

5월 증시 전망 및 투자전략 | 2025. 5

궁즉변(窮卽變) : 트럼프, 미중 협상.
변즉통(變卽通) : Non-US 모멘텀,
1Q 실적 시즌

Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

Quant Strategist 조재운

02) 769-2694 / jaeun.jo@daishin.com



Summary. 트럼프 관세 충격은 선반영 & 정점 통과. 물가 안정 속에 中 경기 회복, 1Q 실적 호조 등 펀더멘털 동력 유입

■ 5월 KOSPI Band 2,430 ~ 2,650p. 전약후강 패턴 예상

하단 2,430p : 선행 PER 8.31배(24년 하반기 이후 평균의 -1Std), 확정실적 기준 PBR 0.821배, 선행 PBR 0.77배(24년 이후 평균의 -2Std)

상단 2,650p : 선행 PBR 0.84배, 확정실적 기준 PBR 0.9배(24년 2H 이후 평균). 선행 PER 9.18배(24년 하반기 이후 평균의 +1Std)는 KOSPI 2,680선

■ 중국 사서오경 중 역경(易經)에 궁즉변(窮卽變), 변즉통(變卽通), 통즉구(通卽久)라는 말이 있음.

‘한계 상황에 이르게 되면 반드시 정세의 변화가 일어나고, 변화는 새로운 국면의 전개로 이어지며, 이는 지속될 수 있다’ 라는 뜻

최악의 상황으로 치닫던 트럼프 관세정책은 90일 유예, 무역 협상 국면으로 전환. 이 과정에서 Non-US 경기부양 정책 강화 가시화. 지속성 여부는 체크 필요

■ 글로벌 금융시장은 4월초 트럼프 관세 충격에서 빠르게 벗어나고 있음. 상호관세 90일 유예, 무역 협상 진행, 중국과 협상 추진 등 트럼프가 확실하게 물러선 모습

4월 트럼프의 행보로 관세정책의 정점 확인. 향후 관세/통상정책에 대한 불안심리는 진정되고, 불확실성은 완화될 전망. 공포감에 급락했던 글로벌 증시 회복국면 예상

이제는 연준의 차례. 미국 경기둔화, 물가 안정을 확인하면서 6월 금리인하 가시성이 높아질 것. 물론, 미국 경기는 시장 우려보다 양호한 둔화로 판단

금리인하 기대가 재차 강화될 경우 경기 불안심리를 진정시켜주는 한편, 채권금리, 달러화 하향안정 지속 가능. 단기 등락 이후 25년 저점 하회 예상

S&P500은 5,700선, 나스닥은 18,500선 전후에서 등락 감안. 단기 급락을 절반정도 되돌린 수준(하락 폭의 50%)이자 200일 이동평균선(추세선) 위치.

단기 등락은 과열해소, 매물소화 국면. 1Q 실적 결과에 따른 업종/종목별 차별화가 예상됨에 따라 종목 대응이 중요할 전망

■ 한편, 트럼프의 관세 압박이 강해지면 강해질수록 미국 이외 지역과 국가, 특히 중국과 유럽(독일) 중심으로 내수 부양을 위한 정책 대응 또한 강해지는 양상

중국 경기 회복이 뚜렷한 가운데 추가적인 내수 부양 정책 강화 & 정책 신뢰 회복은 중국 유동성 모멘텀 개선 및 실물 경제 회복으로 이어질 것

여기에 유럽의 6번 연속 금리인하 이후 정책 드라이브가 가세하고 있음. 유럽 경기도 저점을 통과하고 회복세를 보일 가능성 높음

이러한 Non-US 경기 회복, 정책 드라이브 강화는 달러 약세로 귀결. 신흥국, 신흥 아시아 증시의 상대적 강세(선진국대비) 지속 전망

■ KOSPI는 단기적으로 2,600선 돌파/안착 시도를 이어가는 가운데 2분기 중 2,750선을 향하는 상승추세 전개 예상. 5월 중 단기 등락은 비중확대 포트폴리오 조정 기회

선수요 유입, 중국 경기/소비 회복, 환율 효과 등으로 1분기 실적 호조 예상. 낮은 눈높이는 오히려 예상 상회, 서프라이즈로 전환 중

4월 추경에 이은 5월 금리인하 예상. 대선 레이스 돌입으로 인한 신정부, 추가 경기부양 기대도 가세. Non-US 모멘텀에 의한 수출 호조에 내수 경기 반등이 맞물릴 것

연기금 순매수 지속(국내 주식 비중 확대)되는 가운데 국내 경기 회복 기대 유입 시 원화 강세 압력 확대 가능. 외국인 매도 Climax 통과 이후 순매수 전환 가능

■ 기존 대신증권 25년 전망은 전강후약 패턴, 상반기 중 고점 통과 예상. Non-US 경기모멘텀 강화 속에 미국 경기 둔화 전망과 5월 이후 트럼프 관세정책 본격화가 근거

하지만, 2월 이후 트럼프 관세부과 시작되고, 4월 보편+상호관세 쇼크로 인해 경로 변경. 25년 하반기 예상했던 조정이 빠른 시점에 강하게 유입되었다고 판단

따라서 5월 급락, 2,300선 이탈은 중기 조정을 마무리한 것으로 판단. 향후 중기 상승추세 재개 전망. 25년 KOSPI Target 3,000p 유지

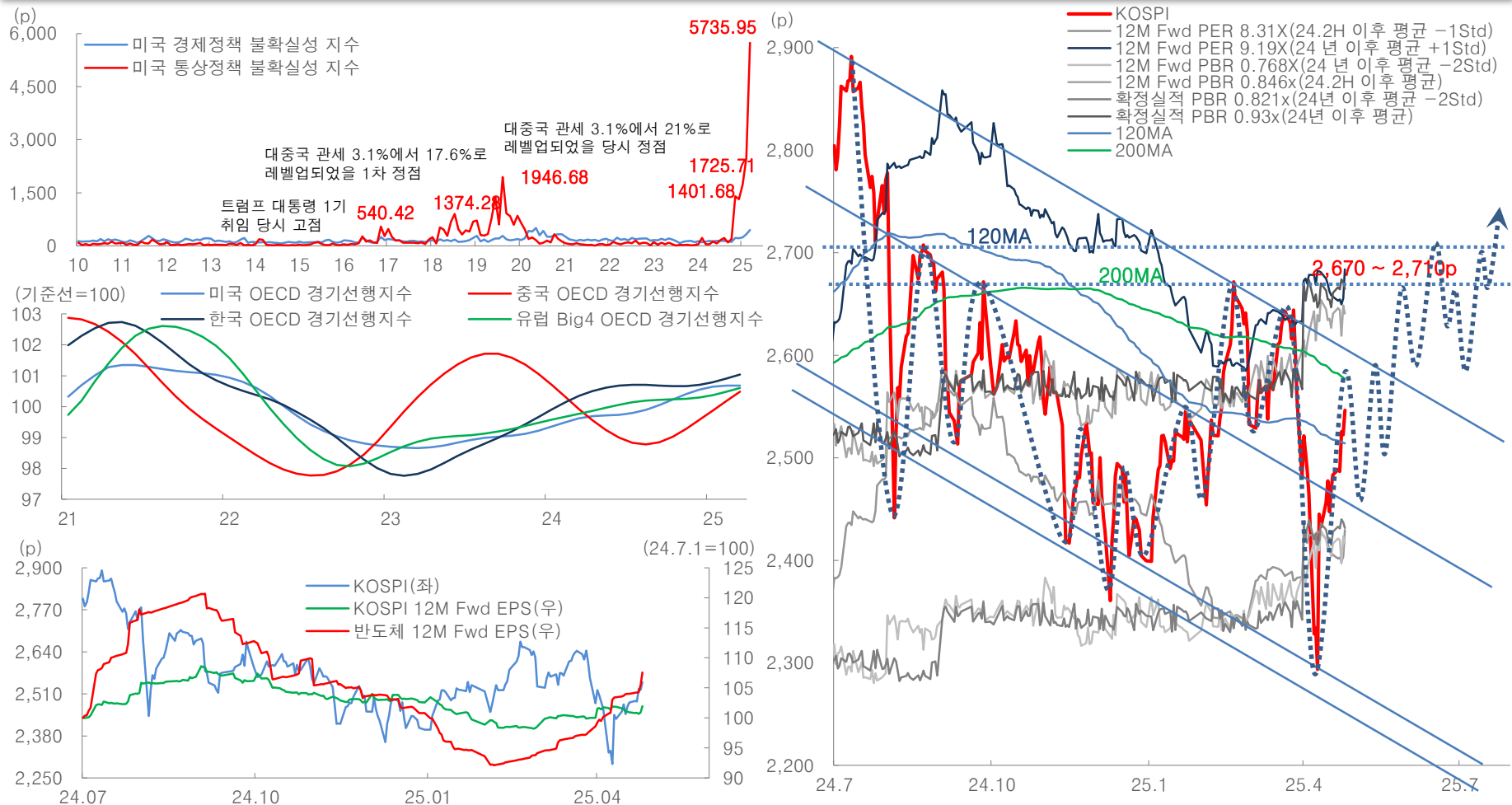
현재 KOSPI 12개월 선행 EPS는 292p. 26년까지 이익 성장과 함께 1Q 실적시즌 호조로 추가적인 상향조정 가능

이 경우 PER 10배 수준(장기 평균)만 반영하더라도 KOSPI 2,900 ~ 3,000선 돌파시도는 충분하다고 볼 수 있음. *자세한 내용은 하반기 전망을 통해 설명 예정

[5월 KOSPI Band 2,430 ~ 2,650p] 펀더멘털 동력에 근거한 상승추세 재개. 단기 등락은 비중확대 기회

트럼프 관세정책은 결국 협상. 불안심리 완화 & 금리, 달러 하향 안정. 선수요 + 중국 경기 회복 + 수출/실적 개선 = KOSPI 2,600p 돌파

트럼프 관세 쇼크 선반영. 불확실성 정점 통과. 물가 안정 확인시 통화정책 기대, 경기 불안심리 진정, 달러, 금리 안정 지속
선수요 유입에 이어 중국/유럽 경기회복은 글로벌 제조업 경기 회복, 한국 수출 및 실적 개선으로 이어져 KOSPI 상승 동력이 될 것



자료: EPU, Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

Summary. 가격 & 밸류에이션 매력 높은 업종/종목 변동성을 활용한 매집전략 유효. 소비개선 기대에 내수/금융주도 주목

투자전략

5월초 등락은 2차 상승을 준비하는 과정. 이보전진을 준비할 시점

다수 업종들이 실적대비 저평가 영역 진입. 향후 KOSPI 2,700선 돌파 시도를 염두에 둔 대응력 강화 기회
실적대비로도, 추가 측면에서도 낙폭과대 업종인 반도체, 소프트웨어, 건강관리, 자동차, 2차전지, 철강, 화학, 디스플레이, 운송의 반등시도 뚜렷해질 것

25년 이익 기여도 개선, 이익 모멘텀 견고 + 낙폭과대 = 반도체, 기계, 2차전지, 제약/바이오, 인터넷, 자동차

현재 가격대부터 변동성을 활용한 비중확대 전략 유효 & 지속. 1) 미국 채권금리/달러화 안정과 2) Non-US 경기부양 드라이브, 3) 업황/실적 불안심리 진정, 저평가 매력 부각, 4) 연금금 매수 지속 & 외국인 수급 개선 = 낙폭과대 & 실적대비 저평가 대형주 분위기 반전, 상승 동력

25년 이익 기여도 개선, 이익 모멘텀 견고 + 단기 가격/밸류에이션 부담 = 조선, 방산, 화장품/의류, 음식료

추가 상승 여력이 제한적임에 따라 추격 매수는 자제. 단기 과열해소, 매물소화 과정이 전개될 경우 변동성을 활용한 분할매수 전략 유효

퀀트 전략

5월 KOSPI는 완화된 금리 환경과 안정된 환율 여건에 비교적 양호한 흐름 예상. 다만, 무역 갈등 및 글로벌 경기 둔화 리스크가 상존하며 **당분간 박스권 등락 가능성** 높음. 외국인은 매도세를 유지하고 있지만, KOSPI 지수가 PBR 1배 이하로 내려올 때마다 국내 기관 및 개인 매수가 유입되어 지수 하단을 지지하는 구조 반복

전략적 측면에서는

밸류에이션 매력이 높은 대형 우량주(반도체, 자동차)와 금리인하 수혜 및 경기 방어 성격이 있는 방어주(내수, 금융)를 동시 보유하는 투트랙 전략 권고

우량주는 5월 박스권을 활용해 저점 분할매수 유리

금리 인하 기조는 기업 자금비용 부담을 완화하고 외국인 환차손 리스크를 줄이며 밸류에이션 매력을 부각시키지만, 미국의 관세 강화나 중국 경기 둔화가 현 실화될 경우 수출 중심 업종의 실적에 부담으로 작용할 것

실제로 연초 이후 업종별로는 상사·자본재, 조선, 기계 등 수출 관련주가 강세를 보였고, 반도체와 자동차는 시장 기대에 비해 부진한 흐름

내수·금융 등 방어적 업종은 금리 인하로 인한 배당 매력에 힘입어 상대적으로 안정적인 주가 흐름을 보일 가능성

[5월 투자전략] 낙폭과대 & 실적대비 저평가 업종/종목 순환매 대응과 주도주 매집 전략이 맞물릴 때

단기 변동성을 활용해 반도체, 자동차, 인터넷, 제약/바이오, 2차전지 비중 확대. 순환매 대응은 낙폭과대주 중심

투자환경

MACRO & 통화정책

미국 경기 둔화 &
중국/유럽 경기 회복 가시화
한국 수출 모멘텀 지속
미국 금리인하 기대 강화
채권금리, 환율 하향안정

실적 전망

실적 불확실성 선반영,
낙폭과대 업종/종목 변곡점 통과
12개월 선행 EPS, 순이익 상승 전환
실적대비 저평가 지속
이익 개선 유효, 밸류에이션 매력 부각

수급

글로벌 전반의 유동성 개선.
연기금 순매수 기조 지속.
국내 정치적 리스크 해소,
채권금리, 원/달러 환율 하향 안정시
외국인 수급 개선 가시화

美 ISM지수, 고용지표,
결과에 따른 등락 불가피

한국 수출 모멘텀 견조
& 선수요 + 중국 경기 개선
& KOSPI 저평가 매력 부각
변동성은 비중확대 기회

변곡점

30일 미국 1Q GDP, PCE
1일 한국 수출, 미국 ISM,
2일 미국 고용,
7일 미국 FOMC,
13일 CPI, 15일 미국 PPI,
소매판매, 산업생산 등,
19일 미국 소매판매,
산업생산, 투자지표,
30일 소득, 소비, PCE 물가

단기 변동성을 활용한
낙폭과대 주도주 &
실적 대비 저평가주 매집

Stocks

단기 트레이딩 : 순환매 대응 + 이슈 Play

반도체 : 삼성전자, SK하이닉스 / **IT하드웨어** : 삼성전기, LG이노텍
기계 : HD현대인프라코어, 두산밥캣 / **필수소비재** : 대상, 오리온홀딩스
화장품/의류 : 영원무역, 효성티앤씨, 미스트홀딩스 / **금융** : KB금융
화학 : LG화학, DL / **자동차** : 에스엘

4분기 변동성 활용한 비중확대, 추세반전에 대비한 업종/종목(Top 10 + α)

반도체 : 삼성전자, SK하이닉스 / **조선** : HD현대중공업 / **통신** : KT, LG유플러스
인터넷 : NAVER, 크래프톤 / **2차전지** : 삼성SDI, 엘앤에프
금융 : 메리츠금융지주, 한국금융지주 / **제약/바이오** : 셀트리온, 삼성바이오로직스
자동차 : 현대차, 에스엘, 만도 / **유틸리티** : 한국전력, 두산에너지빌리티

KOSPI200 4팩터 스코어 상위 기업

SK스퀘어, 현대백화점, 현대글로벌비스, 한솔케미칼, P1첨단소재, 금호타이어,
LS, LS일렉트릭

주: 위 종목군은 이익전망, 밸류에이션, 주가 수익률 등 퀀트 측면에서 추출한 것으로 추천 종목 아님을 말씀드립니다.

보편관세 + 상호관세 쇼크 이후 한 발 물러선 트럼프

Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

트럼프가 행정부의 3가지 관세, 국가안보 관세, 상호관세, 특정품목 관세

| 주제 | 국가안보 비상사태 해결 (IEEPA) | 상호관세 | 특정품목 산업 보호 (섹션 232) |
|---------|---|--|--|
| 명분 | <ul style="list-style-type: none"> 마약·인신매매 근절, 불법이민 통제 등 다양한 사안을 “국가 비상사태”로 규정 후 대응 | <ul style="list-style-type: none"> 타국과의 무역 불균형 & 불공정 무역장벽에 대응되는 수준의 관세를 부과 | <ul style="list-style-type: none"> 중국 등 국가들의 생산 과잉 및 우회수출로 미국 산업 침해 국가안보 기반의 전략산업 보호 |
| 행정명령 조치 | <ul style="list-style-type: none"> 캐나다 & 멕시코에 25%의 관세 부과 <ul style="list-style-type: none"> - 에너지·자원 분야 등 10% 차등 적용 - USMCA 적용 수입품은 보편&상호관세 대체 중국산 제품에 10%+10% 추가 관세 <ul style="list-style-type: none"> - 3/4부터 20%, 상호관세 별도 소액면세(de-minimis) <ul style="list-style-type: none"> 90% or 품목별 \$75 (\$150, 6/1~) 중 높은금액 | <ul style="list-style-type: none"> 4월 2일 ‘해방의 날’ 관세 선언 10% 기본관세 적용 대미 무역국 상호 관세 중국 34%, 한 국 2%, 일본 24%, EU 20% 등 <ul style="list-style-type: none"> - 품목관세 대상은 해당되지 않음 중국 상호관세 125%로 상향 <ul style="list-style-type: none"> - 보복 에 대한 상응조치 | <ul style="list-style-type: none"> 철강&알루미늄 25% (3월 12일 시행) 외국산 자동차 25% (5월 3일 시행) <ul style="list-style-type: none"> * 부품 누적관세 면제, 높은 관세 최종 1회 부과 의약품 (5월 5일, FDA 규제완화 행정명령) 반도체 (4월 조사시작, 수출통제 조치 예상) 구리 (2월 25일 조사시작, 조치 미정) 목재 (3월 1일 조사시작, 조치 미정) 농산물 (3월 3일 SNS 언급, 조치 미정) 외국산 영화 100% 관세예고 |
| 이후 전개 | <ul style="list-style-type: none"> 캐나다/멕시코는 국경강화조치 수용 <ul style="list-style-type: none"> - USMCA 적용 수입품은 보편&상호관세 대체 중국, 무역 보복조치 단행 <ul style="list-style-type: none"> - 2/10: 일부 품목 10~15% - 4/9: 전체 품목 125%까지 보복 확대 - 핵심광물 수출 통제 - 미국기업 제재 (신뢰할 수 없는 기업, 수출통제, 반독점 조사, 항공 기/영화/농산물 등 수입 중단 등) | <ul style="list-style-type: none"> 10% 기본관세 4월 5일 시행 상호관세 4/9 시행 → 90일 연기(중국 제외) <ul style="list-style-type: none"> - 캐나다·멕시코 USMCA 대상 수입품 제외 4/11, 전자제품 등 일부 품목 면제 발표 (특정품목 관세로 부과 예정) 일본, 한국, 인도, EU(이탈리아 총리 회담) 등 협상 진행 중 중국과의 정상간 협상은 성사되지 않음 <ul style="list-style-type: none"> - 중국 최고 무역협상가 교체 | <ul style="list-style-type: none"> EU, 캐나다 등의 보복관세 EU <ul style="list-style-type: none"> - 4/1 위스키등 품목 기존 보복(2018년) 재개 - 4/13 20B 규모 품목 확대 (90일 유예) 캐나다 <ul style="list-style-type: none"> - 3/4 미국 수출품 및 전기 등 25% 보복 (현재 중단) - 3/13 철강&자동차 등 상응품목 25% 보복관세 현대차그룹, 현대제철, TSMC 등 미국 현지 투자 계획 발표 |

트럼프 상호관세 발표 이후 수정사항

미국의 구조적 무역적자를 “국가비상사태”로 규정하고, 그 원인으로 “비상호적 관세와 비관세장벽”, “불균형한 내수 억제정책”, “글로벌 무역체제의 실패”를 지목하며, 이에 대응하기 위해 전면적인 관세 부과 체제를 도입

기본 10% 관세 도입 + 국가별 상향 관세체계 확정

- 기본 조치: 4월 5일부터 전세계 수입품에 대해 10% 기본 관세 부과
- 특별 조치: 4월 9일부터 지정국가(Annex I)에 대해 국가별 고율 관세
- 각국의 전체 무역장벽의 50% 수준 상호관세 부과
- > (4/9) 90일간 기본 조치에 해당하는 10%로 하향조정

면제 품목

- 철강·알루미늄, 자동차 부품 (이미 Section 232 관세 적용 중)
- 에너지, 의약품, 반도체, 희귀광물 등 향후 Section 232로 제재될 수 있는 품목
- USMCA 기준 총족 품목 (멕시코, 캐나다)
- (4/11) 스마트폰 & 컴퓨터 & 디스플레이 등 관세 예외 (품목관세 적용 예정)
- (4/14) 자동차 회사들을 "돕는 방안을 찾고 있다"

* 불이행 국가에 대한 단계적 관세 상향 가능성 명시

-> 중국에 대한 관세율 상향: (2일) 34% → (8일) 84% → (9일) 125%, 펜타닐 관세

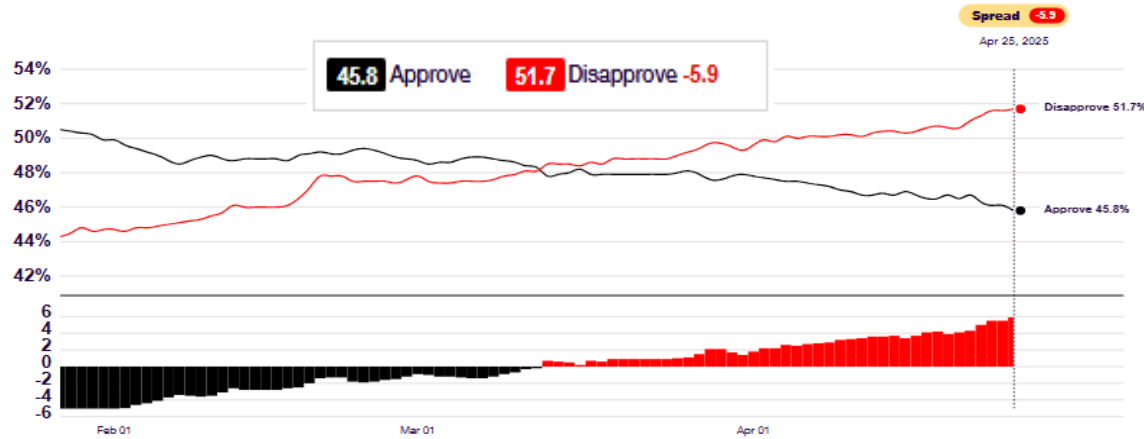
+20% 별도

- 트럼프 대통령은 많은 국가들이 협상을 원하고 있다며, 협상의 시간을 위해 90일간 해당 상호관세 조치를 유예
- 일본, 한국 등 동맹국 우선으로 관세 협상이 이뤄질 예정
- 또한, 스마트폰, 컴퓨터 등 전자제품에는 상호관세 제외, 자동차 부품에는 관세정책 완화를 시사
- 애플, 포드 등 미국 기업에 피해를 줄 수 있거나 물가를 올릴 수 있는 품목에 대해서는 유화 조치가 나온 것
- 한발 물러서는 트럼프의 움직임에서 관세 정책의 최대압박 강도를 확인한 것으로 판단
- 다른 국가들과는 협상을 유도하지만, 중국은 명확히 배제, 관세 총합 145%로 인상하며 실질적 수입을 차단, 중국과의 구조적 디커플링이 만들어졌음

* 무역대표부(USTR)와 상무부 권한 하에 실시간 관세율 조정 가능
자료: 백악관, 대신증권 Research Center

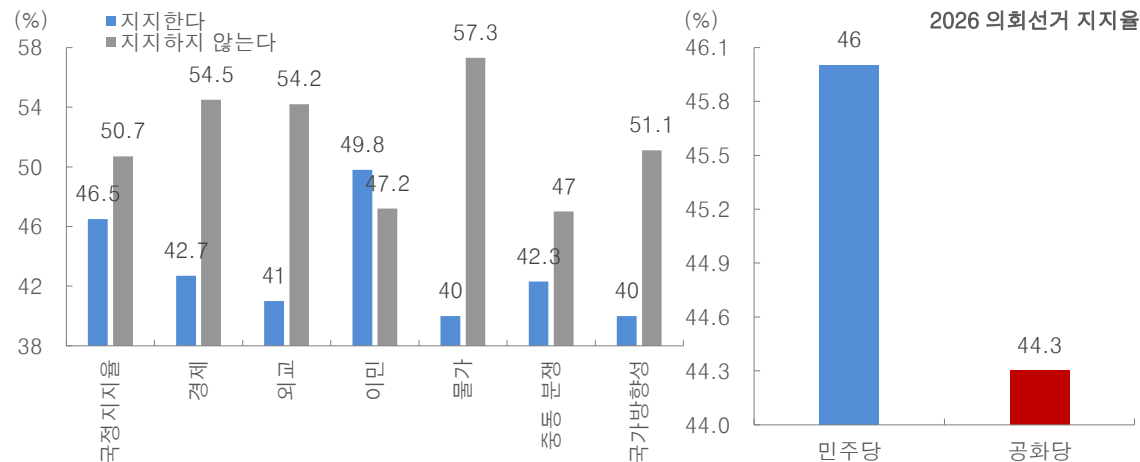
[정치적 입지 약화] 트럼프 긍정평가 하락, 부정평가 상승. 경제, 외교, 물가 분야에 부정적 여론 압도적

트럼프 직무 수행 지지도. 부정 평가가 긍정 평가를 앞서며 역전 폭 확대



자료: RealClearPolitics, 대신증권 Research Center

이민 분야 제외한 모든 분야에서 지지받지 못하는 트럼프. 정당 지지는 민주당 우위

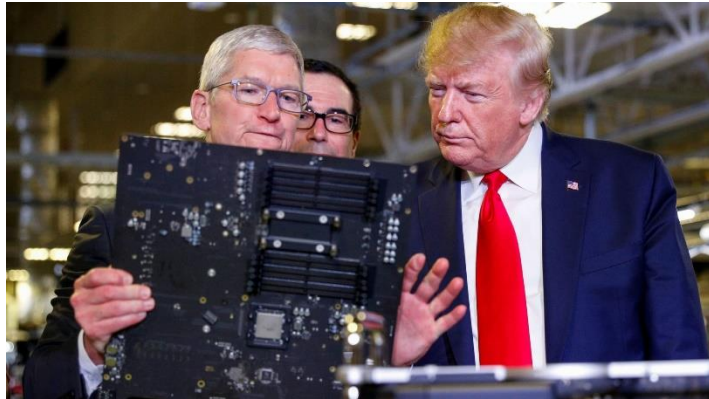


자료: RealClearPolitics, 대신증권 Research Center

- Real Clear Politics에 따르면 3월 12일을 기점으로 트럼프 대통령을 지지하지 않는다는 미국인이 더 많아졌음
- 공교롭게도 이 시기는 트럼프의 철강&알루미늄 관세 시행이 강행된 이후
- 현재 트럼프의 국정 지지율은 이민 정책을 제외한 모든 분야에서 지지받지 못하고 있으며, 지지율 또한 하락하는 중
- 최근에는 SNS를 통해 중요한 정책을 발표하는 과정 등에서 본인이 소유한 트루스소셜(DJT) 주식을 사라고 하는 등 주가 조작, 선취매 의혹 또한 제기되는 중
- 트럼프는 1기 집권당시 중간선거에서 패배하며 레임덕을 경험한 바 있음. 내년 11월 중간선거까지 지지율을 관리해야 하는 상황에서 강경 일변도로 갈 수 없는 이유

[정치적 입지 약화] 미국인들의 지갑에 타격을 주는 관세는 시행하지 못할 것

스마트폰, 컴퓨터, 반도체 관세 제외. 공급망 이전은 현실적인 장벽 존재



스티브 잡스 전 애플 CEO (2011)
“그 일자리는 돌아오지 않을 것입니다”

팀 쿡 애플 CEO (2017)
“미국에 툴링 엔지니어가 충분하지 않다”

자료: Reuter, 대신증권 Research Center

아이폰이 미국에서 생산될 경우 가격 인상은 불가피

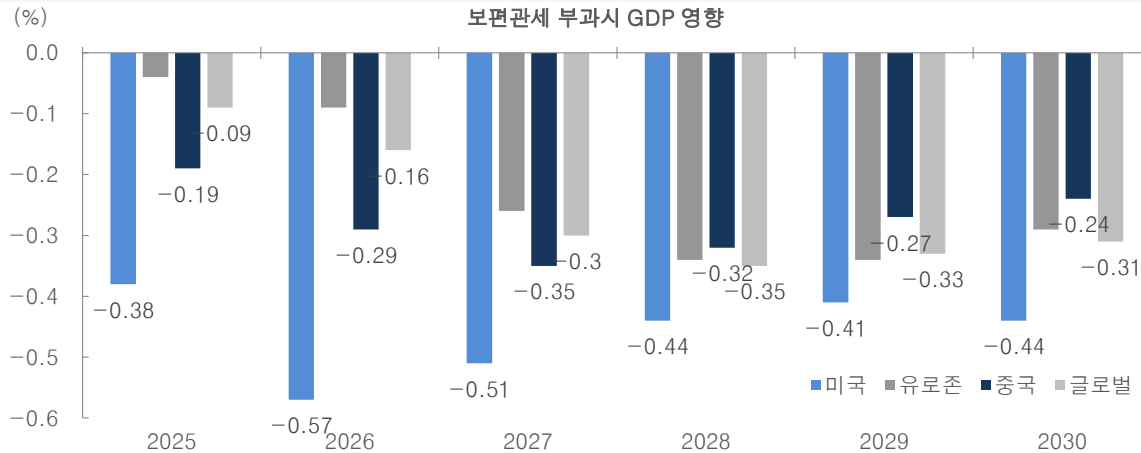
| 항목 | 중국생산 | 미국생산 |
|--|-----------------|---|
| 시간당 임금 | 약 \$3.63 (26위안) | \$16.50 (캘리포니아 최저임금) |
| 아이폰 1대당 조립/테스트 인건비 | 약 \$40 | 약 \$200 |
| 인건비 상승만 고려 시 아이폰 16 Pro 예상 가격 | \$1,199 (현재) | 약 \$1,500 (+25%) |
| 인건비+관세+공급망 이전 고려 시 미국산 아이폰 예상 가격 (종합) | - | (Wedbush) \$3,500 (BoA) 현재가 대비 +91% 가능 |

자료: Bank of America, Wedbush, 대신증권 Research Center

- 트럼프 대통령은 4월 11일 늦은 저녁(현지시간) 스마트폰, 컴퓨터, 메모리 칩 등을 상호관세에서 면제
- 특히, 중국산 제품에 부과된 145%의 관세는 애플과 같은 기업에 큰 타격을 줄 수 있었음
- 백악관은 기업들이 생산을 미국으로 이전할 시간을 확보하기 위해 면제 조치를 취했다고 밝혔으나 공급망의 즉각 이전은 쉽지 않은 상황. 에버코어 ISI에 따르면, 아이패드 80%, 맥 컴퓨터의 절반 이상이 중국에서 생산
- 애플 전문가들은 '미국산 아이폰' 아이디어에 대해 최악의 경우 불가능하며, 최선의 경우에도 비용이 엄청나게 증가할 것이라고 분석
- 중국을 제외하더라도 아이폰 부품의 대다수(프로세서-대만 TSMC, 디스플레이-한국 LG/삼성 등)는 아시아에서 생산되며, 미국으로 최종 조립을 위해 부품을 수입할 경우 이들 부품에도 관세가 부과될 수 있음

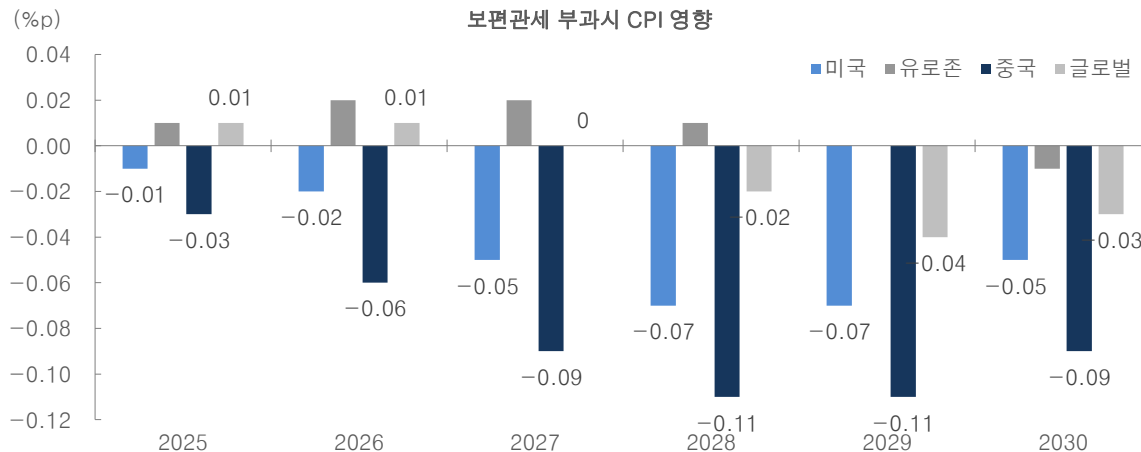
[경제/물가 영향] IMF는 미국 경기충격이 커서 물가는 하락할 것이라는 전망 제시

보편 관세 부과시 연간 GDP 성장률 영향 : 미국 충격이 가장 클 것으로 전망



자료: CBO, 대신증권 Research Center

보편 관세 부과시 연간 GDP CPI 영향 : 경기충격에 물가 하락 가능성 제시

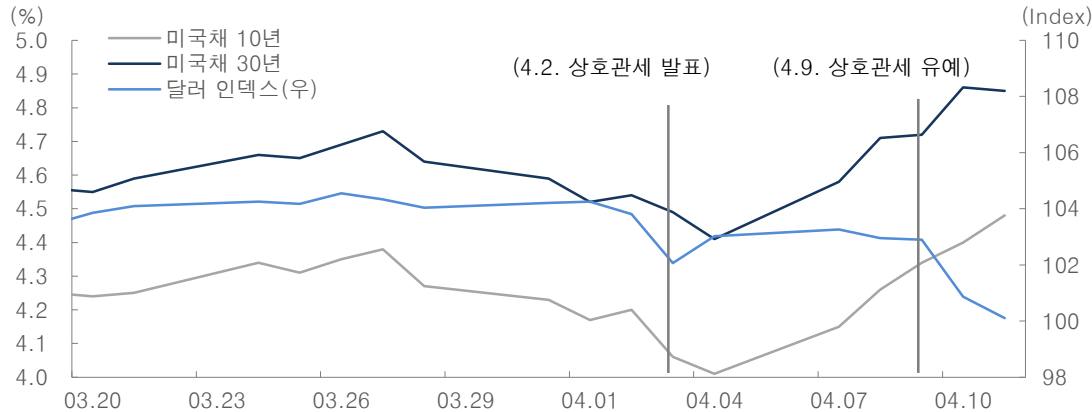


자료: CBO, 대신증권 Research Center

- IMF는 트럼프가 글로벌 전체에 보편관세를 부과할 경우 경기 충격은 미국이 가장 크고, 물가는 경기 충격의 여파로 오히려 하락할 수 있다고 분석
- 가능성은 낮고, 최악의 사나리오라고 생각했던 보편관세가 상호관세가 가세하며 유입된 상황
- 경기 및 물가 불안이 가중될 수 밖에 없는 상황

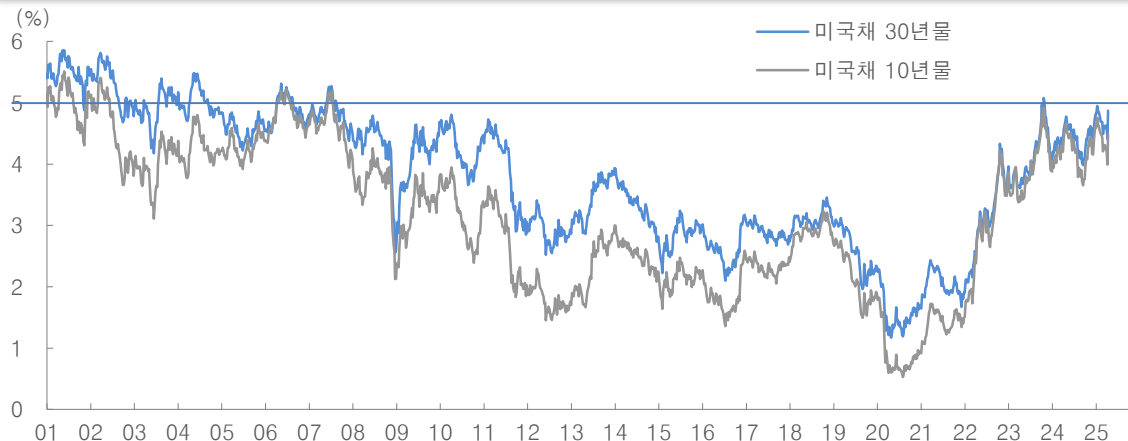
[트럼프의 마지노선] 미국채 10년물 4.5%, 30년물 5% 근접. 채권시장 위기가 금융위기로?

