Strategy Idea



채권/자산배분
Analyst **윤여삼**
02. 6454-4894
yeosam.yoon@meritz.co.kr

미국 정책 포커스, 재정보다 통화로 가야

- ✓ 2024년 미국은 2% 넘는 성장률과 25%가 넘는 증시 상승률 기록, 가상자산과 고위험 채권까지 위험 선호가 강하게 진행
- ✓ 연준까지 동참하면서 주요국 고도긴축 부담 덜어냈다고 하나 여전히 중립금리 이상 긴축의 영역. 양호한 미국경제와 위험선호의 기반 미국정부 재정적자 큰 역할 수행. 트럼프가 추가로 이어갈 것으로 기대되나 생각보다 고금리 완화의 필요성 증대
- ✓ 2025년 미국 정책의 포커스는 재정보다 통화정책 주도로 안정 이끌어 가야할 것

2024년 미국이 주도한 위험선호가 2025년까지 연결될까?

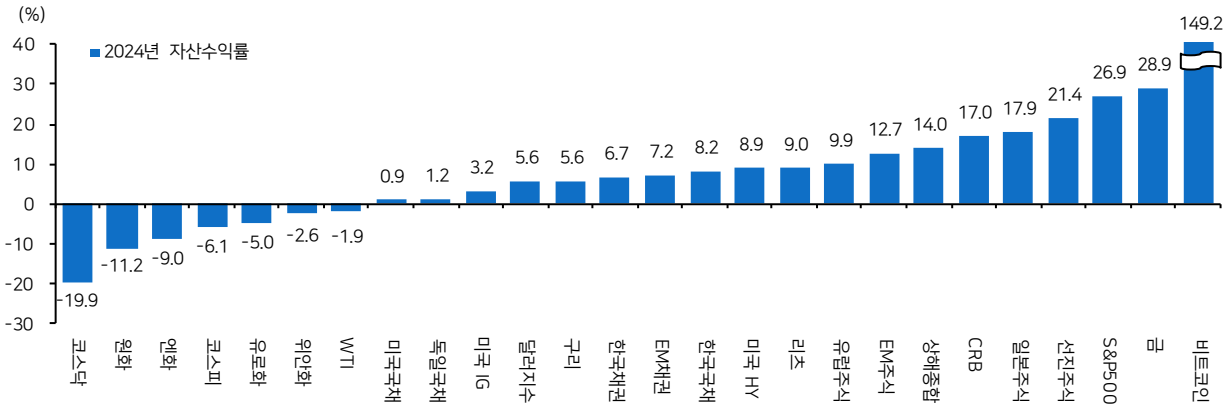
2024년 트럼프 트레이드 가세 위험선호 강화, 2025년에도?

대내외적으로 많은 정책&정치 불확실성을 통과한 2024년이었다. 국내 정치적 혼란을 해소하기 위한 과정들이 남았으나, 미국 역시 2025년 트럼프 취임 이후 정책방향에 대한 논란은 진행형이다.

그럼에도 트럼프 트레이드를 대표하는 비트코인을 중심으로 2024년에도 위험선호는 지속되었다. S&P500 지수는 27%가 넘는 강세를 기록한 반면, 미국채 투자자는 4%에 가까운 이자수익을 잃고 본전 수준이다.

시장의 관심이 높은 미국 자산은 2025년에도 증시강세 & 채권약세의 흐름이 지속될까? 트럼프가 공약을 실천하면 채권시장에 악재가 될 공산이 크나 여기서 금리가 더 오르면, 위험자산 투자에도 부담이 될 공산이 크다.

