

Conviction Call

최근 증시 반등으로 맞춰진 세가지 투자전략 퍼즐



김용구 Strategist
yg.kim@yuantakorea.com

9~11일 국내외 증시가 폭등했다. 미국이 중국을 제외한 모든 교역국에 90일간 상호관세 부과를 유예하기로 결정한데 따른 결과다. 트럼프 관세 쇼크에 맥 못 추던 주식시장이 반격의 신호탄을 싹 올리게 됐다는 점은 한없이 반가운 대목이다. 보다 더 뜻깊은 것은 이로써 투자 전략 측면 세가지 퍼즐이 맞춰지기 시작했다는 점에 있다. 세가지 전략 함의를 주목한다.

첫째, 트럼프의 아킬레스건은 바로 금리: 트럼프 2기 경제정책의 근간은 GDP 대비 기초 재정수지(Primary Balance) 0%(OECD '25년 1Q 예상 -3.6%)까지의 재정긴축에 있다. 1) 이를 위해선 명목 GDP 성장을 이하로 정부 차입비용(스캇 베센트 재무장관은 10년 국채금리를 이의 Proxy로 제시)을 낮춰야하고, 2) 이는 재정 긴축/효율화와 물가통제를 대가로한 연준의 대폭적 금리인하의 뒷받침이 필요하며, 3) 이에 통화완화와 통상압력으로 확보된 달러화 약세에 감세와 친기업 규제 완화/철폐를 더해 추가 경제성장을 도모하겠다는 것이 트럼프의 중장기 'MAGA' 달성을 위한 핵심 전략이 된다.

현데 청사진은 그럴싸했으나 트럼프의 무질서한 정책대응으로 말미암아 시작부터 단단히 꼬였다. 5.8조\$ 대규모 재정적자를 수반하는 감세안을 추진하며 세수 확보 대안이랍시고 막무가내식 관세/통상 압박을 이어가니, 시장은 장래 국채 발행 폭증을 의심하며 투매공세로 응수할 수밖에 없었다. 4/3일 4.0%에 지나지 않았던 미 10년 국채금리가 8일 장중 4.5%선 까지 속등한데 이어 30년물 금리 역시 5%선에 육박했던 이유다. 문제는 GDP 성장을 이상의 차입비용(국채금리) 환경은 경기침체의 분명한 전조에 해당하며, SOFR Swap 금리 이상의 국채금리(Swap 스프레드 하락)는 장래 국채시장 유동성 증발과 금융불안 추가 심화 가능성을 암시한다는 사실이다.

흥미로운 점은 실제 미 10년 국채금리가 CBO 예상 명목 GDP 성장률을 넘어설 때마다 잠복 경기/금융 불안을 이유로 트럼프의 관세/통상 압박이 숨 고르기로 급선회했다는 사실이다. 2/3일 멕시코와 캐나다 관세 부과 유예 조치와 4/9일 중국 제외 전 교역국 관세 90일 유예 발표 모두 성장률을 넘어서는 시장금리 속등 이후에 나왔다. 11일 발표된 스마트폰, 컴퓨터, 반도체 관련 상호관세 면제 조치 또한 9일 관세 유예안에도 쉽사리 가라앉지 않는 금리 상승 부담에 대한 고육지책 성격이 짙다.

이는 트럼프의 아킬레스건 또는 제동장치가 바로 금리임을 시사한다. 시장금리 발작을 무릅쓴 관세/통상 압박은 곧장 미국 매그로 환경의 와해적 상황변화로 직결될 수 있음을 트럼프 스스로도 충분히 인지하고 있다는 의미다. 관련 맥락에 따를 경우, 트럼프는 시장금리가 재차 하향 안정화되거나 충분한 수준의 경기 자신감과 금융 안정성을 회복하기 전까진 그간의 관세/통상 파상공세를 거두고 유화적 협상 모드에 주력할 공산이 크다. 이후 중국을 위시한 국가별 협상 경과와 국채 수급환경의 안정화 여부를 주목해야 할 것이나, 투자전략 견지에선 일단은 최악은 지났다고 보는 이유다.

(Continued on the next page)

[Conviction Call] 최근 증시 반등으로 맞춰진 세가지 투자전략 폐증

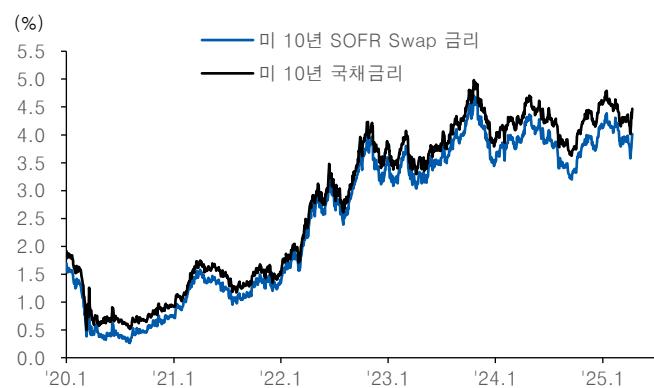
그림 1. 베세노믹스(Bessenomics, 스캇 베센트 재무장관 경제정책) 초점: 정부 차입비용(미 10년 국채금리)을 명목 GDP 성장을 이하로 유지



