

2025년 4월 7일



KIWOOM 이슈분석

키움증권 리서치센터 투자전략팀

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

키움증권

한국 정치적 불확실성 해소 이후 금융시장

Check Point

- 탄핵 결과:** 4/4 일 헌법재판관 8 명의 전원 일치로 윤석열 대통령 탄핵 인용. 지난 2017 년 박근혜 전 대통령에 이어 우리 헌정 사상 두 번째. 지난해 12 월 3 일 비상계엄 선포 이후 122 일 만에 탄핵정국은 일단락. 이후 조기 대선과 함께 추경 편성 등 경기 부양을 위한 정책적 지원이 어떻게 진행되는지가 중요
- 트럼프 상호관세 소화 과정과 미국 경기 침체 논란:** 국내 정치 불확실성 해소 이후 금융시장의 관심은 트럼프 상호관세와 미국 경기 침체 여부에 맞춰질 전망. 트럼프 상호관세 부과로 미국 경제의 하방 리스크 확대. 트럼프 관세 향방을 예단하기 어렵고 이를 소화하는 시간 필요, 이 과정에서 미국 경기 침체를 방어하기 위해서는 정책적 대응이 중요. 연준의 추가 금리 인하 여부에 주목. 2 분기 중 연준의 추가 금리 인하 전망 유효하며 금융기관 규제 완화와 감세 추진 등 고려할 때 경기 침체보다 성장 둔화에 무게.
- 주식:** 지금 시점은 트럼프의 관세가 만들어낸 악재가 일말의 긍정적인 호재들도 묻히게 만들고 있는 증시 환경에 직면. 하지만 과거 위기(금융위기, 팬데믹, 무역분쟁 등) 당시처럼 고점대비 30%대 내외의 추가 조정을 받을 확률은 낮다고 판단. 아직 데이터들은 경기 침체를 가리키기엔 먼 위치에 있고, 심리 지표나 밸류에이션 상으로 과매도권에 진입했으며, 미국 내 여론 악화로 트럼프의 전략 선회 가능성도 열려 있는 등 부정적인 상황을 환기시킬 재료들이 출현할 수 있기 때문. 월요일 장 개시 직후 코스피는 지난 금요일 미국 연쇄 폭락의 여진을 이어받아 변동성이 높아질 것. 그렇지만 후행 PBR 0.8 배 이하까지 추가 조정을 받을 시, 관세 무풍지대에 있는 조선, 방산 등 기존 주도주, 추경 기대감이 있는 내수주 중심으로 대응
- 채권:** 국내 정치 불확실성 해소로 한국 추경 편성 등 재정 확장 정책과 통화 완화 정책이 시행될 것으로 기대되며 커브 스티프닝에 대응할 필요. 다만 국내 정책 지원 기대에도 국고 3-10 년 스프레드는 50bp 수준에 그칠 것. 미국 관세 정책을 둘러싼 불확실성이 이어지고 있다는 점에서 국내 수출 경기 위축 우려가 상존할 것이기 때문. 또한 미 연준의 QT 중단 가능성이 높은 점 또한 장기물 금리를 하락시킬 요인. 미 연준의 금리 인하 재개 시점은 6 월로 예상하나 물가가 예상보다 높지 않다는 것을 선제적으로 확인해야 하는만큼, 미국채는 중장기물 중심의 하락이 예상되고, 국내 시장의 경우 중단기 중심의 강세가 유지될 것으로 전망
- 외환:** 탄핵 인용에 따라 국내 정치 불확실성은 완화, 이는 원화 가치에 우호적인 요인. 하지만, 탄핵 선고를 앞두고 이를 선반영한 측면이 있고, 트럼프 상호관세 부과 이후 높아진 대외 불확실성과 국내 경기 하방리스크 등을 고려할 때 달러/원 환율의 추가 하락은 제한적. 트럼프 정책 불확실성과 단기적인 잡음으로 달러/원 환율은 1,400 원 중후반에서 당분간 등락 예상하며 2 분기 중반 이후 미 달러 약세와 추경 편성 등 국내 경기 모멘텀이 회복될 경우 1,400 원대 초반대의 하락은 가능할 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, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.



한국 탄핵과 정치 불확실성 해소

대통령 탄핵 인용, 만장일치 결정

4/4 일 헌법재판관 8 명의 전원 일치로 윤석열 대통령 탄핵이 인용되었다. 지난 2017 년 박근혜 전 대통령에 이어 우리 헌정 사상 두 번째이며 지난해 12 월 3 일 비상계엄 선포 이후 122 일 만에 탄핵정국이 일단락되었다.

탄핵 결정으로 헌법에 따라 60 일 이내 오는 6 월 3 일까지 차기 대통령 선거를 진행해야 한다. 이후 조기 대선과 함께 추경 편성 등 경기 부양을 위한 정책적 지원이 어떻게 진행되는지가 보다 중요할 것으로 예상된다.

국내 정치 불확실성 해소 이후 금융시장의 방향성을 살펴보기 전에 과거 2017 년 박근혜 전 대통령 탄핵 사례를 참고해볼 수 있다. 박근혜 대통령(2016) 탄핵 당시에는 2016 년 12 월 9 일 국회에서 '최순실 게이트' 등의 사건으로 탄핵소추안이 가결되었다. 그리고, 2017 년 3 월 10 일 헌법재판소에서는 8:0 전원 일치 의견으로 탄핵안을 인용하였다. 박근혜 대통령 탄핵은 이미 정치적 혼란이 장기간 지속된 상황에서 이루어졌기 때문에 금융시장 내에서 탄핵 가능성은 어느 정도 예측이 가능한 부분이었고, 이에 시장 충격은 제한적이었다. 또한, 대외적으로 2016 년 말 미국 대선에서 트럼프 대통령의 당선과 관련 이슈가 금융시장에도 영향을 미치면서 내부 정치적인 변수의 영향력은 상대적으로 제한되었다.

그 당시 금융시장 흐름을 살펴보면 탄핵소추안 가결 당일(12/9) KOSPI 는 2,024.69pt 로 전일 대비 0.31% 하락했으며 달러/원 환율은 탄핵소추안 가결 당일 1,165.95 원을 기록해 전일보다 약 7 원 정도 상승했다. 하지만, 그 당시 트럼프 대통령 당선에 따른 미 달러 강세와 대외적인 여건이 더 크게 영향을 받았다. 국고채(3 년) 금리는 1.735%로 전일 대비 2.6bp 상승한 가운데 이는 트럼프 당선에 따른 대외 금리 상승 영향을 더 크게 받았다.

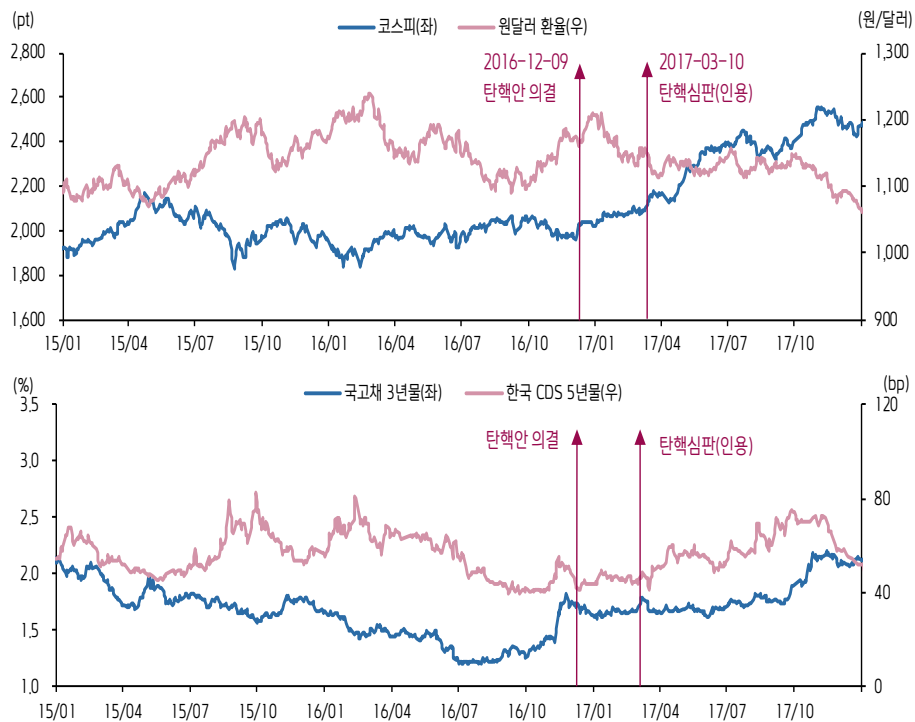
이후, 2017 년 3 월 10 일 헌법재판소는 탄핵소추안을 인정하였고, 당일 KOSPI 는 2,097.35pt 로 전일 대비 0.30% 상승하고, 달러/원 환율은 1,157.4 원을 기록한 이후 지속해서 하락해 1,118 원까지 낮아졌다. 국고채 3 년 금리도 전일 대비 2.3bp 하락한 1.767%에 거래된 이후 1.65%까지 레벨을 낮추었는데, 국내 요인보다는 미 연준 FOMC 영향이 더 크게 반영되었다. 당시 미 연준 3 월 FOMC 회의가 매파적일 것으로 예상되었으나, 예상보다 비둘기적으로 평가된 영향에 금리가 상승 후 레벨을 낮추는 요인으로 작용했다.

과거 박근혜 전 대통령 탄핵 당시 주가, 환율, 금리 변화율

KOSPI 지수 변동률(%)	이벤트 당일	D+5	D+10	D+20	D+30
2016-12-09 탄핵안 의결	-0.31	+0.60	+0.68	+0.09	+1.21
2017-03-10 탄핵 심판(인용)	+0.30	+1.70	+2.84	+3.21	+2.59
달러/원 환율 변동폭(원)	이벤트 당일	D+5	D+10	D+20	D+30
2016-12-09 탄핵안 의결	+6.96	+3.87	+21.07	+41.88	+27.07
2017-03-10 탄핵 심판(인용)	-0.64	-13.83	-37.22	-40.00	-22.95
국고 3년물 변동폭(bp)	이벤트 당일	D+5	D+10	D+20	D+30
2016-12-09 탄핵안 의결	+2.60	-9.00	-2.80	-9.50	-9.50
2017-03-10 탄핵 심판(인용)	-2.30	-1.20	-9.20	-11.00	-8.70

출처: 키움증권 리서치센터

박근혜 전 대통령 탄핵 관련 주요 가격 변수 흐름



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



트럼프 상호관세와 미국 경기 침체 논란

국내 정치 불확실성 해소 이후 미국 경기 방향성에 주목

과거 박근혜 전 대통령 탄핵 인용 이후 금융시장의 방향성이 주로 대외 여건에 좌우되었다는 점을 고려한다면 이번에도 비슷한 흐름이 이어질 수 있다. 특히, 트럼프 행정부가 상호관세를 부과한 이후 주요국들의 보복 대응과 협상 과정이 이어지며 대외 불확실성이 어느 때보다 높은 상황이다. 트럼프 상호관세 부과 이후 중국 정부는 보복 관세를 발표하고 EU도 강경한 대응하는 반면, 베트남 정부에서는 협상 의지를 내비치고 있다.

트럼프 상호관세 이슈의 진행 과정과 이로 인한 경제 변화에 금융시장의 변동성은 확대되고 있다. 특히, 각국의 각자도생 움직임이 본격화되면서 금융시장 내 불확실성은 높아지고 있으며 미국 경기에 대한 비관론은 더 강화되고 있다.

세계 최대 베팅 사이트 폴리마켓에 따르면 올해 미국 침체 가능성은 지난 2월 말 23%였으나 4/6 일 현재 60%대를 돌파하고 있다. 트럼프 행정부의 상호관세 부과 이후 다른 국가의 보복 관세와 미국의 기업 심리 악화, 공급망 중단 등이 뒤따르며 상황이 악화될 가능성을 우려하는 것이다. 특히, 관세 충격이 물가 상승으로 이어질 경우 연준의 정책적인 대응이 어려워질 수 있음을 지적하며 미국 경기 침체에 대한 우려를 높이고 있다.

폴리마켓, 2025년 미국 경기 침체 확률



자료: polymarket, 키움증권 리서치센터

트럼프 상호관세 발표 이후 금융시장 내에서 미국 경기 부진에 대한 우려는 높아지고 있지만 침체 여부에 대해서는 아직 다양한 기관과 경제학자들의 의견이 엇갈리고 있다.

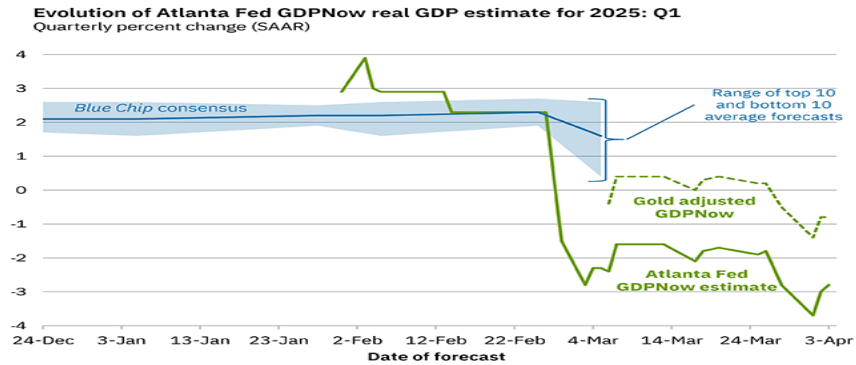
그 중 금융시장에서는 애틀란타 연은에서 추정하는 모델이 1 분기 GDP 성장률을 마이너스로 추정한 점에서 주목하고 있다. 애틀란타 연은의 GDPNow 모델에 따르면 4월 3일 현재 1 분기 경제성장률은 전분기 연율 기준으로 -2.8%로 추정되고 있다. 지난 4/1 일 -3.7% 보다 마이너스 폭은 축소되었지만 1 분기에 대해 여전히 부정적으로 보고 있는 것이다.

