경제학월(月)론

# 관세 출구 전략 찾는 G2

Economist 이하연 hayeon.lee@daishin.com

Daishin 증권

Summary

# 관세 출구 전략 찾는 G2

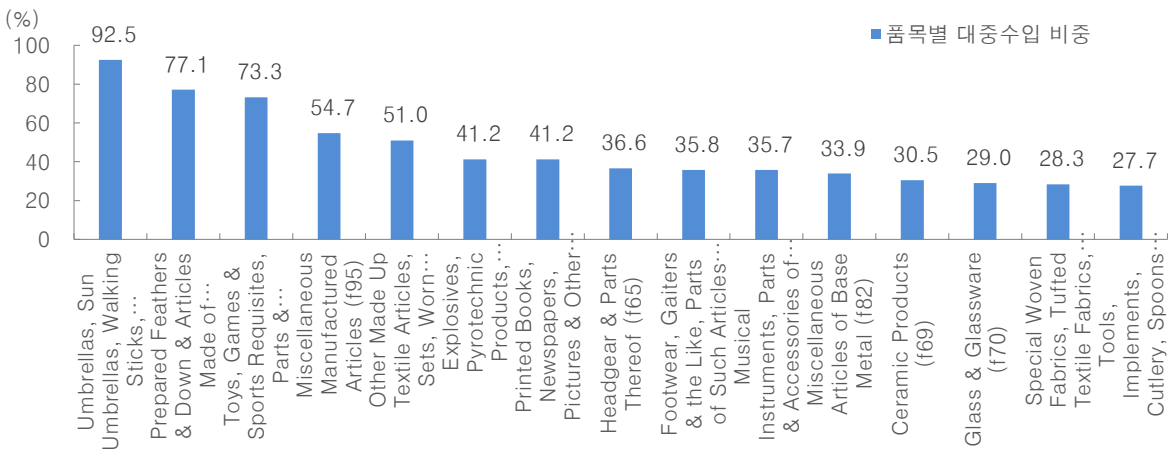
- 미 정부의 상호관세 부과 정책 발표 이후 글로벌 경기 침체 우려와 함께 금융시장 변동성 확대. 특히 미국은 스태그플레이션 진입 가능성에, 관세 외 부문에서도 정책 불확실성이 부각되며 달러 자산 전반적인 신뢰 약화 초래
- 상호관세 발표 전인 1분기 미국 경제는 이미 역성장 시현. 관세 부과 선수요로 수입 및 재고가 큰 폭 증가했지만, 민간 부문 수요도 견조. 향후 경기에 대한 걱정에도 현재 경기 지표(동행지표)는 여전히 양호한 수준
- 향후 경기 침체 우려가 현실화되지 않기 위해서는 정책 안도가 필요. 미국은 주요 교역상대국과의 관세 협상을 서두르는 한편, 중국 견제도 지속될 전망. 특히 생산성 향상 및 참단 산업 패권 유지를 위해 AI 등 기술 산업 관련 정책 지원 강화 가능성. 실적 시즌 통해 미국 AI 수익화 확인
- 한편, 1분기 시장 예상을 상회하는 성장세를 나타낸 중국은 내수 회복세가 더딘 가운데 수출 부진 가속화 우려. 재고 부담이 물가 하락 압력으로 확산. 재정정책 외에도 통화정책 추가 완화 기대. 이미 정책당국은 국유기관 통해 유동성 공급 확대
- 결과적으로 G2 양국의 갈등 상황은 유동성 공급 확대로 이어질 전망

