

2025년 04월 25일

키움증권 리서치센터 | 투자전략팀

## 균형 회복 (Balance Restoration)

Economist 김유미 [helloym@kiwoom.com](mailto:helloym@kiwoom.com)

투자전략/시황 한지영 [hedge0301@kiwoom.com](mailto:hedge0301@kiwoom.com)

RA 이현수 [hslee@kiwoom.com](mailto:hslee@kiwoom.com)



# Contents

Summary ..... p.03

I. 매크로 & 외환 : 체크 포인트 세 가지 ..... p.04

II. 주식 : 관세 불확실성에서 균형 잡는 전략 ..... p.39





## Summary

### I. 매크로 & 외환 : 체크 포인트 세 가지

#### ① 미국 경기 침체 논란

- 미국 경기는 침체보다 성장 둔화 전망. 1) 트럼프 관세 확실성의 점진적인 해소 기대와 2) 미국 가계의 건전성 개선 및 기초 체력 감안할 때 소비의 급격한 위축 가능성 낮고, 3) 연준의 정책적 대응 기대 (6월과 12월 추가 금리 인하 전망)가 유효하다는 점에 기인
- 트럼프 관세 정책 불확실성, 선구매에 따른 재고 축적 등을 고려할 때 수요 둔화 영향이 지표에 우선 반영될 것으로 예상

#### ② 달러 약세, 추세 전환인가?

- 미 달러, 완만한 U자형 경로. 달러/원 환율 1,400원 대 움직임 미국 경기의 침체 가능성 낮고, 연준 금리 인하 전망 등을 고려해 2~3분기 초 달러 약세 예상. 이후 관세 정책 불확실성 완화, 미국 경기 회복 기대 조성되면서 달러 반등 전망
- 달러/원 환율, 달러에 연동해 1,400원대 초중반 등락 예상. 달러의 약세 지속 가능성 낮아 달러/원 환율 1,400원대 하회하더라도 일시적일 전망

#### ③ 한국 경제 비관론, 향후 전망

- 트럼프 관세 부과, 성장 하방 리스크 증가, 추경 편성 등 정책적 대응 필요, 내수 부양 조치 뒷받침 되어야 경기 비관론 완화
- 대선 이후 재정지출 확대 이어질 경우 연간 1.0% 경제성장을 전망

### II. 주식 : 관세 불확실성에서 균형 잡는 전략

#### ① 주식시장의 현 위치, 바닥 vs 추가 하방

- 4월 초 상호관세 발 폭락 이후 반등에 나서고 있지만, 여전히 관세 리스크는 금융시장 도처에 상존 중
- 이는 추가 하방 혹은 쌍 바닥 형성 불안감을 키우고 있으나, 이미 바닥 확인을 시켜준 신호들은 등장

#### ② 평가 절하 당하고 있는 실적시즌, 생각보다 길은 아득지 않다

- 실적시즌이 진행 중임에도, 관세로 잠재적인 수요 공백 우려로 인해 실적에 대한 기대치가 크지 않은 상황에 직면.
- 시나리오 접근법이 필요한 가운데, 현 시점에서는 "관세의 충격 강도 약화 -> 2분기 실적시즌 모멘텀 재확보"를 베이스로 설정

#### ③ 주도주 교체에 대한 시장의 고민

- 국내 증시에서는 조선, 방산이 주도주로서 그 지위를 유지하고 있음. 동시에 이들의 수급 쏠림 현상, 가격 레벨 부담을 느끼는 시기가 출현할 때도 있겠으나, 관세 불확실성이 남아있는 한 기존 비중을 유지해가는 것이 적절
- 분할 매수 관점에서는 관세 리스크로 주가 조정 압력에 빈번하게 노출되어 왔던 반도체, 자동차, 바이오(& 금리 하락 재료 + 인터넷) 업종을 제시, 대선과 관련한 정책 트레이딩 관점에서는 내수주(경기 부양), 저 PBR(코리아 디스카운트 해소 정책) 등을 제시



# I. 매크로 & 외환 : 체크 포인트 세 가지





## 매크로 & 외환 주요 이슈

### 미국 경기 침체

#### ✓ 미국 경기침체보다 성장 둔화

- 미국의 경기 침체 가능성 낮게 보나 올해 2~3분기 성장 둔화 불가피
- 관세 정책 불확실성 점진적 해소 기대, 가계의 기초체력 고려할 때 급격한 소비 위축 가능성 낮고, 경기 침체 진입을 방어하기 위한 정책적 대응 (연준 금리 인하, 규제 완화, 감세 추진 등)여력 보유
- 노동시장 둔화 가시화, 연준 두 차례(6월, 9월) 금리 인하 전망

### 달러와 원화 방향

#### ✓ 미 달러화, 완만한 U자형 경로, 달러/원 환율 1,400원 대 움직임

- 미국 경기의 침체 가능성 낮고, 연준 금리 인하 전망 등을 고려해 2~3분기 초 달러 약세 가능 이후, 관세 정책 불확실성 완화, 미국 경기 회복 기대 조성되면서 달러 반등 예상
- 달러/원 환율, 달러에 연동해 1,400원대 초중반 등락 예상. 미 달러의 약세 지속 가능성 낮아 달러/원 환율 1,400원대 하회하더라도 일시적일 전망

### 한국 경제

#### ✓ 한국 성장 하방 리스크 증가, 경기 부양 필요 증가

- 트럼프 관세 부과, 성장 하방 리스크 증가
- 추경 편성 등 정책적 대응 필요, 내수 부양 조치 뒷받침 되어야 경기 비관론 완화
- 대선 이후 재정지출 확대 이어질 경우 연간 1.0% 경제성장률 전망

- ▶ 트럼프 행정부, 4.2일(현지시각) 전세계 대상으로 기본(보편), 상호관세 부과 발표
- ▶ 모든 수입품에 10% 관세를 부과하고 60여개국을 대상으로 상호관세(관세+비관세 장벽) 발표
  - 국가별 관세율 : 중국(34%), EU(20%), 일본(24%), 인도(26%), 베트남(46%), 대만(32%), 태국(36%)  
인도네시아(32%), 한국(25%)
  - 중국에 대한 관세율은 총 54%로 증액, 캐나다와 멕시코는 금번 발표에서 제외
- ▶ 이후 중국 제외한 모든 국가에 기본관세 10% 유지하되 75개국 상호관세는 90일 유예
  - 중국에 대한 관세율은 145%까지 부과

#### 4.3일 기준 발표된 미국의 對 글로벌 주요 관세 부과 내용

대상국/품목	세율 및 내역	시행 또는 예정일
전세계/전품목 (기존 추후 관세부과 품목 제외)	보편관세 10% (캐나다, 멕시코 제외)	4.5일
60여개국/전품목(상동)	국가별 차등 상호관세 (캐나다, 멕시코 제외)	4.9일
중국/전품목	10% + 10% + 34%	2.4일, 3.4일, 4.9일
캐나다·멕시코/일부품목	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

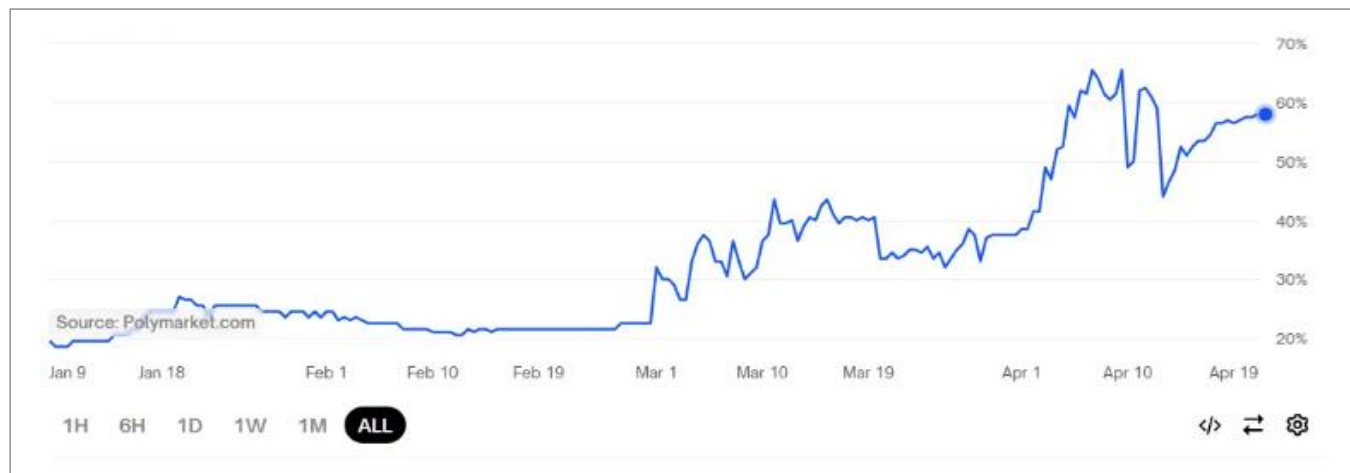
자료: 국제금융센터 재인용, 키움증권 리서치센터

## 02.

## 미국 경기 침체 우려 확산

- ▶ 트럼프 상호관세 부과 이후 중국 정부는 보복 관세를 발표하고 EU도 강경한 대응하는 반면, 베트남 정부에서는 협상 의지를 내비치며 각자도생의 움직임. 불확실성 확대
- ▶ 세계 최대 베팅 사이트 폴리마켓, 올해 미국 침체 가능성은 지난 2월 말 23%였으나 현재 60% 내외 등락
  - 트럼프 행정부의 상호관세 부과 이후 다른 국가의 보복 관세와 미국의 기업 심리 악화, 공급망 중단 등이 뒤따르며 상황이 악화될 가능성을 우려

폴리마켓, 2025년 미국 경기 침체 확률



자료: polymarket, 키움증권 리서치센터

- ▶ 국제금융센터의 분석에 따르면 미국의 글로벌 보편 관세 10% 부과로 인해 올해 글로벌 경제성장률은 당초 예상치(3.3%, IMF 전망)보다 0.19%p 감소할 것으로 전망
  - 보편관세에 국가별 상호관세가 모두 부과될 경우 당초 전망치보다 -0.49%p 감소
  - 시장에서는 10% 보편관세 부과 시 글로벌 성장률 0.3~0.5%p 감소를 예상
- ▶ 상대국이 보복관세를 시행하지 않을 경우 글로벌 성장률 감소폭은 감내 가능한 수준이라는 평가
  - 상대국 보복관세시 글로벌 경제성장률은 0.8%p 내외 감소할 것으로 전망

미국의 對 글로벌 관세부과로 인한 글로벌 성장률 영향

연도	글로벌 성장률 당초 전망치 (%, IMF '25.1월 기준)	㉠ : 對 글로벌 보편관세 10%	㉡ : ㉠ + 對 국가별 상호관세 (對중국 도합 54%)
2025	3.3%	3.11%	2.81%
2026	3.3%	3.12%	2.83%
2027	3.2%	3.03%	2.76%
2028	3.1%	2.94%	2.68%

자료: 국제금융센터 재인용, 키움증권 리서치센터



## 04. 트럼프 행정부 관세 부과 이후 주요국 대응

- ▶ 각국은 자국의 경제 상황과 대미 무역 관계를 고려해 다양한 대응 전략을 채택. 중국은 보복 관세를 부과하며 강경 대응을 선택한 반면, 다른 국가들은 협상과 외교적 해결을 모색
  - 미중 양국의 협상 시점에 대해 틱톡 금지법 유예 마감 무렵인 6월뿐 아니라 양국 정상에 모두 참석하는 9월 유엔총회, 11월 APEC 및 G20 정상회담 등이 거론
  - 최근 미중 갈등 완화 기대 조성 중이나 실질적 협상까지 마찰음 불가피

### 트럼프 행정부 관세 부과 이후 주요국 대응

국가/지역	미국의 관세 조치	해당국의 대응 및 반응
중국	대미 관세율 125% 부과	34%의 보복 관세 부과 및 미국 기업 11곳 블랙리스트 지정, 미국의 조치를 '협박'로 규정하고 강경 대응 선언
EU	20% 부과	일부 보복 관세를 준비하면서도 협상 가능성 열어둠 (보복 계획 대상 품목에서 버번 위스키 제외) EU 집행위원장, 자동차 포함 모든 공산품에 상호 무관세 제안
일본	24% 부과	이시야 총리, 7일 트럼프 대통령과 전화 회담, 베센트 미국 재무장관 일본과 협상 개시 소식 미국 관세 '국난' 설정하고 대책 본부 설치
캐나다	면제	이전 관세에 대한 보복으로 비(非)USMCA 미국 차량에 25% 관세 부과
멕시코	면제	USMCA 조건 준수로 광범위한 제재는 피했으나 종합적인 대응계획 준비
베트남	46% 부과	대미 관세에 0% 제안하며 관세 일시중단 · 협상 요청
인도	27% 부과	미국과의 무역 협상을 통해 관세 인하 또는 철폐를 모색, 일부 미국 관세품에 대한 관세 인하 제안
호주	10% 부과	조치를 비판했지만 보복 관세는 부과하지 않기로 결정
대만	32% 부과	라이칭더 총통 '보복없을 것' 언급하며 무관세 기반 협상 제안
인도네시아	32% 부과	장기적인 양국 관계를 고려하여 보복조치보다는 외교적 해결을 강조
말레이시아	24% 부과	ASEAN 차원의 공동 대응을 모색하며 보복관세는 부과하지 않기로 결정

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터.

## 05.

## 트럼프 정책의 시행 과정 속 잡음 가능성도 염두

- ▶ 공화당의 레드 스윙 달성에도 상원(100명 중 53명)과 하원(435명 중 220명) 모두 절반을 약간 넘는 수준  
트럼프 대통령 당선인이 원하는 대로 주요 정책을 추진하기는 쉽지 않을 것이라는 전망
  - 2024년 12월 19일, 부채 한도 적용을 2년간 더 유예하는 안이 담긴 다소 축소된 예산안이 하원 표결,  
하지만 38명의 공화당 의원이 대부분의 민주당 의원과 함께 반대표를 던지면서 이 예산안은 부결
- ▶ 트럼프 경제팀 내부 균열이 확대될 가능성도 염두, 트럼프 경제팀은 보수 성향의 기업가 혹은 경제학자,  
미국 우선주의자, 기술기업 인사 등 세 그룹으로 구성
  - 각 그룹은 관세, 이민, 대중 정책 등에서 상이한 입장과 이해관계 갖고 있어 실제 정책 추진과정에 내부 갈등 발생 가능

트럼프 1기와 2기 행정부 상원·하원 구성

		(단위: 의석수)			
구분		트럼프 1기			
		2017년	2018년	2019년	2020년
		트럼프 2기			
		2025년			
상원	공화당	52		53	53
	민주당	48		45	45 (무소속2)
하원	공화당	241		199	220
	민주당	194		235	215

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터

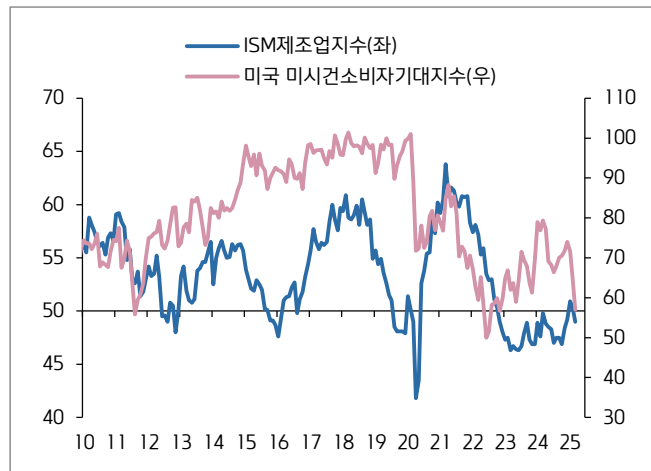
트럼프 2기 경제팀을 구성하는 3축

	특징	인사
주류 보수주의자	감세 정부지출 축소 화석연료 선호	- 스콧 베센트 (키스퀘어 그룹 CEO / 재무 장관) - 하워드 러트닉 (캐터 피츠제럴드 회장 / 상무 장관) - 더그 버검 (前 노스다코타 주지사 / 내무 장관)
골수 MAGA	고율 관세 부과 중국 견제 반이민 정책	- 스티븐 밀러 (백악관 부비서 실장) - 피터 나바로 (백악관 무역·제조정책국장) - 제이미슨 그리어 (USTR 대표)
테크계 거물	규제완화 첨단산업 육성 우수한 해외인 재 유치	- 일론 머스크 (테슬라 CEO / 정부효율부 공동 수장) - 데이비드 섹스 (크래프트벤처스 창립자)

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터

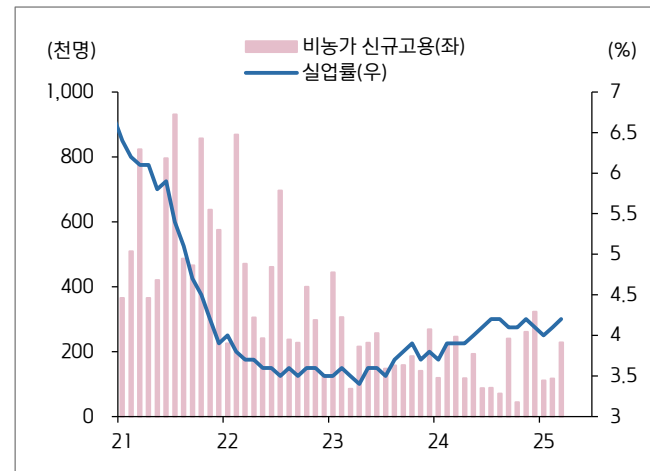
- ▶ 미국 미시건 소비심리나 ISM제조업지수 등의 체감 지표는 트럼프 관세 불확실성을 반영해 부진
- ▶ 반면, 1분기 비농가 신규 고용은 평균 15만명 대 유지, 실업률도 아직 4% 초반대로 하드 데이터는 비교적 양호
- ▶ 트럼프 관세 정책 불확실성 속 심리 지표의 부진이 실물 지표로 반영되는 것은 불가피한 상황에서 둔화 속도와 그 폭의 정도에 따라 미국 경기의 침체 여부가 달라질 전망

미국 ISM 제조업지수와 미시건 소비자기대지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 비농가 신규 고용과 실업률

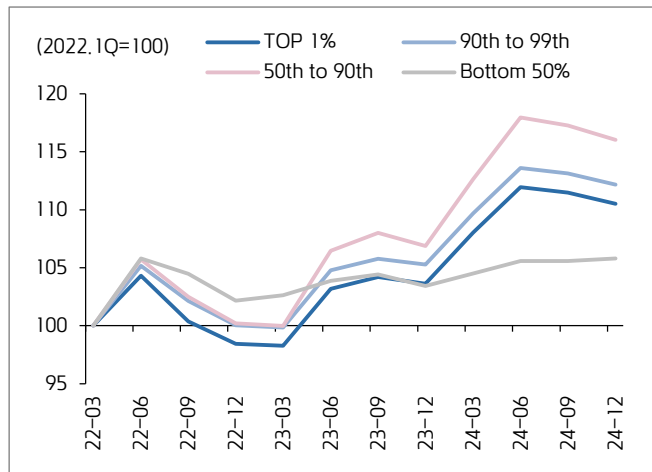


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 07. 소비 여력, 아직은 양호

- ▶ 가계 순자산의 꾸준한 증가는 소비의 급격한 위축을 완화해줄 것으로 기대
  - 소득 분위별 자산과 부채 분포를 보면 소득 분위 50~90% 순자산이 코로나 이후 빠르게 증가
- ▶ 순자산 증가 폭이 가장 큰 소득 분위 50~90%의 부채 비중이 전체에서 약 45% 정도 차지
- ▶ 물론, 소비자신용의 부채는 주로 하위 50%가 절반 이상을 차지해 관련 잡음은 불가피하나 순자산도 증가

미국 소득 분위별 가계 순자산 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 소득 분위별 보유 자산 및 부채 비중

항목 (%)		TOP 1%	90th to 99th	50th to 90th	Bottom 50%
자산	가계순자산	28.0	34.6	31.8	5.6
	부동산 자산	13.4	30.5	46.0	10.2
	금융자산	34.7	37.1	25.6	2.6
	예금	23.6	35.0	35.9	5.5
	채권	38.5	40.5	20.4	0.5
	주식, 뮤추얼 펀드	50.0	37.2	11.7	1.0
부채	부채	4.5	20.0	44.5	31.0
	대출	4.9	19.4	44.6	31.2
	모기지 대출	3.1	24.0	49.9	23.1
	소비자신용	3.2	10.2	35.0	51.5

자료: FRB, 키움증권 리서치센터

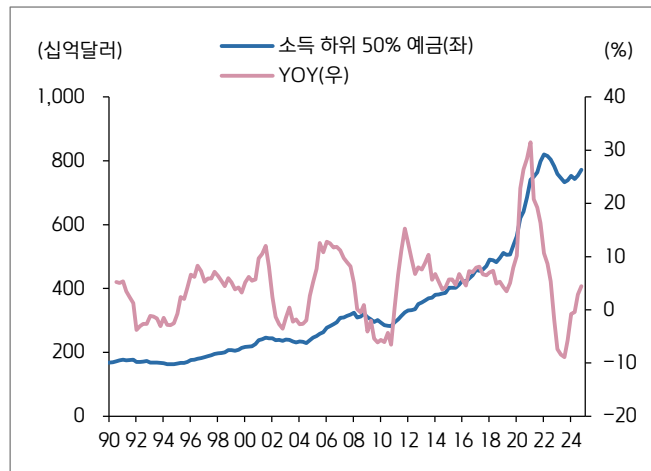
주: 2024년 4분기 기준

## 08.

## 미국 소비, 급격한 위축 가능성은 낮아 보이나

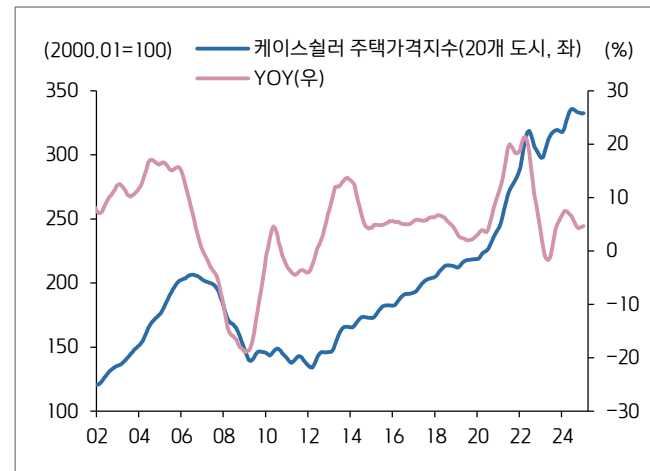
- ▶ 신용카드 연체율이 소득 하위 계층을 중심으로 늘어나며 우려를 높이고 있으나 저소득층의 예금 수준은 과거에 비해 아직 높은 수준이고 전년동기비 증가율도 반등하는 상황
- ▶ 소득 중상위 계층의 순자산 증가폭도 확대되었으며 그 배경을 살펴보면 주로 부동산 가격 상승에 기인, 향후 부동산 가격의 변화가 가계 소비에 있어 중요하게 작용
- ▶ 미국 주택가격이 안정적으로 유지되면서 중상위 계층을 중심으로 가계의 순자산도 양호할 것으로 전망, 소비 여력을 뒷받침해줄 것으로 예상

미국 소득 분포 하위 50% 예금 자산 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 케이스실러 주택가격지수

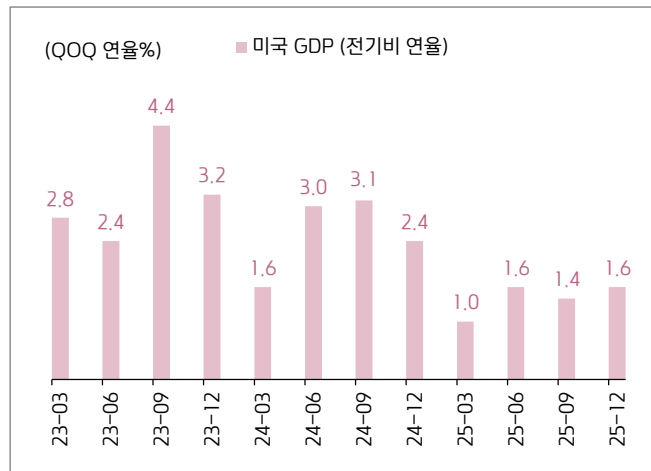


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



- ▶ 트럼프 상호관세 발표 이후 금융시장 내에서 미국 경기 부진에 대한 우려는 높아지고 있지만 침체 여부에 대해서는 아직 다양한 기관과 경제학자들의 의견이 엇갈리는 상황
  - 애틀란타 연은에서 추정하는 모델이 1분기 GDP 성장률을 마이너스로 추정. 하지만 금 수입 급증에 따른 무역적자 확대 영향과 수입 증가의 GDP 제고 효과 고려할 필요(4/17 1Q GDP 전분기 연율 -2.2% 추정, 금 노이즈 제외할 경우 -0.1% 추정)
  - 4.4일 컨퍼런스보드 전망 보고서, 최근 발표된 관세 정책이 미국 경제에 미칠 영향에 대해 성장에 상당한 충격이 예상되지만 미국 경제의 견조한 기초 체력으로 침체를 피할 수 있을 것으로 전망
  - JP모건은 1분기와 2분기 0%대 성장 이후 3분기와 4분기 마이너스 성장을 보일 것으로 전망

