

FI Tariff 트럼프 매뉴얼

채권 김성수 | sungsoo.kim@hanwha.com | 3772-7616



C o n t e n t s |

I. 핵심요약.....	03
II. 무엇이 불만이고, 무엇을 원하는가.....	05
III. 문제에 대한 이론적 접근	07
1. 모든 문제의 근원, 달러 강세	07
2. 더 이상 트리핀 딜레마는 없다.....	08
3. 글로벌 사이즈 구조개혁.....	10
IV. 어떻게 할 것인가: 관세.....	12
1. 관세 충격은 강달러로 해소한 경험.....	12
2. 모순을 어떻게 타파할 것인가	13
3. 관세라고 다 같은 관세가 아니다	14
V. 어떻게 할 것인가: 환율.....	15
1. 당장은 안한다. 그러나 언젠간 한다.....	15
2. 다자(Multilateral) 협의에 의한 조정	16
3. 일방적(Unilateral) 조치	17
VI. 순차적, 연착륙이 핵심	18

I. 핵심요약

미국은
무슨 생각으로
이러는걸까

스티븐 미란(Stephen Miran) 미국 대통령 경제자문위원장은 2024년 11월 보고서(A User's Guide to Restructuring the Global Trading System)에서 트럼프 행정부가 지향하는 대외관계 조정을 위한 관세, 환율정책의 방향성을 설명한 바 있다. 우리는 금번 보고서를 통해 미국인들이 생각하는 관세, 환율정책의 목적, 그리고 정책을 고안하게 된 배경과 논리를 분석해보았다.

구조적
달러 강세가 불만

현재 미국 정부는 글로벌 경제 시스템의 불균형, 불공평한 무역환경으로 자국 제조업은 물론 국가적으로 과도한 부담을 지고 있다고 생각한다. 문제의 근본 원인은 기축통화이기에 생기는 구조적인 달러 강세 때문으로 본다.

미국을 이용하려면
사용료를 지불해라

트럼프 행정부는 미국이 제공하는 서비스에 동맹은 물론, 전세계 국가들이 무임승차하거나 너무 적은 비용을 내고 있는(있다고 생각하는) 현 상황이 불만스럽다. 이를 무역 시스템 개편 등을 통해 개선해보고자 하는 것이다. 미국이라는 시장, 달러라는 통화를 이용하려면 '사용료'를 지불하라는 것이 요지다.

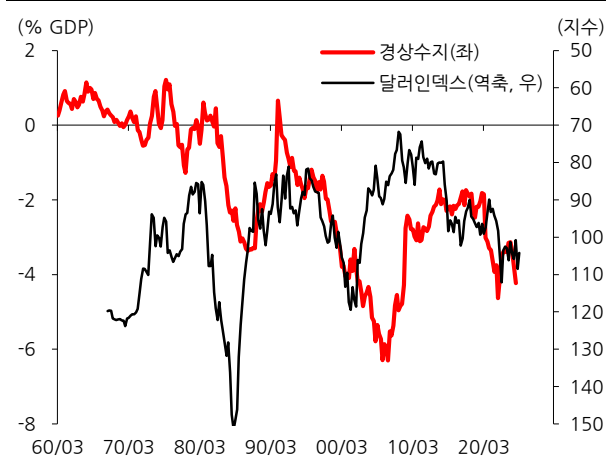
관세, 환율, 안보
세 가지로 상대국 압박

기울어진 운동장을 바로잡기 위한 방법은 관세, 환율 조정, 안보 등 세 가지다. 관세로 자국 제조업을 지원함과 동시에 물가 안정을 도모한다. 달러가치 절하는 기축통화의 비탄력적 수요 상쇄가 목적이다. 필요할 경우 일방적인 조치도 불사할 태세다. 안보는 협상과 정책 추진의 레버리지로 이용할 공산이 크다.

느리게 가더라도
결코 포기하지 않을 것

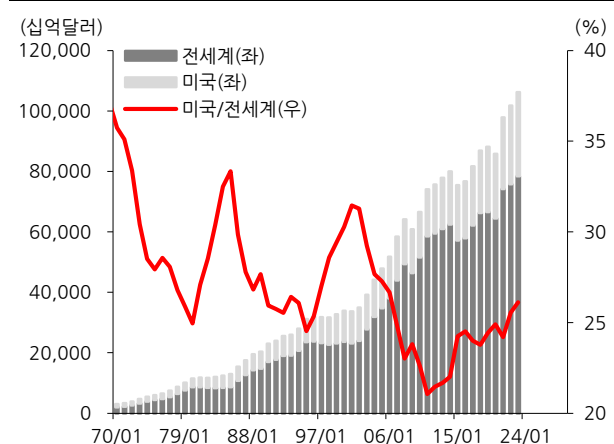
미국인들도 '비정상적의 정상화'는 장기전이 될 것이고, 그 여정에 있을 충격이 불가피하다는 것 역시 알고 있다. 그러나 이들은 지금이 아니면 바꿀 수 없다는 위기의식이 팽배하다. 미국은 절박하다. 정책의 수정은 있을지라도 중단은 없다. 미국인들은 앞으로의 고통을 수술 과정이라고 생각한다.

[그림1] 달러인덱스와 미국 경상수지 추이



자료: St. Louis Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 글로벌 GDP 에서 차지하는 미국 비중 추이



자료: World Bank, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 트럼프(aka 미국인) 생각 뜯어보기

무엇이 불만인가?

미국에 대한 불공평한 대우

무엇이 불공평한가?

기축통화국의 무게, 안보의 무임승차,

기축통화의 무게가 왜 무거운가?

트리핀 딜레마(기축통화 → 달러공급 증가 → 경상수지 적자 지속 → 미국 시스템 위협)

그래서 어떻게 생각인가?

이제는 너희처럼 나만 보고 살겠다. 달러와 미국을 이용하려면 사용료를 지불하라

구체적으로 어떻게 할 생각인가?

관세 부과(1차, 단기적) + 달러 약세(2차, 장기적) with 산업 지원정책(투자 유도)

관세는 달러 강세 요인인데?

일단은 용인 → 타국 통화가치 인위적 절상

환율정책은 어떻게 시행할 것인가?

일방적 조치(환시 개입) or 다자 협의(플라자 합의)

관세 + 약달러 + 물가안정은 모순 아닌가?부담은 상대국이 진다. 환율조정에 따른 미국 충격 차단 + 미국 내 투자 지속 유도
모순 자체를 타파**정리하면?**

관세 + 달러 약세 + 미국 투자 유도 + 상대의 보복 차단 + 필요 시 안보압박

기축통화 지위 및 금융패권 유지 + 산업경쟁력 회복 + 물가안정

II. 무엇이 불만이고, 무엇을 원하는가

미국인들은
자신들이 불공평한
대우를 받고 있다고
생각

대선 결과에서 알 수 있듯 미국인들 사이에서는 글로벌 무역 및 금융시스템에서 자신들이 불공평한 대우를 받고 있다고 있다는 인식이 주류로 자리잡았다. 반면, 대다수 전문가들은 현 시스템을 옹호한다. 그러나 정치인들은 전문가가 아닌 일반인들의 표를 받고 산다. 그렇기에 정도와 방식에 차이가 있을 뿐 공화당과 민주당 모두 미국 중심의 무역정책, 미국우선주의를 지지한다.

