

전략공감 2.0

Strategy Idea

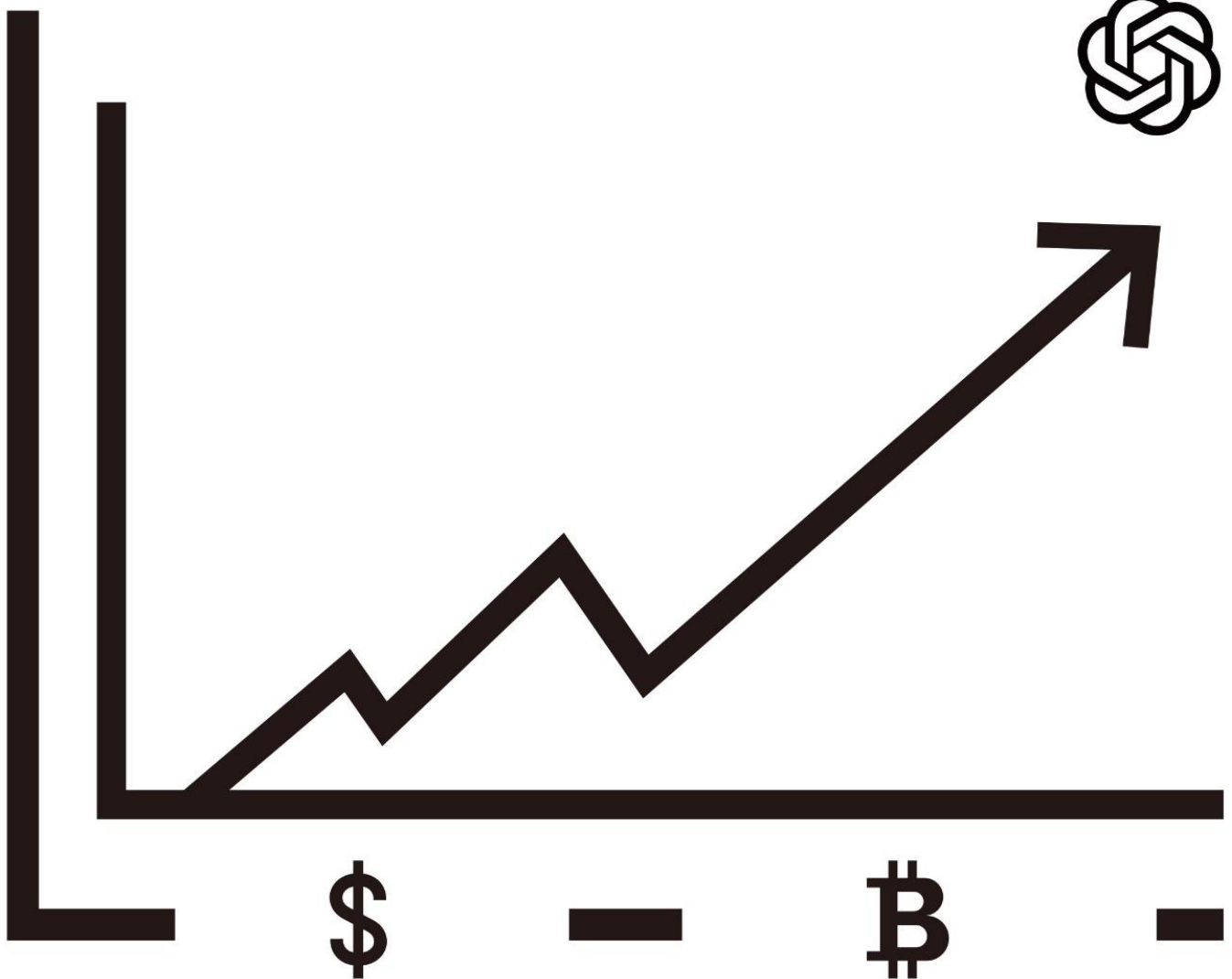
T T(Trump Tariff), 울고만 있을 수 없다

오늘의 차트

예금 금리 2%대 국면 진입, 채권 ETF에서 기회 탐색

칼럼의 재해석

연준의 스트레스 테스트 시나리오 공개, 기대와 우려 공존



본 조사분석자료는 제3자에게 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 하시기를 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.

Strategy Idea



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

T T(Trump Tariff), 울고만 있을 수 없다

- ✓ 트럼프 대선 공약으로 내세운 관세. 미국 자국민 세금은 깎아주고(감세), 교역국에게 관세를 걷어 '미국을 더 위대하게 만들겠다'고 자신한 트럼프
- ✓ 일시적 내수 균형 하에서 관세부과는 미국에 유리할 수 있으나, 보복관세 및 인플레이션 부담, 경기둔화의 위험성을 감당하기 쉽지 않음. 2월 1일 캐나다&멕시코 관세부과 유예 이후 철강&알루미늄 상호관세 부과 역시 4월 1일까지 연구하겠다고 실질적 이연
- ✓ 트럼프는 사업가 출신, 최악의 시나리오보다는 협상의 카드(leverage) 역할 중요할 것

미국 관세의 역사, 올리는게 유리했다면 그동안 왜 낮추었을까

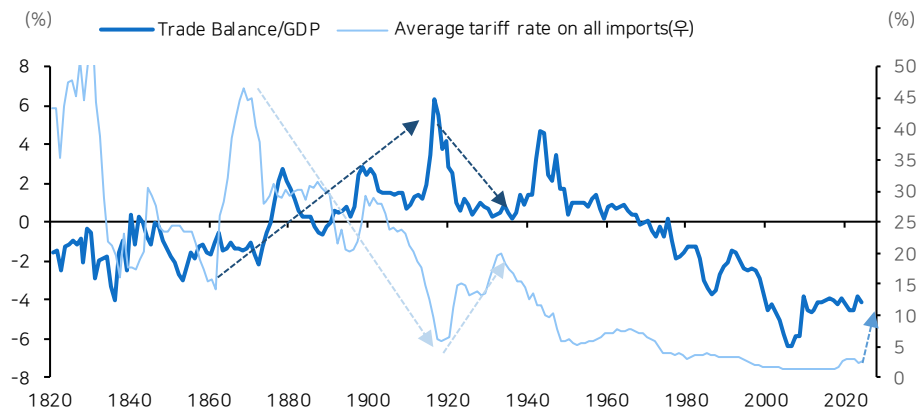
트럼프, 그가 돌아왔다(I'm back). 동시에 글로벌 경제는 그의 입에 의해 높은 변동성을 나타내고 있다. 재정정책이야 미국 내부적인 주요한 해결책이나 관세문제에서는 자유로운 나라가 많지 않다. 중국을 제외한 우방도 예외가 아니다.

현재 미국의 관세율은
 미국 역사상 낮은 수준에 속해

미국 역사에서 현재 관세는 바닥수준이다. 트럼프 1.0 당시 1% → 3%부근까지 올렸다고 해도 낮다. 트럼프는 미국의 낮은 관세가 미국 제조업 경쟁력을 낮추었고, 자국민의 일자리를 뺏었으며, 만성적인 무역적자로 국부가 줄어왔다고 주장한다. 이제 관세를 통해 적자를 줄이고, 국부를 늘리겠다고 한다.

그렇다면 관세를 높이면, 트럼프 말대로 미국은 다시 위대해질 수 있을까? 관세와 미국 무역수지 상관관계는 역사적으로 양이 아닌 구간이 꽤 많다<그림 1>.

