

# 채권 브리프

## 관세전쟁, 물가 충격보다 더 걱정해야 할 것은?

Bond Brief

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com

### Check Point

있는 것은 물가만이 아니다. 일방관세가 아닌 대칭적 보복관세 전쟁으로 확산 시 발생하는 2차적 영향을 걱정하자. 보복관세 전쟁이 시작되면 미국 가계는 연간 1,200달러의 세금인상을 부과받는 것과 같다. 더 이상 미국 소비호황의 지속성을 장담할 수 없게 된다.

머스크도 걱정하는 이자비용, 과연 국방비를 초과하는 이자지출 속 연준과 트럼프 정부가 계속 잘 지낼 수 있을까? 필립스 곡선이 정상 작동하기 시작했다. 연준은 마이크로매니징을 강화하고, 채권시장은 피로도가 누적된다.

미국은 여전히 인플레이션을 두려워하고 있다. 주거 관련 인플레이션 상방요인 잔존해 있으며, 관세 리스크로 기대인플레이션 상승도 제어하기 어려워진다.

미국의 1월 CPI는 헤드라인 기준(전월비 0.5%)으로 23.9월이후, 근원 CPI 기준(전월비 0.4%)으로 23.4월이후 가장 높은 월간 상승폭을 기록했다. 주거비 제외 근원 서비스 인플레이션인 소위 Supercore서비스는 24.1월이후 최고치인 0.76%(전월비)를 기록했다. 자동차 보험료, 레크레이션 등 서비스 부문 전반에 있어 상방 서프라이즈를 보였으며 이 점은 인플레이션 개선세가 정체되고 있다는 우려를 증폭시키기에 충분했다. 최근 파월 의장을 비롯한 주요 연준인사들이 추가 금리인하에 신중한 입장을 견지하는 발언이 지속되는 상황에서 이번 CPI 상승률 확대로 연준의 디스인플레이션 지속에 대한 확신은 더욱 줄어들 것으로 전망된다. 실제로 물가지표 발표 직후 물가연동채(TIPS)에 대한 수요확대가 관측되었으며, Fed Fund Future에 반영된 연준의 25년 금리인하폭 전망도 기존 36bp에서 27bp로 축소, 즉 연준 인하횟수에 대한 기대치는 연 2회에서 1회로 축소되는 양상이다.

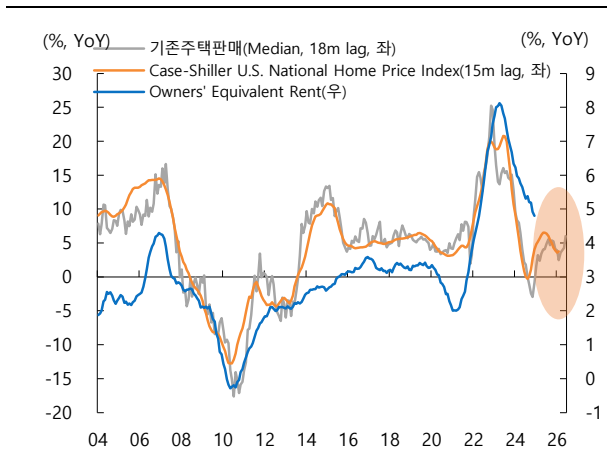
비록 캘리포니아 산불 등의 일시적인 영향으로 자동차 가격 상승압력이 컸을 것으로 추정(그 외 서프라이즈를 기록한 중고차, 항공료, 보험료 모두 변동성이 큰 항목임)해 볼 수 있으나, 디스인플레이션을 주도해야 하는 주거비(CPI 내 비중 35%) 역시 일부 선행지표들의 둔화 징후가 여전히 미묘하고 있어 인플레이션이 당분간 현수준에서 하락하기 어려울 가능성이 높다. 또한 향후 관세로 인해 인플레이션 압력이 가중될 가능성도 잠재되어 있어 연준의 정책에 간접적으로 영향을 줄 수 있는 기대인플레이션 역시 상방에 대한 노출이 매우 크다고 볼 수 있다. 연준의 금리인하 시기는 6월 정도로 지연될 수 있으며, 하반기에는 관세효과로 인한 경기와 인플레이션 반응 정도에 따라 추가인하 가능 여부가 결정될 전망이다.

