

IBKS Economy Monitor

Focus on Week: 하반기 미국 금리, 연준보다는 트럼프 정책에 더 주목

이전 대비 매파적으로 변한 연준. 하지만 하반기 금리인상은 여전히 쉽지 않을 것으로 보임 ▶ 수요측면의 인플레이 압력 크지 않고 고용지표는 여전히 부진 그리고 하향 조정된 성장률

케빈워시 신임 연준의장의 첫번째 통화정책 결정으로 관심을 모은 6월 FOMC는 성명서, 점도표, 워시 의장의 첫 기자회견 모두 매파적으로 평가되며 마무리되었다. 특히 물가에 대한 인식이 크게 바뀌며 연준 위원들의 점도표가 3월과 달리 대거 인상 쪽으로 움직인 것이 특징적이었고 함께 발표된 연준 경제 전망에서 물가 전망치가 특히 큰 폭으로 조정 부분이 이런 변화를 뒷받침해주고 있다. 미 연준이 매파적인 전환을 보여준 만큼 시장은 하반기 연준의 행보에 더욱 관심을 가질 것이다. 여기에 워시 신임 의장이 여러가지 개혁과제를 제시한 것 역시 연준에 대한 관심을 증폭시킬 것으로 보인다.

그러면 하반기 미국 시장 금리의 Key는 연준이 쥐고 있는 것일까? 우리는 미 연준이 매우 중요한 플레이어만큼 연준의 행보에 주의를 당연히 기울여야 하지만 하반기 미국 금리 추세를 결정하는 가장 중요한 동인은 연준보다는 트럼프의 정책일 가능성이 높다고 보고 있다. 이유는 연준이 이전에 비해 매파적으로 바뀌었다고 하지만 여전히 연준 통화정책 결정은 신중할 가능성이 높고 금리 인상 가능성보다는 동결가능성을 높게 보고 있기 때문이다. 반면 최근 미국 금리를 분해(DKW 모형을 통해)해 보면 연준 기준금리에 대한 기대변화보다는 기간프리미엄의 변화에 의한 영향이 두드러지는 모습이다. 기간 프리미엄은 장기 기대인플레이션과 (채권 공급에 영향을 미치는) 재정수지 변화에 영향을 받는데 11월 중간선거를 앞둔 하반기 트럼프 정책은 이 부분을 크게 자극할 가능성이 높기 때문이다.

우선, 경제상황과 연준의 인식 변화를 감안하면 하반기 금리 인하 가능성은 거의 사라진 것으로 보인다. 하지만 금리 인하 가능성이 사라졌다는 것이 곧 금리 인상을 의미하는 것은 아니다. 여전히 금리 인상은 쉽지 않을 것이다. 예상과 달리 금리 인상이 단행된다고 해도 시장에서 반영하고 있는 수준 이상의 공격적인 금리 인상은 어려울 것으로 생각한다. 현재(6/16 기준) 금융시장은 연말에 동결 40.3%, 1번 인상 42.6%, 2번 인상 14.8%를 반영하고 있다. 인상해도 1번 정도에 그칠 가능성이 높고 이 정도 인상은 이미 금리에 반영되어 있는 만큼 금리 인상이 실제 단행된다고 해도 시장에 미치는 영향은 제한적일 것이다. 공격적인 금리 인상이 어려운 이유는 금리 인하를 완강하게 주장하는 트럼프 때문일 수도 있지만 펀더멘탈 측면에서 보면 부진한 고용과 조금씩 하향조정되고 있는 경제성장 전망 때문이다.

Economist

정용택

02) 6915-5701

yjeong0815@ibks.com

김예슬

02)6915-5526

chchu93@ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

이번에 발표된 수정 경제전망을 보면, 큰 폭으로 상향 조정된 물가전망치가 당연히 눈길을 끌지만 올해 성장률 전망이 3월 2.4%에서 2.2%로 소폭 하향 조정되었다. 물가 전망치 상승이 대부분 전쟁으로 인한 공급측면의 인플레이 요인에 기인한다는 점을 시사한다.

