채권/FX전략

미국 상호관세 무효 판결과 2월 금통위 preview

분석의 기본 가정

- 미국 연방대법원 상호관세 무효 판결, 트럼프 정책 모멘텀 약화될 소지. 성장과 물가에 당장 미치는 영향은 크지 않으며, 미국채와 달러화에는 약보합 우위 해석
- 2월 금통위 기준금리 만장일치 동결 전망. 올해 성장률 전망 1.9~2.0%로 상향 및 물가전망 2.1% 유지 예상

THE Bond Care

채권/FX전략
조용구, Ph.D.
T.02)2004-9520
cho.yong-gu@shinyoung.com

트럼프 정부 상호관세 무효 판결 영향과 2월 금통위 preview

- 미국 연방대법원 IEEPA에 기반한 상호관세 위법 판결. 트럼프 정부는 무역법 젠122조에 근거해 전세계 15% 관세를 부과하고 제301조에 근거한 선행조사에 착수. 관련 영향으로 1) 관세정책 약화 소지 2) 실효관세율 하락, 재정적자 소폭 확대 예상 3) 의회와 사법부의 영향력 재확인. 11월 중간선거 패배 시 정책 모멘텀 약화 가능성 4) 성장과 물가에 미치는 영향은 당장은 크지 않을 듯. 미국채와 달러화에는 약보합 우위 재료 해석
- 2월 금통위 만장일치 금리 동결 예상. 정부의 부동산시장과 환율 안정을 위한 정책 대응이 집중되고 있어 금리 동결기가 상당기간 이어질 전망. 포워드 가이던스는 인하 고려 1명 및 동결 5명 구도 지속 예상. 경제전망에서 올해 성장률은 1.9~2.0%로 상향, 물가 전망은 기존 2.1% 유지 전망

금리전망 및 투자전략

- 미 연준 3월 포함 파월 임기 내 정책금리 동결 예상(3.50~3.75%). 한은 2월 및 올해 말까지 기준금리 동결 전망(2.50%)
- 국고채 금리는 미국 상호관세 위법 판결과 2월 금통위, 3월 국고채발행계획 등을 소화하며 등락할 것으로 전망. 최근 대외금리 발 시장금리 상승압력은 확연히 완화. 트럼프 상호관세 무효 소식은 원/달러 환율 안정에도 도움이 되는 재료. 2월 금통위는 예상보다 매파적이었던 1월 대비 중립적일 것으로 예상되어 단기물의 강보합 기조가 이어질 것으로 판단. 중장기물은 최근의 강세가 제한되며 커브는 다소 가팔라질 것으로 예상

트럼프 정부 상호관세 무효 판결 영향과 2월 금통위 preview

미 연방대법원 IEEPA 기반 상호관세 위법 판결 1) 관세정책 약화 예상

미국 연방대법원은 국제비상경제권한법(IEEPA)에 기반한 상호관세 부과를 위법으로 판결했다. 트럼프 대통령은 무역법 제122조에 근거해 전세계 10% 관세를 부과하고(하루 뒤 15%로 인상), 제301조에 근거한 선행조사에 착수한다고 밝혔다. 관련 영향과 전망을 4가지 관점에서 살펴볼 수 있다. 1) IEEPA 대안으로 활용할 수 있는 법률은 무역법 제122조, 제301조와 무역확장법 제232조인데 적용 범위와 기간, 세율 상한에 제약이 있거나 선행조사가 요구된다. 따라서 기존 대비 관세정책은 다소 약화될 것이다.

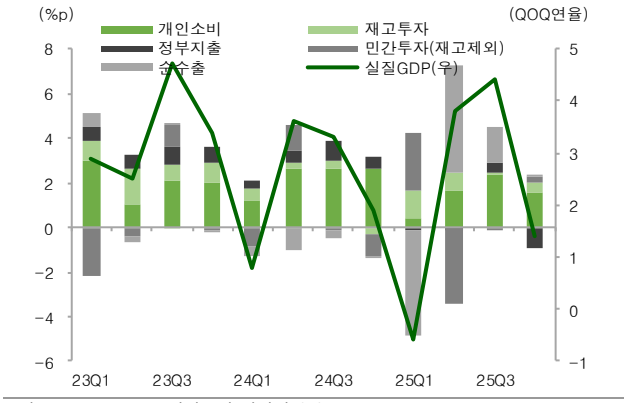
2) 실효관세율 하락 예상 재정적자 확대 가능성 3) 의회와 사법부 영향력 재확인. 정책 모멘텀 약화

2) IEEPA의 관세 기여도는 70% 내외였으며 제122조 등으로 대체한다 하더라도 실효 관세율 하락이 예상된다(국제금융센터 1.5~3.0%p 추정). 관세수입 감소에 따라 재정적자는 소폭 확대될 수 있다(대체 관세 부재 시 주요 IB 0.4~0.5%p 추정). 환급에 대해서는 대법원이 판결을 유보하고 하급법원으로 환송되는데, 최종 결론까지는 수개월이 소요될 전망이며, 환급 경로 등은 불투명하다. 3) 트럼프 정부의 기존 국정운영 방식이 제약되고, 의회와 사법부의 영향력 재확인되었다. 향후 리사 쿡 이사의 해임도 무산이 예상되며, 11월 중간선거에서 민주당 승리 시 트럼프 정부의 정책 모멘텀은 더욱 약화될 가능성이 높다.

