

트럼프 취임과 1월 FOMC



Fixed Income Strategist

안재균

(02) 3772-1298

jk.ahn@shinhan.com

미국채 10년 고점 여부는 FOMC와 트럼프 정책 시행 후 판단

미국내 소비는 서비스 중심으로 여전히 양호한 흐름이다. 강한 펀더멘탈 상황이 이어지고 있는 만큼 서비스 소비의 급랭 가능성은 낮다. 물가가 2% 목표치로 가는 흐름이 더딜 여지가 있다. 그러나 2021~22년처럼 공급망 훼손, 집값 급등 등 공급 측면에서의 물가 상승 압력이 높지 않다. 금리 인하 후 트럼프 당선까지 겹쳐지면서 기대인플레이가 반등했고, 이로 인한 물가 전망 불확실성 확대가 금리 상승 압력을 자극해 장기 금리의 오름세를 견인했다고 평가한다. 향후 미국 국채 10년 금리의 고점 인식이 강화되려면 두 가지가 해소될 필요가 있다.

먼저 연준의 금리 인하 속도 조절이다. 미국 고용 수급 상황도 개선 기미를 보이는 만큼 1월 기준금리 동결 등 금리 인하 속도 조절이 필요해졌다. 추가적으로 트럼프 취임 후 시행될 정책들의 파급 효과다. 대중국 관세 도입, 불법 이민자 추방 등 단기간 강력한 정책들이 시행될 경우 물가 재반등 리스크가 불거질 수 있다. 아직은 미국 국채 10년의 고점 인식이 강화되긴 어렵다. 트럼프 정부 정책 시행, 1월 기준금리 동결 등을 소화한 뒤 판단해야 한다.

듀레이션을 급격히 늘릴 필요 없지만, 중립 수준으로 복귀 필요

연준의 금리 인하 속도 조절이 유력해지는 만큼 금리 인하 돌입 전후로 형성됐던 단기물 투자 매력은 점차 약화될 전망이다. 지난해 9월 이후 정부채로 운용되는 MMF로 유입된 자금은 약 5,530억달러이다. 금리 인하 속도 조절이 강한 경기 흐름에서 비롯되므로 정부채 MMF에 유입된 자금들은 CP 운용 MMF나 중장기 채권 투자로 이동할 가능성이 있다. 당장 듀레이션을 급격하게 늘릴 필요는 없지만, 중립 수준으로 점진적 확대 전략을 제시한다.

기간프리미엄 확대, 트럼프 정부 출범 및 FOMC 거치면서 점차 진정 기대



자료: 뉴욕 연준, 신한투자증권

미국채 10년 고점 여부는 FOMC와 트럼프 정책 시행 후 판단

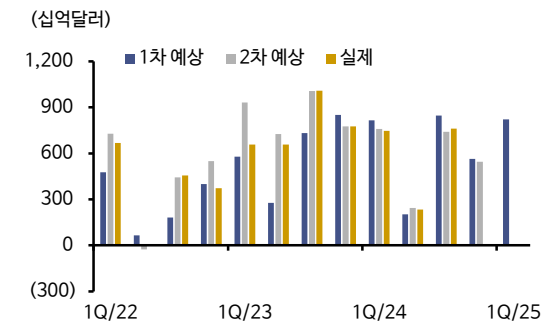
장중 4.8%를 넘나들던 미국 국채 10년이 4.6% 내외로 다소 하락했다. 그럼에도 현 수준은 지난해 4월 기록했던 고점 수준에 있다. 당시에는 연준의 기준금리 인하 기대가 후퇴하면서 나타난 결과였다. 지금은 연준이 100bp 기준금리 인하를 했음에도 장기 금리가 올랐다는 특징이 있다. 1980년대 이후 기준금리 인하 사이클에서 첫 인하 후 100일 동안 10년 금리가 올랐던 사례도 없다.

현재의 금리 상승세는 지난해 10월부터 시작됐다. 선거를 한달 앞두고 본격 대선 정국에 돌입했고, 다소 밀려있던 트럼프가 지지개를 떠던 시기였다. 이른바 트럼프 트레이드의 시작점이었다. 향후 통화정책 기대가 후퇴하고, 기간프리미엄 반등도 본격화됐다. 장기 금리가 안 오를 수 없던 환경이 조성됐다. 다만 12월 FOMC 이후로 보면 통화완화 기대 후퇴는 진정되는 반면, 기간프리미엄 확대폭은 더욱 커졌다. 현재의 장기 금리 상승은 기간프리미엄이 주도하고 있다.

