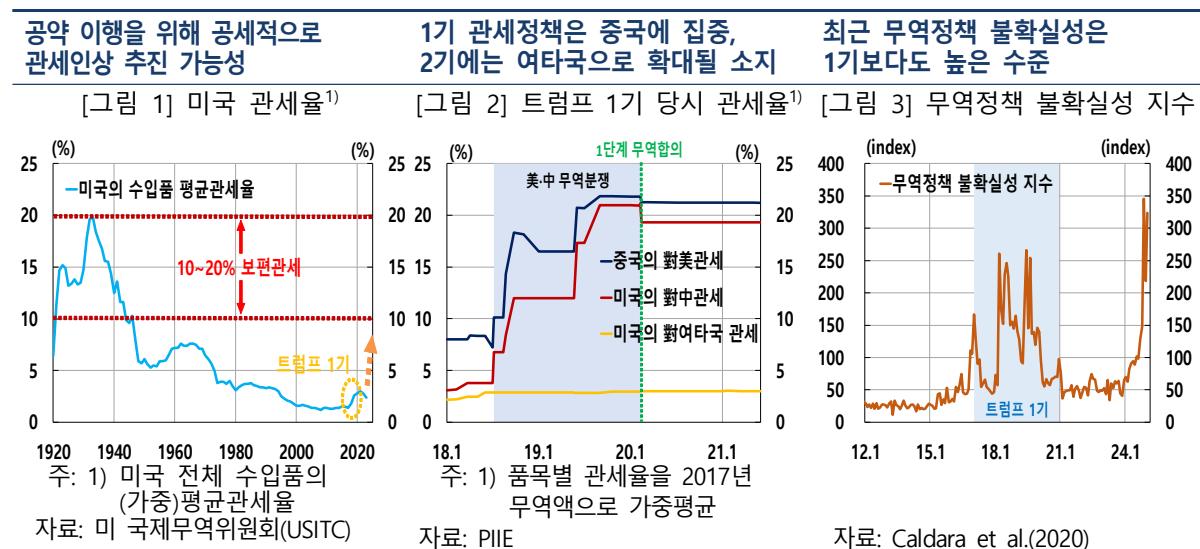


## 1. 美신정부 관세정책의 글로벌 및 우리 경제 영향

(조사국·경제모형실)

1. 트럼프 취임<sup>1.20일</sup> 이후 美신정부는 전세계를 상대로 관세정책을 빠르게 추진하고 있다. 특히 미국의 무역정책 재검토가 마무리되는 4월 이후에는 미국과 주요 무역 적자국 간 갈등과 협상 국면이 본격화되면서 글로벌 통상환경의 불확실성도 한층 커질 우려가 있다.

2. 지금까지 발표된 美관세정책은 취임 이전 예상<sup>1)했던 것보다 강한 것으로 평가된다.</sup> 對中관세의 경우 예상과 유사한 수준이나, 캐나다와 멕시코에 대해서는 높은 관세가 이른 시기에 발표되고, 특정 품목(철강·알루미늄·자동차·반도체·의약품 등) 관세 및 상호관세도 추진되고 있다.



3. 美관세정책이 글로벌 및 우리 경제에 미치는 영향을 파악하고자 향후 예상되는 정책 강도에 따라 시나리오를 설정하였다. **기본 시나리오**는 미국이 중국에 부과한 현 수준의 관세를 26년까지 유지하고, 여타 주요 무역적자국에는 그보다 낮은 수준의 관세를 금년중에 부과하나 협상 진전으로 26년에 점진적으로 인하하는 것으로 가정하였다. **낙관 시나리오**는 미국이 중국에는 현 수준의 관세, 여타 주요 무역적자국에 금년중 그보다 상당폭 낮은 관세를 부과했다가, 26년중에 모든 국가에 대해 점진적으로 인하하는 경우이다. **비관 시나리오**에서는 미국이 금년말까지 중국을 포함한 주요 무역적자국에 관세를 점차 높여 부과한 후 26년중에도 이를 유지하는 것으로 보았다.

1) 한국은행은 지난 11월 전망에서 트럼프 2기 정부가 對中관세를 공세적으로 추진(25.2/4분기~)하되, 여타 무역 적자 상위국에 대해서는 낮은 관세를 부과(26.1/4분기~)하고 유연한 협상기조를 견지할 것으로 전제하였다.

**4. 美관세정책은 다양한 경로<sub>실물·금융·불확실성</sub>를 통해 우리나라를 비롯한 세계경제 성장에 하방압력으로 작용할 것이다.** 기본 시나리오에 따르면, 지난 전망<sub>24.11월</sub>에 비해 세계경제 성장률은 올해와 내년 중 각각 0.1%p 하락하고, 국내성장률은 올해 0.1%p, 내년 0.2%p 낮아지는 것으로 추정되었다. 낙관 시나리오에서는, 미국이 낮은 수준의 관세를 부과함에 따라 세계경제 성장률은 기본 시나리오 대비 올해 0.1%p, 내년 0.2%p 높아지고, 국내성장률은 올해 0.1%p, 내년 0.3%p 높을 것으로 예상된다. 비관 시나리오에서는, 미국과 주요국의 고강도 보복관세<sub>Tit-for-Tat</sub>가 이어지면서 세계경제 성장률은 기본 시나리오 대비 올해 0.1%p, 내년 0.4% 낮아지고, 국내성장률도 올해 0.1%p, 내년 0.4%p 낮을 것으로 예상된다.

