

미국은 지금

관세 리스크 대응 매뉴얼



키움증권 리서치센터 글로벌리서치팀

US Strategy Analyst 김승혁 ocean93@kiwoom.com



Issue Brief

관세 리스크에 대응하기 위한 산업별 전략

관세 불안감을 이겨낼 수 있는 핵심 동력은 “안정적 현금 흐름”이다. 해당 조건에 부합하는 산업은 1)수도/천연가스 유틸리티, 2)통신타워 리츠, 3)담배 등으로 안정적 현금 창출 능력과 높은 배당, 가격 전가 능력 등이 강점으로 꼽힌다. 반대로 건강보험 및 의류/식료품 소매 산업의 경우 유의할 필요가 있다. 정부 지원과 판매수 효과로 관세 노이즈 속에서 긍정적 수익성을 보였지만, PBM 규제 및 소비절벽 등의 부정적 변수가 남아있기 때문이다.

일관성이 사라진 트럼프의 관세 정책과 변화하는 분위기

트럼프의 상호 관세 정책은 시간에 따라 많은 변화가 진행되고 있다. 중국을 제외한 57 개국에 대한 관세는 90 일 유예됐지만, 중국 대상 관세율은 최고 245%까지 높아졌다. 휴대폰, 노트북 등의 전자제품에 대한 품목 관세는 2 일만에 예외 결정이 반복되었고, 25% 자동차 부품 관세는 연기 가능성이 시사되었다. 집권 초 관세 정책에 예외는 없음을 강조하던 트럼프가 미국채 금리 급등 및 월 스트리트의 경기 침체 우려 경고를 점차 수용하며 관세 정책의 일관성이 조금씩 훼손되고 있다.

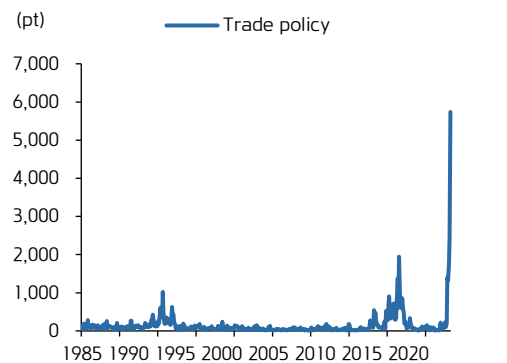
관세 정책으로 인한 미국의 소탐대실?

미국은 그동안 '달러'의 기축통화 지위를 이용해 무제한 지출을 누려왔다. 재정 적자를 국채 발행으로 보충하면 되기 때문이다. 하지만 트럼프의 관세 정책이 되려 미국 달러에 대한 글로벌 신뢰를 훼손하면 미국이 기축통화의 특권을 잃는 '소탐대실'의 결과로 이어질 수 있다. 최근 위험회피 심리에서도 달러가치가 하락하는 것은 소탐대실의 불안을 더욱 키우고 있다.

관세 정책 향후 경로와 연준 풋(Fed Put)의 관계

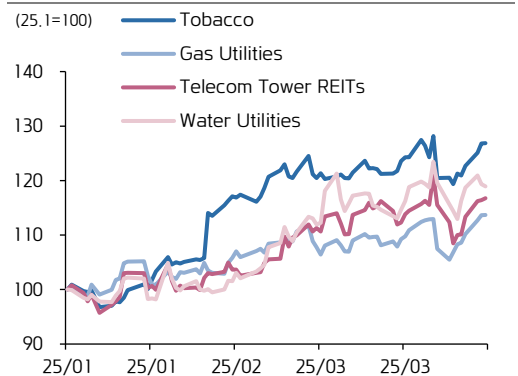
트럼프의 관세 정책은 미국과 중국 모두에게 부담을 주는 상황이며, 실제 경제지표(하드데이터)가 침체를 보이기 시작하면 빠르게 수정될 가능성이 높다. 특히 연준의 완화적 조치(연준 풋)는 관세 충격을 막는 보험이 아니라, 오히려 금융시장 위험을 줄이기 위한 대응일 뿐이다. 따라서 만약 세수 부족이나 부채한도 협상 지연 등으로 단기 금융시장에 문제가 생기면, 트럼프 정부는 경기 침체를 피하기 위해 예상보다 빨리 관세 정책을 완화하거나 중단할 가능성이 높다.

역대 최고 수준인 무역 정책 불안



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

관세 저항력이 강한 산업



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

관세 여파에도 견고한 모습을 보일 산업

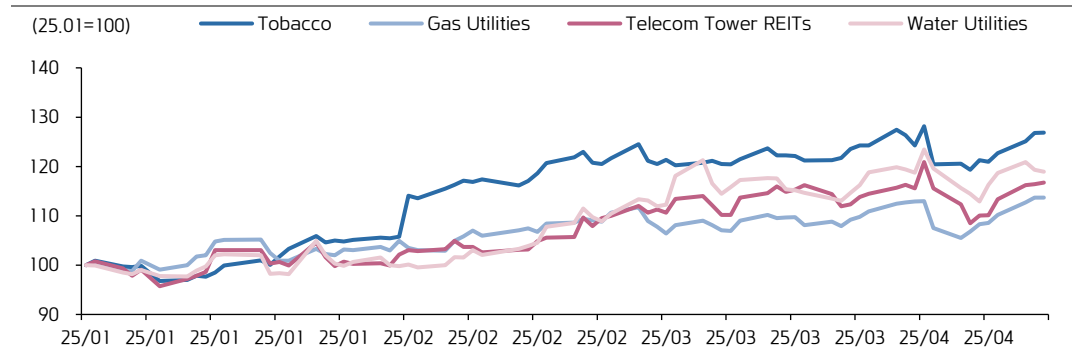
관세 불안감을 이겨낼 수 있는 핵심 동력은 “안정적 현금 흐름”이다. 관세 방향성을 예측하기 쉽지 않은 현재 상황에서 시장 참여자들은 관세 및 경기 흐름과 관계없이 꾸준히 현금을 창출할 수 있는 산업군을 선호하게 된다. 해당 조건에 부합하는 산업은 1)수도 및 천연가스 유틸리티와 2)통신타워 리츠, 3)담배 등을 꼽을 수 있다.

수도 및 천연가스 유틸리티 산업은 사람들의 생활과 직결된 기본 인프라를 담당하는 규제 산업이다. 이에 주·지방 PUC(공공요금위원회)가 승인한 수익률만큼 요금을 조정할 수 있다. 대신 해당 지역에 대한 독점권이 보장되어 안정적 현금 흐름을 창출할 수 있다. 부채 부담이 높다는 점이 장기 성장에 방해되는 요소이지만, 최근 시장이 금리 인하 가능성을 더욱 높게 평가하는 만큼 비용 조정 역시 예상되고 있다. 나아가 관련 산업 내 기업들은 15년 연속 배당을 늘리며 연 7~9% 수준의 배당 성장 가이드를 유지하고 있다. 관세 여파에 의해 수익률이 소폭 하락해도, 배당을 통해 이를 커버할 수 있는 것이다. 높은 성장성을 바라기는 어려운 산업이지만 관세로 인한 변동성 장세에서 몸을 잠시 피하기 유리한 조건을 가지고 있다. 물론 유틸리티의 종류에는 전력 유틸리티도 있다. 하지만 가스/수도 유틸리티와 전략 유틸리티의 상황은 조금 다르다. 공통점은 높은 배당, 꾸준한 현금흐름 흐름 등이지만 전력 유틸리티는 AI 모멘텀으로 인해 높은 상승 속도를 보여온 만큼 증시 조정 칼날을 피해가지 못할 가능성이 있다.

통신타워 리츠 역시 큰 구조는 가스/수도 유틸리티와 유사하다. 해당 산업은 일반적으로 통신사와 10~20년 장기 임대 계약을 체결한다. 또한 타워 하나씩 계약을 체결하지 않고 묶음 단위로 장기 기간을 임대하는 마스터 리스(Master Lease) 계약을 진행한다. 통신사와의 묶음 단위 장기 계약은 안정적인 현금 흐름을 의미한다. 관세 여파 및 경기 침체 리스크와 수입이 큰 연관이 없는 것이다. 또한 매출원 95% 이상이 미국 통신사 임대료로 구성되어 있기에 공급망 우려에서도 자유롭다. 또한 통신타워 리츠의 평균 배당률은 다른 산업 대비 높은 약 3.7% 수준이다.