참고: 2025년 1분기 이후 명목 GDP 성장률은 CBO 전망치를 준용

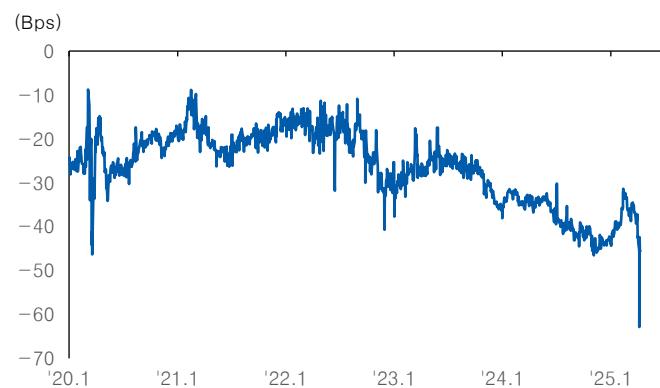
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 2. 장기채 투매공세 심화에 따라 Swap 금리 이상으로 국채금리가 속등



자료: 유안타증권 리서치센터

그림 3. 미 10년 Swap-국채금리 스프레드는 -50bp 선까지 속락



자료: 유안타증권 리서치센터

그림 4. 트럼프 2기 관세/통상 압박은 10년 국채금리가 명목 GDP 성장을 넘어서는 시점에서 숨 고르기로 급선회



참고: 2025년 1분기 이후 명목 GDP 성장률은 CBO 전망치를 준용

자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

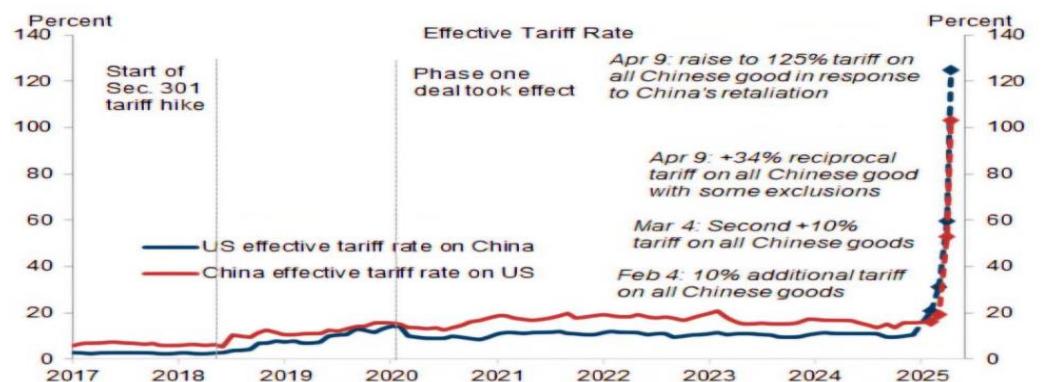
둘째, 트럼프의 진짜 타겟은 중국. G2 초점은 단기 파행보단 중장기 명분-실리 교환 과정에 집중: 트럼프는 경기/물가/금리 삼중고와 시시각각 가중되는 정치적 부담을 이유로 이후 중국 제외 글로벌 교역국에 대해선 관세 부과 유예안의 연장을 반복하며 경제 및 비경제적 실리 확보에 주력할 공산이 크다. 국가별 선물 보따리의 크기에 따라 일부 가감은 있겠으나, 궁극적으로 상호관세는 사라지고 보편관세 10%에 품목별 관세가 소폭 더해지는 수준에서 관련국의 실효 관세율은 상당수준 경감될 것으로 판단 한다. 미국과 정치적 가치와 경제적 이해를 공유하는 동맹/우방 교역국의 근린궁핍화는 시차를 두고 미국 경제의 자가당착으로 귀결될 수 있기 때문이다.

미중 양국간 실효 관세율은 이미 100%선을 넘어섰다. 관세 보복과 재보복을 쉴 새 없이 주고받은 탓이다. 경제적으로 이미 단교 상태에 돌입한 미중 양국이 쾌도난마식으로 협상 타결에 나설 가능성은 없다. 양국간 100% 이상의 관세 부과는 곧장 미중 교역의 80% 이상 감소로 귀결되며(WTO 4월 전망), 이는 장래 G2 매크로 환경의 공멸을 부채질할 공산이 크다.

매크로 내우외환(내수 경기 장기침체 & 트럼프 관세 압박이 수출 경기 회복 가능성을 제한) 이중고에 직면한 중국은 밖에선 트럼프 파상공세에 의연히 맞서며 안으로 ‘Beijing Put’격 고강도 통화/재정부양으로 내실을 다지겠다는 복안이나, 일본식 유동성 험정(또는 구조적 디플레이션)에 빠진 중국 경제가 실제 쓸 수 있는 정책 여력은 시장 기대 이하로 크게 제한되며 그 실효성 역시 다분히 중립 이하로 제한될 개연성이 높다. 만일, 최근 금융시장의 가십대로 미국채 발행량의 1/10을 보유한 중국이 국채 투매 공세에 가담하는 경우라면, 트럼프의 ‘MAGA’ 비원은 마라탕에 빠져 익사할 공산이 크다.

