

2025년 4월 4일



## KIWOOM 이슈분석

키움증권 리서치센터 투자전략팀

| 경제/FX 김유미 helloym@kiwoom.com | 주식전략/시황 한지영 hedge0301@kiwoom.com | 채권전략 안예하 yhahn@kiwoom.com

| 디지털자산/원자재 심수빈 sb.shim@kiwoom.com

키움증권

## 미국 상호관세 부과 이후 금융시장 점검

## Check Point

- 미국 상호관세 공개:** 국제경제비상권한법(IEEPA)를 토대로 모든 국가에 10%의 기본 관세와 국가별로 차등화된 개별관세를 추가한 상호관세 부과 발표. 향후 국가들의 대응과 협상 과정에 주목할 필요. 미국의 경기 침체 가능성 낮게 보나 올해 2~3 분기 성장 둔화 불가피. 한국 경제는 성장 하방 리스크 증가, 이를 완화하기 위한 추경 편성 등 정책적 압박 증가 전망
- 주식:** 상호관세 불확실성은 당분간 증시에 머물러 있을 것. 향후 몇 차례 주가 조정 압력에 노출될 소지. 다만, 경기 침체 현실화 & 주식시장 약세장으로 진입하기 보다는 협상에 따라 관세 수위가 낮아지는 과정에서 저점을 다시 높여갈 것으로 판단. 단기 대응 측면에서는 방산, 조선, 바이오 등의 관세 리스크에서 상대적으로 면역력이 있는 업종을 제시
- 채권:** 미 행정부의 예상보다 강도 높은 관세 정책으로 채권시장은 인플레이보다 경기 하방에 초점을 맞추며 강세폭이 가팔라질 전망. 당분간 국가 간 협상과정에서 불확실성이 지속되어 채권 매수 심리 강화될 것. 미 연준의 금리 인하 재개 시점은 물가 방향을 확인한 후 6 월로 기존의 전망을 유지하나, 그 시점이 5 월로 앞당겨질 가능성도 상정해 둘 필요. 이를 고려할 때, 채권시장은 중단기 중심의 강세가 이어질 전망. 미국채 10 년물 연간 레인지 3.6~4.8%로 금리 하단 하향 조정. 한국 채권시장도 5 월과 8 월 한국은행의 인하 기대 반영하며 중단기 중심의 강세가 이어지겠지만, 장기적 수출 동력 약화 관점에서 추경으로 인해 장기 금리 상승시 매수로 대응 필요. 국고 10 년물 연간 레인지 2.55~2.90% 예상.
- 외환:** 트럼프 상호관세에 대한 주요국 대응과 협상 과정 속에서 외환시장 변동성 확대 예상. 미 달러화는 경기 침체보다 성장 둔화에 무게, 연준의 추가 금리 인하 전망 등을 고려해 2 분기 완만한 약세 흐름 전망. 트럼프 정책 불확실성과 국내 성장 하방리스크에 대한 우려 등은 달러/원 환율의 상승 압력을 높이는 요인이나 국내 정치 불확실성이 완화될 경우 이에 대한 완충 역할을 해줄 것으로 기대. 트럼프 상호관세 부과 발표 이후 달러/원 환율은 1,400 원 중후반에서 등락을 예상하며 미 달러 약세와 국내 추경 편성 등을 통한 경기 개선 기대가 조성될 경우 1,400 원 초반까지 하락은 가능할 것으로 전망
- 원자재:** 트럼프 트럼프 미 대통령의 상호 관세 부과 발표 이후에도 무역관련 불확실성이 이어질 것으로 보이는 만큼 금융시장 내 안전자산 수요는 이어질 것으로 예상. 최근 금 가격 급등세를 감안했을 때 금 가격의 흐름이 부진할 가능성도 있어 보이지만, 최근 금 가격 강세를 견인한 중앙은행의 금 매수나 미 연준의 금리 인하 기조에 따른 금 투자에 우호적인 여건 등을 기반으로 금 투자 수요 유입이 이어질 것으로 전망

## 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.

## 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, 전사, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민형사상 책임을 지게 됩니다.

## 미국 트럼프 행정부 상호관세 발표

### 트럼프 행정부, 기본관세 10% + 국가별 개별관세

4월 2일(현지시각) 트럼프 대통령은 상호관세 부과를 공식적으로 발표하였다. 기본관세 10%에 더해 국가별 개별관세를 추가한 고율의 상호관세를 적용한 것으로 시장 예상보다 높은 수준이었다. 국제경제비상권한법(IEEPA)를 토대로 모든 국가에 10%의 기본 관세를 오는 5일부터 부과하고, 미국의 무역적자국에 대해선 기본 관세에 국가별로 차등화된 개별관세를 추가한 상호관세를 9일부터 부과할 계획이다.

국가별 상호관세 부과 수준을 살펴보면 한국은 26%, 일본 24%, 중국 34%, EU는 20% 관세가 계획되어 있다. 특히 베트남의 경우 46% 관세 부가가 예정되어 있어 과거 트럼프 1기 당시 중국이 베트남을 통한 우회 수출을 늘리고 있다는 의견을 일정 부분 반영한 것으로도 보인다.

한편, 일부 상품에 대해서는 상호관세의 예외조항을 두었다. 철강과 알루미늄, 자동차 등 기존에 다른 관세가 부과된 품목은 상호관세가 추가로 적용되지 않았다. 구체적으로 (1) 50 USC 1702(b)가 적용되는 품목, (2) 이미 232 조 관세가 적용되는 철강/알루미늄 품목 및 자동차/자동차 부품, (3) 구리, 의약품, 반도체, 목재 품목, (4) 향후 무역확장법 232 조 적용품목, (5) 금괴, (6) 미국에서 구할 수 없는 에너지 및 기타 특정 광물 등이 해당된다. 미국은 철강 및 알루미늄에 3월 12일부터 25%의 관세를 부과하고 있으며 자동차에 대한 25% 관세는 4월 3일부터 시행된다.

또한, 무역협정(USMCA)을 맺고 있는 캐나다와 멕시코의 경우, 무역협정의 적용을 받는 품목에 대해서는 무(無)관세가 유지될 예정이다. USMCA를 준수하는 제품은 0%의 관세가 계속 적용되고, 이를 준수하지 않는 제품은 25%의 관세가 적용, 에너지는 10%의 관세가 적용되고 있다. 기존 펜타닐/이주 IEEPA 명령이 종료되는 경우, USMCA 적용 상품은 계속해서 특혜를 받게 되지만, 비적용 상품은 12%의 상호 관세가 부과될 예정이다. 멕시코와 캐나다에 대해 25%의 관세를 부과하는 명령을 2월 초 발표했으며 트럼프 대통령은 이 조치를 시행 직전에 한 달간 유예, 지난달 초에는 USMCA의 적용을 받는 품목만 25% 관세를 유예하겠다고 재차 밝혔다.

미국의 단순 평균 최혜국 관세율은 3.3%로 세계에서 가장 낮은 수준이지만 브라질(11.2%), 중국(7.5%), 유럽연합(5%), 인도(17%), 베트남(9.4%) 등 주요 무역 파트너의 단순 평균 MFN 관세율은 이보다 훨씬 높다. 피치에 따르면 트럼프의 이번 공격적인 관세 조치로 인해 미국의 관세율은 작년 2.5%에서 22%로 인상될 것으로 예상하고 있다.

이번 트럼프 행정부의 국가별 관세율 추정 방식에 대해 다양한 해석이 나오고 있다. 실제 과세율이 아닌 미국으로의 상품수지 적자 절대 규모를 환용해 할인 관세율을 책정했다는 의견도 제기되고 있다. 즉, 미국의 상위 무역 적자국 중심으로 관세율을 높게 부과하는 방식을 채택했다는 점은 상품수지 적자 해소에 대한 의지와 동시에 향후 협상에서 지렛대로 활용하기 위한 전략일 수 있다는 것이다. 이후 주요국의 대응에 따라 상호과세 영향이 다르겠지만 협상의 여지가 열려 있다면 최악의 시나리오 가능성은 낮아 보인다.

미국 트럼프 행정부 주요국 상호관세 부과 계획

국가	각국이 미국에 부과한 관세율	미국이 부과한 상호 관세율
중국	67%	34%
유럽연합	39%	20%
베트남	90%	46%
대만	64%	32%
일본	46%	24%
인도	52%	27%
대한민국	50%	26%
태국	72%	37%
스위스	61%	32%
인도네시아	64%	32%
영국	10%	10%
호주	10%	10%

자료: 백악관, 키움증권 리서치센터

미국 실효관세율과 전망치



자료: Tax Foundation, 키움증권 리서치센터

주: '높음'은 모든 미국 수입품에 일률적으로 20% 관세가 적용될 경우의 실효 관세율 "CH+CN+MX"는 중국, 캐나다, 멕시코에 대한 관세가 모두 적용, "낮음"은 최소한의 새로운 관세만 시행되는 경우의 실효 관세율을 반영

## 이후 주요국 대응과 협상 과정에 따라 경제 영향도 달라져

미국 트럼프 행정부의 상호관세 부과가 시장이 예상했던 수준보다 폭넓고 높게 부과되면서 금융시장에서는 글로벌 및 미국의 경기 위축에 대한 우려를 높이고 있다. 트럼프 대통령의 상호관세 계획 발표 이후 미국 10년물 국채금리가 빠르게 하락하고, 달러도 약세를 보이면서 경기 부진 가능성을 반영하고 있다.

미국의 조세재단(The Tax Foundation, 2025) 에서 정리한 자료를 살펴보면 트럼프 관세 부과 형태에 따라 미치는 영향은 다양하게 나타난다. 보복관세가 없다는 전제하에 중국과 캐나다, 멕시코에 대한 개별관세부터 특정 품목에 대한 관세 부과는 대체로 미국 경제성장률을 0.4% 감소시킬 것으로 추정하고 있다. 유럽연합에 대한 25% 관세 위협은 미국 GDP 를 0.2% 감소시키고, 베네수엘라 및 베네수엘라에서 석유를 수입하는 모든 무역 파트너에 대한 25% 관세 위협은 미국 GDP 를 0.5% 위축시킬 것으로 보고 있다.

하지만, 보복관세가 없다는 전제이고 관세 부과 기간이나 강도에 대한 시나리오가 다양하게 적용될 수 있다는 점을 고려한다면 관세 부과가 경제에 미치는 영향을 현재 명확하게 추정하기는 쉽지 않다. 관세 부과가 지속적이고 수준을 높여간다면 경제에 미치는 부정적인 영향은 더 커질 수 있으며 반면, 협상을 통해 관세 부과율이 낮아지거나 면제가 된다면 우려보다는 충격이 제한적일 수 있다. 즉, 향후 국가들의 보복관세 여부와 협상 과정에 따라서 관세가 미치는 경제 충격은 차이를 고려해야 한다.

