다.

그림 7: 경제활동 참가율⁵



표준적인 시각

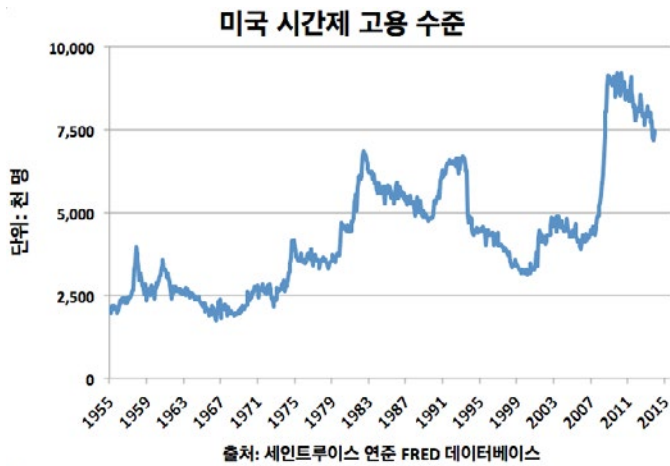
미국의 경제활동 참가율은 2008년 이후 하락 추이를 보여왔습니다. 다수의 노동 경제학자들은 경제활동 참가율(의 하락)을 대규모의 구직 단념자 수와 연계하여 설명하고 있습니다. 국민들이 상당한 기간 동안 구직에 실패할 경우, 취업 의지를 잃고 경제활동인구에서 누락되(어 실업률이 낮아지)는 현상이 있습니다. 노동인구의 하락세는 약화된 노동시장을 나타내는 징후입니다.

역동적 시각

이번 회복기에는 경제활동 참가율이 눈에 보이는 것만이 아닐 수 있습니다. 경제활동 참가율의 하락은 베이비 부머 세대의 저학력 또는 단순 노동직 근로자들의 조기은퇴에서 비롯되는 것일 수 있습니다. 아울러 노동시장에서 장기적인 교정 작업이 진행되고 있음을 시사하는 신호탄일 수도 있습니다. 2008년 금융위기 이전의 호황기에는 그린스판 연준의 장기적인 초저금리와 은행 부문의 투기적 사업 확장에 대한 부실한 감독에 따른 오랜 기간의 과다한 모기지 대출로 인해, 예외적인 호황기가 아니었다면 취업할 수 없었을 사람들이 경제활동 인구로 진입했을 가능성이 있습니다. 금융위기로 인해 고령의 시간제 근로자, 가사 종사 부모 등과 기타 단순 노동자들이 취업하거나 일자리를 유지하기 어려운 상황이 되어 노동인구에서 이탈하기 시작함에 따라 금융위기가 노동시장에 장기간에 걸쳐 서서히 진행될 교정을 가져온 촉매가 되었을 수도 있습니다. 다시 말해, 152,732,000명에 달했던 2006년 말의 경제활동인구 데이터는 주택건설 호황기에 따라 많은 수의 한계 근로자들이 취업 통계에 포함되었기 때문에 과대 집계된 것일 수 있다는 것입니다. 이러한 해석이 정확하다면 현재 우리는 장기 완전고용 상태의 노동인구와 생산 갭의 규모에 관하여 과대평가하고 있을 가능성이 있습니다.

⁵ 경제활동 참가율은 전체 노동연령 인구 대비 추정 경제활동인구의 비율입니다. 1970년대와 1980년대에 여성들이 사전에 유례 없는 규모로 노동시장에 합류하면서 경제활동 참가율에 가장 중대한 변화를 가져온 바 있습니다.

그림 8: 시간제 고용



표준적인 시각

시간제 고용은 금융위기 이후 폭발적으로 증가했습니다. 고용주들이 재무적 손실에 따라 종업원을 해고하는 한편, 종업원 일부를 정규직에서 시간제 종업원으로 교체하였다는 것이 일반적인 시각입니다. 이 견해에 따르면 경제 회복기가 되면 기업 이익이 개선되면서 시간제 근로자들이 정규직으로 복귀하고 해고된 근로자들이 다시 채용될 것이라고 봅니다. 하지만 경기 회복이 진행되었음에도 불구하고 시간제 종업원들이 정규직으로 복귀하지 못하고 있는 것은 기업들이 경제에 대한 자신감을 잃어 정규직 종업원을 늘리지 않고 있다는 신호로 보는 것이 이번 경기 회복기의 지배적인 시각입니다.