4) 성장과 물가에 미치는 영향은 크지 않을 듯 미국 국채와 달러화에는 약보합 우위 재료 해석

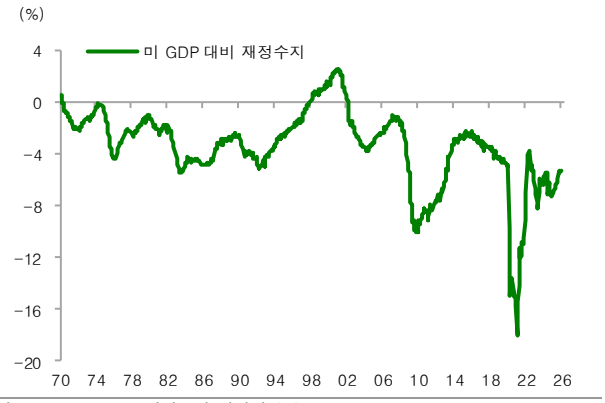
4) 성장과 물가에 미치는 영향은 당장 크지는 않을 것으로 보인다. 실효관세율 하락은 경제에 긍정적이지만 불확실성 확대로 기업 투자에는 다소 부정적이다. 물가에도 관세 영향 하락은 하방요인이지만 기업들의 재조정과 수요 측면의 상방압력도 존재해 성장과 물가에 모두 양방향적인 재료이다. 미국 채권시장에는 중장기물 위주의 약보합 반응이 우세했다(커브 스티프닝). 달러화에는 미국의 재정 악화 우려를 반영하면 약세 방향이지만 혼란과 불확실성 확대는 강세압력이다. 현재까지는 약세 재료라는 해석이 우세하다.

도표 1. 미국 GDP 부문별 성장 기여도



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 2. 미국 연방정부 재정적자 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

2월 금통위 만장일치 기준금리 동결 예상

2월 금통위는 만장일치 금리 동결이 예상된다. 금리 결정의 배경은 1) 국내 경제는 지난해 4분기 건설투자 부진으로 역성장했으나 반도체 슈퍼사이클로 인한 수출 호조와 견조한 소비로 회복 흐름 2) 물가상승률은 높은 환율과 서비스물가 반등, 농축수산물 가격 불안정으로 상방리스크 존재 3) 금융안정 측면에서 과열 양상인 수도권 부동산시장과 풍부한 금융시장 유동성, 원화 약세를 고려할 필요가 있기 때문이다. 올해 성장률 전망은 상향 조정될 것으로 예상되며 정부의 부동산시장과 환율 안정을 위한 정책 대응이 집중되고 있어 금리 동결기가 상당기간 이어질 전망이다.

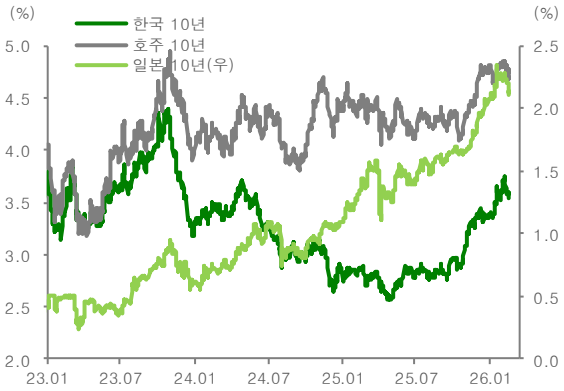
포워드 가이던스 1:5 성장률 전망 1.9~2.0% 상향 조정 예상

포워드 가이던스는 1월과 동일한 인하 고려 의견 1명 : 동결 5명 구도가 예상된다(인하 고려 신성환 위원 추정). 1월 금통위 의사록에서도 1명의 위원을 제외하면 당분간 동결 기조를 이어가자는 공감대가 형성되었음이 확인된다. 경제전망에서 올해 성장률은 1.9~2.0%로 상향, 물가 전망은 기존 2.1%가 유지될 것으로 전망한다. 반도체 수출 호조는 분명한 성장률 상향 조정 요인이지만 지난해 4분기 성장률 부진(주로 건설투자)과 비 반도체 수출 추이, 관세 불확실성 등에 상향 폭을 크게 가져가기는 어렵다. 추경은 국회 통과 현실화 시점에서야 반영할 재료이다.

연말까지 동결 전망 유지 추가 인하 필요성 부재 인상 가능성도 크지 않아

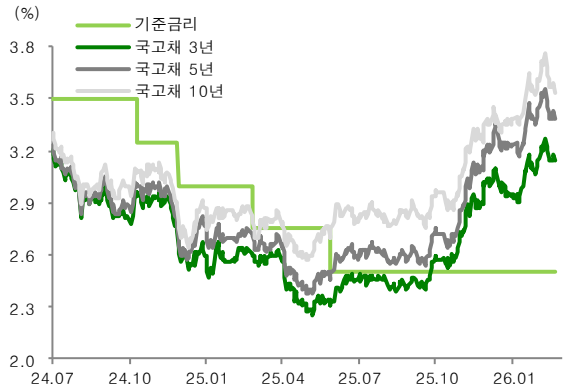
연말까지 기준금리는 2.50% 동결될 것으로 전망한다. 경제전망 개선 흐름 속에 인플레이션은 환율 영향으로 상방리스크 존재한다. 한은은 이미 1월 금통위를 통해 인상 사이클 종결을 공식화했다. 6월초 지방선거와 부동산시장 과열, 원화 약세 등을 감안하면 추가 인하 가능성은 없어 보인다. 하반기에는 경기 개선 추이에 따라 GDP갭의 (-)폭이 추가적으로 축소될 수 있어 금리 인하 필요성도 의문이다. 조기 인상 전환을 위해서는 기조적인 물가 흐름이 2%대 중반까지 상승하거나 올해 성장률이 2%대 중반에 가깝게 높아져 GDP갭의 (-)폭이 연말 부근 소멸되는 구도로 가야할 것이며, 여전히 현실화 가능성은 크지 않다고 보고 있다.