결국, 미중 양국에게 있어 관세 관련 파행의 장기화는 경제적으로나 정치적 배경 모두에서 피하고 싶거나 또는 반드시 피해야만 하는 최악의 선택지가 된다. 장래 G2 무역협상 경과가 초기 탐색과정 전개 이후 중장기적 명분과 실리의 교환과정 형태를 따를 것이라 판단하는 이유다. 이미 극도로 다급해진 미국은 11일 스마트폰, 컴퓨터, 반도체 관련 상호관세 면제 조치로 대중국 화해의 제스처를 보냈고, 매크로 이중고를 타개할 해결책이 마땅치 않은 중국은 이에 못이기는 척 화답할 공산이 크다. 4/9일 동아시아 증시 저점을 통해 이미 최악을 확인한 G2 관세/통상 마찰 리스크가 이후 G2 협상 경과를 반영하며, 차악, 차차악, 차차선, 차선 순의 점진적 회복 과정을 그리는 까닭이 바로 여기에 있다.

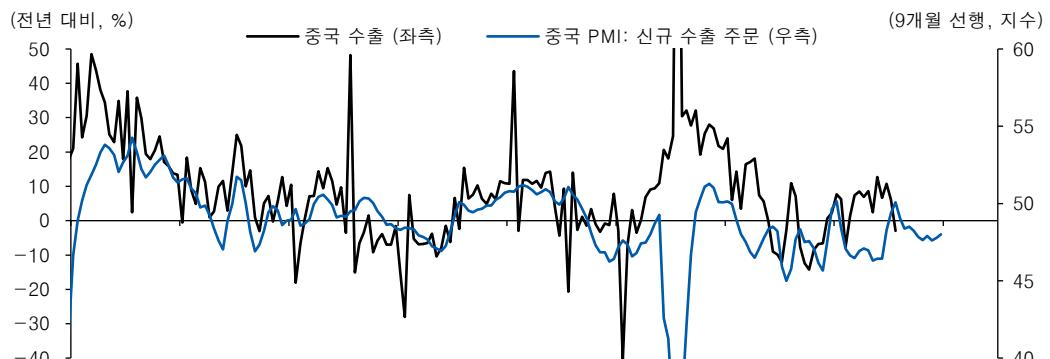
그림 5. 미중 양국간 실효 관세율은 100%선을 상회. 이는 경제 및 통상 측면에선 실질적으로 단교 상태에 이르렀음을 시사



자료: Goldman Sachs

[Conviction Call] 최근 증시 반등으로 맞춰진 세가지 투자전략 페즐

그림 6. 중국 수출 경기 환경은 트럼프 관세/통상 리스크 가세로 추가 부진이 불가피할 전망



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 7. 양회 정책 부양에도 불구하고, 내부 경제주체측 경기 자신감은 중립 이하로 제한



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 8. 일본식 디플레이션 추세화는 중국 통화/재정부양의 실효성을 제약



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

표 1. 미국 4/11일 스마트폰, 컴퓨터, 반도체 관련 관세부과 예외 조치를 발표

구분(단위: 백만 달러, %)	미국의 중국 수입액	미국 총 수입 내 해당 품목 중국산 비중	미국의 해당 품목별 전체 수입액	미국 품목별 총 수입 내 중국산 비중
Smartphones	41,733	9.0%	51,505	81%
Computers and similar devices	36,736	7.9%	141,406	26%
Machines for data transmission such as routers	7,736	1.7%	56,438	14%
Computer parts	6,584	1.4%	54,297	12%
Computer monitors	5,057	1.1%	6,454	78%
Integrated circuits and semiconductors	1,473	0.3%	40,386	4%
Machines to manufacture semiconductors	924	0.2%	13,701	7%
Flat panel display and touch screens	611	0.1%	1,797	34%
Flash drives and solid-state data storage devices	426	0.1%	18,177	2%
Semiconductor devices (including diodes, transistors, LEDs)	405	0.1%	5,146	8%
합계	101,686	22.0%	389,309	26%

자료: Bloomberg 재인용, 유안타증권 리서치센터

셋째, 대단히 이례적인 국내외 증시 패닉 과정, 그럼에도 Bear Mind는 답이 아니다: 최근 트럼프 관세 부과 쇼크 관련 국내외 증시 동반 패닉이 갖는 특이점을 주목할 필요가 있다. 1980년대 이래로 S&P500 지수가 최근 2거래일 사이 -10% 이상 폭락한 경우는 이번 패닉(4/2~4일 -10.5%)을 포함해 역사적으로 단 4차례에 불과했다. 주목할 점은 '87년 10월 블랙 먼데이, '08년 11월 미국 금융위기, '20년 3월 코로나 팬데믹 등 앞선 케이스 모두 실물경기 침체(주세적 위기, Recession) 파장이 최악의 시스템 리스크(금융/외환 위기 또는 퍼펙트 스톰) 현실화까지 추가 확산/전염됐다는 사실이다. 이번 사태를 바라보는 시장 투자가족 초점이 장래 Recession 발발을 기정사실화한데 이어 최악의 퍼펙트 스톰 현실화까지 일부 염두에 두고 있다는 의미다.