그림1. 미국 소비자물가 최근 3개월 추이(전월대비): 1월 CPI 결과는 연초 가격 상승 영향과 비주거서비스 강세에 기인

(%)	비중	11월	12월	1월
헤드라인	100	0.3	0.4	0.5
식품	13.7	0.3	0.3	0.4
에너지	6.2	0.1	2.4	1.1
코어CPI	80.1	0.3	0.2	0.4
상품	19.4	0.2	0.0	0.3
신차	4.4	0.5	0.4	0.0
중고차	2.4	1.3	0.8	2.2
서비스	60.7	0.3	0.3	0.5
주거서비스	35.5	0.3	0.3	0.4
임대료	7.5	0.2	0.3	0.3
자가주거비	26.3	0.3	0.3	0.3
비주거서비스	28.7	0.2	0.5	0.5
운송서비스	6.3	0.1	0.5	1.8
의료서비스	6.7	0.3	0.2	0.0
수퍼코어 서비스	-	0.3	0.2	0.8

자료: BLS, iM증권 리서치본부

그림2. 주거 관련 인플레이션 둔화 징후 지속되나, 주거 관련 인플레이션 상방요인도 잔존. 약 3개월 가량 느린 속도 둔화

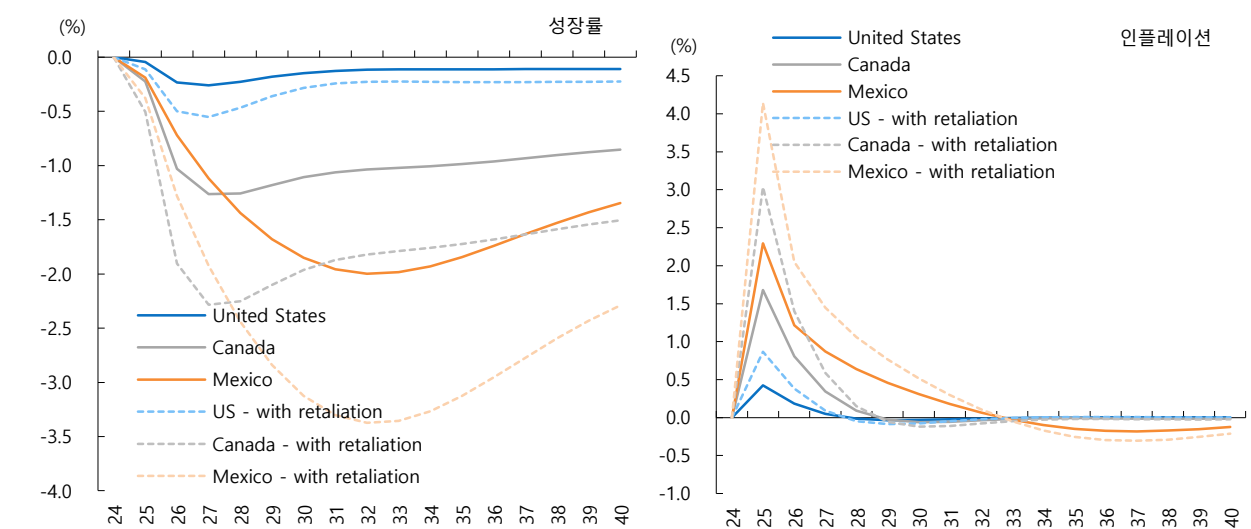


자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

있는 것은 물가만이 아니다. 일방관세가 아닌 대칭적 보복관세 전쟁으로 확산될 가능성 생각해볼 필요(관세충격으로 인한 성장 및 인플레이션 영향 분석)가 있다.

