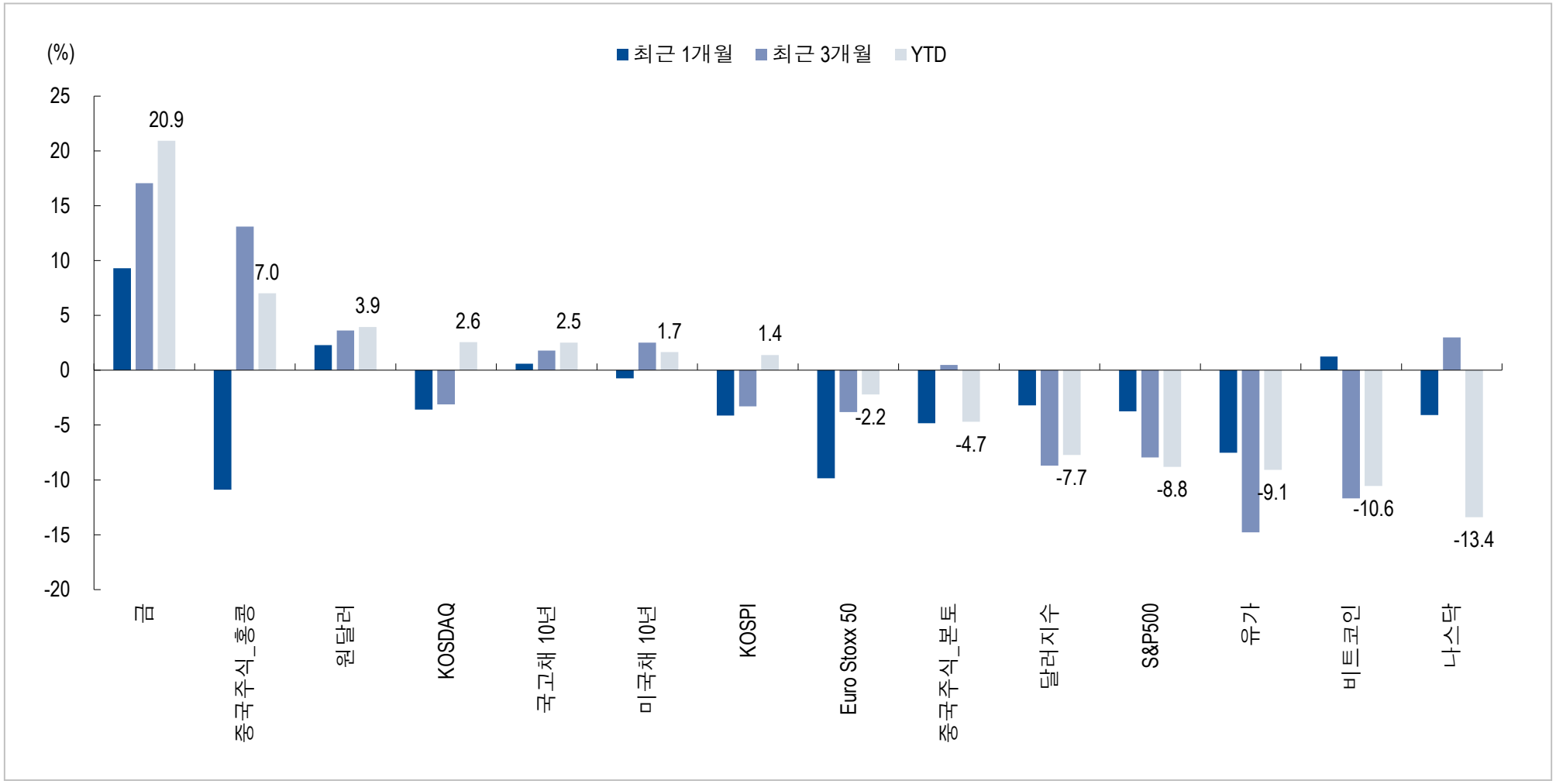
트럼프 관세정책에 따른 금융시장 영향 및 전망



리서치본부장 조수홍
Tel 02) 768-7604 | e-mail soohong.cho@nhqv.com

[시장 동향] 2025년 자산별 수익률

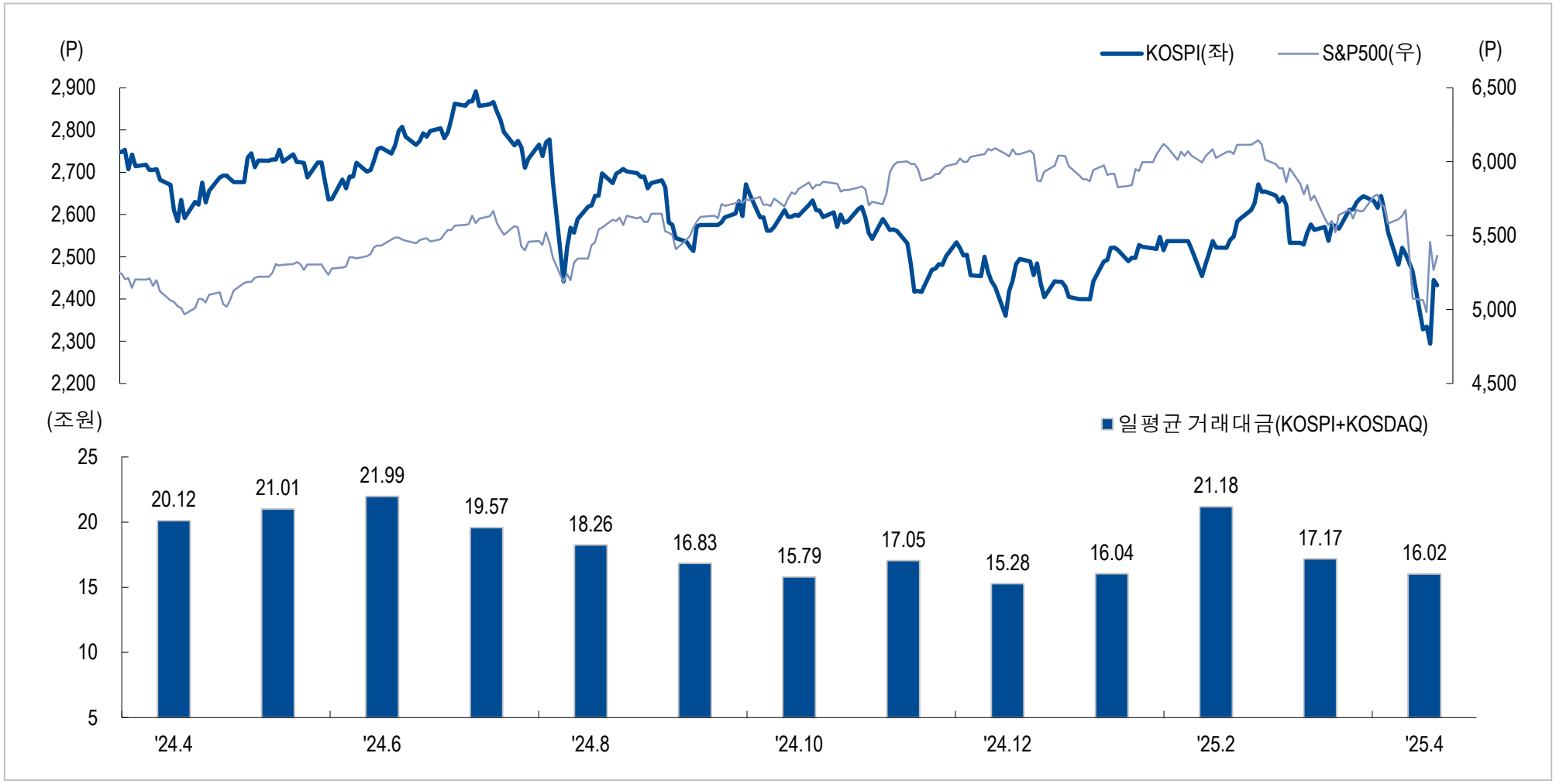
2025년 자산시장은 금과 홍콩 주식이 BEST, 나스닥과 비트코인이 WORST



