

| 리서치센터 투자전략팀 | 2024년 12월 2일



KIWOOM 투자전략

채권 및 매크로 이슈 점검: 연말을 준비하는 자세

채권전략 안예하
yhahn@kiwoom.com

경제 김유미
helloym@kiwoom.com



키움증권





I. 채권: 연말을 준비하는 자세

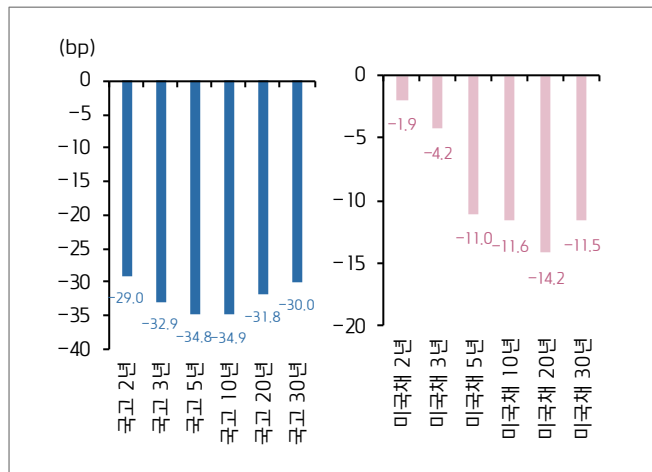
채권전략 안예하
yhahn@kiwoom.com

01.

11월 채권시장 리뷰: 두드러진 월말 국고 강세

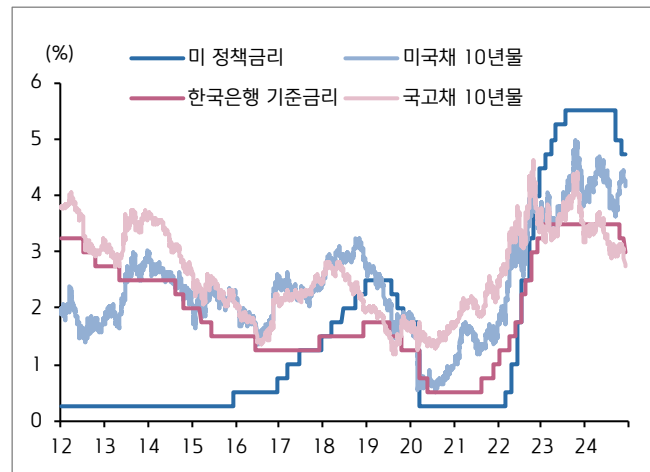
- ▶ 11월 채권시장은 월 중반까지 강보합 흐름을 이어가다 후반 들어 한국은행 금리 인하 기대와 미국채 금리 하락 등으로 강세폭 확대 마감
 - 국고채 시장은 월 초반까지는 미국채 약세 압력에 강세폭이 제한되다, 월 후반 들어 금리 인하를 기대하는 외국인 선물 순매수 등과 함께 강세폭 확대. 11월 한국은행의 깜짝 금리 인하는 월말 강세폭을 확대시킨 배경
 - 미국채 시장은 월 중반까지 단기채 중심으로 약세를 보이다, 월 후반 들어 약세폭 축소하며 소폭 강세 전환. 파월 연준 의장이 금리 인하를 서두를 필요가 없다는 발언을 하면서 미 연준 12월 금리 인하 기대가 약화. 다만, 미국 트럼프 2기 내각 인선 결과 재정 부담이 예상보다 크지 않을 것이라는 점이 부각되면서 약세폭 축소

2024년 11월 국고 및 미국채 금리 변동



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

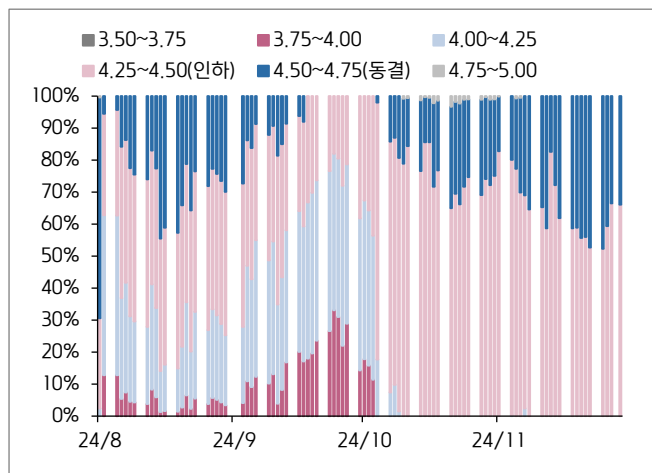
국고 및 미국채 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

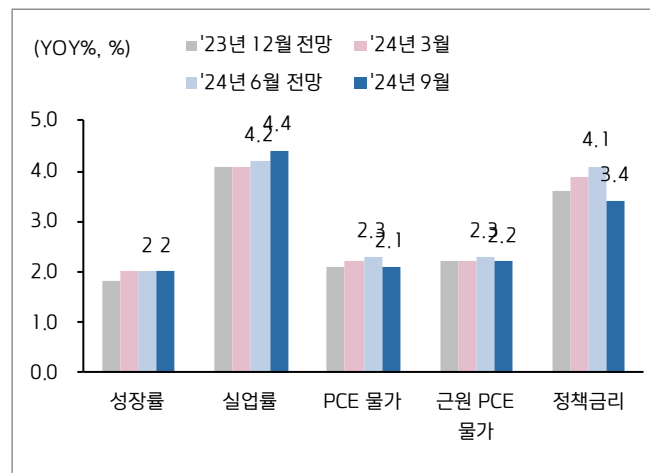
- ▶ 12월 채권시장은 미 연준의 속도 조절 현실화 여부를 둘러싸고 노이즈가 발생할 수 있으나, 물가 둔화 흐름은 지속된다는 점에서 금리 인하 단행 지속될 것으로 예상하며, 이에 따라 강세 우위의 장세 전망
- ▶ 국고채 금리 또한 하락 압력을 이어나갈 것으로 예상. 11월 한국은행의 깜짝 금리 인하 결정 이후 추가 인하 가능성을 열어두는 내용들을 감안하면 한국은행의 금리 인하 속도가 가팔라질 수 있다는 것을 의미하며, 이를 감안할 때 기준금리는 2.25%까지 인하될 수 있다고 판단함. 이를 고려하면 시장금리 또한 연말까지 랠리를 이어나갈 전망
- ▶ 미국채 금리는 12월 금리 인하 및 12월 FOMC 점도표에 따라 등락을 보일 것으로 예상함. 12월 금리 인하 기대가 약화되어 왔던 만큼 재차 인하 기대 높아지는 흐름은 시장 강세를 주도할 것으로 판단

CME Fedwatch 미 연준 12월 FOMC 금리 수준 예상 추이



자료: CME Fedwatch, 키움증권 리서치센터.

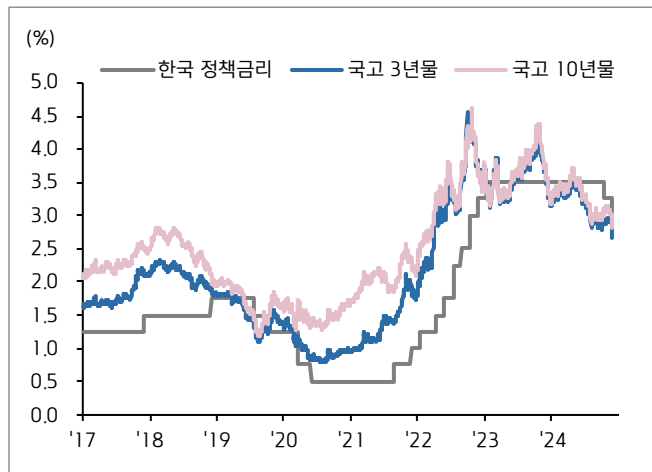
미 연준 2025년 점도표 상 금리 전망치 변화



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터.

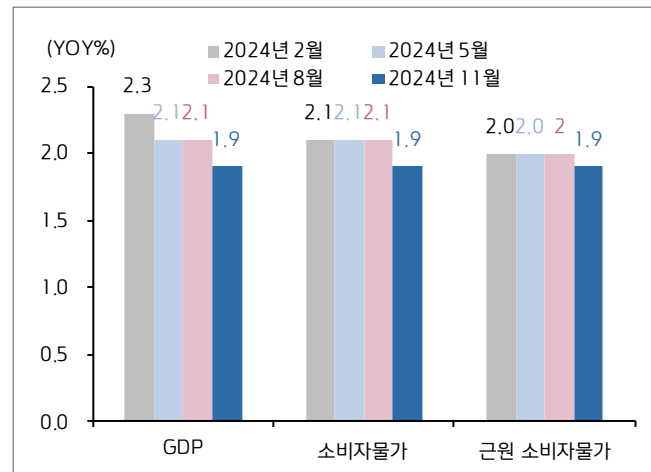
- ▶ 한국은행, 11월 금통위에서 시장 예상을 벗어난 깜짝 금리 인하 단행. 미국 신행정부로 인한 정책 불확실성과 수출 경기 둔화 등을 근거로 금리 인하 단행
 - 내년 성장률 전망치를 기존 2.1%에서 1.9%로 하향 조정했으며, 잠재성장률 이하의 성장세가 2026년(1.8%)까지도 이어질 것임을 시사
 - 10월 금통위 당시 금리 인하 후 추가 인하 가능성을 예상하는 위원은 1명에 불과했으며, 금융안정에 대해 중요시하는 분위기였다면, 이번 11월 금통위는 앞으로 경기 하강에 대응하겠다는 의지를 강화시킨 것으로 판단

