

11월 FOMC

트럼프 월드에 재입장한 소나무 파월

Monetary Policy

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com [RA] 이승재 2122-9143 lsj7845@imfnsec.com

Check Point

11월 FOMC, 만장일치 25bp 인하 결정. 우려했던 매파 보다는 중립(기존의견 유지)적 의견이 다수. 올해 연준 점도표 변화 없다면 12월 25bp 추가 인하 가능성 높은 편

트럼프 월드에 재입장한 소나무 파월, 연준과 시장(또는 트럼프 정부)이 예측하는 25년 금리경로간 격차는 확대

연준, 적어도 25년 상반기까지 성장에 포커스 맞추며 통화정책 완화 집중, 향후 인플레이션 우려 재발시 금리정책 활용할 수 있는 룬 필요

미국채 금리 진정까지 16년은 7개월, 지금은 절반인 3개월로 짧아질 것. 내년 1분기 금리상승세 피크아웃 전망

11월 FOMC, 만장일치 25bp 인하 결정. 우려했던 매파 보다는 중립(기존의견 유지)적 의견이 다수. 올해 연준 점도표 변화 없다면 12월 25bp 추가 인하 가능성 높은 편

11월 FOMC 결과 연준은 기준금리를 4.75~5.00%에서 4.50~4.75%로 25bp 인하했다. 지난 9월 빅컷(50bp) 인하 이후 두 번째 인하 결정이다. 또한 지난 9월 유일하게 빅컷 인하에 반대했던 보우먼 연준 이사가 우려와 달리 11월 25bp 인하결정에는 동의하며 12대 0으로 만장일치 금리인하 결정을 했다는 점도 특징적이다. 한편 11월 성명서는 경제활동이 '건조한 속도로 확장돼 왔다'라는 기존 판단이 유지됐다. 경기 연착륙에 대한 연준의 자신감은 이전과 동일했다. 그 외 기자회견을 통해 "대선 결과"나 "행정부, 의회정책"에 대한 통화정책 변화 유무에 대한 질문들이 나왔으나, 파월의장은 단기적으로는 통화정책 영향이 없을 것이라는 발언을 하며 기존 연준의 점도표가 당장 12월에 조정되지 않을 수 있음이 간접적으로 시사됐다. 12월 FOMC까지 고용, 물가 등 주요 지표에 큰 변화가 부재하다면 적어도 올해 연준의 금리경로는 그대로 유지될 가능성이 높아 12월 25bp 금리인하 역시 가능할 수 있다는 전망이다.

트럼프 월드에 재입장한 소나무 파월, 연준과 시장(또는 트럼프 정부)이 예측하는 25년 금리경로간 격차는 확대

채권시장이 가장 우려했던 시나리오가 현실화됐다. 트럼프 당선과 레드스윙(확정은 아니나 가능성 높음) 조합으로 트럼프 정부가 추진하는 이민정책, 관세부과, 대규모 확장재정 정책 등이 구체화될 가능성이 높아졌다. 특히 감세 및 재정지출로 미국 국채발행 증가에 대한 채권시장의 부담은 불가피할 전망이다. 이민 및 관세부과 정책의 경우 중기적으로 인플레이션 유발 요인이며 금리상승 재료가 될 수 있으나, 정책 시행 및 영향까지는 시차가 존재해 소위 금리 발작의 기간(1~3개월)이 종료되면 미국채 금리의 프라이싱 정도는 크지 않을 것으로 전망된다.

한편 채권시장은 트럼프 정부의 Fed 개입 여부에도 관심을 가질 것이다. 현재까지 파월의 스탠스가 '점진적' 금리인하였다면, 트럼프는 경기부양 및 재정확대를 뒷받침하기 위해 '선제적 또는 공격적' 금리인하를 연준에게 요구할 수 있다(파월이 2018년 의장으로 취임한 후 1년 동안 금리를 4회 인상하고 이 영향으로 주가가 약세를 보이자 트럼프가 파월 해고를 검토한 선례 참조). 참고로 파월 해임설과 관련해서는 미국 '연준법'은 의장뿐 아니라 부의장과 이사 모두에 관하여 임기를 보장하고, 사유가 있을 때만 해임할 수 있다고 규정(제10조 제2항)되어 있다. 이때 사유는 통상적으로 정책적 이견이 아니라 위법 행위를 지칭하기 때문에 파월의장이 스스로 물러나지 않는 한 의장해고는 현실화 가능성 매우 낮은 편이라고 볼 수 있다. 그렇다면 트럼프 정부는 소위 '그림자 연준의장 선임' 등 간접적 수단을 통해 연준의 금리정책을 압박할 가능성이 높다.

한편 향후 트럼프 정부정책이 경제 및 금융시장에 미치는 불확실성을 생각하면 연준 인사들의 금리전망 변화는 소극적일 것이다. 트럼프 정부의 세금, 관세, 이민정책은 성장 및 물가의 상방과 하방에 모두 불확실성을 줄 수 있어 어떤 방향이든 강한 의견을 피력하기는 쉽지 않은 시기다. 즉 연준이 기존 통화정책 경로(24년말 4.5%→25년말 3.5%)를 크게 변경할 만한 트리거가 당장은

없어 보인다. 이런 점들이 향후 연준 점도표 내 금리경로와 시장이 예측하는(또는 트럼프 정부가 요구하는) 금리 경로간의 격차를 확대시킬 것이다. 통화정책 불확실성으로 채권시장의 변동성이 확대될 수 있는 부분이다.