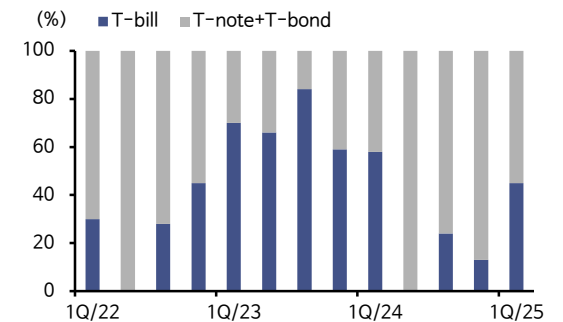
연준의 DKW 모델에 근거하면 기간프리미엄은 실질기간프리미엄과 인플레이션 위험 프리미엄으로 나뉜다. 실질기간프리미엄은 금리 전망 불확실성과 수급 상황에 연동되고 인플레이션 위험 프리미엄은 물가 전망 불확실성에 움직인다. 금리 및 물가 전망 불확실성은 기대인플레이션 움직임에 영향을 받는다. 경제주체들의 향후 물가 상승 기대가 커질수록 명목기간프리미엄이 확대된다.

지난해 4분기 이후 미국 국채 공급 상황 변화는 없었다. 재무부가 제시하는 분기별 미국 국채 발행계획물량을 보면 FY24년 4분기 예상 시장조달물량은 5,460억 달러로 전분기 7,620억달러 대비 30% 가량 줄어든 규모였다. 만기별 발행 비중에서 중장기물(T-note&T-Bond) 비중이 87%로 늘어났지만, 절대적 발행량이 전분기 대비 감소했기 때문에 공급확대에 따른 기간프리미엄 확대는 아니다. FY25년 1분기 예상 시장조달물량이 8,230억달러로 전분기대비 51% 늘었지만, 단기물(T-bill) 비중이 45%로 늘어나는 만큼 실제 중장기물 발행량은 오히려 감소한다. 국채 공급 확대에 따른 기간프리미엄 변화는 아니라는 결론이다.

분기별 미국 국채 발행계획물량 및 실제 발행량

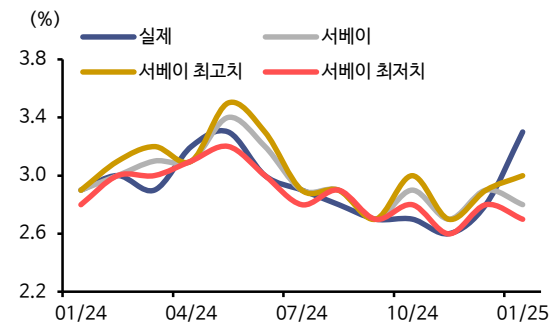


분기별 미국 국채 발행계획물량 만기별 비중



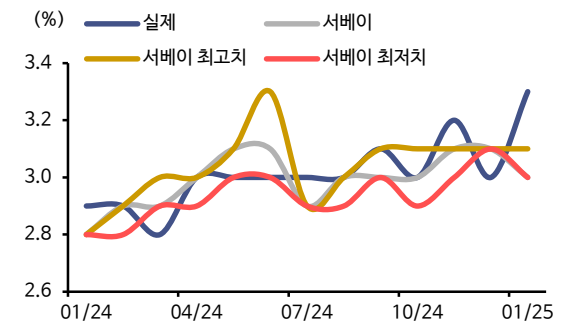
수요 부진이 주 요인이다. 수요 둔화 이유는 기대인플레이션 상승에 따른 금리 및 물가 전망 불확실성 증대로 요약된다. 미시건대 서베이 조사 기준 1년 인플레이션은 12월부터 상승하여 3.3%이다. 지난해 7월부터 3%대 이하로 내려왔던 단기 기대인플레이션이 재반등했고, 그 시점은 트럼프 당선 이후다. 단기 기대인플레이션이 반등 전환하면서 5~10년 장기 기대인플레이션은 10개월째 3%대를 유지하고 있다. 미래 물가 수준이 3%에 위치할 거란 경제참가자들의 전망이 굳어지고 있다는 뜻이다. 여전히 견고한 미국 서비스 소비 속 트럼프 집권 후 펼쳐질 무역 및 통상정책들이 물가를 높일 거란 우려가 반영된 결과로 해석된다.