도표 3. 한국, 호주, 일본 국채 10년물 금리



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 4. 금리 인하 사이클 종료와 시장금리 추이



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

금리전망 및 투자전략

대외금리 발 금리 상승압력
최근 확연히 완화
2월 금통위 소화하며
제한적 등락 전망

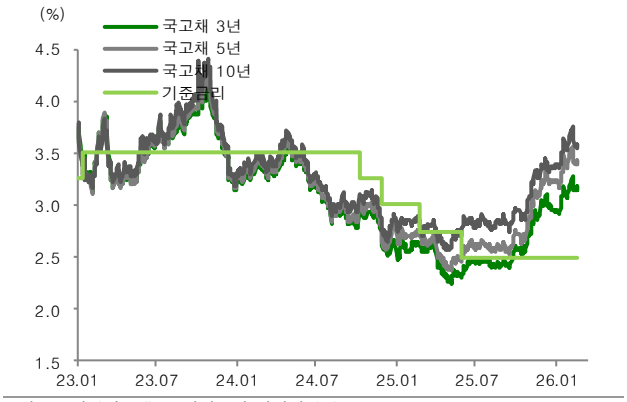
금주 국고채 금리는 미국 상호관세 위법 판결과 2월 금통위, 3월 국고채발행계획 등을 소화하며 등락할 것으로 전망한다. 미국 뿐만 아니라 최근 유럽과 일본, 호주 장기금리는 고점 확인 이후 반락하며 대외금리 측면의 상승압력은 확연히 완화되었다. 트럼프의 상호관세 무효 소식은 원/달러 환율 안정에도 도움이 되는 재료가 될 것이다. 2월 금통위는 예상보다 매파적이었던 1월 대비 중립적일 것으로 예상되어 단기물의 강보합 기조가 이어질 것으로 판단한다. 중장기물은 최근의 강세가 제한되며 커브는 다소 가팔라질 것으로 예상한다.

도표 5. 주요 금리와 장단기 스프레드 전망

구분	2/20 종가	주간 레인지
미국채 10년	4.085%	4.00~4.20%
국고채 3년	3.143%	3.08~3.20%
국고채 5년	3.391%	3.32~3.45%
국고채 10년	3.540%	3.47~3.63%
국고채 10년-국고채 3년	39.7bp	38~44bp

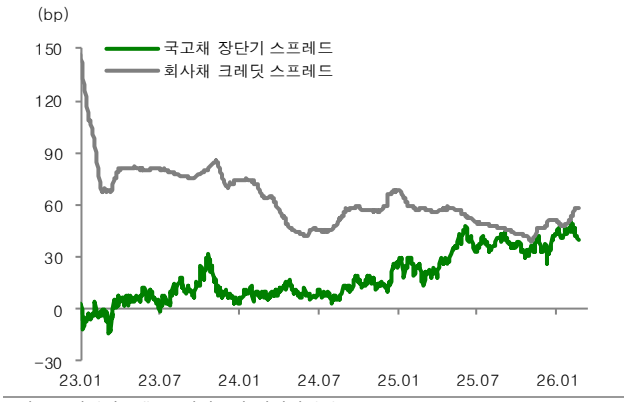
자료 : 금융투자협회, 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 6. 주요 국고채 수익률과 기준금리



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

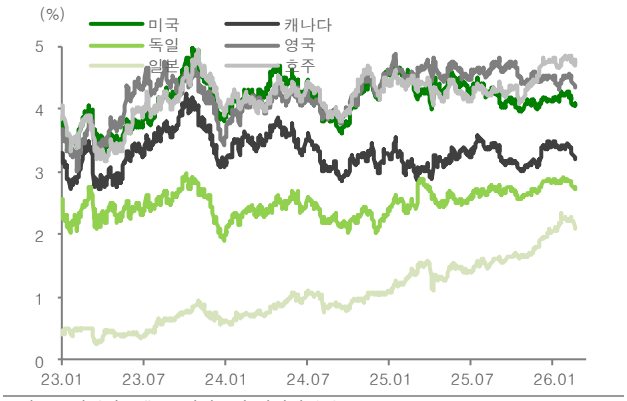
도표 7. 국고채 장단기 스프레드와 회사채 크레딧 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