미국 트럼프 행정부 관세 부과 형태에 따른 영향

항목	GDP	자본 스톱
전체 부과	-0.4%	-0.3%
중국	-0.1%	-0.1%
멕시코	-0.1%	-0.1%
캐나다	-0.1%	-0.1%
섹션 232 철강 및 알루미늄	-0.05% 미만	-0.05% 미만
섹션 232 자동차 및 부품	-0.1%	-0.1%
보복 관세 (부과 및 위협 포함)	-0.05% 미만	-0.05% 미만
EU	-0.2%	-0.1%
베네수엘라 원유 관세	-0.5%	-0.4%

자료: Tax Foundation, 키움증권 리서치센터

주: 베네수엘라산 수입품 전체와 베네수엘라산 원유를 구매한 교역국(호주, 브라질, 캐나다, 중국, EU, 일본, 한국, 멕시코, 러시아, 베트남) 에서 들어오는 모든 수입품에 대해 25% 관세 부과

그렇다면 이후 상황에 대한 가정이 필요하다. 미국의 상호관세에 대해 협상이 진행될 가능성과 우려보다 덜 강경한 보복관세 대응이 이어질 것으로 전망한다면 글로벌 및 미국의 경기 침체 가능성은 낮아질 것으로 예상된다. 미국의 경우 관세 부과로 인해 성장 둔화는 불가피하나 물가 상승 압력이 제한적이라면 통화 이완을 통해 관세 충격의 부정적인 영향이 완화될 것으로 기대한다.

미 재무장관은 보복관세가 없다면 금번 상호관세율이 상한선이라고 언급하였다. 관세 부과가 계속해서 이어지지 않는다면 불확실성은 점차 줄어들고, 현실화 과정 속에서 대응의 영역으로 옮겨가게 된다. 현재 부과된 관세율을 낮추기 위한 국가들의 협상이 진행되거나 기업들은 관세 부과에 대응해 대체품을 찾거나 공급망을 변화시키는 움직임이 보다 빨라질 것이다. 이런 전환 과정에서 당연히 수요는 단기적으로 둔화될 수 밖에 없는 만큼 미국 내에서도 성장 둔화 우려는 확대될 가능성이 높다.

적어도 2분기에서 3분기 초반까지 미국에서 발표되는 실물지표들은 둔화될 가능성이 높으며 특히, 노동시장의 둔화가 가시화될 것으로 예상된다. 금주 발표된 2월 구인건수가 시장 예상보다 줄어들었으며 구인율은 4.5%로 연준 월러 이사가 언급했던 임계점에 도달하고 있다. 노동시장 내에서 수요가 줄어들고 공급이 늘어나면서 실업률의 상승 압력이 높아질 수 있다.

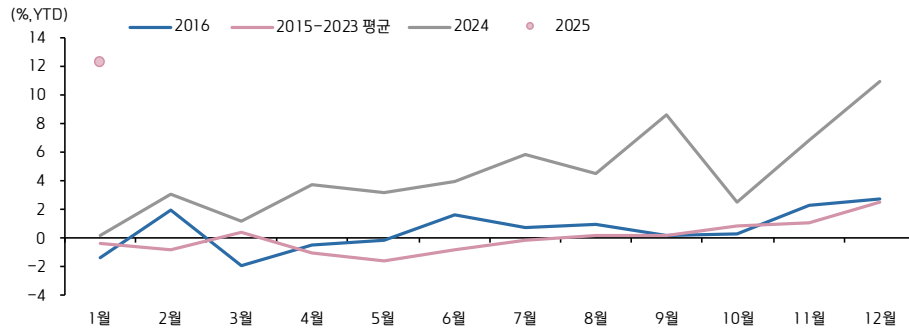
물론, 미국의 물가 상승 압력이 일시적으로 높아질 수 있다. 자동차 관세 부과 등은 중고차 및 완성차의 가격 상승 압력을 높일 수 있다. 다만, 미국은 지난해 연말부터 올해 연초까지 실질 수입과 소매재고가 급증하며 선제적으로 관세 부과를 앞두고 재고를 쌓아두었다. 단기적으로 가격 충격에 대한 완충 역할을 해줄 수 있다.

특히, 노동시장 둔화로 인한 수요 측면의 인플레이션 압력이 완화될 수 있다는 점도 근원물가의 상승 압력을 제한해줄 것으로 기대하는 부분이다. 경기에 대한 우려가 높아진 상황에서 기업들이 비용 증가를 최종재 가격에 손쉽게 전가시키기 어려워졌다는 점도 고려할 부분이다 미국 미시건 소비자심리지수 서베이를 살펴보면 기대 인플레이션은 높아졌지만 소비심리지수는 급락하고 있다. 경기에 대한 낙관론이 형성되는 구간에서는 기업들의 가격 전가는 용이하나 경기 둔화 우려가 제기되는 속에서는 기업 마진을 일부 축소하는 방법을 통해 시장 점유율을 유지하려는 움직임이 이어질 수 있다.

트럼프 정책 불확실성으로 인한 기업들의 투자 보류와 보수적인 고용 계획 등으로 2분기와 3분기 중 실물 지표는 둔화될 것으로 예상된다. 하지만, 물가의 상승 압력이 제한적이라면 노동시장 둔화와 가계의 소비 부진 등에 대응해 연준의 통화정책 변화가 뒤따를 것으로 전망한다. 올해 6월 9월 두 차례의 금리 인하를 전망하며

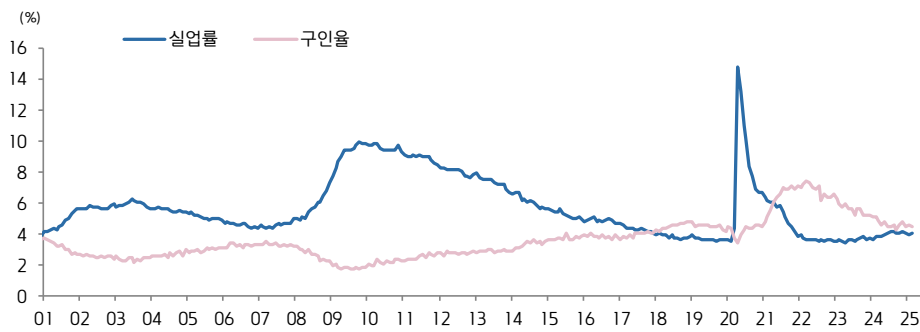
금융기관의 규제 완화를 통한 은행들의 유동성 공급 여건 등이 하반기 후반 미국의 투자 사이클 회복 여건을 만들어줄 것으로 예상된다.

### 미국 연도별 연초대비 실질 수입량 변화율



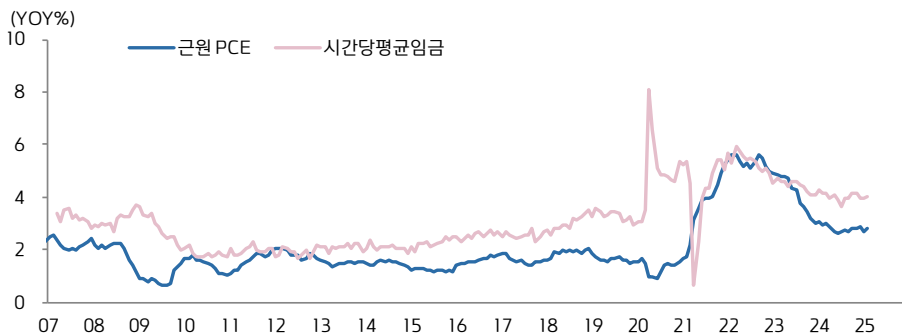
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 미국 구인율과 실업률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 미국 근원PCE물가와 임금 상승률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 한국 경제, 수요 부진에 대응한 부양 조치의 필요 강화

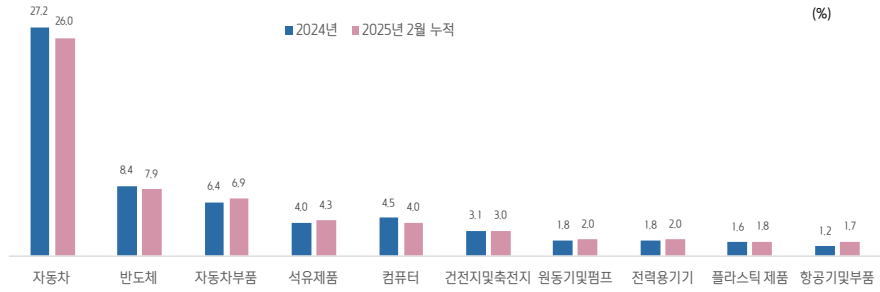
미국의 관세 부과에 대해 한국에서도 비관세 부문의 협상을 통해 관세율을 낮추는 과정이 진행될 수 있다. 하지만, 그럼에도 관세 면제가 아니라면 이로 인해 수출에 미치는 부정적인 영향은 불가피하다. 한국의 대미국 수출에서 가장 높은 비중을 차지하는 자동차와 관련 부품에 대한 관세도 25% 정도 부과될 예정에 있음을 고려할 때 전체적인 한국의 수출 둔화는 벌어져야 한다.

2 분기 한국 수출은 부진할 가능성이 높다. 트럼프의 관세 불확실성이 수시로 잡음을 낼 수 있고, 이에 따른 미국의 수요 둔화가 한국 수출에 부담으로 작용할 수 있기 때문이다. 수출 증가율은 작년 높았던 기저효과 비우호적으로 작용하면서 불안정하게 움직일 것으로 보이며 수출 기업들의 이익이나 우리나라의 성장에 대한 기대치를 당분간 낮출 것으로 예상된다. 지난 해 한국 수출의 견인은 주로 미국의 수입 수요였으며 올해에도 전체 수출에서 미국이 차지하는 비중은 3월 기준으로 19.1%로 중국(17.3%) 보다 높다. 미국 경기의 침체 가능성을 낮게 보지만 단기적으로 트럼프 정책 불확실성이 높아 기업들의 투자 보류와 선제적으로 이어진 가수요 등의 부정적인 영향은 미국의 수입 수요 둔화로 나타날 것으로 예상된다.

최근 한국 경제성장률에 대해 주요 연구기관들의 전망치 하향 조정이 이어지고 있다. 트럼프 관세 정책 불확실성과 대내외 수요 부진 등이 복합적으로 반영된 결과로 볼 수 있다. 1 분기 한국 수출 증가율이 전년동기비 -2.1%로 지난해 4 분기(4.2%) 대비 마이너스로 돌아서고 내수 역시 부진했음을 고려할 때 1 분기 한국 경제성장률은 0%대로 추가로 둔화될 것으로 전망한다.