그림1 미국 교역의 역사, 관세와 무역수지는 상관관계 높지 않아



자료: NBER, USTIC, 메리츠증권 리서치센터

누적된 불균형 해소한다고 하지만, 무리한 조정은 공멸(攻滅) 야기

과거 미국은 무역으로 돈을 벌고 정부 부채를 안정시켜

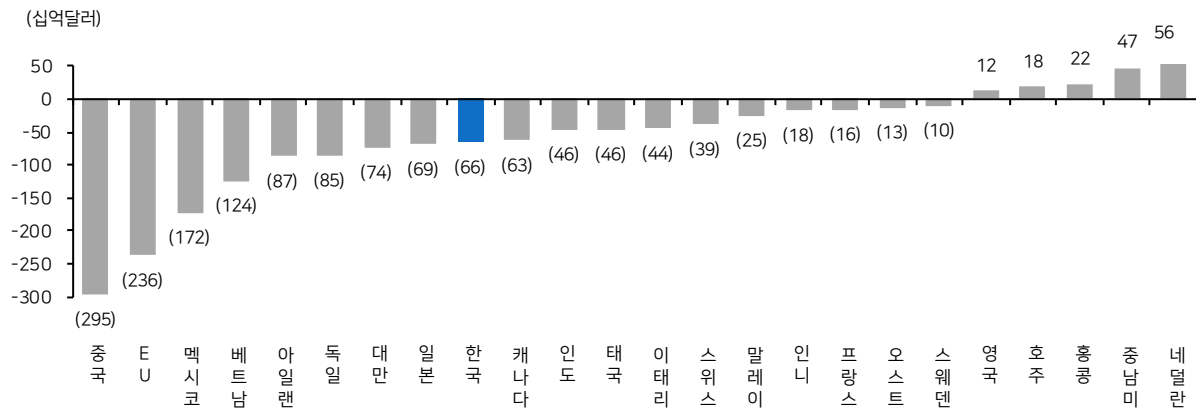
1800년대 후반~1900년대 초반 미국이 산업혁신으로 제조업 주도력을 잡았을 당시 관세를 낮추어도 미국의 무역수지는 큰 폭의 증가세를 나타냈다. 여기에 2차대전까지 1960년대까지 미국은 무역으로 돈을 버는 나라였다. 그 과정에서 GDP의 100%를 넘었던 정부 부채도 40% 이내까지 감소했다.

'80년대부터 시작된 미국의 만성적인 무역적자

그런 미국의 산업이 성숙기에 진입하고, 1980년대 신자유주의 시대에 진입하면서 미국은 만성적인 무역적자국이 되었다. 높아진 미국의 인건비와 기타 비용은 리카르도의 비교우위 측면에서 미국의 제조업 경쟁력을 크게 도태시켰다. 당시 일본과 독일의 막대한 무역적자를 줄이기 위해 플라자 합의 같은 정책적 조정까지 시도했으나 큰 줄기를 바꾸지 못했다.

결국 세계화를 인정하고 미국은 소비 국가로 전환되고, 대신 미국에서 돈을 버는 일본 이후 중국은 미국 정부부채를 매수하면서 달러 리사이클링이라는 경제체제를 유지해왔다. 이머징은 생산하고 미국은 소비하는 역할이 고착화된 줄 알았다.

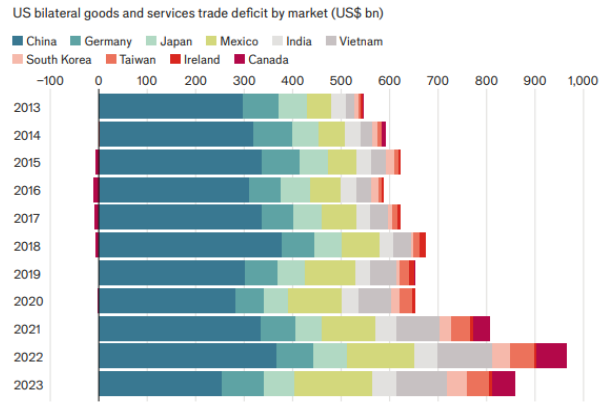
그림2 2024년 미국 국가별 무역수지 적자



자료: US DoC, 메리츠증권 리서치센터

그림3 이코노미스트 선정 교역관련 트럼프 리스크 지수, 멕시코와 중국 캐나다 순인 가운데 한국은 대략 10위

Country	Bilateral trade balance	Trend in bilateral trade	Current-account balance	Sensitive exports to the US	Reliance on US in goods trade	Free-trade agreement with US	Overall trade pillar score
1 Mexico	99.0	53.9	26.0	70.7	100.0	0	100.0
2 China	100.0	49.7	37.1	14.7	16.5	100	76.7
3 Canada	52.6	54.7	28.4	100.0	100.0	0	70.4
4 Vietnam	78.7	52.2	30.5	8.4	31.4	100	64.4
5 Germany	65.6	52.3	48.4	38.9	10.6	100	55.5
6 Japan	58.3	52.1	40.0	46.1	24.0	100	53.8
7 Taiwan	49.8	52.4	30.7	7.9	25.9	100	41.3
8 India	49.3	51.9	24.1	9.3	18.1	100	37.2
9 Ireland	28.6	51.3	62.9	0.0	47.7	100	37.2
10 South Korea	44.6	55.6	36.1	62.7	22.9	0	36.5



Source: US Department of Commerce; EIU. Copyright © The Economist Intelligence Unit 2024. All rights reserved.

자료: EIU

중국에 대한 경계감에 관세를 다시 부과하기 시작한 미국

그렇지만 이를 기반으로 2030년대에는 경제 사이즈가 중국이 미국을 앞설 수 있다는 공포가 트럼프 1.0 당시 대중 관세부과로 이어졌고, 트럼프 2.0에서는 보편 관세까지 거론될 정도로 논의가 확대되었다. 경제성장의 영향도 있다고 하나 팬데믹 이후 미국의 무역적자는 팬데믹 이전의 월평균 500억달러 이내에서 700억 달러대로 급증했다<그림 4>.

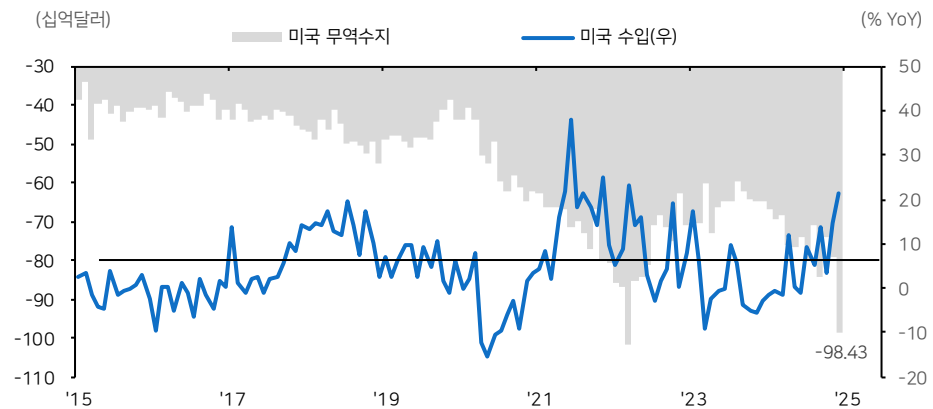
미국 수입의 가파른 증가세

트럼프 당선 직후인 지난 12월 미국 무역적자는 공급망 충격이 컸던 2022년 이후 가장 큰 규모인 9,800억달러를 기록했다<그림 4>. 수입이 전년대비 20%를 넘어설 정도로 가파른 증가세를 나타냈다. 트럼프 무역정책 불확실성에 대응하는 '밀어내기' 식의 수입급증으로 해석된다.