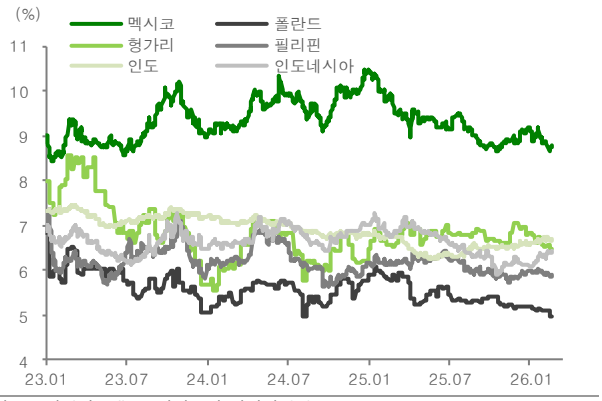
글로벌 채권 금리와 스프레드

도표 8. 주요 선진국 국채 금리



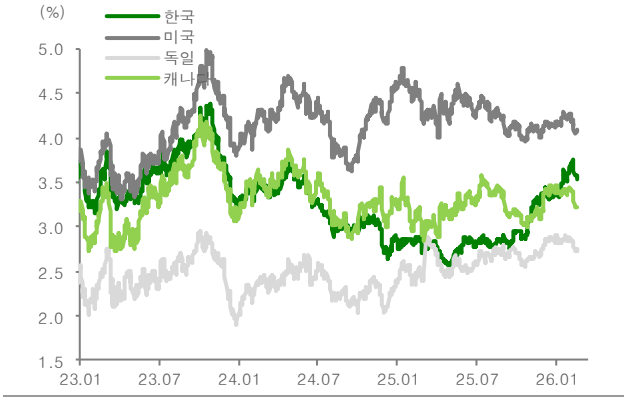
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 9. 주요 신흥국 국채 금리



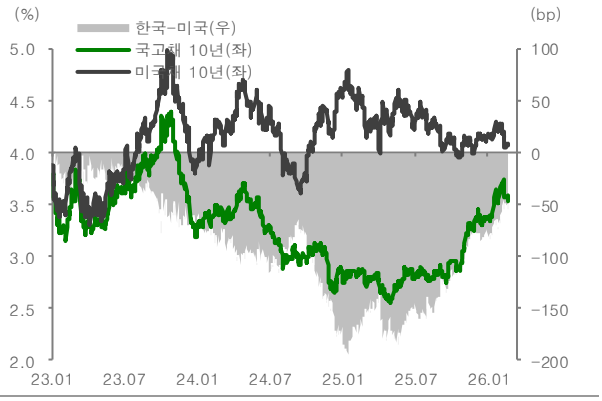
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 10. 한국, 미국, 독일, 캐나다 국채 10년물 금리



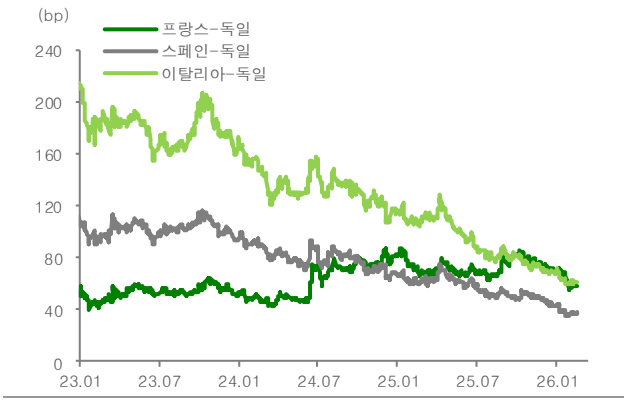
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 11. 한-미 국채 10년물 스프레드



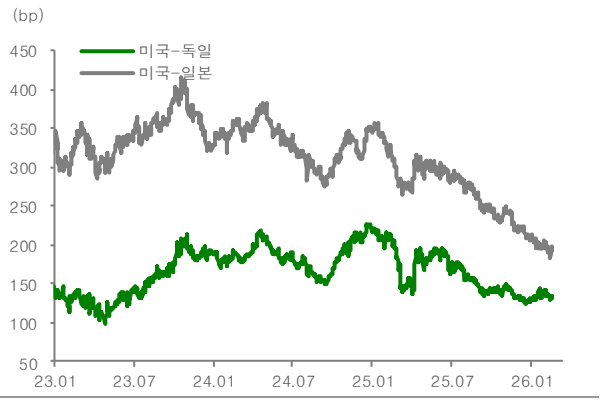
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 12. 유로존 주요국 국채 10년물 스프레드



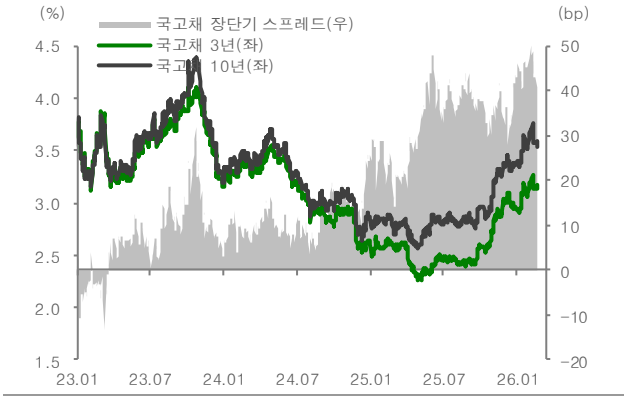
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 13. 미-독, 미-일 국채 10년물 스프레드



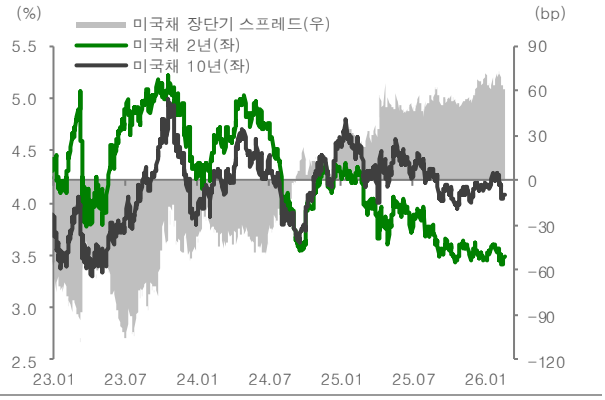
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 14. 국고채 장단기 스프레드



