

# 시장의 소리를 들어라

## 증시를 받쳤더니 금리가 튀네



Market Commentary

[시황/전략] 이웅찬(2122-9188) wlee@ifnsec.com

- 정책 방향 변화로 금리와 증시가 동반 상승. 장기금리는 부채한도, 감세, 미국채 선호도 하락 등의 문제를 넘어서야
- 소비경기는 둔화되어 하반기에는 재고부담으로 이어질 것. 물가가 위태롭지는 않으나 금리인하를 서두를 것 같지도 않음
- 미 증시의 기업이익 성장률은 둔화되는데 밸류에이션과 금리는 최고 수준. 경기와 이익 하강 여부 확인하며 정체될 것

언제부턴가 트럼프 정권은 금리 안정보다는 증시 부양을 언급하기 시작했습니다. 취임 초기 트럼프 대통령은 증시가 하락해도 강경한 정책을 밀어붙일 것처럼 보였고 베네통 장관은 증시보다 장기금리 안정이 더 중요하다고 언급했으나, 최근 트럼프 대통령은 주식 매수를 독려하고 중동에서 세일즈 외교를 펼치는 등 입장을 다소 바꾼 것으로 보여집니다. 대중 관세는 축소했고 의회에서는 감세를 추진 중이므로 이렇게 되면 장기금리가 상승하게 됩니다. 10년 금리가 다시 4.5%, 30년 금리가 5.0%에 가깝게 상승해, 금리 상승에 놀라 상계관세 90일 전격 유예한 때만큼 금리가 올라가게 되었습니다. 금리를 안정시키겠다고 기껏 관세를 유예했는데 다시 금리가 올라버렸으니 헛수고한 셈입니다.

감세안은 하원에서 조율 중인데 5월 말까지 초안을 준비하고 7-8월중 표결 처리를 시도할 것으로 보입니다. 정부 부채도 비슷한 시기에 한도에 다다를 것으로 예상됩니다. 감세 규모와 항목은 갑론을박이 치열한데 관세 세수로 감세를 메꾸기에는 세수증가가 미미하고, 메디케이드 등 복지지출 축소는 다양한 계층의 반대에 부딪히고 있습니다. 하원의 의견은 분열되어 있고 공화당의 우위는 강력하지 않습니다. 결정적으로 장기금리가 이렇게 높아졌으면 대규모 감세를 하기 어렵습니다. 글로벌 자금은 미국 장기채의 대안을 찾고 있는데 감세를 추진하면 장기채만 더 사단이 날 뿐입니다. 영국 리즈 트러스 총리 사태를 세계는 이미 한번 겪은 적이 있습니다. 감세는 결국 지지부진해질 것으로 생각됩니다.

장기금리가 안정되려면 재정 문제(텀 프리미엄)도 해결되어야 하지만 경기와 물가가 내려와도 됩니다. 최근 경제지표는 드디어 관세 부과 영향을 조금씩 보여주기 시작한 것 같습니다. 소매판매는 3월 자동차 위주로 급등한 후 4월에는 수입재화 위주로 둔화되기 시작하는 것처럼 보입니다. 월마트는 2분기(5-7월) 이익 가이드언스를 아예 제시하지 않았으며 대 중국 관세율 조정에도 가격인상을 할 수밖에 없다고 밝혔습니다. 결국 고용과 설비투자까지 영향이 이어질까 걱정됩니다. 높아진 금리와 경기 불안은 주택시장에 악영향을 미쳐, 주택 재고는 늘고 심리지표는 급락했습니다. 다행히 물가에 큰 영향은 없어 보이지만, 파월 의장은 연준의 의사결정 프레임워크 조정을 고려하는 등 금리 인하에 소극적입니다.

미국 소비경기는 2-3분기에 걸쳐 서서히 하강하는 과정을 확인하게 될 것으로 생각됩니다. 관세정책은 조금 후퇴했으나 본질이 바뀐 것 같지는 않습니다. 대신 공약으로 약속했던 10% 보편관세, 60%의 대중관세와 크게 다르지 않습니다. 주요 소비재 기업은 1분기에 재고를 많이 축적했는데 이는 하반기의 재고 부담으로 돌아옵니다. 일본의 자동차, 전기전자 등 수출기업은 관세의 악영향을 발표했고 미국 기업들은 가이드언스 제시를 포기한 경우가 많습니다. 관세를 판가에 전부 전가하기는 어려운 것이고 이는 유통, 소비재 기업의 마진 축소로 이어집니다. 미국 기업은 지난 2년간의 고성장을 이어가지 못할 것으로 생각됩니다. S&P500지수의 EPS 성장률은 올해 기껏해야 한자리 초반 정도에 그칠 전망입니다.

여러 호재에 증시가 민감하게 반응하며 증시가 빠르게 상승했는데 제반사항은 증시에 그리 우호적이지 않습니다. EPS는 하향 조정 가능성이 높는데 선행 P/E와 30년 금리는 각각 20년래 고점인 22배와 5.0% 목전입니다. 투자자들은 관세 영향이 적은 기술주, AI에서 추가 상승 여지를 찾겠으나 여지는 제한적입니다. 결국 관세의 소비 둔화 영향이 확인되고, 감세 및 재정 문제가 돌파구를 찾으며 장기금리가 안정되어야 상승 추세를 회복할 수 있을 것인데, 관세정책의 완화와 금리의 반등으로 오히려 강세장 회복 시점은 지연되는 것으로 생각합니다. 올해 미 증시가 2월의 고점을 넘기기는 어려울 것으로 전망하며, 시간을 두고 경기와 이익 하강 여부를 확인하며 정체될 것으로 전망합니다.

**동반 상승한 밸류에이션과 장기금리:** 관세정책을 다소 늦추며 증시를 반등시킨 것은 좋았으나 경기침체 우려 축소, 감세 진행 등으로 장기금리도 급등

**관세와 고금리의 영향:** 소매판매 둔화 시작되는 것으로 보이며 이는 하반기의 재고 부담으로 이어질 것. 고금리는 증시 뿐 아니라 주택시장에도 악영향을 미침



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

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 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 이웅찬)  
 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 책임을 있음을 주지하시기 바랍니다.