극명한 차이점도 존재한다. 당시엔 경기/수요 침체를 반영한 물가 하락(디플레이션) 영향과 최종 대부분으로서 매크로 위기 대응의 필요성이 연준의 적극적 통화완화 기대를 경유해 시장금리 하락으로 반영됐으나 이번엔 정반대로 전혀 그렇지 못했다. 위험/안전자산을 구분치 않는 무차별적 맹폭 과정과 함께 글로벌 Equity Sentiment Index가 과거 글로벌 시스템 리스크 발발 당시 글로벌 증시의 심리/수급적 언더슈팅 극단에 해당하는 -7pt선까지 속락했던 이유다.

유구한 경제사에서 확인되는 최악의 시스템 리스크 전면화 과정은, 1) 실물경기 둔화/침체, 2) 신용경색 및 크레딧 리스크 심화, 3) 은행 대출태도 보수화, 4) 우량기업 흑자 도산, 5) 은행권 자산 건전성 훼손 및 유동성 위기 심화, 6) 뱅크런 및 금융위기 확산, 7) 외환위기 추가 전염 및 잠복 블랙스완 현실화 등 의 순서를 따랐다. 만일, 이의 선결조건이 일부라도 충족되는 경우라면 파국의 현실화를 상정한 현 시장 투자가족 대응은 지극히 합리적인 포지션 조정으로 평가할 수 있을 것이나, 그렇지 않다면 극단적 모호성과 불확실성 때문이라 핑계 대더라도 비이성/비합리적 과민반응으로 판단함이 옳다.

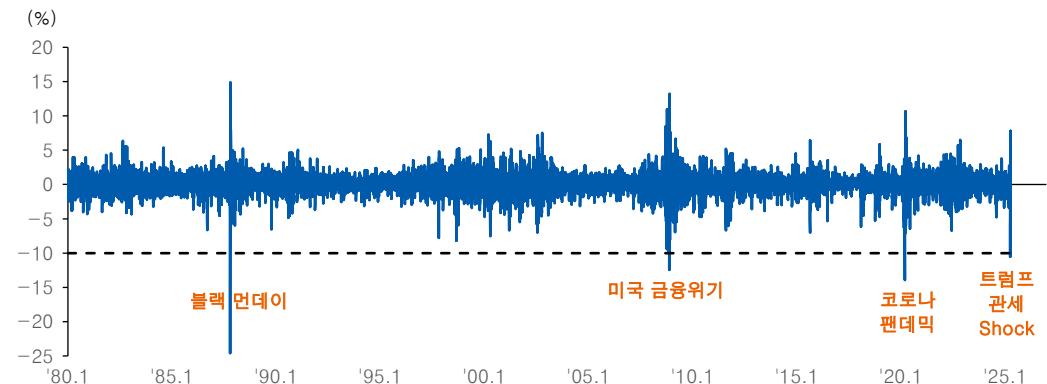
통상, 미국 경기침체 과정은 컨퍼런스보드 경기 동선행지수 전년 대비 증감률과 YSK Business Cycle Indicator 및 산출갭의 동반 음(-) 전환을 통해 구체화됐으나, 이후 관세 쇼크 관련 후폭풍을 적극 상정 하더라도 해당 징후는 여전히 미약하다. 실물경기 침체 여부를 선제적으로 진단할 수 있는 또 다른 잣대는 바로 기업이익 컨센서스 환경이 되는데, 한미 증시 공히 -10%대 실적 눈높이 추가 하락 여지를 상정하더라도 전년 대비 증익 추세엔 크게 흔들림이 없다. 국내외 1Q 실적시즌의 경과를 계속 주시해야 할 것이나, 속수무책적 경기침체 현실화 가능성은 아직은 기우 성격이 짙다.

실물경기 둔화/침체와 최악의 시스템 리스크를 잇는 도화선은 기업 크레딧 리스크 심화와 은행권 유동성 위기 확산 등이 해당한다. 그러나 현재 미국 10년 BAA 등급 회사채 금리와 국채금리간 스프레드는 과거 경기침체 시작점에 준하는 270bp를 크게 밑도는 180bp 내외에 불과하며, 미국 비금융기업 총부가가치 대비 순이자 비중 역시 최근 매크로 불확실성에도 불구하고 비교적 안정적 흐름이 이어지고 있다. 4월 둘째 주 현재 미국 유동성 환경은 최근 경기/정책 우려에 대한 반작용 성격으로 5.8조\$에 육박하는 통화공급 확대 기류가 지속되고 있는데, 5.5조\$ 이상의 유동성 공급 확대 국면에선 Bear Mind는 언제나 정답이 되지 못했다. 신용경색 및 은행위기 현실화 가능성 역시 아직은 미미하다 보는 이유다.

국내외 증시 상하방 변곡점 판단 잣대인 S&P500 12개월 선행 PER/VIX 상대지수는 최근 관세 쇼크 영향을 반영하며 과매도 극단(Selling-Climax)에 해당하는 -1.5선까지 속락했다. 전술한 바와 같이, 현 국내외 증시 심리/수급 대응은 비이성/비합리적 과민반응 성격이 짙다. 잠복 불확실성에 대한 적극적 사주경계를 이어가더라도, 국내증시 펀더멘탈 측면 진바닥에 해당하는 KOSPI 12개월 선행 P/B 0.8 배(환산 지수대 2,420pt선 내외) 어귀에선 시장 및 전략대안 매수 대응의 실익이 매도와 관망의 그것 보다 크게 앞설 것이라 확신하는 이유다. 지금이 바로 반도체, 은행, 조선(기계), 바이오 대표주를 활용해 시장(BM)에 최대한 붙이고 늘려서, 트럼프 관세 쇼크 관련 혐로 돌파에 나설 투자전략 측면 호기다.

