2025.03.12

채권 브리프

트럼프의 부흥과 파월의 쇠락 (FOMC 프리뷰)

Bond Brief

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com

Check Point

3월 FOMC 프리뷰: 이번에도 신중모드로 일관한다면 이는 곧 연준의 입지 약화를 의미. 동결결정보다 더 필요한 것은 차기 FOMC에서 연준의 확실한 스탠스 변화

연준의 빈자리(신중한 스탠스로 전환)를 대체하는 트럼프 행정부, ①잠재적 경기침체 우려를 자극하며 정책금리 인하 기대감을 형성했고, ②재정정책 개입을 강조하며 미국 10년물 금리 하락을 유도

이 모든 것이 트럼프의 계산이라면 일단은 성공적. 다만 장기전이 될 경우 연준은 힘을 더 잃고 미국 국채시장은 대혼란에 빠질 것

3월 FOMC 프리뷰: 이번에도 신중모드로 일관한다면 이는 곧 연준의 입지 약화를 의미. 동결결정보다 더 중요한 것은 차기 FOMC에서 연준의 스탠스 변화를 예고하는지 여부

차주 3/18~19(현지시간) 연준의 3월 FOMC가 개최될 예정이다. 현재 선물시장에 반영된 정책금리 동결(상단 4.50%) 확률은 90% 이상으로 집계되고 있으며 큰 이변이 없는 한 동결 결정이 나올 것으로 예상된다. 채권시장 입장에서 연준의 정책 결정에 있어 중대한 변화를 기대하고 있으나, 이번 3월 FOMC에서 큰 기대를 기대하기는 어려워 보인다. 오히려 시장의 관심사는 3월 FOMC 결과가 아닌 이후 5월 또는 6월 FOMC에서 연준의 금리인하 결정과 관련한 힌트가 나올지 여부가 될 것이다. 현재 트럼프 행정부는 무역, 이민, 재정정책, 규제 등에서 상당한 정책 변화를 추진중이며 이러한 정책 변화의 순효과가 경제 뿐만 아니라 통화정책 경로에도 영향을 미칠 전망이다. 다만 당장은 연준이 신정부 정책 전망이 변화할 때마다 중요한 정보와 노이즈를 구분하는데 집중하고 전망이 명확해질까지 대응에 신중을 기할 것으로 보인다. 이 점이 3월 FOMC의 금리결정(동결)과 파월 의장의 스탠스(중립적)에 반영될 것이다.

다만 관세정책이 보다 명확해질 것으로 예상되는 4월 이후부터 연준의 추가 고민은 늘어날 수 있다. 첫째, 관세충격이 연속적 충격으로 이어지거나 규모가 커질 수 있을 가능성이다. 둘째, 장기 기대인플레이션 움직임과 인플레이션 지속성이다. 마지막은 트럼프 1기 정책의 영향이 반영되었던 2019년 상황 복기다. 특히 2019년 당시 관세 뿐만 아니라 감세, 이민감소, 규제 완화 등 트럼프 1기 정책의 복합적 영향으로 성장률이 약화되어 연준은 결국 정책금리를 세 번 인하했다. 이번에도 역시 연준은 관세 뿐만 아니라 여러 정책 변화가 성장에 미치는 효과를 종합적으로 봐야할 것이다.

연준의 빈자리(신중한 스탠스로 전환)를 대체하는 트럼프 행정부, ①잠재적 경기침체 우려를 자극하며 정책금리 인하 기대감을 형성했고, ②재정정책 개입을 강조하며 미국 10년물 금리 하락을 유도

트럼프 대통령은 당국에서 추진하는 정책이 중기적으로는 좋은 결과를 도출할 것으로 기대하지만, 일부 혼란은 불가피하다는 점(잠재적 경기침체 우려)을 공식적으로 언급했다. 이로 인해 정부가 경기침체를 각오하고 강경한 관세정책을 지속할 것이라는 우려가 확산됐고, 반대로 경기침체 혹은 주가 급락 시 정책이 재고될 수 있다는 기대는 약화됐다. 최근의 모습은 그 동안 금융시장과 정책에서 주요 플레이어였던 연준의 역할이 줄어들 수 있다는 의미로도 해석될 수 있다. 또한 연준이 향후 경제를 예측하기 어려워진 만큼 연준의 통화정책 결정은 과감함, 선제적 행태 보다는 신중함, 후행적 행태로 변경될 가능성이 높다. 이는 오히려 연준보다 트럼프 정부의 재정 등 경제정책이 채권 등 금융시장에 미치는 영향은 확대될 수 있다는 의미다. 이번 케이스처럼 트럼프 정부는 잠재적 경기침체 우려를 자극하며 정책금리 인하 기대감을 형성(단기금리 하락)할 수 있고, 재정정책 개입(정부지출 축소, 재무장관의 장기물 국채발행 유지 발언)을 강조하며 미국 10년물 금리 하락을 유도할 수도 있다. 트럼프 대통령 취임 이후 연준의