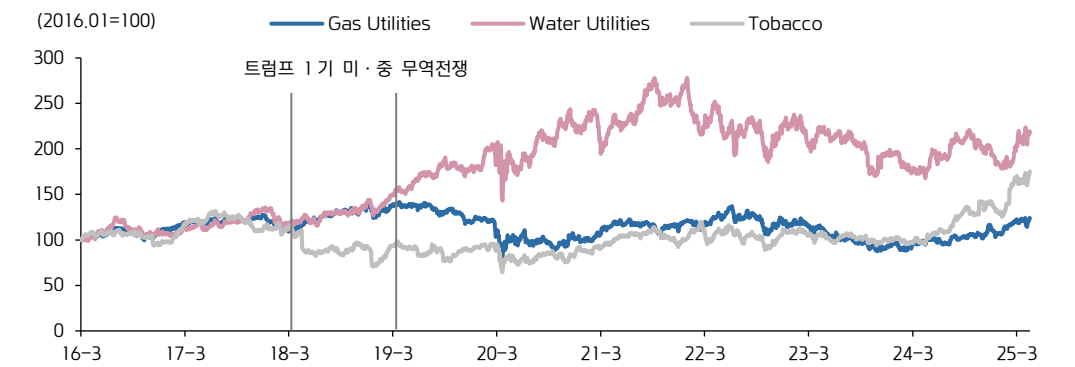
담배는 유틸리티 및 통신타워와 약간 성격이 다른 산업이지만 관세 우려에 좋은 대응력을 보일 것으로 예상된다. 담배 산업은 다른 산업들과 비교할 때 높은 수준의 가격 전가 능력을 가지고 있기 때문이다. 담배의 수요 가격 탄력성은 -0.3~-0.4로 평가된다. 의류 신발 등의 가격 탄력성이 -1.8인 것과 비교하면 절대값이 크게 낮은 것이다. 실제 필립모리스를 자회사로 보유한 알트리아는 2023년 2~3 분기에만 3차례 담배 가격을 인상했지만, 2~3분기 영업이익률은 1분기 대비 약 9%p 높아졌다. 이러한 특징으로 인해 담배 산업은 관세로 인한 충격이 제한적일 것으로 판단한다. 또한 담배산업은 6~7% 정도의 높은 배당 성향을 보인다. S&P500 평균 배당 성향의 4배 수준인 고배당 산업군인 것이다.

관세 불확실성을 견딜 수 있는 산업 흐름



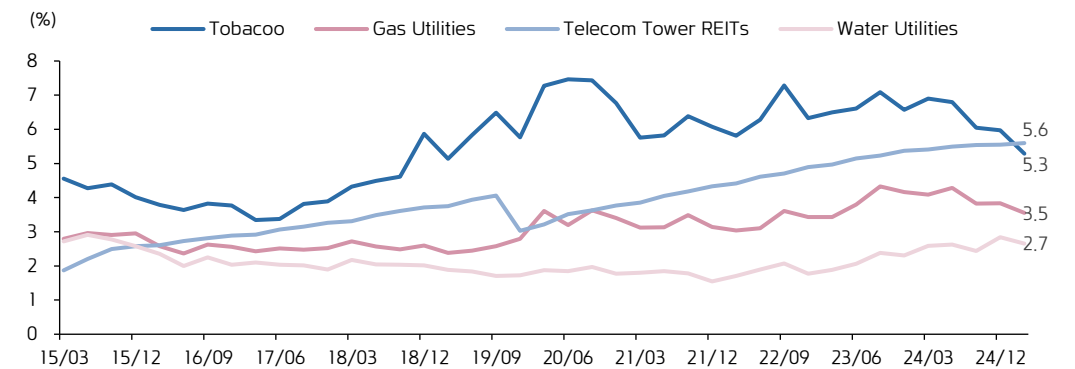
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

트럼프 1기 미·중 무역전쟁 당시 산업 흐름



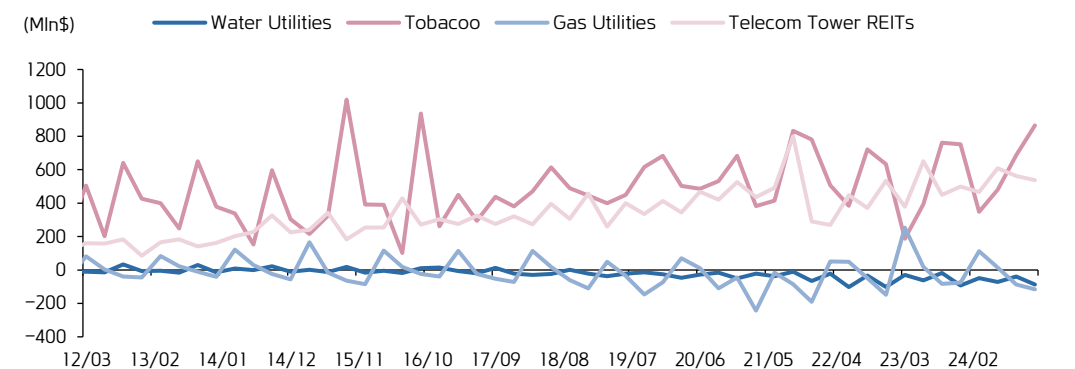
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

산업별 배당수익률 비교



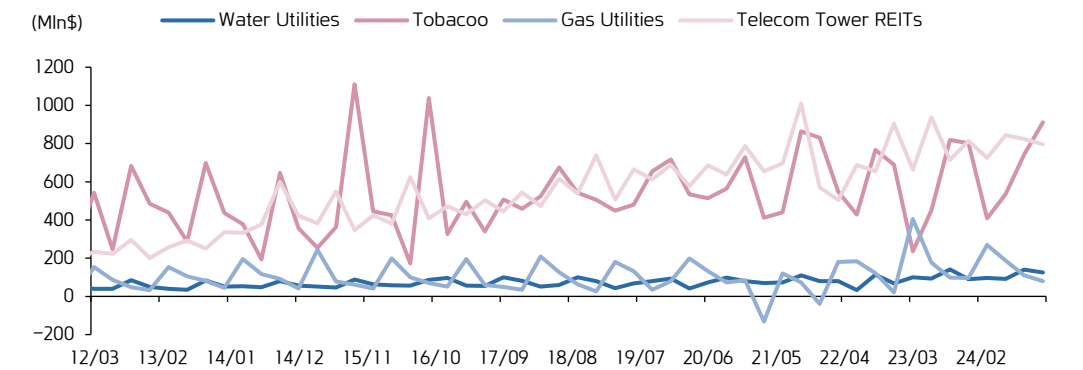
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

산업별 잉여현금흐름(Free Cash Flow) 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

산업별 영업활동현금흐름(Operating Cash Flow) 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

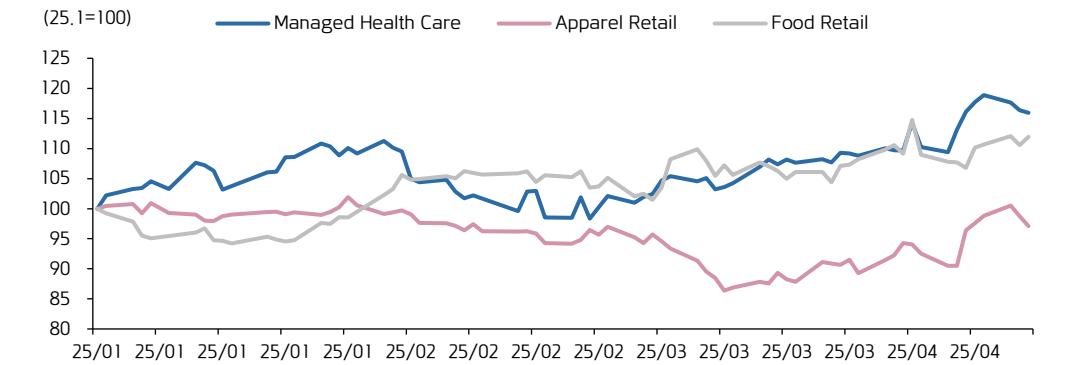
관세 방어적 산업으로 착각하기 쉬운 산업

건강보험 및 의류/식품 소매 산업의 경우 관세 청정 구역으로 잘못 생각될 수 있다. 메디케어 요율 관련 호재성 이벤트와 선매수 효과로 인해 관세 노이즈 속에서도 근래에 좋은 수익률을 보였기 때문이다. 하지만 좋은 분위기가 지속될지 여부에 대해서는 다르게 바라볼 필요가 있다. 매를 먼저 맞으면 이후 편하지만, 마시멜로를 먼저 먹어버리면 이후에는 보상이 없다.