통화정책의 대상은 좁게 보면 수요 측면의 인플레이션 압력인데 대표적인 수요 측면의 인플레이 압력을 보여주는 GDP Gap을 보면 2025년 이후 소폭 마이너스인 상태에서 횡보하는 흐름을 보여준다. 연준의 경제성장률 전망치를 기준으로 보면 금리를 인상하거나 인하하는 것이 아닌 동결 흐름을 지속해야 함을 시사한다. 금리 결정의 또 다른 축인 고용도 여전히 걸림돌이다. 실업률 전망치가 하락한 것은 긍정적이지만 4.2% 실업률은 여전히 연준 목표 실업률(4%)을 상회한다. 여전히 고용은 부진한 상황을 지속하고 있음을 보여주고 있고 극심한 양극화를 감안하면 체감 고용 여건은 지표보다 더 나쁠 가능성이 높다.

하반기 미국 시장금리 전망에서 더 주목해야하는 것은 연준 기준금리 움직임보다 기간 프리미엄 확대 가능성 ▶ 중간선거를 염두에 둔 트럼프 정책은 금리 인하를 선호하는 본인 바람과는 다르게 이를 크게 자극할 가능성

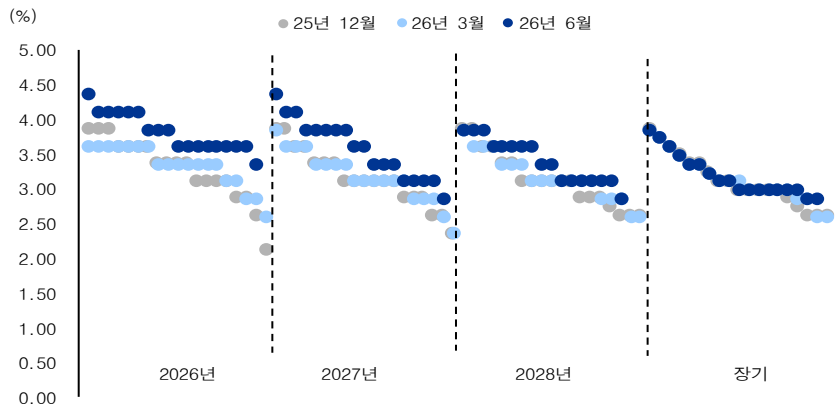
연준의 정책에 대한 기대보다 우리가 더 주목해서 보고 있는 것은 기간프리미엄의 상승이다. 미국 시장금리를 분해하는 연준의 DKW(D'Amico, Kim, and Wei)모형을 보면, 코로나 팬데믹 이후 시기별로 시장 금리를 움직이는 주된 동인을 잘 보여준다. 팬데믹 직후인 2020년 하반기부터 2023년 초까지는 기대인플레이션이 빠르게 상승하며 시장 금리를 가파르게 상승시켰다. 이 시기 단행된 양적완화의 영향으로 가파르게 상승한 물가 압력을 반영한다. 2022년과 2023년은 연준 기준금리에 대한 기대치를 의미하는 예상 실질 단기금리가 빠르게 비중이 늘어난다. 이른바 ‘빅스텝’이나 ‘자이언트스텝’이 언급되며 높아진 물가에 긴박하게 대응하는 연준의 금리 인상 정책이 반영되던 시기다. 그런데 2024년 하반기 이후에는 그 동안 거의 반영되지 않았던 기간프리미엄이 비중을 늘려오고 있다. 물론 절대적인 비중은 기대인플레이션과 연준 금리 정책에 대한 기대 부분이 많지만 이 시기 두 비중은 추가로 늘리는 않고 있다. 공교롭게도 이 기간 프리미엄이 늘어나고 있는 시기는 트럼프의 등장과 궤를 같이하고 있다.

특히 올해 하반기는 트럼프 대통령이 펼치는 정책에 의해 기간 프리미엄이 더 커질 가능성이 높다. 감세 때문이다. 올해 상반기는 이란과의 전쟁 이슈로 인해 감세 정책이 가려져 있었지만 지난해 트럼프 정책의 중심이 관세였다면 중간선거가 있는 올해 트럼프 정책의 중심은 감세였다. 그렇기 때문에 이미 지난해 트럼프 정부는 관련한 법률인 ‘하나의 크고 아름다운 법안(OBBBA: One Big Beautiful Bill Act)’을 통과시켰다. 미국 트럼프 행정부의 핵심 국정 의제를 한데 묶은 대규모 감세·지출법안이다. 전쟁 이슈가 종료되고 11월 중간 선거가 다가오는 만큼 이 법안에 의한 감세는 하반기 속도를 올릴 수 밖에 없다. 관세의 부정적인 영향이 인플레이션이라면 감세의 가장 부정적인 영향은 세수 부족에 따른 재정적자일 수 밖에 없다. 그리고 이 재정적자는 기간 프리미엄 또는 장단기 금리차를 확대하는 요인이다. 특히 트럼프 정부가 관세로 인한 세수를 감세로 인한 재정 부족을 메우는데 사용하지 않고 현금으로 국민들에게 지급하려고 한다는 점은 재정적자 심화 뿐 아니라 기대 인플레이도 자극하는 정책이라는 점에서 하반기 미국 시장 금리에 미치

는 트럼프 정책의 영향에 대해 더 주목할 필요가 있다.