핵심은 관세와 환율
안보도 카드 중 하나

트럼프 정부는 관세와 환율조정, 금융패권을 적극적으로 활용하겠다고 한다. 또한, 통상적으로 A에는 A, B에는 B로 대응하던 기본적인 외교의 규칙이 아닌 무역과 안보를 같이 묶어(A+B) 글로벌 구조개편에 이용할 심산이다. 동맹국들 중 미국없이 자주국방이 가능한 나라가 거의 없는 상황을 레버리지로 쓰겠다는 것이다. 러시아와 국경을 맞대고 있는 이들은 유럽이고, 중국과 인접한 국가들은 한국과 일본이지 미국은 아니다.

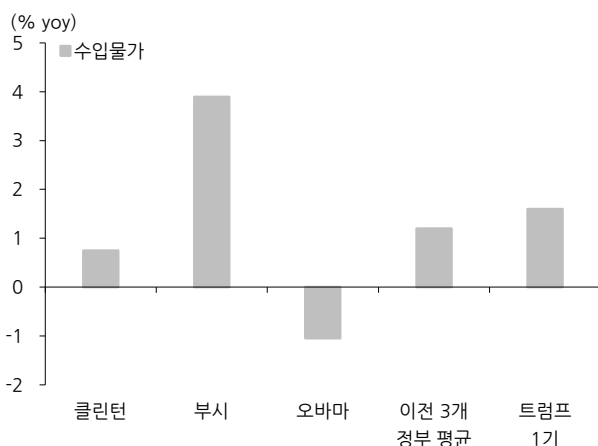
과거 관세가 물가를
자극하지 않았다는
자신감이 있음

관세정책을 우려하는 가장 큰 이유는 미국 내 인플레이션 자극 가능성 때문이다. 그러나 트럼프 1기 행정부 시절 미중 무역분쟁이 있었음에도 불구하고 소비자물가는 안정적으로 관리되었다. 관세 부과에 대해 중국이 자국 통화 가치 절하로 대응하면서 달러가 강세를 보였고, 이것이 물가의 안정으로 이어졌기 때문이다. 스티븐 미란은 “관세는 결국 중국 소비자들이 지불했다”고 주장한다.

이제는 관세에
약달러까지 원함

이번에는 더 나아가 ‘관세 + 강달러’가 아닌 ‘관세 + 물가안정 + 약달러’를 시도해보려고 한다. 물가는 이전처럼 관세 관련 가격상승을 상대국 소비자들에게 전가시켜 안정시키고, 달러 약세를 통해 경제의 성장도 도모하겠다는 것이다.

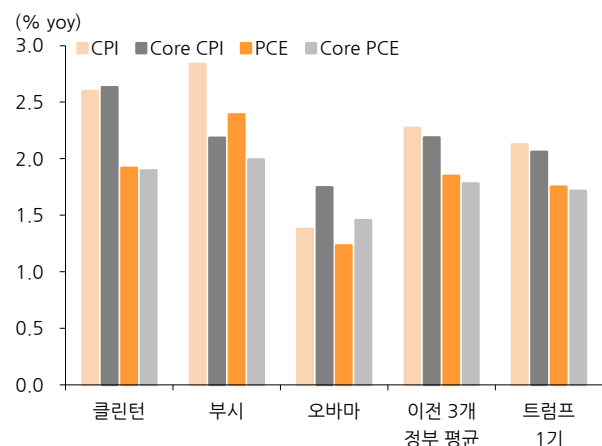
[그림4] 트럼프 1기 수입물가는 높았지만



주: 트럼프 1기는 코로나 이전인 2019년 말까지 평균

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 소비자물가는 낮았음



주: 트럼프 1기는 코로나 이전인 2019년 말까지 평균

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

구조적으로 기축통화
가치는 상승

불공평한 글로벌 시스템과 미국 경제 문제의 근본적인 원인은 달러 강세로 판단된다. 과도하게 고평가된 달러가치가 미국 제조업의 경쟁력 약화와 함께 소득 불평등 심화라는 구조적 문제를 야기했다고 볼 수 있다. 사실, 미국이 기축 통화국 지위를 내려놓으면 해결되는 일이지만 그럴 일은 없다.

이런 구조적 요인도
없애겠다는 것이
지금의 미국

달러는 계속해서 통용되는 글로벌 통화로 유지(달러 사용을 회피하면 제재도 불사)시키되, 관련한 부작용도 없애겠다는 것이다. 미국의 이런 입장이 상당히 이기적으로 보이는 것은 사실이다. 그러나 미국은 그 만큼 자기들이 안정적인 글로벌 금융(달러), 무역(달러, 안보), 평화(안보)를 제공하고 있으니 이정도의 조정은 충분히 타당하다고 생각한다.

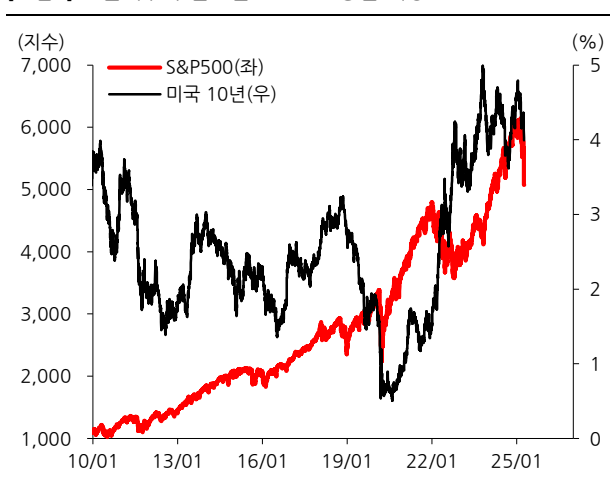
상대국들과의
적극적인 부담 분담

달러가치를 하락시키려면 주변국들과 부담을 나눠 가지면 된다. 여기에서 미국이 쓸 수 있는 카드는 안보다. 나라도 지켜주고, 안전자산인 달러도 공급해주니 ‘사용료’를 받겠다는 개념이다. 다른 나라들의 통화가치를 인위적으로 절상시킴과 동시에 관세를 부과하고 미국 투자를 유도한다. 미국 내 수요 확대와 더불어 재정수입 증가로도 이어질 수 있는 부분이다.

충격이 있어도 하겠다
미국은 절박하다

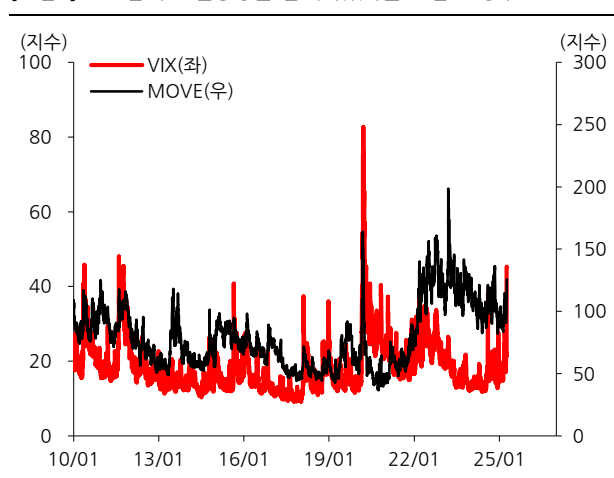
미국의 정책입안자들도 ‘관세 + 약달러’ 조합은 글로벌 시스템의 근간을 흔들 수 있는 변화이고, 커다란 충격이 있을 것으로 예상된다. 점진적이고 신중한 정책 설계와 시행, 연준의 정책공조, 동맹국들의 협조가 있더라도 피해는 불가피하다고 보지만 이번에 바꾸지 않으면 생존할 수 없다고 한다. 트럼프 대통령의 “환자는 수술이 필요하고, 수술에는 고통이 따른다”는 발언이 이를 가장 잘 대변한다. 미국인들은 절박하다.

