

📅 2025년 4월 1일 | 키움증권 리서치센터

## 4월 채권 & 매크로 이슈 점검

: 길어지는 대기 구간

채권전략 안예하 [yhahn@kiwoom.com](mailto:yhahn@kiwoom.com)

경제 김유미 [helloym@kiwoom.com](mailto:helloym@kiwoom.com)



# Contents

---

- I. **채권:** 길어지는 대기 구간 ..... P. 03
- II. **매크로:** 트럼프 관세 불확실성과 영향 ..... P. 24



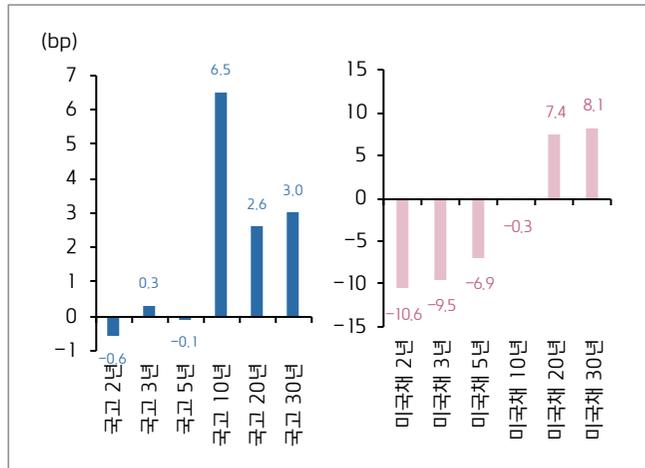
# I. 채권: 길어지는 대기 구간

▶ 채권전략 안내하 [yhahn@kiwoom.com](mailto:yhahn@kiwoom.com)



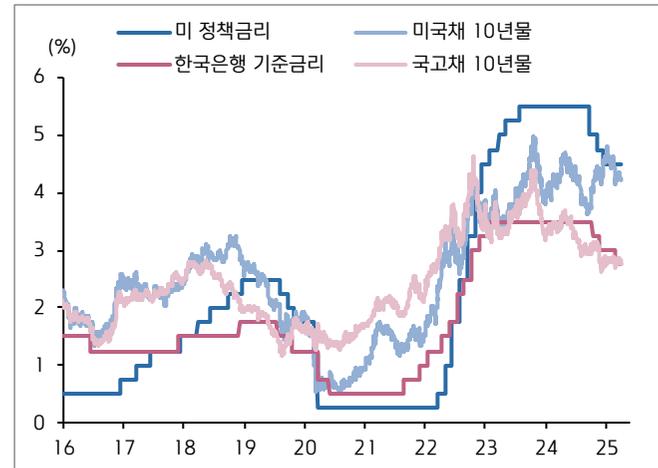
- ▶ 3월 채권시장은 혼조 마감. 월 초 관세 부과로 인한 경기 침체 우려에 하방 압력을 받기도 했으나, 독일 재정 확장으로 인한 금리 상승 등에 전반적으로 장기물은 소폭 상승 마감
  - 국고채 시장은 국내 정치 불안 이슈로 방향성 부재. 대외 금리 변동에 연동되는 흐름이 나타나기도 했으나, 정치 불안으로 인한 통화 및 재정 정책 부재로 국채금리도 방향성을 찾지 못함
  - 미국채 시장은 장기물 중심으로 약세. 2월 강세 이후 추가 강세가 제한되는 양상. 월 초 트럼프 대통령이 관세 정책으로 경기 침체도 불가피하다는 입장을 보이는 등 수시로 관세 노이즈는 하락 압력을 높이기도 했으나, 물가 상방 리스크 요인이 부각되거나 독일 재정 확대 이슈 등이 상승 요인으로 작용. 그 가운데 소비 심리는 부진한 흐름에 월 후반 스태그플레이션 우려 높아지며 장단기물 혼조 마감

2025년 3월 국고 및 미국채 금리 변동



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국고 및 미국채 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

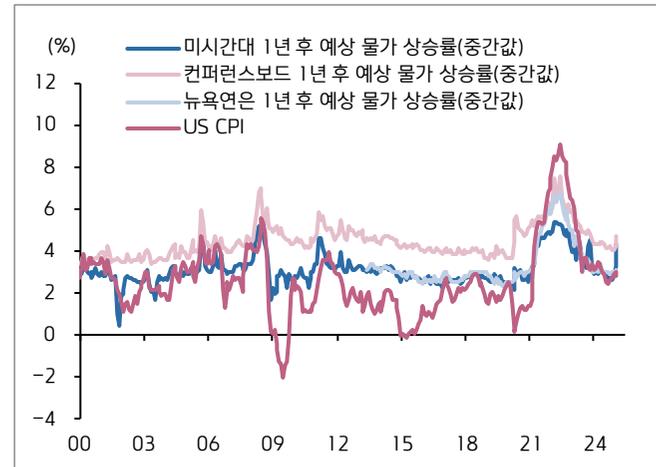
- ▶ 4월 채권시장은 3월에 이어 약보합권 흐름이 지속될 것으로 예상. 한국은행과 ECB 모두 추가 인하에 소극적인 입장을 보이는 가운데, 국내외 정치 불안 요인이 해소되기 전까지는 뚜렷한 방향성 없는 장세가 이어질 것으로 예상
  - 국고채 시장은 정치 불확실성 이슈가 장기화됨에 따른 뚜렷한 방향성 없는 장세가 이어질 전망. 상호관세 부과에 따른 부정적 영향은 트럼프 대통령의 일부 감면 발언 등에 약화될 것으로 예상되나, 물가 지표 발표에 대한 경계감이 여전히 남아있고, 국내 정치 이슈가 해소되기 전까지 움직이기 어려워 약보합 예상
  - 미국채 시장 또한 미 연준의 금리 인하 확신 구간으로 변화하기 전까진 보합권 등락 예상. 6월 인하 기대가 형성되고 있으나, 물가 지표 확인과 관세 부과 과정 등을 확인할 필요가 있어 방향성 부재 흐름 지속 예상

달러/원 환율과 국고채 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 CPI와 기대물가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 한국은행은 4월 금융통화위원회에서 기준금리를 2.75%로 동결 전망. 2월 인하 이후 통방문 등을 통해 금융안정 부문을 고려할 필요가 있다고 주장했다는 점을 감안, 연속 인하 결정은 어려울 것으로 판단
  - 서울 지역 토지거래허가제 재지정 등 가계대출과 부동산 가격 상승 압력 등을 고려할 수 있으며, 달러/원 환율도 여전히 높은 수준에서 유지되고 있다는 점 등은 물가 압력을 높이는 요인임
  - 국내 정치 불확실성과 미국 관세정책 불확실성이 높은 점도 추가 움직임을 제약시키는 요인.
- 미국의 4월 중 상호 관세 부과 과정과 국내 정치 불확실성 해소 과정 등을 지켜본 이후 추가 대응이 가능할 것으로 판단

달러/원 환율과 국고채 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

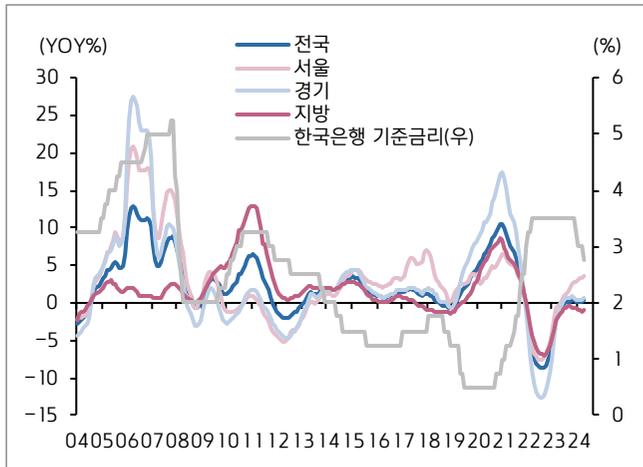
한국은행 기준금리와 국고채 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

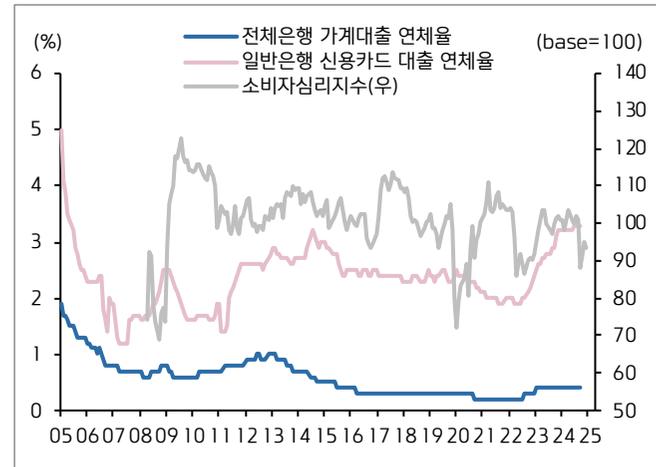
- ▶ 비둘기와 매가 공존하는 금통위로, 금리 인하 기대를 열어두나 신중한 접근이 필요하다는 입장을 보일 것
  - 경기 하방 요인이 부각되고 있는 점은 인정하나, 한편으로 금융안정 부문에 대해서도 여전히 유의할 필요가 있다는 입장을 통해 지난 10, 11월과 같이 연속 금리 인하는 없을 것으로 예상됨
- ▶ 서울 수도권 중심으로 부동산 가격 상승 압력이 나타나고 있는 점은 금융안정 측면에서 고려되어야 하나, 내수 부진 흐름이 지속된다는 점, 소상공인 대출 연체율이 증가한다는 점 등은 재정과 통화 완화 정책이 모두 필요한 상황임을 뜻함
  - 지난 금통위에서 현재 금리 수준이 중립금리 상단에 위치하고 있다고 언급했던 점 등을 고려하면 경기 하강 방어를 위해 추가 인하 여력이 있다는 것을 의미