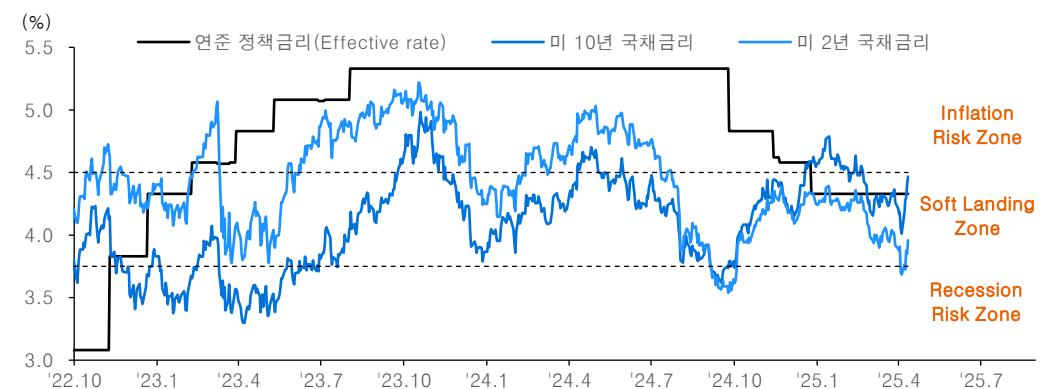
[Conviction Call] 최근 증시 반등으로 맞춰진 세가지 투자전략 페즐

그림 9. S&P500 지수가 최근 2거래일(4/2~4일) 사이 -10% 이상 폭락한 사례는 1980년 이래로 단 4 차례에 불과



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 10. 트럼프 관세 쇼크와 5.8 조\$ 대규모 재정적자를 수반하는 감세인간 결합은 미국 국채시장 내 대규모 투매공세로 확산



참고: Inflation Risk Zone 과 Soft Landing Zone 간 경계는 4.5%, Soft Landing Zone 과 Recession Risk Zone 간 경계는 3.75%로 설정

자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 11. 글로벌 Equity Sentiment Index: 현 글로벌 증시 심리/수급(포지션) 환경은 과거 최악의 시스템 리스크 현실화에 상응하는 -7pt 선으로 속락

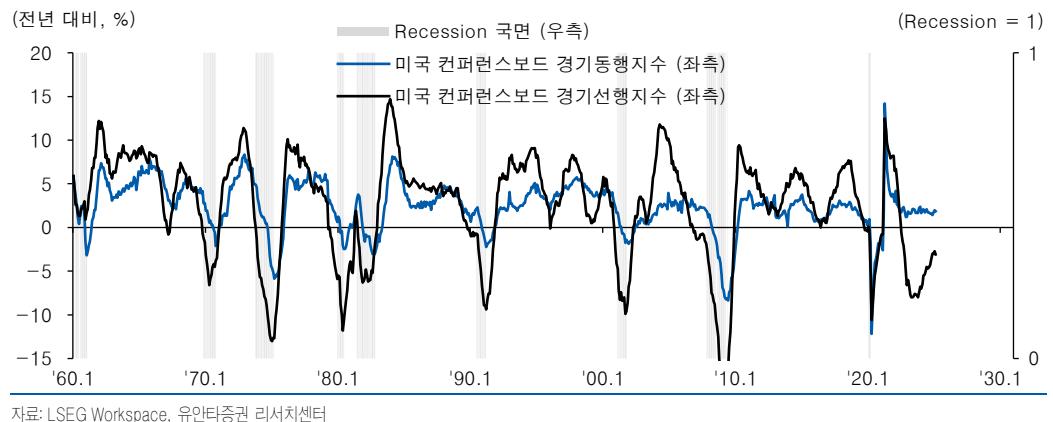


참고: 글로벌 Equity Sentiment Index 는 VIX, CBOE Put/Call Ratio, All Bull% – Bear% Spread 등을 표준화해 신출

자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

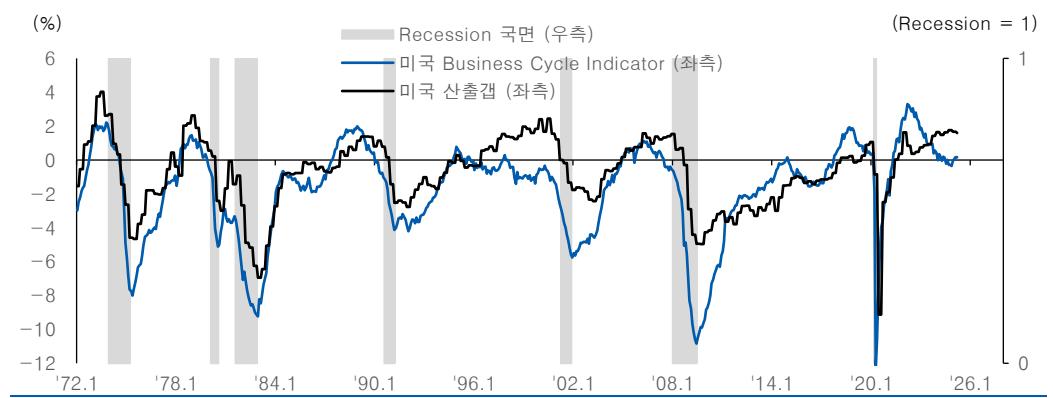
[Conviction Call] 최근 증시 반등으로 맞춰진 세가지 투자전략 퍼즐