세계 주요국, 향후 교역 위축 가능성에 대비하는 중

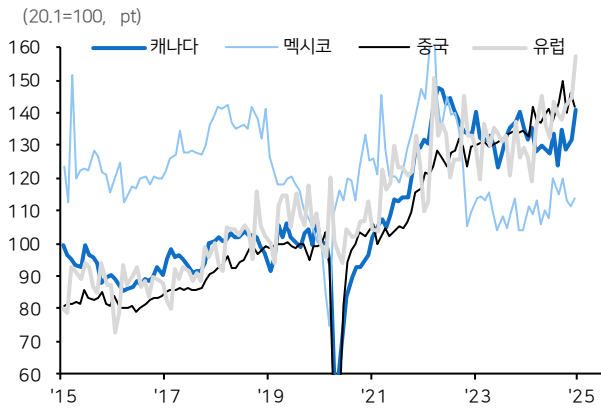
12월에는 캐나다와 유럽 수출이 큰 폭으로 늘어난 것을 확인할 수 있었다<그림 5>. 재미있는 것은 무역데이터 발표가 빠른 대만의 경우 1월에 관세 우회로인 멕시코 수출이 이전의 2배를 뛰어넘을 정도로 급격히 증가하여, 트럼프 시대 교역 위축에 대비하려는 움직임이 확인된다<그림 6>.

그림4 2024년 12월 미국 무역적자 1천억 달러 육박, 트럼프 리스크로 급증



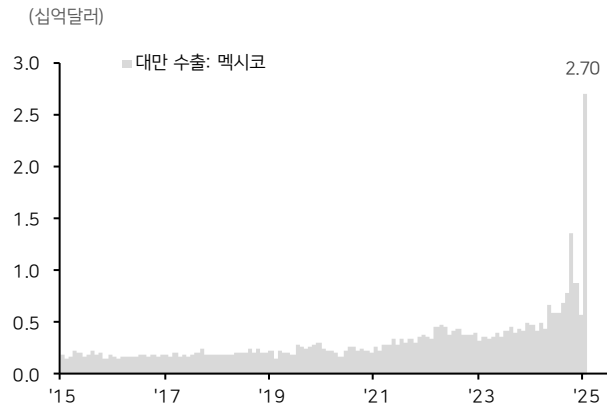
자료: US DoC, US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 주요국 수입, 캐나다와 유럽 중심 먼저 움직여



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림6 1월 대만의 멕시코 수출 급증 역시 유사 현상 해석



자료: TW Ministry of Finance, 메리츠증권 리서치센터

작년 연말에서 올해 1월까지 주요국들의 대미 수출 급증은 미국경제에도 적잖은 변동성을 야기한다는 측면에서 부담이다. 사실 미국의 바로 옆 우방국인 캐나다와 멕시코는 경제뿐만 아니라 다양한 부문에서 충격이 크다.

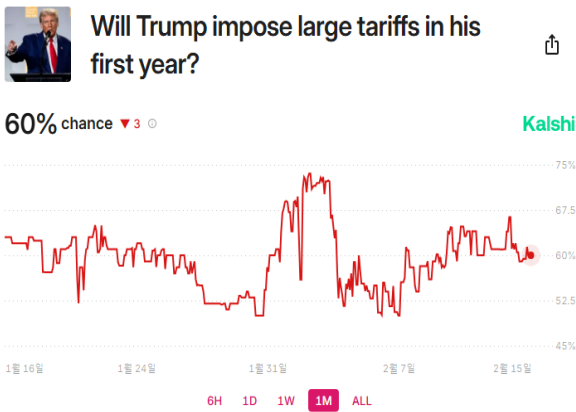
트럼프의 관세부과 지연

일단 2월 1일 시행되려던 캐나다와 멕시코의 25% 관세부과는 딥시크 이슈가 더해져 미국증시에 충격을 야기했고, 즉시 1개월 부과가 유예되었다. 그러고는 상호 관세가 부각되며, 미국보다 높은 관세율을 제시하는 국가에 대한 제약이 거론되었고, 철강과 알루미늄과 같은 품목에 25% 관세가 거론되었다. 그러나 이조차 4월 1일까지 미 상무부의 스테디를 좀 더 진행한 다음 부과하기로 결정했다.

우리의 생각과 달리 트럼프는 철저한 이성주의자일 수 있어

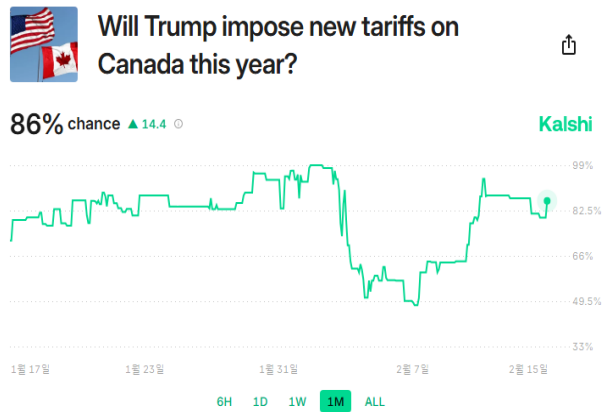
많은 이들이 트럼프 발언을 두고 '즉흥적이고 감정적이다'고 평가하지만, 필자는 생각이 다르다. 그는 사업가 출신으로 '게임이론'에 정통한 생각보다 이성주의자라고 본다. 시장은 올해 관세부과에 대해 여전히 50~60%대 확률로 알기불가하고 있지만, 캐나다 관세는 4월 부과할 공산이 크다. 그렇지만 보복 관세 등을 염두에 두면 기존 25% 관세부과를 그대로 실시할 가능성은 낮다는 평가다.

그림7 트럼프 관세부과 우려 60% 내외 정도의 의심



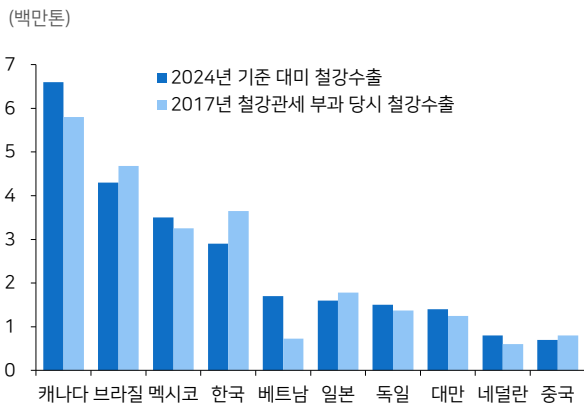
자료: Kalshi(2월 15일)

그림8 캐나다는 80%대로 부과가 거의 확실시



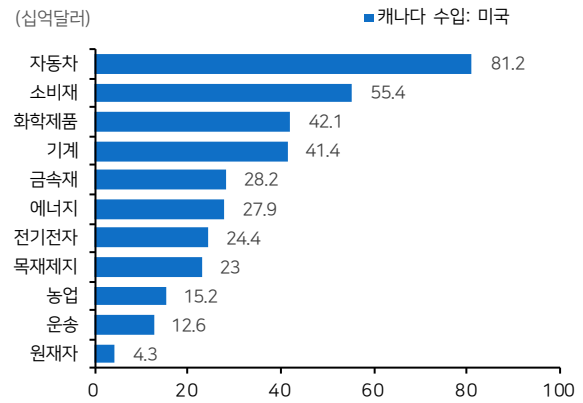
자료: Kalshi(2월 15일)