주: 4월 11일 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

[시장 동향] 변동성이 높았던 최근 한달, 거래대금 위축

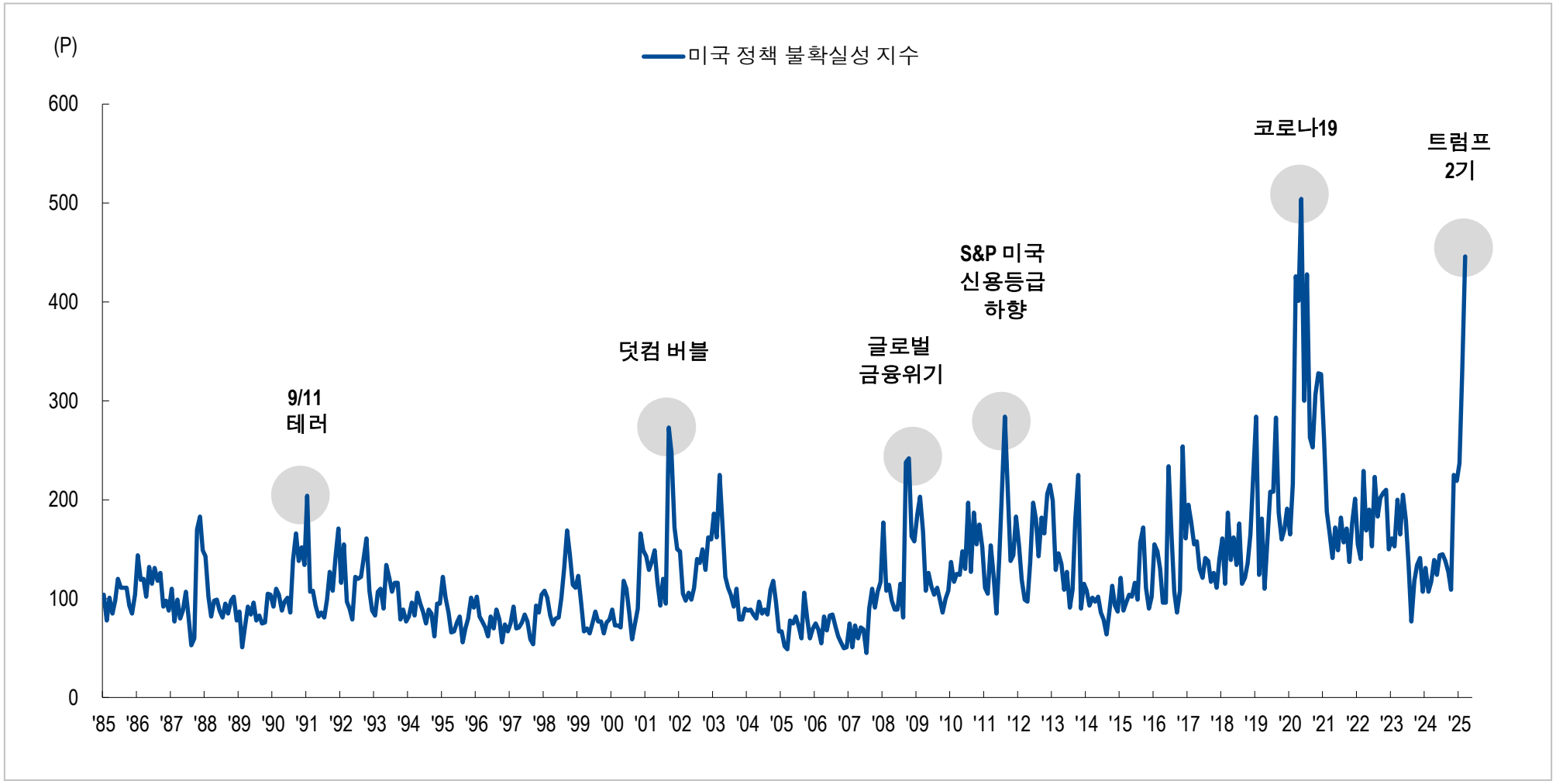
국내 주식/거래 대금



주: 4월 11일 기준
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

[KEY Chart] 변동성의 이유는 트럼프 관세정책

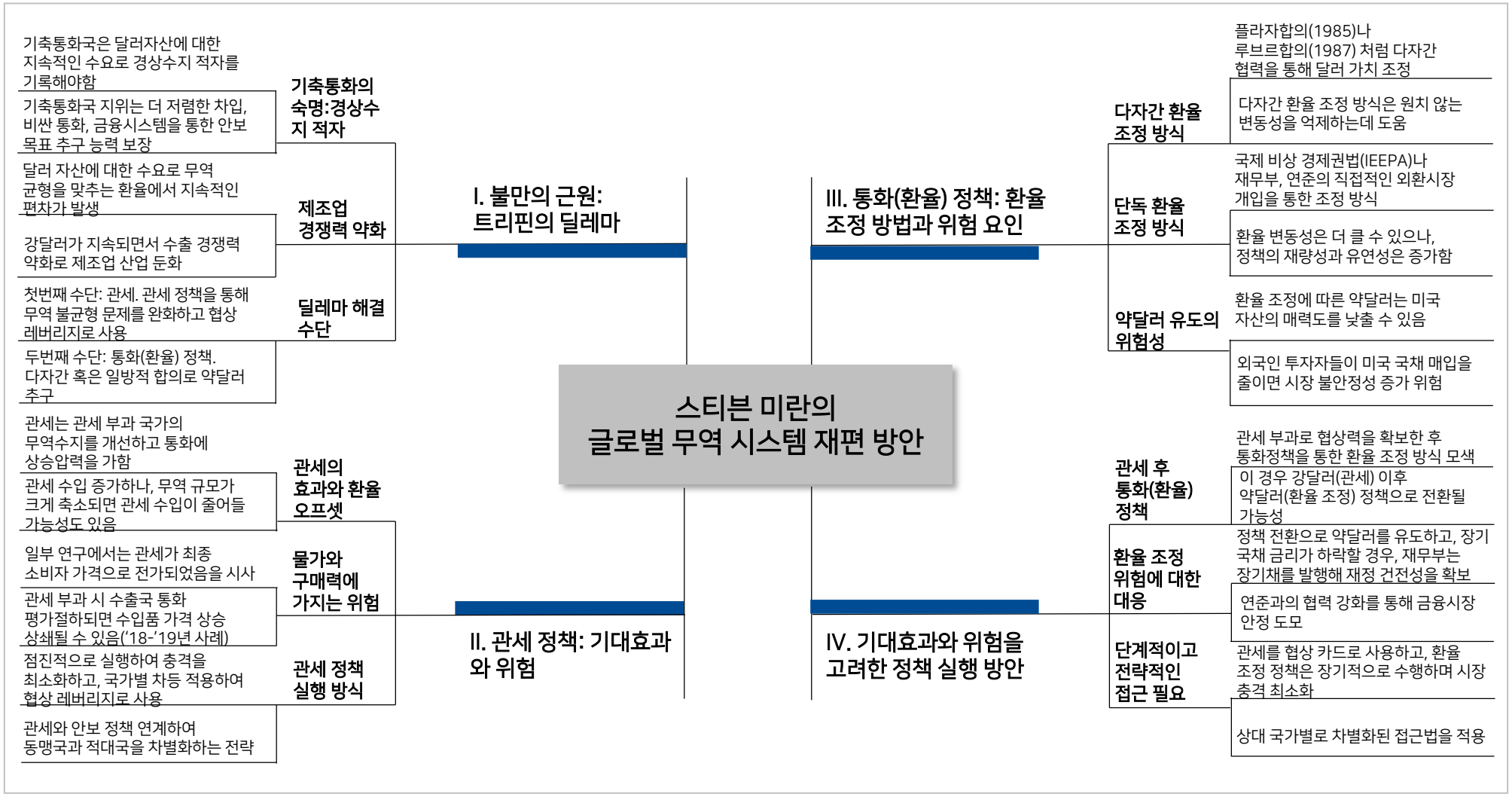
미국 정책 불확실성 지수는 트럼프 1기때보다도 크게 상승



자료: Economic Policy Uncertainty Index, NH투자증권 리서치본부

미국의 국제 무역 구조 개편과 금융패권 유지가 목적

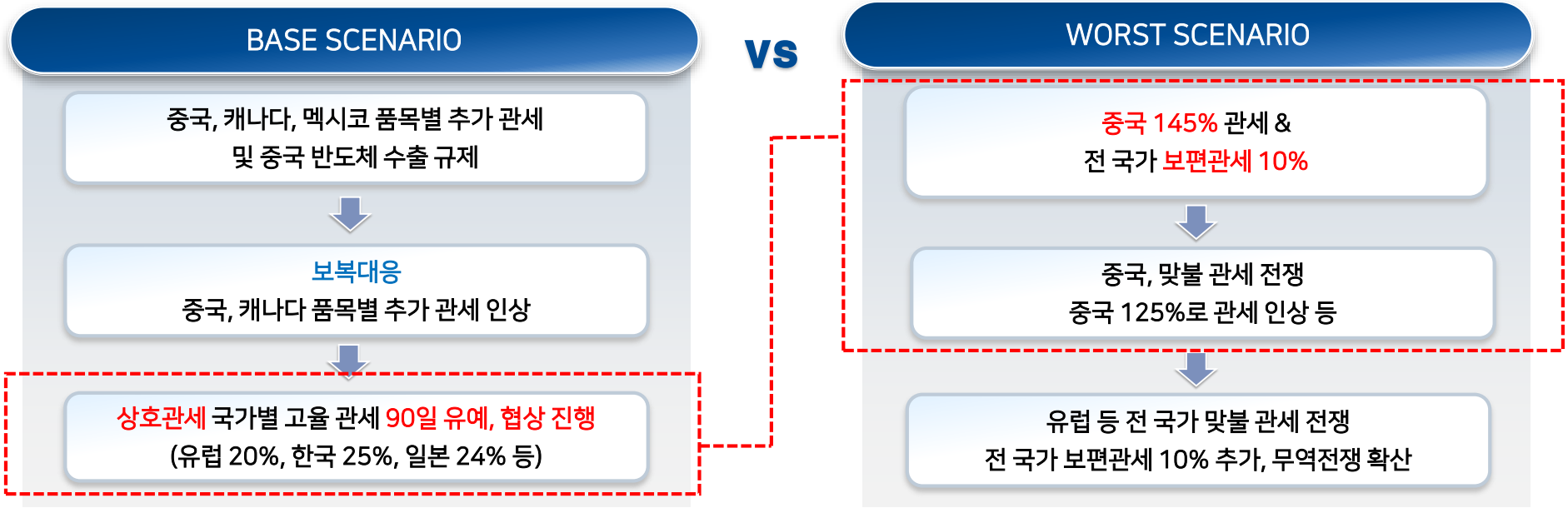
대통령 경제자문 위원장 스티븐 미란 보고서(A User's Guide to Restructuring the Global Trading System)



자료: 스티븐 미란의 '글로벌 무역 시스템 재편에 대한 사용자 안내', NH투자증권 리서치본부

[관세 정책] 베이스가 아닌 워스트 시나리오로 진행 중

2월 4일 관세 정책 실행	중국산 전 수입품에 추가 10% 관세 부과, 캐나다/멕시코에 25% 관세 부과 유예 보복대응: 중국 WTO 제소, 반덤핑 관세 부과, 60억달러 규모 대상 관세 10%, 15% 인상
3월 4일 관세 정책 실행	중국 전 수입품에 추가 10% 관세 부과, 캐나다/멕시코의 USMCA에 부합하지 않는 품목에 25% 관세 부과 보복대응: 중국 200억달러 규모 대상 관세 10%,15% 인상, 캐나다 600억달러 규모 대상 관세 25% 부과
4월 2일 관세 정책 발표	모든 국가에 10% 관세 부과(4월 5일), 국가별 상호관세 부과 – 중국 추가 34% 관세(4월 9일) 보복대응: 중국 미국산 전 제품에 84% 관세 부과(4월 10일)



자료: NH투자증권 리서치본부

[전망] 트럼프가 진정으로 원하는 것은?

트럼프 의도는 대공황을 원하는 것이 아닌 의도된 경기 둔화 심리를 이용한 재정 건전성 확보, 글로벌 무역구조 개편 및 금융패권 유지

트럼프의 의도 ① : 무조건 무역 전쟁 (가능성 ↓)	- 협상 없는 무역 전쟁 심화는 1930년 후버 대통령 스무트-홀리법에 따른 대공황으로 귀결된 바 있음 - 당시 1929년부터 1933년까지 국제 교역량은 약 40% 이상 감소, 미국의 수출, 수입은 50% 이상 감소 - 자산시장발 하드랜딩이라면 더 많은 재정을 투입하여 사태를 수습해야 함
트럼프의 의도 ② : 의도된 경기 둔화와 재정 건전성 확보 (가능성 ↑)	- 트럼프가 원하는 건 의도된 경기 둔화. 관세는 물건 가격 상승보다 수요 둔화에 방점 - 트럼프는 시장금리 하향 안정화 및 Fed 금리인하 유도, 그리고 이자 비용 감소, 장기채 발행에 따른 좀 더 자유로운 재정 계획, 대기하고 있는 정책 발표의 효과 부각 등을 원함
트럼프의 의도 ③ : 글로벌 무역구조 개편	- 관세와 통화정책 활용한 글로벌 무역시스템 재편, 제조업 수출경쟁력 강화 - Risk: 약달러시 금융시장 변동성 확대 가능성(미국 국채금리 상승 등)

자료: NH투자증권 리서치본부

1930년 후버 대통령 스무트-홀리법에 따른 대공황으로 귀결된 사례

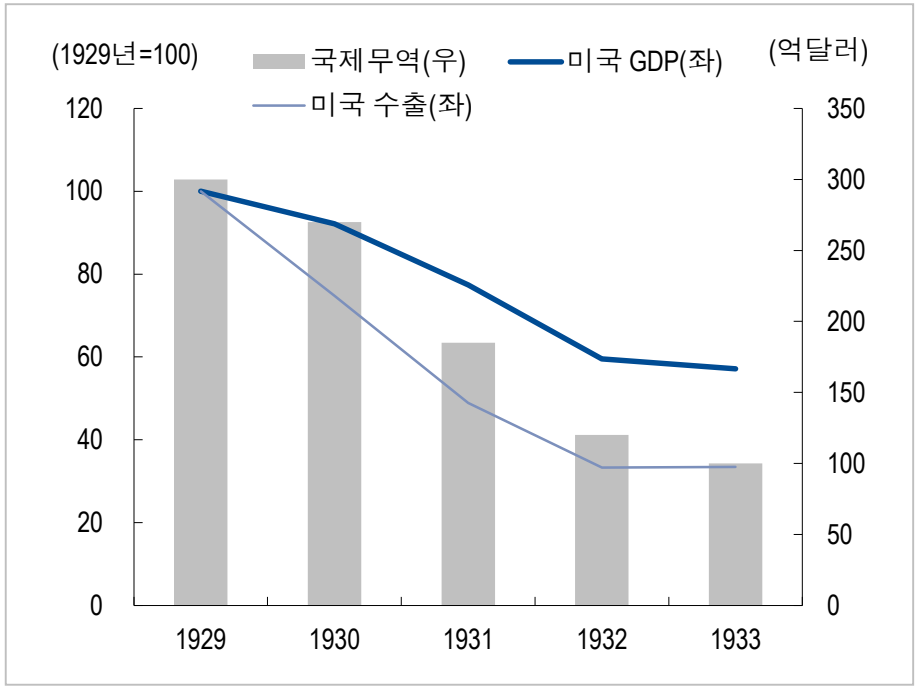
- **스무트-홀리법은 글로벌 교역 감소 및 미국 대공황 심화 초래**
- 미국 대공황의 시작점은 1929년 10월 주식시장 폭락. 10월 28~29일 이틀 연속 다우지수 25.2% 하락. 1932년까지 고점 대비 89.2% 하락
- 1929년부터 1933년까지 당시 국제 교역량은 이전 대비 약 40% 이상 감소, 미국의 수출, 수입은 50% 이상 감소

1929년 대공황 당시 다우지수 고점 대비 89.2% 하락



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

보호무역 강화 이후 글로벌 교역 규모 위축



자료: Kindleberger, NH투자증권 리서치본부

자산 시장발 하드랜딩으로 진행될 경우, 향후 더 많은 재정을 통해 경기를 살려야

트럼프의 의도와는 다르게 컨트롤이 어려운 자산 시장발 하드랜딩으로 진행될 경우, 후버댐 건설, 뉴딜 정책 등 막대한 재정 정책이 필요

1920~1929 광란의 20년대

- 경제 번영, 주식 과열, 소비 중심 문화 확산
- 부채 기반의 소비와 투자 과잉 발생

1929 주식시장 폭락 대공황 시작

- 10월: 다우지수 28~29일 이틀 연속 25.2% 급락

1930 황진(Dust Bowl) 발생

- 미국 중서부 지역에서 가뭄 및 황진 발생
- 농업 생산량 감소
- 실업률 상승
- 1930년 초: 후버댐 건설 예산 승인

1931 식량 폭동 은행 파산

- 미니애폴리스에서 식량 폭동 발생
- 당시 미국 4번째로 큰 은행 Bank of the United States 파산
- 1931년 3월 11일: 후버댐 건설 계약이 Six Companies, Inc.에 의해 체결되면서 본격적인 공사 시작

1932 루즈벨트 대통령 당선

- 다우지수 1929년 9월 고점 대비 89.2% 하락
- 실업률 23.6%에 달함
- 1932년 11월: 프랭클린 D. 루즈벨트 대통령으로 당선