그림 12. 미국/글로벌 경기침체 압력은 컨퍼런스보드 경기 동선행지수 전년 대비 증감률의 동반 음(-) 전환을 통해 구체화



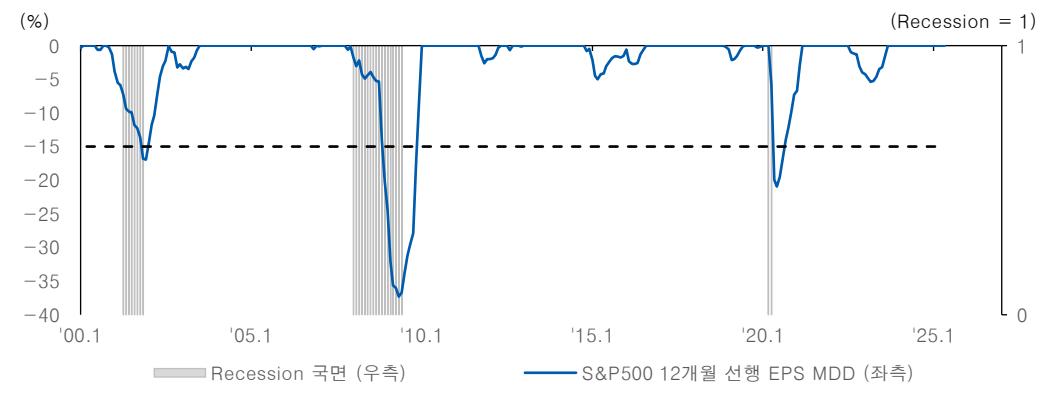
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 13. 미국 Business Cycle Indicator 와 산출갭 모두 아직은 경기침체 현실화 과정과는 분명한 거리를 유지하고 있는 상황



참고: Business Cycle Indicator는 노동시장 초과수요율과 설비기동률의 5년 이동평균 대비 괴리율의 산술평균으로 산출. 산출갭은 CBO 전망치를 준용
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 14. 통상, 미국 경기침체 과정은 S&P500 12개월 선행 EPS의 최근 1년 추정치 고점 대비 -15%대 하락 이후 구체화



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

[Conviction Call] 최근 증시 반등으로 맞춰진 세가지 투자전략 페즐

그림 15. 연도별 KOSPI 영업이익 컨센서스 변화: -10%대 실적 눈높이 하락을 고려해도 역사적 피크 수준의 증익 기대는 유지

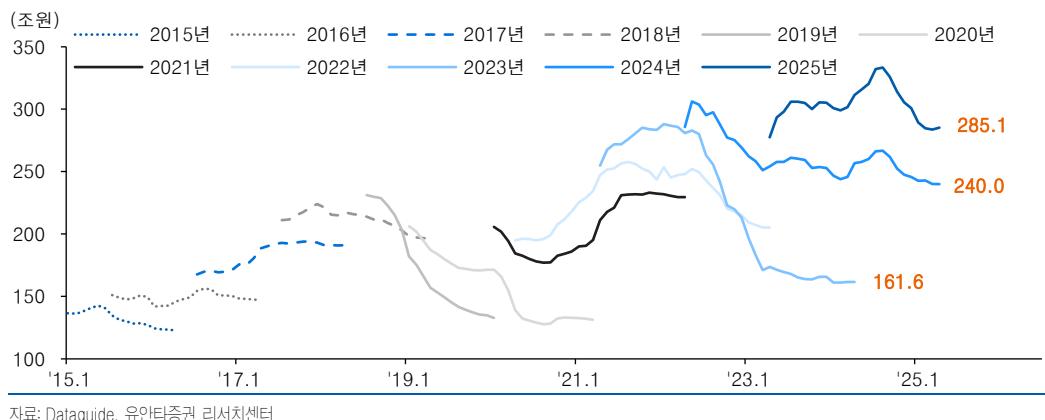
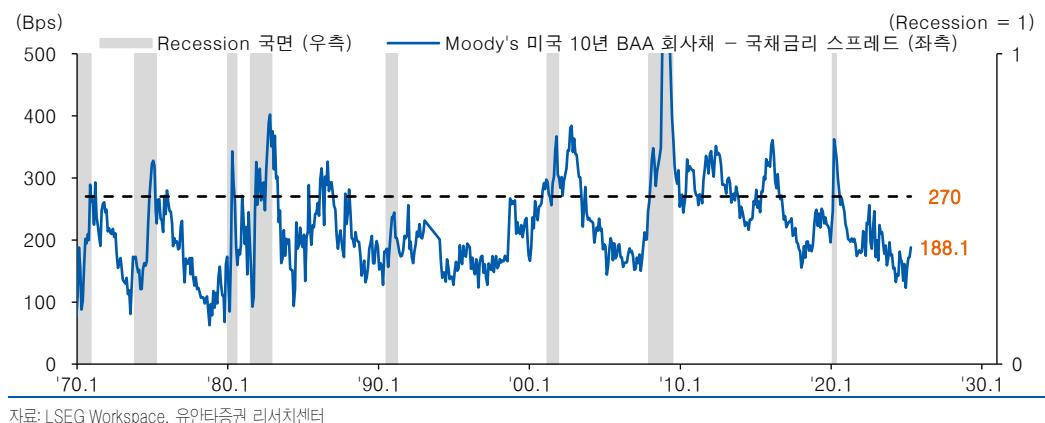