미국 경제성장률 분기별 전망



자료: Bloomberg 주요 IB, 키움증권 리서치센터

미국 컨퍼런스보드 경제성장률 및 변수별 전망치(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

주: 전분기 연율 기준, 전망보고서는 4/4일 기준

## 10.

## 관세 인상으로 성장 하방 리스크 확대

- ▶ 미국 실효관세율은 트럼프 행정부가 실시한 일련의 관세 조치로 20%p 가량 급등하며 1930년 스무트-홀리법 이후의 관세율(최고 19.8%)을 상회
  - 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 높은 수준
- ▶ 트럼프 행정부 관세 부과가 시장 예상보다 폭넓고 강도 높게 발표됨에 따라 미국의 성장 하방 리스크 확대
  - 관세율 상승과 정책 불확실성에 따른 기업 투자 보류와 고용 계획 축소는 가계 소비에도 부정적
  - PIMCO, 미국 실효관세율이 1%p 높아질 때마다 미국 성장률이 -0.1%p 씩 하락할 것으로 추정

미국 실효관세율과 전망치



자료: Tax Foundation, 키움증권 리서치센터

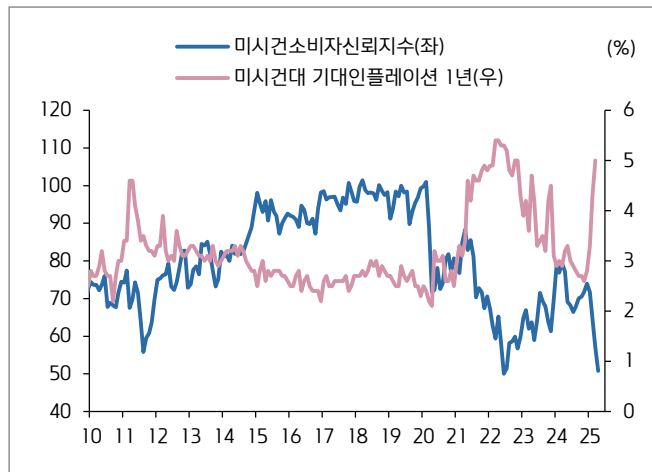
주: '높음'은 모든 미국 수입품에 일률적으로 20% 관세가 적용될 경우의 실효 관세율 "CH+CN+MX"는 중국, 캐나다, 멕시코에 대한 관세가 모두 적용, '낮음'은 최소한의 새로운 관세만 시행되는 경우의 실효 관세율을 반영

## 11.

## 심리 부진이 실물 지표에 미치는 충격의 강도가 중요

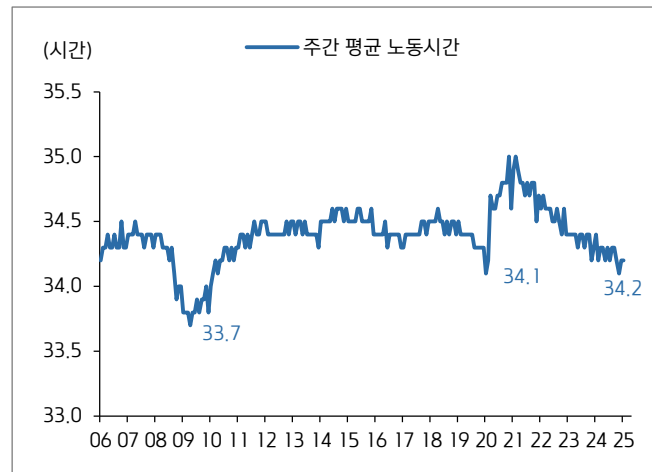
- ▶ 트럼프 행정부 관세 정책 불확실성에 소비심리 부진과 인플레이션 우려가 동시에 나타나는 상황. 단기적으로 스태그플레이션 우려 수시로 제기될 수 있음.
- ▶ 하지만, 기업들의 투자 보류와 신중해질 고용 계획 등으로 노동시장의 둔화는 점차 가시화될 가능성.
  - 기업들이 현재까지는 노동시간을 축소하는 방향으로 해고 압력을 완화했지만 현재 코로나19 직후인 2020년 3월 수준까지 낮아진 상황. 기업이익 둔화 및 불확실성 높을 경우 해고압력으로 이어질 가능성 고려

미국 미시건 소비자심리지수와 1년 기대인플레이션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 주간 평균 노동시간



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 12.

## 트럼프 관세 협상과 더불어 연준 역할에 주시할 필요

- ▶ 관세 협상의 여지는 열려 있으나 그 해결 과정까지 어느 정도 시간이 소요될지를 불확실. 트럼프 상호 관세를 금융시장에서 소화하는 기간 동안 경기 침체로의 진입을 방어하기 위해서는 정책적 대응이 중요
- ▶ 과거 경기 침체 진입 여부에 결정적인 역할을 했던 연준의 통화정책 행보가 중요

미국 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 점증	소비·투자 둔화 초기 신호

자료: 키움증권 리서치센터

연준의 정책 실기로 이어진 미국 경기침체 사례

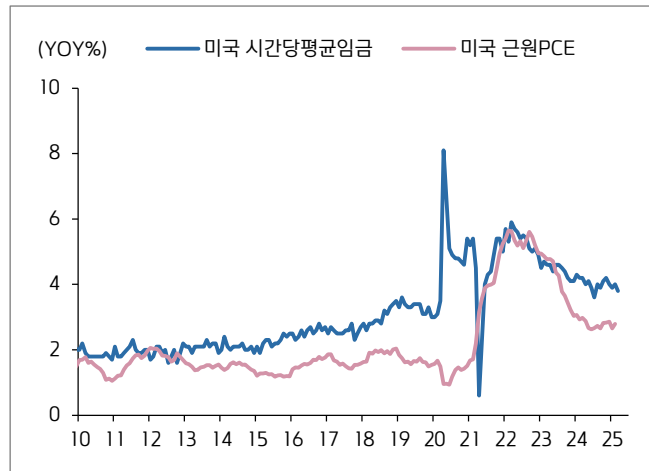
시기	경기침체 원인	연준의 정책 실기
1973~75년	1차 오일 쇼크 인플레이션 급등,	긴축 시작이 너무 늦었고, 이후 과도한 금리 인상으로 소비·투자 급랭
1980 & 1981~82년	스태그플레이션 2차 오일 쇼크	폴 볼커 하의 초고금리 정책 → 물가 억제 성공했지만 급격한 침체 유발
2001년	닷컴버블 붕괴	연준이 1999~2000년까지 금리를 급격히 인상하며 버블 붕괴 촉진
2007~09년	주택버블 붕괴 금융위기	초기 부동산 과열 및 금융권 위험을 과소평가해 대응 지연 (긴축 완화 전환이 늦음)

자료: 키움증권 리서치센터

## 13. 연준 추가 금리 인하 전망 유효

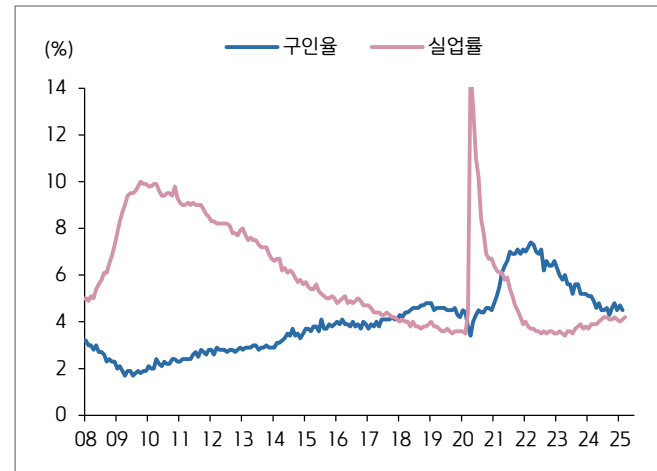
- ▶ 미국 물가 일부 품목을 중심으로 상승압력 높아질 수 있으나 점진적인 둔화 추세 아직 유효.
  - 선제적인 재고 축적 등이 단기 가격 충격 일부 흡수, 유가 하락도 우호적, 수요 부진에 따른 기업들의 가격 전가가 쉽지 않을 가능성도 고려
- ▶ 노동시장 둔화 가시화 및 성장 부진에 대한 우려 높아지며 연준 금리 추가 인하 압박 강해질 것으로 예상

미국 근원PCE물가와 시간당 평균 임금



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 실업률과 구인율



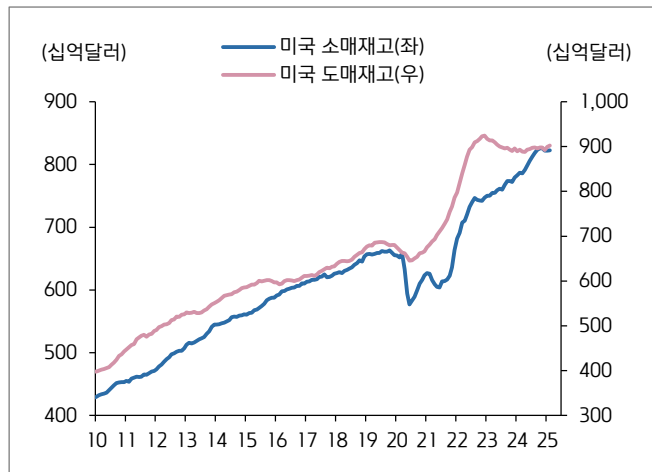
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



## 14. 관세 영향, 인플레이션 vs. 성장 둔화

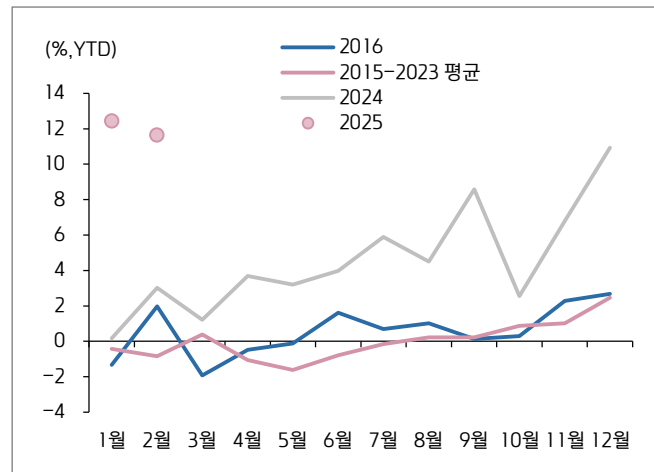
- ▶ 다양한 방식으로 관세 영향을 축소하는 방안 고려. 소매업체들의 마진 축소를 통한 가격 상승을 흡수, 기업들이 관세부과 전 재고를 대규모로 확보하여 초기 가격 상승 충격을 완화. 기업들이 공급망을 다변화하는 방식 등
- ▶ 관세 부과를 앞두고 이어진 소매업체의 재고 축적 및 인력 충원 등 선제적인 수요의 부작용이 지표 둔화로 이어질 가능성. 이 경우 연준의 통화정책 무게가 성장에 다시 맞춰질 것으로 예상
  - 관세로 공급망 조정과 비용 절감을 요구할 경우 일부 기업들은 고용 계획을 축소하거나 신규고용을 중단. 무역정책 불확실성이 클수록 투자 계획을 재검토
  - 관세 인상은 주로 저소득층에 부정적인 영향을 미쳐 고금리 부담과 더불어 가게 건전성을 취약하게 만들 전망

미국 도소매 재고 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 연도별 연초대비 실질 수입량 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 15. 단기자금시장과 신용 스프레드 흐름에 주시

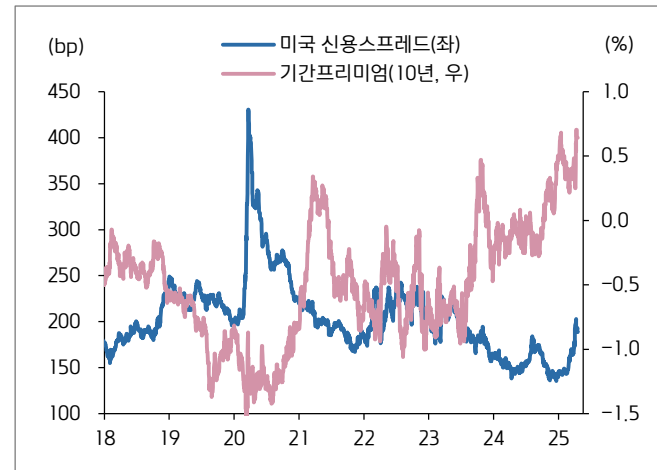
- ▶ 미국과 중국간의 협상 과정 속에 마찰음과 트럼프 관세 불확실성은 미 국채 수급 여건을 수시로 불안정하게 만들 가능성 상존
- ▶ 미국 국채금리의 변동성 확대되면서 금융 여건이 긴축적으로 옮겨갈 경우 단기 자금 및 신용시장 내 리스크가 높아질 가능성이 있어 관련 흐름을 주시할 필요

미국 국채 보유 현황

국내/해외	구분	금액(십억 달러)	점유율(%)
국내	연방 준비은행	4,219.0	16.09
	기타 보유기관	13,188.6	50.29
국내 계		17,407.6	66.38
해외	일본	1,125.9	4.29
	중국	784.3	2.99
	영국	750.3	2.86
	룩셈부르크	412.5	1.57
	캐나다	406.1	1.55
	그 외 국가	5,338.1	20.36
해외 계		8,817.2	33.62
총계		26,224.8	100.00

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주: 2025년 2월 기준

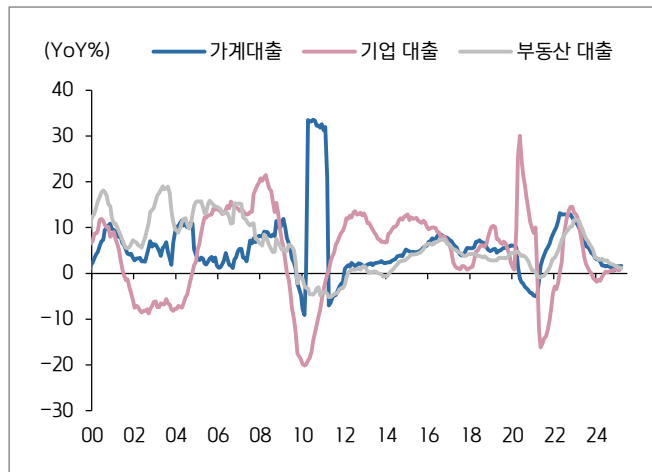
미국 신용스프레드와 국채 10년 기간프리미엄



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

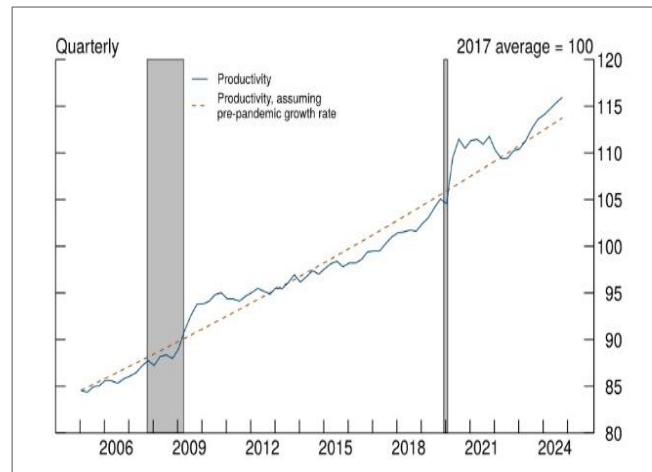
- ▶ 연준 금융감독 부의장 교체를 통한 금융규제의 완화 가능성과 은행을 통한 민간 신용 창출 여력, 트럼프 행정부의 감세 추진 등이 수요 부진에 대한 완충 역할 해줄 것으로 예상
  - 지난 4월 5일(현지시간) 미국 상원은 트럼프 대통령의 감세 정책을 뒷받침하는 예산 결의안을 가결, 하원 논의 예정
  - 마이클 바 전 연준 부의장은 강력한 금융 규제론자, 대표적인 규제책이 SLR 규제로 대형은행들의 자기자본을 자산의 6% 이상 맞춰야 한다는 내용. 관련 규제가 완화될 경우 미국 대형은행의 미 국채 매수는 좀 더 용이
- ▶ 기업들의 생산성 향상과 AI 산업 등 투자 사이클은 아직 유효. 단기적인 잡음 불가피하나 트럼프 관세 불확실성 점차 완화된다면 우호적인 금융 여건이 더해지면서 투자 사이클을 중심으로 미국 펀더멘털 회복 가능

미국 민간 대출 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 기업 생산성 추이



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

- ▶ 트럼프 2기 정부가 지향할 정부는 표면적으로는 작은 정부를 추가하는 성향을 보이지만, 실제 정책 방향이나 실행은 선택적 개입을 강화한 '부분적 큰 정부'로 해석 가능
  - 이념적으로 전통적인 공화당처럼 작은 정부, 감세, 규제 완화를 추구. 그러나 실질적 운용은 산업 정책이나 통상, 국가 안보 분야에서는 정부 주도 개입이 강해지는 형태로 전통적인 작은 정부 모델과는 차별화
  - '미국 우선주의' 하에서 선택적 개입과 민간 중심이 혼합된 하이브리드 정부 모델에 가까운 상황, 이념은 작은 정부 운용은 선택적 큰 정부 성격
  - 정부의 정책적 지원 하에 기업 투자를 활성화하고 이를 통한 가계의 소비 선순환을 유도

## 트럼프 2기 정부의 정책 방향

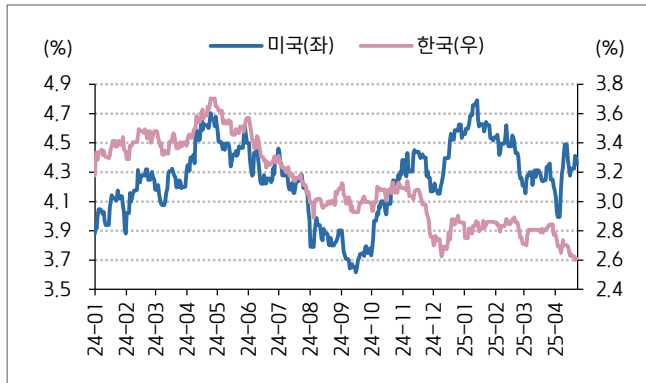
구분	표면적 지향	실제 정책 경향	내용
규제 정책	작은 정부	감축 지향	친기업 규제 완화, 에너지·환경 규제 철폐 등 민간 자율 중시
재정 지출	작은 정부	선택적 큰 정부	국방, 인프라, 제조업 리쇼어링 등 특정 분야에는 과감한 지출 확대
복지·의료	작은 정부	감축 시도	오바마케어 축소 시도, 복지 축소 기조
통상·산업 정책	개입주의적 경향	큰 정부적 성향	관세 부과, 공급망 재편 개입 등 시장에 대한 직접적 간섭
감세정책	작은 정부	실행	법인세·소득세 감세로 민간 중심 경제 성장 유도

자료: 키움증권 리서치센터

## 18.

## 주요국 금리 추이, 미국 자산에 대한 의구심?

미국 국채(10년), 한국 국고채(10년) 금리 추이



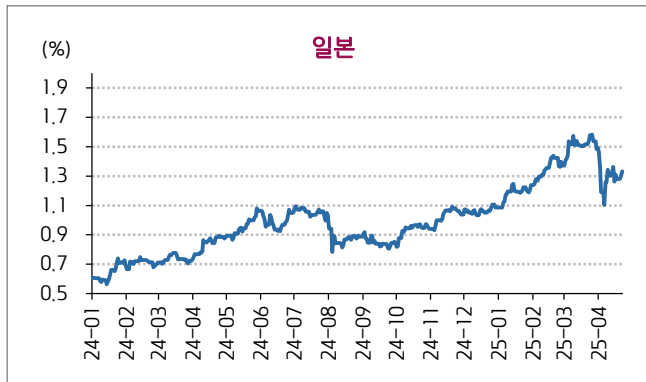
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

독일 국채(10년) 금리 추이



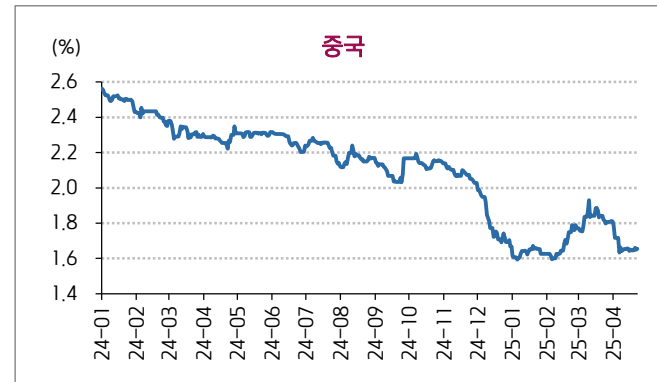
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

일본 국채(10년) 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 국채(10년) 금리 추이



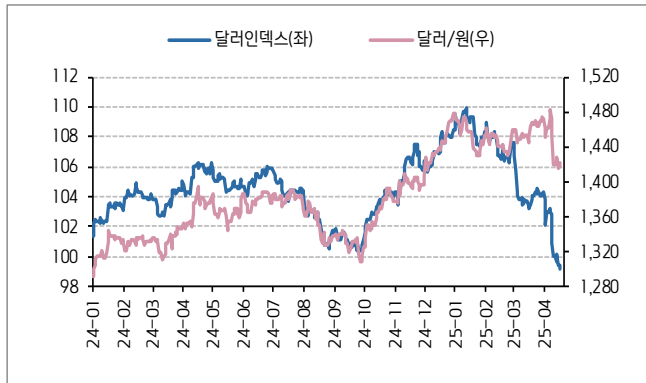
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



## 19.

## 주요국 환율 추이, 변동성 확대

달러인덱스와 달러/원 환율



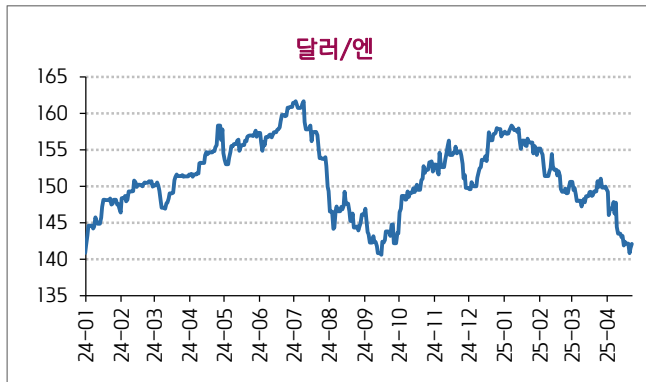
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

유로/달러 환율 추이



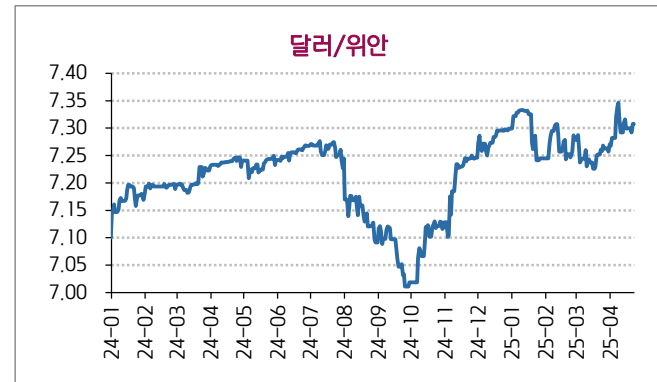
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러/엔 환율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

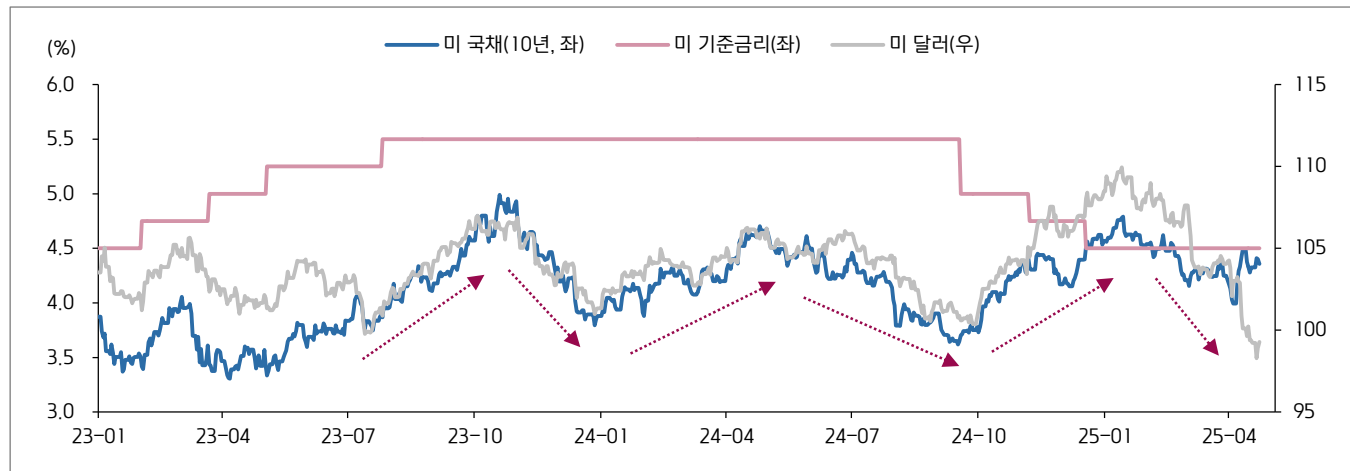
위안/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 미국 경제가 침체로 진입하지 않고 성장이 둔화될 것으로 전망, 미 달러화는 2분기 중 완만한 약세 흐름 가능  
- 2분기 중 트럼프 상호관세로 금융시장 내 불안심리가 높아질 경우 일시적으로 미 달러화 반등 가능
- ▶ 미 달러화, 올해 완만한 U자형의 경로 예상. 2~3분기 미국 성장 둔화와 연준의 두 차례(6월, 9월) 금리 인하 등을 통해 약세 보인 이후 기업 투자 사이클 회복을 통해 하반기 중반 이후 펀더멘털이 개선될 경우 반등 예상

