Strategy Idea

외강내유(外剛內柔) 미국 고금리 스트레스

채권/자산배분
Analyst **윤여삼**
yeosam.yoon@meritz.co.kr

- ✓ 11월 중간선거를 앞두고 트럼프 민심잡기 행보, MBS 매수 및 카드론 금리상한 제시
- ✓ 외형적으로 양호한 미국경제, 속으로는 고금리 장기화에 따른 스트레스 누적되었다는 판단
- ✓ 당장 금리인하는 힘들지만, 하반기로 갈수록 금리를 낮춰야 할 필요성 증대되며 채권 관심

트럼프 집권 2년차, 중간선거 앞두고 높은 금리를 낮추고 싶다

트럼프 대통령의 일처리는 늘 시끄럽다. 집권 1기에도 안팎으로 많은 잡음이 있었지만, 2기는 해방의 날로 대표되는 관세부과로 정신 없는 한해를 보냈다.

집권 2년차인 올해 연초부터 대외 정책쪽은 '신먼로주의'를 강조, 베네주엘라 마두로 축출로 시작하여 그린란드 미국병합까지 논란을 키우고 있다. 미국은 이제 세계 경찰이 아닌 경제적으로 유럽과 아시아 경쟁 체계를 강화하겠다고 한다.

그러면서 안으로는 11월 중간선거를 위해 OBBBA를 중심으로 감세 정책을 펼치는 한편, 연준을 압박 금리를 낮춰 경기부양을 위한 노력을 시사 중이다.

헤싯 NEC의장으로 굳혀지는 듯 보였던 신임 연준의장 선임을 고심하고 있으며, 동시에 파월의장의 검찰 압수수색까지 정말 조용한 날이 없다.

그림1 **트럼프 재정부 자금으로 MBS 2천억달러 매입 시사**

자료: Truth Social

그림2 **카드론 금리상한, 10%로 낮추겠다고 발언**

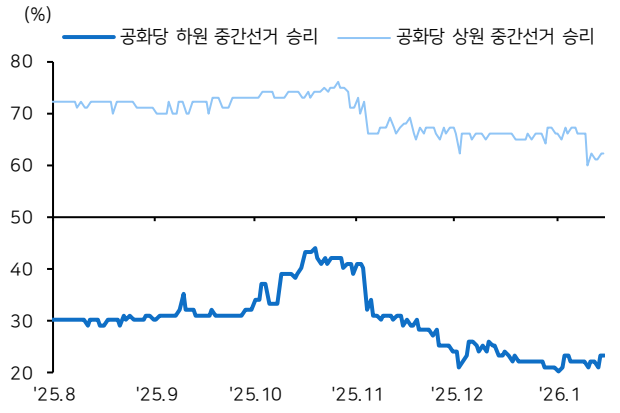
자료: Truth Social

이 과정에서 다소 묻힌 감이 있으나, 내부 민심을 얻기 위해 트럼프 대통령이 연초 내놓은 정책은 1)미국 정부(재무부)가 MBS 모기지 채권 2천억달러 매수와 2) 카드론 대출금리 상한을 10%로 제한하겠다고 밝혔다〈그림 1, 2〉. 두 정책의 포커스는 현재 가계가 지고 있는 18.5조달러의 부채(credit) 중 핵심 주택과 카드 대출을 안정화 시키겠다는 의도가 담겨 있다.

현재 중간선거에서 공화당이 상원은 지킬 공산이 크지만, 하원의 경우 공화당 지지율이 20%대 초반대로 민주당이 과반을 넘길 것이라는 확률이 70%대이다〈그림 3〉. 트럼프가 부과한 관세는 3월이내 결정 나겠지만, 일부 위헌결정에 관세 환급에 대한 가능성이 거론 중이다〈그림 4〉.

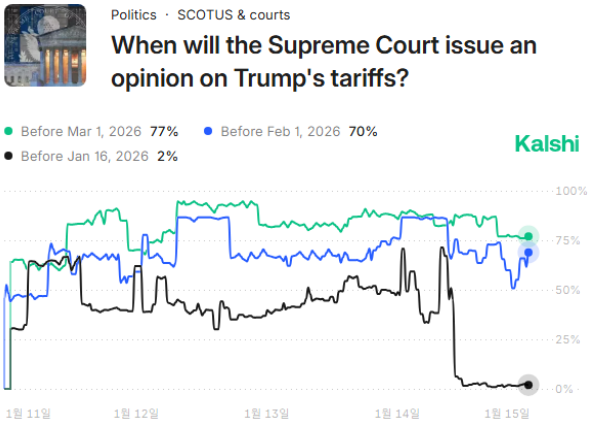
파월 압수수색은 연준의 독립성 문제로 연결, 파월의장이 의장 퇴임 이후에도 남은 이사 임기를 채울 것이라는 불확실성을 더 자극했다. 연초 살짝 반등하던 트럼프 지지율은 이내 하락반전, 최저치를 경신하고 있다〈그림 6〉. 트럼프 대통령은 지지율을 끌어올릴 카드를 만질 수 밖에 없다.