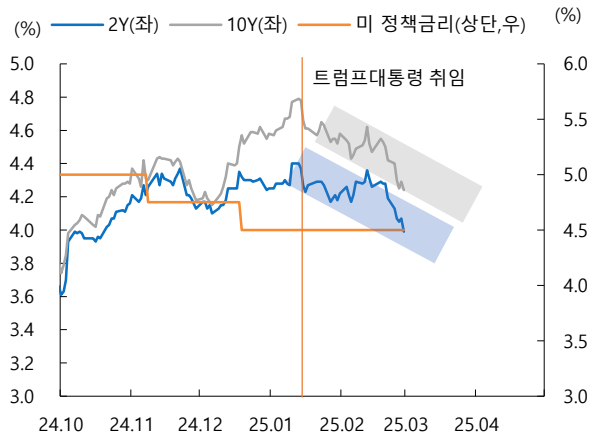
정책금리는 4.50%로 불변했으나, 미국채 2년은 38bp, 미국채 10년은 39bp 하락했다. 금리 변화만 놓고 보면 채권시장은 연준보다는 오히려 트럼프 정부의 힘을 더 크게 반영하고 있는 것처럼 보인다.

이 모든 것이 트럼프의 계산이라면 일단은 성공적. 다만 장기전이 될 경우 연준은 힘을 더 잃고 미국 국채시장은 대혼란에 빠질 것이다.

앞서 언급하였든 미국채 금리는 트럼프 집권 초기에는 경기 부양 기대로 상승했으나, 최근 관세 부과와 정부 인력 감축에 따른 경기둔화 신호 등으로 하락 전환했다. 특히 금리 하락은 단기물에 집중되어 일드커브는 다시 스티프닝해졌다. 이는 연준이 통화정책 완화를 시작할 때 나타나는 현상과 유사하다. 실제로 CME 선물시장에 반영된 5월 인하확률은 50% 가까이 증가했다. 1월 이후 경기나 통화정책 판단에 뚜렷한 변화를 보이고 있지 않는 연준과 달리 트럼프 정부의 적극적인 정책 변화가 만들어낸 결과라고 볼 수 있다. 이 같은 채권금리의 하락이 트럼프 정부의 계산(의도)된 결과라면 일단은 성공적이라는 평가다. 다만 위 결과가 언제까지 지속될 수 있을지는 의구심이 든다. 우선 금리에 상당부분을 차지하고 있는 기간프리미엄의 구조적 요인(재정적자, QT 등)이 해소되지 않는 한 기간프리미엄이 다시 마이너스 상황으로 복귀할 수 있을지가 의심스럽다. 마이너스 복귀를 위해서는 정부의 재정지출 감소에 대한 확실한 성적표가 필요하다. 문제는 도지의 활약도 중요하지만 결국 감세로 인한 재정적자 확대 문제를 관세 부과 정책이 해소시켜야 하나 단기간 내 확인할 수 있는 사안이 아니라는 점이다. 또는 연준이 빠른 시일 내 QT 중단 또는 축소가 가능할 수 있다는 발언을 해야 한다. 다만 최근의 소극적 연준을 고려하면 위 결정이 나올 가능성은 매우 낮은 편이다.

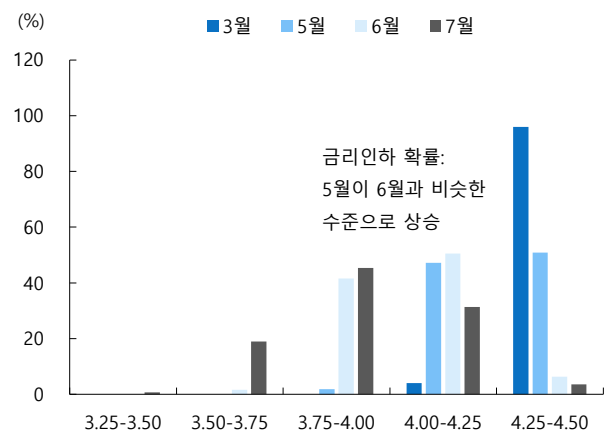
두 번째는 트럼프 대통령이 예고한 '단기적으로 경기둔화가 불가피하다'는 발언의 현실화 여부다. 지금까지는 서베이 지표 위주로 경기둔화 징후가 발생했다면, 이제부터는 고용 등 실물지표의 실제 부진이 확인되어야 할 것이다. 위 두가지 조건이 부합될 경우 후행적으로 정책금리 인하가 수반되며 채권금리의 일관된 하락 방향성(시나리오1)이 형성될 수 있다. 다만 위 조건에 부합하더라도 인플레이션의 제어가 불확실해(스태그플레이션 우려 확산 등) 연준의 적극적 스탠스의 변화가 동반되지 못한다면, 채권금리 역시 방향성을 잃고 변동성이 확대되는 흐름(시나리오2)을 보일 가능성이 크다. 결국 채권시장 안정화의 핵심은 연준인데, 연준의 힘이 떨어진다면 채권시장은 혼란스러울 수밖에 없으며 이 점이 당사가 시나리오2의 현실화 가능성을 우려하는 이유다. 따라서 최근의 금리 급락세에도 불구하고 장기채에 대한 과도한 베팅은 자제(3월 이후 10년 밴드 4.10~4.60% 예상)할 필요가 있다는 판단이다.