상호관세 이후 국채시장 급등, 시장 신뢰의 붕괴?



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국채 30년물 5%는 2007년 이후 도달해보지 않았던 레벨

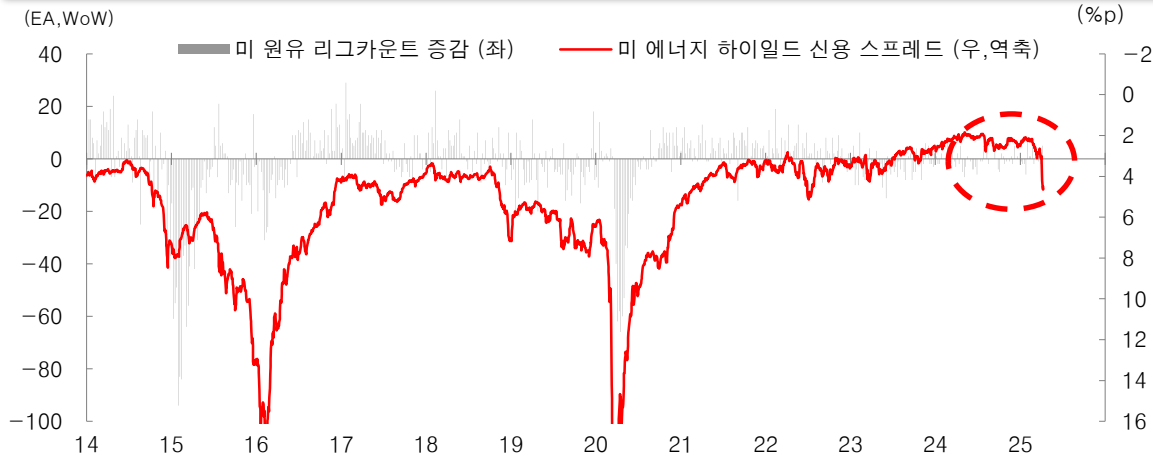


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 백악관은 관세 유예 조치가 전략적 의도라고 주장하지만, 정책 실행 과정에서의 정보 비대칭, 내각 간 불일치, 시장 대응 타이밍 등을 고려할 때 외부압력에 의한 후퇴 가능성에 설득력이 있음
- 특히 국채 시장의 급격한 반응. 10년물 국채 금리가 불과 며칠 만에 50bp 가까이 급등, 시장은 트럼프의 관세 정책에 심각한 불확실성을 느꼈고, 이는 '채권 자경단'으로 불리는 투자자들이 국채를 매도하고 금리 상승을 압박하는 결과
- 레버리지를 사용한 헤지펀드들의 마진콜 압력, 중국이나 일본 등 주요 국채 보유국들의 정치적 또는 경제적 목적의 국채 매도 가능성 또한 시장공포 자극
- 이 시점을 전후로 세일기업 하이일드 스프레드 급등, 모기지 시장 불안, 달러 약세가 동반되었고, 이는 미 경제의 메인스트림이 흔들릴 수 있다는 경고로 해석
- 트럼프 행정부 내부에서도 경기침체와 인플레이션 압력, 즉 스태그플레이션에 대한 우려가 커지면서 트럼프가 후퇴했을 가능성

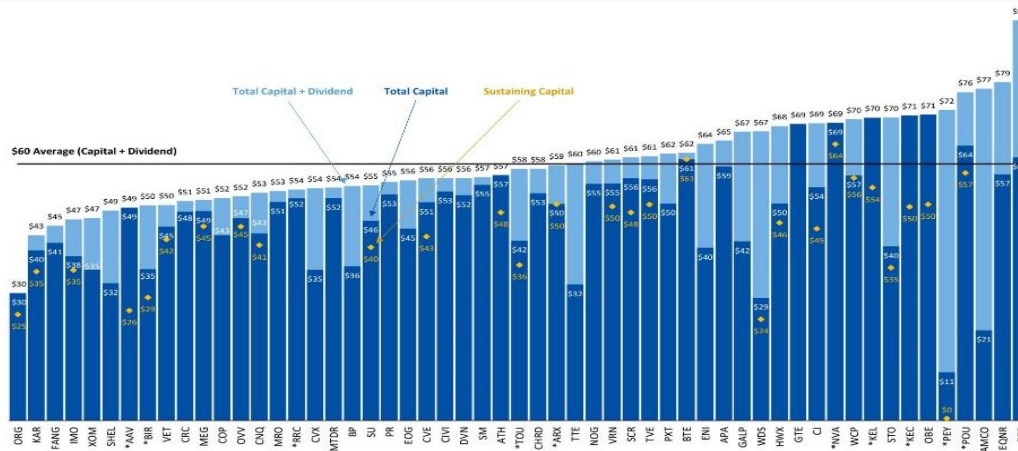
[트럼프 마지노선] 국제유가 60달러 하회시 'Drill Baby Drill'은 헛된 구호가 되고, 에너지 패권의 꿈은...

국제유가 60달러 하회와 함께 에너지 하이일드 스프레드 4%p 급등



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

배럴당 60달러(WTI 기준)선은 트럼프의 마지노선



- 또다른 문제는 유가가 경기 침체를 반영하는 과정에서 금리 급등은 미 셰일 기업들의 크레딧 리스크로 연결될 수 있다는 사실
- 실제로 배럴당 60달러선(WTI 기준)이 붕괴되자 미 셰일 기업들의 하이일드 신용 스프레드는 단숨에 4%p 상승
- 2015년과 같은 연쇄 파산을 재현할 가능성 제기. 트럼프 대통령의 목적이 메인 스트리트 사수라는 점에서 이는 분명 아킬레스건. 국제유가 배럴당 60달러선은 일종의 마지노선
- 지난 3월 26일, 미 셰일 기업들은 Dallas 지방연은 서베이를 통해 'Drill Baby Drill'이 허황된 포퓰리즘 구호에 그칠 수 있다 경고
- 신규 유정당 개발 비용은 전년보다 배럴당 1달러 높은 65달러(평균치)로 신규 투자를 기대하기 어려운 레벨
- 철강(유정용 강봉)에 대한 관세까지 감안하면 비용 부담은 한층 더 확대. 증세 법안인 IRA 마저 여전한 상황에서 급진적인 투자는 더욱 기대하기 어려운 상황

자료: RBC Capital Markets, 대신증권 Research Center

강경 일변도이던 트럼프의 관세 정책 협상 & 수확의 때가 되었다

Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

[트럼프 1기와 데자뷰] 관세 유예 90일은 명분 구축 이후 실리를 찾는 기간

트럼프 1기 당시 대중국 관세 협상, 90일 유예 이후 본격적 협상



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

90일 상호관세 유예, 최대압박으로 우려 선반영한 뒤 협상 기대감 유입



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 트럼프 행정부 1기 당시 중국의 불공정 무역 관행과 지적재산권 침해 문제를 제기하며 관세 전쟁 시작
- 2018년 5월과 8월, 미중간 두 번의 무역 협상이 합의에 이르지 못하며 관세부와 현실화, 증시 하락 국면
- 2018년 11월 말, G20 정상회의를 계기로 트럼프 대통령과 시진핑 주석 정상회담 성사. 양국 정상은 **추가적인 관세 부과를 유예하고 90일 동안 무역 협상을 재개하기로 합의**
- 90일 관세유예 조치는 무역 양국이 본격적으로 협상 테이블에 다시 앉기 시작한 중요한 계기
- 트럼프가 최대 압박을 마친 뒤 90일 유예를 통한 협상기간 설정, 협상을 통해 실리를 챙기는 패턴이 반복
- 협상 진행 과정에서 회복 국면 진입. 관세 협상 이후를 고민해야할 때

[관세 협상] 트럼프 행정부의 관세협상 본격적으로 시작

일본 최우선 관세협상 개시. 트럼프는 무역 이외의 이슈까지 포괄적 딜 추진

| 국가 | 협상 진척도 & 핵심 쟁점 |
|----------|---|
| 일본 | <ul style="list-style-type: none"> (4/17) 트럼프, 일본과의 관세 협상에서 "큰 진전"이 있었다 주일 미군 주둔 비용 등 비무역 이슈 포함, 환율 문제는 논의되지 않아 4월 말 2차 회담 개최에 합의 |
| 인도 | <ul style="list-style-type: none"> (4/22) 미국 밴스 부통령이 인도를 방문하여 모디 총리와 회담 시장접근(농산물)·디지털세·핵심광물 공급망이 핵심 의제 |
| 스위스 | <ul style="list-style-type: none"> (4/25) 15개 우대국 중 하나로 지정. 향후 일정 미정 의사표명서를 작성하는 것이 다음 단계, 그 후에 협상시작 가능 |
| 노르웨이 | <ul style="list-style-type: none"> (4/25) 트럼프 "SOF(국부펀드) 2 조 달러 낼 수 있을 것" 발언 |
| 영국 | <ul style="list-style-type: none"> (4/25) 영국 재무장관, 스콧 베센트와 합의 도출 목표에 대해 논의 세금, 금융 혁신, 기술 파트너십에 대해서도 긍정적인 논의 美는 농산물·비관세장벽 완화 요구 |
| 멕시코 | <ul style="list-style-type: none"> (4/7) 대통령 통화 후 "협상 계속할 것" 5월 3일까지 진전 목표", 에너지·자동차가 핵심 |
| 태국 | <ul style="list-style-type: none"> (4/22) 美 "원산지증명 남용·통화조작 이슈 선(先)조치" 요구, 교착상태 |
| 베트남 | <ul style="list-style-type: none"> (4/24) 항공기·희토류 등 패키지 거래 구상, 공식 협상 개시 |
| EU(이탈리아) | <ul style="list-style-type: none"> (4/17) 이탈리아 총리 초청 수락, 미국-EU 회담 개최 고려 이탈리아, 미국 LNG 수출 증대로 에너지 안보 강화 핵심 및 민감 인프라 기술 보호, 신뢰할 수 있는 공급업체만 사용 |

- 상호관세 유예 조치 이후 미국과 주요국들과의 협상이 본격적으로 시작
- 스콧 베센트, J.D. 밴스 등 주요 내각 인사들이 각국 실무진들과 협의를 진행하며 의제 조율 중
- 미국은 관세 이외에도 다양한 의제를 엮은 패키지 딜을 추진 중, 각국이 순서대로 협상을 타결하기 보다는 국가별 의제 파악 및 의견교환 수준의 협상이 진행되고 있는 것으로 파악
- 상대국은 관세 상한 방어 vs. 미국은 시장개방·안보 연계(에너지 수입, 대중국 협력 등) 요구가 핵심의제

일본 최우선 관세협상 개시. 트럼프는 무역 이외의 이슈까지 포괄적 딜 추진



- 트럼프, 일본과의 관세 협상에서 "큰 진전"이 있었다
- 트럼프는 주일 미군 주둔 비용 등 비무역 이슈 포함
- 환율 문제는 논의되지 않은 것으로 알려짐
- **4월 말 2차 회담 개최에 합의**

자료: Reuters, TruthSocial, 대신증권 Research Center

4/17. 트럼프 – 이탈리아 멜로니 총리 공식 회담

안보 협력

- 우크라이나 전쟁 종식, NATO 국방예산 조정 논의
- 불법 마약, 특히 펜타닐 범죄 네트워크 공동 대응

기술 협력

- 비차별적 디지털 서비스 과세 환경으로 첨단 기술 기업의 투자 촉진
- 이탈리아는 미국 조선 부문의 해양 르네상스에 기여
- 미국 LNG 수출 증대로 에너지 안보 강화
- 핵심 및 민감 인프라 기술 보호, 신뢰할 수 있는 공급업체만 사용
- 이탈리아 초청 수락, 미국-EU 회담 개최 고려

- 스타트를 끊은 것은 일본, 일본은 무역 및 투자 문제로 협상 범위를 제한하려 했으나, 일본의 의도와 달리 트럼프가 직접 참여
- 주일 미군 주둔 비용 등 비무역 이슈도 논의 주제에 포함시킨 것으로 알려짐
- 한 번에 빅 딜이 이뤄지지는 않은 모습. 2차 회담은 4월 말로 미뤄짐
- 이시바 총리는 신중한 입장을 유지. 세부적인 회담 내용도 외부에 알려지지 않았음
- 한편, 트럼프는 이탈리아 총리와의 회담에서 중국 견제(펜타닐, 기술 신뢰 등)와 조선, LNG 수출 등이 의제로 거론
- 관세 협상이 진행되지는 않았으나 트럼프가 원하는 의제는 안보, 기술, 조선, 에너지로 좁혀지는 그림

[관세 협상] 한-미 통상협의 성사, 첫 단추는 잘 끼웠다

4월 24일, 한미 2+2 통상협의 개최

한미, 통상협의 '7월 패키지' 추진...최상목 "서두르지 않겠다"(종합)

송고 2025-04-25 08:10



- 한국측: 최상목 부총리, 안덕근 산업부 장관
- 미국측: 베센트 재무장관, 그리어 무역대표 참석

베센트 - “한국과 조기에 준비를 잘 해왔고, 성공적인 양자 회담을 가졌다.”

자료: 연합뉴스, 대신증권 Research Center

1시간 남짓의 회담, 의제 설정 및 목표설정 수준에서 마무리

한국측 협상 제안

- 요구 사항: 상호관세 및 품목관세(자동차, 철강 등) 폐지 요청
- 제안 사항: 전략산업(에너지 & 조선업) 협력과 투자, 무역 제시

추후 일정 및 협상 프레임

- '7월 패키지(July Package)' 구성 추진: 7월 초까지 전체 포괄적 합의 도출 목표
- 5월 중 실무(technical level) 협상 개시 예정, 산업부-USTR / 기재부-재무부 간 각각 협의 트랙 운영
- 6월 15~16일 APEC 통상장관회의, USTR 그리어 대표와의 고위급 후속협의 예정
- 일부 이슈 선 합의 없이, 전체 패키지 형태로 합의

자료: 국내외 주요언론, 대신증권 Research Center

- 한국은 일본과 함께 우선협상 대상의 동맹국으로 분류, 베센트 재무장관 & 그리어 무역대표와 함께 2+2 통상회담 진행
- 양국은 7월 8일 미국의 상호관세 유예 종료 전, 한국에 대한 관세 폐지 혹은 면제 등 '7월 패키지'를 구성하는 것에 공감대 형성
- 한국은 미국측에 에너지, 조선 등 산업협력 및 투자라는 당근을 제시하면서 관세를 낮추거나 폐지할 것을 요청
- FTA 재논의와 방위비, 농산물 수입 등은 이번 논의에서 제외되었으나 언제든 의제로 올라올 수 있고
- 대선 이후 새 행정부가 기존 협의를 뒤엎을 수 있다는 불확실성이 존재하지만
- 중요한 것은 양측 대표 모두 긍정적으로 반응했다는 것. 한국이 제시한 산업협력 등 카드에 미국이 긍정적으로 반응한 것은 고무적
- 베센트는 빠르면 다음주 “Technical terms”의 작성이 가능할 것으로 언급. 조문 수준의 실무 조율단계 진입 예상

[관세 협상] 중국과 미국의 진실게임, 결국 협상을 해야한다

트럼프와 중국, 일 단위로 협상을 두고 진실공방 진행 중

| 날짜 | 트럼프 주장 | 중국의 반응 |
|--------|---|---|
| 4월 23일 | <ul style="list-style-type: none"> • (백악관 기자회견) 145% 관세가 낮아질 것이며, 중국과 "활발히" 협상 중 | <ul style="list-style-type: none"> • 24일, 구오 자이쿤(외교부 대변인), "거짓 뉴스", 협상중인 사안 없음 |
| 4월 24일 | <ul style="list-style-type: none"> • (기자회견) 오늘 아침에도 대표단 만났고, 협상이 진행 중이라고 재차 강조 • 대표단이 누구인지는 나중에 밝힐 수 있을 것 | <ul style="list-style-type: none"> • 허야둥(상무부 대변인)은 즉각 부인 • "현재 협상 없음", 단독 관세 철폐 촉구. |
| 4월 25일 | <ul style="list-style-type: none"> • (Time지 인터뷰) 시진핑이 전화를 걸어 왔다고 주장 • 관세 협상이 진행 중이라고 재차 강조 | <ul style="list-style-type: none"> • 중국 외교부 성명, "관세 협상 없음" • 미국에 혼란 조장하지 말것을 촉구 |

자료: 국내외 주요언론, 대신증권 Research Center

미국과 중국은 서로가 필요하다, 조용히 필요한 부분의 관세를 거두는 중

"中, 美반도체 125% 관세 철회...에테인·의료장비도 면제 검토"(종합)

송고 2025-04-25 19:04

"트럼프, 자동차업체들 위해 부품 관세 일부 면제 계획"(종합)

송고 2025-04-24 06:32

베센트 미 재무 "미중 무역 전쟁은 지속 불가능"

2025.04.23. 오전 03:53.

자료: 국내 주요언론, 대신증권 Research Center

- 다른 국가와 달리 미국과 중국과의 협상은 여전히 교착상태에 빠져있음
- 한편, 트럼프 대통령은 중국과의 협상을 진행 중이라고 주장하는 반면, 중국이 이를 부인
- 트럼프의 경우 협상이 진행중이라는 사실을 알림으로써 시장 불안을 잠재우고자 하는 반면
- 중국은 협상이 진행 중이라는 주장을 부인함으로써 미국에게 끌려가지 않고자 하는 의도와, 미국의 압박에 쉽게 응하지 않는다는 국내 메시지를 표출하는 것으로 추정
- 현재의 상태로는 미국과 중국 모두 피해가 막심하기 때문에, 양 국가는 어떠한 형태로든 자국의 상대적 피해를 줄이기 위한 협상을 진행할 것으로 예상
- 실제로 물밑에서 접촉이 이뤄지고 있을 가능성이 높음

중국, 드디어 미국과의 협상에 응하는 중

中 "美, 여러 경로로 대화 의사 전달해와...제안 검토 중"

송고 2025-05-02 10:10



얼어붙은 美中관계에 '쇄빙선' 될까..."中, 마약 대화 제안 검토"

송고 2025-05-03 06:44



자료: 국내외 주요언론, 대신증권 Research Center

트럼프, 원하는 것을 얻어낸 뒤 관세 낮출 것

트럼프, 對中관세 선제인하 일축하면서도 "어느 시점엔 낮출 것"(종합)

송고 2025-05-05 02:22

"관세로 中과 무역관계 단절...中, 경제 완전히 파괴돼 협상 절실히 희망"
"관세 없어진다고 생각하면 누가 美에 공장짓나"...관세 일부 영구 유지 시사
NBC 인터뷰...파월 임기 만료 전 해고 가능성 2028년 3선 도전 가능성 부인



(5월 4일) 트럼프 발언

"중국은 오늘 대화하길 원한다고 밝혔다"

"중국은 경제적으로 죽고 있다. 어느시점에는 관세를 낮출 것이다. 그렇지 않으면 그들과 비즈니스를 할 수 없다."

- 중국은 체면은 지키되 협상의 여지를 계속적으로 확대하는 중. 미국이 먼저 접촉해왔다는 메시지를 전파함과 동시에 펜타닐 관련 대화를 테이블에 올릴 수 있을 것을 언급하며 미국의 요구를 수용
- 한편, 트럼프 대통령은 언론에 "시진핑과 대화하고 있지 않으며, 당분간은 하지 않을 것이다"고 밝힘
- 즉, 현재로써 참모진 간의 실무협상은 진행되고 있으나 정상회담은 유보 중
- 본인이 직접 회담을 결판짓는 트럼프의 성향으로 미뤄, 미중 정상회담이 성사되기 전 까지 줄다리기는 이어질 것. 트럼프의 전략은 1) 강공, 2) 선택적 유화책, 3) 책임전가 의 순환구조가 반복
- 그럼에도 두 국가의 현재의 긴장상태는 양국 모두에 피해가 막심하며, 협상은 현재 긍정적으로 진행됨에 따라 미중 긴장은 장기간 시나브로 완화될 것으로 예상

자료: 국내 주요언론, 대신증권 Research Center

[관세 협상] 관세 협상 진행 중, 정치적 역풍을 멈추기 위해서도 협상이 필요한 상황

주요 동맹국과의 협상국면 진행 중

| 날짜 | 이슈 요약 |
|------------|--|
| 2025-05-02 | EU 무역위원, LNG·농산물 구매 확대 카드로 미국 관세 완화 협상 추진. |
| 2025-05-02 | 일본, 6월 G7 정상회의에서 미·일 무역 합의 목표. 미국 채권 협상활용 가능 |
| 2025-05-03 | 캐나다 총리 카니, 백악관 방문 예정. 회담은 "어렵지만 건설적일 것 " |
| 2025-05-05 | 트럼프, "이번 주 무역 합의 나올 수 있다" 발언. 구체적 국가 언급은 없음. 합의 시점은 미국이 결정, 그들이 하는 것이 아니다 |

자료: 국내외 주요언론, 대신증권 Research Center

(5/1) 미국 상원, 트럼프의 글로벌 관세 인상을 철회하려는 결의안 부결

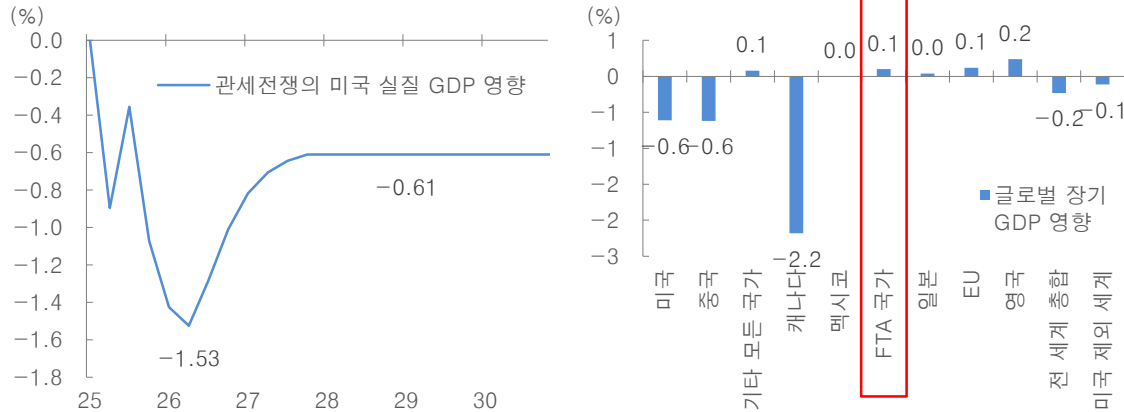
- 미국 상원, 트럼프가 4월 2일 발표한 글로벌 관세 인상을 철회하려는 결의안에 대해 49-49로 동률
- **동률 상황에서 부통령 JD 뱅스가 반대표를 던져 결의안 저지**
- 한편, 공화당 소속 3명(랜드 폴, 수잔 콜린스, 리사 머코스키)이 당론을 어기고 찬성표를 던짐
- 결석 의원 2명: 미치 맥코넬(공화), 셸든 화이트하우스(민주)

자료: 국내 주요언론, 대신증권 Research Center

- 트럼프 행정부는 중국과의 갈등이 장기화 되는 가운데 동맹국들과의 성공적인 협상 사례를 만들기 위해 노력 중
- 이는 중국 고립화 & 동맹국 블록화 전략의 연장선임과 동시에
- '무역 성과'가 필요한 시점에 맞춰 언론 노출을 조율중인 것으로 해석
- 한편, 미국 상원에서는 미국 "자유의 날" 관세를 무산시키기 위한 투표가 진행되었으나, 투표 결과 동률. 법률에 따라 부통령의 투표로 부결
- 트럼프는 이 결의안을 거부권 행사할 예정이었기 때문에, 실제로는 법적 효력이 없었음에도 상원의 절반이 반대 입장을 공개적으로 표명한 것은 정치적 부담
- 결석한 2명의 의원이 참석했다면 결과는 달라질 수 있었으며 3명의 상원 공화당 이탈표는 단순한 개인 성향 차원이 아니라, 트럼프의 관세 정책 자체에 대한 내부적 반감을 반영
- 트럼프 행정부가 적당 수준에서 관세 협상을 마무리해야 하는 동기가 될 것

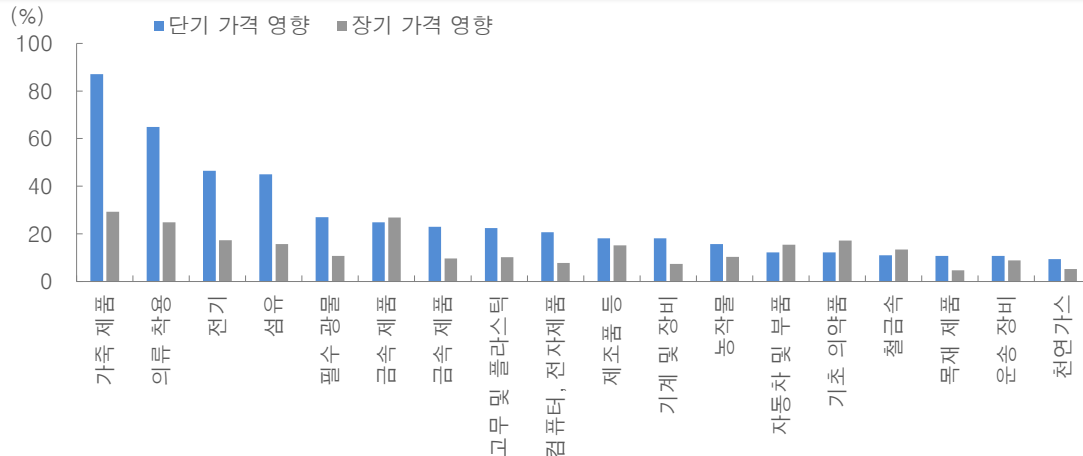
[경제/물가 영향] 관세 영향을 가장 크게 받는 국가는 중국과 미국

예일 예산연구소 추산, 미국의 GDP의 관세 영향은 장기적으로 -0.6%



자료: 예일 예산연구소, 대신증권 Research Center

미국 소비자들은 의류, 식품, 자동차 등에서 가격 상승에 직면



- 예산연구소(TBL), 4월 15일 기준, 앞으로 시행될 모든 미국 관세와 외국 보복 조치의 효과를 추산한 결과 소비자들은 1901년 이후 최고치인 평균 28%의 실효 관세율에 직면
- 미국의 실질 GDP 성장률은 2025년 모든 관세 부과 대비 -1.1%p 감소합니다. 장기적으로 미국 경제는 지속적으로 -0.6% 감소할 것으로 예상
- 2025년 모든 관세로 인한 PCE 물가 수준은 단기적으로 2.97% 상승 예상, 가구당 평균 \$4,900의 소비자 손실로 연결
- 캐나다와 중국, 미국의 GDP 손실이 가장 클 것으로 예상되며, 일본, EU, 한국(FTA 체결 국) 등은 오히려 반사수혜를 입을 수 있을 것으로 예상
- 즉, 트럼프의 관세 정책이 현재 형태로 진행된다면 제 살을 깎아먹게 되는 것
- 중국의 견제가 목적이라면 트럼프 입장에서도 관세에서 협상을 통해 미국의 피해를 줄이는 것이 합리적인 전략

자료: 예일 예산연구소, 대신증권 Research Center

(5/5) 밀켄 연구소 컨퍼런스, 베센트는 투자자들의 불안을 잠재우기 위해 노력



스콧 베센트
미 재무장관

- “미국은 세계 금융의 **셸링(Schelling) 포인트** 이다... 기축통화, 유동성, 재산권 보호의 삼박자 모두 갖췄다.”
- “행정부의 목표는 **투자자들에게 미국을 더욱 매력적으로 만드는 것**”
- “우리는 낭비를 뿌리 뽑고, 민간투자의 씨를 뿌렸으며, 세계 개혁으로 비옥한 토양을 마련했다. **이제 수확의 시간이 왔다.**”

자료: 국내외 주요언론, 대신증권 Research Center

(5/2) 버핏, 미국의 장기적 미래는 낙관적, '거래는 무기가 되어서는 안 된다'

- “우리는 우리가 잘하는 일을 하고, **다른 나라도 그들이 잘하는 일을 하도록 해야 한다.**”
- “관세는 전쟁 행위가 될 수 있고. **그것이 나쁜 결과를 초래했다고 생각한다**”
- “75억 명이 미국을 싫어하게 만들고, 3억 명이 자랑하는 구조는 지혜롭지 않다.”
- 정부의 가장 중요한 역할은 통화를 보호하는 것, “재정 건전성 확보는 내가 하고싶지는 않지만 해야하는 일”



