

2025.04.16

Investment Strategy

양해정의 전략코멘트

양해정 투자전략 02-709-2651 hjyang@ds-sec.co.kr

미중 성장경쟁과 한국의 기회

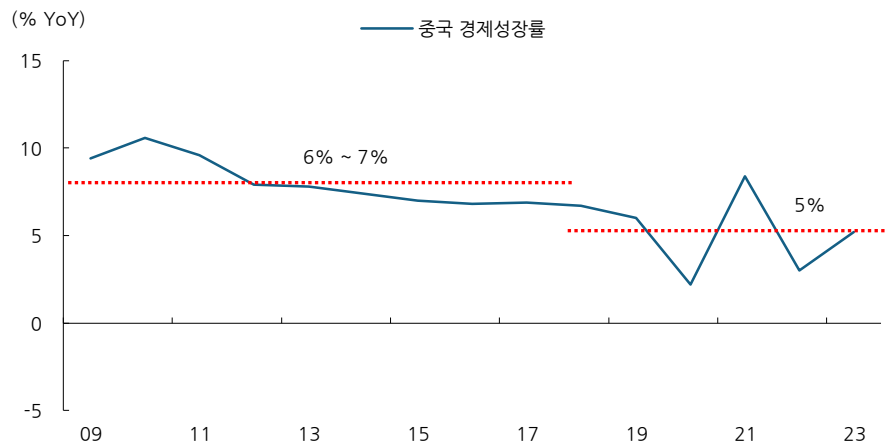
변화의 신호는 위안화 절상과 중국 성장률 전환

미국과 중국의 무역분쟁이 정점을 향해 치닫는 중이다. 성장경쟁의 성격이 짙어 상호 간 벼랑 끝을 향해가지는 않을 것으로 판단한다. 미국은 최대 소비국이고 중국은 최대 생산국이다. 수요와 공급 측면에서 보면 상호 간 접점을 찾을 수밖에 없다. 미국은 중국이 낮은 비용으로 생산하는 공산품을 소비해야 하고 중국은 과잉생산 되는 공산품을 수출해야만 한다. 상호 간 과잉 되는 부분을 합의하면 된다.

변화를 일차적으로 확인할 수 있는 변수는 위안화다. 상호간 합의가 있을 경우 즉각적으로 반영될 것으로 예상된다.

다음으로 중국의 성장률 정책이다. 사회주의 경제에서는 기본적으로 성장률 목표를 제시하는 특징이 있다. 일종의 체제 우위를 유지하는 버팀목이다. 하지만 정상적인 경제에서 침체 없이 성장을 지속한다는 것은 과잉생산을 동반할 수밖에 없다. 따라서 성장률을 낮춰 제시한다는 것은 중국의 설비 구조 조정 신호일 수 있다. 수출 중심 경제에서 관련 상품 수출을 축소하거나 중단한다는 것은 과잉생산을 줄인다는 의미다. 내수 부양과 첨단산업 투자를 늘려 성장률(4~5% 수준)을 최대한 방어할 것으로 예상한다.

