

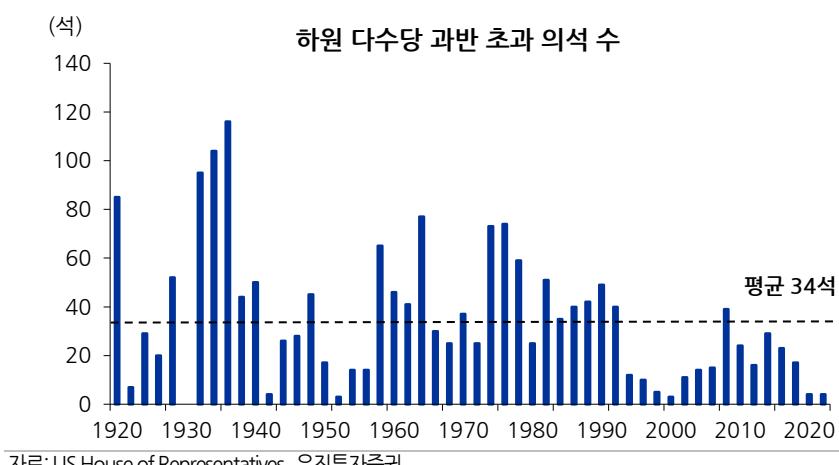
Global Economy Issue

트럼플레이션, 너무 많이 반영하지는 말자

Economist 이정훈, CFA _ 02)368-6138_jhoonlee@eugenefn.com

- 10월 초 트럼프 트레이드 확대, 10년물 금리는 연준 금리 인하 이후 +80bp 가량 급등
- 배경은 트럼프 2기 하의 재정적자/인플레 확대 우려. 관련 주요 정책은 1) 감세 확대, 2) 관세 인상, 3) 이민자 추방
- 1) 감세 확대는 공화당의 약한 다수당 지위 및 내부 결속 문제를 고려할 때 대규모 감세는 어려울 전망
- 2) 트럼프의 포퓰리스트/비즈니스맨적 성향을 감안하면 급격한 관세 인상 보다는 협상 카드로 활용될 것으로 예상
- 관세의 인플레 영향은 지속적이지 않음. 여기에 과격한 보호주의로 교역 환경이 위축되면 경기 둔화로 오히려 디플레 압력이 커질 가능성 있음
- 3) 이민자 추방은 인플레이션의 최대 리스크. 200~300만 명의 이민자만 추방해도 인플레이션은 2%로 돌아가기 어려우며 미국은 스태그플레이션에 빠질 위험 상승
- 그러나 이민자 대량 추방에 소요되는 경제적/사회적 비용을 감안할 때 이 또한 적당한 액션으로 끝날 가능성 유력
- 트럼프 2기에서 전반적인 무역/이민 장벽 강화, 감세 및 규제 완화 흐름 나타날 것. 재정적자/인플레 우려는 합리적
- 그러나 여러 여건을 종합하면 모든 정책이 최악을 치닫을 가능성은 높지 않음

레드 스윕에도 공화당의 다수당 지위 굳건하지 않아



소강상태에 접어든 트럼프 트레이드

10 월부터 몰아친 트럼프 트레이드의 열기는 소강 상태에 접어들었다. 그래도 미국채 10 년물 금리는 연준의 첫 금리 인하 시점 대비 벌써 +80bp 가량 급등했고, 장단기 금리차도 정상화되었다. 달러 인덱스는 연고점을 경신했다.

트럼프 당선이 서프라이즈였던 2016년에도 미국 10 년물 금리는 단기간에 70~80bp 가량 급등했다. 하지만 정작 해가 바뀌고 나서 금리는 반락했고, 이후에는 통화정책 싸이클을 따라갔다.

2016년 사례를 단순 참고하면 이번에도 트럼프 취임 이후에는 시장금리가 다시 반락할 것이라 기대할 수 있다. 하지만 현재는 구조적으로 다른 환경에 있다. 2016년에 비해 1) 미국 재정의 지속가능성에 대한 의문 및 채권 시장의 변동성이 너무 커졌고, 2) 인플레이션에 대한 우려도 여전히 높다. 정책이 미칠 영향을 조금 더 면밀히 살펴볼 필요가 있다.