미 국채금리와 달러인덱스와 기준금리

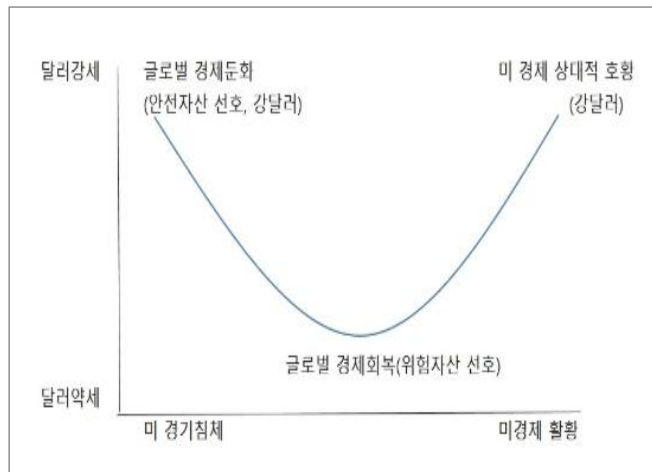


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 21. 달러스마일 이론과 완만한 성장 둔화

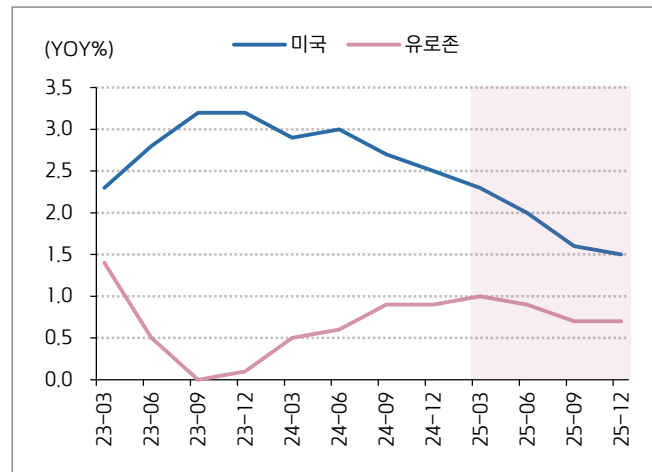
- ▶ 트럼프발 관세 정책 불확실성이 높아진 이후 미국 성장 부진에 대한 우려 확산
  - 올해 미국과 주요 상대국간 편더멘털에 대한 기대가 축소되면서 달러에는 약세요인으로 작용
- ▶ 달러인덱스는 올해 1분기를 상단으로 U자형 경로를 보일 전망
  - 달러스마일 이론에 따르면 달러는 미국 경제와 주요국과 비교할 때 매우 양호하거나 아니면 침체일 경우 강세를 보이는 경향을 보이며 성장세가 둔화되며 주요국과의 편더멘털 격차가 축소될 때 약세
  - 미국 경기가 침체가 아닌 성장 둔화를 보인다면 달러는 약세 구간에서 당분간 머물 전망
  - 하반기 중반 이후 미국 경기 침체에 대한 우려가 완화되고 경기 회복 기대가 조성될 경우 달러의 반등 가능

달러스마일 이론



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

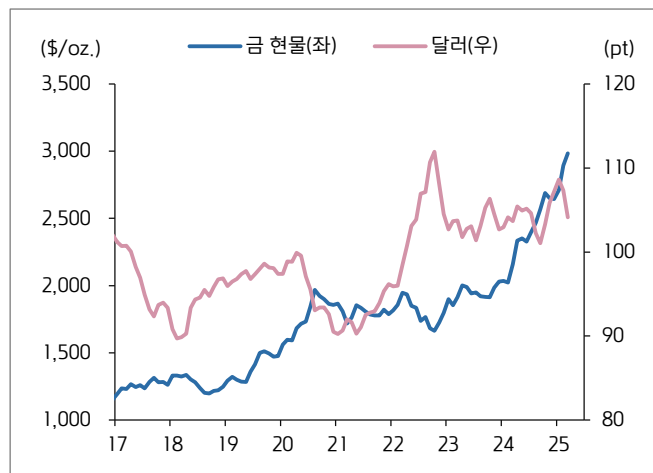
미국과 유로존 경제성장률 전망치 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 트럼프 관세 불확실이 해소되기 전까지는 미국 자산에 대한 신뢰도를 두고 의구심 수시 제기 가능
  - 금 가격 상승세 지속, 국채 매수 여력에 대한 의구심은 채권시장 내 변동성을 높이며 달러에 약세요인으로 작용
  - 미국의 교역 상대국들이 대미국 무역 흑자 축소로 미 국채, 주식 등 미국 자산 매입 여력이 줄어들 가능성 제기
- ▶ 대체 자산(유로, 위안, 금, 스테이블 코인 등)이 일부 성장하고 있지만, 유동성·신뢰도·국제 네트워크에서 미 달러를 단기적으로 대체하기에는 아직 구조적으로 한계
  - 2024년 기준 IMF에 따른 전세계 외환보유액의 약 58% 정도가 미 달러화로 보유, SWIFT 통계에 따르면 2024년말 국제 결제 통화의 약 49%가 여전히 미 달러화

달러인덱스와 금 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

대체 자산의 한계

자산유형	주요 한계
유로	정치적 통화 불안전, 에너지·국방 주권 부족
위안화	자본 통제, 환율 개입, 제도적 신뢰 부족
금	유동성 낮고, 결제수단 기능 없음
스테이블 코인	규제 불확실성, 규모 제한, 신뢰 부족
암호자산(비트코인 등)	변동성 큼, 결제 수단 기능 부재

자료: 키움증권 리서치센터

## 23. 달러, 정책 vs. 시장 간 괴리 가능성

- ▶ 트럼프 2기에서는 현재 저금리, 달러 약세를 선호, 연준에 대한 금리 인하 압박이나 감세 및 재정적자 확대 등
- ▶ 하지만, 연준의 재정적자 확대에 따른 국채 발행 증가나 연준의 완화적인 통화정책 제약 등을 고려할 때 달러가 강세를 보일 가능성이 높은 상황

트럼프 2기 약달러 선호 vs. 강달러 가능성

	약달러 정책 의도(트럼프 2기)	강달러 발생 가능성(시장, 현실 요인)
통화정책 방향성	연준에 금리 인하 압박 완화적인 통화정책 선호 달러 약세 유도 발언 반복	연준의 독립성 유지 시 금리 동결 인플레이션 지속 시 금리 추가 인상 여지
재정 정책	감세 + 인프라 투자 확대 재정적자 확대 → 약달러 압력 요인	재정적자 확대 → 국채 발행 급증 → 금리 상승 → 달러 수요 증가
무역 전략	관세 부과 + 약달러 조합으로 수출 경쟁력 강화 목표	무역 마찰 심화 시 글로벌 리스크 확대 → 달러 안전자산 수요 증가
외환시장 개입 의도	공개적으로 "달러 강세 너무 강하다"고 발언 美 재무부의 입장 변화 가능성은 있음	시장 기반 환율 체계 유지 → 실제 개입 효과는 제한 G7 환율 조작 비판 가능성
글로벌 자금 흐름	관세, 세금 및 기타 모든 형태의 해외 수입을 징수하는 임무를 맡은 새로운 부서인 대외수입청(External Revenue Service) 설립 계획, 미국 자산으로의 자금 유입 속도 둔화	글로벌 금리차 확대 → 미국 자산으로 자금 유입 증가 미국 관세 불확실성 해소와 성장 회복 기대 시 미국 자산으로 자금 유입

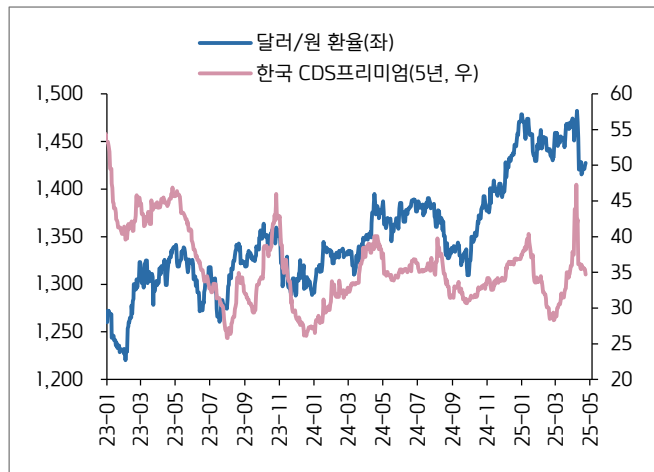
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



## 24. 달러/원 환율, 1,400원대 움직임

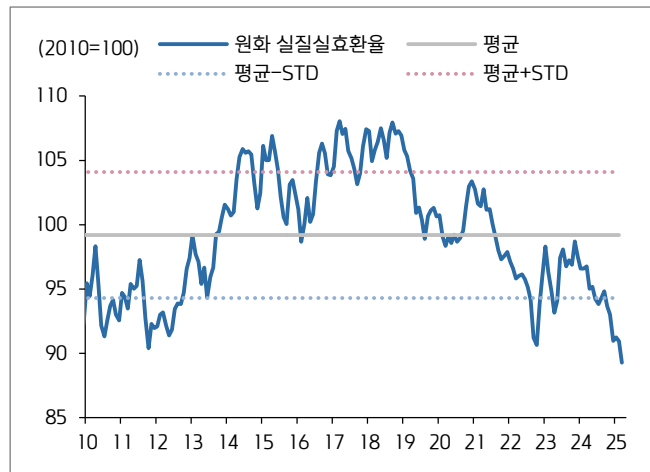
- ▶ 트럼프 정책 불확실성과 국내 성장 하방리스크에 대한 우려 등은 달러/원 환율의 상승 압력을 높이는 요인이나 국내 정치 불확실성이 완화가 이에 대한 완충 역할을 해줄 것으로 기대.
- ▶ 트럼프 상호관세 소화 과정 속 달러/원 환율은 당분간 1,400원 초중반에서 등락 예상. 국내 추경 편성 등으로 국내 경기에 대한 비관론이 완화될 경우 일시적으로 1,400원대 하회 가능하나 일시적으로 판단
  - 원화실질실효환율은 장기 평균을 크게 하회하며 원화 가치는 저평가된 상태, 단기적으로 해소하는 과정 진행 가능

달러/원 환율과 한국 CDS프리미엄



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

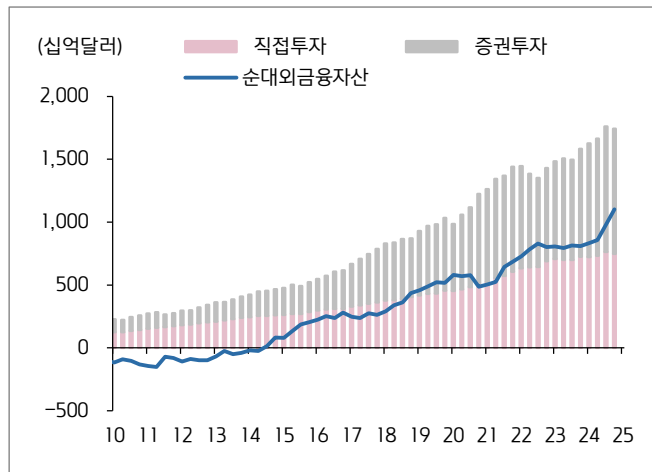
원화실질실효환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

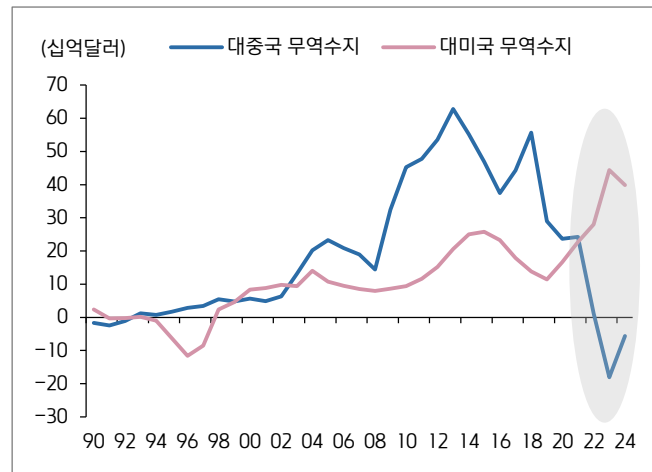
- ▶ 미국 경기 침체에 대한 우려가 완화되면서 미국으로의 자금 유입이 재개될 경우 미 달러화 강세와 함께 달러/원 환율에 상승 압력으로 작용 가능
  - 이전에 비해 한국 수출이 미국 경기에 대한 민감도가 높아진 가운데 자본수지의 환율 영향력이 커지고 있다는 점도 고려
  - 순대외금융자산이 꾸준히 증가하며 외화유동성 부족 우려가 과거에 비해 낮아진 점도 차이
- ▶ 달러/원 환율의 평균 수준은 점진적으로 상향 조정될 것으로 전망
  - 달러/원 환율(평균, 원): '22년 1,291, '23년 1,306, '24년 1,364, '25년 4/18일 현재 1,452

한국 IIP 직접투자, 증권투자, 순대외금융자산



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국의 대중국, 대미국 무역수지

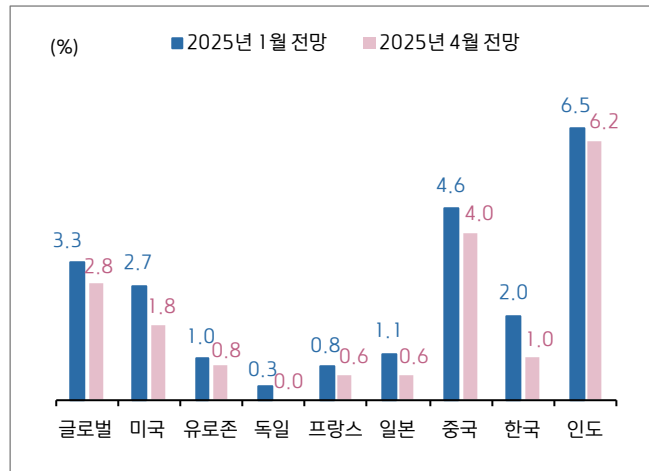


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 26. IMF와 OECD, 주요국 성장 전망치 변화

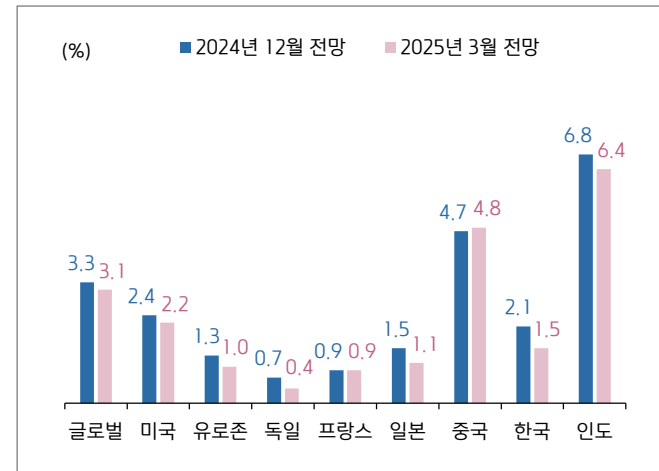
- ▶ 트럼프 관세 정책 불확실성이 높아지면서 미국을 중심으로 주요국 2025년 경제성장률 전망치 하향 조정
- ▶ 특히, 미국과 한국에 대한 성장 전망치 하향 조정폭이 크게 나타난 가운데 IMF는 4월 전망에서 한국 올해 경제성장률을 종전보다 1.0%p 하향 조정한 1.0%로 전망

IMF 2025년 국가/지역별 성장 전망치 변화



자료: IMF, 키움증권 리서치센터

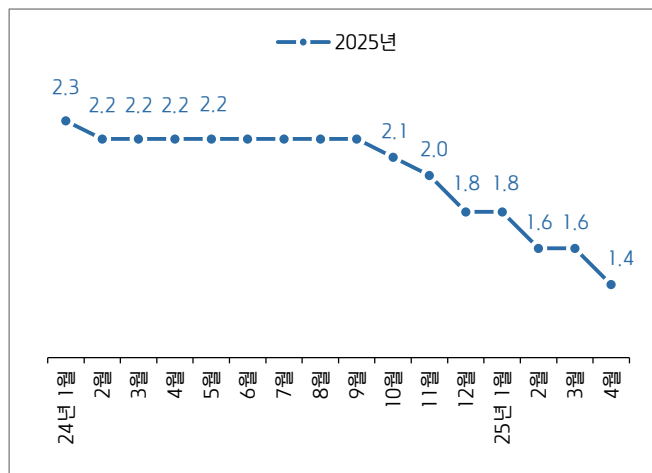
OECD 2025년 국가/지역별 성장 전망치 변화



자료: OECD, 키움증권 리서치센터

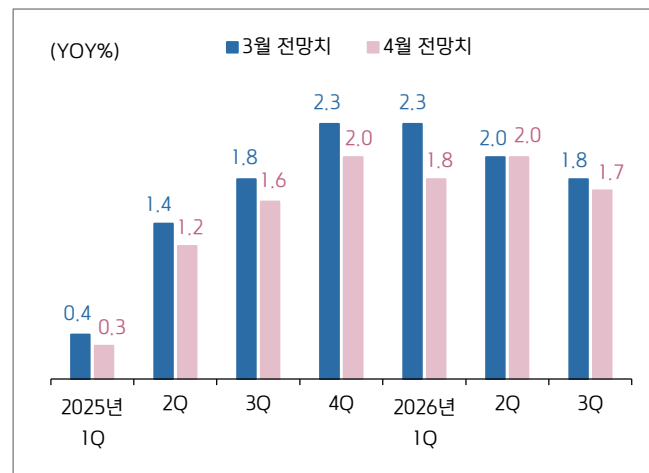
- ▶ 미국의 관세 불확실성이 높아지면서 한국 경제성장률에 대한 올해 전망치 하향 조정 중
  - 우리나라의 GDP 대비 수출 비중은 37%로 중국 19.1%의 2배 수준, 대외 불안 및 교육 위축에 민감한 구조
  - 중국 경제 부진 및 중국을 경유한 우리나라 반도체 등 중간재 수출 둔화 등에 따른 우리 경제 성장률 하락폭은 최대 0.7%p 내외로 추정
  - 5월 한국은행도 올해 경제성장률을 종전 1.5% 전망에서 하향 조정할 가능성
- ▶ 4월 주요 IB들의 한국 경제성장률 전망치의 경우 2025년 1분기 수치를 0.3% 수준으로 전망, 하지만 실제 발표치는 -0.1%로 큰 폭 하회. 전체적으로 하향 조정 불가피

한국 2025년 경제성장률 전망치 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 분기별 전년동기비 성장률 전망치 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 관세 인상 시 ① 對美 수출 반사이익(+), ② 한국의 對제재국 중간재 수출감소(-), ③ 보편관세의 직접적인 영향(-)의 경로로 우리나라에 영향
- 무역협회, - 보편관세 부과 여부가 수출 감소의 변곡점으로, 향후 전면적으로 10%p의 보편관세 시행 시 미국의 총수입이 전반적으로 감소하며 대세계수출은 1.9% 감소 예상
  - 국제신용평가사 무디스, 트럼프 행정부의 10% 보편관세와 145% 중국 관세 부과시 미국 경제성장률은 0~1.0%로 둔화, 한국의 대미국 수출 부진 불가피

트럼프 2기 관세조치 한국 수출 영향 분석 (시나리오 1~3)

수출 대상국	시나리오					
	시나리오 1 對중국 10%p		시나리오 2 시나리오 1+ 캐나다 ·멕시코 25%p		시나리오 3 시나리오 2+ 보편관세 10%p	
	금액	증가율	금액	증가율	금액	증가율
對미국	4.0	0.3	19.6	1.5	-100.3	-7.9
對중국	-8.1	-0.6	-6.8	-0.5	-13.0	-1.0
對캐나다	-	-	-2.6	-2.5	-3.3	-3.2
對멕시코	-	-	-12.4	-9.1	-15.7	-11.5
對세계	-4.1	-0.1	-2.2	-0.03	-132.4	-1.9

자료: 무역협회, 키움증권 리서치센터

미국 관세로 인한 전세계 성장률 전망치 변화

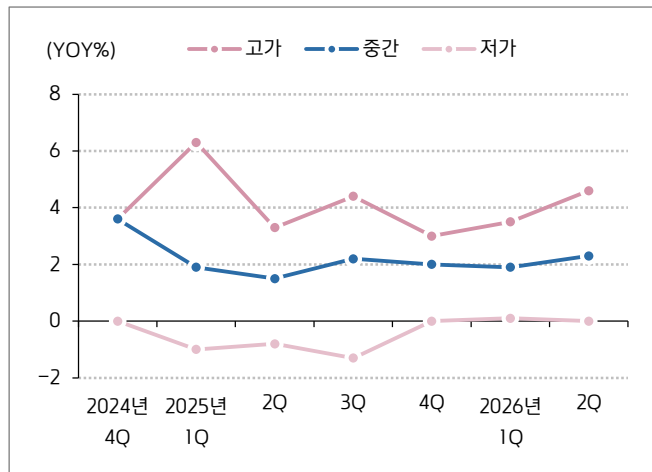
	2025년 2월 전망치 (%)	2025년 시나리오 (%) (10% 보편관세 + 145% 중국 관세)
미국	2.0	0~1.0
유로존	1.0	0~1.0
독일	0.3	-0.5~0.5
영국	1.3	0~1.0
프랑스	0.7	0~1.0
중국	4.5	3.0~4.0
인도	6.6	5.5~6.5

자료: 무디스, 키움증권 리서치센터

## 29. 트럼프 관세 불확실성 해소 여부가 중요

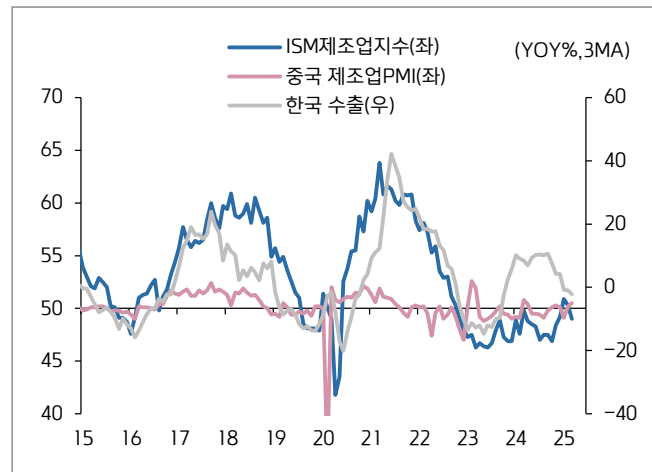
- ▶ 한국 수출에 대한 전망치 하향 조정이 계속되는 가운데 주요 IB 들의 분기별 수출 전망치에 대해 마이너스 성장을 전망하는 의견도 일부에서 제기
- ▶ 트럼프 관세 불확실성이 해소되기 전까지는 기업들의 투자 보류와 소비자의 수요 부진은 불가피
  - 한국 수출의 경우 중국 의존도를 낮추고 대미국 수출 비중이 꾸준히 높아지는 상황. 미국 수입 수요 둔화는 대외 수요에 대한 우려를 계속 높일 가능성
  - 한국의 대미 해외 직접투자가 늘어날수록 대미 수출에 대한 한국의 의존도는 높아질 수 밖에 없음

한국 2025년 분기별 수출 전망치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 ISM제조업지수와 중국 제조업PMI지수와 한국 수출

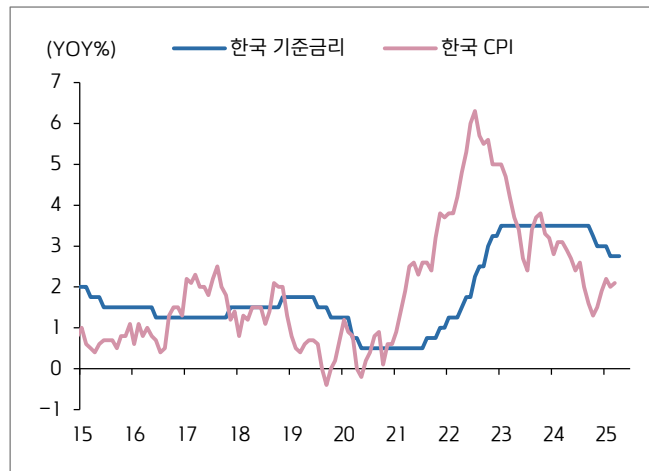


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 30. 한국 경제 비관론, 경기 부양 조치 필요

- ▶ 한국 경제는 취약한 내수는 구조적, 수출을 통해 성장 제고를 해왔던 만큼 트럼프 관세 불확실성 완화되며 수출이 회복되기 전까지는 정부의 역할이 필요. 통화 및 재정의 확장적 기조가 뒷받침되어야 하는 상황
- ▶ 한국 경제에 대한 비관론 등을 고려할 때 추가 금리 인하 전망(5월, 8월 두 차례 예상)
- ▶ 조기 대선이 확정됨에 따라 금번 12.2조원 이외에 추가적인 추경을 편성할 가능성도 높을 전망
  - 2020~2022년까지 총 8번의 추경이 편성, 그 중 4번이 주요 선거 직전에 편성. 선거를 앞둔 경우 4차례 모두 선거일 한 달 전 이내에 추경안 국회를 통과