중국 경제성장률 목표와 성장률



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

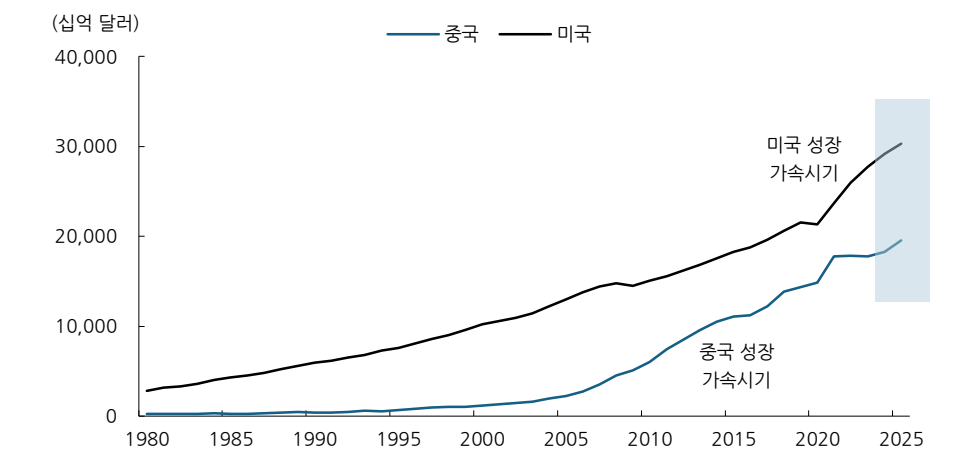
DS투자증권
리서치센터

미국 3%를 vs. 중국 5% 성장률

상호 간 성장 확대를 위해
협조할 수밖에 없음

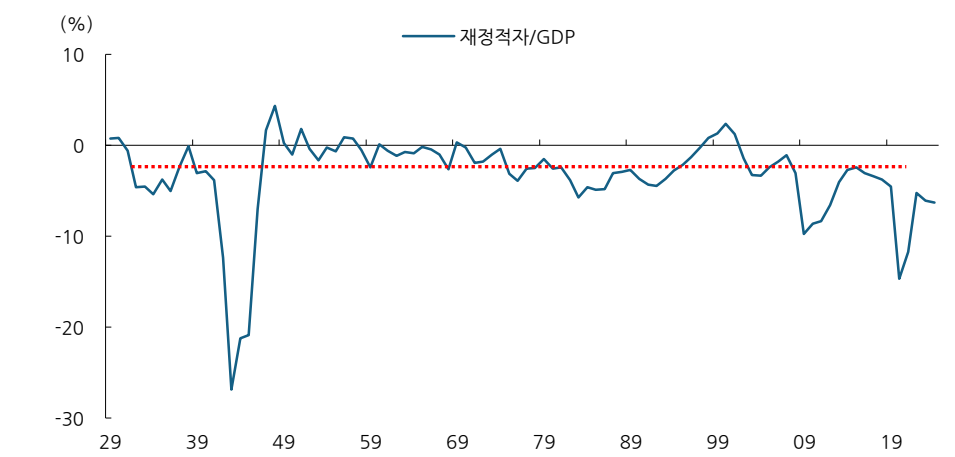
중국 경제 규모가 미국을 추월할 가능성이 높아지면서 미국도 긴장을 하고 성장을 중요시하고 있다. 이는 두 국가 간 냉전시기 군비경쟁과 비슷한 성격의 성장경쟁으로 나타나고 있다고 판단한다. 미국이 재정적자를 3% 수준에서 조절하겠다는 것은 성장이 있어야만 가능한 정책이다. 중국은 앞서 언급한 것처럼 체제를 유지하기 위한 수단이 성장이다. 성장경쟁이라면 게임이론으로 보더라도 상호 간 성장 확대가 필요해 협조할 수밖에 없다. 수출 중심의 중국과 소비 중심의 미국 간 충돌은 상호 간에 극단적인 상황까지 가진 않을 것으로 판단한다.

그림1 미국과 중국의 GDP 규모



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림2 미국 GDP 대비 재정적자 비중



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

두 국가 간 관세로 시작한 무역 분쟁은 2018년에도 경험한 바가 있다. 일반적으로 한 번으로 끝나는 게임이라면 상호 간 비협조적일 수 있다. 그런데 반복 게임이 진행되는 만큼 균형은 협조적으로 움직일 가능성이 높다고 판단한다. 무역이 완전히 단절된 상황이 전개되기보다는 상호 간 견제 하에서 성장경쟁으로 진행될 가능성이 더 높다.