워렌 버핏
버크셔 해서웨이 CEO

- 스콧 베센트 재무장관은 미국이 글로벌 금융 허브로서의 매력을 유지하고 있으며, 트럼프 행정부는 이를 더 강화할 것임을 어필
- 글로벌 투자자들의 불안감을 잠재우기 위한 수사적 정당화로 볼 수도 있으나, 이제는 현재까지의 압박을 레버리지로 관세 협상을 통해 실리를 챙기는 시기임을 암시 “이제 수확의 시간이 왔다 “
- 규제 완화, 세금 인센티브, 민간투자 촉진을 통해 자본 유입을 유도하기 위해서는 앞으로 정책 안정성을 확보하는 것이 중요한 시점이라는 것이 자명
- 한편, 버핏은 타국의 질시를 유도하고 자국의 우월성을 과시하는 태도는 글로벌 평판 리스크로 이어질 수 있고
- 이는 곧 투자자본, 기술협력, 외교안보 등 다양한 경로를 통해 미국의 국익에 부정적 영향을 미칠 수 있음을 암시
- 전략적으로 미국은 앞으로 글로벌 평판 회복을 위해 노력해야하는 시기가 도래

자료: 국내 주요언론, 대신증권 Research Center

[미중 관세] 미국의 목표는 중국의 제조업 굴기로 인한 자국 제조업 위축, 패권이양을 막는 것

미국무역대표부(USTR), 2024 미국-중국 관계법 보고서

제조업 및 첨단기술: Made in China 2025 정책의 보조금 지원 및 덤핑

- 첨단기술산업: **반도체**, 5G 및 통신장비, 의료기기 및 **바이오산업**
- 저가 과잉생산 & 시장 잠식 정책: **철강 및 알루미늄**, 배터리 및 전기차, **태양광 패널**, 드론

자국(중국) 산업 보호를 위해 외국 기업 차별

- **자동차**, 화학, 플라스틱 산업: 미국산 제품에 반덤핑 관세 부과
- **해운 및 조선**: 국영 조선소에 대규모 보조금을 지급
- **철도 및 고속철**: 중국철도공사 등을 지원하여 고속철 및 철도 시장을 장악

위생·검역(SPS) 기준을 비관세 장벽으로 활용

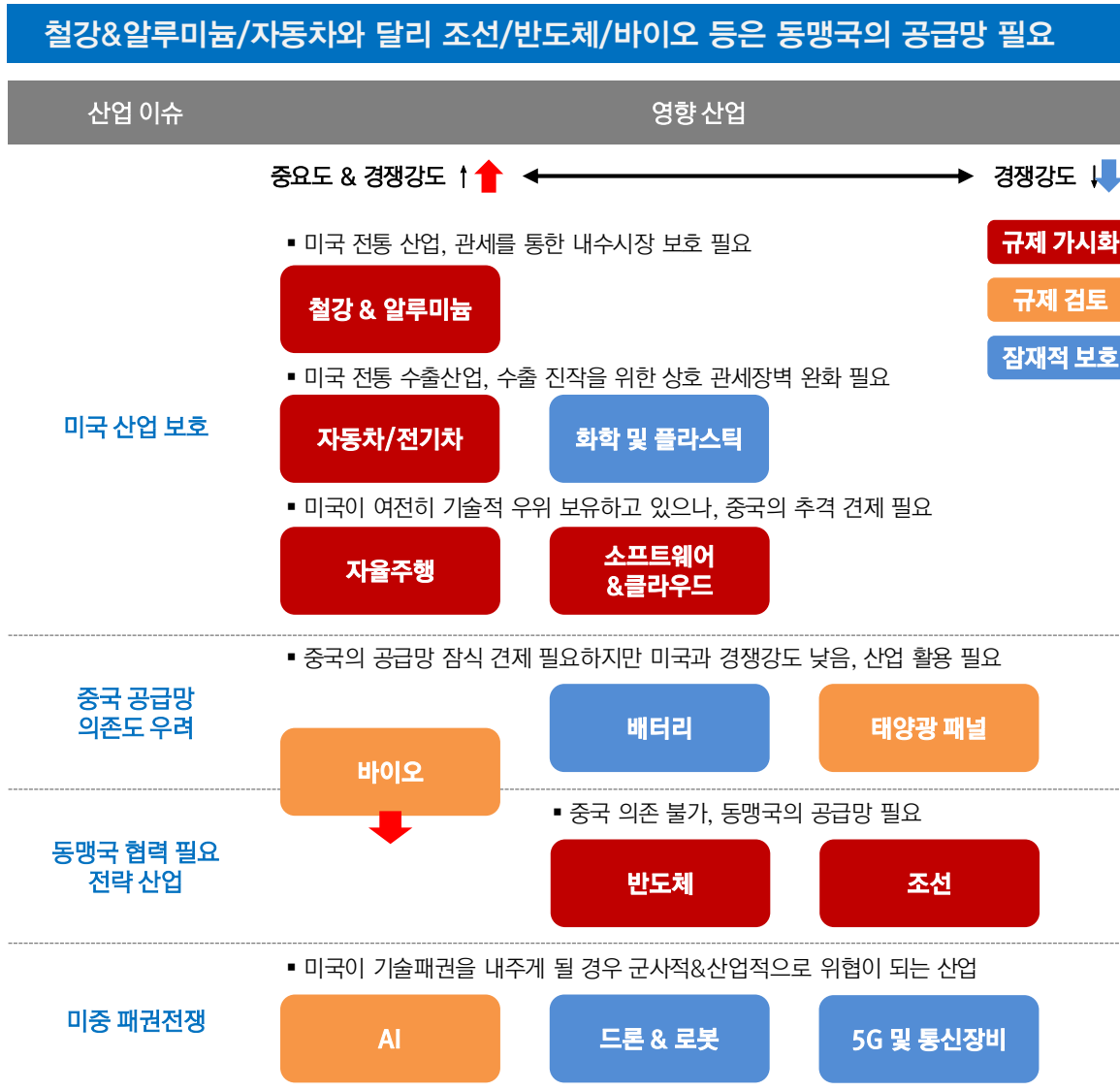
- 농업 및 식품: 대두, 육류(돼지고기 및 소고기), 와인 및 주류, 유제품

지적재산권: 데이터 규제, 지적재산권(IP) 침해, 기술 강제 이전 등 불공정 관행

- 소프트웨어 및 클라우드 컴퓨팅: 외국 기업들이 중국 내에 데이터 저장 의무 부과
- 인공지능(AI) 및 빅데이터(Big Data): 중국의 AI 기업들은 정부 보조금을 통해 급성장
- 지적재산권(IP) 침해: 중국 시장 진입하는 외국 기업에 기술이전 강요

- 트럼프는 관세를 통해 중국의 제조업 굴기를 꺾고, 미국의 제조업을 살려 패권을 유지하겠다는 구상
- 2025년 1월 20일, 미국 의회에 제출된 USTR의 보고서에 미국이 미중 패권전쟁에서 예의주시하는 품목들을 확인 가능
- 철강&알루미늄, 자동차에 이어 반도체, 의약품, 조선&해운 등에 대한 품목 관세와 규제 조치들이 예고되고 있으며
- 해당 품목들은 모두 USTR의 중국 관계법 보고서에 포함된 품목으로 미국이 바라보는 해당 품목들의 수출 상황에 대한 힌트를 제공

[품목 관세] 미국의 산업별 경쟁에 주목, 관세&규제 방향 차이에 따른 수혜/피해 평가



- 철강&알루미늄과 자동차 산업 등 미국 자체 산업을 보호하는 목적의 품목에서 실질적 관세조치 발효
- 그러나, 반도체, 바이오 산업의 경우 미국 입장에서 자국으로 들여오고 싶으나 현실적으로 동맹국의 공급망을 유지해야 하며, 강압적 관세 조치보다는 규제 조치로 방향을 잡는 모습
- 조선/해운 산업에서도 중국에 대한 규제와 함께 장기적으로는 미국의 산업을 다시 부흥 시도, 한국, 일본 등 동맹국들의 협력 필요성이 지속적으로 부각
- 조용히 상호관세 대상에서 제외된 태양광 패널과 중국의 또 다른 제조 2025 산업인 배터리 등 향후 다양한 품목에서 궁극적으로는 중국의 보조금 정책 견제시도 나올 것으로 예상
- 즉, 각 산업별로 차별적인 상황을 고려하여 실질적 영향을 판가름 할 필요가 있음. 과도한 업종별 피해 우려보다는 조선, 반도체, 태양광, 배터리, 바이오 등 규제를 통한 중국산에 대한 배제 움직임이 국내 기업들에 수혜가 될 가능성에 집중

[트럼프 관세] 의약품 관세는 규제로 변화, 외국산 영화 관세 압박

(5/5) 미국산 필수약품 생산 촉진을 위한 규제완화 행정명령



배경과 목적

- 미국 제약 공급망의 회복력 부족 및 승인 지연 문제 해결
- 미국이 가장 경쟁력 있는 의약품 제조 국가가 되는 것을 목표로 **규제 간소화 추진**

주요내용

- 180일 내로 FDA 규제 전면 재검토, 승인 지연, 이중 규제, 검사 방식 개선 등이 대상
- 중국 및 인도 등 외국 의존도를 줄이기 위한 공급망 리쇼어링 전략

자료: 백악관, 대신증권 Research Center

(5/5) 트럼프, 외국산 영화에 관세 부과할지도...



The Movie Industry in America is DYING a very fast death. Other Countries are offering all sorts of incentives to draw our filmmakers and studios away from the United States. Hollywood, and many other areas within the U.S.A., are being devastated. This is a concerted effort by other Nations and, therefore, a National Security threat. It is, in addition to everything else, messaging and propaganda! Therefore, I am authorizing the Department of Commerce, and the United States Trade Representative, to immediately begin the process of instituting a 100% Tariff on any and all Movies coming into our Country that are produced in Foreign Lands. WE WANT MOVIES MADE IN AMERICA, AGAIN!

6.51k ReTruths 26.6k Likes

May 05, 2025, 8:18 AM



- 상무부와 미국 무역대표부에 **외국에서 제작되어 우리나라로 들어오는 모든 영화에 대해 100% 관세를 부과하는 절차를 즉시 시작할 수 있도록 권한을 부여**
- 미국의 영화 산업은 매우 빠르게 죽어가고 있으며, 영화는, 다른 국가의 프로파간다와 선전이기 때문에 국가 안보에 대한 위협

- 트럼프 대통령은 이전부터 의약품을 포함한 다양한 품목들에 관세를 부과할 수 있다고 압박하였으나, 의약품에 대한 규제는 관세가 아닌 규제 간소화로 추진
- 미국에서 필수적으로 필요한 제품, 소비자나 기업에게 직접 타격이 될 수 있는 품목에 대해서는 강경책으로 대응하지 못하는 모습
- 한편, 같은날 SNS를 통해 외국산 영화에 대해 관세를 부과할 수 있는 조치를 실행할 것을 언급
- 이 또한 과거 의약품과 같이 관세 압박으로 공언이 시작. 앞으로 해당 산업에 불확실성은 유입 될 가능성
- 그러나 실제로 관세부과 조치로 이뤄질지, 또는 규제 완화로 이어질지 여부는 미지수

자료: Truth Social, 대신증권 Research Center

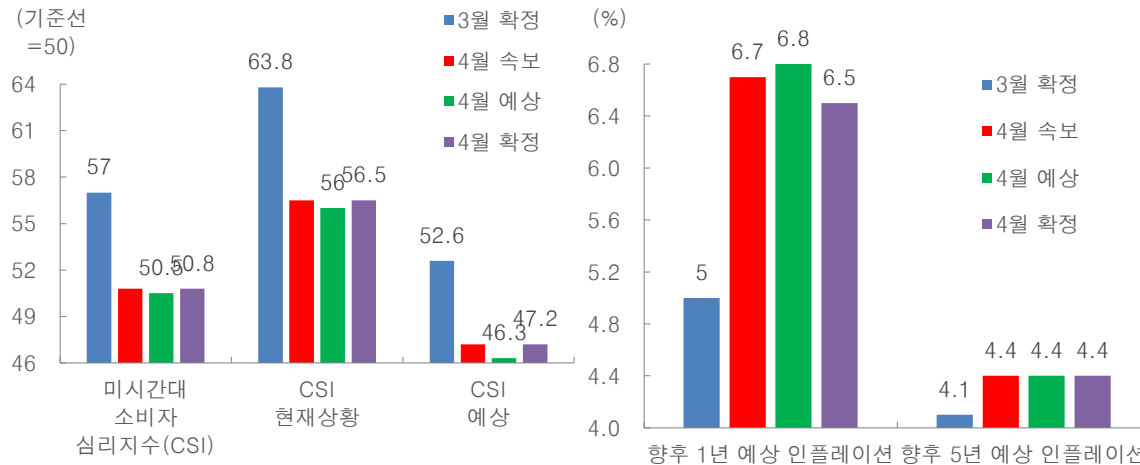
[관세 우려 정점 통과] 트럼프의 관세정책 정점 확인. 불안심리 진정, 불확실성 완화 예상

미국 통상정책 불확실성 지수, 집계된 이래로 최고치 경신



자료: EPU, Bloomberg, 대신증권 Research Center

4월 속보치보다 소비심리 둔화, 물가 추가 상승을 우려했지만, 4월 확정치 소비심리 소폭 반등, 1년 기대인플레이션 하향조정. 트럼프 변화의 힘



자료: 미시간대, CEIC, 대신증권 Research Center

- 트럼프 당선 직후부터 급등세를 보여 온 미국 통상정책 불확실성 지수는 상호관세, 보편관세 부과 예고만으로도 사상최고치 경신
- 현재 미국 통상정책 불확실성 지수는 5,735로 트럼프 1기 당시 고점인 1,946p 대비 세배 가까이 급증한 수치
- 이번 트럼프의 행보를 통해 트럼프 행정부의 관세정책 정점 확인. 4월 2일 공개한 보편 + 상호관세 이후 관세정책 강도는 크게 약해졌고, 후퇴하는 양상
- 관세율이나 관세부과 대상 국가가 4월 2일보다 높거나 많아질 수 없는 상황
- 실제로 이러한 트럼프의 스탠스 변화는 더 악화될 것으로 우려했던 미시간대 소비자심리지수 예상 상회, 1년 예상 인플레이션 예상 하회로 이어짐. 4월 속보치보다 하향조정 됨
- 관세정책 우려 진정, 불확실성 완화만으로도 글로벌 금융시장 정상화 전개 예상

[Next Step] 트럼프의 조삼모사, 매(관세)를 먼저 때리고 당근(감세)이 나올 차례

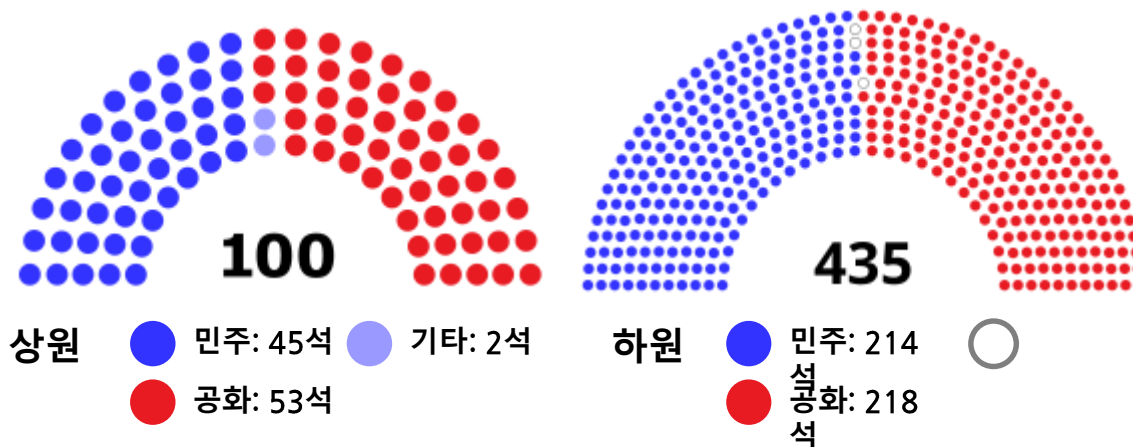
4월 11일 기준 트럼프의 공약 이행도, 감세 정책 진행되기 시작



주: AP통신 집계, 4월 11일 기준

자료: AP News, 대신증권 Research Center

현재 트럼프의 정책 추진력은 근소한 차이로 상하원을 차지한 공화당에서 나옴

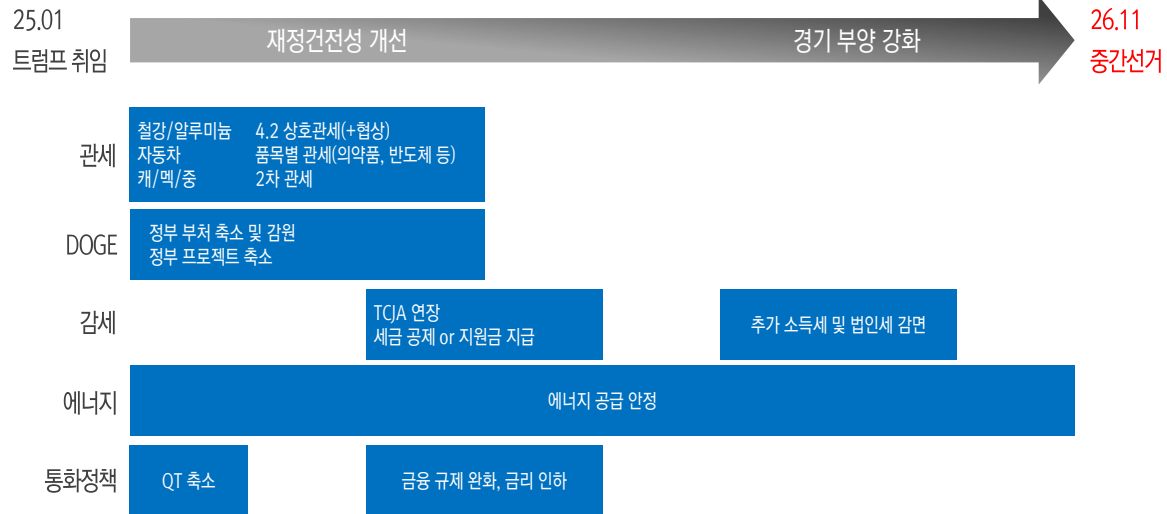


자료: Wikipedia, 대신증권 Research Center

- 현재 트럼프 행정부에서 우선적으로 추진되는 분야는, 관세와 정부 효율화 등 행정부 수입 증대와 재정감축, 국채금리 안정을 통해 자금 여력을 확보하는 방향
- 재정 여력을 확보한 뒤 부채한도 협상, 법인세율 인하, 팁/초과근무 면세, 사회보장세 폐지 등 지지율을 올릴 수 있는 정책이 시행될 것으로 예상
- 현재 관세 뿐만 아니라 이민, 에너지, 교육, 정부효율화 등 광범위한 정책분야에서 추진력을 내는 배경은 정권 초기의 강한 추진력과 함께 상-하원을 차지한 공화당의 RedWave 덕분
- 트럼프는 1기 당시 중간선거에서 패배하면서 레임덕을 경험한바 있기에 선거에서 승리하기 위해 유권자들의 지지율 회복이 중요한 상황
- 트럼프 행정부는 내년 11월 중간선거를 앞두고 있음. 정책이 강경 일변도로 갈 수 없으며 2분기 관세정책과 부채한도협상 이후에는 감세안과 같은 시장 우호적 정책이 나올 가능성이 높음

[Next Step] 감세, 부채한도 증액 포함된 “Big, Beautiful Bill” 하원 통과

트럼프 정부 주요 정책 예상 시나리오



자료: 대신증권 Research Center

공화당이 발의한 “크고 아름다운 법안” 주요내용

| 항목 | 내용 | 금액 |
|---------------|---------------------------|-------------------|
| 재정지출 삭감 | 공화당 지도부가 강경파 설득 위해 약속 | 최소 \$1.5조 달러 |
| 총 감세 규모 (잠재적) | 2017년 감세 유지 + 추가 감세안 포함 시 | 약 \$7조 달러 |
| 예산 증액 | 이민자 추방 작전, 국방비 등 | \$5,000억 달러 이상 |
| 이민자 추방 작전 예산 | 트럼프 행정부 공약 이행 관련 예산 | 약 \$1,750억 달러 |
| 현재 국가 부채 | 2025년 4월 기준 | 약 \$36조 달러 |
| 제안된 부채 한도 증액 | 하원 안 / 상원 안 | \$4조 달러 / \$5조 달러 |

자료: 국내외 주요 언론, 대신증권 Research Center

- 미국 하원 공화당은 당내 강경파의 반발로 표결이 지연되는 진통 끝에 예산 결의안을 통과
- 해당 법안은 현재 36조 달러에 달하는 국가 부채 상한선을 증액하여 추가적인 국채 발행을 가능하게 하며
- 2017년 도입된 감세 조치를 유지하고(향후 10년간 약 4.5조 달러 규모), 팁 소득 및 사회보장 소득에 대한 비과세 등 추가적인 감세안을 포함하여 총 감세 규모는 7조 달러에 달할 것으로 추정
- 공화당은 예산 결의안이라는 첫 관문을 통과하며 감세&부채한도 증액 타임라인을 시작, 하원과 상원은 각자의 예산 결의안을 바탕으로 단일 법안을 마련해야 하며, 최종 법안 통과까지는 수 주에서 수개월이 소요될 것으로 예상
- 한편, 공화당 내 이견(특히 상원에서 메디케이드 등 복지 예산 삭감에 대한 반발 가능성)과 민주당의 반대로 인해 상당한 진통이 예상

연준 위원들의 완화적인 스탠스. 금리인하 가까워지는 중

Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

[트럼프 vs 파월] “연준은 금리를 내려야 한다” vs “더 명확한 신호를 기다릴 것”

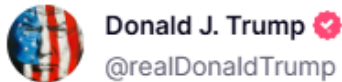
4월 16일 파월의장 발언. 관세 정책의 불확실성 강조

파월 연준의장:

- 연준 뜻은 **No**, 시장은 질서있게 기능, 혼란이 없다면 개입하지 않을 것
- 관세가 연준(Fed)의 이중 책무 달성 목표가 상충되는 상황을 유발할 수 있다
- 연준의 역할은 지속적인 인플레이션으로 전환되지 않도록 **기대 인플레이션을 고정시키는 것**
- 정책 기조 조정을 고려하기 전에 당분간 **더 명확한 신호를 기다릴 것**

자료: 국내외 주요언론, 대신증권 Research Center

트럼프, 금리인하 압박을 이어가는 중



- (4/17) 연준은 금리를 내려야 한다, ECB와 달리 연준은 항상 “너무 늦는다”
- (4/21) 파월이 지금 당장 금리를 인하하지 않는다면 경제 성장이 둔화될 수 있다
- (4/22) 파월을 해임할 의도는 전혀 없었다. 그가 금리를 적극적으로 인하하기를 바랄 뿐이며 지금이 완벽한 타이밍이다

자료: TruthSocial, 국내외 주요언론, 대신증권 Research Center

- 트럼프 대통령은 최근 파월 의장이 정치를 하고 있다고 비난하며, 본인이 원한다면 빠른 시일내에 해임할 수 있다며 파월을 압박하고 있음
- 트럼프는 SNS를 통한 압박 이후에도 지지들과의 브리핑을 통해 파월 의장이 금리를 내려야 함을 재차 강조
- 트럼프 이외의 백악관 관료들도 파월에 대한 압박 수위를 높이는 중
- 한편, 파월 의장은, 시장 기능이 정상적으로 작동하는 한 개입하지 않을 것을 천명
- 파월에 대한 트럼프 측의 금리 인하 압박은 앞으로도 지속될 것으로 예상

[연준 위원 발언] 말년병장 파월과 달리 트럼프의 눈치를 보는 연준 인사들

연준 주요 인사들의 발언은 유화적으로 변화

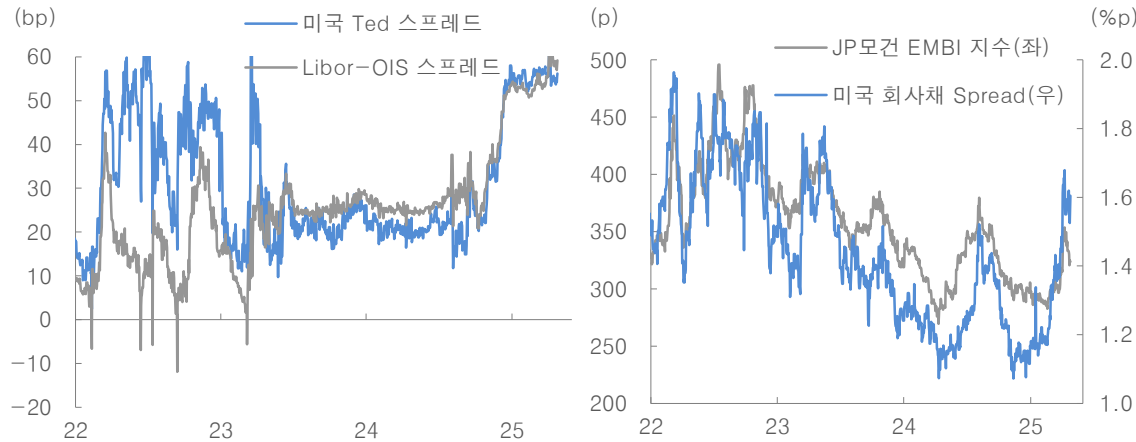
| 이름 | 날짜 | 주요 발언 내용 |
|-------------------|------|---|
| 크리스토퍼 월러 이사 | 4/14 | • 관세가 물가에 미치는 영향이 '일시적(transitory)'일 것 |
| | 4/23 | • 인플레이션이 초기에 급등 후 성장 둔화 및 실업률 증가로 하락 예상, <u>성장을 지원하기 위한 금리 인하가 필요</u> |
| | 4/24 | • '소프트 데이터' 중요성 강조. 관세로 기업 투자 동결, 해고 가능성 경고 |
| | | • <u>실업률 상승 시 금리 인하 의지 재확인</u> |
| 미셸 보우먼 이사 | 4/10 | • 관세 영향이 불분명하지만 <u>투자자 우려를 인정</u> • 규제는 효율적이고 효과적인 방식으로 접근해야 함 |
| 아드리아나 쿠글러 이사 | 4/22 | • 정책 전달 논의, 현 금리 유지 지지 재확인 (인플레 상방 위험 지속 시), 누적 정책 효과 모니터링 |
| 오스틴 굴스비 시카고 연은 총재 | 4/20 | • 관세 규모에 대한 불확실성과 기업들의 선제적 재고 축적 가능성 언급 • <u>여름철 경기둔화 가능성 제기</u> |
| 존 윌리엄스 부의장 | 4/17 | • <u>관세가 인플레이션을 높일 것으로 예상했지만, 일시적</u> 이며 기대 인플레이션이 안정적으로 유지되도록 보장해야 함 • 금리를 변경할 즉각적인 필요성을 느끼지 못하며, "좋은 위치에 있다" |
| 라파엘 보스틱 애틀랜타 연은총재 | 4/15 | • 관세 불확실성으로 인해 가계와 기업들이 대규모 투자를 보류 • 명확성이 확보될 때까지 현재의 정책 기조를 유지해야 함 |
| 수잔 콜린스 보스턴 연은 총재 | 4/11 | • 높은 관세는 금리 인하 지연 가능성 시사 • 시장 기능이나 유동성에 대한 우려가 있을 경우 <u>연준은 개입할 도구를 가지고 있으며 조치할 준비가 되어있음</u> |

- 한편, 내년 5월까지 임기를 1년여 남긴 파월 의장과 달리 다른 연준 인사들은 시장과 트럼프의 압력의 결과 점차 유화적인 발언들이 나오는 중
- 특히 파월의 후임으로 백악관 내부에서는 트럼프 전환 팀 경제 정책 자문으로 활동했던 케빈 워시(Kevin Warsh) 전 연준이사를 후임으로 고려중인 것으로 알려진 반면
- 연준 내부의 후보로는 현재 연준 이사인 크리스토퍼 월러와 미셸 보우먼이 거론된 바 있음
- 해당 인사들 뿐만 아니라 주요 인사들도 트럼프와 백악관의 영향을 받아 금리인하로 스탠스가 돌아서게 된다면 파월의 장에게도 압박이 될 수 밖에 없을 것

자료: Fed, 국내외 주요언론, 대신증권 Research Center

[위기 고조] 단기 유동성, 신용 리스크 지표 급등. CDS도 23년 하반기 이후 고점 도달

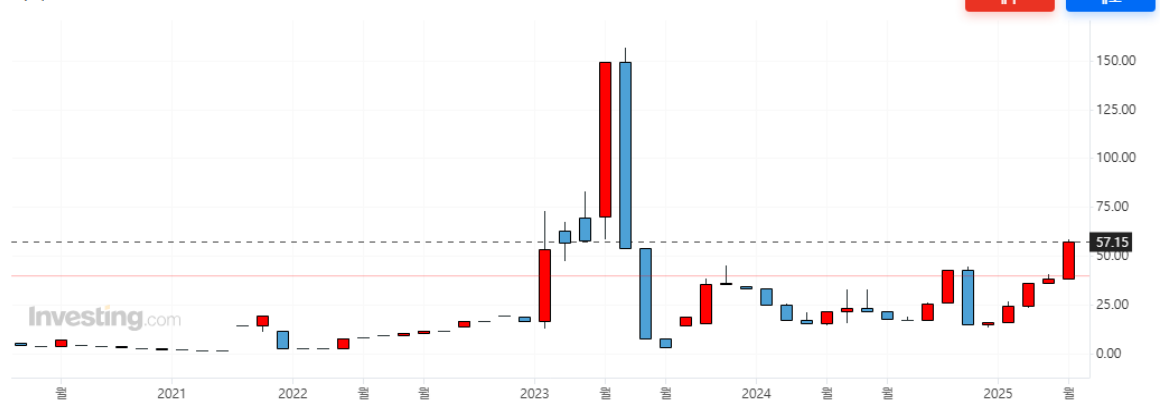
단기 유동성 불안 속에 미국 회사채 Spread와 EMBI지수 급등



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 CDS 전고점 넘어서... 23년과 같이 급등한다면? 연준 유동성 공급 가능

미국 CDS 1년물 USD ▲ 57.15 +1.36 (+2.44%)

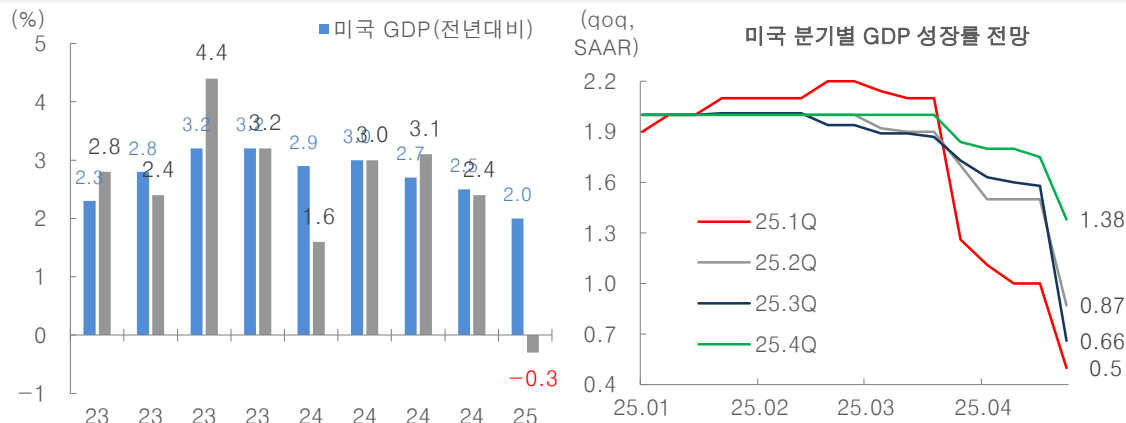


자료: Investing.com, 대신증권 Research Center

- 단기 금융시장의 신용, 유동성 위험을 가늠할 수 있는 Ted-Spread와 Libor-OIS Spread는 이미 코로나19 이후 최고치를 경신하기 시작
- 미국 회사채 스프레드는 3월말대비 단숨에 20bp 급등, 24년 수준에 근접
- EMBI 지수 또한 최근 24년 고점을 상회, 23년 고점 수준에 근접
- 가능성은 낮지만, 경기침체, 물가 불안을 넘어 신용 불안을 자극할 수 있는 변화
- 22년, 23년 당시 연준의 과격함 금리인상 여파로 단기 유동성 불안이 가중되었던 상황
- 그 결과 23년 4월에는 미국 CDS 1년물 기 폭등을 하면서 미국 경기침체, 신용 불안 증폭
- 결국, 23년 4월에 연준이 단기 유동성 창구를 열어 유동성을 공급하며 진정시켜 줌
- CDS 하락 반전 여부가 글로벌 금융시장 안정, 증시 추세 반전을 가늠할 수 있을 것