한국 기준금리와 소비자물가



자료: 한국은행, 통계청, 키움증권 리서치센터

선거와 추경이 함께 진행된 사례

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

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 경제성장률 제고를 위해 정부 12.2조원 규모의 추경편성안 공개
- 한국은행, 15~20조원 규모의 추경이 경제성장률을 0.2%p 높일 수 있다고 추정
  - 정부는 이번 추경이 GDP를 0.1%p 상승시킬 것으로 전망하나 민생지원 규모 등을 고려할 때 경기부양 효과는 제한적
  - 대선 이후 추가 추경 편성이 진행될 수 있음
  - 추경 재원 조달 방식: 국채 발행(8.1조원), 기금 자체 재원(3.4조원), 기타 세외수입(0.7조원)

#### 추경편성안(총 12.2조원) 세부 내역

구분	배정금액	항목	세부내용
재해·재난 대응 (3.2조원)	1.7조원	재해·재난 예방·대응력 강화	예비비 1.4조원 및 AI 감시카메라·산불 감시 드론 등 구비
	1.4조원	산불 피해 복구	재해·재난 대책비, 주택 복구 등
	0.2조원	SOC 안전투자	노후 하수관로 정비, 항공안전 강화 등
통상 및 AI 지원 (4.4조원)	2.1조원	통상 리스크 대응	피해기업 지원 1.8조원 및 관세·공급망·고용불안 등 대응
	1.8조원	AI 생태계 혁신	GPU 1만장 확보 1.5조원, AI 개발 역량 제고 및 인재 양성 등
	0.5조원	반도체 등 첨단전략 산업 육성	인프라 구축, 투자보조금, 저리대출 등
민생지원 (4.3조원)	2.6조원	소상공인부담경감	부담경감 크레딧 1.6조원, 무이자 신용카드 0.1조원 등
	1.6조원	영세·중소사업자 매출기반 확대	상생페이백 1.4조원, 공공배달앱 할인 등
	0.2조원	취약계층 생활안정지원	체불임금 대지급, 최저 사용자 청년·대학생 정책자금 등
기타 (0.2조원)	0.2조원	국채 이자, 주요 행사 개최 등	

자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터



- ▶ 대선 후보들의 공약이 대체로 재정지출 확대나 세금 감면을 내세우고 있어 재정건전성 측면에서는 적자에 대한 우려가 높아질 가능성
- 단기적인 성장 제고는 재정지출 확대, 중장기적으로는 R&D 기반, 세금 감면은 민간 투자 유도 측면

#### 주요 대선 후보 정책 공약

후보	경제 및 산업정책	복지 및 사회 정책
이재명	주식시장 활성화: 상법 개정 추진 정부 주도 기술 투자 확대: 인공지능, 반도체, 바이오 등 첨단 산업 중심의 국가 투자 정부 주도 투자 확대를 통한 경제 성장 촉진	고용창출 중심의 재정정책: 일자리 확대를 위한 공공, 민간 협력 모델 구축
김경수	경제정책: 중위 소득 40% 최저 소득 보장 최저소득 보장을 위한 재정 정책 추진	복지정책: 최저 소득 보장을 통한 사회 안전망 강화
한동훈	민간 주도 성장 전략: 세금 감면 및 규제 완화를 통한 민간 투자 유도 중산층 70% 시대 실현: 소득 기반 강화 세금 감면 및 규제 완화를 통한 민간 투자 유도	선택적 맞춤 복지 중심: 청년, 고령층, 돌봄 사각지대에 집중 투자
안철수	중소기업 중심 상급 구조 재편: 디지털노마드 산업, 스타트업 생태계 육성 과학 기술 기반 경제전략: 기술력 기반의 고부가가치 산업 투자 확대 기술력 기반의 고부가가치 산업 투자 확대	AI 산업 육성과 인재 양성: AI 100만 인재 양성 및 AI 강국 실현
김문수	교통 인프라 확충: 수도권 광역급 철도(GTX) 전국 확대 규제 완화 및 노동시장 유연성 강화를 통한 기업 환경 개선	복지정책: 지방분권 강화를 통한 지역복지 향상
홍준표	경제 정책: 정년 연장 추진	복지정책: 노인연령 70세로 상향 조정

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터

- ▶ 정부 주도 모델인 경우 단기적으로 재정지출 증가로 총수요가 증가하며 경기 부양 효과는 가능하나 중장기적으로 재정건전성 악화에 대한 우려는 점증
  - 복지 확대는 소득 분배 개선 및 소비 확대로 연결 가능. 다만, 장기적으로 재정건전성 악화, 국가부채 증가, 민간 부채 위축 가능성 등의 리스크 상존. 세율 인상에 따른 민간 투자 위축 및 기업의 해외 이전 유인이 증가할 가능성 상존

#### 한국의 '큰 정부' 전환 시 예상 경제 변화

정책 영역	변화 내용	경제적 영향	내용
재정 지출	사회복지, 교육, 의료, 인프라 지출 확대	재정적자 및 국가채무 증가	단기 경기부양 효과 vs. 장기 재정 건전성 우려
세제 정책	고소득층·대기업 증세, 보편적 복지 재원 확보	가처분 소득 변화, 투자 위축 가능성	조세 저항, 기업 유출 우려 병존
노동 시장	고용보호 강화, 공공일자리 확대	고용 안정 vs. 노동시장 유연성 저하	청년층·신산업 일자리 창출과 충돌 가능성
산업 정책	전략산업 지원 확대, R&D 보조금 확대	특정 산업 성장 촉진 vs. 민간 자율성 위축	반도체·AI·에너지 전환 산업 중심 개입 가능
복지 제도	보편 복지 확대(기초연금, 건강보험, 돌봄 등)	소비 확대 VS. 노동 유인 저하 가능성	중산층 이상 증세 병행 가능성 큼
규제 정책	ESG, 탄소 중립 등에서 규제 강화	지속가능성 개선 vs. 기업 부담 증가	녹색산업 육성과 규제 강화를 병행할 가능성
금융 정책	지방투자 확대 및 지역 인프라 재정 지원	지방경제 활성화 vs. 효율성 논란	정치적 고려로 인한 비효율 우려 가능성

자료: 키움증권 리서치센터

## II. 주식 : 관세 불확실성에서 균형 잡는 전략



## 00.

- \* 경기 침체 및 스태그플레이션 가능성
- \* Sell America(중시, 달러, 채권 동반 약세)
- \* 연준과 트럼프 대립으로 인한 정책 불확실성
- \* 2분기 이후 관세 발 수요 불확실성
- \* 관세 민감 업체들의 수요 공백

- \* 관세 수위 경감 및 완화
- \* 경기 침체 내러티브 후퇴
- \* 수요 공백 과도 및 이익 가시성 개선
- \* 연준의 금리인하 등 중앙은행 지원



- 1) 폭락에 따른 악재기반영 및 학습효과
- 2) 관세 리스크 정점 통과
- 3) 밸류에이션 저점 터치

## 4월 2일 상호관세

4월 9일 상호관세 유예

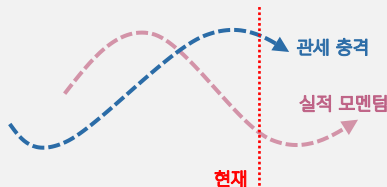
We are here

Not yet

- 1) 연준 풋 (금리인하, 유동성 지원)
- 2) 트럼프 풋 (관세 철회, 감세 확대)
- 3) 기업 이익 모멘텀 (이익 턴어라운드)

## Check 2. 관세와 실적의 영향력

\* 관세 부정적 민감도 ↓ & 실적 자신감 회복 ↑



### Check 3. 현 시점 대응 업종

## 코어 비중 유지

방산 &amp; 조선 (주도주, 관세 무풍)

분할매수

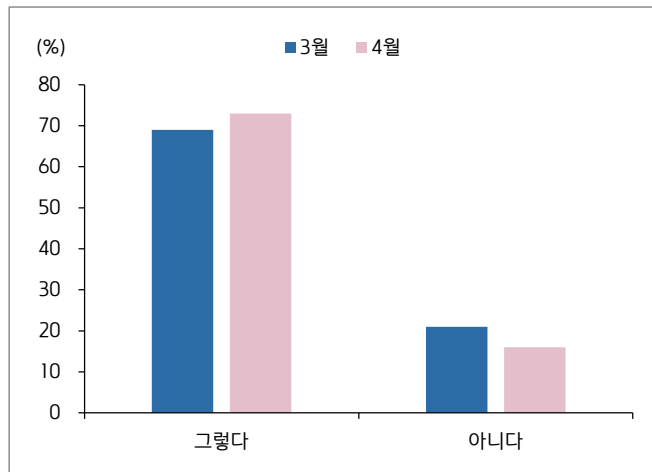
- \* 반도체 (하반기 이익 가시성)
- \* 바이오, 인터넷 (이익 및 금리)

2분기  
트레이딩

\* 내수주, 저 PBR (대선 및 추경)

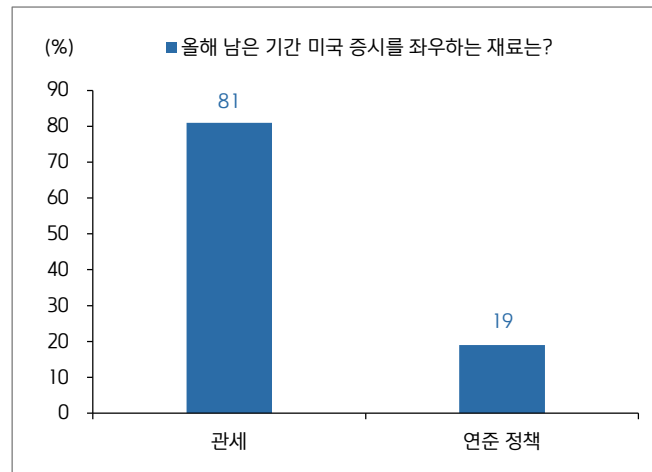
- ▶ 현재 미국 증시의 체감상 하락은 고점대비 20% 이상의 수준일 가능성. 대부분 돈들이 M7으로 몰렸지만, 미국 예외주의 내러티브가 급격히 후퇴하고 있기 때문
- ▶ 미국 예외주의의 후퇴를 넘어, 미국 고립주의 혹은 Sell America라는 부정적인 내러티브가 확산되고 있는 것은 트럼프의 관세 정책 리스크가 기폭제 역할을 수행하고 있다는 데서 기인
- ▶ 3월 블룸버그의 설문에서도 비슷한 결과를 확인할 수 있음. 이번 설문에는 올해 남은 기간 동안 미국 증시의 방향성을 결정하는 요인으로 연준 정책(응답률 19%)보다 관세(81%)가 압도적으로 높은 응답률을 기록
- ▶ 미국 증시의 부진이 계속 이어진다면, 연준 풋(28%)보다 트럼프 풋(40%)이 먼저 발동될 것이라는 응답률이 높다는 점도 관세 민감도가 높아졌음을 유추할 수 있는 대목.

“미국 우선주의는 후퇴했는가”에 대한 설문조사



자료: BofA 34월 서베이, 키움증권 리서치센터

올해 남은 기간 미국 증시 향방을 좌우하는 재료

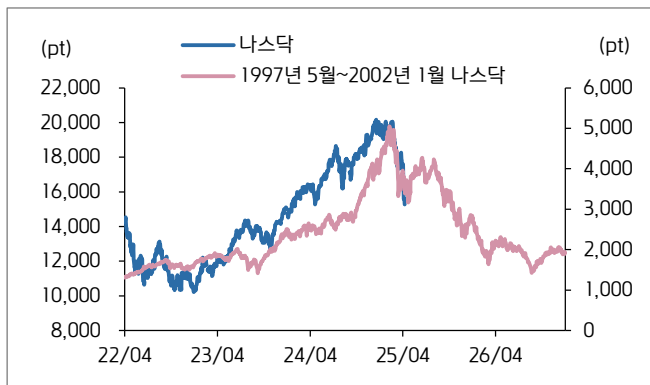


자료: Bloomberg 서베이, 키움증권 리서치센터

## 02.

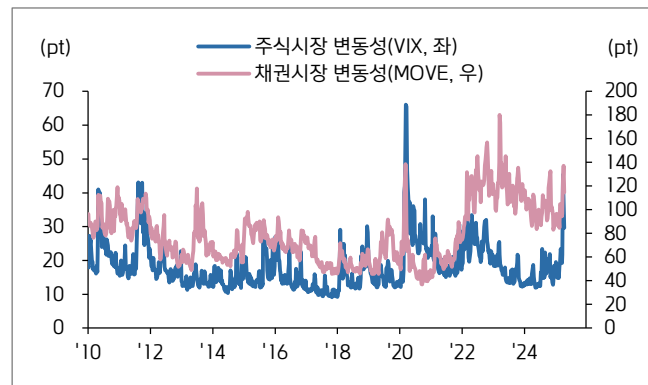
## 최근 발견된 미국 금융시장의 이상 패턴들 : Sell U.S.A

나스닥 vs 닷컴버블 당시 나스닥



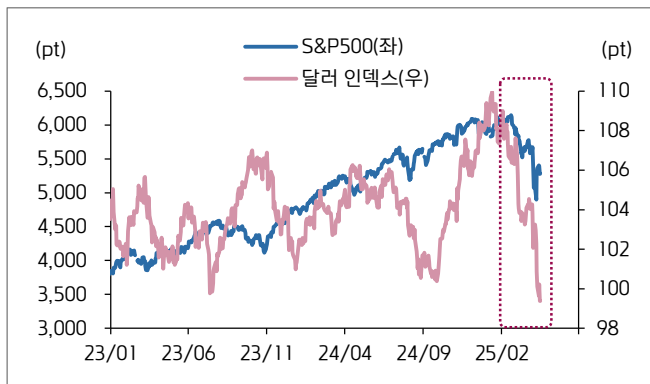
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

VIX와 MOVE



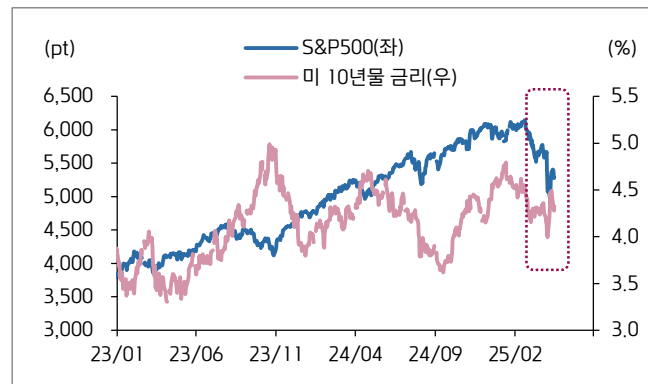
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

S&amp;P500과 달러 인덱스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

S&amp;P500과 10년물 금리



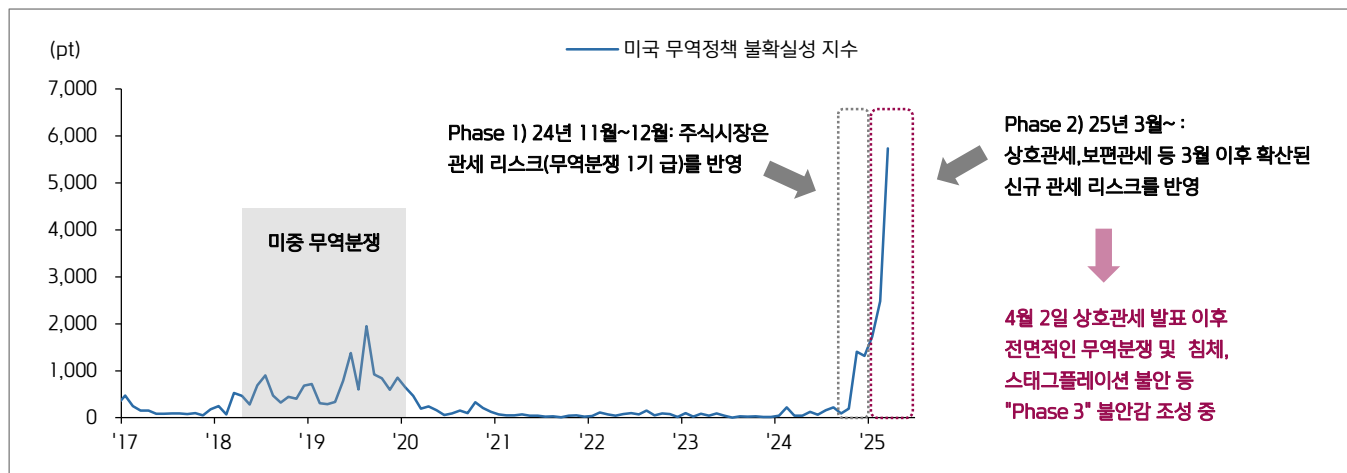
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 03.

## 이미 반영한 줄 알았던 트럼프 관세 리스크, 또 한번 더 반영을?

- ▶ 특정 악재를 선반영하고 그 악재가 기정사실화되면 학습효과를 발휘하는 게 주식시장의 특성이라고 하지만, 이번에는 상호관세의 여진은 아직까지도 이어지고 있는 모습
- ▶ 이번 트럼프 관세 리스크는 이미 24년 11월~12월 중 한차례, 25년 3월 중 한차례 씩 총 2회에 걸쳐 주가에 반영해왔던 만큼, 실제 4월 상호관세 발표 이후에는 “악재의 기정사실화”로 받아들일 수 있었음
- ▶ 그렇지만 예상보다 강도높은 초기 상호관세 수위로 인해 “상호관세 발 무역분쟁 확산 → 경기 침체”라는 새로운 악재를 또 한 번 주가 급락으로 반영해왔으며, 그 후유증에서 온전히 벗어나지 못하고 있는 실정

미국 무역정책 불확실성 지수



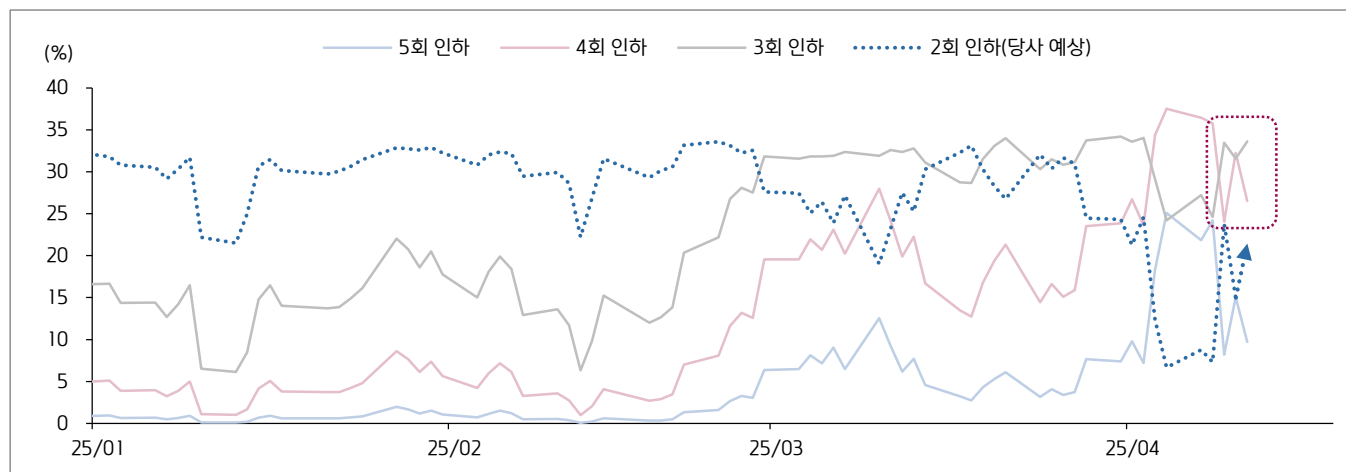
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 04.

## 연준의 금리 인하에 대해서도 부정적인 시각으로 전환 중

- ▶ 4월 이후 파월 의장은 관세로 인한 경제적 파장이 예상보다 클 것이며, 향후 분기 인플레이션도 상승 가능성이 있다면서 정책에 신중해야 한다는 입장을 표명
- ▶ 파월 의장의 당장에 금리 인하는 하지 않을 것이라는 식의 매파적인 발언에도, Fed Watch 상 연내 금리인하 횟수가 3~5회 사이에서 급변하고 있다는 점도 마찬가지(당사 연내 2회 예상, 6월 FOMC와 9월 FOMC)
- ▶ 시장은 주식시장에 긍정적인 보험성 금리인하가 아니라, 연말로 갈수록 경기 침체를 수습하기 위한 연준이 사후적 금리인하를 단행할 것이라는 데 베팅하고 있음을 시사

올해 연말까지 연준의 금리인하 확률 변화



자료: Fed Watch, 키움증권 리서치센터

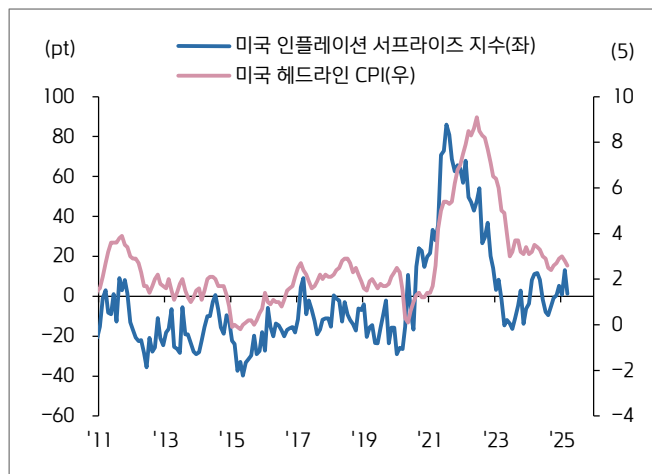


## 05.

## 인플레이션, 늘 민감해 왔지만 당분간 반응은 거셀 가능성

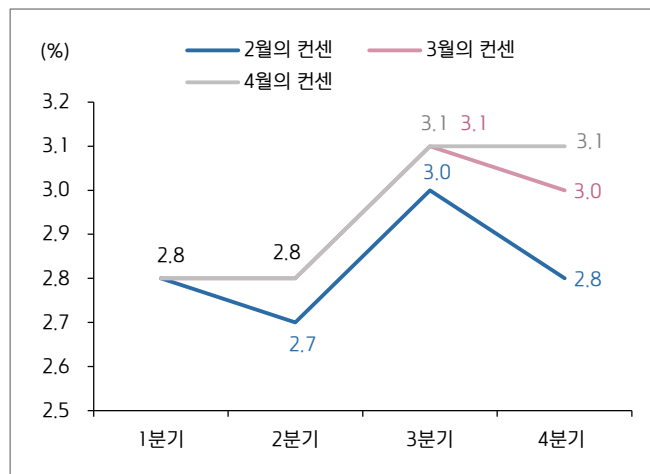
- ▶ 지난 4일 파월 의장이 관세 정책의 충격이 예상보다 클 수 있으며, 향후 분기에 걸쳐 물가가 상승할 가능성이 높다고 지적했다는 점도 신경 쓰이는 부분. 연준 조차도 인플레이션 전망에 불확실성을 가지면서, 당분간 후행적으로 데이터를 지켜보겠다는 보수적인 입장을 고수해 나갈 것으로 보임.
- ▶ 실제로 블룸버그로 집계한 25년 미국의 예상 분기별 CPI는 지난 2월에 조사했을 때만 하더라도, “1Q: 2.8% → 2Q: 2.7% → 3Q: 3.0% → 4Q: 2.8%”로 안정적인 추세를 유지할 것으로 전망치가 제시되기도 했음. 하지만 관세 불확실성이 확산되고 있는 4월 현재 조사에 의하면, “1Q: 2.8% → 2Q: 2.8% → 3Q: 3.1% → 4Q: 3.1%”로 연말로 갈수록 인플레이션이 높아질 것이라는 쪽으로 전망치가 급변한 상태.
- ▶ 결국 이 같은 인플레이션 상방 불확실성은 트럼프 관세 이슈와 맞물려, 6월로 예상이 되는 연준의 금리인하 시점 전까지 증시에 잔존해 있을 것으로 보임. 4~6월 중 발표되는 3~5월 CPI 결과에 대한 주가 민감도는 높은 레벨을 유지할 것이라는 전제를 가지고 매월 CPI 이벤트에 대비할 필요.

미국 소비자 물가와 인플레이션 서프라이즈 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 25년 분기별인플레이션 컨센서스 변화



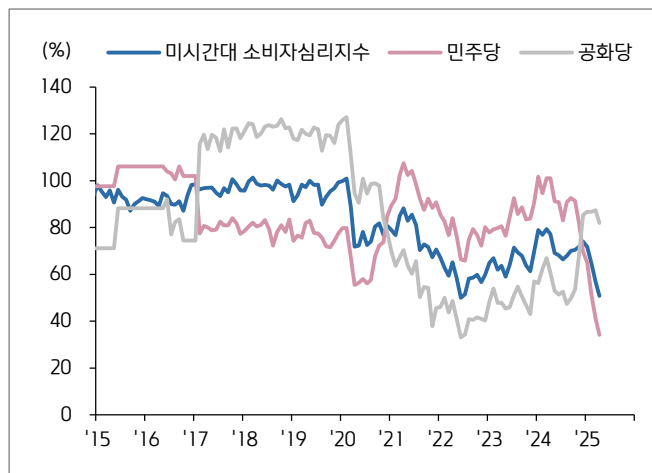
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 06.