한국은행 기준금리와 시장금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

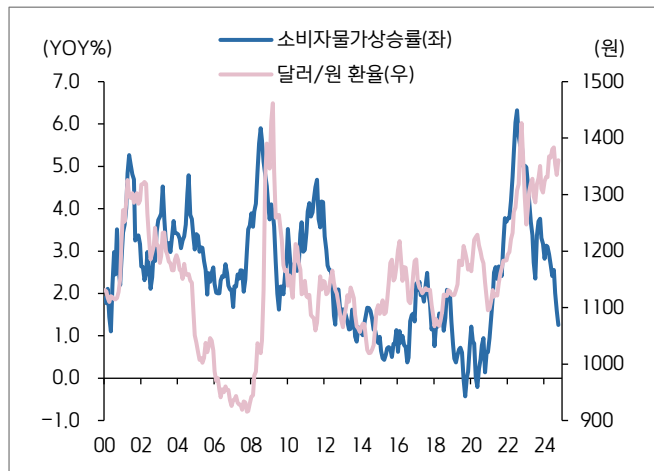
한국은행 2025년 경제전망치 변화



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

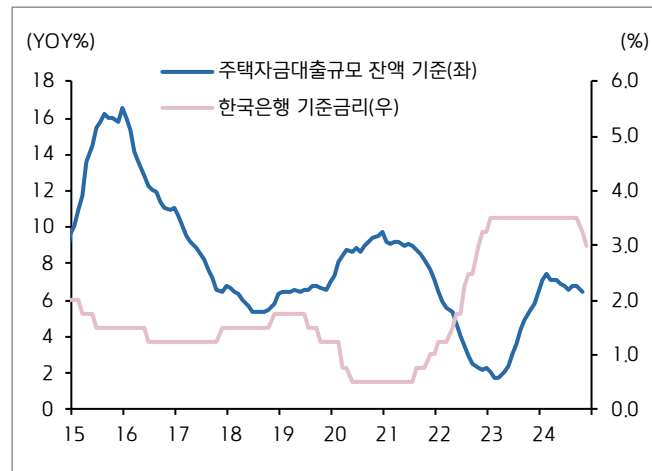
- ▶ 한국은행은 높아지는 달러/원 환율 변동성과 가계 대출 증가 등의 금융안정보다는 경기에 방점을 둔 통화정책을 운용할 것임을 선언한 것으로 판단함
- ▶ 장기간 동결 기조를 유지해온 배경에는 부동산 가격과 가계대출 등의 요인도 작용했으며, 11월 금리 동결을 예상한 배경에 환율 요인도 존재했음. 하지만 금융안정 측면은 정부의 거시건전성 정책으로 대응하고 있고, 효과가 있다고 언급한 한편, 환율에는 국민연금 스와프 연장 등 다양한 수단이 있음을 언급하면서 이보다는 경기에 방점을 둔 정책 운용을 앞으로 해나갈 것이라 주장한 것

달러/원 환율과 물가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

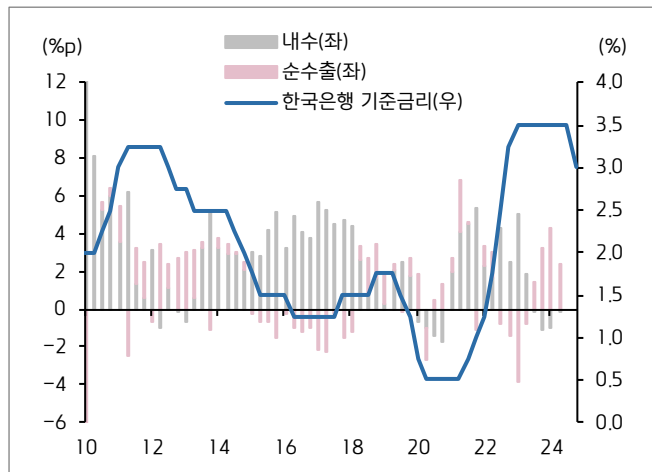
한국 가계대출 증가율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

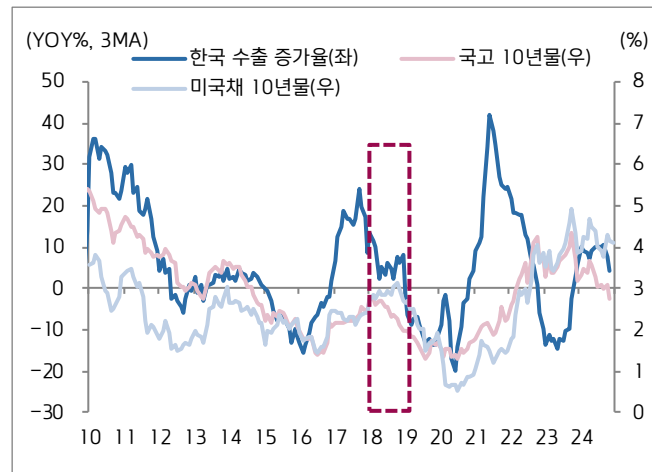
- ▶ 특히 수출 경기에 대한 불안을 지적함. 트럼프 2기에서 추가 관세 정책이 시행될 것임을 예고했으며, 그 가운데 한국은 수출 경쟁력이 약화될 수 있다는 우려가 부각
 - 트럼프는 취임과 동시에 캐나다와 멕시코 제품에 25% 관세를 부과하겠다고 발표했으며, 트럼프 1기 당시보다 관세 정책이 빠르게 시행될 가능성이 부각
- ▶ 과거 트럼프 행정부 당시 관세 정책과 함께 한국 수출 성장세가 위축되었으며, 이로 인해 한국은행은 미국과 정책 차별화가 있었던 점을 감안하면, 시장금리 또한 미국과 한국 간의 동행성이 약화될 수 있음. 과거 2018년 ~2019년 국고채 금리는 하락하는 가운데 미국채 금리는 상승 압력을 받으면서 방향성 또한 차별화된 바 있음

한국 경제 성장률 기여도 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

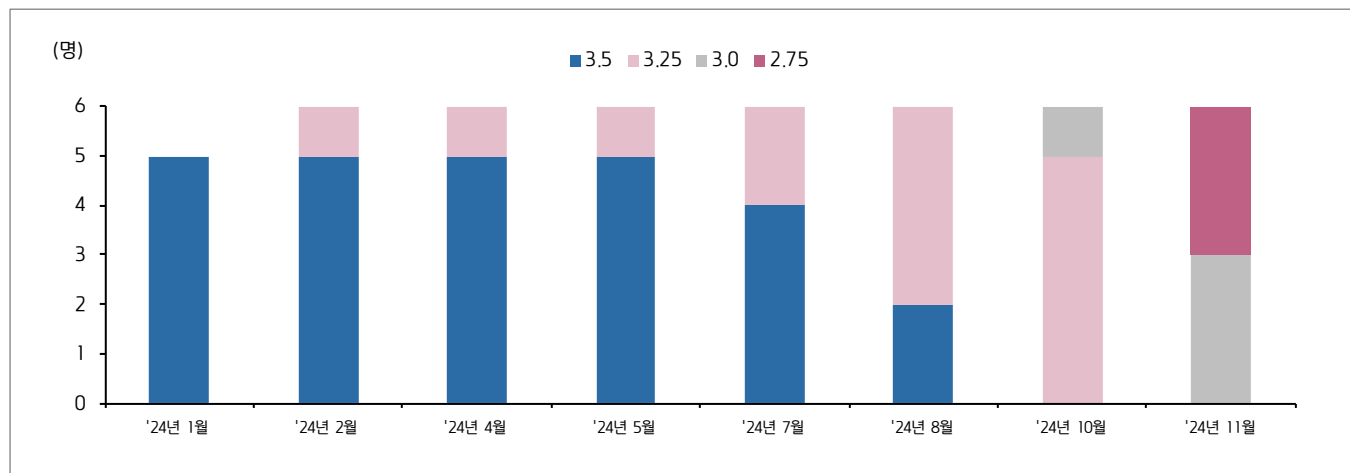
한국 수출 증가율과 국고채 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 한국은행이 금융안정에서 경기로 시선을 변화하면서 10월과 11월 연달아 금리 인하 단행. 이는 유례 없는 수준의 금리 인하 속도. 과거 금융위기를 제외하면 분기에 1회 수준의 금리 인하를 단행해왔던 한은의 기존 정책보다 빠른 양상
- ▶ 11월 금통위에서 취합한 포워드 가이드를 통해서도 3개월 내 추가 인하 가능성을 예상하는 위원이 3명으로 늘어난 점은 금리 인하 기대를 더욱 강화시키는 요인. 1월 추가 인하 가능성 또한 배제할 수 없다고 판단함. 통화정책방향 문구에서 '신중히'라는 문구를 삭제한 점 또한 연속 인하 가능성을 열어둔 표현이라고 보임

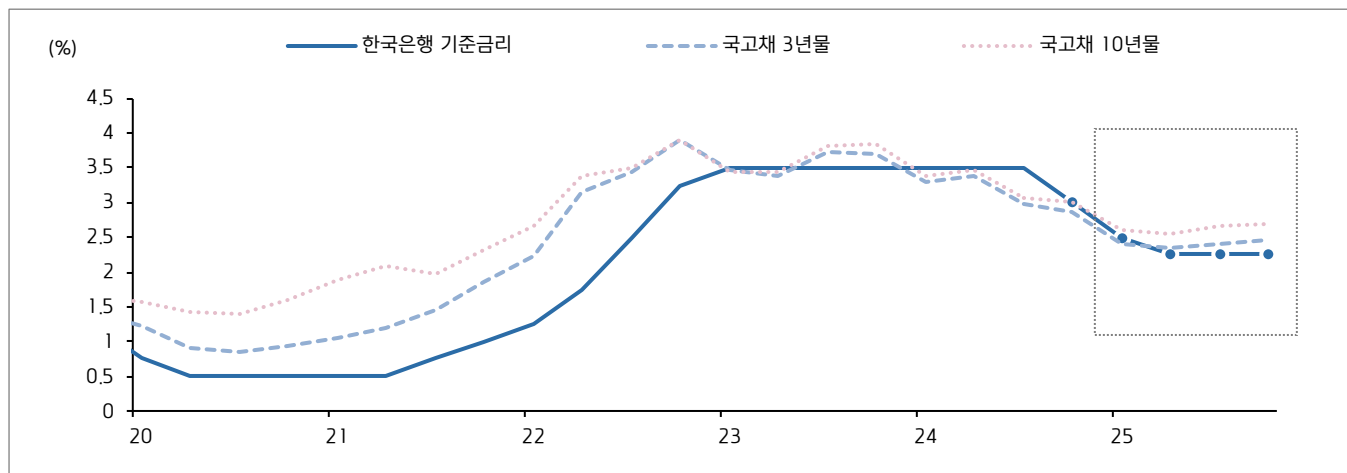
한국은행 포워드 가이드 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 이를 감안하면 한국은행은 2.25%까지 기준금리를 인하할 것으로 예상함. 기존 중립금리 수준으로 인하한다는 전제로 2.5%가 최종금리 수준일 것으로 예상했으나, 경기에 방점을 둘 경우 중립금리 이하 수준으로 기준금리를 인하할 여력이 확보되었다는 것을 의미함. 특히 내년 성장뿐만 아니라 물가도 2% 이하로 예상한다는 점은 물가를 고려해서라도 인하폭이 커질 수 있다는 것을 의미함
- ▶ 내년 상반기 중 수출 성장세가 둔화된 이후 하반기 들어서는 기저 영향으로 소폭 반등한다는 점을 감안하면 정책 타이밍 상 상반기 중 금리 인하에 집중할 것으로 판단. 1, 2, 5월 중 다소 가파른 금리 인하 가능성을 높게 평가하며, 2분기 중 정책금리 2.25%까지 인하될 전망
- ▶ 이를 감안하면 12월 국채 금리 또한 하락 압력 지속되면서, 올해 연말 국고 3년물 금리는 2.5% 수준을 하회하는 강한 강세를 보여줄 것으로 예상함