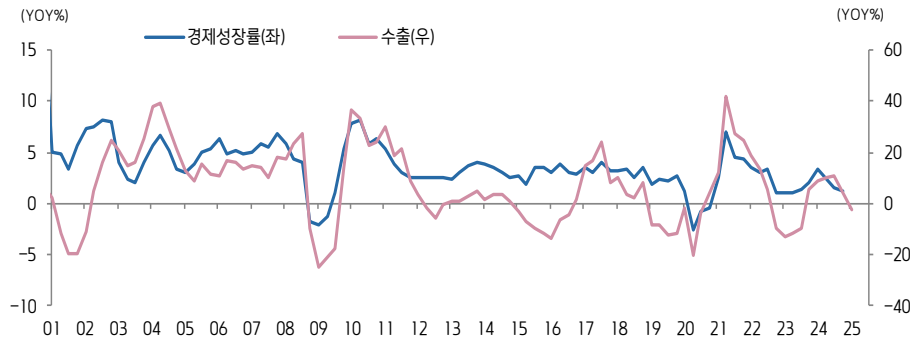
트럼프의 관세 정책이 점차적으로 완화될 것으로 기대하지만 상호과세 부과 자체는 한국 경제의 성장 하방 리스크 요인이다. 2 분기 중 대외 수요가 한국 경제 성장을 견인하기 어려운 만큼 추경 편성 등 내수 진작을 통한 경기 부양 조치가 필요한 상황이다. 만약, 정책적인 지원이 뒷받침되지 못할 경우 추가적인 성장 전망치의 하향 조정이 불가피하다. 트럼프 관세 부과 이후 예상보다 높은 관세율 부과와 내수 부진 등으로 정책적인 부양의 필요성이 더욱 강하게 요구되는 상황이다. 탄핵 관련 이슈가 마무리되며 국내 정치불확실성이 완화되고, 추경 편성 등을 통해 단기적인 내수 진작이 동반되어야 국내 경기에 대한 비관론은 완화될 것으로 예상된다.

### 한국 대미국 주요 수출 품목 비중



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

### 한국 경제성장률과 수출



자료: 한국은행, 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터



## 주식시장

### 단기 주가 변동성 불가피, but 추세적 약세장 진입 판단은 시기상조

4월 2일부로 이제 주식시장은 본격적인 상호관세 국면에 접어들었다. 이번 상호관세는 기본적으로 모든 국가에게 10%의 보편관세가 부과되며, 중국(34%), 일본(24%), EU(20%), 인도(26%), 한국(26%) 등 주요 60여개 국가들에는 추가적인 보복관세가 부과됐다. 동시에 트럼프는 “미국에 협조적이지 않은 국가들에게는 비금융관련 장벽까지 합산해 관세를 부과할 것”이라고 엄포를 놓은 상태다.

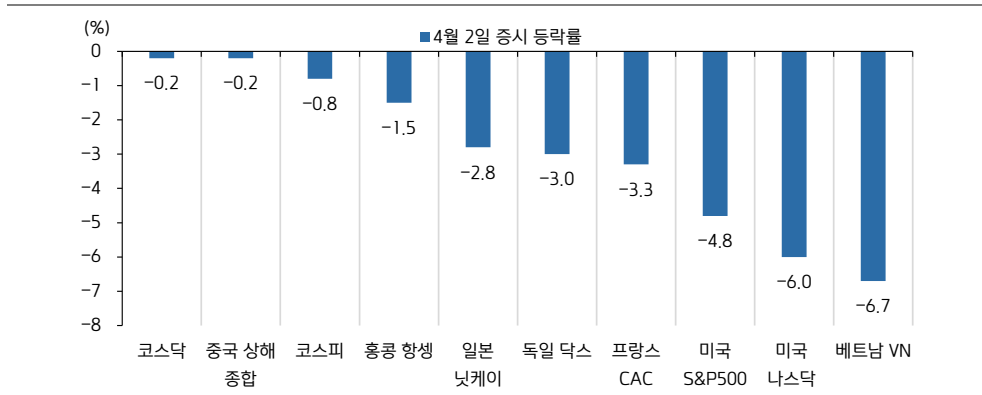
일단 주식시장은 이번 관세를 쇼크 수준으로 받아들이고 있다. 직전까지만 하더라도, 주식시장은 상호관세 혹은 보편관세 둘 중 하나만 부과할 것으로 예상했지만, 이번 관세의 성격은 그 둘이 혼합된 성격의 관세이자, 관세 근거도 불충분했기 때문이다. 상황이 이렇다 보니, 4월 2일 관세부과 당일 미국 나스닥(-6.0%), S&P500(-4.8%), 독일 닥스(-3.0%), 일본 닛케이(-2.8%), 베트남 VN(-6.7%), 홍콩 항셱(-1.5%) 등 상호관세의 직격탄을 맞은 국가들의 주식시장은 일제히 동반 급락세를 연출했다.

다행히도, 코스피(-0.8%), 코스닥(-0.2%) 등 한국 증시는 장중 낙폭을 회복하면서 상대적으로 선방하기는 했다. 하지만 외국인이 이날 하루동안 약 1.4조원 순매도에 나선 가운데, 아직 4월의 3거래일 밖에 되지 않았는데도 4월 월간 순매도 금액이 2.5조원에 달하는 등 외국인들의 수급 불안이 안심할 수 없는 부분이다. 또한 4월 4일 예정된 현직 대통령 탄핵 심판 선고 이후 발생할 수 있는 잠재적인 정치 불확실성도 상호관세와 맞물려 단기 혼선을 유발할 수 있는 재료다.

지금 주식시장에서는 “관세”가 전부인 분위기다. 거침없이 상승할 것만 같았던 미국 주식시장마저도, 연초이후 여러 차례 거침없이 급락하게 만들었다. 연준 역시 본인들의 통화정책 결정을 관세로 인해 손이 묶여 있는 듯한 모양새이다. 더군다나, 트럼프가 만들어내는 관세 불확실성은 침체, 스태그플레이션 불안까지 주식시장에 수시로 주입시키면서 주가 변동성의 레벨을 올려놓고 있는 실정이다.

침체 불안을 주입시킨 것은 심리, 설문에 기반한 소프트 데이터이긴 하다. 하지만 경기 선행성과 주가 방향성에 영향력을 행사하는 미국의 ISM 제조업 PMI 내 신규주문-재고의 스프레드가 1월 9.2pt를 고점으로 2월 -1.3pt, 3월 -8.2pt로 급락세를 지속하고 있다는 점이 석연치 않은 부분이다. 아직까지는 이들 심리, 서베이 데이터에 정치적인 섀채와 관세 노이즈가 개입되고 있으며 하드데이터는 양호하지만, 관세 리스크 장기화 시 실제 상황(하드 데이터, 실물)은 증시 악재로 급변할 가능성이 있다는 점이 문제다.

4월 2일, 트럼프의 상호관세 발표 후 당일 주요국 증시 반응



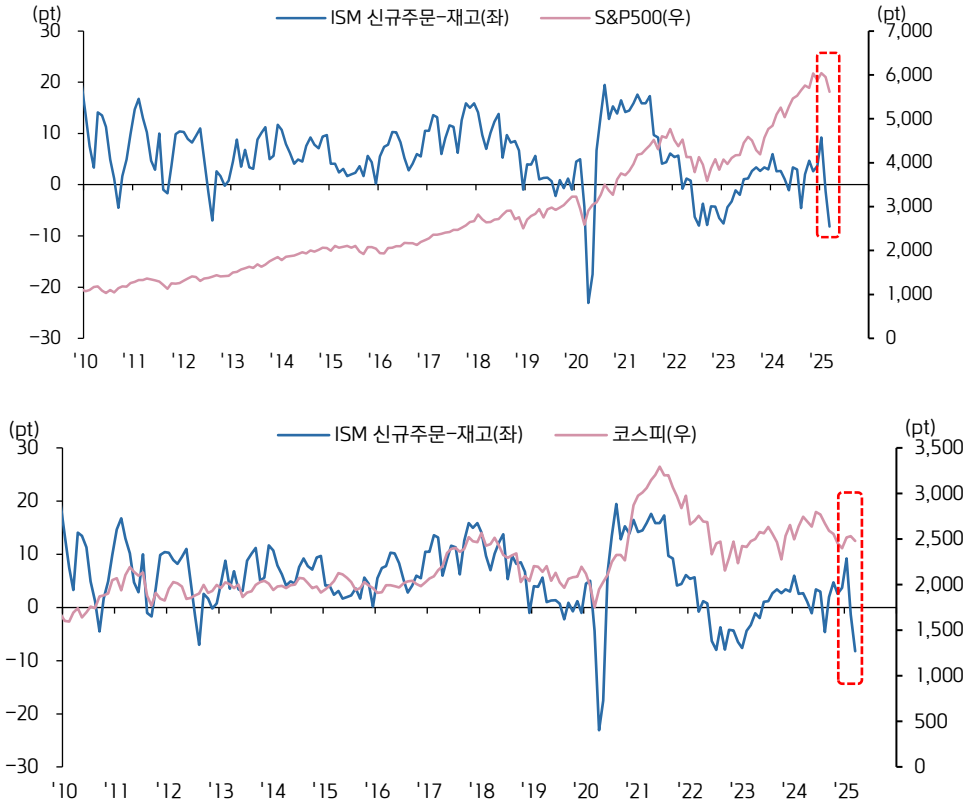
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

상호주의 관세 주요 내용

구분	세부내용
배경	<ul style="list-style-type: none"> <li>지속적인 미국 무역 적자 및 비상호적 무역 관계로 인한 불이익</li> <li>제조업 기반 약화</li> <li>국방산업의 외국 의존도 증가</li> <li>주요 공급망 취약성</li> </ul>
목표	<ul style="list-style-type: none"> <li>무역 불균형 해소 및 경쟁력 향상</li> <li>제조업 본국 회귀(리쇼어링) 및 미국산 제품 생산 증대</li> <li>국가 및 경제 안보 강화</li> <li>미국 노동자와 산업 보호</li> </ul>
관세 조치	<ul style="list-style-type: none"> <li>모든 국가에 10% 기본 관세 부과 (2025년 4월 5일 발효)</li> <li>미국의 무역적자가 큰 국가에 더 높은 개별화된 상호주의 관세 부과 (2025년 4월 9일 발효)</li> <li>보복 시 관세 인상 가능, 협력 시 관세 인하 가능</li> </ul>
관세 면제품	<ul style="list-style-type: none"> <li>법적 면제 대상: 개인적 통신, 인도적 지원 물품, 정보 자료 등</li> <li>무역확장법 232 조 관세 대상: 철강/알루미늄, 자동차/자동차 부품</li> <li>구리, 의약품, 반도체, 목재</li> <li>향후 232 조 대상 가능성이 있는 모든 품목</li> <li>귀금속(금, 은 등)</li> <li>미국 내 조달 불가능한 에너지 및 광물</li> </ul>
캐나다, 멕시코 특별 규정	<ul style="list-style-type: none"> <li>기존 펜타닐/이주 관련 IEEPA 명령 유지</li> <li>USMCA(미국-멕시코-캐나다 협정) 준수 상품: 0% 관세</li> <li>USMCA 비준수 상품: 25% 관세 (단, 에너지와 칼륨은 10% 관세)</li> </ul>
효과 근거	<ul style="list-style-type: none"> <li>2024년 연구: 트럼프 1기 관세가 미국 경제 강화 및 리쇼어링에 기여</li> <li>2023년 미국 국제무역위원회: 관세가 중국산 수입 감소 및 미국 생산 촉진</li> <li>전 재무장관 재닛 옐런: "관세가 소비자 가격에 큰 영향 없을 것"</li> <li>2024년 경제분석: 10% 글로벌 관세 시 7,280억 달러 경제성장, 280만 일자리 창출 효과 전망</li> </ul>

