

트럼프 당선: 통화정책 경로는 유지



Fixed Income Strategist

안재균

☎ (02) 3772-1298

✉ jk.ahn@shinhan.com

트럼프 재집권, 글로벌 정치 및 경제 구도 변화 불가피

47대 미국 대선은 트럼프 재집권으로 막을 내렸다. 주가, 달러, 가상화폐, 금리 상승으로 일컫는 트럼프 트레이드가 전개됐다. 아시아장에서 미국 국채 10년은 4.5% 부근까지 상승했고, 달러 인덱스도 105p를 상회했다. 이번 대선은 누가 당선되던지 재정적자가 향후 10년간 8~15조달러 증가를 예상했던 이벤트였기에 채권시장 약세는 예상된 일이었다.

이제 트럼프 재집권 후 글로벌 정치, 경제 구도 변화를 생각해야 한다. 10%p의 보편적 관세 도입, 25%p의 중국산 관세 인상 등 정책 전환이 예상된다. 더불어 21%의 법인세율을 15%로 더욱 낮추고, 39.6%의 최고소득세율을 37%로 낮춘 것을 영구화할 가능성이 높다. 우크라이나 전쟁 종료 등 지정학적 판도의 변화도 나올 여지가 높다. 중요한 건 미국 중심의 질서 재편이 강화될 것이란 점이다.

당분간 미국 채권시장은 장기물 중심 변동성 확대가 불가피할 전망이다. 연평균 0.75조달러 재정적자 증가가 예상되는 점은 기본적으로 커브 스틱 압력이다. 2016년에도 2/10년 스프레드는 연말까지 26bp 확대됐다. 내년 1분기 국채 발행량 확대도 있다. 2016년과 다른 것은 금리 인하 사이클이란 점이다. 대선 결과에 무관하게 펼쳐질 통화긴축 강도 조절은 2016년 대비 장기 금리 상승 압력을 낮춰줄 요인이다. 금리 인하 사이클 지속 전망은 1년 이하 단기물 구간의 투자가 상대적으로 양호할 수 있음을 시사한다. 미국 국채 10년 기준 4.5% 전후에서의 저가 매수도 유효하지만 무리한 금리 하락 베팅은 연말까지 불편할 전망이다.

트럼프 당선은 한은의 통화정책 경로에 변화를 주지 못할 전망

보편관세 도입 및 중국산 관세율 인상에 나설 경우 한국의 대미 수출은 약 152억달러 축소가 우려된다. 상대국이 미국 관세 부과 시 보복조치에 나설 경우 글로벌 교역 위축으로 한국 GDP는 0.29~0.67%p 감소할 것으로 추정된다. 다만 물가 측면에는 상하방 요인이 모두 존재한다. 관세 부과는 물가 상승 요인이지만, 글로벌 교역 위축은 원자재 가격을 낮춰 한국 공급물가 하락을 이끌 수 있다. 한국 채권시장은 커브 스틱을 전개했던 미국과 다른 모습을 보였다. 금리 인하 사이클 지속에 대한 의구심 때문으로 해석한다. 다만 지금부터 물가 재상승을 우려하여 한은의 금리 인하 기조 변화를 예상하는 건 과도한 해석이다. 25년 상반기까지 두 차례 금리 인하가 가능하다는 기존 전망을 계속 유지한다.

미국 채권시장: 대선 이후에도 당분간 커브 스틱 흐름 장세

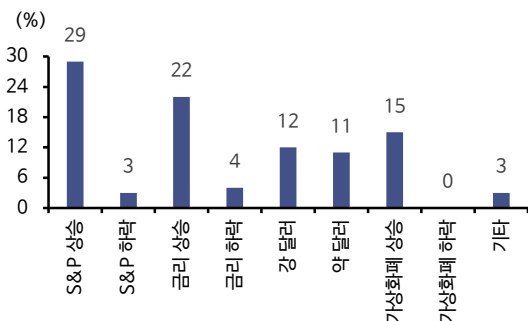
47대 미국 대선에서 트럼프가 당선됐다. 미국 국채 10년 금리는 장중 4.47%까지 상승했었고, 달러 인덱스는 105p를 일시 상회했다. 비트코인도 7.5만달러를 넘어서는 등 트럼프 트레이드가 전개됐다. 시장은 8월부터 트럼프 당선 시 추가, 달러, 가상화폐, 금리 상승을 예상했고, 당선이 유력해지자 트레이딩을 강화했다.