한국은행 정책금리와 국고 3, 10년 금리 추이 및 전망치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

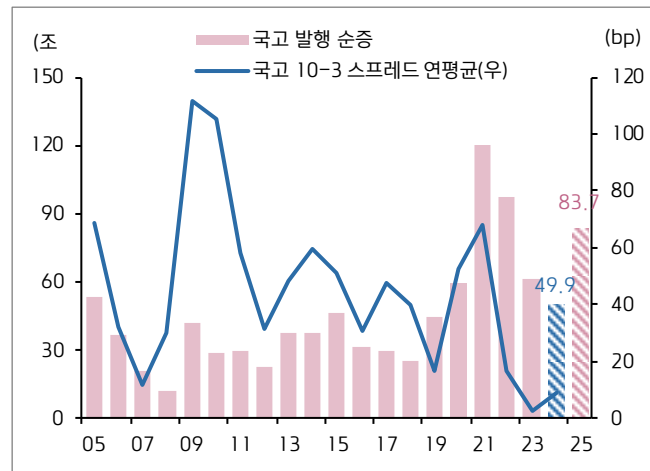
- ▶ 다만 일부 속도 조절은 결국 수급에서 나올 것으로 예상함. 12월 국고채 발행량은 1.1조원으로 계절적 수요 등을 반영해 적게 편성했으나, 내년 국채 순증량이 84조원 규모로 확대되는 점은 부담임. 금리 인하가 수반된다면 점에서 다소 발행량 확대에 대한 부담은 낮을 수 있으나, 유례 없는 규모의 순증 확대에 의한 가격 부담이 연말부터 나타날 수 있다고 판단함
- ▶ 한편, 장기채 발행 규모를 확대하는지 여부도 중요함. 그간 5~10년 구간 발행은 축소했던 가운데, 단기와 장기 발행 비중을 확대했었음. 장기채 발행량이 계속해서 확대될 경우 커브 스티프닝 가능성이 높아질 것으로 판단하는 가운데, 내년 추경 이슈가 수시로 불거질 수 있는 점 또한 내년 금리 인하가 마무리되는 상반기 이후로 커브 스티프닝 가능성 높이는 요인임

국고채 발행 비중

	2y	3y	5y	10y	20y	30y	50y
	단기		중기		장기		
'24년 목표	30±3%		35±3%		35±3%		
(23년 발행실적)	(28.7%)		(33.6%)		(37.7%)		
(22년 발행실적)	(26.9%)		(36.5%)		(36.6%)		
(21년 발행실적)	(27.0%)		(38.6%)		(34.4%)		

자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터.

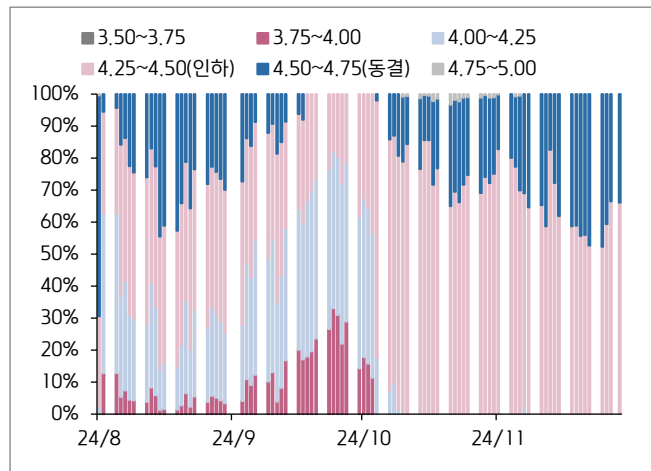
국고채 순증 발행 추이



자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터.

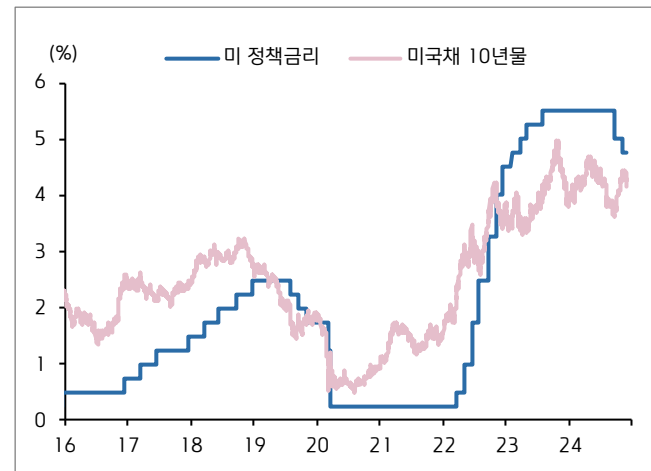
- ▶ 한국은행은 금리 인하 사이클에 본격적으로 접어든다고 선언한 가운데, 미 연준은 금리 인하 속도를 조절할 것이라는 의견 수렴 중. 파월 연준 의장이 금리 인하 속도 조절 필요성을 언급했고, 주요 연준 인사들 또한 비슷한 의견으로 수렴하면서 11월 들어서 미 연준 12월 동결 가능성이 50%에 육박하는 수준으로 확대된 바 있음
- ▶ 이로 인해 미국채 10년물 금리는 4.5% 선에 재차 근접하며 가파른 상승세를 보였음. 트럼프 당선 이후 트럼프 트레이드 속 미국 인플레이 우려 등이 더해지면서 미 연준의 금리 인하 속도 조절론이 부각되었던 만큼 현재 미국 경기 상황을 재점검할 필요

CME Fedwatch 미 연준 12월 FOMC 금리 수준 예상 추이



자료: CME Fedwatch, 키움증권 리서치센터.

미 연준 정책금리와 미국채 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 미국 물가 둔화 기조 자체가 크게 변화하지는 않음. 물가 둔화 속도가 소폭 완만해졌으나, 이러한 변화를 트럼프 당선을 예상하는 변화라고 보기는 어려움. 국제유가 하향 안정화 흐름이 이어지는 가운데, 주거비와 임금 등의 요인이 물가 둔화 압력을 제약시키고 있으나, 물가 둔화 흐름은 여전히 유효하다고 판단

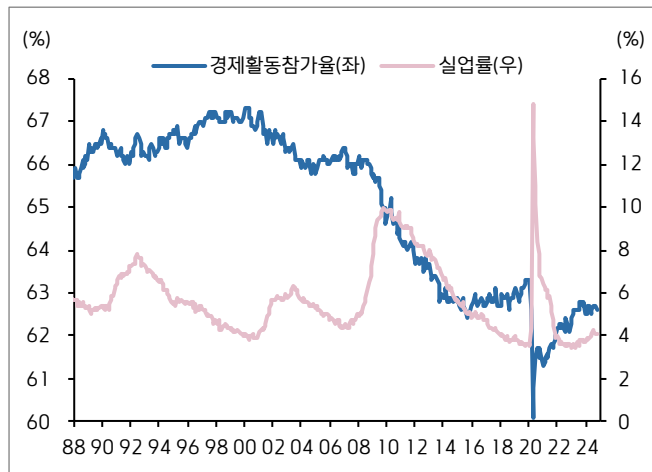
미국 PCE 물가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

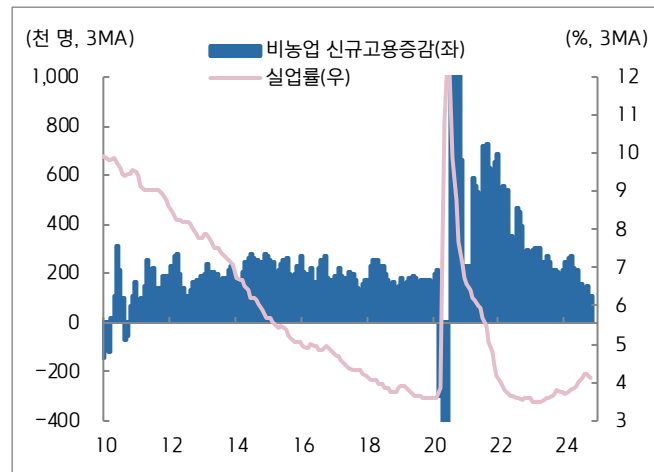
- ▶ 미 연준의 9월 50bp 인하의 트리거였던 미국 고용시장은 둔화 우려가 다소 약화된 상황.
미국 실업률이 재차 4.3%를 하회하면서 트리거 포인트가 약화된 상황이나, 고용 둔화 모멘텀 자체가 약화된 것으로 보기는 어려움
- ▶ ISM 제조업 및 서비스업 지수 내 고용 지표 등이 여전히 50선을 하회하며 부진한 흐름을 보여주고 있고, 신규 고용자수의 3개월 이동평균 흐름을 보면 2024년 들어 둔화되고 있는 것을 확인할 수 있음.
11월 신규 고용은 10월 일시적인 영향 이후로 반등할 것으로 예상되나, 높아진 실업률의 추세가 꺾이고 다시 낮아지기보다는 수시로 고용시장으로 인한 노이즈가 발생할 수 있는 구간이라고 판단함

미국 실업률과 경제활동 참가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 신규고용자수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

12.

②미 연준 12월 FOMC는: 미국 기대 인플레는?