그림1. 미국 정책금리 및 2년, 10년 국채금리 추이: 연준의 스탠스 변화가 전무했음에도 불구하고 미국 국채금리는 하락 중



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림2. 선물시장에 반영된 연준 금리인하 확률: 5월 인하 기대감 상승, 경기둔화 추가 프라이싱 된다면 5월 인하 가능할 수도



자료: CME, iM증권 리서치본부

표1. 트럼프 2.0 행정부 주요 인사들의 금리 관련 발언 정리

인사	날짜	주요 발언
도널드 트럼프 (대통령)	03.04	- 주식 시장엔 관심 없음. 나는 심지어 주식을 보지도 않고 있음 - 오늘 국채 금리가 아주 큰 폭으로 하락했는데 이는 크고 아름다운 하락(Big beautiful drop)임 - 24년 동안 하지 않았던 연방 예산을 균형있게 조정하고 싶음
	01.24	- 유가가 내려오면 물가가 낮아질 것이고 그렇게 되면 인플레이션이 없을 것이며 금리는 내려올 것임
하워드 러트닉 (상무부 장관)	03.07	- 대통령은 미국 재건에 집중하고 있고, 미국은 성장을 보게 될 것. 이에 따라 금리가 1% 이상 하락하고 주식시장은 다시 급등할 것

스콧 베센트 (재무장관)	03.06	- 여러분도 알아차렸겠지만, 트럼프 대통령은 연준에 금리 인하를 요구하는 발언을 중단했음 - 우리는 10년 만기 국채 금리에 집중하고 있으며 이를 낮추기 위해 무엇을 할 수 있는지 고민 중임 - 금융안정감독위원회(FOSC)를 활용해 은행에 과도한 부담을 주는 금융 규제를 변경하고 잘못된 감독 문화를 바로잡을 것임. 일례로 금융위기 이후 대형은행의 자본 건전성을 강화하기 위해 도입된 보완적 레버리지 비율(SLR) 규제에 초점을 두고 있음
	02.20	- 여전히 바이든플레이션의 영향이 나타나고 있음 - 시장 참여자들이 우리의 정책을 인식하고 인플레이션이 하락하기 시작하면, 그때 가서 장기 국채 발행 확대를 고려할 것임 - 장기 국채 발행 확대는 시기상조임
	02.05	- 우리의 초점은 연방준비제도의 기준금리가 아니라 10년물 국채 수익률임 - 트럼프와 나는 10년물 국채 수입률에 집중하고 있으며 트럼프 대통령은 연방준비위원회에 금리를 낮추라고 요구하는 것이 아님
데이비드 삭스 (크립토 총책임자)	03.07	- 상원과 하원이 협력하여 스테이블 코인 관련 법안을 추진하는 것에 대해 기대하고 있음. 이는 미국의 장기 금리를 낮추는데 기여할 수 있음
일론 머스크 (DOGE 수장)	02.26	- 미국은 국가로 지속될 수 없음. 현재 2조달러 (재정) 적자가 있으며 국가부채에 대한 이자로 1조 달러를 쓰는데 이런 상황이 지속되면 이 나라는 사실상 파산할 것임
캐빈 헤셋 (국가경제위원장)	02.16	- 파월 의장과 정기적으로 회의를 하고 있음. 파월은 독립적인 사람이며 연방준비제도의 독립성은 존중함. 요점은 트럼프가 대통령이기에 파월은 대통령의 의견도 들을 수 있다는 것임 - 만약 정부가 인플레이션을 통제한다면, 그것은 연방준비제도의 압박을 덜어주는 것임 - 10년 국채금리는 지난 몇 주 동안 정부가 인플레이션을 통제하겠다는 계획을 발표하면서 약 40bp 하락함
캐롤라인 레빗 (백악관 대변인)	02.12	- (1월 소비자 물가) 예상했던 것보다 훨씬 심각한 상황. 이는 직전 행정부가 실제 경제 상황에 대해 투명하게 공개하지 않았기 때문임 - (인플레이션이 언제부터 낮아질 것으로 보느냐는 질문에) 아직 정확한 일정은 없음 - 트럼프가 생계비 위기를 완화하기 위해 가능한 모든 것을 하고 있음
스티브 미란 (경제자문위원회 위원장)	24.11월중	- 장기채권 보유를 증가시키면 (달러화 약세를 위한) 환율 조정 시 달러화 자산 매각에도 불구하고 장기 금리 상승을 억제할 수 있음 - 미국 재무부는 시장에서 장기채권을 매입하고 이를 외국 정부 기관에 판매하는 100년 채권으로 대체할 수 있음

자료: iM 증권 리서치본부

Compliance notice

· 당 보고서는 기관투자가 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)
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 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.