반복하는 게임에서 협조로 전환하는 것이 균형

두 국가 간 무역 분쟁을 죄수의 딜레마를 적용해 보면 2018년에는 협조하는 듯 했으나 결국 비협조적인 상황에서 균형이 결정되었다. 중국은 위안화 절하와 과잉생산을 지속했고 미국은 수출규제 강화 등을 지속했다. 이제 다시 반복하는 게임 상황이 되었다. 단 한 번의 게임을 하는 경우 죄수의 딜레마 균형은 비협조가 균형이다. 하지만 반복하는 게임에서는 협조로 전환하는 것이 균형이다(Aumann, R.J., 1959). 완전한 협조는 아니어도 적절한 수준의 협조와 비협조에서 균형점을 찾을 것으로 예상한다. 어느 쪽이든 완전히 단절되는 비협조적인 게임이 진행될 경우 성장정책을 펼치기 쉽지 않기 때문이다.

표1 미중 무역분쟁에서 죄수의 딜레마

		중국	
		협조	비협조
미국	협조	[미국] - 수입관세 인하 - 대중 수출규제 완화 - 성장 정책 [중국] - 상품 수입 확대 - 위안화 절상/내수 확대 - 성장 정책	[미국] - 수입관세 인하 - 대중 수출규제 완화 - 성장 정책 [중국] - 위안화 절하 - 수출기업 보조금 확대 - 수입관세 인상/수출 통제
	비협조	[미국] - 수입관세 인상 - 대중 수출규제 강화 [중국] - 상품 수입 확대 - 위안화 절상/내수 확대 - 성장 정책	[미국] - 수입관세 인상 - 대중 수출규제 강화 [중국] - 위안화 절하 - 수출기업 보조금 확대 - 수입관세 인상/수출 통제

자료: DS투자증권 리서치센터

적절한 수준의 합의는 한국에게 기회

한국에게 기회가 될 것인가

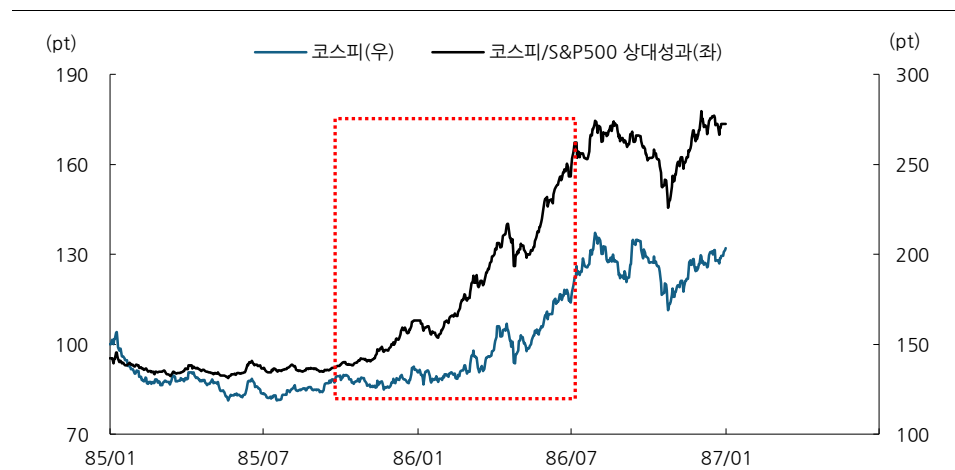
관세 전쟁으로 시작된 미국과 중국의 무역분쟁이 적절한 수준에서 합의한다면 한국 시장은 새로운 기회가 될 수 있다고 판단한다. 대표적인 사례가 미국과 일본이 플라자 합의 이후 한국에게 있었던 성장이다. 당시에 한국은 3저 호황을 경험했다.

플라자 합의 이후 일본은 수출 중심의 경제 구조에서 내수 중심의 경제 구조로 전환하였다. 엔화 강세로 수출 경쟁력이 약해지니 미국향 수출 비중을 줄였다. 일본은 수출 비중을 낮추면서 수출 관련 설비를 구조 조정 했다. 이것이 기본적으로 일본의 저성장을 만든 이유이기도 하다. 일본이 수출 설비를 구조 조정하는 과정에서 한국은 상대적인 수혜를 보았다. 어차피 수출 중심의 경제 구조였던 만큼 일본이 미국으로 수출하던 물량은 한국이 일정 부분 대체할 수밖에 없는 상황이었다. 엔저 효과(엔화 가치 상승)의 수혜다.