1933 뉴딜 정책 통과

- 3월 4일: 은행 휴업령 및 긴급 은행법(Emergency Banking Act) 시행
- 5월: 농업 조정법(AAA), 테네시강 유역개발법안(TVA) 등 뉴딜 정책 법안들이 통과
- 후버댐 건설이 계속 진행되며 '뉴딜의 상징'으로 대규모 노동력 투입으로 실업 문제 완화
- **1935년: 후버댐 완공**









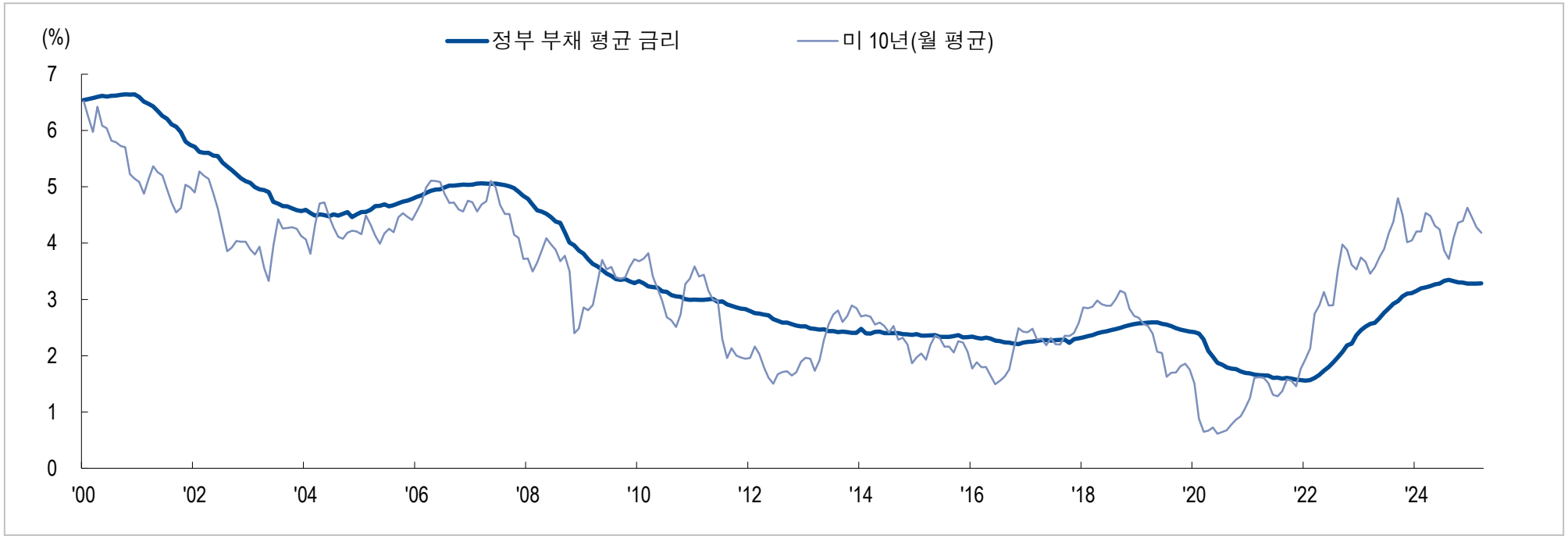


자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부

트럼프의 복안은 의도된 경기 둔화와 재정 건전성 확보

- 트럼프가 원하는 것은 의도된 경기 둔화. 관세 영향은 물건 가격 상승보다 수요 둔화에 방점이 찍히기 때문
- 이에 트럼프는 시장금리 하향 안정화 및 Fed 금리인하 유도, 그리고 이자 비용 감소, 장기채 발행에 따른 좀 더 자유로운 재정 계획, 대기하고 있는 정책 발표의 효과 부각 등을 원함

시장금리 하향 안정화 및 Fed 금리인하 유도, 그리고 이자 비용 감소, 장기채 발행에 따른 좀 더 자유로운 재정 계획을 유도

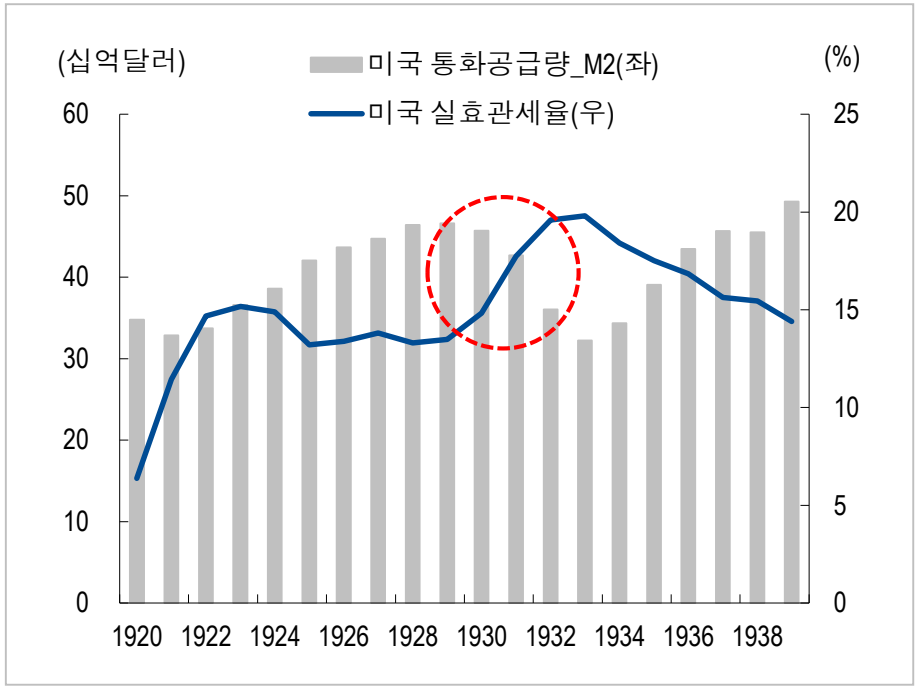


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Fed가 당장은 움직일 수 없다는 관측. 1930년 당시 Fed는 실기했었다

- 당시 실효관세율이 높아지는 상황에서도 미국의 통화 공급량은 29% 축소. 대공황에 뒤늦은 정책 실패
- 트럼프 2기 행정부의 관세 부과로 단기 기대인플레이션은 상승한 반면, 중장기 기대인플레이션은 하락
- Fed가 완화적 정책을 펼칠려면 소비 하락, 인플레 우려 감소 등이 필요해 당장은 Fed가 움직일 수 없다는 관측이 지배적

미국의 통화 공급량과 실효 관세율



자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

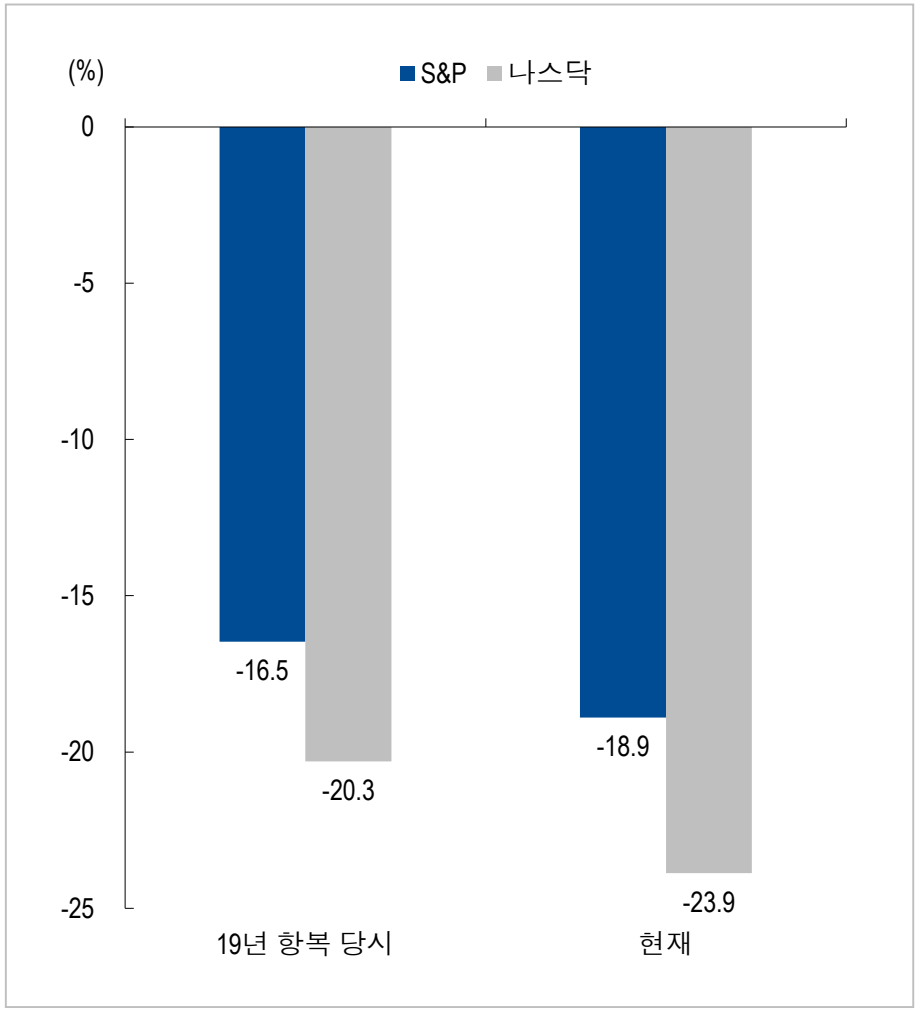
단기와 장기 인플레의 다른 움직임



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

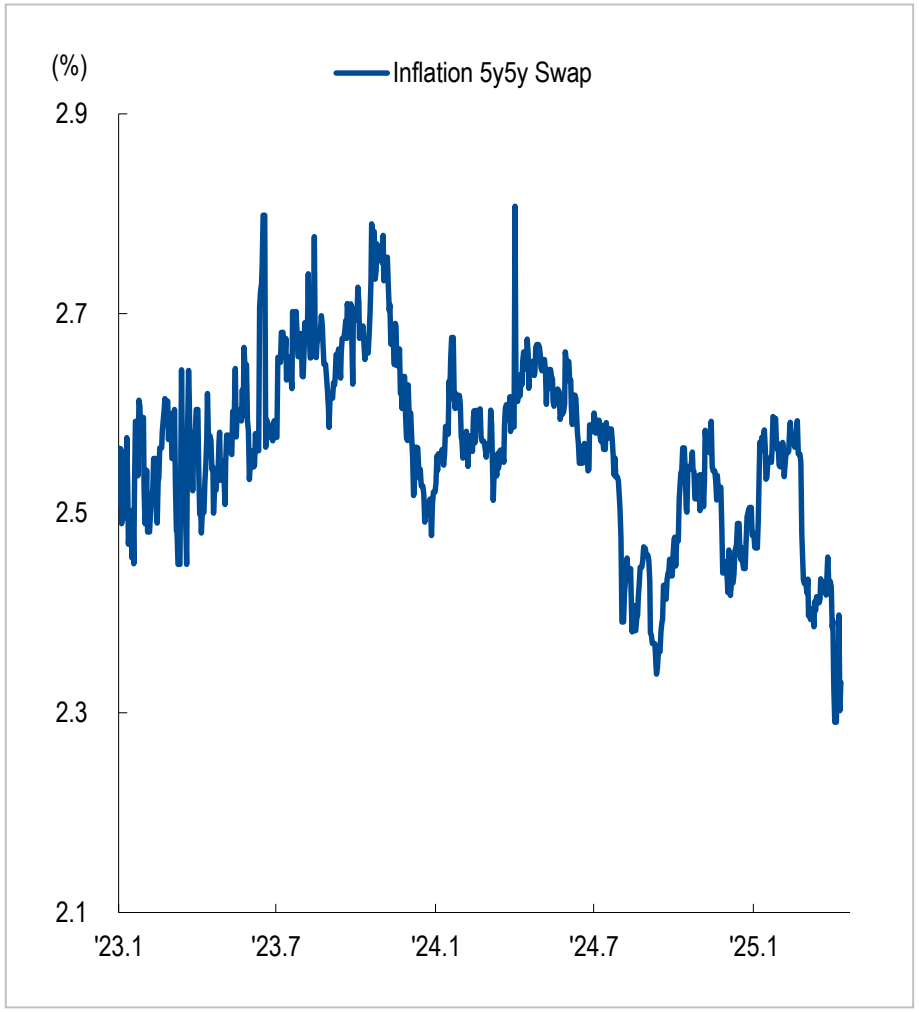
2018년도에는 증시 폭락과 장기 기대 인플레이션의 하락이 연준 변화의 트리거