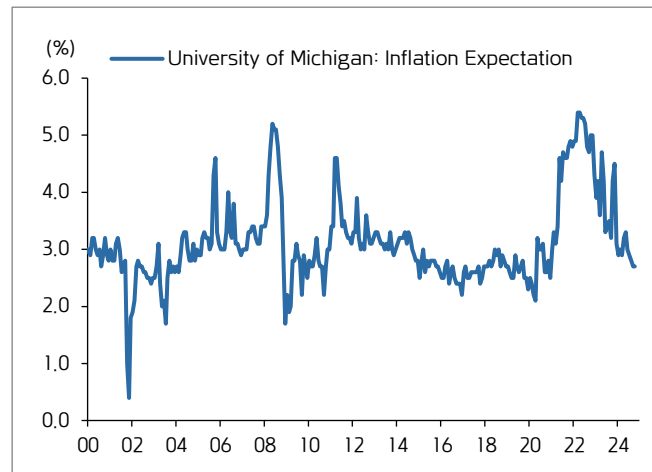
- ▶ 결국 중요한 것은 기대인플레라고 판단함. 아직까지 실물경기 영향을 판단하기 어려운 가운데, 관세 정책으로 인한 기대 인플레가 강화되는지 여부를 확인할 필요
- ▶ 미국 5년 기대 인플레나 월간으로 집계하는 미시간대 기대인플레 추세는 여전히 하향 안정화되고 있는 점을 감안, 트럼프 정책으로 인한 기대 인플레를 선부르게 예상하기는 어렵다는 판단임. 특히 관세 정책으로 인한 경기 하방 우려가 상대적으로 높다고 봄

미국 5년 기대인플레 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

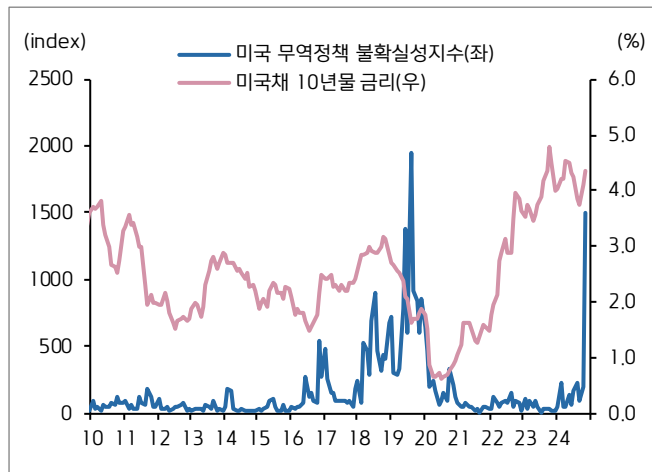
미국 미시간대 기대인플레 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

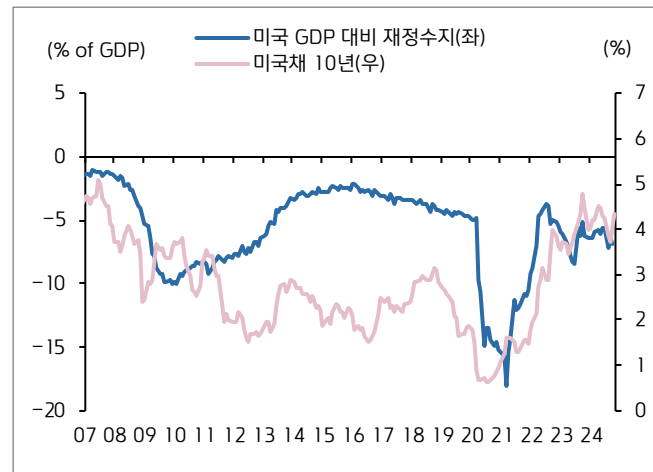
- ▶ 트럼프 1기 행정부 당시 무역정책 불확실성 지수가 상승하는 등 관세 정책이 경기에 미치는 영향력이 커졌던 가운데 최근 트럼프 당선 이후로 무역정책 불확실성 지수가 급등. 아직 관세 정책 시행 이전인만큼 정책이 물가와 경제에 미치는 영향력에 대해 확신할 수 없으나, 과거와 마찬가지로 무역량 감소 등을 통한 경기 하방 우려가 높아질 가능성이 높음
- ▶ 한편으로 미국 재정 적자가 확대될 것이라는 우려와 국채 발행이 급증할 것이라는 우려 등을 신행정부 인선 등이 완화시켜주는 상황임. 예상보다 급격히 재정부담이 늘어나지 않을 것으로 예상되는 한편, 재정수지 적자 기조 및 재정 정책 활용 확대 가능성이 여전히 높은 상황인만큼 재정 변수로 인한 금리 급등 가능성이 완전히 사라졌다고 보기도 어려움
- ▶ 상대적으로 미국 정책 불확실성이 높다고 평가되는만큼, 미국채 대비 국고 수요가 높을 것으로 판단

미 무역정책 불확실성과 미국채 금리 추이



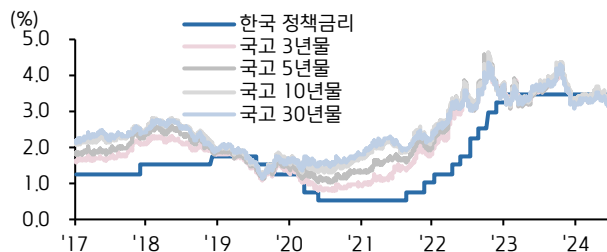
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국 재정적자와 금리 추이

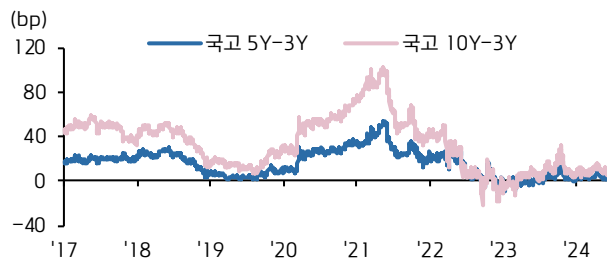


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

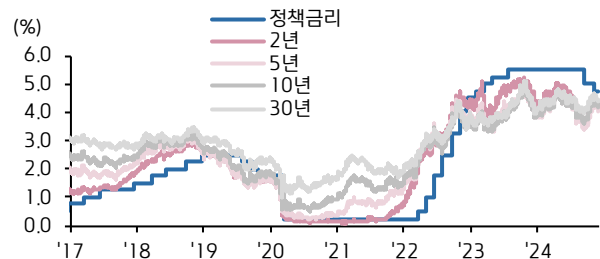
주요 국고채 금리 추이



국고 금리 스프레드(3/5년, 3/10년)

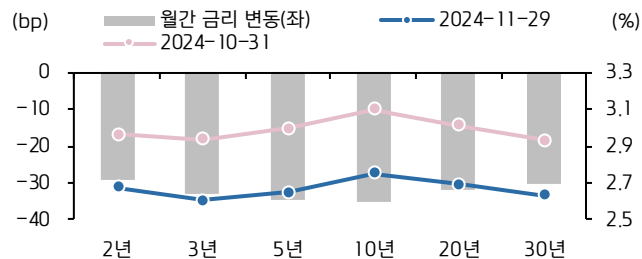


주요 미국채 금리 추이

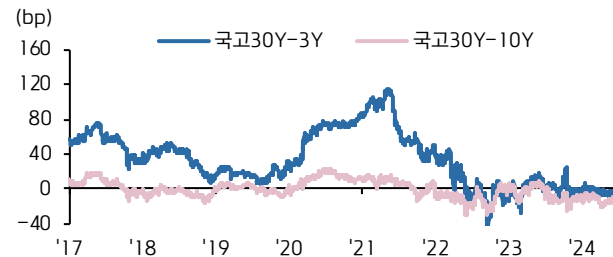


자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

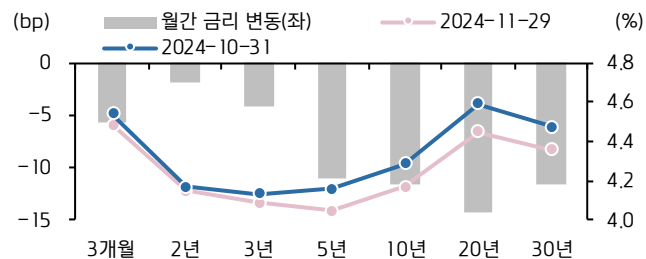
한국 11월 수익률 곡선 변화



국고 금리 스프레드(3/30년, 10/30년)



미국 9월 수익률 곡선 변화



MON	TUE	WED	THU	FRI
2	3	4	5	6
(1일) 한국 11월 수출입 동향 미국 11월 S&P/ISM 제조업 PMI 중국 11월 Caixin 제조업 PMI 국고 30년 입찰 0.3조원	한국 11월 CPI 미국 10월 JOLTs 구인건수	미국 10월 내구재 주문 (최종) 11월 ADP 취업자 변동 11월 S&P/ISM 서비스업 PMI 중국 11월 Caixin 서비스업 PMI 호주 3Q GDP	한국 3Q GDP (잠정) 미국 10월 무역수지 유로 10월 소매판매 호주 10월 무역수지	한국 10월 경상수지 미국 11월 고용보고서 12월 미시간 기대인플레이(예상) 유로 3Q GDP(최종) 독일 10월 산업생산/무역수지
9	10	11 지급준비일	12 선물음션만기일	13
미국 11월 뉴욕 1년 기대인플레이 중국 11월 CPI/PPI 유로 12월 Sentix 투자자기대지수 일본 3Q GDP(최종) 국고 3년 입찰 0.2조원	미국 11월 NFIB 소기업 낙관지수 중국 11월 무역수지 독일 11월 CPI(최종) 호주 12월 RBA 통화정책회의 국고 2년 입찰 0.1조원	한국 11월 실업률 미국 11월 CPI 일본 11월 PPI	미국 11월 PPI 유로 12월 ECB 통화정책회의 호주 11월 실업률	한국 11월 수출입물가지수 미국 11월 수출입물가지수 유로 10월 산업생산 국고 50년 입찰 0.1조원
16	17	18 미 FOMC	19	20
미국 12월 뉴욕 제조업지수 12월 S&P서비스/제조업PMI 중국 11월 소매판매/산업생산 11월 고정자산투자 국고 10년 입찰 0.2조원	한국 11월 금통위 의사록 공개 미국 11월 소매판매/산업생산 12월 NAHB 주택시장지수 유로 10월 무역수지 명목채 입찰 0.3조원	미국 3Q 경상수지 11월 주택착공건수 11월 건축허가건수 유로 11월 CPI (최종) 영국 11월 CPI	미국 3Q GDP (최종) 11월 선행지수 11월 기존주택매매 일본 12월 BOJ 통화정책회의 영국 12월 BOE 통화정책회의	한국 11월 PPI 미국 11월 PCE 12월 미시간 기대인플레이(최종) 유로 12월 소비자자기대지수(예상) 일본 11월 CPI
23	24	25 크리스마스 휴장	26	27
한국 12월 ~20일 수출입 동향 미국 12월 CB 소비자자기대지수 영국 3Q GDP(최종) 국고 5년 입찰 0.1조원	한국 12월 소비자심리지수 미국 11월 내구재 주문 (예상) 11월 신규주택매매 국고 20년 입찰 0.1조원			일본 11월 실업률 11월 소매판매/산업생산 12월 도쿄 CPI
30	31 연말 휴장			
한국 11월 소매판매 미국 12월 MNI 시카고 PMI 11월 미결주택매매 12월 달러스 제조업활동지수	한국 12월 CPI 미국 10월 FHFA 주택가격지수 10월 CL/CS 주택가격지수 중국 12월 서비스/제조업 PMI			