일방관세 부과는 미국 내 소비자와 생산자가 지불하는 가격의 인플레이션 유발하는 반면 미국 무역수지는 흑자 전환되며 연준의 인플레이션 제어 명분으로 통화긴축 여건이 마련될 수 있다. 반면 대칭적 보복관세는 글로벌 무역수요 감소로 인플레이션 확대와 산출량 감소를 동시 유발하며 통화정책은 긴축(인플레 완화)과 완화(산출량 및 고용에 미치는 부정적 영향 감소) 사이의 딜레마에 봉착하게 된다. 만약 보복관세가 없다고 가정할 경우 미국의 10% 보편관세 부과 시 글로벌 성장률 0.5~0.8%p 감소, 여기에 대중관세 60% 부과 시 1.5~1.8%p 내외 감소할 것으로 추정된다. 반면 보복관세가 전세계로 확산될 경우 글로벌 성장은 훨씬 더 악화될 수 있다. 미국이 10% 보편관세 부과하고, 글로벌 국가의 10% 보복관세가 시행될 경우 글로벌 성장률 0.8%p 내외 감소, 중국 60% 관세 부과 및 중국의 60% 보복관세 시행 시 성장률 감소폭이 1.7%p 내외로 확대될 것으로 관측된다. 보복관세 전쟁이 캐나다, 멕시코 등으로 확산될 경우 성장과 물가의 반응은 더욱 확대될 수 있다. 트럼프는 이미 관세로 전 세계를 위협 중이며 정도가 심화될수록 교역국 정부도 즉각적으로 보복에 나설 것이다. 이는 향후 미국 관세 및 보복 물결은 소비자 비용을 증가시키는 것과 동시에 경제 성장 감소, 수출 부문 위축, 공급망 중단과 같은 2차적 파급효과를 가져올 수 있다.

그림3. 일방적관세 Vs. 보복관세 시 성장을 및 인플레이션 영향 추정

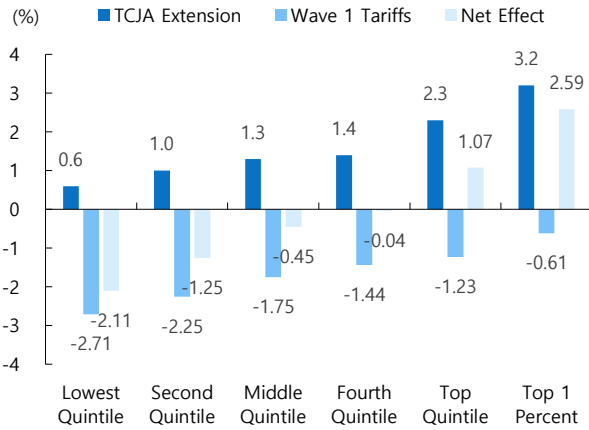


료: CEPR, iM증권 리서치본부

보복관세 전쟁이 시작되면 미국 가계는 연간 1,200달러의 세금인상을 부과받는 것과 동일한 효과를 준다. 소비호황의 지속성을 장담할 수 없게 된다.

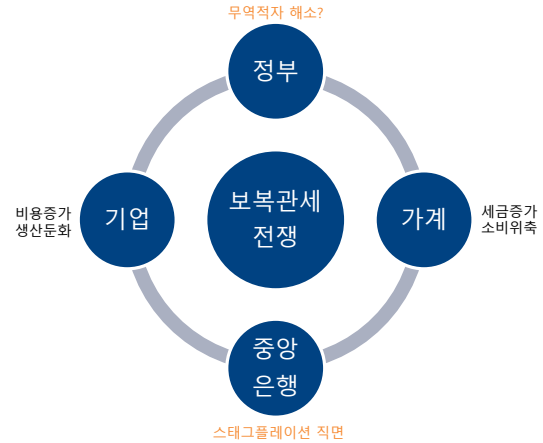
18~19년 중국과의 무역 전쟁 당시 미국에 대한 외국 수출업체는 미국 관세에 타격을 입었을 때 가격을 낮추지 않았고, 보복관세에 나섰으며 그 결과 수입품에 대해 미국 구매자가 세금 부담을 졌던 선례가 있다. 이번 역시 유사한 케이스다. 캐나다, 멕시코, 중국에 관세를 부과하고 보복관세가 동일하게 발생한다고 가정할 경우 수입품 가격상승에 따른 미국 가정의 연간 지출은 1,200억 달러가 넘을 것으로 추산된다. 이는 감세법 연장으로 인해 가계소득이 증가한 부분을 넘어서는 수준이며, 가계의 영향 정도는 중산층 이하 가계 중심으로 더 큰 타격을 입을 것으로 추정된다. 반대로 말하면 트럼프는 세금감면을 걸고 대선에 출마, 당선되었으나 관세전쟁으로 인해 궁극적으로 미국 가계의 순세금 증가를 유발한 결과가 될 수 있다는 점이다. 지금까지 미국 경제는 견조한 소비를 중심으로 양호한 성장을 지속해왔다. 견고한 실질소득과 중시호황 등 가계 자산 증대에 따른 부의 효과 등이 소비를 뒷받침하며 성장을 만들어 왔으나, 만일 보복관세 전쟁이 본격화되며 장기화된다면 가계 소비 역시 부정적 영향을 피하기는 어려워 보인다. 그 외 임금상승세 둔화나 초과저축 소진 등 소비지표가 당면하고 있는 구조적 문제점들도 이 점에서 다시 한번 고려해 볼만한 이슈가 될 수 있다.

