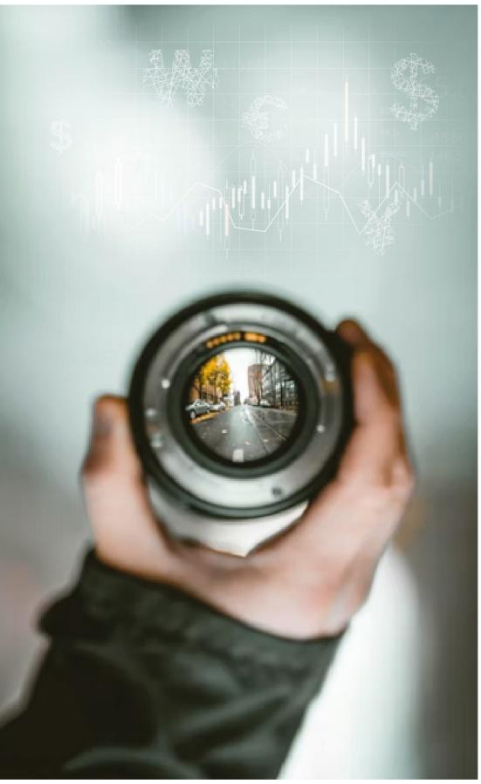
DS INVESTMENT & SECURITIES

2025.04.04

Investment Strategy

양해정의 전략코멘트

양해정 투자전략 02-709-2651 hjyang@ds-sec.co.kr



과하지도 덜하지도 않았다

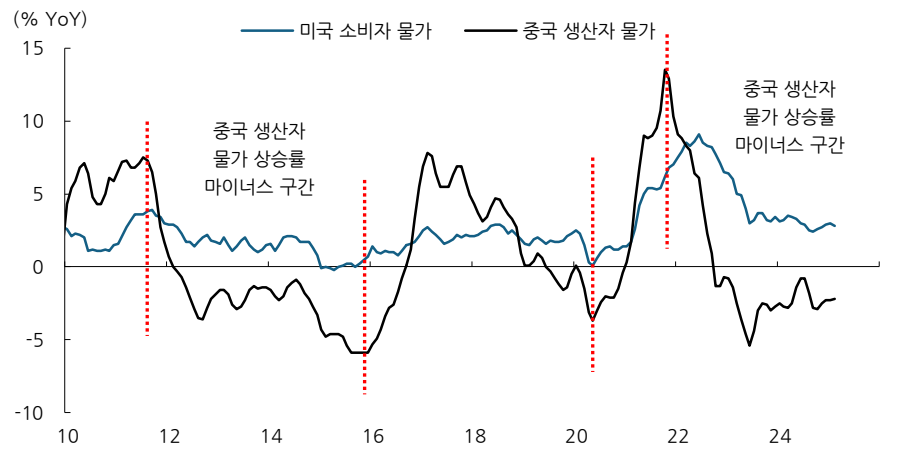
불확실성 해소 vs. 확대

트럼프 정부 관세 부과로 올해 시장을 흔들던 요인의 하나는 실체를 드러냈다. 코스피도 관세 영향을 반영하는 수준까지 일단 하락했다. 향후 대응은 이것을 불확실성 확대 요인으로 볼 것인지 해소로 볼 것인지에 있다. 이번의 경우 미국에 수출하는 주요국에 과하지도 덜하지도 않은 상태로 차별적으로 부과했다는 것이 특징이다. 수출국 간 경쟁과 미국과의 협상 여부에 초점을 두었다고 판단한다. 따라서 확대보다는 점차 강도가 약해지는 해소 과정에 더 가깝다고 본다. 정책 측면에서도 시장에 부정적일 수 있는 관세 이슈가 정점을 지나고 향후 정책은 감세나 규제 완화 같은 긍정적일 수 있는 것들로 옮겨갈 수 있다.

관세가 물가를 자극할 수도 있다. 하지만 일반 상품에서 미국 물가에 가장 부담을 주는 변수는 중국 물가다. 중국 생산자 물가는 아직 부담이 높지 않은 수준이다. 관세 부가가 직접적으로 소비자 물가에 미치는 영향은 중국 물가가 급등하지 않는 이상 크지 않을 것으로 판단한다.

코스피는 관세 부과에 반응했다. 반응 강도는 지난해 트럼프 대통령 당선 가능성이 확실해지던 수준까지다. 코스피는 선행 PBR 기준 0.8배 수준으로 밸류에이션 부담은 없다. 하방 리스크는 크지 않다는 판단이다. 업종에서는 미국 생산이 어려운 반도체, 조선 등이 관세 영향이 크지 않다고 판단한다.

