

IBKS Economy Monitor

Focus on Week: 지금 미국 금리를 움직이는 것은 무엇일까? ➡
워시보다 트럼프 정책에 더 주목

매파적이지만 금리 인상에 신중할 수 밖에 없는 연준 ➡ 수요측면의 인플레이 압력 크지 않고 고용지표는 여전히 부진

7월 미국 연방공개시장위원회(FOMC)는 매파적인 금리 동결을 결정했다. 시장에 형성되어 있는 기대를 크게 벗어나지 않는 결정이었고 발표된 FOMC 성명서도 지난 6월과 거의 같은 내용이었어서 7월 회의 자체만 놓고 보면 별다른 특징을 찾기 어렵다. 오히려 눈길을 끄는 것은 케빈워시 연준 의장의 발언들이었다. 정책결정과정과 연준의 변화에 대한 이야기들을 했지만 특히 시장에서 형성된 국채수익률 상승이 금융환경을 긴축시켰다는 대목이 이목을 집중시켰다. 시장이 알아서 금리를 상승시켰기 때문에 연준이 나설 필요가 없었다는 핑계로 해석될 수도 있고 시장의 금리 상승을 용인한 것이라는 해석도 낡고 있다. 우리도 이 발언은 곱씹어볼 필요가 있다는 판단이다. 최근 미국 시장금리 상승을 포함해 하반기 미국 금리의 움직임이 무엇에 의해 결정되는지를 보여주기 때문이다. 우리는 이미 지난 6월 19일자 IBKS Economy Monitor ‘하반기 미국 금리, 연준보다는 트럼프 정책에 더 주목’을 통해 연준의 금리 인상보다는 트럼프 정책에 기인한 기간 프리미엄의 상승이 미국 시장금리를 상승시키는 주된 동인이라고 이야기했는데 이번 케빈워시 연준 의장의 발언은 이를 확인해 준 느낌이다.

이런 견해를 유지하는 이유는 먼저, 미 연준이 매파적인 태도를 견지하겠지만 실제 금리 인상 결정은 쉽지 않은 환경이고 인상 폭도 크지 않을 것으로 보기 때문이다. 유가가 급등해 미국 물가가 고공행진을 지속하고 있지만 연준의 공격적인 금리 인상이 어렵다고 보는 것은 금리 인하를 완강하게 주장하는 트럼프 때문일 수도 있지만 펀더멘탈 측면에서 보면 부진한 고용과 조금씩 하향조정되고 있는 경제성장 전망 때문이다. 지난 6월 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 보여준다. 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. 다만, 포워드 가이던스를 없애고 향후 통화정책 방향과 관련한 연준 목소리를 줄이고 있는데 이는 연준 정책이나 신호에 대한 시장의 민감도는 높이는 요인으로 작용할 전망이다.

Economist

정 용 택

02) 6915-5701

yjeong0815@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.

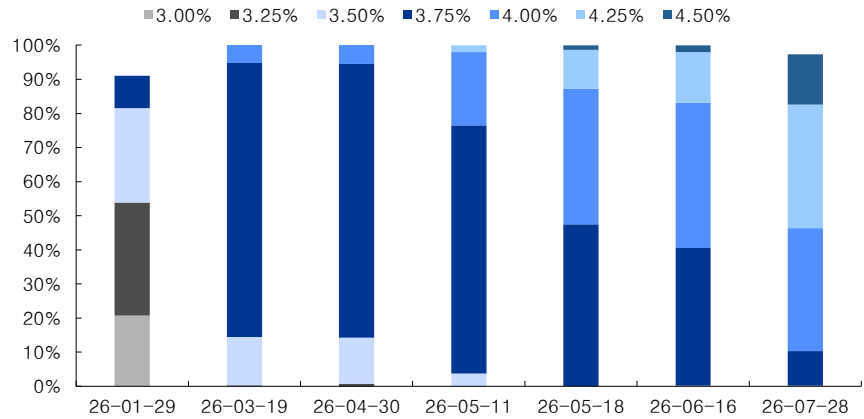
기간 프리미엄을 자극하는 트럼프 정책 ➡ 쉽게 마무리하지 못하는 이란과의 전쟁 그리고 더 주목해야 하는 감세 정책 ➡ 연준보다 채권자경단을 더 자극하는 환경