그림4. 관세부과로 인한 미국 가계 지출 영향: 캐나다, 멕시코, 중국과 보복관세 심화될 경우 미국 가정의 연간지출 1,200달러 추가 확대



자료: PIIE, iM증권 리서치본부

그림5. 보복관세 전쟁으로 인한 경기주체별 영향: 기업은 비용증가 및 생산둔화, 가계는 세금증가 및 소비위축, 중앙은행은 스태그플레이션 딜레마에 직면



자료: iM증권 리서치본부

## 미국, 국방비를 넘어서는 이자비용. 연준과 트럼프 정부가 계속 잘 지낼 수 있을까?

2/11일 공개된 트럼프 대통령과 정부효율부 장관 머스크의 기자회견 내용이 흥미롭다. 특히 머스크가 연방인력 축소 등 기존 내용 이외에 국방비 지출을 초과하는 미 정부의 이자비용 이슈를 언급하며 정부지출 축소의 필요성을 보다 강조한 점이 눈에 띈다. 실제로 FY24 기준으로 이자비용지출(13%)이 국방지출(12.9%)을 상회했다. 이는 사회보장지출(21%), 헬스케어지출(13.5%) 다음으로 높은 수준이다. 참고로 직전 2년의 경우 국방지출이 이자비용지출을 크게 상회했던 점과는 상반된 결과다. 문제는 FY25누적 속도를 고려하면 올해도 이자비용지출이 국방지출을 다시 초과할 수 있다는 점이다. CBO에 따르면 향후 10년 동안 이자비용지출은 총 12.9조 달러에 이를 것으로 예상하며, 2025년 연간 비용 1조 달러에서 2034년 1.7조 달러로 증가할 것으로 추정된다. 트럼프 정부의 '정부효율화(정부지출축소)'라는 목적달성을 위해 이자비용 이슈는 필히 해결되어야 하는 부분이라고 볼 수 있다. 기존 이자를 당장 줄일 수 없다면 적어도 신규 재정증권 발행 시 이자비용 부담을 낮추기 위해 연준에 대한 미 정부의 금리인하(또는 금리안정화) 요구가 얼마든지 발생할 수 있는 대목이다.

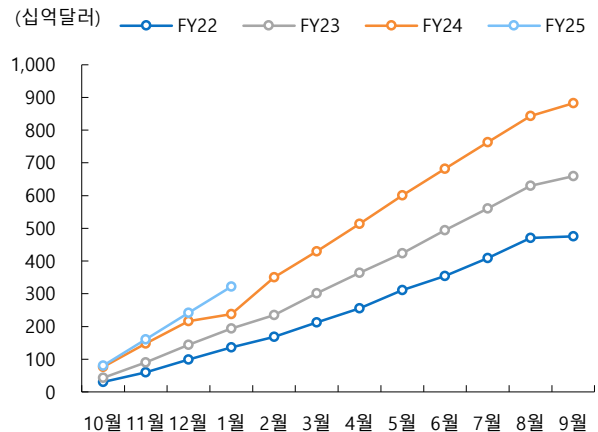
그림6. 2/11일 트럼프 대통령과 정부효율부 머스크는 국방비 지출보다 큰 이자비용 등을 언급하는 등 정부 비용절감 중요성에 대한 입장 강조