#### 관세정책 시나리오 변화(24.11월 → 25.2월)에 따른 글로벌 및 우리 경제 영향

[표 1] 세계경제 성장률

(%p)	2025	2026
기본 시나리오	-0.1	-0.1
기본 대비 <sup>1)</sup> 낙관	+0.1	+0.2
기본 대비 <sup>1)</sup> 비관	-0.1	-0.4

주: 1) 기본 시나리오 대비 추가되는 성장을 변화분  
자료: 한국은행 추정

[표 2] 한국경제 성장률

(%p)	2025	2026
기본 시나리오	-0.1	-0.2
기본 대비 <sup>1)</sup> 낙관	+0.1	+0.3
기본 대비 <sup>1)</sup> 비관	-0.1	-0.4

주: 1) 기본 시나리오 대비 추가되는 상승률 변화분  
자료: 한국은행 추정

**5. 향후 美관세정책의 전개 양상이 불확실한 만큼, 우리나라도 주도적이면서도 유연한 전략으로 통상 압박에 대응할 필요가 있다.** 무엇보다 ①우리나라 對美흑자<sup>2)</sup>의 상당 부분이 자본재 수출로 인해 발생하는데 이는 우리 기업의 對美투자 확대 과정에서 불가피하게 커진 측면도 있다는 점을 강조해야 한다. 다음으로 ②조선, 원자력, AI 등 산업에서 韓·美간 기술협력을 강화하여 시장을 공동으로 개척함으로써 상호 이익을 증진할 수 있는 사업기회를 제시하는 등 보다 적극적 접근도 긴요하다. 마지막으로 ③에너지 수입처를 전환하는 등 미국에서 대체수입하는 품목을 늘려가는 동시에 중기적으로는 과일 등 미국산 농산물 수입을 확대하는 방안도 검토해야 할 것이다.

2) 우리나라는 對美무역흑자국 8위로, 최근 미국 주요인사들이 관세인상 필요성 사례로 한국을 언급하였다. 트럼프 대통령(공화당 연방하원 컨퍼런스, 1.27일)과 하워드 상무장관(인사청문회, 1.29일)도 과거 1기 정부 당시 한국의 가전을 예시로 언급하며 관세인상을 통한 생산공장 유치 필요성을 주장하였다.

## 2. 환율의 장단기 물가 전가효과 분석: 개별 품목을 통한 파급경로를 중심으로

(조사국 물가동향팀)

1. 원/달러 환율은 미국 신정부 출범을 앞두고 높아진 달러화 강세 기대에 국내 정치 불확실성이 더해지면서 작년 말 1,470원대까지 급등하였다가 1월 중순 이후 1,400원대 중반 수준에서 등락하고 있다. 과거 환율 급등기와 비교해보면 이번 상승기에는 환율이 상대적으로 높은 수준에서 시작하여 짧은 기간 내 큰 폭으로 올랐다는 점이 특징이다. 고환율 국면이 미 관세정책 등의 영향으로 상당기간 지속될 가능성이 있어 이에 따른 물가 상승 우려가 커지고 있다.<sup>3)</sup>

2. 한국은행 모형 분석 결과 등에 따르면 원/달러 환율이 10% 상승시 소비자물가는 1년에 걸쳐 약 0.2~0.3%p 상승하는 것으로 알려져 있다. 그러나 실제로 환율 변동의 물가 영향은 개별품목을 통해 파급된다. 이러한 점에 착안하여 본고는 환율 변동이 개별품목을 통해 소비자물가에 파급되는 영향을 점검하였다. 특히 환율의 단기(3개월) 및 장기(4~12개월) 전가효과 추정을 통해 조만간 환율이 안정되더라도 일단 높은 수준까지 올랐던 환율이 근원품목을 중심으로 보다 긴 시계에 걸쳐 물가에 얼마나 영향을 미치는지를 분석하였다.

원/달러 환율은 작년 말까지 상승 후 1,400원대 중반에서 이번 상승기에는 환율이 높은 수준에서 등락 시작하여 짧은 기간 내에 큰 폭 상승



주: 1) 2000년 이후 월평균 원/달러 환율이 3개월 연속 상승하고 기간 중 누적 상승률이 10% 이상이었던 시기로 정의

자료: 한국은행

3) 이와 관련한 분석은 「환율 변화의 장·단기 물가 전가효과 추정 결과」 부분을 참고하기 바란다.

## 환율 변화의 품목별 물가 영향

3. 먼저 소비자물가지수 품목별 가격이 환율에 얼마나 민감하게 반응하는지를 Campa and Goldberg(2005)의 방법론<sup>4)</sup>을 원용하여 추정하였다. 환율 변동 후 3개월 이내에 물가상승률이 유의하게 반응하는 품목을 단기민감 품목으로, 이후 9개월간의 누적 효과가 유의하게 반응하는 품목을 장기민감 품목으로 식별하였다.<sup>5)</sup> 추정 결과, 단기민감 품목은 45개(가중치 11.3%)로 에너지, 식료품 등 비근원품목이 절반 정도를 차지하였다. 장기민감 품목은 73개(15.1%)로 외식, 여타 개인서비스 등 비교적 가격의 지속성이 높은 서비스 품목의 비중이 높았다.