그림1 **2024년 미국주도 위험선호 강화, 전반적인 금융시장 여건 양호한 결과**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 (주: 데이터는 12월 13일까지 종가임)

2023년에 이어 2024년까지 바이든이 미국 경제와 자산가격 부양

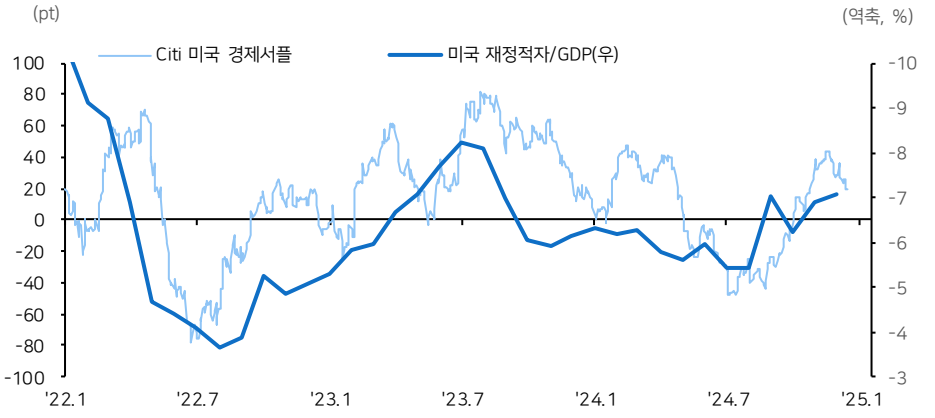
2023년과 2024년 미국 경제와 금융시장은 재정의 역할 중요

우리는 작년 3분기 미국채10년 5%를 기록했을 때부터 미국 확대 재정을 주목해 왔다. 연준조차 2년째 2023년 초 0%대, 2024년 초 1%대 성장률 전망을 내놓고 크게 틀린 배경에 미국 정부의 노력이 크게 작동했다고 보고 있다. 그 증거는 미국 재정적자와 서프라이즈 지수의 관계만 봐도 쉬이 이해된다<그림 2>.

미국정부가 지난해 상반기에 이어 올해 3분기에도 GDP의 7%대 이상 재정적자를 쓰고도 경제가 좋지 않았다면 문제가 있는 것이다. 실제 2022년 하반기 이후 미국 재정적자 확대 구간에서 미국 성장률의 0.7%를 책임진 정부 기여도가 올해 상반기 0.4%대로 다소 주춤했다가 '삼의 법칙'같은 고용 충격이 발생한 3분기 무려 0.85%를 책임진 것은 현 양호한 경제와 무관하지 않다<그림 3>.

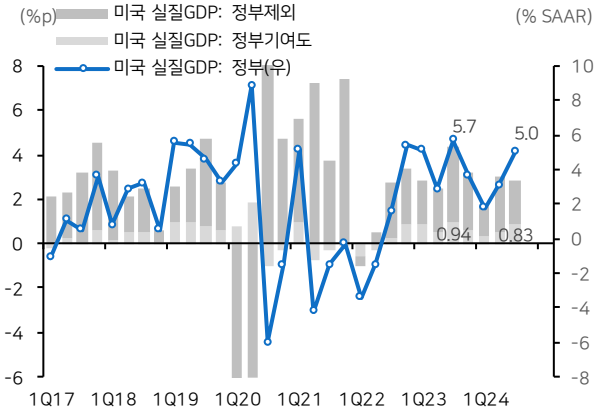
고물가로 연준이 2022년 3월부터 연방금리 인상에 들어가면서, 금융시장에도 재정이 중요해졌다. 2022년 연간 17% 약세를 보인 미국증시가 2023년 상반기 바닥을 통과, 현재까지 신고가를 경신하는 원동력 중 하나로 해석된다<그림 4>.

그림2 2022년 이후 미국 경기모멘텀, 재정적자에 연동되어 움직임



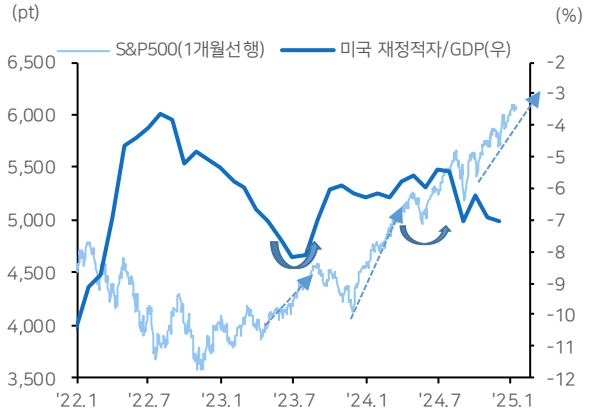
자료: Bloomberg, UST, 메리츠증권 리서치센터

그림3 올해 상반기대비 3분기 다시 재정 성장기여도 급증



자료: US BEA, US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림4 주식시장 약세 국면에서 확대재정의 역할 두드러져