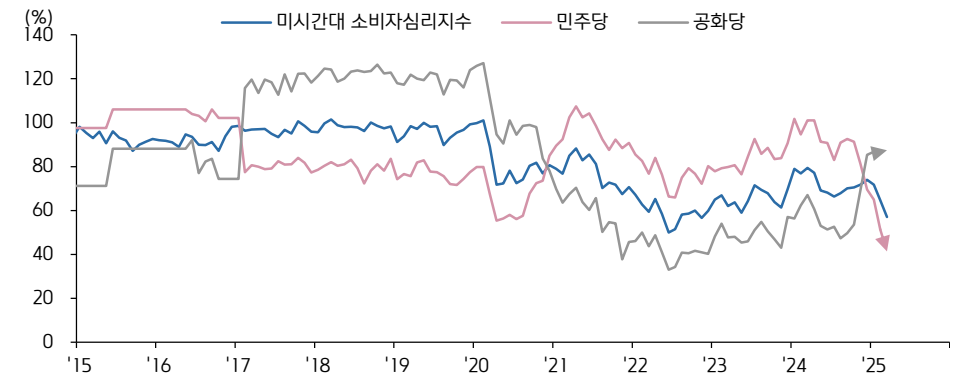
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국의 ISM 제조업 신규주문-재고 스프레드와 주식시장: 미국 제조업체 담당자들은 관세 불확실성을 우려해 비용, 주문, 재고 등 전반적인 기업 여건에 부정적인 전망을 제시하고 있는 상황. 이는 주식시장 입장에서 신중을 기울여야 할 수 없는 요인



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미시간대 소비자심리지수 및 정당별 소비자심리지수: ISM 뿐만 아니라 미시간대 소비자심리지수와 같이 소프트 데이터들은 정치적인 색깔과 노이즈가 개입되고 있는 상태. 아직은 하드데이터가 견조하지만, 관세 리스크 장기화 시 심리가 실제로 영향을 줄 가능성



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

이렇듯 주식시장은 당분간 관세 불확실성에서 쉽게 벗어나기 어려울 것으로 보이며, 이는 “얼마나, 언제까지 감당할 수 있을까”에 대한 질문으로 연결된다. 일단 지금 트럼프 진영의 전략은 “선 관세 부과 후 -> 상대국가와 협상 -> 관세율 조정”의 전략을 채택한 것으로 보인다. 또 상대국가가 보복관세를 하지 않는 이상, 현재의 관세가 상한선이며 4월 5일(보편관세), 4월 9일(개별 상호 보복관세)가 부과되기 전이나 그 이후에도 상대국가의 대응에 따라 관세율이 낮아질 수가 있다.

이제 주식시장은 각국 정부의 대응 방안에 맞춰 전략 수정을 하겠지만, 트럼프와 상대국가간 논의를 하는 과정에서 발생하는 관세 노이즈에 노출될 것이다. 단기 변동성 확대가 불가피하다.

4월 4일 현재 판결 이후 상황은 달라질 수 있겠지만, 지금 당장의 시점에서 봤을 때 정부의 컨트롤 타워가 부재한 한국 증시 입장에서는 상대적으로 부담이 더 갈 수 밖에 없는 부분이다.

여기서 미국의 3월 무역정책 불확실성 지수가 5,735pt를 기록했으며, 이는 전고점인 2월 2,446pt에서 약 2배 이상 급등했다는 점은 주식시장에 증시 방향성에 대한 단서를 제공한다. 설명하자면 이렇다.

작년 11월 트럼프 당선 이후 무역정책 불확실성지수가 10월 말 100pt대에서 11월 1,400pt대로 폭등함에 따라 주식시장이 취약해지는 과정에서, 2018~19년 1기 무역분쟁 시절에 준하는 잠재적인 관세 전쟁 리스크를 반영해왔다(Phase 1).

이후 올해 3월 중 트럼프의 기습적인 관세 행보와 3월 말부터 확산된 상호관세 불확실성이 만들었던 널 수 있는 최악의 시나리오를 월 중 빈번하게 주가 조정을 맞으면서 이를 일정부분 선반영해온 것으로 보인다(Phase 2).

이번 상호관세가 사실상의 상한선이며, 현 시점에서 이들의 관세가 높아지기 보다는 낮아질 확률이 더 크다. 이는 주식시장이 또 다른 돌발 관세 약재로 연쇄 폭락을 겪을 가능성이 제한적임을 시사한다.

유럽, 중국, 캐나다, 멕시코 등 상대국가들이 보복관세로 대응하더라도, 미국이 추가 관세를 물리면서 전 국가들을 대상으로 하는 무역전쟁을 미국이 벌일 가능성도 높지 않다. 미국 산업계, 경제학계, 월스트리트 등에서도 관세로 인한 미국 내 인플레이 상승, 소비 위축 및 침체와 같이 부작용의 목소리가 점점 높아지고 있으며, 이를 트럼프 진영에서 도외시하지 않을 것이기 때문이다. Real Clear Politics에서 취합한 주요 여론조사 상

평균값을 내보면, “트럼프를 지지한다(47.7%)”는 비율보다 “트럼프를 지지하지 않는다(49.9%)”의 비율이 앞서고 있다는 점도 참고해볼 필요가 있다.

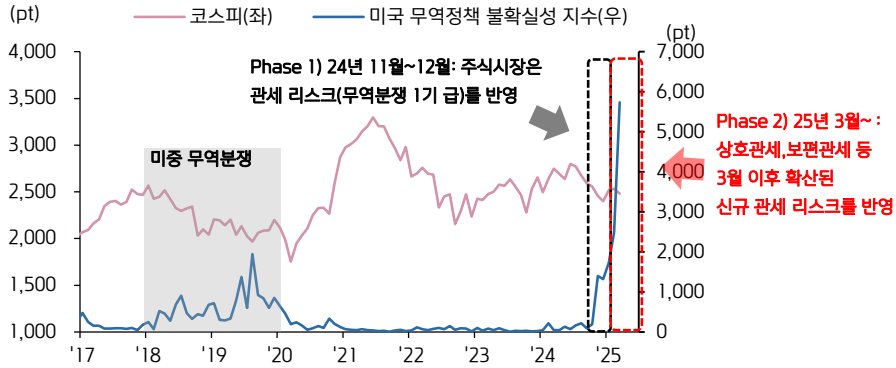
국내 증시만 놓고 봐도, 추가적인 하방 압력은 제한적일 것으로 판단한다. 4월 3일 기준 코스피의 후행 PBR은 0.84 배로 작년 연말 2,400pt가 깨졌던 밸류에이션 레벨로 다운되는 등 역사적 밴드 하단 부근에 도달했다. 물론 2018~19년 미중 무역분쟁 당시에는 후행 PBR이 0.80 배까지 내려간 전력이 있기에, 이번에도 해당 밸류에이션 레벨까지 조정을 받을지 모른다는 우려가 존재한다(현재 주가 레벨로 환산 시 후행 PBR 0.8 배는 2,360pt 대).

당시를 돌아해보면, 2017년 연말부터 코스피 이익 전망과 수출이 피크아웃 후 다운사이클에 진입을 하는 등 펀더멘털 상 디레이팅이 불가피한 구간이었다(+ 연준 금리 인상기). 현재는 상황이 조금 다르다. 한국의 수출은 25년 1월 -10.1%(YoY)를 저점으로 2월 +0.7%, 3월 +3.2%로 반등하고 있으며, 올해 코스피 영업이익 전망도 290~292조원대에서 하향조정이 마무리되고 있는 상태다(+ 연준 금리 인하기).

이번 상호관세로 수출과 이익 측면에서 일정부분 부정적인 영향을 받을 수는 있겠지만, 향후 국가간 협상을 통해 관세 수위를 낮춰갈 것이라는 전제 하에서는 수출과 이익의 바닥 다지기 국면은 유효할 것으로 판단한다. 따라서 일시적으로 PBR 0.8 배 혹은 그 이하로 내려갈 수는 있겠지만, 해당 레벨에서 고착화되기 보다는 수시로 반등을 주면서 하방 경직성을 확보해갈 것으로 전망한다.

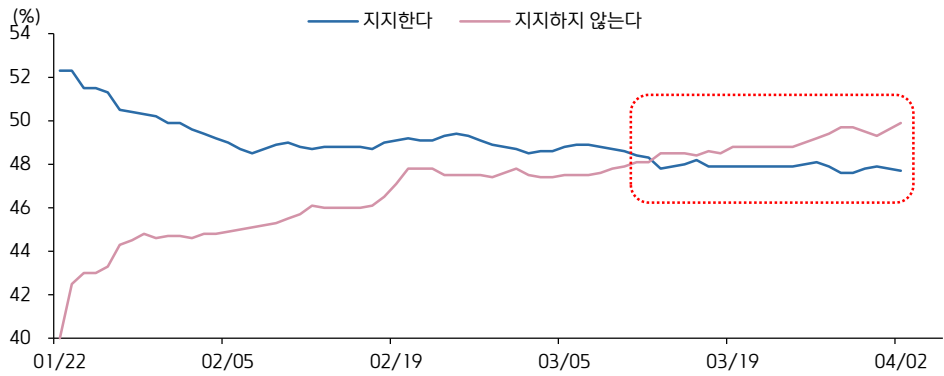
결론을 정리하자면 다음과 같다. 트럼프의 상호관세는 예상보다 강도가 섰으며, 각국에 대해 미국이 관세율을 산정 방식도 논란이 있다(실제 해당국가의 관세율과 무관하고, 단순 상대국가와의 무역수지를 미국의 상품수입으로 나눈 계산을 한 것으로 추정). 따라서 당분간 상호관세 불확실성은 증시에 머물러 있을 것으로 보인다. 향후 몇 차례 주가 조정 압력에 노출될 소지는 있겠지만, 경기 침체 현실화 & 주식시장 약세장 진입하기 보다는 협상에 따라 관세 수위가 낮아지는 과정에서 저점을 다시 높여갈 것으로 판단한다. 단기 대응 측면에서는 방산, 조선, 바이오 등의 관세 리스크에서 상대적으로 면역력이 있는 업종을 제시한다.