[그림6] 관세부과 발표만으로도 요동친 시장



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 그럼에도 변동성을 감내하겠다는 트럼프 정부



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

III. 문제에 대한 이론적 접근

1. 모든 문제의 근원, 달러 강세

만약의 근원
달러 강세

상술했듯이 스티븐 미란은 달러 강세를 미국 경제 문제의 ‘뿌리(the Roots of Economic Discontent Lie in the Dollar)’라고 해석한다. 고평가된 달러가 물가안정에 도움이 되는 것은 맞지만 미국의 수출품 가격 상승과 수입품 가격 하락을 초래하고, 이는 자국 제조업 경쟁력을 약화시키며, 일자리 감소로 이어진다.

달러는 기축통화

그의 보고서에 따르면 달러는 구조적으로 강세를 보일 수밖에 없다. 다른 통화 가치는 시장의 수요와 공급에 따라 결정되지만 기축통화인 달러는 경상적인 수요가 존재하기 때문이다. 달러는 무역거래, 외환보유고, 투자에 있어 가장 많이 사용되는 통화다. 예전보다 비중이 줄어들었다고 하지만 여전히 전세계 중앙은행 외환보유고에서 달러 비중은 53.6%에 이른다.

전세계 거래량에서
압도적인 비중 차지

‘페트로 달러’라는 단어가 보여주듯 석유를 비롯한 원자재 거래도 대부분 달러로 이루어진다. 2022년 기준 전세계 통화 거래량에서 달러가 차지하는 비중은 44.3%로 2위인 유로화보다 2.9배가 넘게 사용된다. 대체재가 없다.

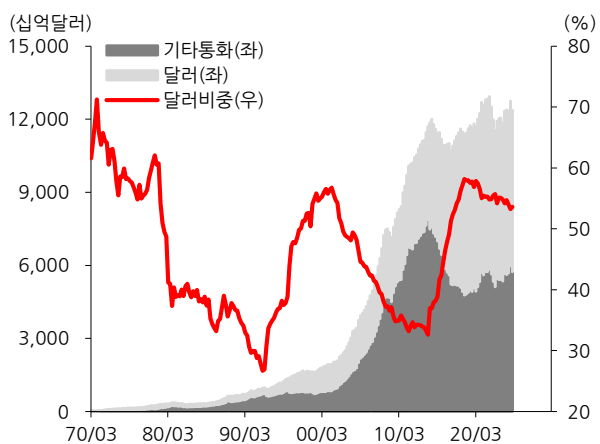
미 국채 수요도
달러 강세 원인 중 하나

달러 강세의 또 다른 이유는 미 국채다. 미 국채는 대표적인 안전자산으로 글로벌 금융기관들의 막대한 수요가 꾸준히 존재한다. 다른 나라들은 경제가 안 좋으면 자국 통화 가치 절하를 통해 대응을 해볼 수 있지만 미국은 아니다. 어느나라든 경기가 안 좋을수록 미 국채 수요(달러 수요)가 강해지는 구조다.

완벽하게 비탄력적인
수요가 항시 존재

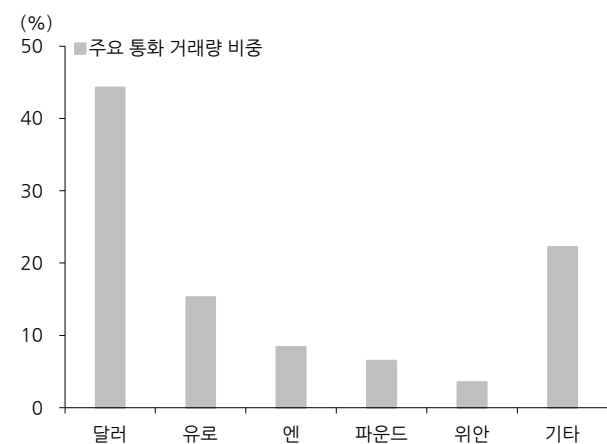
결과적으로 달러는 상황이 어떻든 간에 완벽하게 비탄력적인 수요가 존재한다. 조금 극단적으로 말하면 수요는 무한한데 공급은 유한하니 달러가치는 언제나 강세압력에 노출될 수밖에 없다.

[그림8] 글로벌 중앙은행 외환보유고 내 달러 비중 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 전세계 통화 거래량

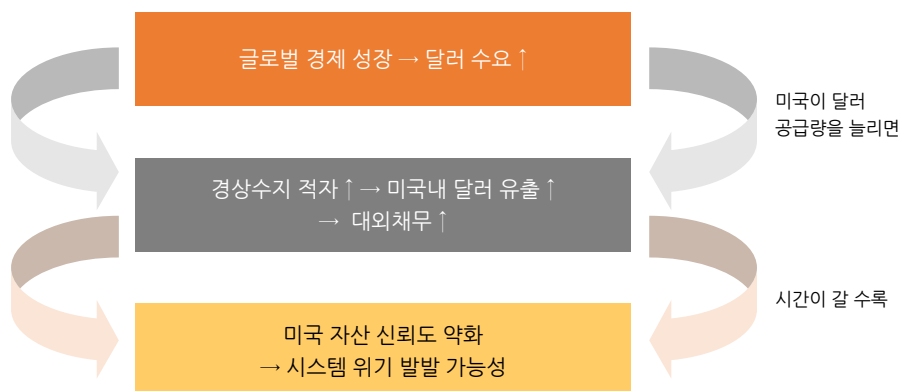


주: 일간 통화별 거래비중, 자료: World Bank, 한화투자증권 리서치센터

2. 더 이상 트리핀 딜레마는 없다

트리핀 딜레마	1960년대 초 벨기에 경제학자 로버트 트리핀(Robert Triffin)은 브레튼 우즈 체제에 대해 “미국은 달러를 전세계에 공급해야 하고, 이로 인한 경상수지 적자는 필연적이나, 적자가 지속되면 달러 시스템은 결국 위기를 맞을 수밖에 없다”고 설명했다. ‘트리핀 딜레마(Triffin Dilemma)’다.
달러 공급은 경상수지 적자를 만들고	미국은 기축통화국으로서 달러를 공급해야 한다. 그런데 세계 경제는 계속해서 성장하고, 이는 더 많은 달러가 필요함을 의미한다. 미국은 갈수록 더 많은 달러를 제공해야 하고, 미국의 구조적인 경상수지 적자로 귀결된다.
경상수지 적자는 미국의 근간을 흔들 수 있다	경상수지 적자가 지속되면 달러에 대한 신뢰도에 금이 갈 수밖에 없다. 미국의 대외채무가 증가하면 달러의 실질 구매력과 미국 경제에 대한 신뢰가 점진적으로 손상된다. 즉, 달러를 공급하면 할수록 달러의 가치와 안전자산으로서의 입지가 흔들리게 되는 모순에 빠진다.
기축통화국으로서의 이득도 없는 것은 아니지만	물론, 미국이 기축통화국 지위를 계승하면서 큰 이득을 보고 있는 것은 사실이다. 대표적으로 금융시스템을 외교와 안보 전략 도구로 사용할 수 있다. SWIFT 접근 차단, 미국 내 자산 동결 등을 통해 군사력 투사 없이 다른 나라들에게 압박을 가하는 것이 가능하다. 현재 러시아 제재가 대표적이다. 금융의 전략적 이용은 부인할 수 없는 이점이다.
이득의 실상은 이론보다 크지 않음	또 다른 이득은 낮은 자금조달 비용이다. 미 국채가 대표적인 안전자산이기 때문에 미국의 차입비용이 낮다고 한다. 그러나 대부분 선진국들의 금리는 미국보다 낮다. 심지어 우리나라도 미국보다 국채금리(10년 기준)가 130bp나 낮다. 여러 이득을 하나하나 따져보면 실상은 들어왔던 것보다 딱히 많지 않다.