## 심리지수가 만들어내고 있는 스태그플레이션 불안

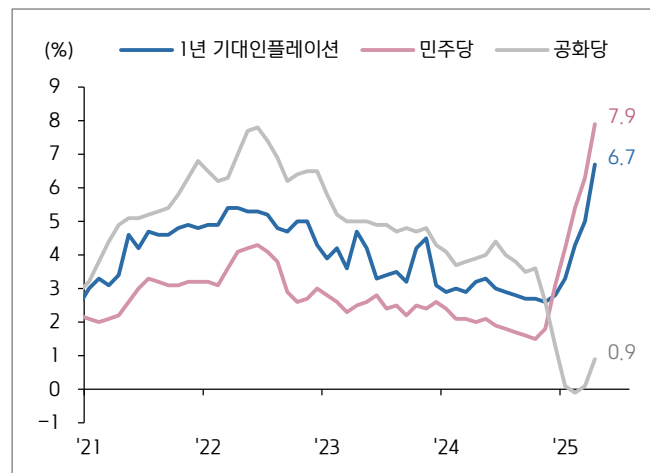
- ▶ 최근 뉴스 플로우를 장악하고 있는 관세 불확실성은 실물경제주체들에게 경기와 인플레이션 전망에 부정적인 생각을 주입시키고 있다는 점이 심리적으로 침체, 스태그플레이션 불안을 자아내고 있는 실정
- ▶ 지난 3월에 이어 4월 미시간대 소비자심리지수 예비치(50.8 vs 컨센 54.0는 쇼크를 기록한 반면 1년 기대인플레이션(6.7% vs 3월5.0%)은 급등하는 등 “소비심리 냉각 + 기대인플레이션 급등”의 부정적인 조합이 발생
- ▶ 이 같은 소프트 데이터의 부진이 시차를 두고 하드 데이터에 영향을 줄 것이라는 걱정으로 이어지고 있는 모습.
- ▶ BofA 글로벌 펀드매니저 서베이 상으로도 향후 12개월 동안 미국 경기가 노랜딩할 것이라는 응답 비율이 2월 36%에서 19%로 급감한 반면, 소프트랜딩(52% → 64%), 하드랜딩(6% → 11%) 응답 비율이 증가했다는 점을 참고해볼 필요.

미시간대 소비자심리지수 및 정당별 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

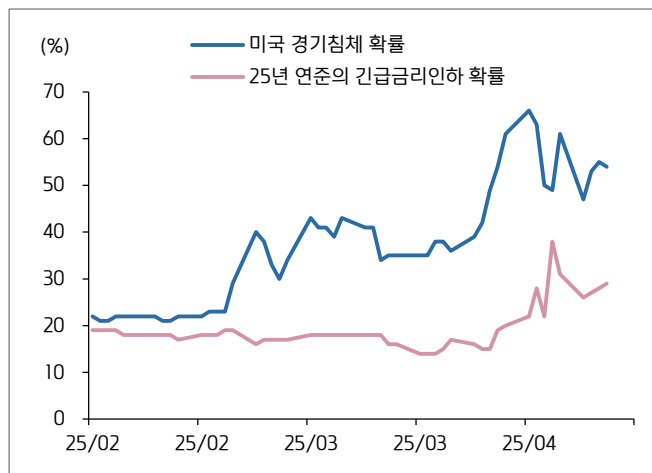
미시간대 1년 기대인플레이션 및 정당별 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

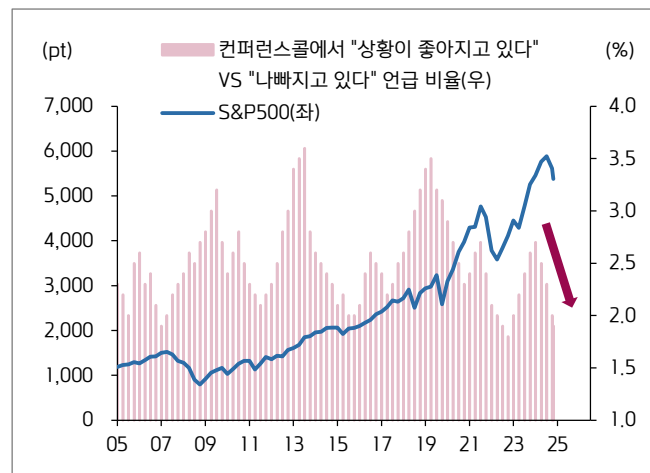
- ▶ 시장의 관심이 어디에 쏠려 있는지를 확인할 수 있는 Poly Market의 미국 침체 확률은 3월초 20%대에서 현재 50%대 이상으로 급등
- ▶ 또 연준의 올해 긴급 금리인하 확률도 상승하고 있다는 점도 불편함을 만들어낼 수 있는 요인. 그만큼 미국 내 경제 및 금융시장 상황이 심각하기 때문에 금리를 내리는 것으로 해석할 수 있기 때문
- ▶ 현재 1분기 실적시즌이 시작되고 있는 가운데, 컨퍼런스콜에서 "현재 상황이 좋아지고 있다"에 대한 언급은 갈수록 줄어들고 있는 반면, "나빠지고 있다"에 대한 언급은 늘어나고 있다는 점도 눈여겨볼 부분

폴리 마켓에서 베팅하는 미국 경기 침체 확률과 S&amp;P500



자료: Polymarket, 키움증권 리서치센터

S&amp;P500 컨퍼런스콜에서 기업들의 상황 판단 변화 비율



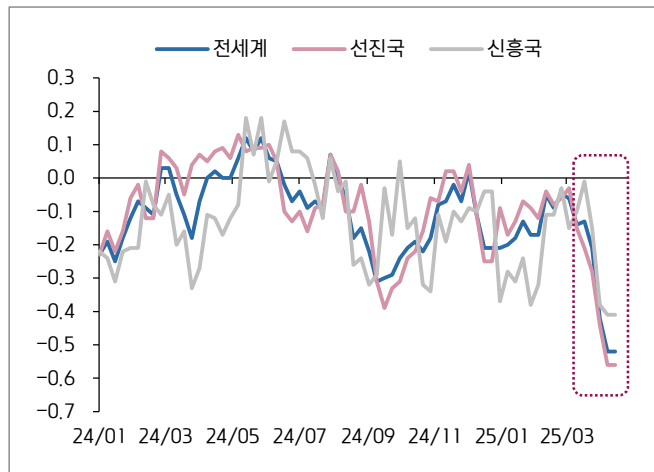
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 08.

## 상황이 이렇다보니 1분기 실적시즌을 평가절하 하려는 분위기

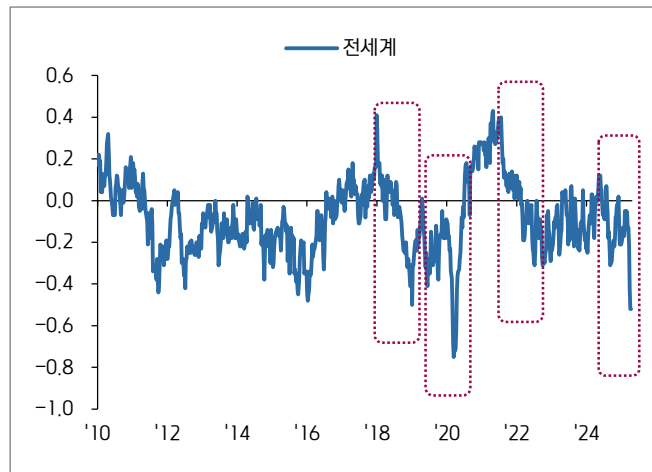
- ▶ 관세가 주식시장에 초래한 직접적인 부작용은 실적 전망의 불확실성
- ▶ 4월 이후 미국, 한국, 유럽 등 주요 지역들의 이익수정비율은 급락하고 있다는 점은 애널리스트들의 이익 추정에 대한 자신감이 하락했음을 보여주는 단면
- ▶ 2018년 무역분쟁 1기, 2020년 팬데믹, 22년 연준의 공격적 금리인상과 러우 전쟁 등과 같이 위기 상황때는 실적시즌에 대한 불확실성이 높아지는 편
- ▶ 다행히 관세 리스크는 정점을 치닫긴 했지만, 온전히 소멸될지 여부는 불투명. 문제는 관세발 수요 충격은 2분기 이후에나 드러날 가능성이 높다는 것
- ▶ 이번 1분기 실적시즌을 잘 치르더라도, 2분기 이후부터는 본격적인 이익 추정치 하락이 이어질 위험이 상존 중

2024년 이후 지역별 이익 수정 비율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

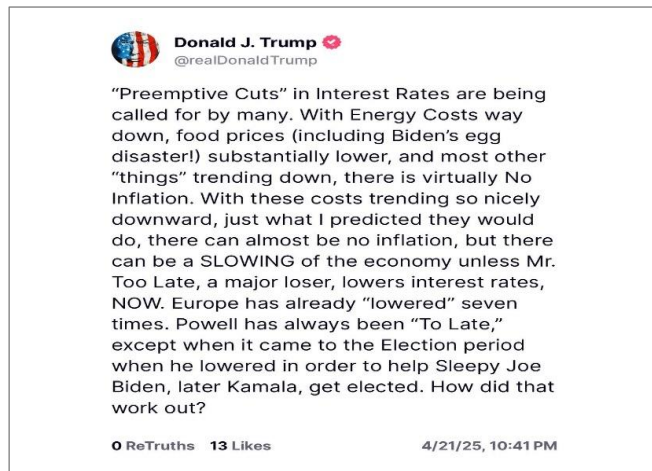
2010년 이후 전세계 이익 수정 비율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 최근 트럼프는 파월 의장 해임 이야기를 여러차례 표명해온 가운데, 전일 “시장이 선제적 금리인하를 요구하고 있다”, “경기 둔화가 발생할 수 있기에 금리를 내리지 않으면 루저가 될 것이다”와 같은 수위 높은 비판을 서슴없이 하고 있는 상황.
- ▶ 물론 법적으로 미국 대통령이 연준 의장을 해임할 권리는 없지만, 이 같은 트럼프와 파월 의장의 갈등 격화는 통화정책 불확실성을 키우고 있는 상태
- ▶ 미국 관련 자산에 대한 전방위적인 매도세가 나타나는 “미국 매도(Sell America)” 현상으로 귀결시키게 만들고 있음.
- ▶ 또 4월 22일 IMF가 25년 전세계 성장률 전망치를 기존 3.3%에서 4월 2일 상호관세 발표를 반영해 2.8%로 큰 폭 하향 조정한 상황 속에서, 유로존(1.0% → 0.8%), 한국(2.0% → 1.0%), 중국(5.0% → 4.6%) 등 여타 국가보다 미국(2.8% → 1.8%)의 하향 조정 폭이 컸다는 점도 미국 경제와 자산에 대한 불안감을 키우고 있는 모습.

## 4월 21일 트럼프 트루스소셜



자료: 트루스 소셜, 키움증권 리서치센터

## 트럼프 밈



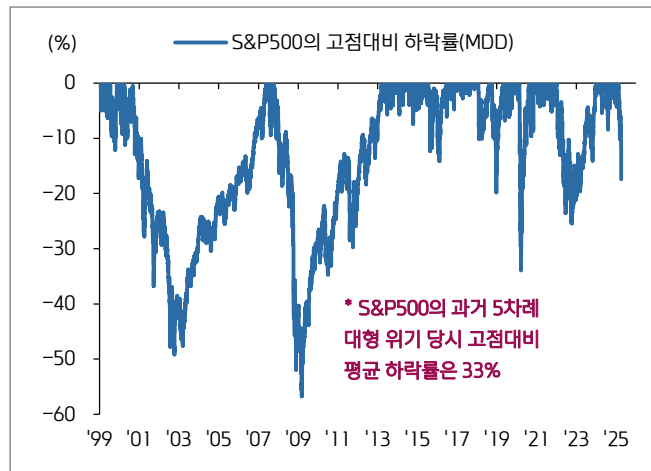
자료: X, 키움증권 리서치센터

## 10.

## 이제 시장은 얼마까지, 언제까지 빠져야 하는가를 셈법 중

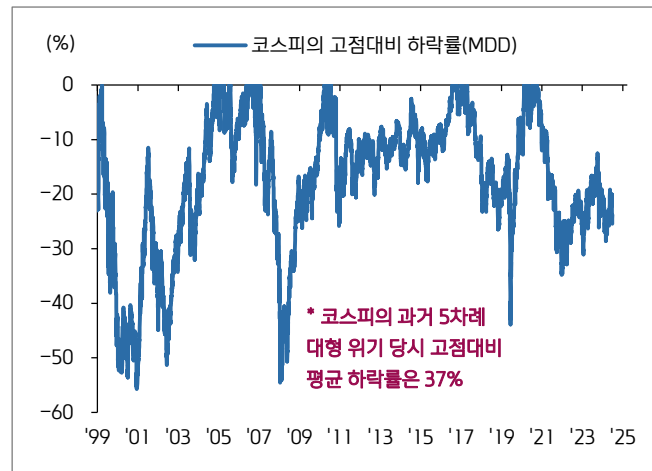
- ▶ 지금 시점에서 트럼프 뜻이나 파월 뜻을 기대하기가 어렵다 보니, 주식시장은 현시점에서 얼마나, 언제까지 더 빠질 수 있는지를 셈법을 하는 모습들이 포착
- ▶ 4월 초 폭락장에서 미국, 한국 등 주요국 증시는 고점대비 20% 이상 빠지며 약세장에 진입한 이후 주가가 복원되면서 고점대비 10%대 내외로 낙폭을 줄여 나가고 있지만, 약세장 재 진입 가능성은 여전히 열려 있는 상황
- ▶ 과거 미국과 한국 증시의 약세장은 총 5차례(00년, 08년, 18년, 20년, 22년)에 있었으며, 약세장 진입 당시 S&P500과 코스피는 평균 MDD(고점대비 최대 하락률)이 각각 33%, 37%를 기록
- ▶ 이는 시장참여들로 하여금 “지금도 과거 약세장 진입을 유발한 위기에 준하는 상황일까? 그렇다면, 앞으로 10% 이상의 추가 조정을 받아야 하는 것일까”와 같은 질문을 하게 만들고 있음.

S&amp;P500의 고점 대비 최대 하락률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피의 고점 대비 최대 하락률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 11.

## (참고) 과거 한국과 미국 증시의 약세장 프로파일

## 1980년 이후 코스피의 약세장 프로파일

고점	저점	낙폭(%)	기간(일)	회복	기간(일)	기간(년)
1980-05-08	1981-01-06	-22.0	243	1981-04-29	113	0.3
1981-07-07	1982-05-14	-36.1	311	1986-02-10	1368	3.7
1989-04-01	1992-08-21	-54.4	1238	1994-09-17	757	2.1
1994-11-08	1998-06-16	-75.4	1316	2005-09-07	2640	7.2
2000-01-04	2001-09-17	-55.7	622	2005-07-14	1396	3.8
2007-10-31	2008-10-24	-54.5	359	2011-01-03	801	2.2
2011-05-02	2011-09-26	-25.9	147	2017-05-04	2047	5.6
2018-01-29	2020-03-19	-43.9	780	2020-11-23	249	0.7
2021-07-06	2022-09-30	-34.8	451	-	-	-
2024-07-11	2025-04-08	-19.3	271	-	-	-
평균		-42.2	574		1171	3.2

## 1950년 이후 S&amp;P500의 약세장 프로파일

고점	저점	낙폭(%)	기간(일)	회복	기간(일)	기간(년)
1957-07-15	1957-10-22	-20.7	99	1958-09-16	329	0.9
1961-12-12	1962-06-26	-28	196	1963-09-03	434	1.2
1966-02-09	1966-10-07	-22.2	240	1967-05-04	209	0.6
1968-11-29	1970-05-26	-36.1	543	1972-03-06	650	1.8
1973-01-11	1974-10-03	-48.2	630	1980-07-17	2114	5.8
1976-09-21	1978-03-06	-19.4	531	1979-08-15	527	1.4
1980-11-28	1982-08-12	-27.1	622	1982-11-03	83	0.2
1987-08-25	1987-12-04	-33.5	101	1989-07-26	600	1.6
1990-07-16	1990-10-11	-19.9	87	1991-02-13	125	0.3
1998-07-17	1998-08-31	-19.3	45	1998-11-23	84	0.2
2000-03-24	2002-10-09	-49.1	929	2007-05-30	1694	4.6
2007-10-09	2009-03-09	-56.8	517	2013-03-28	1480	4.1
2011-04-29	2011-10-03	-19.4	157	2012-02-24	144	0.4
2018-09-20	2018-12-24	-19.8	95	2019-04-23	120	0.3
2020-02-19	2020-03-23	-33.9	33	2020-08-18	148	0.4
2022-01-04	2022-10-13	-23.4	282	2024-01-19	463	1.3
2025-02-19	2025-04-07	-17.6	47	-	-	-
평균		-29.1	303		575	1.6

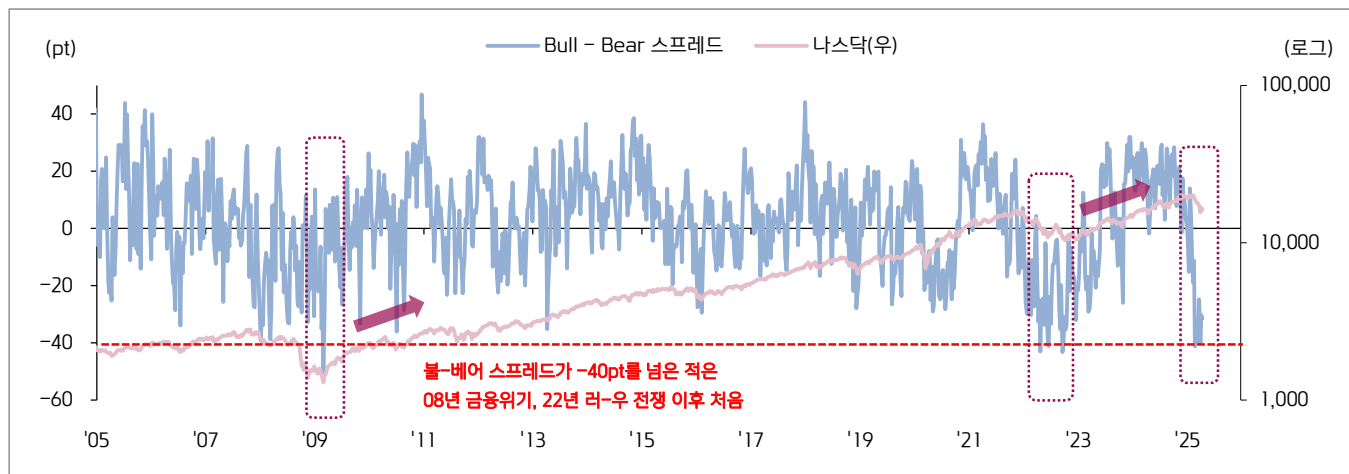
자료: A Wealth of Common Sense, Bloomberg, FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 12.

# 좋아 보이는 게 없긴 하지만, 상황 반전의 재료들도 잠복 중

- ▶ 이렇듯 악재 일변도에 놓여 있는 상황이기는 하지만, 반등의 실마리와 상황 반전의 재료들도 잠복해 있음. 현 시점은 주식 비중 축소→현금 비중 대폭 확대"로 전략을 선취하기엔 실익이 크지 않음
- ▶ 이런 측면에서 개인 투자자들의 심리지수인 불-베어 스프레드는 4월에도 -40pt대를 수시로 넘나들고 있다는 점에서 주가 반전의 실마리가 등장
- ▶ 불-베어 스프레드가 -40pt를 넘은 적은 08년 금융위기, 22년 러우 전쟁 이후 처음 있는 일이기 때문.
- ▶ 투자심리가 때론 합리적인 수준을 넘어 급랭하는 때가 있음. 다만, 과거 -40pt대를 기록한 이후 증시는 반등 추세를 보였다는 점을 고려해보면, 현재 미국 등 주요국 증시는 단기 바닥 확인을 했을 가능성이 높음

미국 개인투자자들의 투자심리 지표인 Bull-Bear Spread



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

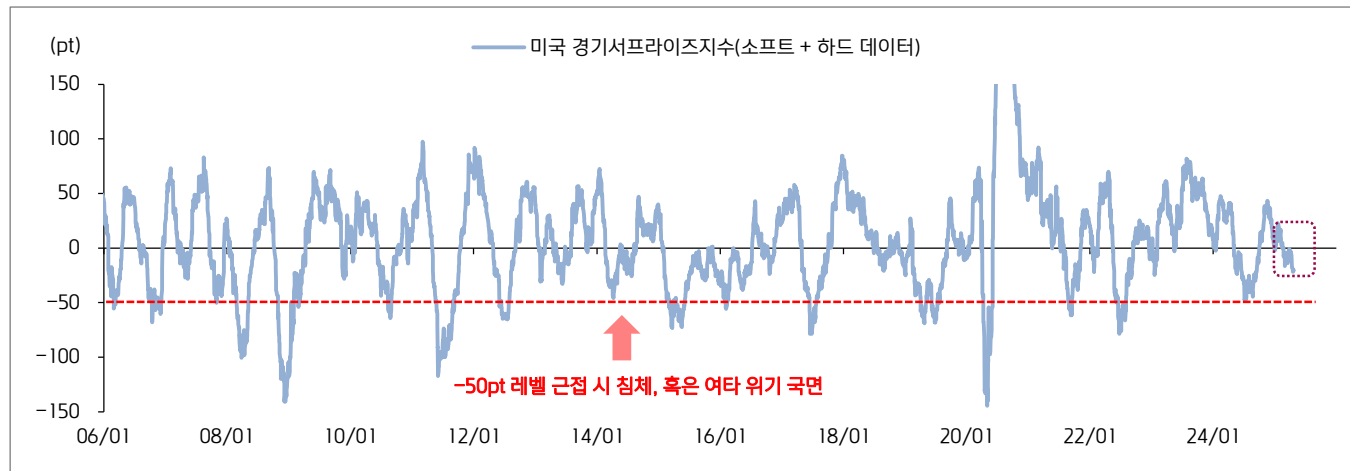


## 13.

## 침체 내러티브를 주가에 반영하기에는 아직 연료가 부족하다

- ▶ 최근 정부 정책과 관련해 비관적인 뉴스만 주로 접하면서, 비관적인 답변을 하게 만드는 미시간대 소비자심리지수, ISM 제조업 PMI 등 소프트데이터들이 부정적으로 발표되긴 했음
- ▶ 다만, 4월 중 발표되는 소프트데이터에 한해서는 정치, 관세 노이즈가 개입될 수 있기에, 지금 시점에서는 고용, 소비, 산업생산 등 실물에 기반한 하드 데이터에 집중하는 것이 주식시장 입장에서는 대안
- ▶ 오늘날 시장은 미국의 경기침체를 기정사실화하고 있지만, 소프트데이터와 하드데이터가 결합된 경기 서프라이즈 지수는 현재 -10pt ~ -20pt 대 사이에 머물러 있다는 점도 주목하 필요
- ▶ 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 감이 존재

미국의 경기 서프라이즈 지수, -50pt 레벨까지는 가야 침체를 본격 주가에 반영하는 과거의 사례들



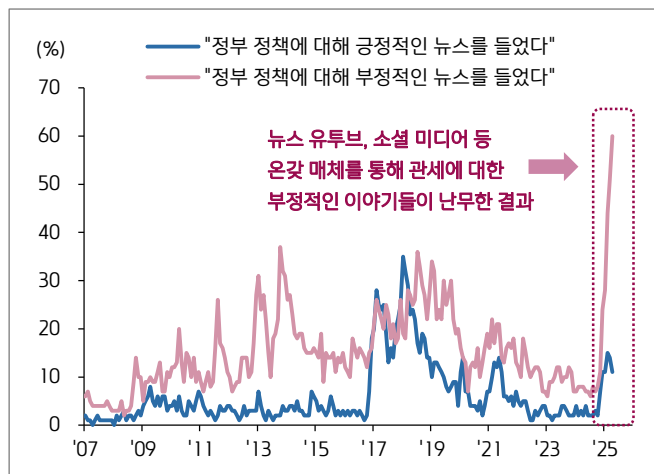
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 14.