미국의 무역정책 불확실성 지수와 코스피



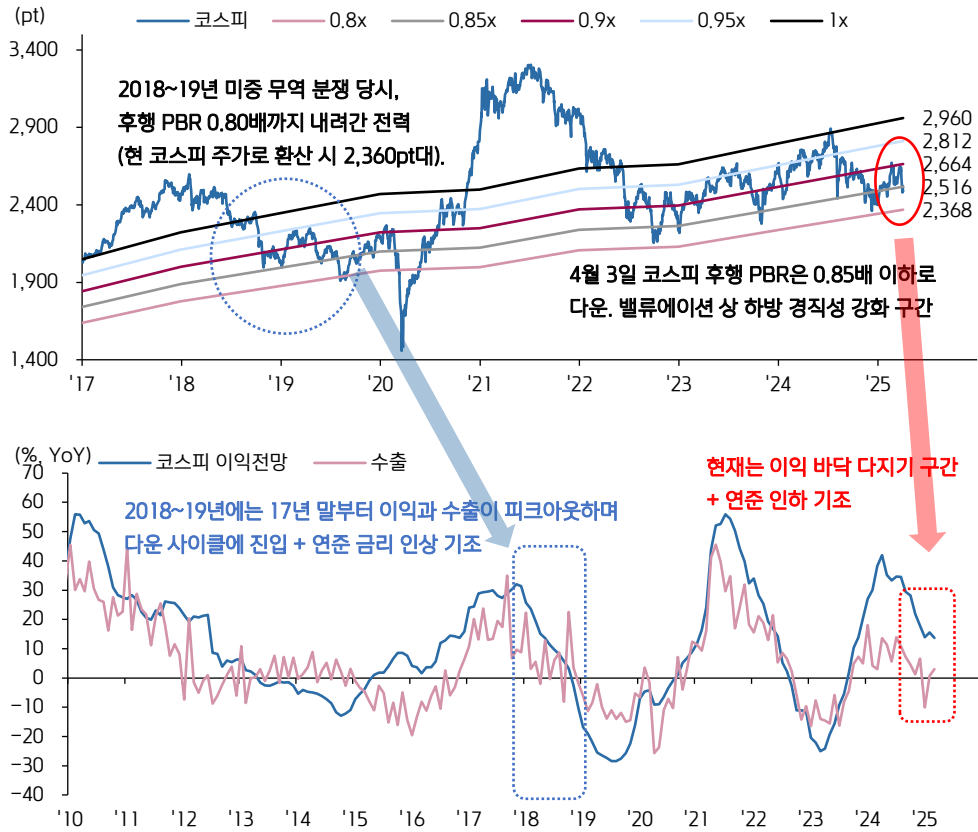
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

1월 취임 이후 트럼프 지지율 변화



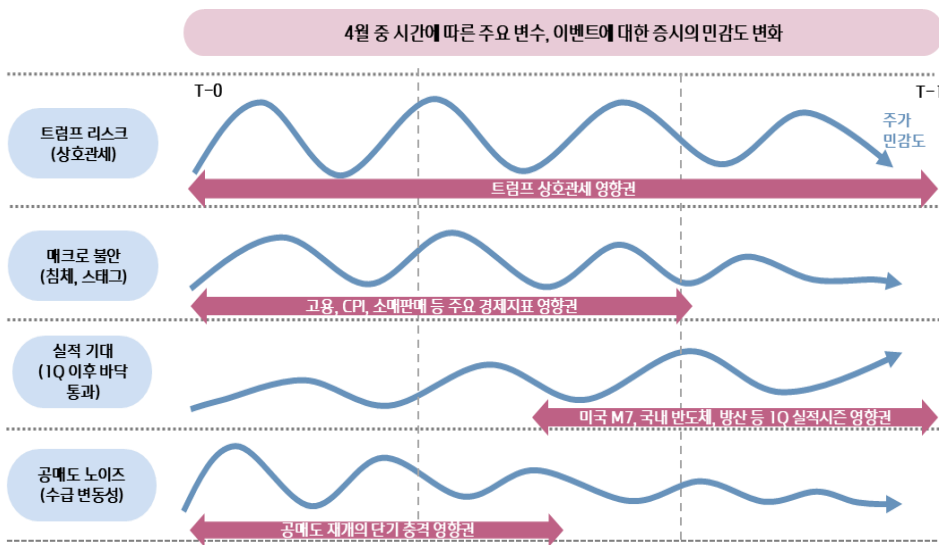
자료: Real Clear Politics, 키움증권 리서치센터

코스피 후행 PBR 밸류에이션 밴드와 이익, 수출



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

상호관세, 침체, 실적 등 주식시장의 주요 변수들에 대한 증시의 시간에 따른 민감도 변화



자료: 키움증권 리서치센터

## 채권시장

### 예상을 넘는 통상정책, 통화 완화, 재정 확대의 길

트럼프 행정부가 예상보다 강도 높게 관세 정책을 시행하고 있다. 1월 취임 당시만 하더라도 관세 부과에 유예기간을 두면서 전면적인 관세 정책 시행 가능성이 낮게 평가되었다. 하지만 자동차, 철강 제품 등에 대한 관세, 멕시코, 캐나다에 대한 수입 관세가 시행되었고, 4월 2일에는 미국 무역흑자 국가들 대상의 상호 관세를 부과했다. 비관세 장벽까지도 고려해 상대국들의 관세율을 높게 책정하며, 이의 절반 정도씩 상호 관세를 부과하겠다고 나선 것이다. 그 결과 한국은 미국에 대해 50% 관세 부과를 하고 있다고 평가, 이를 감안 한국에 대해 26% 관세를 부과하기로 결정했다.

예상보다 강도 높은 정책과 정책 산정 방식에 대한 논란 등은 통상정책 불확실성을 계속해서 높일 요인이며, 이는 안전자산 선호심리가 강화되며 채권 강세 요인이 될 것으로 예상된다. 최고 관세를 부과한 이후 국가별 협상의 과정을 거칠 것으로 기대되고 있으나, 한편으로 보복관세가 시행될 경우 미국은 추가로 관세율을 높이겠다는 입장도 보이고 있다. EU 등 세계 각국에서는 강도 높게 비판하고, 협상 불발 시 보복 조치에 나서겠다고 하는 상황이다. 물론 협상을 통해 관세가 완화될 가능성도 평가할 수 있겠지만, 현재로서 이보다는 협상 과정에서 불확실성이 이어지면서 채권 강세 요인으로 작용할 것으로 예상된다.

또한 관세율을 낮춘다 하더라도 관세 정책 자체가 폐기되는 것이 아니라면 무역량 감소와 함께 글로벌 수요 둔화가 나타날 것이다. 트럼프 1기와는 다르게 전방위적인 보편 관세를 부과하는 상황인만큼 트럼프 1기 당시보다 물가 상방 압력이 높아지는 것이 불가피해보이나, 그만큼 수요 위축 가능성도 더 높아졌다. 따라서 재정과 통화 정책의 지원 필요성이 높아졌고, 시장은 이를 반영하고 있다.

백악관의 상호 관세 발표 직후 미국채 10년물 금리는 4.0% 수준까지 떨어지고, 2년물 금리는 3.7% 레벨로 떨어지며 연내 3회 수준의 인하 가능성을 반영하고 있다. 물가 상방 리스크가 상존하나 수요 위축 우려를 고려하면 통화 완화 정책의 과정이 2분기 말부터 이어질 전망이다.

다만 그 과정에서 미 연준의 인하 시점이 6월에서 5월로 앞당겨질 가능성도 배제할 수 없다. 국가 간 협상이 원활하게 진행되기보다 보복관세까지 이어지게 된다면 금리 인하 횟수와 강도가 가팔라질 기대가 높아질 것이다. 이를 고려하면 협상과정이 구체화되기 전까지는 금리 인하 등 통화정책 완화 기대가 높아지면서 중단기 중심의 채권 강세 압력이 불가피해 보인다.



당사는 기존 2분기 미국채 10년물 금리의 밴드를 3.8~4.4% 수준으로 전망해왔으나, 예상보다 강한 규모의 상호관세 정책과 그 불확실성 수준을 감안해 미국채 10년물 금리 레인지 하단이 3.6%까지 낮아질 것으로 전망을 수정한다. 2024년 미국채 10년물 3.6%까지 떨어졌던 당시 미 연준의 빅컷 인하와 경기 침체 우려가 불거졌던 상황이었다. 점을 고려, 인플레이를 감안하더라도 3.6% 수준까지 낮춰 대응할 필요가 있다. 물가가 우려만큼 가파르게 올라가는 양상보다는 고용 둔화 등 경기 하방 압력이 강화될수록 매수 우위의 장세가 이어질 전망이다.

한편 그 과정에서 한국 국고채 시장 또한 중단기 중심의 강세를 예상한다. 특히 한국은 대미국 수출 규모가 중국을 앞지르고 있었던 상황에서 수출에 부정적인 영향이 불가피하다. 뿐만 아니라 미국과의 협상 과정에서 생산시설을 미국으로 이전하게 될 경우 국내 투자와 고용시장에도 부정적인 여파가 불가피하다.

국내 수출 경기 불확실성이 한 층 더 높아진 가운데, 길어진 국내 정치 불확실성 국면으로 인한 내수 부진 장기화에 결국 통화 완화와 재정 확장 정책이 함께 진행될 것으로 예상된다. 4월 4일 예정된 탄핵 선고와 함께 정치 불확실성이 해소되면서 시장 방향성이 더욱 공고해질 것으로 전망한다.

국내 정치 이슈와 대외 통상정책 불확실성 등으로 재정 확장은 불가피해졌다. 산발 대응을 위한 지원도 필요한 상황인만큼 재정 지원 규모가 30조원 이상일 가능성도 배제할 수 없게 되었다. 또한 그 과정에서 적자 국채 발행을 통한 자금 조달도 불가피하다. 이는 결국 장단기 금리차를 확대시킬 요인이다.

한국은행은 5월과 8월 금리 인하를 단행할 것이라는 기존의 전망을 유지한다. 부동산 가격 상승에 따른 가계부채 증가 등 금융안정에 유의하는 상황이라는 점에서 4월보다는 5월 인하 가능성이 높다. 또한 한국은행의 성장 전망치도 추가적으로 하향 조정될 가능성도 있다. 물론 재정 확장으로 인한 성장 보전으로 성장률 둔화 압력이 제약될 수 있겠지만, 관세 부과 영향권에서 국내 수출 경쟁력 확보가 제약되는만큼 저성장률에 대한 우려가 수시로 불거질 것으로 예상된다.