[그림10] 트리핀 딜레마의 개념



자료: 한화투자증권 리서치센터

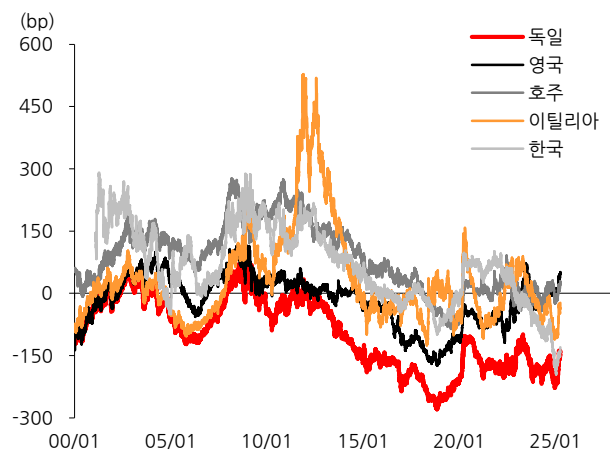
무엇 하나라도
포기하기 싫은 미국

‘제조업과 수출경쟁력을 포기하는 대신 글로벌 금융 패권 유지로 인한 특권을 사수’하겠다는 예전 미국의 입장이 ‘이런 상황이 계속되면 위험해질 것 같고, 충분히 희생해준 것 같으니 이제는 금융패권도 유지하고, 제조업도 부흥(달러 약세)’ 시키겠다고 바뀌었다. 무엇 하나라도 포기하기 싫은 미국이 되었다.

‘트레이드오프’
자체를 없애
버리려고 함

스티븐 미란은 트럼프 대통령 등장 전까지의 상황을 ‘Core Trade-off’라고 표현한다. 원래는 둘 중 하나를 포기하면서 살아왔지만 지금부터는 그럴 생각이 없으니 다른 나라들에게 부담을 분담(Burden Sharing)시키면서 상충되는 논리를 논파하겠다는 것이다.

[그림11] 미국-주요국 국채금리 스프레드(차입비용 비교) 추이



주: 각국 10년만기 국채금리 기준
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 기축통화국 지위를 유지하면서 생기는 득실

이 득	금융의 전략적 이용 군사력 외 대외 압박 가능 (SWIFT 접근 차단, 미국 내 자산 동결 등)
	낮은 차입비용 실상은 다른나라 차입비용이 더 낮음 (취약국인 이탈리아 비용 < 미국 비용)
손 해	미국의 경쟁력 약화 달러 고평가는 수출품 경쟁력 약화, 수입품 경쟁력 강화로 무역적자 ↑ + 자국산업 몰락
	양극화 심화 금융산업 종사자 및 고소득층에 수혜 집중 (달러 수요 증가로 미국 내 금융자산 가격 상승)

자료: 한화투자증권 리서치센터

3. 글로벌 사이즈 구조개혁

글로벌 사이즈 구조개혁 추진 미국도 불만을 해소시키기 위해 판을 뒤엎을 생각은 없다. 앞서 설명한대로 현재 시스템에서 이득을 얻는 부분도 있기 때문이다. 이들은 미국에 유리한 구조로 글로벌 단위의 개혁(Not Aim to End the Dollar System, but to Renegotiate It on More Favourable Terms)을 원한다.

접근법은 두 가지 구조개혁을 위해서는 일방적(Unilateral) 조치와 다자(Multilateral) 협의 등 두 가지 접근법이 있다. 개혁 추진 수단으로는 관세(Tariff), 환율정책(Currency Adjustment), 그리고 산업정책(Industrial Policy) 등 세 가지가 있다.

1) 일방적 조치와 일방적 조치는 말 그대로 미국이 독단적으로 결정, 상대국에 통보한 뒤 시행하는 방식이다. 대표적 사례로는 2018년 대중국 관세 부과가 있다. 스티븐 미란은 IEEPA(국제경제비상관한법, 국가 비상사태 발생 시 대통령에게 무역 등 경제 활동을 광범위하게 통제할 수 있는 권한을 부여하는 법안) 활용도 검토할 필요가 있다고 한다. 문제는 그 만큼의 시장충격은 불가피하며, 다른 나라들의 공세적인 외교적 보복이 따를 수 있다.

2) 다자 협의 다자 협의는 G7 같은 여러 국가들과 협상을 통한 방식이다. 1985년 플라자 합의가 대표적이다. 상대국이 불리하더라도 '협상'이라는 절차를 통해 국제적인 정당성 확보는 물론 원활한 제도화가 가능하다. 다만, 시간이 너무 오래 걸리고, 예전 일본처럼 상대가 협조적으로 나오는 것을 기대하기는 힘들다.

[그림13] 글로벌 구조개혁의 접근법

일방적 조치 (Unilateral)	미국 혼자 결정, 일방적으로 통보 + 시행 장점: 정책 결정이 빠르고 유연함 단점: 과도한 시장 충격, 상대국의 적극적인 보복 가능성 대표적 예: 트럼프 1기 일방적 관세 부과 등 사용가능 옵션: IEEPA, 외국통화 매입 등을 통한 외환시장 직접개입
다자 협의 (Multilateral)	G7 등 상대국 또는 IMF 등과의 협력을 통해 협상 장점: 국제적 정당성 확보, 원활한 제도 정착 가능 단점: 오랜 시간 소요, 협상 난항 가능성 대표적인 예: 플라자 합의 등

자료: 한화투자증권 리서치센터

- 추진 수단 세 가지
- 1) 관세

관세는 바이든 정부도 계승한 리쇼어링 정책으로 자국 제품 소비와 생산 유도의 순효과는 증명되었다. 인플레이션 자극은 트럼프 1기 정부에서 크지 않을 수 있음이 나타났다. 실제 성공 가능성은 크지 않아 보이지만 트럼프 2기 정부는 더 나아가 관세수입으로 (감세를 예고한)소득세 감소분까지 상쇄하겠다고 한다.
 - 2) 환율

환율정책의 경우 ‘달러의 기축통화 지위를 손상시키지 않으면서 점진적으로 약세를 유도’하는 것이 핵심이다. 일단 이 정책이 성공하면 미국산 제품의 가격 경쟁력이 회복되고, 제조업 개선에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다.
 - 장기적 정책

다만, 운영 방식은 실현 여부가 불투명(연준의 기준금리 인하 협조)하거나 과격(IEEPA, 국부펀드 설립 등으로 재무부 주도 외환시장 개입)할 수 있다. 관세와 달리 환율정책은 장기적 과제이기에 미국도 충분한 사전준비 시간을 가진 후에 꺼내들 카드로 예상한다.
 - 3) 산업 지원정책

마지막으로 산업정책은 정부의 지원정책이라고 볼 수 있다. 반도체, 의약품 같은 핵심 산업을 보호 및 육성하고, 전략 품목에 대한 공급망 안정화가 목표인데, 이를 위해 미국 투자를 유도하거나 강요할 수 있다. 지원 대상이나 방식이 이전 행정부와 다를 수 있겠지만 특별히 새로운 정책은 아니다.