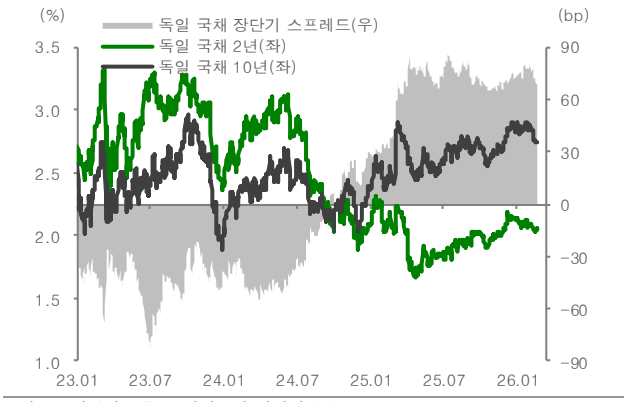
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 15. 미국채 장단기 스프레드



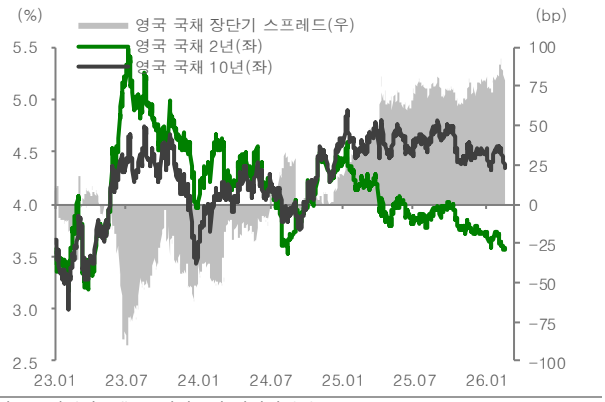
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 16. 독일 국채 장단기 스프레드



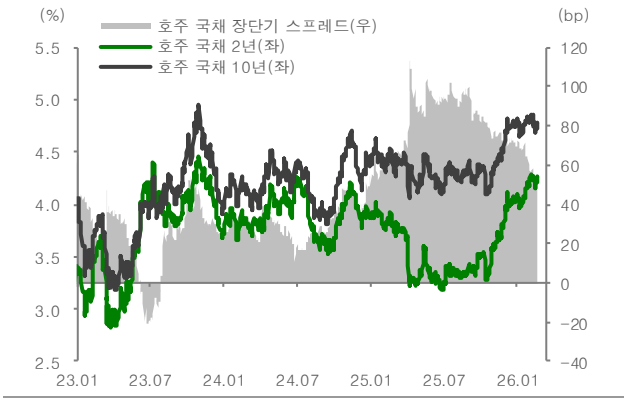
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 17. 영국 국채 장단기 스프레드



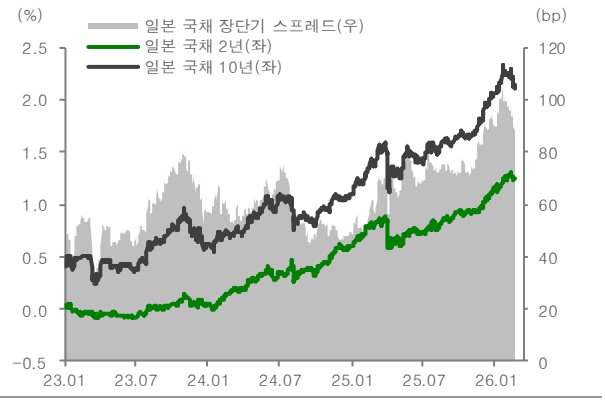
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 18. 호주 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

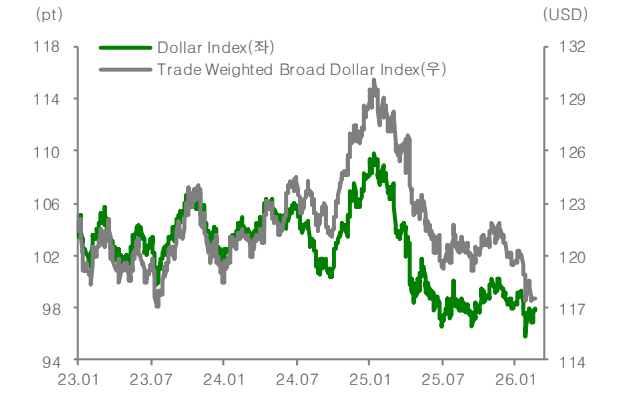
도표 19. 일본 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