사우디아라비아의 감산 정책 철회로 유가는 하락했다. 저유가로 인해 생산 비용이 낮아지고 물가도 안정되었다. Fed가 금리를 내려 저금리로 해외에서 조달하는 비용도 낮게 유지할 수 있었다.

당시처럼 동일하지는 않더라도 중국의 과잉생산과 위안화 절하로 인한 수출 경쟁력 하락은 한국에는 부정적인 상황이다. 이것만 방향이 조금 전환되어도 한국 기업들에게는 나쁘지 않다고 판단한다. 또한 미국 입장에서 공급망을 재조정하는 과정에서 한국과 같은 동맹국이 필요하다는 것이 확인되고 있다.

그림3 3저 시기 코스피



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

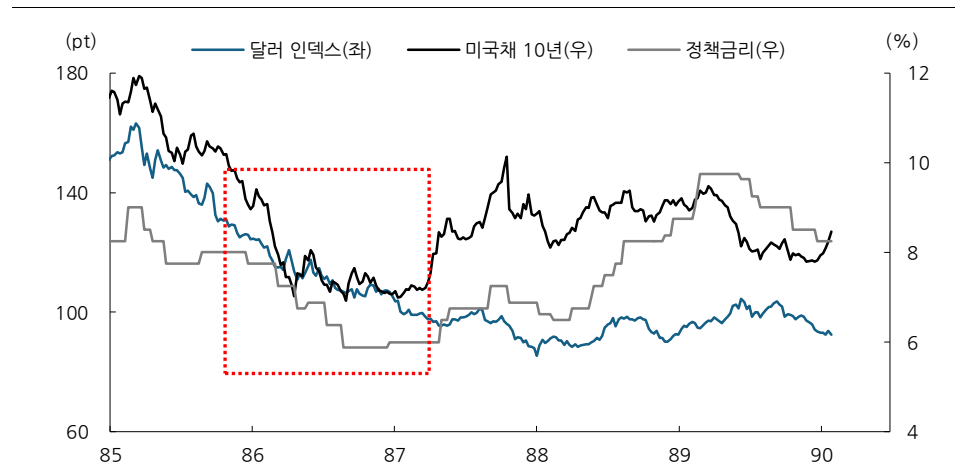
플라자 합의는 표면적으로 달러화 절하, 엔화 및 마르크화 절상이라는 통화가치의 전환이었다. 그러나 이면에는 달러화 가치를 절하시키면서 미국 국채 수요를 일정 수준 유지시켜 주는 것이 함께 진행되었다. 달러화 가치 절하와 미국 국채금리 안정이라는 두 가지를 함께 하기 위해서 추진한 정책은 1) 동맹국, 특히 일본이 미국 국채를 매수해 수요를

확대시켰고, 2) Fed의 금리 인하로 국채발행 비용을 낮췄으며, 3) 재정적자 규모를 일정 수준 유지시켜 장기금리 안정, 4) 외국의 자국 내 투자에 대한 세제 혜택을 통해 투자를 유인한 점 등이다. 또한 달러화 가치가 일방적으로 하락하는 것도 방어하는 합의가 다시 진행되기도 했다(루브르 합의, 1987년).

이번 관세 협상에서도 비슷한
합의를 도출할 수 있을 것

이번에도 관세 협상 과정에서 비슷한 합의를 도출할 수도 있을 것으로 예상된다. 무역수지 적자 문제는 당시에 쉽게 해결하지 못했던 만큼 미국 내 투자 확대, 인위적인 통화 절하 자제 등이 있을 것으로 본다. 동맹국인 한국 및 일본과 먼저 협상을 진행하는 것도 이러한 가이드라인을 만들기 위함일 수 있다. 인플레이션에 대한 부담이 있긴 하지만 Fed의 금리 인하도 필요한 조건이다.

그림4 플라자 합의 이후 달러화 가치 및 금리



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 양해정)
 - 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
 - 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.
-