# 글로벌 매크로 이슈

## 관세발 공급망 재편: 인도, 너 나의 제조업 생산기지가 되…

- 트럼프 정부의 對중 고관세 부과로 시장에서는 미국의 對중 수입 대체 가능성에 대한 관심 증대. 일부 첨단 제조 상품이나 핵심 소재 관련 수입 대체까지는 쉽지 않지만, 기술보다 노동 집약적인 최종 소비재 중심으로 공급망 재편은 빨라질 가능성
- 최근 중국 첨단 산업이 가파른 성장세를 나타내고 있음에도 미국은 여전히 경공업 기반의 단순 최종 소비재에서도 중국에 높은 수입 의존도를 유지. 미국 품목별 수입에서 중국 비중이 높은 품목을 보면 우산/지팡이류, 장난감 등 노동 집약적인 최종 소비재가 상당 수준을 차지
- 시장 개방 이후 오랜 기간 동안 중국은 주요 선진국 투자를 토대로 안정적인 공급망을 구축. 팬데믹 이후 내수 부진이 장기간 지속되는 가운데 정부 보조금 지급, 수출 규제 국가(러시아, 이란 등)로부터 값싼 원자재 수입에 따른 비용 절감 등이 중국 제조업 가격경쟁력 확보에 기여
- 아직 미국 실물 지표에서 관세 양향은 확인되지 않고 있으나, 對중 고관세 지속 시, 5월말 시작되는 메모리얼데이 세일 시즌부터 9월 신학기 수요, 연말 소비시즌까지 재고 부족 및 물가 경계가 확대될 위험. 다만, 관세 부과 전부터 미국 기업은 재고 확보에 서두르고 있으며, 관세 협상이 우려보다 빠르게 타결된다면, 서베이 지표에서 확인된 스태그플레이션 우려가 현실화되지 않을 수 있음
- 게다가 기술 집약적인 첨단 제조업과 달리 일부 최종 소비재의 경우, 중국 외 국가로 생산기지 이전이 빠르게 진행될 가능성. 대표적인 국가가 인도. 현재 인도와의 관세 협상이 우선적으로 타결될 가능성이 확대되면서, 중국을 대체할 생산 기지로 인도가 다시 부각. 관세 협상에서 인도는 미국에 최혜국 대우 제안을 검토하는 한편 노동집약적인 제조 상품 관련 관세 완화를 요구
- 물론 위험 요인 상존. 협상 체결 이후 시행 여부에 대한 의구심은 여전히 높음. 게다가 최근 인도의 인더스강 조약 파기로 인도-파키스탄 전쟁 위험이 확산되고 있는 상황. 인도 외에 이미 미국에서 최종 소비재를 수입하고 있는 멕시코, 베트남 등도 중국 대비 관세에서 유리한 입장, 일부 공급망 재편 수혜 기대

