

# Market Comment

Strategy 번준호 02) 6915-5670 / [ymaezono@bks.com](mailto:ymaezono@bks.com)

## 상호관세로 침체를 반영하기 시작한 주식시장

### 1. 트럼프 상호 관세 정책, 시장 예상 크게 상회

트럼프 관세 정책이 대선 당시 공약과 시장의 예상 수준을 크게 상회하면서 중시가 패닉에 빠졌다. 시장은 트럼프 정책이 공약 수준이거나 혹은 미국의 경기와 중시 영향을 최소화하는 선에서 공약 수준보다 다소 낮은 선에서 진행될 것으로 예상했으나 그와 같은 예상이 완전히 빗나갔다. 트럼프는 취임 초기 '보편 관세'를 '상호 관세'로 변환하면서 정책 톤을 완화하는 뉘앙스를 보였으나, 오히려 주요국들에 대해 무역적자를 수입액으로 나눈 값의 절반을 관세로 부과하며 보편 관세에 상호 관세가 더해지는 강력한 관세율을 책정 및 발표했다.

지난 주 중시 폭락은 시장이 전혀 트럼프의 이와 같은 정책을 예상하지 못했음을 보여 준다. 사실 미국 대통령의 취임 초반은 대체로 경기와 중시에 우호적인 정책 성향을 나타내며 허니문 국면을 반영하는 경우가 많았다. 그래서 미국 대통령 취임 직후 미국 중시의 급락 현상은 드물게 나타난다. 1974년 포드 취임, 2001년 부시 취임 때가 중시 하락기인데 당시에는 오일 쇼크와 IT버블 붕괴라는 취임과는 다소 무관한 산업적 측면이 강했다. 하지만 이번 급락은 정책적 이슈와 연동된다.

### 2. 관세 쇼크로 침체의 문이 열리다

이번 상호 관세 쇼크로 인해 글로벌 경기 침체 가능성성이 상당히 높아졌다. 국제금융센터는 이번 미국의 관세 조치로 인해 글로벌 성장률이 지난 1월 IMF 전망대비 매년 -0.49%p씩 낮아질 것으로 전망했다. Non-US 지역에서의 대미 보복 관세 10%를 적용할 경우 성장률은 그보다 더 크게 -0.8%p 수준으로 낮아질 것으로 전망했다. 이는 글로벌 경기 침체 우려를 높이는 수준이다. 올해 1월 IMF는 글로벌 성장률을 3.3%로 전망했던 만큼 2.8% 수준으로 하락할 수 있다는 전망이다. 하지만 추가적으로 중국의 34% 보복 관세 등으로 2%대 초. 중반까지 성장률의 추가 하향 조정 가능성이 열린 상황이다.

글로벌 성장률은 코로나 이전까지 2000~2019년 평균 3.8% 성장해 왔고, 보통 주식 시장은 글로벌 성장률이 3% 하회할 것으로 예상될 때 크게 하락하는 경향을 보였다. 실제 중시가 크게 하락한 경우 글로벌 성장률은 2%대 초, 중반 혹은 그 이하로 하락하는 경우가 많았다. 미국 대통령 취임 직후 중시 급락 현상이 유사한 2001년도 세계 성장률은 2.5%였다.

미국의 침체 확률이 빠르게 상승할 것으로 예상된다. 미국의 침체 확률은 Bloomberg에서 30%로 확인되나 이는 최근 상호 관세를 반영하지 않은 것이다. 상호 관세 부과 후 예측 플랫폼 Kalshi에서는 61%, JP모건은 60%, Polymarket에서는 57%까지 상승해 있는 상황이어서 일부 기관 및 플랫폼이 이미 침체를 가정하기 시작한 상황이다. 주식 시장은 보통 침체 확률 컨센서스가 50%를 넘어서 60~70%까지 조정 압력을 받다가 저점을 형성한다.

물론 대화와 협상을 통해 현재 관세 정책 톤이 완화될 경우 경기 침체 우려는 완화될 것으로 보이나 트럼프의 강경 노선이 지속되고 있고, 중국의 34% 보복 관세가 시행됐을 뿐만 아니라 EU 역시 협상 불발 시 보복 관세를 예고하고 있어 협상 가능성이 점차 낮아지고 있다. 상호 보복 관세가 지속 및 확대될수록 침체 확률은 더욱 뚜렷하게 상승하게 될 것이다. 주식 시장은 이제 관세 쇼크의 완화를 확인할 때까지 계속해서 침체 및 위기 시나리오를 반영할 가능성이 높다.