도표 1. 미국 금리 인하 이후 급등한 장기금리



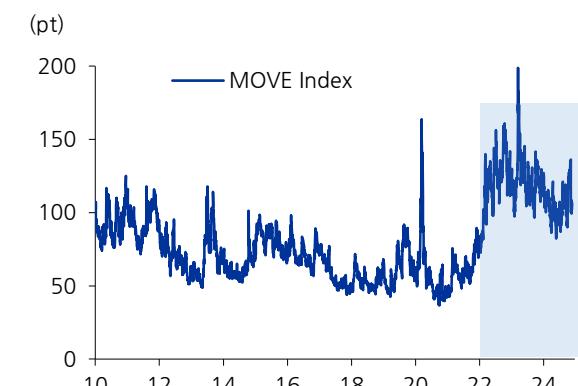
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 2. 트럼프 첫 당선 당시 금리 상승 단기적



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 3. 높아진 채권 시장 변동성



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 4. 정부 이자비용, 트럼프 1 기와는 다른 환경



자료: Refinitiv, 유진투자증권

감세에 따른 인플레 위험 낮아

아슬아슬한 레드 스윕, 공화당의 폭주는 어려워

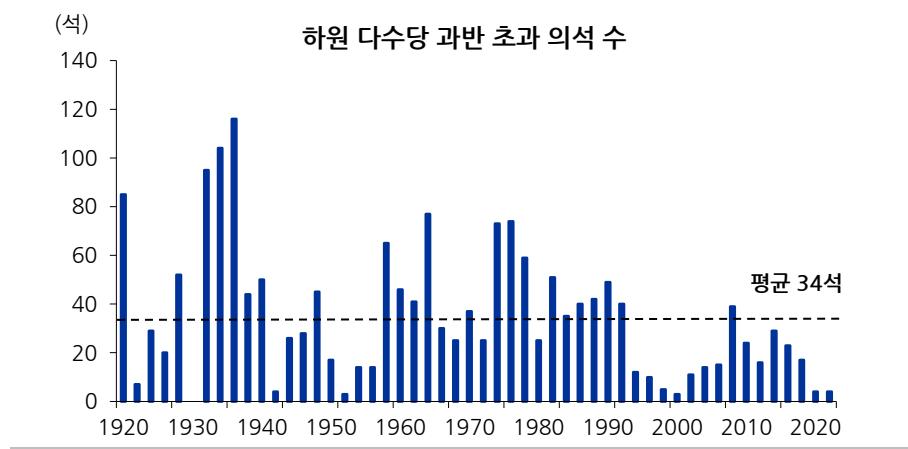
트럼프의 승리와 함께 공화당은 양원 모두에서 다수당 지위를 획득했다. 대선 전 시장에서 가장 우려했던 레드 스윕이 현실화되었다. 공화당은 단순 과반을 이용한 예산조정 절차(Budget Reconciliation)를 통해 단독 예산안 처리가 가능해졌다.

여기에는 트럼프 인수위는 이번 정권의 임기는 사실상 2년이라며, 1기 때와 달리 중간선거 이전에 본인들이 목표로 하는 정책들을 모두 시행할 것이라는 의지를 보이고 있다.

그러나 레드 스윕에도 공화당의 폭주 위험은 그다지 높지 않다고 판단된다. 공화당이 압도적 과반을 차지하지 못했기 때문이다. 하원 의석이 현 435석으로 확대된 지난 100여 년간 하원 다수당의 초과 의석 수는 평균 34석, 중간값 27석이었다. 10석 이하의 초과 의석 수를 기록한 경우는 56번의 선거 중 10번에 불과했다.

이번 선거에서 공화당의 예상 하원 의석 수는 최대 222석 정도로, 초과 의석 수는 4석에 불과할 것으로 전망된다.