하드랜딩을 우려하고 있는 주식시장(증시 급락)



주: 4월 8일 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

연준 변화 당시 inf. 5yx5y년 스왑 금리는 2.15%, 현재는 2.33%

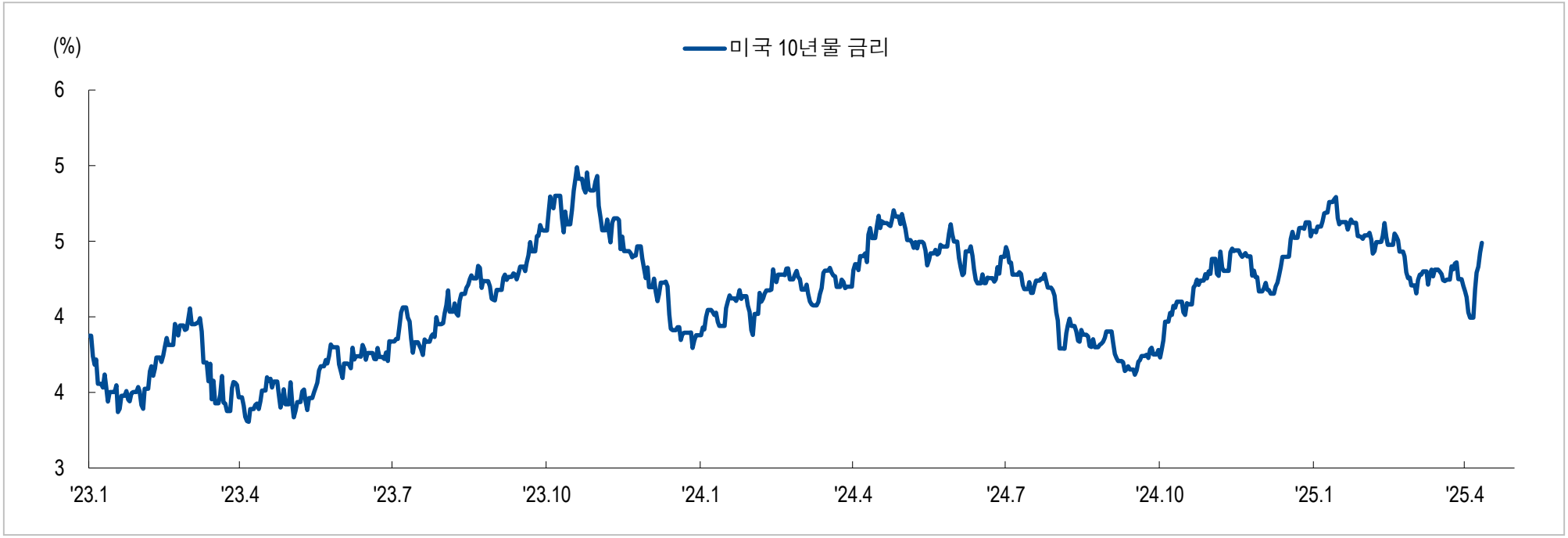


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Fed, 개입할 수밖에 없는 상황

- 연준의 목표는 ① 완만하고 안정된 경기 상승, ② 인플레이션 억제, ③ 안정된 단기 자금 시장 유지임
- 트럼프가 만들어낸 위기이지만, 금융시장의 변동성이 커진 가운데 리세션 우려에도 미국 채권 금리가 급등, 달러화 약세
- 현금화 수요가 높아지며 추가적으로 장기금리 상승, 달러 약세가 진행될 경우, 금융 시장의 불안감이 더 커질 수 있음. 이경우 자금시장의 안정을 위해서 Fed가 개입을 할 수밖에 없을 것. Fed는 금리 정책 이외에도 YCC(Yield Curve Control) 관련 정책 여력이 많음

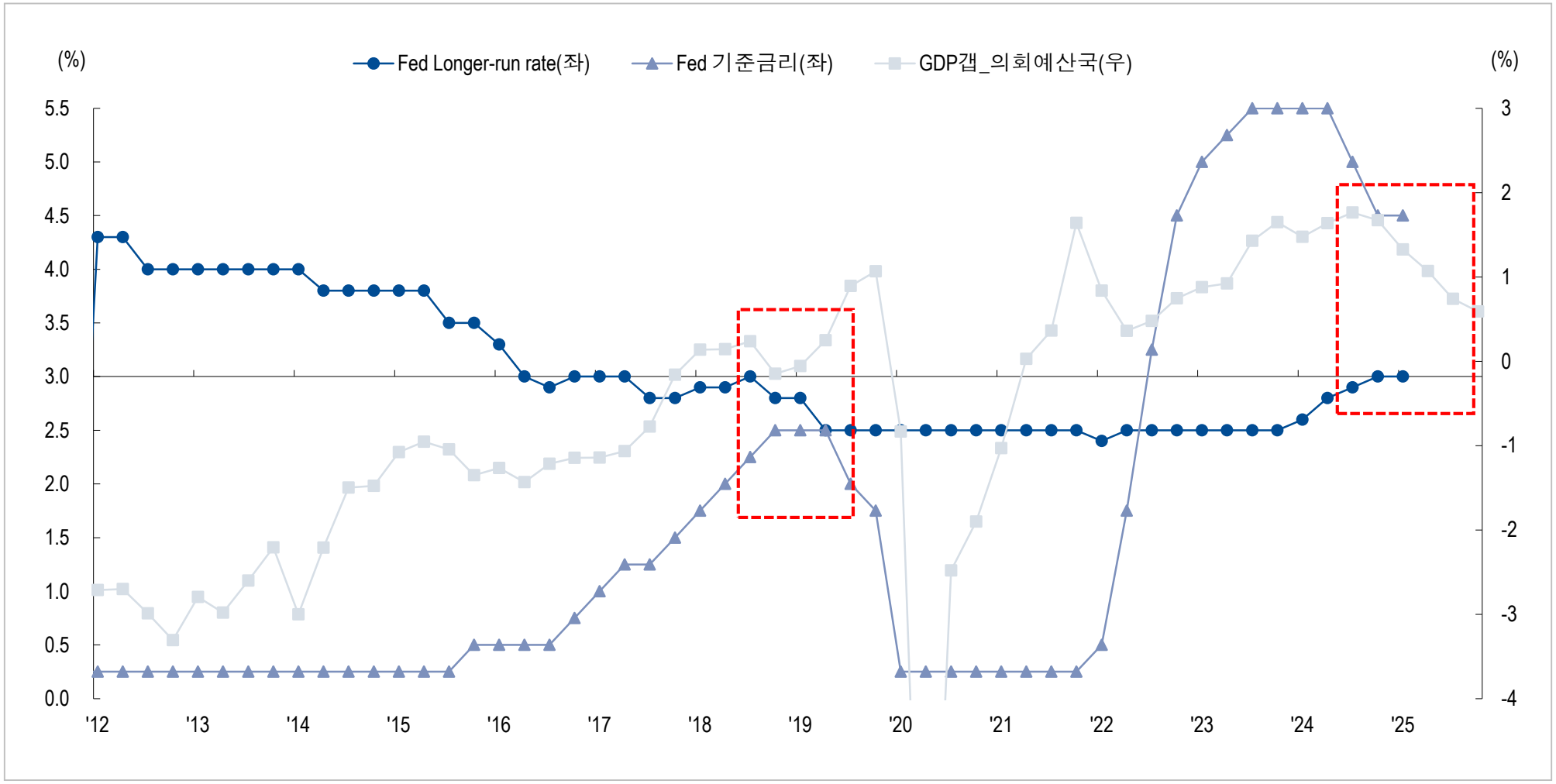
미국 장기 국채금리가 급등하며 채권 시장도 패닉셀이 나타나기도 했음



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

미국의 GDP갭이 (-)로 접어들면 통상 연준은 기준금리를 인하

미국의 GDP갭이 마이너스(-)일 때 Fed 기준금리

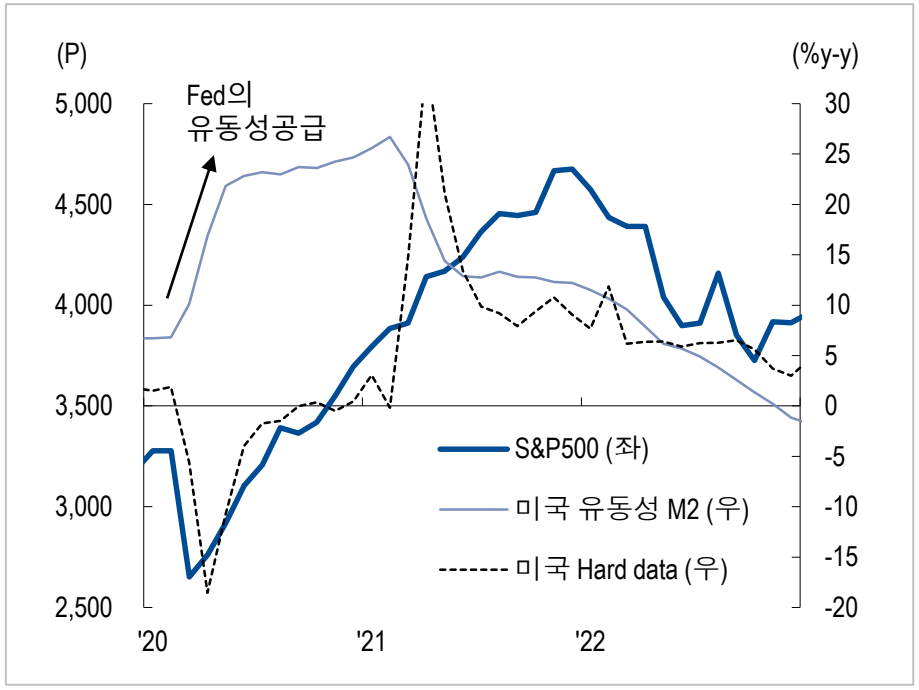


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Hard data와 기업실적은 앞으로 둔화되겠지만, Bad is good 상황을 예상

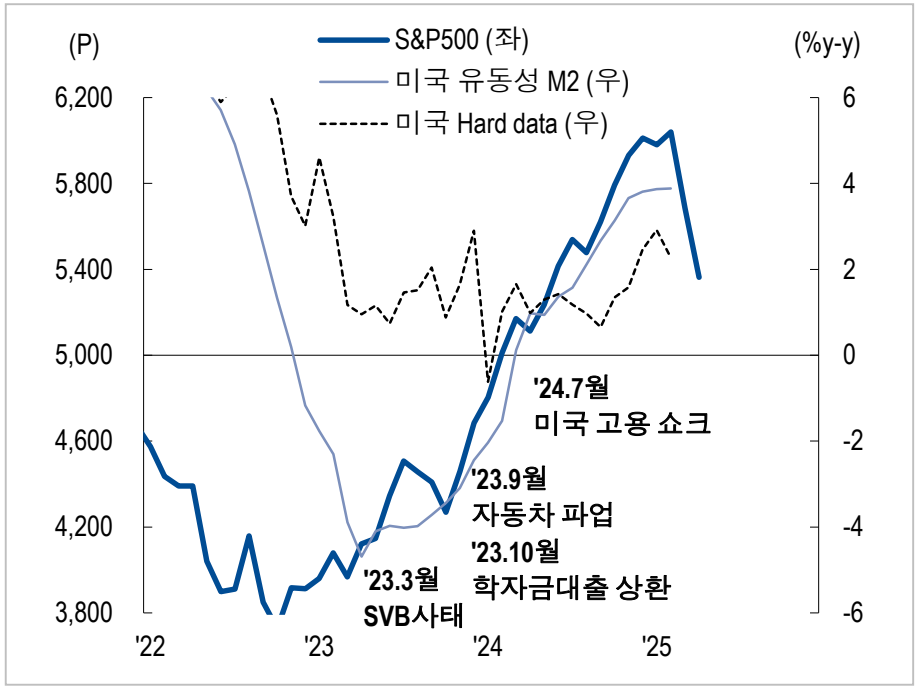
- Soft data의 급락 이후 현 관세가 지속된다면 Hard data의 하락이 시차를 두고 발생하는 것은 필연적
- 그러나 자산 가격이 이를 선반영. 유동성 공급 기대로 과거 Bad News is good News(실물 경제는 둔화되지만, 자산 가격만 올라가는 현상)가 재개될 가능성
- **즉 실물 경제는 둔화되지만, 자산 가격은 올라가는 현상이 다시 재개되는 현상을 예상할 수 있음**

2020년 코로나19 위기



주: 미국 Hard data는 소매판매 증가율(y-y)과 산업생산 증가율(y-y)의 평균
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