건강보험 산업은 CMS(미 보건복지부 산하 기관)가 2026년 메디케어 어드밴티지 지급률을 기존 예상치인 2.2~2.8%보다 높은 5.06%로 확정하자 최근 좋은 흐름을 보였다. 하지만, 이러한 상승세는 재차 되돌려질 것으로 예상된다. 의약품에 대한 품목별 관세 및 PBM에 대한 규제 강화 등이 변수로 남아있기 때문이다. 특히 약가 인하를 위한 PBM 규제 강화는 보험사의 PBM 부문 영업이익 악화로 직접 연결될 수 있다. 실제로 2020년 트럼프 행정부가 PBM이 제약사로부터 받는 리베이트를 금지하는 규제를 발표하자 CVS Health, Cigna, UnitedHealth Group 등의 건강보험사는 약 5% 정도 주가 하락세를 연출했다.

의류 소매, 식품 소매 등도 최근 긍정적 수익률을 보였지만, 단기간 내에 되돌려질 공산이 크다. 3월 들어 소매 산업 수익률이 개선된 이유는 관세 부과 우려에 따라 생활 물품을 미리 대량 구매했기 때문인데 관세 영향력이 확산된 이후에는 관련 품목 소비가 빠르게 줄어들 수 있다. 실제로 코스트코와 Sam's Club과 같은 창고형 매장의 올해 3월 동일 매장 방문객 수는 YoY 기준 +9.7% 증가했다. 선매수 효과로 인해 소매 산업 주가가 3월 이후 17%가량 반등했기에, 관세 영향력 확산 후 매수 절벽이 시작되면 그동안 오른 만큼 내릴 가능성이 존재한다.

관세 여파에 피해가 예상되는 산업 추이 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

일관성이 사라진 트럼프의 관세 정책

4월 2일 시작된 트럼프의 상호 관세 정책이 점차 변하고 있다. 일관된 모습을 보일 것이라 자신했던 트럼프가 시장 환경 변화를 의식하면서 조금씩 정책 수정을 진행하고 있다. 가장 대표적 변화는 **중국을 제외한 57개국에 대한 상호 관세 및 보편 관세(10%)를 90일간 유예하겠다는 것이다**. 해당 발표는 4월 9일 진행되었기에 유예 종료 시점은 7월 8일이며, 트럼프는 유예 종료 전까지 동맹국과의 협상을 계속해서 진행할 것이라 언급했다. 이와 반대로 중국에 대한 관세 정책은 오히려 더욱 강해졌다. 일반 중국산 수입품에 대해 145%의 관세를 부과할 것이라 밝혔고, 4월 15일 전략적 품목들에 대해서 245%까지 관세를 부과할 것이라 밝혔다. 전략적 품목은 미국 안보에 위협을 가할 수 있는 수입품으로 희토류 및 반도체 등이 포함될 수 있다.

품목을 기준으로 매겨지는 관세 정책 역시 일관성을 보이고 있지 못한 상황이다. **4월 12일 미 관세청(CBP)은 스마트폰, 컴퓨터, 반도체 등 전자제품을 관세 예외 품목으로 발표했다. 하지만 2일 뒤 하워드 러트릭 상무장관은 “전자제품 관세 면제는 임시 조치이며, 곧 반도체 관세로 통합될 것”이라 언급했다.** 트럼프 역시 관세에 대해서는 “예외 없음”이라는 입장을 고수했다. 또한 미국 행정부는 4월 16일 엔비디아가 H20 칩의 중국 수출 시 별도의 라이선스가 필요하다고 밝혔다. 관세를 적용한 것은 아니지만, 수출 통제가 진행된 것이다. 이와 반대로 자동차 부품 관세에 대해서는 4월 15일 잠정적 연기 가능성을 언급했다. **기존에는 5월 3일부터 25%의 관세가 적용될 예정이었지만, 자동차 제조업체들이 공급망을 조절할 시간을 제공하기 위해 연기** 한다는 것이다. 의약품 관세에 대해 시장은 25% 수준의 관세율이 적용될 것이라 예상하고 있었으나, 트럼프는 시장의 생각과 달리 메디케어 어드밴티지 요율을 5.06%로 상향하는 옵션을 들고 나왔다. 의약품은 품목별로 관세를 부과하겠다는 입장이 여전히 유지되고 있지만, 먼저 보험사 요율 상향 카드를 꺼내든 것이다.

변화하는 분위기, 메인스트리트 vs 월 스트리트

트럼프의 관세 정책에 대한 평가를 옹호하는 입장과 반대하는 입장은 크게 두 부류로 나뉜다. **관세 정책 옹호의 입장은 메인스트리트(Main Street)이며, 반대하는 입장은 월 스트리트(Wall Street)이다.** 집권 초 미국 내에서는 트럼프 트레이드 영향에 따라 메인스트리트의 목소리가 더욱 컸다. 하지만 **증시 분위기 변화에 따라 최근 월 스트리트의 반대 목소리가 점차 높아지고 있다.**

메인스트리트는 일반 시민, 소상공인, 지역 경제 등을 상징하는 집단이다. 이들은 1)국내 생산성 확대, 2)일자리 회복, 3)미국산 제품 가격 경쟁력 확보 등의 기대감을 바탕으로 트럼프 관세 정책을 지지했다. 특히 철강, 농업, 자동차 조립 등의 산업에 종사하는 블루칼라 구성원들이 많은 지지를 보였다. 하지만 미국 증시가 폭락하고 채권 금리에서 이상 징후가 보이자 월 스트리트의 발언에 점차 힘이 실리고 있다. 지금의 관세 정책이 경기 침체를 불러올 것이란 주장이다. 예컨대 브리지워터 창립자인 레이달리오는 현재 총없는 내전이 진행되고 있으며 미국 경기 침체 가능성이 높아지고 있다고 언급했고, 대형 투자은행들은 12개월 내 경기침체 확률을 최대 45%까지 상향조정했다. JP 모건의 제이미 다이먼 회장은 트럼프 관세 정책이 미국의 신뢰를 손상시키고 있다고 공개적으로 비판했다.

근래 트럼프의 관세 철회 조치가 한 번씩 관찰되는 이유는 이러한 월 스트리트의 주장을 일부 받아들인 결과일 수 있다. 90일 관세 유예가 발표되기 3일 전인 4월 6일, 스콧 베센트 재무부 장관은 플로리다에 있는 트럼프를 찾아가 관세 정책의 시장 영향력에 대해 논의하고 정책 변경에 대해 설득했다. 관세 정책에 의한 주식시장 및 채권시장의 급격한 변화 가능성을 경고한 것이다. 이후 4월 9일 아시아 장에서 미 채권 금리가 폭등하자, 트럼프는 같은 날 후속 조치로 관세를 90일 유예했다. 관세 유예에 대한 정부의 공식적 입장은 “양자 협상을 위한 시간 확보용 조치”이지만, 트럼프가 직접 “채권시장을 지켜보고 있었고 어젯밤 사람들이 약간 불안해하는 것을 확인했다”고 언급한 만큼 **금융시장 불안이 정책 변화의 트리거 역할을 수행했을 가능성이 높다.** 헤지펀드 매니저 출신이면서 월 스트리트와 긴밀한 네트워크를 지닌 스콧 베센트 재무장관의 역할이 더욱 중요해진 것이다.

관세 정책 반대 진영의 논리

지난번 자료(4월 2일 관세 부과 이후의 미국)에서는 스티븐 미란의 보고서와 마려라고 합의를 바탕으로 트럼프 관세 정책의 이론적 배경에 대해 살펴보았다. 이 내용을 다시 정리해 보면 **관세 정책이 필요한 이유는 기축통화 지위와 무역수지 적자가 트레이드 오프 관계에 있기 때문이다.** 스티븐 미란은 관세를 부과하여 정부 지출 확대와 제조업 경쟁력 약화를 막아야 한다고 주장했다. 하워드 러트릭 상무장관은 이러한 논리를 바탕으로 강경한 관세 정책을 주장했고, 이를 받아들인 트럼프는 집권 초기 해방의 날을 선언하며 1기 집권 당시보다도 높은 수준의 상호 관세 정책을 발표했다. 다만 금융시장 안에서 관련 부작용이 점차 관찰되기 시작했다.