## 환경에 영향을 받는 투자자들의 본성, 안 좋은 것만 들으면 전염된다

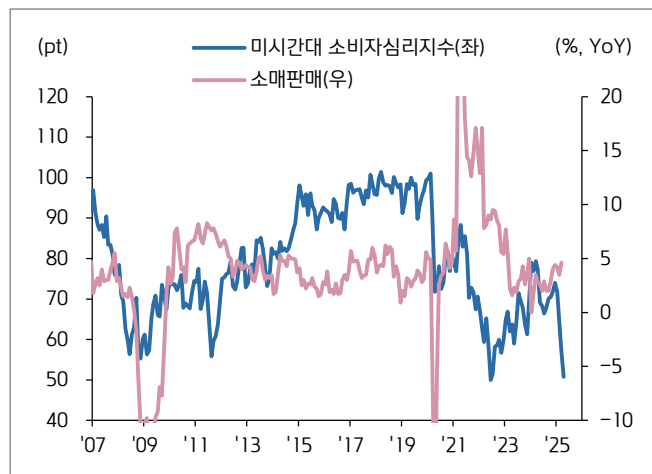
- ▶ 소프트웨어만 봐도 마찬가지로, 소비자심리지수 등과 같은 설문자들의 응답을 기반으로 하는 지표는 환경에 영향을 많이 받는 특성
- ▶ 가령 미시간대의 조사에 의하면, 응답자들이 “정부 정책에 대한 긍정적인 뉴스를 들었다”에 대한 언급 비율과 “부정적인 뉴스를 들었다”에 대한 언급 비율은 역대급으로 크게 확대된 상태
- ▶ 최근 트럼프, 머스크 등 트럼프 진영의 관세, 정치, 공무원 해고 등 여러 행보들에 대한 부정적인 뉴스플로우가 일반 소비자들의 심리에 압박을 가하고 있는 것으로 판단
- ▶ 이렇게 미국인들이 부정적인 전망에 휩싸인 것은 트럼프의 관세 행보에서 기인하며, 향후 증시 안정의 실마리도 관세에서 찾아봐야 할 것

정부 정책에 대한 긍정/부정 뉴스 응답 비율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미시간대 소비자심리지수(소프트)와 소매판매(하드)



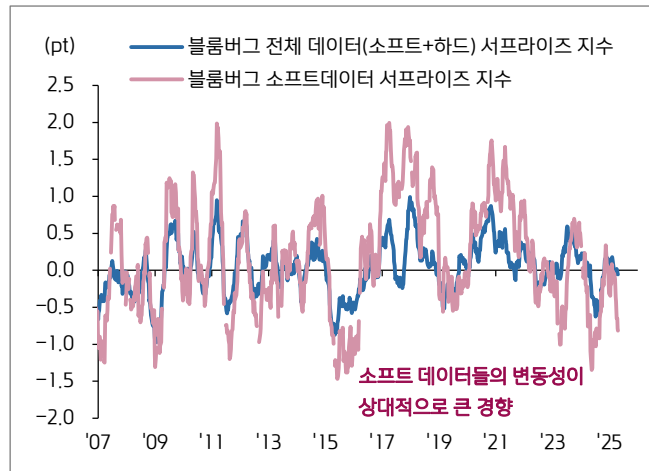
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 15.

## 심리지표들은 외부 변화에 더 취약하고 변동성이 큰 경향

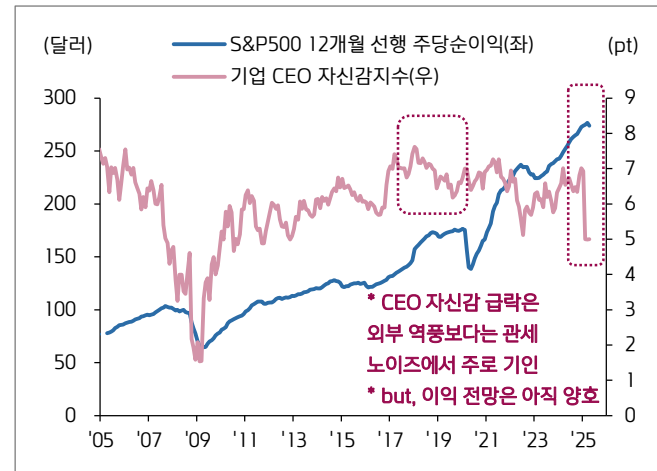
- ▶ 물론 경제와 주식시장에서 심리가 중요하다는 것은 자명한 사실이기에, 이 같은 심리지표가 시차를 두고 실물 지표에 부정적인 충격을 가하면, 증시 입장에서는 골치 아파질 수 있기는 함
- ▶ 하지만 심리지표와 같은 소프트데이터들은 역사적으로 하드 데이터들에 비해 변동성이 상대적으로 크다는 맹점이 있음
- ▶ 기업 CEO들의 자신감 지수도 최근 팬데믹 레벨까지 폭락하면서 향후 기업들의 사업 전망 및 이익에 대한 불확실성을 가중 시킬 소지가 있기는 해도, 미국 기업들의 이익 추세는 여전히 견고하다는 점도 주목할 필요

소프트데이터 서프라이즈 지수의 변동성



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

기업 이익 VS 기업 CEO의 자신감



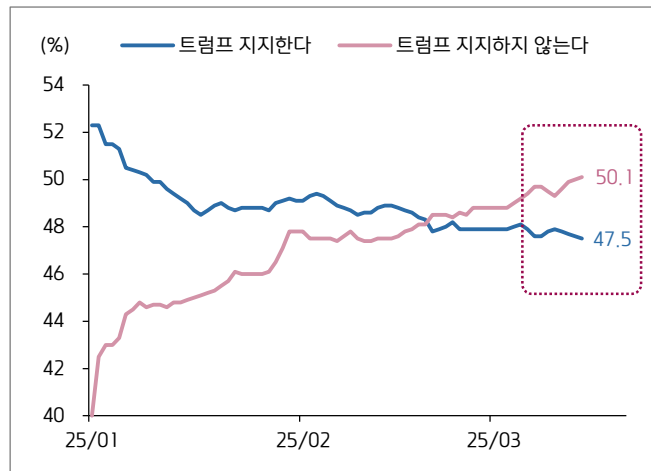
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 16.

## 트럼프라고 해도, 여론 악화를 좌시하지 않을 것

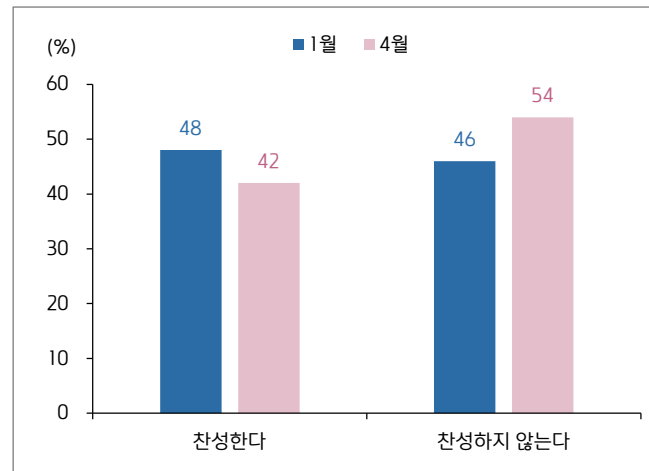
- ▶ 트럼프 관세 정책이 최악의 시나리오(국가간 전면적인 무역분쟁 + 교역 급감)로 치달게 된다면, 침체에 현실성이 더 부여 될 것이고, 과매도 권이라 불렸던 인식도 틀린 것이 될 수 있음. 하지만 이 같은 최악의 시나리오에 베팅하는 것은 지양
- ▶ 미국 내 여론이 갈수록 악화되고 있다는 점에 주목할 필요. 주말 중 전해진 외신에 의하면, 워싱턴, 뉴욕, 휴스턴 등 미국 전역에서 반 트럼프 시위가 진행되고 있으며, 이들이 시위에 나선 배경은 관세로 인한 인플레이 상승 우려 뿐만 아니라 최근 연이은 주가 폭락으로 401k 연금에 담긴 주식 자산의 대규모 손실에서 기인
- ▶ Real Clear Politics 상 현재 트럼프의 지지율은 1월 취임 당시 52%대에서 47%대로 급락했으며, WSJ의 여론조사에서도, 관세 정책에 반대한다는 응답 비율이 1월 46%에서 4월 54%로 증가
- ▶ 이처럼 여론이 악화되면 악화될수록, 26년 중간선거를 준비해야 하는 공화당 입장에서도 트럼프의 독주에 제동을 걸 유인이 생기기 마련

트럼프 지지율 변화



자료: Real Clear Politics, 키움증권 리서치센터

관세 정책에 대한 유권자들의 인식 변화



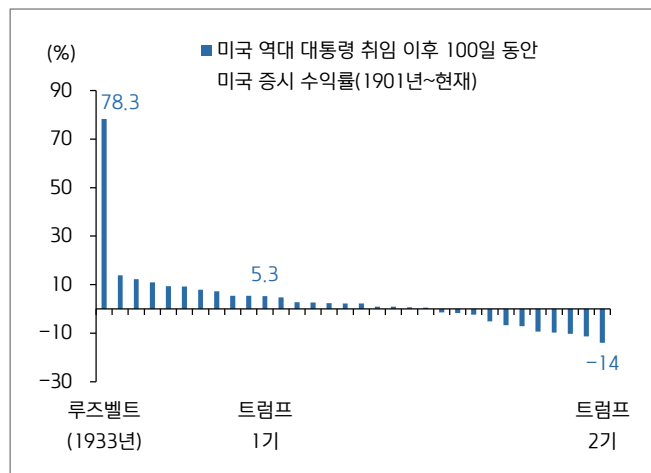
자료: WSJ 3월 27일~4월 1일 여론조사, 키움증권 리서치센터

## 17.

## 역대 최악의 주식시장 성과를 기록하고 있는 트럼프 2기

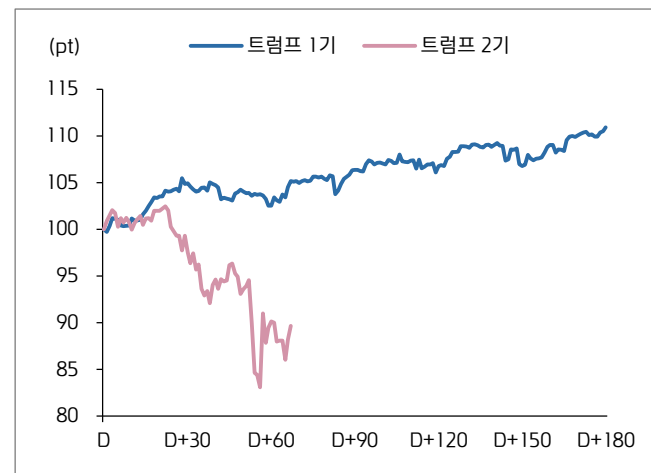
- ▶ 지금 정황 상 트럼프는 주식시장보다 채권시장 상황 변화에 더 주목하고 있다는 게 뉴스플로우상 분위기
- ▶ 하지만 역대 대통령들의 취임 이후 100일 동안 주식시장의 성과를 계산해보면, 이번 트럼프 2기가 역대 최악의 성과를 기록중에 있다는 점을 눈여겨봐야 함
- ▶ 여느 대통령보다 주식시장 발언을 수십차례 쏟아낸 그의 성향을 고려해보면, 지지율 하락 뿐만 아니라 이 같은 주식시장 성과 부진을 계속해서 도외시 하기 어려울 것으로 판단

역대 대통령 취임 이후 100일 간 미국 증시 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

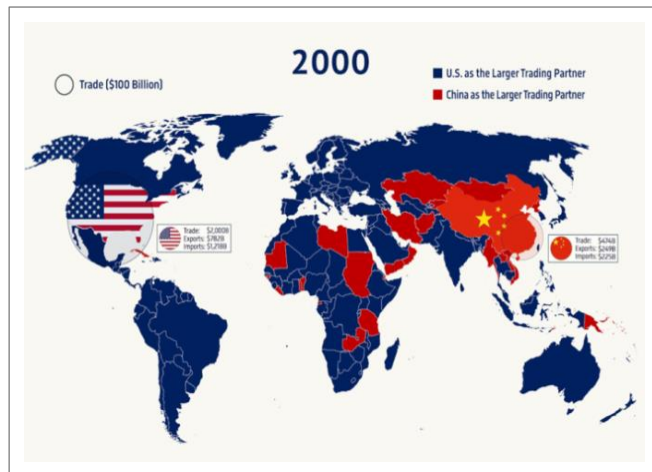
트럼프 1기 vs 2기 S&amp;P500 성과 비교(취임 후 ~180일)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

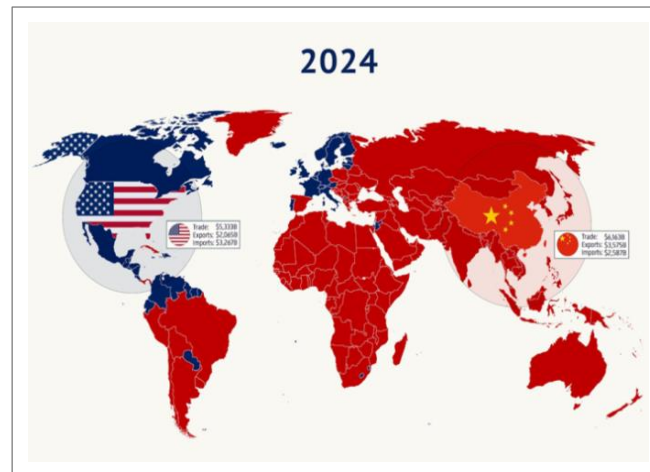
- ▶ 실제로 트럼프는 여론 및 금융시장 불안을 의식해, 중국을 제외한 국가들의 상호관세를 90일간 유예하기로 결정(9일)
- ▶ 물론 이번 관세 예외에서 빠진 중국은 11일 미국의 145% 관세 부과에 대미 관세율을 기존 84%에서 125%로 인상하는 보복 조치 결정하는 등 양국 관세 전쟁은 극단을 향해가는 실정.
- ▶ 하지만 중국 측은 이제부터는 고관세율이 의미가 없으며 미국이 추가로 인상한다고 하더라도 대응하지 않을 것이라고 밝히면서, 협상 의지를 우회적으로 드러낸 모습.
- ▶ 백악관 측에서도 중국과 협상은 낙관적일 것이며, 트럼프도 보편관세 10%는 하한선이지만 예외는 둘 것이라고 언급하는 등 이전에 비해 공격적인 관세 행보의 수위를 낮춰가고 있다는 점도 마찬가지.
- ▶ 이제 양국 모두 협상 테이블에 나와 어느 정도로 관세율을 낮춰갈 지가 관건이 된 만큼, 트럼프 발 관세 전쟁은 극단의 정점을 통과하고 있는 것으로 보는 게 타당

2000년 미국(파랑)과 중국(빨강)의 교역 파트너 현황



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

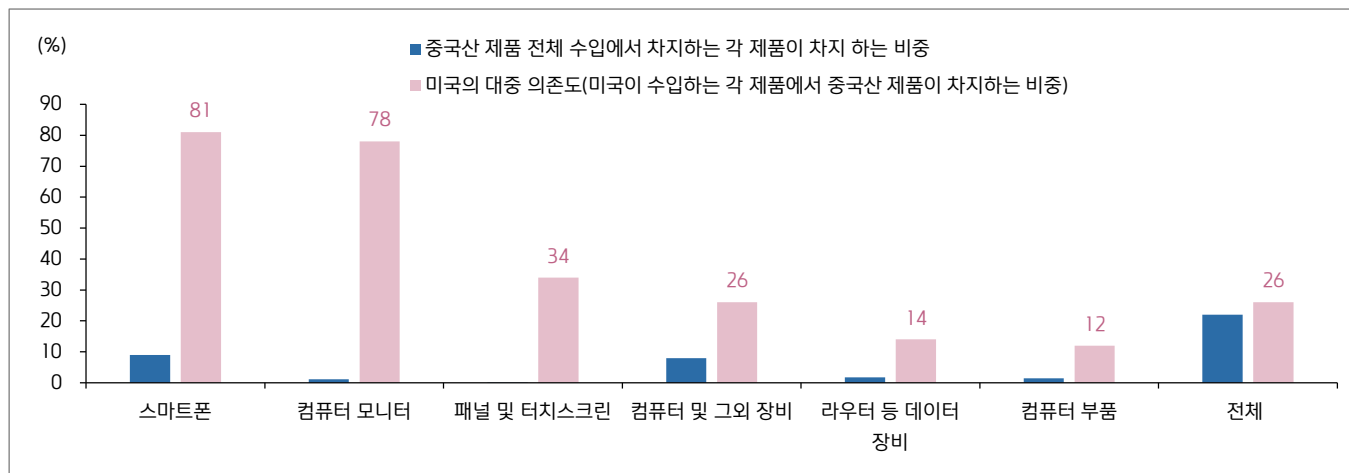
2024년 미국(파랑)과 중국(빨강)의 교역 파트너 현황



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 11일 미 관세국경보호국에서는 스마트폰, 노트북, HDD 등 반도체 품목에 대한 상호관세 및 보편관세를 제외하겠다고 발표한 점은 다행요인. 중국 등 여타 국가에 고율 관세 부과 시 미국 내 전자기기 가격 상승이 소비 위축으로 이어질 것이라는 작용을 고려한 조치인 것으로 보임.
- ▶ 물론 자동차처럼 개별 관세로 부과될 수 있다는 점을 염두에 둘 필요. 다만, 4월 이후 주요국 증시가 역대 급의 주가 폭락을 겪으면서, 예상 가능한 관세 리스크의 상당부분을 소화해온 만큼 추후 관세 발 지수 레벨 다운 압력은 제한될 전망.
- ▶ 또 4월 말 관세 협상을 두고, 미국과 중국이 서로 다른 말을 하면서 진실게임 공방이 펼쳐지고 있지만, 양국간 협상 논의가 나오고 있는 것만으로도 관세 리스크는 정점을 통과하고 있음을 유추할 수 있는 대목

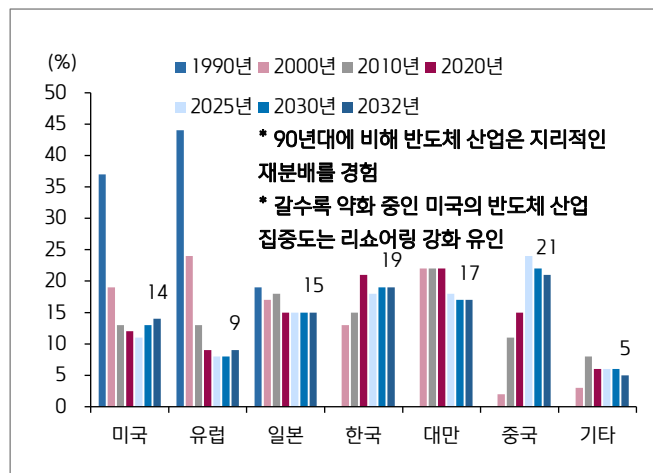
미국 내 수입되는 반도체 관련 품목들의 대중 의존도



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

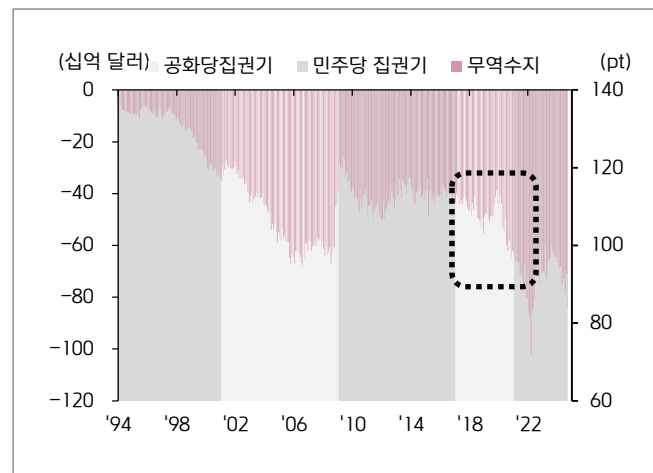
- ▶ 앞으로도 미국에 무역수지 흑자를 기록하는 국가들은 다양한 형태를 통해 트럼프의 관세 위협에서 온전히 자유로울 수 는 없을 것으로 판단
- ▶ 여기서 트럼프가 추구하는 “MAGA”의 본질은 결국 미국 내 반도체, 자동차 등 제조업 생산을 강화해 패권 국가로서 지위를 유지하기 위한 것이라는 점에 주목할 필요
- ▶ 이런 측면에서 1990년대에 비해 전세계 반도체 산업이 비 미국쪽으로 지리적인 재분배가 됐다는 사실은 트럼프 입장에서 불편한 진실이자, 관세를 쇼어링을 위한 수단으로 사용하게 만드는 역할을 할 전망
- ▶ 과거 2018년 무역분쟁 당시 무역수지 적자는 2017년말 5,430억달러에서 2020년 6,260억달러로 늘어났다는 점은 관세로 무역수지 적자를 축소하기 어렵다는 사실을 반증

시기별 전세계 반도체 생산에서 각국이 차지하는 비중



자료: Visual Capitalist, 키움증권 리서치센터

미국의 무역수지 적자 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

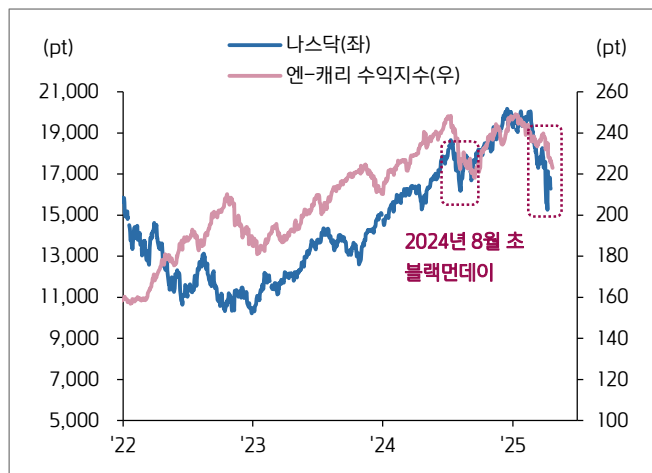


## 21.

## 어느덧 엔화도 140엔대를 위협, 엔-캐리 청산, '24년 8월 블랙먼데이 재연?

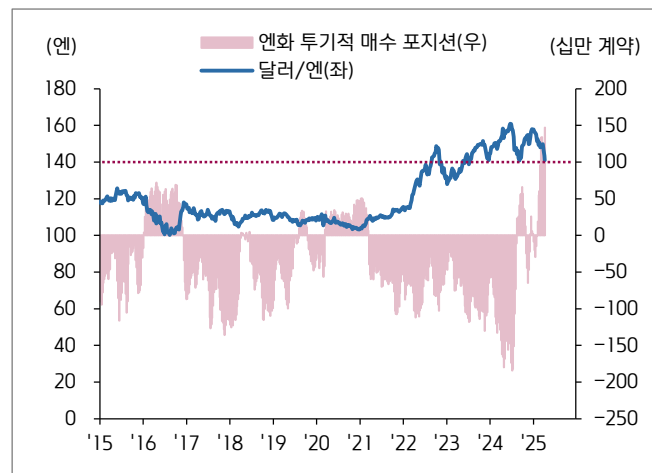
- ▶ 금융시장에 입장에서 또 다른 잠복 변수는 엔화 강세가 만들어내는 엔-캐리 트레이드 청산
- ▶ 최근 엔화는 지난 수년간 지지선 역할을 해왔던 140엔선을 위협받고 있으며, 향후 일본 인플레이 가속화, BOJ 금리 인상 등으로 140엔대를 하회하면 엔-캐리 자금이 본격 청산될 것이라는 우려가 존재
- ▶ 실제로 엔화에 대한 투기적 순매수 포지션은 3월 이후 급증하면서 수급 상으로도 엔화 강세 압력을 만들어내고 있는 실정
- ▶ 관세 불안, 셀 아메리카 내러티브 등 기존의 부담 요인을 떨쳐내지 못한 상황 속에서 엔-캐리 청산이 발생한다면, 그간 나스닥 등 해외로 몰려간 엔화 자금의 유출이 작년 8월처럼 증시 조정을 유발할 가능성 상존

나스닥과 엔-캐리 수익지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

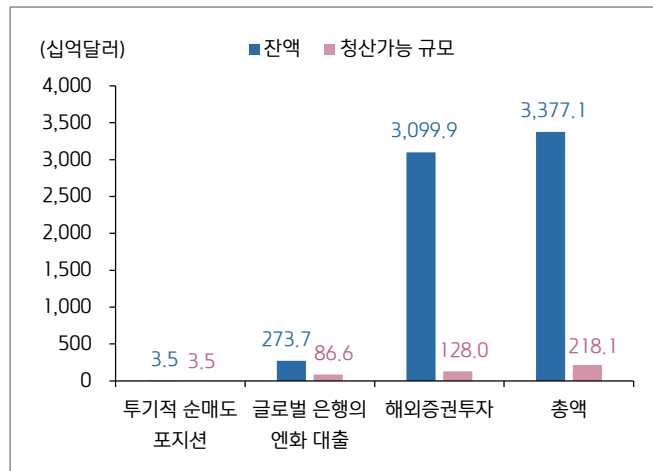
달러/엔과 엔화 투기적 순매수 포지션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

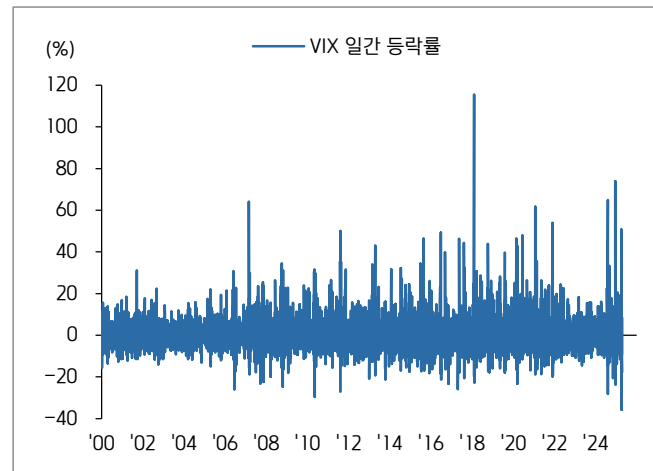
- ▶ 최근 한국은행에서는 1) 비상업 엔화 선물 순매도 포지션(엔화 투기적 매수 포지션), 2) 글로벌 은행의 엔화 대출, 3) 일본 거주자의 해외증권투자를 엔-캐리 자금으로 정의한 뒤, 각각의 자금이 장기 추세에서 벗어난 금액을 엔-캐리 청산 가능 자금으로 추정. 이를 토대로 계산한 엔-캐리 자금의 잔액은 506.6조엔(3.4조달러) 수준으로, 이중 엔-캐리 트레이드 유인 축소시 청산가능성이 높은 자금은 32.7조엔(0.2조달러, 전체 엔캐리 자금의 6.5%)으로 나타남
- ▶ 약 0.2조달러의 자금이 청산될 가능성이 높지만, 중요한 것은 청산의 속도이며, 이는 투기적 순매수 포지션의 변화 뿐만 아니라 VIX의 일간 등락률에도 달려있음
- ▶ 여러 연구에 의하면, 엔-캐리 청산의 트리거 중 하나가 VIX의 등락률이며, 다행히도 지난 4월 초 폭락장에서 한 차례 급등하기는 했지만(4월 4일 전일 대비 +50%), 작년 8월 블랙먼데이 당시보다 등락률(당시 +60%대)이 크지 않았으며, VIX 지수 자체도 불안이 진정되는 흐름을 보이고 있음. 따라서, 엔-캐리 급격한 청산의 가능성은 낮게 가져가는 것이 타당

엔-캐리트레이드 관련 자금 규모(24년 8월 기준)



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

VIX의 일간 등락률



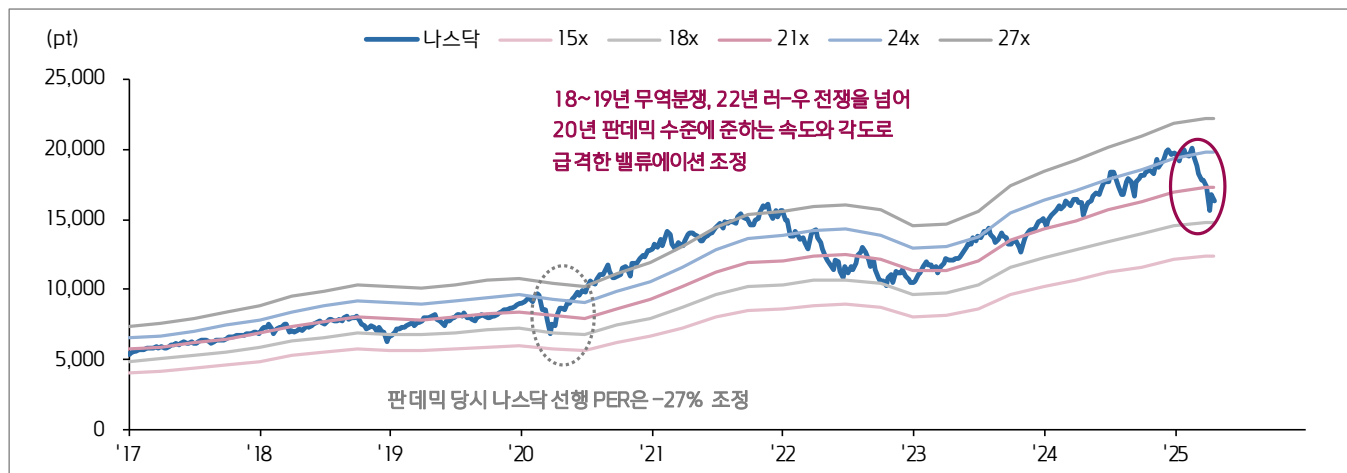
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 23.