2023년 SVB 사태, 2024년 고용 쇼크

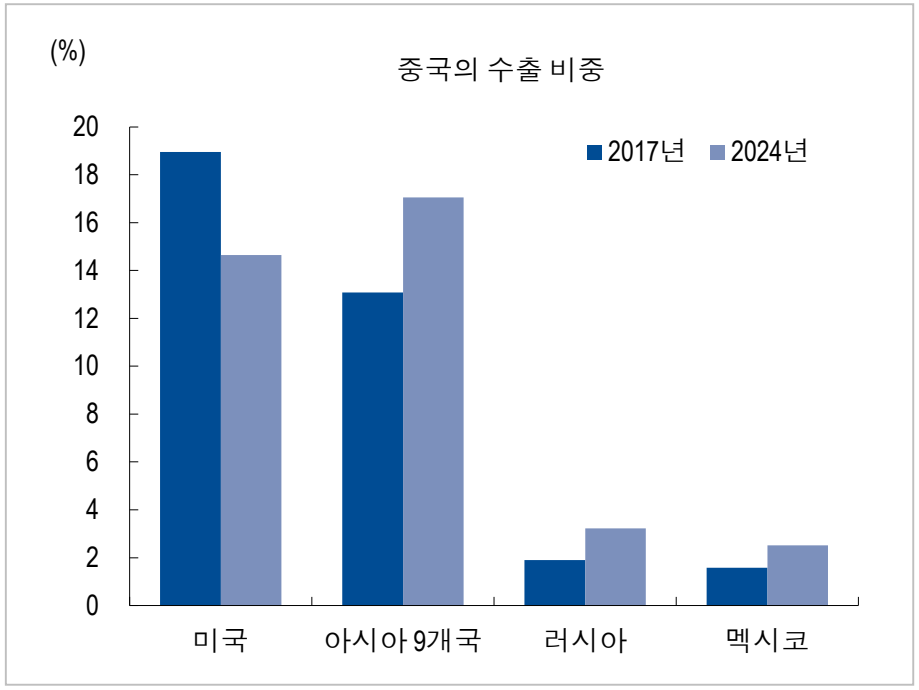


주: 미국 Hard data는 소매판매 증가율(y-y)과 산업생산 증가율(y-y)의 평균
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

중국만 때리고 다른 국가와는 협상하는 상황

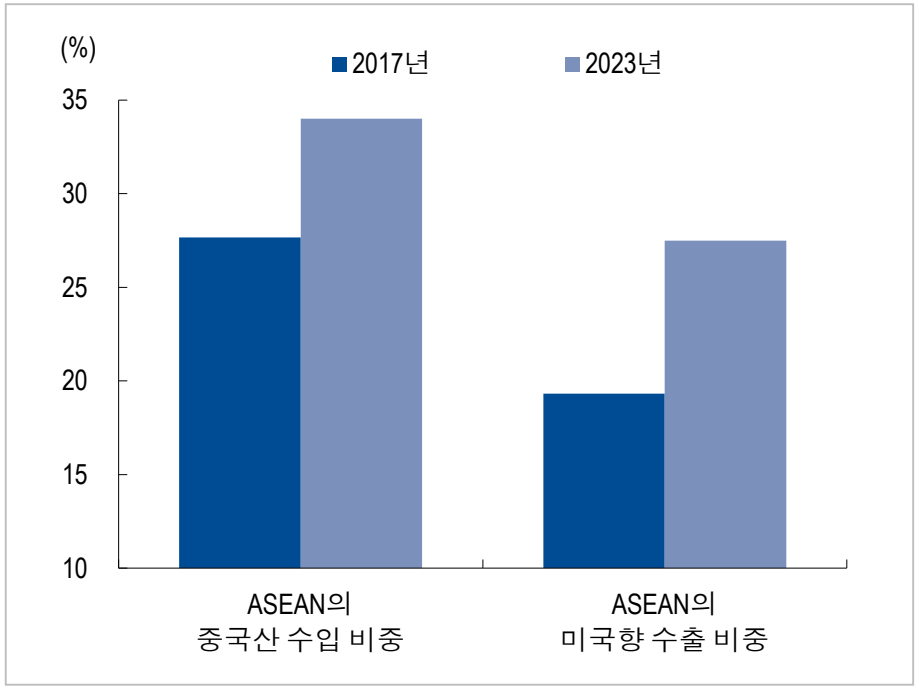
- 미국이 동남아시아 국가에 높은 관세율(캄보디아 49%, 라오스 48%, 베트남 46%, 태국 36%)을 적용. 목적은 '중국 때리기'로 추정
- 중국은 트럼프 1기 무역전쟁을 치른 이후 관세장벽을 피하려 동남아시아를 우회 수출 기지로 설정. 그러나 **트럼프 2기 상호관세 정책으로 동남아 국가에도 고율 관세가 부과되면서 우회 수출의 이점 소멸. 중국산 물품의 미국 진입을 원천 봉쇄한 것으로 해석**

아시아 9개국향 수출 증대



주: 아시아 9개국은 베트남, 인도, 말레이시아, 태국, 인도네시아, 파키스탄, 방글라데시, 캄보디아, 스리랑카 포함
자료: 한국무역협회, NH투자증권 리서치본부

중국은 트럼프1기 이후 ASEAN을 우회 수출 기지로 설정

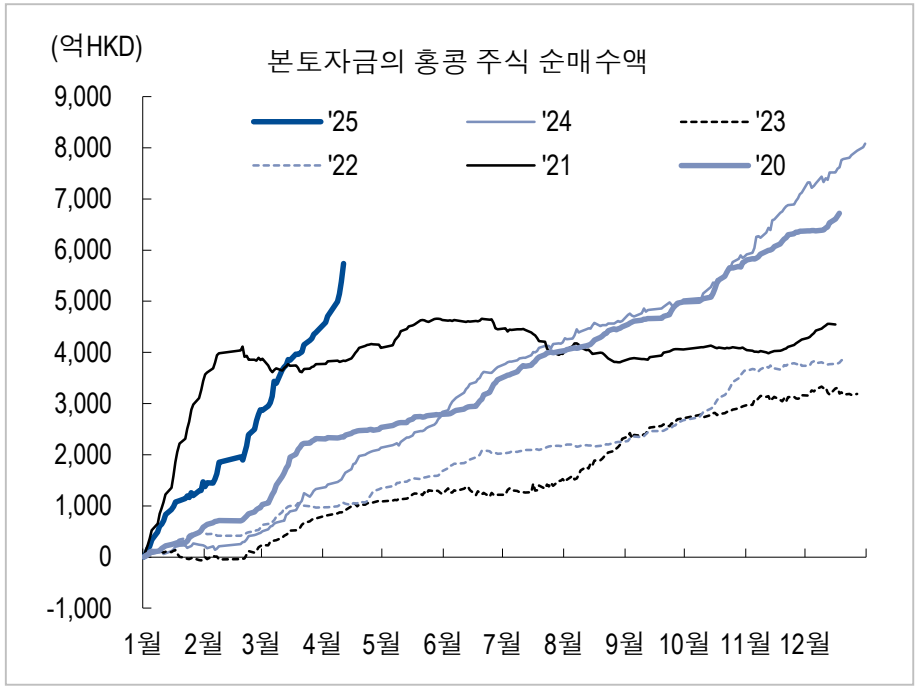


자료: 한국무역협회, NH투자증권 리서치본부

중국은 버틸 것. 그러나 풍선 효과를 감안, 중국 테크에는 기회 요인

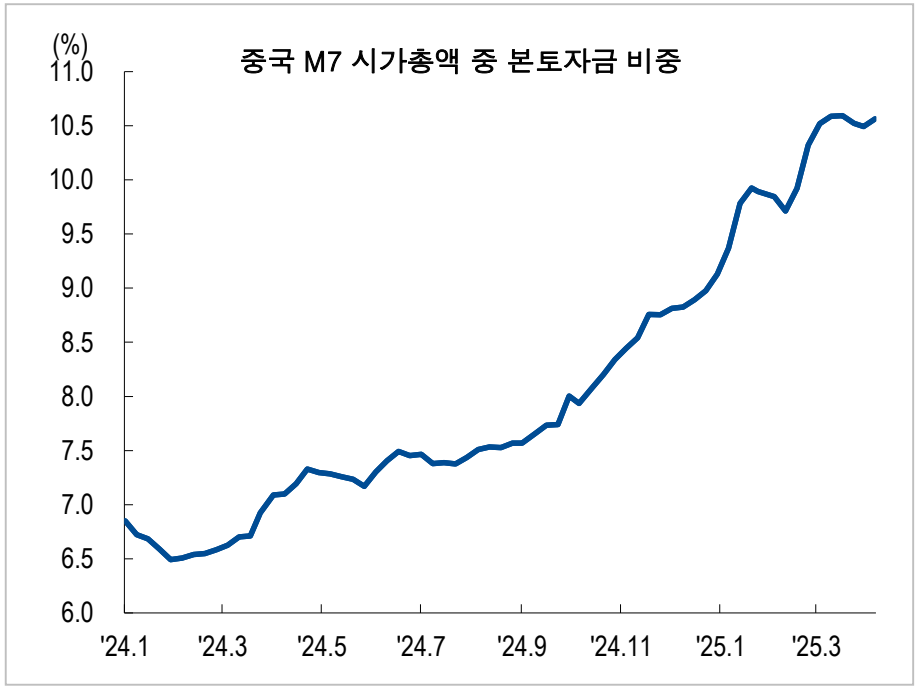
- 중국은 먼저 손을 내밀지 않을 것. 제 3자가 중개하거나, 중국의 버티기가 지속될 것. 중국 수출 및 내수는 부정적이나 중국 정부는 하이테크 육성에 더욱 집중할 전망
- 최근 미중 무역 분쟁 우려가 고조되자 중국 본토자금의 홍콩 주식시장 순매수가 가속화되는 중. 과거 유입된 본토자금은 금융업종을 선호한 반면, 최근 유입된 본토자금은 테크업종을 위주로 매수
- 2025년 중국 정부 및 민간의 테크기업 투자 확대와 더불어 본토자금의 유입은 중국 테크 업종에 기회로 작용할 것

미중 갈등 부각 이후 본토자금의 홍콩 주식시장 순매수 가속화



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

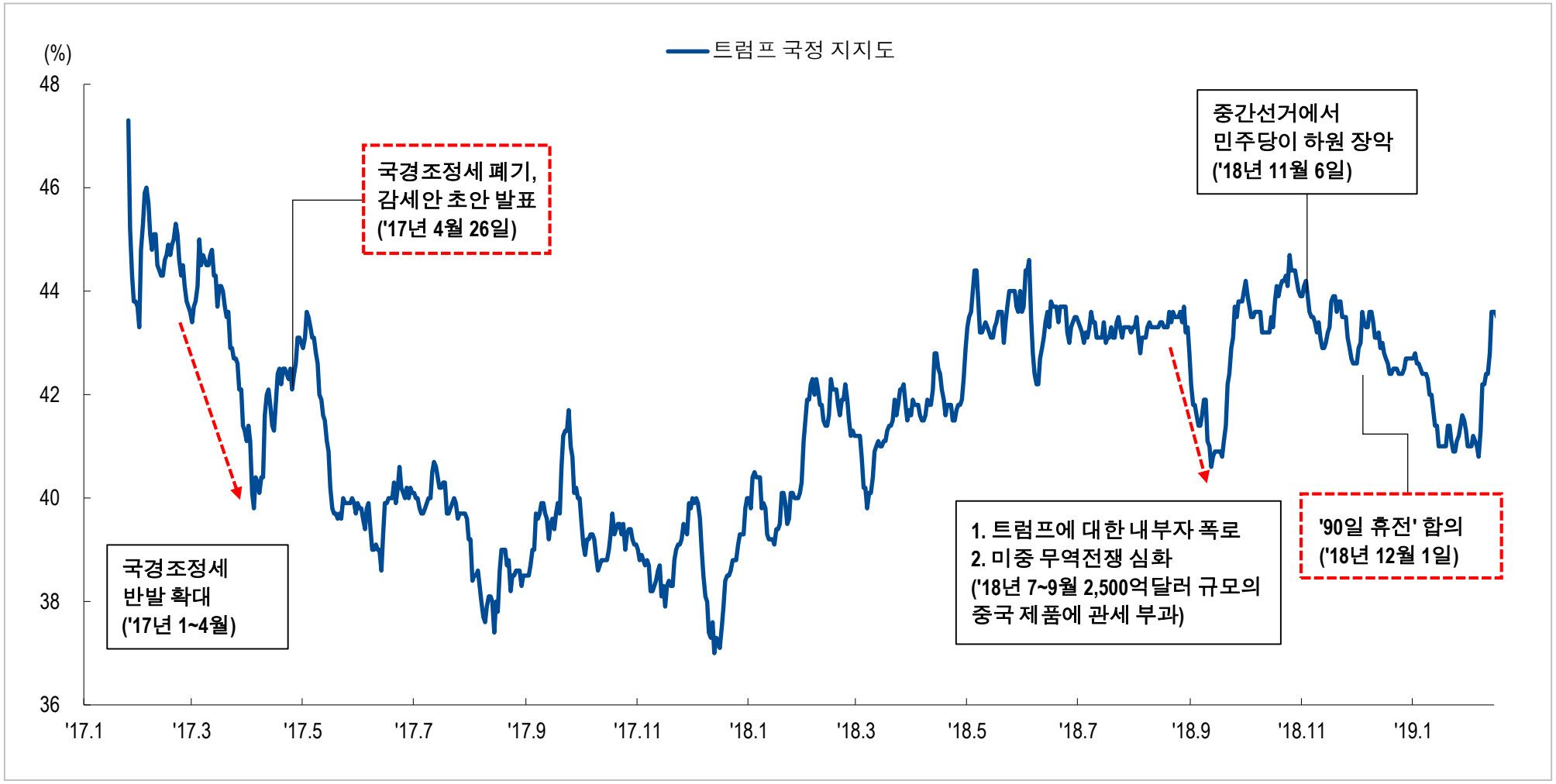
최근 유입된 본토자금은 과거와 달리 테크 업종 위주 매수



주: 중국 M7은 알리바바, 샤오미, 레노버, 메이탄, SMIC, 텐센트, BYD를 지칭
자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