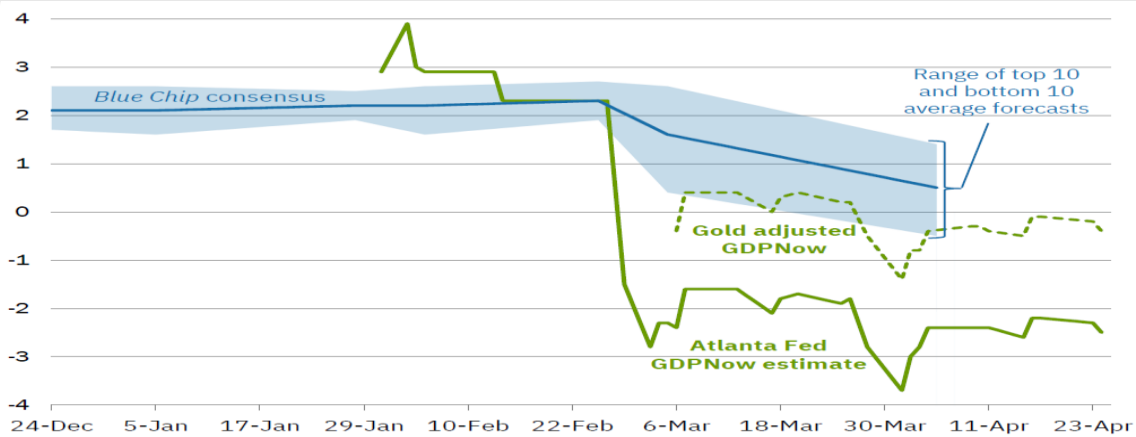
[미국 GDP] -0.3%로 22년 1분기 이후 첫 역성장. 이미 역성장을 예상했던 상황, 전년대비로는 2% 성장

1분기 GDP, 전분기대비 연율 기준 0.3% 역성장. 하지만, 전년대비로는 2% 성장



자료: 미국 상무부, Bloomberg, CEIC, 대신증권 Research Center

2월말 이후 아틀란타 연은의 GDP Now는 미국 1분기 역성장을 반영해왔던 상황

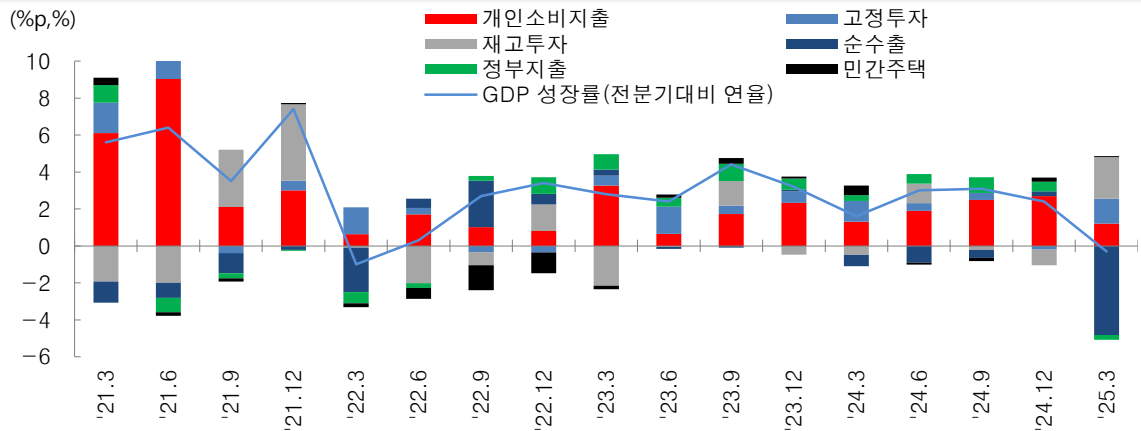


자료: 아틀란타 연은, 대신증권 Research Center

- 미 상무부가 발표한 1분기 미국의 국내 총생산(GDP) 증감률(속보치)이 전분기 대비 연율 -0.3%로 집계. 미국 경제가 분기 기준으로 역성장한 것은 지난 2022년 1분기(-1.0%) 이후 3년 만
- 시장은 이같은 수치가 나온 직후 미국 경제의 둔화 가능성을 우려했지만 이후 주요 지수는 회복세를 보였고 결국 다우존스와 S&P500은 상승 마감. 시간이 흐를수록 보고서에 담긴 미국 경제의 기초 체력을 재평가한 결과
- 1분기 GDP에서 이같은 '민간 지출' 혹은 '국내 민간 구매자에 대한 최종 판매'는 연율 3.0% 증가해 지난해 4분기(2.9%) 보다 오히려 상승폭이 커짐
- 관세부과가 시작된 4월 수치가 중요하겠지만, 현재 시장은 2월말부터 미국 경기 침체, 스태그플레이션 우려를 선반영해 왔음
- 1분기 GDP 성장률 확인만으로도 경기 침체 우려는 빠르게 완화될 전망

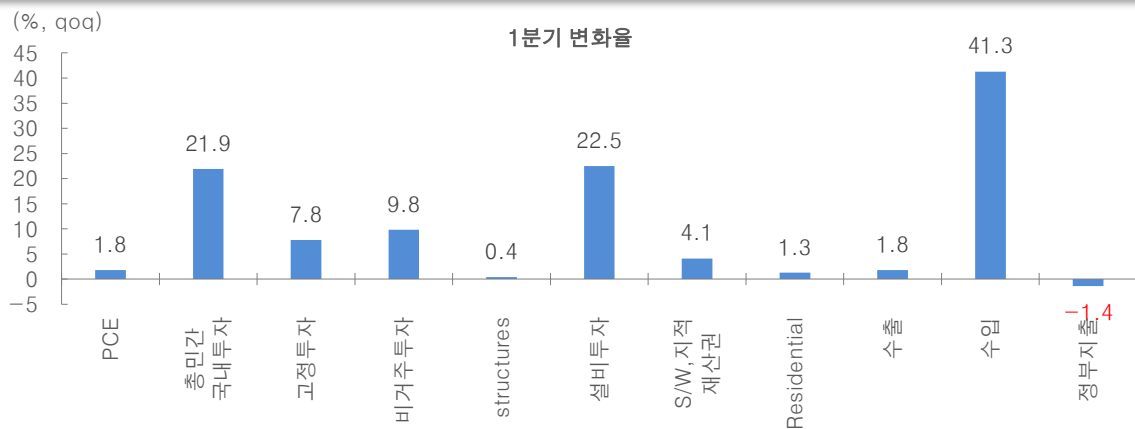
[미국 GDP] 순수출이 -4.85% 끌어내렸고, 정부지출도 -0.25%악화. 소비, 투자 여전히 견조

견조한 소비와 투자. 역상정의 원인은 순수출과 정부지출



자료: 미국 상무부, Bloomberg, CEIC, 대신증권 Research Center

소비는 견조, 투자는 급증. 문제는 수입 폭증과 정부지출 마이너스

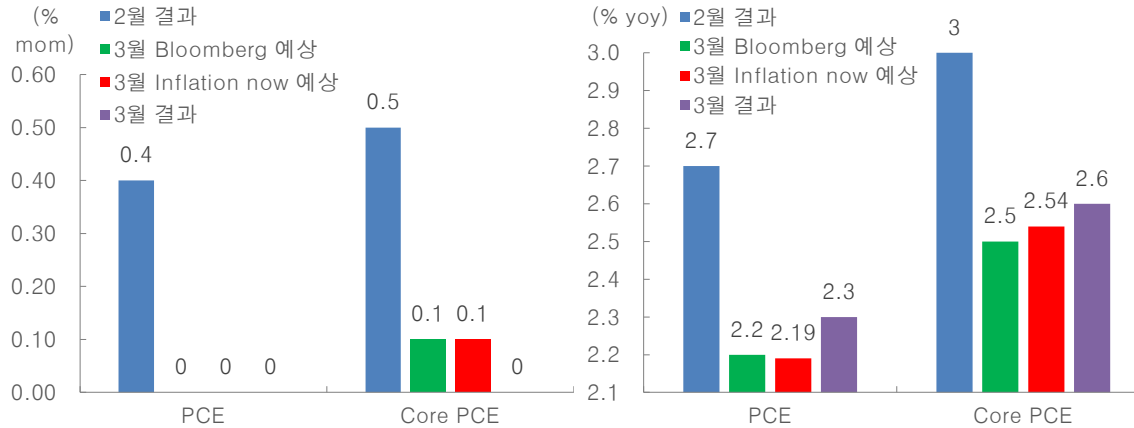


자료: 미국 상무부, Bloomberg, CEIC, 대신증권 Research Center

- 무역 적자가 커진 것이 GDP 감소에 주된 원인. 1분기 중 수출이 1.8% 증가한 반면 수입은 41.3%나 급증하면서 순수출이 GDP성장률을 4.85%나 끌어내림
- 특히 상품 수입이 50.9% 급증. 기업들이 관세 시행 전 재고 확보를 위해 수입을 크게 늘린 것이 성장률 하락의 주된 배경으로 작용
- 1Q GDP는 최악의 상황이 아니라고 판단
- 적어도 1분기까지는 미국 경제를 떠받치는 민간의 수요는 호조를 보였다는 점
- 경제가 둔화될수록 트럼프 대통령의 관세 정책 강도도 낮아질 수 있다는 기대감
- 전체 GDP 성장률이 마이너스로 돌아서면서 연방준비제도(Fed·연준)의 금리인하 가능성이 더 커질 수 있음

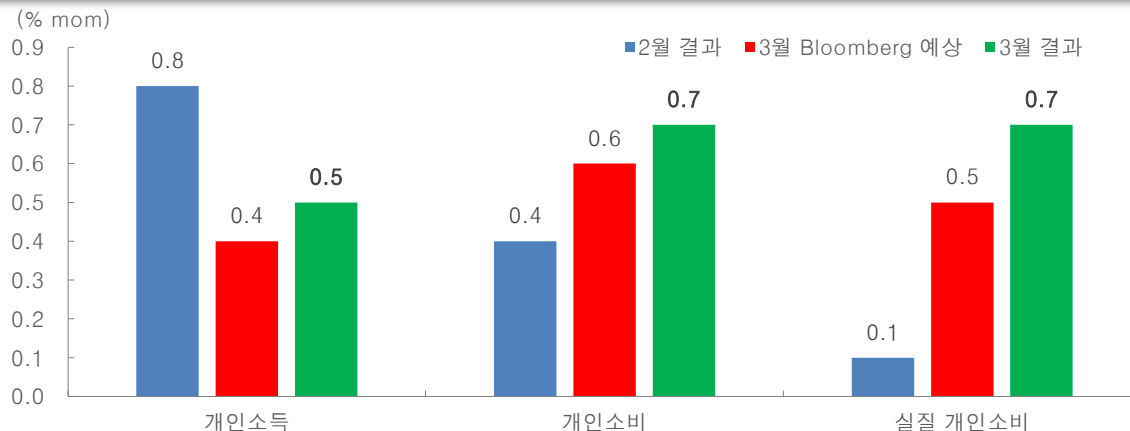
[PCE, 소득, 소비] 물가 둔화 지속. 개인 소득과 소비는 예상 상회

3월 PCE 전월대비 0% 상승(20년 4월 이후 최저). 전년대비도 큰 폭으로 레벨다운



자료: 미시간대, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

개인 소득, 소비는 모두 예상치 상회

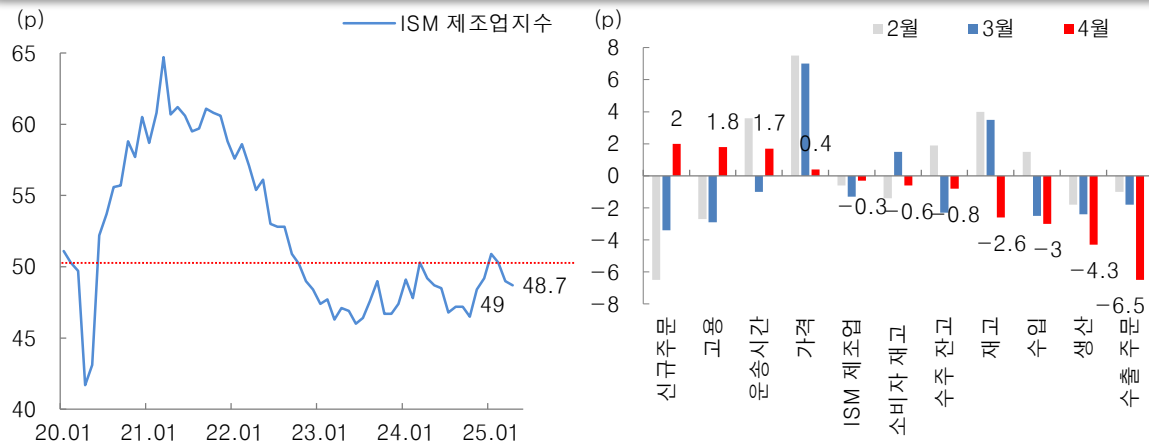


자료: 미국 상무부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 3월 근원 PCE 가격지수 전월대비 보합(+0.0%)을 기록, 2020년 4월의 -0.3% 이후 5년 만에 가장 낮은 상승률. 전년대비로는 2.6% 상승. 예상보다 소폭 높은 수준이지만, 2021년 3월(2.2%) 이후 최저
- 헤드라인 PCE 가격지수도 전달 대비 보합으로 2020년 4월의 -0.4% 이후 가장 낮은 상승률 기록. 전년대비 2.3% 상승하며 예상보다 높은 것으로 확인
- 다만, 2월 PCE물가가 상향조정. 당초 2월 PCE와 Core PCE는 전월대비 0.3%, 0.4%, 전년대비 2.5%, 2.8%였지만, 이번 수정치는 0.4%, 0.5%, 2.7%, 3%로 전월 대비 수치는 0.1%p, 전년대비 수치는 0.2%p 상향조정된 것
- 관세가 3월 인플레이션 지표에는 반영되지 않았지만, 전반적인 물가 하방 압력 확대는 확인
- 특히, 개인 소득과 소비 모두 전월대비 큰 폭으로 개선되었음에도 불구하고 물가 둔화가 확인되었다는 점은 긍정적
- 관세 영향은 불가피하겠지만, 소비 둔화가 가시화될 경우 물가 상승압력은 제한적일 전망

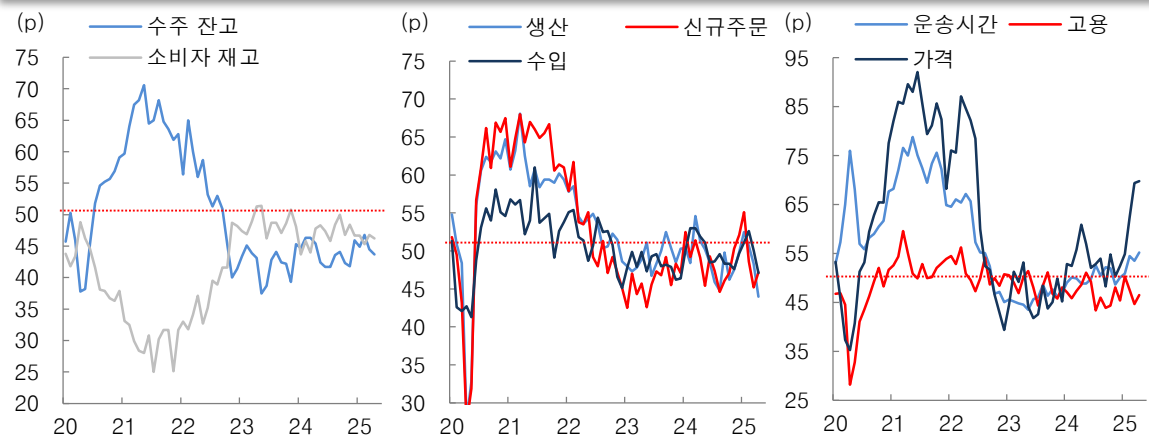
[ISM 제조업] 전월대비 둔화되었지만, 예상보다는 양호. 신규주문을 제외한 생산활동 약화

1월 제조업 PMI 50.9로 예상 상회, 신규주문, 생산, 수입, 수출 호조 지속



자료: ISM, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

신규주문 반등. 하지만, 생산, 수입, 수출주문 급감. 가격 상승 폭은 둔화

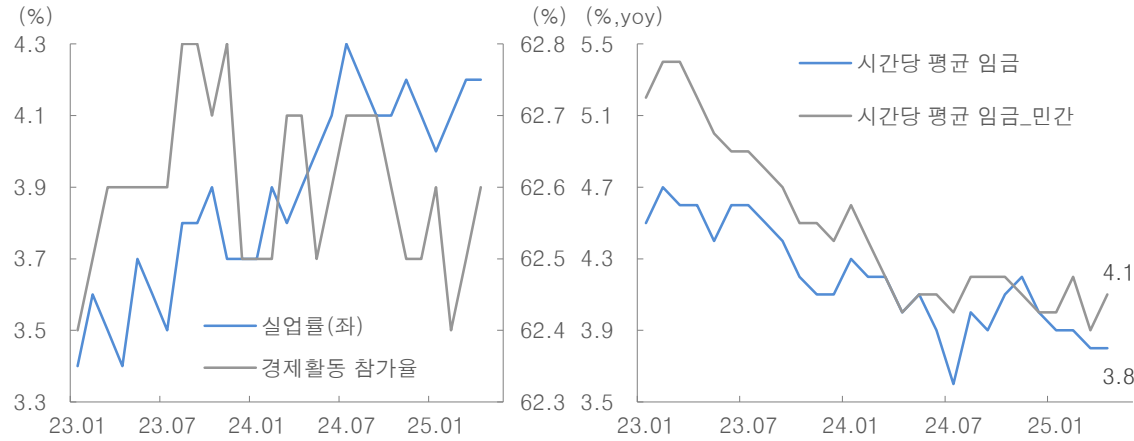


자료: ISM, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 4월 ISM 제조업 지수는 48.7로 전월의 49.0보다 0.3포인트 낮아진 수치로 2개월 연속 위축. 예상치(48)는 상회
- 신규 주문 지수는 47.2로 3월의 45.2보다 소폭 상승했지만, 여전히 위축 구간. 생산 지수는 44.0으로 3월의 48.3 대비 4.3포인트 하락하며 낙폭이 더 커짐
- 고용 지수는 46.5로 3월의 44.7보다 개선됐지만 역시 기준선 아래
- 가격 지수는 69.8을 기록해 전월의 69.4보다 상승. 이는 원자재 가격 상승 압력이 여전히 강하다는 점을 시사
- 수출 주문 지수는 43.1로 3월의 49.6에서 급락하며 위축 흐름이 더 짙어짐. 수입 지수도 47.1로 직전월의 50.1에서 하락하며 다시 위축 국면에 진입
- 공급업체 납기 지수는 55.2로 50을 넘어서며 납품 지연 현상이 확산됐음을 반영
- 제조업 경기 회복이 여전히 불안정한 상황. 관세 영향으로 생산과 수출 수요의 부진이 뚜렷하게 나타난 것
- 기업들은 불확실한 수요 상황에 대응하기 위해 재고를 조정하고 있고 공급업체들도 관세 부담과 비용 압박을 반영하고 있는 상황

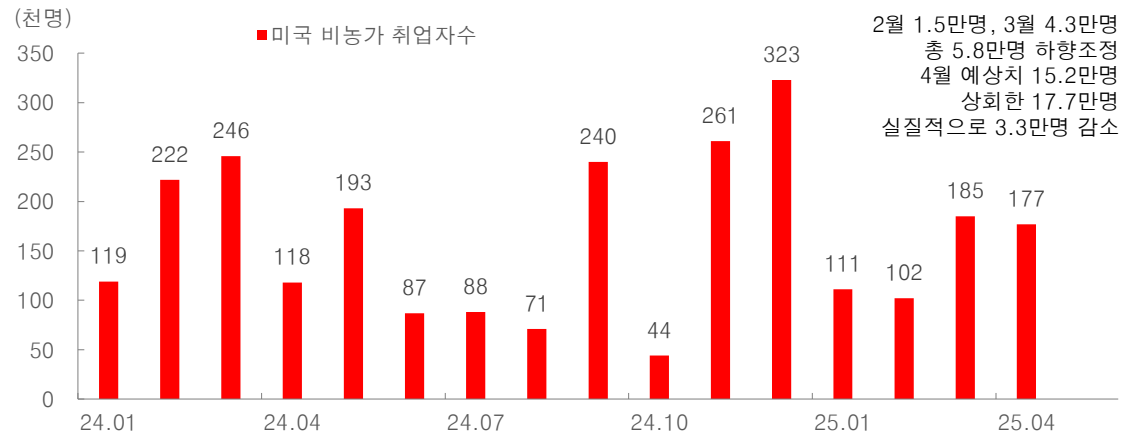
[미국 고용] 여전히 견조해 보이는 미국의 노동시장, 하지만...

실업률 4.2%로 정체, 예상 부합. 임금 상승률도 정체



자료: US BLS, CEIC, 대신증권 Research Center

비농가 취업자수 예상보다 높은 17.7만명이었지만, 실질적으로는 3.3만명 감소

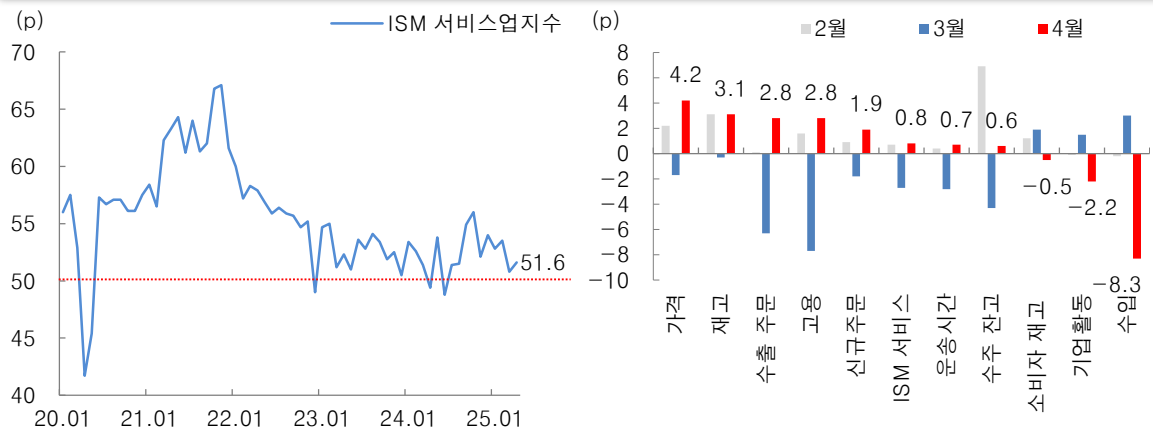


자료: US BLS, CEIC, 대신증권 Research Center

- 4월 비농업 부문 고용이 계절조정 기준
으로 17.7만개 증가. 3월 수정치(18.5만
개)보다는 낮지만, 예상치인 15.2만개를
크게 웃돈 수치. 최근 12개월간 월평균
증가치(15만2000개)와 유사한 수준
- 다만, 2월 1.5만명, 3월 4.3만명, 총 5.8
만명 하향조정됨에 따라 고용 호조는 제
한적이라고 판단
- 산업별로 보건 의료(5만1000개), 운송·
창고업(2만9000개), 금융업(1만4000개),
사회복지(8000개)에서 고용 증가. 반면
연방정부 고용은 9000명 감소. 1월 이후
정부 고용은 2만6000개가 줄어드는 데
그침. 이는 유급휴가나 퇴직수당을 받고
있는 직원들이 여전히 고용된 것으로 집
계되기 때문
- 실업률은 예상대로 4.2%를 유지하며 고
용시장이 안정적인 모습. 미국의 실업률
은 지난해 5월 이후 4.0~4.2% 범위내에
서 유지. 여전히 역사적으로 낮은 수준
- 시간당 평균 임금이 전월보다 0.2% 증가,
예상치(0.3%) 하회. 전년대비 3.8%로, 예
상보다 0.1%p 낮고, 24년 7월 이후 최저

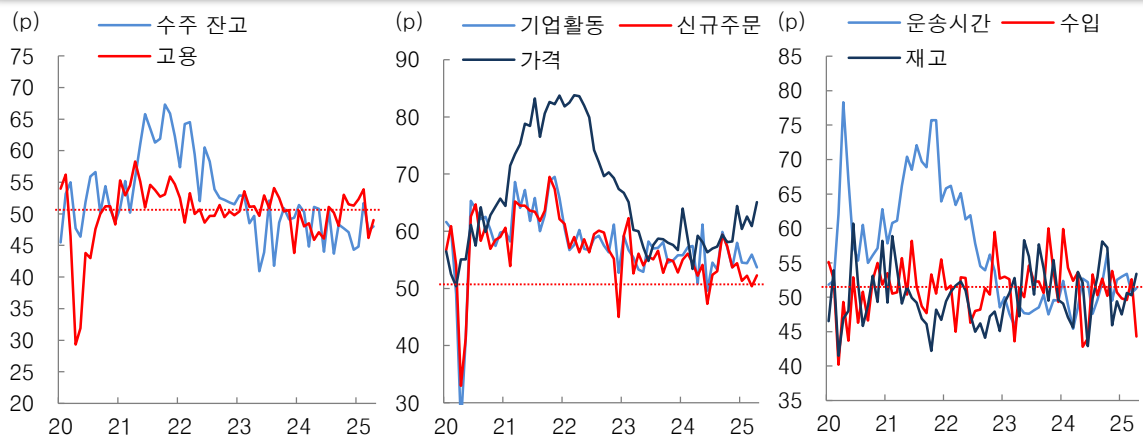
[ISM 서비스업] 예상 외의 반등. 하지만, 가격, 재고 급등세는 부담. 수입 급감으로 관세 영향 반영

4월 서비스업 PMI 51.6으로 예상(50.2)밖의 반등. 가격, 재고 강한 반등. 수입 급감



자료: ISM, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

주춤했던 가격 상승폭 확대, 전고점 돌파. 관세 여파로 수입 급감

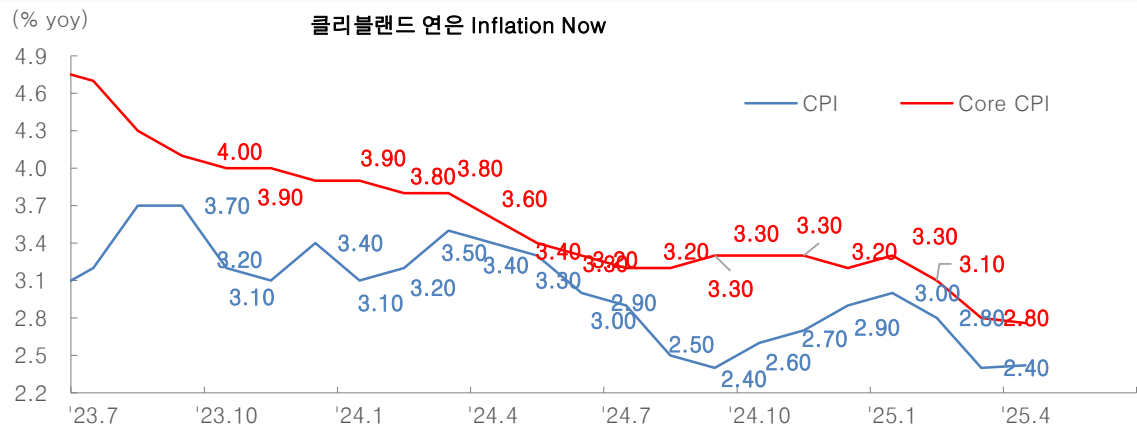


자료: ISM, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 4월 ISM 서비스업 지수는 51.6으로 지난 달 50.8에서 상승. 컨센서스가 50.2였음을 감안할 때 예상 밖의 반등. 하지만, 세부 지표는 부정적인 내용이 많음
- 투입물 가격 지수가 약 2년 만에 최고치를 기록해 관세 조치로 인한 인플레이션 압력이 높아졌음을 시사
- 신규 수주 지수는 52.3으로 전월 50.4에서 상승했고, 재고지수도 상승. 또한 공급업체 납품지수도 51.3으로 전월 50.6에서 상승. 납품이 지연되고 있는 것
- 투입 가격 지수는 65.1로 2023년 1월 이후 최고치를 기록. 전월은 60.9
- 공급업체들의 납기가 길어지는 것은 보통 경기 호조와 관련이 있지만, 현재 상황에서는 관세 부과를 피하기 위한 수요 급증으로 인한 영향으로 파악
- 한편, 고용지수는 49.0으로 전월 46.2에서 상승
- 전반적으로 관세정책으로 인한 선수요가 여전하지만, 수입 급감, 가격 상승 등으로 향후 경기와 물가 불확실성이 여전함을 보여줌

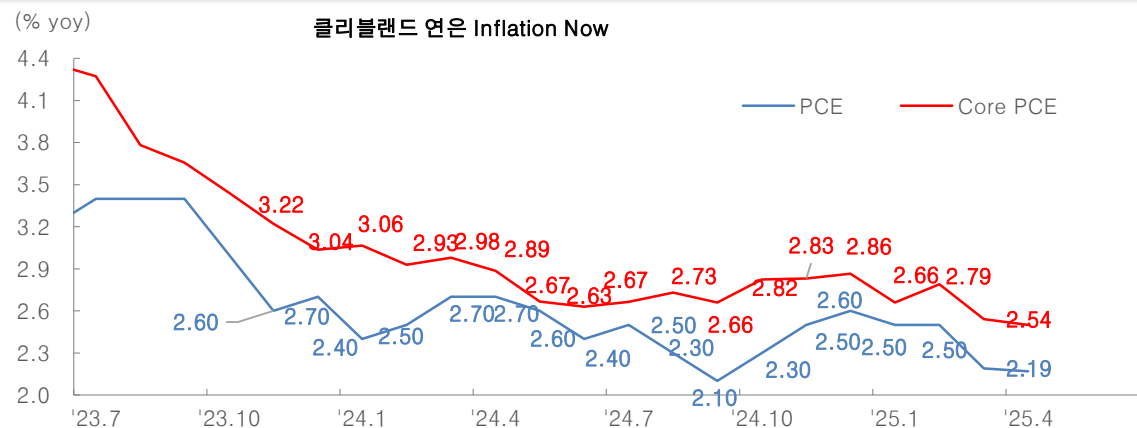
[물가 전망] 3월 CPI, PCE 동반 둔화 이후 하향안정 예상

3월 CPI 둔화, 4월에도 하향안정 예상



자료: 미국 상무부, 클리블랜드 연은, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

PCE도 2%대 초반 진입, Core PCE 둔화 예상

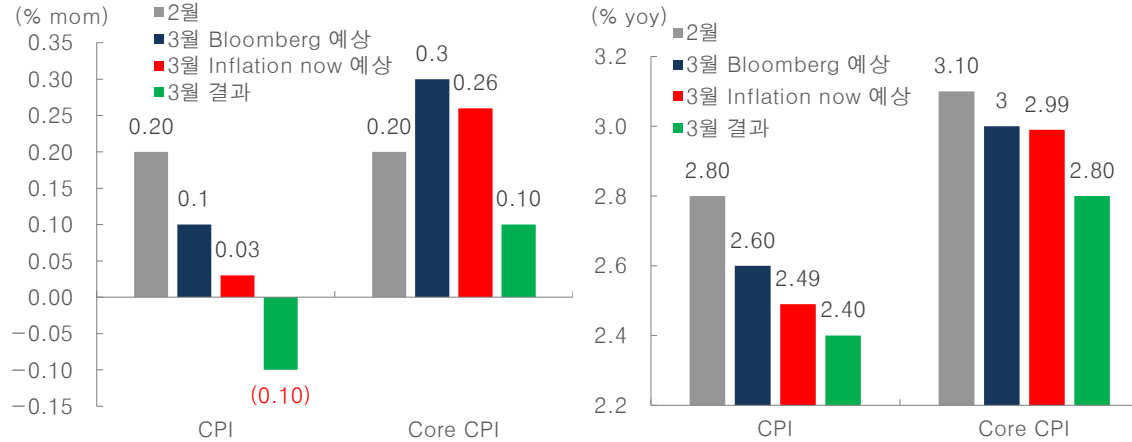


자료: 미국 상무부, 클리블랜드 연은, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 클리블랜드 연은의 Inflation now 기준 물가 전망은 12월, 1월을 정점으로 둔화 예상
- CPI는 3월 2.4%로 2월 2.8%대비 큰 폭으로 둔화되었고, Core CPI도 2월 3.1%, 3월 2.8%로 둔화
- PCE와 Core PCE는 12월 2.6%, 2.8%를 정점으로 3월 PCE는 2.19%, Core PCE는 2.54%까지 레벨다운 전망
- 일회성 요인 완화와 연말 소비시즌 이후 미국 경기 둔화가 가시화됨에 따라 예상보다 물가 안정 폭이 커질 수 있음
- 이 경우 스태그플레이션 한 축인 물가 불안이 빠르게 진정되면서 금리인하 기대 강화와 함께 채권금리, 달러화 및 증시 안정성 확대 예상