**미국의 품목별 중국 수입 비중**



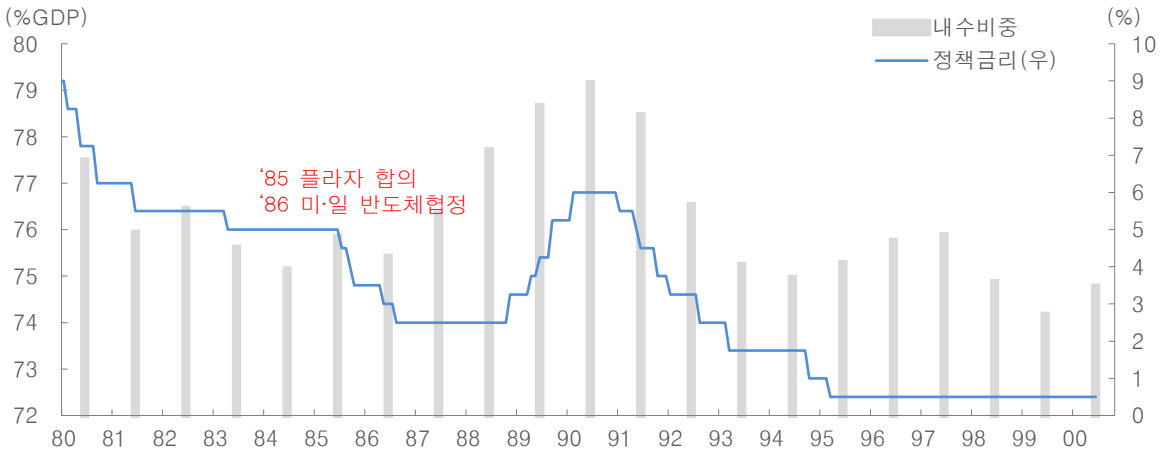

주: HS2단위 기준
자료: 미 상무부, 대신증권 Research Center

# 글로벌 매크로 이슈

## 과거 일본을 보면 중국이 보인다

- 4/2 미국 관세 부과 발표 이후 한달이 지났지만, 미·중 갈등은 여전. 자국 내 물가 부담을 감안하면, 미국은 對중 수입 관세를 일부 낮추고 중국과 부분적인 무역 합의를 이룰 것으로 예상되나, 패권 유지를 위한 첨단 산업 관련 對중 규제는 지속될 가능성
- 과거 일본이 G2이던 시절, 엔화 약세 및 첨단 제조 기반 수출 중심 높은 성장세를 나타내던 일본은 미국의 견제로 1985년 플라자합의, 1986년 미·일 반도체협정 체결. 이후 수출 동력은 약화, 내수 중심 성장 시현. 이 시기 일본은 금리 인하 등 1) 유동성 공급을 늘리고 공격적인 내수 부양을 단행. 특히 내수 부양을 위해서는 제조업만으로는 한계, 2) 서비스업으로 성장 동력 확산. 유동성 증가에 서비스업 주도 내수 성장으로 거품 경제가 붕괴됐던 1991년까지 자산가격이 빠르게 상승
- 미·중 경쟁 구도에서 강경한 모습을 나타내고 있는 중국 역시 미국의 수출 규제 강화로 대외부문 성장세 위축 불가피. 중국의 對미 수출 비중은 축소되고 있으나, 우회 수출 규모까지 감안하면 미국 수출 의존도는 여전히 높은 수준. 게다가 EU 역시 중국의 저가 밀어내기 수출 여파로 제조업 여건이 악화, 對중 반덤핑·반보조금 관세 부과 확대. 미국 외 국가 역시 對중 수출 규제 지속. 한편, 수출 부진에 따른 재고 부담 악화. 중국 생산자물가 하락세가 지속, 생산자물가 하락은 기업이익에도 부정적 영향
- 따라서 중국은 과거 일본처럼 유동성 공급을 확대하고 내수 부양을 강화할 것으로 예상. 물론 과거 일본과 달리, 중국은 이미 과잉투자 여파로 디레버리징이 지속되고 있다는 점이 내수 부양에 걸림돌. 유동성 공급 정책이 일본처럼 잃어버린 30년을 초래할거라고 단정지을 수도 없음. 하지만 중국의 인구 규모를 감안할 때 내수 성장 잠재력은 여전히 높은 수준. 추가 금리 인하가 예상되며, 이미 중국식 양적완화(주요 국유기관들은 ETF 대량 매수) 등을 통해 유동성 공급을 강화
- 한편, 중국의 내수 부양 촉진은 국내 수출 기업에도 기회 요인. 최근 對중 수출은 중간재 수출 중심으로 부진이 지속되고 있으나, 소비재 수출 회복 기대. 서비스 수출도 기회 요인. 한한령으로 제약됐던 레저, 엔터테인먼트 관련 수출 회복 기대

**미국의 일본 견제 이후 일본의 내수 부양**



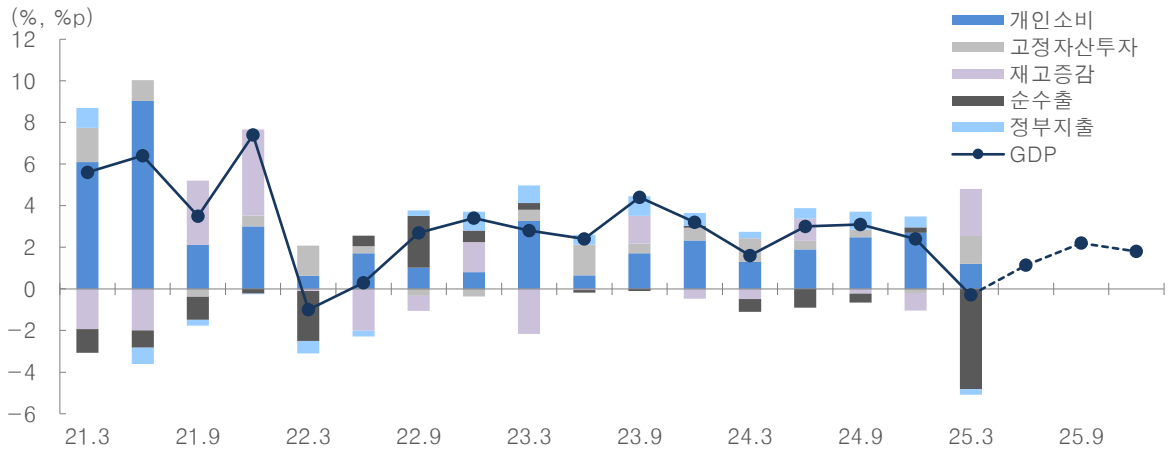

자료: 일본 내각부, BOJ, 대신증권 Research Center

# 미국

## 미래에 대한 불안에도 안정적인 현재

- [경기] 1분기 미국 GDP 0.3% 감소하며 역성장했으나, 경기 비교적 양호
  - 1분기 GDP에서 관세 영향 확인. 수입 및 재고 큰 폭 증가. 정부지출 감소에도 관세 선수요 등의 영향으로 민간수요가 전분기대비 증가세 확장. 특히 설비투자(정보처리기기 중심) 수요 증가는 긍정적
  - 4월 PMI에서도 관세 정책 불확실성 영향 확인. 다만 향후 경기에 대한 불안 대비 현재 경기는 선수요 유입 영향 등으로 비교적 견조
- [물가] 물가 역시 향후 불안 대비 현 수준은 안정적. 관세 불확실성에 재고 확보에 나서고 있는 가운데, 에너지 가격 하락, 서비스물가 안정, 임금 증가세 둔화 등이 물가 상승 압력을 제한