그림9 철강 25% 부과 충격, 2018년에도 겪었던 캐나다



자료: USTIC, 메리츠증권 리서치센터

그림10 캐나다 미국산 자동차와 에너지 등 보복관세 준비



자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

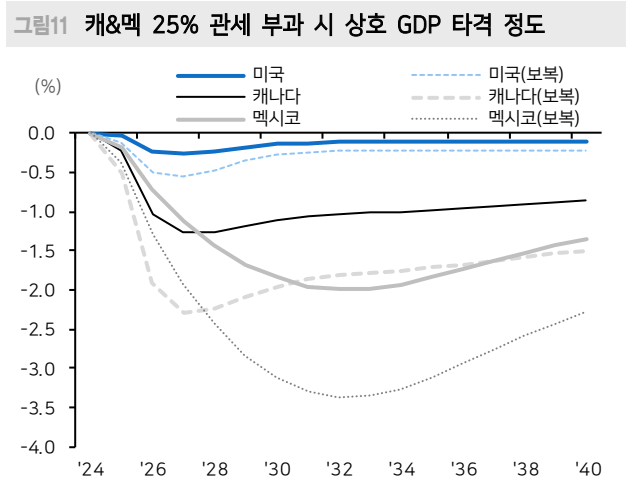
이전에 상호관세를 철폐하는데 합의한 전력이 있었던 북미 국가들

과거 2018년 NAFTA를 대신한 USMCA(미국 멕시코 캐나다 협정) 과정에서도 철강과 관련해 초기 타협점을 찾지 못하고, 25% 관세가 부과된 경험이 있다. 당시에도 미국 철강 수출비중이 높은 캐나다와 멕시코 경제에 타격이 클 것으로 우려했으나, 2019년 5월 다시 상호관세를 철폐하는데 합의한 전력이 있다.

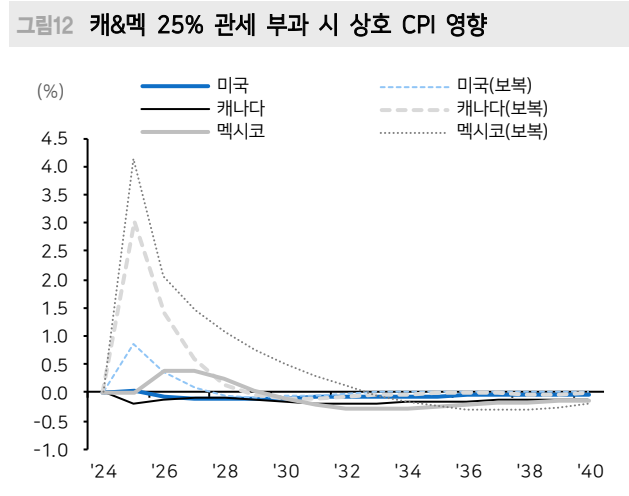
캐&멕이 보복관세를 부과하면 미국도 성장률 둔화 피할 수 없어

캐나다는 대미 흑자국이라고 하나 자동차와 기계, 에너지 등을 중심으로 미국 제품을 가장 많이 이용하는 국가 중 하나이다. 멕시코 역시 마찬가지다. 미국의 관세가 캐나다와 멕시코 성장률을 각각 -1.5%, -2.5%까지 타격을 입힐 수 있지만, 보복관세 부과 시 미국 역시 -0.5% 이상의 성장률 둔화를 각오해야 한다는 페터슨 연구소 분석이다<그림 11>. 물가 역시 상호 위해적이다.

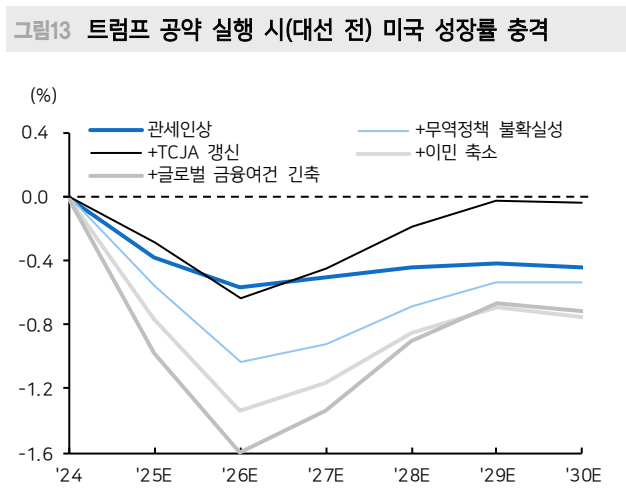
IMF는 트럼프 당선 이전인 10월 WEO를 통해 트럼프 공약이 현실화 되었을 때 미국경제가 받을 충격을 분석한 바 있다<그림 13, 14>. 연구와 현실의 차이가 존재한다고 하나 1월 20일 취임식 당일 행정명령과 2월 1일 캐나다와 멕시코, 중국 관세부과, 이후 상호관세까지 트럼프는 타격을 줄일 방안을 고민하고 있다.



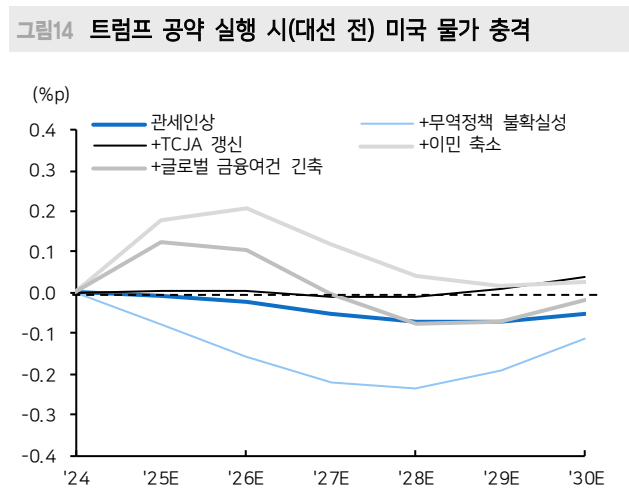
자료: PIIE, 메리츠증권 리서치센터



자료: PIIE, 메리츠증권 리서치센터



자료: IMF WEO(24.10), 메리츠증권 리서치센터



자료: IMF WEO(24.10), 메리츠증권 리서치센터

금융시장 관세전쟁 우려는 하지만 점차 내성 확보하는 과정

미국 확대재정 우려는
최근 큰 폭으로 줄고 있어

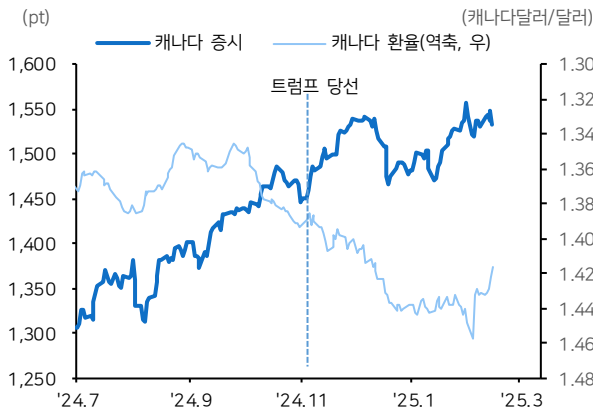
필자는 트럼프 당선 이후부터 지금까지 트럼프 불확실성 관련해서 일관되게 한 말이 있다. '트럼프는 절반만 믿자'. 미국의 감세(TCJA)를 통한 확대재정 우려는 최근 DOGE부의 지출감소 이야기로 우려가 큰 폭으로 줄고 있다. 그 결과 베센트 재무장관은 2분기 미국채 순증량을 헨테믹 평균보다 낮게 제시했다.

관세에 민감한 캐나다와 멕시코
주식시장은 오히려 강한 흐름

트럼프 대통령의 화법이 많은 오해를 유발하지만, 누구보다 미국경제와 금융시장 (특히 증시) 안정을 위해 노력하는 사람임은 분명하다. 그런 트럼프의 의중이 확인되는 바 관세관련 민감도가 가장 높은 캐나다와 멕시코 주식시장은 트럼프 당선 이후 우려한 것보다 강한 흐름을 나타내고 있다<그림 15, 16>. 심지어 약세를 나타내던 통화가치마저 2월 1일 관세부과 이연 이후로 안정되는 흐름이다.