그림 16. 현 KOSPI 시장은 200 조원 남짓의 영업이익 전망을 빙영. 잠복 불확실성의 극한을 상정해도 이의 현실화 가능성은 미미



그림 17. 미국 회사채 스프레드 270bp 이상 구간에서 경기침체 압력이 구체화 4/11일 현재 188bp로 비교적 안정적 흐름 유지



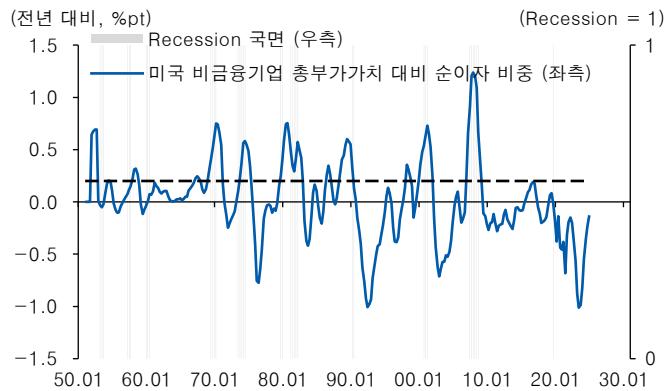
[Conviction Call] 최근 증시 반등으로 맞춰진 세가지 투자전략 퍼즐

그림 18. 최근 경기/금융 불안에도 불구하고 기업총 순이자 부담은 낮은 수준으로 제한



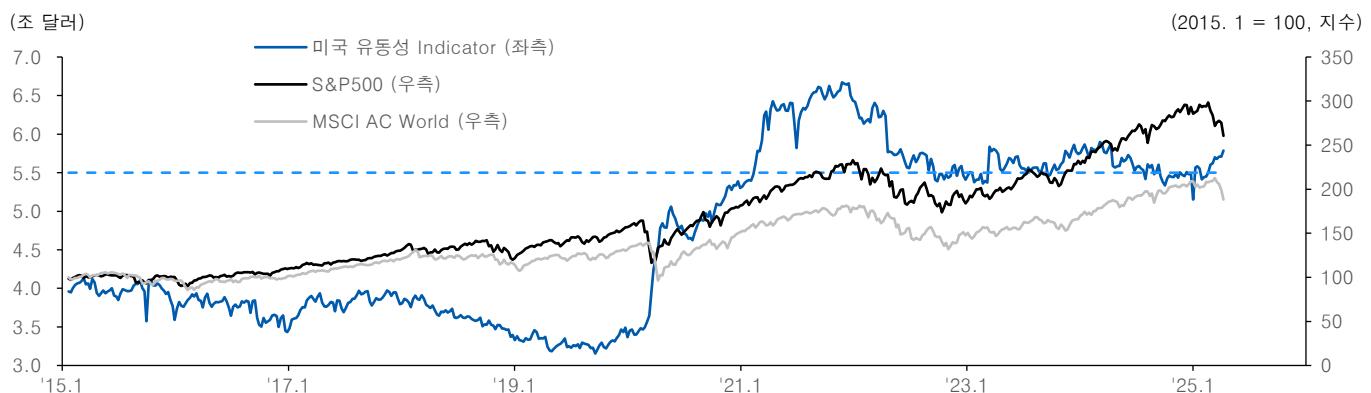
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 19. 총부가가치 대비 순이자 비중은 경기침체 임계선을 크게 밀도는 상황



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

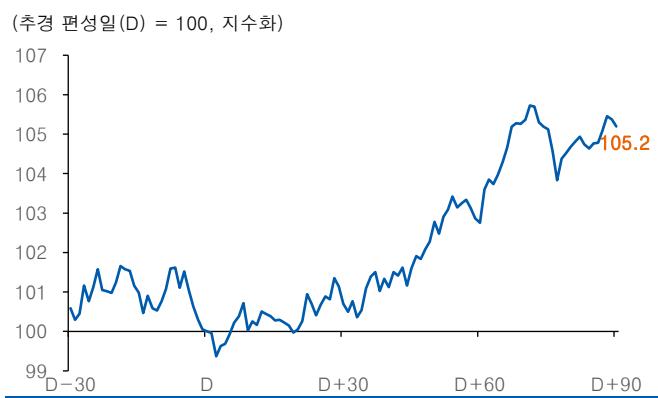
그림 20. 미국 유동성 Indicator 와 글로벌 증시: 미국 유동성 5.5조\$ 이상의 공급 확대 국면에선 Bear Mind 가 아닌 Bull Mind 가 투자전략 정답에 해당함