### 미국 경제 1분기 역성장에도 민간 수요 견조

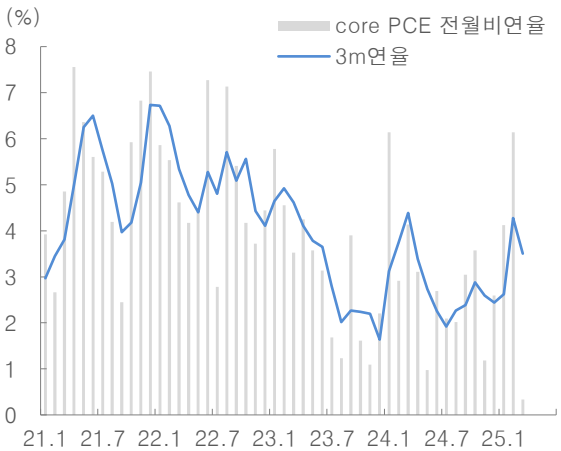



자료: BEA, 대신증권 Research Center

### 향후 경기 불안 고조

자료: S&P PMI,대신증권 Research Center

### 물가지표 2월 상향 조정, 3월 하향 안정



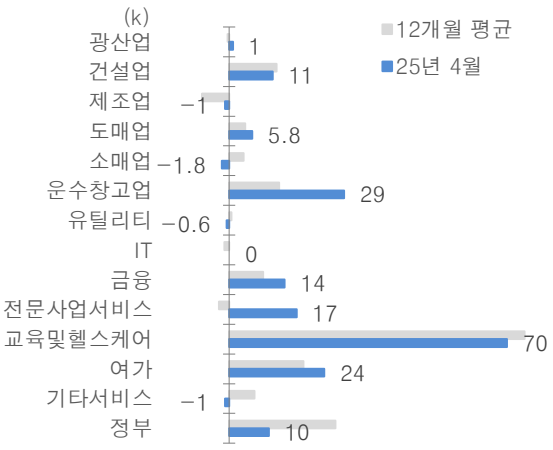

자료: BEA, 대신증권 Research Center

# 미국

## 불안한 미래에도 정책 안도감이 온다면…

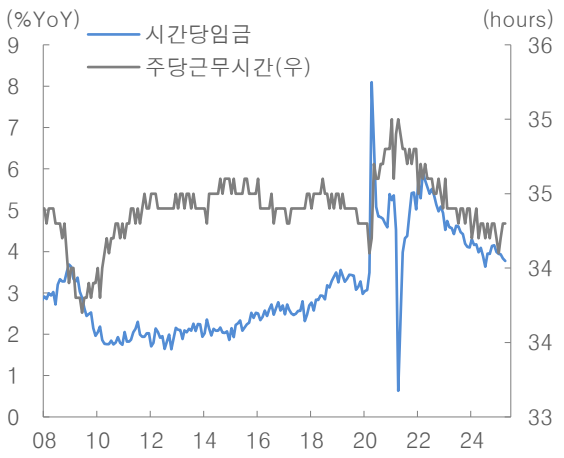
- [통화정책] 명분이 필요한 연준, 고용지표 부진 확인이 필요
  - 상호관세 유예, 관세 협상 지속에도 무역정책 관련 불확실성에 향후 물가 경로 불확실성 고조
  - 고용지표는 비교적 양호. 2, 3월 신규고용은 하향 조정됐으나, 4월에는 시장 예상 상회. 재고 확보를 서두르면서 물류(운수창고업) 관련 노동 수요 증가. 다만 임금 증가세는 둔화 흐름 지속. 관세 정책이 완화되지 않을 경우 빠르면 6월 발표될 5월 지표부터 고용시장 위축 확인 예상
  - 연준 내에서도 관세발 물가 부담은 일시적이며, 경기 침체에 선제적 대응이 필요하다는 의견이 확산. 5월 FOMC회의에서는 정책 변화가 없겠지만, 경기 판단, 소수의견 출현 여부 등 확인 필요. 금융감독 담당 연준 부의장 확정 이후 금융 규제 완화 추진도 시중 유동성 공급 및 시장금리 안정에 기여
- [재정정책] 관세 협상에서 정부 예산안으로 관심 이동
  - (관세) 국가별 관세 협상 지속되고 있으나 지연 시 추가 관세 유예로 이어질 가능성
  - (예산안) 트럼프 정부 FY2026 예산제안서 제출. 비국방 재량지출, 2017년 이후 최저 수준으로 전년비 22% 감소 요구. 감세 실현 위해 정부 지출 축소 불가피하나, 의회 검토/승인 가능성 반영하면 예산안 확정 및 부채한도협상에 시간 소요 예상. 그나마 관세 수입이 부채한도 도달 위험을 지연
- 미국 정책 불확실성에도 생산성 개선 지속 기대
  - 이번 실적 시즌 가장 긍정적인 부분은 미국 빅테크 중심으로 생성형 AI의 수익화 확인, 생산성 개선 지속 기대. 게다가 중국과 패권 전쟁이 지속될 수 밖에 없다는 점에서 관련 정부 지원 강화 기대
  - 정책 불확실성의 향후 실물경기 반영 가능성 감안해 자산배분 차원에서 안전자산(금, 채권) 비중 유지 필요하지만, 주가 조정 시 미국 기술주 비중 확대 기회