한국 부동산 가격과 기준금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

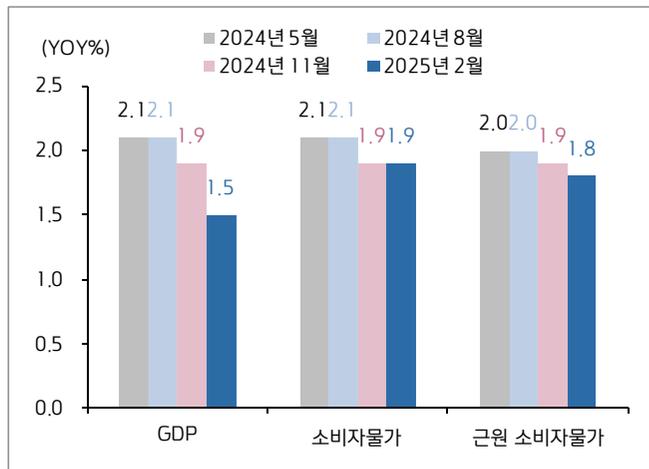
소비자심리지수와 대출 연체율 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

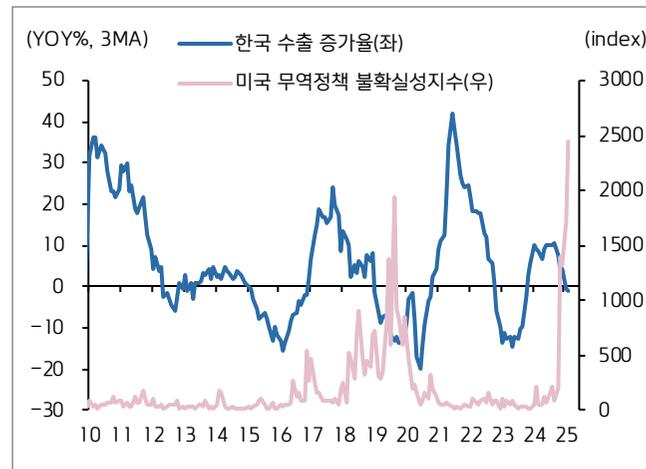
- ▶ 2월 금통위에서 한국은행은 성장률 전망치를 1.5%로 큰 폭 하향 조정했음. 근원 물가 전망치 또한 1.8%로 낮아질 것으로 제시. 전반적인 수요 둔화 가능성을 시사한 것
- ▶ 낮춰둔 성장 기대는 통화와 재정 완화정책을 기대하게 만드는 요인. 빠른 재정 확장 편성과 통화 완화 시기가 이어진다면 성장률 전망치는 일부 상향 조정될 수 있으나, 이는 결국 정책 완화가 선행되어야 함
- ▶ 재정 확장이 우선이라는 주장도 있으나, 성장 하방 리스크가 여전히 열려있다는 점에서 재정과 통화 모두 완화 정책 기조가 유지될 필요가 있다는 점에서 5월 인하 가능성을 열어둘 것으로 판단

한은 경제 전망치 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 수출과 무역정책 불확실성 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

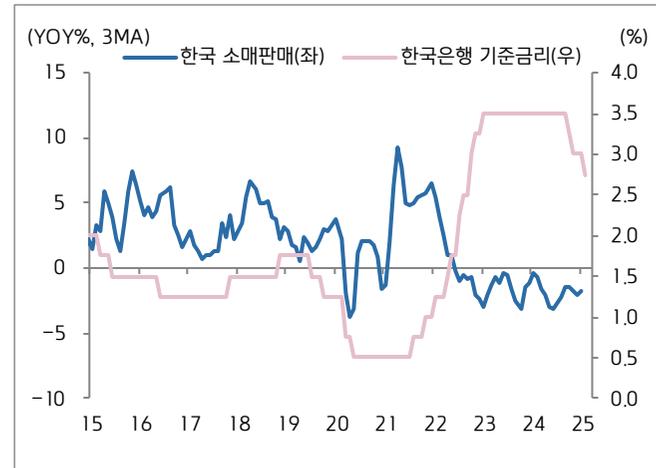
- ▶ 예상보다 국내 정치 불확실성이 높은 상황이 장기화되고 있다는 점 또한 한은의 5월 인하 기대를 높이는 요인
  - 내수 부진에 더불어 수출 경기 불확실성 또한 높다는 점은 전반적인 성장 둔화 우려를 높이는 요인
  - 잠재성장을 하회하는 성장률이라면 중립금리 이하로 금리를 낮출 것으로 예상
- ▶ 소비심리지수는 일부 반등세를 보였으나, 여전히 기준선 100을 하회하고 있고, 경제심리지수, 뉴스심리지수 등은 3월에도 하락세를 이어감. 실물 지표 또한 부진한 흐름이 지속된다는 점에서 정치 불확실성 회복과 재정 편성이 빠른 심리 회복과 실물 지표 회복의 전제조건이 될 것으로 판단

경제 심리지수 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

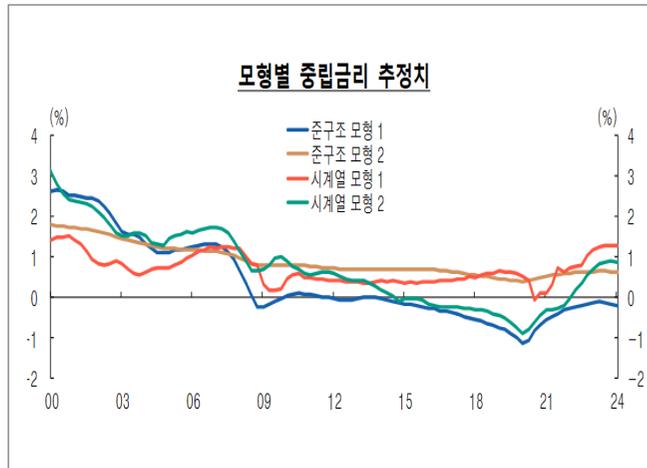
한국 소매판매와 한국은행 기준금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

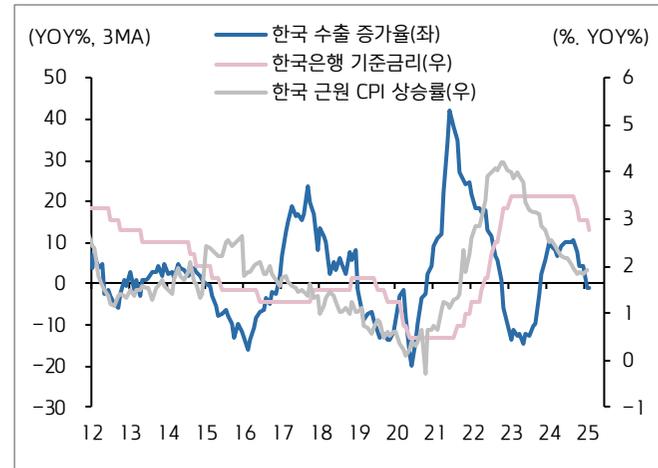
- ▶ 경기 하방 리스크가 높아졌다는 점에서 국내는 인플레 경계감은 다소 낮은만큼, 미 연준과 달리 중립금리 이하 수준으로의 금리 인하 가능성이 여전히 열려있다고 판단함. 다만 금융안정 측면을 우려한다는 점에서 완만한 속도의 금리 인하를 단행할 것으로 전망하며, 5월과 8월에 각 25bp씩 금리 인하 예상
  - 최종금리 2.25% 예상
  - 한은이 공개했던 중립금리 모델 추정치 상 모형별로 산출된 실질 중립금리 값의 범위가 -0.2~1.3% 수준으로 나타났으며, 이 값의 중간값은 0.55%. 물가 상승률 2%를 더하면 중립금리 2.55%로 산출
  - 정확성은 낮겠으나, 한은에서 현재 금리가 중립금리 범위 상단 수준이라고 언급했다는 점에서 성장 지원을 위한 정책 전환이라면 2.25%까지 낮출 것으로 예상

한국은행 중립금리 추정치 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

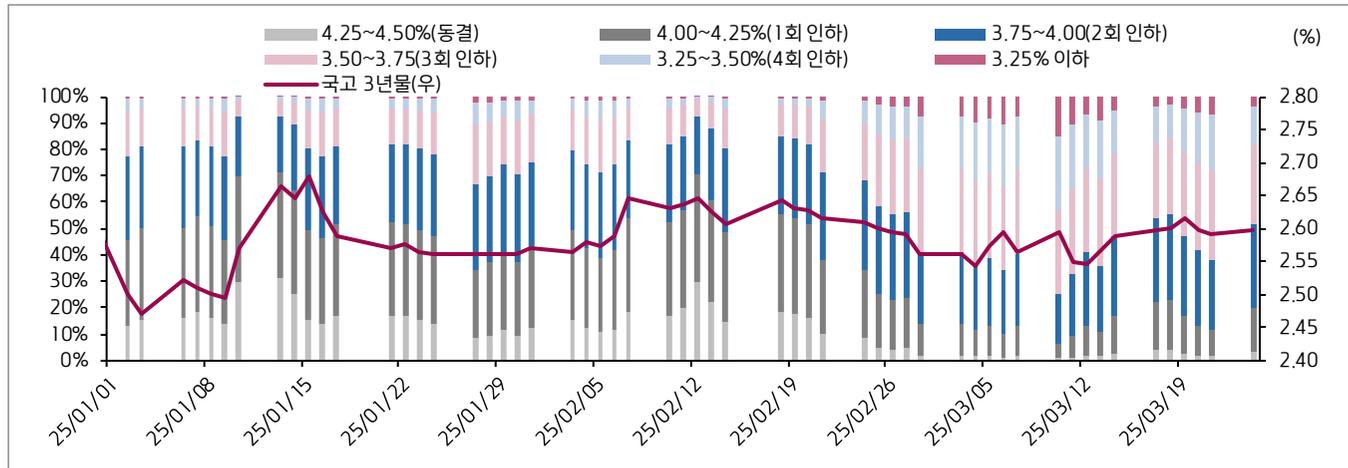
한국 수출과 근원물가, 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 한편 한국은행의 5월 단행의 전제조건에는 미 연준의 6월 인하가 있음. 미 연준의 6월 인하 기대가 높아진만큼 한국은행 5월 인하 기대도 유지되고 있는 것으로 판단함
  - 국고 3년물 2.65% 밑에서 등락을 보이는 배경에는 미 연준의 1회 인하 기대보다는 2회 인하 기대가 높아진 점이 배경으로 작용하는 것으로 판단
  - 6월 인하 가능성이 65% 수준으로 반영된 상황에서, 추가적으로 인하 가능성이 높아진다면 한국은행의 5월 인하 기대 또한 확대되면서 국고 3년물도 재차 2.6% 밑으로 떨어지는 포인트가 될 것
  - 단, 이를 확인하기 전까지는 국고채 금리도 4월 금통위 결과 자체보다는 미 연준의 정책 방향에 대한 관망세가 이어지면서 약보합권 등락을 보일 가능성이 높음