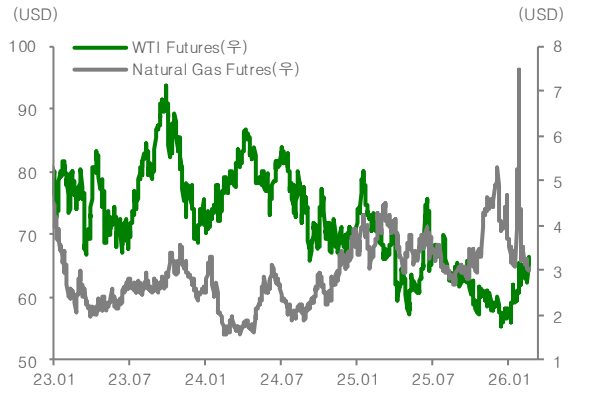
FX/Commodity/Risk 지표

도표 20. 달러인덱스와 무역가중 달러인덱스



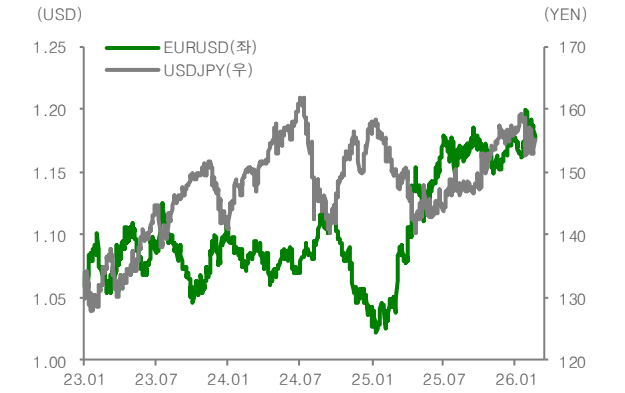
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 21. 국제유가와 천연가스 선물



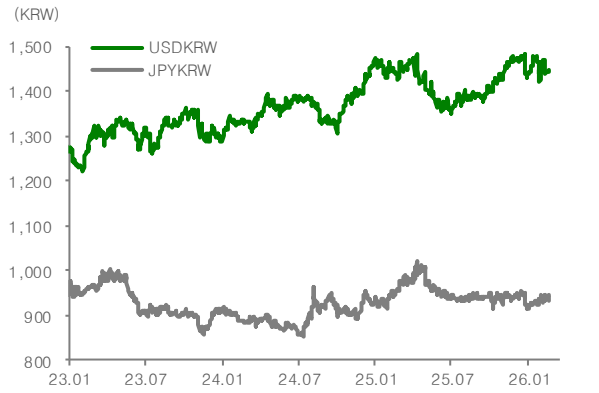
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 22. 달러/유로와 엔/달러 환율



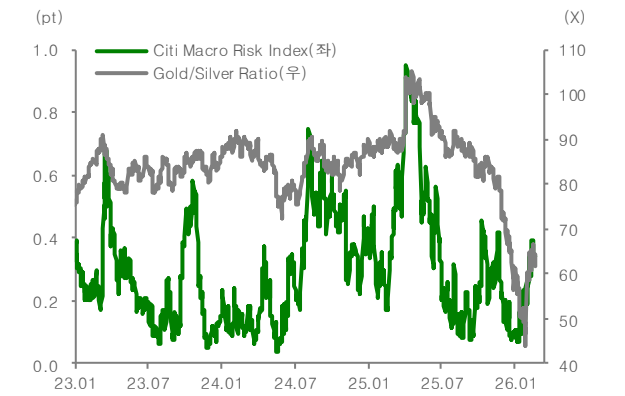
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 23. 원/달러와 원/100엔 환율



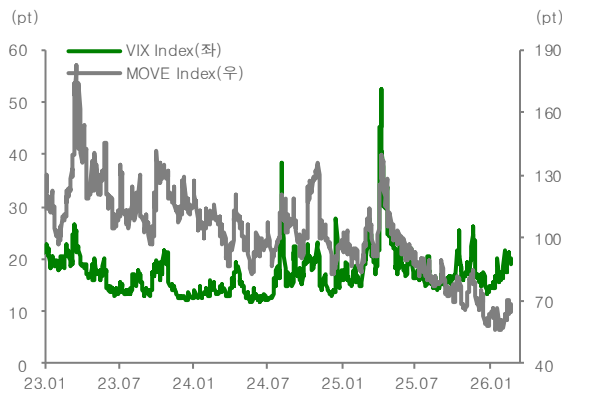
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 24. Citi Macro Risk Index와 금/은 Ratio



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

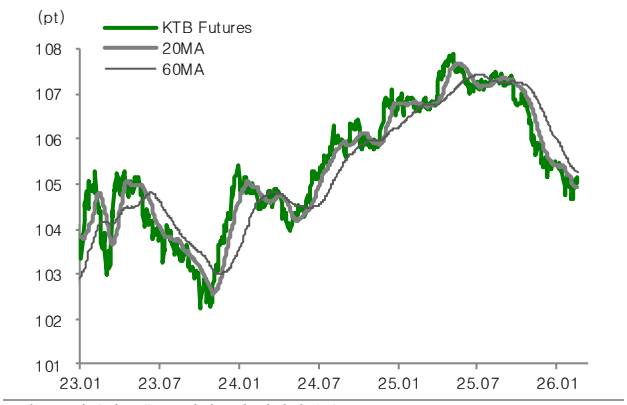
도표 25. VIX Index와 MOVE Index



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

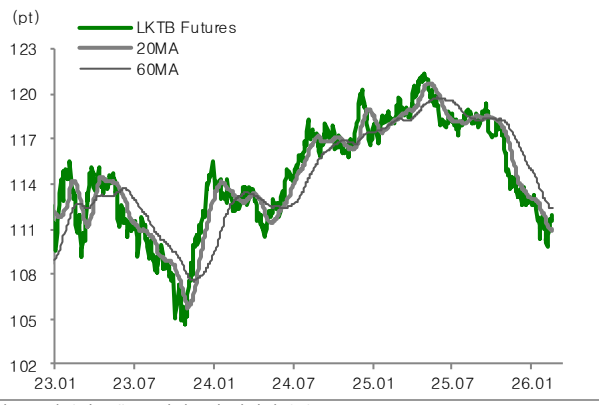
파생시장 동향

도표 26. 3년 국채선물(KTB Futures)