환율 단기민감 품목은 주로 에너지, 식료품 등 비근원품목이며, 장기민감 품목은 외식, 여타 개인서비스 등이 높은 비중을 차지

〈환율민감 품목 <sup>1)</sup> 〉								
(단기민감 품목)				(장기민감 품목)				
품목군	품목수 (개)	가중치 (%)	주요품목	품목군	품목수 (개)	가중치 (%)	주요품목	
비 근 원	식료품	16	1.5 수입쇠고기, 바나나, 오렌지 등	비 근 원	식료품	17	1.8 갈치, 명태, 치즈 등	
	에너지	6	4.7 휘발유, 경유, 등유 등		에너지	1	1.2 도시가스 등	
근 원	근원상품 <sup>2)</sup>	12	1.9 컴퓨터, 자전거, 기능성화장품 등	근 원	근원상품 <sup>2)</sup>	19	1.8 소파, 내의, 선글라스 등	
	서비스	11	3.3 피자(외식), 해장국(외식), 외국어학원비 등		외식 (서비스)	19	6.9 쇠고기(외식), 칼국수, 치킨 등	
		합계	45			외식제외 개인서비스	17	3.4 국내항공료, 목욕료, 승용차임차료 등
						합계	73	15.1

주: 1) 단기와 장기민감 품목에 모두 포함되는 도시가스, 선글라스, 치킨(외식), 승용차임차료 등 17개 품목  
(가중치 기준 4.2%)은 장기민감 품목으로 분류

2) 근원품목에 포함되는 가공식품, 내구재, 섬유제품, 기타공업제품 등

자료: 자체 분류

4) 다음 식을 이용하여 소비자물가지수 세부품목별로 회귀분석을 실시하였다.

$$\Delta p_t = c + \sum_{j=0}^{12} \beta_{1,j} \Delta e_{t-j} + \sum_{j=0}^{12} \beta_{2,j} \Delta w_{t-j} + \sum_{j=0}^{12} \beta_{3,j} \Delta oil_{t-j} + \beta_4 cycle_t + \epsilon_t$$
, 여기서  $\Delta p_t$ 는 각 품목의 소비자물가 상승률(계절조정, 전월대비),  $\Delta e_t$ 는 원/달러 환율 변동률(전월대비),  $\Delta w_t$ 는 해외 물가 상승률(전월대비),  $\Delta oil_t$ 은 국제유가 상승률(브렌트유 기준, 전월대비),  $cycle_t$ 는 경기동행지수 순환변동치를 의미한다. 자세한 식별 과정은 <참고> 「환율민감품목 식별」을 참고하기 바란다.

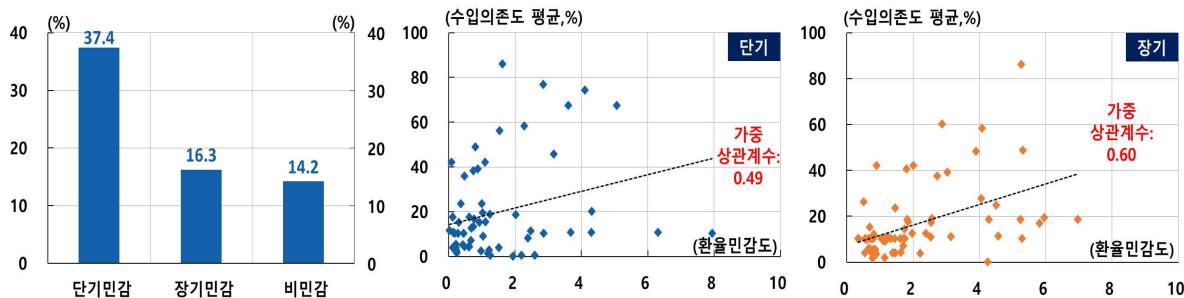
5) 환율 변동의 단기 전가효과와 중간재 가격을 통한 상승 등을 포함한 장기 전가효과를 구분하는 다양한 기준이 있으나 Campa & Goldberg(2005), Jasova et al.(2019) 등 분기별 데이터를 이용한 주요 문헌에서 1분기까지의 계수를 단기 전가효과로, 4분기까지의 계수를 장기 전가효과로 보고 있는 관례를 따랐다. 동 추정방법은 품목별 회귀식에서 추정된 계수의 유의성 및 부호만을 기준으로 식별한 것으로 각 품목의 수입시 장기계약 여부, 각 품목이 속한 산업의 산업구조, 정부의 가격 안정 정책 등 품목별 환율 전가효과에 영향을 미칠 수 있는 여타 요인까지는 고려하지 못하는 한계가 있다. 단기와 장기민감 품목에 모두 포함되는 도시가스, 선글라스, 치킨(외식), 승용차임차료 등 17개 품목(가중치 기준 4.2%)은 장기민감 품목으로 분류하였다.

**4. 세부 물가품목과 산업연관표를 매칭하여 분석한 결과, 이러한 환율민감 품목은 비민감 품목에 비해 생산과정에서 수입중간재가 많이 투입되는 품목으로 나타났다.** 특히 단기민감 품목의 경우 중간투입액 중 수입액 비중이 37.4%로 비민감 품목(14.2%)에 비해 크게 높았다. 또한 환율 변동시 가격상승률이 크게 반응하는 품목일수록 중간투입액의 수입의존도가 높은 경향이 있었다.

#### 환율민감도가 높은 품목일수록 중간투입의 수입의존도가 높음

<환율민감 품목 및  
비민감 품목의 수입의존도<sup>1)</sup>>

<품목별 환율민감도<sup>2)</sup> 및 수입의존도>



주: 1) 소비자물가지수 세부품목을 산업연관표 부문과 매칭시킨 후 중간투입액에서 수입액이 차지하는 비중을 소비자물가지수 가중치를 이용하여 평균하여 산출