## President Trump and Elon Musk face new questions on cost-saving efforts



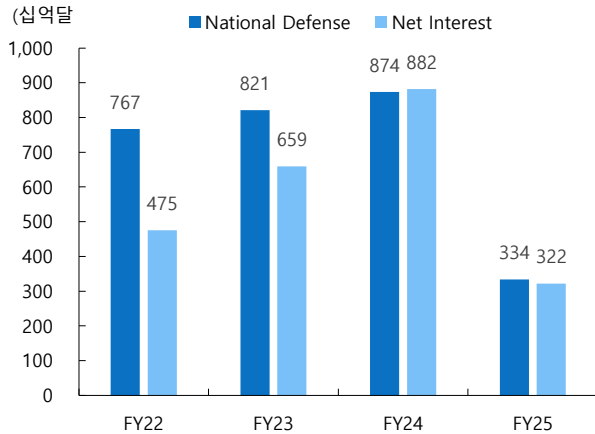
자료: 언론뉴스참고, iM증권 리서치본부

그림7. 연도별 누적 이자비용 추이: FY25 4개월 동안 국가부채에 대한 이자비용은 이전 연도를 크게 상회 중



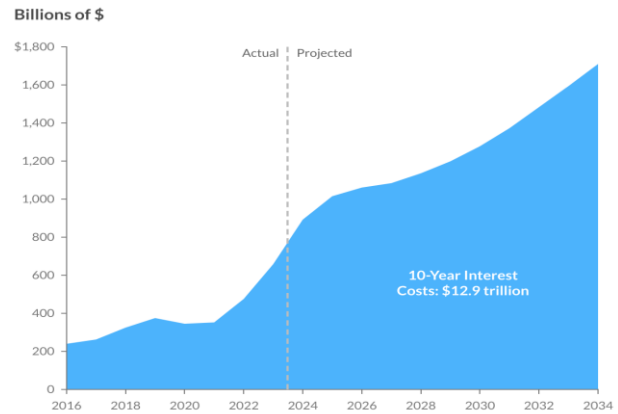
자료: 기재무부, iM증권 리서치본부

그림8. FY24기준 이자비용이 국방지출을 상회. FY25기준 국방지출과 이자비용 유사한 수준이며, 올해도 국방지출 다시 초과할 것



자료: 미재무부, iM증권 리서치본부

그림9. 순이자지출은 향후 10년 동안 총 12.9조 달러에 이를 것으로 예상, 2025년 연간 비용 1조 달러에서 2034년 1.7조 달러로 증가할 것



자료: CBO, iM증권 리서치본부

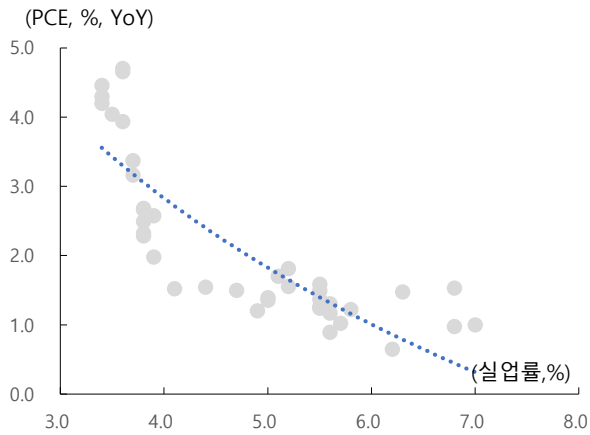
**필립스 곡선이 정상 작동하기 시작했다. 연준의 stop-go 반복으로 피로감 누적된 채권시장을 걱정해야 한다. 미국채 금리가 4% 이하로 하락하기 어려운 가장 큰 이유다.**

연준의 통화정책은 최대고용과 가격안정의 이중책무(Dual mandates)를 지고 있다. 필립스 곡선의 고용과 가격 간의 trade-off 관계의 안정성을 믿고 고용과 물가목표치를 오가는 곡선 상에서 정책운용이 가능하다고 판단했기 때문이다. 1960년대만 하더라도 필립스 커브는 우하향 모습을 보이며 연준의 이중책무가 원활히 작용됨을 나타냈다. 반면 1970~2015년의 필립스 커브는 구름형 양상을 띄며 고용과 가격의 trade-off 관계는 훼손되기 시작했다. 연준의 통화정책은 실업률과 가격 통제에 모두 실패했다. 대표적으로 79년 8월 취임한 볼커 연준 의장은 10월 한달 동안 기준금리를 4%p나 올려 15.5%를 기록하는 금리 인상을 단행한 사례가 있다. 금리인상에도 불구하고 80년 1분기 물가상승률이 14.29%에 이르는 등 인플레이션 상황은 더 심각해졌고, 연준은 80년 3월 기준금리를 20%까지 인상했다. 그 결과 81년부터 소위 '볼커불황'이라고 불리는 심각한 경기침체 상황이 초래되어 실업률은 폭등하고 기업들의 파산도 잇따르는 등 부작용 속출(80년 초 6% 초반이었던 실업률은 82년 후반 10.8%까지 올랐고, 82년 실질GDP는 역성장해 성장률은 -1.8%를 기록)했다.