도표 5. 지난 100년 간 초과 의석 수 10석 이하는 단 10차례



자료: US House of Representatives, 유진투자증권

공화당 내부 결속력도 의문

공화당의 내부 결속력 또한 여전히 의문점으로 남아 있다. 단적인 예로 트럼프의 즉흥적 인사지명은 벌써 내부 잡음이 나오고 있다. 말 많던 법무부 장관 후보자 맷 게이츠는 결국 자진사퇴했고, 헤그세스 국방장관 후보자 또한 공화당 내부에서 반발의 목소리가 나오고 있다.

사실 지난 국회에서도 공화당 내부 결속은 그리 단단하지 않았다. 불과 1년 전 맷 게이츠의 주도로 하원은 공화당 소속 매카시 하원 의장을 해임했다. 이후 하원 의장으로 선출된 존슨은 약한 다수당 지위와 내부 결속 문제로 입법을 위해 민주당에 협력을 구하는 일도 있었다.

트럼프의 감세 의지와 달리 공화당 내에 여전히 재정 보수주의자들이 존재할 가능성도 있다. 예컨대 이번에 상원 의장으로 선출된 존 툰 의원은 본인의 홈페이지에 “오랫동안 무분별한 정부지출이 당연하게 여겨졌으며, 지출을 줄일 준비가 돼 있다”고 기재했다.

아무리 2016년과 달리 지금의 공화당이 트럼피즘의 정당이 되었다 하더라도, 3~4석의 초과 의석은 너무 아슬아슬한 다수당의 지위이다. TCJA 법안 연장에는 큰 문제가 없을 수 있지만, 트럼프의 공약대로 법인세율을 15%로 인하하거나 개인소득세를 크게 낮추는 등의 과도한 감세를 추진하기에는 난관이 많을 것으로 예상된다.

도표 6. 2023년 10월 공화당 반란표로 하원 의장에서 해임된 매카시



자료: FOX News

2018년과의 비교

만약 차기 정부에서 재정 적자 우려로 대규모 추가 감세가 어렵고 TCJA 법안 연장 정도에 머문다면, 그것이 인플레이션 압력으로 진행될까?

2026년 예정되었던 세율 인상이 사라진다는 측면에서는 TCJA 연장이 가계의 경제 활동을 촉진시킴으로써 인플레이션 압력으로 작용한다고 볼 수 있다. 그러나 다른 관점으로는 그저 현상 유지라는 점에서 인플레이션 압력이 크지 않을 수 있다.

2018년 TCJA 발효 당시의 사례를 보면 투자와 고용 증가 등 감세의 효과는 분명 있었다. 그러나 기업의 투자가 획기적으로 증가하지는 않았고, 감세의 일부는 자사주 매입으로 흘러갔다. 그리고 정작 하반기 들어 반도체 경기가 악화되고 미중 무역분쟁이 시작되자 경기는 둔화되기 시작했다.

트럼프 2기 정부의 감세 정책이 TCJA 연장 정도에 그친다는 가정 하에, 현재는 2018년 당시와 두 가지 부분에서 큰 차이가 있다.

1) 당시에는 경기 상승 싸이클의 한가운데에서 감세가 단행되었지만, 지금은 경기 둔화 싸이클 내지 저점을 형성하는 구간이며, 2) 당시에는 감세 폭이 매우 커지만(법인세율 35% → 21%) 이번에는 현 수준을 유지하는 정도에 그친다.

따라서 트럼프 2기의 감세 정책 측면에서는 아직 인플레 확대 위험을 심각하게 볼 필요는 없다. 오히려 추가 세율 인하 없이 관세만 인상한다면, 소비자들의 후생 감소와 기업들의 마진 악화로 경기 둔화 압력으로 이어질 수 있다.

하지만 트럼프가 정말로 감세안을 밀어붙일 여지가 없는 것은 아니다. 혹은 법인세율 추가 인하가 없더라도, 본인의 강력한 지지층인 저소득 노동계층들을 의식해 팁 과세 폐지 등 개인들의 세금 부담을 대폭 낮춰줄 수도 있다. 이 경우 저소득층의 소비 성향이 높다는 점에서 인플레 확대로 이어질 위험이 높다.