1년 인플레이션 추이: 12월부터 상승



자료: Bloomberg, 신한투자증권 /주: 미시건대 서베이 기준

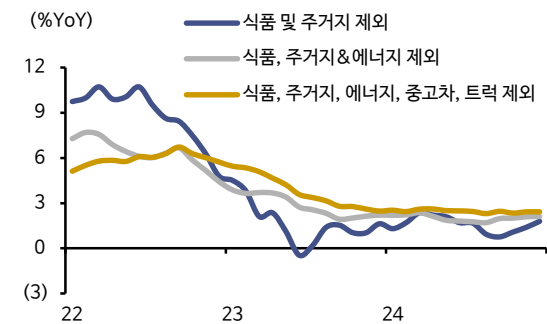
5~10년 인플레이션 추이: 10개월째 3%대



자료: Bloomberg, 신한투자증권 /주: 미시건대 서베이 기준

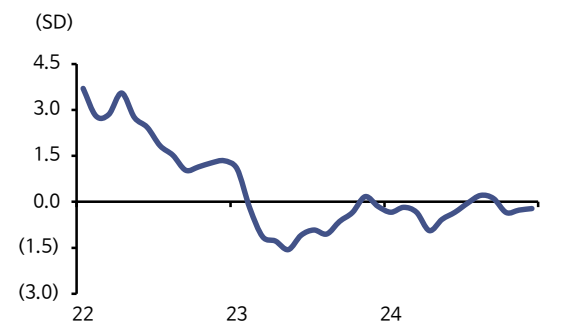
미국 물가의 안정 흐름이 바뀌고 있다는 신호는 아직 감지되지 않는다. 핵심 CPI에서 주택 임대료를 제외한 이른바 슈퍼코어 CPI의 전년대비 상승률은 12월 4.05%로 지난해 4월 4.91% 이후 꾸준히 안정세를 보인다. 전체 CPI 지수에서도 식품, 주거비용, 에너지 등을 제외한 물가도 2% 내외이다. 현재 미국 물가는 서비스 중심 강한 수요가 상승세를 주도한다. 이는 견고한 노동시장 상황 등 강한 미국 펀더멘탈 흐름에 의한 결과다. 현재 물가가 다시 2021~22년처럼 급등하려면 공급망 훼손 또는 집값 급등 등의 요인이 발생해야 할 것이다.

식품, 주거지, 에너지 등 제외 시 물가 안정 흐름



자료: Bloomberg, 신한투자증권

글로벌 공급체인 압력 지수: 23년 이후 안정세



자료: 뉴욕 연준, 신한투자증권

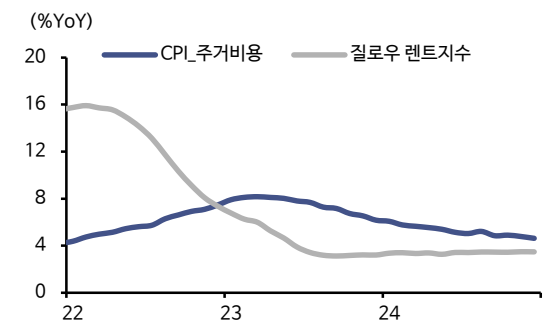
다행스럽게도 글로벌 공급망은 안정세를 유지하고 있다. 뉴욕 연준에서 제공하는 글로벌 공급체인 압력지수(GSCPI)는 2023년부터 마이너스 표준편차를 보인다. 공급측면에서의 물가 급등 우려가 낮음을 시사한다. CPI내 주거비용 지수를 대략 15개월 선행하는 질로우 렌트지수도 2024년 이후 큰 변동을 보이지 않는다. 주거 렌트비용이 오르고 있지만 2021~22년과 같은 급등세는 아니다.

미국내 보통휘발유는 12월초 갤런당 3.01달러에서 현재 3.12달러로 상승했다. 다만 연말연초 휘발유 재고 축적이 이뤄지면서 미국내 휘발유 수급이 다소 불안정해진 영향이다. 미국내 휘발유 수요는 하루당 850만배럴로 지난해와 비슷한 수준이다. 최근의 휘발유 가격 상승이 수요 증대 영향이 아니라는 의미다.

미국내 소비는 서비스 중심으로 여전히 양호한 흐름이다. 강한 펀더멘탈 상황이 이어지고 있는 만큼 서비스 소비의 급랭 가능성은 낮다. 물가가 2% 목표치로 가는 흐름이 더딜 여지가 있다. 그러나 2021~22년처럼 공급망 훼손, 집값 급등 등 공급 측면에서의 물가 상승 압력이 높지 않다. 금리 인하 후 트럼프 당선까지 겹쳐지면서 기대인플레이가 반등했고, 이로 인한 물가 전망 불확실성 확대가 금리 상승 압력을 자극해 장기 금리의 오름세를 견인했다고 평가한다.