하지만, GDPNow 모델의 비관적 전망이 실제 경제 상황보다 과장되었을 가능성이 있다. 지난 1 분기 중 금 수입이 비정상적으로 급증하면서 무역수지 적자 규모가 확대되었기 때문이다. 따라서 금 수입을 제외해서 봐야 한다는 의견이 많은 상황이며, 이에 애틀란타 연은은 금 노이즈를 제거한 미국의 1 분기 경제성장률 추정치를 함께 발표하고 있다. 금 수입 급증 효과를 제거할 경우 미국의 1 분기 경제성장률은 4/3 일 기준으로 전분기 연율 -0.8%로 추정되며, 기존보다 약 2%p 높아지게 된다.

이와 더불어, 수입 증가가 GDP에 반영될 수 있는 효과도 고려해야 한다. 수입이 늘어날 경우 소비나 투자, 재고 등에 영향을 주며 GDP 제고 효과가 나타날 수 있기 때문이다. 수입 증가에도 소비나 투자가 정체되었다면 재고 축적 되었을 가능성이 높은 만큼 그 만큼 GDP 성장이 뒤따를 수 있다. 하지만, 애틀란타 연은 GDPNow 모델이 수입 급증에 따른 효과가 GDP 계산에 충분히 반영되지 않았을 수 있다. 4월말에 발표 예정인 미국 1 분기 경제성장률이 시장 우려보다 양호할 가능성이 있다.

지난 4월 4일 미국 컨퍼런스보드는 최근 발표된 관세 정책이 미국 경제에 미칠 영향에 대해 성장에 상당한 충격이 예상되지만 미국 경제의 건조한 기초 체력으로 침체를 피할 수 있을 것으로 전망하고 있다. 이들 기관의 전망치를 살펴보면 2 분기 경제성장률을 가장 우려하나 0% 초반의 성장은 유지할 것으로 보고 있다. 미국 고용보고서를 볼 경우 노동시장은 대체로 균형을 이루고 있다. 3월 비농가 신규고용은 22.8 만 건을 유지하고, 실업률은 4.2%로 낮은 수준을 머물고 있다. 또한, 시간당 임금상승률은 전년동월 대비 3.8%로 물가 상승률(2% 중후반)을 여전히 상회해 실질 임금 역시 아직 양호한 수준이다. 트럼프 관세가 지속적이지 않다면 노동시장이 아직 관세 충격을 버틸 체력이 있다고 보고 있는 것이다.

미국 애틀란트 연은 GDPNow 2025년 1분기 경제성장률 전망치 추이



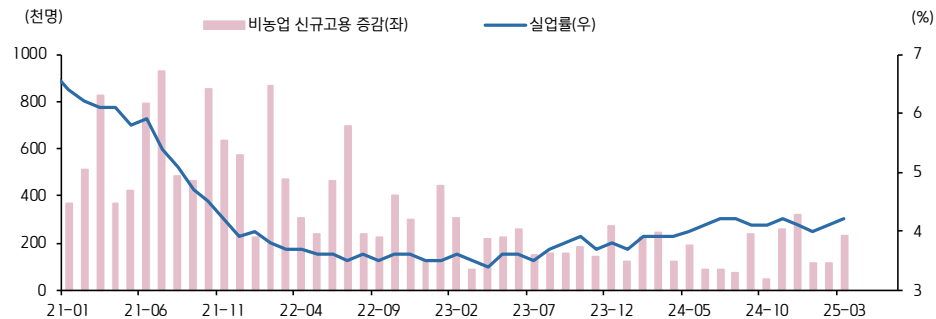
자료: 애틀란타 연은, 키움증권 리서치센터

미국 컨퍼런스보드 분기별 경제성장률 및 변수 전망치 (전분기 연율, 4/4일 기준)

	2025년 1Q	2Q	3Q	4Q
GDP	1.0	0.5	1.4	1.6
실질 가처분소득	2.0	2.0	1.7	1.7
실질 소비지출	0.5	0.2	0.8	1.2
주거용 투자	0.5	-3.0	-2.0	-1.0
비주거용 투자	3.9	1.5	1.8	2.6
정부지출	2.0	1.1	0.4	0.0
수출	2.5	2.0	0.0	0.0
수입	20.0	-15.0	-3.0	3.0
실업률(%)	4.1	4.3	4.5	4.7

자료: CONFERENCE BOAED, 키움증권 리서치센터

미국 비농가 신규고용과 실업률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

상호관세 충격에 대한 정책적 대응 여력이 있는가?

하지만, 미국 트럼프 행정부의 기본관세와 상호관세 부과는 시장이 예상하던 수준보다 폭넓고 강도는 강하다. 이는 분명 미국 경제의 성장 하방 리스크를 높이는 요인이다. 현재까지 나온 하드 데이터가 이를 아직 반영하지 못했다고 시장에서 평가하고 있으며 양호한 3월 미국의 고용보고서도 이로 인해 평가 절하되고 있다.

트럼프 행정부의 상호관세 이슈를 소화하는 시간이 필요하며 이 과정에서 높아진 불확실성은 기업들의 투자와 고용을 더 보수적으로 만들 가능성이 높다. 특히, 관세로 늘어난 비용 부담을 최종재 가격에 전가시키기 어려운 경우 기업의 이익 축소가 노동시장의 둔화를 가속화시키는 동시에 노동소득을 통한 가계의 소비 여력은 더 취약해질 수 있다. 또한, 가계 역시 높아진 가격 상승이 실질 구매력을 약화시킬 수 있으며 주식 등 자산 가격의 조정은 상위 소득 계층을 중심으로 소비를 약하게 만들 수 있다.

과거 미국의 경기 침체 요인과 현재 경제 상황을 비교해보면 경기 침체의 확률은 높아질 수 있다. 트럼프 상호관세 부과 발표는 과거 오일쇼크 당시처럼 외부 충격과 비용 증가의 형태로 경기에 부정적으로 반영될 수 있다. 또한, 관세로 인한 일부 품목의 수입물가 상승은 인플레이션에 따른 침체 가능성을 높일 수 있음 금리 인하에 신중한 연준의 태도는 고금리 긴축 형태로 수요 위축을 자극할 수 있다.

문제는 트럼프 행정부의 관세 향방을 쉽게 예단하기 어렵다는 점이다. 협상의 여지를 열어두고 있지만 그 해결 과정까지 어느 정도 시간이 소요될지를 불확실하다. 이런 불확실한 여건은 가계나 기업의 심리나 수요에 부정적이다. 그렇다면 트럼프 상호관세를 금융시장에서 소화하는 기간 동안 경기 침체로의 진입을 방어하기 위해서는 정책적 대응이 중요하다. 특히, 과거 경기 침체 진입 여부에 결정적인 역할을 했던 연준의 통화정책 행보에 주목해야 한다.

과거 미국의 경기침체 사례를 살펴보면 연준(FED)의 정책적 대응 실기가 주요 촉매로 작용한 경우가 여러 번 있었다. 2001년 닷컴버블 붕괴 당시나 2007년 글로벌 금융위기 등 연준의 금리 인상 또는 인하가 적기에 이어지지 못하면서 경기는 침체로 진입하였다. 특히, 2008년 금융위기는 버블 붕괴와 금융불안 그리고, 정책적으로 미흡한 대응이 동시에 발생한 사례 중 하나이다.

미국 과거 경기침체의 주요 원인

유형	사례
금융 시스템 붕괴	2008 서브프라임, 1929 대공황
자산 버블 붕괴	2001 닷컴버블
정책 요인(금리 등)	1981 고금리 충격
지정학/외부 충격	1990 걸프전, 2020 코로나
에너지/원자재 충격	1973 오일쇼크

자료: 키움증권 리서치센터

2025년 현재 상황과 침체 매커니즘 비교분석

현재(2025년 4월 기준)	관련 침체 매커니즘
트럼프 상호관세 부과 발표	외부 충격형 + 비용 증가형(오일 쇼크형 유사)
일부 품목 수입물가 상승 예상	인플레이션 우려 상승
기준금리 높은 수준에서 정체, Fed 인하 신중	고금리 긴축형 가능성 상존
아직 견조하지만 성장 하방 리스크 존재	버블붕괴형, 금리형 전환 가능성
금융시장 변동성 확대, 일부 자산 약세	금융 불안 매커니즘 경계 필요
테크/제조 중심으로 실적 둔화 & 해고 일주 진행	소비·투자 둔화 초기 신호

자료: 키움증권 리서치센터

연준의 정책 실기로 이어진 미국 경기침체 사례

시기	경기침체 원인	연준의 정책 실기
1973-75년	1차 오일 쇼크 인플레이션 급등,	긴축 시작이 너무 늦었고, 이후 과도한 금리 인상으로 소비·투자 급랭
1980 & 1981-82년	스태그플레이션 2차 오일 쇼크	폴 볼커 하의 초고금리 정책 → 물가 억제 성공했지만 급격한 침체 유발
2001년	닷컴버블 붕괴	연준이 1999~2000년까지 금리를 급격히 인상하며 버블 붕괴 촉진
2007-09년	주택버블 붕괴 금융위기	초기 부동산 과열 및 금융권 위험을 과소평가해 대응 지연(긴축 완화 전환이 늦음)

자료: 키움증권 리서치센터

당사는 트럼프 상호관세 부과로 미국의 성장 하방 리스크가 높아졌지만 연준을 중심으로 한 정책적인 대응 여력이 남아있는 만큼 경기의 침체보다 성장 둔화 가능성이 높을 것으로 전망하고 있다. 연준의 추가 금리 인하는 6월에 가능할 것으로 보고 있다. 트럼프 행정부의 관세 충격에 따른 수요 약화로 물가의 점진적인 둔화 추세가 유지되고, 노동시장의 둔화가 보다 가시화되면서 연준의 통화 이완이 이어질 것으로 예상된다.

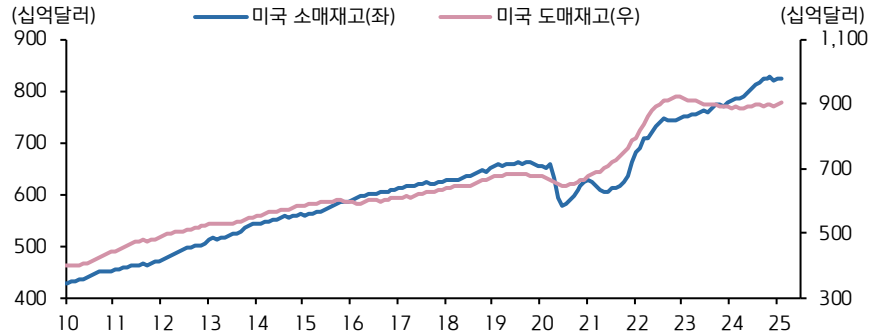
트럼프 관세 충격이 미국 물가 전반에 미치는 영향은 바로 나타나지는 않을 수 있다. 지난 해 트럼프 대통령 당선 이후 미국에서는 관세 부과 우려에 수입량을 큰 폭으로 늘리며 재고를 미리 쌓아 두었다. 이 같은 선제적인 재고 축적은 단기적으로 관세 충격을 흡수하며 가격 급등을 제약할 수 있다. 관세 충격으로 인한 수요 둔화가 물가의 단기적인 안정으로 나타날 수 있다. 최근 최근 국제유가는 WTI 기준으로 배럴당 60 달러 내외로 내려왔다. 3 월말 배럴당 70 달러를 상회했던 유가의 하락은 에너지 가격을 중심으로 상품 가격의 하향 안정화를 유도할 수 있다.

이와 더불어 수요 위축에 대한 우려가 높은 상황에서는 기업들의 비용 전가가 쉽지 않을 수 있다. 지난 몇 년간은 미국의 경기 낙관론이 강하고, 양호한 노동시장이 이어지면서 기업들이 비용 증가를 최종재 가격에 전가시키기가 용이했다. 하지만, 최근 미국 경기 침체 우려가 높아지는 만큼 수요 부진도 고려해야 하기에 쉽게 가격 인상을 결정하기가 어려울 것이다. 이에 단기적으로 기업들은 마진을 희생할 가능성이 있으며 국내에서 대체품을 찾거나 공급망에 변화를 주는 움직임이 강화될 수 있다. 기업들의 비용 증가와 불확실성에 따른 투자 보류 등은 결국 노동시장의 둔화로 이어질 수 있다. 노동시장의 둔화는 성장 부진에 대한 우려뿐만 아니라 수요 측면의 인플레이션 압력을 완화시켜줄 수 있다.

최근 발표된 미국의 2 월 구인율은 4.5%로 낮아졌다. 연준 윌러 이사는 구인율의 임계점을 4.5% 정도로 지적하며 이를 하회하는 구간에서는 노동시장의 수요 약화로 실업률이 급등할 수 있음을 우려하였다. 지난 3 월 미국 실업률은 4.2%로 소폭 상승하였다. 과거와 비교할 때 실업률 수준은 여전히 낮은 수준이나 기업들의 구인건수 축소와 감원 압력의 증가를 고려할 때 노동시장의 수요는 약화되고 있다. 구직 단념자들의 노동시장 진입이 늘어날 경우 실업률의 상승 압력은 높일 수 있다.