연준의 정책에 대한 기대보다 우리가 더 주목해서 보고 있는 것은 기간프리미엄의 상승이다. 미국 시장금리 흐름에서 기간프리미엄의 존재가 부각되고 있는 것은 연준의 DKW(D'Amico, Kim, and Wei)모형을 보면 확인할 수 있다. 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 늘리지는 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. 전쟁과 감세 때문이다. 기간프리미엄은 장기기대인플레이션과 채권 수급을 움직이는 재정적자에 의해 변하게 되는데 트럼프 정책은 이를 자극하기 때문이다. 올해 2월 시작된 이란과의 전쟁은 아직도 마무리되지 못하며 재정을 소모하고 있고 고유가로 인한 고물가 지속 요인이 되고 있다. 전쟁보다 더 주목할 필요가 있는 것은 감세다. 지난해 트럼프 정책의 중심이 관세였다면 중간선거가 있는 올해 트럼프 정책의 중심은 감세다. 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. 11월 중간 선거가 다가오는 만큼 이 법안에 의한 감세는 하반기 속도를 올릴 수 밖에 없다. 관세의 부정적인 영향이 인플레이라면 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 미치는 트럼프 정책의 영향에 대해 더 주목할 필요가 있다.

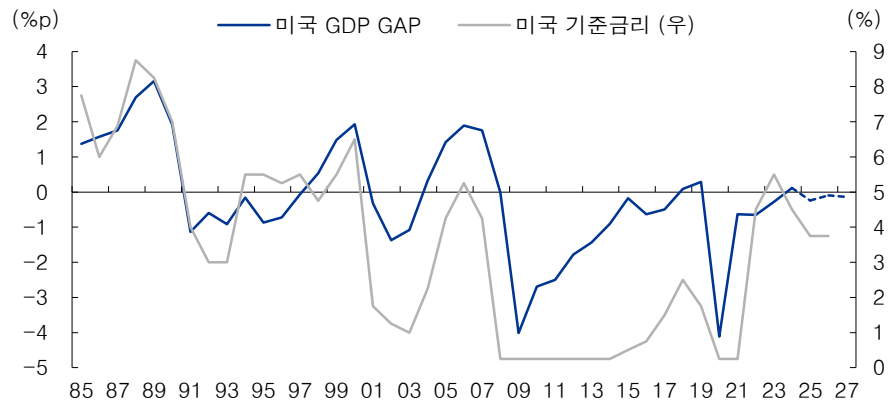
하반기 미국 금리는 위시가 이끄는 미 연준보다 트럼프 정책에 자극 받은 채권자경단(Bond Vigilantes, 재정적자 확대, 과도한 지출, 인플레이션을 유발할 수 있는 정책에 반대해 국채를 대량 매도하며 장기 금리를 끌어올리는 시장 참여자들)이 밀어 올릴 가능성이 더 크다.