우리나라도 5일부터 10% 보편관세를, 9일부터는 상호관세를 포함한 25% 관세가 붙는다. 관세 쇼크로 인해 우리나라 경기 및 수출 전망의 하향 조정이 불가피할 전망이다. 우리나라 성장률은 올해 이미 1% 초, 중반 수준으로 하향 조정된 상황이나 지난 주 상호 관세 부과로 인해 1% 전후 혹은 0%대 성장률 전망으로 하향 조정될 것으로 예상된다. 수출의 경우에도 올해 컨센서스는 2.4% 수준에서 형성 중이나 이번 상호 관세로 인해 YoY 역 성장이 불가피 할 전망이다. 25% 관세 부과 시 IBK경제연구소는 수출이 4.6% 감소할 것으로 전망하고 있고, 영국 애스턴대 조사 결과에 따르면 7.5% 감소할 것으로 전망되고 있다. 우리나라의 경우, 현재 조기 대선에 따른 컨트롤타워 공백과 안보 이슈 등으로 보복 관세를 단행하기가 어려운 상황이어서 관세 영향에 따른 수출 감소가 불가피할 것으로 예상된다.

올해 수출 전망이 바뀌면서 상반기 수출 저점 통과 기대감은 약화될 것으로 예상된다. 월별 기준 지난 1월 -10% 수준이 바닥권으로 판단됐으나 상호 관세에 따른 수출 역 성장 본격화로 저점 인식 시점이 지연될 것으로 예상된다. 월별 수출 증가율이 (-)로 전환되면서 하락 흐름을 연중 지속할 것으로 예상됨에 따라 중시 부진이 중기적으로 지속될 가능성이 높아졌다.

역사적으로 수출 금액과 KOSPI 흐름이 상당히 유사한 궤적을 보인다. 수출과 KOSPI 관계에 있어, 필자의 계산에 따른 오차 최소화를 가정한 단순 산식은 월 수출 금액(억달러)에 일정 계수 4.565를 곱한 수치와 KOSPI를 비교하는 것이다. 이는 정확한 예측 및 추정 모델의 성격이라기보다는 수출대비 KOSPI의 대략적인 적정 수준을 파악하는데 도움이 될 수 단순 산식이다. 작년 6,838억달러에 대한 월 수출 금액에서 올해 5% 수출이 감소한다는 가정하고 4.565 계수 값을 곱할 경우 수출을 고려한 KOSPI의 적정 수준은 약 2,470pt 수준으로 볼 수 있다. 즉, 상호 관세를 고려해 수출 감소를 고려할 경우 올해 KOSPI는 2,470pt 전후의 일정 범위에서 등락할 가능성이 높다는 점을 시사한다.

### 3. 국내 중시 밸류에이션은 경험적 하단 도달

다만, 국내 중시 밸류에이션은 이미 침체 혹은 위기를 반영하고 있다는 점에서 추가 하락 폭을 제한시키는 요인으로 작용할 전망이다. 지난 4일 기준 KOSPI 12M F. P/E는 8.4배, 12M F. P/B는 0.8배로 경험적 밸류 하단에 근접해 있다. 이번 주 추가 하락을 고려할 경우, 금융위기와 코로나 국면을 제외한 최 하단 밸류에이션에 도달할 것으로 보인다. 12M F. P/B는 최저점은 금융위기 당시 0.79배, 2019년 당시 0.76배, 2020년 당시 0.63배까지 하락한 바 있다.

결과적으로, 수출 펀더멘탈 악화에 따른 중시 하락 위험은 지속될 것으로 보이나 밸류에이션 측면에서 이미 극심한 저 평가 상황에 직면한 만큼 중시는 현재의 낮은 수준에서 등락 과정을 지속하는 장세의 흐름이 예상된다. 관세 정책이 완화될 경우 극심한 저 평가를 벗어날 수 있을 것이고, 침체 이슈가 '위기'로 전개된다면 추가 밸류에이션 하강 위험에 노출될 수 있다.