도표 7. 기업 투자가 엄청나게 증가하지는 않아

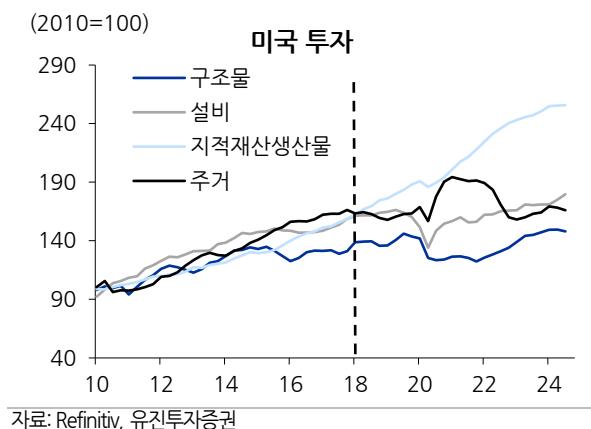


도표 8. 구인 수요도 일시적으로 증가



도표 9. 자사주는 많이 샀다

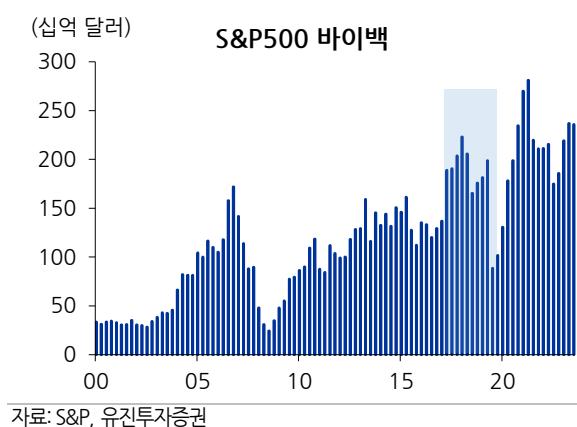
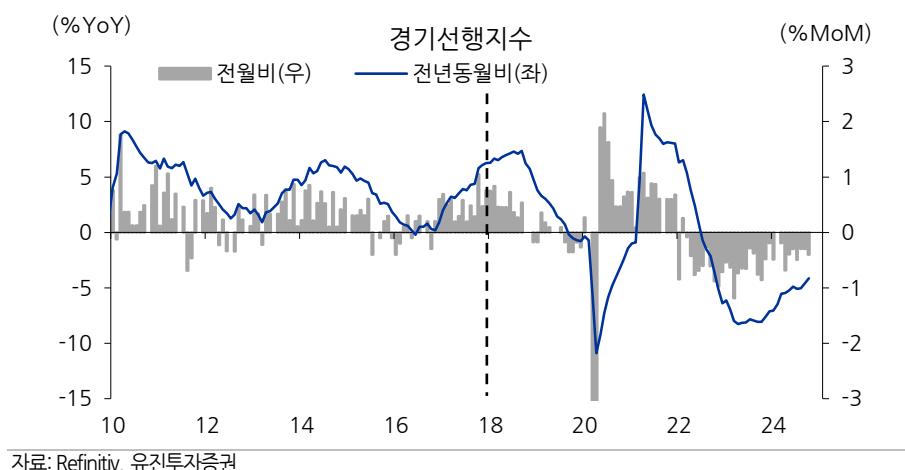


도표 10. 2018년 중반부터 경기 모멘텀둔화



도표 11. 2018년 감세는 경기 상승 싸이클이 한창일 때 시행



관세 인상은 인플레로 이어질까

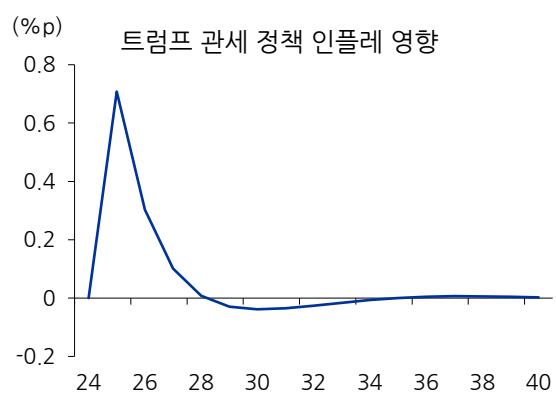
지속적인 인플레는 아니다

시장에서 인플레이션에 대해 가장 크게 우려하는 정책은 관세 인상이다. 관세 인상은 수입물가 상승 → 기업의 비용 상승 → 가격 인상이라는 매우 직관적인 경로로 인플레이션에 영향을 미칠 수 있다.