역동적 시각

시간제 고용 증가는 노동 시장이 근본적이고 구조적인 변화 단계에 있음을 표시하는 징후일 수 있습니다. 소비와 지출 패턴에서 인터넷 온라인 판매와 전자 상거래의 비중이 높아지면서 전형적인 오프라인 매장의 매출 감소를 가져온 것으로 보입니다. 이에 대처함에 있어, 그리고 기업들이 매장 유지와 전자 상거래 간에 보다 나은 균형을 지닌 새로운 비즈니스 모델을 찾기 위해 고민하는 과정에서, 보다 유연한 시간제 노동력이 다수의 비즈니스(특히 소매 비즈니스) 운영 방식에 더 적합하였던 것입니다.

아울러 노동력 공급 차원의 역학도 영향을 미치고 있습니다. 고령층의 근로자들은 노동 활동 말년에 실제로 시간제 일자리를 선호하는 비율이 젊은 근로자들에 비해 높을 수 있습니다. 계속 일하기를 희망하지만 반드시 정규직을 원하지는 않을 수 있습니다. 시간제 일자리가 건강보험이나 다른 유리한 복지혜택을 제공할 경우 특히 그렇습니다.

그림 9: 실직 기간

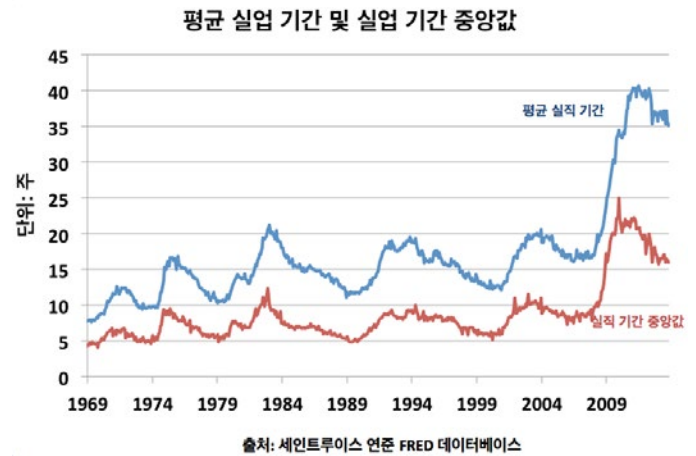
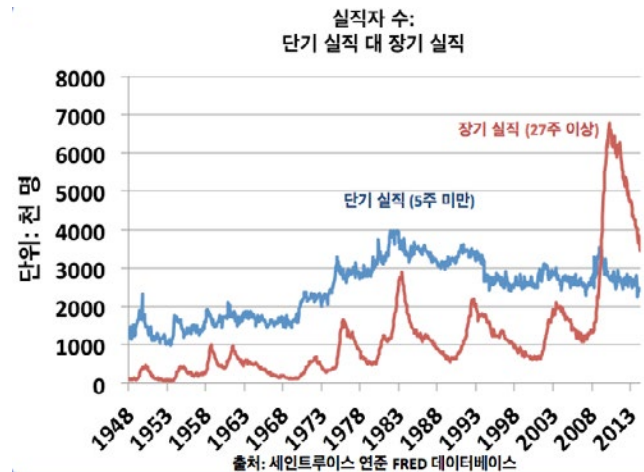


그림 10: 실직 기간별 실업자



표준적인 시각

근로자들의 실직 기간은 경기 침체기에 길어졌다가 나중에 다시 짧아집니다. 실업 기간의 평균값과 중앙값이 여전히 높은 수준에 머물고 있으며 이는 노동시장이 취약하다는 징후로 간주할 수 있습니다.

역동적 시각

노동시장에서 Salman Khan의 이른바 “의식형(mind)” 근로자, 즉 소위 “문제 해결자”와 심지어는 숙련된 근로자까지도 포함하는, 주로 반복적인 작업을 수행하는 근로자를 구별하는 현실적인 분리가 진행되고 있습니다. 다른 노동자에 비해

그 수가 훨씬 적은 이른바 “문제 해결자”에게는 노동시장이 매우 건강합니다. 이러한 구조적 변화가 지나치게 단순화된, 노동시장 여건이 취약하다는 해석을 훨씬 더 복잡하게 만듭니다. 아울러 5주 이하의 단기적 실직은 노동시장이 매우 건강한 상태임을 시사합니다. 반면 27주 이상의 장기적인 실직 기간은 보다 젊고 보다 덜 숙련된 근로자들이 적합한 일자리를 전혀 찾지 못하는 상태로 구조적 변화가 일어나고 있음을 시사합니다.