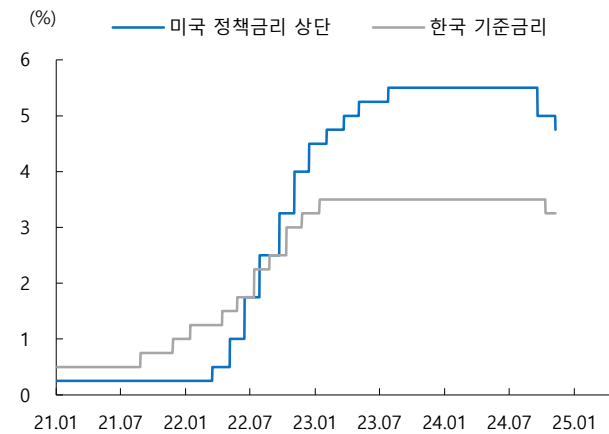
연준, 적어도 25년 상반기까지 성장에 포커스 맞추며 통화정책 완화 집중, 향후 인플레이션 우려 재발시 금리정책 활용할 수 있는 룬 필요

현재 금융시장은 대선정책 기대감으로 일부 자산가격을 중심으로 상승세를 보이고 있으나 경제는 또 다른 문제다. 미국의 성장은 고용시장의 급격한 약화 여부, 물가는 유가변동 및 관세급등 여부 등 무역정책 향방이 변수다. 물가의 경우 대선정책으로 인한 인플레이션 압력을 유가하락이 일부 상쇄(인플레이션이 급격하게 오르는 것을 제어)시킬 가능성도 존재한다. 그러나 트럼프 정부가 추구하는 재정정책은 장기플랜이라는 점에서 당장은 무역 및 이민정책이 유발하는 성장의 마이너스(-)효과가 재정 및 투자활성화 정책이 유발하는 성장의 플러스(+)효과보다 더 클 수 있다. 2분기 이후 미국의 성장 정체 전망을 반영하면 25년 연준의 금리인하는 상반기에 집중, 그리고 하반기 추가인하 또는 동결의 여부가 결정될 것으로 보인다. 따라서 연준의 금리전망 경로는 기존과 동일하게 24년말 4.5%, 25년말 3.5%에서 크게 변하지 않을 수 있다.

미국채 금리 진정까지 16년은 7개월, 지금은 절반인 3개월로 짧아질 것. 내년 1분기 금리상승세 피크아웃 전망

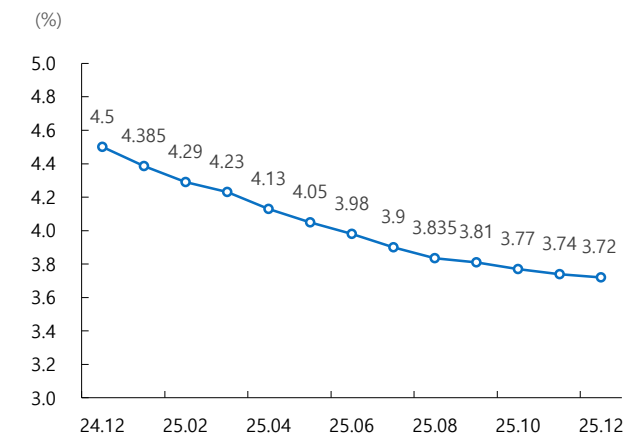
과거 2016년을 복기해보면, 2016년 트럼프 당선 직후 미국채 10년은 25거래일간 74bp 급등했다. 이후 텀프리미엄과 기대인플레이션이 축소(하락)하며 7개월 이후 두 요인은 트럼프 당선 이전 수준으로 복귀하는 행태를 보였다. 명목금리 상승 요인은 연준의 금리인상 재료 밖에 없었다. 현재 채권시장은 9월 이후 트럼프 트레이드로 약 80bp 가량 금리가 상승했다. 당선 이후 1달이 가장 고비가 될 것으로 보이며 쏟림에 의해 텀프리미엄이 추가로 확대될 경우 미국채10년 기준 레벨은 4.6~4.7%까지 상승이 유효해 보인다. 다만 16년과 가장 큰 차별점은 통화정책 방향성이라는 점을 유념할 필요가 있다. 당시의 연준은 금리 인상을 고민했고, 지금의 연준은 추가적인 금리 인하를 고민하고 있다. 따라서 미국 국채금리의 상승기간 역시 16년보다 짧아질 것으로 판단된다. 미국 국채금리 경로의 경우 내년 1분기 중 상승세 피크아웃 전망을 유지한다.