그러나 주의해야 할 점이 몇 가지 있다. 먼저 인플레이션은 물가 수준이 아닌 물가의 ‘변화율’이다. 관세 인상은 인플레이션 압력이 맞지만, 그 영향이 영속적이지는 않다. 두 번째는 미국의 관세 인상으로 상대국들이 보복 관세로 대응하면 이는 결국 글로벌 교역 환경을 위축시키고, 성장 둔화를 통해 디플레 압력으로 뒤바뀔 수 있다.

금융시장의 움직임을 보면 2016년과 달리 트럼프 트레이드가 활발해진 지난 1~2개월간 5년 기대 인플레는 상승했지만, 5년 후 5년 인플레 기대는 큰 변화가 없었다. 시장도 아직 트럼프 하에서 인플레가 장기적으로 이어지지는 않는 것으로 보고 있을 수 있다.

도표 12. 관세의 인플레이션 영향은 초기에 집중



자료: PPIE, 유진투자증권
주: 보편관세 10% 및 대중 관세 60% 가정

도표 13. 5년 후 5년 인플레 기대는 큰 변화 없어



자료: Fred, 유진투자증권

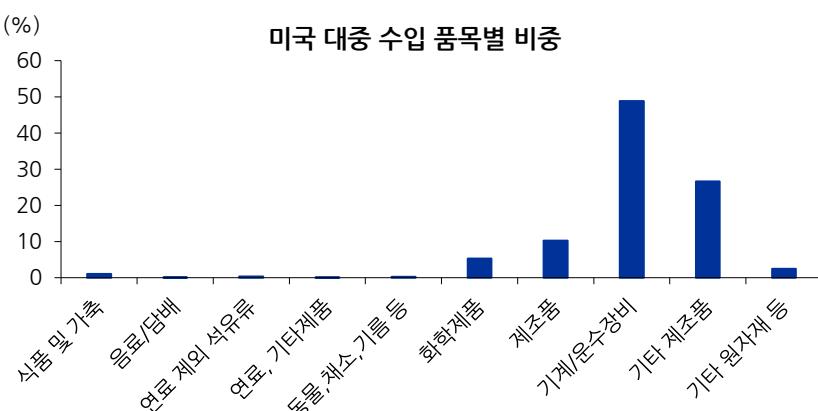
관세는 협상(=협박)의 도구

트럼프의 관세 공약(보편관세 10~20%, 대중 관세 60%)이 실현 가능한가도 생각해보아야 한다. 트럼프를 보는 관점은 다양하나, 필자는 그를 근본적으로 비즈니스맨이자 포퓰리스트로 생각한다.

현재 미국이 중국에서 수입하고 있는 품목들은 주로 아이폰 등 통신장비와 단순 제조품으로, 비용 인상이 소비자들에게 직접적으로 영향을 줄 수 있는 품목들이다. 민주당이 정권을 빼앗긴 가장 큰 이유가 인플레이션인데, 포퓰리스트인 트럼프가 아이폰 가격이 60% 상승하게 내버려 둘 수는 없다.