그림3 중간선거 공화당 하원 승리 확률 20%대로 부진



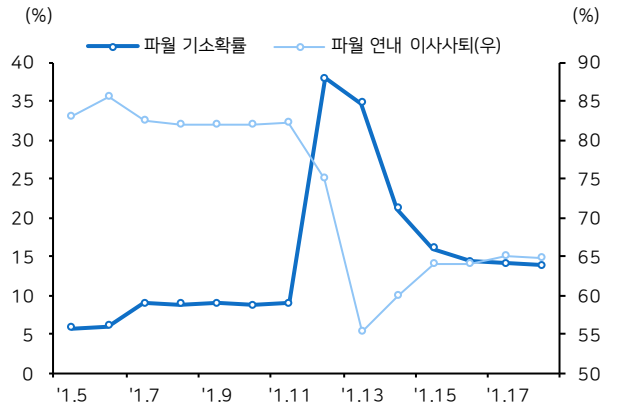
자료: Polymarket, 메리츠증권 리서치센터

그림4 트럼프 관세위헌 결정 여부 3월 안에 결론 유력



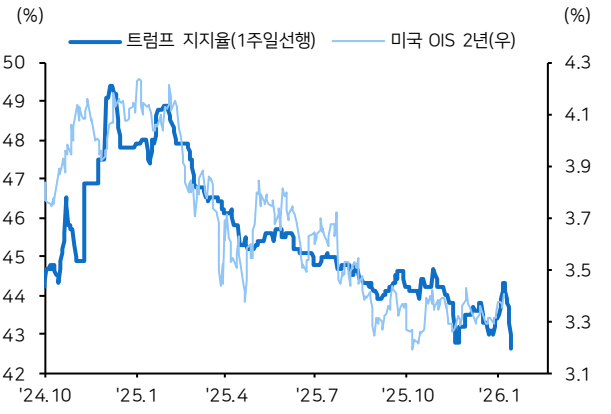
자료: Kalshi, 메리츠증권 리서치센터

그림5 파월 압박으로 연준 통화정책 반발 우려 증폭



자료: Kalshi, 메리츠증권 리서치센터

그림6 연초 반짝 올랐던 트럼프 지지율, 반대로 급락



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

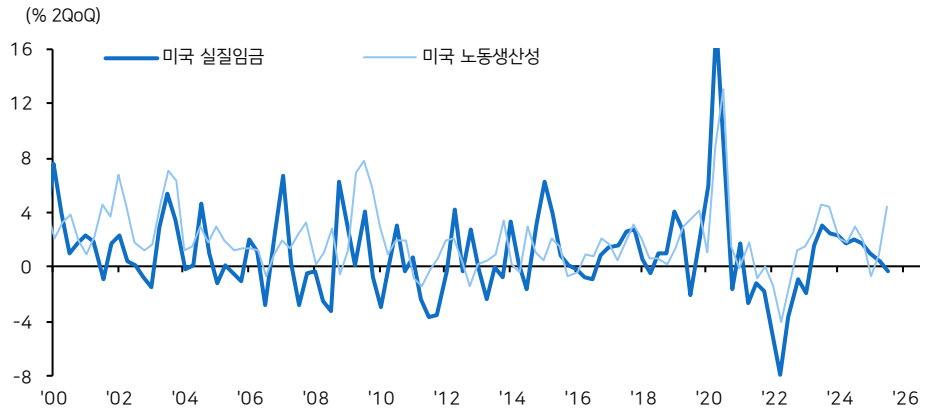
미국경제 외형적 양호함 속에 이질감, 고금리 스트레스 산재

트럼프 대통령이 최근 대외 외교관련 강경 분위기를 조성하는 이면에는 예상보다 내부경제 안정성이 기여하고 있다. 해방의 날(4월 1일) 이후 미국 성장률은 2025년과 2026년 공히 1% 초반대로 둔화될 것으로 우려됐으나, 최근 컨센서스는 2%로 미국경제가 외형적 안정성을 확보했다.

작년 하반기 고용지표 위축으로 연준은 9월 이후 연속 3차례 75bp 인하를 단행했지만, 3분기에 이어 4분기까지도 미국 성장률은 전기비연율 4~5%대 견고한 성장세를 나타내고 있다. 기업들이 비용문제로 고용을 줄이고 있지만, 일부 생산성 개선이 미국의 성장률을 지지하는 '고용 없는 성장' 이야기가 다수다.

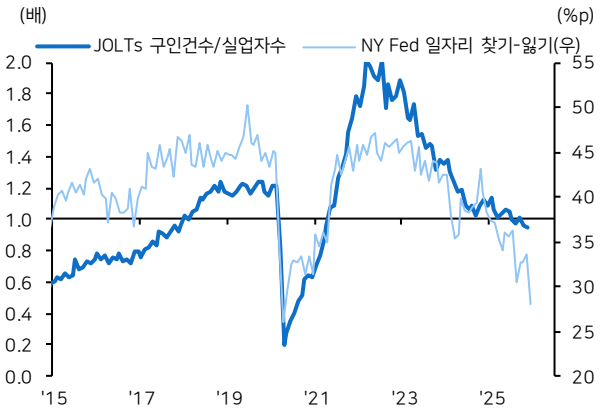
AI가 기업들의 가장 큰 원가 부담인 인건비 감소 측면에서 긍정적일 수 있으나, 가계의 실질소득은 과거 생산성 개선 당시와 달리 위축 흐름이 강화되고 있다〈그림 7〉. 결국 소득이 뒷받침되지 않으면 소비는 향후 위축될 공산이 큰 것이다.

