

FX Strategy: USD(\$)

트럼프의 달러 로드맵



FX/Economist 위재현

82-2-3774-0430

jhwee11@futures.co.kr

2025년 3월 5일

Comment:

달러화는 연내 상고하저 흐름을 보일 전망입니다. 상반기는 트럼프의 관세 위협이 불안심리로 작용하며 달러화 강세를 지지하겠으나, 하반기에는 물가와 고용의 완만한 둔화가 이어지며 금리 인하를 동반한 달러화 약세가 전망됩니다. 다만 미국 경기가 상대국 대비 여전히 강한 점을 고려해 약세폭은 DXY 기준 95pt(현106pt) 수준으로 제한될 전망입니다.

Overview:

최근 외환시장은 관세라는 키워드 하나로 움직인다고 해도 과언이 아니다. 관세 위협이 현실화되면 달러는 강세로 반응하고, 협상의 실마리가 보이면 진정되는 패턴이 반복됐다. 관세를 무역이 아니라 재정의 관점에서 검토해보면, 관세는 결국 협상카드로 사용될 가능성이 높아 보인다. 관세 수입으로 법인세나 소득세를 대체한다는 구상은 현실성이 낮으나, 반대로 관세를 협상카드로 사용해 법인세 세수를 더욱 확보할 가능성이 있다.

트럼프의 협상 스타일을 감안하면 일정 수준의 관세는 불가피하다. 다만 관세가 부과돼도 물가에 미치는 영향은 제한적일 것이다. 트럼프 1기 당시 사례와, 현재 미국의 물가 구조를 감안하면 관세가 연준의 정책경로에 유의미한 변수로 작용하지 전망이다. 서비스, 특히 주거비를 중심으로 한 물가 둔화는 하반기에 점차 가시화 될 전망이다.

또한 하반기에 접어들수록 고용시장에 잡음이 발생할 것으로 보인다. 지난 1월에 노동부는 고용지표의 벤치마크를 수정했다. 이러한 수정으로 미국 고용시장은 실업률에 취약한 구조로 변했다. 여기에 더해 DOGE(정부효율부)의 공무원 감축 정책도 고용시장에 유의미한 하방 압력으로 작용할 것이다.

차트: 달러인덱스, 달러-원 환율



차트: 미국 기준금리



관세를 둘러싼 시장 우려는 상반기 동안 지속되며 달러화 강세는 지지될 것이다. 게다가 물가의 계절성을 감안하면 상반기 내 금리 인하는 어려울 것으로 판단한다. 다만 하반기에는 물가와 고용 둔화가 동반되며 금리 인하에 우호적 환경이 조성될 것으로 보인다. 또한 재정적 관점에서는 이자비용을 줄이기 위해서, 제조업 관점에서는 경쟁력을 키우기 위해서 금리 인하와 달러화 약세 유도가 필요하다는 점도 감안해야 한다. 당사는 올해 미국이 기준금리를 연내 3회(7월, 9월, 12월) 인하할 것으로 예상한다.

I. 재정수지 입장에서 바라본 관세와 금리

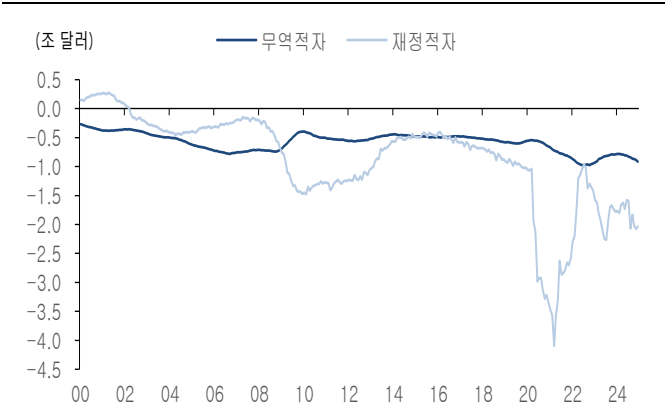
재정수지는 무역수지의 두 배 이상

트럼프 행정부의 주안점은 무역적자가 아닌 재정적자에 있다. 코로나 이후 국채 발행량 증가로 인해 재정적자는 급증했고, 무역적자가 1조달러 미만 인데 반해 재정적자는 2조 달러 수준이다. 이런 상황에서 트럼프 1기 행정부의 핵심 정책인 TCJA(Tax Cuts and Jobs Act, 2017) 법안이 올해 연장되기 위해서는 추가적으로 4~5.5조 달러 비용이 들 것으로 추정된다. 이자비용이 국방비 지출을 넘어가는 현 상황에서 트럼프 행정부의 정책은 재정적자 축소에 방점을 둘 것이다.