트럼프 재집권에 따른 정치, 경제 구도 변화를 계산해야 한다. 10%p의 보편적 관세 도입, 25%p의 중국산 관세 인상 등 정책 전환이 예상된다. 더불어 21%의 법인세율을 15%로 더욱 낮추고, 39.6%의 최고소득세율을 37%로 낮춘 것을 영구화할 가능성이 높다. 우크라이나 전쟁 종료 등 지정학적 판도의 변화도 나올 여지가 높다. 중요한 건 미국 중심의 질서 재편이 강화될 것이란 점이다.

미국 장기 금리 중심의 변동성 확대가 당분간 이어질 전망이다. 연평균 0.75조달러 재정적자 증가가 예상된다. 트럼프 1기(17~19년) 월평균 744억달러 국채 순발행량을 기록했는데 이는 16년 월평균 580억달러 대비 28% 늘어난 규모다. 중기물(T-note)과 장기물(T-bond)가 21%, 16%씩 증가했다. 기본적으로 커브 스틱 압력이 잔존한다. 2016년에도 2/10년 스프레드는 연말까지 26bp 확대됐다.

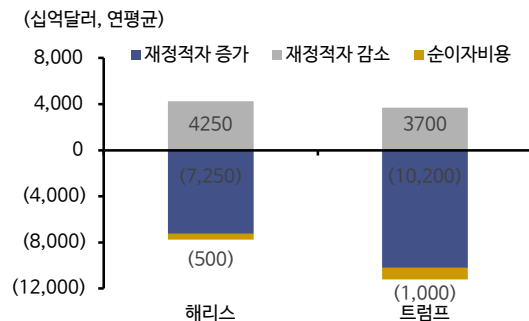
2016년과 다른 것은 금리 인하 사이클에 있다는 점이다. 9월 구인건수 감소, 10월 장기 실업자 비율 상승 등 고용수요 둔화가 감지되고 있다. 당장 11월 FOMC에서 25bp 금리 인하 등 긴축적 기준금리 조정을 이어갈 가능성이 높다. 대선 결과에 무관하게 펼쳐질 통화긴축 강도 조절은 2016년 대비 장기 금리 상승 압력을 낮춰줄 요인으로 판단한다. 다만 내년 1분기 국채 발행량 확대 등 장기 금리 하락을 제한할 요인들도 존재한다. 미국 국채 10년 기준 4.5% 전후에서의 저가 매수는 유효하지만 무리한 금리 하락 베팅은 연말까지 불편할 전망이다.