자료: Bloomberg, UST, 메리츠증권 리서치센터

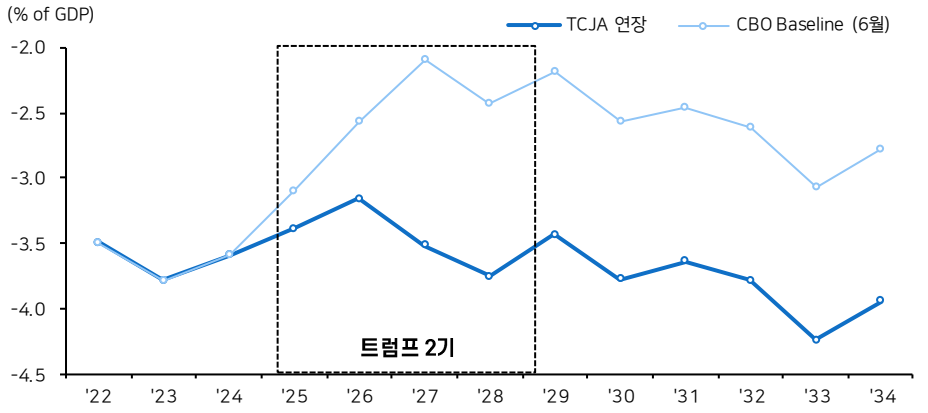
트럼프가 추가로 재정자극 높일 것이라는 기대, 아직은 반신반의

펜데믹 전까지만 해도 2% 잠재성장률에서 재정의 역할을 0.2%p 내외였다는 점을 감안하면 지난 2년간 미국정부의 경제와 금융시장 지원은 강력한 것이다. 그런데 우리가 걱정하는 것은 여기에 트럼프의 추가적인 확대 재정(TCJA 감세)이 지금도 뜨거운 미국경제를 더 자극하여, '금리가 오르지 않을까'하는 걱정이다.

베센트 재무장관 지명으로 확대재정 우려가 완화된 듯 보였으나, 최근 멕시코와 캐나다 25% 관세부과부터 트럼프 취임 관련 많은 정책불확실성이 부각되고 있다. 당사 이코노미스트도 내년 미국 성장률 전망을 2%대로 상향조정을 검토하면서, 재정의 긍정적 기여도를 점검하고 있다.

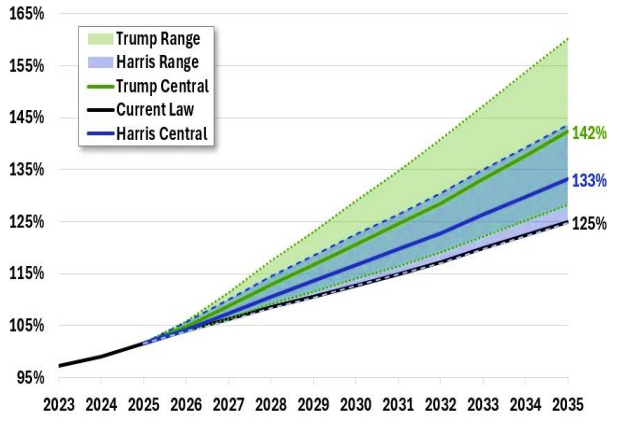
그렇지만 트럼프 공약을 다 현실화한다면, 미국의 정부부채가 향후 10년내 GDP의 140%대까지 치솟을 위험이 크다<그림 6>. 미국 재정 여력을 걱정할 단계가 아니라고 하지만, 지난 2년간 바이든 행정부가 무리한 재정정책에 더 박차를 가하는 것은 단순히 금리상승뿐만 아니라 미국 정부 신뢰성을 고민하게 만드는 재료이다. 필자는 추가 확대 재정 실시는 신중해야 한다는 입장이다.