그림7 **미국 AI 고생산성으로 고용없는 성장 긍정적 평가 vs 실질금리 하락은 부담**



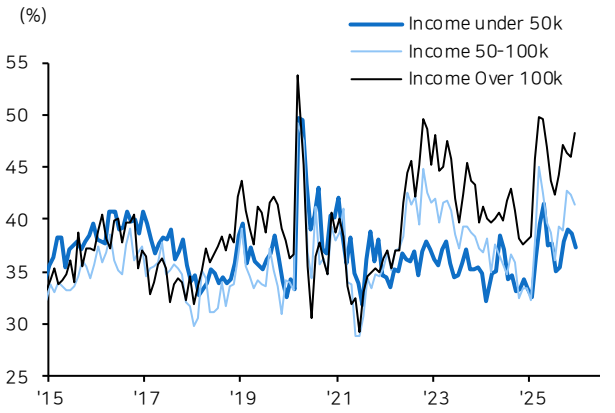
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림8 **미국 고용둔화 기조, 심리적 부담은 더 큰 상황**



자료: US BLS, NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림9 **AI로 인해 고임금 노동자들의 실직 우려감 더 높아져**



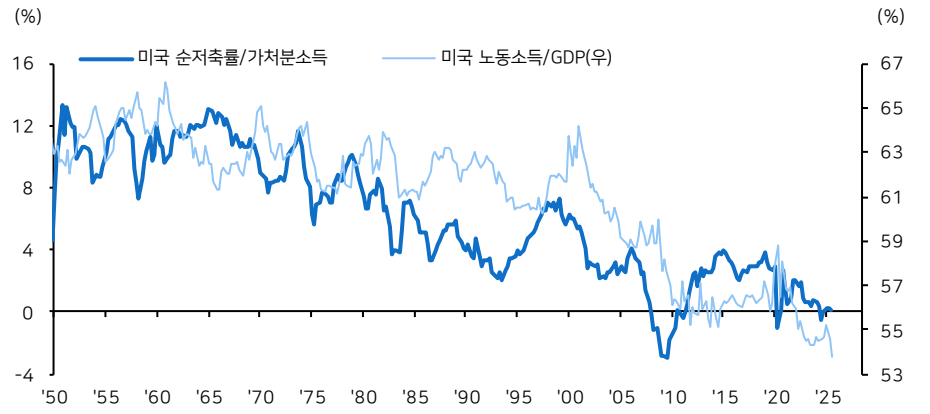
자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

미국 구인지표가 11월에 일부 개선되었다고 하나 구인/실업비율은 기준선 1을 하회하기 시작했고, 가계는 일자리를 찾는 것보다 구하기 어렵다는 의견이 지배적이다〈그림 8〉. 그리고 AI의 대체 인력은 저소득 블루컬러 노동자보다 고소득 화이트컬러 노동자에게 부담이 큰 상황이다〈그림 9〉.

자본주의 특성상 노동의 소득분배율이 떨어지는 것은 당연하게 여겨질 수 있으나 2025년 하락의 기울기가 가팔라진 부분은 주목할 필요가 있다〈그림 10〉. 가계의 순저축율은 마이너스(-) 내외에서 등락하며 가계가 실질적으로 쓸 수 있는 돈이 많지 않다는 것을 보여준다.

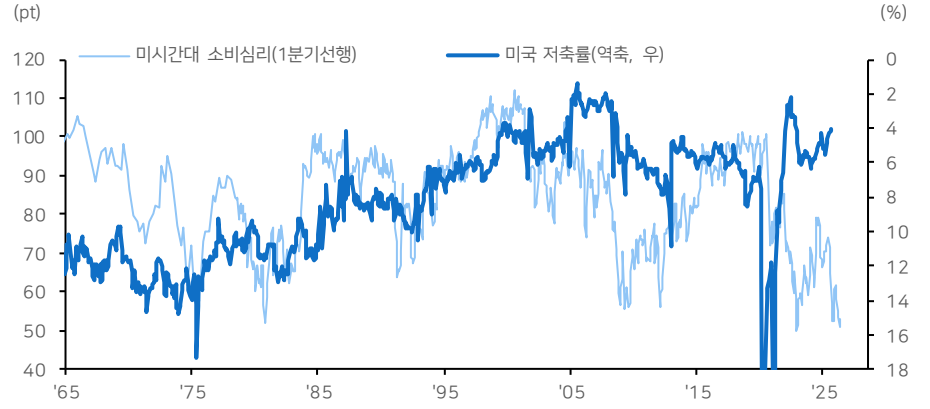
자칫 올해 선거와 월드컵 같은 이벤트를 앞두고도 지난해 내내 위축된 소비심리는 주머니(저축률)가 허전한 가계의 사정을 더 위축시킬 가능성이 여전히 높다〈그림 11〉. 펜데믹 때 일시적으로 늘었던 저축률이 2022년 소진된 이후 지난 2년을 버텼던 것은 바이든 행정부의 확대 재정이었다.

그림10 낮아지는 노동분배율은 곧 가계의 소비여력에 영향을 미칠 것



자료: Fed, US BEA, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림11 가계 위축된 소비심리 반대급부로 저축률은 매우 낮은 수준



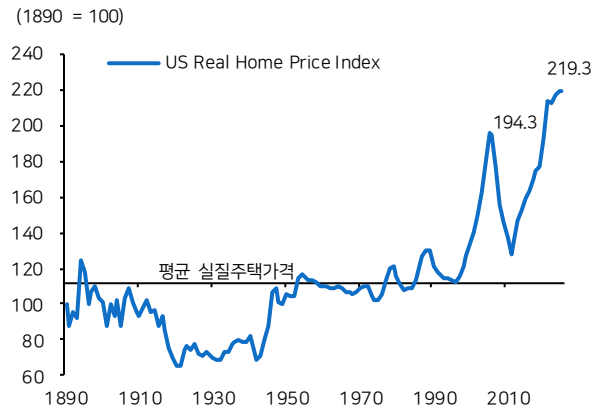
자료: UMich, Fed, 메리츠증권 리서치센터

트럼프가 관세 수입을 기반 배당금(인당 2천달러)까지 이야기하고 있지만, 당장 관세 위헌결정 여부부터 해결해야 한다. 트럼프가 쓸 수 있는 내수경제 안정을 위해서는 재정보다 연준을 활용하려 했으나, 그조차 최근 저항이 크다.