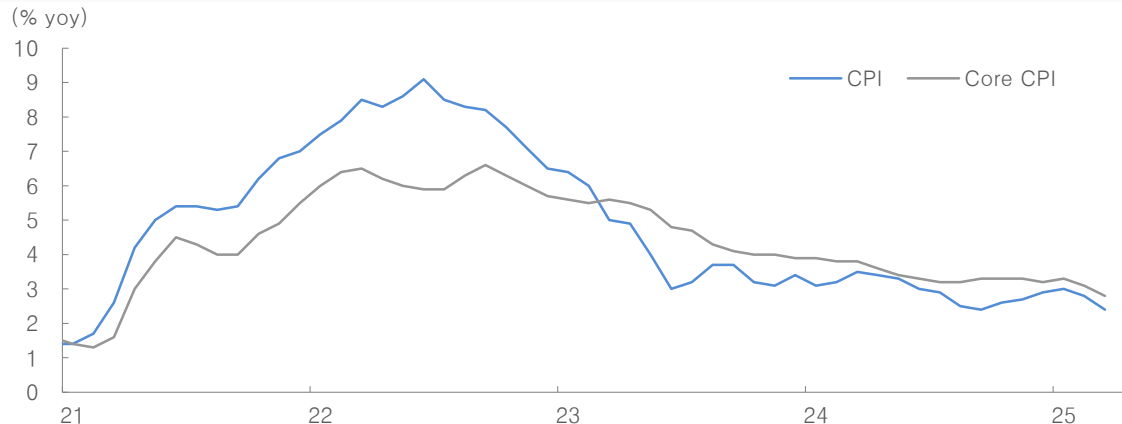
[3월 CPI] 물가 둔화, 예상 하회로 인플레이션 우려 완화, 경기 우려는 여전

예상치를 크게 하회한 CPI와 Core CPI



자료: 미국 노동부, 클리블랜드 연은, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

4년만에 가장 낮은 물가 수준

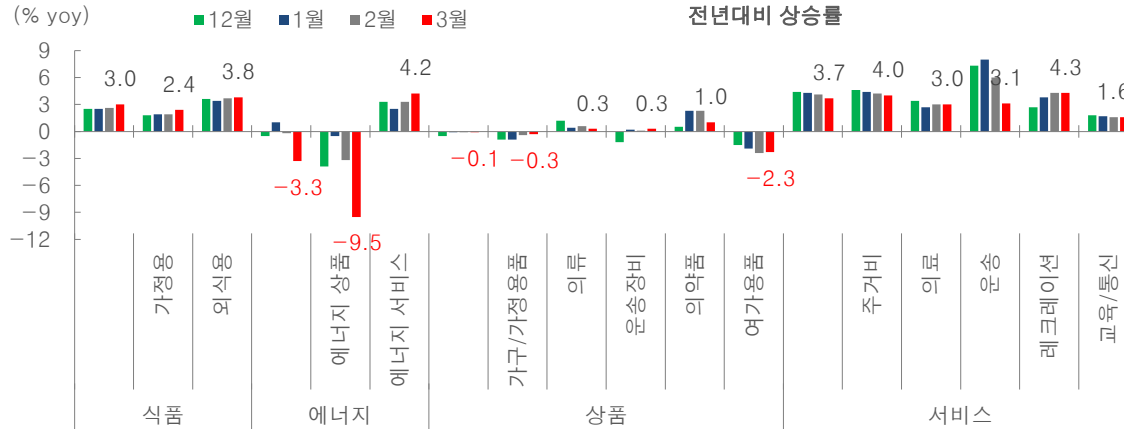


자료: 미국 노동부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 3월 소비자물가지수(CPI)는 전년 동월 대비 2.4% 상승하여 예상치(2.5%)와 전월치(2.8%)를 하회, 2021년 3월 이후 최저 기록
- 전월 대비로는 0.1% 하락하여 2020년 5월 이후 첫 월간 하락세를 기록
- 근원 CPI는 전년 동월 대비 2.8% 상승하며 2%대 진입, 2021년 3월 이후 최저 기록.
- 전월 대비로는 0.1% 상승하여 예상치(0.3%) 하회. 헤드라인 및 근원 CPI 둔화 추세 뚜렷
- 이번 물가지표는 관세 정책과 불확실성이 본격화되기 이전인 3월 상황을 반영하므로, 최근 정책 변화(관세 부과, 상호 관세 유예 등)를 고려할 때 데이터의 '의성'이 떨어진다는 지적
- 그럼에도 이번 물가지표는 인플레이션 압력이 완화되고 있음을 시사. 스태그플레이션으로 인해 연준의 금리인하 대응 여력이 사라지는 최악의 물가 시나리오는 피할 수 있게 되었음
- 오히려 예상을 크게 하회한 물가가 경기 우려를 일부 자극, 연준 통화정책을 자극할 요소가 될 수 있을 것

[3월 CPI] 유가 급락 반전, 주거비 둔화 지속 영향으로 물가 안정세 뚜렷

CPI 항목별 변화율. 유가 급락 반전, 주거비 둔화 지속



자료: 미국 노동부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

CPI 항목별 상승 기여도. 유가 급락 반전, 주거비 둔화 지속

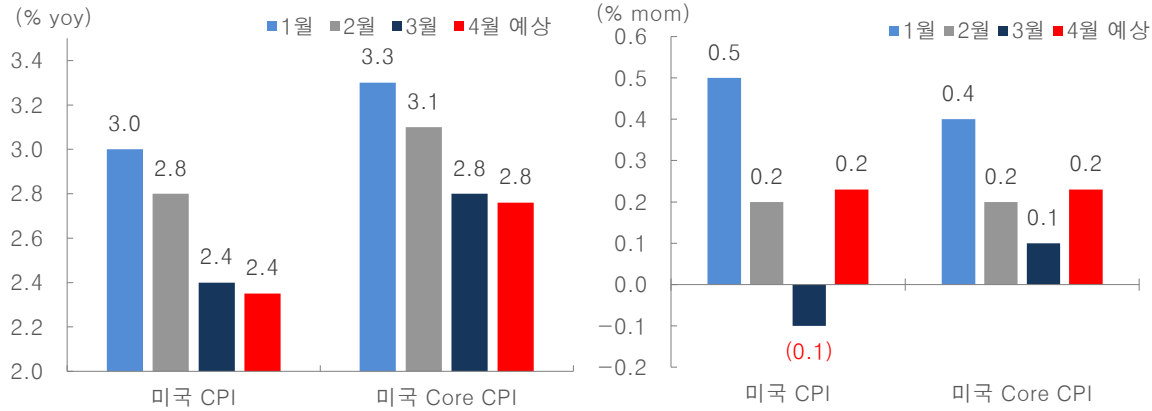


자료: 미국 노동부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 에너지는 전달 대비 2.4% 급락. 2023년 5월(-2.5%) 이후 가장 큰 폭 하락. 휘발유가 6.3% 하락 영향. 22년 12월(-8.1%) 이후 최저
- 식품은 0.4% 상승. 외식이 0.4%, 가정식이 0.5% 각각 올랐기 때문. 근원 개인소비지출(PCE)의 구성요소 가운데 하나인 외식비는 2개월 연속 0.4% 상승
- 의료서비스는 0.2% 상승. 병원 서비스는 1.1%, 진찰료는 0.3% 각각 상승
- 주거비는 0.2%, 교통비는 0.5% 각각 상승. 주거비의 경우 지난해 6월(0.2%) 이후 가장 낮은 수준. 1년 전 같은 기간 대비로는 4.0% 올랐는데, 이는 지난 2021년 11월(3.9%) 이후 가장 낮은 상승 폭
- 항공료는 전달 대비 5.3% 급락. 2021년 9월(-6.6%) 이후 최저. 자동차보험료(-0.8%), 처방 약(-2.0%)도 내려감
- 3월 CPI는 미국이 주요국을 상대로 철강과 알루미늄에 25%의 관세를 부과한 것이 반영. 중국에 대한 추가 관세 20% 영향도 있음
- 10% 보편관세 영향은 불가피하지만, 상호관세는 '90일 유예'로 물가 불안심리 정점 통과 예상

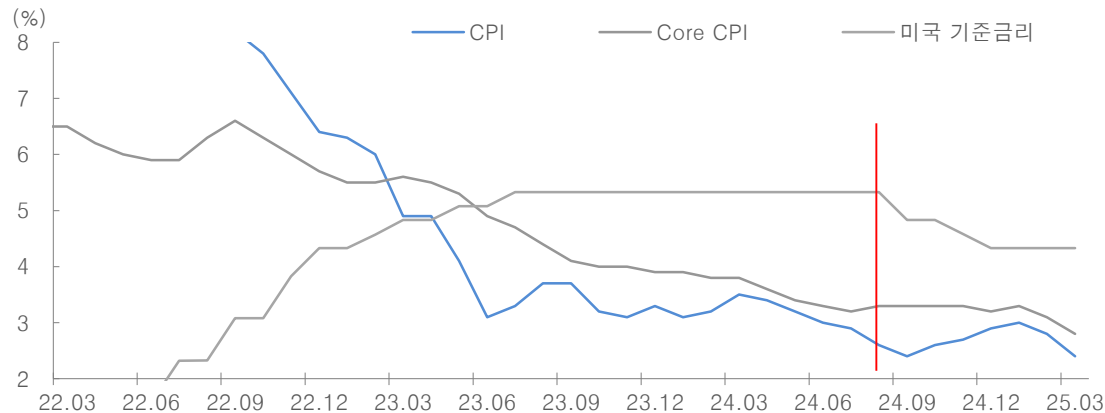
[4월 CPI] 관세로 인한 스태그플레이션 우려 완화된다면 완화적 통화정책 재개 가능

클리블랜드 연은 예측, 4월 CPI, Core CPI, 전년대비 둔화 예상



자료: 미국 상무부, 클리블랜드 연은, CEIC, 대신증권 Research Center

24년 9월 FOMC, 8월 CPI YoY 2.6%, Core CPI 3.3% 확인한 뒤 금리인하 시작

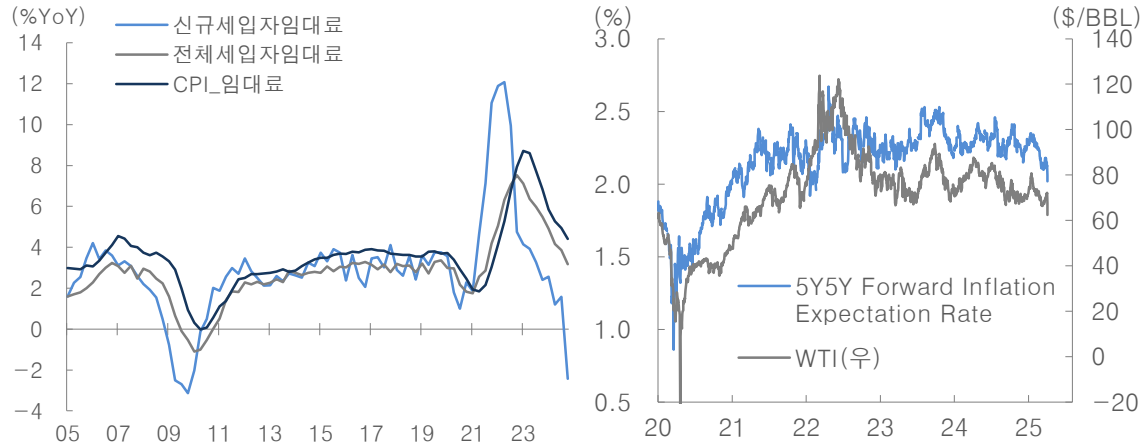


자료: 미국 상무부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 3월 물가지표는 관세 정책과 불확실성이 본격화되기 이전인 3월 상황을 반영하지만, 인플레이션 압력이 완화되고 있음을 시사
- 클리블랜드 연은의 Inflation NowCasting은 보편관세 10%와 대중국 관세가 부과된 4월에도 물가가 반등하지 않는 것으로 예측
- 지난해 9월 연준은 8월 CPI 2.6%를 확인한 뒤 9월 FOMC에서 금리를 인하하기 시작한 바 있음
- 3월 PCE물가의 둔화에 이어, 4월 물가까지 안정적으로 유지된다면 금리인하 필요성에 대한 논의가 재점화될 수 있음
- 파월과 트럼프의 신경전이 단기 변동성으로 작용할 수 있으나, 물가둔화 방향성이 확인된다면 파월의 설득력이 점차 약해질 것, 중요한 포인트는 통화정책 재개의 방향성이 점차 가시화된다는 것
- 선수요로 비축한 재고로 물가반영이 지연될 수 있다는 반론은 있으나, 예상을 하회한 물가는, 연준 통화정책을 자극할 요소가 될 수 있을 것

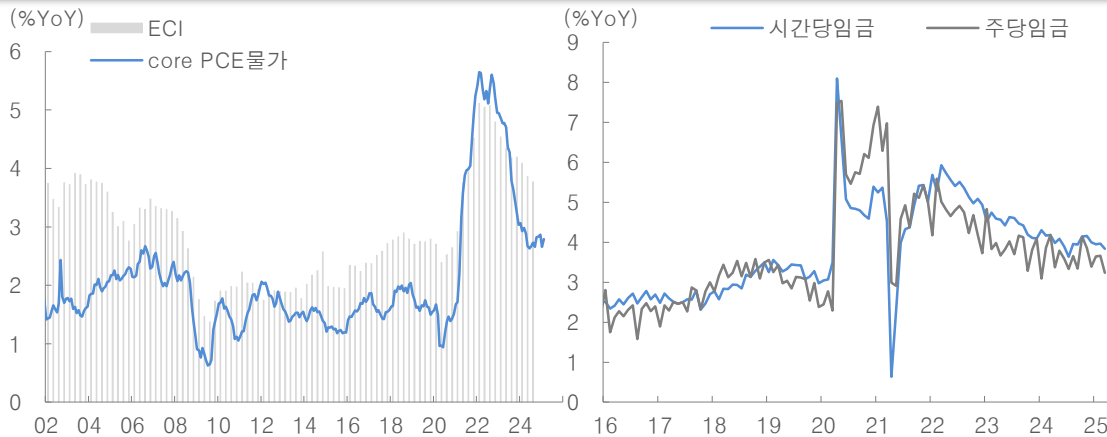
[물가전망] 관세로 인한 등락은 감안하더라도 물가 상승국면 전개 가능성 낮아

임대료 둔화(신규 마이너스) 지속, 유가 하향안정 = 기대 인플레이션 안정



자료: 미국 노동부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

물가의 추세적인 상승은 고용비용이 증가세일 때



자료: 미국 노동부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 관세로 인한 물가 상승 우려가 여전히 큰 상황
- 하지만, 물가의 추세적인 상승국면은 고용비용이 추세적으로 상승하고, 고공행진하는 국면에서 나타남
- 현재는 노동수요가 둔화 중이고, 임금 상승률 또한 둔화를 이어가는 상황
- 한편, 여전히 물가 상승 기여도가 높은 주택 물가도 하향안정세를 이어갈 전망
- 임대료 둔화세가 지속되는 가운데 신규 임대료가 마이너스 증가세를 기록하고 있어 상당 기간 동안 주거비 둔화가 지속될 전망
- 경기 둔화, 무엇보다 서비스 경기 둔화 국면에서는 유가 안정으로 인한 기대인플레이션 둔화, 실질 물가 안정에 기여할 수 있음
- 관세로 인해 물가 둔화 국면이 더디거나 레벨이 다소 높아질 수 있지만, 물가가 추세적으로 상승해 통화정책에 영향을 줄 가능성은 낮다고 판단

[미국 채권금리] 4.5%까지 반등 이후 3.8%를 향하는 하향안정 예상. 관건은 채권금리 하락의 이유

미국채 10년물 월간 차트. 중요 분기점 하향이탈, 3.8%까지 추가 하락 가능



자료: 대신증권 Research Center

미국채 10년물 주간 차트. 4.5% 도달 이후 다음은 3.8%를 향하는 흐름 예상



자료: 대신증권 Research Center

- 미국 경기불안과 물가 안정 영향으로 하락하던 미국채 10년물이 경기 침체와 트럼프 관세 쇼크 영향으로 4%를 위협하는 수준까지 급락
- 금리인하 시장 컨센서스가 빠르게 하락 (비둘기파적)하면서 미국채 10년물 4.0% 대 하회
- 문제는 금리 하락의 원인. 최근 금리하락은 경기 침체, 트럼프 관세 쇼크 영향임에 따라 증시에 악재로 인식
- 4월 채권금리 급등은 미국 신용과 단기 유동성 불안 속에 미국채 매도 압력이 커졌기 때문
- 경기 침체 우려가 완화되고, 트럼프 관세 쇼크가 진정될 경우 채권금리는 4.5%를 저항으로 3.8%대까지 하향안정세를 이어갈 전망
- 미국 경기 둔화는 불가피하지만, 물가 안정 변수가 유입될 경우 채권시장에 대한 경계심리와 수급 개선이 전개되면서 단기 등락 이후 미국채 10년물은 3.8% 수준(상반기 목표)까지 레벨다운될 것으로 예상
- 경기 불안심리가 진정되는 가운데 물가 안정에 근거한 금리인하 기대 강화가 증시에 우호적일 것

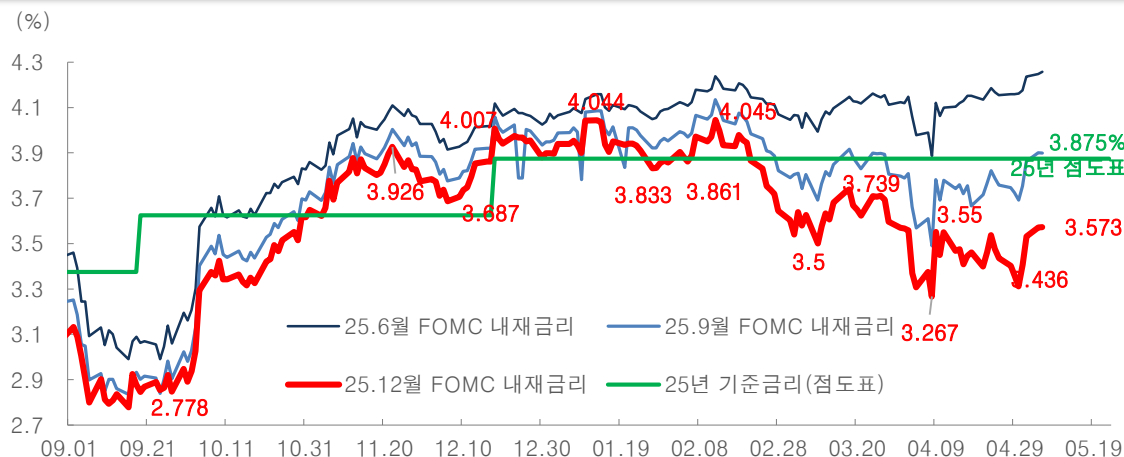
[통화정책 컨센서스] 연내 3회 금리인하 기대. 불안심리 진정되면서 오히려 과도했던 금리인하 기대 정상화

25년 3번, 26년 2번 금리인하 예상(점도표 2회씩). 연준 점도표보다 비둘기파적

| MEETING DATE | 200-225 | 225-250 | 250-275 | 275-300 | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 2025-05-07 | | | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 2.4% | 97.6% |
| 2025-06-18 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.6% | 27.7% | 71.7% |
| 2025-07-30 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.4% | 18.0% | 55.9% | 25.8% |
| 2025-09-17 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.3% | 14.1% | 47.6% | 32.3% | 5.6% |
| 2025-10-29 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.2% | 8.6% | 34.2% | 38.5% | 16.4% | 2.3% |
| 2025-12-10 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 6.1% | 26.5% | 37.2% | 23.0% | 6.5% | 0.7% |
| 2026-01-28 | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 2.6% | 14.4% | 30.9% | 31.4% | 16.2% | 4.1% | 0.4% |
| 2026-03-18 | 0.0% | 0.0% | 1.2% | 7.8% | 21.7% | 31.1% | 24.7% | 10.9% | 2.5% | 0.2% |
| 2026-04-29 | 0.0% | 0.3% | 2.7% | 11.1% | 23.9% | 29.6% | 21.4% | 8.9% | 1.9% | 0.2% |
| 2026-06-17 | 0.1% | 1.0% | 5.0% | 14.6% | 25.5% | 27.3% | 18.0% | 7.0% | 1.5% | 0.1% |
| 2026-07-29 | 0.2% | 1.6% | 6.4% | 16.2% | 25.7% | 25.9% | 16.4% | 6.2% | 1.3% | 0.1% |
| 2026-09-16 | 0.5% | 2.5% | 8.3% | 18.0% | 25.8% | 24.1% | 14.4% | 5.2% | 1.0% | 0.1% |
| 2026-10-28 | 0.5% | 2.4% | 8.1% | 17.7% | 25.5% | 24.2% | 14.7% | 5.5% | 1.2% | 0.1% |
| 2026-12-09 | 0.2% | 1.3% | 4.9% | 12.3% | 21.1% | 24.9% | 20.0% | 10.7% | 3.6% | 0.7% |

자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

12월 FOMC 내재금리 3.4 ~ 3.5%대에서 등락. 공포심리 진정 영향



자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

- 연이은 경제지표 부진으로 정상화되었던 통화정책 컨센서스가 스태그플레이션 우려 고조, 트럼프 관세정책 쇼크 영향으로 비둘기파적인 스탠스 강화
- 하지만, 상호관세 유예, 연준의 위기시 대응 가능 발언 등의 영향으로 통화정책 컨센서스는 오히려 정상화
- 고용지표 호조로 연내 3회 금리인하 기대로 후퇴했지만, 26년 금리인하 컨센서스는 연내 2회로 연준의 점도표(2회)로 회귀
- 트럼프 관세정책 쇼크에 시달리는 동안 3.3%까지 급락했던 25년 12월 FOMC 내재금리도 3.4 ~ 3.5% 수준에서 등락
- 4월초 고용지표 호조가 반영되지 않고 있을 정도로 시장에서는 경기침체 공포만을 반영하고 있는 상황에서 벗어나면서 과도했던 통화정책 기대 정상화
- 10일 CPI 둔화, 예상치 하회를 확인하고 경기 불안심리가 진정되면서 스태그플레이션 우려가 후퇴하는 가운데 금리인하 기대 이유 경기침체가 아닌 물가 안정으로 전환된다면 시장은 빠르게 정상화될 수 있을 전망

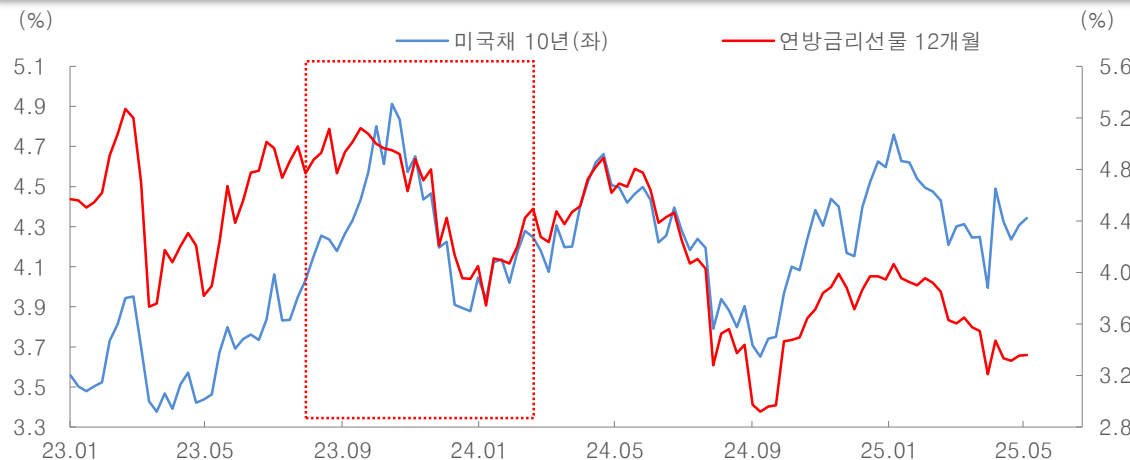
[채권금리 등락 분석] 23년 8월 ~ 10월 채권금리 급등, 11월, 12월 채권금리 레벨다운 국면과 유사

23년 8월 ~ 12월 채권금리 급등락 국면과 유사한 흐름 전개



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

투자심리 변화와 통화정책 안도/기대 동시 유입시 급격한 채권금리 레벨다운 가능

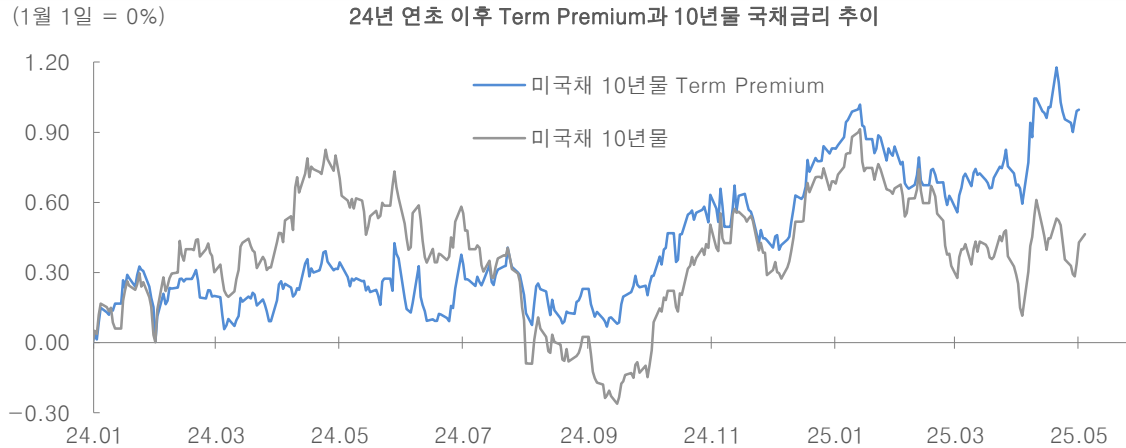


자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

- 금리인하 기대가 강해지면서 채권금리 하락폭 확대
- 미국채 10년물은 고점대비 41.6bp, 연방금리 선물 6개월, 12개월물은 각각 30.5bp, 70.5bp 하락
- 투자심리, 수급 변화보다 통화정책 기대가 채권금리 레벨다운을 가속화시켰던 상황
- 최근 반등 국면에서 금리인하 기대가 후퇴하기는 했지만, 채권금리 반등 폭에 못 미쳤음
- 이러한 흐름은 23년 8월 ~ 12월과 유사. 당시에 통화정책 불안이 정점권에서 등락을 보였지만, Term Premium 급등과 수급 불안으로 채권금리 5%까지 레벨업
- 하지만, 수급 안정과 투자심리 개선, 통화정책 기대감이 동시에 반영되면서 채권금리는 두 달만에 3.8%로 레벨다운
- 문제는 금리인하 기대가 물가 안정이 아닌 경기침체 공포라는 점
- 경기 불안심리가 제어되고, 트럼프 정책 우려가 정점을 통과하는 가운데 물가 안정이 가시화될 경우 채권금리 하향안정은 증시에 우호적인 영향을 줄 것

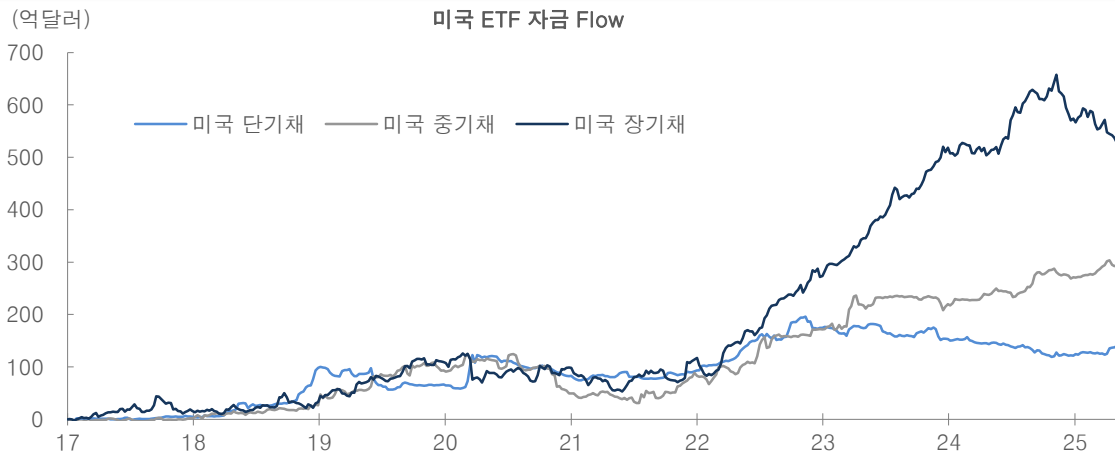
[채권금리 등락 분석] 10년물 Term Premium(투자심리, 수급), 추가 하락 여지가 커

10년물 국채금리 반등에 Term Premium은 1월 고점권 상회



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 장기 국채 ETF로 5주 연속 자금 유출. 중기채도 자금 유출 전환



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 금리인하 기대가 후퇴할 경우 채권금리 급등을 우려할 수 있지만, 투자심리 안정이 채권금리 추가 하향안정을 야기할 수 있을 전망
- 1월 14일 고점 이후 5월 2일까지 미국채 10년물은 48.4bp 하락한데 반해 Term Premium은 2.2bp 하락에 그침
- Term Premium은 1월 고점 수준 상회
- 최근 채권금리 레벨다운에는 투자심리 안정, 수급 개선보다 통화정책 불안심리 정상화가 더 큰 영향을 미친 것으로 판단
- 기대 인플레이션 급등으로 Term Premium 하락 폭이 제한적인 상황. 물가 안정 기대가 강해질 경우 채권금리 하락 폭 확대 가능성 시사
- 미국에 상장된 미국채 중기 채권 ETF에서 11월 이후 자금 이탈이 지속되고 있어왔음. 최근 5주 연속 자금 유출
- 통화정책 기대가 일부 후퇴하더라도 투자심리, 수급 안정이 가시화될 경우 예상보다 견조한 채권금리 하향 안정세 기대

미국 증시는 200일선 전후에서 1차 분기점을 맞을 전망

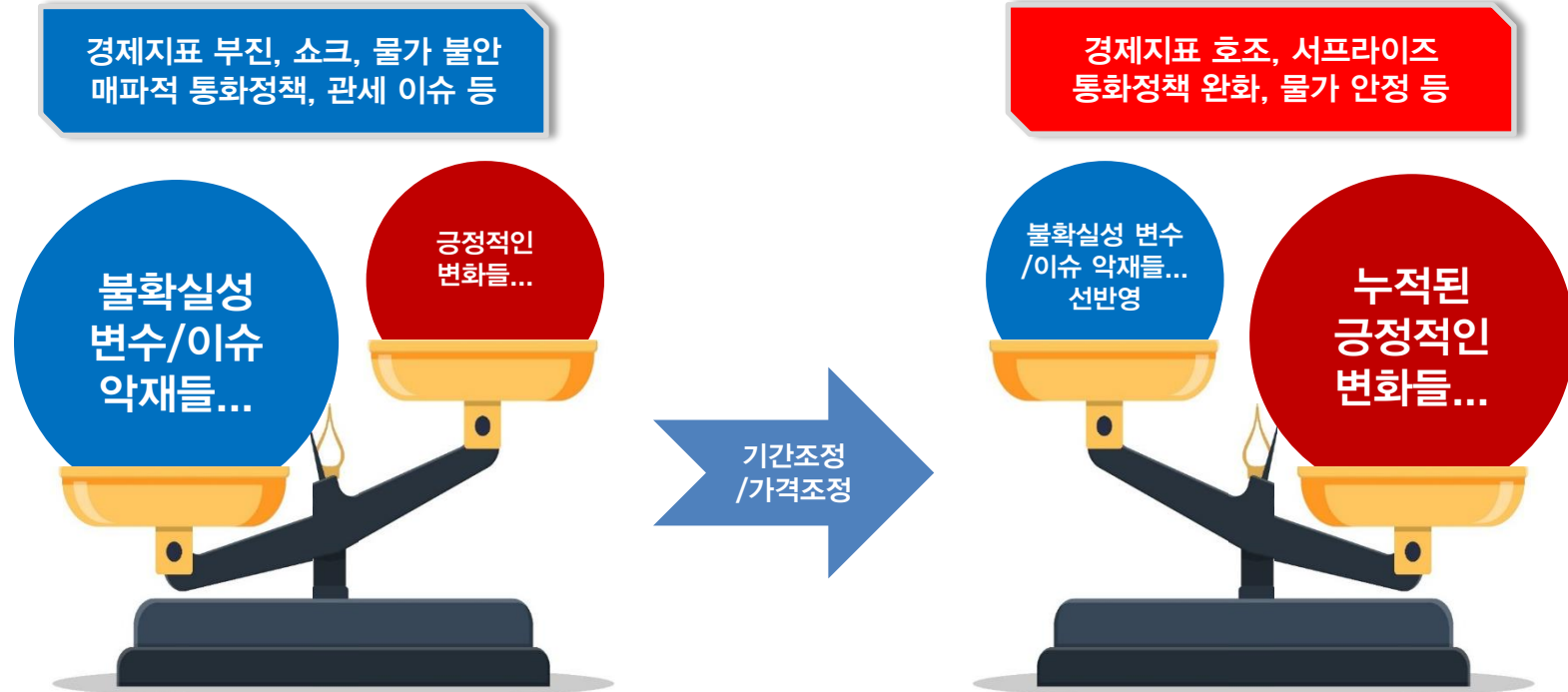
Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

[호재 Vs. 악재] 변수보다 무게감의 변화에 주목. 트럼프 관세 충격으로 글로벌 증시 급락, 선반영?