관세로 소득세를 대체?

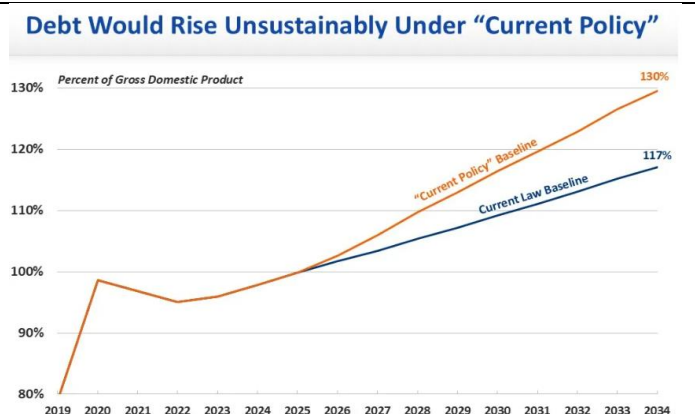
트럼프는 대선 캠페인 기간 외국에 관세를 걷어 국내 소득세를 대체시키겠다는 발언을 했다. 이는 현실성이 결여된 발언이다. 트럼프 1기 당시인 2018년 이후 미국의 관세 정책으로 관세 수입이 늘어난 건 맞다. 2018년 이전 연간 300억 달러 수준의 관세 수입이 발생했으나, 2024년 관세 수입은 770억 달러로 두 배 이상 높아졌다. 다만 2024년 미국 재무부가 연장으로 벌어들인 세금은 4.9조 달러다. 관세 수입이 아무리 늘어도 전체 세수의 2%도 채 되지 않는 것이다.

그림1 : 무역적자(1조) 보다 중요한 재정적자(2조) 수준



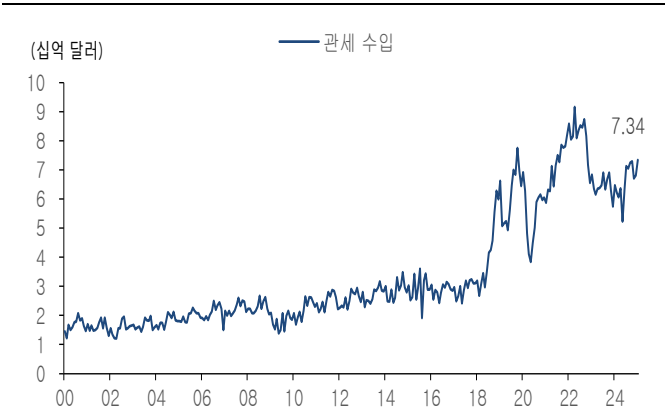
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림2 : TCJA 법안을 감안하면 GDP 대비 재정적자 117%→130%



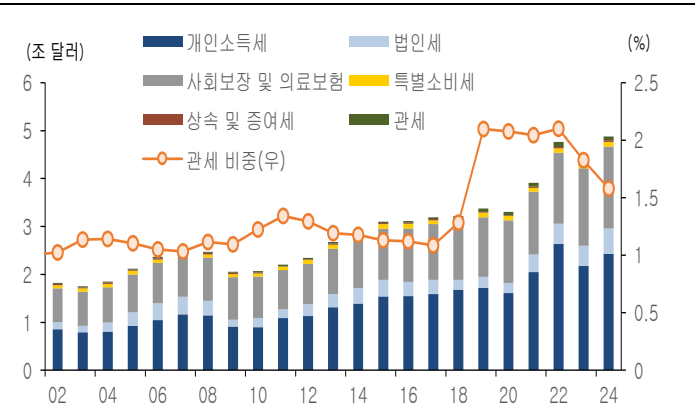
자료: CRFB, NH선물 리서치센터

그림3 : 월별 관세 수입 규모, 25년 1월 73.4억 달러



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림4 : 관세가 전체 세수에서 차지하는 비중은 2% 미만



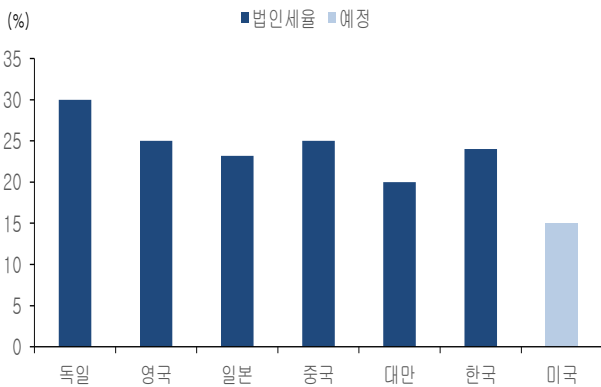
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

관세로 소득세를 대체한다는 트럼프의 발언이 실현되기 위해서는, 2024년 전체 수입금액에(4.1조 달러) 대해 60%의 보편관세를 부과해야 한다. 이는 관세 상승으로 인한 수입 감소(수입탄력성), 무역 대상국의 보복관세를 모두 제외하고 계산한 수치다. 따라서 관세를 통해 세수를 확보하겠다는 트럼프의 생각은 다소 비현실적이다.