여기서 서민경제에 직접적 연관성이 높은 대출관련 정책지원이 등장한 것이다. 절대규모가 큰 만큼 금리부담이 큰 주택대출(mortgage) 지원에 나선 것이다. 작년 9월 연준이 금리인하 단행 이전 9월 넘게 연방금리가 동결되는 기간 미국 주택경기는 예상보다 위축되었다. 3월 이후 주택가격은 8월까지 매월 하락세를 기록, 과도하게 비싼 실질 주택가격의 영향이 컸다〈그림 12〉.

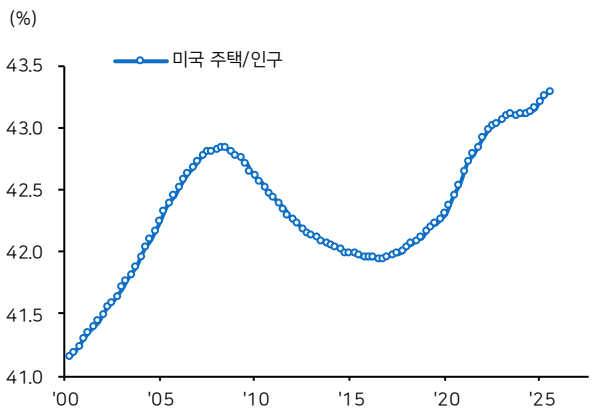
미국 자가주택비율은 금융위기 이후 위축세를 나타내다가 2010년대 중반 이후 미국 부동산 사이클 개선으로 바닥, 펜데믹 과정에서 최고 수준까지 급등했다〈그림 13〉. 이는 역사적 수준으로 주택보유가 많은 상황에서 가격은 비싸고, 금리마저 높아 주택관련 심리와 동향 지표들이 최악인 상황이다〈그림 14〉.

그림12 의식주에서 비중이 가장 큰 집값, 미국은 너무 비싸다



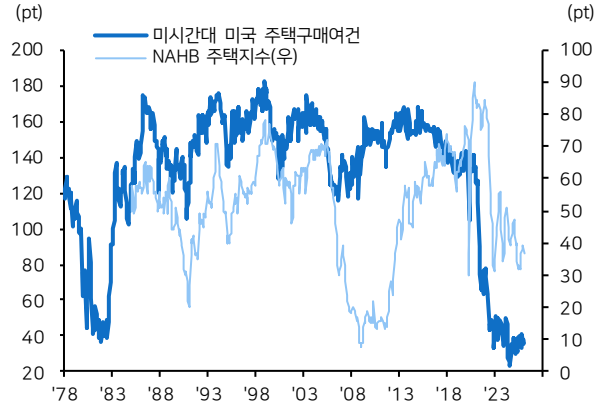
자료: Robert Shiller, 메리츠증권 리서치센터

그림13 금융위기 당시보다 자가주택소유 비중 최고치 경신



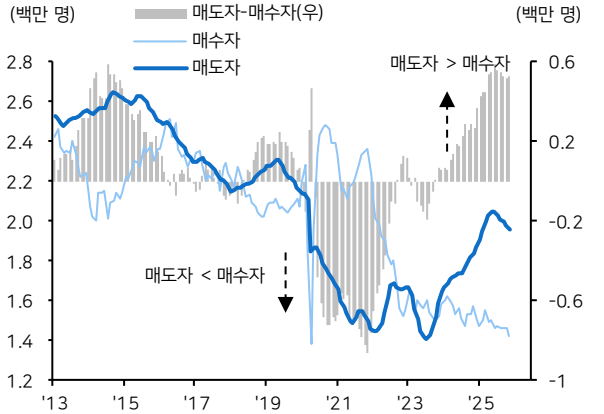
자료: Realtor, 메리츠증권 리서치센터

그림14 미국 주택관련 여건 역사상 가장 위축되어 있는 상황



자료: UMich, NAHB, 메리츠증권 리서치센터

그림15 실수요자 축소 지속되는 가운데 그나마 매도세 진정



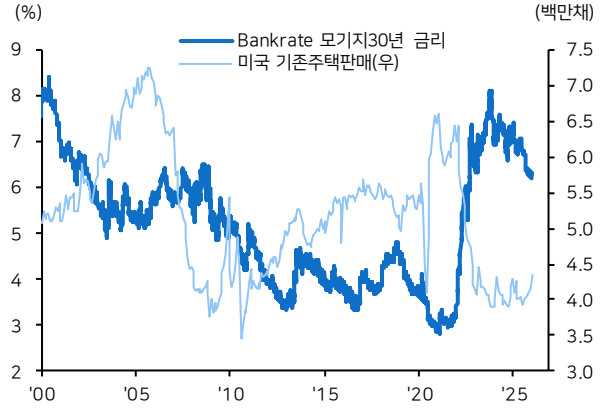
자료: Redfin, 메리츠증권 리서치센터

Redfin 추정 주택 매수자는 바닥권인 반면 매도자는 지난해 하반기 3차례 금리인하 이후 모기지 금리 안정되며 증가세는 진정되었다〈그림 15〉. 그럼에도 트럼프 행정부가 가진 고민은 아직 양호한 경기여건과 5월 신임 연준의장 취임 전까지 금리인하가 없다면, 주택경기가 다시 위축될 수 있다는 점이다.