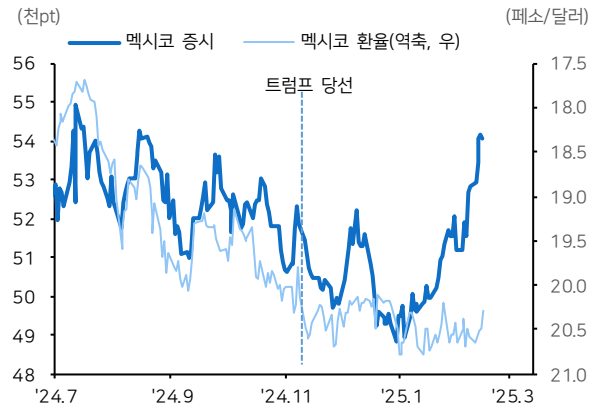
사실 캐나다, 멕시코 이후 자동차 등이 상호관세에 포함될 수 있다고 우려되는 독일과 한국 증시도 예상보다는 견고한 흐름이다<그림 17, 18>. 물론 유로화와 원화 약세에 따른 기업이익 개선 등이 관세부과의 위험 이면에 긍정적인 부분이다.

그림15 캐나다 증시 선방, 관세 이연되며 통화가치 반등



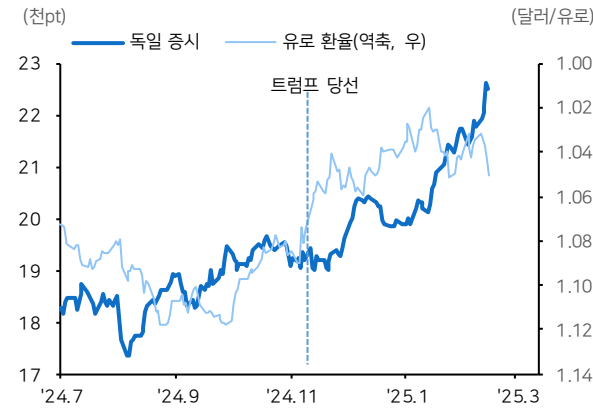
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 멕시코 증시는 통화가치대비 큰 폭으로 반등



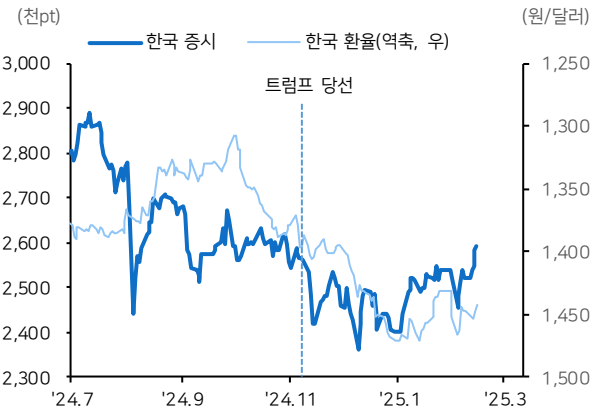
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 독일 증시 경기 어려워도 통화 약세 수혜 커



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 한국은 올해 원화 약세가 증시에 도움이 될 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

관세 이슈에 대한 내성 강화

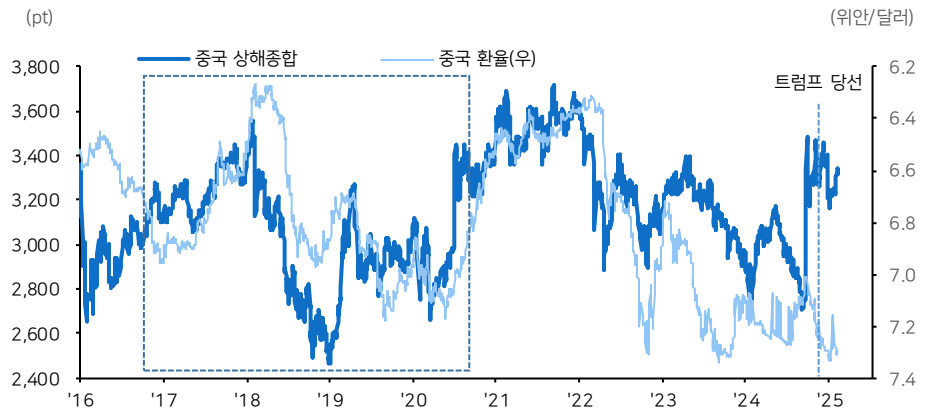
결국 4월 1일에 가서 정책내용들이 구체화된 시점에서 다시 점검해야겠으나 관세 이슈는 시장에 내성을 강화시키고 있다. 과거 2018년 미중 무역갈등이 심화되는 과정에서 중국증시 약세 및 위안화 강세가 심화되었으나, 오히려 이후 대중관세 20%가 부과된 이후 불확실성이 해소되면서 팬데믹까지 중국 금융시장의 불안심리는 통제된 경험이 있다<그림 19>.

미국 내 소비재(나이키와 겹 등)를 중심으로 트럼프 관세 이슈에 취약한 기업들의 모임(Tariff Losers) 주가는 관세 이슈가 불거지면서 다소 약세 분위기이다. 그럼에도 지난 주 막판 상호관세 부과 시점 연장과 관련하여 주가는 트럼프 당선 직후인 11월보다는 높은 수준을 유지하고 있다<그림 20>.

미국의 상호 교환 전략

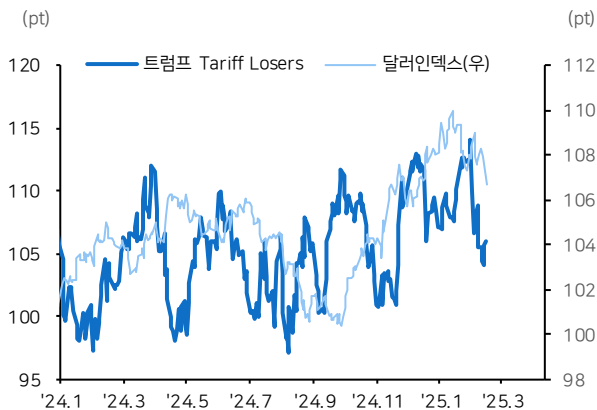
트럼프 취임 직후 일본 이시바 총리와 정상회담에서 일본제철의 US스틸 인수와 관련해 '인수가 아닌 투자'라는 발언이 주는 시사점이 클 것이다. 관세부과=보복이라는 충격보다 미국에 이익이 보고 있는 국가들이 선제적으로 '선물 보따리'를 내놓으면 충격을 줄여주겠다는 신호를 보낸 것으로 판단된다.