아무리 많은 악재라도 가격에 선반영, 무게감/영향력이 적어지고, 누적된 호재이 무게감/영향력이 커지면 증시는 반전



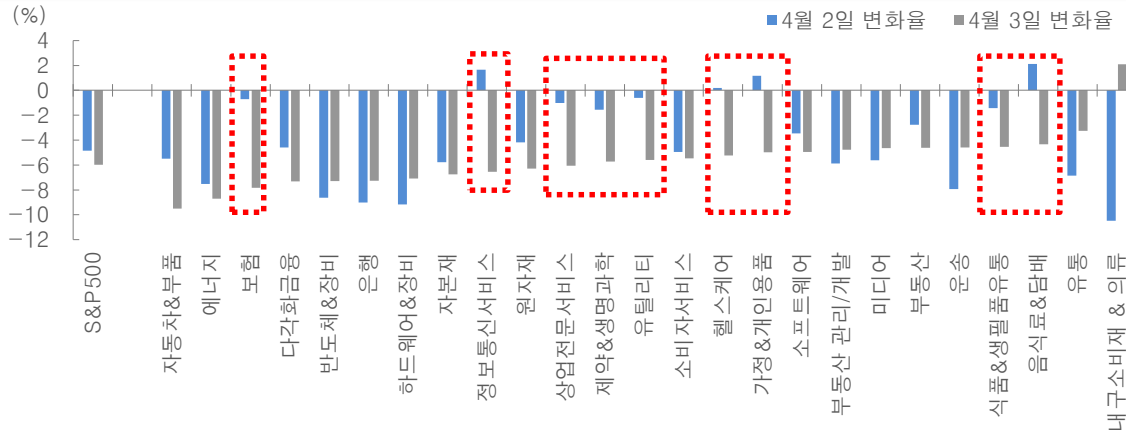
자료: 대신증권 Research Center

여전히 악재가 많은 것이 현실. 그렇다고 언제 글로벌 금융시장에 악재가 없었던 적이 있을까?

항상 시장에는 악재와 호재가 공존. 무게감의 변화에 따라 증시의 상승, 하락 결정. 여기서 더 중요한 것은 펀더멘털. 펀더멘털 동력이 견고하고, 강하다면 악재로 인한 변동성은 비중확대 기회가 될 것. 반대로 펀더멘털 동력이 부재하고, 약하다면 악재가 증시에 미치는 영향력은 배가되고, 호재로서의 영향력은 제한되면서 반등시 비중축소 전략이 유효. 현재 글로벌 금융시장의 흐름에 있어서 부재했던 펀더멘털 동력이 유입되고 있는 상황. 기존의 악재들, 대부분의 투자자들이 알고 있는 악재들은 증시에 선반영. 새로운 펀더멘털 동력의 무게감이 무거워질 전망. 트럼프 관세 충격도 같은 맥락에서 이해 가능. 코로나19에 버금가는 주가 충격이 있었던 만큼 빠르고 강하게 악재를 선반영. 이후 기술적 반등, 분위기 반전이 가시화되고 있음. 대형 악재를 쇼크 수준의 가격조정을 소화했고, 악재, 불확실성은 완화국면으로 진입했기 때문

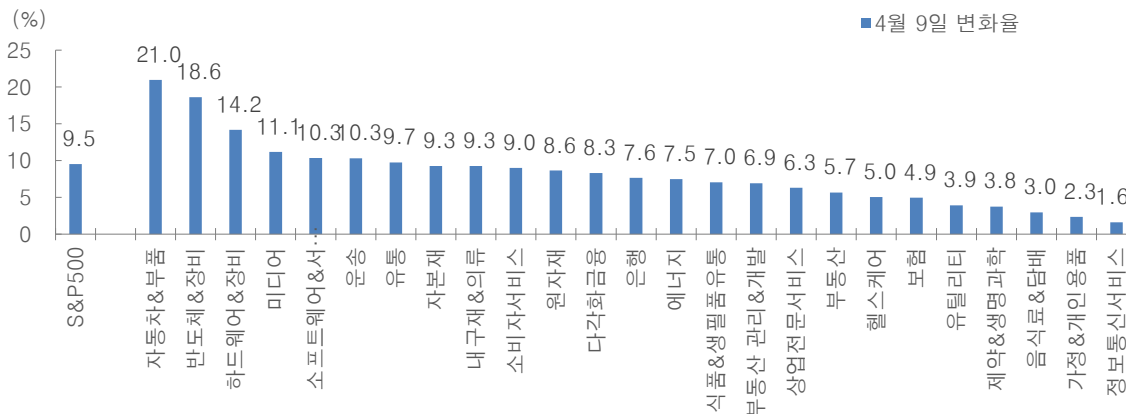
[Panic Sell & Buy] 4월 3일 미국 증시는 Panic Sell. 9일 미국 증시 급등은 Panic Buy

4월 2일 상대적으로 강하고, 견조했던 내수주, 경기 방어주. 4월 3일 급락



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

4월 9일 낙폭 과대주 중심으로 대폭등

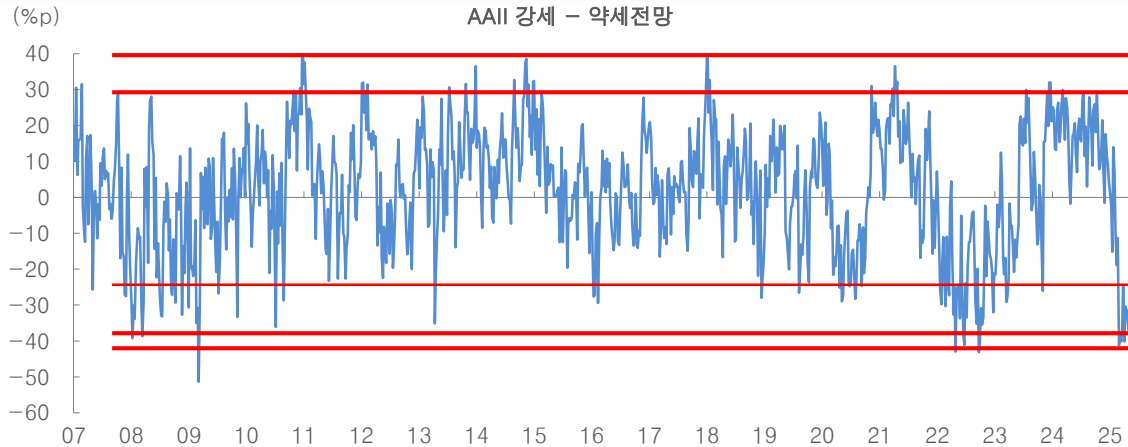


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 지난주 금요일 미국 증시와 글로벌 위험 자산에는 투매현상 발생
- 미국 증시에서는 상대적으로 견조했던 내수주, 경기방어주들이 4월 3일 급락 반전
- 대표적인 안전자산인 금가격도 지난 주 말에는 2.5% 하락
- 또다른 위기의 시작일 수도 있지만, 주식과 자산의 성격에 상관없이 동반 급락했다는 점은 투매가 발생했고, 매도 Climax에 근접했다는 의미이기도 함
- 반면, 4월 9일에는 상호관세 유예소식에 S&P500은 9.5%, 나스닥은 12% 폭등. 낙폭과대 수출주 중심으로 폭등세 전개
- 단 하루에 불과했지만, 투매 이후 Panic Buy 전개
- 이번에 기록한 저점이 당분간 의미있는 저점, 지지선이 될 가능성 높다고 판단
- 향후 미국 증시는 추가 급락보다 기술적 반등시도를 이어갈 것으로 예상

[투자심리] 극단적 공포에서 중립, 일부 탐욕구간으로 전환. 1차 분기점 도달

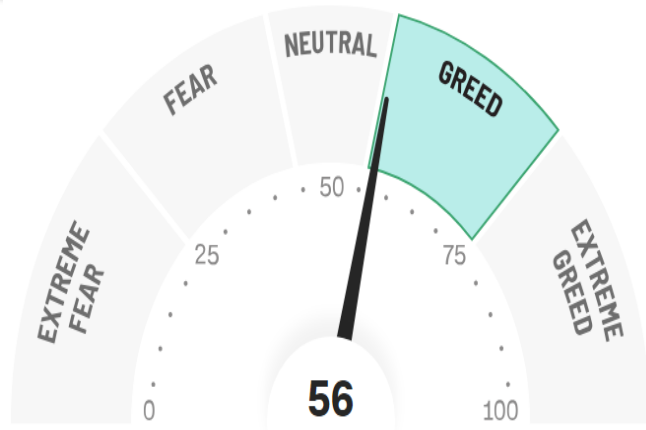
AAII 강세-약세전망, -38%p로 역사적 저점권에서 등락 반복 중



자료: AAI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- AAI 강세-약세 전망 Spread -30%p로 역사적 최저점 수준에서 등락 반복. 투자 심리가 극도로 위축된 상황 지속
- CNN Money에서 제공하는 Fear & Greed Index는 Extreme Fear 권역에서도 4p까지 레벨다운. 트럼프 관세정책 후 퇴로 최근 공포구간에서 벗어나 중립을 넘어 탐욕 국면으로 전환
- 극단적인 투자심리 위축으로 인한 정상화 국면은 일단락되었을 가능성 높은 상황. 미국 증시의 강한 반등 이후 추가 상승 여부를 가늠해야 하는 시간 도래

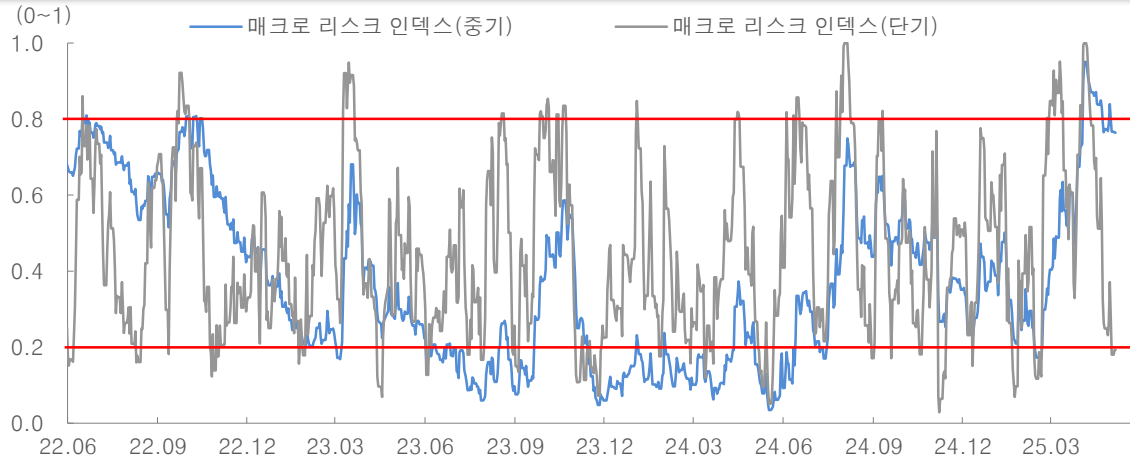
Fear & Greed Index는 최악의 투자심리에서 회복 중



자료: CNN Money, 대신증권 Research Center

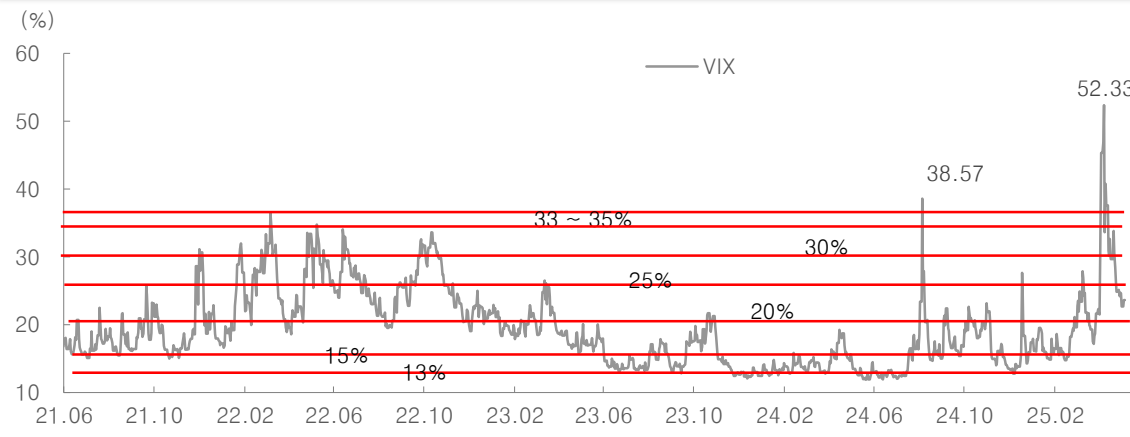
[리스크/변동성 지표] 단기 Risk On 시그널 정점 근접 + VIX 20% 초반 도달 = 1차 분기점 근접

단기 Macro Risk Index 0.2 하회. 중기는 여전히 Risk On 시그널



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

VIX는 20년 이후 처음으로 50% 상회. 이후 하락 반전하며 20% 초반 도달



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

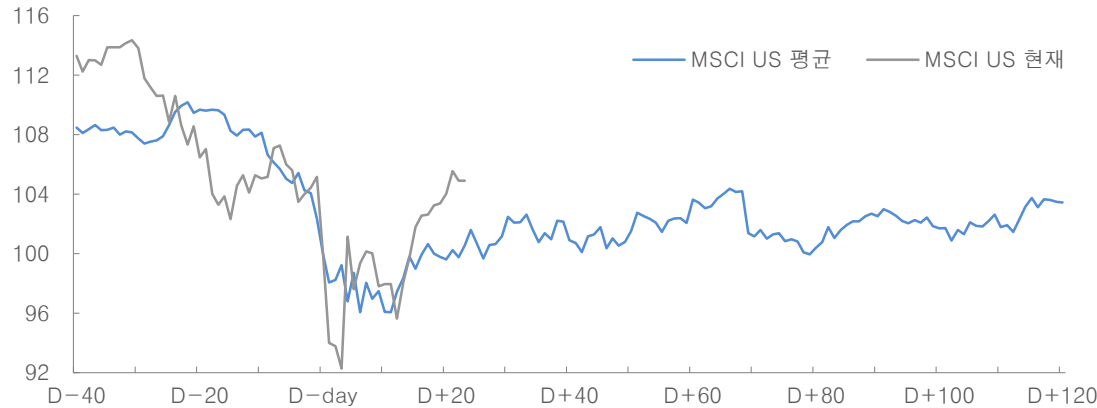
- 글로벌 증시 등락은 매크로 리스크 인덱스(MRI)에 좌지우지
- 단기 매크로 리스크 인덱스는 24년 8월 이후 처음으로 1에 도달. 중기 매크로 리스크 인덱스 또한 0.9을 상회하며 Risk Off 시그널 정점권 도달
- 이후 트럼프 관세정책 후퇴와 미국 스태그플레이션 공포완화로 Risk On 시그널 전개
- 그 결과 단기 매크로 리스크 인덱스는 0.2하회. 단기 Risk On 시그널 정점 통과 시사. 중기 리스크 인덱스는 여전히 Risk On 시그널 유효. 중기 상승추세 속에 단기 과열해소, 매물소화 국면 진입 예상
- 증시 변동성을 보여주는 VIX도 50% 상회. 2020년 3월 이후 최고치로 코로나 국면 이후 처음으로 50%를 넘어선 것
- 최근 20% 중반으로 레벨다운되었지만, 추가적인 레벨다운을 위한 동력 약화
- 그동안 극단적인 Risk Off 시그널 이후 자율반등, 되돌림 국면 전개
- 단기 Risk On 시그널 정점 근접, VIX 추가 하락 제한 등을 감안할 때 미국 증시는 1차 분기점에 근접했다고 판단

[공포심리 선반영] 리스크 인덱스 정점 도달 이후 미국 증시. 단기 등락 이후 상승 반전

중단기 매크로 리스크 인덱스 동시 Risk Off 시그널 정점 통과 전후 미국 증시

(동시 도달 = 100)

매크로 리스크인덱스 단기 0.95, 중기 0.8 상회 이후 증시 흐름

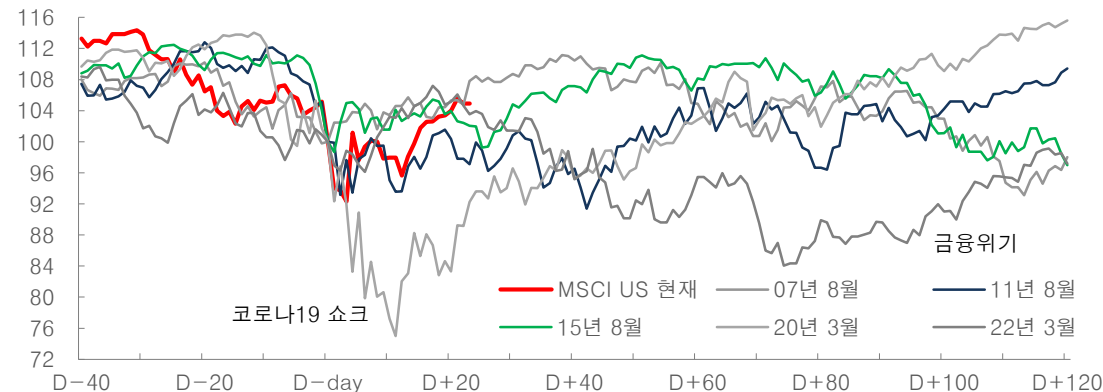


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

코로나19, 금융위기를 제외할 경우 단기 등락 이후 상승추세 재개

(동시 도달 = 100)

매크로 리스크인덱스 단기 0.95, 중기 0.8 상회 이후 증시 흐름



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 리스크, 변동성 지표가 동시 다발적으로 이례적인 수준 도달
- 단기 매크로 리스크 인덱스는 1에 도달했고, 동시에 중기 매크로 리스크 인덱스도 0.9을 상회, Risk Off 시그널 정점권 도달
- 금융위기를 제외하고, 과거 이와 같은 상황은 2007년 8월, 2011년 8월, 2015년 8월, 2020년 3월, 2022년 3월 이후 이번이 여섯번째
- 평균적인 흐름을 보면 동시에 극단적인 Risk Off 시그널 도달 이후 급락세에 제동이 걸리고 10일 전후 분위기 반전 모색, 3개월 동안 급락분의 절반을 되돌렸음
- 단기 충격이 지속되었던 코로나19 당시 흐름을 보면 충격에 상응하는 정책대응이 유입되면서 6개월 뒤 상승 폭은 가장 컸던 상황
- 추가 급락은 또다른 매수 기회라는 판단

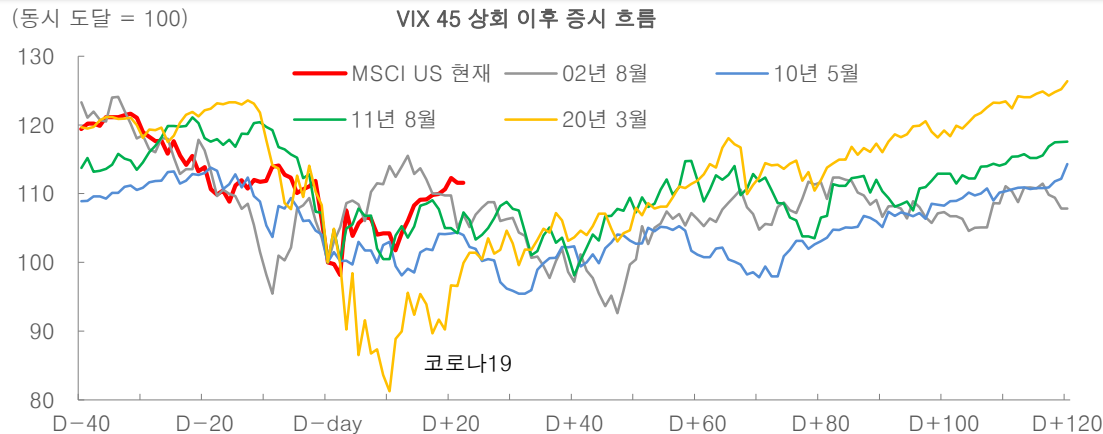
[공포심리 선반영] VIX 45% 상회 이후 미국 증시. 단기 급반등 이후 등락을 거친 뒤 상승추세 전개

VIX 45% 상회 이후 S&P500 기간별 수익률

| VIX 45 도달이후 S&P 500 기간별 수익률(%) | | | | | | | | | | | |
|--------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| VIX 45 도달 | S&P 500 | MDD | +1T | +2T | +3T | +4T | +5T | +10T | +20T | +60T | +120T |
| 2002-08-05 | 834.6 | -45.4 | 2.99 | 5.05 | 8.49 | 8.87 | 8.29 | 13.91 | 9.76 | 6.67 | 8.05 |
| 2008-09-29 | 1106.39 | -29.3 | 5.42 | 4.94 | 0.71 | -0.65 | -4.47 | -9.31 | -23.27 | -21.22 | -31.86 |
| 2010-05-20 | 1071.59 | -31.5 | 1.50 | 0.19 | 0.23 | -0.34 | 2.94 | 2.91 | 4.15 | 1.12 | 13.95 |
| 2011-08-08 | 1119.46 | -28.5 | 4.74 | 0.12 | 4.75 | 5.30 | 7.60 | 0.39 | 4.87 | 11.96 | 17.56 |
| 2011-10-03 | 1099.23 | -29.8 | 2.25 | 4.08 | 5.98 | 5.12 | 8.70 | 9.25 | 14.02 | 15.11 | 28.25 |
| 2020-03-09 | 2746.56 | -18.9 | 4.94 | -0.19 | -9.68 | -1.29 | -13.12 | -18.54 | -3.02 | 11.26 | 24.93 |
| 2025-04-04 | 5074.08 | -17.4 | | | | | | | | | |
| 평균 수익률(%) | | | 3.64 | 2.36 | 1.75 | 2.83 | 1.65 | -0.23 | 1.08 | 4.15 | 10.15 |
| 상승 확률(%) | | | 100.0 | 83.3 | 83.3 | 50.0 | 66.7 | 66.7 | 66.7 | 83.3 | 83.3 |
| 금융위기, 코로나19 제외 평균 수익률(%) | | | 2.87 | 2.36 | 4.86 | 4.74 | 6.88 | 6.62 | 8.20 | 8.71 | 16.95 |
| 금융위기, 코로나19 제외 상승 확률(%) | | | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 75.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

단기 충격이 큰 만큼 강한 반전 전개. 단기 급반등 이후 되돌림은 비중확대 기회

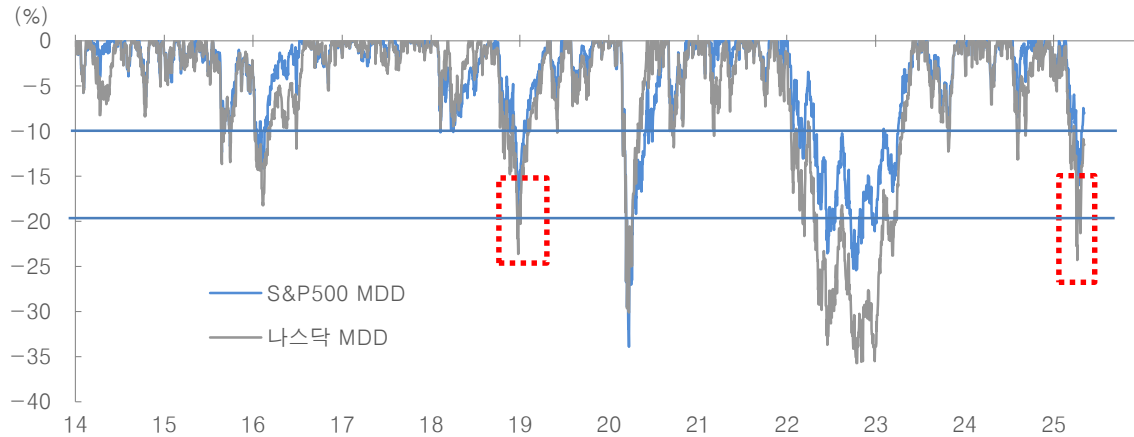


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- VIX가 45% 도달한 이후 흐름을 보면 등락은 있지만, 120일 뒤에는 평균 10% 수익률 기록
- 금융위기와 코로나19를 제외할 경우 100% 가까운 확률로 45% 도달 시점을 정점으로 분위기 반전 모색, 120일 뒤 평균 16.95% 수익률 기록
- 즉, 현재 미국 증시는 경기침체, 위기국면 진입만 아니라면 가격적으로 불확실성을 선반영한, 충분히 매력적인 레벨임을 시사
- VIX 50 이상은 금융위기와 코로나19 당시 두 번 뿐

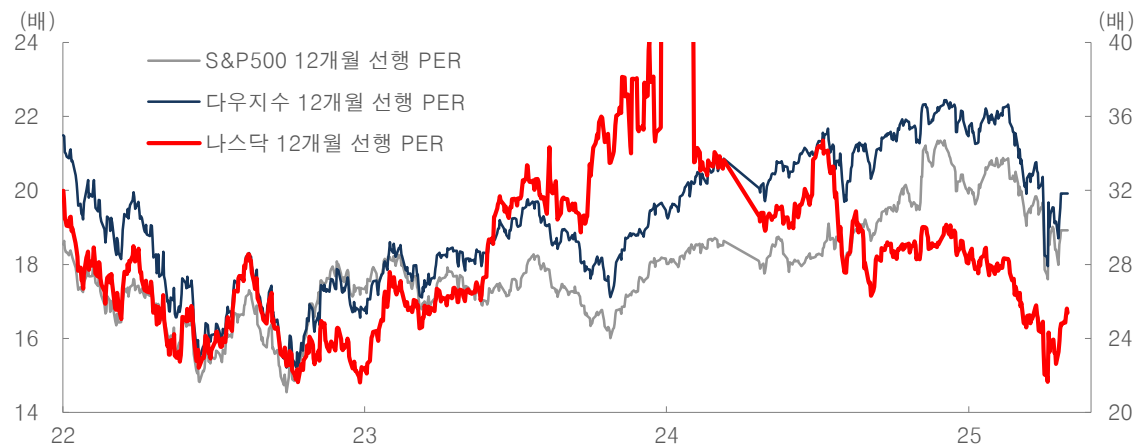
[공포심리 선반영] 고점대비 20% 급락 = 경기 / 금융 불안 & 우려 선반영. 최근 반등으로 -10% 회복

경기침체가 아닌 상황에서 고점대비 20% 하락은 중기 조정 저점 통과



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

12개월 선행 PER, 나스닥은 22년 저점에서 반등. 25배 수준에 불과



자료: 엔비디아, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 미국 증시는 스태그플레이션 우려에 이은 트럼프 고강도 관세 쇼크에 급락 전개
- S&P500은 고점대비 18.9% 하락했고, 나스닥은 24.3% 레벨다운. 기술적 조정을 넘어서 추세 하락, 약세장 진입 시사
- 다만, 과거 경기 침체, 위기국면 돌입이 아니면 비중확대 기회가 되었음
- 최근 강한 반등으로 S&P500은 -17.6%에서 -7.45%까지 회복, 나스닥은 -24.3%에서 -10.89%로 반등. 급락의 절반 이상을 되돌린 수준
- 밸류에이션 부담도 빠르게 털어낸 상황. 나스닥 12개월 선행 PER은 21배 수준에서 반등. 22년 저점 수준. S&P500과 다우지수 PER 또한 17배 수준에 도달하면서 5년 평균 수준 하회
- 경기 및 실적 악화가 단기간에 보여지지 않는다면 선반영된 스태그플레이션 공포가 진정되는 것만으로도 반등시도 가능한 지수, 밸류에이션 레벨 도달
- 최근 반등으로 나스닥은 25.4배, S&P500은 18.9배 도달. 밸류에이션 부담은 제한적

[미국 증시] S&P500, 4,800선에서 분위기 급반전. 5,700선까지 단기 반등 가능

S&P500 주간차트. 4,800선에서 급반등, 5,700선 돌파시도 예상



자료: 대신증권 Research Center

S&P500 일간차트. 단기 UnderShooting 이후 급반등, 1차 반등 목표는 5,700p



자료: 대신증권 Research Center

- S&P500은 주요 지지선을 하향이탈하고 단숨에 5,000선을 하향이탈
- 스태그플레이션 우려에 시달리던 미국 증시는 트럼프 관세 정책으로 인해 공포 심리가 확대 재생산되며 매물이 출회되는 악순환의 고리가 형성되었기 때문
- 다행히 지난주 제시했던 S&P500 중요 지지선인 4,800선에서 분위기 급반전. 동지수대는 21년 11월, 12월 고점권이자 24년 4월 저점권으로 상승추세 형성 과정에서 중요 분기점
- 동 지수대에서 트럼프 대통령은 중국을 제외한 국가들에 대한 상호관세 부과를 90일 유예 결정
- 관세정책 불확실성 완화가 급격히 위축되었던 투자심리를 되돌리면서 강한 반등 전개
- 반등시 40일, 50일, 200일 이동평균선이 위치한 5,650 ~ 5,700선이 1차 목표. 동지수대에서는 단기 과열해소, 매물소화 국면 진입 가능성은 열어둬야 할 것
- 트럼프 관세 정책 후퇴와 함께 연준의 완화적인 통화정책 스탠스, 하드데이터의 여전히 견고한 흐름이 확인될 경우 증시 반등은 당분간 지속될 전망

[미국 증시] 나스닥은 200MA 근접한 수급에서 급반전. 1차 반등 목표는 18,500선 전후

나스닥 주간차트. 장기 상승추세대 하단에 근접한 이후 급반전 전개



나스닥 일간차트. 단기 UnderShooting 이후 급반등, 1차 목표는 18,500선



- 나스닥 지수도 18,300선을 저항으로 급락 반전, 단숨에 15,000선 하향이탈
- 하지만, 중장기 상승추세대 하단이자 200이동평균선(14,600)에 근접한 수준에서 급반전 전개
- 나스닥 상승추세는 건조, 이동평균선 간의 정배열이 진행 중이고, 중장기 이동평균선 모두 상승추세 진행 중
- 나스닥은 18,000선 하향이탈로 단기 UnderShooting 국면 진입
- Stochastics 상승 다이버전스와 MACD OSC 마이너스 폭 축소로 추가 급락보다는 반등 가능성을 시사
- 1차적으로는 40일, 50일, 200일선이 위치한 18,500선 회복, 안착 가능. 2차 목표는 전고점 수준인 20,000선
- 1차 목표 도달 이후에는 16,000선대에서 단기 과열해소, 매물소화 국면 전개 가능성은 염두에 두어야 할 것
- 16,000선 또는 그 이하에서 등락은 단기 UnderShooting 국면으로 비중확대 기회로 활용할 필요가 있음

1Q 실적시즌 미국편 : 기대와 현실 간의 괴리 확인. 빅테크, 소비주 주목

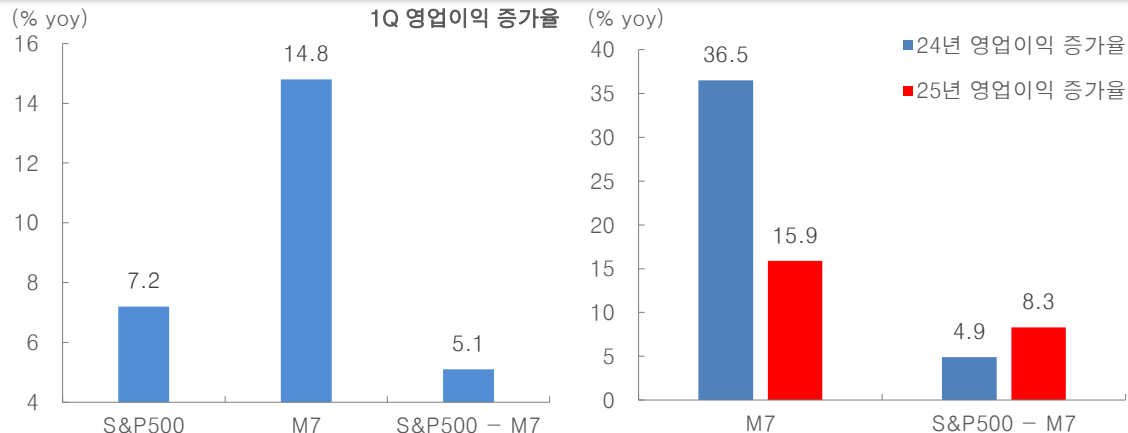
Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