그림5 트럼프 TCJA 공약 실천할 경우 미국 GDP대비 재정적자 2%p 정도 부담 유입



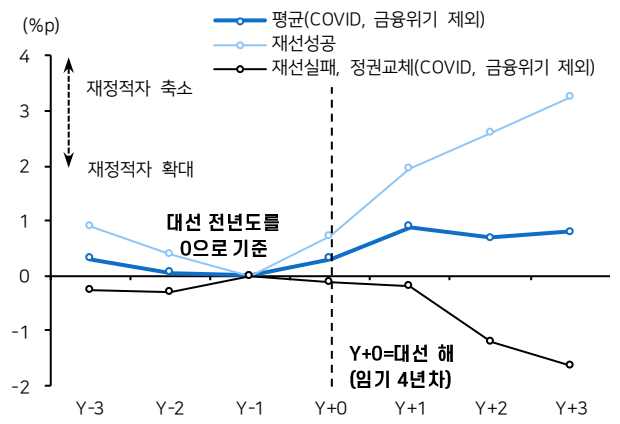
자료: CBO, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국의 재정건전성 논란, 향후 더욱 가속화될 것



자료: US CRFB 'US Budget watch 2024'

그림7 재임시기 미국 대통령 확대재정 신중론 전환



주: 1980년 이후 대통령 선거 사례를 토대로 분석
자료: US BEA, US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

고금리 갈아타기(roll-over) 부담, 이제 재정보다 통화정책 중요

물가안정 구간 무리한 재정보다 통화 완화에 좀 더 초점 맞춰야

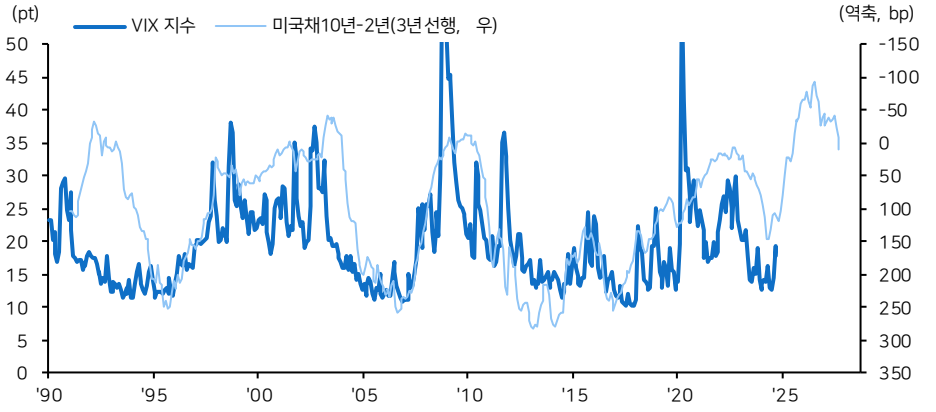
우리가 2025년 미국 재정정책의 신중성을 언급하는 가장 큰 이유는 현재 미국채 10년 4%대 중반 수준이 미국 금융시장과 경제에 부담을 줄 수 있는 영역이라고 판단하기 때문이다. 바이든 행정부가 지난 2년간 예상보다 재정을 적극적으로 사용한 것은 고물가로 인한 연준의 긴축으로 불가피한 측면이 있었다.

그렇지만 이제 물가가 안정되는 구간에서 트럼프의 공약내용만을 가지고 무리한 재정 대응에 나서는 것은 금융시장 충격으로 이어질 수 있다. 미국의 장단기금리 차 축소가 3년 정도 시차를 두고 금융시장 공포 지수인 VIX의 확대로 연결되는 상관성이 존재하는데 내년이 긴축 이후 3주년이 되는 해이다<그림 8>.