트럼프의 목소리는 언제 줄어들까? 휴전의 계기는 지지율 하락과 중간선거 패배

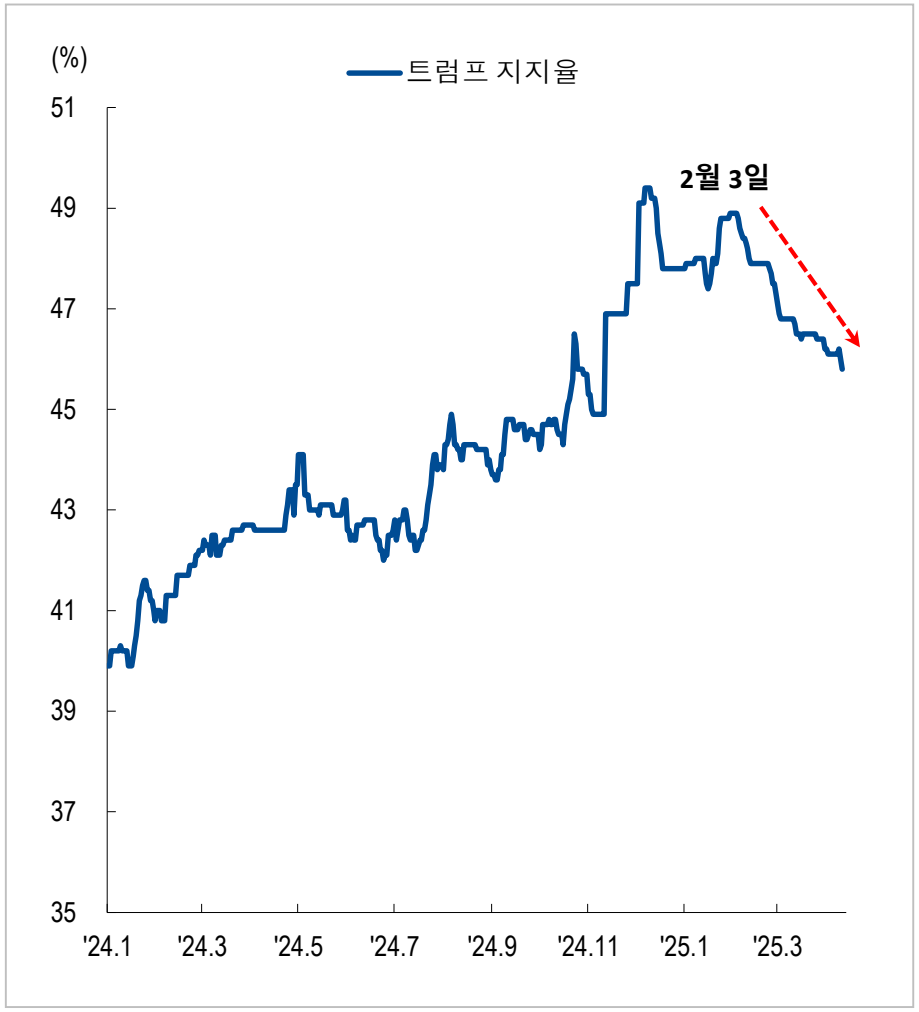
2018년 9월 지지율 급락, 11월 중간선거 참패 이후 12월 무역전쟁 휴전 합의