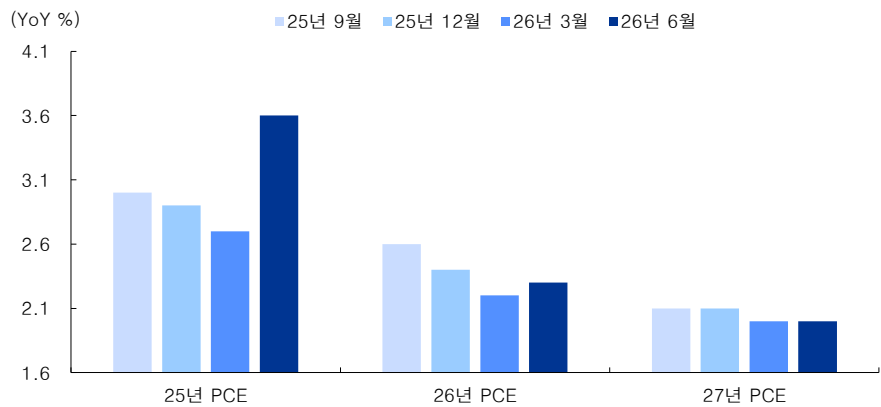
마지막으로 이란과의 전쟁에 따른 유가 급등은 연준 기준금리에 대한 기대가 인하에서 인상으로 바뀌는 결정적인 요인이었는데 과거 데이터를 보면 유가 급등은 기준금리 인상으로만 연결되는 것이 아니라 장단기금리차 확대로도 연결된다는 점도 주의 깊게 볼 필요가 있다.