긴축 부담 3년 이후 본격화 고금리 갈아타기를 대비해야

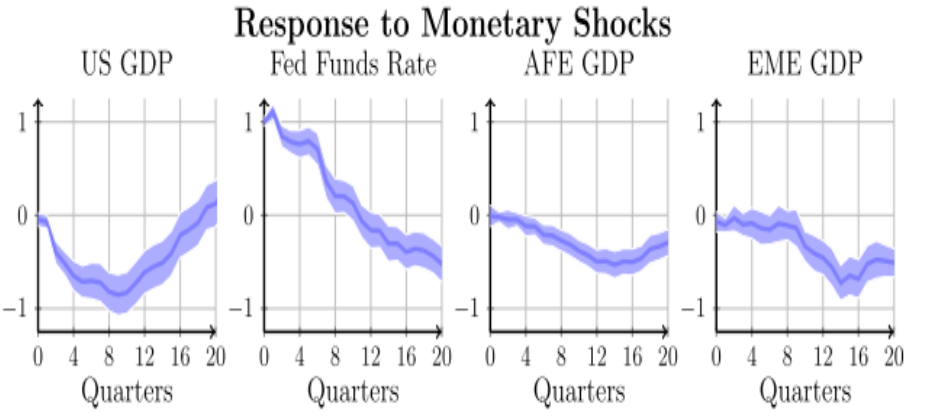
다수의 논문에서 미국경제의 긴축 효과가 실물경제에 부담을 미치는데 3년 정도의 시차가 걸린다는 내용이 다수 존재한다<그림 9>. 연방금리 인상이 성장률 마이너스(-) 충격이 가장 크게 유입되는 구간이 12분기 정도 걸린다. 올해 3분기에도 고용지표 둔화 시그널이 들어왔지만, 일단 재정 확대로 이를 방어했다.

그림8 미국 장단기금리 역전 3년의 시차를 두고 금융불안으로 연결



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 긴축의 충격은 3년 정도 시차를 두고 미국경제에 영향을 미쳐



자료: Foreign effects of higher U.S. interest rates q, Gaston Navarro 2020

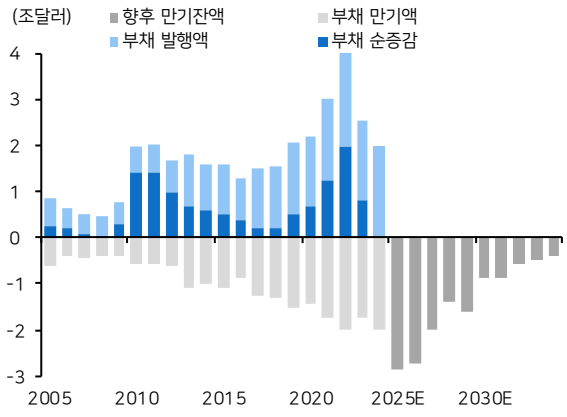
장단기금리차 축소와 VIX 확대의 3년 시차의 이유는 미국 대부분 부채가 고정금리인 것과 연관성이 크다. 미국은 주택담보대출조차 70% 이상이 고정금리이다. 때문에 연준은 한은보다 연방금리를 보다 적극적으로 인상해도 적어도 2~3년 이전에 저리에 조달한 가계와 기업의 이자부담이 높지 않은 것이다.

미국은 고정부채 사회, 평균 3년 이후에도 금리가 높으면 문제

평균 부채 듀레이션이 7년인데 3년 이후부터 그 충격이 발생하는 것은 만기의 절반 정도가 고금리로 갈아타면 부담이 현실화되기 때문이다. 당장 2025년 미국채 만기는 올해보다 30% 정도 급증한다. 펜데믹 이후 발행된 중기물인 5년까지 만기가 도래하기 때문이다. 2020~2021년 미국채5년 금리가 0.5% 내외였던 것에 비해 4%대 현 금리는 정부의 이자부담을 가중할 것이다<그림 10, 11>.