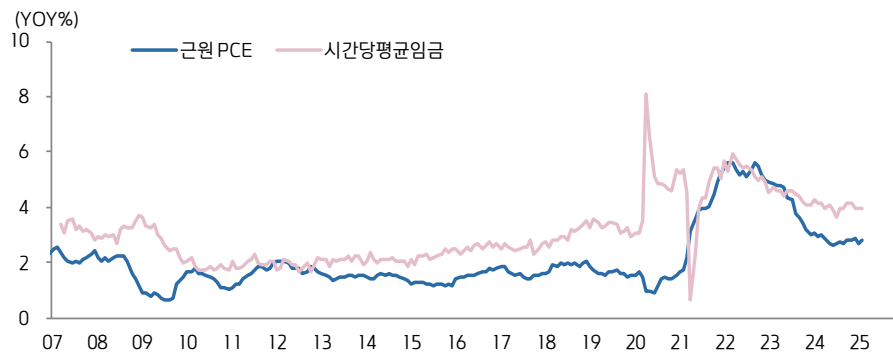
최근 미국 주식시장 하락으로 가계의 소비 여력에 대한 우려도 함께 제기되고 있다. 자산 가격 하락으로 인한 소비 여력 약화가 노동시장의 재진입의 형태로 나타날 경우 노동시장 내 균형이 훼손될 수 있다. 실업률의 상승 압력이 높아지면서 연준의 추가 금리 인하의 압박도 커질 것으로 예상된다.

미국 소매재고와 도매재고 추이



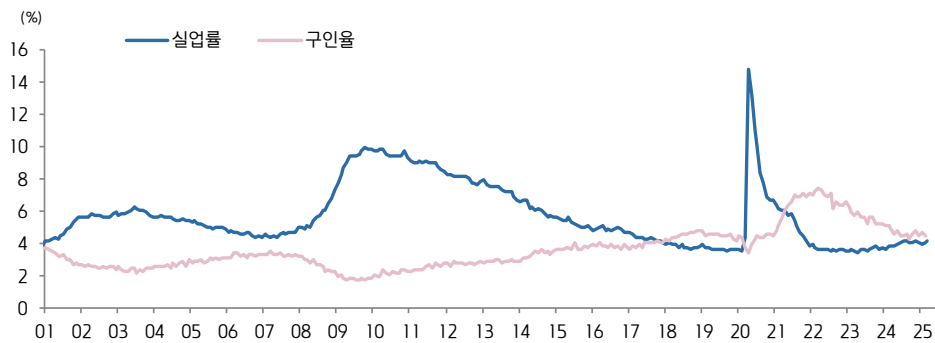
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 근원 PCE물가와 시간당 임금 상승률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 구인율과 실업률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

연준의 추가 금리 인하 이외에 금융기관의 규제 완화를 유동성 공급과 트럼프 정부의 감세 추진 등도 정책적 대응 수단이 될 것으로 예상된다. 금융기관 규제 완화의 경우 지난 연준 금융감독 부의장의 교체가 촉매제가 될 것으로 보고 있다.

지난 2 월말 금융기관 규제에 강경한 입장을 취해왔던 마이클 바 전 부의장이 사임을 하고 그 자리에 규제 완화에 친화적인 보우먼 이사가 지명되었다. 보우먼 이사의 지명은 금융규제 접근 방식에 전환점이 될 수 있다. 보우먼 이사는 마이클 바 전 부의장이 2023 년 제안한 대형은행들의 자본금 보유 확대 규제안에 반대 의사를 표명한 바 있다. 대형은행들의 규제 완화를 통해 민간 부문에 대한 신용 확대를 유도함으로써 수요 위축을 완화시켜 줄 수 있다.

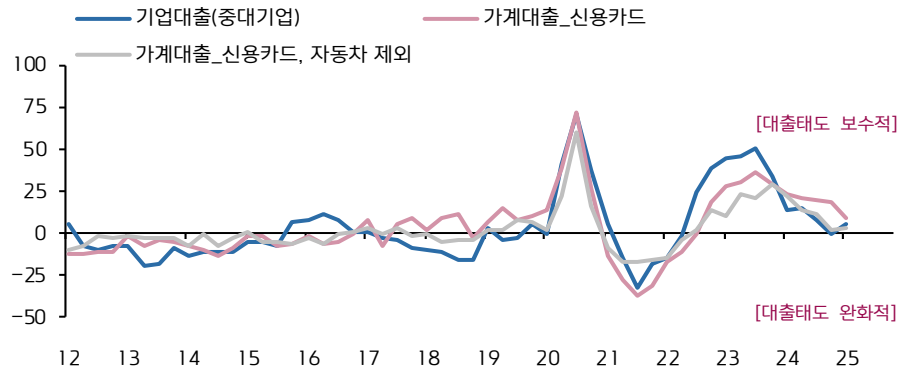
2 분기 중 트럼프 행정부의 감세 법안 등도 심리적인 완충 역할을 해줄 것으로 예상된다. 지난 4 월 5 일(현지시간) 미국 상원은 트럼프 대통령의 감세 정책을 뒷받침하는 예산 결의안을 가결했다. 대규모 감세와 정부 부채 한도 상향을 골자로 한 예산 결의안을 51 대 48 로 처리한 것이다. 이 결의안에는 트럼프 1 기에 도입한 4 조 달러 규모의 감세조치를 연장할 수 있는 권한과 연방정부의 부채한도를 5 조달러 증액하는 내용이 포함되어 있으며 다음 주부터 하원에서 논의될 예정이다.

트럼프 관세 부과가 지속되고, 연준의 금리 인하가 쉽지 않다면 미국의 경기 침체 가능성은 높다. 하지만, 트럼프 행정부의 관세와 관련한 협상 여지가 아직 열려 있는 상황이며 증시 급락과 민간 부문의 수요 위축에 대해 트럼프 역시 방관하기는 어려울 것이다.

트럼프 상호관세 이슈를 소화하는 시간이 필요하다. 그리고, 그 과정에서 발생할 수 있는 가계의 기업의 심리 위축을 완화하기 위해서는 정책적 대응이 요구될 것이다. 앞으로 미국 연준의 추가 금리 인하 여부가 더 중요해질 것이다. 노동시장의 둔화가 실업률의 상승으로 이어진다면 2 분기 중 연준의 추가 금리 인하는 가능해 보인다. 민간 경제주체들의 낮은 부채 부담과 민간 신용 창출 환경은 수요 부진에 대한 완충 역할을 해줄 수 있다.

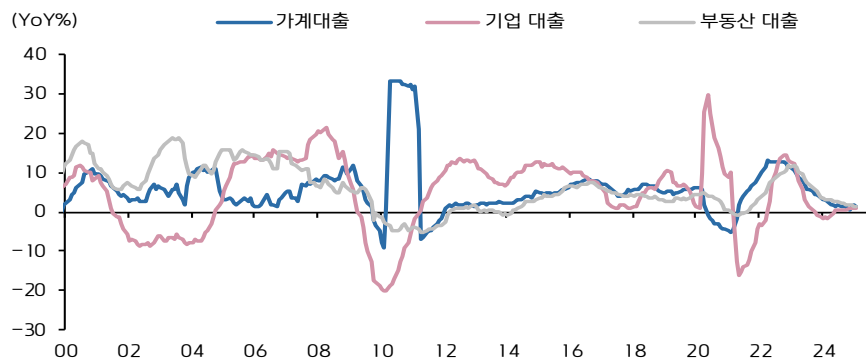
기업들의 생산성 향상과 AI 산업 등 투자 사이클은 아직 유효하다. 단기적인 잡음 불가피하나 트럼프 관세 정책 불확실성이 점차 완화된다면 우호적인 금융 여건이 더해지면서 투자 사이클을 중심으로 미국 펀더멘털에 대한 기대도 다시 이어질 것으로 예상된다.

미국 금융기관 대출 태도



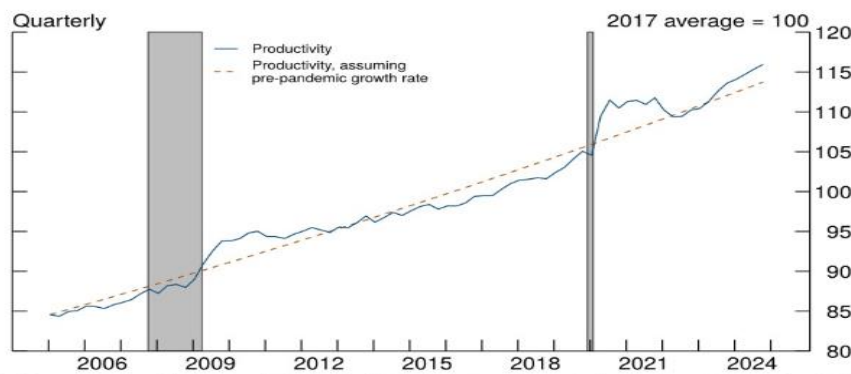
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 가계와 기업, 부동산 대출 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 기업 생산성



자료: U.S. Bureau of Labor Statistics via Haver Analytics, 키움증권 리서치센터

주식시장 영향

상호관세의 충격을 견디고 있지 못하는 주식시장, 어떻게 풀어가야 하나

트럼프의 상호관세 파장이 예상보다 거칠고 강력하게 주식시장을 강타하고 있다. 4월 2일 상호관세 발표 이후 2거래일간 S&P500과 나스닥은 각각 10.5%, 11.4% 폭락을 했고, 독일(-7.8%), 일본(-5.4%) 등 여타 선진국 증시들도 동반 급락세를 기록했다. 미국 증시가 2거래일간 10% 빠졌던 적은 2020년 3월 코로나 팬데믹 이후 처음인 것이니, 그 만큼 현재의 폭락 강도는 역대급이다.

지난 금요일은 직전 목요일 폭락, 3월 비농업 신규고용 서프라이즈(22.8만 vs 컨센스 13.7만)로 인한 침체 불안 완화 등과 같이 반등이 나와줄 만한 재료들이 있었다. 하지만 지금은 데이터도 관세에 잠식된 상태다. 미국 장 시작 전 중국이 미국산 제품 34% 추가 관세 부과, 희토류 수출 통제, 미국 군수기업 물품 수출 금지 등 전면적인 보복 조치를 발표하면서 미중 무역분쟁 격화 불안을 확대시키고 있기 때문이다.

이에 더해 트럼프는 소셜 계정을 통해 자신 정책을 바꾸지 않을 것이라는 의지를 표명한 가운데, 파월 의장에게 금리인하 하기에 완벽한 시점인 만큼 정치적으로 행동하지 말라는 식의 압박을 가하고 있다. 파월 의장은 관세로 인한 경제적 파장이 예상보다 클 것이며, 향후 분기 인플레이션도 상승 가능성이 있다면서 정책에 신중해야 한다는 입장으로 반박한 상태다. 이렇게 트럼프와 파월 의장의 대립각이 심해지고 있다는 점은 연쇄 급락을 맞고 있는 주식시장 참여자들로 하여금 트럼프 풋, 파월 풋을 기대하기 어렵게 만들고 있다.

그야말로 트럼프가 증시의 모든 것을 부정적으로 바꿔놓고 있다. 제 아무리 특정 악재를 선반영하고 그 악재가 기정사실화되면 학습효과를 발휘하는 게 주식시장의 특성이라고 하지만, 이번에는 상호관세 쇼크를 제대로 소화하지 못하고 있는 듯하다.

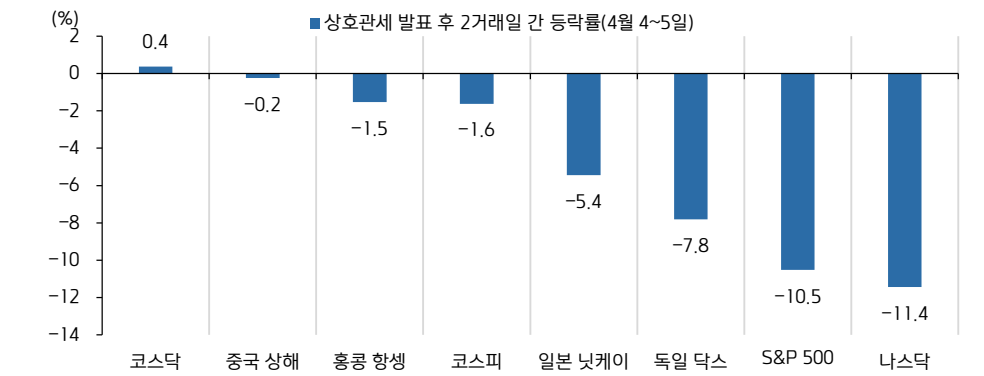
3월 무역정책불확실성 지수가 5,000pt 까지 치솟았다는 점을 고려했을 때, 시장은 이번 상호관세를 선반영해 온 것처럼 보였다. 그렇지만 이번 “상호관세 발 무역분쟁 확산 → 경기 침체”라는 새로운 악재를 또 한 번 주가에 반영하려 드는 분위기다.

금요일 파월 의장의 당장에 금리 인하는 하지 않을 것이라는 식의 매파적인 발언에도, Fed Watch 상 연내 금리인하 횟수가 4~5 회로 늘어난 것 역시 마찬가지다. 시장은 주식시장에 긍정적인 보험성 금리인하가 아니라, 연말로 갈수록 경기 침체를 수습하기 위한 연준이 사후적 금리인하를 단행할 것이라는 데 베팅하고 있음을 시사한다.