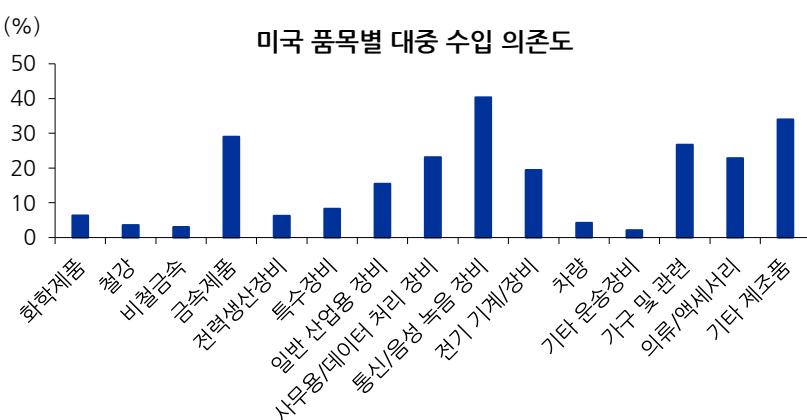
결국 관세를 포함한 전반적인 무역 장벽이 더 높아지기는 하겠지만, 관세는 무역적자를 줄이기 위한 협상(?)의 도구로 활용될 가능성이 더 높다. 재무장관으로 지명된 베센트가 과격한 관세 인상을 지지하지 않는다는 점도 이러한 가능성을 뒷받침한다.

도표 14. 미국의 대중 수입, 기계류와 기타 제조품 비중 높아



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 15. 수입 의존도로는 금속제품, 통신장비, 단순 제조품들이 높아



자료: Refinitiv, 유진투자증권

최대 리스크, 이민자 추방

인플레이의 가장 큰 위험은 이민자 대량 추방

트럼프의 공약 중 인플레이션에 가장 큰 영향을 미칠 수 있는 것은 관세가 아니라 이민자 대량 추방 정책이다.

팬데믹 이후 미국의 이민자는 급증했다. 특히 2021년 이후 미국의 노동력 증가는 거의 대부분 이민자 증가에 기인한다. 그리고 이는 어찌됐든 미국의 노동력 부족 해결에 기여하면서 인플레 안정을 도왔다.

미국 이민 협회(American Immigration Council)에 따르면 미국 내에는 2022년 기준 1,100만, 현재는 약 1,300만 명의 불법이민자가 살고 있는 것으로 추정된다. 그리고 이 중 750만 명이 노동 중이며, 주로 건설/농업/접객 등의 산업에 종사하고 있다.

위 데이터와 BLS의 데이터를 종합하면, 미국내 불법 이민자들은 대략 65~70%의 고용률과 경제활동 참가율을 보인다고 가정할 수 있다. 여기에 단순하게 불법 이민 노동자들이 추방되는 만큼 구인수요가 더 증가한다고 가정하면, 이민자를 100만 명 추방할 때 마다 구인율은 0.4~0.5%p 상승한다.

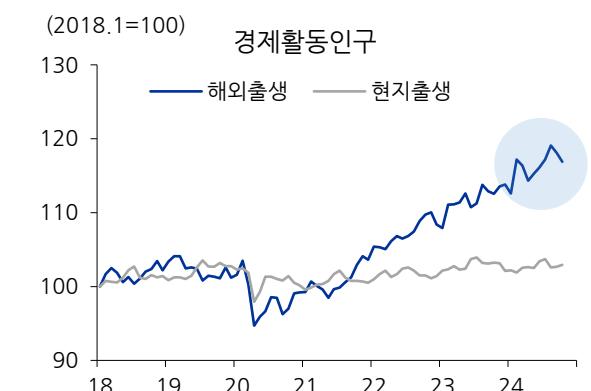
따라서 2~300만 명의 노동자만 추방해도 인플레이션은 2% 돌아가기가 매우 어려우며, 미국은 인구감소 및 인플레 상승으로 스태그플레이션에 빠질 위험이 높아진다.