그림 1. 연준 위원들의 점도표 뚜렷하게 상향 이동 → 금리인하 전망 사라지고 동결 및 인상 쪽으로 이동



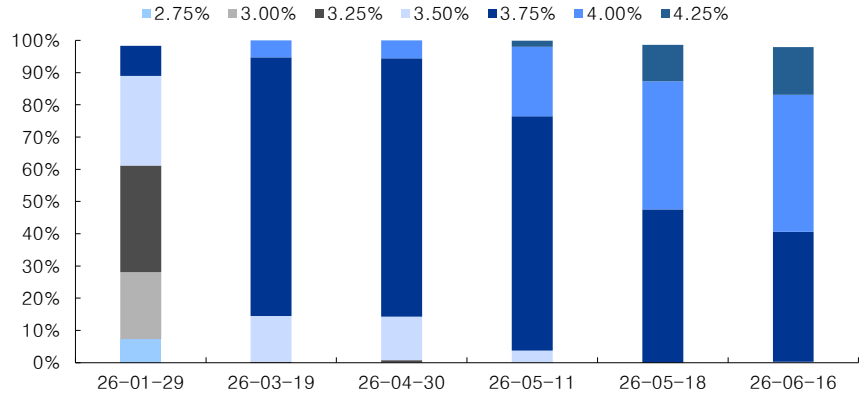
자료: Fed, IBK투자증권

그림 2. 가파르게 상승한 물가에 대한 전망 감인하면 연준의 매파적인 변화는 당연한 흐름



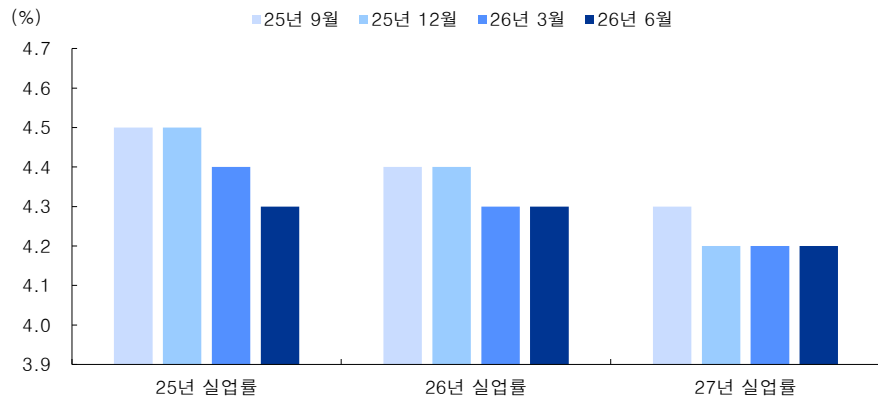
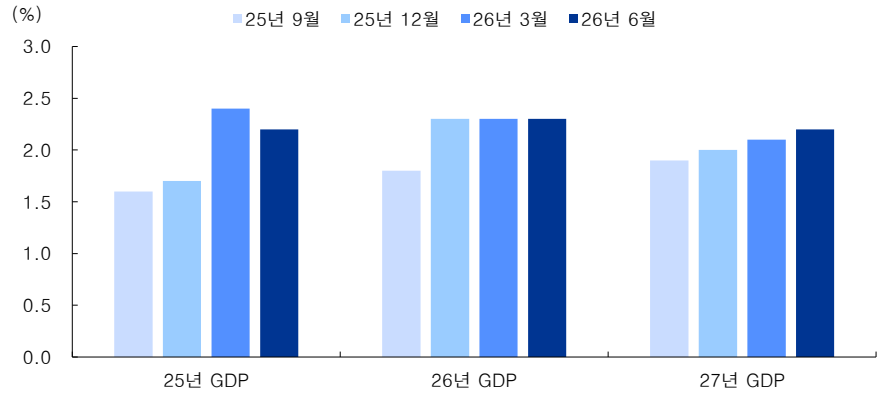
자료: Fed, IBK투자증권

그림 3. 연준 점도표에 나타난 금리 변화는 이미 시장에 반영된 기대를 확인하는 수준. 하반기 연준 금리 결정 역시 이 기대 수준을 벗어나지 못할 가능성



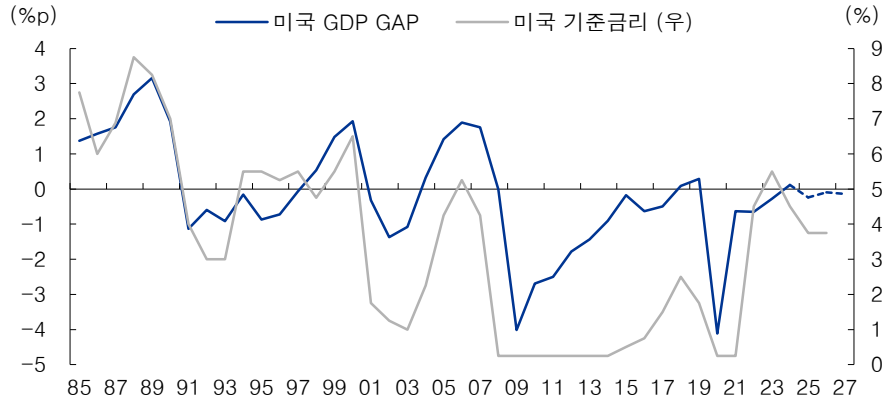
자료: Bloomberg, CME, IBK투자증권

그림 4. 성장률 전망치 하향 조정된 것과 이전 전망보다 하락했지만 여전히 연준 목표치를 상회하는 고용 지표가 연준의 금리 인상 결정을 신중하게 할 것으로 보임



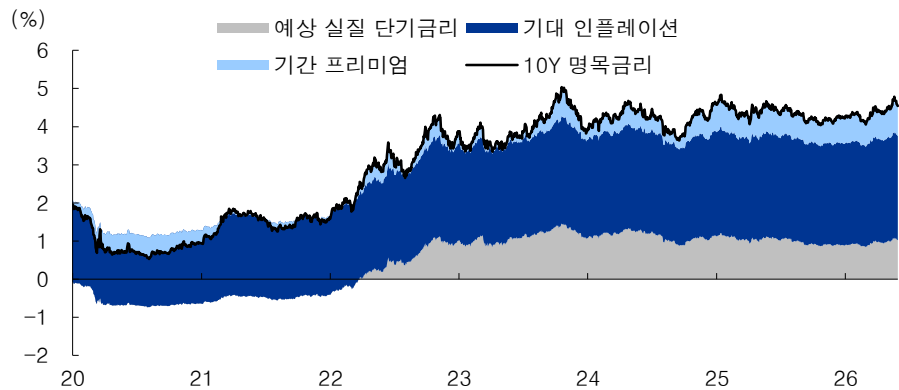
자료: Fed, IBK투자증권

그림 5. 수요 측면의 인플레이션 압력을 보여주는 GDP gap은 연준 기준금리와 밀접한 연동성을 보여줌. 최근 수정된 연준 성장률 전망치를 반영해 GDP gap을 구해보면 소폭 디플레 갭 상황에서 횡보하는 흐름 → 향후 연준 금리의 방향을 시사한다고 판단