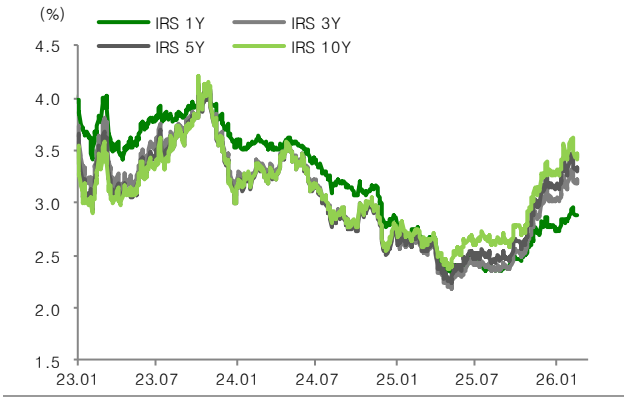
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 27. 10년 국채선물(LKTB Futures)



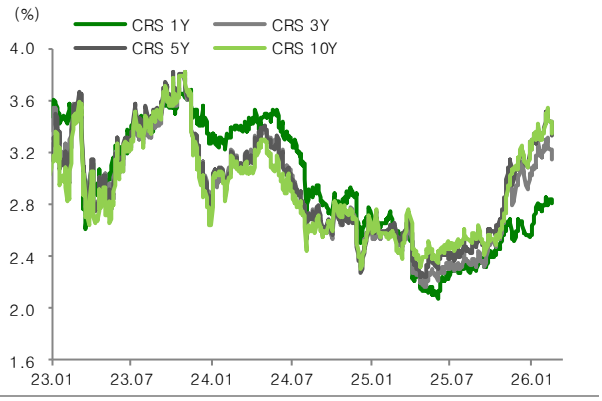
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 28. IRS(Interest Rate Swap)



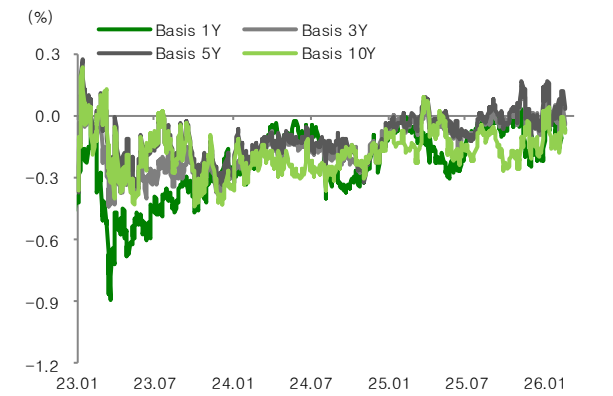
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 29. CRS(Currency Swap)



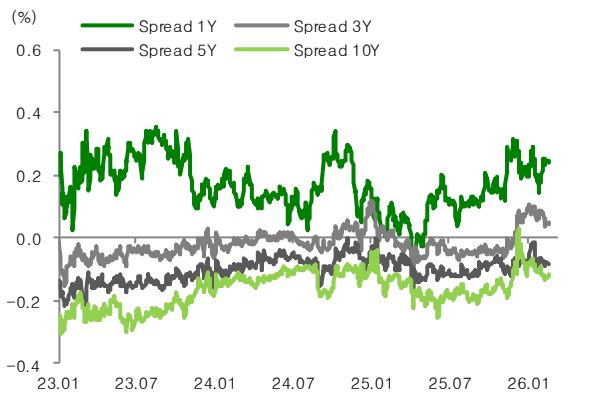
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 30. Swap Basis(CRS-IRS)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

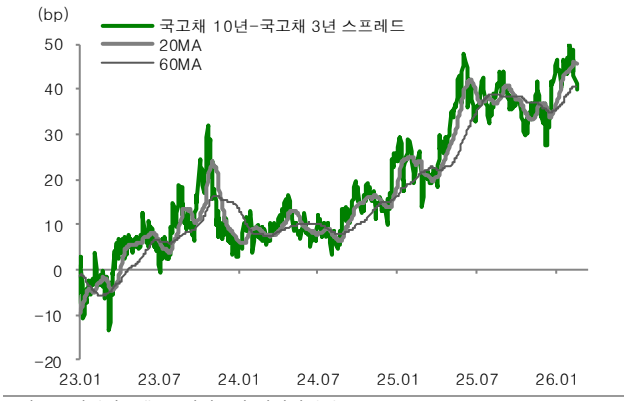
도표 31. Swap Spread(IRS-KTB)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