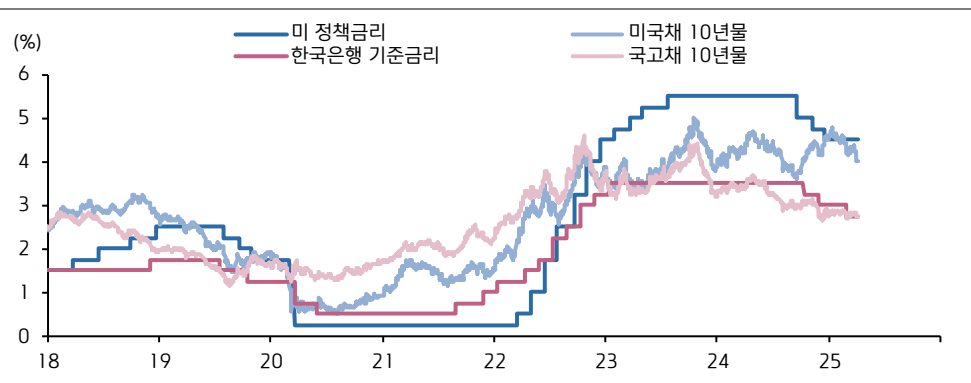
탄핵 선고 결과와 그 이후 방향이 미지수이나, 재정 확장 정책이 성장 보전의 성격이 강하다면 재정 확장 편성으로 금리가 상승시 장기채 매수 전략은 유효하다. 협상 과정을 통한 관세 부과 수준이 약화된다 하더라도 기본 관세 최소 10%는 유지된다면 장기적으로 성장 동력이 둔화된다는 점을 고려해야 한다.

4월 중 국내 정치 불확실성 해소 과정에서 30조원 이상의 추경 편성 등 재정 확장은 커브 스티프닝을 불러오겠으나, 수출 경기 개선 가능성이 낮아졌다는 점에서 3-10년 스프레드는 최대 50bp 수준에서 더 확대되기는 어렵다는 판단이다. 따라서 국고 10년물 기준으로 2.9% 이상에서 매수 매력에 높을 것으로 보며, 국고 10년물 연간 하단은 경기 불확실성이 높아졌다는 점에서 2.55% 수준으로 예상한다.

즉, 정리하자면 예상을 넘는 수준의 미국의 관세 정책과 이를 둘러싼 불확실성이 당분간 불가피하다는 점에서, 채권시장은 전반적으로 통화 완화 정책 기대를 반영하며 중단기 구간의 강세가 예상된다. 한국은행과 미 연준은 연내 2회 수준의 인하가 단행될 것으로 예상하며, 미 연준의 금리 인하 재개 시점은 6월로 기존의 전망을 유지하나, 미국 무역 상대국들의 보복관세가 이어질 경우 금리 인하 시점이 6월보다 5월로 앞당겨질 가능성도 배제할 수 없다.

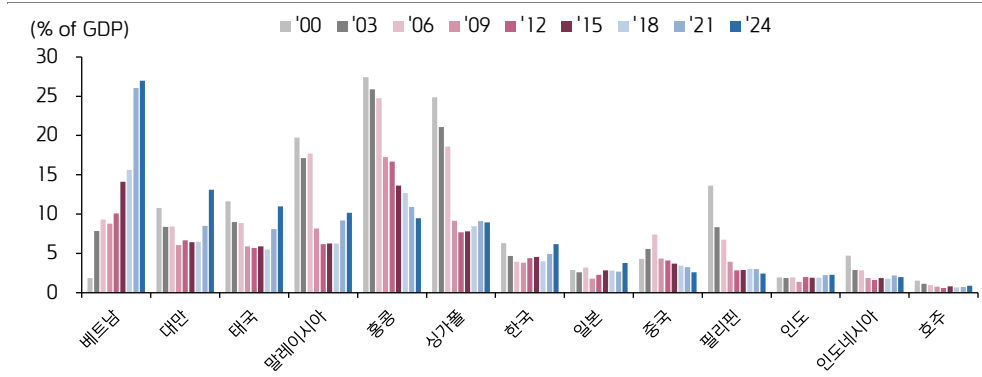
그 가운데서 국내 채권 시장은 국내 정치 불확실성 해소 속에 재정 확장 기대로 커브 스티프닝이 예상되며, 국고 3-10년 스프레드는 50~60bp 수준으로 확대될 것으로 예상된다. 다만 그럼에도 한국의 경우 수출 경쟁력이 관세 영향에 위축된다는 점에서 저성장 우려가 높아질 것이며, 따라서 국고 10년물 기준으로 2.9%를 상회하는 구간에서는 분할매수를 추천한다. 연간 국고 10년물 레인지는 2.55~2.90%, 미국채 10년물 레인지는 3.60~4.80%로 예상한다.

한미 정책금리와 시장금리 추이



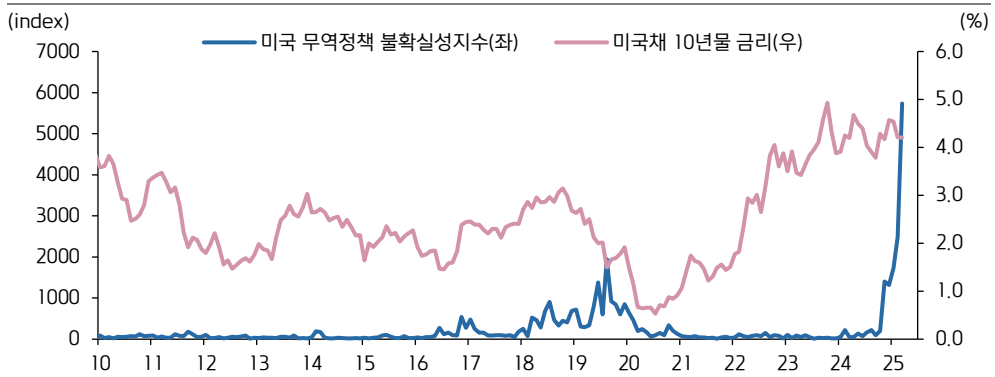
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 대미국 무역 흑자국 국가별 GDP 대비 대미 수출 비중



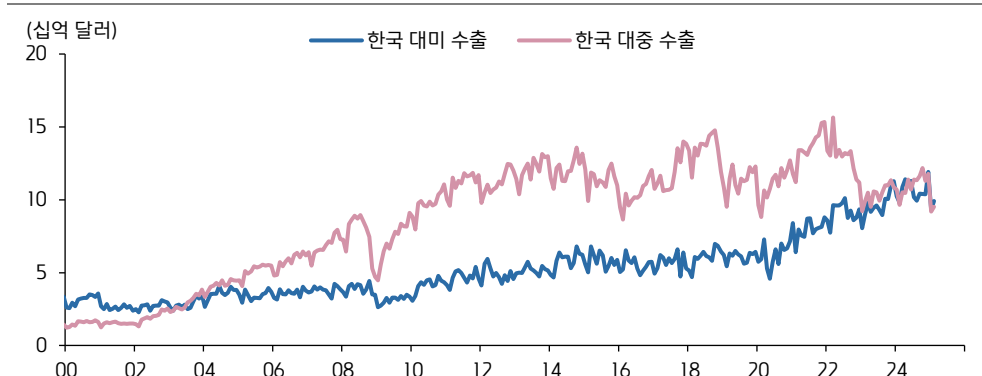
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 무역정책 불확실성 지수와 미국채 10년물 금리



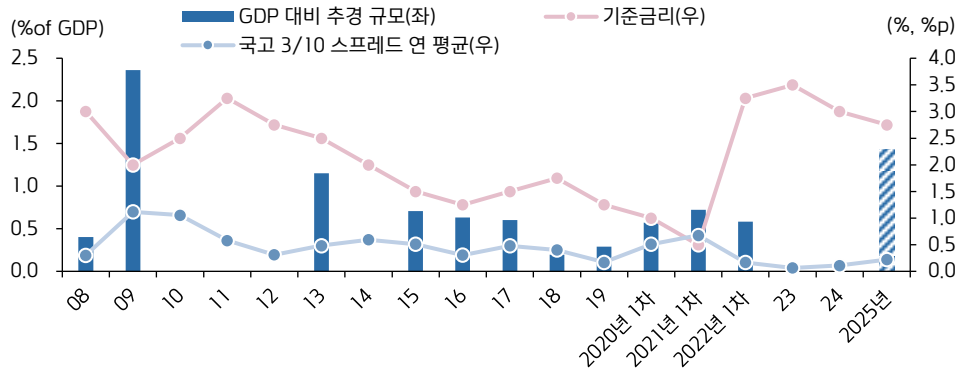
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 한국 대미, 대중 수출 금액 추이



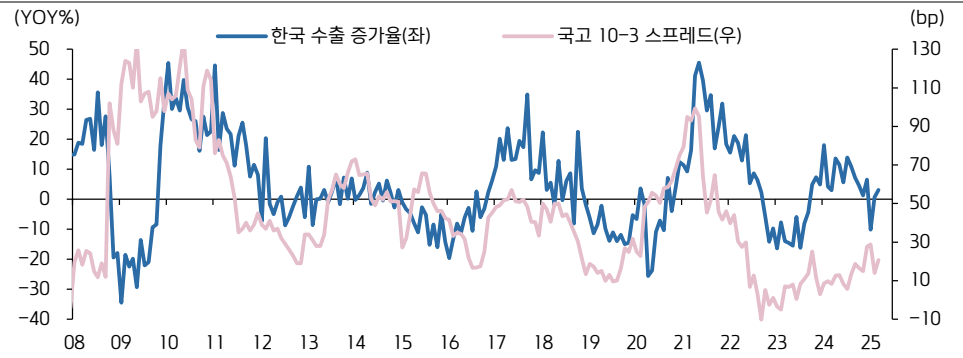
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 GDP 대비 추경규모와 기준금리, 장단기 스프레드



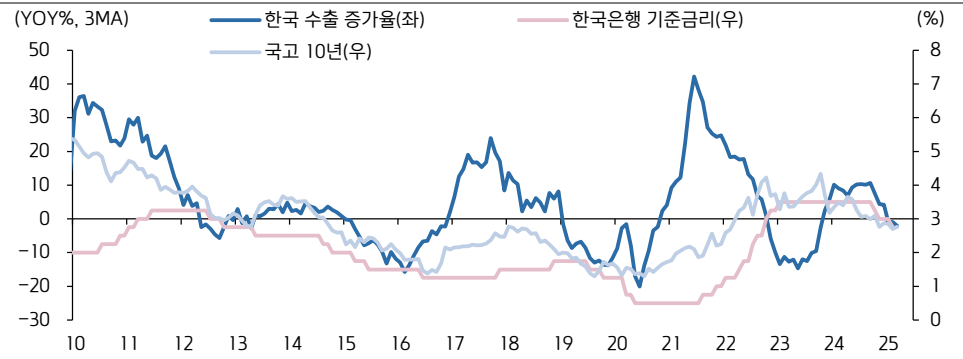
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
 주) 2025년 추경규모 35조원 가정, 2025년 3/10 스프레드는 최근까지의 평균

한국 수출 증가율과 국고 10-3 스프레드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 수출 증가율과 기준금리, 국고 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 외환시장

### 단기적인 변동성 확대 이후 완만한 달러 약세

트럼프 행정부의 상호관세 부과는 시장 예상보다 폭넓고 관세율도 높은 수준이었다. 이로 인한 충격이 글로벌 및 미국 경제에 부정적인 영향을 미칠 것이라는 전망이 강화되면서 미 달러화는 상호관세 부과 발표 이후 약세를 보였다. 그 동안 트럼프 관세 정책 불확실성은 인플레이션 우려에 주로 초점을 맞추며 미 달러나 국채 금리에 상승 요인으로 작용해왔다. 하지만, 이번 상호관세가 시장 예상보다 높은 수준으로 부과되면서 금융시장에서는 성장이 약화될 수 있다는 우려가 더 높게 형성되는 모습이다.