그림 11: 교육 수준: 대학



그림 12: 교육 수준: 고졸 이하



그림 13: 이직률⁷

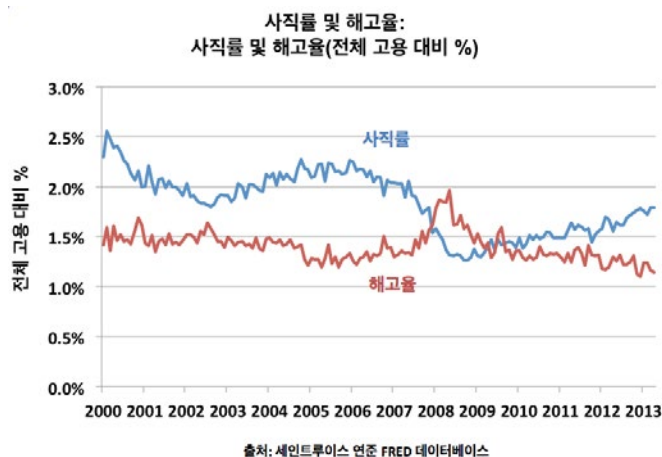


그림 14: 실업자 대 신규일자리 비율



⁶ Salman Kahn의 저서 “The One World Schoolhouse”(Hachette Book Group 출판, 2013)를 참고하십시오.

표준적인 시각

이직률 - 자발적 퇴직(사직률) 및 비자발적 퇴직(해고율)은 노동 시장의 매우 다른 측면을 표시합니다. 사직률은 노동인구에 포함된 근로자들의 자신감을 보여주는 강력한 지표입니다. 사직률이 증가하고 있고 해고율은 하락하고 있으므로 이 지표는 노동시장의 건강과 경제에 대한 자신감이 개선되고 있다는 긍정적인 신호를 보내고 있는 것입니다.

역동적 시각

이동에 훨씬 적극적이었으며 회사와 직원 간의 관계에 훨씬 냉소적인 시각을 지니게 되었습니다. 신세대인 X 세대 및 Y 세대, 밀레니엄 세대도 향후 자신의 커리어 및 일과 관련해서 또 다른 기대치를 정의할 수 있습니다. 이러한 신세대들은 평균적으로 그들의 부모들이 달성했던 만큼의 소득과 부를 달성할 가능성이 없을 수도 있습니다. 새로운 패턴이 나타나기를 기다려야 하겠지만 미래 소득에 대한 기대치가 감소하면서 갈수록 이전 세대들보다 더 이른 나이의 창업을 부추기는 추세입니다.

그림 15: 노동인구 증가율



V. 더 관심을 기울여야 할 지표들

미국 노동시장을 연구하는 거의 모든 사람들이 미국의 인구 증가 둔화와 현재의 이민 환경 때문에 노동인구의 성장 둔화는 물론, 노동인구의 고령화가 왔다는 사실을 인식하고 있습니다. 그러나 저희가 관찰한 바로는 많은 전문가들이 이러한 추세를 인식하고 있는 반면, 흔히 그 추세를 자신의 분석에는 포함시키지 않고 있다는 결론을 내리게 되었습니다. 이러한 현상은 특히, 이들이 분석하는 통계가

노동인구 성장률이 현재의 노동인구 둔화 속도만큼이나 빠른 속도로 증가하던 1970년대를 나누어 비교하는 통계일 때 더욱 두드러지게 나타납니다.

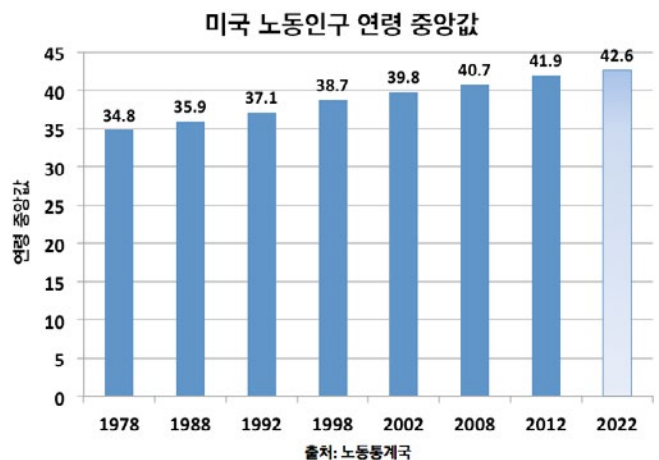
표준적인 시각

대부분의 노동시장에 대한 표준 시각은 노동인구 성장률의 둔화나 노동인구의 고령화 현상을 적절히 감안하지 않고 있습니다. 이것은 중대한 누락입니다.