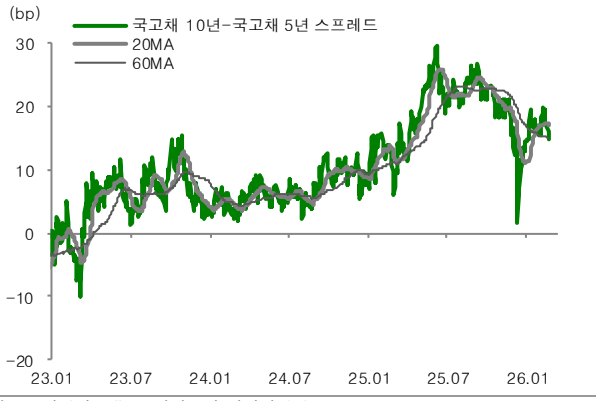
국고채 장단기 스프레드

도표 32. 국고채 10년-국고채 3년 스프레드



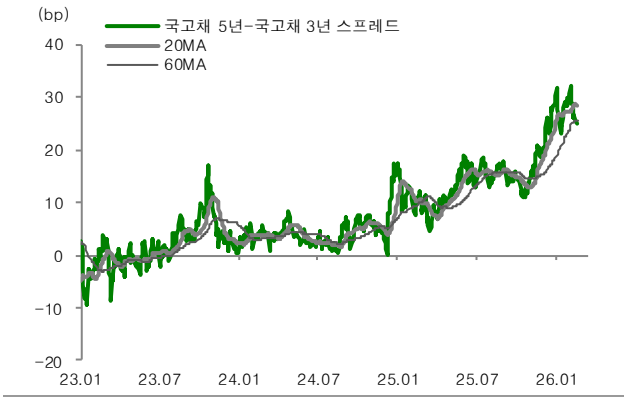
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 33. 국고채 10년-국고채 5년 스프레드



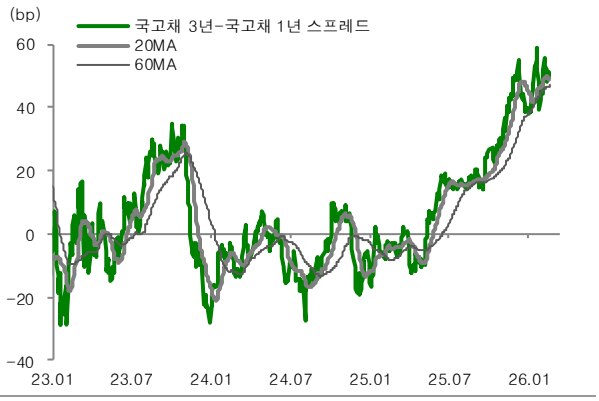
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 34. 국고채 5년-국고채 3년 스프레드



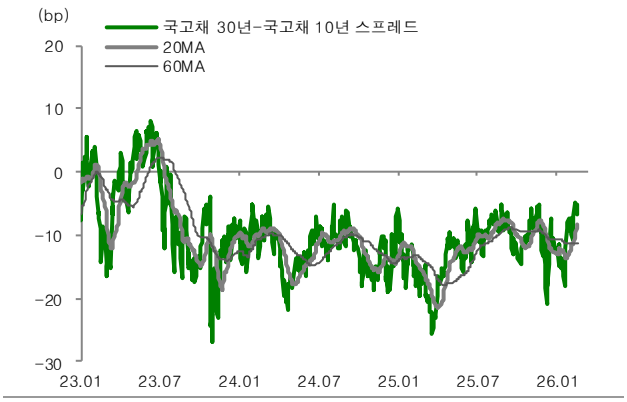
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 35. 국고채 3년-국고채 1년 스프레드



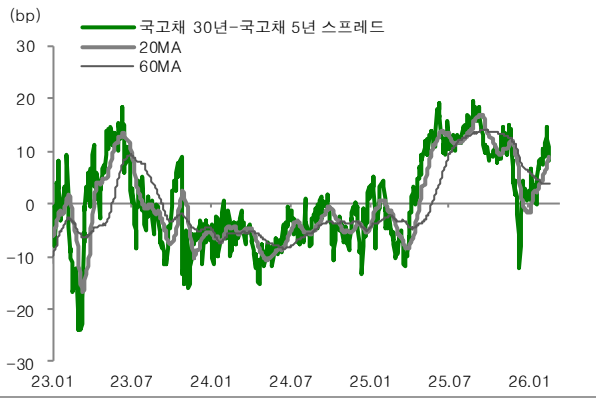
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 36. 국고채 30년-국고채 10년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 37. 국고채 30년-국고채 5년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

경제/채권 Calendar

MONDAY	TUESDAY	WEDNESDAY	THURSDAY	FRIDAY
23	24	25	26	27
국고채 5년물 입찰(3.0조원) 한 1~20일 수출입 미 1월 시카고 연방 국가활동지수 미 2월 댈러스 연준 제조업 활동	국고채 20년물 입찰(0.5조원) 한 1월 생산자물가지수 한 2월 소비자심리지수 미 2월 필라델피아 연준 비제조업 활동 미 2월 리치몬드 연방 제조업지수 미 2월 컨퍼런스보드 소비자기대지수 미 2월 댈러스 연준 서비스업 활동	일 1월 생산자물가지수 서비스	유 1월 M3 통화공급 한국은행 금융통화위원회	미 1월 생산자물가지수 미 2월 MNI 시카고 PMI 일 2월 도쿄 소비자물가지수 일 1월 소매판매
3/2	3	4	5	6
삼일절 대체공휴일(휴장) 미 2월 ISM 제조업지수 중 2월 레이팅독 제조업 PMI	유 2월 소비자물가지수 일 1월 실업률	미 2월 ADP 취업자 변동 미 2월 ISM 서비스지수 유 1월 생산자물가지수 유 1월 실업률 중 2월 통계청/레이팅독 PMI	한 2월 외환보유액 미 1월 수출입물가지수 유 1월 소매판매 연준 Beige Book	한 2월 소비자물가지수 미 2월 노동부 고용지표 미 2월 실업률

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.