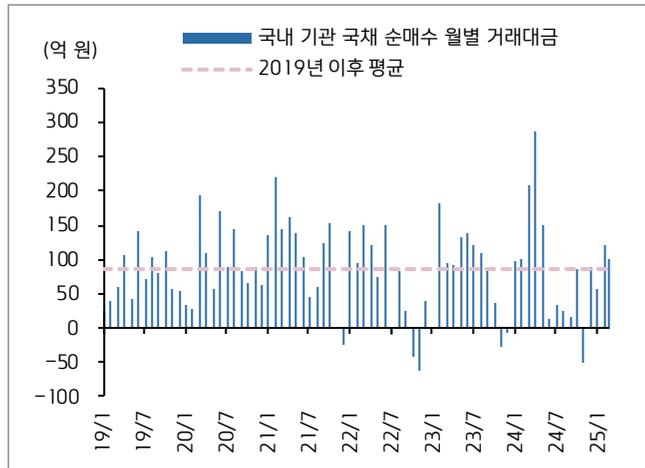
CME Fedwatch 미 연준 12월 정책금리 수준 전망치 변화와



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

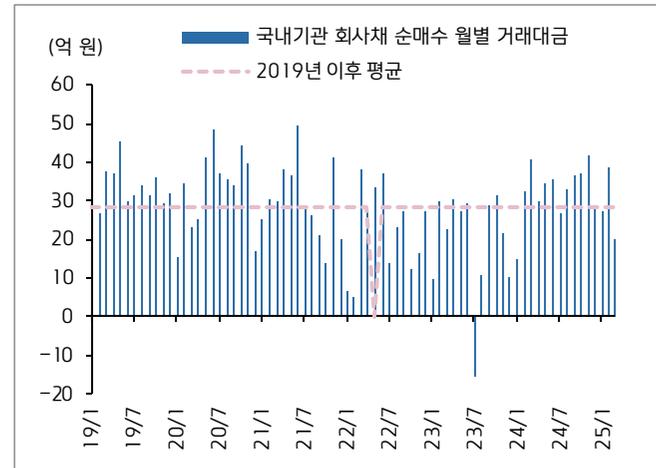
- ▶ 정치 불확실성이 장기화됨에 따라 3월 중 채권시장은 사실상 큰 변화가 없었음.  
미국채 금리 대비 국내 채권시장 약세폭은 제한되었음. 뚜렷한 방향성을 잡지 못하는 흐름
- ▶ 기관 순매수 거래대금 추이를 보면, 과거 평균 수준을 하회하는 양상
  - 국채의 경우 상반기 중 자금 집행이 집중되었던 경향을 감안, 1분기까지의 자금집행 규모는 크지 않음
  - 회사채 또한 3월 들어 자금 집행 규모가 급격히 감소하는 등 정치 불안 요인 또한 매수 심리에 작용하고 있는 것으로 판단
- ▶ 정치 불확실성 해소 관련 일정이 모두 2분기로 미뤄질 것으로 예상되고 있으며, 정치 불안 요인 해소가 정책 움직임의 전제 조건일 것으로 판단. 그만큼 4월까지의 대기 모드 유지될 것으로 예상

기관 국채 순매수 거래대금 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

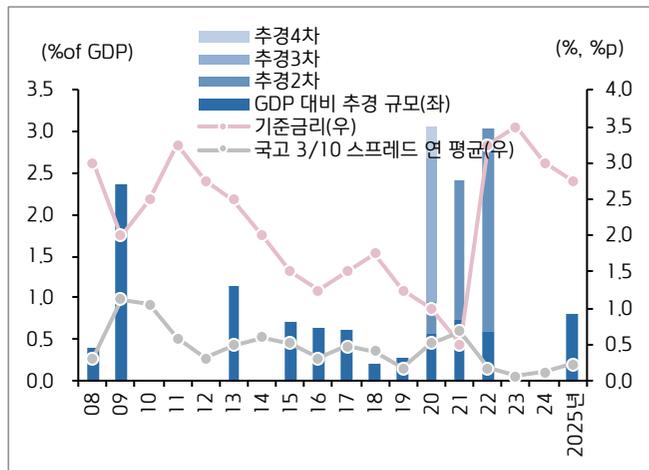
기관 회사채 순매수 거래대금 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

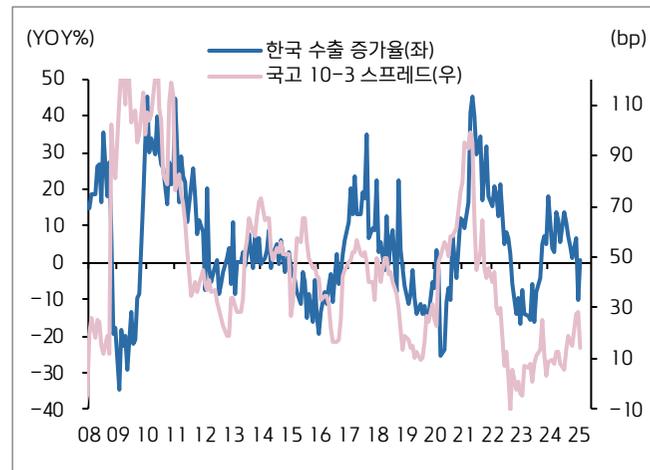
- ▶ 한편 추경 규모를 둘러싸고 20조원 수준에 그친다면 이는 시장에 이미 반영된 레벨이라고 판단. 특히 추경 자체가 시장금리의 방향성을 바꾸는 기제는 아닐 것으로 보며, 연내 수출 성장이 제한적인 흐름이 지속된다면 국고 3-10 스프레드는 20~35bp 내외의 등락이 이어질 것으로 예상. 그 가운데 20조원 규모의 추경 편성은 시장 변동성을 키우기보다는 불확실성 해소 이슈로 채권 매수심리를 개선시킬 요인으로 판단 - 산불 대응을 위한 10조원 규모의 추경이 시장에 미칠 영향은 제한적이라고 판단
- ▶ 반대로 추경 규모가 35조원 이상으로 책정되고 진행된다면 적자국채 발행 규모가 큰 폭 증가하면서 커브 스티프닝으로 대응할 필요. 그 경우 국고 3-10 스프레드는 50~60bp까지 확대될 여지가 있음

과거 GDP 대비 추경규모와 기준금리, 장단기금리차 추이



자료: 기획재정부, 한국은행, 키움증권 리서치센터  
 주) 국고 3-10 스프레드는 최근까지의 평균

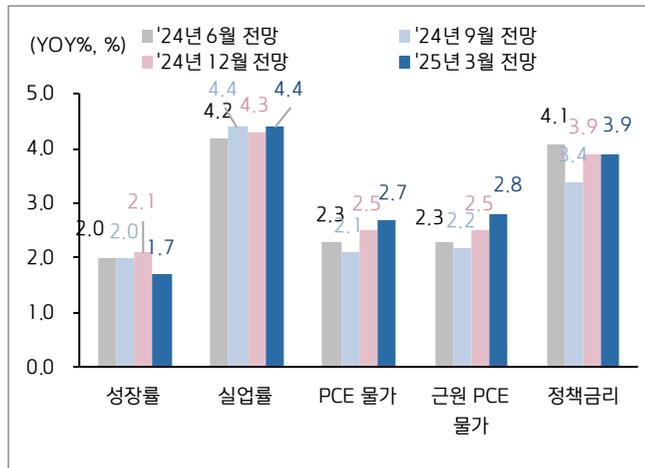
한국 수출증가율과 국고 3-10 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 4월은 미 연준의 통화정책 이벤트는 부재한 가운데, 3월의 FOMC를 정리하자면 미 연준은 모든 가능성을 열어두는 대응을 했다고 판단
- ▶ 경기 하방 리스크도 열어둔 가운데, 물가 상방 리스크도 열어둠. 그 가운데 정책금리 인하 기조 또한 열어뒀다는 점에서 트럼프 행정부의 관세정책을 둘러싼 불확실성이 지속될 경우 미 연준은 점진적인 금리 인하 기조를 유지하며 6월에 재개할 수 있음을 시사
  - 미 연준 2025년 성장률 전망치를 1.7%로 하향, 물가 전망치는 2.7%, 근원 물가 전망치는 2.8%로 상향
  - 정책금리 점도표 중간값은 3.9%로 유지. 위원들의 전망 스프레드는 12월보다 좁혀졌다는 점이 부담이지만, 앞으로 적어도 금리 인하 기조는 유지될 것으로 예상한다는 점에서 비둘기적으로 해석
  - 정책 불확실성에 움직이지 않기 보다는 움직일 가능성을 열어뒀다고 볼 수 있음