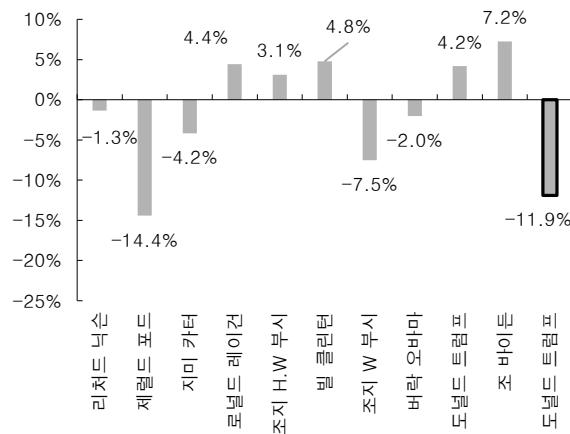
### 4. 미국 침체 이슈가 신흥국 위기로 전개될 가능성에 주시

국내 정치 리스크는 지난 주 탄핵 선고로 인해 다소 완화되며 중시 하강 위험을 막아주는 요인으로 작용할 수 있으나, 대외 리스크는 확대될 양상을 보이고 있다. 당장 이번 주 중국, EU 등 Major 지역의 대미 협상 이슈가 원만하게 진행될 지 여부가 중요해 보인다. 현재 주식 시장은 미국을 중심으로 한 침체 우려가 반영되고 있으나 관세 이슈가 원만하게 해결되지 않을 경우 우려가 신흥국으로 확대될 여지도 있다. 이번 고 관세 국가들이 대체로 아시아 신흥국에 집중되어 있는 만큼 아시아 혹은 신흥국 리스크의 부각 여부를 주시해야 할 필요가 있다.

최근 달러가 미국 침체 우려를 반영하며 약세 흐름을 보이고 있으나 재차 달러가 강세로 전환될 경우 신흥국 우려가 본격화될 수 있다. 4월 들어 베트남 중시가 폭락했고, 남아공 등 주요 신흥국들의 CDS 프리미엄이 빠르게 상승하고 있다. 고 금리 장기화 국면에서 고 관세 영향까지 겹칠 경우 Fragile 신흥국들을 중심으로 금융 시장 및 경기 위험이 확대될 수 있다. 4월 들어 EMBI 스프레드가 크게 상승하고 있음에 주목할 필요가 있다.

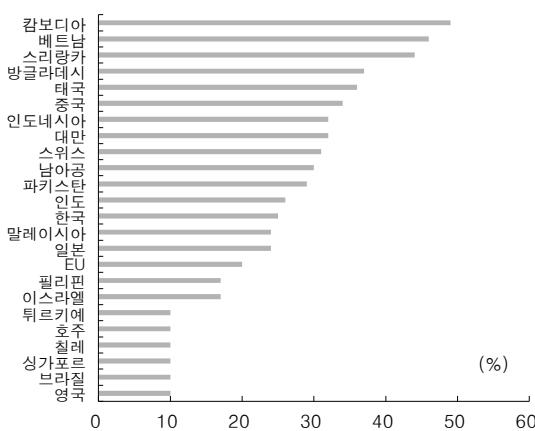


그림 1. 미국 대통령 취임 11W 후, Dow지수 등락률



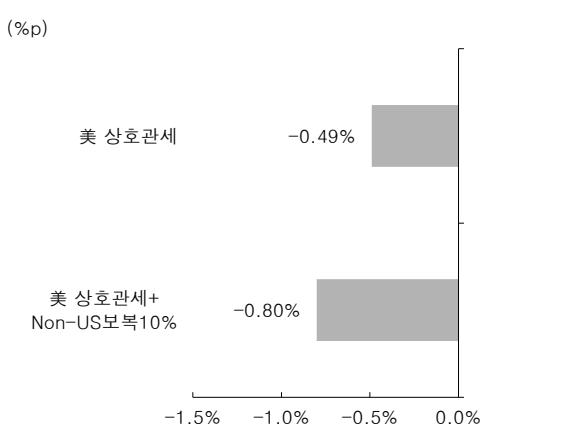
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 3. 미국의 상호 관세 국가별 관세율



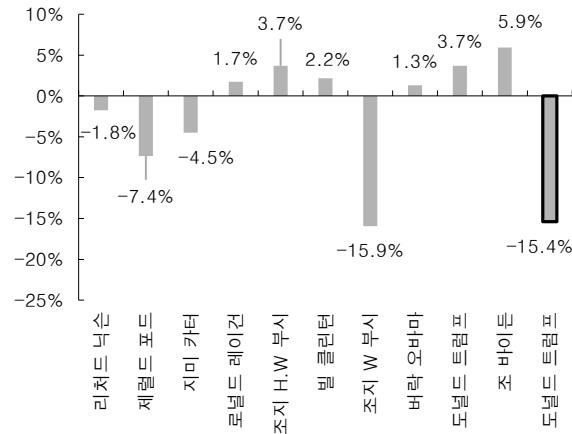
자료: 국제금융센터, IBK투자증권. 주: 보편관세10%+국가별 상호관세 합산