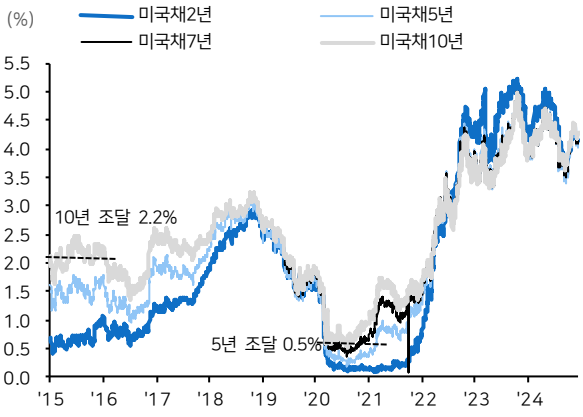
미국정부는 현재 1조달러, GDP의 3%를 이자비용으로 내고 있지만 그래도 미국정부를 걱정할 정도는 아닐 것이다. 우리가 진정 염려하는 영역은 미국 회사채가 향후 3개년 동안 올해보다 2배가 넘는 만기가 도래하는데 평균 3%대 조달 금리가 현재 5%가 넘어섰다는 점에서 부담이 클 것이다<그림 12, 13>.

그림10 펜데믹 5주년 미국 중기물 대규모 만기도래



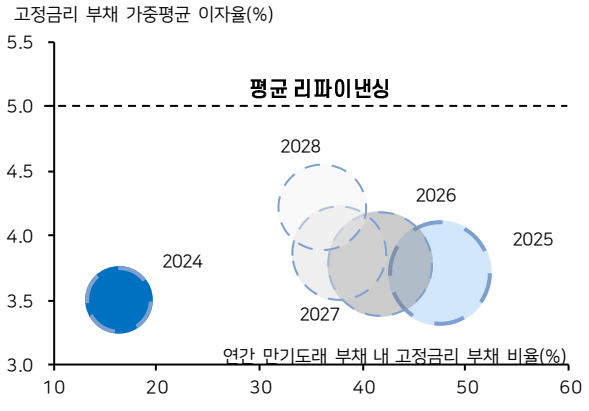
자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림11 5년전 미국채5년 금리는 0%대 중반 내외 조달



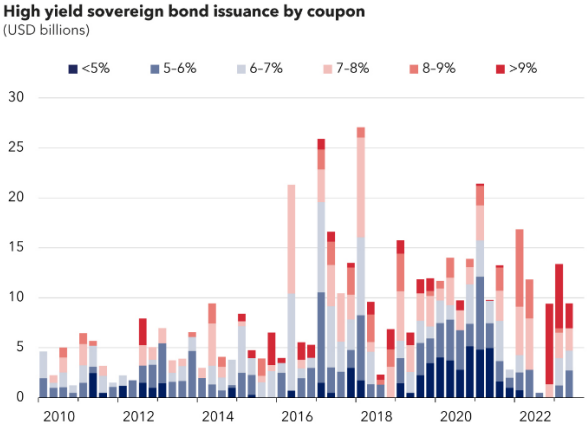
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 국채보다 크레딧 채권의 만기도래가 더 큰 문제