미 연준 2025년 경제 전망치 변화



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

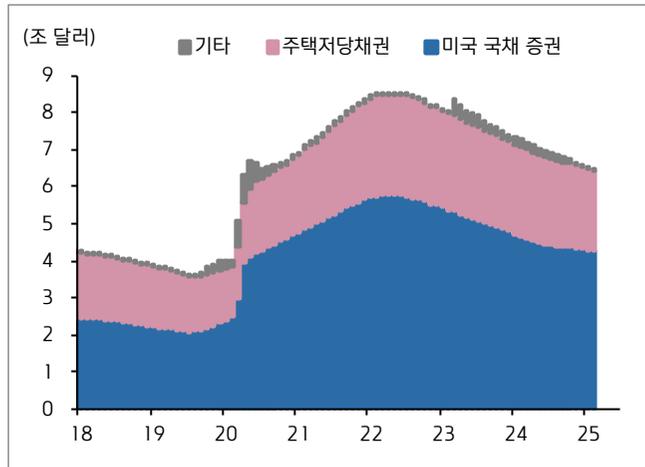
미 연준 3월 FOMC 점도표



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

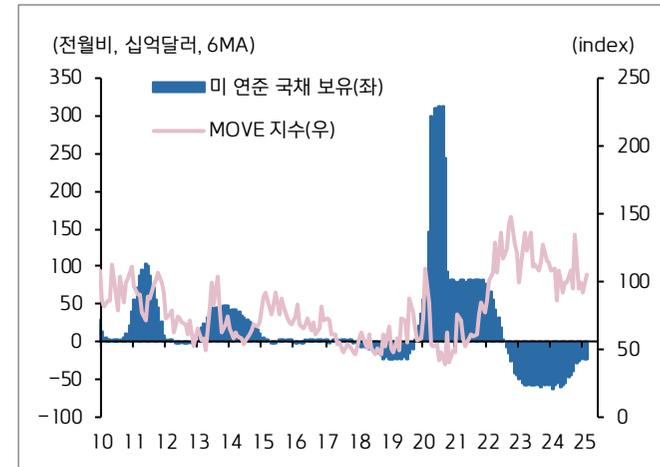
- ▶ 한편, 미 연준의 QT 규모 축소 결정은 기간 프리미엄을 낮추면서 시장금리 하락 요인으로 작용. 미 연준은 월간 국채 QT 한도를 기존 250억 달러에서 50억 달러로 축소, MBS는 350억 달러 한도 유지. 4월부터 QT 규모를 축소한다는 점은 미국채 시장 변동성 확대 우려를 악화시키는 요인으로 작용할 것
- ▶ 특히, 미 연준의 QT 일시중단이 아닌 규모 축소 결정은 결국 장기적으로 볼 때 단계적으로 QT 중단 가능성을 열어두는 것으로 해석. 1월 FOMC 의사록에서 시장 참여자들이 QT 중단 시기를 하반기로 인식하고 있다는 것으로 나타났다는 점에서 하반기 중단 가능성을 기대해볼만
  - 4월 말 미 재무부 차입계획 발표 예정. 1월에 이어 4월에도 장기채 발행 등 정책 변화가 없을 경우 금리 하락 압력 강화 예상

미 연준 자산 규모 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미 연준 국채 보유량 변화와 MOVE 지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

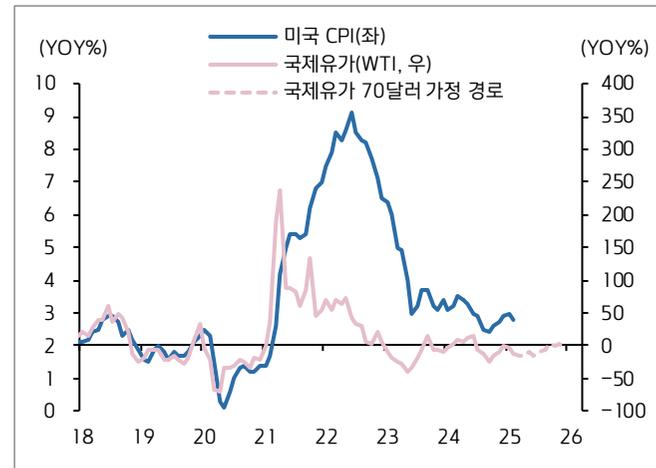
- ▶ 2분기부터 본격적으로 관세로 인한 물가 영향을 확인하게 되는 구간. 이를 확인하기 전까지 미국채 10년물 금리는 4.3%를 중심으로 등락을 보이면서 큰 변화를 보이지 않을 것
  - 미니아폴리스 연은 총재, “관세 영향 명확해질 때까지 그대로 있어야”
- ▶ 컨퍼런스보드 1년 기대 인플레 등은 상승폭을 확대하고 있는 흐름이나, 장기 인플레 기대는 안정되고 있는 가운데 CPI 상승 압력 또한 2월까지의 미미한 상황. 만약 국제유가가 배럴당 70달러 내외에서 안정적인 추세가 이어질 경우 CPI의 상승 압력 또한 크지 않을 것으로 기대. 3월 물가부터 상방 압력이 예상보다 크지 않을 경우 미 연준의 상방기 중 금리 인하 기대가 확산되며 시장금리 또한 한단계 하향 조정될 것으로 예상

미국 CPI와 기대물가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

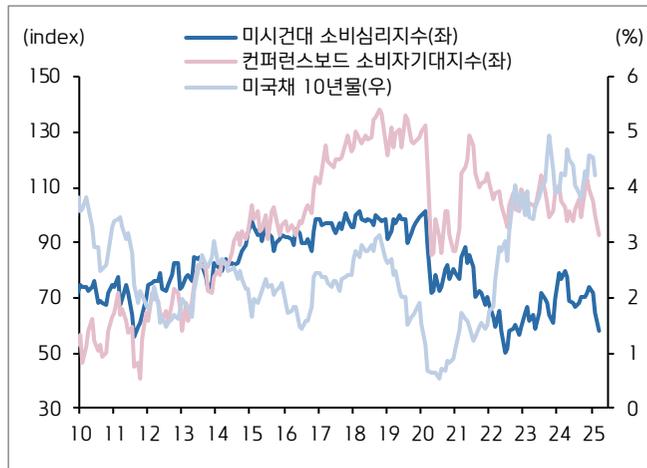
국제유가와 CPI 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

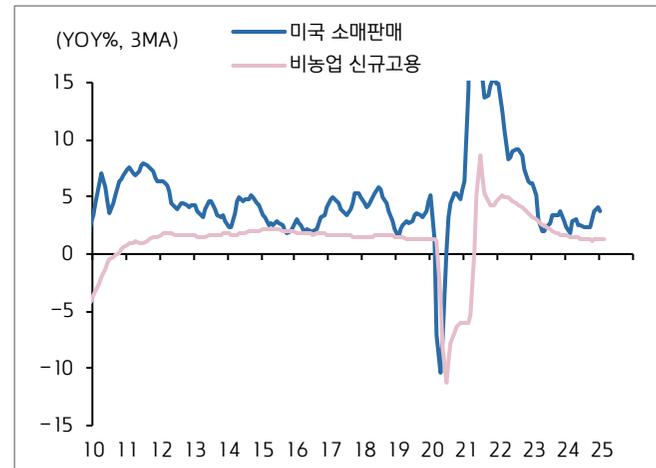
- ▶ 단, 관세정책으로 인한 영향을 실물 지표로 확인하기 전까지 시장금리는 박스권 등락을 보일 것으로 예상하며, 금리 인하 기조는 유지될 것이라는 기대 속에 금리 반등 시 매수 전략 유효
- ▶ 최근 발표되는 지표는 모두 심리 지표로 소비심리지수 둔화와 기대인플레이 상승 등이 나타나고 있으나 아직까지 hard data는 뚜렷하게 둔화되지 않고 있음. 정책 불확실성에 따른 심리 부진이 결국 고용 등 수요 둔화로 나타나며 시장금리는 금리 인하 기대와 함께 재차 하락 압력을 받을 것으로 예상
- ▶ 2분기 전체를 놓고 볼 때 2분기 말로 갈수록 금리 인하 기대 확대에 채권 강세폭 확대 예상하는 만큼, 미국채 10년물 4.4%를 상회하는 구간에서는 적극 매수 대응 가능 영역

미국 소비심리지수와 미국채 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 소매판매와 비농업 신규고용 변화 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 한편 4월 중 ECB의 금리 동결 가능성은 금리 상승 압력을 높일 수 있는 리스크 요인임.
- 3월 중 독일 재정 확장 정책이 기대되며 독일 국채 금리가 상승했으며, ECB의 3월 금리 인하 이후 추가 인하에 대한 신중한 태도 또한 금리 상승 요인으로 작용
  - ECB, 2024년 9월 이후 5회 연속 금리 인하하며 3월 수신금리 2.5%, 리파이낸싱 금리 2.65%로 인하
  - 금리 방향성에 대한 불확실성이 커졌다고 진단해 금리 인하 중단 가능성 또한 있는 것으로 해석됨
  - 독일 재정 확장 정책이 진행될 것으로 기대되며 성장 하방 압력이 제약될 경우 ECB의 추가 인하는 점진적인 속도로 이뤄질 것으로 기대
  - ECB는 4월 동결로 쉬어간 후, 6월과 9월에 각각 25bp씩 인하하며 금리 인하기를 종료할 것으로 전망

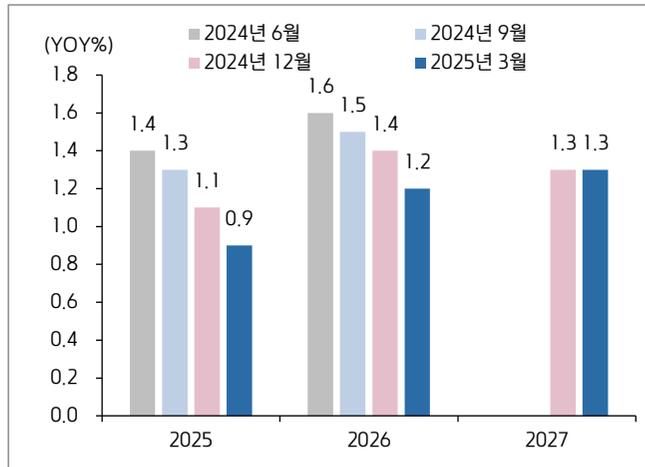
ECB 정책금리와 독일 국채 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