도표 16. 2021년 이후 급증한 이민 행렬



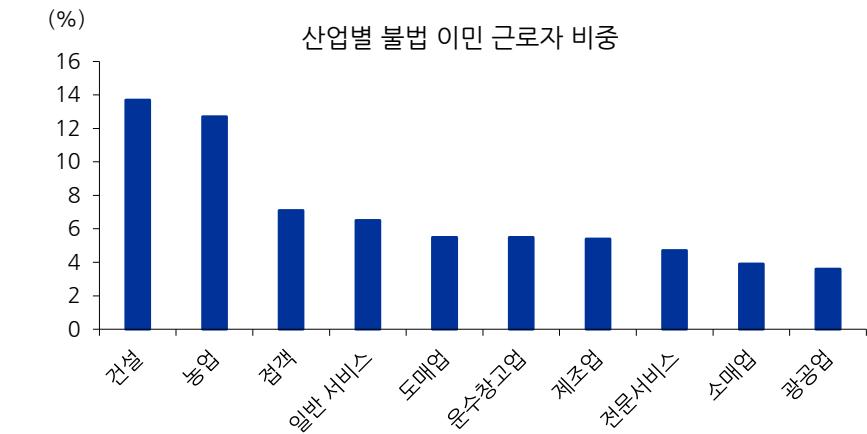
자료: US Customs Border, 유진투자증권

도표 17. 그간 노동력 증가는 거의 이민자에 기인



자료: Fred, 유진투자증권

도표 18. 건설, 농업, 접객, 서비스업 등에서 불법 이민 근로자 비중 높아



자료: American Immigration Council

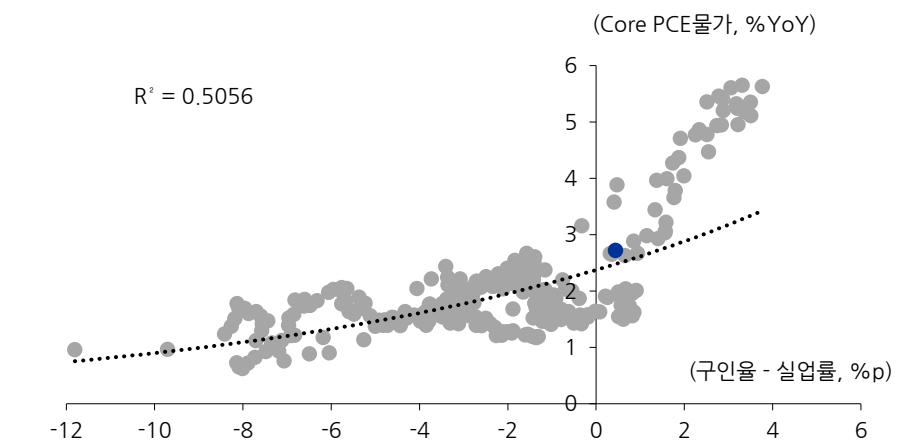
도표 19. 2~3 백만 명의 이민자만 추방해도 구인율 큰 폭 상승

	이민자 추방(천 명)				
	1000	2000	3000	5000	10000
경제활동인구(천 명)	167901	167226	166551	165201	161826
구인건수(천 명)	8321	8971	9621	10921	14171
실업자(천 명)	6953	6928	6903	6853	6728
구인율(%)	5.0	5.4	5.8	6.6	8.8
실업률(%)	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2
구인율 - 실업률(%p)	0.8	1.2	1.6	2.5	4.6

자료: Refinitiv, 유진투자증권

주: 경제활동 참가율 67.5%, 고용률 65% 가정
구인율은 경제활동인구 대비 구인건수

도표 20. 구인율-실업률 격차 다시 벌어지면 물가 2% 안착 어려워



자료: Refinitiv, 유진투자증권

주: 구인율은 경제활동인구 대비 구인건수

대량 추방도 현실화 가능성 적어

하지만 이민자 대량 추방도 현실화될 위험은 높지 않다. 우선 돈이 너무 많이 든다. 미국 이민 협회는 미국 내 모든 불법 이민자를 한 번에 추방하는 데에는 3,150 억 달러, 10년에 걸쳐 추방하는 데에는 9,679 억 달러가 소모될 것으로 추산한다.