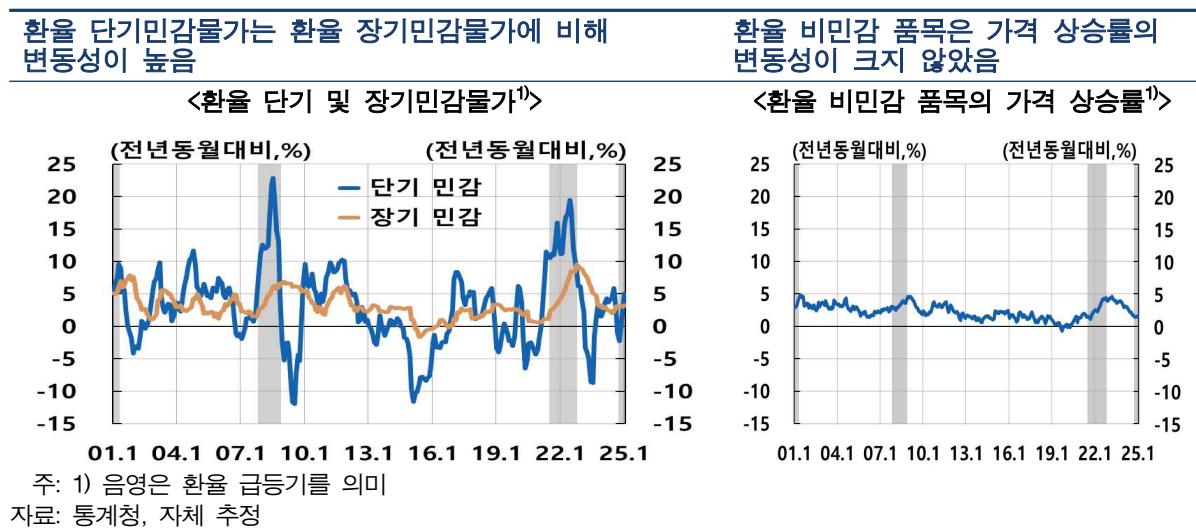
2) 각 품목별 회귀분석의 계수로 원/달러 환율변동률 10%p 상승 시 CPI 상승률(전월대비)의 변화폭을 의미  
자료: 한국은행 산업연관표(2020년 실측표), 자체 추정

**5. 실제로 환율 단기·장기 민감품목의 가격을 각각 가중합산한 ‘환율 단기민감물가’와 ‘환율 장기민감물가’의 흐름을 살펴보면, 전자가 후자에 비해 변동성이 매우 크다는 사실을 확인할 수 있다.** 특히 최근과 같이 환율 급등기<sup>6)</sup>를 대상으로 보면 환율 단기민감물가는 빠르게 급등락하는 모습을 나타낸 반면 환율 장기민감물가는 같은 기간중 등락폭은 훨씬 작으면서도 시차를 두고 환율 영향이 오랜 기간 나타났다.<sup>7)</sup> 한편 비민감 품목의 경우 환율민감 품목에 비해 가격상승률의 변동성이 크지 않았다.

6) ‘환율 급등기’는 2000년 이후 월평균 원/달러 환율이 3개월 연속 상승하고 기간 중 누적 상승률이 10% 이상이었던 시기로 정의하였다.

7) 환율 급등기별 가격상승률 확대 및 축소폭(%)

	01.1~4월	07.11~08.11월	21.7~22.10월	24.10~25.1월
▷ 단기민감물가				
- 시점 → 정점	4.2 (4개월)	14.1 (9개월)	8.9 (12개월)	7.4 (4개월)
- 정점 → 저점	-	-18.2 (4개월)	-11.2 (4개월)	-
▷ 장기민감물가				
- 시점 → 정점	1.0 (4개월)	3.9 (13개월)	7.2 (16개월)	0.3 (4개월)
▷ 비민감물가				
- 시점 → 정점	1.1 (4개월)	1.1 (13개월)	2.8 (16개월)	0.2 (4개월)



### 환율 변화의 장·단기 물가 전가효과 추정 결과

6. 장·단기에 걸쳐 나타나는 환율 효과를 감안하여 환율 변화가 소비자물가 전반에 미치는 영향을 측정하기 위해 패널 고정효과 모형을 추정<sup>8)</sup>하였다.
7. 분석 결과 소비자물가에 대한 원/달러 환율의 전가효과는 환율 변동률 10%p 상승시 단기효과는 0.28%p, 장기효과는 0.19%p로 각각 추정<sup>9)</sup>되었다. 즉, 환율의 전가효과는 단기와 장기가 각각 6대 4의 비율로 나타났다. 월별 누적효과 패턴을 보면 환율의 소비자물가 전가는 환율 변동 후 9개월에 가장 커졌다가 이후 점차 줄어드는 모습을 보였다.
8. 그러나 최근과 같이 환율이 크게 상승하여 상당기간(3개월 이상) 유지된 시기만을 대상으로 환율의 전가효과를 보면 단기효과와 장기효과가 모두 증가하지만 장기효과의 증가폭이 훨씬 컸다. 이와 같은 결과는 메뉴 비용(menu cost) 등의 존재로 인하여 가격 인상을 유보하던 기업들도 환율 상승이 장기화되면 가격 인상에 동참하면서 환율의 물가 전가 효과가 확대될 수 있음을 시사하며 ECB(2020) 등 선행연구들과도 일치하는 결과다.<sup>10)</sup>

8) 앞 부분에서 활용된 회귀식에 다음과 같이 품목별 고정효과를 포함하고 패널 회귀분석 결과 통계적으로 유의하지 않은 국제유가 상승률 변수를 제외하였다.

$$\Delta p_{i,t} = c + \alpha_i + \sum_{j=0}^{12} \beta_{1,j} \Delta e_{t-j} + \sum_{j=0}^{12} \beta_{2,j} \Delta w_{t-j} + \beta_3 cycle_t + \epsilon_t.$$

9) 이는 2025년 연평균 원/달러 환율이 2024년 대비 10% 상승시 연간 소비자물가 상승률이 0.35%p 상승하는 것과 동일한 효과다.

10) ECB(2020)는 환율 절하의 규모가 클수록 전가효과가 커진다는 다수의 선행연구(Ben Cheikh 2012, Colavecchio and Rubene 2020 등)를 소개하며 이러한 결과가 가격에 경직성이 있다는 사실을 뒷받침한다고 주장하였다. 또한 Campa & Goldberg(2005), Alexius & Holmberg(2023) 등은 환율의 변동성이 높을 때 전가효과가 커짐을 보였다.