**미국 4월 신규고용도 관세 선수요 반영**




자료: BLS, 대신증권 Research Center

**임금 증가세 둔화, 물가 안정/생산성 개선 기대**



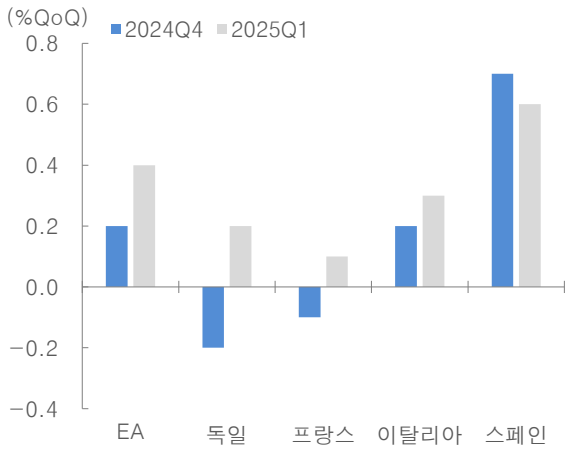

자료: BLS, 대신증권 Research Center

# 유로존

## 통화/재정정책 공조 지속되겠지만, 높아진 눈높이 조정 필요

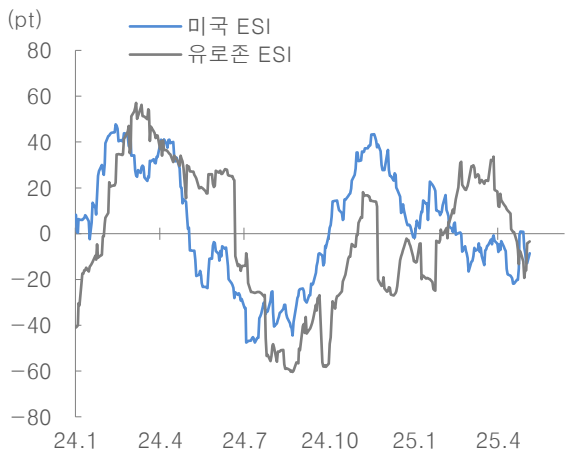
- [경기] 1분기 유로존 성장세 확대, 경기 확장에도 불확실성 여전
  - 1분기 GDP 0.4% 증가해 경제성장세 확대. 주요국인 독일, 프랑스 역성장 탈피. 특히 독일(0.2%)은 소비 및 투자 수요 확대가 성장 견인
  - 다만 미국발 관세 충격에 향후 4월 제조업 경기 지표는 다소 부진. 최근 통화/재정정책 공조 효과로 경기 회복 기대가 지속되고 있으나, 높아진 기대 대비 경기 회복 확인까지는 시간 필요
- [물가] 에너지 가격 하락, 유로화 강세에도 4월 유로존 CPI 상승률은 시장 예상을 상회. Core CPI 상승세는 확대. 내수 회복이 가시화되며 서비스 중심 물가상승세 확대
- [통화정책] ECB는 지난 4월 통화정책회의에서 추가 금리 인하 단행. 물가보다 무역 정책 불확실성으로 인한 성장 둔화 우려 경계, 금리 인하 기조 지속 가능성. 대외부문 불확실성에도 꾸준한 통화정책 효과로 내수 부문 회복 지속
- [재정정책] 미국, 중국과 무역 협상 지속
  - 미국과의 관세 협상 위해 미국산 수입(LNG 및 대두) 확대 및 對중 견제(반덤핑·반보조금 관세 부과) 등을 계획. 한편으로는 對미 무역 의존도 낮추기 위해 여타 국가들과 협력 강화
  - 2027년까지 러시아산 화석연료를 퇴출 목표 발표(RePower EU 로드맵). 미국, 중동으로 에너지 수입 확대 예상
- 경기 확장 국면 유효하지만, 시장 선반영
  - 내수/서비스 중심으로 경기 확장 지속 전망하지만, 일부 국가 수출 의존도 높아 눈높이 조정 필요
  - ECB 금리인하 기조, 미국채 불안 지속, 유로화 강세 등에 유럽 채권 수요 추가 유입 가능성