1970년대 스태그플레이션과 비교하면 아직 지표 수준은 당시와 같은 스태그플레이션 상황과 거리가 있으나, 격화되는 관세/무역전쟁 상황을 고려할 때 해당 상황으로 진입할 가능성도 상당하다고 볼 수 있다. 1970년대 스태그플레이션 상황과 현재를 비교하면 '과잉유동성+공급충격'이라는 점에서 유사한 반면 연준의 통화정책이 여전히 긴축적(비미국 국가는 완화적)방향으로 추진하고 있다는 점이 차이점이다. 다만 흥미롭게도 16~25년까지 최근 약10년간 필립스 커브는 다시 정상화되는 양상을 보여주고 있다. 과거 대비 데이터에 기반한 보다 디테일한 연준의 통화정책이 가져온 결과일 수도 있을 것 같다. 결국 앞서 언급한 스태그플레이션 시대가 정말 도래한다면 완전고용과 적절한 수준의 인플레이션을 유지하는 연준의 역할은 보다 중요해질 수 밖에 없다. 그리고 연준의 비일관적인 통화정책(인하와 동결의 반복) 역시 장기화될 수 있으며, 반대로 채권시장은 통화정책에 대한 피로감에 노출되며 금리 방향성이 일관되게 나타나기는 어려워질 수 있다. 금리 변동성은 확대되고 금리 상방 리스크에 보다 크게 노출될 가능성이 크다.

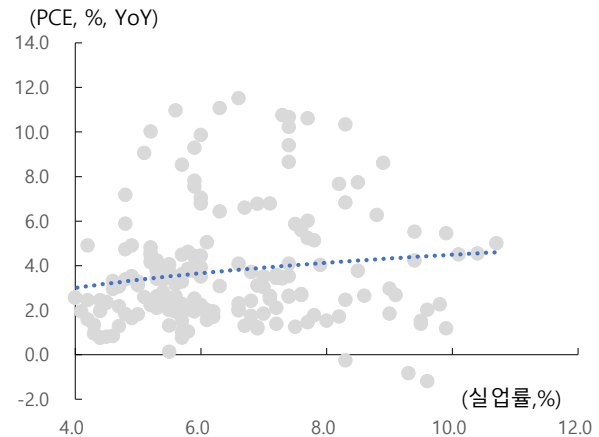
여전히 미국 국채금리는 기간프리미엄 상승요인이 우세하다. 그 외 미국채 투자자 변화(연준, 해외→가격 민감도 높은 민간투자자, 헷지펀드 등)도 기간프리미엄 확대에 영향을 미치고 있다. 미국 10년 국채금리는 상반기 중에도 4.40~4.80% 범위 내 상방압력이 우위를 형성하는 흐름이 나올 수 있다. 미국채 금리 변곡점은 보복관세 전쟁 본격화로 하반기 글로벌 산출량 감소, 성장둔화 등으로 인플레이션 상승위험보다 경기 하방위험 확산속도가 빨라진 후 형성될 것이다. 단 이번 트럼프정부가 정부부채 축소 과제를 해결하지 못할 경우 26년 국채발행량 증대로 인해 기간프리미엄이 마이너스로 전환되기는 어려울 것이다. 이 점이 하반기에도 미국채 금리가 4% 이하로 하락하기 어려운 가장 결정적인 이유다. 10년 국채금리의 하반기 밴드 역시 4.00~4.50% 범위 내 등락을 예상한다.