국내 투자자들도 불안하기는 매한가지다. 4월 3~4일 2거래일간 코스피와 코스닥은 각각 1.6% 하락, 0.4% 상승하는 등 미국 증시에 비해 상당히 선방하는 주가흐름을 보였다. 이는 4월 4일 현직대통령 탄핵안 인용 이후 국내 정치 불확실성 해소, 추경 편성으로 인한 내수회복 기대감 등에서 기인했다. 이제 국내 정치 이벤트가 종료된 만큼 국내 증시도 대외 변수 영향권에 진입하면서 트럼프 리스크에서 자유롭기 어려워질 전망이다.

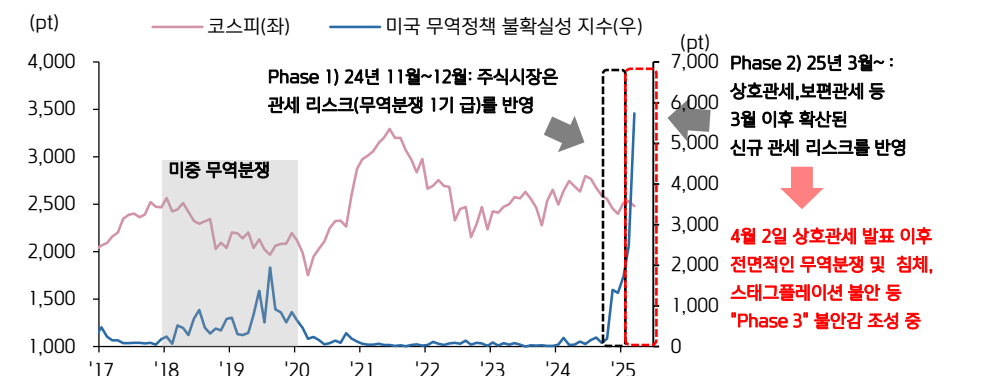
지금 S&P500은 고점대비 17% 하락하며 약세장 진입(고점대비 20% 이상)이 임박해 있다(나스닥은 -22%로 이미 약세장 진입). 올해 연초 이후 +2.7% 한국 증시도 가장 최근인 작년 8월 고점 대비로는 여전히 18% 이상 하락한 상태이기에, 상황을 안심하긴 이르다. 과거 약세장은 총 5차례(00년, 08년, 18년, 20년, 22년)에 있었으며, 약세장 진입 당시 S&P500과 코스피는 평균 MDD(고점대비 최대 하락률)가 각각 33%, 37%를 기록했다. 이는 시장참여들로 하여금 “지금도 과거 약세장 진입을 유발한 위기에 준하는 상황일까? 그렇다면, 앞으로 10% 이상의 추가 조정을 받아야 하는 것일까?”와 같은 질문을 하게 만들 것이다.

4월 2일 상호관세 발표 이후 2거래일간 주요국 증시 수익률: 한국, 중국을 제외한 미국, 유럽 등 대부분 주요국 증시는 일제히 동반 급락



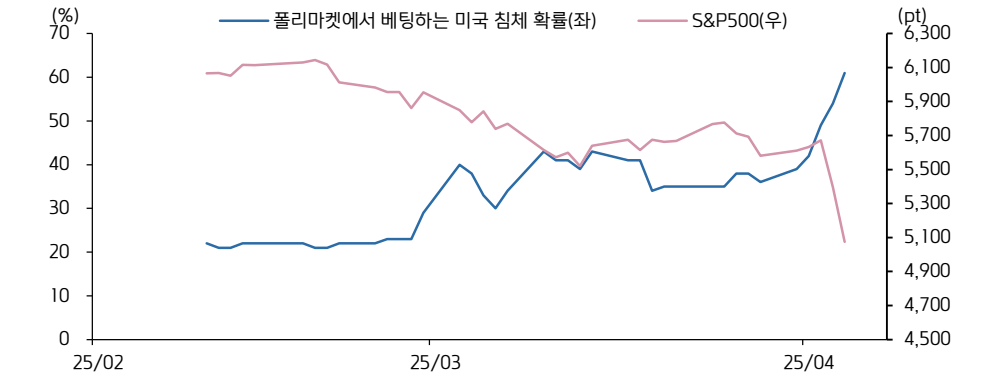
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

무역정책불확실성지수와 코스피: 시장은 그간 선반영해온 관세 불확실성이 새로운 위기 국면으로 이동할 것이라는 불안감을 주가에 반영 중



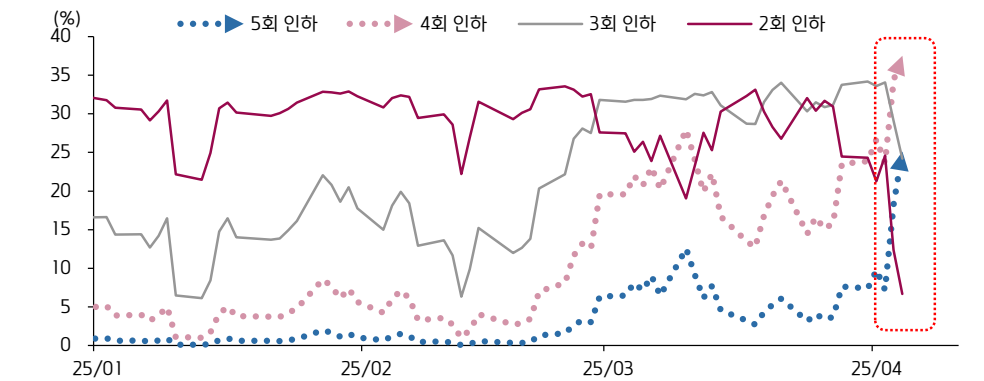
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

도박성의 단기 베팅 성격이 내재되어 있긴 하지만, 시장의 단기 생각이 어디에 쏠려 있는지를 확인할 수 있는 Poly Market의 미국 침체 확률은 3월초 20%대에서 현재 60%대 진입



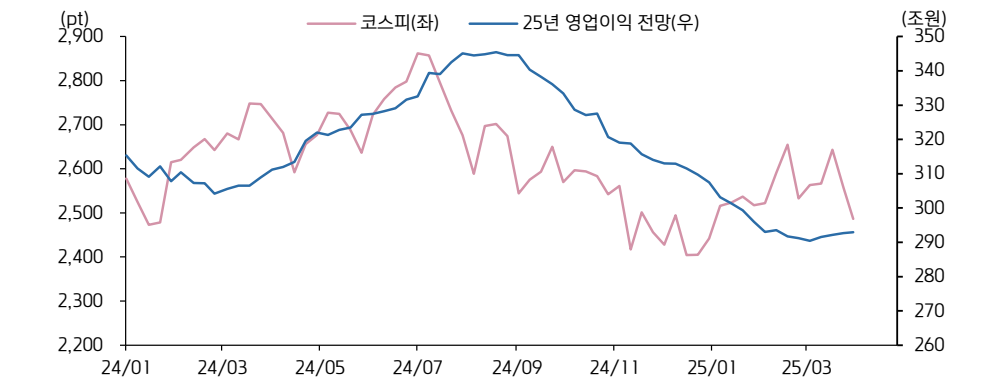
자료: Polymarket, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Fed Watch에서 반영 중 인 연말까지 연준의 금리인하 확률: 4월 2일 상호관세 발표, 4월 4일 파월 의장의 발언 이후 4~5회 인하 쪽으로 무게중심이 형성. 문제는 이번 연준 금리인하가 선택적 인하가 아닌 침체에 대응하기 위한 사후적 인하라면, 증시에는 그리 좋지 않은 환경을 조성할 소지



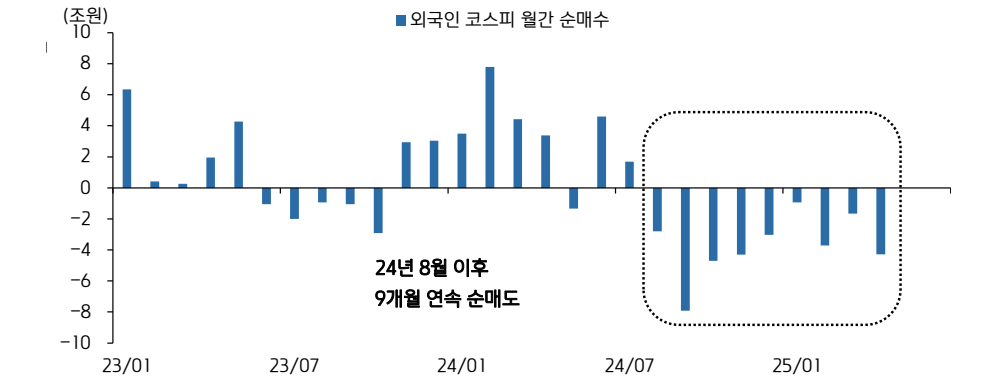
자료: Fed Watch, 키움증권 리서치센터

지금 코스피의 25년 이익전망은 290조원대에서 하향 조정이 정해진 가운데, 이번 1분기 실적시즌을 기점으로 바닥 통과 기대감이 조성되는 중이었음. 하지만 관세로 인한 수요의 불확실성이 커질 시, 이익 추정의 신뢰도 하락 → 이익 바닥 통과 시전 1~2개 분기 지연으로 이어질 가능성



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

한국 증시는 이번 상호관세 발표 이후에도 미국, 유럽 등 다른 나라 증시에 비해 잘 버티긴 했지만, 이 같은 탈 동조화가 오히려 불안하게 느껴질 정도. 더 나아가, 외국인이 4월 1일~4일까지 4거래일 간 4.2조원 코스피 순매도를 기록하고 있으며, 월간으로는 9개월 연속 순매도를 이어가고 있다는 점도 고민(33조원)



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

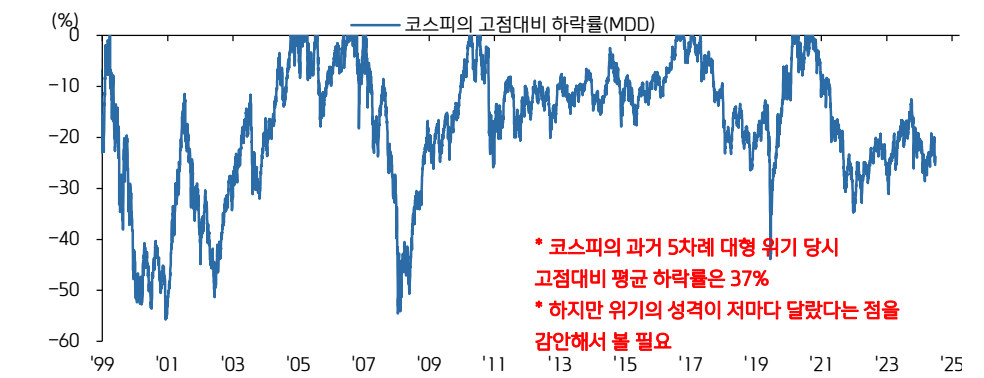
S&P500의 전고점 대비 최대하락률(Maximum Draw Down, MDD) 추이 : S&P500은 현재 직전 고점 대비 약 17% 하락하며 조정장(고점대비 20% 이상) 진입에 임박. 과거 5차례 조정장 진입 당시 평균적으로 고점대비 33% 정도 하락했던 통계가 존재.



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 과거 5차례 위기는 00년 닷컴버블, 08년 금융위기, 18년 무역분쟁, 20년 팬데믹, 22년 러우 전쟁으로 간주

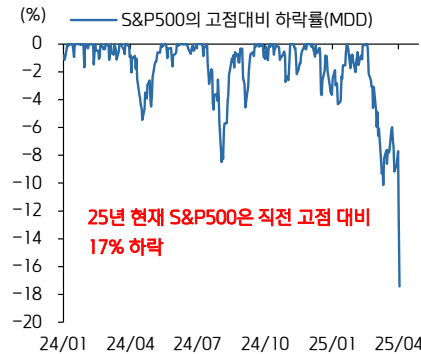
S&P500의 전고점 대비 최대하락률(Maximum Draw Down, MDD) 추이: 코스피는 현재 직전 고점 대비 약 18% 하락. 코스피 역시 과거 5차례 대형 위기 시 37% 하락. 그렇다면 이번에도 위기 상황인 만큼, 현재 지수에서 10% 이상 추가 하락을 감내해야 하는 것인가에 대한 의문으로 이어질 것.