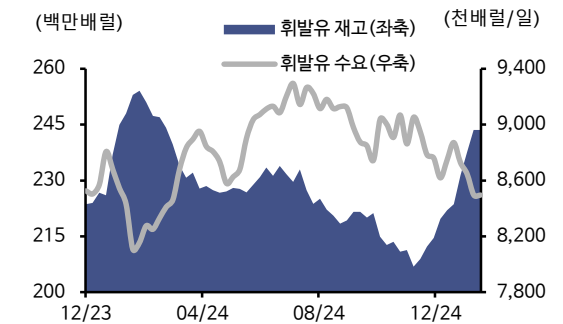
향후 미국 국채 10년 금리의 고점 인식이 강화되려면 두 가지가 해소될 필요가 있다. 먼저 연준의 금리 인하 속도 조절이다. 금리 인하 시작 전에도 양호한 경기 흐름이었고, 100bp 금리 인하로 더욱 강해졌다. 미국 고용 수급 상황도 개선 기미를 보이는 만큼 1월 기준금리 동결 등 금리 인하 속도 조절이 필요해졌다. 추가적으로 트럼프 취임 후 시행될 정책들의 파급 효과다. 대중국 관세 도입, 불법 이민자 추방 등 단기간에 강력한 정책들이 시행될 경우 물가 재반등 리스크가 불거질 수 있다. 다만 관세와 이민정책들은 중기적으로 미국 성장세를 약화시킬 요인들이기도 하다. 아직은 미국 국채 10년의 고점 인식이 강화되긴 어렵다. 1월 기준금리 동결, 트럼프 정부 정책 시행 등의 확인 후 판단해야 한다.

CPI 내 주거비용 선행하는 렌트지수 안정세 지속



자료: Bloomberg, 신한투자증권

연말연초 휘발유 재고 축적 속 휘발유 수요 감소



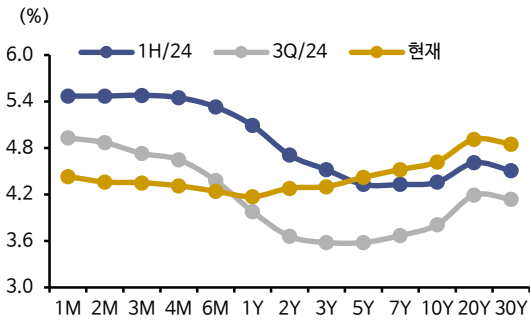
자료: Bloomberg, 신한투자증권

듀레이션을 급격히 늘릴 필요 없지만, 중립 수준으로의 복귀 필요

미국 국채 30년은 4.8%, 10년은 4.6%대로 올라서면서 역전됐던 장단기 스프레드는 플러스 전환됐다. 미국 장단기 스프레드로 추정하는 향후 경기침체 확률도 20% 이하로 내려왔다. 현재의 장기 금리 상승이 기간프리미엄 정상화에서 비롯됐고, 주 요인이 공급 확대가 아니라는 점에서 단기에 급락 전환할 가능성은 낮다. 1월 기준금리 동결 등 연준의 금리 인하 속도 조절이 시작되고, 트럼프 정부의 시행 정책들이 경기에 어떤 효과를 줄 지를 확인하면서 장기 금리 고점 여부를 타진할 전망이다. 미국 국채 10년 기준 5% 돌파 우려는 낮지만, 4.4% 이하에서 추가 하락 전망이 열어질 것으로 예상된다.

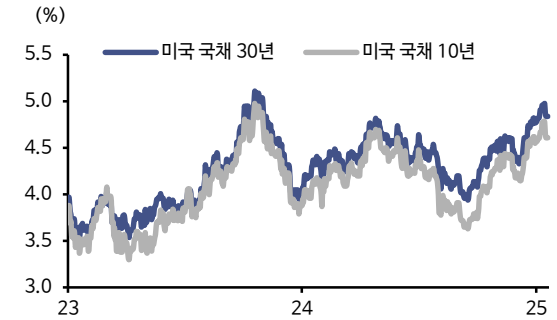
연준의 금리 인하 속도 조절이 유력해지는 만큼 금리 인하 돌입 전후로 형성됐던 단기를 투자 매력은 점차 약화될 전망이다. 지난해 9월 이후 정부채로 운용되는 MMF로 유입된 자금은 약 5,530억달러이다. 금리 인하 속도 조절이 강한 경기 흐름에서 비롯되므로 정부채 MMF에 유입된 자금들은 CP 운용 MMF나 중장기 채권 투자로 이동할 가능성이 있다. 당장 듀레이션을 급격하게 늘릴 필요는 없지만, 중립 수준으로 점진적 확대 전략을 제시한다.

장기 금리 상승으로 정상화된 미국 일드커브



자료: Bloomberg, 신한투자증권

1월 FOMC 거치면서 고점 인식 점차 형성 예상



자료: Bloomberg, 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 추가 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 주식관련사체에 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.