그림10. 1960년대 필립스 커브



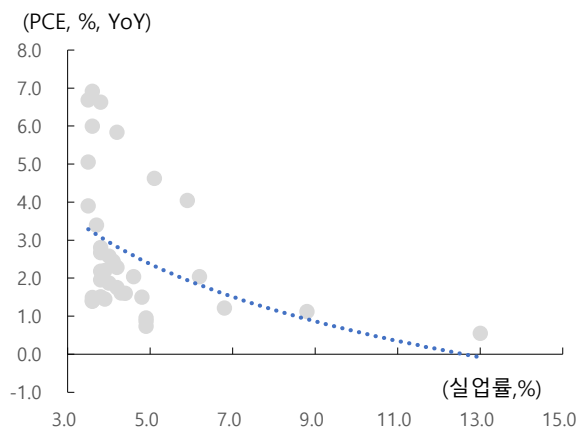
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. 1970~2015년 필립스 커브



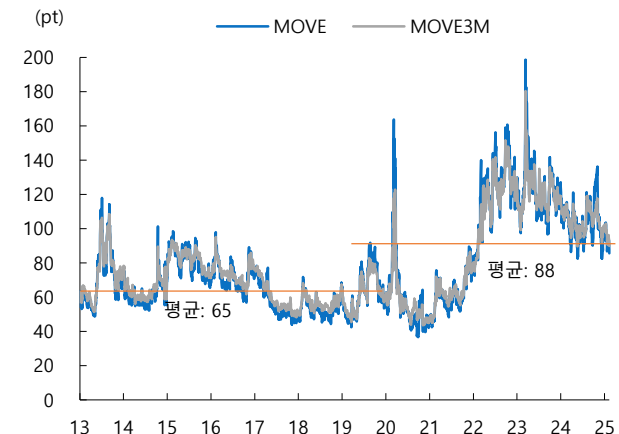
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림12. 2016년~2025년 필립스 커브



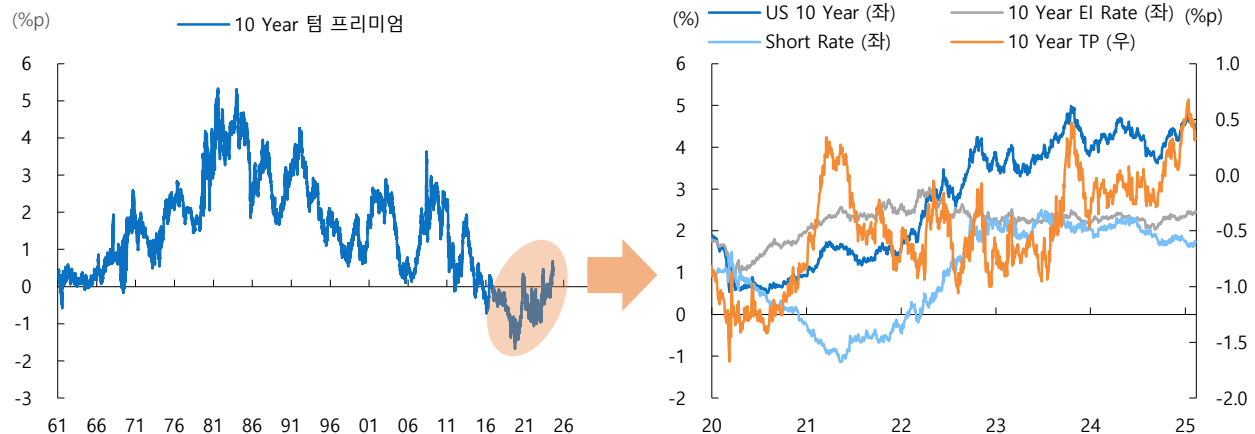
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림13. 채권시장 변동성 지수: 연준의 'stop-go' 정책이 반복될 경우 채권시장 피로도 누적되며, 금리 변동성 확대 및 금리 상승 리스크에 민감하게 노출



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림14. 플러스 텀프리미엄 구간 진입: 축소될 유인은 낮은 반면 정부지출 축소 실패 시 오히려 텀프리미엄 요인 확대될 수 있는 리스크에 크게 노출 &amp; 미국 10년물 국채금리 분해: 정책금리 50bp 인하 반영해도 기간프리미엄 반락이 없다면(플러스 유지) 상반기 10년 밴드는 4.40~4.80% 유지



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

#### Compliance notice

- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
  - 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김명실)
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.