주) 현지 시각 기준

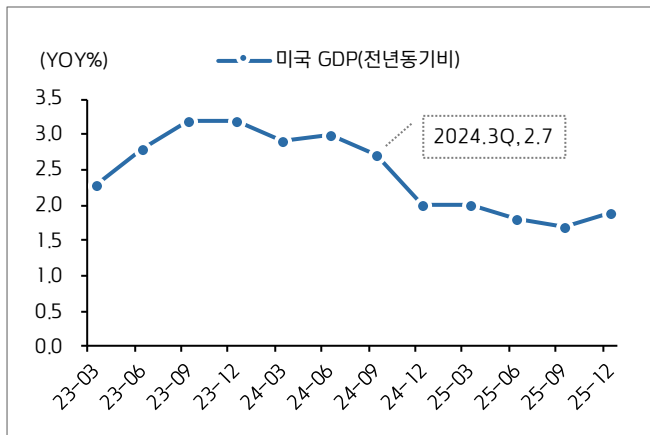


II. 매크로: 트럼프 2기와 연준 통화정책

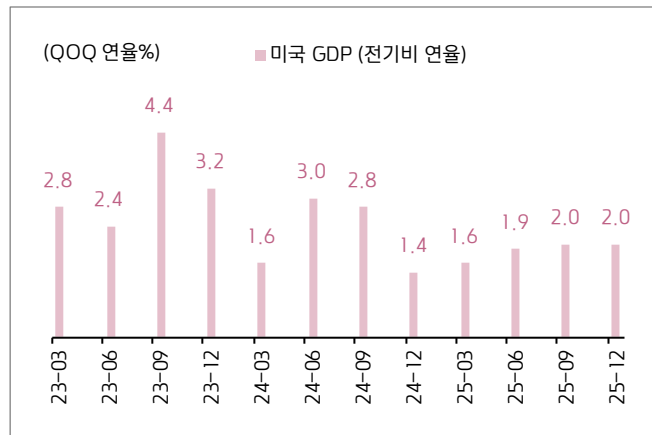
경제 김유미
helloym@kiwoom.com

01.

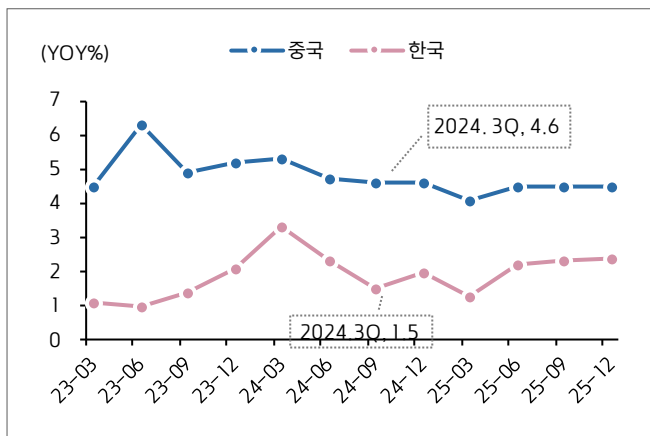
주요국, 분기 경제 성장률 전망



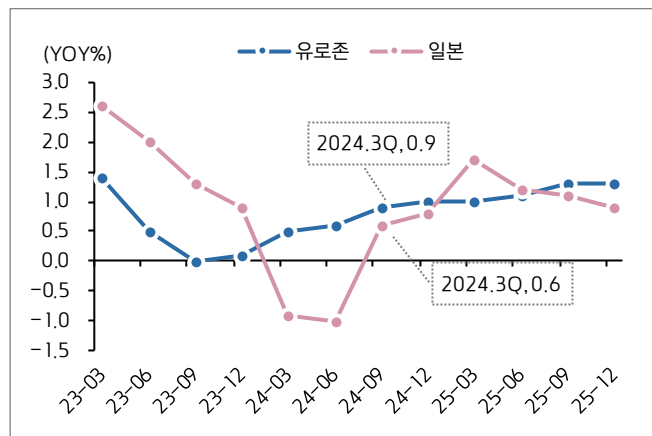
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 미국은 2024년 4분기 부터 전망치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 미국은 2024년 4분기 부터 전망치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 한국, 중국은 2024년 4분기 부터



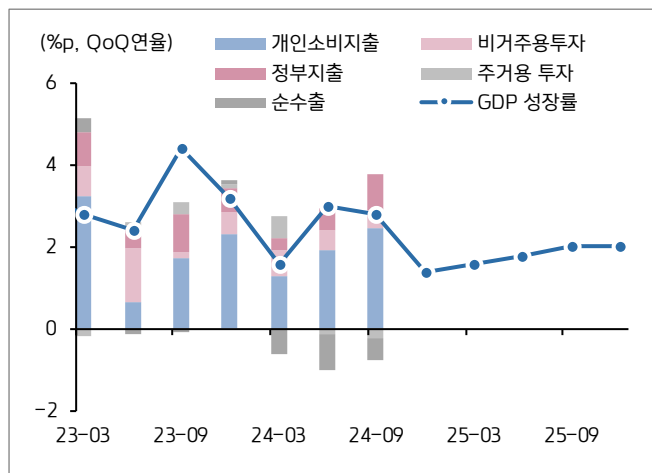
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 미국, 일본, 유로존은 2024년 4분기 부터 전망치

02.

예상보다 양호한 미국 경기

- ▶ 3분기 미국 경제성장률은 전분기 연율 2.8%를 기록하며 2분기(3.0%)에 이어 양호한 흐름 지속
- ▶ 성장기여도를 살펴보면 소비와 정부가 높은 가운데 올해와 내년 시장 컨센서스도 상향 조정 중

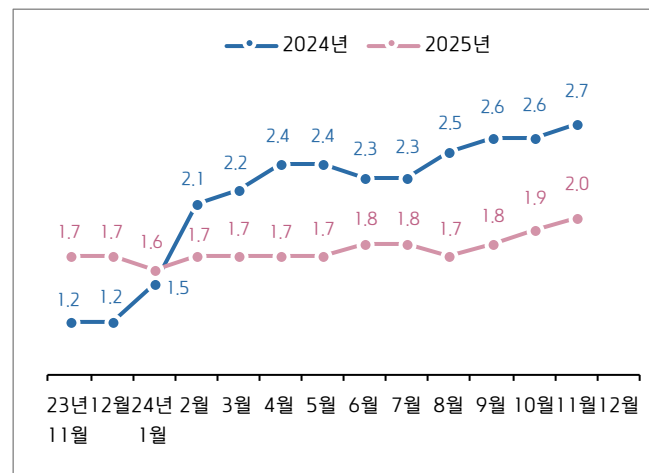
미국 분기 경제성장률 추이와 성장기여도, 성장 전망치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 2025년 3분기 이후 경제성장률 전망치는 Bloomberg 컨센서스 중간값

미국 연간 경제성장률에 대한 시장 컨센서스 변화



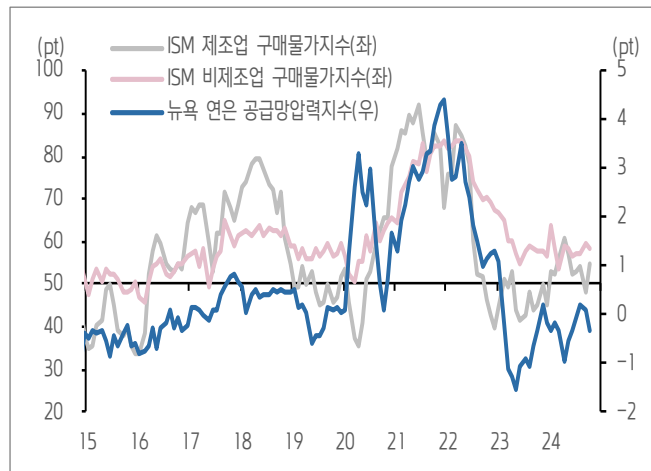
자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

03.

인플레이션 우려 속 혼재된 물가 지표

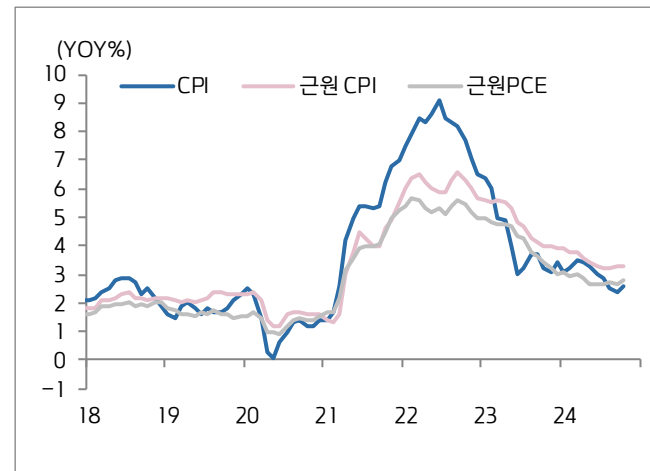
- ▶ 미국 물가 지표의 둔화세는 주춤해진 흐름. 소비자물가 상승률 소폭 반등한 가운데 근원 물가의 둔화세는 정체
- 11월 클린블랜드 연은 기준 CPI(YOY) 2.7%로 추정(10월 2.7%), 근원CPI(YOY) 3.3%로 추정(10월 3.3%),
- ▶ 제조업 구매물가지수는 상승하며 인플레 경계를 반영하고 있으나 뉴욕 연은의 공급망지수는 하락하며
비용 인플레이션 압력은 아직 제한적