[그림14] 글로벌 구조개혁의 추진 수단

관세 (Tariff)	목적: 미국산 제품 소비 확대, 무역수지 개선, 정부 재정수입 확보 기대효과: 제조업 부흥 → 고용 증가, 세수 개선 → 감세 등 조세제도 개편 리스크: 보복관세, 공급망 재혼란, 인플레이션 자극
환율 (Currency)	목적: 달러 약세 기대효과: 미국산 제품 가격 경쟁력 제고 정책도구: 연준의 통화정책 조정, 재무부 주도 외환시장 개입 등 리스크: 외환시장 충격, 자본유출, 금융자산 가격하락
산업 (Industrial)	목적: 기간산업 보호 및 육성 기대효과: 공급망 안정화, 기술 자립 정책도구: 보조금 지원, 규제 완화, 리쇼어링 등 리스크: WTO 위반, 우호국 반발, 민간과의 균형

자료: 한화투자증권 리서치센터

IV. 어떻게 할 것인가: 관세

1. 관세 충격은 강달러로 해소한 경험

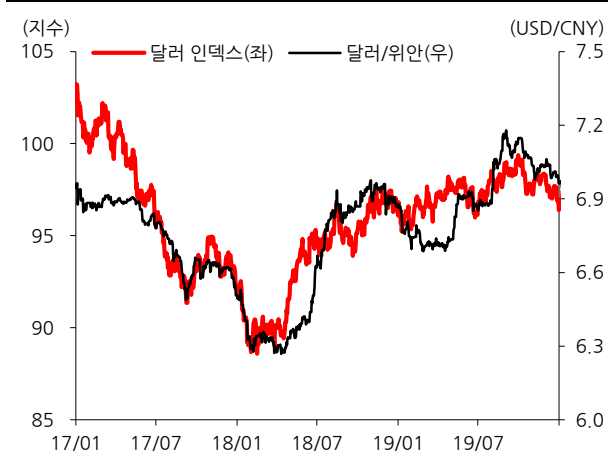
관세는 단순히 무역 불균형을 해소하는 보호주의 도구가 아닌 협상에 활용할 수 있는 다기능 전략 카드다. 특히, 환율정책과의 조합으로 이 관세의 효과를 극대화시킬 수 있다. 비록 보고서는 어쩔 수 없이 구분해서 작성했지만 관세와 환율은 뿔래야 뿔 수 없는 같은 수단으로 보는 것이 적절하다.

관세 관련 인플레이션은 이견은 당연히 있겠으나 관세가 수입물가를 끌어올리는 것은 맞다. 그러나 달러 강세 또는 상대국 통화의 약세가 수반되면 수입물가 상승이 상쇄되면서 관세 상승에 비례한 소비자물가 상승은 없을 수 있다.

달러 강세로 상쇄 가능 실제로 2018~2019년 미중 무역분쟁 당시, 미국은 중국산 제품에 평균 17.9% 관세를 부과했다. 동시에 위안화 환율이 달러 대비 13.7% 절하되면서 수입물가는 관세율보다 훨씬 낮은 4.1% 상승률을 보였다. 소비자물가는 이보다 더 낮은 상승세를 보였고, 목표수준인 2.0%를 소폭 상회하는데 그쳤다.

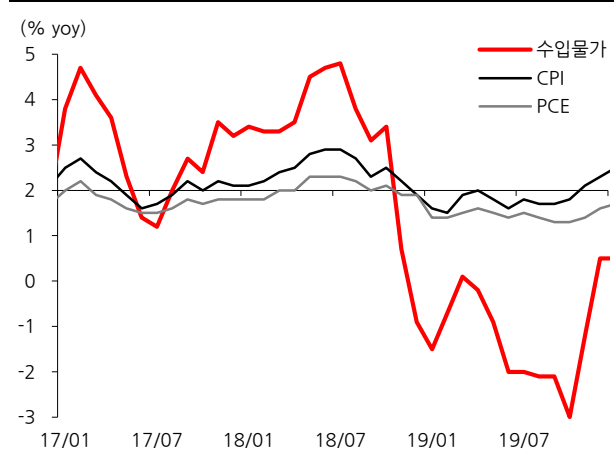
지금은 관세 + 달러 약세 + 물가 안정까지 필요 과거 관세 충격을 최소화할 수 있었던 것은 결국 달러가 강세를 보이고, 위안화가 약세를 보였기 때문이다. 그러나 미국이 궁극적으로 원하는 것은 약달러다. 이론적으로 약달러와 관세가 수반되는 환경에서는 물가를 안정시키는 것이 불가능하다. 관건은 이 모순을 어떻게 논파하는가이다.

[그림15] 무역분쟁 당시 달러 인덱스, 위안화 환율 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 무역분쟁 당시 미국 수입물가와 PCE 추이

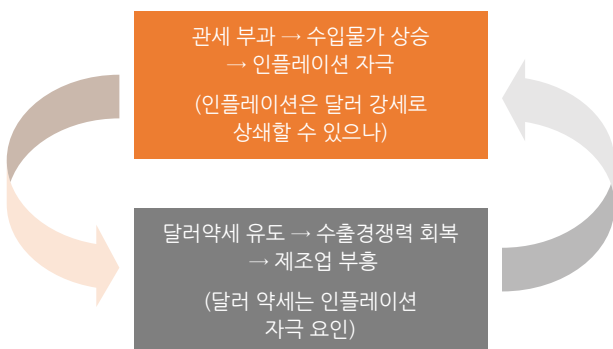


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2. 모순을 어떻게 타파할 것인가

모순 타파는 先 관세 後 환율로	관세와 약달러, 물가안정이라는 모순을 스티븐 미란은 정책의 순차적 시행 (Sequencing)과 계획적이고 제한된 환율조정, 산업 지원정책을 통해 타파가 가능하다고 보았다. 순차적 정책 시행은 ‘先 관세정책, 後 환율정책’을 의미한다. 동시에 밀어붙이는 것이 아니라 관세를 먼저 부과한 후 추이를 지켜보면서 환율정책을 시행하는 것이다.
일단은 관세정책 달러 강세 용인	시장이 관세에 적응하고, 실제로 관세가 미국 경상수지 개선을 이끌어내면서 정책에 대한 신뢰가 형성되면 달러 약세를 유도할 수 있는 환경이 조성된다. 앞서 설명한대로 관세정책은 단기, 환율정책은 장기적 과제다. 당장 관세의 여파를 확인할 수 없는 시점에서는 환율정책을 꺼낼 수 없다. 관망이 우선이다.
이후, 환율정책 시행 단, 점진적이고 신중하며, 제한적으로	상황이 적절하게 만들어지면 신중하지만 기민하게 환율을 조정한다. 여기서 신중이란 1) 물가를 강하게 자극하지 않으면서, 2) 수출경쟁력을 제고할 만큼 (5~10%가량 절하)만의 조정을 뜻한다. 기민함은 연준이 아닌 재무부(IEEPA, 국부펀드 활용) 주도의 환율정책을 이야기한다. 다른 국가들이 달러를 보유하듯 미국도 다른 나라 통화를 매입하는 방법도 있다.
산업정책을 통해 측면지원	마지막으로 공급측면 정책(산업 지원정책)을 통해 물가 압력을 약화시킨다. 산업 규제를 완화 시킨다거나, 인프라 투자를 통해 유통비용을 낮추는 등의 정책으로 부족한 부분을 보완하는 것이다.
미국도 충격은 최소화하고 싶다	당장은 관세로 인한 달러 강세는 용인될 것이다. 그 이후에도 환율정책은 관세 정책처럼 급진적이고 빠르게 시행될 수 없다. 미국의 글로벌 구조개혁 작업은 일단은 ‘관세 → 달러 강세 → 물가 안정’으로 출발한 뒤 ‘점진적인 달러 약세 → 자국 산업 경쟁력 제고’로 접근하는 연착륙 방식으로 전개될 전망이다.