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 과거 5차례 위기는 00년 닷컴버블, 08년 금융위기, 18년 무역분쟁, 20년 팬데믹, 22년 러우 전쟁으로 간주

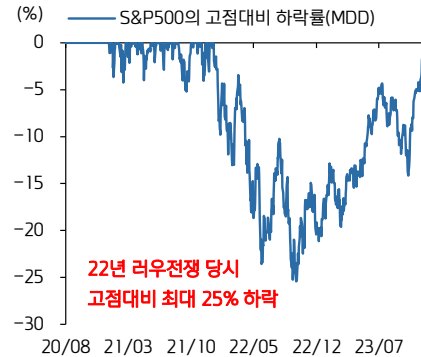
25년 현재 S&P500의 고점대비 하락률(이하 MDD) 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 역사적 고점이 아닌 가장 최근의 고점으로 하락률 계산

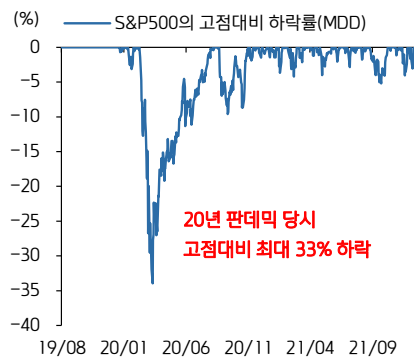
22년 러우전쟁 당시 S&P500 MDD 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 역사적 고점이 아닌 가장 최근의 고점으로 하락률 계산

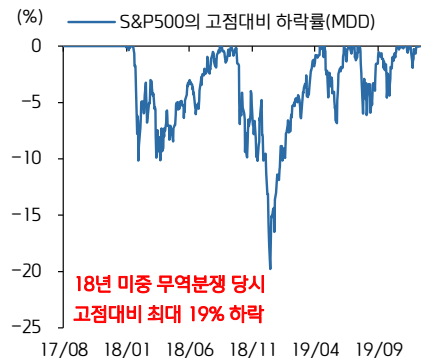
20년 팬데믹 당시 S&P500 MDD 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 역사적 고점이 아닌 가장 최근의 고점으로 하락률 계산

18-19년 무역전쟁 당시 S&P500 MDD 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 역사적 고점이 아닌 가장 최근의 고점으로 하락률 계산

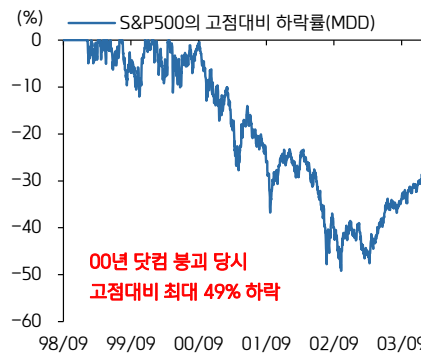
08년 금융위기 당시 S&P500 MDD 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 역사적 고점이 아닌 가장 최근의 고점으로 하락률 계산

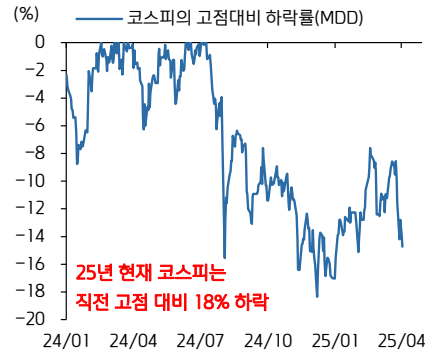
00년 닷컴버블 붕괴 당시 S&P500 MDD 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 역사적 고점이 아닌 가장 최근의 고점으로 하락률 계산

25년 현재 코스피의 고점대비 하락률(이하 MDD) 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 역사적 고점이 아닌 가장 최근의 고점으로 하락률 계산

22년 러우전쟁 당시 코스피 MDD 추이



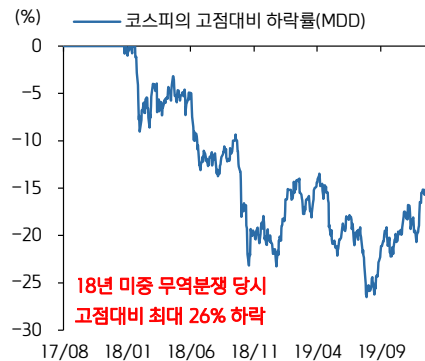
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 역사적 고점이 아닌 가장 최근의 고점으로 하락률 계산

20년 팬데믹 당시 코스피 MDD 추이



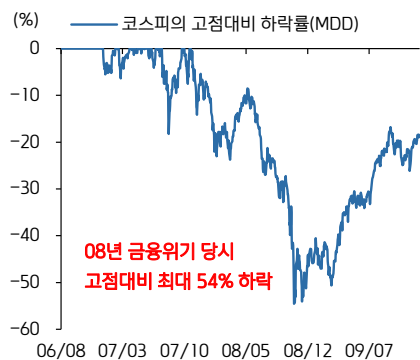
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 역사적 고점이 아닌 가장 최근의 고점으로 하락률 계산

18-19년 무역전쟁 당시 코스피 MDD 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 역사적 고점이 아닌 가장 최근의 고점으로 하락률 계산

08년 금융위기 당시 코스피 MDD 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 역사적 고점이 아닌 가장 최근의 고점으로 하락률 계산

00년 닷컴버블 붕괴 당시 코스피 MDD 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 역사적 고점이 아닌 가장 최근의 고점으로 하락률 계산

모든 게 안 좋아 보이지만, 상황 반전의 재료들이 잠복

파월 풋, 트럼프 풋을 당장에 기대하기도 어려워 보이고, 주식시장이 공식적인 약세장 진입을 눈 앞에 둔 상태이므로, 이번주에도 추가 하락이 불가피할 것이라는 전망으로 시장의 무게중심이 치우쳐 있다. 주중 예정된 미국의 3월 CPI가 쇼크를 기록할 시 스태그플레이션 불안감을 주가에 또 다시 반영하려 들지도 모른다.

이렇듯 악재 일변도에 놓여 있는 상황이기는 하지만, 반등의 실마리와 상황 반전의 재료들도 잠복해 있다는 점에 주안점을 둘 필요가 있다. 간단히 이야기해서, 현 시점은 주식 비중 축소-현금 비중 대폭 확대"로 전략을 선회하기엔 실익이 크지 않다고 생각한다.

몇 가지 근거를 제시해 보자면 다음과 같다. 오늘날 시장은 미국의 경기침체를 기정사실화하고 있지만, 소프트데이터와 하드데이터가 결합된 경기 서프라이즈 지수는 -5pt 내외에 머물러 있다. 08년 금융위기, 18~19년 무역분쟁, 20년 팬데믹, 22년 러우 전쟁 등 과거 위기가 출현했을 당시 해당지수는 -50pt대를 넘나 들었다는 점을 감안하면, 작금의 침체 불안은 과장된 측면이 있다.

또 개인 투자자들의 심리지수인 볼-베어 스프레드는 4월 3일 기준, -40pt대로 다시 내려왔다는 점도 다시 눈 여겨봐야 한다. 이 스프레드가 -40pt를 넘은 적도 08년 금융위기, 22년 러우 전쟁 이후 처음 있는 일이기 때문이다. 투자심리라는 게 때로는 합리적인 수준을 넘어 급랭하는 때가 있기는 하다. 다만, 과거 -40pt대를 기록한 이후 증시는 반등 추세를 보였다는 점을 고려해보면, 현재 미국 등 주요국 증시는 반등을 노릴만한 레벨까지 내려온 것으로 판단한다.

트럼프 관세 정책이 최악의 시나리오(국가간 전면적인 무역분쟁 + 교역 급감)로 치달게 된다면, 침체에 현실성이 더 부여될 것이고, 과매도 권이라 불렸던 인식도 틀린 것이 될 수 있다. 하지만 이 같은 최악의 시나리오에 베팅하는 것은 지양해야 한다. 상황 반전을 이끌어 낼만한 요인들도 현재 증시에 잠복해 있기 때문이다.

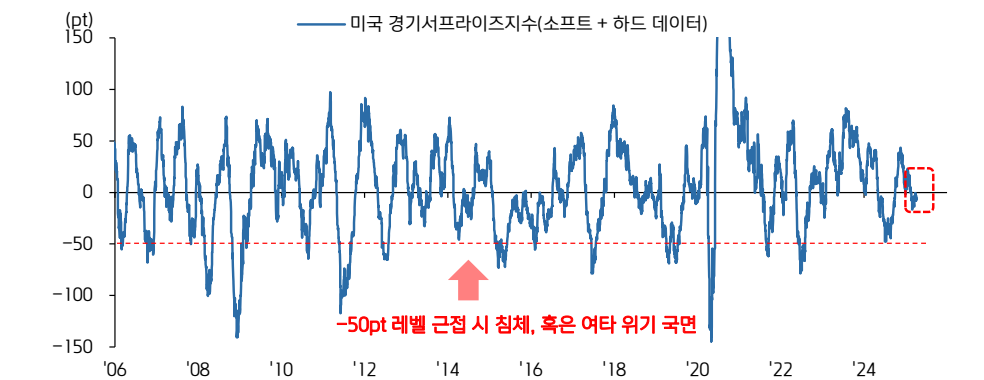
지금 상대 국가들은 각개격투 식으로 서로 다른 대응 방식을 취하고 있는데, 이들 모두 관세 전쟁의 확산을 가급적 자제하려는 의중이 있다. 베트남이 미국산 제품 수입 확대, 미국산 제품 관세 0%로 하향 등을 제시함에 따라 베트남에 대한 미국의 상호관세가 낮아질 가능성이 거론되고 있다. 이는 4월 10일로 보복관세를 부과하려는 중국과 미국의 갈등 역시 완화될 여지가 있음을 시사하는 대목이다.

미국 내 여론도 갈수록 악화되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 주말 중 전해진 외신에 의하면, 워싱턴, 뉴욕, 휴스턴 등 미국 전역에서 반 트럼프 시위가 진행되고

있으며, 이들이 시위에 나선 배경은 관세로 인한 인플레이션 상승 우려 뿐만 아니라 최근 연이은 주가 폭락으로 401k 연금에 담긴 주식 자산의 대규모 손실에서 기인한다. 여론조사 데이터 상으로도 그렇다. 현재 트럼프의 지지율은 1월 취임 당시 52%대에서 46%대로 급락했다. WSJ의 여론조사에서도, 관세 정책에 반대한다는 응답 비율이 1월 46%에서 4월 54%로 증가했다.

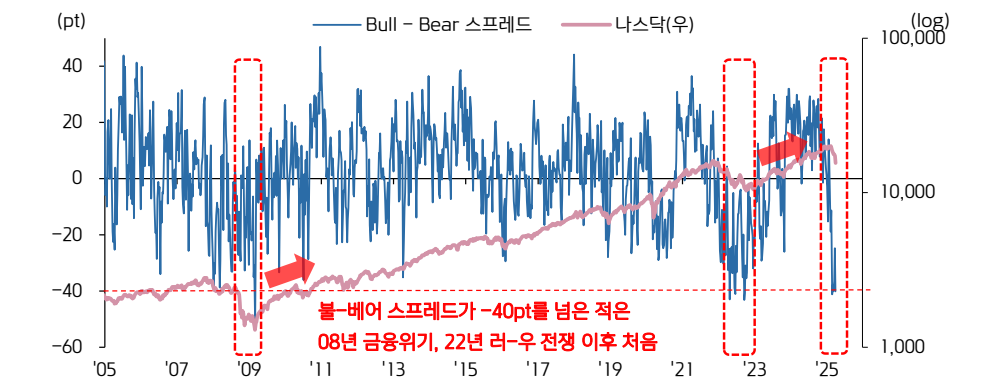
이처럼 여론이 악화되면 악화될수록, 26년 중간선거를 준비해야 하는 공화당 입장에서 트럼프의 독주에 제동을 걸 유인이 생기기 마련이다. 이번주에도 주식시장은 관세 뉴스플로우에 취약한 흐름을 보일 수 있겠지만, 상기 내용을 고려 시 시장 참여자들은 관세 정책의 수위가 낮아지거나 관세 부과가 지연이 되는 등 부분적인 트럼프 뜻이 나올 가능성을 열어두고 가는 것이 적절하다.

미국 경기 서프라이즈 지수(소프트+하드데이터): 지금 시장은 침체를 본격적으로 주가에 반영하려 들고 있지만, 현재 해당지수는 -5pt내 내외. 과거 침체 혹은 그에 준하는 위기 시 -50pt대까지 급락했다는 점을 감안하면, 침체를 기정사실화하는 것은 시기 상조라고 판단.



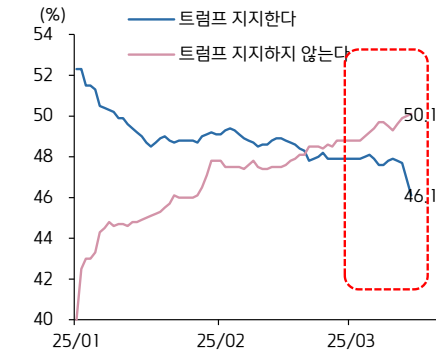
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 개인투자자들의 심리지수인 불-베어 스프레드(낙관론과 비관론의 격차): 4월 3일 기준 불-베어 스프레드는 -40pt로 내려앉은 상황. 해당 스프레드가 -40pt를 넘은 적은 08년 금융위기, 22년 러-우 전쟁 이후 처음 있는 일이며, 과거 -40p대를 기록한 이후 증시가 반등했다는 사례를 참고해볼 필요.



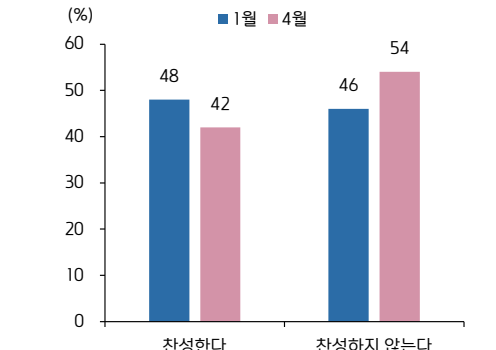
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

트럼프의 관세 행보에 제동을 걸 수 있는 것은 여론의 악화. Real Clear Politics 여론조사상 평균 트럼프의 지지율은 46%대로 급락



자료: Real Clear Politics, 키움증권 리서치센터

WSJ가 3월 27일~4월 1일 동안 시행한 “관세 정책을 찬성하는 가”에 대한 여론조사에서도, 응답자들 대부분이 관세에 부정적인 입장으로 선회하고 있는 상태



자료: WSJ 여론조사, 키움증권 리서치센터

주식시장의 진입 여부를 판별할 때 주로 활용되는 밸류에이션 관점에서 봐도 비슷한 결론에 도달한다. 4월 4일 기준 S&P500과 나스닥의 선행 PER은 각각 18배, 21배로 연초 고점 PER 대비 각각 17%, 23% 레벨 다운됐다. 밸류에이션 조정 강도나 속도 측면에서 봤을 때 20년 팬데믹 수준에 근접한 것이다. 1~2월 중 미국 증시가 여타 증시에 비해 상대적으로 조정을 받을 때만해도, 지난 2년간 랠리의 대가며 아직 밸류에이션 부담이 많다는 게 중론이었지만, 이제는 밸류에이션 부담을 이야기하는 시기가 지났다. 앞서 언급했듯이, 지금 시장이 상정하는 것보다 더 최악의 상황으로 전개되지 않는 이상, 추가 조정 압력에 노출될 가능성은 제한적이라고 생각한다.