트럼프가 보여준 카드는 관세, 손에 쥔 카드는 법인세

반면 미국 제조업 경쟁력과 재정적자 축소 두 마리 토끼를 한꺼번에 잡을 수 있는 카드는 법인세다. 트럼프는 1월 23일 다보스포럼에서 해외 제조업체들이 미국에 와서 제품을 만들면 법인세를 인하해 줄 것이고, 그렇지 않으면 관세를 부과할 것이라 공언했다. 미국의 인건비가 높지만, 기타 제조업 국가 보다 낮은 법인세율로 이를 보상해주겠다는 취지다. 트럼프는 현행 미국의 연방 법인세는 21%에서 20%로 추가 1%p 인하하고, 미국에서 직접 생산하는 제조업의 경우 15%까지 인하하겠다고 하며 해외 기업들의 생산기지 이전을 독려했다.

그림5 : 국가별 법인세 비율, 트럼프는 2026년 인하 목표



자료: 언론보도, NH선물 리서치센터
 주: 해외 진출 기업의 기업규모를 고려해 과세표준은 최대세율을 적용
 예 한국의 경우 과세표준 3000억원 이상, 24% 적용

그림6 : 트럼프 “미국에서 생산하면 법인세 인하, 아닐시 관세 부과”



자료: US Embassy, NH선물 리서치센터

도표1 :트럼프 취임 이후 관세 관련 발언 및 행보

| 날짜 | 조치 및 발언 | 내용 | 비고 |
|--------|---------------------|---|---|
| 1월 23일 | 다보스 포럼 발언 | “우리는 전 세계에서 가장 낮은 법인세를 적용할 것, 미국에서 생산하지 않는 해외 기업들은 관세 부과 대상” | - |
| 2월 1일 | 관세 부과 행정명령 서명 | 캐나다, 멕시코, 중국 - 캐나다산 비에너지 수입품: 25% - 캐나다산 에너지 수입품: 10% - 멕시코산 모든 수입품: 25% - 중국산 수입품: 10% | 캐나다 및 멕시코는 30일간 유예 (3월 4일 발효) |
| 2월 10일 | 관세 부과 행정명령 서명 | 모든 국가 - 철강: 25% - 알루미늄: 25% | 모든 국가 대상 예외 없이 적용 |
| 2월 13일 | 상호관세 조사 행정명령 서명 | 모든 국가 - 품목 미정 | 4월 2일까지 조사 후 발표 예정 |
| 2월 25일 | 구리 수입 조사 행정명령 서명 | 구리 및 구리 수입품 | 무역확장법 232조에 따라 구리 수입이 미국의 경제 및 국가 안보에 위협이 되는지 조사 지시 |
| 2월 26일 | 백악관 회의 발언 | “EU에 대해 자동차를 포함한 모든 품목들에 25% 관세가 부과될 것” | - |
| 2월 27일 | Truth Social 게시물 발언 | “멕시코와 캐나다로부터 펜타닐 유입 지속, 지난 달 유예했던 관세는 3월 4일부터 즉시 발효될 것. 중국은 추가 10% 관세 부과” | - |