[그림17] 관세 + 약달러 + 물가안정의 모순



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 모순의 타파방법

관세 부과에 따른 인플레이션 우려	관세정책 초기에는 달러 강세 용인
달러 약세 유도	관세정책 정착까지 관망 점진적이고 제한된 범위 내 약세 유도 (장기적 정책)
달러 약세에 따른 인플레이션 우려	산업지원정책 병행, 정책의 순차적 시행

자료: 한화투자증권 리서치센터

3. 관세라고 다 같은 관세가 아니다

관세정책은 시행
돌이킬 수 없음

지난 4월 3일 관세정책은 시행되었다. 돌이킬 수 없다. 눈여겨 볼만한 점은 관세에 대해서는 협상의 여지가 남아있고, 국가별로 관세가 차등 부과되었다는 점이다. 일부 품목에는 관세가 면제되었다는 사실도 중요하다.

중요한 것은
협상의 여지가 존재

세 가지 포인트를 통해 알 수 있는 것은 관세는 더 이상 피할 수 없지만 상대 국가의 협상력에 따라 얼마든지 조정이 가능하다는 점이다. 모두가 안 좋은 상황이라면 상대적인 이점을 만들어내는 것이 차선책이다.

미국도
힌트를 주었다

스티븐 미란은 2018~2019년 미중 무역분쟁 때처럼 일부 품목 또는 낮은 수준의 관세를 부과한 뒤 상대의 행보에 맞춰 단계적으로 올리거나 인상을 중단해야 한다고 이야기한다. 실제로 금번 발표에서 반도체 같은 전략물품에는 관세가 면제되었다.

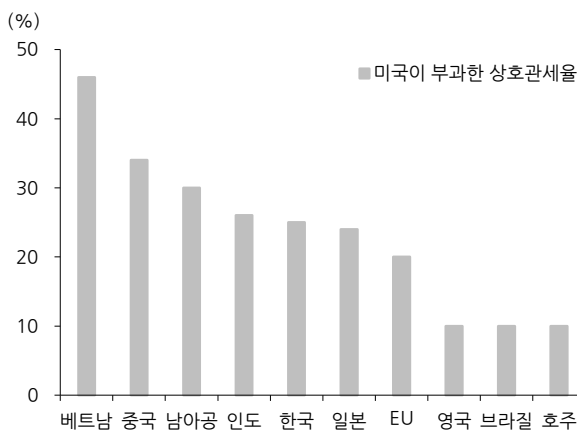
‘관세 + 안보’ 콤비를
역이용해보자

국가별 상호관세의 차등 부과 정도는 미국이 그들에게서 원하는 것과 그 정도가 각기 다르다는 것을 뜻한다. 여기서 상대국들은 미국의 ‘관세와 안보’ 결합 스탠스를 역이용할 수 있다.

당장 관세가 높다고,
당장 관세가 낮다고
슬퍼하거나 기뻐할
일은 아님

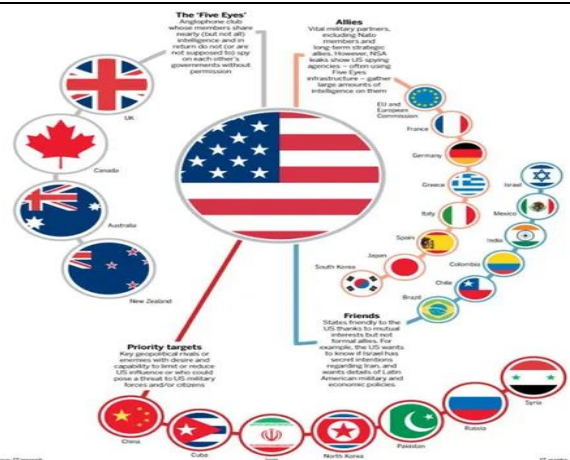
예를 들어 한국과 일본, NATO 회원국들은 주둔하고 있는 미군 비용을 대폭 올린다거나, 대만은 전략자산으로 평가받는 반도체 공장을 미국에 추가로 증설하는 방안을 통해 협상을 할 수 있다. 관세라고 해서 다 같은 관세가 아니기에 충격의 강도는 국가별로 다를 것이다. 설사 당장의 관세가 높은 국가더라도 낮은 국가보다 나중 가서는 악영향이 적을 수 있음을 충분히 예상해볼 수 있다.

[그림19] 국가별 미국의 상호관세율



자료: the White House, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 미국이 생각하는 친구와 적들



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

V. 어떻게 할 것인가: 환율

1. 당장은 안한다. 그러나 언젠간 한다

뭐가 됐든
시도는 하려 들 것

환율조정은 수반되는 리스크가 너무 크고, 하루이틀만에 끝낼 정책이 아니다. 관세정책이 성공을 거둘 수 있을지도 예상할 수 없는 상황이기 때문에 당장 시행될 정책도 아니다. 그러나 잘못된 원인을 달리 강세에서 찾는 만큼 환율정책은 오래 걸리더라도 최소한 시도는 해 볼 것이다.

다자 협의 해보겠지만
일방 조치도 준비 예상

앞부분에서 설명했듯 환율정책은 일방적(Unilateral) 조치와 다자(Multilateral) 협의 등 두 가지 접근법이 있다. 미국도 다자 협의가 이상적인 방식이라는 것에 동의하나 필요할 경우 일방적 조치도 불사할 태세다.

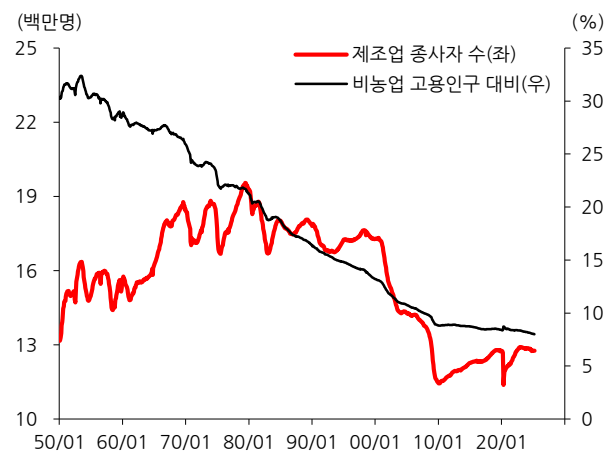
환율정책 접근법은

미국이 1980년대처럼 모양새는 갖춰 합의안을 이끌어낼지, 아니면 관세정책처럼 일방적으로 통보하고 개별협상에 나설지는 알 수 없다. 미국의 접근법은 먼저 시행된 관세정책이 결정할 것으로 전망한다. 관세는 환율조정으로 가기 전에 먼저 시범적으로 시행되는, 선발대 성격이 짙다는 판단이다.

관세정책 전개 양상이
결정할 것

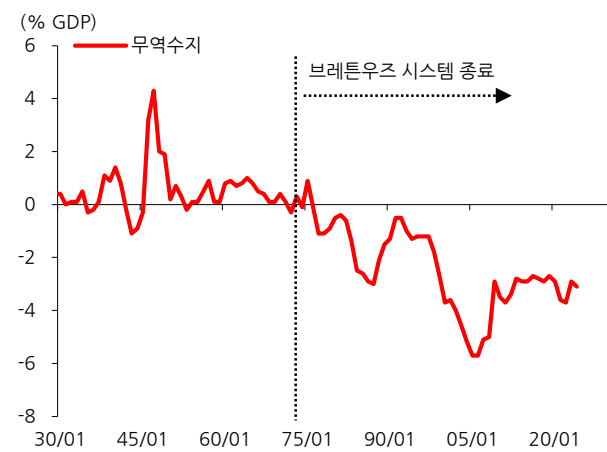
다수 상대국들이 적극적인 보복 없이 관세정책을 수용하거나 협상에 나선다면 환율정책도 협의에 의해 운영될 공산이 크다. 아직까지는 중국 정도를 제외하면 즉각적인 보복보다 협상을 원하는 국가들이 많은 것 같다.