미국 ISM 제조업,비제조업 구매물가지수, 공급망지수



자료:Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 소비자물가와 근원CPI, 근원PCE

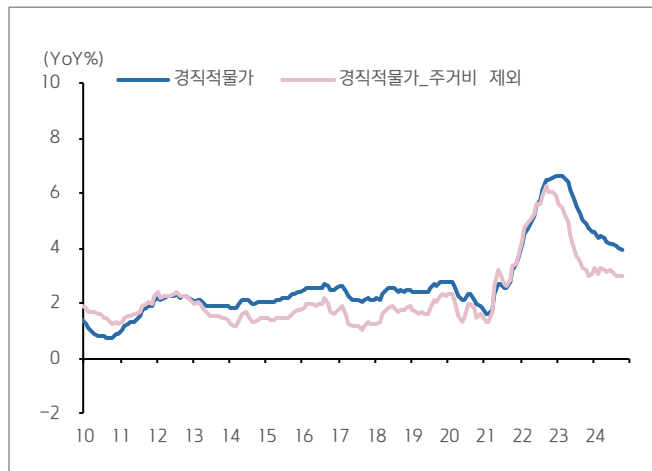


자료:Bloomberg, 키움증권 리서치센터

04. 점진적이지만 물가 둔화 추세는 유효

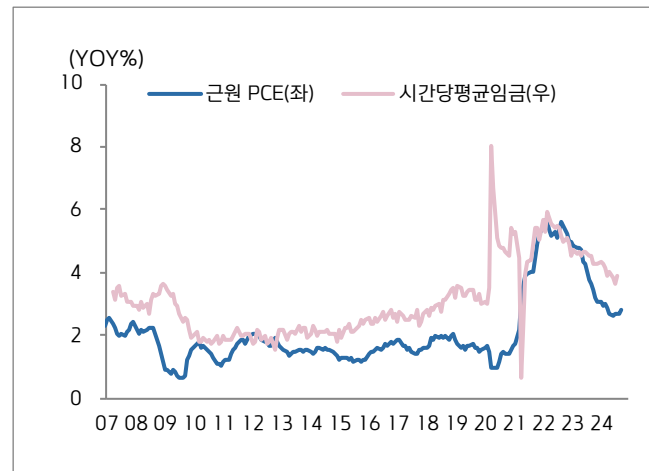
- ▶ 미국 물가지표들의 둔화세가 주춤해졌으나 경직적 물가 흐름은 지속해서 둔화되는 중
- ▶ 시간당평균임금 상승률도 둔화세를 이어가고 있어 노동시장의 둔화 흐름이 지속될 경우 근원물가의 하향 안정화 흐름도 유효할 것으로 예상

미국 경직적 물가와 주거비 제외한 경직적 물가



자료:Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 근원PCE물가와 시간당평균임금



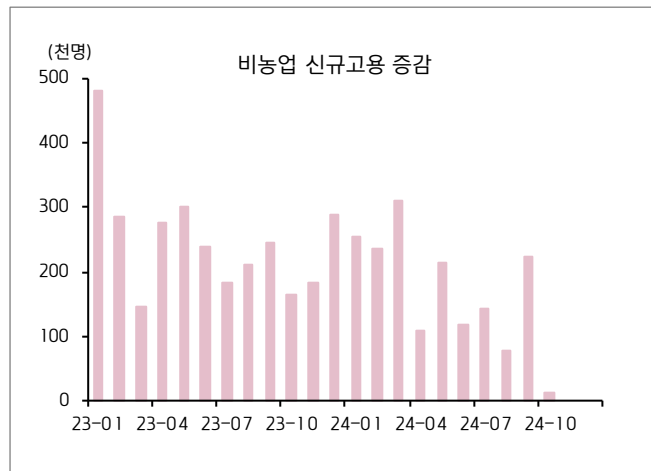
자료:Bloomberg, 키움증권 리서치센터

05.

고용보고서, 비농가 신규고용 vs. 실업률

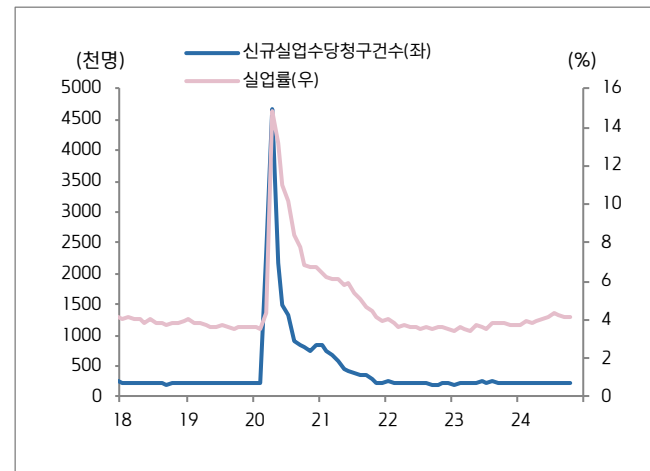
- ▶ 비농가 신규고용은 10월 중 허리케인과 보잉 파업 등의 일시적 요인으로 큰 폭 줄었지만 11월에는 다시 늘어날 것으로 전망
- ▶ 하지만, 실업률이 소폭 상승할 것으로 전망하고 있어 노동시장 움직임을 두고 의견이 분분할 것으로 예상

미국 비농가 신규고용 증감



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 실업률과 신규실업수당청구건수



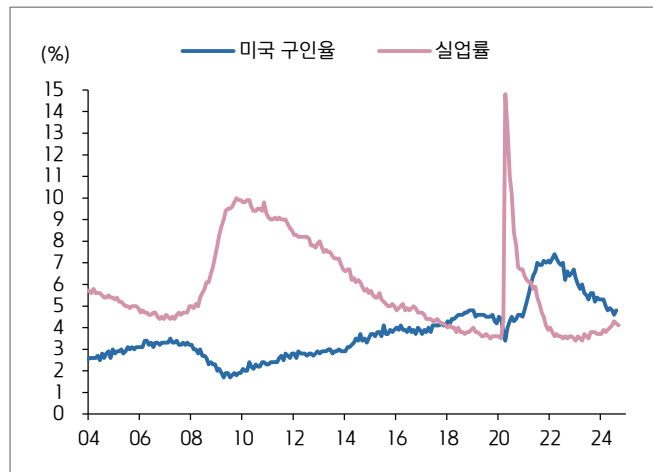
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

06.

연준 정책금리 인하, 경기 대응과 과잉 긴축의 정상화

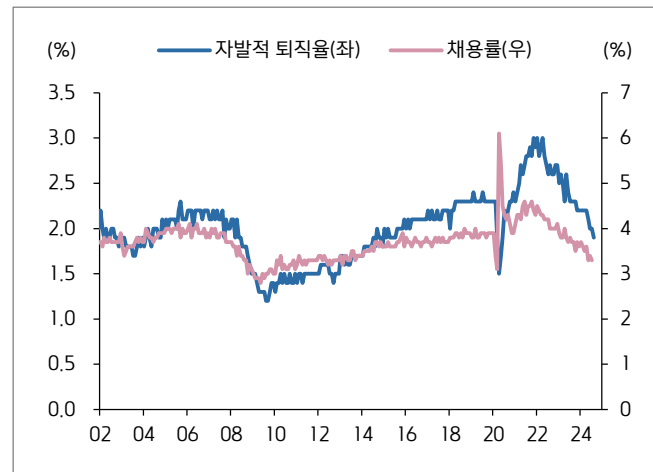
- ▶ 미국 노동시장의 둔화는 연준의 금리 인하 사이클에 주된 명분, 당분간 통화정책의 주요 변수가 될 전망
 - 고용의 수요-공급이 균형점에 도달함에 따라 구인율의 점진적인 하락은 실업률의 상승 압력을 높일 수 있는 상황
 - 자발적 퇴직율과 채용률의 하락세 역시 노동시장 내에서 수요가 약화되고 있다는 신호
- ▶ 노동시장의 급격한 위축 가능성은 낮으나 경기 대응 차원과 과잉 긴축의 정상화 측면에서 연준의 금리 인하는 2025년 상반기까지 지속될 것으로 예상

미국 실업률과 구인율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 채용률과 자발적 퇴직율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 트럼프 1기 대비 고금리·고물가 여건에서 고강도 관세가 현실화 될 경우 저성장·고물가 압력이 강화되어 통화정책과 금융시장에 미칠 파급 영향에 대한 우려 확산
- ▶ 정책 실행 불확실성이 잔존하고, 재정정책의 실행 시기 및 구체적인 내용을 아직 확신하기 어려운 상황이며 높은 관세 등이 협상 카드로 활용될 가능성도 열려있는 상황

트럼프 공약 이행여부 및 2기 공약

	1기 공약	이행여부	2기 공약
무역	환태평양경제동반자협정(TPP) 탈퇴, 북미자유 무역협정(NAFTA) 재협상	O	대중국 60% 고율관세 10~20% 보편 수입관세
	수입관세 인상(멕시코 35%, 중국 45% 등)	O (*18~19년간 \$3,800억 규모 수입에 7.5~25% 관세 부과)	
	WTO에서 중국 배제	X	
재정	대규모 감세 패키지 시행 (법인세 35→15% 인하, 모든 계층의 세금인하 등 10년간 약 10조 상회 규모)	△ (법인세 35→21%, 최고세율 39.6→37% 인하 등 감세 및 일자리법(TCJA) 시행, 10년간 \$1.6조 규모)	법인세율 인하(21→20%) 감세 및 일자리법(TCJA) 전면 연장
이민	멕시코가 비용을 부담하는 국경장벽 건설	X (美재정 투입, 기존 구조물 대체/보강)	1기 이민정책 복원
	불법체류자 2~300만명 추방, 범죄자 우선	△ (범죄이력 이민자 42만여명 추방)	미국 역사상 가장 큰 국내 추방작전 시행(국경 군 파견)
	합법적 이민 제한	O (이민 승인 한도 축소)	
	미성년자 추방 유예제도(DACA) 폐지	△ (폐지했으나 대법원 명령으로 복원)	
	테러위험국 국민의 미국이민 차단	O (특정국 입국차단 행정조치 시행)	

자료: Politifact, 국제금융센터 재인용, 키움증권 리서치센터.