핵심 주택거래인 기존주택판매는 역사적 바닥 수준에서 지난해 3차례 금리인하로 위축된 거래가 다소 풀린 상황이다〈그림 16〉. 미국 장기국채금리가 4% 중반대에서 정체대비 모기지 채권은 상대적으로 안정되었다고 하나 6%대 절대금리는 높아 스프레드가 1990년 이후 평균 130bp보다 확대되어 있다〈그림 17〉.

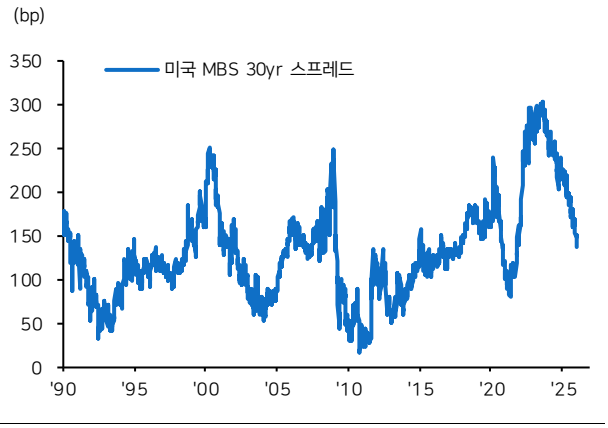
미국 통화정책은 금리인상과 인하가 300bp 이상 액티브하게 움직이고 있어 모기지 금리를 3% 이하에 받은 사람과 6% 이상에 받는 경우들이 발생하는데, 고금리 장기화로 지난해 3%보다 6%대 대출자가 더 많아지게 되었다〈그림 18〉. 올해 상반기 금리인하 기대가 제한될 경우 고금리 갈아타기 부담이 높아지는데, 실질 소득과 저축률 감소로 상환이 여의치 않다.

그림16 연준 금리인하로 모기지금리 안정, 일부 거래 개선



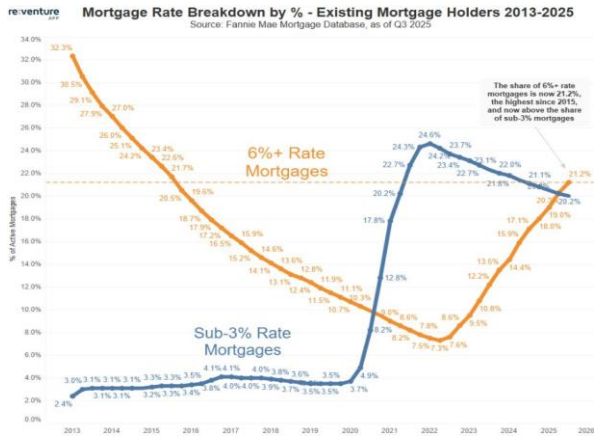
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 모기지금리 스프레드 축소, 역사적 평균보다 확대



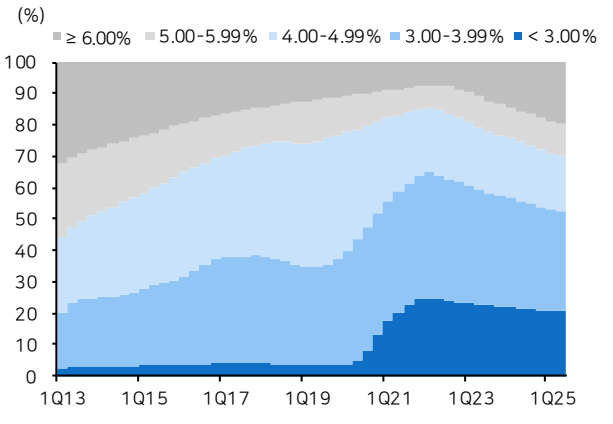
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 3% 이하 대출자보다 6%이상 대출자 더 늘고 있어



자료: Fannie Mae, Re-venture

그림19 6%대 고금리 대출 부담 증대는 취약계층 자극



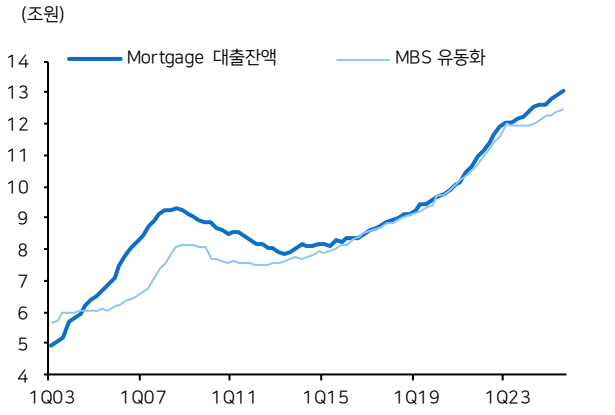
자료: MBA

때문에 주택 매도와 금리민감도가 높게 나타나고 있는 것이다. 미국 전체 신용대출에서 70%가 넘는 부동산 대출 금리는 가계 민심과 소비 여건에 밀접한 관계가 있다〈그림 21〉. 2008년 금융위기 당시와 같은 서브프라임 위기가 도래할 상황은 아니다. 연체율로만 보면 주택가격에 대한 담보력이 훼손될 정도로 위험한 상황은 아니나, 2023년 이후 늘어나고 있는 점은 분명하다〈그림 22〉.