4월 2일 “해방의 날” 이후 S&P500은 이틀간 -10.5% 급락했고, 나스닥 지수는 연내 고점대비 -20%에 가까운 낙폭을 기록했다. VIX Index(변동성 지수)는 45pt를 상회했으며, 애틀란타 연연의 GDP Now 모델은 2025년 1분기 실질 GDP 성장률을 -2.4%로 하향했다. 또한 관세로 인한 수입 물가 상승 우려에 따라 미시간 1년 기대 인플레이션은 6.7%로 급등했고, 뉴욕 연은 소비자 기대인플레이션 역시 3.6% 수준으로 높아졌다. 요약하면 경기 성장률은 (-)로 내려갈 것이라 예상되고 있지만, 기대 인플레이션은 물가 상승 가능성을 반영하고 있는 것이다. 저성장+고물가는 결국 스태그플레이션을 의미한다. 시장은 이를 자산가격에 반영하고 있다(6page 계속).

위와 같은 증시 흐름으로 인해 월 스트리트는 트럼프의 관세 정책에 반대할 명분이 생겼다. 증시 변동성이 일정 수준을 넘어갈 경우 결국 경기 침체가 도래할 수 있다는 것이다. 또한 월 스트리트 사람들은 시차에 대해 강조한다. 관세 정책이 미국 경제에 긍정적으로 작용하기 위해서는 오랜 시간이 걸리지만, 경제 혼란으로 인한 침체는 단기간에 도래할 것이란 주장이다. 예컨대 관세를 통해 미국 제품 경쟁력이 높아지려면 1)반발 국가들에 대한 설득, 2)미국 기업들의 생산 능력 확보, 3)생산 인프라 구축, 4)관련 노하우 축적 등의 단계가 선결되어야 한다. 물리적 시간이 필요한 것이다. 하지만, 상대국들의 보복 관세에 의한 원자재 및 부품 가격 상승은 빠른 시간 안에 비용 상승 효과를 만들어 낸다. 시기적 시차가 있는 것이다. 또한 미국의 높은 인건비와 설비 투자 비용을 감당하는 과정에서 기업들의 마진이 선제적으로 떨어질 수 있다.

관세 정책으로 인한 미국의 소탐대실?

“소탐대실”의 관점에서 관세 정책 반대 논리가 등장한다. 미국은 생산보다 소비를 많이 하는 대표적인 국가이다. 미국의 2024년 GDP에서 민간 소비 지출이 차지하는 비중이 68.8%임이 이것을 반증한다. 미국 경제가 소비 중심 구조인 것은 누구나 자연스럽게 생각하는 부분이지만, 이것은 당연한 부분은 아니다. 생산보다 소비가 많다는 것은 개인으로 비교하면 수입보다 지출이 많은 것을 의미하며, 지출이 더욱 많은 재정은 오랜 기간 버틸 수 없기 때문이다. 하지만 미국은 지출이 더 높음에도 불구하고 글로벌 시장 안에서 오히려 높은 성장률을 보였다. 이러한 형태가 가능할 수 있었던 요인은 기축통화인 달러에 있다. 소비/생산에 의해 무역수지가 적자를 기록해도, 달러 표시 자산인 미국 채권을 발행하면서 부족한 자금이 충당되기 때문이다. 또한 미국채는 전 세계에서 가장 안전한 자산이며 글로벌 중앙은행들의 지급 준비금에 많은 비중을 차지하고 있기에 지속적인 수요가 생성한다.

위 내용을 한문장으로 정리하면 미국은 “달러”라는 마스터 키를 통해 수입보다 지출을 많이 해왔고, 이러한 특권을 누린 대가로 “무역수지 적자”를 값으로 지불해 왔다. 1985년을 기점으로 미국 제조업의 상대 임금이 계속 감소한 것을 감안할 때 이와 같은 미국의 경기 구조는 적어도 40년 이상 지속되었다. 해당 기간동안 미국의 제조업은 약화되었지만 반대급부로 전 세계에서 가장 큰 금융시장을 가지게 되었다. 제조업 및 교역을 기반으로 한 부가가치 보다 자산시장에서 발생하는 부가가치가 더욱 큰 것이 무역 적자 흐름에도 미국이 고성장 할 수 있었던 원인이다. 실제로 하루 평균 약 6.6조 달러인 글로벌 달러 결제액 중 0.5%의 비중인 400억 달러 만이 무역 결제 대금으로 사용되고 나머지 99.5%는 자산시장에서 사용된다.

트럼프의 관세 정책이 이와 같은 미국 경제 체제를 뒤흔들 수 있다는 점에서 “소탐대실” 관련 언급이 나오고 있다. 미국이 위에서 언급된 특권을 오랜 기간 누릴 수 있었던 대전제는 “신뢰”이다. 동맹국들이 미국에 대해 경제 파트너로서의 신뢰, 안보 파트너로서의 신뢰를 보냈기에 달러 및 미국 채권에 대한 신뢰 역시 높아진 것이다. 미국이 글로벌 자경단 역할을 자처한 것에는 암묵적으로 누리고 있었던 무제한 지출이란 특혜를 유지하기 위해서이다. 하지만 트럼프는 취임 초 동맹국과 비 동맹국 가리지 않고 모두에게 높은 관세를 부과함과 동시에 안보를 대가로 거래를 요구했다. 암묵적 약속에 위협이 가해진 것이다. 이러한 모습은 최근 현상에서 확인 가능하다.

안전자산으로 여겨지는 달러 인덱스는 4월 16일 기준 100pt를 깨고 99pt 레벨로 내려가 있다. 근래 경기 침체 우려에 따라 전통적 안전자산인 금, 스위스 프랑 모두 기록적인 상승세를 보이고 있지만, 달러는 약세를 보이고 있는 것이다. 미국 채권금리 역시 10년물 기준 4.3% 수준을 기록하며 높은 레벨로 올라갔다. 시장 심리가 불안정한 상황이지만 채권에 대한 가격은 내려가고 있는 것이다(채권 수요 약화) (7page 계속).

더욱 의미 있는 부분은 미 국채금리가 높아지고 있음에도 달러 인덱스가 하락하고 있는 것이다. 이론적으로 금리는 돈의 가치이기에 시중금리와 달러의 움직임은 커플링 되는 경우가 많지만, 최근에는 반대의 흐름이 연출되고 있는 것이다. **이는 달러 및 달러화 표시자산에 대한 매도가 동시에 진행되고 있음을 시사한다.** 달러에 대한 글로벌 신뢰가 이전과 같지는 않은 것이다. 달러에 대한 신뢰를 기반으로 “무제한 지출”이라는 특권을 누리오던 미국 입장에서 만약 관세 정책을 통해 **제조업을 얻고 기축통화국으로의 신뢰를 잃게 된다면 소탐대실이 될 수 있다.** 트럼프가 달러와 채권금리에 민감하게 반응하는 이유도 이와 같은 사실을 모르고 있지는 않기 때문이다. 그럼에도 취임 초기에 강경한 관세 정책을 진행한 것은 자산시장이 이렇게 반응할 것에 대해 예상하지 못했을 수 있다.

관세 정책 향후 경로와 연준 풋(Fed Put)의 관계

JP 모건을 필두로 주장되는 경기 침체 시나리오와 트럼프가 꿈꾸는 관세 이데올로기 사이에 누가 승자가 될 것인지는 아직 알 수 없다. 90 일 관세 유예가 진행된 만큼 미국과 중국의 치킨게임이 예상되고 있으며 각국은 상대보다 더욱 오래 버티기 위해 노력할 것이다. 다만, 관세 관련 노이즈가 오랜 기간 지속될 경우 양국 모두에게 불리 해진다. **미국이 불리한 점은 1)소비 둔화에 의한 경기 침체 가능성이 높아진다는 것과, 2)달러 자산에 대한 글로벌 신뢰가 낮아질 수 있다는 것이다.** 반대로 중국이 불리한 점은 **중국의 내수 시장이 예전보다 많이 위축되어 있다는 것이다.** 1 기 트럼프가 집권하던 2018 년 중국 GDP 중 소비지출 항목은 전체의 76%를 차지했다. 견고한 내수 소비가 뒷받침되고 있었던 것이다. 하지만 2024 년 중국 GDP 중 소비지출 비중은 지방정부 부채 및 부동산 경기 둔화로 인해 55%로 위축되었다. 관세 전쟁에서 버틸 수 있는 여건이 이전에 비해 안 좋아진 것이다.