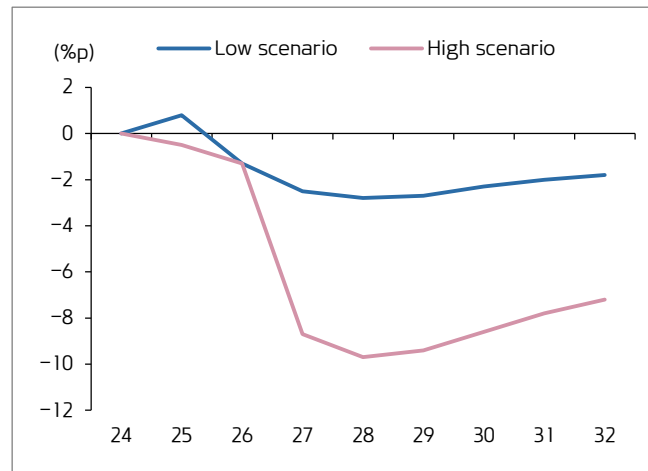
- ▶ 트럼프 2기 관세 정책, 1) 전 수입품에 대한 10% 보편적 기본 관세, 2) 60% 대중국 관세, 3) 상호주의 관세 부과
 - 관세 부과 범위, 상대국의 보복 여부에 따라 미국 경제에 미치는 영향도 차이
 - 관세부과로 미국 수입 감소폭이 수출보다 커질 경우 무역적자 개선 효과 가능하나 GDP 감소와 물가 상승 우려
 - 한국의 경우 미국 FTA협정에도 보편적 관세 10%p 부과될 경우 한국의 대미국 수출 감소, 한국 관세 부과 제외시 상대가격 변화에 따른 한국산 수입 대체 효과 기대 가능하나 한국산 중간재에 대한 수입 감소라는 부정적 영향도 존재
- ▶ 다만, 관세 시행의 법적 절차를 고려할 경우 대중 관세가 2025년 중 빠르게 시행되기는 어려워 그 영향은 2026년에 본격화될 것으로 예상
 - 트럼프 1기(2017.1~2021.1) 당시 무역법과 무역확장법에 근거하여 관세 부과를 '18년 2월부터 순차적으로 부과

미국 트럼프 공약 관세 부과에 따른 영향

실질 GDP	(10%p 관세 인상, 상대국 동일 대응 시) '26년까지 기준 대비 0.9% 감소. (60%p 중국 관세 인상, 중국 보복) '26년까지 기준 대비 0.2% 이상 감소
인플레이션	(10%p 관세 인상, 상대국 동일하게 대응) '25년에 기준 대비 1.3%p 상승. (60%p 중국 관세 인상, 중국 보복) '25년에 기준 대비 0.7%p 상승.
미국 이외 국가	(10%p 관세 인상) 캐나다, 중국, 독일, 일본, 멕시코 타격 (60%p 중국 관세 인상) 중국 타격, 멕시코는 상대적 반사이익

자료: 피터슨국제경제연구소(PIIE) 자료 재인용, 키움증권 리서치센터

트럼프 대선 공약, 세 가지 정책 실현시 GDP 영향 추정

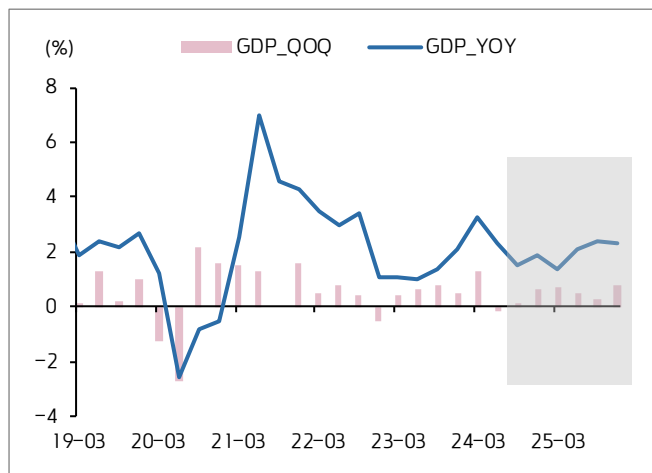


자료: 피터슨국제경제연구소(PIIE) 자료 재인용, 키움증권 리서치센터

주 1) 시나리오 'Low': 10%p보편적 관세와 중국 60%p 관세 모두 시행, 외국 보복 없음, 노동자 130만명 추방, 연준 독립성 약화
 *시나리오 'High': 10%p보편적 관세와 중국 60%p 관세 인상 모두 시행, 외국 보복 있음, 노동자 830만명 추방, 연준 독립성 약화
 주 2) 기준: 연간 GDP 성장률 1.9%, 연간 고용 증가율 1.5%, 연간 물가상승률 1.9%

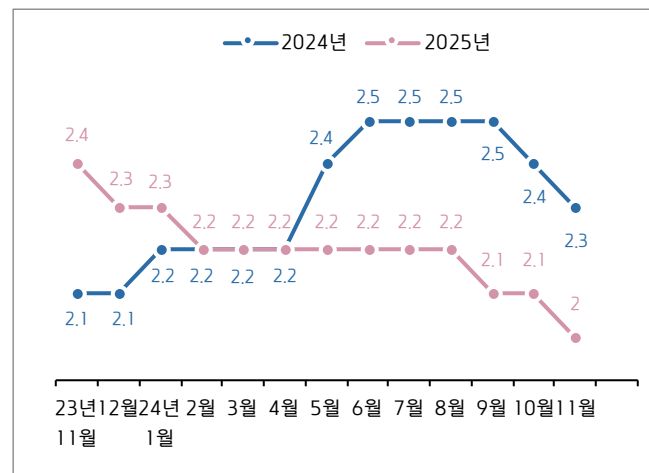
- ▶ 한국은 2025년 경제성장률은 연간 2.0% 내외로 둔화되며 '24년보다 낮아질 것으로 예상
 - 전년동월비 경제성장률 기준으로 상저하고의 경로를 보이겠으나 상반기 기저를 고려하면 크게 차이는 없을 것으로 예상
 - 시장 컨센서스도 올해와 내년 2%대의 성장을 전망하며 시각의 변화가 크지는 않은 상황
- ▶ 한국 경제는 공급망 재편, 인구구조의 변화 등의 구조적인 변화를 고려할 때 2% 내외에서 지지부진한 성장 흐름을 보일 것으로 전망
 - 산업·업종·기업 내 차별화가 지속되며 소득 불균형과 양극화는 심화될 것으로 전망

한국 경제성장률 추이와 전망치



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터
주: 회색 음영은 전망치

한국 연간 경제성장률에 대한 시장 컨센서스 변화



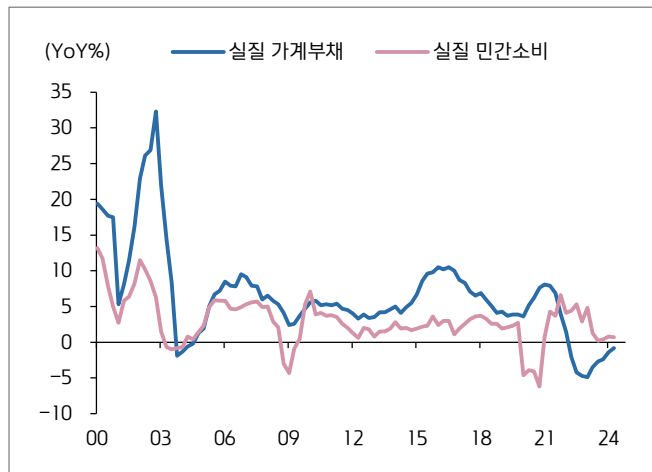
자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

10.

소비의 제한적인 회복과 패턴의 변화

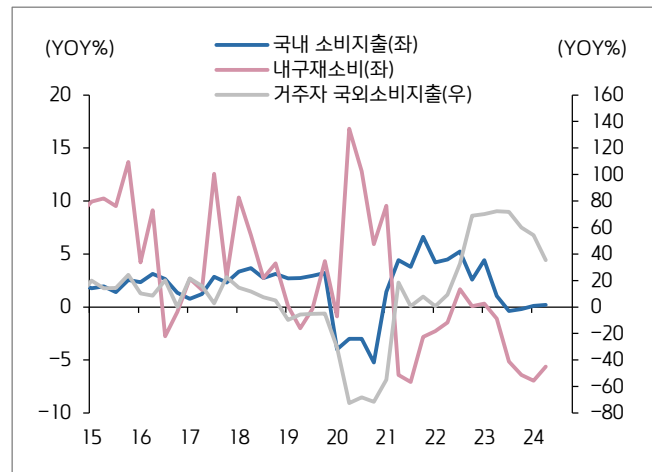
- ▶ 소비는 금리 인하로 실질구매력 개선이 되면서 개선 가능성이 있으나 가계 부채 조정 지속이 민간 소비의 회복을 제약하는 요인으로 작용할 전망
- ▶ 수출의 낙수효과 약화 및 내수의 구조적인 수요 약화 등에 가계의 소득 개선은 제약될 가능성
- ▶ 가계의 소득 둔화 및 디레버리징 상황 하에서 소비 회복 강도는 제한적일 전망. 소득 불균형에 따라 소비 패턴이 다를 것으로 보이며 국내 내구재 지출 부진과 달리 거주자의 해외 소비 지출은 양호하며 차별화 예상

한국 가계부채 및 민간소비 증가율



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 국내 소비지출과 내구재 소비, 거주자 해외소비지출



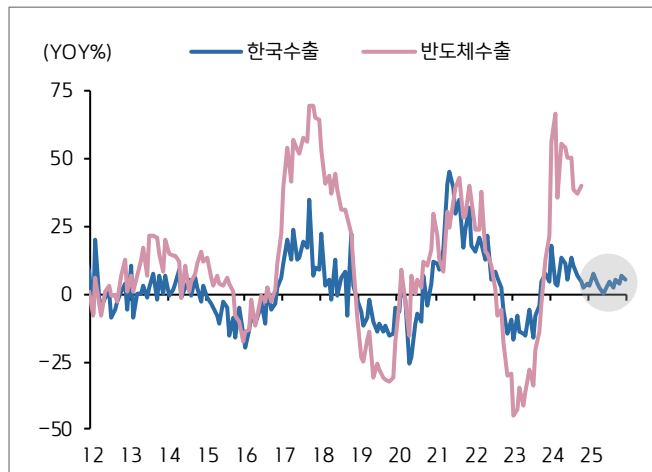
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

11.

한국 수출 증가율 둔화, 특정 산업에 대한 의존도

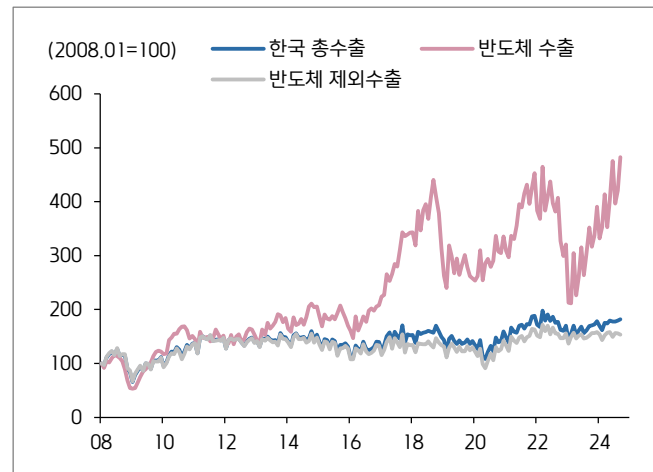
- ▶ 한국 수출은 기저효과와 미국 수요 둔화 등에 상반기 증가율이 둔화되고 하반기에는 소폭 개선 흐름 전망
- ▶ 한국 수출은 지난 20년 동안 자동차와 반도체 산업이 두드러지게 성장한 반면, 다른 산업들은 상대적으로 정체된 흐름 지속, 2025년에도 크게 변하지 않을 것으로 예상
 - 2024년 9월 누적 기준, 한국 수출에서 차지하는 비중: 반도체 20.1%, 자동차 10.4%, 석유제품 7.7%, 선박 3.5%
 - 높은 반도체에 대한 수출 의존도는 관련 업황에 따라 수출 변동성도 커질 수 있음을 의미

한국 수출과 반도체 수출 증가율



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터
주: 회색 음영은 당사 전망치

한국 총수출과 반도체, 반도체 제외 수출 추이



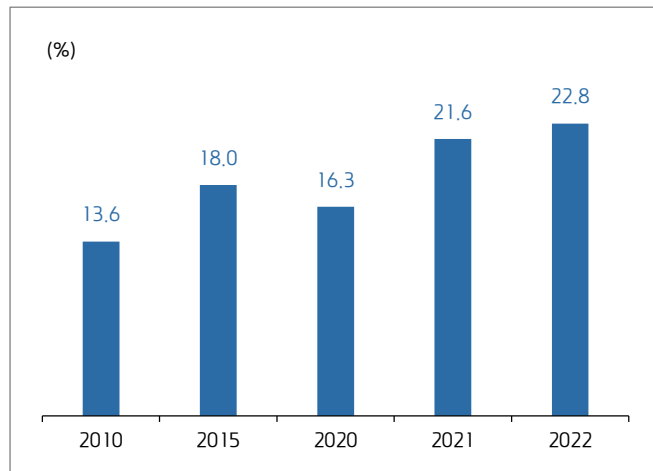
자료: 산업연구원, 키움증권 리서치센터

12.

