meritz 메리츠증권

Issue Comment

2025. 4. 3

미국 상호/보편관세 영향

● 메리츠증권 투자전략팀

채권분석
Analyst **윤여삼**
02. 6454-4894
yeosam.yoon@meritz.co.kr

경제분석
Economist **이승훈**
02. 6454-4891
seunghoon.lee@meritz.co.kr

투자전략
Analyst **이수정**
02. 6454-4893
sj_lee@meritz.co.kr

글로벌 투자전략 – 선진국
Analyst **황수욱**
02. 6454-4896
soowook.hwang@meritz.co.kr

FX/원자재
Economist **박수연**
02. 6454-4897
soo-yeon.park@meritz.co.kr

[경제분석] 미국 상호/보편관세 Comment

지금까지 고려되었던 상호/보편관세의 합집합. 미국 행정부는 상대국이 1) 미국 상품에 대해 부과하고 있는 관세, 2) 비관세 장벽(trade barriers), 그리고 3) 환율조작분(currency manipulation)을 정량화하여 실제 상대국이 미국에 대해 부과하고 있는 관세율을 계산(백악관 경제자문위원회 의장 스티븐 미란 추정). 여기에 상응하거나 절반 정도의 상호관세(tit for tat tariff)를 부과한 것. 근거는 1977년 제정된 IEEPA(국가 긴급 경제 권한법).

국가별 관세율은 중국은 추가 34%(기존 20%에 더해져 대중 관세 54%). 유럽연합 20%, 베트남 46%, 대만 32%, 일본 24%, 한국 25% 등. 특정 품목/업종을 겨냥한 것이기 보다는 국가를 상대로 개별 관세를 부과한 것 (표 1)

10% 보편관세는 4월 5일, 10%를 넘는 관세 해당되는 국가에 대해서는 4월 9일 적용. 2024년 수입비중으로 계산하면 평균 관세율은 25%로 스무드-홀리(1930) 관세 당시의 20%를 넘는 수준(편의상 캐나다, 멕시코를 15%로 계산함). 시장이 생각했던 Worst scenario에 가까움

캐나다와 멕시코에 대해서는 자동차 25%, USMCA 대상 품목 0%라는 기존 scheme이 4월 2일부터 적용되며, 1) 철강/알루미늄/자동차(국가안보, 무역법 232조), 2) 구리, 의약품, 반도체, 3) 향후 232조 적용 대상, 4) 금, 5) 미국에 없는 에너지원과 광물은 이번 대상에서 제외. 아울러 트럼프 대통령은 중국산 소액 면세(de minimis tariff exemption) 철회하는 행정명령 서명

베센트 재무장관은 상대국이 보복하지 않는다면 추가 관세 없고 이것이 사실상 ceiling이고 협상 여하에 따라 개별국 대상 floor가 어디일지를 모색해 보겠다는 것. 주요국과의 물밑 협상에 따라 선별적 관세 인하, 유예 등이 나올 가능성

일단 가장 큰 폭탄은 공개되었음. 다만 향후 상대국 보복 위험, 2)~3)에 대한 관세 위험이 남아 있음. 지금보다 상반기가 정책 불확실성 정점이라는 기본 견해 유지. 이번 관세를 계기로 미국 경제가 스태그플레이션 구도로 갈 가능성을 주시할 필요 (10% 수입물가 상승은 0.3~0.6% 소비자물가 상승압력 자극)

한편, 미 상원은 감세정책 연장(4조 달러)과 기타 감세(1.5조 달러, 향후 10년간), 부채한도(+5조 달러) 상향을 골자로 한 법안을 패스트트랙에 상정 계획(지출 감축 내역은 미정). 관세로 인한 경기하방 완충 재료이나, 지출감축 미진하면 재정건전성 문제 재부각 가능성 있음. 추후 follow-up 예정

표1 미국의 국가별 상호관세율 (4월 2일 공개)

(%)	상대국의 대미 관세율*	미국의 상대국향 상호관세율	(%)	상대국의 대미 관세율*	미국의 상대국향 상호관세율
Cambodia	97	49	Nicaragua	36	18
Laos	95	48	Israel	33	17
Madagascar	93	47	Philippines	34	17
Vietnam	90	46	Norway	30	15
Sri Lanka	88	44	United Kingdom	10	10
Myanmar	88	44	Brazil	10	10
Bangladesh	74	37	Singapore	10	10
Serbia	74	37	Chile	10	10
Botswana	74	37	Australia	10	10
Thailand	72	36	Turkey	10	10
China	67	34	Colombia	10	10
Taiwan	64	32	Peru	10	10
Indonesia	64	32	Costa Rica	17	10
Switzerland	61	31	Dominican Rep	10	10
South Africa	60	30	UAE	10	10
Pakistan	58	29	New Zealand	20	10
Tunisia	55	28	Argentina	10	10
Kazakhstan	54	27	Ecuador	12	10
India	52	26	Guatemala	10	10
South Korea	50	25	Honduras	10	10
Japan	46	24	Egypt	10	10
Malaysia	47	24	Saudi Arabia	10	10
Cote d'Ivoire	41	21	El Salvador	10	10
EU	39	20	Trinidad and Tobago	12	10
Jordan	40	20	Morocco	10	10