코스피 역시 밸류에이션 부담은 덜한 상황이다. 선행 PER이 현재 8.5배수준으로 과거 3년 평균(10.2배)에 크게 미치지 못하고 있다. 물론 미국 증시와 달리, 글로벌 수요 불확실성에 상대적으로 취약한 국내 증시 입장에서는 선행 PER 하나만 가지고 밸류에이션을 논하기에는 한계가 있긴 하다.

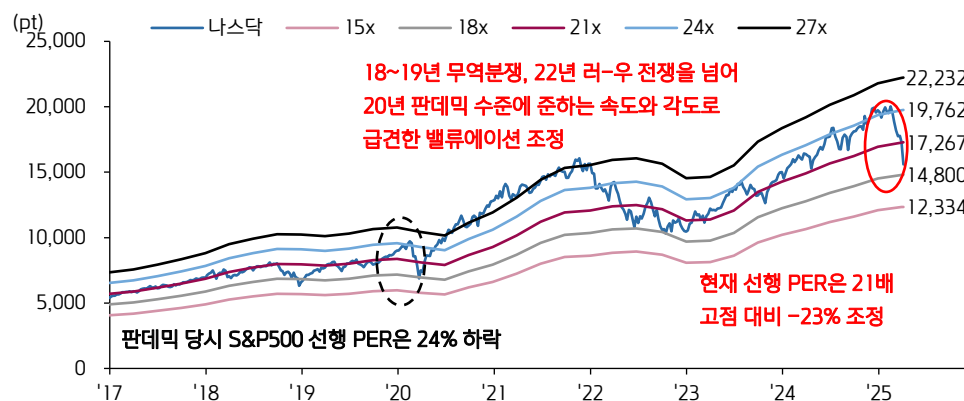
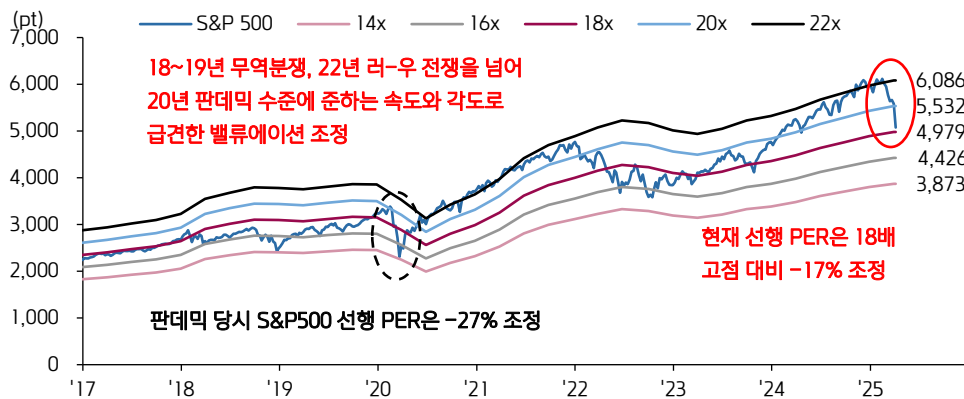
하지만 보수적 밸류에이션인 후행 PBR도 현재 0.83배로 기준 코스피 후행 PBR은 0.83배로 작년 극심한 조정을 받았던 당시의 밸류에이션 저점에 도달했다. 18~19년 무역분쟁 당시 0.8배까지 내려간 전력이 있기에, 이번에도 해당 밸류에이션 혹은 그 이하의 레벨까지 내려갈 확률은 있겠지만, 일시적인 이탈로 보고 분할 매수로 접근하는 게 타당하다.

더 나아가, 지난주 국내 증시의 선방에 기여하는 과정에서 호재로서의 영향력은 다소 줄어들 수는 있어도, 탄핵 정국 혼란이 수습됐다는 점은 눈여겨볼 부분이다. 지난 12월 3일 계엄사태 이후 냉각된 내수 경기를 부양하고자 정부의 대규모 추경 편성(약 20조원대 예상)이 대기하고 있다. 매크로, 개별 업황 등의 다른 요인들도 영향을 주긴

했지만 2008년 이후 총 16회 추경 편성 이후 내수 경기 회복 기대감 등으로 코스피가 우상향 흐름을 보였다는 점도 오늘날 증시 경로에 대입시켜볼 만하다.

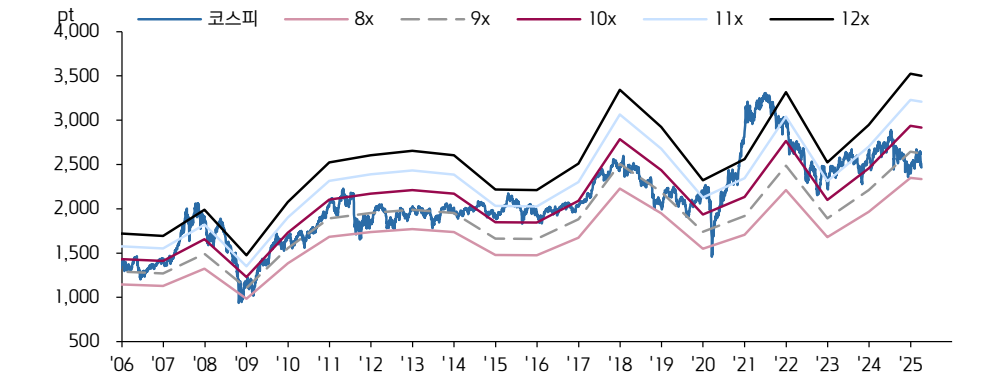
결론을 정리하면 이렇다. 지금 시점은 트럼프의 관세가 만들어낸 악재가 일말의 긍정적인 호재들도 묻히게 만들고 있는 증시 환경에 직면해 있는 것은 사실이다. 하지만 과거 위기(금융위기, 팬데믹, 무역분쟁 등) 당시처럼 고점대비 30%대 내외의 주가 조정을 받을 확률은 낮다. 아직 주요 데이터들은 경기 침체를 가리키기엔 먼 위치에 있고, 심리지표나 밸류에이션 상으로 과매도권에 진입했다. 또 미국 내 여론 악화로 트럼프의 전략 선회 가능성도 열려 있는 등 부정적인 상황을 환기시킬 재료들이 출현할 수 있기 때문. 월요일 장 개시 직후 코스피는 지난 금요일 미국 연쇄 폭락의 여진을 이어받아 변동성이 높아질 것이다. 그렇지만 후행 PBR 0.8배 이하까지 주가 조정을 받을 시, 단순 낙폭과대 업종으로 매수하는 것도 대안이긴 하나, 관세 무풍지대에 있는 조선, 방산 등 기존 주도주, 추경 기대감이 있는 내수주 중심으로 대응하는 것이 적절하다.

미국 S&P500과 나스닥의 선행 PER 밸류에이션 밴드: 관세 전쟁이 현재 시장이 상정하는 거보다 더 최악으로 가지 않는 한, 미국 주식시장은 추가 조정을 받을 가능성 제한적. 물론 21~22년 밸류에이션 수준까지 내려온 것에 불과하다는 반박 논리도 제기될 수 있을 것. 그렇지만 올해 미국 증시가 겪은 밸류에이션 조정의 폭과 속도는 역대급으로 진행됐기에, 과매도권으로 보는 것이 적절



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피의 12개월 선행 PER 밸류에이션 밴드: 현재 8.5배 내외로 밸류에이션 부담이 크지는 않지만, 미국과 달리 글로벌 수요 불확실성이 높아지는 시점에서는 보수적인 후행 밸류에이션도 같이 볼 필요



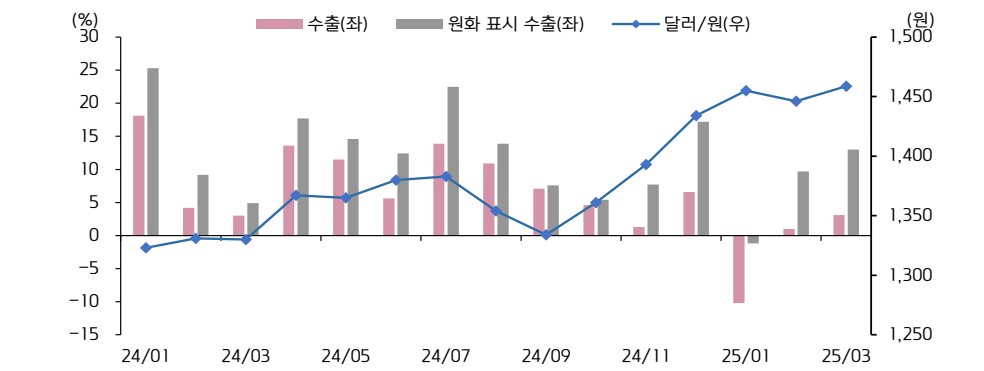
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

코스피 12개월 후행 PBR 밸류에이션 밴드: 4월 기준 코스피 후행 PBR은 0.83배로 작년 저점에 도달. 8~19년 무역분쟁 당시 0.8배까지 내려간 전력이 있기에(금융위기 때는 0.81배), 이번에도 해당 밸류에이션 혹은 그 이하의 레벨까지 내려갈 확률은 있겠지만, 일시적인 이탈로 보는 게 적절



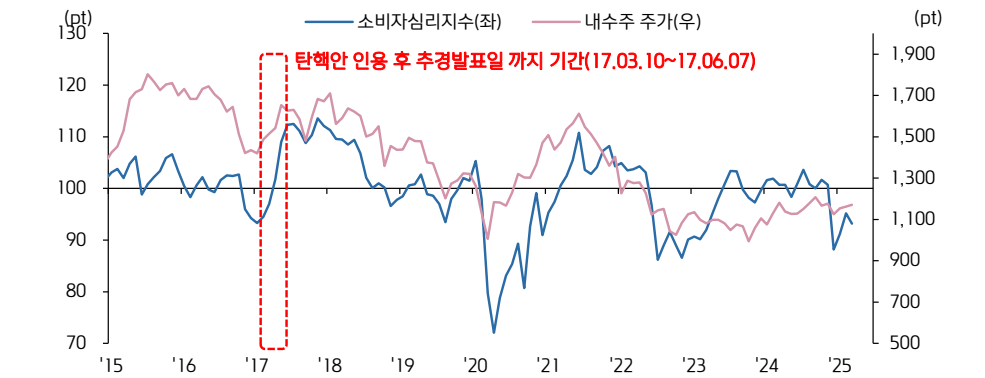
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

수출 턴어라운드에 대한 단기 불투명성이 높아지고 있긴 해도, 달러/원 환율이 1,450대 내외 흐름을 유지하는 한 환율 효과가 국내 증시의 완충 역할을 수행할 전망



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

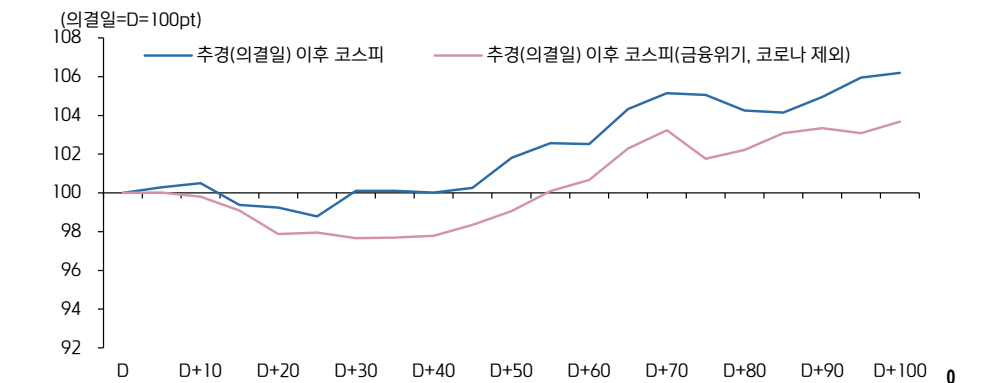
4월 4일 탄핵한 인용 후 정치 불확실성 해소된 가운데, 정부의 대규모 추경 편성(약 20조원대)이 대기하고 있다는 점도 국내 증시의 안도 요인. 과거 17년 탄핵안 인용후 추경 발표일 까지 소비심리지수 반등, 내수주 반등이 나왔던 사례가 존재.



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

주: 내수주 주가는 FnGuide 내수주플러스 지수

2008년 이후 총 16회 추경 편성 이후 코스피 평균 주가 흐름: 매크로, 개별 업황 등의 다른 요인들도 영향을 주긴 했지만, 평균적으로 추경 편성 이후 내수 경기 회복 기대감 등으로 국내 증시가 우상향 흐름을 보였다는 점도 참고해볼 만



자료: Bloomberg, 국회예산정책처, 키움증권 리서치센터

채권시장 영향

국내 정치 불확실성 해소에도 쌓여있는 경기 하방 요인에 초점

윤석열 대통령 탄핵 인용으로 그간의 불확실성 국면에서 벗어나며 시장 방향성이 명확해질 것으로 기대한다. 특히 대외 환경으로 인해 채권 시장 방향성이 좀더 명확해진 점도 있으나, 재정 정책 집행이 이루어질 것으로 예상되는 점 또한 방향성을 명확하게 만들 요인이다.