[그림21] 미국 제조업 종사자 인구 추이



주: 제조업 종사자 인구는 전체 고용활동 인구 대비
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] GDP 대비 미국 무역수지 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2. 다자(Multilateral) 협의에 의한 조정

다자 협의,
명분확보와 제도화는
용이하나 난이도가 높음

다자 협의에 의한 환율조정은 합의에 의한 조정이기 때문에 명분이 확보된다. 그만큼 원활한 제도화도 가능하다. 전반적인 불확실성도 상대적으로 작을 수 있다. 다자 협의의 대표적인 예는 1985년 플라자 합의다. 당시 미국을 제외한 주요 4개국(영국, 서독, 프랑스, 일본)은 어찌되었든 미국의 제안에 응하면서 합의안을 도출했고 달러가치는 절상, 이들의 통화가치는 절하되었다. 피해를 입는 쪽에서 동의했기 때문에 국제적인 명분은 확보되었다.

플라자 합의는
친구 몇 명과 한 합의

현 시대에서 다자 협의, 특히 누가 봐도 미국 외 국가들이 손해보는 합의안이 나올 가능성은 매우 낮다. 1980년대까지만 해도 시장경제를 수용한 국가들 중 미국에 비우호적이거나 적대적인 국가는 사실상 없었고 미국에 대한 의존도가 매우 높았기 때문에 울며 겨자 먹기식으로라도 미국의 입장을 수용한 것이다.

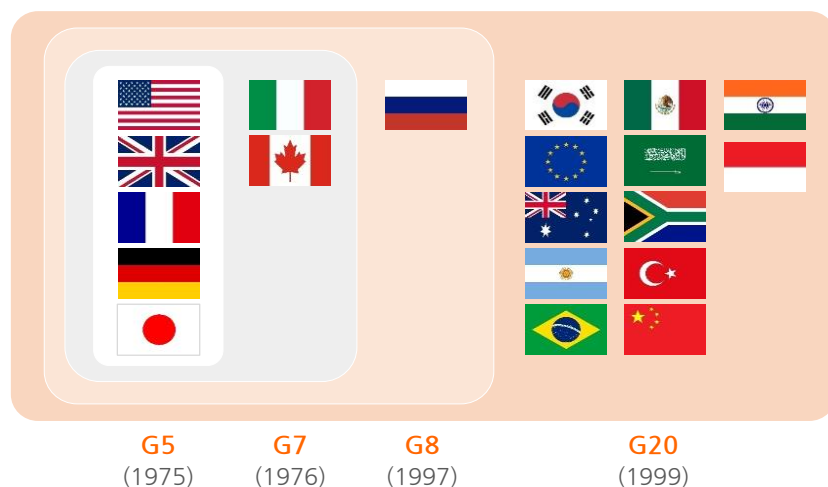
지금은 여러 친구들과

지금은 아니다. 일단 시장경제체제를 수용한 국가들이 많아졌다. 중국과 러시아가 대표적이다. 예전 G5만큼은 아니지만 상당 규모의 경제력을 보유한 국가들도 많아졌다. G20이 왜 생겼는지 보면 간단하다. 결국 미국 입장에서는 4개국 이 아니라 최소 6개국(G7), 최대 19개국(G20)과 협상해야 한다. 협상의 기간도, 난이도도 상당히 높다.

친구가 아닌 국가들과도
해야하는 합의

두번째로 협상 대상에 친구가 아닌 국가들이 생겼다. 끝을 보려는 중국은 차치 하더라도 인도, 인도네시아, 브라질 같은 국가들과의 협상 역시 필요하다. 희생을 친구들에게 요구하는 것이 쉬울지, 데면데면한 사람들에게 하는 것이 쉬울지는 굳이 설명할 필요가 없다.

[그림23] 협의를 하기에는 상대는 많아지고 난이도도 높아졌다



자료: 한화투자증권 리서치센터

3. 일방적(Unilateral) 조치

IEEPA 선포 또는
재무부 주도 환시개입

일방적 조치에는 크게 두 가지 방법이 있다. IEEPA(국제경제비상권한법)를 통해 외환시장에 정부가 직접 개입하거나, 재무부 주도로 국부펀드 신설, 타국 통화를 매입해 외환보유고를 축적할 수 있다.

IEEPA는 대통령이
금융시장 직접 개입
권한 부여

IEEPA는 1977년 제정된 연방법이다. 대통령이 국가비상사태를 선언하면 미국 내외의 외환 및 금융거래 등에 직접 개입할 수 있는 권한을 부여한다. 스티븐 미란은 미국의 지금 상황이 정상이 아니므로 대통령이 동 권한을 행사할 수 있다는 입장이다. ‘비상상황’에 대한 명확한 객관적 판단 근거가 없으니 IEEPA는 현실적으로 활용할 수 있는 카드다.

법을 통한 공격은
이미 경험이 있다

무엇보다 경험이 있다. 생각하지 못한 법령을 이용해 미국이 재미를 본 적은 이번이 처음이 아니다. 2018년 당시 정부는 무역확장법 232조를 근거로 철강과 알루미늄에 관세를 부과한 바 있다. 국가안보를 지키는 무기를 생산하는데 외국산 철강과 알루미늄을 사용할 수 없다는 논리로 관세를 부과한 것이다.

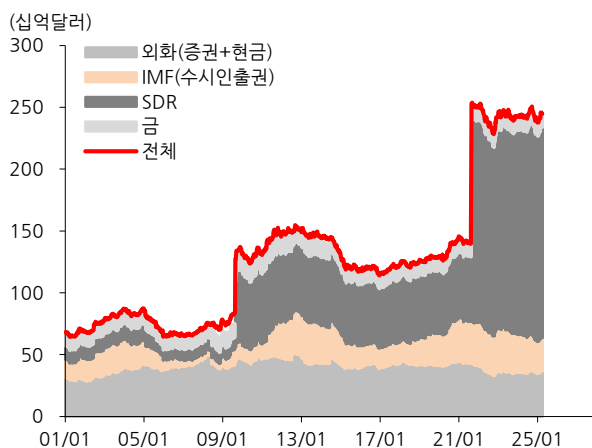
재무부 주도 개입은
명분 + 크지 않을
시행착오 기간

국부펀드는 이미 진행 중인 사안이고, 재무부의 적극적인 외환시장 개입 및 자산 매입을 지원자격할 것으로 예상된다. 재무부의 시장개입은 다른 나라들도 하고있는 정책이다. 그 만큼 명분도 있으며 시행착오도 크지 않을 것이다. 환율 정책은 연준이 주도하는 것이 바람직하겠지만 지금 행정부와 연준 관계를 생각해보면 쉽지 않을 뿐더러 통화정책 독립성 논란도 불거질 수 있다.