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

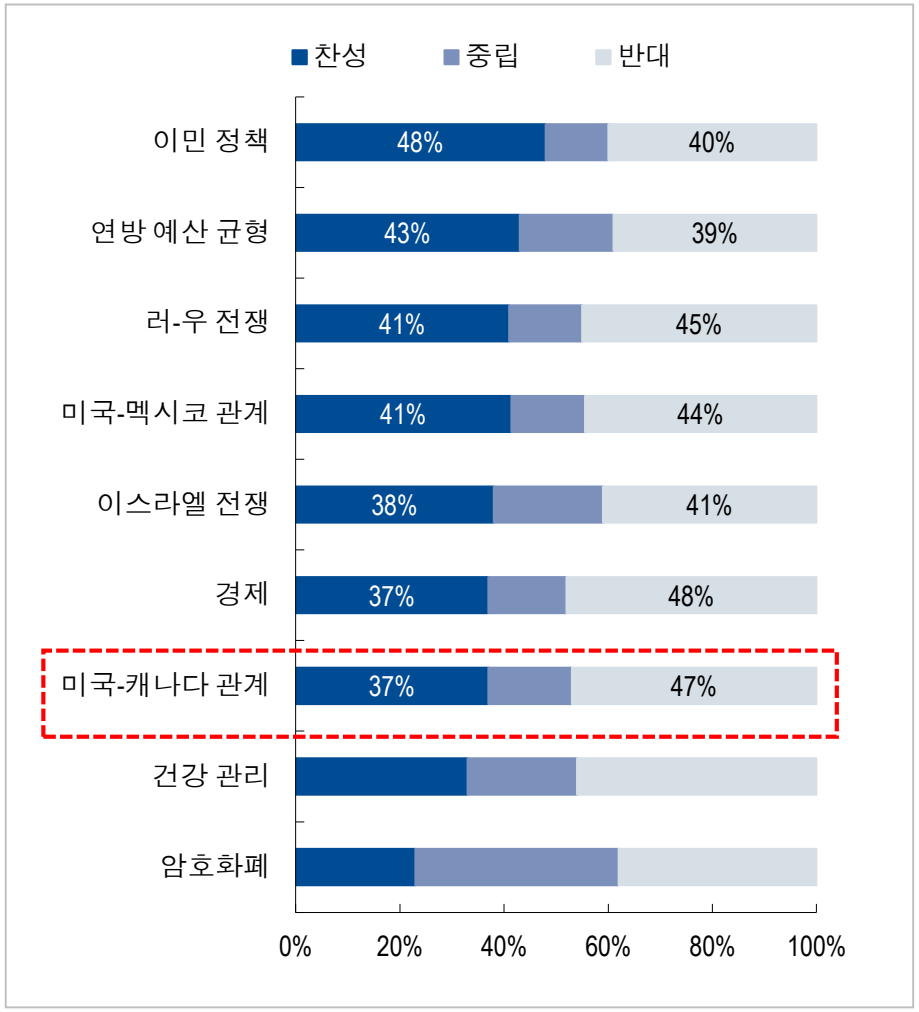
지지율이 추가 하락하면 관세 레이스에 대한 태도가 변할 것

트럼프 지지율은 관세 부과 이후 하락세



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

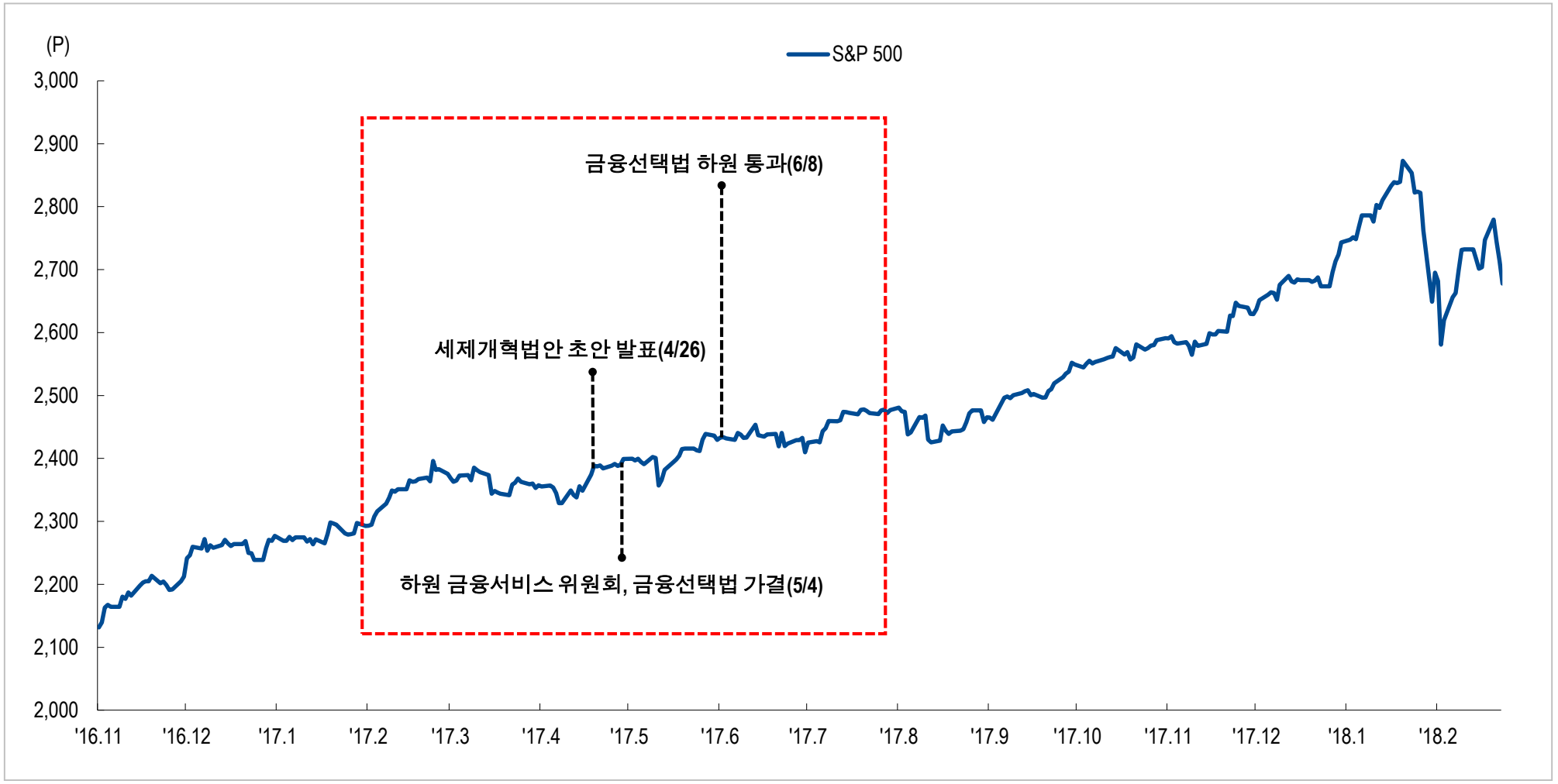
미국의 대캐나다 강경 정책은 부정적 여론이 상대적으로 높음



자료: ECP, NH투자증권 리서치본부

대기하고 있는 우호적 정책이 나올 때, 관세는 잠시 쉬고 감세가 부각될 것

2017년 1기 당시에는 감세안은 4월 말, 금융규제 완화는 5월 초에 초안 발표

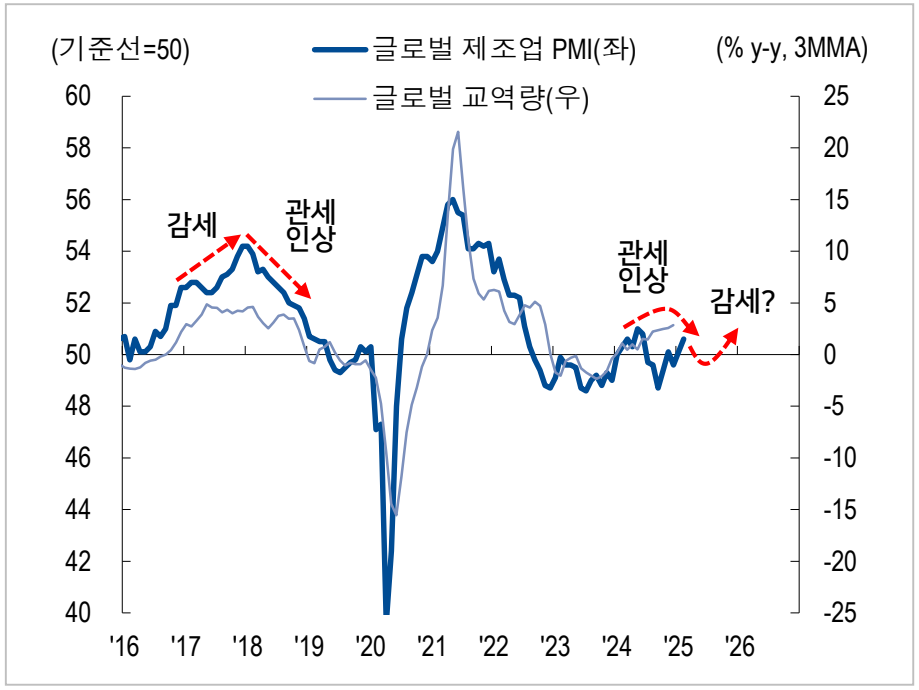


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

감세안의 파급력을 폄하할 필요는 없다

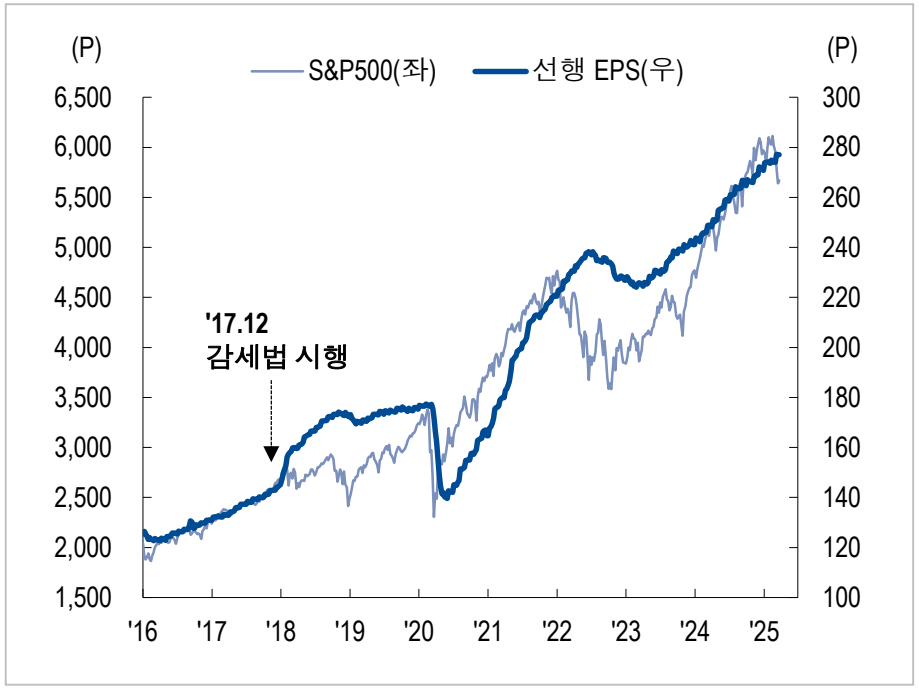
- 지난 트럼프 1기 정부 때는 감세 정책이 먼저 시행되며 경기 부양을 견인. 감세 정책 시행으로 미국의 기업 투자 확대로 이어졌으며 이익 전망치도 상향 조정되었음
- 중간선거, TCJA 종료를 앞두고 미 의회는 본격적으로 감세안 논의를 이어갈 전망
- 만약 트럼프 공약대로 법인세율이 15% 수준까지 인하된다면 이는 아일랜드를 제외한 주요국보다 낮을 것. **이 경우 지난 1기 정부의 감세 정책 시행 당시처럼 미국의 기업 투자 확대로 이어질 가능성 높음**

트럼프 1기 당시 정책 흐름에 따른 경기 방향성 비교



자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

트럼프 1기 당시 감세 정책 시행으로 이익 전망치 상향 조정



자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

[참고] 2018년 사례

트럼프 1기와 2기 무역 정책 국면 분석

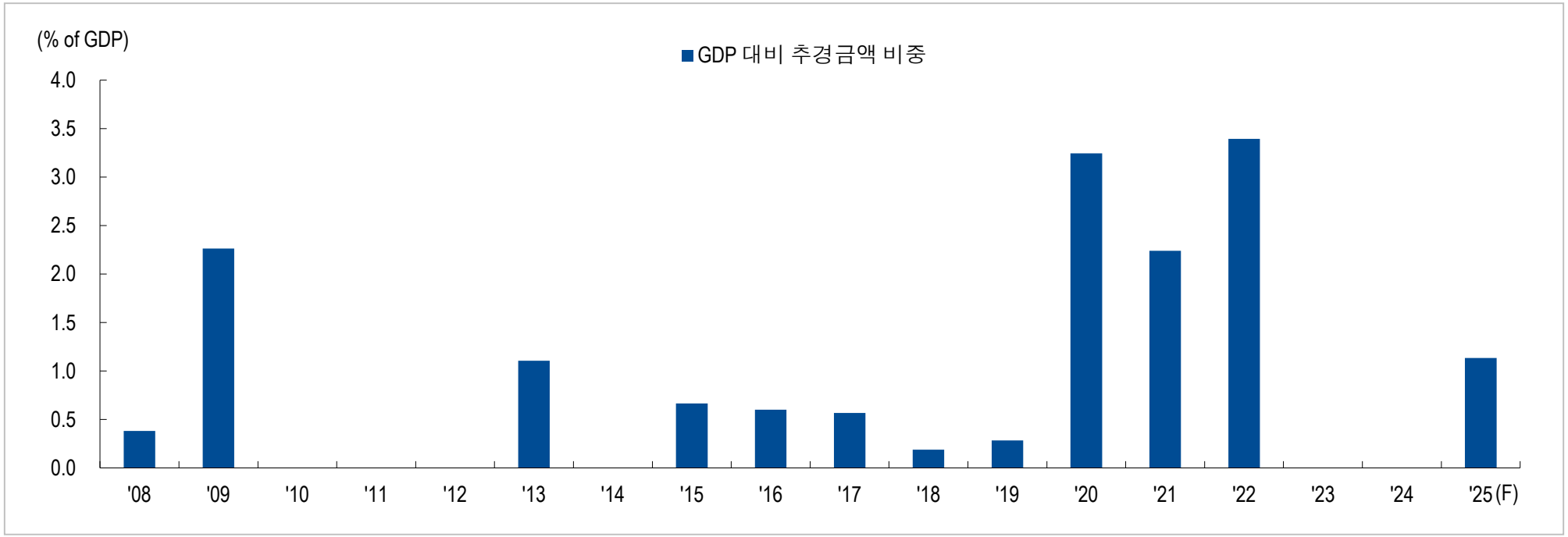
트럼프 1기				트럼프 2기			
트럼프 미중 무역 전쟁 발발							
2018년 9월 17일 (트럼프)	9월 24일 2,000억달러 규모 대상 10% 관세 예고 보복 대응 시 추가 2,670억달러 규모 대상 관세			2025년 4월 2일 (트럼프)	4월 9일 전 품목에 추가 34% 관세 부과 (전 품목 4,300억달러 규모)		
2018년 9월 18일 (시진핑)	9월 24일 600억달러 규모 10% 관세 보복			2025년 4월 5일 (시진핑)	4월 10일 전 품목에 34% 관세 부과 (전 품목 1,500억달러 규모)		
2018년 12월 1일 (트럼프)	미중 협상 돌입, 90일 동안 관세 동결 불발 시 2019년 3월 1일 관세율 25% 인상						
2018년 12월 2일 (시진핑)	협상 원한다, 하지만 관세 부과 시 보복 대응 중국 2019년 3월 1일 관세율 25% 예고						
2018년 12월 11일 (스탠스 변화)	트럼프, "중국이 미국산 대두를 많이 사준다"						
Fed의 통화정책 스탠스							
2018년 12월 18일	트럼프 금리 동결 압박에도 12월 금리 인상			2025년 4월 5일	트럼프 "파월이 금리 내리기 완벽한 시기" 파월 "통화정책 경로 변경 논하기엔 이르다"		
S&P500 고점대비 낙폭 및 저점 형성 기간							
2018년 9월 20일	2,930.8			2025년 2월 19일	6,144.2		
2018년 12월 24일	2,351.1	-19.8%	95일	2025년 4월 4일	5,074.1	-17.4%	44일
트럼프 주식시장에 대한 뷰							
2018년 12월 16일	미국 중앙은행 금리를 너무 빨리 올린다 불만 연준의 독립성 훼손 발언			2025년 3월 6일	미국 주식시장 보지 않고 있음. Don't Care		
2018년 12월 20일	연준이 미국 증시 악몽 초래			2025년 3월 10일	트럼프 미국 경제 전환국면, 디톡스 기간		
2018년 12월 24일	주가 하락에 초조해진 트럼프, 므누신 경질 므누신 장관 임기는 주가 하락폭에 달림			2025년 3월 17일	미국 불공정 무역 독립 "Liberation Day" 관세 정책은 물가를 올리지 않을 것		
2018년 12월 26일	'지금이야말로 미국 기업을 매수할 호기' 발언			2025년 4월 5일	약한 자들만 무너질 것 "Only the Weak fall" 모든 것이 잘 되고 있음 "Going Well"		

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

[한국] 하반기 경기 개선 모멘텀에 대한 기준은 추경 규모 및 부양 정책

- 단기적으로는 글로벌 금융시장과 연동되는 대외적인 요인들의 영향이 더욱 커지게 될 것. 향후 대선 레이스를 거치며 미국 외 경기 부양책 관련 모멘텀이 있는 지역과 유사하게 자국 내 부양 정책에 대한 기대감이 확대될 것
- 추경 10조원 편성=GDP 대비 0.4% 수준으로 과거와 비교할 때 적음, 추경 30조원 편성=GDP 대비 1.2% 수준으로 2013년과 비슷한 규모
- 2009년이나 2020년과 비교할 수준은 아니지만, 20조원 이상은 의미가 있는 규모. **추경은 ① 전국민 소비쿠폰(지역화폐)에만 집중하기보다 ② 건설, SOC 등 GDP에 직접적 영향이 있는 산업 지원과 ③ 소상공인 지원, ④ 통상 경쟁력 강화까지 포함하는 방안이 유력**

역대 추경의 GDP 대비 비율 추이

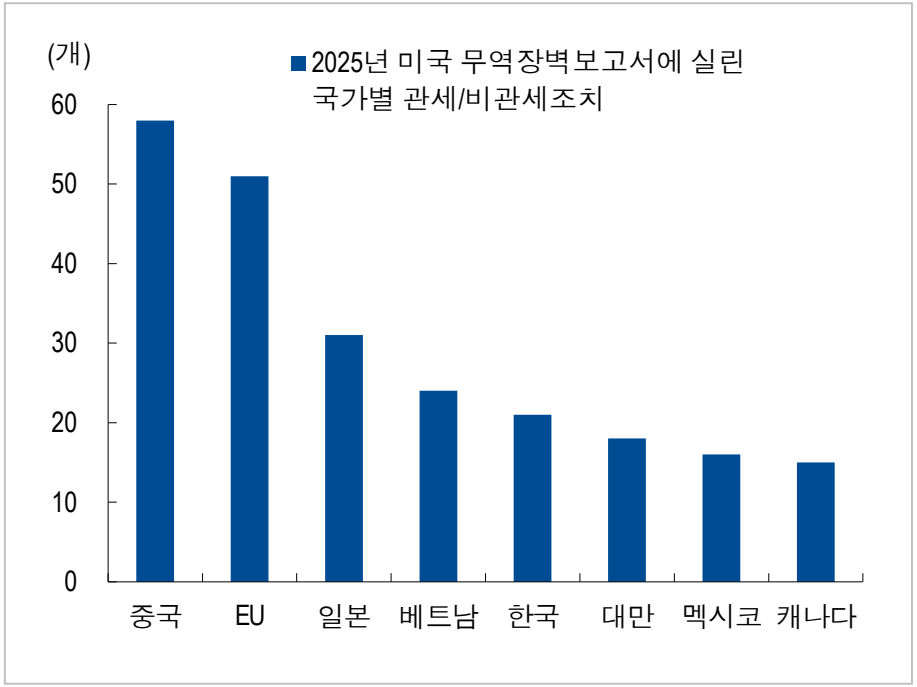


자료: 기획재정부, NH투자증권 리서치본부

한국은 정치 상황 상 아이러니하게도 먼저 협상에 적극적일 수밖에 없음

- 3월 31일 미국 무역대표부는 '2025 국가별 무역장벽 보고서'를 발표
- 2025년 한국의 비관세장벽 조치로 21가지를 지적
- 추후 한미 관세 협상에서 **국방 절충교역, 제약/의료기기 산업 인증정책, 산업규제(자동차 배기가스), 인증제도(소고기 수입), 투자장벽(방송/미디어), 플랫폼경쟁촉진법, 공공기관 보안절차 등의 안건이 논의될 전망**