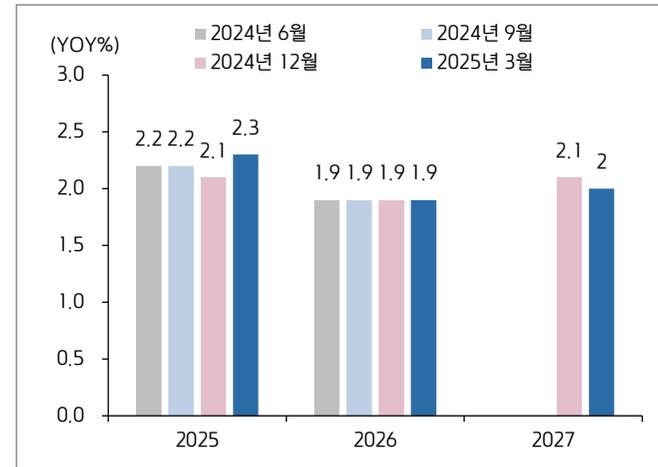
- ▶ 성장 모멘텀이 개선되는 양상을 보이고 있으나, ECB는 2025년 경제 성장률 전망치를 0.9%로 하향 조정했으며, IMF는 0.8% 수준으로 제시. 2025년 HICP 상승률 또한 2.3%로 상향 조정 하는 등 관세 정책으로 인한 인플레이 상향 압력에 대한 경계감을 표함
- ▶ 최근 ECB의 금리 동결 가능성이 부각되고 있으나, 관세 정책으로 인한 수요 둔화 우려를 고려하면 ECB의 추가 인하 가능성은 여전히 열려있음. 물가 상승률 또한 올해는 2.3%로 상향 조정될 것으로 예상되나, 2026년에는 1.9%로 낮아질 것으로 유지
  - 이는 물가 상방 리스크보다는 경기 하방 리스크가 높다고 평가하는 것이며, 수요 둔화로 인해 2026년부터는 물가가 2%를 하회하는 등 성장 기대가 낮다는 점은 ECB의 금리 인하 기조가 유지될 것으로 예상되는 점임
  - 그간 가파른 인하 후 속도 조절의 관점으로 볼 필요

ECB 유로존 경제 성장률 전망치



자료: ECB, 키움증권 리서치센터

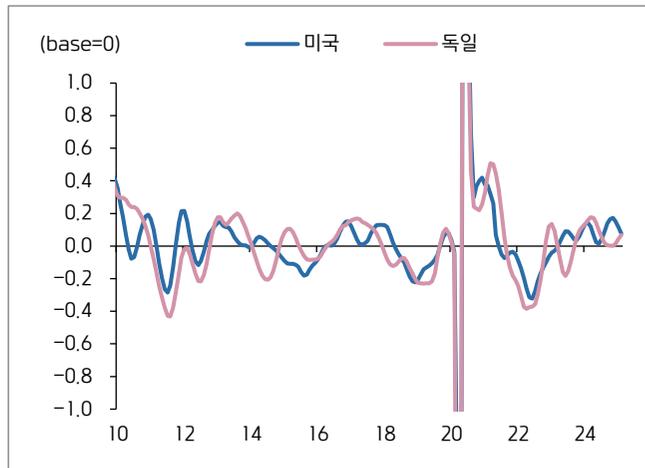
ECB 유로존 물가 상승률 전망치



자료: ECB, 키움증권 리서치센터

- ▶ ECB의 추가 인하 기대가 열려있다는 점은 시장금리의 하방 압력을 높이는 요인이거나, 한편으로 독일 재정확장 기대와 경기 모멘텀 또한 미국 대비 높다는 점은 상방 압력을 높이는 요인. ECB의 속도 조절 또한 상방 요인. 상하방 요인이 충돌하면서 시장금리는 당분간 횡보할 것으로 전망
  - 통화 완화 정책이 종료되는 3분기까지 높아진 레벨에서 등락을 이어나갈 것으로 예상

미국, 독일 OECD 경기선행지수 전월비 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

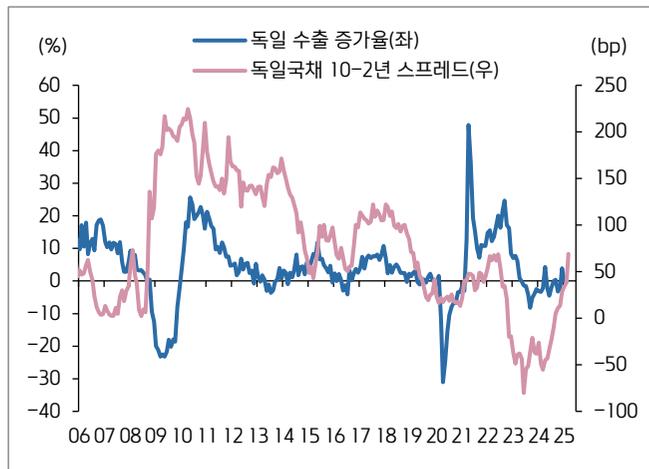
독일 IFO 지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

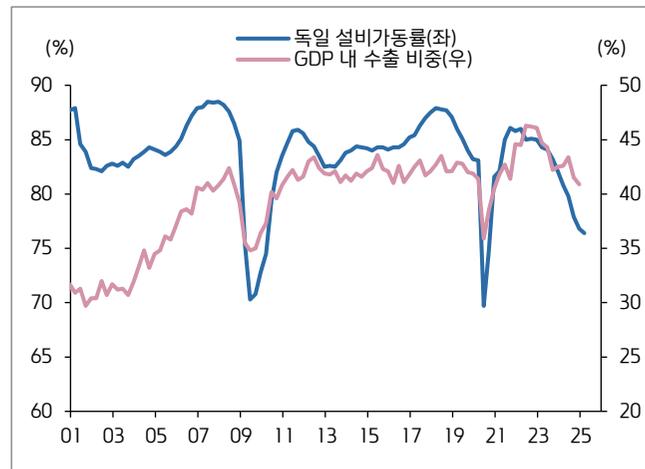
- ▶ 독일 재정 확장이 인프라 지원 등 장기적으로 성장 동력을 이끌어낼 수 있는 기초라는 점에서 독일 국채 10년물 금리는 장기적으로 3%를 상회할 것으로 예상
- ▶ ECB의 금리 인하 속도 조절과 재정 완화 정책 등은 장기물 금리 상승 압력으로 작용하며 수시로 상승 요인에 노출될 것으로 판단
- ▶ 단, 결국 독일도 미국 관세 정책을 피해가기는 어려움. EU에 대한 관세 부과가 강화될 경우 독일 제조업 경기 부진 우려는 수시로 부각될 수 있어 금리 상방을 제약시킬 요인임
- ▶ 따라서 관세 정책 불확실성과 독일 성장 기대 등이 상충되면서 시장금리는 약보합 등락 예상

독일 수출 증가율과 독일 장단기 금리차 추이



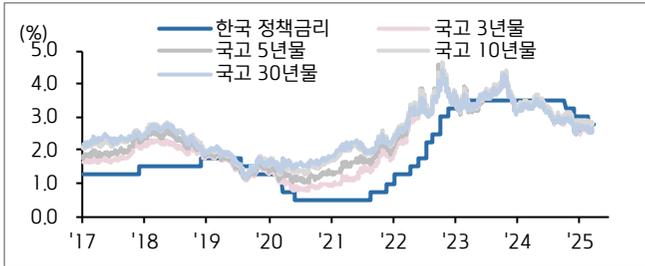
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

독일 설비가동률과 GDP 내 수출 비중

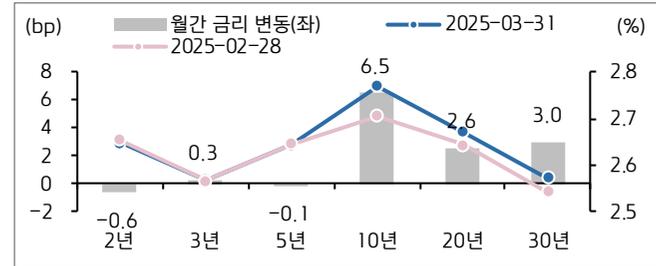


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

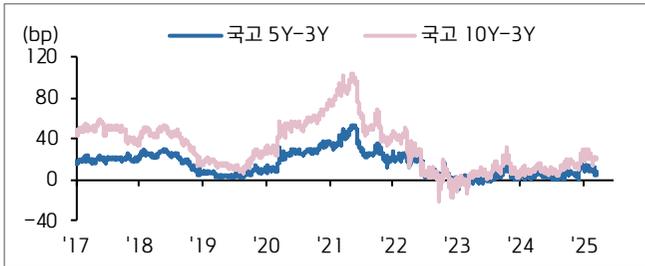
주요 국고채 금리 추이



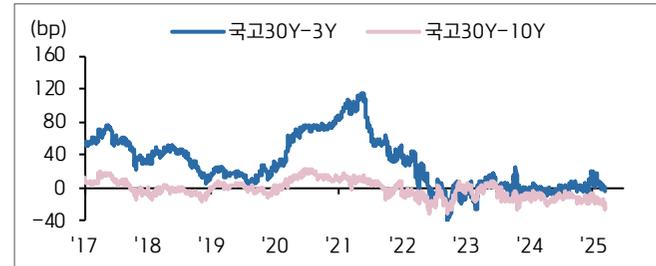
한국 월간 수익률 곡선 변화



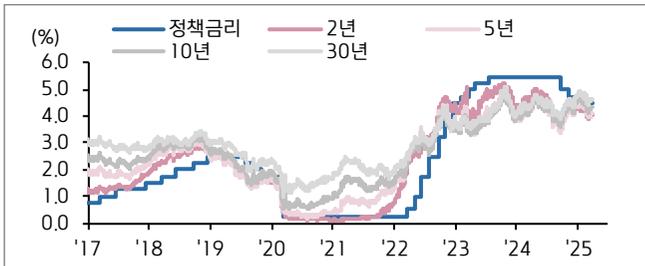
국고 금리 스프레드(3/5년, 3/10년)



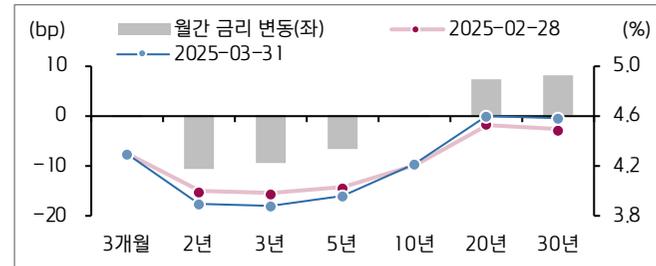
국고 금리 스프레드(3/30년, 10/30년)