그림19 트럼프 1.0에도 무역전쟁 영향이 중국을 괴롭혔지만, 지금은 그때와 다르다



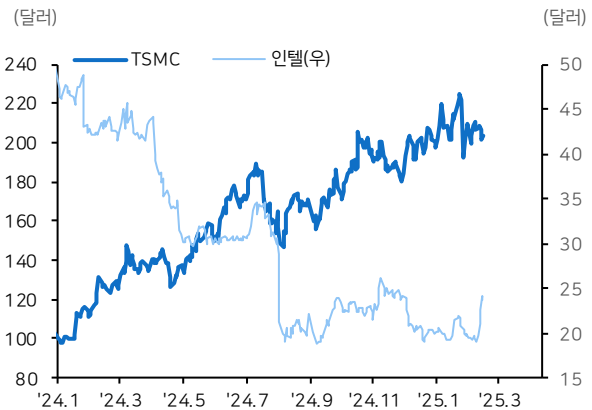
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 트럼프 루저기업, 달러가 약해지면 반등할 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 TSMC 같이 알아서 미국 비위 맞추기 진행될 것



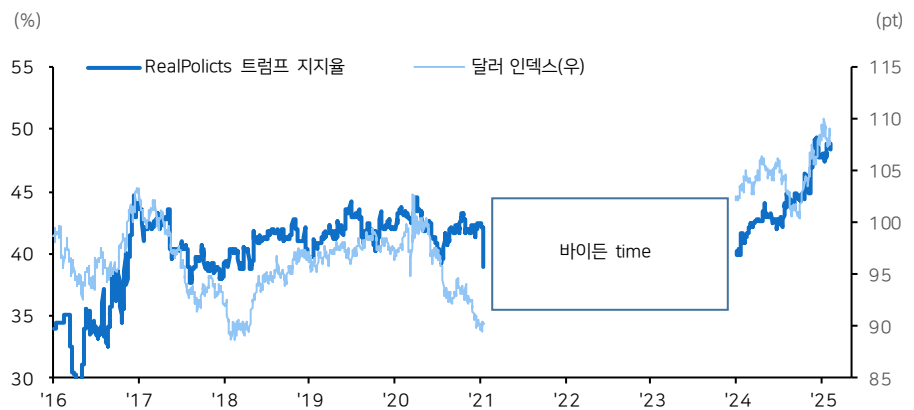
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국과 중국 반도체 경쟁과정에서 가장 큰 수혜자인 대만의 TSMC 같은 경우 최근 애플단지로 전략한 인텔 같은 회사에 투자(?)를 실시하면서, 관세 이슈 우려를 덜어낼 수 있겠다. 2019년 멕시코 역시 국경설치 비용과 불법이민자를 받아들이면서 관세부와 우려를 덜어냈던 경험이 있다.

미국이 관세관련 유리한 조건을 갖춘 후에는 재정에 주목할 필요

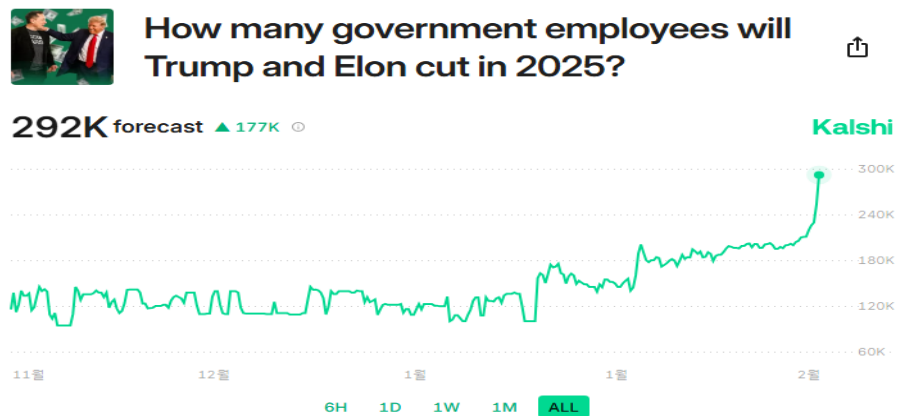
트럼프는 추진력이 강한 사람이다. 4월까지 관세관련 미국에 유리한 조건들이 갖춰질 공산이 커졌다. 트럼프 지지율과 달러화의 상관관계는 트럼프 취임 전에 달러강세가 정점을 봤을 수도 있다는 근거가 되고 있다<그림 22>. 우리는 이제 관세보다 미국 균형재정 중요도가 높아질 수 있다고 생각한다<그림 23>.

그림22 트럼프 지지율과 달러강세, 트럼프 인기가 계속 갈 수 있을까?



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

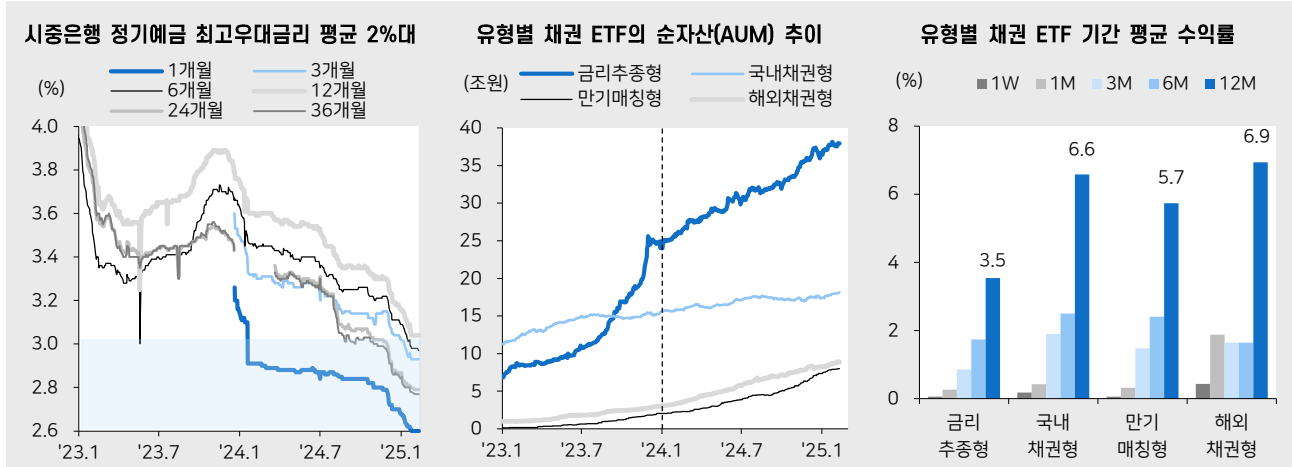
그림23 트럼프와 머스크, 생각보다 공무원을 많이 줄일 수 있을 수도...



자료: Kalshi

오늘의 차트 윤여삼 연구위원

예금 금리 2%대 국면 진입, 채권 ETF에서 기회 탐색



주: 채권 ETF에서 CD금리, KOFR를 추종하거나 MMF 등 초단기채를 기초자산으로 담은 ETF를 금리추종형으로 분류
 자료: 인포맥스, KRX정보데이터시스템, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

예금 금리 하락에 따른 대안 투자처 탐색 움직임

국내 주요 은행들의 평균 정기예금 금리는 2%대를 형성하고 있으며, 평균 1년 정기예금 최고우대금리가 3.02%로 2% 진입을 목전에 앞두고 있다. 예금 금리의 매력도가 줄어들자 작년 12월부터 은행 정기예금액은 -23.4조원 감소한 반면 같은 기간 동안 투자자예탁금은 +3.3조원 늘고 주식형 펀드 자금 유입액은 +10.6조원이 늘는 등 시중자금의 흐름이 새 투자처를 찾기 위해 이동하고 있음을 시사했다.

채권 ETF에 대한 수요 증가 주로 금리 추종형

고수익 투자처를 찾아나서는 분위기가 일고 있는 한편 채권 ETF가 예금 대안으로 떠오르면서 자금이 유입되고 있다. 현재 국내에 상장된 채권 ETF는 총 152개로 금리추종형, 국내채권형, 만기매칭형, 해외채권형으로 분류할 수 있다. 먼저 금리추종형 ETF들이 투자자들의 선택을 받았었고 뒤이어 해외채권형 ETF와 만기매칭형 ETF가 개인 순매수 상위 종목에 오르는 등 투자자들에게 주목을 받았다.

수익률 양호했던 국내채권형 ETF 트레이딩 관점에서 매력은 적어

모든 유형의 채권 ETF 수익률이 양호한 가운데 국내채권형 ETF 수익률은 1년동안 +6.6%를 기록했다. 그 이유는 지난 1년동안 국내 시장금리가 가파르게 하락했기 때문이다. 다만 대부분의 만기 구간에서 최근 국고채의 만기 수익률이 예금 금리를 하회하고 있다. 추가적인 금리인하가 단행된다고 하더라도 트레이딩 관점에서 국내채권형 ETF는 기회가 많지 않은 실정이다.