**유로존 1분기 경제성장률 확대**




자료: Eurostat, 대신증권 Research Center

**유로존 경제지표, 높아진 눈높이 조정**



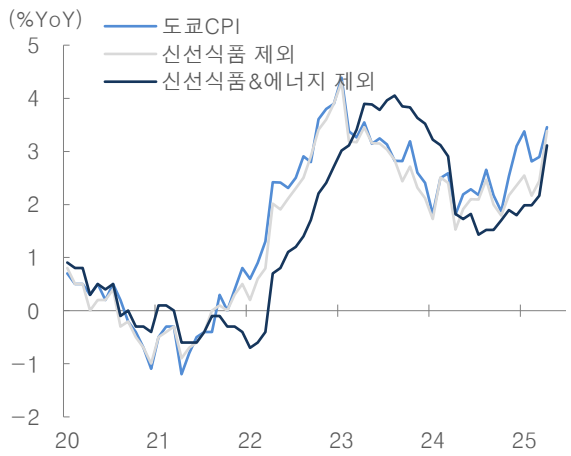

자료: CITI, Refinitiv, 대신증권 Research Center

# 일본

## 7월 참의원 선거 앞두고 미국과 무역 협상 지연

- [경기] 일본 역시 향후 경기 관련 불확실성에 대한 경계에도 對미 수출 선수요에 4월 경기 지표 개선. 제조업, 서비스업 PMI 모두 반등, 기준선 상회
- [물가] 일본 내 물가 상승에 높은 기여를 나타내고 있는 식품 물가 상승세는 3월 이후 소폭 둔화 흐름을 나타내고 있으나, 여전히 높은 수준의 상승률 지속. 전기 및 가스 보조금 축소 여파에 도쿄는 특히 지난해 4월 시작된 고교 수업료 무상화 효과가 마무리되며 물가상승세가 큰 폭 확대
- [통화정책] 일본 역시 물가 부담에도 경기 우려가 통화정책에 더 크게 영향. BOJ는 5월 금정위에서 기준금리를 0.5%로 유지 결정. 미국 관세정책 영향을 고려해 FY2025 경제성장률 전망치를 0.5%로 하향 조정. 물가 역시 전망치 하향 조정, 보고서에서 임금과 물가의 선순환 강화 문구 삭제. 당초 시장 예상보다 완화적 스탠스
- [재정정책] 미국과의 관세 협상 난항, 7월 참의원 선거 이후로 협상 지연 가능성
  - 당초 시장 예상과 달리 미국과의 관세 협상 타결이 지연. 5/2 자동차 부품 관세가 발효된 가운데, 자동차 관련 관세 협상에 난항 지속. 일본의 미국채 보유가 관세 협상 수단으로 활용될 수 있다는 의견도 제시되었으나, 부작용을 감안하면 가능성 제한적
  - 참의원 선거를 앞두고 미국과의 관세 협상을 서두르지 않을 가능성
- 일본 금융시장 안정 추구 지속
  - 최근 미-일 금리차가 다시 확대되며 일본의 미국채 수요 회복. 엔화 대비 달러 약세 흐름에 내국인의 해외 투자 수요가 점차 둔화될 수 있으나, 급격한 엔 캐리 트레이드 청산 가능성은 제한적
  - 미국채 시장 변동성 추가 확대 시 안전자산으로서의 엔화 수요 재유입 가능성

**일본 물가 상승세 지속**




자료: 일본 통계청, 대신증권 Research Center

**BOJ, 성장 및 물가 전망치 하향 조정**

y/y % chg.