역동적 시각

미국 노동인구의 성장을 둔화는 미국의 잠재적 실질 GDP 성장률에 부분적으로 중대한 영향을 미칩니다. 실질 GDP 성장 잠재력을 평가하는 방법 가운데 하나는 장기적인 미국의 실질 GDP 성장은 노동인구 증가나 노동 생산성의 증가에서 비롯된다는 단순한 산식을 참고하는 것입니다. 그 중에서 노동 생산성은 기술 혁신과 자본 투자의 영향을 받을 수 있습니다. 미국과 같이 현대적이고 성숙한 산업국가의 경우, 추가적인 자본투자로 얻을 수 있는 수익률은 신흥국가에 비해 적습니다. 그리고 미국에서의 신기술의 활용도는 매우 빠르며 이미 고도로 발달되어 있습니다. 그러므로 미국의 노동생산성이 장기적 평균 추세 성장률 1.5%에서 2.0%의 범위를 벗어나기는 어려울 것으로 보입니다. 즉, 미국의 노동인구 증가율이 연간 0.5%로 둔화된 점을 감안하면 미국의 실질 GDP 성장 잠재력은 2.0%-2.5%선이 될 것으로 보입니다. 물론 이는 확정된 것은 아닙니다. 이민이 노동인구 증가율과 잠재 실질 GDP 성장률을 높일 수 있습니다. 미국의 원유 및 천연가스 붐과 같은 자원의 발견이 잠재 실질 GDP를 10여 년 이상 높이는 효과를 가져올 수도 있습니다. 그리고 기술 혁신의 속도 또한 역동적이며 가속화될 수 있습니다.

그림 16: 노동인구 연령



⁷ 사직률은 전체 비농업부문 고용자수에 대한 사직자의 비율이며 해고율은 전체 비농업부문 고용자 중 해고자 비율을 표시합니다.

그리고고 여전히, 고령화되고 있는 인구학적 구조의 문제는 존재합니다. 미국 국민들은 은퇴에 대한 준비가 몹시 부족한 상황입니다. 확정급여형 퇴직연금(은퇴 후 보장된 연간 수익)은 “바닥”을 친 지 오래이고 401K와 다른 유형의 확정기여형 퇴직연금(본인의 능력과 의향에 따라 많이(또는 적게) 납입할 수 있는 연금)의 인기는 “상한가”를 누리고 있습니다. 기대 수명이 점점 늘어나고 나이가 들면서 의료비와 생활비도 증가하는 가운데, 노동인구의 증양값이 높아지고 있다는 것은 다수의 근로자들이 이전 세대보다 더 오랜 기간 일해야 한다는 불가피한 현실을 뒷받침하는 수치일 수 있습니다. 이 요인은 노후 자금 및 의료 비용과 관련된 작용경로 및 동기부여를 통하여 노동인구의 역학에 영향을 미칠 잠재력을 지니고 있습니다.

VI. 연준의 이중 임무 및 인플레이션 역학과 노동시장 간의 관계 변화

지금까지 저희의 분석은 2009년 이후 정부 부문의 일자리 감소, 1970년 이후 노동인구 증가율의 둔화, 그에 준하는 노동인구의 고령화, 그리고 정보시대가 비즈니스 모델과 고용 관행에 미치는 중대한 영향을 감안하여 노동시장의 여건을 보다 동적인 방식으로 재해석하는 데 초점을 맞춰왔습니다. 저희의 결론은 다음과 같이 요약할 수 있을 것입니다.