9. 이러한 분석결과는 향후 환율이 다소 하락하더라도 그간 환율이 급등하였던 것이 금년 하반기에도 잠재적인 물가상승 요인으로 남아있을 수 있음을 시사한다 하겠다.



주: 1) 원/달러 환율변동률 10%p 상승시 CPI 상승률(전월대비)의 변화폭을 의미

자료: 자체 추정

#### <참고> 환율민감품목 식별

환율민감품목의 식별을 위해 Campa and Goldberg(2005)\*의 방법론을 원용하여 2020년 기준 소비자물가지수 458개 세부품목에 대하여 다음의 회귀식을 추정하였다.

$$\Delta p_t = c + \sum_{j=0}^{12} \beta_{1,j} \Delta e_{t-j} + \sum_{j=0}^{12} \beta_{2,j} \Delta w_{t-j} + \sum_{j=0}^{12} \beta_{3,j} \Delta oil_{t-j} + \beta_4 cycle_t + \epsilon_t.$$

여기서  $\Delta p_t$ 는 각 품목의 소비자물가 상승률(계절조정, 전월대비),  $\Delta e_t$ 는 원/달러 환율 변동률(전월대비),  $\Delta w_t$ 는 해외 물가 상승률(전월대비),  $\Delta oil_t$ 은 국제유가 상승률(브렌트유 기준, 전월대비),  $cycle_t$ 는 경기동행지수 순환변동치를 의미한다.

해외 물가 상승률은 수입국의 비용 요인을 나타내는 변수로 다음과 같이 계산하였다.

$$\Delta \ln w_t = \Delta \ln NEER_t - \Delta \ln REER_t + \Delta \ln P_t^{Total}$$

여기서  $NEER_t$ 는 우리나라의 명목실효환율,  $REER_t$ 는 우리나라의 실질실효환율,  $P_t^{Total}$ 는 전체 소비자물가지수를 의미한다.

단기 환율민감품목은 0개월부터 3개월까지의 계수들 중 유의(10% 유의수준)하며 양수인 계수가 존재하는 품목으로, 장기 환율민감품목은 4개월부터 12개월까지의 계수들의 합이 유의(10% 유의수준)이며 양수인 품목으로 선정하였다.

\* Campa, J.M. and Goldberg, L.S. (2005), "Exchange Rate Pass-through into Import Prices", *The Review of Economics and Statistics*, 87(4), 679-690.

### 3. 글로벌 반도체 경기 평가

(조사국 경기동향팀·국제무역팀)

1. 금년중 글로벌 반도체 경기는 HBM 등 고성능 제품을 중심으로 성장세를 나타내겠으나, 고저성능 부문간 업황 차별화는 지속될 전망이다. 고성능 부문에서는 연초 딥시크社의 저비용·고성능 AI챗봇 공개 이후 수요위축 우려가 제기되기도 하였다. 그러나 주요 빅테크 기업들이 금년에도 AI인프라 투자 확대<sub>전년대비 약 30%</sub> 계획을 발표함에 따라 AI·서버용 고성능 제품은 양호한 성장흐름을 이어갈 것으로 예상된다. 반면 구형 낸드 등 저성능 반도체의 경우 IT기기 수요회복 정체, 중국 공급확대 지속 등으로 조정국면이 이어질 전망이다.

2. 이처럼 글로벌 반도체 경기는 대체로 양호한 성장흐름을 이어가겠으나, 향후 전망경로 상에는 ①예상보다 빠른 AI확산이 상방리스크로, ①중국 반도체 기업들의 기술추격, 미국의 반도체 고율관세<sub>25% 이상</sub> 부과 등 ②주요국간 통상갈등은 하방리스크로 상존한다.

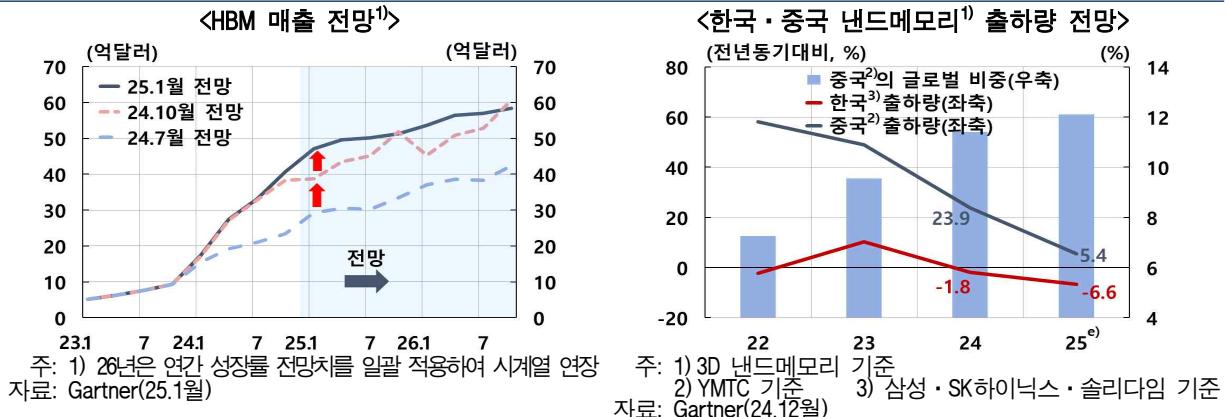
3. 우리 반도체 수출도 이러한 글로벌 흐름에 영향받아 금년중 고성능 메모리 반도체를 중심으로 증가하겠으나, 증가폭은 기저효과 등으로 지난해보다는 축소될 전망이다. 또한, 1/4분기중에는 낸드 메모리 감산, HBM 생산 이연<sup>11)</sup> 등의 영향으로 국내 반도체 생산과 수출의 일시적 조정국면이 나타나고 있는 것으로 판단된다.