| | Real GDP | CPI (all items less fresh food) | (Reference) CPI (all items less fresh food and energy) |
|---|---|---|---|
| Fiscal 2024 | +0.7 to +0.7 [+0.7] | +2.7 | +2.3 |
| Forecasts made in January 2025 | +0.4 to +0.6 [+0.5] | +2.6 to +2.8 [+2.7] | +2.1 to +2.3 [+2.2] |
| Fiscal 2025 | +0.4 to +0.6 [+0.5] | +2.0 to +2.3 [+2.2] | +2.2 to +2.4 [+2.3] |
| Forecasts made in January 2025 | +0.9 to +1.1 [+1.1] | +2.2 to +2.6 [+2.4] | +2.0 to +2.3 [+2.1] |
| Fiscal 2026 | +0.6 to +0.8 [+0.7] | +1.6 to +1.8 [+1.7] | +1.7 to +2.0 [+1.8] |
| Forecasts made in January 2025 | +0.8 to +1.0 [+1.0] | +1.8 to +2.1 [+2.0] | +1.9 to +2.2 [+2.1] |
| Fiscal 2027 | +0.8 to +1.0 [+1.0] | +1.8 to +2.0 [+1.9] | +1.9 to +2.1 [+2.0] |

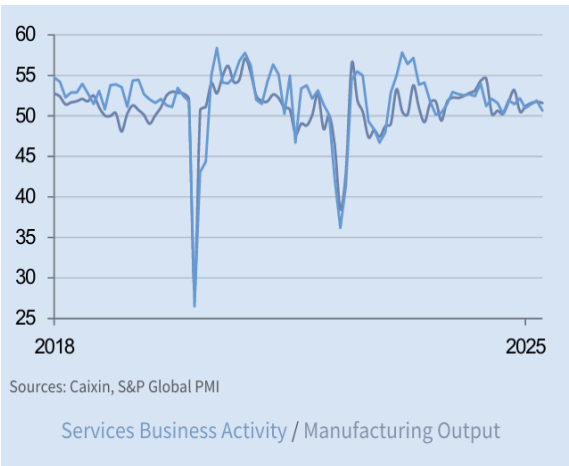
자료: BOJ, 대신증권 Research Center

# 중국

## 수출 부진에 높아진 재고부담 해소 필요

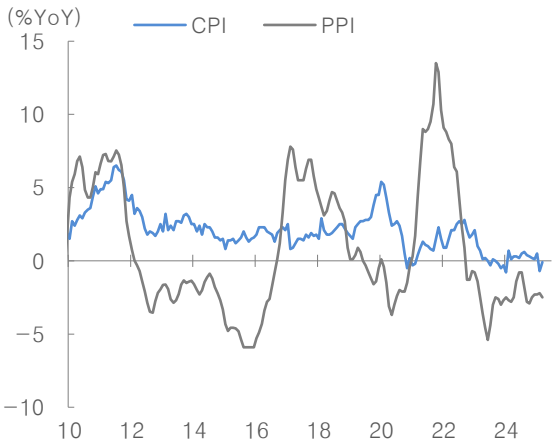
- [경기] 예상보다 양호한 1분기 성장률에도 불안한 수출 경기
  - 1분기 중국 경제성장률은 시장 예상을 상회하며 5.4% 기록. 소비 회복에 부동산을 제외한 투자수요 회복 등이 성장 뒷받침
  - 중국 4월 경기지표는 다소 부진. PMI지표 감안 시, 제조업에서는 최종 소비재 관련 기업 경기는 상대적으로 견조하지만 중간재, 자본재 경기는 다소 부진. 의외로 미국은 소비재가 중간재, 자본재 보다 대체재 마련이 쉽지 않은 것으로 판단. 전반적으로 수출주문 부진이 제조업 경기 확장 둔화 초래, 서비스업 PMI 또한 7개월래 최저수준을 기록하며 경기 부진 우려 확산
- [물가] 중국은 3월에도 디플레이션 지속. CPI는 하락 폭이 축소되며 전년비 0.1% 하락에 그쳤지만, PPI 하락 폭은 확대, -2.5% 기록. 관세로 인한 추가 생산자물가 하락 압력 여전. 생산자물가 하락세 지속 감안 시, 중국 내 기업 이익 개선 기대 낮출 필요
- [통화정책] 미 연준 금리인하가 일시적으로 중지되면서, 중국 인민은행 또한 금리 동결 기조 지속되고 있으나 미국과의 금리차 등을 감안해 통화 완화 정책 재개 기대. 이미 중국식 양적완화(주요 국유기관들은 ETF 대량 매수) 등을 통해 유동성 공급 시작
- [재정정책] 중국 정책 당국의 내수 부양 기조로 중국 내수 경기 회복세가 확인되고 있으나 회복 강도는 여전히 미약한 수준. 對미 수출 제약에 미약한 내수 회복세 감안해, 미국 외 국가로의 수출 통로 마련에 적극적으로 나서고 있으나 쉽지 않은 상황
- 중국발 유동성 확대 지속에도 경기 위축 우려에 안전자산인 금, 채권으로 자금 쏠림 지속. 다만 중국 역시 주가 부양 및 AI 패권 확보 위해 기술 기업 지원 지속될 전망, 기술주 주가 상승 흐름 견인