공급망 재편 본격화, 한국 수출의 미국 의존도 상승 불가피

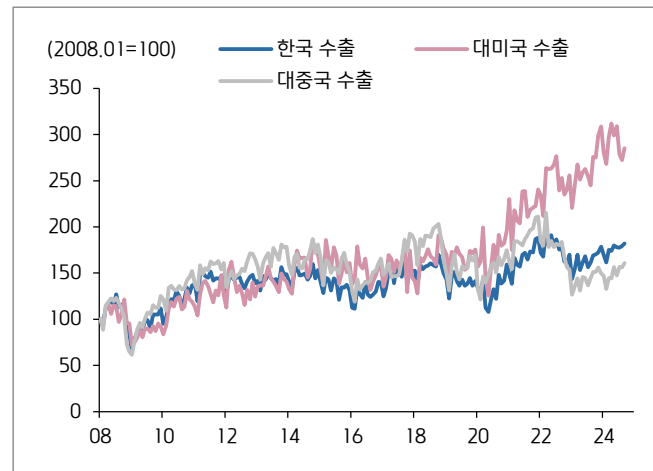
- ▶ 미-중 갈등, 보호무역주의, 지정학적 리스크 등에 세계 교역 둔화 지속, 해외 생산의 추세적 확대, 중국의 성장 전략 변화와 첨단산업 육성 강화 등을 고려할 때 소득 탄력성 하락과 함께 한국의 수출 회복은 반도체, 자동차 등을 제외하면 정체된 흐름을 보일 가능성이 있음
 - 유럽의 탄소 정책 등은 우리나라 중화학 공업들에 비우호적으로 작용 가능
- ▶ 공급망 재편이 지속되면서 대중국 수요보다 대미국 수요 의존도가 계속해서 상승할 가능성 높음
 - 미국의 반도체 정책과 동맹국 간 프렌드 쇼어링 지속될 경우 미국, 중국의 블록화 형성은 가속화될 전망. 이는 한국의 대미국 수출 의존도가 높아질 수 있음을 시사

제조업 해외 법인 매출 비중



자료: 수출입은행, 산업연구원 자체 계산 재인용, 키움증권 리서치센터

한국 수출과 대미국, 대중국 수출

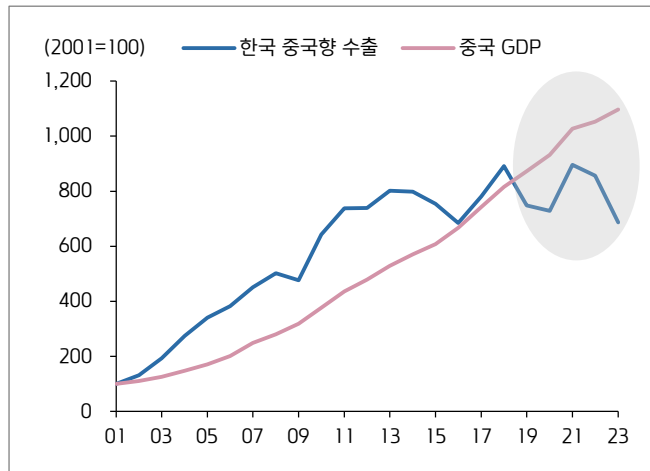


자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

13. 중국 수요와 한국 대중국 수출 관계 악화

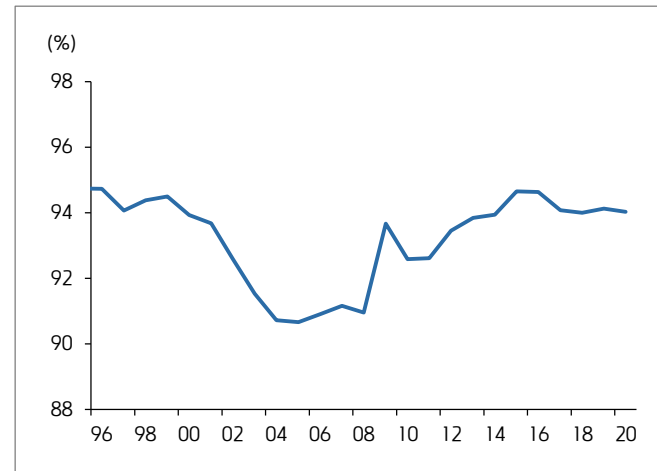
- ▶ 특히, 글로벌 공급망 재편에 따라 한국 수출에 있어 지역별 수요 차별화 불가피
- ▶ 중국의 경기 회복이 뒤따르더라도 과거만큼 중국 수요 개선의 한국 수혜 효과는 제한적일 가능성
 - 한국의 대중국 수출이 밀접하게 움직였던 과거와 달리 중국의 중간재 자급률 상승 등에 그 관계는 악화되는 모습
 - 중국의 대규모 부양 정책에도 불구하고 구조적으로 일본화의 가능성을 배제할 수 없다는 점에서 중장기적으로 수요 회복을 확신하기 어려운 상황

중국 GDP와 한국 대중국 수출



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 중간재 자급률



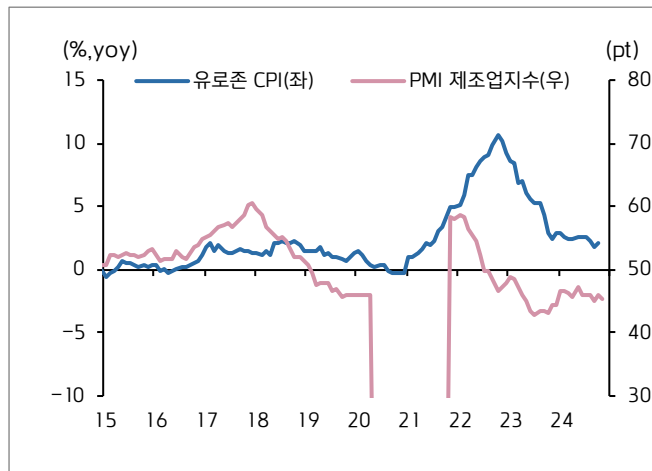
자료: OECD, 키움증권 리서치센터

14.

유로존 경기 부진, ECB 추가 금리 인하 열려있어

- ▶ 유로존 경기는 부진. 11월 제조업PMI 지수는 45.2로 기준선(50)을 지속해서 하회하고 있는 상황
- ▶ 11월 서비스업PMI지수는 49.2로 기준선 하회, 소비심리도 부진
- ▶ 11월 소비자물가 상승률은 2.0%(YOY)로 디스인플레이션 지속, 12월 ECB 금리 인하 전망

유로존 CPI와 제조업PMI지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

유로존 민간대출과 M2증가율



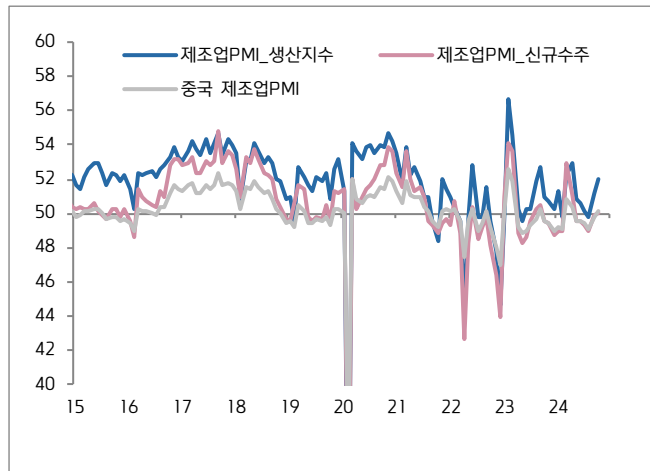
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

15.

중국, 아직 미약한 경기 회복

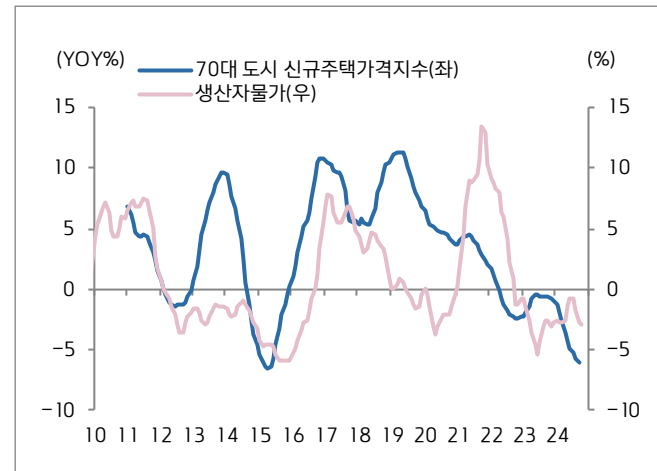
- ▶ 중국 10월 제조업PMI지수는 50.1로 2024년 4월 이후 기준선 상회. 비제조업PMI지수도 50.2로 개선
- ▶ 정부의 부양책이 심리 개선에 우호적일 것으로 기대하나 중국 경제를 회복세 지속을 견인하기에는 아직 불투명

중국 제조업PMI지수와 세부지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 생산자물가와 신규주택가격지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



Compliance Notice & 고지사항

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

고지사항

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