강력한
시장충격은 불가피

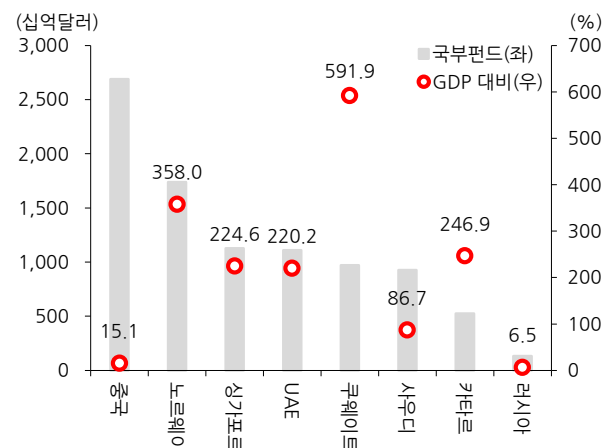
일방적 조치는 일단 빠르다. 그리고 정책 시차가 매우 짧다. 그러나 그 만큼 시장의 충격은 클 것이고, 지금도 갉아먹고 있는 미국의 신뢰가 더욱 빠르게 손상될 가능성이 농후하다. 효과가 확실한 만큼 리스크도 큰 방식이다.

[그림24] 미국 재무부 외환보유고 추이



자료: U.S. Department of the Treasury, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 글로벌 주요 국부펀드 자산 규모



주: 중국= CIC + SAFE IC, 싱가포르 = GIC + Temasek

자료: Statista, 한화투자증권 리서치센터

VI. 순차적, 연착륙이 핵심

미국인들도 피해는
최소화하고 싶기 때문에
정책의 연착륙과

미국도 불확실성과 충격, 부작용을 어디까지나 불사하고 감내하겠다는 것이지 결코 바라지는 않는다. 당연히 미국인들도 안좋은 영향은 최소화하고 싶어한다. 가급적 안 다치면서 글로벌 구조개혁이 성공하려면 연착륙이 핵심이다. 순차적인 정책 시행과 단계별 목표설정이 필요하다. 스티븐 미란마저도 정책 수단보다 더 중요한 것은 정책 설계 방식과 소통이라고 한다.

순차적 시행이 중요

정책의 순서는 앞서 설명한대로 ‘先 관세 後 환율’이 될 것이다. 단계별 목표는 1) 자국산 제품의 수입품 대체(자국기업 경쟁력 제고), 2) 물가 자극 억제, 3) 약 달러 유도 순으로 예상한다. 중간중간 미군 철수 등 안보 문제는 협상 주도권을 확보하기 위한 카드로 적극적으로 활용될 것이다.

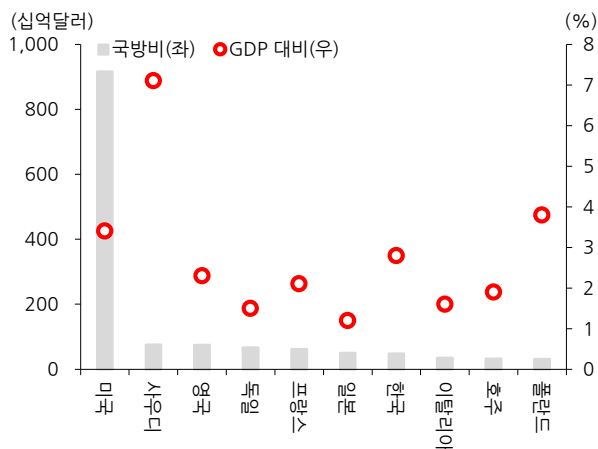
당장은
달러강세 용인

이미 시작된 관세정책부터 보면, 한동안은 상대국들의 반응을 관찰하고, 미국 경제가 정책에 적응할 충분한 시간을 줄 것이다. 동시에 산업 지원정책(1번 목표)과 함께 달러 강세가 용인(2번 목표)될 가능성이 높다. 경제가 일시적 충격에서 벗어나 순항하고, 물가가 크게 상승하지 않는다는 것을 확인하는 것이 우선이다. 연준의 ‘Data Dependent’와 유사한 기조를 보일 공산이 크다.

환율정책 방식은
관세정책을 보고
결정할 것

환율정책은 관세정책을 통해 나온 상대국들의 스탠스(협상(굴복) 또는 대응(보복))에 따라 환율정책 접근방식을 결정할 것이다. 미국도 다자간 협의를 통한 달러 약세를 선호하지만 과거 대비 많아진 협상국들과 높아진 난이도를 보았을 때 일방적 조치를 취할 가능성도 배제할 수 없다.

[그림26] 미국과 우방국 국방비 지출 순위



자료: Statista, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 적극적인 압박카드로 사용할 안보



주: 전세계 미군 주둔 국가

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

환율정책 충격은
관세정책과
비교할 수 없을 정도로
클 것

관세와 달리 환율정책의 핵심은 속도보다 안정성이다. 환율정책의 실패 또는 혼선으로 받을 금융시장의 충격은 관세정책과는 비교할 수 없을 정도로 크다. 기축통화국 지위가 근본적으로 흔들릴 가능성도 배제할 수 없다. 비록 미국의 궁극적인 목표는 약달러이지만 서두를 생각은 없어 보인다. 오히려 충분한 시간동안 강달러를 용인할 것이다. 당장은 관세에 집중할 때다.

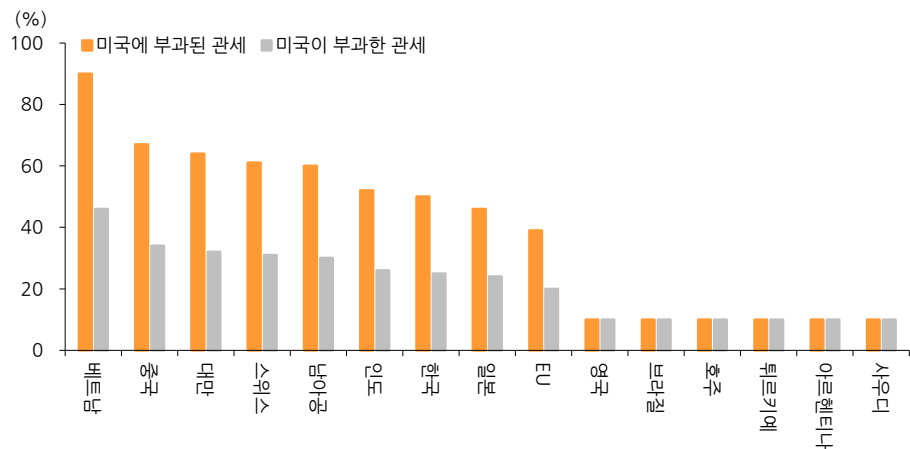
미국의 생각이
잘못된 것은 중요한
것이 아님

미국인들은 본인들이 글로벌 사회에 여러 공헌을 하고 있음에도 불공평한 대우를 받고 있다고 생각한다. 앞으로 미국의 정책을 판단하고 분석할 때 미국의 생각이 맞거나 틀리고는 중요한 것이 아니다. 트럼프 대통령이 친히 발표한 상호관세율에는 미국이 교역국들에게 부과받는 관세율도 같이 적혀있다. 이 숫자를 두고 갑론을박이 많지만 이것 역시 중요한 것이 아니다.

그들이 그렇게 생각하고
있다는 것이 중요

미국이 그렇게 생각하는 것이 중요하고, 미국은 그 생각을 바꾸지 않을 것이라는 것이 중요하다. 미국과의 단절을 원하지 않는다면 그들이 왜 그렇게 생각하고, 어떻게 나와야 조금이라도 협상의 여지를 확보할 수 있는지 생각할 때다.

[그림28] 미국이 부과한 상호관세율과 미국이 생각하는 본인들한테 부과된 관세율



자료: the White House, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

◎ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

◎ GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by [Licensee].