4. 한편 고성능 반도체 연구개발 및 설비 투자도 AI 관련 수요 증가, 중국의 기술추격에 대한 대응 등으로 확대기조를 이어갈 것으로 예상된다. 다만, 통상환경의 불확실성 등을 감안하여, 당분간은 설비규모를 크게 확대하기보다는 기존의 저성능 공정을 고성능 품목 중심으로 전환하는 투자를 가속화할 전망이다.

5. 중장기적으로도 글로벌 반도체 산업은 고성능 반도체를 중심으로 견조한 성장흐름을 이어가겠으나, 우리 반도체 산업은 중국의 추격, 주요국간 AI패권 경쟁 격화 등으로 새로운 도전에 직면해 있다. 따라서 단기적으로는 정부와 기업의 긴밀한 협의를 통해 어려운 통상환경을 극복하고 메모리 반도체 부문의 기술경쟁력을 강화하는 것이 시급하다. 또한 중장기적으로는 시스템반도체·팹리스 분야에서의 역량 강화, AI소프트웨어 등과 연계한 AI생태계 구축 등도 지속 추진할 필요가 있다.

AI확산으로 고성능<sub>HBM 등</sub> 반도체 수요 확대 전망,  
증가율은 다소 둔화

낸드 메모리 반도체, 중국 과잉생산 등으로 국내  
기업 감산 전망



11) 삼성전자는 주요 고객사들의 수요가 2분기 이후 전환(HBM3e 8단 → 12단)됨에 따라 일시적 수요 공백이 발생할 수 있다고 언급하였다.(삼성전자 컨퍼런스콜 등, 25.1월)

## 4. 미국 신정부 관세정책이 국내 금융시장에 미치는 영향

(금융시장국 채권시장팀, 주식시장팀)

본고에서는 미 신정부 관세정책의 금융시장에 대한 영향을 트럼프 1기 당시와 비교하여 점검해 보았다.

1. 먼저 주식시장을 보면, 트럼프 1기 당시에는 미 관세정책 시행 및 이에 따른 무역분쟁 확대 영향으로 국내 주가가 큰 폭 하락하였다. 트럼프 1기 출범 전 국내 주가는 국내외 경기회복 기대 등으로 장기간 상승 흐름(2017년중 코스피 +22%)을 나타내었다. 미 관세정책 시행 초기(2018년 1~7월) 태양광패널·세탁기 등 일부 품목과 중국산 수입품에 대한 관세조치 발표 등으로 주가 변동성이 확대되었으나 지수 자체는 상대적으로 양호한 수준을 유지<sup>12)</sup>하였다. 그러나 이후 미 관세정책이 미·중 무역분쟁으로 확대되고 장기간 지속되면서 기업실적 둔화 우려 및 위험회피 심리가 강화되었으며 이에 따라 주가는 상당기간 큰 폭의 하락세를 나타내었다<sup>13)</sup>.

과거 국내 주가 및 PBR 추이



자료: Bloomberg

과거 미·중 무역분쟁 기간 중 주요 주가 하락기

기 간	내 용	주가 하락률 <sup>1)</sup>
① 18.1.23~2.7일	태양광패널·세탁기 등 관세 부과	-4.2
② 18.3.14~4.4일	미·중 상호관세 부과 (500억달러 규모)	-3.5
③ 18.6.15~7.5일	미 대중 추가관세 검토 (2,000억 달러 규모)	-6.8 (-8.5)
④ 18.10.2~29일	미·중 군사갈등 부각	-14.7
⑤ 19.5.7~24일	미·중 무역협상 무산	-6.9
⑥ 19.8.1~23일	미·중 상호관세 인상 우려	-3.8 (-21.0)

주: 1) ( )안은 17년말 이후 누적 주가 하락률

2. 이번에는 미국의 관세정책이 주가에 미치는 영향이 트럼프 1기에 비해서는 제한적일 것으로 예상된다. 국내 주가는 반도체 등 주력산업 경쟁력 약화 우려, 비상 계엄 사태 등으로 미 신정부 출범 전에 이미 크게 하락하고 벨류에이션도 장기평균을 상당폭 하회하는 수준으로 낮아졌다. 시장참가자들은 이 과정에서 KOSPI 하단이 2,400선에서 확인된 것으로 평가하고 있다. 이와 함께 미국의 관세정책 관련 리스크가 이미 주가에 일정부분 반영되어 있는 점, 트럼프 1기와 같이 미국이 관세인상 발표와 유예 및 면제를 반복하면서 대상국과의 협상을 모색할 가능성이 있는 점, 조선·방산 등 미 신정부 정책 수혜업종 실적 개선 기대가 높은 점 등을 고려할 때 주가에 미치는 영향은 트럼프 1기에 비해서는 상대적으로 제한적일 것으로 보인다.