그림 5. 이번 관세 효과에 따른 글로벌 경제 성장을 하향 폭



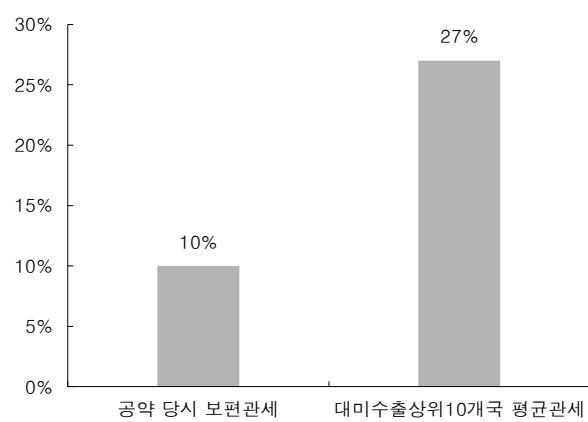
자료: 국제금융센터, 한겨레 보도 인용, IBK투자증권

그림 2. 미국 대통령 취임 11W 후, S&P500 등락률



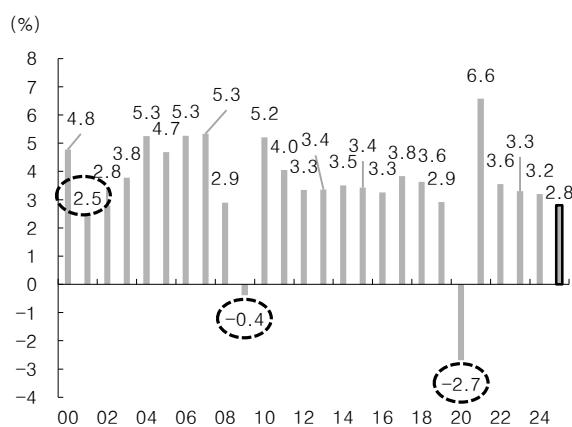
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 4. 보편 관세를 크게 상회하는 이번 상호 관세 수준



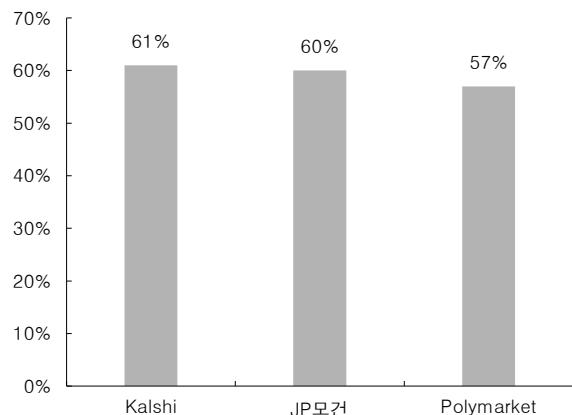
자료: 국제금융센터, IBK투자증권

그림 6. 세계 성장을 추이 및 전망



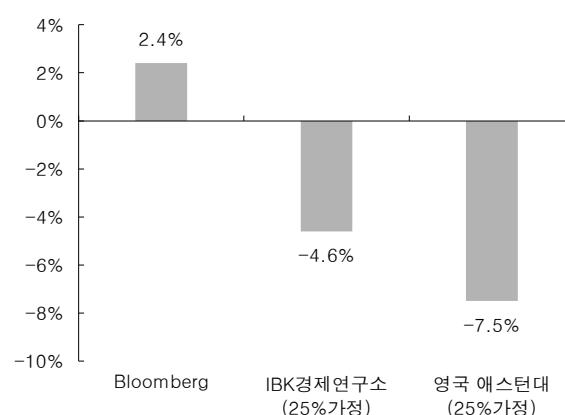
자료: Bloomberg, IBK투자증권. 주: 25년은 국제금융센터 상호 관세 반영 전망