## 밸류에이션 조정의 강도와 속도가 과도한 나스닥

- ▶ 주식시장의 진입 여부를 판별할 때 주로 활용되는 밸류에이션 관점에서 봐도 비슷한 결론에 도달.
- ▶ 현재 나스닥의 선행 PER은 21배로 연초 고점 대비 23% 레벨 다운. 밸류에이션 조정 강도나 속도 측면에서 봤을 때 20년 팬데믹 수준에 근접한 것.
- ▶ 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 지난 것으로 판단
- ▶ 지금 시장이 상정하는 것보다 더 최악의 상황으로 전개되지 않는 이상, 추가 조정 압력에 노출될 가능성은 제한적

나스닥의 선행 PER 밸류에이션 밴드

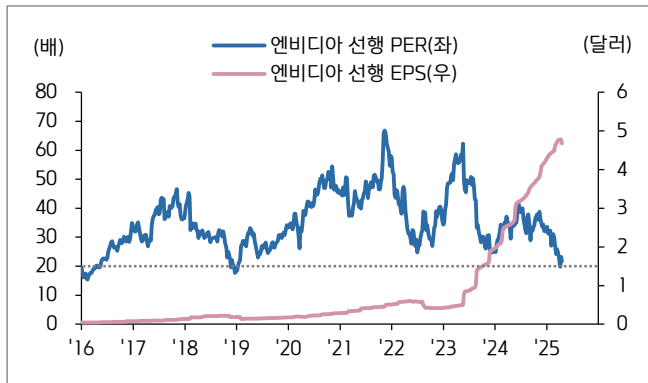


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 24.

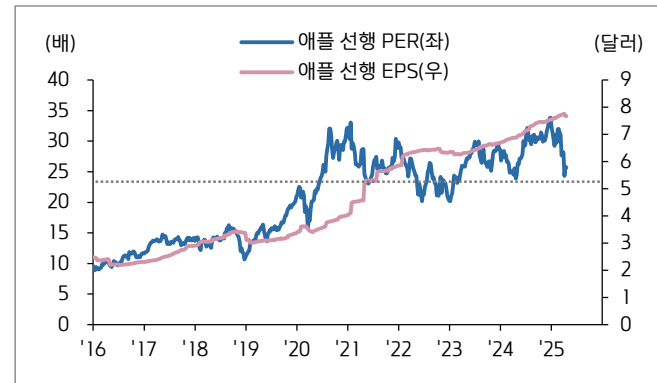
## 엔비디아, 애플, MS 등 M7주는 진입 메리트가 높아지고 있는 구간

엔비디아 PER과 EPS



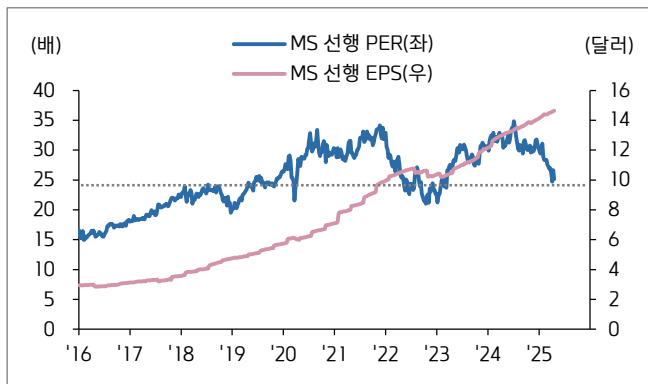
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

애플 PER과 EPS



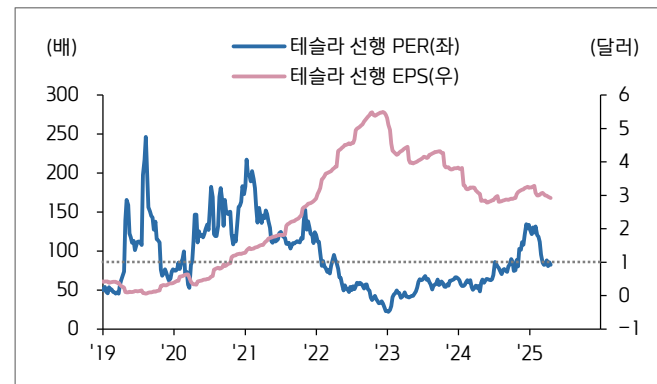
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

마이크로소프트 PER과 EPS



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

테슬라 PER과 EPS



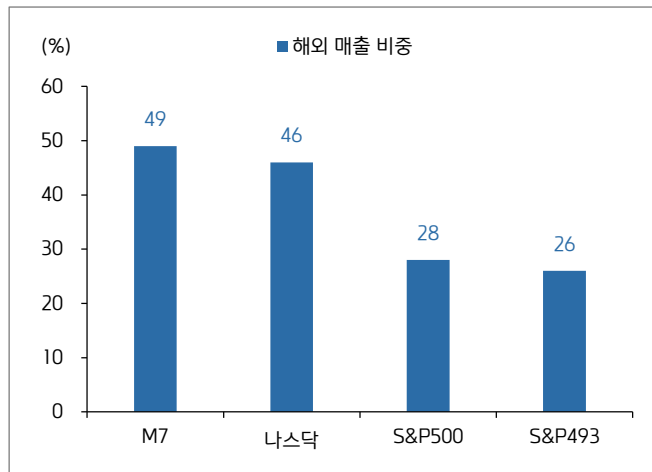
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 25.

## 해외 매출 의존도가 높은 M7, 이 M7에 부여된 높은 실적 의존도

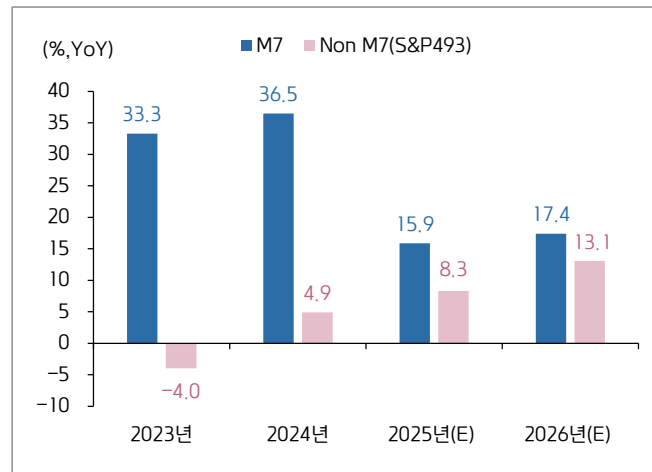
- ▶ 지금 M7 주식들은 약세장(고점대비 20%이상 하락)에 진입해 있는 가운데, 관세 발 수요불확실성으로 1분기 실적 기대치도 높지 않다 보니, M7 선호도는 이전 만치 못한 것은 사실.
- ▶ 이들 실적의 상징성은 여전히 높다는 점에 주목할 필요. Factset 데이터에 의하면, 1분기 S&P500의 EPS 증가율 컨센서스(이하 이익 컨센)는 7.1%(YoY)로 형성되어 있으며, M7은 14.8%, 나머지 S&P493은 5.1%대로 집계.
- ▶ 올해 연간으로 봐도 마찬가지로, S&P500의 이익 컨센은 10.1%, M7은 15.9%, S&P493은 8.3%로 형성되는 등 실적 측면에서 아직까지 M7의 증시 의존도와 중요성이 높은 것으로 판단.

미국 주요지수 내 기업들의 해외 매출 비중



자료: Goldmansachs, 키움증권 리서치센터

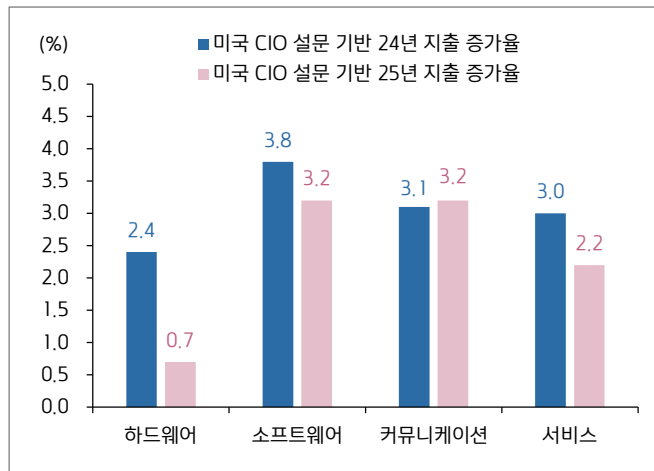
연간 M7 vs Non M7 이익성장률 비교



자료: Factset, 키움증권 리서치센터

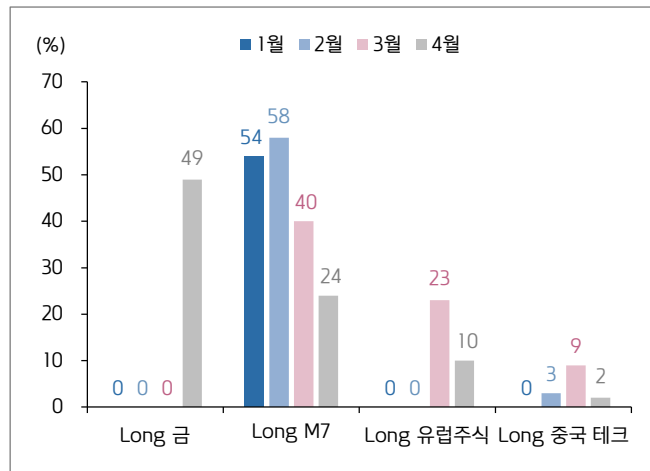
- ▶ 모건스탠리에서 2월 20일 이후 조사한 설문에 의하면, 테크업체 CIO들은 24년에 비해 25년에 하드웨어, 소프트웨어 등 IT 관련 부문에서 지출 증가율이 줄어든 것이라는 답변을 내놓은 상태. 결국 이번 1분기 실적에서 딥시크 파장(고성능, 고사양 GPU에 대한 회의), 관세, 규제 등으로 인한 수요 불확실성을 얼마만큼 극복할 수 있느냐에 따라, 월스트리트의 평균 목표주가와 전부 괴리를 보이고 있는 M7 주들의 주가 방향성이 결정
- ▶ 가령, 매달 중순 공개되는 BofA의 글로벌 펀드매니저 서베이 내 “쏟림현상이 가장 많이 일어나고 있는 전략”에서 “M7 매수”가 장기간 1순위 응답률을 차지 해왔음. 그 이후 올해 2월 응답률 58%를 고점으로 3월 40%, 4월 24%대로 지속 하락하고 있으며, 4월 현재 “금 매수(49%)”에 1위 자리를 내주었다는 점은 그간 M7 발목을 붙잡았던 수급 쏠림 현상 우려도 상당부분 덜어낸 것으로 판단
- ▶ 또 4월 말 알파벳이 25년 CAPEX 750억달러(컨센 720억달러)로 제시했으며, 아마존과 엔비디아도 AI 수요 둔화조짐이 없다고 언급했다는 점도 AI 투자사이클은 훼손되지 않은 것으로 보임

24년 vs 25년 IT 업체들의 자본지출 계획 변화 설문



자료: 모건스탠리, 키움증권 리서치센터

쏟림현상이 발생한 전략으로 생각되는 것은?



자료: BofA 4월 서베이, 키움증권 리서치센터

## 27. 한국 증시, 여기서 더 밀리기 어려운 이유

- ▶ 코스피 역시 밸류에이션 부담은 덜한 상황. 선행 PER이 현재 8.5배수준으로 과거 3년 평균(10.2배)에 크게 미치지 못하고 있는 상태. 물론 미국 증시와 달리, 글로벌 수요 불확실성에 상대적으로 취약한 국내 증시 입장에서는 선행 PER 하나만 가지고 밸류에이션을 논하기에는 한계가 있기는 함
- ▶ 하지만 보수적 밸류에이션인 후행 PBR도 8~9일 중 0.78~0.79배까지 내려가는 등 작년 극심한 조정을 받았던 당시의 밸류에이션 저점(0.83배) 이하로 주저 앉은 상황
- ▶ 코스피 역사상 최저 밸류에이션은 20년 3월 코로나 팬데믹 시절이었만(0.59배까지 하락), 당시의 밸류에이션을 현 시점에서 예상가능한 하단으로 상정하는 것은 무리가 있음.
- ▶ 팬데믹은 예측 불가능했던 전염병 창궐 및 그에 따른 국가들의 봉쇄정책 등의 블랙스완급 이벤트였지만, 현재는 트럼프 관세라는 알려진 악재로 주가 조정을 겪고 있다는 것이 차별점이기 때문.

코스피의 후행 PBR 밸류에이션 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 28.

## 다른 나라와 상대 비교를 해도, 한국은 여전히 싼 편

- ▶ 채권 대비 주식 투자의 매력도를 측정하는 어닝스일드갭(PER의 역수 - 10년물금리)의 관점에서도 비슷한 결론에 도달
- ▶ 최근 주요국 벤치마크 지수의 어닝스 일드갭을 보면, 지난 4월 초 폭락장을 거치면서 수치가 동반 상승하기는 했음
- ▶ 하지만 코스피의 어닝스 일드갭은 미국, 유럽, 중국 등 여타 국가보다 더 높은 수준에 있는 만큼, 단순 PER, PBR 밸류에이션 뿐만 아니라 채권 대비 상대적인 투자 매력도가 높음을 유추할 수 있는 대목(+ 한은의 추가 금리인하 가능성)

주요국 벤치마크 지수의 어닝스 일드갭(PER의 역수 - 각국 10년물 국채금리)

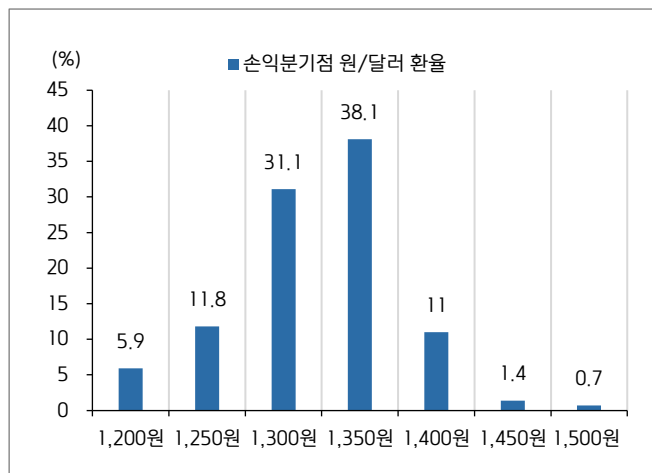


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



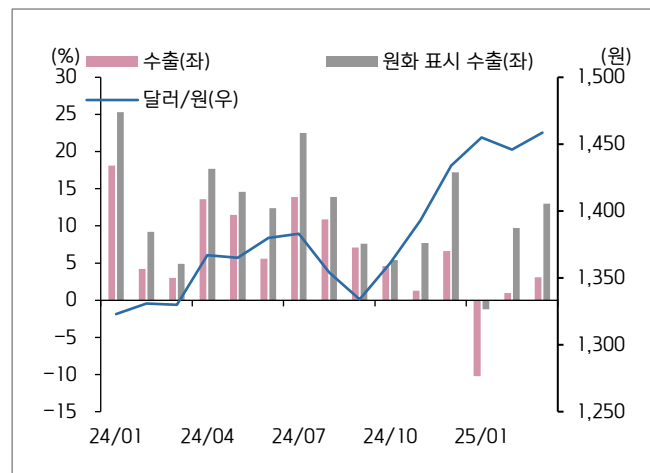
- ▶ 현재 환율은 1,400원대 중후반에서 등락을 거듭하고 있는 가운데, 연준의 통화정책 불확실성, 트럼프 정부 불확실성이 상반기 내내 이어질 수 있다는 점을 고려하면, 이른 시일내에 1,400원대 이하 레인지로 내려가기 어려울 것으로 예상
- ▶ 무역협회에 의하면, 75개 대기업, 중견기업 265개, 중소기업 669개사를 대상으로 한 대내외 수출 환경 조사에서 이들의 손익분기점 환율은 대부분 1,400원대 미만에 포진해있는 것으로 집계. 이는 현재 1,400원대 환율 구간에서 수출업체들이 “매출 > 비용” 구조로 이익을 내고 있음을 알 수 있는 부분
- ▶ 또 현재 “원화 표시 환산 수출 > 달러 표시 환산 수출” 상황이 지속되고 있다는 점도 긍정적으로 볼 부분.

주요 수출업체들의 올해 손익분기점 환율



자료: 무역협회, 키움증권 리서치센터

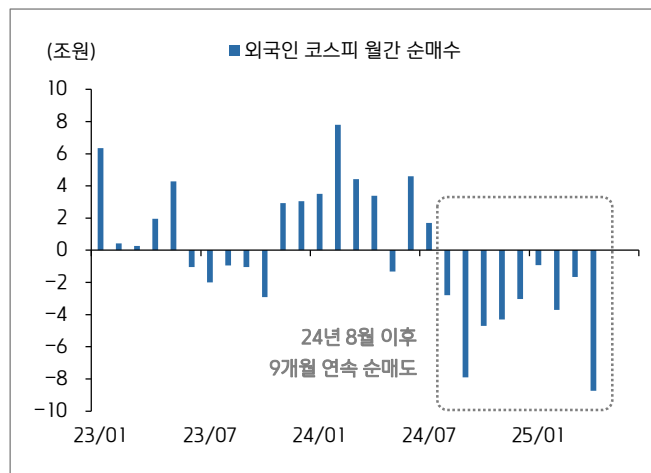
수출 vs 원화 표시 수출



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

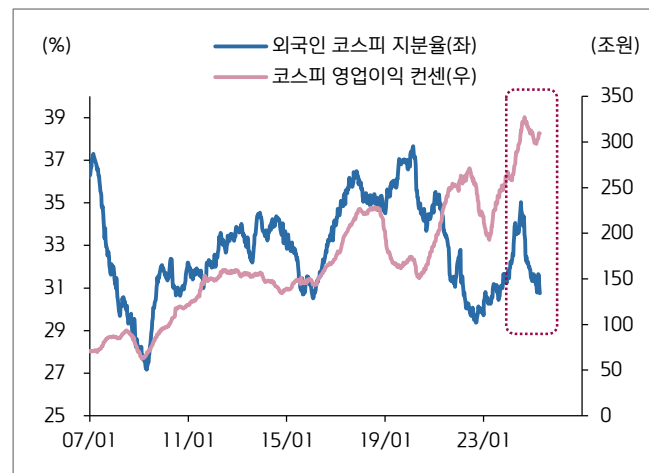
- ▶ 연초 이후 몇차례 1,480원대를 넘나들었던 달러/원 환율의 급등세가 진정된 가운데, 4월 7~9일 폭락장 당시 0.8배를 하회하는 등 환율과 밸류에이션을 따져보면, 외국인의 순매수는 여부보다는 시간의 문제로 볼 수 있음.
- ▶ 하지만 4월 2일 상호관세 발표 이후 기업 실적 전망의 불확실성이 높아졌다는 점에 주목할 필요.
- ▶ 일단 코스피의 25년 영업이익 컨센서스는 3월초 290조원에서 저점을 형성한 후 294조원대로 소폭 상향됐으며, 코스피 내 이익 비중이 가장 큰 반도체도 3월 초 65조원에서 69조원으로 상향. 그렇지만 관세 리스크가 촉발한 대외 수요 불확실성으로 수출업종들의 실적 추정에 어려움이 발생하고 있다는 점이 외국인의 순매수 전환을 제약하고 있는 것으로 보임.
- ▶ 다행히도 관세 리스크는 지난 폭락장 이후 트럼프의 관세 속도 및 수위 조절로 정점을 통과하고 있는 것으로 보임. 결국, 외국인의 국내 증시 순매수 전환은 이번 실적시즌에서 반도체 등 IT, 자동차 등 주력업종들의 컨퍼런스 콜을 통해 이익 전망에 대한 불투명성을 어느 정도 걷어낼 수 있는 여부가 관건이 될 전망.