중국, EU > 일본, 베트남 > 한국 > 대만, 멕시코, 캐나다



자료: 미국무역대표부, NH투자증권 리서치본부

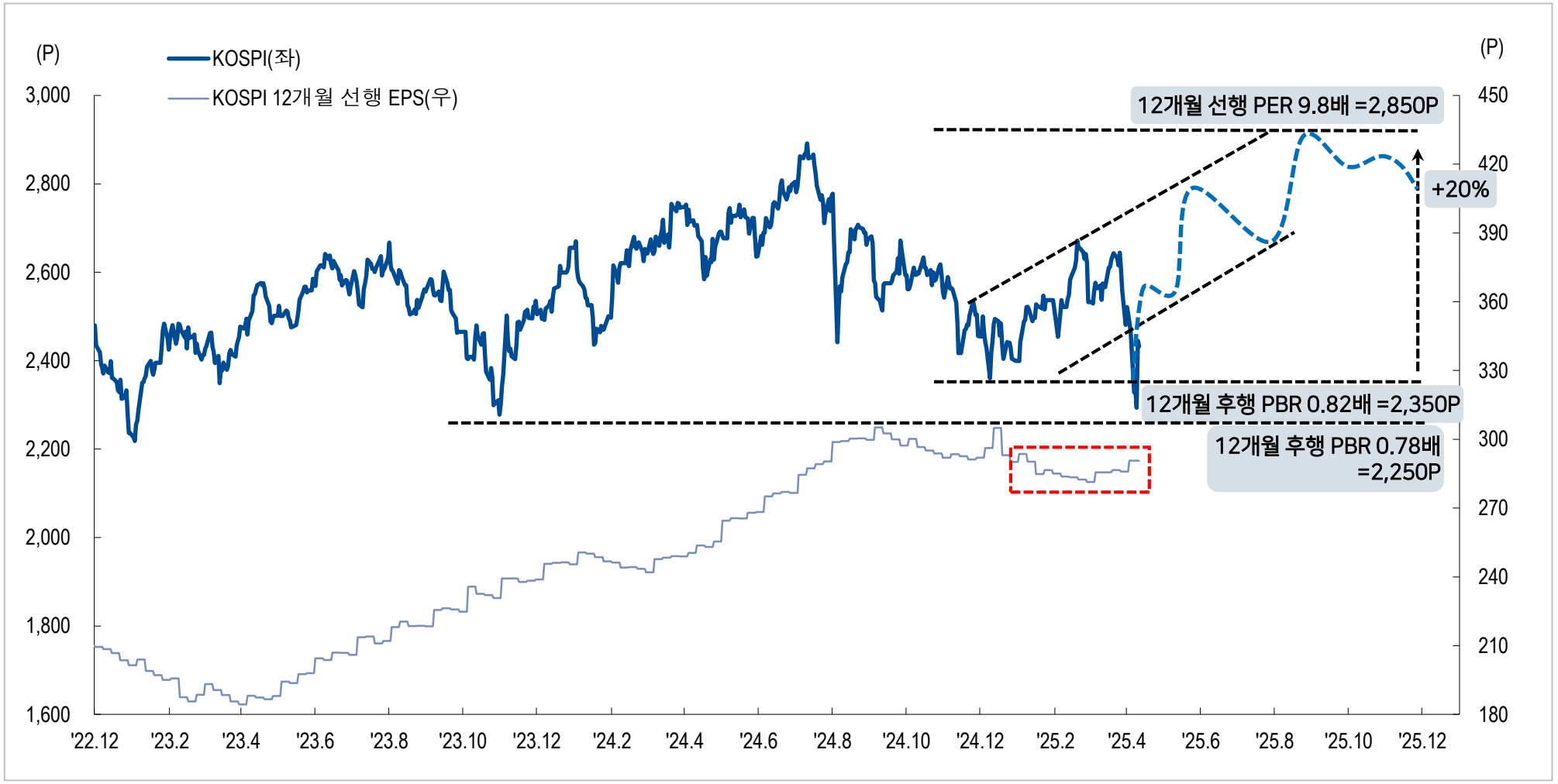
2025년 무역대표부가 지적한 한국 비관세장벽

구분	내용
자동차	– **수입차 배출가스 규제**
방산	– **국방절충교역**: 미국 방산업체가 한국에 1천만달러 이상 무기를 판매할 때, 기술이전 등을 요구하는 것은 불공정 – 한국은 외국 방위기술보다 국내 기술/제품을 우선
방송/미디어	– 지상파 방송에 대한 외국인 출자 금지 – 케이블/위성방송 사업자에 대한 **외국인 지분 제한**
디지털	– **플랫폼경쟁촉진법 반대**, 한국 ISP에 망사용료 지불은 반경쟁적
농축수산	– 수입소고기 30개월 월령 제한, 육류 도매업에 대한 투자 제한
바이오/생명공학	– 제약/의료기기: 한국의 가격책정, 변제 정책에 투명성이 부족 – 혁신제약사(IPC) 인증정책 투명성 우려 제기 – 新바이오기술제품 허가 과정에서 과도한 검토/데이터 요구
보안	– 한국 위치기반 데이터 반출 제한, 클라우드 보안보증 프로그램(CSAP) – 공공기관이 조달하는 네트워크 장비에 국정원 인증 암호화 기능 포함 요구

자료: 미국무역대표부, NH투자증권 리서치본부

[KOSPI 전망] 대기하고 있는 정책, 2~3분기 상승 예상

4월 초중반 변동성이 가장 심한 구간을 지나고 있음. 딥밸류는 2,250P, 의미있는 하단은 2,350P



주: 4월 11일 기준
자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

[원/달러 환율 전망] 단기 하향 안정화 예상, 중장기 고환율 구조

- 2025년 연간으로는 달러의 완만한 하락 전환, 경상수급 개선과 맞물린 원/달러 환율의 점진적 하락을 예상
- 다만 경기/금리 격차 및 달라진 수급 구조(내국인 해외투자)를 고려하면 고환율 기조는 보다 구조적으로 이어질 전망

원/달러 환율 장기추이 및 전망

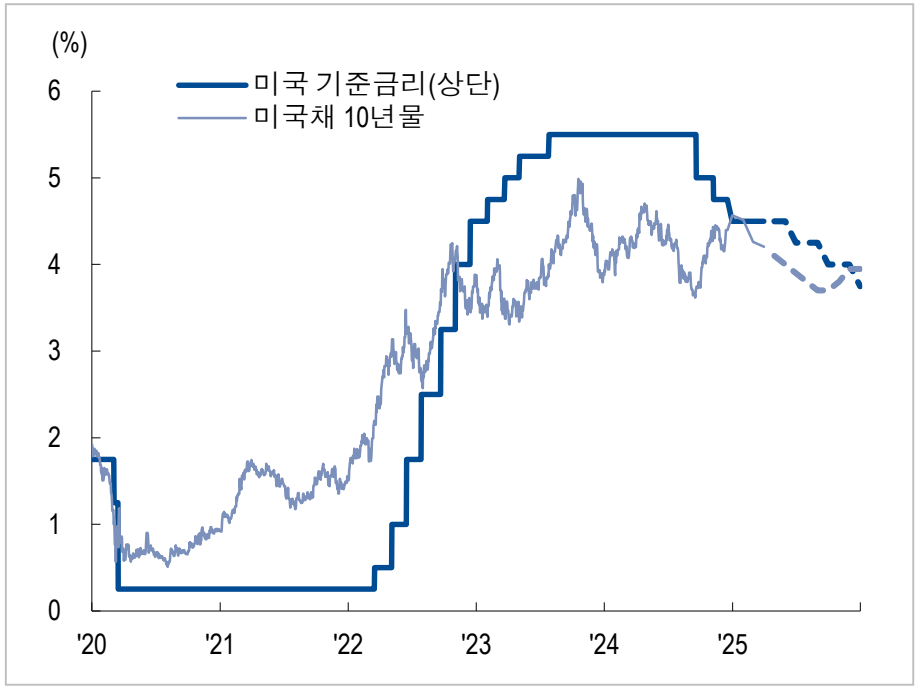


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

[한, 미 금리 전망] 3분기 저점 후 4분기 반등 전망

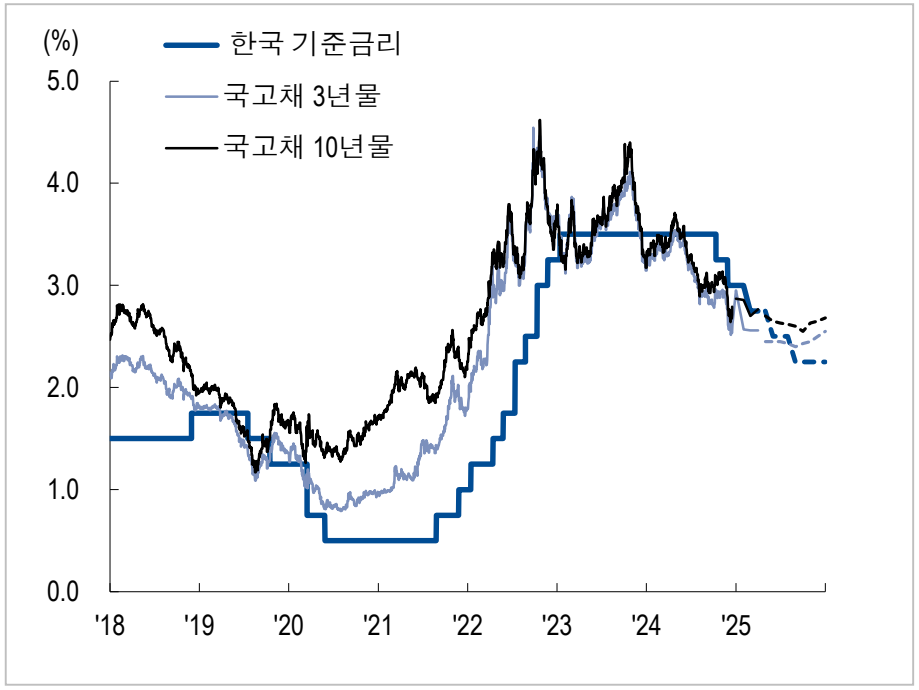
- 3분기까지 글로벌 채권 시장의 메인 테마는 펀더멘털 둔화. 4분기에는 확장 재정으로 전환 전망. 이에 미국은 6월, 9월, 12월 금리인하를 전망하며 한국은행은 5월, 8월 추가 금리인하 전망
- **펀더멘털 둔화를 반영해 3분기까지는 금리 하락 압력 우위. 다만, 4분기는 1) 미국 새 회계연도 진입과 함께 감세 정책이 부각되고 2) 한국도 신정부 첫 예산안 편성 시점. 즉, 확장 재정이 메인 테마가 될 것. 4분기 금리 반등 전망**

연준 기준금리 및 시장금리 전망 궤적



주: 점선은 당사 전망치
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

한국은행 기준금리 및 시장금리 전망 궤적



주: 점선은 당사 전망치
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

2025년 주요 지표 전망 테이블

2025년 주요 지표 전망 테이블

주요 지표	현재 (2025.4.10)	2025년				2025년 밴드
		1Q	2Q	3Q	4Q	
KOSPI	2,445.06	2,250 ~ 2,700	2,250 ~ 2,600	2,350 ~ 2,850	2,400 ~ 2,700	2,250 ~ 2,850
S&P 500	5,268.05	5,900	5,600	5,800	5,900	4,800 ~ 6,200
한국 기준금리	2.75%	2.75%	2.50%	2.25%	2.25%	2.25% (연말)
미국 기준금리	4.50%	4.50%	4.25%	4.00%	3.75%	3.75% (연말)
국고채 10년	2.71%	2.75%	2.65%	2.60%	2.65%	2.5 ~ 2.9%
미국채 10년	4.42%	4.45%	4.10%	3.90%	4.00%	3.8 ~ 4.5%
달러지수	100.9	107	102	100	99	97~110
원/달러	1,454.09	1,440	1,430	1,400	1,380	1,340 ~ 1,500
유가 (WTI, 달러/배럴)	60.07	65~80	55~75	55~75	55~75	55~80
구리 (달러/톤)	9,004.95	8,800 ~ 10,000	8,500 ~ 10,500	9,000 ~ 11,000	8,500 ~ 10,500	8,500 ~ 11,000
금 (달러/온스)	3,186.03	2,600 ~ 3,000	2,900 ~ 3,200	2,950 ~ 3,250	3,000 ~ 3,300	2,600 ~ 3,300

주: 기준금리는 분기말, 나머지 지표는 분기 평균값
자료: NH투자증권 리서치본부