예금보다 높은 수익률을 기대할 수 있는 해외채권형&만기매칭형

오히려 해외채권형 ETF가 하반기 미국채 금리의 하향 안정화 기대감 속에서 향후에도 투자 메리트가 존재한다고 판단된다. 비록 환율이 부담될 수 있으나 그럴 때 환헷지 ETF 상품을 이용하면 된다. 또한 기준금리의 추가 인하가 예상됨에 따라 예금 금리도 현재 수준보다 낮아 질 수 있는데, 이보다 높은 캐리 수익을 확보할 수 있는 만기매칭형 ETF도 투자하기 적절하다고 생각한다. 예금 금리가 낮아지는 시기에선 이자수익을 높게 고정시킬 필요가 있겠다.

칼럼의 재해석 윤여삼 연구위원

연준의 스트레스 테스트 시나리오 공개, 기대와 우려 공존 (WSJ)

연준의 은행 스트레스 테스트의 시나리오가 공개 되었다. 모건스탠리와 바클레이즈는 올해 은행 스트레스 테스트 강도는 예년보다 약해졌다고 평가했다. 이전부터 미국 대형은행들에 대한 자본 규제가 과하다는 인식이 있었고, 트럼프 대통령 역시 연준의 은행 규제에 대해 비판적인 견해를 표현해왔었다. 때문에 연준에서도 규제 개편(테스트 결과 2년 치 평균값 적용 검토 및 테스트 모델 공개)을 통해 은행들의 자본 비용 부담을 완화할 수 있도록 가닥을 잡아나가고 있고, 예측 가능한 규제 체제로의 전환이 예상된다.

과거 연준이 스트레스 테스트 결과를 토대로 은행의 주주환원 정책을 강제한 이력이 있었기 때문에 지금처럼 은행의 자본 요건이 완화되는 기조는 은행의 배당금 지급 및 자사주 매입에 대한 가능성을 높이고 있다. 그러나 일각에서는 스트레스 테스트가 쉬워지면 스태그플레이션과 같은 충격에 대비하지 못할 것이라는 의견을 제기하고 있으며, SVB 사태 때처럼 중요한 위험을 간과하고 있는 것일 수 있다.

물렁해진 스트레스 테스트?

연준의 스트레스 테스트 배경

연준은 매년마다 미국 대형은행들이 심각한 경기 침체 속에서도 대출 여력을 유지할 수 있는지에 대한 스트레스 테스트를 실시한다. 스트레스 테스트는 가상의 경제 상황에서 손실, 수익, 비용 및 자본 수준을 추정하여 은행의 금융 회복력을 평가하고, 기준치에 못미치는 은행의 자본 충족 요건을 강화한다<표 1>.

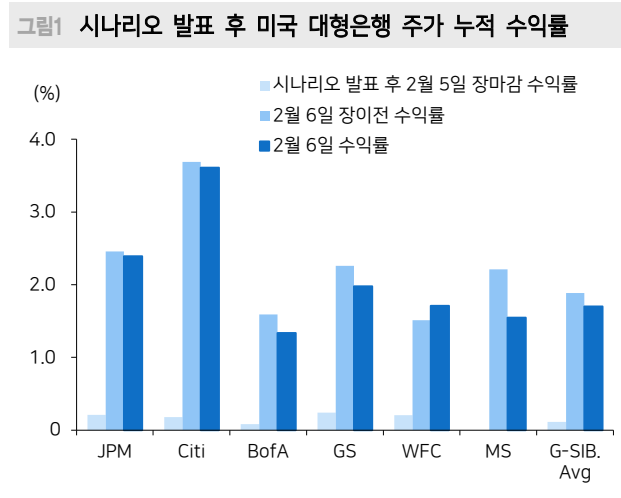
스트레스 테스트는 2008년 금융위기 이후 도드-프랭크법(Dodd-Frank Act)에 따라 2013년부터 진행되어왔다. 그러나 트럼프 대통령의 도드-프랭크법 축소 및 폐지 압박에 이어 작년 12월 미국 대형은행들이 스트레스 테스트의 투명성과 결과의 변동성을 빌미로 연준을 소송하면서 테스트를 둘러싼 논란이 불거졌다.

자본규제 완화 기대감에 은행섹터 강세

그 결과 연준은 성장률, 자산가격 등 스트레스 테스트의 주요 변수에 대한 가상의 충격 정도를 예년보다 완화해 적용해서 시나리오를 발표했다. 그러자 시장에서는 미국 은행의 배당 여력 확대 및 자사주 매입 기대감이 형성되면서 은행 섹터의 주가가 상승했으며, 미국 은행채의 스프레드도 축소되고 있다<그림 1, 2>.

	주요 내용
준비 (2월)	스트레스 테스트 시나리오 개발(Base line, Severely adverse, Exploratory Analysis) 은행의 자본 요건을 정하는데 참고되는 시나리오는 Base line과 Severely adverse 스트레스 테스트 모델 선택 대형 은행들의 데이터 취합
결과발표 (6월)	스트레스 테스트 모델에서 시나리오 데이터와 은행 데이터를 변수로 사용하여 가상의 경제 상황에서 은행들의 손실 및 자본 규모를 예측
규제설정 (8월)	테스트 결과를 바탕으로 참여한 은행들의 자본 요건 설정 및 배당 제한여부 제시 규제는 3분기 중에 발효

자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

완화된 시나리오 세부내용: 매크로

충격 발생 직후 1개 분기 성장률
가정치 하향 조정

우선 미국 경제가 급격히 침체에 빠지는 시나리오를 상정했을 때 연준이 가정한 성장률은 지난보다 낮아졌다. 다만 충격이 발생한 직후 1분기 성장률 수치를 기존 -11.6%에서 -8.9%로 낮춘 것으로 이후 경로는 전과 동일했다<그림 3>.

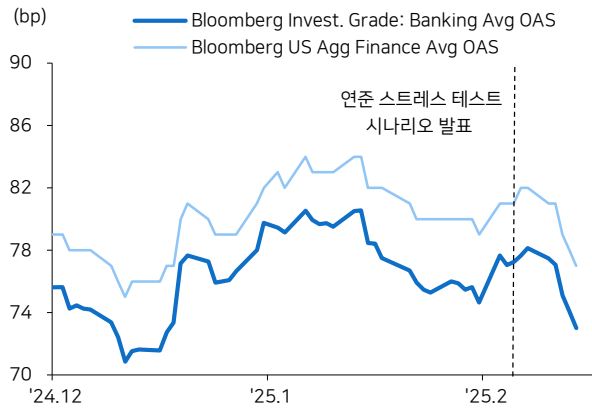
금변 시나리오 상 실업률, 노동시장
양호했던 때 제시했던 경로와 동일

그리고 시나리오에서의 실업률 경로는 지난 2개년과 같게 가정했다. 1월 기준 미국 실업률은 4.0%로 21년 4분기 실업률(4.2%)와 유사하다. '22년 테스트에서는 7%에서 10%로 시나리오상 실업률 수준을 높게 책정했다. 하지만 이번에 제시된 시나리오에서는 최근 노동시장이 둔화될 조짐이 보이고 있음에도 양호했던 과거 2년동안 제시했던 실업률 경로와 같았다<그림 4>.