그림 1. 이란과의 전쟁으로 인한 고유가에 휘둘리는 연준 기준 금리에 대한 기대



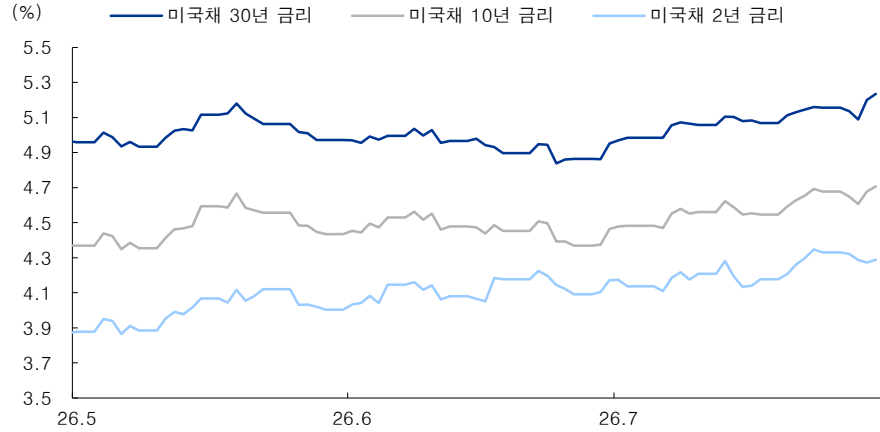
자료: Bloomberg, CME, IBK투자증권

그림 2. 수요 측면의 인플레이션 압력을 보여주는 GDP gap은 디플레이션 상태에서 소폭 회복하는 흐름 ➡ 쉽게 금리를 움직이기 어려운 연준의 상황을 보여주는 것으로 해석



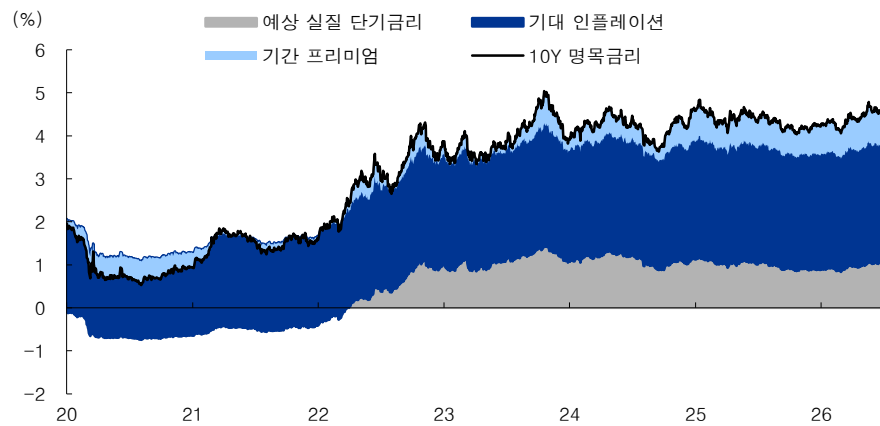
자료: Bloomberg, Fed, IBK투자증권

그림 3. 7월 FOMC 전후로 장기금리 상승, 단기 그림 하락. 어떻게 해석해야 하나?



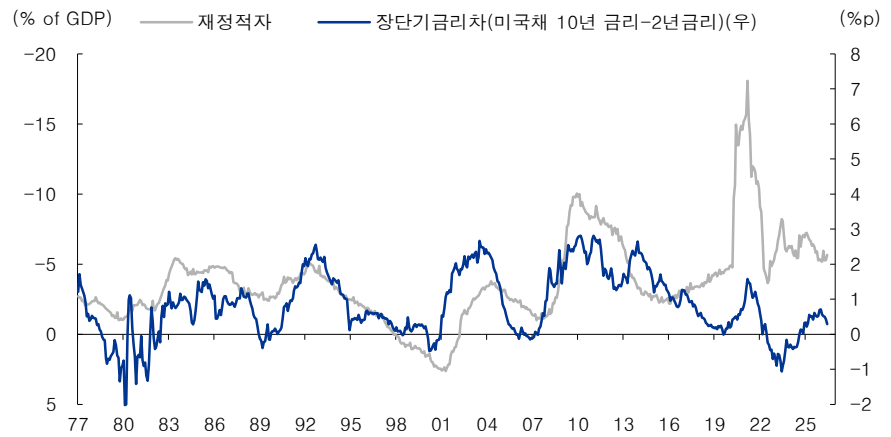
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 4. 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 5. 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