이와 같은 상황에도 미국이 관세 정책을 아직까지 고수할 수 있는 이유는 실물경기 둔화가 아직 관찰되지 않았다는 이유이다. 사람의 “기대”, “심리” 등을 반영하는 소프트데이터(ex. ISM 제조업 지수)는 부진한 모습을 보이지만 **실제 관측된 경제활동을 수치로 구성한 하드데이터(ex. 실업률, 소매판매)에서는 침체의 모습이 확인되고 있지 않은 것이다.** 이러한 차이가 발생한 이유는 지금의 침체 우려는 소수 정치인들이 주도한 정책에 의해 발생했기 때문이다. 즉 미국의 관세 정책 관련 태도 변화가 발생할 수 있는 시점은 하드데이터들이 훼손되기 시작하는 지점이다. 해당 시점이 언제 인지 정확한 시점을 알 수는 없지만, 연준의 행보와 미국의 세수, 단기자금 시장의 흐름 등의 독립변수가 침체 D-date 을 어느정도 결정할 수 있다.

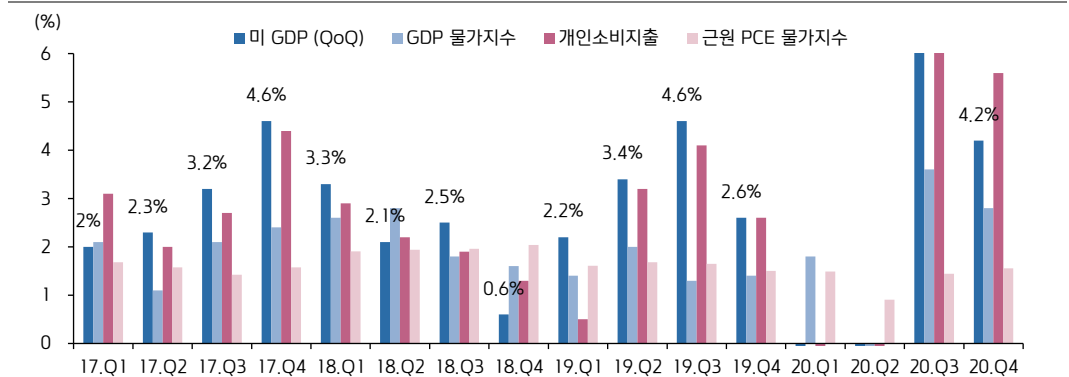
지금의 연준은 적극적으로 움직이기 어려운 위치에 있다. 기준금리를 빠르게 내리기에는 관세에 의한 기대 인플레이션이 높아져 있는 상황이고, 기준금리를 높이기에는 침체에 대한 우려가 높다. 이에 기준금리 중심의 정책 보다는 완화적 발언과 QT 중단 등이 먼저 진행될 가능성이 높다. **소극적 연준 풋이 선행되는 것이다.** 물론 연준이 소극적 풋을 진행하는 이유는 관세 정책으로 인한 침체 가능성을 방지하는 목적이기 보다는 단기적으로 발생할 수 있는 유동성 위험을 막으려는 목적일 것이다.

(8page 계속)

현재 미국 정부는 부채한도 협상이 아직 타결되지 않은 상태로 TGA를 통해 정부를 운용하고 있다. 이에 약 8,000억 달러 수준이었던 2월 TGA 잔액은 4월 11일 기준 3,300억 달러로 줄어들었고, 만약 해당 자금이 소진될 경우 정부는 디폴트 초읽기에 진입하게 된다. 물론 믿는 구석은 남아있다. 세금이다. 4월 15일이 세금 납부 마감일이기에 당분간 정부는 세수를 바탕으로 정부를 운용하면 된다. **하지만 이 지점에서 유동성 위험이 내제되어 있다. 만약 세수가 예상보다 적은 금액일 경우 TGA 역시 얼마 남지 않은 상황에서 정부의 여유 기간이 예상보다 짧아질 것이기 때문이다.** 이 경우 정부는 빠르게 부채한도 협상을 진행하여 디폴트 국면을 막아야 하며, 이러한 일련의 과정에서 단기자금 시장은 스트레스를 받을 수 있다. SOFR(담보부 일일 금리)이 IORB(준비금 잔액 이자율)를 한 번씩 넘어서는 원인도 이와 무관하지 않다.

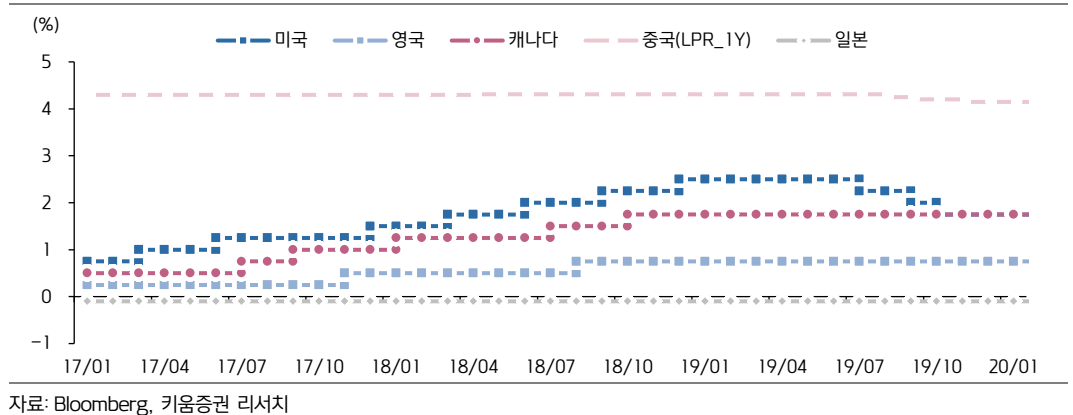
이러한 시나리오 속에서 관세 정책과 연준 풋에 대해 생각해보자. 위에서 언급한 대로 만약 2분기 안에 세금, 부채한도, 단기금기 등이 트리거가 되어 과거 SVB 사태와 같은 **유동성 경색 위험이 빠르게 높아질 경우 관세 정책은 오히려 시장 예상보다 빨리 '합의'의 국면으로 접어들 것이다.** 시스템 리스크 등에 의한 경기 침체 상황에서 관세라는 변수를 추가할 수 없기 때문이다. 위에서 언급한 하드데이터 훼손 시점이 관세 정책 중단 시점이 될 것이란 주장 역시 이와 결을 같이한다. 하지만 **현재 시장은 관세 정책과 연준 풋의 관계에 대해 반대로 바라보고 있다.** 연준 풋이 관세 정책에 의한 경기 침체를 방어해주는 보험 역할을 수행할 것이란 판단이다. 하지만 1차 미·중 무역전쟁의 타임라인은 이와 같은 판단이 잘못되었음을 보여준다. 2018년 4분기 미국 GDP 성장률은 경기 침체 우려에 따라 +0.6%까지 빠르게 둔화되었고, 그간 금리 인상을 고집하던 연준도 역시 금리를 동결하며 완화적인 스탠스로 돌아섰다. 해당 시점에서 미국과 중국은 아르헨티나 G20 정상회의에서 90일간 추가 관세 부과를 유예하는 '임시 휴전'에 합의했다. 연준의 완화적 스탠스 변화 이후 양국 간 관세 합의가 이루어진 것이다.