주: * Including trade barriers and currency manipulation
자료: 백악관, 메리츠증권 리서치센터

[투자전략] 미국보다 나은 한국

트럼프는 상호관세 or 보편관세 사이의 택일이 아니라 보편 + 상호관세 발표. 상호관세율은 상대국이 미국에 부과하고 있는 관세 + 비관세 장벽 + 환율조작분을 정량화해 계산한 후 할인해주는 방식으로 매우 자의적. 4/5부터 보편관세 10%, 4/9부터 국가별 차등 상호관세 발효. 미국의 가중평균 관세율 29%까지 상승

한국 증시 충격은 불가피하나 1) 이 수치가 Ceiling이고 협상 여하에 따라 낮춰질 수 있다는 점, 2) 20%를 예상하다가 25%를 부과받았지만 한국보다 더 높은 관세율을 적용받는 국가가 존재한다는 점(중국의 경우 기존 20% + 34% = 54%, 대만 32%), 3) 반도체는 이번 대상에서 제외되었다는 점 등에서 최악보다는 차악

관세 리스크는 정점, 미국 경기 리스크는 이제 시작. 관세를 부과받은 non-US의 경제 피해보다 US 자체의 스태그플레이션 우려 가중. S&P 500 선물은 현재 3% 하락하며 YTD 저점 경신. Non-US 증시의 아웃퍼폼 전망. 다만 미국 경기 침체가 없어야 위험자산 매수를 논할 수 있음. 한국의 경우 지수 레벨은 이미 저점 부근, 금요일 탄핵 판결 이슈가 더 중요한 트리거

[글로벌 투자전략 – 선진국]

미국 상호관세 부과 이후 S&P500은 장 마감 후 3% 하락, 5,450pt~5,500pt 부근에서 횡보 중. S&P500 12MF PER의 최근 5년 평균은 19.8배, 현재 EPS 수준에서 최근 5년 평균 PER을 준용한 지수 레벨은 5,480pt

관세 부과 포인트는 1) 베센트가 부연한 것처럼 이번에 나온 숫자가 최고치(high-end)이며, 2) 백악관에서 반도체 관세를 부과하지 않겠다는 것을 명시한 점. 3) 보편관세+상호관세를 동시에 부과하며 전반적인 관세 레벨 자체가 높아 경기 우려를 새로 부각시킨 점을 제외한다면, 관세에 따른 추가적인 불확실성은 상당 부분 소화한 것으로 봄. 향후 상대국들의 보복이 없다면 불확실성은 오히려 협상에 따른 관세 인하 가능성이 남은 것으로 생각

예상을 상회하는 관세 부과에 미국 경기 우려 부각. 남은 4월엔 관세와 함께 바로 수면 위로 올라오는 감세안 논의에 주목. 베센트 재무 장관의 미국 경제 구상(3.19 All-In Podcast 인터뷰, 4월 월간 전망 보고서 참고)에 따르면, 1) 관세를 통한 미국 내 일자리 창출, 2) 감세, 3) 금융규제완화, 4) 저렴한 에너지 공급이라는 4가지 정책을 축으로 트럼프 2기 미국 경제 정책 구상 중. 1)의 윤곽을 거의 드러낸 게 오늘이었다면, 남은 4월은 2)가 점진적으로 윤곽을 드러내는 구간으로 생각. 2)의 현실화는 경기 (+) 요인

미국 경제를 바라보는 관점에서 시장은 DOGE 출범 이후 균형재정 회복을 단기 시계의 경제 마이너스 요인으로 해석. 3.19 인터뷰에서 베센트는 트럼프와 2024년 선거 유세 당시 담화를 인용, '베센트가 적자를 바로 줄이면 경기 침체가 올 수 있는데, 균형점을 어떻게 찾느냐'는 말에 트럼프가 '2028년쯤 정상 범위로 돌려놓자'라고 대답. 의도적인 경기침체 유발이 아닌 중기 균형재정 수렴을 고려 중인 것. 베센트는 그 경로에서 감세를 경제 효율화에서 비롯된 세수 확대 수단으로 인식. DOGE로 유발된 재정정상화 인식이 감세안 통과로 되돌려진다면 시장은 회복할 여지가 있음

경기와 상대적으로 무관한 AI 초과수요 상황에 있는 반도체 섹터와, 금융규제 완화를 반영 중인 금융 섹터 중심으로 미국 증시 EPS 추정치 상향 추세 이어지는 중. 불확실성이 주가 하방 변동성을 키우고 있지만, 큰 틀에서는 비관적으로만 볼 필요는 없다는 견해

[FX] 달러의 안전자산 역할 < 트럼프 신뢰도 하락

관세 발표 직후 외환시장에서 변동성은 커졌지만 방향은 1Q 와 같았음. 즉, 1) DM 에서는 USD Short & EUR, JPY Long, 2) EM 은 약보합 연장. 시장 기대와 달리 관세 불확실성이 해소되지 않았기 때문에 센티먼트 전환이나 강달러로의 반전이 없었던 것으로 보임. **미국 예외주의 약화와 미국의 무역 장벽 강화라는 단기 패러다임이 계속되며 변동성 큰 박스권이 이어지겠음. 달러/원은 4/4(금) 대내 정치 불확실성까지 해소된 이후 달러인덱스에 연동된 하락 예상**