참고: 미국 유동성 Indicator 는 연준 총자산에서 TGA 와 RRP 를 차감해 산출

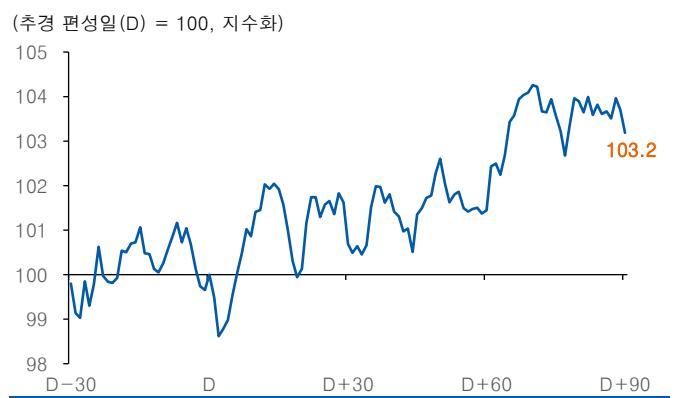
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 21. 한국 추경 편성 관련 KOSPI 영향은 D+90 일 이후 +5.2% 상승으로 반영



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

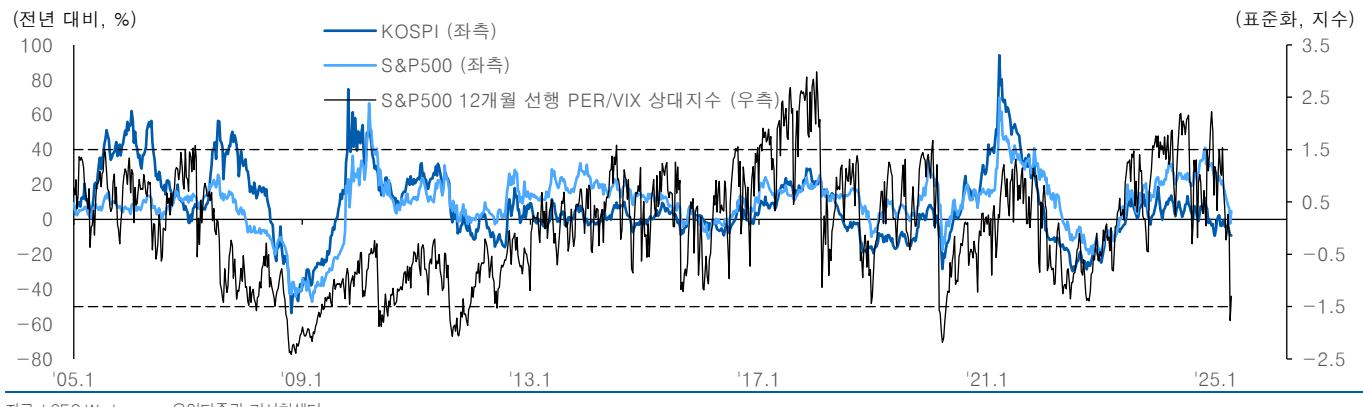
그림 22. 추경 편성 관련 KOSDAQ 영향은 D+90 일 이후 +3.2% 상승으로 반영



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

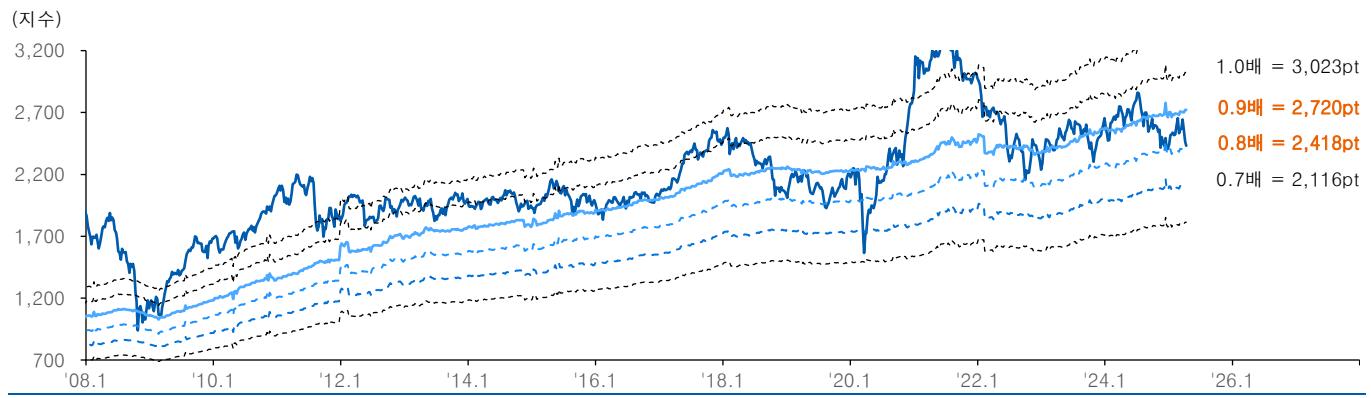
[Conviction Call] 최근 증시 반등으로 맞춰진 세가지 투자전략 폐플

그림 23. 국내외 증시 상하방 변곡점 판단 잣대인 S&P500 12개월 선행 PER/VIX 상대지수는 트럼프 관세 쇼크 영향을 반영하며 최근 -1.5선 Selling-Climax 를 통과



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 24. I/B/E/S 집계 KOSPI 12개월 선행 P/B 레벨별 환산 지수대: 펀더멘탈 진바닥 0.8 배선 어귀에선 시장 및 전략대안 Bottom-fishing에 집중



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김용구)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임임에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.