중국 생산자 물가와 미국 소비자 물가



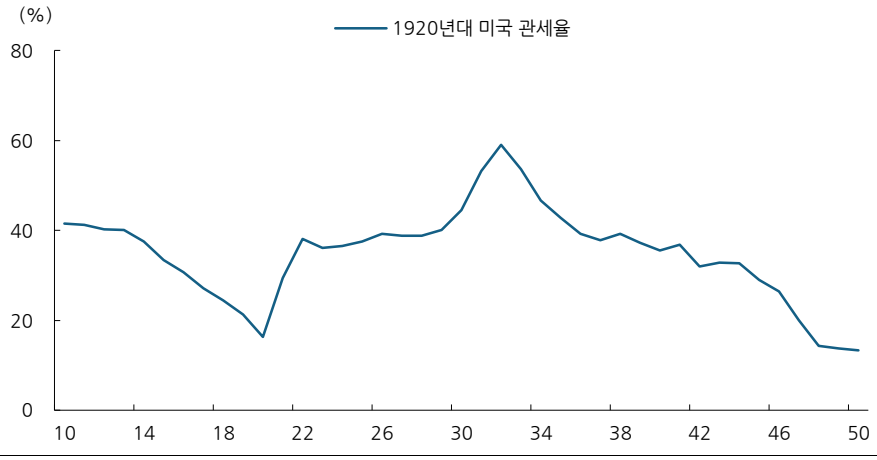
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

DS투자증권 리서치센터

생산성 증가와 투자를 자극할 수 있다

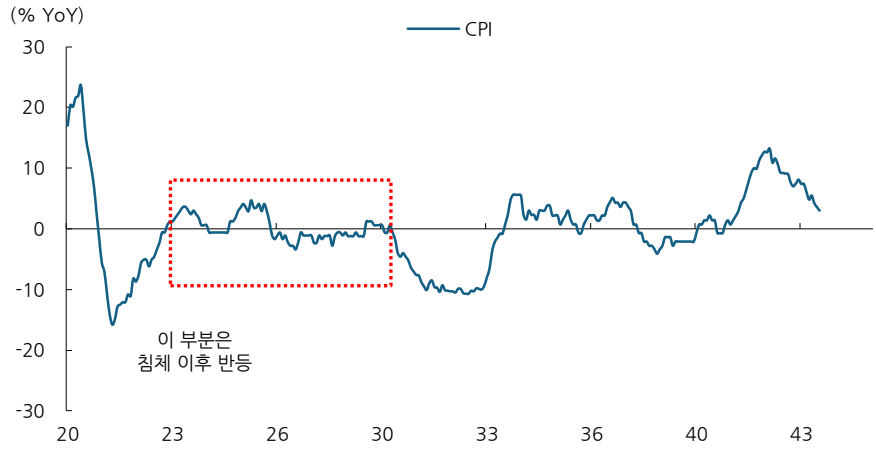
미국 관세율이 높았던 시기는 1920년대가 대표적이다. 자국 우선주의가 가장 팽배하던 시기이기도 하다. 하지만 높은 관세율에도 인플레이션은 안정적인 수준을 유지했다. 당시에 인플레이션이 안정되었던 이유의 하나가 생산성 증가다. 기술 발전으로 자동화와 대량 생산이 가능해져 일반적 생산품 가격이 안정되었다. 이번에도 미국뿐만 아니라 각국 기업들은 관세에 따른 비용 증가를 상쇄하기 위해 생산성 증가를 추구할 가능성이 높다. AI 등장에 따른 기술 발전이 더 빠르게 확대될 수 있을 것이다.

그림1 1920년대 미국 관세율 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림2 관세가 높았던 1920년대 물가 상승률



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

핵심은 중국이다

트럼프 정부의 관세 부과는 생산기지 이전을 통한 우회경로를 차단하는 것에도 중점을 두었다. 그렇다 보니 대부분의 미국 수출국가에 관세를 부과했다. 결국 핵심은 중국이다. 중국이 과잉 생산을 하고 이것이 미국 제조업에 부정적 영향을 주었다는 것이다. 따라서 관세 부과가 상호간 보복으로 이어지고 확산되는가 여부는 중국의 대응에 있다. 중국이 수출하는 것이 주로 일반 상품이라고 보면 관세 부과는 환율로 전가해서 해소할 수 있다. 트럼프 정부 1기 때 했던 방법이다. 만약 이번에도 중국이 위안화 절하로 대응한다면 상호간 보복으로 확산되겠지만 그렇지 않다면 상호간 마찰은 크지 않을 것으로 판단한다.

그림3 위안/달러 환율 추이

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 양해정)
- 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.