트럼프 상호관세가 예상보다 높게 수준으로 발표되었고 이후 이에 대한 주요국의 대응과 협상 과정이 진행되면서 단기적인 잡음은 불가피해 보인다. 보복관세로 대응할 경우 금융시장 내 불안심리가 높아지면서 안전자산 수요 측면에서 미 달러화가 강세를 보일 수 있으며 만약, 보복관세 수준이 시장 우려보다 낮고, 협상 과정으로 진행된다면 이에 대한 안도감이 미 달러에 약세요인으로 작용할 수 있다. 단기적으로 미 달러화가 트럼프 관세 부과에 대한 뉴스 플로우에 민감하게 반응하며 등락을 보일 수 있다.

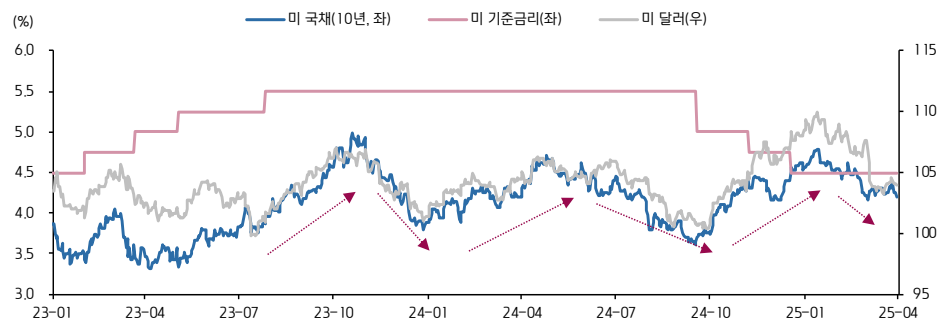
트럼프 상호관세 부과에 대해 보복 관세로 강력하게 주요국이 대응하기 강도는 좀 완화되고 협상의 과정이 진행될 가능성에 무게를 둔다면 미 달러화는 적어도 3 분기 초반까지는 완만한 약세 흐름을 보일 것으로 예상된다. 일반적으로 미 달러화는 경기 침체나 금융시장 내 안전자산 선호 경향이 극도로 높아질 경우 강세를 보이는 경향이 있으며 완만한 성장 둔화가 이어질 경우에는 약세 흐름을 보여왔다.

2 분기와 3 분기 초반까진 미국 경제가 완만하게 둔화되고 연준의 추가 금리 인하가 6 월과 9 월 두 차례 단행될 것으로 전망함에 따라 미 달러화는 약세 흐름을 이어질 것으로 보인다. 물론, 하반기 후반으로 갈수록 트럼프 관세 불확실성이 줄어들고 미국 내 규제 완화와 감세 가능성, 그리고 기업들의 투자 개선 등으로 성장이 회복되면서 미 달러화는 반등할 가능성이 있다. 하지만, 4 분기 미 달러화의 레벨은 반등하더라도 그 수준은 1 분기와 비교할 때 낮은 수준에 머물 것으로 보여 완만한 U 자형 경로를 보일 것으로 전망한다.

단기적으로 트럼프 관세 정책 불확실성에 따라 잡음이 불가피하고 외환시장 내 변동성이 확대될 수 있으나 점차 미국의 성장 둔화로 금융시장의 시선이 옮겨갈 것으로 예상된다. 미국의 물가 상승 압력이 시장 우려보다 완만하고 노동시장의 둔화세가 가시화될 경우 연준은 추가로 금리 인하를 단행할 것으로 예상된다.

단기적으로 유로존의 성장 모멘텀이 미국에 비해 우위를 보일 수 있다. 독일을 중심으로 재정 긴축에 대한 완화 움직임과 기준금리 인하 이후 유동성 공급을 통해 유로존은 점진적인 내수 회복 움직임이 뒤따를 것으로 예상된다. 물론, 성장성 측면에서 미국이 유로존에 비해 양호할 것이라는 전망은 유효하다. 다만, 단기적으로 미국의 성장 둔화가 이어지는 구간에서 유로존과의 펀더멘털 차이가 축소되는 모멘텀이 유로화 강세/미 달러화 약세의 형태로 반영될 것으로 예상된다.

달러인덱스와 미국 국채금리(10년), 기준금리



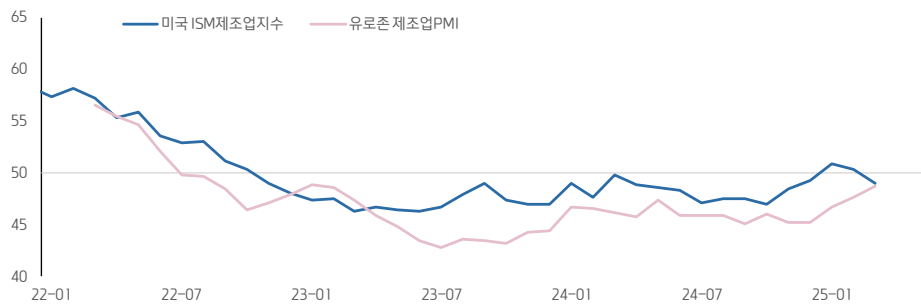
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러인덱스와 유로/달러 흐름



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 ISM제조업지수와 유로존 제조업 PMI지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 달러/원 환율, 1,400 원 중후반 등락 이후 소폭 하락 가능

트럼프 행정부의 상호관세 부과 이후 주요국 정책 대응과 협상 과정 속에서 나타날 수 있는 단기적인 잡음은 달러/원 환율에도 변동성 확대요인으로 작용할 수 있다. 트럼프 정책 불확실성과 국내 성장 하방리스크에 대한 우려 등은 달러/원 환율의 상승 압력을 높이는 요인이나 국내 정치 불확실성이 완화될 경우 이에 대한 완충 역할을 해줄 것으로 기대한다.

트럼프 상호관세 부과 발표 이후 달러/원 환율은 급등하기보다 1,400 원 중후반에서 등락을 보일 수 있으며 미 달러 약세와 국내 추경 편성 등을 통한 경기 개선 기대가 조성될 경우 1,400 원 초반대로의 점진적인 하락은 가능할 것으로 예상된다. 이 전망의 전제는 앞서 언급한대로 미 달러화가 단기적으로 완만한 약세 흐름을 보이고, 트럼프 관세 이슈가 최악의 시나리오로 전개될 가능성을 낮게 전망하는데 있다.

트럼프 상호관세 진행이 글로벌 및 미국의 경기 침체로 이어지지 않고 금융시장의 투자 심리를 급격하게 위축시키는 방향으로 진행되지 않는다면 달러의 강세가 제한되면서 달러/원 환율의 급등 가능성도 낮추어 줄 수 있다. 그리고, 이후 미 달러화가 성장 둔화와 연준의 추가 금리 인하 전망 등에 완만한 약세 흐름을 보인다면 달러/원 환율의 점진적인 하락도 가능해 보인다.

물론, 트럼프 관세로 인해 한국의 수출이 둔화되면서 국내 경제의 성장 하방리스크가 높아지고 있다는 점은 원화에 부담요인이다. 올해 1 분기 한국의 경제성장률이 전년동기 대비 0%대로 추가로 둔화될 가능성이 높고, 대내외 수요 부진이 조기에 회복되기도 어려운 상황이다. 이 같은 펀더멘털 환경은 원화 가치의 강세를 전망하기 어렵게 만드는 요인이다.

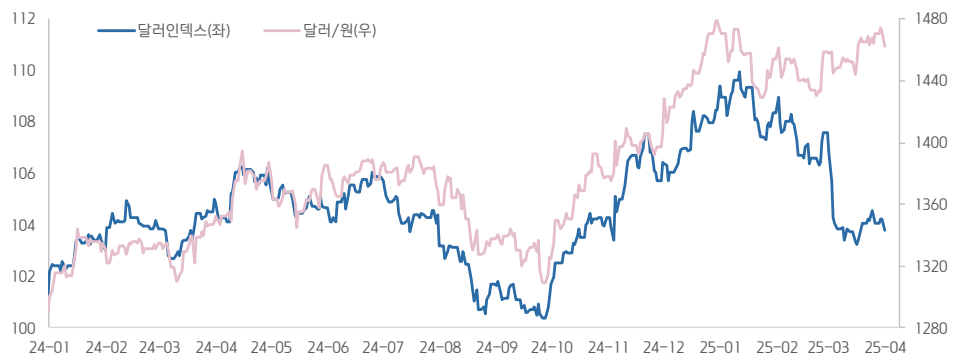
올해 들어 주요 연구기관과 IB 들은 한국 경제성장률에 대한 전망치를 계속해서 낮추고 있다. 이에 최근 미 달러가 약세를 보였음에도 달러/원 환율은 1,400 원 중후반에서 정체되며 여타 주요 통화와 달리 원화는 약세를 보였다. 특히, 펀더멘털 부진과 더불어 달러/원 환율의 하락을 제한했던 요인 중 하나는 국내 정치 불확실성이었다.

지난 해 연말 대통령 탄핵 이후 헌법재판소의 결론이 계속해서 미뤄지면서 국내 정치적인 불확실성도 높게 유지되었다. 이런 상황에서 국내 대내외 수요 부진과 트럼프 관세 이슈에 정책적으로 대응할 여력이 크지 않다는 금융시장 내 인식이 국내 경기에 대한 비관론을 더욱 강화시켰다고 본다.