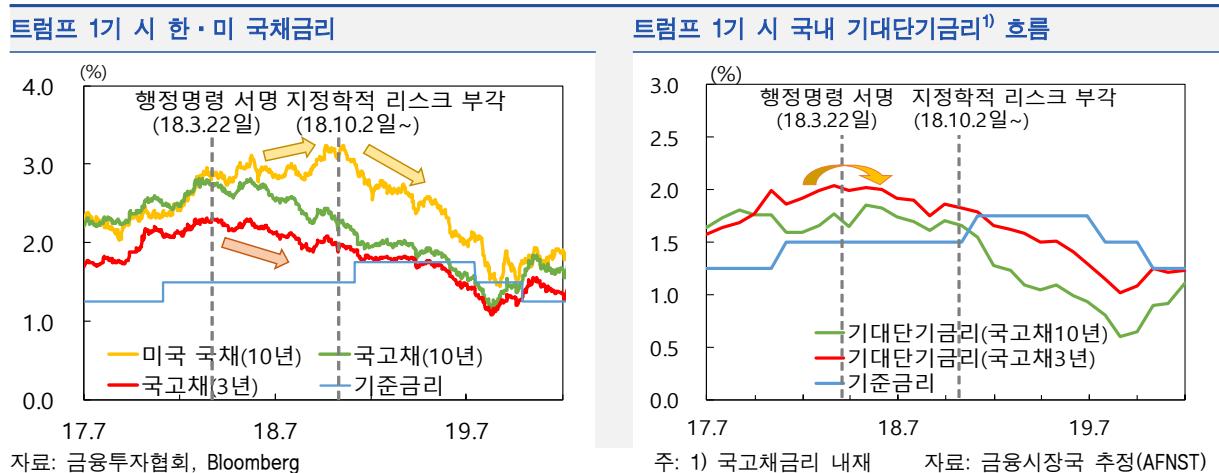
12) 2017년말~2018.7.5일까지 코스피는 -8.5% 하락하였으며, 코스피 PBR은 1.11배에서 1.02배로 낮아졌으나 장기평균 수준(2010년 이후 1.07배)에서 등락하였다.

13) 2018.7.6일~2019.8.23일 종 코스피는 -13.7% 하락하였으며, 코스피 PBR은 1.02에서 0.78까지 하락하였다.

3. 다만 미국의 보편관세 확대 및 이에 대응한 각국의 보복관세 부과 등으로 무역 분쟁이 확산·장기화 될 가능성을 배제할 수는 없다. 이 경우 최근 회복되고 있는 주가의 상승 흐름이 되돌려지면서 상당기간 약세를 나타낼 것으로 보인다.



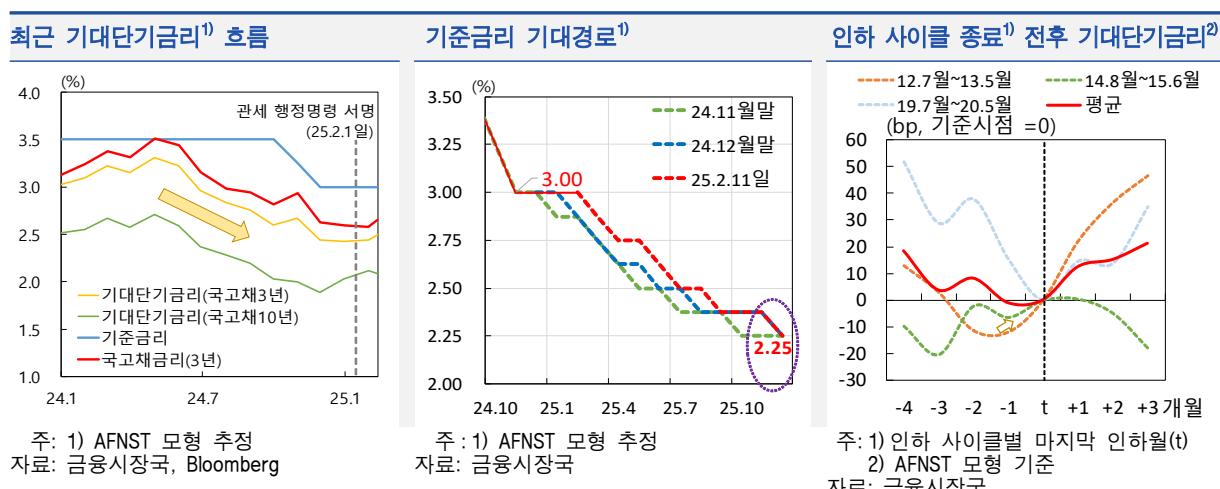
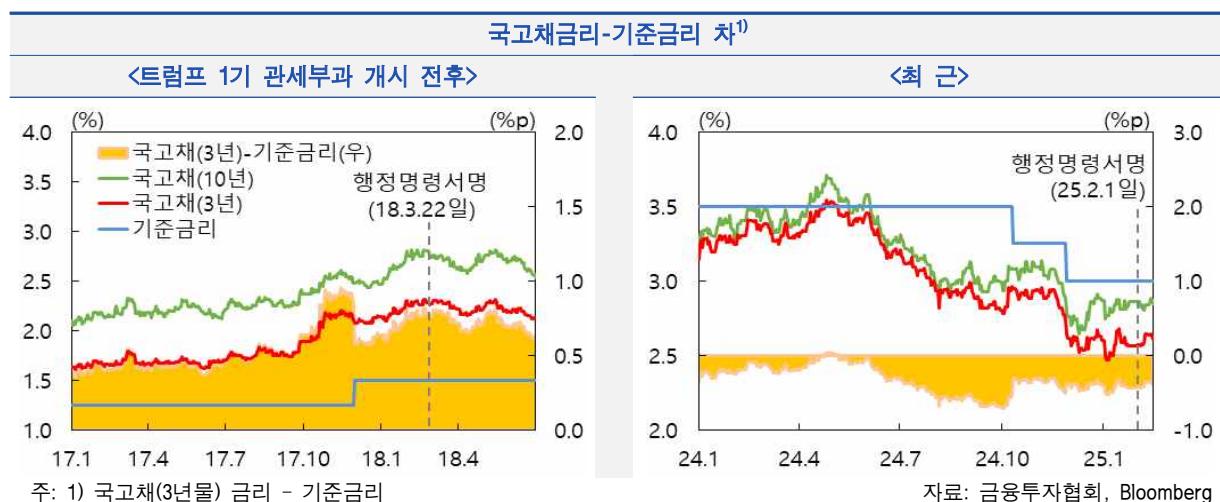
4. 다음으로 채권시장을 보면, 트럼프 1기 당시에는 미·중 무역분쟁 영향으로 국내 성장둔화 우려도 높아지면서 국고채금리가 큰 폭 하락하였다. 트럼프 1기 출범 전 국고채금리는 국내외 경기 개선세 지속, 글로벌 통화긴축 기조 지속 기대<sup>14)</sup> 등에 영향받아 상승 흐름을 이어가고 있었다. 그러나 미·중 상호관세 부과조치(18.3월) 이후 경기 우려가 부각되면서 국고채금리는 하락세로 돌아섰는데, 이에는 상승세를 이어오던 기대단기금리가 하락 반전한 것이 크게 작용하였다. 한편 당시 미 국채금리는 견조한 성장세 지속 및 인플레이션 기대<sup>15)</sup> 상승으로 오름세를 지속하여 국내 국고채금리와 차별화된 움직임을 나타내었다. 이후 무역분쟁이 격화됨에 따라 교역 위축에 따른 글로벌 경기 하방위험이 커지면서 국고채금리는 미국 등 주요국 장기금리와 함께 추가 하락하였다.