상기한 내용을 종합하면, 수요 정점 인식 속 주택관련 비용을 낮추어 위축된 거래를 활성화 시키는데 금리를 낮추는 것이 가장 우선시 되는 것이다. 때문에 트럼프는 재무부가 보유하고 있는 2천억달러 규모(모기지 시장의 1.6%)의 자금을 동원하여 MBS를 매수하겠다고 밝힌 것이다.

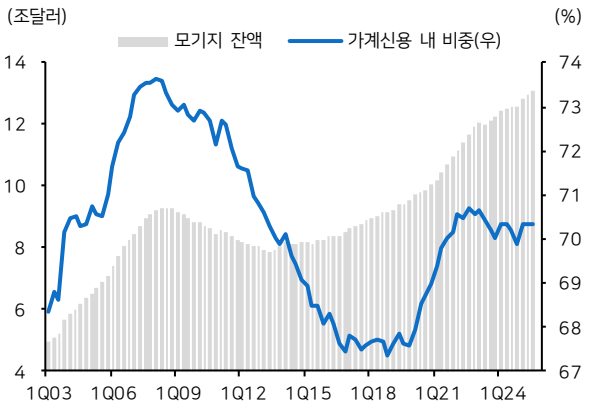
연준이 QE를 실시하면서 주택시장 지원을 위해 MBS를 2.7조달러(ms 25%)까지 보유했다가 QT과정에서 2조달러로 7천억달러 가량을 줄였다〈그림 23〉. 트럼프는 연준 감소분 20% 정도를 커버하는 MBS 매수를 통해 선거를 앞두고 민심을 잡겠다는 포석이다.

그림20 미국 모기지 13조달러, 트럼프 2천억달러 매수



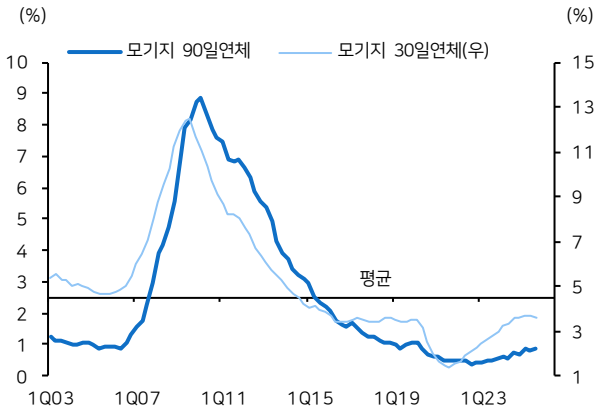
자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림21 미국 가계신용 중 모기지 비중은 70%로 가장 커



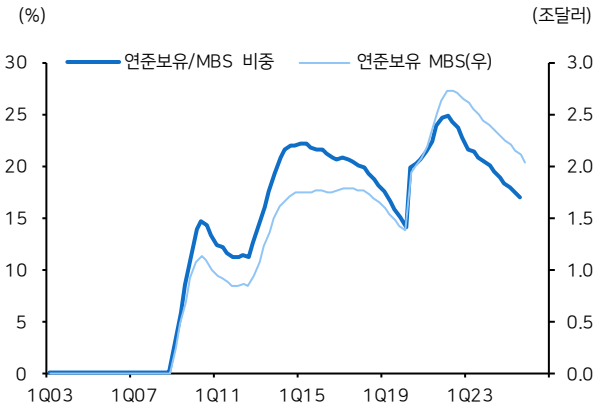
자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림22 모기지 연체율 아직 안정적 수준이나 늘고 있어



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림23 연준의 모기지 채권비중 감소도 트럼프 자극



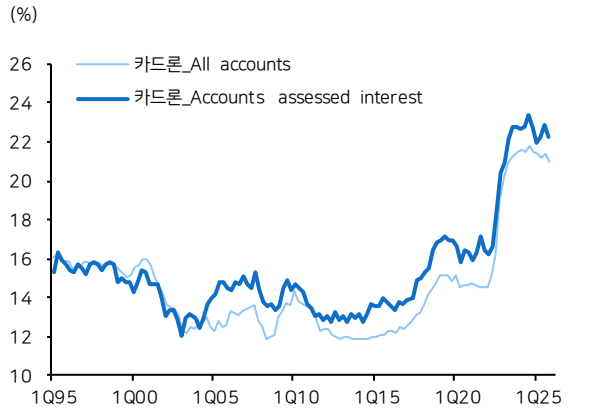
자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

미국 가계대출 중 규모로 모기지가 중요도가 높았다고 하면, 금리레벨로 민감도가 높은 대출이 바로 카드론이다. 미국 실질카드대출 금리는 연준 금리인하가 5.50% → 3.75%까지 낮아졌음에도 20%대에서 크게 낮아지지 않고 있다〈그림 24〉

카드론 규모는 1.2조달러로 미국 하이일드 채권시장 2조달러보다 규모가 적지만〈그림 25〉, 과도하게 높은 금리와 데이터 집계 이래 높은 연체율은 금융시장 부담이다〈그림 26〉. 미국 하이일드 시장은 스프레드가 역사상 최저수준으로 신용 위험도가 높지 않은 듯 보이나 현재 트럼프 행정부의 정책지원이 가계보다 기업 우선이었다는 점에서 대출의 질적인 차이가 존재한다.