트럼프 1기 GDP 성장률 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

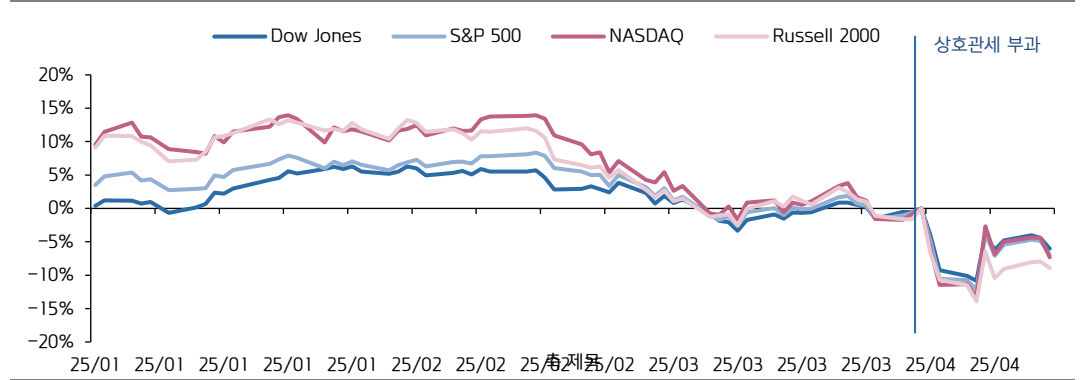
트럼프 1기 국가별 기준금리 변화 추이



트럼프의 피봇(Pivot)에 의한 증시 흐름 전망

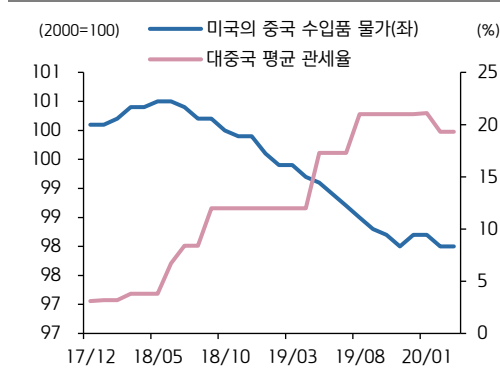
중국과의 전면전을 선포한 현재 상황에서 단기적인 관세 불확실성은 피해갈 수 없는 불가피한 요인이다. 이에 앞에서 언급한 대로 안정적 현금 흐름 및 높은 배당성향을 보유한 산업들을 기반으로 단기적인 정책 發 증시 변동성에 대응해야 한다. 하지만 **더욱 중요한 부분은 분위기 전환이 언제부터 일어날 수 있는지 여부이다.** 추론형 AI 와 로봇 산업과 같은 첨단 산업들의 성장성이 여전히 훼손되지 않은 상황에서 **투자자들은 결국엔 성장주 중심의 투자 전략으로 다시 돌아갈 것이다.** 하지만 소수 정치인들이 지금의 증시 상황을 만들어 낸 만큼 증시 상승을 유도할 수 있는 사람들도 그들이다. 위에서 언급했듯 집권 초 관세 정책에 대한 강한 믿음을 바탕으로 강경한 태도를 보이던 **트럼프가 월 스트리트 경고를 듣기 시작했다.** 채권 시장의 변화가 트리거가 되어 관세 정책 진행 속도를 늦추었고, **달러화 표시 자산에 대한 글로벌 신뢰성 하락 및 실물 경기 둔화 흐름이 관세 정책 피봇을 유도**하고 있다. 이에 합의의 시점은 기존 예상보다 빠른 시일 내로 도달할 것이라 판단한다. 스탠스를 점차 조절하는 과정에서 1~2 달의 시간이 소요된다 하더라도, 3 분기 이후에는 “협상”이라는 단어가 수면 위로 등장할 수 있다. 90 일 유예로 인해 7 월 재개될 것으로 예상되는 상호관세 역시 2 분기 동안의 각국과의 대화를 통해 무효화할 가능성도 있다. 물론 이와 같은 시나리오와 다르게 트럼프가 관세 적용에 대한 고집을 부릴 경우 미국 경제는 하드데이터까지 무너지며 본격적 침체로 진입할 것이다. 하지만, 이는 트럼프가 원하는 그림이 아니다. 관세 역시도 그에게는 미국 성장을 위한 하나의 도구일 뿐이기 때문이다. 이에 **안정형 투자 전략을 성장주 중심의 전략으로 전환하는 시점은 3 분기 정도로 예상한다.** S&P500 은 2 분기 증시 조정 기간 동안 Fwd PER 19 배 수준인 4,500~5,000pt 레인지 안에서 저점을 형성한 뒤, 트럼프 피봇을 계기로 빠르게 회복하는 흐름을 연출할 것으로 판단한다.

상호 관세 발표 이전과 이후 주요 주가지수 수익률 변화



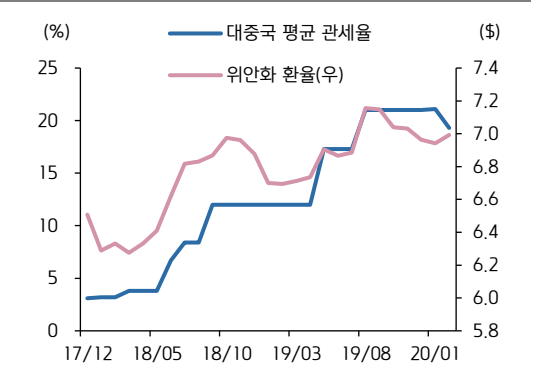
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국의 중국 수입 물가 vs 대중국 관세율



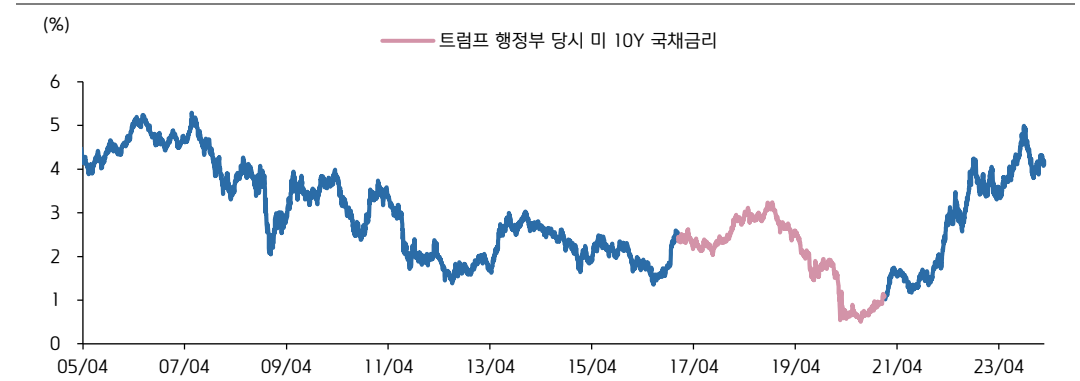
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

대중국 평균 관세율 vs 위안화 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

트럼프 1기 10년물 국채금리 변화



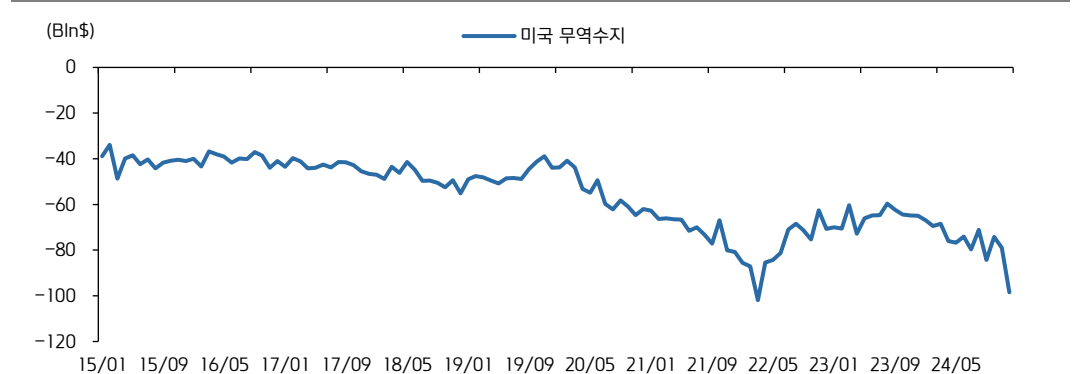
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 교역 국가별 무역수지 적자 비교



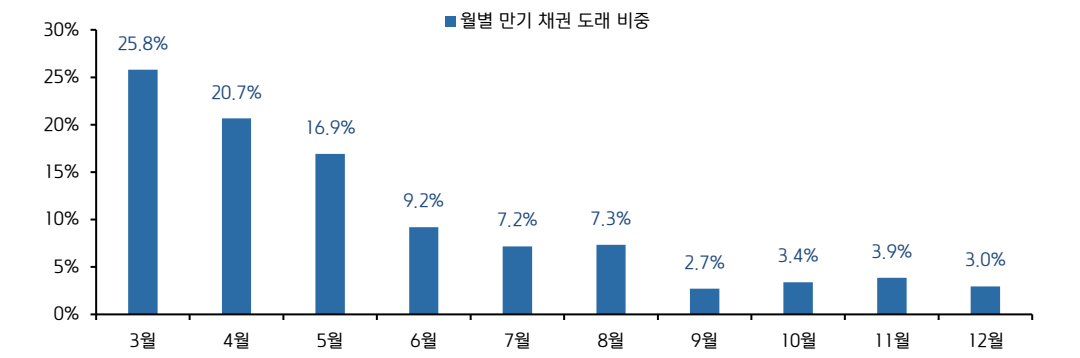
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 무역수지 적자 추이