주요 미국채 금리 추이



미국 월간 수익률 곡선 변화



자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

MON	TUE	WED	THU	FRI
	1	2	3	4
	한국 3월 수출입동향 미국 2월 JOLTS 보고서 3월 ISM 제조업 PMI 중국 3월 차이신 제조업 PMI 호주 RBA 통화정책회의 국고채 30년물 5.7조원 입찰	한국 3월 CPI 미국 3월 ADP 취업자 변동수 상호관세 발표 예정일	미국 2월 무역수지 3월 ISM 서비스업 PMI 중국 3월 차이신 서비스업 PMI	<b>미국 3월 고용보고서</b> - 비농업고용지수, 실업률, 평균 시간당 임금  물가채 1,000억원 입찰
7	8	9	10	11
국고채 3년물 3조원 입찰	한국 2월 경상수지 미국 3월 NFIB 소기업낙관지수	<b>미국 FOMC 의사록 공개</b> 한국 3월 실업률	미국 3월 CPI · 근원 CPI 중국 3월 CPI · PPI	미국 3월 PPI 4월 미시간 소비자심리지수(잠정)  국고채 50년물 6,000억원 입찰
14	15	16	17	18
국고채 10년물 2.5조원 입찰	한국 3월 수출입물가지수 미국 3월 수출입물가지수 4월 뉴욕 제조업지수	미국 3월 산업생산 · 소매판매 중국 3월 산업생산 · 소매판매 1분기 GDP	<b>한국 한국은행 금융통화위원회 ECB 통화정책회의</b>	<b>18 미국 휴장(부활절)</b>  일본 2월 CPI
21	22	23	24	25
미국 3월 경기선행지수  국고채 5년물 2.8조원 입찰	한국 4월 소비자심리지수 미국 4월 리치몬드 연방 제조업지수  국고채 20년물 5,000억원 입찰	<b>미국 베이지북</b> 3월 신규 주택판매	한국 1분기 GDP(속보) 미국 3월 기존주택판매 3월 시카고 연은 국가활동지수	미국 4월 미시간대 소비자심리지수
28	29	30		
미국 4월 델러스 연은 제조업지수	<b>미국 3월 JOLTs 보고서</b> 4월 CB 소비자신뢰지수	<b>미국 1분기 GDP(잠정)</b> 3월 PCE 물가지수 4월 시카고 PMI 4월 ADP 취업자 변동수 중국 4월 차이신 제조업 PMI		

주) 현지 시각 기준

## II. 매크로: 트럼프 관세 불확실성과 영향

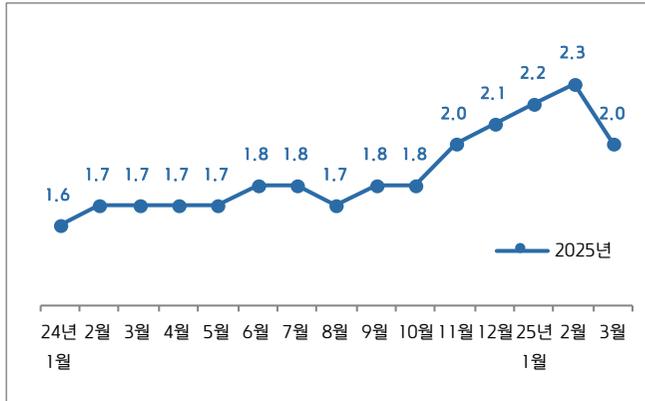
▶ 경제 김유미 [helloym@kiwoom.com](mailto:helloym@kiwoom.com)



# 01.

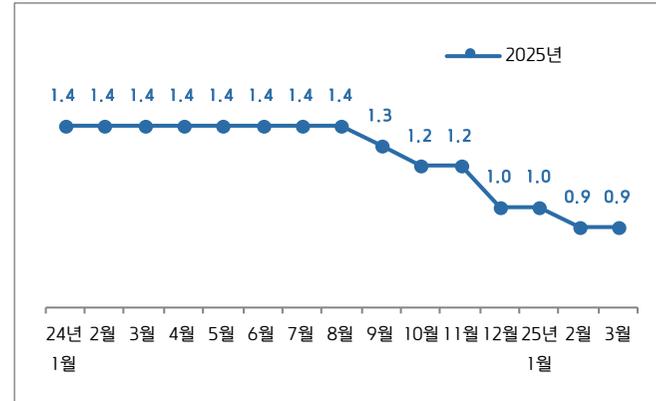
## 주요국 경제성장률 컨센서스 추이

미국



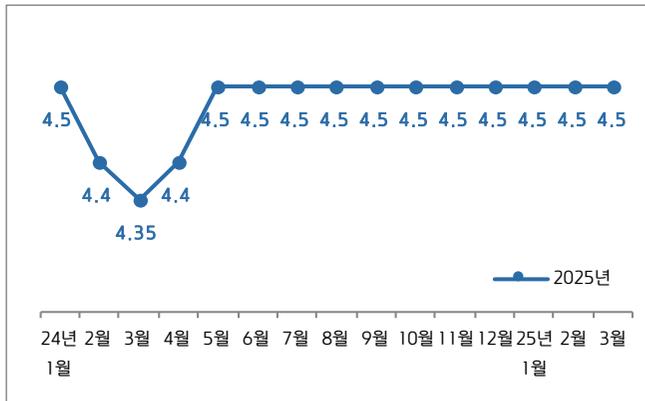
자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

유로존



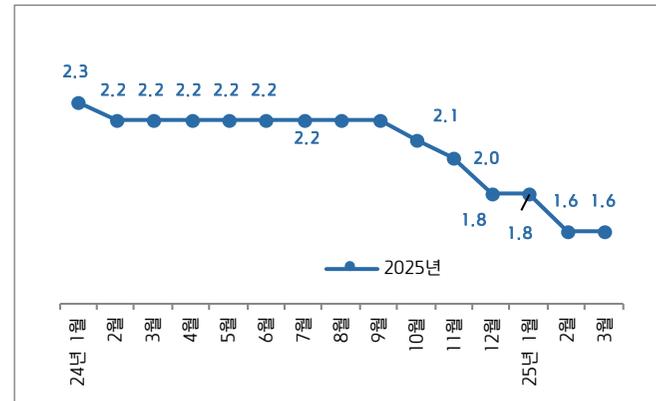
자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

중국



자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

한국



자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

미국 국채(10년), 한국 국고채(10년) 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

독일 국채(10년) 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

일본 국채(10년) 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 국채(10년) 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

# 03.

## 주요국 환율 추이

달러인덱스와 달러/원 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

유로/달러 환율 추이



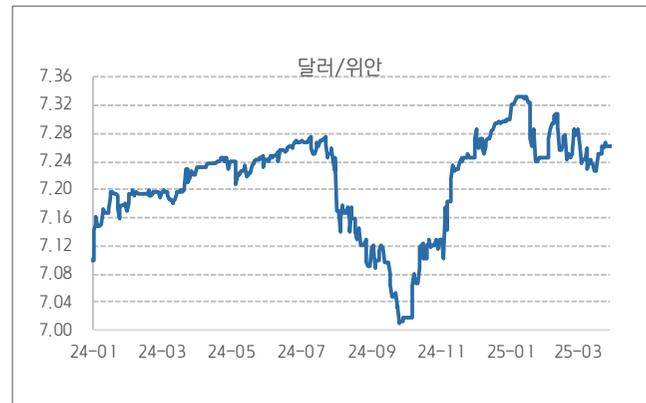
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러/엔 환율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

위안/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 미국 트럼프 대통령, 불법 체류와 마약으로 인한 위협을 국가비상사태로 간주하고 국가비상경제권한법에 근거해 캐나다, 멕시코, 중국산 수입품에 추가 관세 부과를 지시하는 행정명령 서명부터 시작한 이후 상호 관세 부과 계획까지 다양하게 발표

## 트럼프 정부 관세 부과 타임라인

구분	내용	일자
행정 명령	美 상무부 기존 무역협정 재검토	2025/1/20 (4/1 검토 결과 발표)
	만성적 무역적자 요인 경제·안보 측면에서 영향 조사 시행	
	남부 국경 국가 비상 상태 선포, 멕시코 국경 15,000명 정규군 파견	2025/1/20
	파리기후변화협정 재 탈퇴/LNG 수출 승인 동결 해제	
	육·해상 풍력 프로젝트 승인/허가/대출 일시 중단	
	마약 카르텔 해외 테러 조직 지정 → 펜타닐 공급국 고관세 등으로 대응 예고	2025/1/21
	국부펀드 설립	2025/2/3
	중국 10% 추가 관세	2025/2/4
	국가에너지비행위원회(NEDC) 설립, NEDC에 석유/휘발유 생산 증가 요구	2025/2/14
	캐나다, 멕시코 25% 관세 부과	2025/3/4 (4/27까지 유예)
	철강·알루미늄 제품 기존 면세 쿼터 폐기, 전 세계 25% 부과	2025/3/12
	국가별 무역협정 재검토해 상호관세 조화하기로 결정	2025/2/13
	무역확장법 232조에 따라 구리 수입이 국가안보에 미치는 영향 조사	2025/2/25
일론 머스크 테슬라 CEO가 이끄는 정부효율부(DOGE) 권한 확대	2025/2/26	
관세 정책	美 수입 자동차 25% 수준의 관세 부과	2025/2/18 (4/2 계획 발표 예정)
	4월 1일까지 국가별 무역 현황 검토 후, 예외·면제 없이 상호 관세 부과	2025/2/14
	한국, EU 와 같은 부가가치세 시스템 운영국 대상으로 상호 관세 적용	2025/2/16
	美 수입 반도체 25% 관세 부과	2025/2/19 (3월 중 계획 발표)
	美 수입 의약품 25% 이상 관세 부과	2025/2/19 (1년 걸쳐 인상폭 확대)
	무역확장법 232조에 따라 미국 목재 수입품의 안보 영향 조사	2025/2/19
	해외국의 美 빅테크 규제 조사 및 부당 규제 확인 시 보복 관세 대응	2025/2/21
	EU 관세 25% 부과	2025/2/26
4월 2일부터 수입산 농산물 상호 관세 부과	2025/3/3	

자료: 언론매체, 키움증권 리서치센터.