트럼프 트레이드 = 추가 & 달러 & 가상화폐 ↑



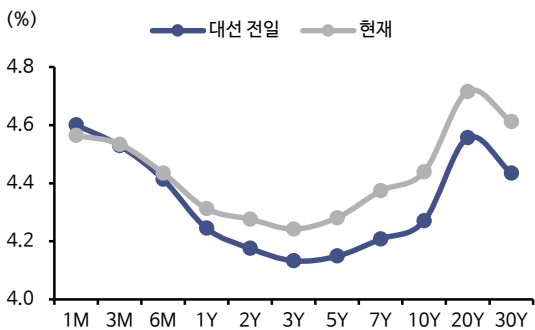
자료: GS, 신한투자증권 /주: GS 8월 서베이 기준

트럼프 공약 실현 시 연평균 0.75조달러 적자 증가



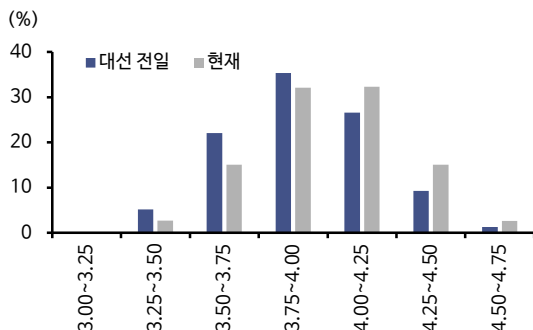
자료: CRFB, 신한투자증권

대선 전후 미국 수익률 곡선 변화: 커브 스틱 전개



자료: Bloomberg, 신한투자증권

대선 전후 기준금리 전망치 변화



자료: CME 페드워치, 신한투자증권 /주: 25년 6월 FOMC 기준

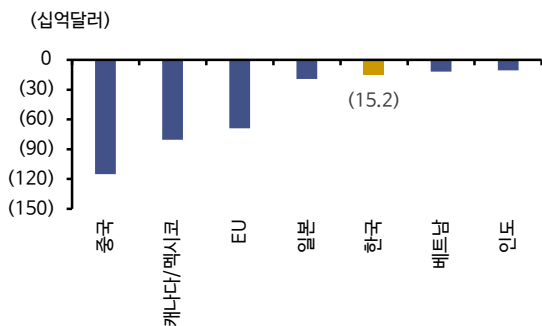
한국 채권시장: 성장 약화, 물가 상하방 요인 모두 있는 트럼프

트럼프 재집권은 한국 경제 및 금융시장에 긍정적 요인은 아니다. 트럼프가 강조하는 관세정책 변화 실현 시 한국 수출 감소가 우려된다. 대외경제정책연구원 결과를 보면 미국이 모든 수입품에 10%p 보편관세를 적용하고, 중국산에 대해 25%p 관세를 올릴 경우 한국의 대미 수출은 약 152억달러 감소가 예상된다. 팬데믹 이후 수출 호조를 견인했던 대미 수출 구도 변화가 우려된다.

상호관세는 대미 무역흑자국의 관세율이 미국 관세율보다 높은 경우 부과되는 데 상호 무관세를 적용하는 한국은 관련이 없다. 따라서 한국은 보편관세가 부과될 것이냐가 중요하다. 한국 제외 관세 부과 시 한국 GDP는 0.12~0.24%p 증가가 기대된다. 관세 적용된 국가의 상품 가격이 오르면서 한국산을 대체할 여지가 생기기 때문이다. 다만 보편관세 적용에 한국만 제외하긴 거의 불가능에 가깝다.

미국의 관세 부과 시 상대국의 보복 조치 실현이 최악의 시나리오다. 현실화 시 한국 GDP는 0.29~0.67%p 감소가 우려된다. 트럼프 당선은 분명 대미 수출을 감소시키고 글로벌 교역을 위축시켜 한국 성장세에 부정적 영향을 줄 요인이다.

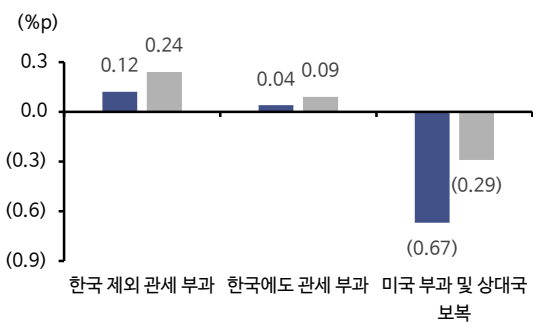
미국 관세정책 변화에 따른 주요국 대미 수출 효과



자료: 대외경제정책연구원, 신한투자증권

주: 보편관세 10%p, 25%p 중국 관세율 인상 시

보편관세 및 상호관세가 한국 GDP에 미치는 영향

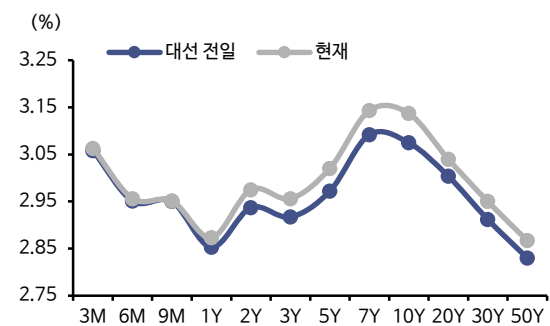


자료: 대외경제정책연구원, 신한투자증권

그렇기 때문에 트럼프 당선 유력시부터 한국 금융시장은 트리플 약세가 전개됐다. 주가는 하락했고, 원/달러 환율은 상승했으며 금리도 일제히 반등했다. 외국인의 경우 3년 국채선물 2만계약, 10년 국채선물 0.9만계약 매도했다. 눈에 띄는 점은 장기 금리 상승폭이 컸던 미국 채권시장과 달리 한국은 2~10년 중기물 영역의 오름세가 컸다는 점이다. 커브 스틱을 전개한 미국과 다른 흐름이다.