그림1. 연준 기준금리 상단 및 한국 기준금리 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림2. 연방기금 선물 내재 금리



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표1. 11월 FOMC 파월의장 기자회견 주요 내용 정리

주요 기자 질문	파월의장 답변
기준금리 수준	12월을 포함해 연준 정책에 대해 모두를 대변해서 발언하기 어려움 너무 빠르거나 너무 느리게 연준 정책을 움직이는 것에 주의해야 함 정책은 여전히 제한적인 수준 내년 금리인상 계획은 현재 전혀 없음
대선 결과	연준 정책은 대선의 결과와 전혀 상관없음 물론 어떤 정권이나 의회로 인해 여러 영향을 미칠 수 있음은 부정할 수 없음 연준 의장에서 해임하라고 해도 해임하지 않을 것
노동시장/물가수준	2% 물가 목표를 달성할 것이라고 자신 노동시장이 상당한 완화/냉각을 이루어서 추가적으로 냉각될 필요는 없음 고용시장이 악화된다면 연준은 더욱 신속하게 움직일 것
시장금리 수준	채권 금리 상승을 지켜봤지만 1년전과 전혀 비슷하지 않음 채권 금리는 성장 기대치를 반영하며 인플레이션 기대치 상승으로 인한 것은 아닌 것으로 분석 채권 금리를 정책에 반영할 단계는 아닌 것으로 생각

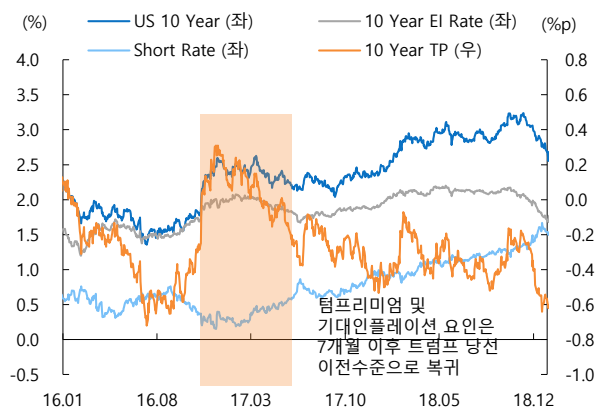
자료: iM 증권 리서치본부

그림3. 트럼프 대선 공약 관련 정리: Make America Great Again

	이민정책	불법이민 유입억제 강화, 멕시코 국경봉쇄 메리트기반 이민 우선 정책 DACA 종료 난민 및 망명 신청자에 대한 엄격한 조건 부과	이민의 성장기여+물가안정 효과 약화	금리상승 요인이나 실제시행 및 영향까지 시차가 존재
	관세부과	보호무역주의, 중국에 대한 디커플링 보편적 관세 도입(10%) 바이든 정책 폐지·완화(그린딜 등) 대중국 정책(최대 60% 관세 부과 등)	수입상품 가격 상승 소비자 비용부담 증가 인플레이션 유발	
	감세& 확장재정	전반적 감세 법인세율 인하(21%→20%) 2017년 감세 및 일자리법(TCJA) 전면 연장	TCJA 연장시 10년간 \$4.5조 소요 GDP대비 정부채무비율 24년 122%→34년 143% 상승	미국채 장기물의 직접적 상승 요인이나 장기적으로는 부채확대, 신용등급 강등 이슈 등 부작용도 큰 편
	Fed 개입	그림자 연준의장(파월 의장 임기 훨씬 전에 후임자 지명) 의견 피력	연준 독립성 훼손	

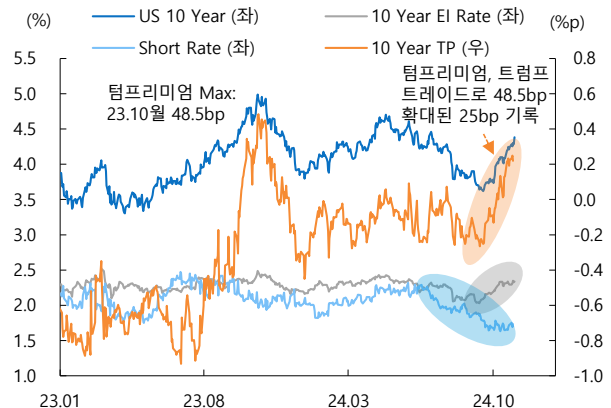
자료: iM증권 리서치본부

그림4. 2016년 트럼프 당선 전후 미국 국채금리 변화



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. 2024년 트럼프 당선 전후 미국 국채금리 변화



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 2018.12월 블룸버그 기사. 당시 트럼프와 백악관이 해당 기사에 공식 논평을 하지 않으며 사실로 인식

Trump Discusses Firing Fed's Powell After Latest Rate Hike, Sources Say

- Advisers warn ousting Fed chairman would lead to market rout
- President's legal authority to remove Powell is unclear



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림7. 트럼프 캠프의 그림자 연준 제안 배경: 파월의 힘을 빼고 연준 독립성을 낮춰, 트럼프 정부 의도에 맞춘 통화정책 영향력 행사



자료: 언론기사참조, iM증권 리서치본부

주: 사진은 그림자 연준을 제안한 스콧 베센트 트럼프 대통령 경제 자문

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, 이승재)

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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.