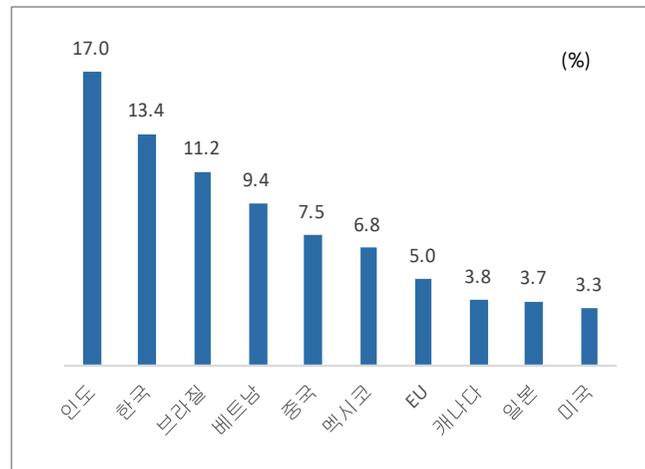
- ▶ 트럼프의 상호 관세 부과 방침은 행 시기와 대상 국가 등 구체적인 정보가 공개되지 않은 가운데 관세 부과 방식에 따라 국가별로 타격 정도가 다를 전망
  - 2023년 기준 주요국의 관세율 평균치는 미국 3.3%, 한국 13.4%로 한국도 상호 관세와 관련한 영향 가능
  - 추가 관세가 적용되면 세율이 높은 국가일수록 타격이 더 클 수 있음. 미국보다 세율이 높은 국가들이 많은 만큼 관세 부과시 세계 경제에 미치는 영향이 큰 만큼 국가별 타협을 통한 조율 이어질 가능성

## 미국 상호 관세 시나리오별 영향

① 동일 제품에 동일 세율	동일 품목에 상대국과 같은 세율 적용 - 중국, 인도, 터키, 브라질 등 신흥국 공업 제품 겨냥
② 다른 제품에 추가 관세	美 특정 제품에 고관세 부과시 해당 국가 다른 제품에 관세 - 대미 자동차 수출국 추가 관세 가능성
③ 평균 관세율 적용	美보다 평균 관세율 높은 국가 제품에 추가 관세 - 터키 인도 등 관세율이 높을수록 영향, 세계 경제에 광범위한 타격

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터

## 주요국 평균 관세율



자료: WTO, 키움증권 리서치센터

주: WTO 세계 관세보고서 2024. 최혜국 실행 관세율 기준

## 06. 트럼프 정책의 시행 과정 속 잡음 가능성

- ▶ 공화당의 레드 스윙 달성에도 상원(100명 중 53명)과 하원(435명 중 220명) 모두 절반을 약간 넘는 수준  
트럼프 대통령 당선인이 원하는 대로 주요 정책을 추진하기는 쉽지 않을 것이라는 전망
  - 2024년 12월 19일, 부채 한도 적용을 2년간 더 유예하는 안이 담긴 다소 축소된 예산안이 하원 표결, 하지만 38명의 공화당 의원이 대부분의 민주당 의원과 함께 반대표를 던지면서 이 예산안은 부결
- ▶ 트럼프 경제팀 내부 균열이 확대될 가능성도 염두, 트럼프 경제팀은 보수 성향의 기업가 혹은 경제학자, 미국 우선주의자, 기술기업 인사 등 세 그룹으로 구성
  - 각 그룹은 관세, 이민, 대중 정책 등에서 상이한 입장과 이해관계 갖고 있어 실제 정책 추진과정에 내부 갈등 발생 가능

트럼프 1기와 2기 행정부 상원·하원 구성

		(단위: 의석수)			
구분		트럼프 1기			트럼프 2기
		2017년	2018년	2019년	2020년
상원	공화당	52		53	53
	민주당	48		45	45 (무소속2)
하원	공화당	241		199	220
	민주당	194		235	215

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터

트럼프 2기 경제팀을 구성하는 3축

	특징	인사
주류 보수주 의자	감세 정부지출 축소 화석연료 선호	스콧 베센트 (키스퀘어 그룹 CEO / 재무 장관) 하워드 러트닉 (켄터 피츠제럴드 회장 / 상무 장관) 더그 버검 (前 노스다코타 주지사 / 내무 장관)
골수 MAGA	고율 관세 부과 중국 견제 반이민 정책	스티븐 밀러 (백악관 부비서 실장) 피터 나바로 (백악관 무역·제조정책국장) 제이미슨 그리어 (USTR 대표)
테크계 거물	규제완화 첨단산업 육성 우수한 해외인재 유치	일론 머스크 (테슬라 CEO / 정부효율부 공동 수장) 데이비드 섉스 (크래프트벤처스 창립자 / 암호 화 폐·인공지능 차르

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터

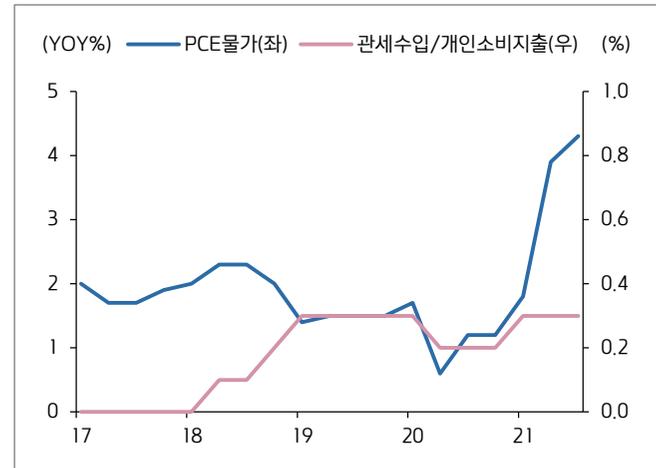
- ▶ 관세 부과에 따른 상대국가들의 대응과 지속성 여부에 따라서 인플레이션에 미치는 영향은 달라질 전망
  - 관세 부과가 일회성에 그칠 것이라면 인플레이션 미치는 여파는 제한적
  - 트럼프 1기 시기 관세 부과에도 미국의 물가는 안정적으로 유지
- ▶ 인플레이션 우려와 경기 둔화 가능성 등을 고려할 때 과격한 관세 부과의 가능성 낮을 전망
  - 트럼프가 높은 인플레이션을 배경으로 당선되었다는 점에서 고강도 관세가 인플레이션과 실업률 상승을 초래하여 유권자들에게 부정적인 영향을 미칠 것이라는 시장의 우려를 완전히 무시하기 어려울 듯

미국 트럼프 2기 주요 무역 규제 영향

구분	주요 영향
<b>품목별 관세</b> (특정 품목에 부과)	<b>직접적</b> ■ 해당 품목의 미국시장 내 가격경쟁력 약화 → 가격 인하로 대응시 수익성 저하, 가격 인상시 판매량 감소
<b>보편 관세</b> (수입제품에 일괄적 부과)	<b>부정적</b> ■ 미국시장 내 수요 위축, 수입품의 미국산 대체
<b>국가별 관세</b> (개별 국가에 부과)	<b>간접적</b> ■ 중국 등 제재국에 대한 중간재 수출 감소 ■ 제재국 현지 생산법인의 판매 감소
<b>상호관세</b> (상대국 관세 및 비관세 장벽에 대응하여 부과)	<b>긍정적</b> ■ 미국 이외 시장, 내수 등 경쟁 심화 가능성 ■ 미국시장 내 제재국 제품의 한국산 대체 효과 (한국의 관세 부담 상대적으로 낮을 경우)

자료: 한국신용평가 재인용, 키움증권 리서치센터

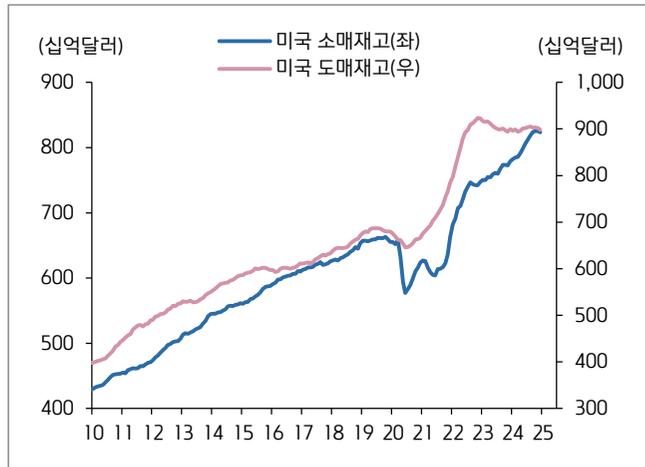
'17~'21년 분기별 PCE 및 관세의 전년 대비 변화



자료: Economic Policy Institute, 키움증권 리서치센터

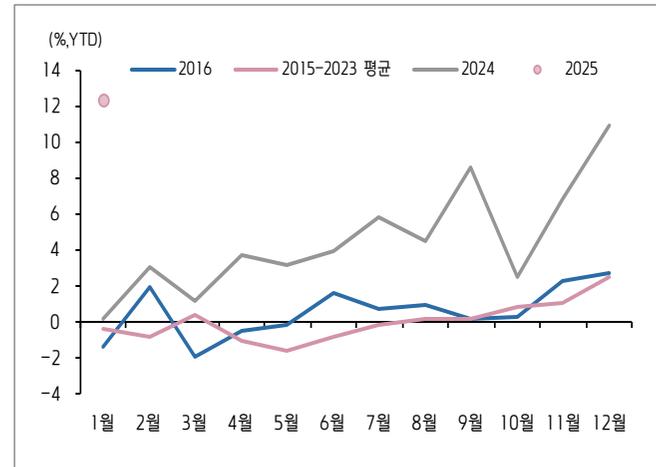
- ▶ 다양한 방식으로 관세 영향을 축소하는 방안 고려. 소매업체들의 마진 축소를 통한 가격 상승을 흡수, 기업들이 관세부과 전 재고를 대규모로 확보하여 초기 가격 상승 충격을 완화. 기업들이 공급망을 다변화하는 방식 등
- ▶ 관세 부과를 앞두고 이어진 소매업체의 재고 축적 및 인력 충원 등 선제적인 수요의 부작용이 지표 둔화로 이어질 가능성. 이 경우 연준의 통화정책 무게가 성장에 다시 맞춰질 것으로 예상
  - 관세로 공급망 조정과 비용 절감을 요구할 경우 일부 기업들은 고용 계획을 축소하거나 신규고용을 중단. 무역정책 불확실성이 클수록 투자 계획을 재검토
  - 관세 인상은 주로 저소득층에 부정적인 영향을 미쳐 고금리 부담과 더불어 가계 건전성을 취약하게 만들 전망