다만, 달러의 안전자산 역할을 고민할 시기. 2018 년 대중 관세 부과 당시 강달러가 나타났던 것과 달리, 2025 년 트럼프 취임 후에는 약달러 지속. 당시와의 차이점은 1) 관세율은 높아지고 2) 관세 대상국은 광범위해졌다는 것. 시장에서 안전자산을 선호하고 있음에도 미국 행정부 신뢰도 하락을 더 크게 pricing 하고 있다고 판단. 따라서 추세적인 강달러 전환은 1) 관세 정책이 시차를 두고 글로벌 경기 하강으로 이어지거나 2) 미국의 글로벌 리더십이 부각되는 환경이 마련될 때 기대할 수 있음. 상반기에는 해당 조건이 성립하기 어렵고, 6 월 연준 인하와 맞물리며 달러 강세는 제한될 것으로 보임

[채권전략] Liber(ation)이 아닌 Rebel 우려

미국 해방의 날? 글로벌 저항 우려 자극, 당분간 위험 기피

미국의 관세 부과 결과는 예상된 것 중 가장 최악의 수준 결정. 보편관세 10%에 미국 무역흑자국은 비관세 장벽 및 환율조작 등에 대한 의혹으로 높은 관세 부과. 이에 준거 한국은 미국에 50% 수준의 관세부과 효과를 나타내고 있다고 평가, 절반인 25% 상호관세를 부과하겠다고 밝힘

이를 종합하면 미국의 실효 평균 관세율은 20% 중반 이상으로 1930년 대공항 시절의 관세 규모를 뛰어넘음. 이로 인해 상무상관이 주장한 6조달러의 대외 수입 확대로 이어질 수 있음. 그러나 글로벌 교역 위축 등 충격으로 미국 성장률과 물가에 부정적. 현재 실효관세는 보편관세 25%에 부합하는 수준으로 미국 성장률은 0.7% 둔화, CPI는 1% 이상 상승할 정도. 이는 보편관세 10% 부과 시 성장률 0.3% 감소 및 물가 0.4% 상승의 충격의 곱절

베센트 재무장관 보복이 없다면 현재 부과되는 관세가 상한이며, 보편관세 10% 이상 부과 국가들은 이제부터 개별적 협상을 통해 관세 조정에 나설 것으로 추정. 현재 관세 부과 충격이 전면적 현실화되지는 않을 것으로 예상되나, '트럼프는 반만 믿자'는 일반적 주장에 큰 충격 발생. 관세 발표 이후 미국 주식시장은 나스닥선물 4% 대 하락, S&P500 3%대 급락. 미국채10년 금리도 종가 4.2% 부근까지 올랐다가 현재 4.0%대 중반까지 전일대비 10bp 이상 급락

경기둔화와 물가상승이라는 스태그플레이션 우려 국면에서 현재 미국의 정책대응은 균형재정 & 통화완화 확대 기조는 유효. 단기적으로 관세부과에 따른 물가상승은 더디게 반영되고, 경기둔화 및 금융시장 불안이 크게 반영될 수 있어 연준의 금리인하 기대 늘어날 것

이를 반영 당장 달러지수는 금융시장 충격에도 약세를 기록 중. 우리는 올해 연준이 6월부터 금리인하를 시작하여 3.75%까지 분기 1차례 인하 전망을 유지. 미국채10년 2분기 목표로 제시한 4.0%와 하반기 3.8% 타겟 전망 역시 유지

국내 영향

국내 영향은 한국 25% 관세부과 현실화 될 경우 여러 기관들의 연구에 따라 한국 수출 -13% 내외 이상 위축될 위험. 이는 성장률 -0.3% 이상 위축을 유발할 수 있다는 점에서 한은의 통화완화 압력 높임. 다만, 4월 금통위는 현재 관세부과에 따른 충격과 협상의 여지, 국내 정치적 불안 해소 등을 확인하면서 대응. 당장보다는 5월 인하 가능성에 무게

국내 역시 올해 2.25%까지 인하 전망을 지지하는 재료로 미국 관세부과 부각. 환율과 부동산 같은 금융안정 재료를 확인하면서, 추가 경기둔화 부담에 대응해 나갈 것. 국내 시장금리 역시 안전자산 선호로 강세. 익일 정치 이벤트 해소 이후 재정정책 활용 정도를 고려하면서, 금리반등은 매수기회로 삼아야 할 것

국고10년 2.6~3.0% 레인지 전망은 유지, 대외 관세부과에 따른 경기충격 우려는 단기 불플래트닝을 유발할 수 있음. 그럼에도 국내 정책대응 여건 확인하면서, 2분기 다시 스티프닝 가능성 대비하는 전략 필요

Compliance Notice

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 하시기 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.