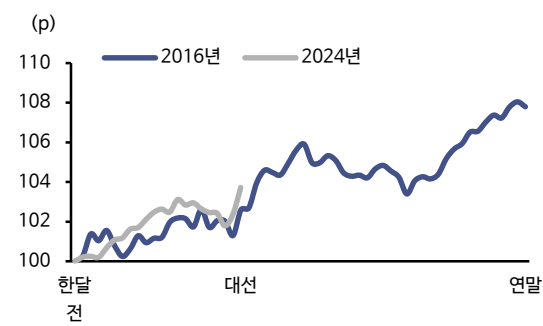
원/달러 환율 오름폭이 컸던 점이 원인으로 해석된다. 2016년 대선 이후 원/달러 환율 오름세가 연말까지 이어졌던 사례가 있는데, 지금은 당시보다 환율 상승이 더 크게 나타난다. 또한 환율 수준도 2016년 대선 전후에는 1,100원대였지만 지금은 1,300원 후반대이다. 기본적으로 원화 약세인 상태에서 추가 약세 압력을 받는 상황이다. 원화 약세는 수입물가를 높이고, 생산자 물가를 올려 전체 소비자물가 상승 압력을 자극하는 요인이다. 항상 환율이 불안할 때 한은이 이를 우려하는 발언들을 해왔기 때문에 통화완화 지속에 대한 의구심이 형성된다.

대선 전후 한국 수익률 곡선 변화: 중기물 약세



자료: 인포맥스, 신한투자증권

2016년처럼 대선 후 원/달러 환율 상승 우려

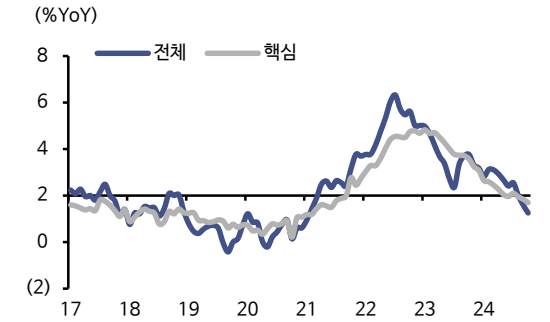


자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 대선 한달 전 환율 = 100

다만 한국은행 역시 트럼프 재집권에도 불구하고 금리 인하 사이클을 유지할 것으로 예상된다. 바이든 정부와 달리 트럼프는 화석연료에 호의적인 태도다. 생산량 증대 등을 유도하여 국제유가 하락 압력이 높아질 수 있다. 관세 도입 등으로 물가 상승 압력이 다소 발생하겠지만, 국제유가 비롯 원자재 가격 안정이 이를 상쇄할 여지가 있다. 트럼프 1기 수입물가 상승률 변화가 크게 나타났지만, 전반적으로 공급물가는 안정 흐름을 유지했다. 이에 따라 한국 전체 및 핵심 물가가 2018년 이후 2%를 하회하는 저물가 상황이 나타났다.

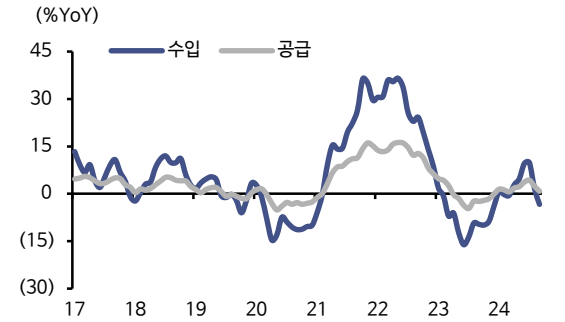
트럼프 2기는 1기와 다른 물가 상황 전개가 발생할 수 있다. 보편관세 도입 등 무역정책 변화에 따른 물가 상승 압력이 1기보다 높을 수 있다. 트럼프 재집권은 물가 측면에서 상하방 요인이 모두 존재한다. 다만 이는 실제 집권 후 확인될 수 있는 부분이다. 현 시점에서 환율 상승에 따른 물가 재반등을 걱정하여 한은의 기준금리 인하 기조 변화를 예상하는 것은 과도한 해석이다. 향후 성장과 물가 상황을 고려해야겠지만 여전히 금리 인하 사이클 지속에 무게를 두는 이유다.

트럼프 1기 당시 한국 저물가 흐름 지속



자료: 통계청, 신한투자증권

수입 및 공급물가 급등 아니면 한국 물가 안정



자료: 한국은행, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 안재균).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.