**중국 제조업 및 서비스업 PMI 모두 하락**




자료: S&P Global, 대신증권 Research Center

**중국 물가 하락, 기업이익 악화 요인**



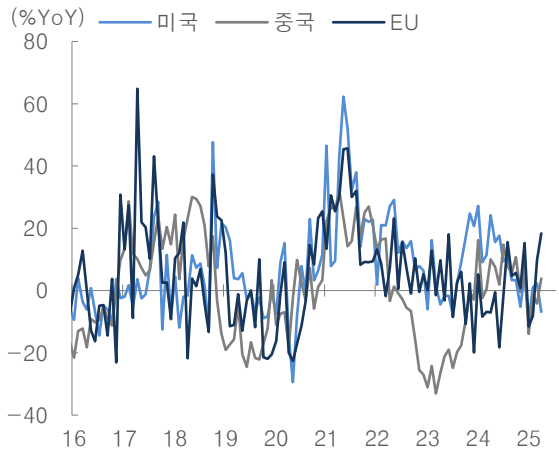

자료: 중국 국가통계국, 대신증권 Research Center

# 한국

## 국내 경제 역성장, 정부 주도 내수 부양 강화 기대

- [경기] 1분기 국내 경제 3분기만에 역성장, 정부 주도 회복 기대
  - 1분기 GDP는 시장 예상보다 부진한 0.2% 감소, 세부지표 대부분 감소하며 부진한 모습. 4월에도 대외부문 불확실성에 제조업 경기 부진 지속
  - 다만 장기간 지속됐던 국내 정치 불안 해소, 6월 초 대선 앞두고 전후로 정부 주도 내수 부양 강화 기대. 국내 뿐만 아니라 비미국 주요국 역시 내수 부양 강화, 중국, EU로의 수출 회복 촉진. 특히 지난 1분기 감소하던 對중 수출 증가 전환
- [물가] 4월 CPI 전년대비 2.1% 상승. 식품 가격 안정에도 연휴 앞두고 서비스 물가 상승
- [통화정책] 4월 금통위에서 기준금리를 동결한 한국은행은 5월 금리 인하 재개 예상. 물가 및 환율이 비교적 안정적인 수준으로 유지되는 가운데 역성장 탈피를 위한 통화완화 지속 필요성 대두
- [재정정책] 선거 앞두고 대외 불확실성 빠른 해소는 쉽지 않겠으나, 내수 부양 강화 기대
  - 정부 12.2조 규모 추경 편성. 대선 이후 추경 규모 확대 가능성
  - 미국과의 관세 협상 지속. 주로 미국 우호적인 협상 진행이 예상되지만, 미국의 對중 규제 강화로 인한 공급망 재편 등의 효과 기대
- 원화 변동성 확대 경계
  - 글로벌 정책 불확실성에 따른 원화 프록시 헷지 수요 확대. 월초 대만달러 강세와 함께 원화 강세 폭 확대, 미국과의 관세 협상 수단으로 통화절상 위협 가능성이 대두되기도 했으나 가능성 제한적
  - 미국발 정책 불확실성 여전하지만 비미국 주도 내수 부양이 국내 수출 수요 견인. 소비 수요 확대에 따른 소비재, 서비스업 수출 회복 수혜주에 관심 가질 필요

**국내 수출, 대중, 대EU 중심 수출 증가**




자료: 관세청, 대신증권 Research Center

**정부 12.2조원 추경 발표**

| 주요내용 | 규모 |
|---|---|
| 1. 재해•재난 대응 | +3.2조원 |
| - 신속한 산불 피해 복구 | 1.4조원 |
| - 재해 • 재난 예방 • 대응력 강화 | 1.7조원 |
| - 노후 SOC 개량 등 안전투자 | 0.2조원 |
| 2. 통상 및 AI지원 | +4.4조원 |
| - 통상리스크 대응(관세, 공급망, 고용불안) | 2.1조원 |
| - AI 생태계 혁신 | 1.8조원 |
| - 반도체 등 첨단전략산업 경쟁력 제고 | 0.5조원 |
| 3. 민생 지원 | +4.3조원 |
| - 소상공인 경영부담 경감 | 2.6조원 |
| - 영세 중소 사업자 매출기반 확대 | 1.6조원 |
| - 취약계층 생활안정 지원 | 0.2조원 |
| 기타(국채이자, 주요행사 개최 등) | +0.2조원 |

자료: 기재부, 대신증권 Research Center

# Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 이하연)
- 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.