외국인 코스피 월간 순매수, 9개월 연속 순매도 중



자료: Qunatiwise, 키움증권 리서치센터

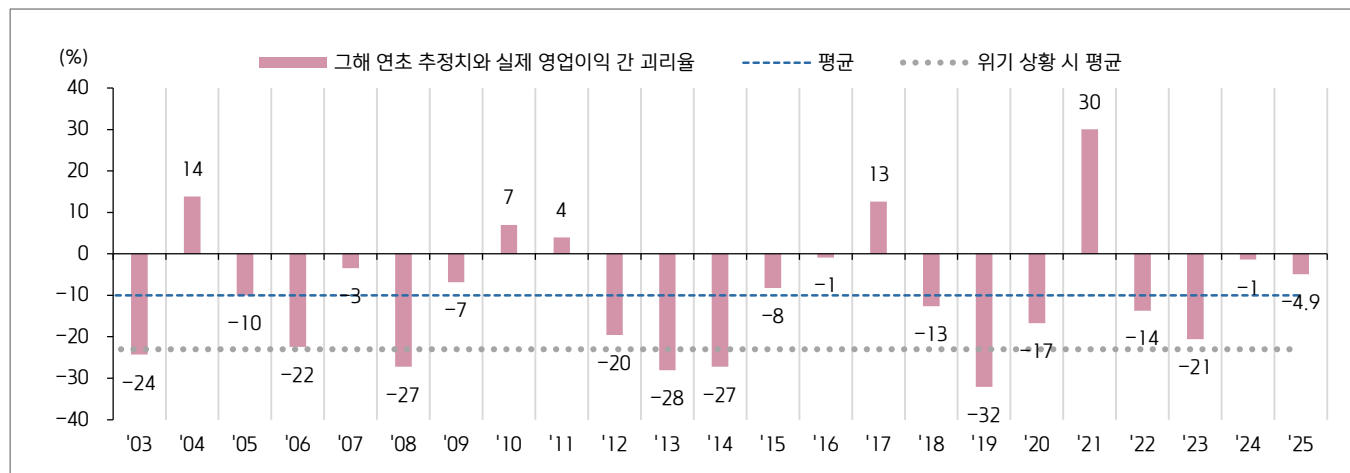
외국인 코스피 지분율과 영업이익 컨센서스



자료: Qunatiwise, 키움증권 리서치센터

- ▶ 통상적으로 기업 이익의 하향 조정은 자연스러운 현상일 수 있음. 매년 연초 “올해는 좋아질 것이다” 라는 기대감이 추정치에 긍정적으로 반영이 되지만, 직전 4Q실적, 당해 1~2Q 실적 시즌 이벤트, 대내외 이벤트를 마주하는 과정에서 외생 변수에 민감도가 높은 국내 증시는 이익 추정치의 변동성이 높아지는 경향
- ▶ 2025년 4월 말 코스피 25년 영업이익 전망치는 293조원대로, 24년 8월 연중 고점인 345조원 대비 약 18% 하향, 24년 연말 대비 약 5% 하향 조정되는 데 그치는 등 우려보다 선방하고 있는 상황(지배주주 순이익은 작년 연말 217조원에서 현재 200조원대로 하향).
- ▶ 그러나 트럼프 관세 전쟁으로 인한 전세계 교역 위축, 경기 침체 현실화 시, 과거 위기사절의 하향조정에 준하는 사태가 발생할 가능성(과거 위기 국면시 20%대 하향조정)

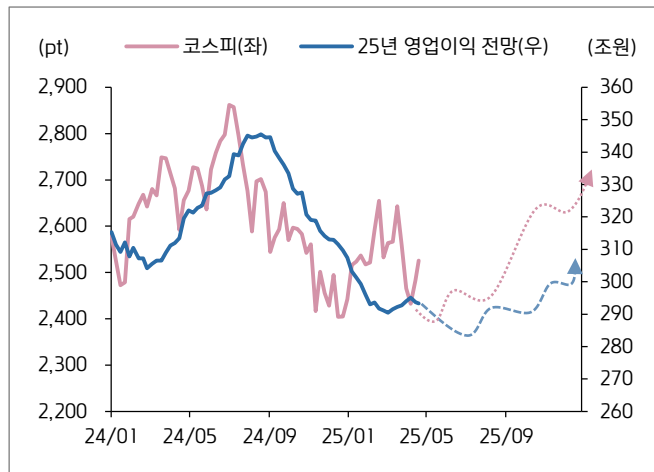
03년 이후 코스피 영업이익에 대한 각해 연초 추정치와 실제 영업이익 수치 간 괴리율



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

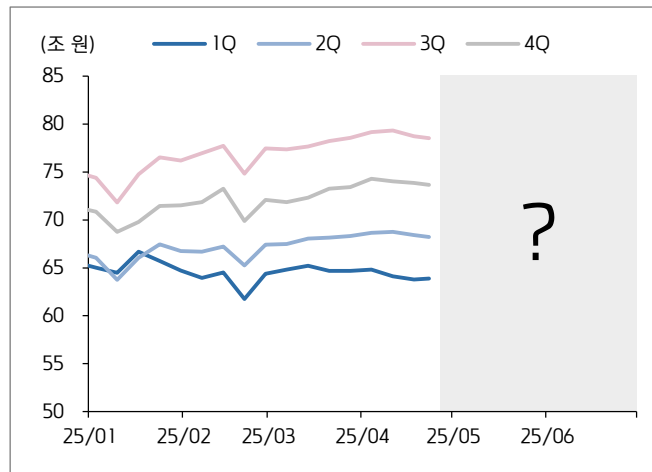
- ▶ 지금 코스피의 25년 이익전망은 290조원대에서 하향 조정이 정체된 가운데, 이번 1분기 실적시즌을 기점으로 바닥 통과 기대감이 조성되는 중이었으며, 이는 연초 이후 국내 증시 강세의 주요 동인
- ▶ 관세로 인한 수요의 불확실성이 커질 시, 이익 추정치의 신뢰도 하락 → 이익 바닥 통과 시점 1~2개 분기 지연으로 이어질 수 있다는 우려가 점증하고 있는 상태
- ▶ 결국 반도체를 중심으로 한 코스피의 추세 상승이나, 외국인의 추세적인 순매수 전환은 이익 전망의 불확실성 해소 여부에 달려있으며, 이번 1분기 실적시즌 보다는 5~6월 중 미국과 중국, 여타 국가들의 협상을 통해 관세 수위를 어느정도 낮춰갈 수 있는지가 더 중요
- ▶ 다행히 현재 미국 정부는 온전한 협상 모드로 들어갔다는 점을 감안 시, 5~6월을 거치면서 이익 전망의 불확실성은 완화 국면으로 돌입할 것으로 예상

코스피 주가와 25년 영업이익 컨센서스



자료: Bloomberg, BofA, 키움증권 리서치센터

코스피 25년 분기별 영업이익 컨센서스 변화



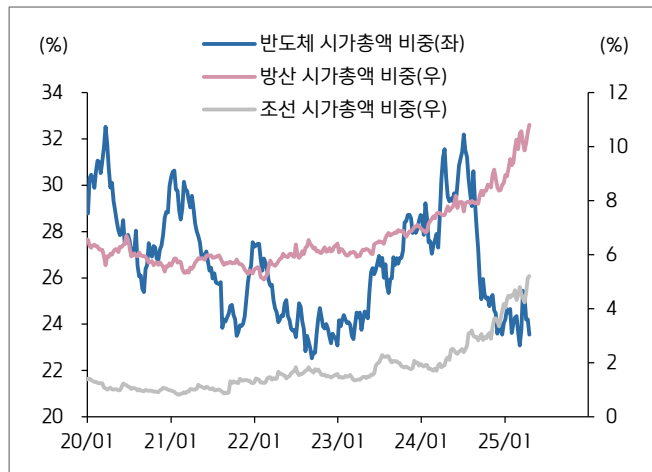
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

## 33.

# 당분간 국내 증시 내에서는 방산, 반도체 간 주도권 다툼이 일어날 전망

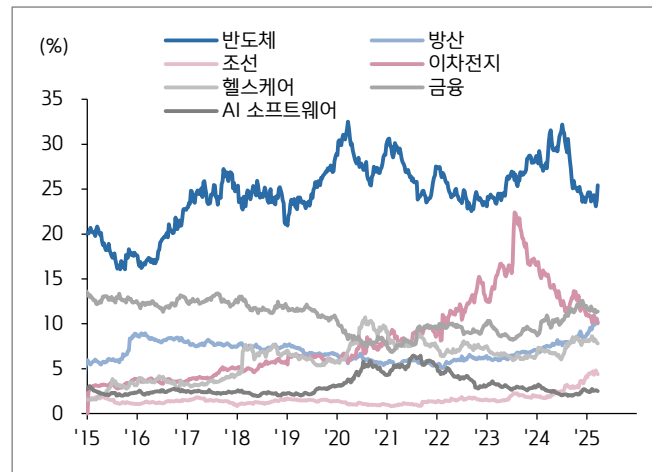
- ▶ 그렇지만 이익 전망의 불확실성이 높은 만큼, 단순히 주가가 싸다고 해서 탄력적인 반등을 기대하기는 어려워 보임
- ▶ 당분간 국내 증시는 기존 주도주인 방산 vs 주도주 귀환을 탈환하려는 반도체 간 주도권 다툼이 계속될 것.
- ▶ 반도체는 업황 조기 해빙 기대감이 상존하고 있으나, 최근 메모리 가격 반등의 배경과 그 지속성에 대한 불확실성이 잔존한 상황. 방산주는 유렵을 중심으로 한 전세계 주요국들의 구조적인 방위비 지출 증가라는 모멘텀은 여전히 유효.
- ▶ 주도주의 지속력을 결정하는 것은 실적이라는 점을 감안하면, 1분기 실적시즌 및 5월 중 관세 협상을 확인하기 전까지 반도체, 방산, 조선 등 기존 주력 업종간 로테이션 국면은 지속될 것으로 예상

코스피 시총 내 반도체, 방산, 조선 시총 비중



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

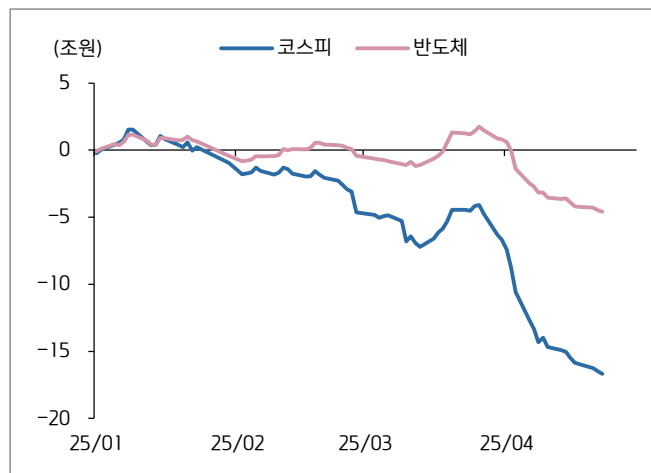
코스피 시총 내 과거 주도업종들의 시총 비중



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

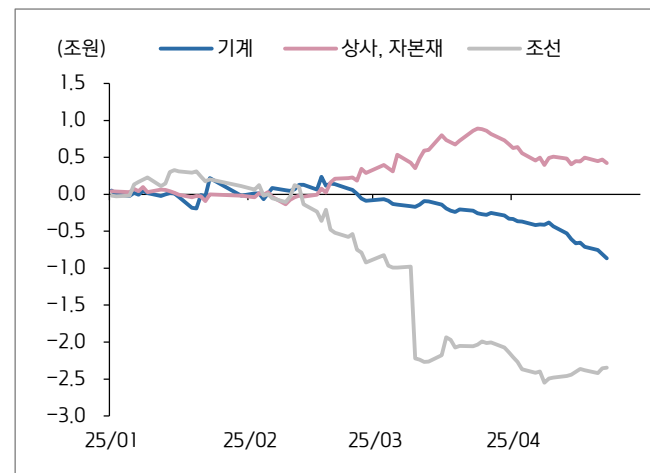
- ▶ 4월 초 삼성전자, 4월 말 SK하이닉스 등 주력 반도체주가 어닝 서프라이즈를 기록했음에도, 이들 주가 반등 탄력은 크지 않으며, 외국인들의 반도체 순매도 기조도 좀처럼 돌아서지 않고 있는 실정
- ▶ 반면 한동안 매도세로 일관했던 상사, 자본재, 조선 등은 재차 순매수 기조로 전환하고 있다는 점을 미루어 보아, 이들은 이번 1분기 실적시즌에서 수주 중심의 산업군들, 즉 이익 가시성이 높은 업종들에 베팅을 하고 있음을 시사

연초 이후 외국인 코스피, 반도체 순매수



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

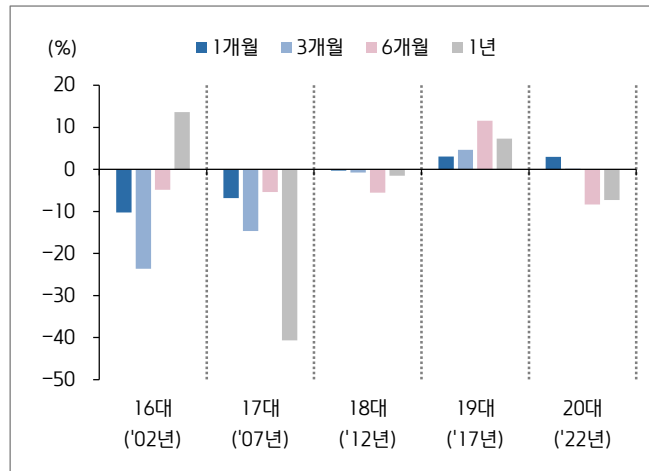
연초 이후 외국인 방산, 조선 순매수



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

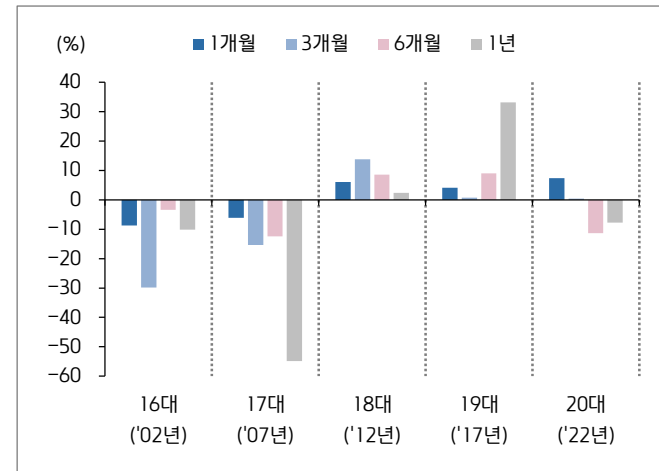
- ▶ 6월 초 치러지는 한국의 조기 대선도 단기적인 모멘텀을 제공할 가능성 상존
- ▶ 단기에 그칠 것이라고 보는 이유는 과거 2000년 이후 치러진 대선 이후 코스피와 코스닥의 기간별 수익률을 보면, 뚜렷한 패턴이 등장하지 않았기 때문
- ▶ 일단 단기적으로는 대선 이후 정권 변화 및 해당 정권이 만들어내는 정책에 힘입어, 특정 테마들이 허니문 랠리를 보일 가능성이 있음
- ▶ AI, 조선, 원전 등 이전과 달리 굵직한 업종들에 대한 정책적 지원이 이루어질 가능성이 있기에, 6월 조기 대선 이후 대형주 역시 단기 상승 모멘텀 확보 가능

과거 대선 이후 코스피의 기간별 수익률



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

과거 대선 이후 코스닥의 기간별 수익률



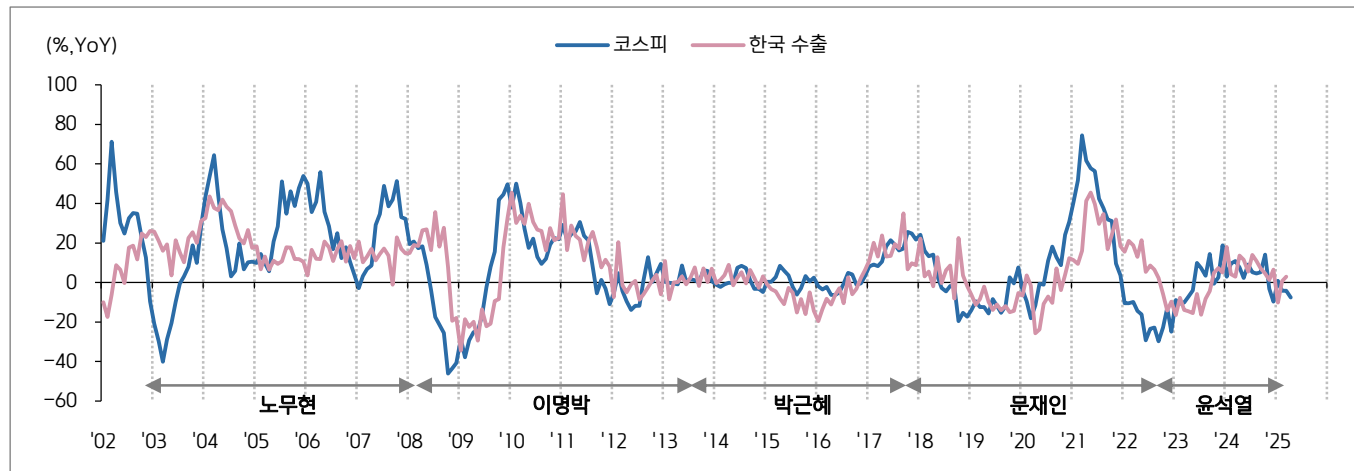
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

## 36.

## 사실 국내 증시는 자국 대선 보다는 외부 환경 변화에 더 반응한다

- ▶ 국내 증시의 전반적인 방향성은 자국 정책 모멘텀보다는 당시 글로벌, 특히 선진국 경제를 포함한 매크로 환경에 더 많은 영향을 받는다는 점에 주목할 필요
- ▶ 현 시점은 개인이 아닌 외국인들이 수급의 키를 쥐고 있는 상황이며, 외국인의 수급은 매크로 환경 및 국내 주요 상장사 이익과 직결된 수출이 좌우하고 있다는 점을 상기해봐야 함

과거 대통령 임기기간 별 코스피 주가와 수출 추이

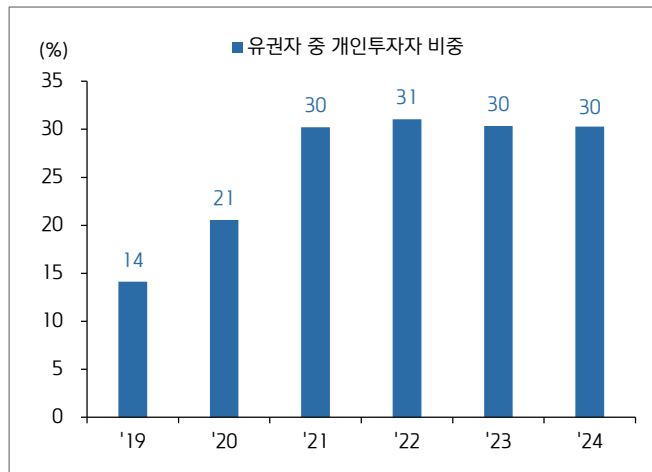


자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터



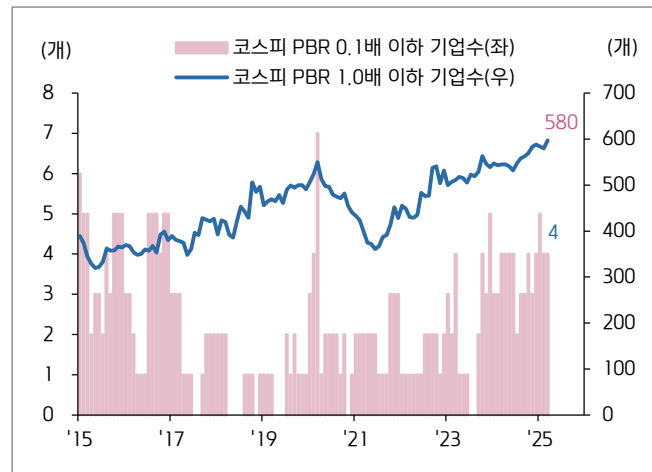
- ▶ 이번 대선이 중시 전반에 걸쳐 단기적인 영향력만 행사하겠으나, 지난 정권 때 “밸류업”이라는 이름으로 포장된 저 PBR, 주주환원 업종에는 중장기적인 모멘텀이 형성될 수 있다고 판단
- ▶ 일례로 이재명 후보가 4월 말 여의도 간담회를 통해 1,400만명 개인투자자들을 언급하며 기업지배구조 개선, 상법 개정, 공정한 증시 질서 등을 강조했다라는 점이 하나의 사례
- ▶ 형태만 다를 뿐 코리아 디스카운트 해소는 초당파적인 과제임을 유추할 수 있는 대목.
- ▶ 자사주 매입 등 주주환원은 변동성 장세에서 완충 역할을 해주는 재료인 만큼, 현재 장세에서 해당 업종의 비중은 중립 이상으로 가져가는 것이 적절

유권자 중 주식투자자 비중



자료: 통계청, 한국예탁결제원, 키움증권 리서치센터

코스피 PBT 0.1배, 1배 미만 기업 비중



자료: Qunatiwise, 키움증권 리서치센터

## 이재명 (더불어 민주당)

정책방향	주요내용
경제성장과 실용주의	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 정책기조를 경제성장과 실용주의로 전환</li> <li>• 기본소득 등 분배정책은 공약에서 제외</li> </ul>
AI 등 첨단산업 투자	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 'AI 투자 100조원 시대를 열겠다'</li> <li>• GPU 5만개 이상 확보 및 NPU 개발 및 실증 지원</li> <li>• 한국형 챗GPT 전국민 무료제공</li> <li>• AI 인재 양성 및 병역 특례 확대</li> <li>• AI 규제 합리화 및 특구 확대</li> </ul>
증시 활성화	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 금융투자소득세(금투세) 폐지</li> <li>• 상법 개정 추진</li> <li>• 시장 투명성 강화 추진</li> </ul>
세제 개편	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 상속세·소득세·법인세 감면</li> <li>• 다만 '감세가 아닌 증세를 막자'는 취지 강조</li> </ul>

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 한동훈(국민의 힘)

정책 방향	주요 내용
성장 비전 '3·4·7'	<ul style="list-style-type: none"> <li>• AI G3(3대 강국), AI 200조원 투자</li> <li>• 중산층 70% 확대</li> <li>• 국민소득 4만달러 달성</li> </ul>
세제 개편	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 근로소득세·상속세 등 세제 개편</li> <li>• 가족친화적 조세정책</li> </ul>
복지·안정화 정책	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 복지계좌·사회보장부 신설</li> <li>• 에너지·물가 안정</li> <li>• 민관 합동펀드 등 금융지원</li> </ul>

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 김문수(국민의 힘)

정책 방향	주요 내용
기업 환경 개선	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 규제 혁신 추진</li> <li>• 법인세·상속세 등 세제 인하</li> <li>• 기업 민원 담당 수석 신설 및 소통 강화</li> </ul>
기술 혁신	<ul style="list-style-type: none"> <li>• AI·신기술·벤처 육성</li> </ul>
노동 정책	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 노동시장 유연화</li> <li>• 노동 약자 보호 병행</li> </ul>
균형 발전	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 중소기업·자영업자 지원</li> <li>• 지역 균형 발전 강조</li> </ul>
경제 정책	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기본소득 등 현금성 복지정책 비판</li> <li>• 실물경제 회복에 방점</li> </ul>

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

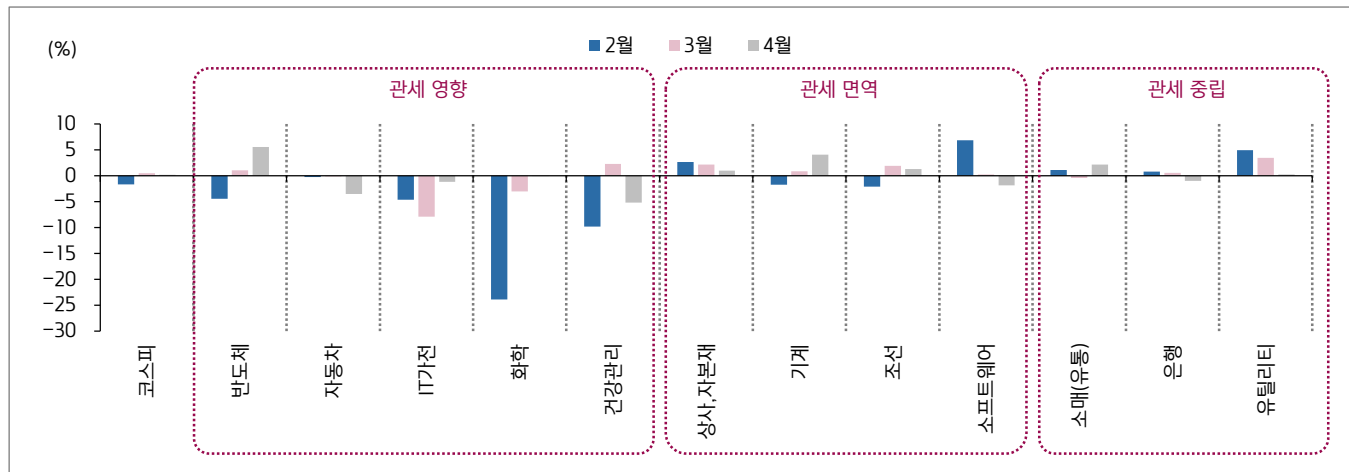
## 홍준표(국민의 힘)

정책 방향	주요 내용
산업 혁신	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 민관 경제 부흥 5개년 계획</li> <li>• 초격차 기술(50조 투자)</li> <li>• 신산업 규제 혁파</li> <li>• 가상자산·블록체인 산업 육성</li> <li>• 신산업 게이트 프리 제도 도입</li> </ul>
규제 완화	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 주택·부동산 규제 완화</li> <li>• 세제 개편(종부세 폐지, 상속세 완화)</li> <li>• 노동시장 유연화(최저임금 차등, 52시간제 완화)</li> </ul>
재정·균형 발전	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 국가 재정 DTI</li> <li>• 국부펀드 조성</li> <li>• 지역균형발전</li> <li>• 금융특구 신설</li> </ul>

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 지금도 그렇고, 향후 수개월간 주식시장은 트럼프 관세의 영향권에 놓여있겠지만, 주가 측면에서는 지난 4월 초 폭락을 겪으면서 바닥을 확인. 트럼프 풋, 연준 풋, 이익 전망 단기 불확실성 등으로 V자 반등은 어려워도, 나이키형태의 저점을 높여가는 흐름이 현실적인 베이스 경로라고 판단
- ▶ 미국 증시에서는 M7, 빅테크 내에서 AI 관련주들을 중심으로 분할 매수해 나가는 것이 적절. 국내 증시에서는 기존 주도주인 방산, 조선 업종은 가격 부담이 발생하는 구간이 있겠지만, 관세 불확실성이 상존하는 한 이들 업종은 기존 비중을 유지해가는 것이 적절
- ▶ 분할 매수 관점에서는 관세 리스크로 주가 조정 압력에 빈번하게 노출되어 왔던 반도체, 자동차, 바이오(& 금리 하락 재료 + 인터넷) 업종을 제시, 대선과 관련한 정책 트레이딩 관점에서는 내수주(경기 부양), 저 PBR(코리아 디스카운트 해소 정책) 등을 제시

국내 주요 업종들의 25년 연간 영업이익 전망치에 대한 월별 변화율



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터



## Compliance Notice & 고지사항

### 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.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

### 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 민·형사상 책임을 지게 됩니다.