자료: IMF GFSR(24.10), 메리츠증권 리서치센터

그림13 펜데믹 전후 하이일드 부채 저금리 대규모 조달



자료: IMF

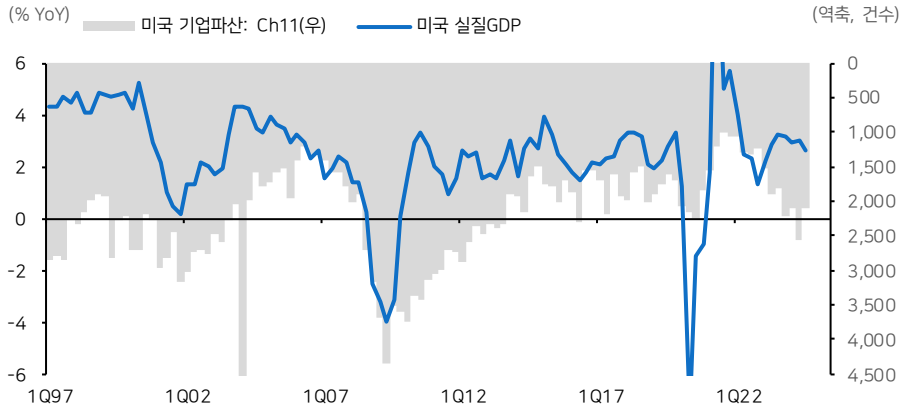
작년과 올해 미국 경제가 2% 중반을 넘는 강한 성장세를 이어가는 것 대비 미국 기업들의 파산신청건수가 높은 수준을 기록하는 것을 주목해야 한다. 레버리지론 같은 변동금리 차입에 나선 기업들은 60%가 넘게 이자보상배율 기준을 맞추지 못하고 있다는 점에서 현재 금리가 편한 수준은 아니라는 의미이다<그림 14>.

미국채10년 4.5% 이상, 증시 중심 위험선호 약화될 위험성 커질 것

이제 물가가 안정되기 시작하여 연준의 금리인하가 단행되고 있는데, 트럼프가 공약만 생각하고 재정을 확대할 경우 미국 '부채의 고금리 갈아타기' 부담을 가중시킬 것이다. 필자가 트럼프에게 경제를 자문할 수 있는 입장이라면, 물가안정 구가에서 무리한 재정정책보다 통화정책 중심으로 정책을 이끌어야 한다고 주장할 것이다. 베센트 재무장관 지명 후 금리반락은 이러한 기대 반영이었을 것이다.

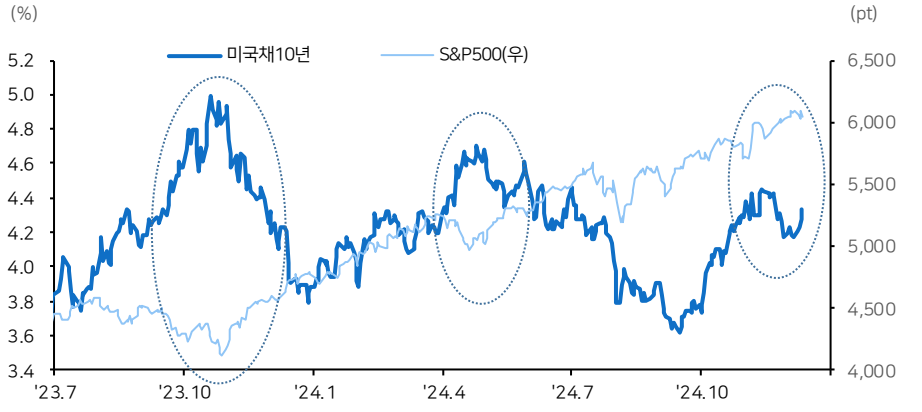
트럼프 취임 이후 미국채10년 금리가 4.5%를 넘어서 5%까지 상승할 수 있다는 우려가 최근 높아지고 있다. 그렇지만 지난해 3분기 미국채10년 4.5% 초과 구간에서 S&P500 10%, 올해 5월초 미국채10년 4.7% 고점 2주간 기록하는 과정에서 6%대 주가 조정 구간을 주목하고 있다<그림 15>.

그림14 미국 2년째 경기가 양호한데 왜 파산을 신청하는 기업 건수가 늘어날까?