올해 2~3 월 중 채권시장을 설명하기 위해서는 정치 불확실성이라는 용어를 빼놓을 수 없다. 탄핵 선고일이 결정되지 못하면서 국내 정치 불확실성이 장기화되며 투자자들의 움직임이 제약되었고, 이에 따라 시장금리도 좁은 박스권에서 등락을 보였다. 국고 3년물은 2월 이후로 2.53~2.63% 정도의 레인지에서 등락을 보였고, 10년물은 2.70~2.88% 수준에서 등락을 보인 것이다. 대외 금리 변화에 연동되기도 했으나, 기관들의 매매 대응이 제약되는 등 국내 시장은 관망세가 계속해서 이어진 바 있다.

탄핵 선고 이후 채권시장은 금리 인하와 재정 확장 정책에 대한 기대 속에 커브 스티프닝이 예상된다. 조기 대선의 과정 속에 추경 편성 규모와 시기 또한 불확실성은 높지만, 적어도 재정 확장 정책이 기대되는 상황이다. 미국의 상호 관세 영향권에 들어오면서 수출 경기 위축 우려가 상존하고 있어 성장 보전을 위한 재정 확장이 필요한 상황에 처해 있기 때문이다. 산불 사태 등 내수 지원을 위한 재정 편성도 필요하다. 그 규모를 둘러싸고 여야 간의 갈등이 있는 상황이나, 추경 편성 자체를 부정하지는 않고 있다. 잉여금 등을 고려하면 추경 재원의 80% 이상은 국채로 조달될 것으로 예상이 모이고 있다.

그 가운데 한국은행의 금리 인하기가 지속될 것으로 예상된다. 4월 금통위에서는 그간의 인하와 가계부채 증가 등을 고려해 동결 결정을 하겠으나, 5월과 8월에 성장률 하향 조정 등과 함께 기준금리를 낮출 것으로 예상된다. 미 연준의 인하 기대 또한 유지되고 있는 점도 한국은행의 금리 결정에 영향을 미칠 것이다.

추경 편성 규모를 둘러싸고는 논의가 지속되겠지만, 야당에서 주장해왔던 35조원 규모를 감안하면, 산불 대응 10조원을 비롯해 대선 이후 2~3차 추경 편성 가능성도 배제할 수 없다. 그렇다면 결국 3~10년 스프레드는 50~60bp 까지 확대될 것으로 예상되며, 이에 따라 연내 국고 10년물 금리는 2.55~2.90%로 예상된다.

한편, 국내 정치 불확실성 해소와 정책 지원 기대 속에 국고채와 미국채 시장은 당분간 매수 우위의 시장이 형성될 것으로 예상된다. 미국 트럼프 행정부의 강도 높은 관세 정책과 이에 대응하는 각국의 보복관세 부과 조치 등이 금융시장 불안을 초래할 것으로 예상되기 때문이다. 특히 예상보다 강도 높은 조치로 경기 침체 우려가 높아졌다는 점을 고려하면, 미국채 금리는 하락 압력이 지속될 것으로 예상된다.

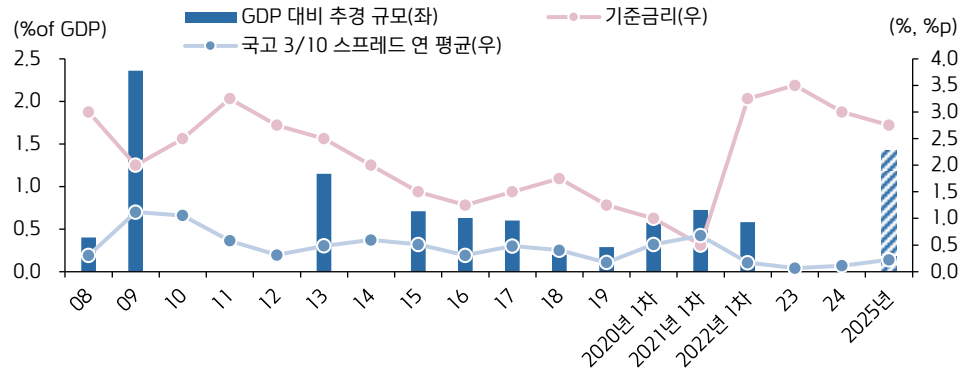
다만 미 연준의 금리 인하가 확실시되어야 한다는 전제 조건이 있다. 미 연준은 경기 둔화를 대응해 금리 인하와 QT 정책을 종료시킬 것으로 예상되나, 그 전에 미국 물가가 예상보다 가파르지 않다는 점을 확인해야 한다. 이러한 점 때문에 지난 4월 미국 증시가 큰 폭 약세를 보이는 가운데서도 미국채 10년물 금리는 3.8% 수준까지 떨어지다 4% 수준으로 올라서는 양상을 보인 것이다. 특히 파월 연준 의장도 물가 확인이 필요하다는 입장을 보이면서 다소 신중한 태도를 보였다. 아직 미국 고용시장이 급격히 둔화되는 흐름은 확인되지 않고 있어, 실물 경기 둔화와 예상을 하회하는 물가 수준을 확인해야 한다.

그럼에도 미국채 장기물 금리의 하락 압력은 지속될 것으로 예상된다. 상대적으로 미 연준의 금리 인하 기대를 확신하기까지는 물가를 확인해야 하는만큼 시간이 소요되겠지만, 미 연준의 금리 인하 전 QT 종료 등으로 유동성을 개선시킬 수 있는 여지가 있기 때문이다. 미 연준은 4월부터 미국채 QT 한도를 월 50억 달러로 기존의 250억 달러에서 축소하기로 결정했고, 하반기부터는 이를 종료할 가능성이 제기되어 왔는데, 금융시장 변동성이 확대될 경우 하반기 진입 전 종료할 가능성도 배제할 수 없다.

따라서 이를 고려하면 미국채 10년물 금리의 연간 레인지는 3.6~4.8%로 유지하며, 경기 침체 우려와 QT 종료 등에 대한 기대를 반영하며 장기물 중심의 하락세가 당분간 이어질 전망이다.

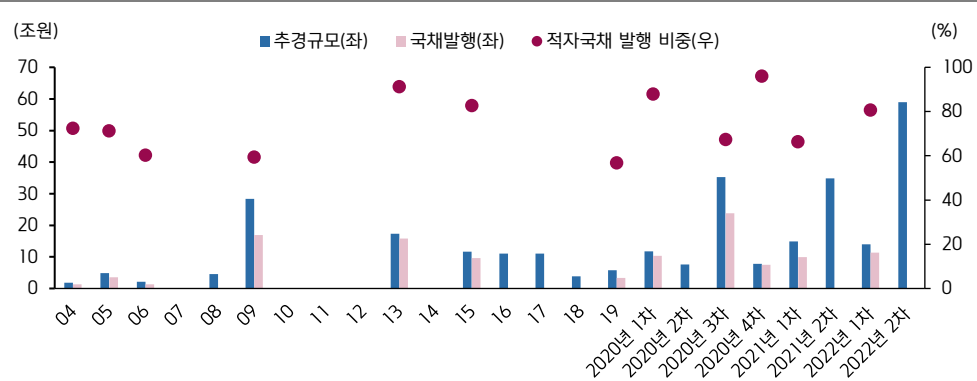
상대적으로 국내 시장은 중단기 중심의 강세가 예상된다. 국내는 정치 이슈 해결과 함께 장기채는 수급 우려를 반영하겠으나, 금리 인하 단행이 추가적으로 단행될 것으로 예상되기 때문이다. 한편, 국내 장기물에 대해서는 추경 편성 논의 과정에서 상승할 경우 매수 전략을 취하는 것이 적절하다고 판단한다. 추경 자체가 시장의 방향성을 결정하기보다는 결국 수출 경기 둔화 등 경기 방향성이 이를 결정한다는 점을 주목할 필요가 있다. 국내 재정과 통화정책 지원에도 관세 정책으로 인한 경기 하방 우려가 수시로 부각될 수 있어 국고 10년물은 2.8~2.9%를 넘어서는 구간에서는 매수 전략을 취하는 것이 적절하다.

GDP 대비 추경규모와 기준금리, 국고 3-10 스프레드 추이



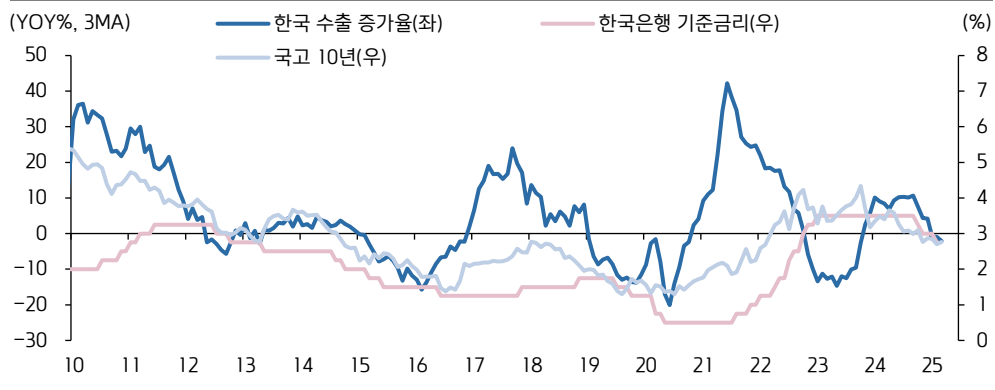
자료: 기획재정부, Bloomberg, 키움증권 리서치센터
 주) 2025년 35조원 가정/ 편의상 2020~2022년 1차 추경 규모만 기입

역대 추경 규모와 국채 발행 규모와 그 비중



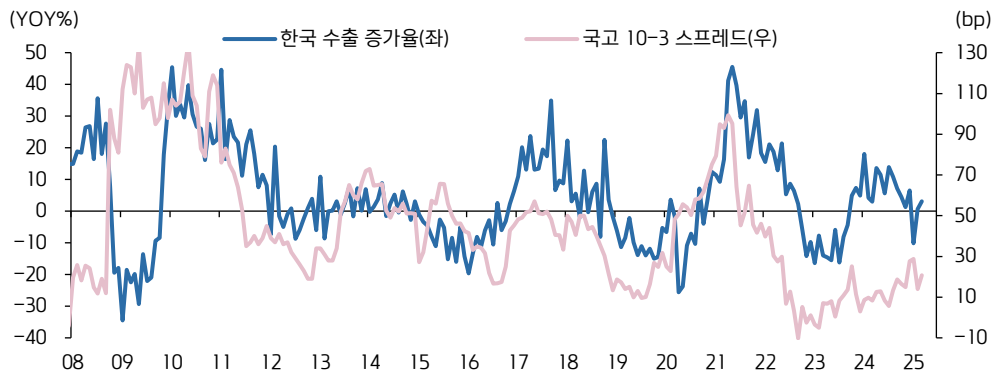
자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

한국 수출 증가율과 기준금리, 국고 10년물 금리



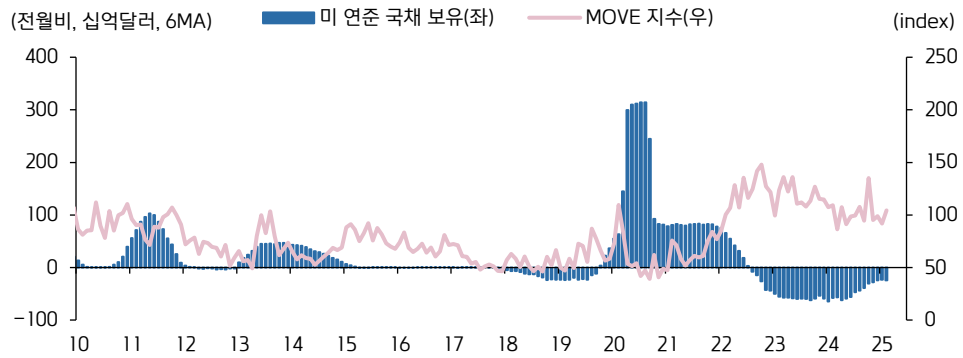
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 수출 증가율과 국고 3-10년 스프레드



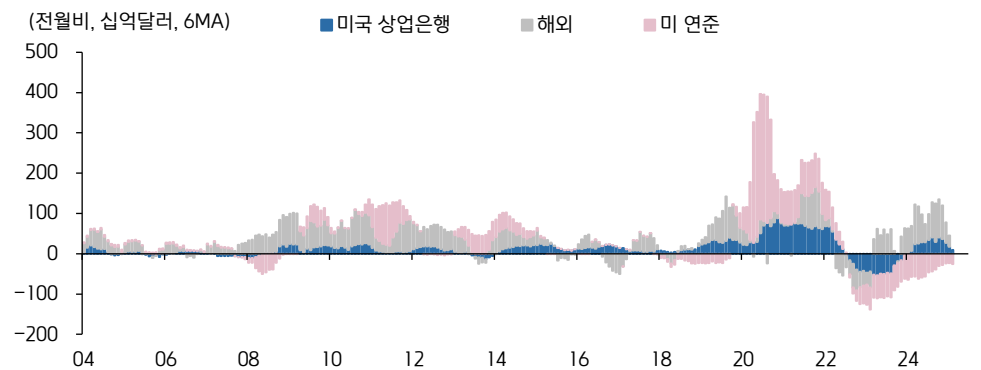
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미 연준 국채 보유 변동량과 MOVE 지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국채 주요 수요 주체 매수 변동량 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

외환시장 영향

달러/원 환율 1,400 원대 중후반 등락 이후 점진적 하락

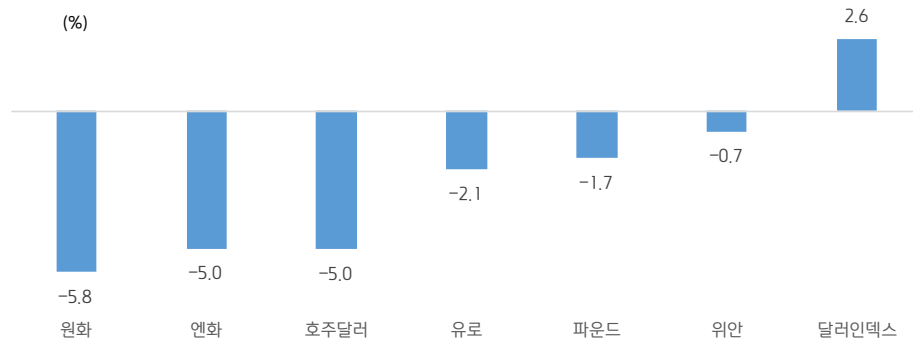
윤석열 대통령 탄핵이 인용되면서 국내 정치불확실성이 완화되었다. 달러/원 환율은 탄핵 선고 당일 장중 20 원 넘게 하락하며 이를 긍정적으로 반영하였다. 달러/원 환율은 3 월말 1,470 원대까지 높아졌으나 탄핵 선고를 앞두고 계속해서 하락해 1,430 원대까지 낮아졌다. 4 월 2 일(현지시각) 미국 트럼프 행정부의 상호관세 부과로 대외 불확실성이 커지고 국내 성장 하방리스크가 높아졌지만 외환시장에서는 국내 정치 불확실성 완화 여부에 좀더 초점을 맞추었다.