미국 도소매 재고 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

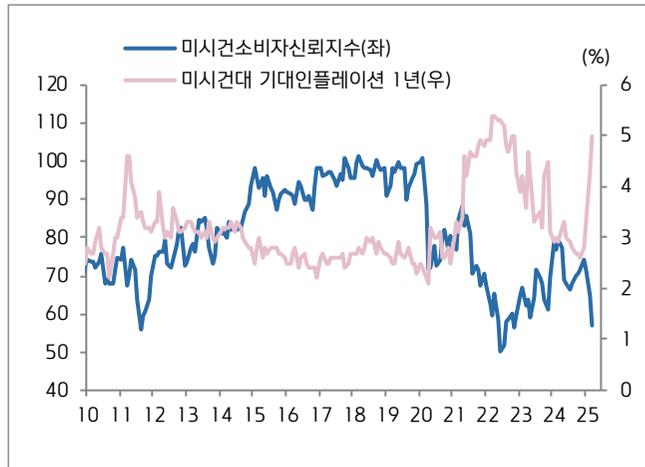
미국 연도별 연초대비 실질 수입량 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

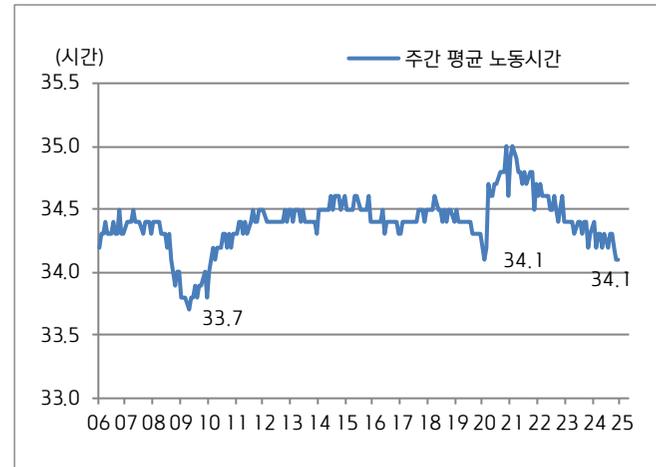
- ▶ 트럼프 행정부 관세 정책 불확실성에 소비심리 부진과 인플레이션 우려가 동시에 나타나는 상황. 단기적으로 스태그플레이션 우려 수시로 제기될 수 있음.
- ▶ 하지만, 기업들의 투자 보류와 신중해질 고용 계획 등으로 노동시장의 둔화는 점차 가시화될 가능성.
  - 기업들이 현재까지는 노동시간을 축소하는 방향으로 해고 압력을 완화했지만 현재 코로나19 직후인 2020년 3월 수준까지 낮아진 상황. 기업이익 둔화 및 불확실성 높을 경우 해고압력으로 이어질 가능성도 고려
- ▶ 노동시장의 둔화는 임금 인플레이션 압력을 완화, 수요 측면의 물가 상승 압력을 낮추는 요인으로 작용 가능  
올해 미국 기준금리는 6월과 9월 두 차례 추가 인하 전망

미국 미시건 소비자심리지수와 1년 기대인플레이션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 주간 평균 노동시간



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

# 10.

## 미국 관세 정책 불확실 고려, 한국 경제성장률 1%초중반 수준 전망

- ▶ 한국은행, 기본 시나리오에서는 금년중 미국이 중국에 대해 현재 수준의 관세를 유지하고, 주요 무역적자국에 대해 중국보다 낮은 수준의 관세를 부과하는 상황을 가정할 경우 한국은행은 올해 연간 1.5% 성장을 전망
  - 낙관적 시나리오 하에서는 한국 경제성장률은 올해 +0.1%p, 내년 +0.3%p 가량 상향 조정, 비관적 시나리오 하에서는 올해 -0.1%p, 내년 -0.4%p 하향 조정 가능성을 열어둠

한국은행, 관세정책 시나리오에 따른 성장과 물가 전망치 영향

	관세 정책 가정	경제성장률 영향(% , %p)	소비자물가 영향(% , %p)
기본	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 중국: 25.1/4분기부터 관세 부과 후 유지</li> <li>• 여타국: 25년중 관세 부과, 26년중 완화</li> <li>• 저강도 보복관세</li> <li>• 무역정책 불확실성은 26년부터 완화</li> </ul>	<p><b>한국 경제성장률</b>                      2024년 2.0%, '25년 1.5%, '26년 1.8%                      (한국) '25년 -0.1%p, '26년 -0.2%p                      (전세계) '25년 -0.1%p, '26년 -0.1%p                      (미국) '25년 -0.3%p, '26년 +0.2%p</p>	<p><b>한국 소비자물가 상승률</b>                      '24년 2.3%, '25년 1.9%, '26년 1.9%                      (한국) '25년 -, '26년 -0.1%p</p>
낙관	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 중국: 26년중 관세 완화</li> <li>• 여타국: 낮은 수준 부과 후 26년중 완화</li> <li>• 중국만 부분 보복관세</li> <li>• 무역정책 불확실성은 25년 하반기 이후 완화</li> </ul>	<p>(한국) '25년 +0.1%p, '26년 +0.3%p                      (전세계) '25년 +0.1%p, '26년 +0.2%p                      (미국) '25년 +0.2%p, '26년 +0.3%p</p>	<p>(한국) '25년 -, '26년 +0.2%p</p>
비관	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 25년중 큰폭 관세 인상 후, 26년에도 유지</li> <li>• 고강도 보복관세</li> <li>• 무역정책 불확실성 심화</li> </ul>	<p>(한국) '25년 -0.1%p, '26년 -0.4%p                      (전세계) '25년 -0.1%p, '26년 -0.4%p                      (미국) '25년 -0.4%p, '26년 -0.8%p</p>	<p>(한국) '25년 -, '26년 -0.3%p</p>

자료 : 한국은행

## 11. 한국 수출, 급격한 위축보다 완만한 둔화

- ▶ 관세 인상 시 ① 對美 수출 반사이익(+), ② 한국의 對제재국 중간재 수출감소(-), ③ 보편관세의 직접적인 영향(-)의 경로로 우리나라에 영향
- ▶ 무역협회, 트럼프 2기 행정부의 특정국(對중국·캐나다·멕시코) 관세 조치가 우리 수출에 미치는 영향은 제한적
  - 10%p 관세가 부과된 중국을 포함해 향후 캐나다·멕시코에 25%p 관세가 부과되더라도 대세계 수출 감소폭은 0.03%~0.1% 수준
  - 보편관세 부과 여부가 수출 감소의 변곡점으로, 향후 전면적으로 10%p의 보편관세 시행 시 미국의 총수입이 전반적으로 감소하며 대세계수출은 1.9% 감소 예상

트럼프 2기 관세조치 한국 수출 영향 분석 (시나리오 1~3)

수출대상국	시나리오1 對중국 10%p		시나리오2 시나리오1+對캐나다·멕시코 25%p (캐나다산 에너지 10%p)		시나리오3 시나리오2+보편관세 10%p	
	금액	증가율	금액	증가율	금액	증가율
	對미국	4.0	( 0.3)	19.6	( 1.5)	-100.3
對중국	-8.1	(-0.6)	-6.8	(-0.5)	-13.0	( -1.0)
對캐나다	-	-	-2.6	(-2.5)	-3.3	( -3.2)
對멕시코	-	-	-12.4	(-9.1)	-15.7	(-11.5)
對세계	-4.1	(-0.1)	-2.2	(-0.03)	-132.4	( -1.9)

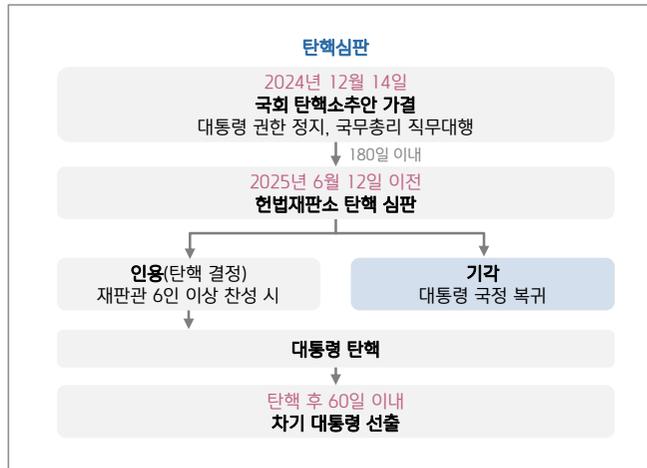
자료: 무역협회 재인용, 키움증권 리서치센터

## 12.

# 국내 정치불확실성과 경기 비관론 완화 기대

- ▶ 산불 피해 복구 등 추경을 추진할 가능성은 높아진 상황. 2020~2022년까지 총 8번의 추경이 편성, 그 중 4번이 주요 선거 직전에 편성. 선거를 앞둔 경우 4차례 모두 선거일 한 달 전 이내에 추경안이 국회를 통과 - 한은, 지난해 국회를 통한 긴축 예산안이 올해 성장률을 0.06%p 가량 낮출 것으로 예상
- ▶ 국내 탄핵 관련 이슈가 마무리되며 정치불확실성이 완화되고 추경 편성 등 부양 조치가 뒤따를 경우 트럼프 관세 불확실성으로 높아진 한국 경제에 대한 비관론도 진정될 것으로 기대

### 한국 탄핵 절차



자료: 기사인용, 키움증권 리서치센터

### 선거와 추경이 함께 진행된 사례

연도	추경편성	국회통과	주요선거	추경규모	정부
2020년 1차	3월 4일	3월 18일	4.15 총선	11.7조원	문재인
2021년 1차	3월 2일	3월 25일	4.7 재보선	14.9조원	문재인
2022년 1차	1월 21일	2월 22일	3.9 대선	16.9조원	문재인
2022년 2차	5월 12일	5월 29일	6.1 지방선거	62조원	윤석열

자료: 키움증권 리서치센터



## Compliance Notice & 고지사항

### Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석서는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

### 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.