자료: US BLS, Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림15 미국채10년 4.5% 이상은 위험자산에 부담을 주는 영역으로 판단



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

12월 점도표 상향 매파적 인하 그럼에도 통화완화 지속될 것

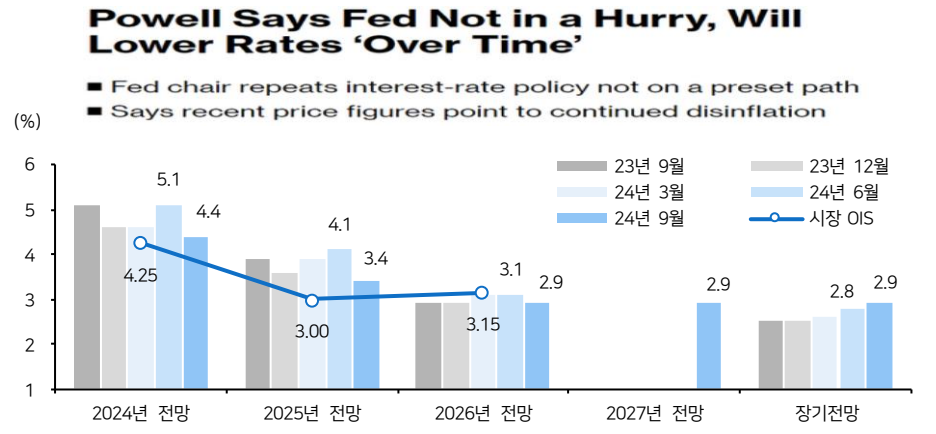
미국 증시가 사상 최고가 경신하면서 밸류에이션 부담은 높아진 상황에서 금리상승은 시장에 부담이 될 것은 자명하다. 이번 주 FOMC조차 이번에는 인하하지만, 내년은 75bp 인하로 기존 100bp보다 축소될 가능성이 높다<그림 16>. 매파적 인하라는 평가는 위험자산에도 부담이 될 것이다.

작년과 올해가 예상보다 재정의 역할이 큰 구간이었다면, 이제는 전반적인 경제 균형을 위해 고금리 부담을 낮추는 것도 중요하다고 생각한다. 기술적으로 미국채 10년 금리는 현재 4.4%대를 넘어서면, 하락 채널이 깨지는 중요한 라인이다<그림 17>. 우리는 연간전망에서 트럼프 재정위험 50bp를 반영한 현 미국채10년 4.3% 중심 라인을 강조해왔다.

미국채10년 4% 중반에서 상승보다 하향 안정기대 유지될 것

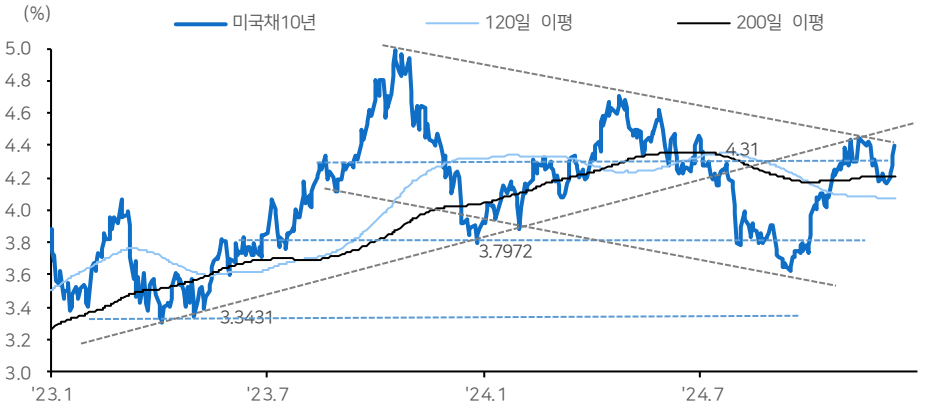
2024년 미국 통화정책 기대는 조울증(bipolar)같이 변화해왔다. 2025년까지 통화정책기대의 무리한 변화를 수용하기는 쉽지 않다. 금융시장은 당위론으로 움직이는 곳이 아니라는 것은 잘 알고 있다. 그럼에도 2025년 예상보다 미국 정책의 포커스가 재정에서 통화정책으로 이동할 가능성이 높다고 생각한다.

그림16 2025년 연준 점도표상 인하기대 후퇴해도 우리는 100bp 인하 전망 유지



자료: Bloomberg, Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림17 미국채10년 하락채널 테스트 구간, 우리는 추가상승보다 하향안정 전망 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.