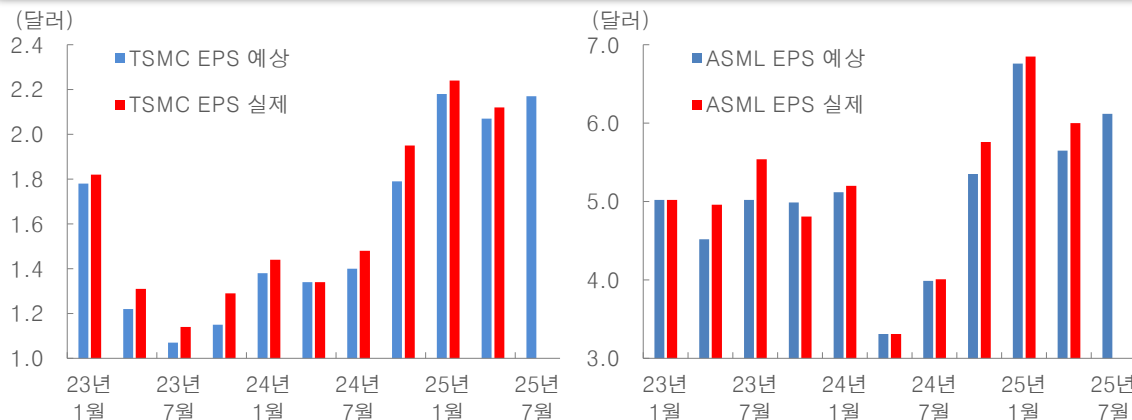
[1Q 실적시즌] 컨센서스는 상회하고 있지만, 주가 흐름은 지지부진

여전히 M7의 실적 주도력을 확인할 1분기 실적 시즌.
다만, M7 실적 모멘텀은 둔화. 그 외 종목들의 실적 모멘텀은 개선



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

글로벌 대표 반도체 기업인 TSMC, ASML EPS 예상 상회
하지만, ASML의 보수적인 가이드선으로 고강도 관세로 인한 실적 불안심리 확대

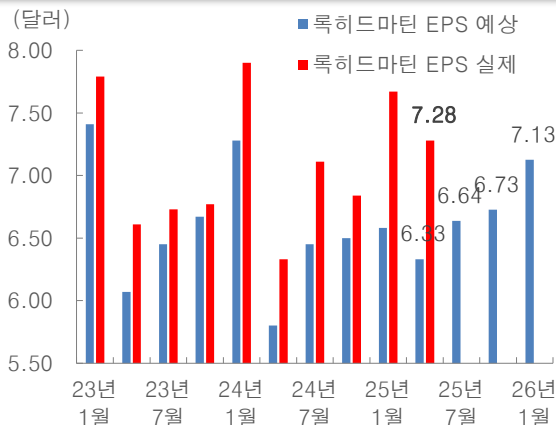
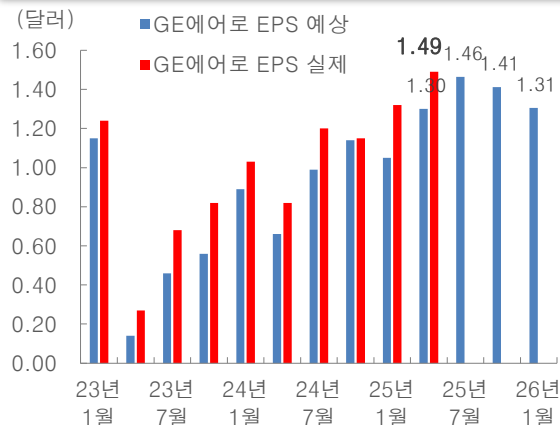


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- S&P500 기업들 중 12%가 실적 발표. 그 중 71%가 예상보다 양호한 영업이익을, 61%가 매출을 발표
- 1분기 영업이익 모멘텀도 M7이 주도할 것으로 예상되지만, 24년대비 25년 모멘텀은 M7(36.5%에서 15.9%로 둔화)보다 그 외 기업들(4.9%에서 8.3%로)이 우위에 있는 상황
- TSMC는 시장 컨센서스를 상회하는 EPS와 매출액 발표. 하지만, 주가는 강하지 못했음
- ASML홀딩(ASML)이 25년 1분기 이익은 양호했지만, 매출이 다소 실망스러웠기 때문
- 특히, ASML홀딩은 2분기 매출 가이드선을 72억유로~77억유로, 매출총이익 가이드선을 50%~53%로 제시. 시장 예상치인 78억유로를 하회
- ASML은 관세 불확실성으로 인해 이번 가이드선 범위를 평소보다 더 넓게 제시했다고 설명
- 트럼프 관세정책 영향으로 인한 실적 불확실성 우려 확대

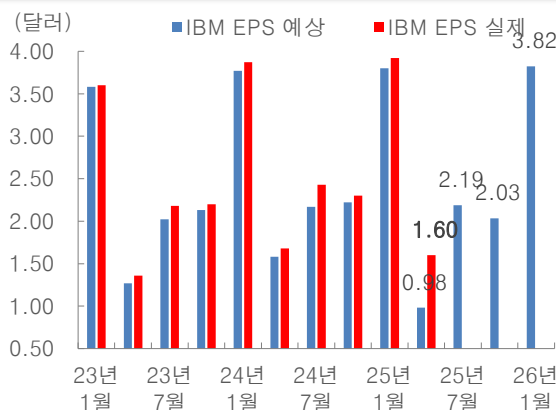
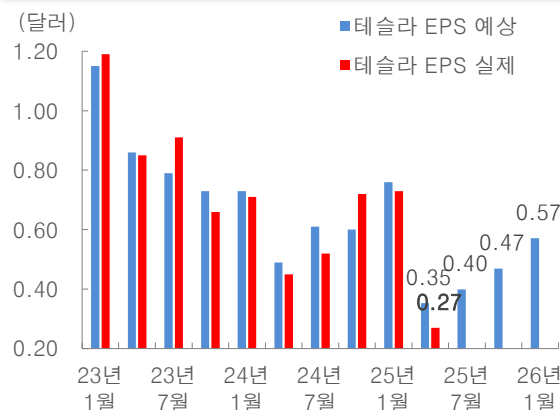
[1Q 실적시즌] 미국 기업 대부분 실적 예상 상회. 테슬라만 쇼크

방산 기업들의 실적 서프라이즈. 록히드마틴은 25년 4분기까지 이익성장을 이어갈 전망



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

테슬라 실적 쇼크. 하지만, 주가는 급반등 IBM은 실적 서프라이즈에도 불구하고 주가는 지지부진

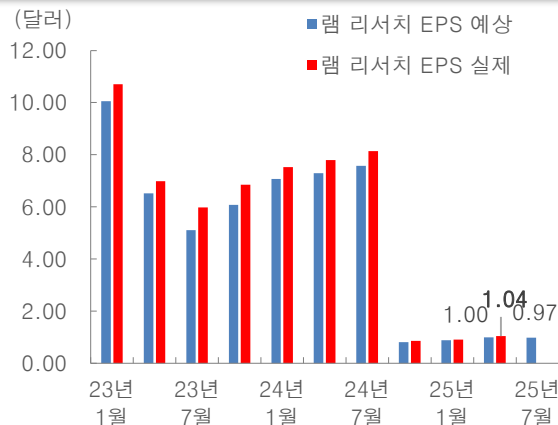
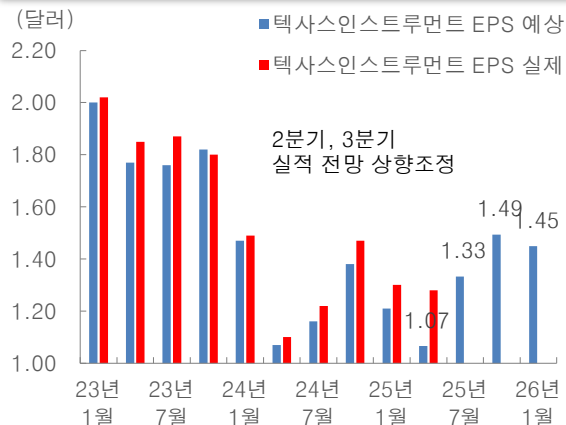


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 방산 기업들은 이번 분기에도 실적 서프라이즈를 이어감. GE에어로스페이스 EPS는 1.49달러로 1.3달러 컨센서스를 상회했고, 록히드마틴도 6.33달러 컨센서스를 크게 상회하는 7.28달러 EPS 공개
- 실적 서프라이즈, 이후 이익 성장에 힘입어 상승세를 이어감
- 반면, 테슬라는 실적 쇼크 기록. 그러나 주가는 급등. 실적 우려 선반영 속에 머스크의 귀환, 로보택시 출시 등의 기대 영향
- IBM은 실적 서프라이즈에도 불구하고 주가 반응은 강하지 않았음
- 현재 주가 흐름은 주가가 실적 불확실성을 얼마나 선반영하고 있는지가 관건

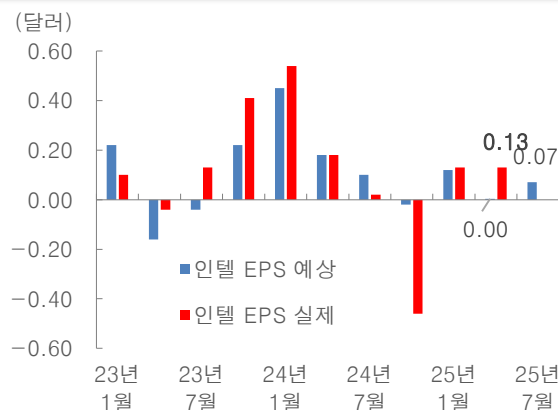
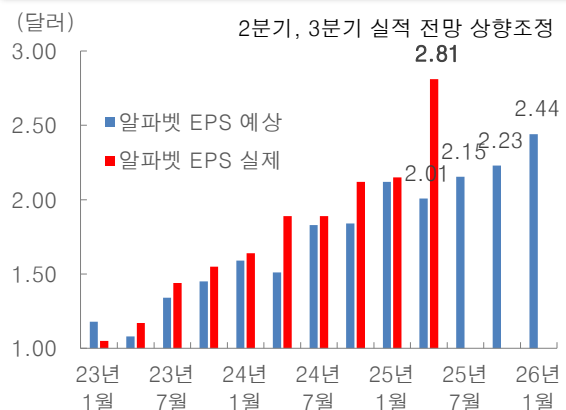
[1Q 실적시즌] 빅테크 기업들의 연달은 실적 호조 & 서프라이즈

텍사스인스트루먼트, 램 리서치 모두 실적 호조 텍사스인스트루먼트는 실적 서프라이즈



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

알파벳은 컨센서스를 40% 가까이 상회하는 서프라이즈 기록 인텔은 적자 우려에서 벗어나 0.13달러 EPS 공개

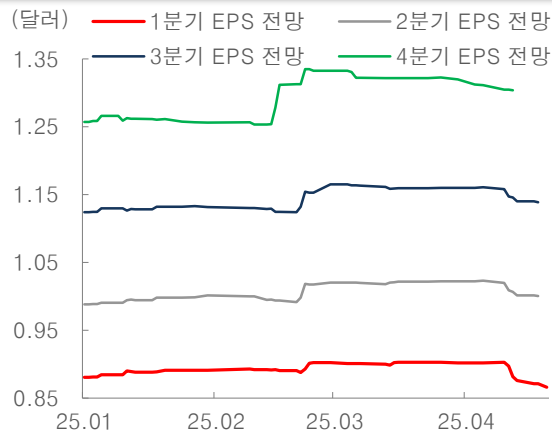
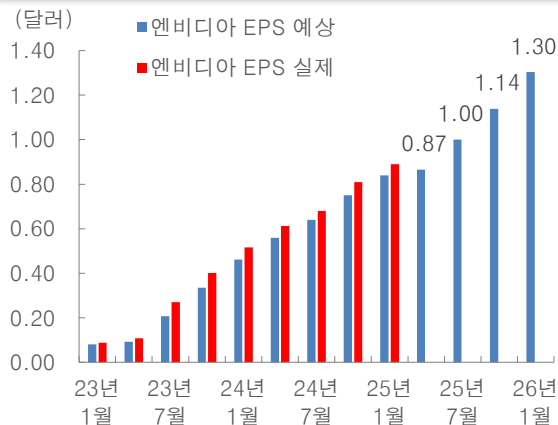


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 이번 분기 빅테크 기업들의 실적 우려가 컸지만, 이와 반대로 실적 호조, 서프라이즈가 이어지는 중
- 텍사스인스트루먼트는 1분기 실적 서프라이즈 이후 2분기, 3분기 실적 전망도 상향조정되며 관세 우려 완화 시사. 주가 급반등
- 램리서치는 예상치에 부합하는 결과와 긍정적인 실적 가이드에 주가 급반등
- 알파벳은 실적 컨센서스를 40% 가까이 상회하는 서프라이즈를 기록, 급반등 전개
- 인텔은 실적 결과는 예상보다 양호했지만, 실적 가이드가 예상보다 크게 낮게 제시되면서 급락

[1Q 실적시즌] 엔비디아, 다시 한 번 사상최대 실적 경신 행진 기대. 문제는 실적 불안

25년에도 매분기 사상 최대 실적 경신 행진을 이어갈 것으로 기대
문제는 실적 전망이 하향조정 중이라는 점



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

주가는 24년 하반기 저점 수준이지만,
선행 PER은 24년 저점을 하향이탈. 밸류에이션 매력 높아지는 중

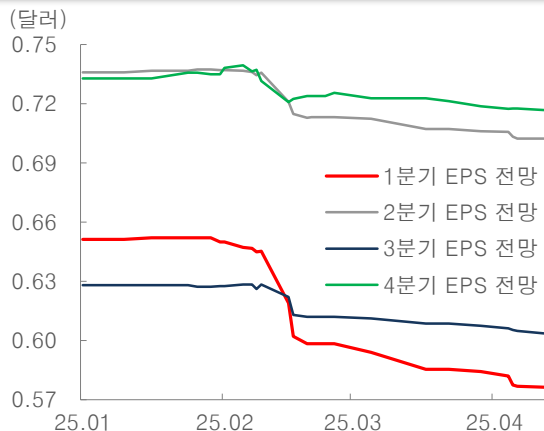
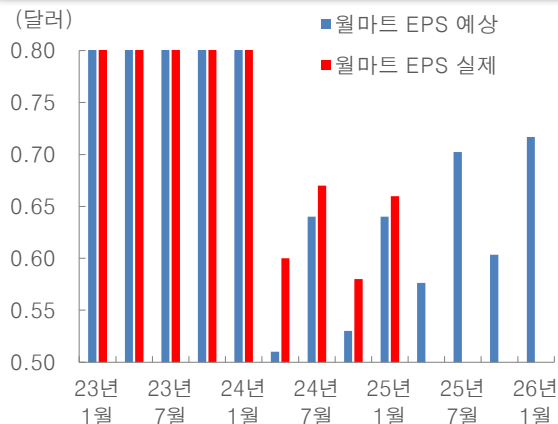


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 엔비디아는 24년에도 매분기 사상 최대 실적 행진을 이어갈 것으로 전망
- 다만, 분기별 EPS전망이 하향조정 중이라는 점은 경계해야 할 변수
- 관세, 물가 우려로 인한 불확실성이 실적 전망에 반영 중이라고 판단
- 주가는 24년 하반기 저점수준에 위치해 있는데 반해, 선행 PER은 24년 저점 하향이탈
- 1분기 실적 서프라이즈, 가이드런스 결과에 따라 밸류에이션 매력 재평가의 계기가 될지, 레벨다운된 박스권 등락의 시작이 될지 결정될 것

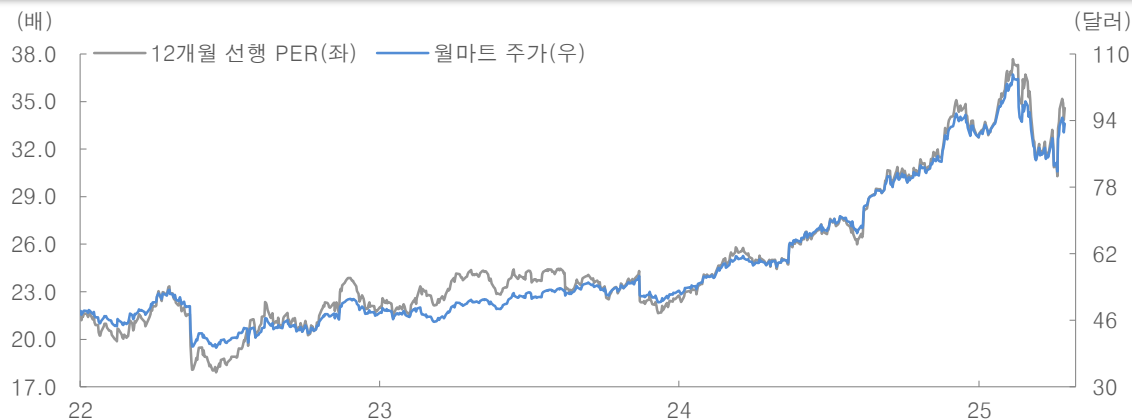
[1Q 실적시존] 월마트, 실적 레벨업 전망. 문제는 밸류에이션 부담과 가파른 이익 전망 하향조정

전분기대비 이익 고성장 기대 여전히 유효
하지만, 분기별 실적전망은 빠르게 하향 조정 중



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

이익 안정성과 성장성을 바탕으로 고밸류 정당화
내수주 매력을 이어갈 수 있을지 실적 결과와 가이드نس가 중요

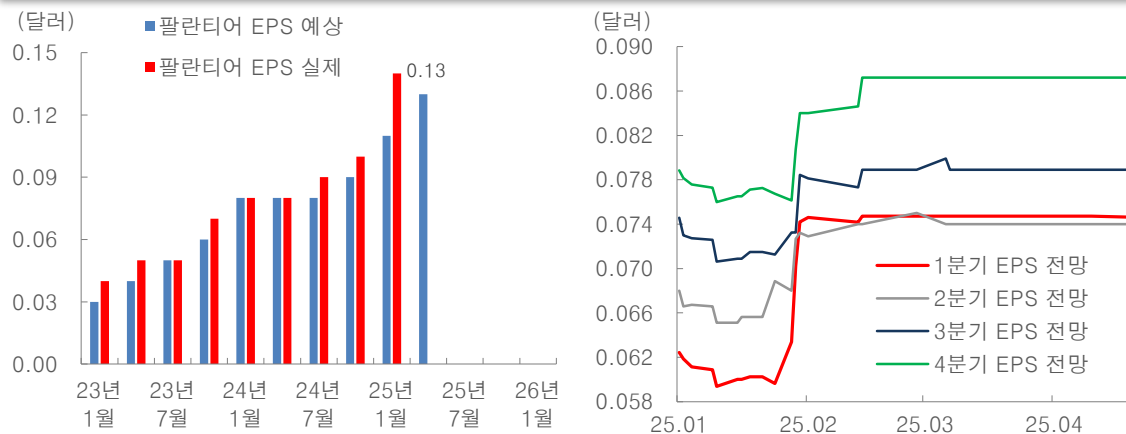


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 월마트는 25년에도 이익 성장을 이어갈 것으로 컨센서스 형성 중
- 다만, 분기별 EPS는 빠르게 하향조정 중. 현재 실적 모멘텀을 지켜낼 수 있을지 중요
- 이러한 이익 안정성과 성장성을 바탕으로 주가는 상승추세를 이어왔고, 최근에도 견조한 흐름
- 밸류에이션도 30배를 상회하는 상황. 엔비디아보다 높은 밸류에이션은 이익 안정성과 성장성 영향
- 1분기 실적 결과와 가이드نس 수준에 따라 고밸류 정당성 여부를 검증해야 할 것

[1Q 실적시존] 팔란티어, 분기별 사상최대 이익 경신 기대. 고밸류를 극복할 수 있을까?

25년에도 이익 고성장이 기대되는 컨센서스 상황
EPS 전망도 1월 레벨업 이후 여전히 견조한 흐름



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

빠르게 낙폭을 만회하고 있는 팔란티어 주가
선행 PER은 다시 150배를 넘어서고 있어...

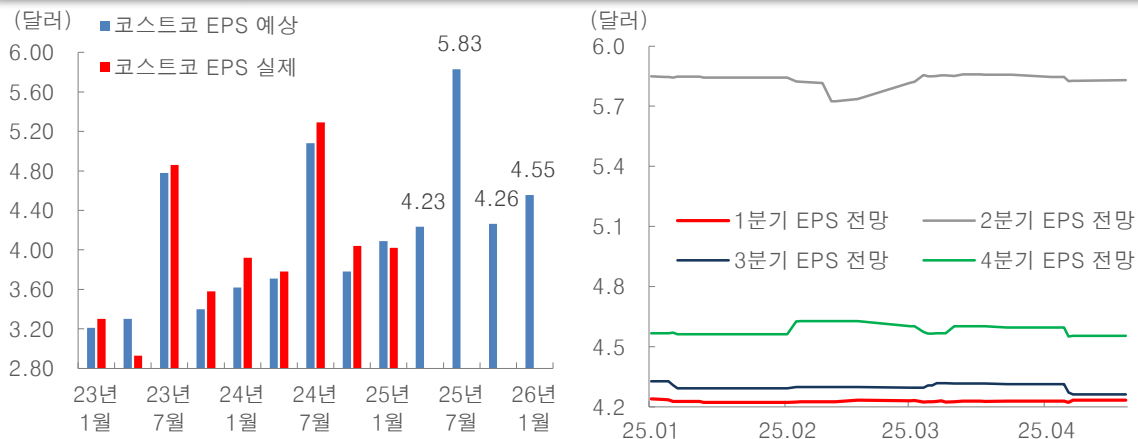


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 팔란티어는 분기별 사상최대 실적을 경신하면서 고성장을 이어갈 것으로 컨센서스 형성 중
- 분기별 EPS 전망 또한 1월 레벨업 이후 높은 실적 기대가 유지되는 강황
- 고성장 기대로 팔란티어 주가는 빠르게 급락분을 만회했고, 이 과정에서 선행 PER은 다시 150배를 상회
- 1분기 실적 결과와 가이드언스가 중요
- 고성장, 고밸류 타당성을 검증할 수 있을 것

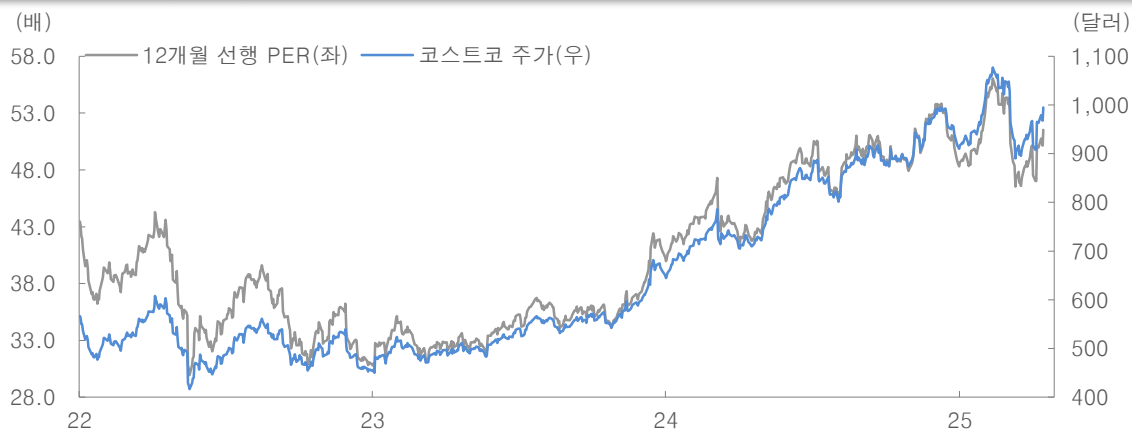
[1Q 실적시존] 코스트코, 24년대비 고성장 기대. EPS 전망도 여전히 견고한흐름

4분기대비 개선, 2분기 실적 레벨업 기대 분기별 이익 전망도 큰 흔들림 없이 견조한 흐름



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

주가와 밸류에이션 모두 고공행진을 이어가는 중 이익 안정성과 성장성을 재확인해야 하는 수준



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 코스트코는 25년에도 24년대비 이익 성장 예상. 안정적인 이익성장을 이어갈 것이라는 기대 여전히 유효
- 분기별 EPS전망도 큰 변화없이 견조한 흐름
- 다만, 주가가 빠르게 낙폭을 만회하는 가운데 선행 PER은 다시 50배를 상회
- 관세 피해에서 한 발 빗겨난 상황에서 이익 안정성, 고성장을 견비하고 있기 때문
- 1분기 실적과 가이드런스 결과를 통해 안정성과 성장성을 모두 확인할 수 있을지 여부가 관건

트럼프 관세 압박에 오히려 더 강해질 Non-US 모멘텀

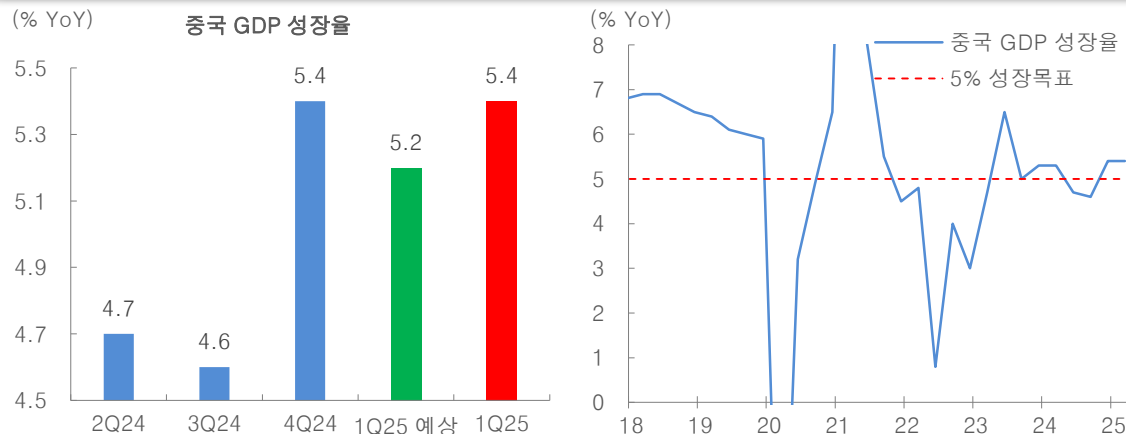
Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

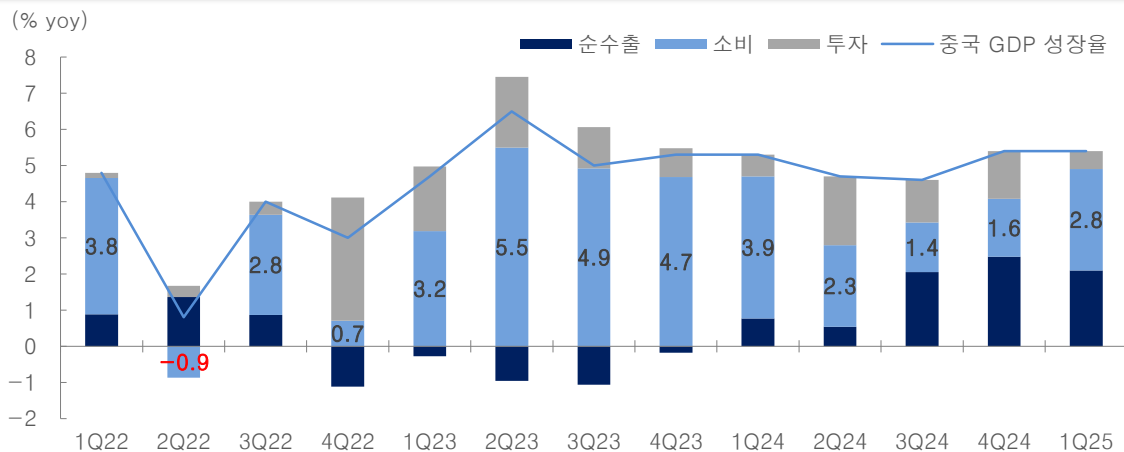
[중국 성장] GDP 성장을 이끄는 내수부양 정책

1분기 성장을 5.2% 예상, 목표치인 5% 상회



자료: 중국 국가통계국, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

성장 기여 중 소비 +2.8%, 수출 +2.1%, 내수부양 정책 영향

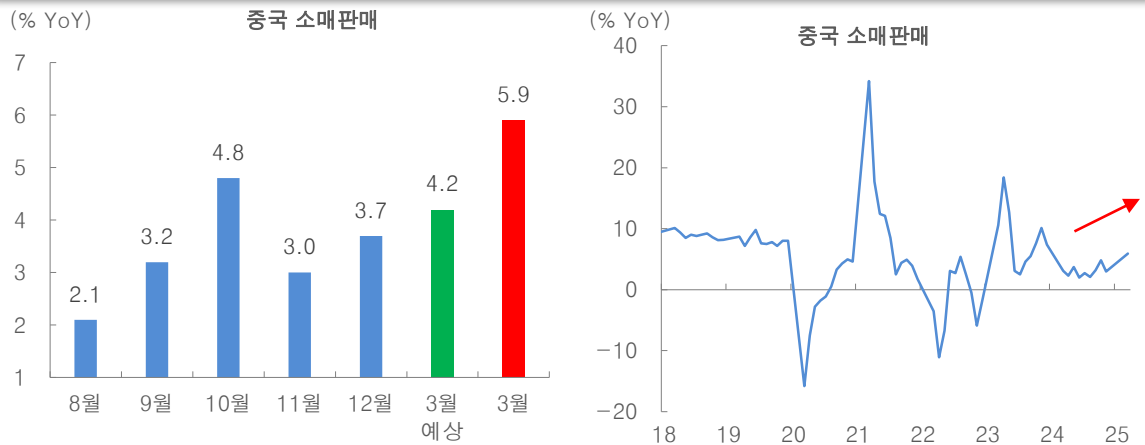


자료: 중국 국가통계국, CEIC, 대신증권 Research Center

- 중국의 25년 1분기 GDP는 전년 동기 대비 +5.4% 성장, 시장 예상치(+5.2%)를 상회
- 중국은 성장을 목표치를 달성하기 위한 내수소비 부양책에 힘입어 회복세가 이어진 결과
- 중국 국가통계국은 중국 경제가 "좋고 안정적인 출발"을 했으며 "혁신이 점차 주도적인 역할을 하고 있다"고 평가하면서도,
- "외부 환경이 더 복잡하고 심각해지고 있다"며 국내 수요가 더욱 성장해야 함을 피력
- 글로벌 투자자들 사이에서, 중국은 올해 5%의 성장 목표를 설정했지만, 무역 전쟁 격화 가능성과 지속적인 내수 부진으로 인해 달성하기 어려울 것이라는 시각이 지배적
- 중국은 정치적 과업 달성을 위해 5% 목표를 채워야 하는 상황. 관세 갈등으로 미중 교역이 감소하는 만큼 무리해서라도 소비 부양정책이 증가할 것으로 판단
- 국내 기업들 중 중국 소비재, 수출주 위주로 기회가 있을 수 있는 이유

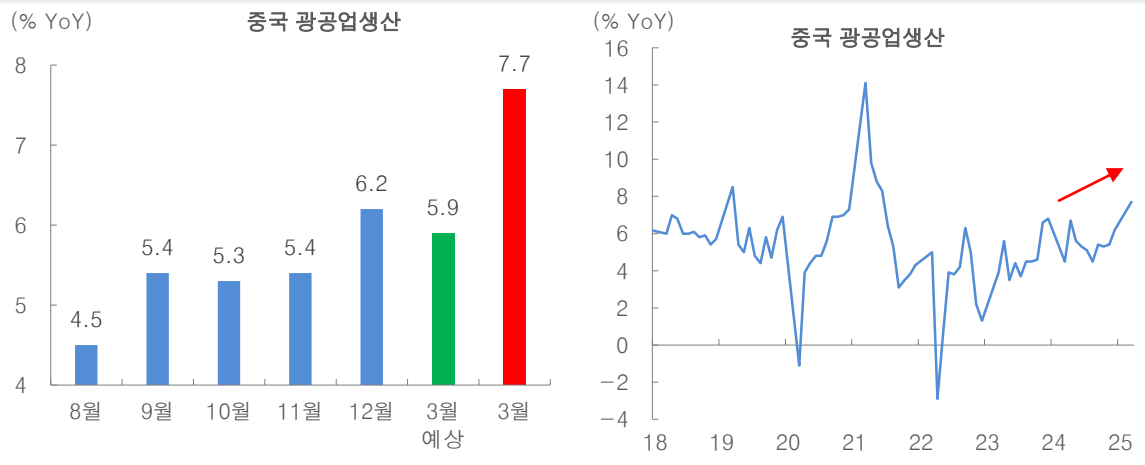
[중국 성장] 실물지표 모두 예상치를 상회하였으나, 여전히 중국 경기, 정책 신뢰도는 낮아