- > 미국의 노동 시장은 그 정도가 깊었던 이번의 경기 침체기에서 아직 더 회복할 여지가 남았을 가능성은 있으나 활용되지 못하고 있는 자원의 규모는 일반적인 해석이 시사하는 것보다는 실제로 훨씬 적을 수 있습니다.
- > 민간 부문은 이전 경기 회복기와 거의 같은 속도로 일자리를 창출해 왔습니다.
- > 일반적으로는 경제 회복기 중에 일자리를 창출했을 정부 부문에서 85만여 개의 일자리가 삭감된 것이 취약한 노동시장의 주 원인입니다. 2010년 이후 연준이 집행해 온 양적완화 프로그램도 비대해진 주정부, 지자체 및 미국 우정국의 일자리 삭감은 막을 길이 없었다는 것이 저희의 시각입니다.

- > 금융위기 전 마지막으로 실업률이 10%에 달했던 시절 (1982년), 실업률이 6% 미만으로 돌아오는 데 5년의 세월이 걸렸으며 이번에도 2010년 10월의 실업률 최고점 10.0% 이후에 비슷한 속도를 보이고 있습니다.
- > 실업률이나 일자리 창출 속도가 표시하고 있는 것보다 노동시장이 더 취약하다고 주장할 때 시간제 고용, 경제활동 참가율을 포함한 추가적인 노동시장 지표들과 다른 다수의 지표들이 언급되고 있습니다. 저희는 이러한 주장은 잘못된 것이라고 생각합니다. 저희는 그러한 시각에 동의하지 않습니다. 노동인구 고령화와 크게 둔화된 노동인구 증가율을 감안하여 다양한 범위의 노동시장 지표를 해석하면 비교적 왕성하고 강건한 시장이 매우 새롭고 이전과는 다른 역학에 적절하게 적응해 나가고 있다는 시각을 뒷받침한다는 것을 알 수 있다는 것이 저희의 주장입니다.

하지만 아직 저희가 논의하지 않은, 다수의 노동시장 분석가들이 인식하지 못한 하나의 중요한 동적 패턴이 있습니다. 즉, 노동시장 상황과 인플레이션의 연계 고리가 바로 그것입니다. 노동시장의 침체는 인플레이션을 줄이는 데 약간의 효과가 있을지는 몰라도 그러한 연관성은 매우 약하고 복잡하며 특히 신뢰할 수 없습니다. 이는 노동시장의 건강성과 물가 안정간의 강력한 상호상생적 관계에 관한 표준적인 시각을 수정할 필요가 있을지도 모른다는 것을 의미합니다. 특히 완전 고용과 저 인플레이션의 달성이라는 연준의 이중 목표를 감안할 때에는 더욱 그렇습니다.

1995년 이후, 식품, 에너지를 제외한 근원 인플레이션은 1%-2% 사이의 매우 안정적인 수준을 유지해 왔습니다. 근본적으로, 미국 경제는 20여 년에 걸친 낮고 안정적인 인플레이션을 경험해 왔습니다. 이러한 20년의 기간에서 주목할 만한 점은 주식시장에서 발생했던 1990년대 말의 기술주 폭락, 2003-2007년의 주택가격 폭동, 그리고 2008년의 금융위기 모두가 이 기간 중에 있었던 일이라는 것입니다. 이 기간 중 실업률은 큰 폭으로 오르내렸습니다. 그 와중에도 근원 인플레이션은 놀라울 정도로 안정적인 수준을 유지했습니다.

이러한 분석은 많은 사실을 입증하는 매우 기초적인 통계임을 쉽게 알 수 있습니다. 1990년대 중반을 기점으로 이전과 이후의 근원 인플레이션과 실업률 간의 최소제곱법에 의한 관계분석을 보십시오. T 통계량은 추정 계수의 아래에 괄호로 표시했습니다.

$$\begin{aligned} \text{회귀식 \#1: 1961년 1월 - 1994년 12월} \\ \text{근원 인플레이션} = 0.008 + 0.58 \times \text{실업률} \\ (1.89) \quad (8.71) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{회귀식 \#2: 1995년 1월 - 2014년 4월} \\ \text{근원 인플레이션} = 0.023 - 0.10 \times \text{실업률} \\ (27.75) \quad (7.39) \end{aligned}$$