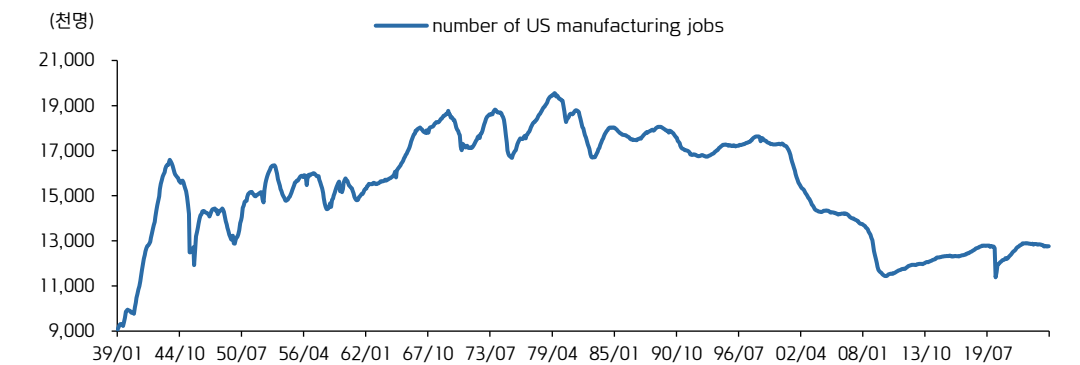
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2025년 미국 월별 만기 도래 채권 비중



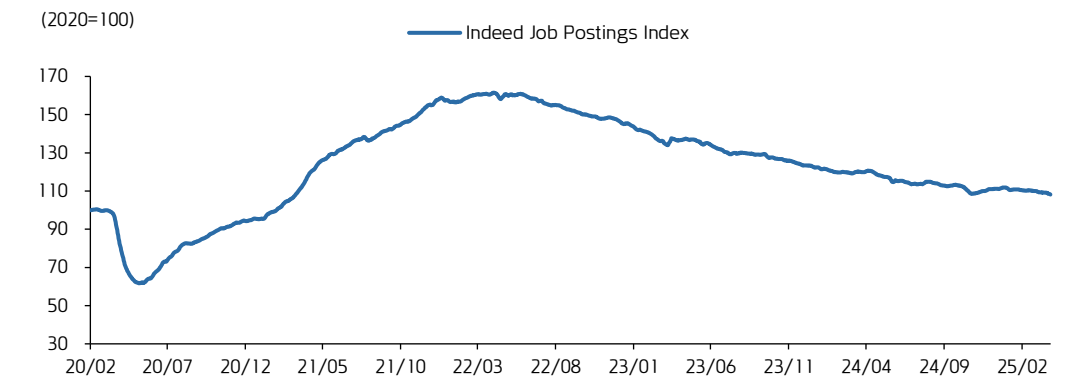
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

역사적 미국 제조업 일자리 수



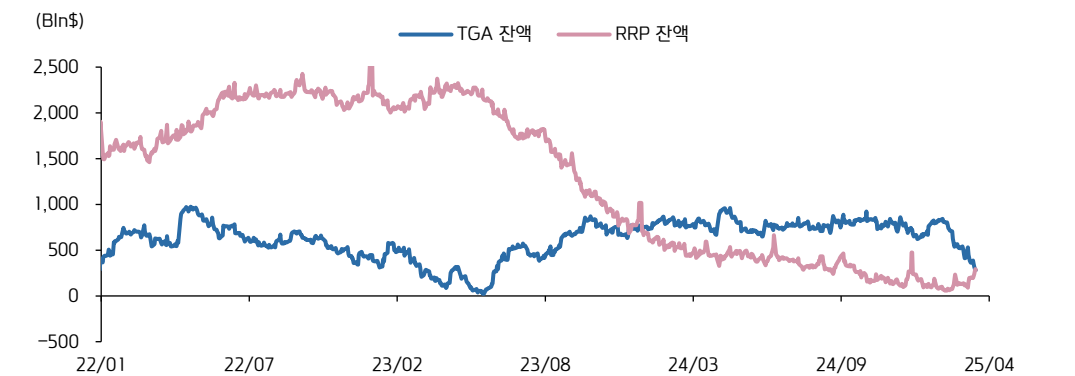
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

실시간 구인건수 포스팅 수



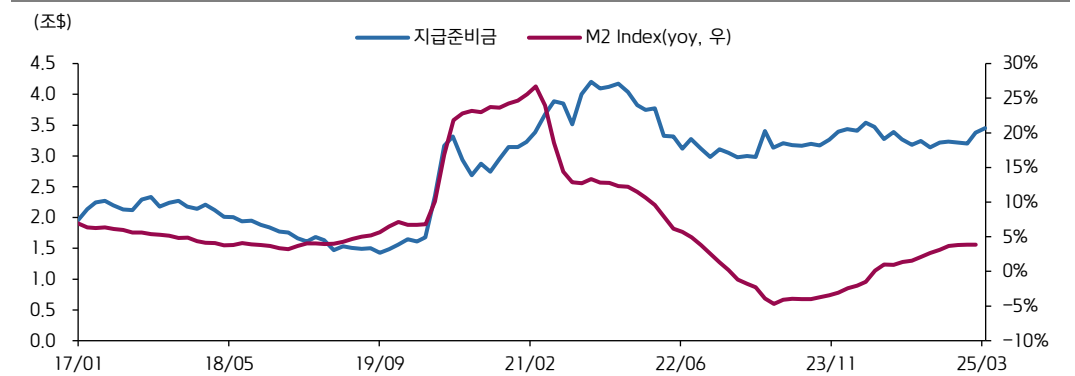
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 TGA 잔액 및 RRP 잔액



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 지급준비금 및 M2 Index



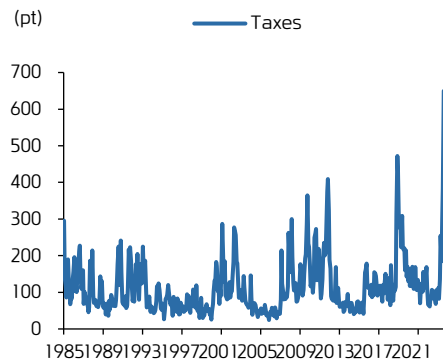
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

실질무역가중 달러 인덱스 vs 미국 무역수지



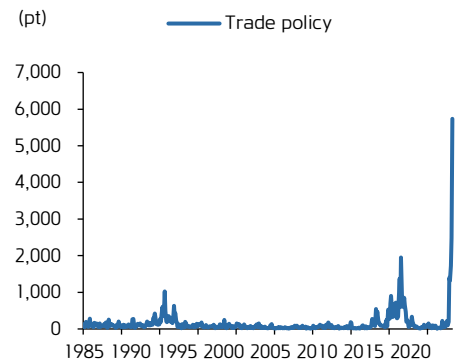
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

정책 불안 지표 - Taxes



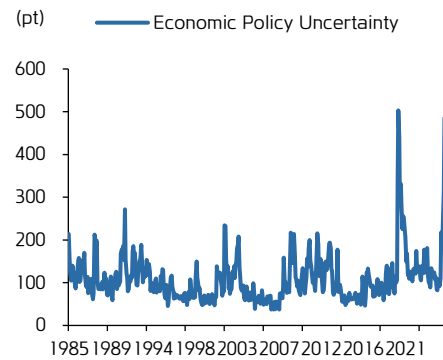
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

정책 불안 지표 - Trade policy



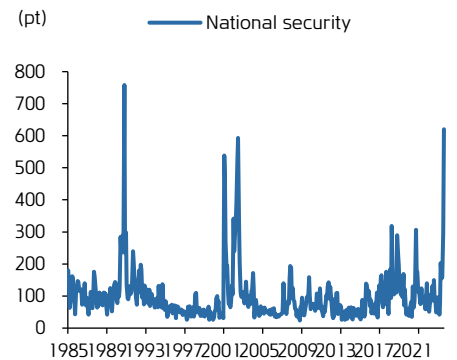
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

정책 불안 지표 - Economic policy



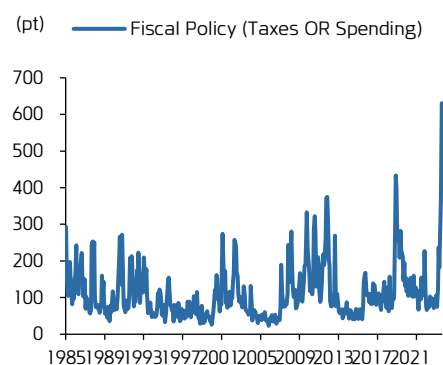
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

정책 불안 지표 - National security



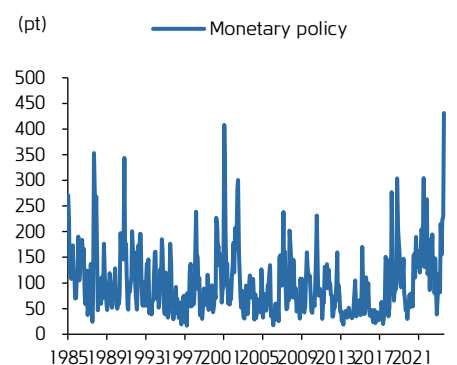
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