달러/원 환율이 1,430 원대로 낮아지면서 금융시장에서는 이후 방향성에 관심을 높이고 있다. 우리는 단기적으로 트럼프 행정부의 상호관세로 인한 마찰음을 고려할 때 달러/원 환율의 추가 하락은 주춤해질 것으로 예상한다. 사실 트럼프 행정부의 한국에 대한 상호관세율이 예상보다 높게 부과되었고, 협상을 진행한다 하더라도 관세가 면제될 가능성이 낮다는 점에서 수출 경기에 미치는 영향은 부담이다. 국내 성장에 대한 우려를 높일 수 있기에 이를 완화시킬 수 있는 변수가 이어지지 전까지는 원화가 추가로 강세를 보이기는 쉽지 않다.

그나마 다행인 점은 올해 미 달러화가 약세를 보이면서 주요 통화가 강세를 보인 것과 달리 원화는 국내 정치 불확실성과 경기 비관론으로 약세를 보였다는 점이다. 이에 트럼프 상호관세 부과에 따른 부담에도 국내 정치 불확실성이 완화되자 달러/원 환율이 하락할 수 있었고, 레벨을 낮춤에 따라 상방 변동성에 대응할 수 있는 여력이 생겼다. 트럼프 상호관세에 따른 단기적인 잡음을 소화하는 과정을 1,400 원 중후반 레인지에서 진행할 수 있다. 만약, 국내 정치 불확실성이 완화되지 않고 1,400 원 중후반에서 달러/원 환율이 머물렀다면 트럼프 관세 마찰음으로 달러/원 환율은 1,500 원을 일시적으로 상회했을 가능성도 있다.

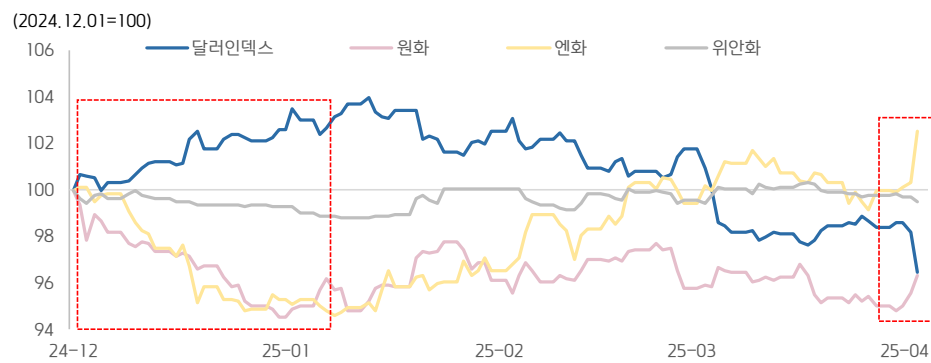
달러/원 환율은 트럼프 상호관세 불확실성이 완화되기 전까지 1,400 원 중후반에서 등락을 보일 것으로 예상한다. 그리고 상호관세 이슈가 진정되고 국내 경기가 추경 편성 등으로 모멘텀이 회복될 경우 2 분기 중 달러/원 환율은 1,400 원 초반대로 점진적인 하락이 가능할 것으로 기대한다.

2024년 12월 주요 통화 수익률



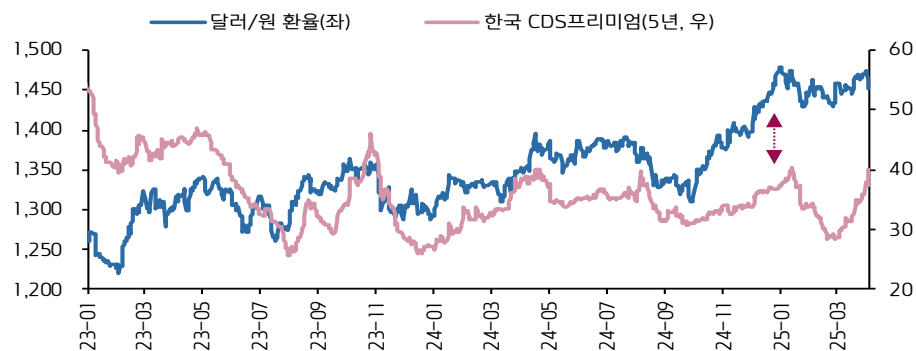
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2024년 12월 이후 주요 통화 흐름



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러/원 환율과 한국 CDS프리미엄(5년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

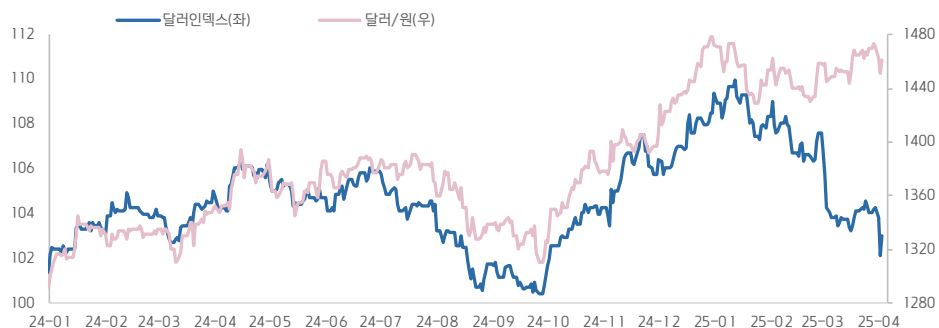
물론, 달러/원 환율 전망에 있어 중요한 전제가 필요하다. 미국 경기가 침체가 아닌 둔화에 그치며 미 달러가 당분간 완만한 약세를 보여야 한다는 점이다.

달러스마일 이론에 따르면 달러는 미국 경제와 주요국과 비교할 때 매우 양호하거나 아니면 침체일 경우 강세를 보이는 경향을 보이며 성장세가 둔화되며 주요국과의 펀더멘털 격차가 축소될 때 약세를 보여왔다. 지난 해 달러인덱스는 미국 경제가 주요국과의 펀더멘털 차이가 확대되며 양호하게 나타나면서 강세를 보였다. 하지만 올해 들어 미국 경제가 둔화되고, 유로존 경기는 재정지출 확대 기대 등으로 회복 모멘텀이 조성되면서 미 달러화가 약세를 보이고 있다.

올해 2~3 분기 미국 경제는 침체보다 성장 둔화의 경로를 보일 것으로 예상된다. 트럼프 상호관세로 인해 기업들의 투자가 보류되고 고용 계획이 보수적으로 옮겨가면서 노동시장을 중심으로 미국 성장세는 둔화될 가능성이 높다. 하지만, 미국 연준의 금리 인하와 금융기관의 규제 완화, 트럼프의 감세 추진, 시차를 둔 상호관세 협상 가능성 등을 고려할 때 미국 경기 위축에 방어 여력은 갖고 있다. 오히려 성장 둔화를 통해 연준의 추가 금리 인하가 진행된다면 유동성 공급 확대를 통해 하반기 기업들의 투자 사이클을 통해 경기 모멘텀이 회복될 수 있다.

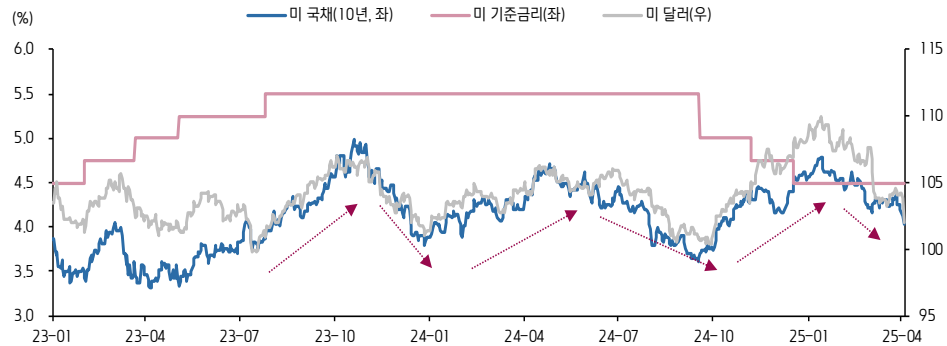
미 달러화는 올해 완만한 U 자형의 경로를 보일 것으로 예상된다. 2~3 분기 미국 성장 둔화와 연준의 두 차례(6 월, 9 월) 금리 인하 등을 통해 약세를 보인 이후 기업 투자 사이클 회복을 통해 하반기 중반 이후 펀더멘털이 개선될 경우 반등하는 패턴을 보고 있다. 이에 연동해 달러/원 환율도 1,400 원 초반대로 완만하게 하락한 이후 하반기 중반 이후에는 1,400 원 중반대로 반등할 가능성이 높아 보인다.

달러인덱스와 달러/원 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러인덱스와 미국 기준금리, 국채금리(10년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미 달러화 약세를 단기적으로 보이는 구간에서 달러/원 환율이 추가로 하락하기 위해서는 국내 경기에 대한 비관론이 완화될 필요가 있다. 중장기적으로 국내 경제에 대한 우려의 시각이 쉽게 해소되는 어렵지만 추경 편성 등 경기 부양을 위한 정책적인 대응이 이어진다면 단기적으로 원화 가치에 우호적일 수 있다.

2 분기에는 한국 수출이 트럼프 상호관세 및 비우호적인 기저효과 등으로 부진할 가능성이 높다. 내수 부진 역시 쉽게 완화되기 어려운 상황에서 정부의 정책적인 모멘텀이 생긴다면 국내 경기 비관론이 다소 누그러질 수 있다. 올해 초 한국 경제에 대해 주요 연구기관과 외신에서는 경제성장을 전망치를 계속해서 하향 조정해왔다. 구조적인 변화가 조기에 뒤따르는 어렵지만 단기적으로 추경 편성 등을 통해 내수 진작을 꾀할 수 있다면 성장 전망치의 하향 조정은 주춤해질 수 있다.

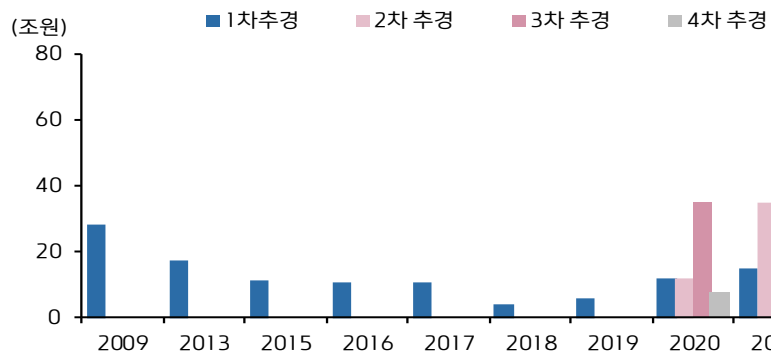
2020~2022년까지 국내에서는 총 8번의 추경이 편성되었다. 그 중 4번이 주요 선거 직전에 편성되었고 선거를 앞둔 경우 4 차례 모두 선거일 한 달 전 이내에 추경안이 국회를 통과된 바 있다. 2 분기 중 추경 편성이 진행될 경우 한국 경제에 대한 우려 및 국내 정치 불확실성도 좀 더 완화될 것으로 예상된다. 한국개발연구원(KDI)에 따르면 지난 2020년 1~4차 추경과 2021년 1차 추경으로 인한 경제성장을 제고 효과는 2020년 0.5%p, 2021년 0.3%p로 추산했다. 당시 다섯 차례 추경의 총 규모는 81.7조원에 달했으며 이 가운데 세출 확대 규모는 69.5조원이었다. 현재 의회에서는 추경 규모를 두고 이견을 보이고 있으나 조기 대선이 확정된 만큼 경기 진작을 위한 움직임은 적극적으로 이어질 것으로 예상된다.

선거와 추경이 함께 진행된 사례

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

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터

과거 추경 편성 규모



자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터