이러한 기초 통계 관계에서 몇 가지 유의할 사항이 있습니다. 우선 1995년 이전, 실업률 1% 증가 시, 근원 인플레이션이 0.58% 상승했습니다. 이처럼 직관과는 반대의 관계는 역사적으로 1960년대 말과 1970년대의 스태그플레이션에 의해 만들어진 것입니다. 당시에는 높은 실업률과 높은 인플레이션이 동시에 발생했습니다. 그러한 스태그플레이션의 관계는 최소한 통계학적으로는 사라졌습니다. 1995년부터는 실제로 더 직관에 가까운 약간의 역의 관계가 있으나 그리 강력하지는 않습니다. 실업률이 1% 상승하면 근원 인플레이션은 0.1% 정도 하락하며 실업률이 하락하면 반대의 현상이 일어납니다. 이러한 통계적 관계는 지난 20여 년간의 근원 인플레이션을 안정에 의한 것입니다. 즉, 추정 상수항은 2.3%로서 추세 인플레이션율보다 약간 높은 수준입니다. 통계적 관점에서 최소제곱 회귀분석 시 대부분의 “적합”이 상수항에 의해 포함될 때, 이는 명시적인 근본 요인들이 별다른 추가적인 정보나 유의미한 관련성을 제시하지 않는다는 것을 의미합니다. 추정 상수항의 이른바 “적합(Fit)”이 강하면 강할 수록, 어떤 요인이 실제로 근원 인플레이션을 견인하는지에 대한 저희의 무지는 더욱 더 커집니다.

그림 17: 근원 인플레이션과 실업률



노동 시장과 근원 인플레이션 간의 관계는 이 연구 보고서에 적합한 수준 이상의 더 많은 연구와 조사를 요합니다. 몇몇 매우 기초적인 통계학적 연결 고리를 살펴보면, 취약한 노동시장과 저 인플레이션, 그리고 강력한 노동시장과 고 인플레이션 간의 연결고리는 지난 20여 년간의 물가안정기를 통하여 크게 약화되어 왔음을 시사합니다. 이러한 관측이 추가적인 연구를 통해 뒷받침된다면 연준의 정책, 그리고 완전고용과 물가 안정이라는 이중 목표를 관리하는 방법에 나름의 영향을 미칠 것입니다. 구체적으로 인플레이션 방지 또는 실업률 증가 간에 상호상쇄 효과가 있다는 보편적인 시각은 정확하지 않을 가능성이 있습니다. 그리고 이것이 사실이라면 연준은 과거와는 매우 다른 형태의 정책적 조치를 취할 필요가 있을지도 모릅니다. 양적완화는 노동시장에 그리 큰 도움을 주지 못했을 수 있으나 초저금리 환경이 지나치게 오랜 기간 지속될 경우, 근원 인플레이션이 상승하기 보다는 자산 가격 폭등의 위험을 수반할 수 있습니다.

이 모든 것이 연준의 정책에 의미하는 바는 연준이 연방기금 제로 금리 정책을 버리고 시중 단기금리를 단계적으로 소폭 인상하는 절차를 시작하는 경우, 실제 촉매가 무엇이 될 것인지에 따라 상당히 흥미롭습니다. 저희는 두 개의 시나리오를 보고 있습니다.

첫째, 노동 시장 여건이 개선되지만 근원 인플레이션은 2%에 머무르고 인플레이션 기대치는 낮은 수준에 머무르는 시나리오입니다. 이 경우, 저희는 노동 시장 여건이 금리 의사결정의 중요한 촉매가 될 것으로 생각합니다. 그리고 인플레이션 기대치가 높아지지 않는 상황에서는 연방기금 목표 금리 인상 결정이 채권 수익률 상승으로 이어지는 않을 것이며 수익률 곡선은 평평해질 것입니다.

둘째는, 노동 시장 여건이 개선되고 근원 인플레이션이 오르기 시작하며 인플레이션 기대치가 2.5%나 3.0%를 향해 상승하는 시나리오입니다. 이러한 경우, 인플레이션 기대치 상승이 연준의 긴축 의사 결정에 촉매가 될 것으로 저희는 생각합니다. 그리고 저희는 시장 참가자들이 연준이 인플레이션 곡선에 뒤늦게 대응하고 있다는 생각을 갖게 될 가능성이 상당하다고 생각합니다. 이는 단기 금리와 장기 금리 수익률 곡선 모두의 상향 이동을 시사합니다.