침체가 온다면 스태그플레이션일
가능성 있으나 시나리오는 고려X

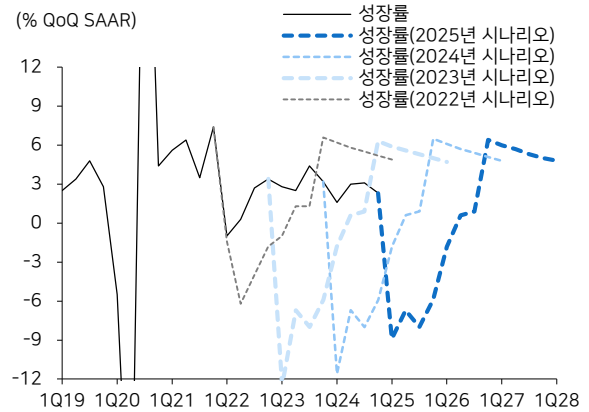
물가(CPI) 역시 첫 1분기 숫자를 2.3%에서 2.0%으로 하향 조정한 것 외에는 지난 3년동안 제시해줬던 시나리오상 물가 경로(소비 부진으로 물가 상승률이 1.4%까지 하락 → 1.6%로 반등)와 동일했다<그림 5>. 최근 물가 반등 및 트럼프의 관세 정책에 대한 우려로 스태그플레이션 가능성이 제기되는 가운데 연준의 스트레스 테스트 시나리오는 오히려 물가 상승률을 낮게 가정해 비판을 받고 있다.

그림2 미국 은행채 & 금융채 스프레드 변화



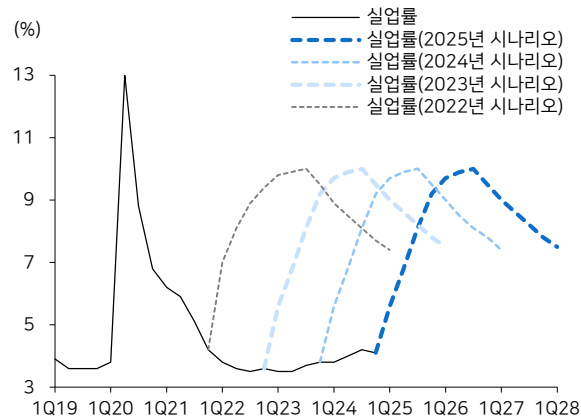
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 매우 부정적인 시나리오 하 분기별 성장률 가정



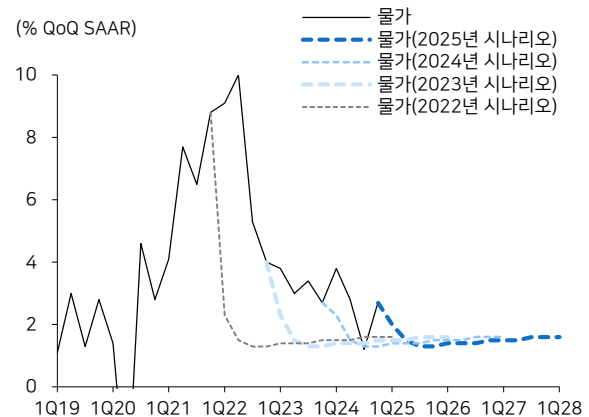
자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림4 매우 부정적인 시나리오 하 분기별 실업률 가정



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림5 매우 부정적인 시나리오 하 분기별 물가 가정



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

완화된 시나리오 세부내용: 증시 및 부동산 시장

증시와 부동산 가격 충격 규모
이전보다 약하게 설정

매크로 이외 연준이 설정한 최악의 시나리오에서 주가 충격은 50% 하락(지난해 55%)으로 완화되었으며<그림 6>, 상업용 부동산 가격 하락폭이 30%로 과거 3개년 평균(35.8%)보다 줄었다. 그 영향으로 테스트에 자진 참여한 은행도 나타났다. 상업용 부동산 대출기관인 M&T 은행은 올해 평가를 건너 뛸 수 있었으나 자본 요건을 낮출 수 있는지 확인하려는 의도에서 테스트를 받기로 했다.

테스트가 쉬워지면서 주주에게 돌아갈 돈은 증가하겠지만...

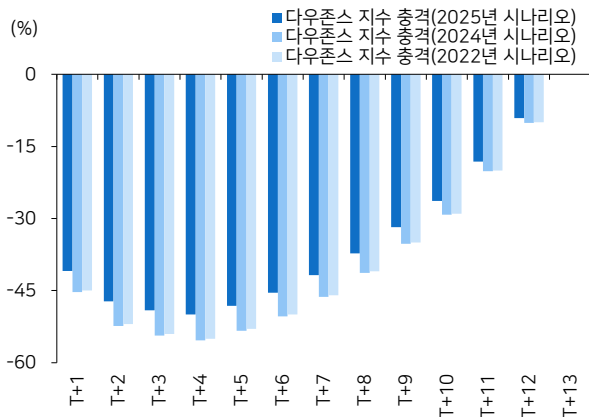
은행들의 필수 자본 요건이 줄어들면
주주환원으로 이어질 수 있어

발표되는 테스트 결과를 토대로 은행의 보통주자본비율(CET1) 요구 기준이 설정되기 때문에 스트레스 테스트는 은행들이 주주에게 얼마나 많은 자본을 환원할 수 있는지를 결정하는 중요한 이벤트이다. 완화된 스트레스 테스트 시나리오 적용시 대형 은행들의 스트레스 자본 버퍼(SCB)가 줄어들 가능성이 높는데, 이로 인해 연준이 요구하는 CET1 수준이 '24년보다 낮아지게 되면 초과해서 보유하고 있던 자본 일부가 주주에게 환원될 가능성이 커진다<그림 7>.

스트레스 테스트 존재 의미도
되새겨 봐야

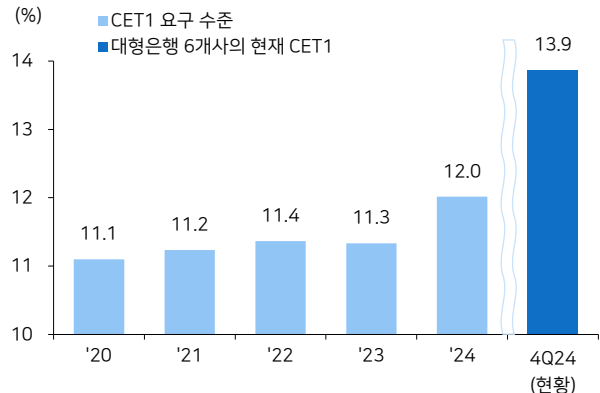
다만 스트레스 테스트가 쉬워진 만큼 리스크 평가가 흐려질 것이라는 우려도 존재한다. 미국 Sillcon Valley Bank와 First Republic Bank의 파산이 불과 2년 전 일이다. 파산이 있기 1년 전 미국 은행 산업 자산순위 상위 25개사 중 2곳을 제외한 모두가 스트레스 테스트를 진행했다. 당시 스트레스 테스트를 수행하지 않은 두 곳이 바로 Sillcon Valley Bank(16위)와 First Republic Bank(14위)이었다. 비록 현실은 시나리오와 다르게 진행되었지만, 결국 자기자본 버퍼를 설정함에 따라 은행의 자산건전성 충격을 완화하고 위기 상황에서 금융시스템이 정상적인 기능을 유지할 수 있도록 돕는 순기능이 악화되지 않도록 할 필요가 있다.

그림6 과거 시나리오 대비 주가 충격 비교



주: 2023년은 증시가 하락한 해로 시나리오에선 하락 충격을 적게 부여해 제외
자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림7 대형은행에 요구된 CET1 & 대형은행의 CET1 현수준



주: JPM, Citi, BofA, GS, WFC, MS의 CET1 요구 수준과 현재 수치를 평균
자료: Bloomberg, Fed, 메리츠증권 리서치센터

원문: Bank Stress Tests Now Feature Less Stress (WSJ)