정책 불안 지표 - Fiscal Policy



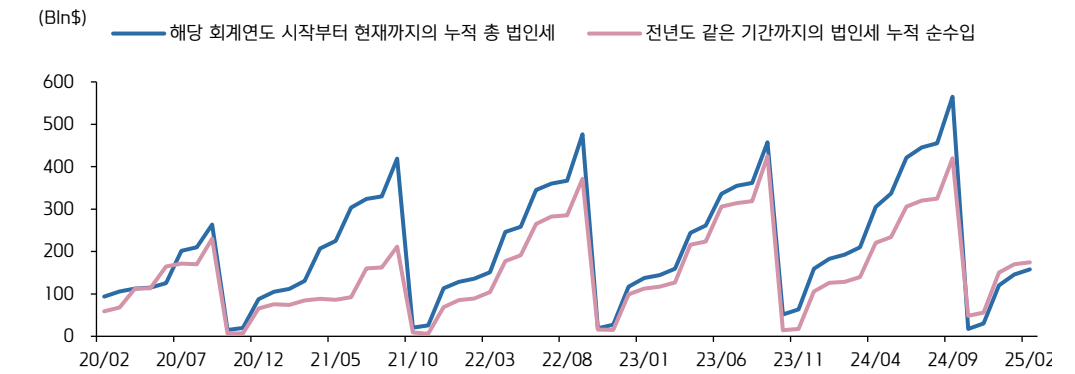
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

정책 불안 지표 - Monetary policy



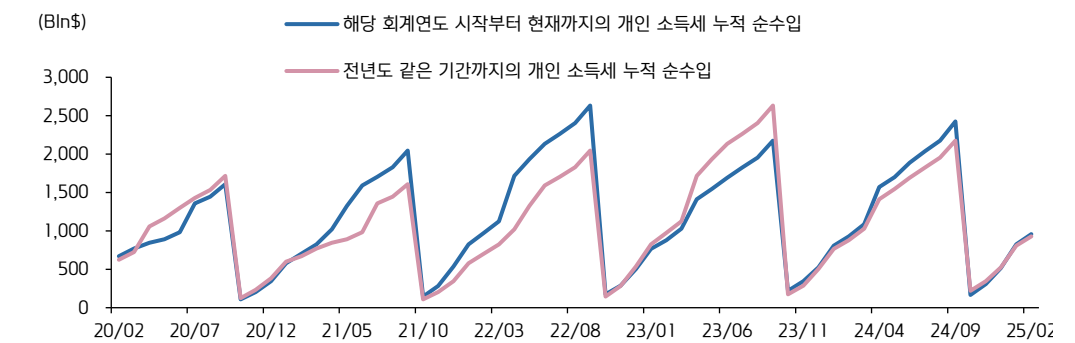
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

해당 회계연도 시작부터 현재 vs 전년도 같은 기간 누적 총 법인세



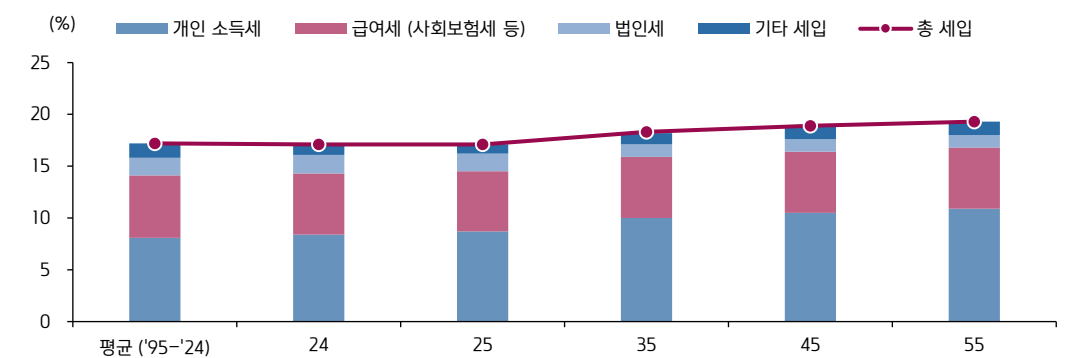
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

해당 회계연도 시작부터 현재 vs 전년도 같은 기간 누적 총 소득세



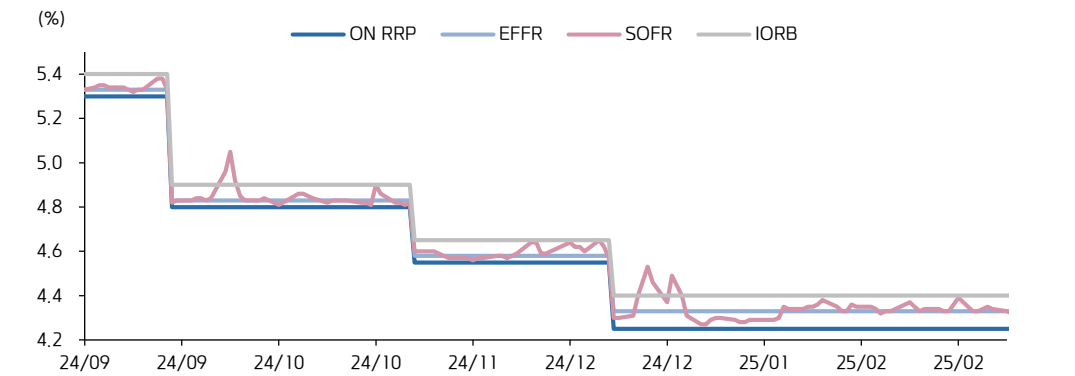
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

GDP 대비 세입(Revenue) 비중 예상 흐름



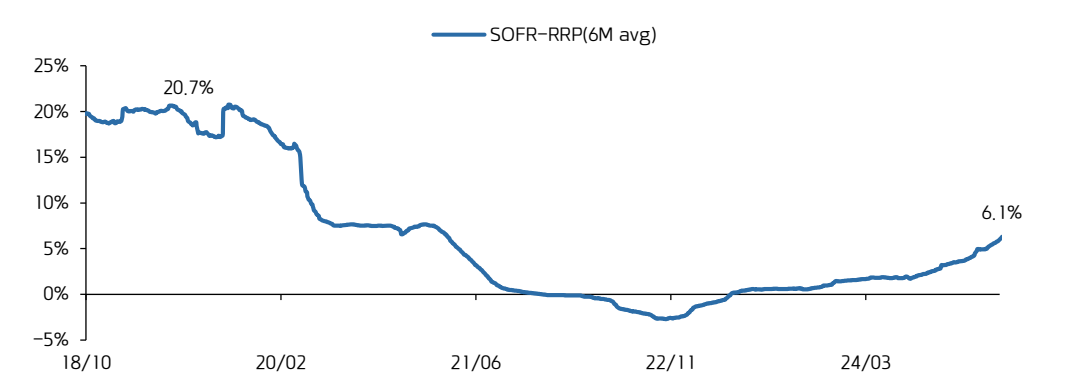
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 기준금리 종류



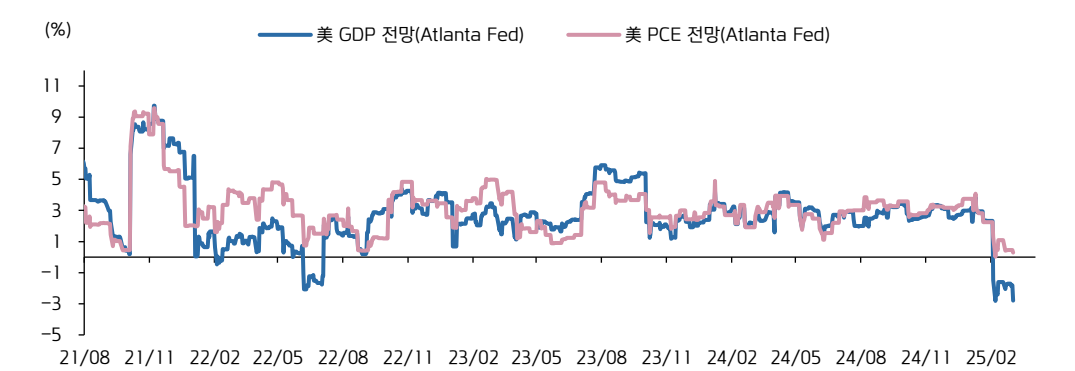
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 SOFR-RRP 금리차



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

美 GDP 전망 vs PCE 전망(Atlanta Fed)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.