결론적으로 저희는 이 문서의 시작부에 언급했던 테마로 돌아가게 됩니다. 한때는 “보편적”인 것으로 간주되었던 몇몇 개념을 토대로 한 분석은 시장의 역동적 본질을 감안할 때 매우 위험하다는 것이 저희의 생각입니다. 이는 특히, 인구학적 패턴과 정보시대의 비즈니스 모델 변화로 인해 대대적인 구조적 변화를 겪고 있는 노동시장에 적용됩니다. 나아가, 저희는 실업률과 인플레이션 간의 잘 알려진 상호간 상쇄 효과에 대한 과신을 경계할 것을 권유합니다. 저희의 분석에 따르면 그러한 상쇄 관계는 약하고 신뢰하기 어려운 것으로 보입니다.

당사의 시장 동향 보고서를 추가로 확인하시려면 cmegroup.com/marketinsights 페이지를 방문하십시오.

선물거래는 모든 투자자에게 적합한 것은 아니며 원금손실의 위험이 따릅니다. 선물은 차입금을 이용하는 투자이며 계약금액의 일정 퍼센트만 있으면 거래가 가능하기 때문에 선물 포지션에 예치된 증거금 이상의 손실을 입을 수도 있습니다. 따라서 거래자는 손실을 입더라도 타격을 입지 않을 정도의 자금만을 이용하는 것이 바람직합니다. 매 거래마다 이익을 기대할 수 없으므로 한 거래에는 자금의 일부만을 투자하는 것이 좋습니다. 본문에서 언급하는 옵션은 모두 선물옵션을 의미합니다.

선물 및 스왑 거래는 모든 투자자에게 적합한 것은 아니며 원금손실의 위험이 따릅니다. 선물 및 스왑은 레버리지를 이용하는 투자이며 계약금액의 일정 퍼센트만 있으면 거래가 가능하기 때문에 선물 및 스왑 포지션에 예치된 증거금 이상의 손실을 입을 수도 있습니다. 따라서 거래 시 손해를 보더라도 타격을 입지 않을 정도의 자금만을 이용하는 것이 바람직합니다. 또한 모든 거래에서 수익을 기대할 수는 없으므로 한 번의 거래에는 이러한 자금 중 일부만을 투자하는 것이 좋습니다.

본 자료 상의 정보 및 기타 자료들을 금융상품에 대한 매수/매도의 제안이나 권유, 금융 관련 조언의 제공, 거래 플랫폼의 구축, 예치금의 활용 또는 수취, 관할권과 유형을 막론한 다른 어떠한 것이든지 금융상품 또는 금융서비스의 제공을 위한 것으로 간주하여서는 안 됩니다. 본 자료 상의 정보는 정보전달의 목적으로만 제공되며 조언을 제공하고자 하는 목적이 아닐뿐더러 조언으로 간주되어서도 안 됩니다. 본 정보는 개개인의 목표, 재정적 여건 또는 필요를 고려하지 않았습니다. 본 자료에 따라 행동을 취하거나 이에 의존하기에 앞서 적절한 전문가의 조언을 구하시기 바랍니다.

본 자료 상의 정보는 있는 그대로의 상태로 제공되며 명시적이든 암시적이든 그 내용에 대하여 어떠한 종류의 보증도 하지 않습니다.

CME그룹은 CME Group Inc.의 상표입니다. Globex 로고, E-mini, E-micro, Globex, CME 및 Chicago Mercantile Exchange는 Chicago Mercantile Exchange Inc. ('CME')의 상표입니다. CBOT 및 Chicago Board of Trade는 Board of Trade of the City of Chicago, Inc. ('CBOT')의 상표입니다. ClearPort 및 NYMEX는 New York Mercantile Exchange, Inc. ('NYMEX')의 상표입니다.

CME와 CBOT 및 NYMEX는 각각 싱가포르에서 공인시장운영자(Recognised Market Operator)로 등록되어 있으며 홍콩특별행정구(Hong Kong S.A.R.)의 자동매매서비스(Automated Trading Service) 제공자로 승인을 받았습니다. 뿐만 아니라 본 자료 상의 정보는 일본 법률 제25호 금융상품거래법(1948년, 개정)에 의한 어떠한 해외금융상품시장에 대한 직접적인 접근이나 또는 해외금융상품시장 거래에 대한 청산서비스를 제공하는 것으로 간주할 수 없습니다. CME유럽거래소는 홍콩, 싱가포르, 일본 등 아시아의 어떤 관할권에서도 어떠한 유형의 금융서비스도 제공자로서, 또는 제공할 수 있을 것으로 간주될 만한, 등록이나 허가를 받지 않았습니다.

저작권 © 2014 CME Group. 모든 권리 유보