이런 상황에서 국내 정치 불확실성이 완화되면서 추경 편성 등 정책적인 대응과 경기 부양의 여지가 마련된다면 성장 하방리스크가 다소 진정될 수 있다. 근본적으로 국내 성장이 취약하지만 정책적 지원이라는 형태로 성장 모멘텀이 개선된다면 단기적으로 원화 가치에 우호적으로 작용할 것으로 보인다.

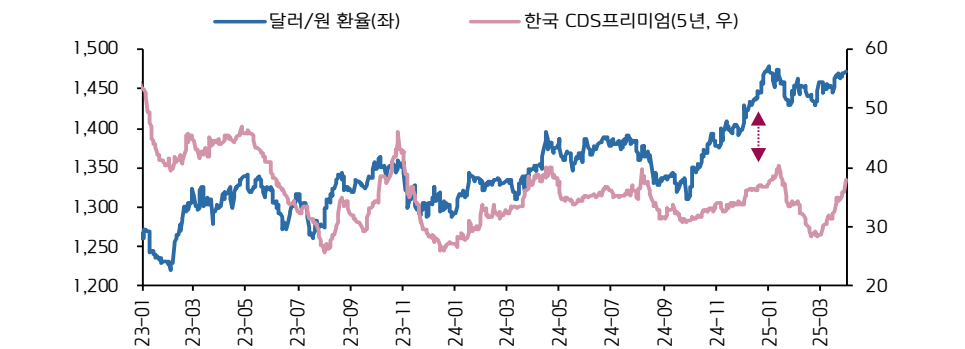
트럼프 행정부의 상호관세에 대해 주요국의 대응 수준이 시장 우려보다 덜 강경하게 진행되며 금융시장 내 불안심리가 극도로 위축되지 않는다면 달러/원 환율은 1,400 원 초반대까지의 점진적인 하락은 가능해 보인다. 국제결제은행(BIS) 기준으로 원화의 실질실환율이 장기 평균 수준을 크게 하회하며 저평가 영역에 머물고 있다는 점도 단기적인 원화 가치의 반등 가능성을 기대하게 하는 부분이다.

달러인덱스와 달러/원 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

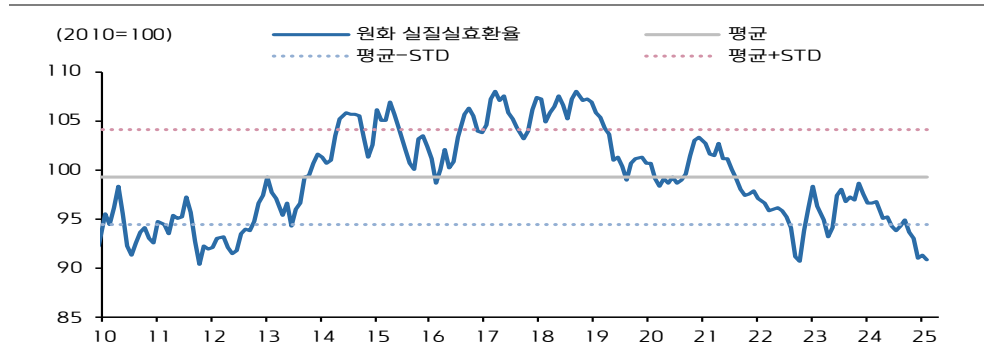
달러/원 환율과 한국 CDS프리미엄



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



### 원화 실질실효환율



자료: BIS, 키움증권 리서치센터

## 상품시장 영향

### 미국의 무역 불확실성과 안전자산 수요

2일(현지시간) 트럼프 미 대통령은 공식적으로 상호관세 부과를 발표했으며, 미국 재무부는 미국의 상호관세에 대응하여 보복관세를 부과한다면 관세율을 상향할 수 있다는 점을 시사했다. 트럼프 행정부 출범 이후 글로벌 무역 분쟁 우려는 수시로 높아져온 가운데 전일 상호관세 부과 발표로 관련 우려가 재차 확대되는 모습을 보였다. 최근 IMF 총재가 인터뷰를 통해 미국의 관세 이슈로 글로벌 경제성장을 전망치가 낮아질 수 있다는 점을 언급했던 만큼, 추후 금융시장 내 경기 불안이 확대될 가능성을 고려할 필요가 있다.

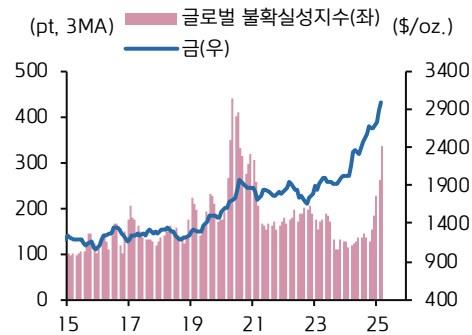
경기 불안은 상품 수요에 대한 불확실성으로 연결될 수 있다는 점에서 일반적으로 상품 가격의 하방 압력을 높이는 요인이나, 타이트한 재고 등을 고려하면 예상과 다른 흐름을 보일 수 있다. 지난 2월을 살펴보면, 알루미늄, 철강에 대한 품목 관세 부과 소식에 오히려 알루미늄 가격이 올랐으며, 이는 관세가 부과되기 전 원자재를 수입하려는 수요가 반영되었기 때문이다. 구리 또한 알루미늄과 유사한 흐름을 보일 수 있다. 구리는 이번 상호관세 부과 대상에서 제외되었으나, 별도의 관세 부과 계획이 존재한다는 소식이 보도되었다.

이처럼 예외 품목에 대한 별도의 관세 부과 계획이 언급되고 있다는 점을 고려하면, 상호관세 발표 이후에도 트럼프 행정부의 무역 정책에 대한 경계감은 지속될 가능성이 높다. 따라서 금융시장 내 투자 심리가 개선되는데 시간이 걸릴 것으로 보이는 만큼 안전자산에 대한 관심도 이어질 것으로 보인다.

투자 심리가 회복되는 데 시간이 소요된다면, 금에 대한 투자 수요는 지속될 것으로 보인다. 다만, 금 가격이 역사적 고점을 계속해서 넘어선 만큼 트럼프발 정책 불확실성은 이미 금 가격에 반영되어 있다고 볼 수도 있다. 비트코인 등 금융시장 내 대표적인 위험자산과 금 가격이 엇갈린 흐름을 보이고 있고, 세계 금 협회(Gold council)가 발표한 금 가격의 변동 요인을 살펴보면 리스크 및 불확실성의 영향을 받았다는 점을 확인할 수 있기 때문이다. 또한 연초 달러가 약세를 보였던 가운데 금 ETF를 통한 자금 유입이 발생했다는 점을 고려하면, 단기적으로 달러화 흐름이나 미 채권금리 변화에 따라 금 가격도 지지부진한 흐름을 보일 수 있다.

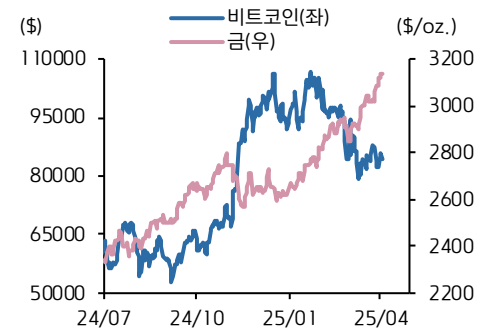
또한 높아진 경기 우려가 오히려 미 연준의 추가 금리 인하 시기를 앞당길 수 있다는 점도 금에 긍정적이다. 이 경우 달러화 약세, 미 채권금리 하락으로 연결될 수 있고, 이는 금 투자에 우호적인 금융 여건이 만들어진다는 것을 의미한다. 최근 금 관련 투자 상품에 자금이 유입되기는 했지만, 과거 금 가격이 고점을 기록했던 시기와 비교했을 때 금 투자 상품을 통한 금 수요가 강하게 유입된 것은 아니다. 이를 감안하면 관세 이슈를 소화하면서 금 가격의 추가 상승이 제한된 흐름을 보일 수 있겠으나, 이는 일시적인 흐름에 그칠 것으로 전망한다. 추후 중앙은행 매수 등 금 가격 강세를 이끌었던 요인들에 변화가 부재한 상황 속에서 금 가격 상승 흐름은 이어질 것으로 보인다.

미국 정책불확실성 지수와 금 가격 추이



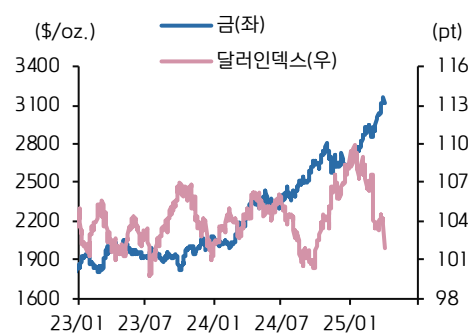
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

비트코인과 금 가격 추이



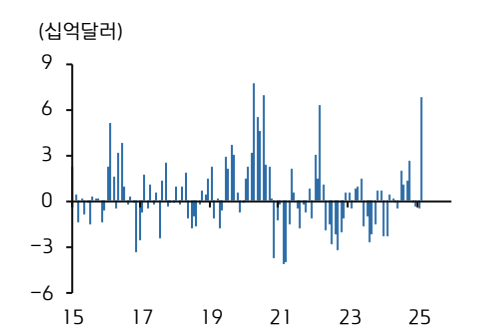
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

금과 달러인덱스 추이



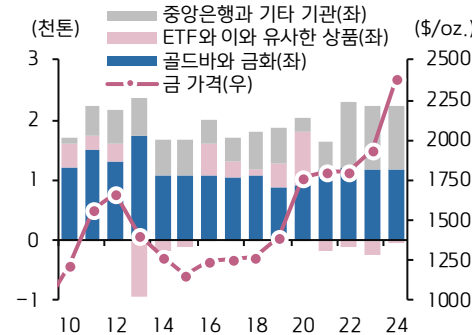
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 금 ETF 자금 유출입



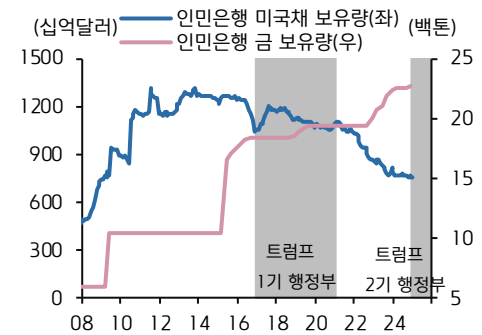
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

투자 및 중앙은행 금 수요와 금 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 미국채 보유량과 금 보유량 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터