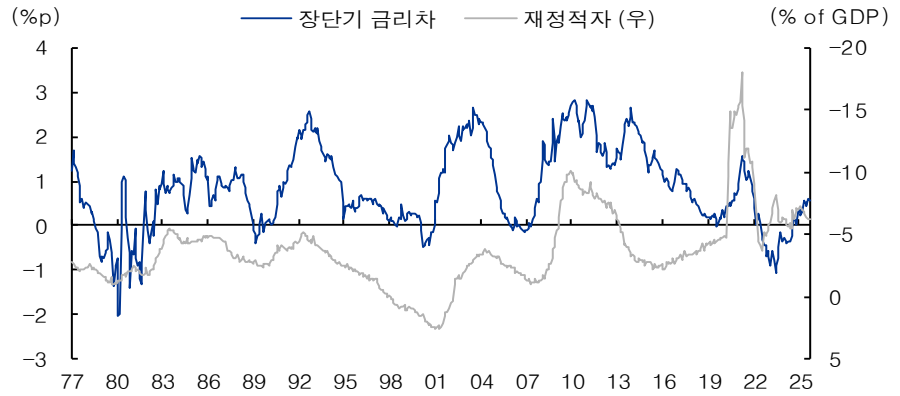
자료: Bloomberg, Fed, IBK투자증권

그림 6. DKW 모형을 통해 코로나 팬데믹 이후 시기별로 시장 금리를 움직이는 주된 동인을 보면, 팬데믹 직후인 2020년 하반기부터 2023년 초까지는 기대인플레이션이 빠르게 상승하며 시장 금리를 가파르게 상승시킴. 2022년과 2023년은 연준 기준금리에 대한 기대치를 의미하는 예상 실질 단기금리가 빠르게 비중이 늘어남. 그리고 2024년 하반기 이후에는 그 동안 거의 반영되지 않았던 기간프리미엄이 비중을 늘려오고 있음



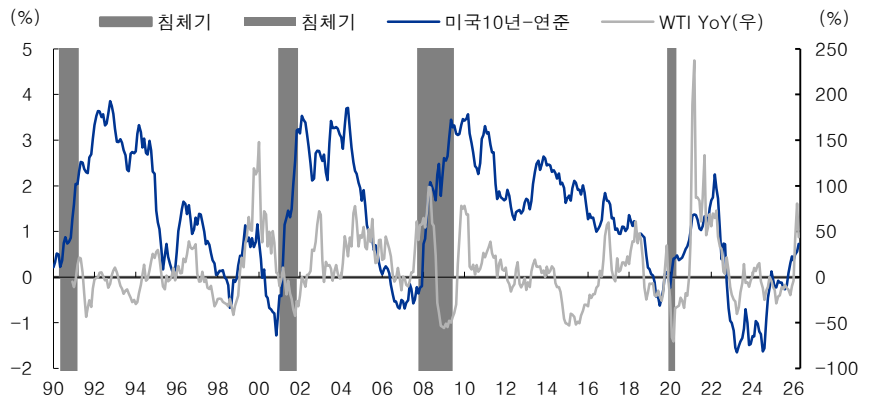
자료: Fed, IBK투자증권

그림 7. 미국의 재정적자 비율은 장단기금리차와 밀접한 관계성을 보임 → 전쟁과 감세로 인해 올해 크게 증가할 것으로 보이는 미국 재정적자 비율은 하반기 미국 시장 금리 상승을 자극하는 가장 중요한 요인일 것으로 판단



자료: Bloomberg, CBO, IBK투자증권

그림 8. 유가 급등은 기준금리 인상으로만 연결되는 것이 아니라 장단기금리차 확대로도 연결 → 정기 기대인플레이션을 자극해 기간 프리미엄 상승으로 연결



자료: Bloomberg, Fed, IBK투자증권