14) 2018.3월 당시 미 국채시장에서는 연준이 정책금리를 연내 3~4차례 추가 인상할 것이라는 기대가 형성되어 있었으며, 국내에서도 연내 1~2차례 정도의 기준금리 인상기대가 형성되어 있었다.

15) 관세 이슈가 부각되었던 2018.6월 FOMC 회의에서 2018년도 경제성장을과 물가상승률을 전망을 상향 조정(각각 2.7% → 2.8%, 1.9% → 2.1%)한 바 있다.

**5. 트럼프 1기 출범 때와 달리 최근 채권시장에서는 통화정책 완화 기대가 형성되어 있어 미 관세정책 강화가 국내 장기금리에 미치는 영향은 트럼프 1기에 비해 제한될 것으로 보인다.** 현재 국고채금리는 국내 정치 상황 및 미 통상정책과 관련된 높은 불확실성과 이에 따른 경기둔화 우려가 상당 부분 선반영되면서 기준금리를 계속 하회하고 있다. 실제로 미 관세정책 발표 이후 조사(2.12~13일)된 시장참가자 대상 금리서베이에서도 통화정책 기대경로가 비교적 안정적으로 유지되고 있다. 아울러 금리인하 국면 후반부로 갈수록 기대단기금리의 상방압력이 커지는 점, 금년 상반기 중 국고채 공급물량 확대가 예상되는 점 등도 미 관세정책 강화에 따른 금리하락 압력을 일부 상쇄할 것으로 보인다.



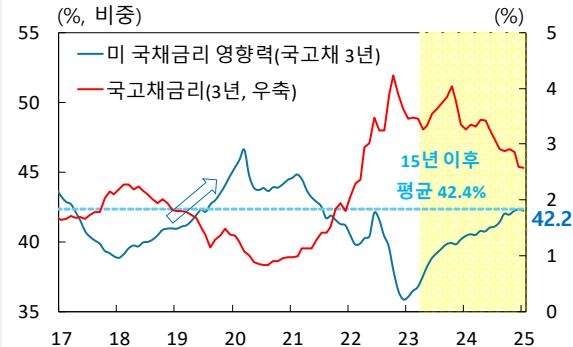
**6. 다만 앞서 우려한 대로 무역분쟁 격화 또는 장기화 시에는 글로벌 통화정책 완화기대 확산으로 국내 장기금리가 미국 등 주요국 금리에 동조되면서 하락압력이 증대될 가능성이 있다.** 무역분쟁 격화 등으로 미국 경기둔화 우려가 높아지면서 미 국채금리가 하락세로 전환할 경우 트럼프 1기와 같이 한·미 금리 간 동조성이 높아지면서 국고채금리가 상당한 수준의 하락압력을 받을 전망이다.

### 미 국채금리<sup>1)</sup> 및 기대단기금리<sup>2)</sup>



주: 1) 무이표채 기준(10년물 기준)  
2) DKW 모형 기준  
자료: FED

### 미 국채금리의 국고채 금리 영향력<sup>1)2)</sup>



주: 1) TVP-VAR 모형의 동태적 예측오차 분산분해 기준  
2) 음영은 미 관세정책 강화 기간을 의미  
자료: 금융시장국

**7. 종합하면, 최근의 주식·채권시장 상황을 고려하면 미 신정부의 관세정책 강화가 국내 주가 및 장기금리 수준에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상되나, 향후 미국 관세정책 추진 과정에서 시장 변동성이 크게 확대될 가능성에 유의할 필요가 있다.** 미국의 관세부과에 따른 국내외 인플레이션 기대 자극, 글로벌 교역량 감소 가능성 등으로 거시경제 불확실성이 증대될 가능성이 상존한 가운데, 관세정책이 격화·장기화할 경우에는 주가 하락폭이 확대되고, 금리 하락압력도 높아질 것으로 예상된다. 미 관세정책 전개 과정에서 글로벌 금융시장의 위험선호 변화 등으로 시장 변동성이 과도하게 확대될 경우 시장안정화 정책을 신속히 실시하여 시장 안정을 도모하는 한편, 관세부과에 따른 인플레이션 우려에 과도하게 자극받아 기준금리 기대가 국내 경기·물가 여건과 괴리되지 않도록 시장과의 효율적인 커뮤니케이션을 통해 이를 안정적으로 관리해 나갈 필요가 있겠다.