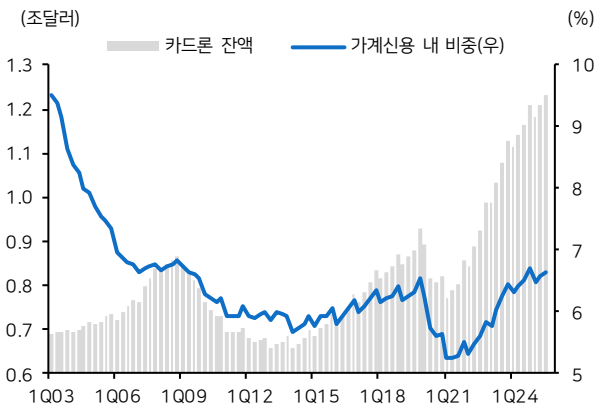
때문에 민심안정 차원에서 카드론 금리 상한을 현 수준의 절반인 10%로 낮추겠다고 선언한 것이다. 바이든 행정부도 학자금대출 지원을 했던 것과 유사한 정책수단으로 보고 있는데, 카드론을 취급하는 주요 금융기관들은 트럼프의 개입에 대해 비판적 입장을 호소하고 있다〈그림 27〉.

그림24 미국 카드론 금리는 22% 이상 고금리



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림25 소비자신용 중 6%대로 비중 낮아도 스트레스 높아

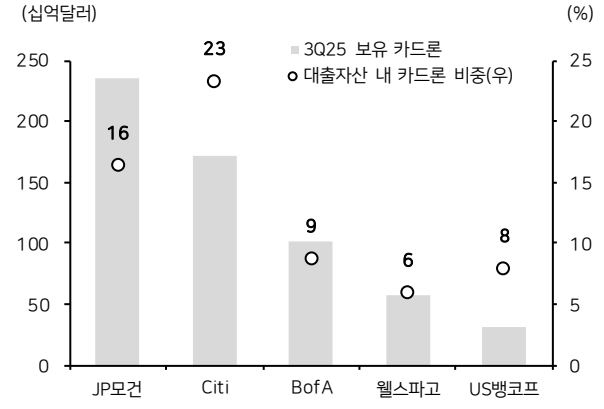


자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림26 장기연체율 12%대, 고금리 민감도 높은 영역

자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림27 미국 금융기관 카드론 수익둔화, 비판적 시각



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

신용위험 관련 지표 역시 안정적이나 정책이 움직이는 이면을 볼 필요

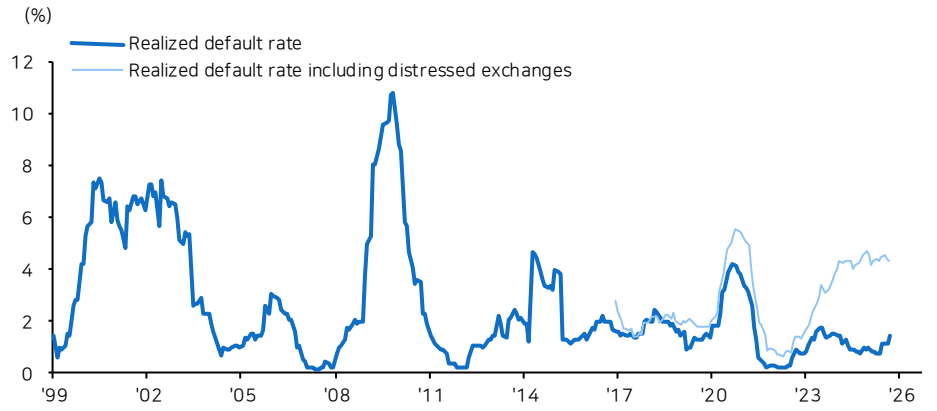
해방의 날 이후 미국경제가 침체에 빠지는 것은 아닐지 우려했던 시각은 이제 대부분 사라졌다. 우리 역시 올해 미국경제는 non-US의 유동성 공급 수혜까지 더해져 침체 가능성은 낮다고 평가해 왔다. 2% 내외 성장은 양호한 성장이다.

그럼에도 미국경제를 외강내유, 겉보다는 속에서 어려움을 겪고 있다고 평가한 이유는 '고금리 장기화'에 따른 부담이 누적되어 왔기 때문이다. 연준이 고점에서 금리를 낮춰왔지만, 현재 3.75%는 중립보다 높은 긴축구간이다.

신용 스프레드와 유사하게 실질 부도율은 안정적 수준에 머물고 있지만, 이자와 원금의 일부 지급불이행 및 만기연장, 원금삭감 등의 구조조정까지 반영한 현실적 부도율은 펜데믹 국면과 유사할 정도로 높다는 것이 뉴욕연준 추정이다〈그림 28〉.