그림 7. 최근 미국 경기 침체 확률 급등 전망



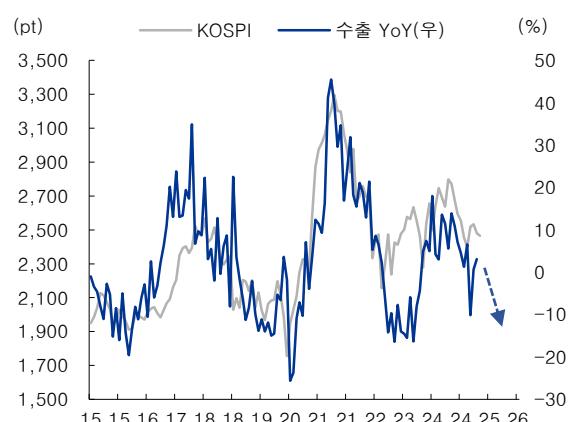
자료: 언론 보도 인용, IBK투자증권

그림 8. 상호 관세에 따른 우리나라 수출 감소 전망



자료: IBK경제연구소, 언론 보도 인용, IBK투자증권

그림 9. 우리나라 수출 증가율과 KOSPI 추이



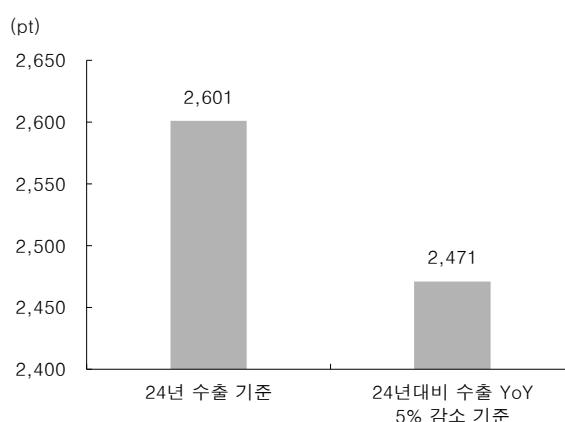
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 11. KOSPI 12M F. P/E 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 10. (월수출금액X4.565)를 통한, 러프한 KOSPI 적정 수준



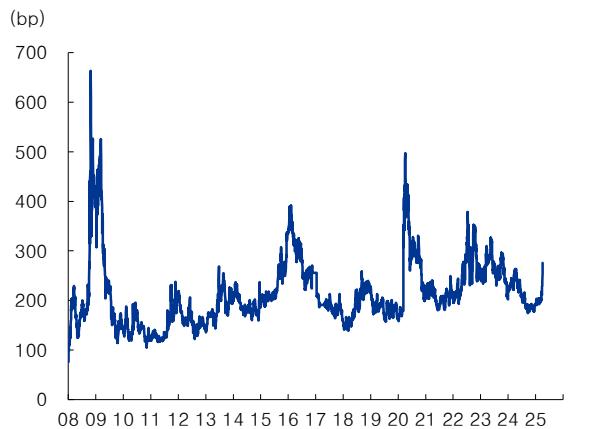
자료: Bloomberg, IBK투자증권. 주: 월 수출금액(억달러)\*4,565 ≈ KOSPI 가정

그림 12. KOSPI 12M F. P/B 추이



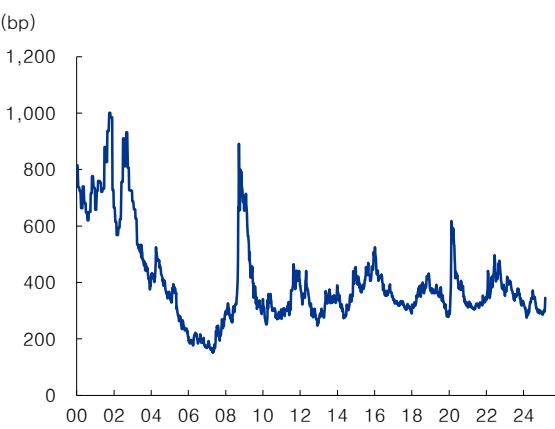
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 13. 남아공 CDS 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 14. EMBI 스프레드 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

〈표1〉 현재까지 발표된 미국의 對 글로벌 주요 관세 부과 내용

대상국/품목	세율 및 내역	시행 또는 예정일
캐나다, 멕시코/일부 품목	25%(USMCA 품목 유예)	3.4일
전세계/철강 알루미늄	25%(면제조치 종료)	3.12일
전세계/자동차 및 주요부품	25%(캐나다, 멕시코 생산에 사용된 미국산 부품 제외)	4.3일
전세계/전품목(기존, 주후 관세부과 품목 제외)	보편관세 10% (캐나다, 멕시코 제외)	4.5일
60여개국/전 품목(상동)	국가별 차등 상호관세(캐나다, 멕시코 제외)	4.9일
중국/전품목	10%+10%+34%	2.4일, 3.4일, 4.9일