3월 소매판매(+5.9%)는 예상치(+4.2%)를 상회, 회복 추세 뚜렷



자료: 중국 국가통계국, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

광공업 생산 +7.7%로 예상치 +5.9%를 크게 상회

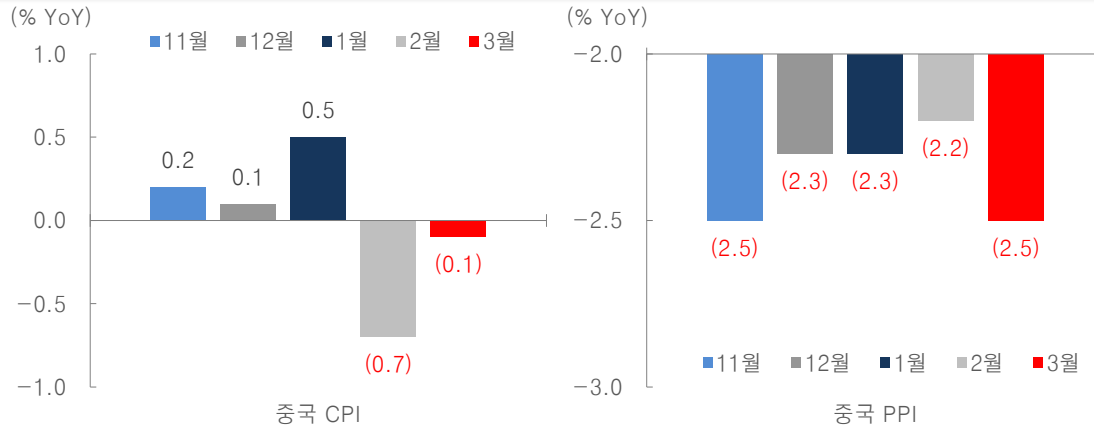


자료: 중국 국가통계국, CEIC, 대신증권 Research Center

- 3월 소매판매는 전년 동기 대비 5.9% 증가하여 예상치(4.2%)를 크게 웃돌았고, 산업생산은 7.7% 증가하여 예상치(5.8%)를 상회
- 중국 정부의 정책 부양에 힘입어 최근 중국 소매판매 증가 추세, 광공업 생산 또한 급증
- 아직까지는 미국과의 무역 전쟁 피해가 4월 데이터부터 나타날 것이라는 평가가 지배적이며, 광공업 생산의 급등은 4월 상호관세 부과를 앞둔 밀어내기 물량의 영향일 것이라는 관측
- 중국 경기에 대한 신뢰가 회복되기 위해서는 경기 회복이 정부 주도 부양에 의존하는 것이 아닌 민간투자와 내수부양이 회복하고 있다는 징후가 필요할 것
- 지속 가능성과 별개로 중국의 지표들은 회복세가 뚜렷, 정부의 부양책이 계속되고 인위적이라도 성장이 유지된다면 기회를 포착하는 한국의 수출 기업들이 있을 것

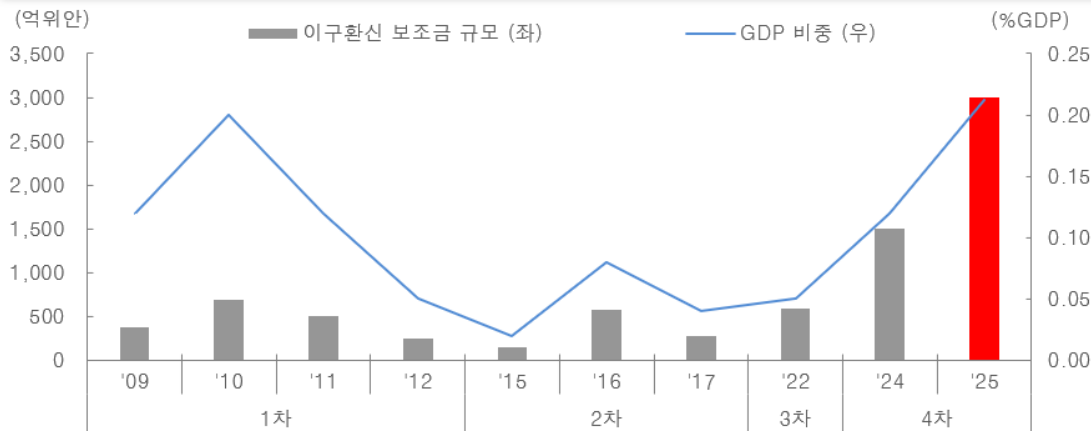
[중국 물가] 디플레이션 환경 지속 중, 더욱 강해질 소비 부양

여전히 CPI, PPI는 디플레이션 지속 중



자료: 중국 국가통계국, CEIC, 대신증권 Research Center

금융위기 이후 최대 이구환신 정책 규모 및 GDP대비 비중



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

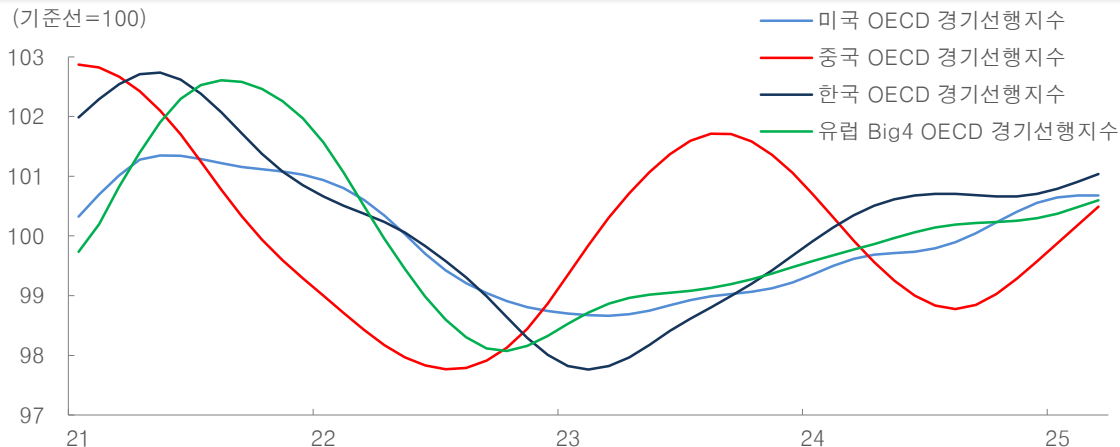
- 3월 CPI는 전년 동기 대비 0.1% 하락하여 2월(-0.7%)에 이어 2개월 연속 마이너스를 기록. 시장 예상치(보합, 0.0%)를 하회하며 여전히 내수와 수요가 부진함을 보여주었음
- PPI는 전년 동기 대비 2.5% 하락하며 29개월 연속 마이너스를 기록. 시장 예상치(-2.3%) 대비 부진
- 중국 정부는 올해 약 5%의 경제 성장 목표를 설정하고, '내수 소비 진작'을 최우선 과제로 설정한 상황. 부진한 지표는 소비 부양 정책을 더욱 강화시킬 것
- 소비 촉진을 위해 이번에도 1)이구환신 정책 추진. 1월 8일 결정된 것과 마찬가지로 보조금 지급 대상은 기존 자동차와 가전/가구에서 전자기기로 확장. 2)중저소득계층에 대한 조세/준조세 부담 완화에 이어, 3)피부·미용, 여행 등 서비스 소비까지 장려할 것이라 전해짐 3)문화/여행 관련 시설 투자 확대 강조

시진핑 주석이 주재한 회의로 경제 상황과 경제 작업을 분석·연구. 주요 회의내용

1. 경제 상황 평가: 올해 경제는 안정적 회복세를 보이며, 사회적 신뢰가 강화되고 고품질 발전이 추진되고 있음. 그러나 외부 충격과 불확실성이 증가해 경제 회복 기반을 더욱 강화해야 함
2. 정책 방향: 안정 속에서 진보를 추구하며, 새로운 발전 이념을 철저히 실행하고, 고수준 대외 개방을 확대하며, 고용·기업·시장 안정과 기대 관리를 강화
3. 거시정책 강화: 적극적인 재정정책과 완화된 통화정책을 활용하며, 지방정부 특수채권 및 초장기 국채 발행을 가속화하고, 적시 금리·지준을 인하로 유동성을 지원
 - 신규 구조적 통화정책 도구와 정책성 금융 도구를 창설해 기술 혁신, 소비 확대, 대외무역 안정화를 지원
 - 소비 및 산업 지원: 중저소득층 소득 증대, 서비스 소비 활성화, 소비 제한 조치 철폐, 신흥 산업 육성, 핵심 기술 공략, AI+ 행동 추진, 채권시장 '과학기술판' 도입 등 강조
 - 개혁·개방: 전국 통일 시장 건설, 기업 관련 규제 정비, 서비스업 개방 확대, 다자주의 유지 및 일방적 패권 반대를 추진
4. 리스크 관리: 지방정부 부채 해결, 부동산 시장 안정화, 도시 재개발, 자본시장 활성화, 고용 안정 및 사회 안전망 강화에 주력
5. 민생 보호: 관세 영향 기업 지원, 사회 구제 체계 개선, 농업 생산 안정, 빈곤 퇴치 성과와 농촌 진흥 연계, 안전 생산 / 재난 예방 강화
6. 정책 유연성: 기존 정책의 조기 시행과 효과 극대화, 경제 상황 변화에 따른 추가 정책 마련, 초강력 역주기 조절로 경제·사회 안정 기반 강화
7. 당의 리더십: 당의 경제 작업중 지도력 강화, 간부들의 적극적 대응과 올바른 업적관 확립, 중앙 8항 규정 학습을 통한作风 개선으로 고품질 발전 추진

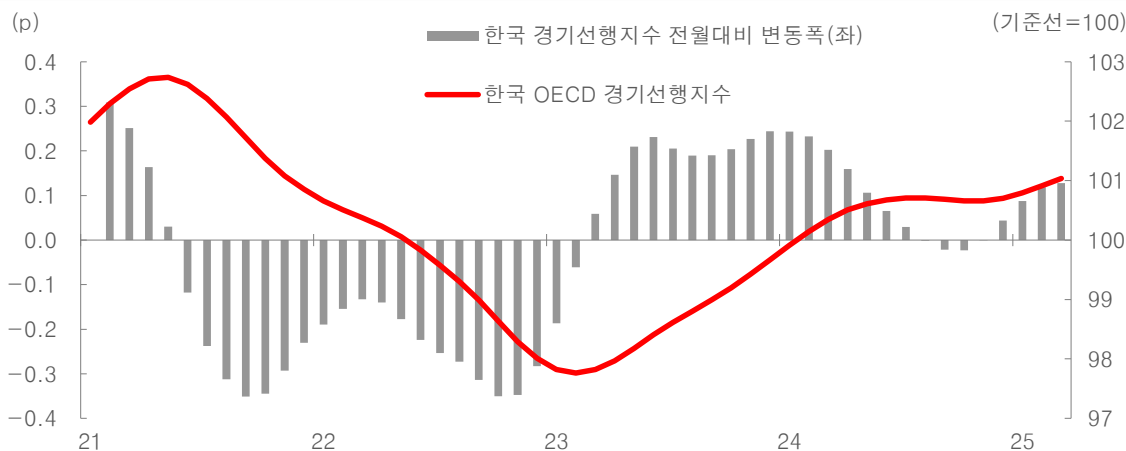
[글로벌 경기] OECD 경기선행지수 상승세 지속. 중국 상승세 강한 가운데 한국도 상승 반전, 미국만 둔화

중국 경기선행지수 상승세 뚜렷. 한국, 유럽도 상승 반전. 미국만 둔화



자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

한국 OECD 경기선행지수, 4개월 연속 상승

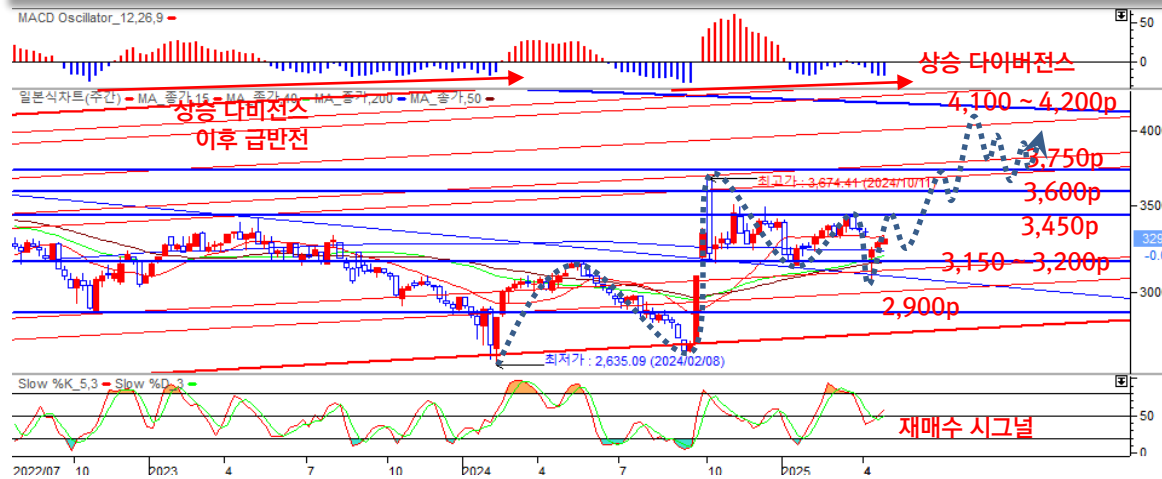


자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

- 글로벌 경기 사이클 개선세 지속
- 중국은 그동안 경기 둔화 사이클에서 벗어나 7개월째 상승세를 이어가고 있음. 상승폭 확대
- 유럽도 그동안 부진에서 벗어나 상승 반전, 12월 이후 상승폭 다시 확대 중
- 한편, 글로벌 경기 사이클 개선, 특히 중국 경기 사이클이 상승 반전하면서 한국 경기선행지수도 상승 반전
- 24년 12월 이후 4개월 연속 한국 OECD 경기선행지수 상승
- 최근 관세 우려로 인한 선수요 유입, 글로벌 제조업 경기 회복이 가시화되는 상황에서 한국 경기 회복 사이클은 당분간 지속될 전망
- 이 과정에서 한국 기업 실적 또한 우려했던 것보다 양호한 결과를 보여줄 가능성 높다고 판단
- 한편, 미국 경기선행지수는 둔화세로 전환. 미국 소비 모멘텀 정점 통과와 트럼프 발 불확실성 유입 영향으로 판단

[중국/홍콩증시] 저평가 영역에서 급반등, 단기 과열해소/매물소화 이후 추가적인 레벨업 전개 예상

중국 상해종합지수 주간 차트. 일보후퇴 이후 이보전진 시작, 4,000선 돌파 예상



자료: 대신증권 Research Center

홍콩 H지수 주간 차트. 8,000선 안착 과정을 거친 이후 1만선을 향해...

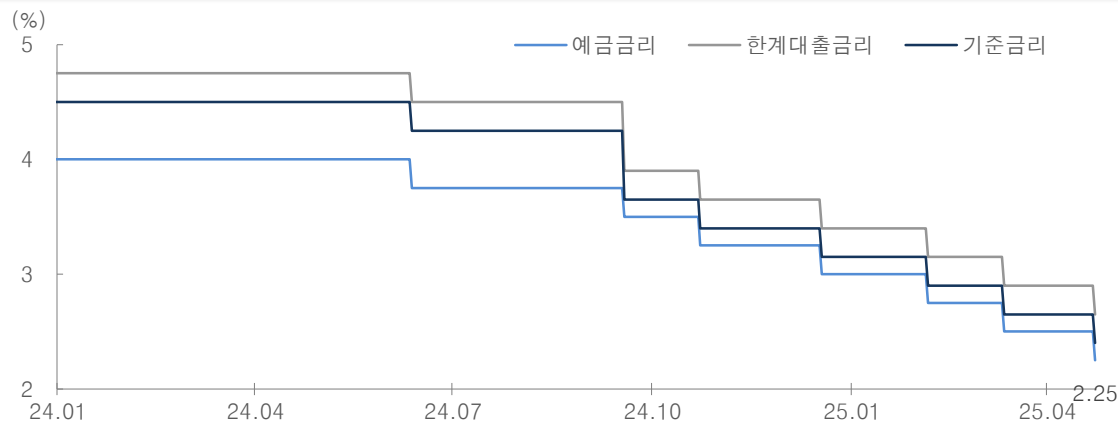


자료: 대신증권 Research Center

- 중국 상해종합지수는 대규모 경기 부양 정책의 연속적인 공개로 중요 지지권에서 급반등
- 안정화를 넘어선 부양 의지를 피력했고, 곧바로 정책이 시행되면서 증시 분위기 반전에 힘이 실린 것
- 하지만, 정책 기대 효용성과 실물지표 회복에 대한 회의적인 시각에 급반등 이후 급락. 이는 단기 급등 이후 과열 해소, 매물 소화 과정
- 중국 상해종합지수는 3,200선 전후에서 지지력 확보 이후 4,000선을 향하는 흐름 시작. 내수 부양정책 강화시 상대적으로 부진했던 상해종합지수의 반등탄력 강화 예상
- 홍콩 H지수도 단숨에 8,000선 돌파. 단기 등락, 8,000선 안착 과정은 감안해야겠지만, 9,400 ~ 9,500선은 물론, 1만선 돌파 시도는 가능할 전망
- 단기 변동성 확대는 이보전진을 위한 일보후퇴. 비중확대 전략 유효
- 중국 금융시장 안정, 증시 강세는 한국에 우호적인 변화

[4월 ECB] 6회 연속 금리인하(25bp). 경기 부양 의지 피력

4월 ECB 6번 연속 25bp 금리인하 단행



자료: ECB, CEIC, 대신증권 Research Center

유로화 반등, 유럽 경기회복에 대한 신뢰도 반영



자료: ECB, CEIC, 대신증권 Research Center

- ECB는 9월 이후 5회 연속 금리 인하에 이어 4월에도 금리인하를 단행하며 6번 금리인하. 예금 금리는 2.25%로 조정되었으며, 이는 2023년 중반 4%에서 크게 낮아진 수치
- 이는 시장 예상에 부합하는 수치로, 만장일치로 결정
- ECB는 금리 인하 결정의 주요 이유 중 하나로 글로벌 관세 갈등으로 인한 광범위한 불확실성과 유로존 경제 성장에 대한 우려를 표명
- 예외적인 불확실성 상황에서 '데이터 의존적이고 회의별 접근 방식'을 따르며, 특정 금리 경로를 미리 약속하지 않겠다고 강조
- 금리인하 조치에도 유로화는 유럽의 경기회복에 대한 신뢰도를 반영하며 상승 추세 지속
- 기준금리 수준이 그동안 상당부분 하향 조정되며 통화량 증가, 통화정책 확대 기조는 그동안 침체되어있던 유럽 경기의 반등 가능성을 시사

4월 16일 파월의장 발언. 관세 정책의 불확실성 강조

만장일치 결정

금일 25bp 금리 인하는 만장일치 결정. 옵션들이 논의되었지만 50bp 인하에 찬성하는 의견은 없었음

'덜 제약적' 문구 삭제

통화정책의 '제약적' 여부 판단은 정책 금리와 목표 수준과의 거리가 클 때 유용하고 중립 금리는 '충격이 없는 세상'에서 유효한 개념으로 현재는 의미가 없다고 강조하고 준비성과 민첩성을 강조

관세 영향

무역 갈등은 수요에의 부정적 충격 등으로 성장에는 하방 압력이 되지만 인플레이션에 대한 순(net) 영향은 시간이 지나면서 명확해질 것이라며 신중한 입장

구조개혁 필요

유럽 정책당국에 보내는 메시지로 경쟁력 나침반*, 저축 및 투자 연합(SIU), 디지털 유로의 시행을 가속화할 것을 촉구. 통화정책만으로는 구조적 충격을 해결하는 데 한계 시사

- 디스인플레이션은 순조롭게 진행되고 있으나 무역 긴장 고조로 성장 전망은 악화. 물가 전망은 불확실성이 크지만 성장은 하방 위험이 커졌음을 인정
- 경제는 1분기에는 성장했을 것으로 보이나 무역 긴장과 불확실성 확대가 수출을 악화시키고 투자와 소비를 끌어내릴 소지. 금융시장 심리 악화도 자금조달 여건 악화, 위험회피 강화 등을 통해 투자와 소비를 위축시킬 수 있는 요인
- 물가는 대부분 기초적 물가지표가 2% 중기 목표 안착 가능성을 시사하고 있지만 무역 혼란으로 전망의 불확실성이 증가. 에너지 가격 하락, 유로화 강세 등 하방 요인과 공급망 분열, 국방/인프라 지출 증가, 기후 위기 등 상방 요인이 병존
- 라가르드 총재는 인플레이션에 대해서는 평가를 보류한 반면 성장에는 하방 위험을 강조
- '덜 제약적' 문구 삭제가 정책 방향의 변화를 의미하는 것은 아니라고 설명하여 추가 금리 인하 가능성을 시사

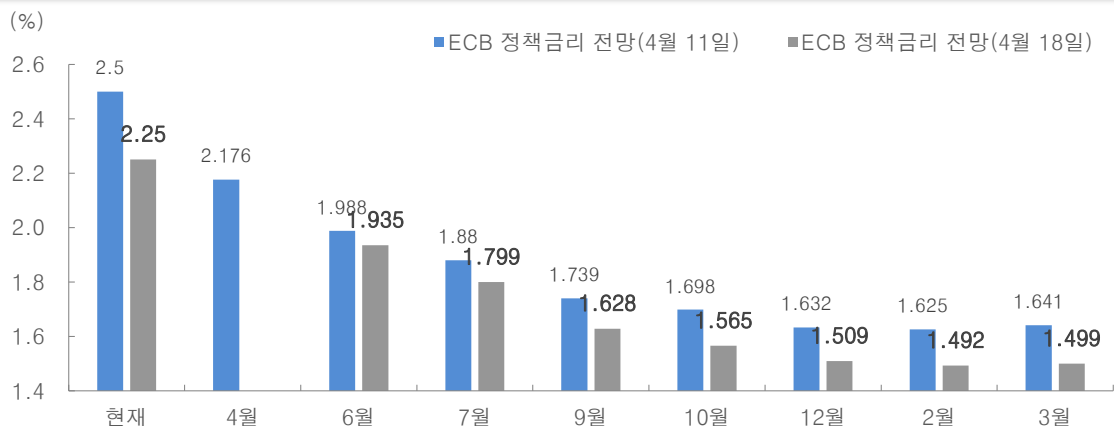
[4월 ECB] 6월 ECB에서도 추가 금리인하 가능성 확대

ECB 위원들의 발언은 다소 신중한 상황이지만...



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

6월 ECB에서도 금리인하 가능성 확대. 7번 연속 금리인하 기대



자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

- 금번 회의에서는 디플레이션 관련 내용이 더욱 부각
- 상황은 유동적이지만 성장 및 물가의 하방 압력은 '25년 하반기와 '26년 상반기에 집중될 것으로 예상되는 가운데 당분간 ECB의 금리 결정은 성장 하방 위험에 더욱 초점이 맞춰질 전망
- 유로/달러 환율은 3월 ECB 경제 전망의 기술적 가정 수준을 크게 상회하고 있으며 에너지가격도 가정 수준을 크게 하회. 물가 전망은 6월 회의에서 하향 조정될 전망
- ECB은 3월 회의에서는 불확실성이 커졌다고 평가했으나 금번 회의에서는 이례적이라고 평가하여 불확실성 수준에 대한 평가를 격상. 정책 위원들의 발언도 보다 신중해진 모습
- ECB는 무역 긴장이 고조되지 않는 한 대외 수요 증가로 수출도 지지될 것으로 예상했으나 WTO는 미 관세정책에 따른 세계무역 1% 감소 가능성을 시사
- 7월 회의 시점에서는 불확실성이 어느 정도 해소되겠지만 과거에 비해서는 높은 수준의 관세가 유지되어 경기의 악영향은 피할 수 없을 것으로 판단

[독일 정책 드라이브] 재정 부양정책을 발표한 메르츠 기민당 총재(유력 총리 후보). 서프라이즈 모멘텀

메르츠 & 연합정당, 독일의 부채 브레이크로 알려진 오랜 재정수칙 개혁 계획 발표

10년동안 교통, 에너지, 교육, 시민 보호 및 기타 인프라를 위한 5,000억 유로(5,350억 달러)의 새로운 특별 기금 계획

독일 GDP의 1%를 넘는 국방비는 부채 상한액에 포함되지 않음

독일 중앙은행은 화요일에 광범위한 개혁안을 제안, 10년 동안 국방과 투자를 위해 최대 2,200억 유로 상당의 추가 자금을 조달 가능

부채브레이크: 연방 정부의 구조적 예산 적자 규모가 국가 연간 GDP의 0.35%를 초과할 수 없다고 규정 되어있었음

자료: 국제금융센터, 주요 언론, 대신증권 Research Center

이번 독일 재무장 프로그램은 역대급 규모



자료: WSJ, 주요 언론, 대신증권 Research Center

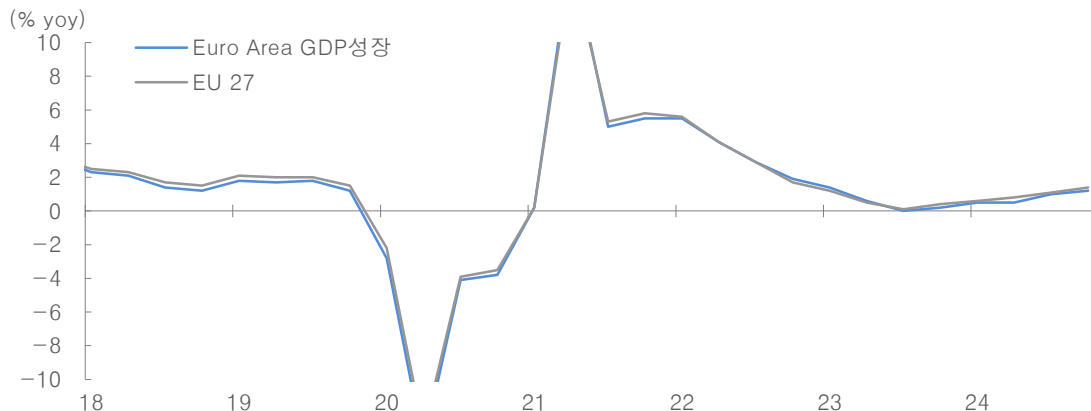
- 유력한 차기 총리인 메르츠 기민당 대표가 예상보다 빠른 시점에 예상을 상회하는 대규모 재정 부양책 발표
- 부채 브레이크 면제를 위한 개헌 정족수 (2/3이상) 확보를 위해서는 재정 부양책에 동의한 기독교민주당(CDU), 기독교사회당(CSU), 사회민주당(SPD) 외에도 녹색당(Grünen) 의석 필요. 현 의회에서의 개헌 달성을 위해 3/25일전 개헌안 통과 필요
- 여기에 EU 국방지출 확대 제안까지 감안할 경우 10년간 약 1조원의 군비 증강과 인프라 투자에 대해 재정 집행 예정.
- 이는 극도의 부진을 겪고 있는 독일 경제 회복에 긍정적인 변화로 판단. 인프라 투자만으로도 매년 GDP의 1% 재정 집행 가능
- 여기에 국방비 지출 확대와 맞물려 인프라 투자 확대, 방위산업 발전, 고용창출 등 긍정적 파급 효과 기대
- 독일의 변화를 시작으로 주변 국가의 재정정책 기조에도 변화를 야기할 전망. 그동안 EU 재정조치보다 더 엄격한 잣대를 적용해왔던 독일이기 때문
- 재정 건전성을 유지하는 상황에서 저축율이 높은 네덜란드, 오스트리아, 아일랜드 등 변화 주목

[유로존 정책 드라이브] Industrial Action Plan for the European automotive sector

| | 주요 정책 |
|--|---|
| 혁신 및 디지털화 (Innovation and Digitalisation) | <ul style="list-style-type: none"> - 자율 주행 촉진 및 단일 시장 활성화: 국경간 테스트베드, 관련 규제 샌드박스, 유럽 자율주행구간 구축, EU 차원 규제 프레임워크 형성, 26년 초 EU 모든 개방도로에서 ADS 및 ADAS 테스트 가능하도록 통일된 승인 절차 마련 - 유럽 커넥티드카, 자율주행차 개발 촉진: 커넥티드 및 자율주행차 연합 출범 (SDV 소프트웨어 플랫폼, 컴퓨팅 아키텍처, AI솔루션 개발 등) - 차세대 배터리 기술: Horizon Europe 통해 '25-'27년 3.5억 유로 투입, 차세대 배터리 R&D 지원, TechEU 투자 프로그램 마련 - 사이버 보안: 커넥티드카 사이버 보안 위험 평가 및 규제 마련, G7과 관련 방안 논의 - 차량 데이터 접근: 데이터법 시행, MVBER(자동차 분야 경쟁법 일괄면제 규정) 적합성 검토 |
| 청정 모빌리티 (Clean Mobility) | <ul style="list-style-type: none"> - 이산화탄소 배출 기준 완화: CO2 배출기준 규정 개정 (2025년 목표달성 여부 2025~2027년에 걸쳐 평가) - 무공해 차량 수요 증진: 사회적 약자 대상 무공해 차량 사회적 리스 제도 도입 (2025.Q1 교통 빈곤 권고안), 기업 차량 탈탄소화 법안 법제화 추진 (2025년 말), EU 차원 소비자 인센티브 가이드라인 마련 - 충전 인프라 확충: 유럽 친환경 운송기간 이니셔티브 추진 (2025. Q3), 주요 물류 통로 대형 차량 충전 허브 배치, AFIF를 따라 5억 7000만 유로 대형 차량 충전 대체 연료 인프라 구축 프로젝트 투입, 그리드 프로젝트 관련 예상 투자 지침안 발표 (2025.Q2), V2G(양방향 충전) 지원 정책 발표 (2026) - 소비자 신뢰 강화 |
| 공급망 확충 (Competitiveness and Supply Chain Resilience) | <ul style="list-style-type: none"> - Battery Booster 패키지: 2년간 18억 유로 배터리 제조기업 지원 (EU 역내 배터리 제조기업 직접 생산 지원, 역외기업은 비가격 기준 적용 전제로 유럽 기업과 파트너십 체결 시 지원 가능), 산업 탈탄소화 촉진법 (2025.Q4), 순환경제법 등에서 전기차 유럽부품요건 도입 및 점진적 확대, 배터리 설계 표준화 검토, 신속한 배터리 탄소발자국 계산방법 제시 - 배터리 원자재 프로젝트 지정 및 채굴·정제 사업에 대한 직접 지원 - 자동차 공급망 순환성 강화: 차량/배터리 재활용 시설 금융 지원, 차량 해체 및 재활용을 포함한 순환경제 기반 구축 |
| 인력 및 사회 대응 (Skills and Social Dimension) | <ul style="list-style-type: none"> - 유럽 공정 전환 관측소 설립 - EGF(유럽세계화조정기금) 및 ESF+(유럽사회기금+) 규정 법적 개정 |
| 시장 접근성 확대, 공정 경쟁 보장, 경제 안보 확보 (Boosting our market access, ensuring a level playing field and guaranteeing our economic security) | <ul style="list-style-type: none"> - 시장 접근 개선: 무역협정 및 파트너십 체결 지속, 상호인정 협정, 핵심 원자재 파트너십, 친환경 무역 투자 파트너십 등 - 공정 경쟁 보장: 원산지, 무역규제(중국산 전기차 상계관세 우회 방지 조사 개시, 역외보조금규정 활용 등), 외국인 투자 조치 강화 - 간소화 패키지: 자동차 산업 분야 규제 간소화 패키지 마련, 신규 입법 추진시 충분한 도입 기간 확보 |

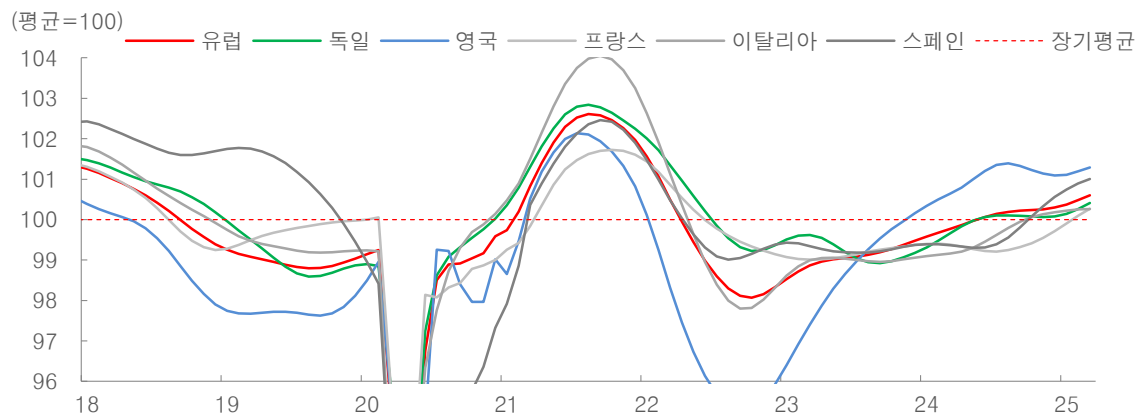
[유럽 재정정책] 유럽의 재정드라이브, 경기회복 가시화

높은 불확실성에도 유럽은 회복하기 시작, GDP 성장 & 반등시도 중



자료: S&P Global, 대신증권 Research Center

유럽 주요국 OECD 경기선행지수 상승전환



자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

- 높은 관세정책 불확실성에도 불구하고 유럽에 대한 신뢰는 회복되기 시작
- 이러한 반등은 이자율과 인플레이션이 하락하고 노동 시장이 지속적으로 강세를 보인데 따른 것
- 독일과 EU 차원에서의 재정 자극책 발표는 신뢰도를 더욱 강화
- 독일과 마찬가지로 EU 회원국은 2026년부터 GDP의 1%만큼 국방비를 늘리는 데 동의할 가능성이 높음
- EU의 국방비 증가 계획이 유로존 GDP를 2026년에 0.1%, 2027년에 0.2%, 2028년에 0.3%까지 끌어올릴 수 있을 것으로 예측

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: FICC리서치부 이경민)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.