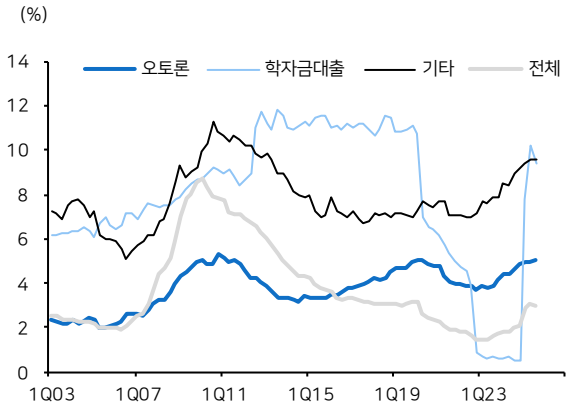
모기지와 카드론 이외에 지난해 트라이컬러와 퍼스트브랜드 같은 자동차 서브프라임 업체들의 사모대출(private credit) 파산도 연관성이 큰 문제이다.

그림28 신고된 부도율보다 실질적 부도율은 더 높을 것이라는 추정



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림29 자동차, 학자금, 기타 연체율 공히 상승세



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림30 작년 미국 자동차 대출업체 파산도 무관치 않아

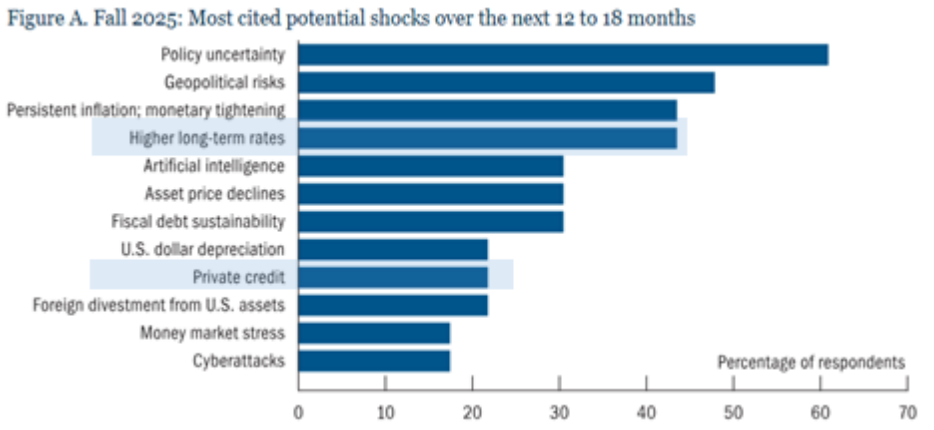
자료: Reuters

테크 산업을 기반으로 AI 투자 등은 주가를 중심으로 혁신 산업의 성장 주도력을 보여주고 있다. 그렇지만 반대쪽 구조조정 영역에 있는 업종이나 트럼프 지원이 약화된 가계 금융은 취약성이 높다고 평가된다. 바이든 퇴임 이후 학자금대출 상환이 재개되면서 연체율이 급등하는 등 정책 보조가 필요한 부분이 많다.

뉴욕 연준은 향후 미국경제에 잠재적 위험으로 정책(정치)과 지정학 위험 다음으로 40%의 인원이 인플레이션과 고금리 장기화에 따른 부담을 가장 주의해야 하는 부분으로 꼽았다〈그림 31〉. 여기에 20%는 사모대출 시장 관련 위험도 주의가 필요하다는 인식이다.

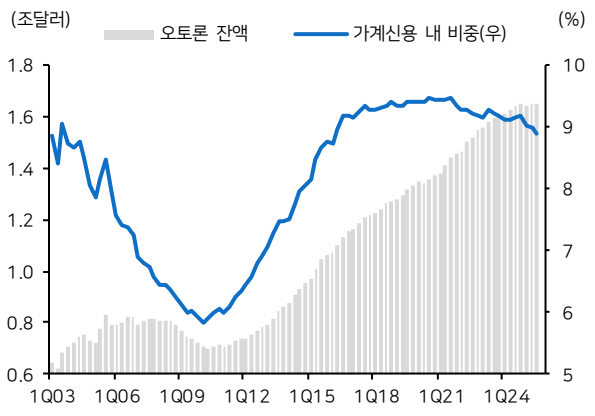
미국 가계의 내구재 수요가 peak-out하는 것을 확인하듯 자동차 대출은 증가세가 주춤해지고 있다〈그림 32〉. 과거 미국 산업재의 일부로 평가되는 헤비트럭 판매가 현재 기울기로 둔화되기 시작하면 경기침체의 전조로 보았던 경우가 다수였다〈그림 33〉. 올해 침체가 오지 않겠지만, 트럼프의 가계신용 지원 + 하반기 연준의 금리인하가 필요한 이유가 여기에 있겠다.

그림31 **연준 금융안정보고서, 잠재적 위험에 장기금리 상승과 사모대출 주목**



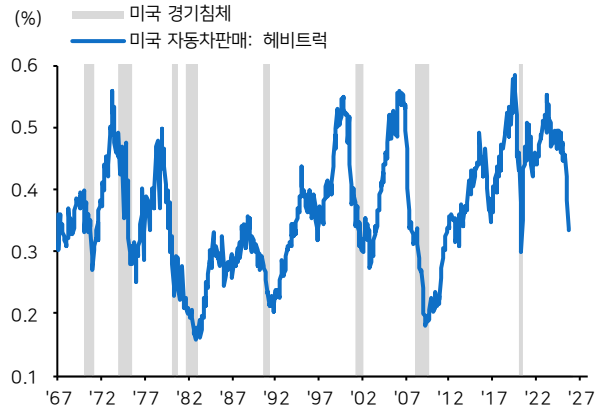
자료: NY Fed

그림32 **자동차 대출은 이제 더 늘지 않고 있어**



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림33 **미국 대형트럭 판매량 급감은 경제 위협 요인**



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.