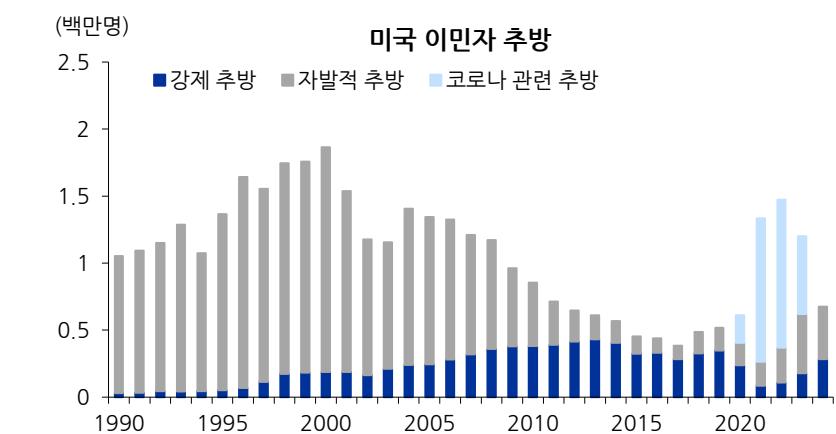
그 외 현재 미국에 살고 있는 이민자를 수색해서 추방하는 데에는 주정부의 협조가 필요한데, 민주당 색을 가진 주들에서는 이에 동참하지 않을 가능성이 높후하다.

사실 트럼프는 미국 내 거주중인 이민자를 대량 추방할 필요가 없을 수도 있다. 미국은 매 대통령 임기 4년 동안 100-150만 명 가량의 이민자를 추방해왔다. 해당 통계에는 미국의 거주중인 이민자를 추방하는 것 외에 국경에서의 이민 시도에 대한 추방도 포함된다. 실제로 오바마 정부 당시 국경 강화로 강제 추방(removal) 건수는 이전 정부보다 더 증가해 비판을 받기도 했다.

앞서 언급했듯 트럼프는 비즈니스맨이자 포퓰리스트이다. 그리고 그는 자신의 업적을 과시하기 좋아한다. 진보 성향의 언론이기는 하나 워싱턴 포스트에 따르면 트럼프는 1기 재임 기간 동안 총 30,573 개의 거짓말을 했다.

트럼프 하에서 이민 유입에 의한 노동 공급은 위축될 것이 유력하다. 하지만 미국 내 이민자들을 대량 추방할 필요 없이 국경을 강화하기만 해도 트럼프 정부 하에서의 이민자 추방 통계는 상승할 수 있고, 트럼프는 이를 본인의 성과로 돌릴 수 있다.

도표 21. 2010년대 연평균 50만 명 이상의 이민자 추방



자료: US Office of Homeland Security Statistics, 유진투자증권

결론

재정적자/인플레 우려 합리적, 그래도 최악의 가능성은 낮다

지금까지의 내용을 종합하면, 트럼프 2 기의 핵심 정책은 1) 감세, 2) 관세 인상 등 보호주의 확대, 3) 이민자 대량 추방으로 구분할 수 있다. 그리고 해당 정책 하에서 전반적인 재정적자 확대 및 인플레이션을 야기할 수 있는 정책들이다.

따라서 시장의 재정적자/인플레이션에 대한 우려는 합리적이다. 하지만 1) 공화당의 약한 다수당 지위 및 내부 결속 문제, 2) 트럼프의 포퓰리스트적 성향, 3) 경제적/사회적 비용 문제를 고려할 때 트럼프의 공약이 최악으로 치닫을 가능성은 아직까지는 제한적이다.

무엇보다 중요한 것은 정책의 순서가 될 수 있다. 만약 트럼프 1 기와 같이 감세를 먼저 시행한 후 내년 하반기 이후부터 보호주의를 강화하는 순서로 진행된다면, 내년 미국 경기는 상반기에는 견고한 흐름을 이어가다 이후 점차 둔화되는 양상으로 전개될 수 있다.

일단은 트럼프 당선 이후 미국 경기는 노랜딩에 가까운 흐름으로 가고 있는데, 현재로써는 내년 중반에 연준의 인하 사이클이 중단될 가능성이 높아지고 있다. 이후 무역 분쟁의 강도에 따라 2026년 인하 사이클의 재개 여부가 결정될 것으로 예상한다.

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다