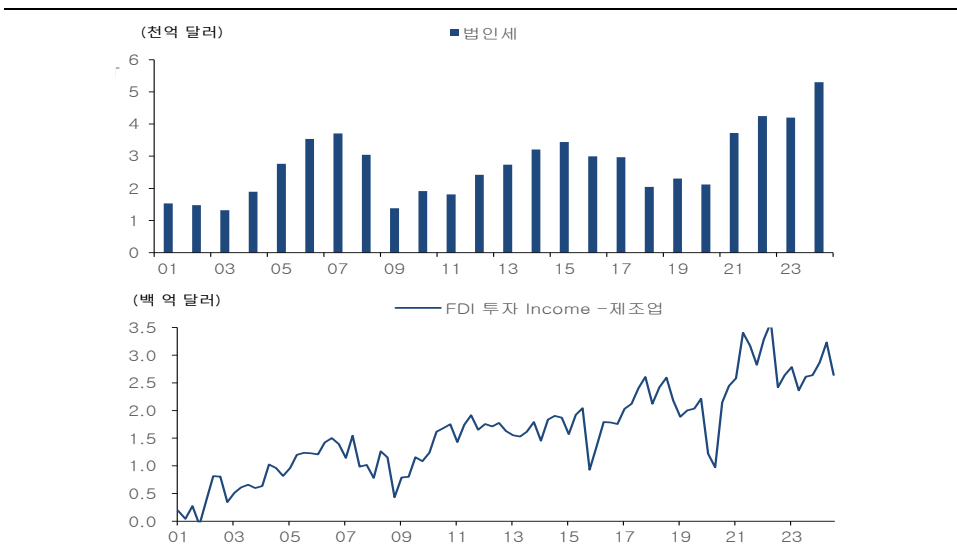
자료: 언론보도, NH선물 리서치센터

법인세율(P)이 낮아져도
과세 대상(Q)이 많으면?

법인세를 인하하려면 막대한 세수 충당이 필요하다는 견해도 다시 생각해 볼 필요가 있다. 법인세를 인하하면 기존 기업들에 부과하는 세금 수입은 줄어들겠지만(P의 효과), 미국으로 생산기지를 이전한 법인들이 대거 늘어나면 Q의 효과로 오히려 세수를 확충할 수 있다.

실제로 2017년 말 TCJA 법안으로 인해 법인세는 35%에서 21%로 대폭 인하했음에도, 재무부가 거둬들인 법인세는 오히려 2018년 이후 큰 폭 증가했다. 이는 법인세 인하가 국내 기업의 이익 증가로 이어지며 과세 소득이 늘어난 부분도 있겠으나, 미국 내 외국인직접투자(FDI) 증가, 해외 제조업체들의 미국 내 공장 설립 확대 영향이 컸다.

그림7: 2018년 법인세 대폭 인하 (35%→21%)에도 법인세 세수는 증가



자료: BEA, NH선물 리서치센터

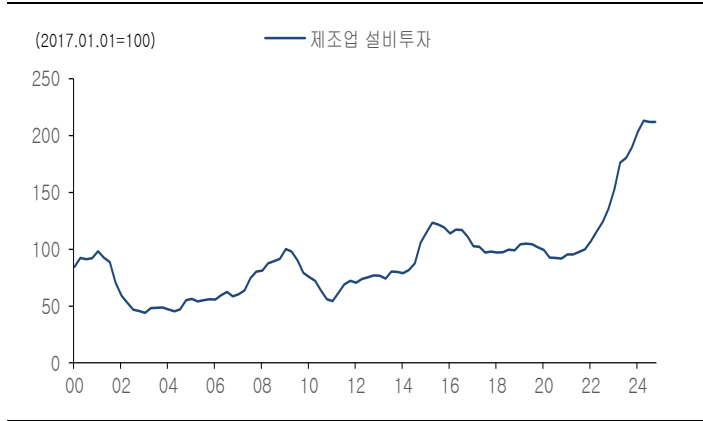
주: FDI 투자 Income: 미국에 투자된 FDI 자금의 배당금/분배소득/이익재투자/이자수익의 합

그림8 :제조업 건설투자



자료: Census Bureau, NH선물 리서치센터

그림9 : 제조업 설비투자



자료: BEA, NH선물 리서치센터

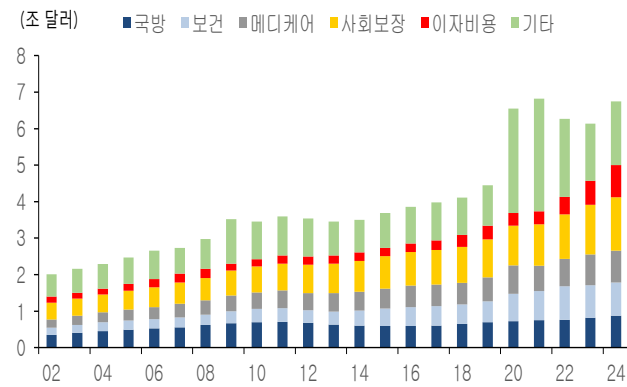
트럼프는 돈을 벌고,
머스크는 지출을 줄인다

트럼프의 바람대로 협상이 순조롭게 이뤄지고, 해외 기업들이 미국으로 생산기지를 옮겨가도 문제는 남아있다. 재정적자를 줄이기 위해서는 세금을 많이 걷는 동시에 지출도 줄여야 하기 때문이다. 2024년 미국 재무부의 재정수입은 4.9조, 재정지출은 6.8조 수준이다. 일론 머스크를 필두로 한 정부효율부(DOGE)는 지출을 감축하기 위해 불필요한 연방정부 공무원부터 대규모로 해고하기 시작했다.

재정적 관점에서
금리 인하가 필요한 상황

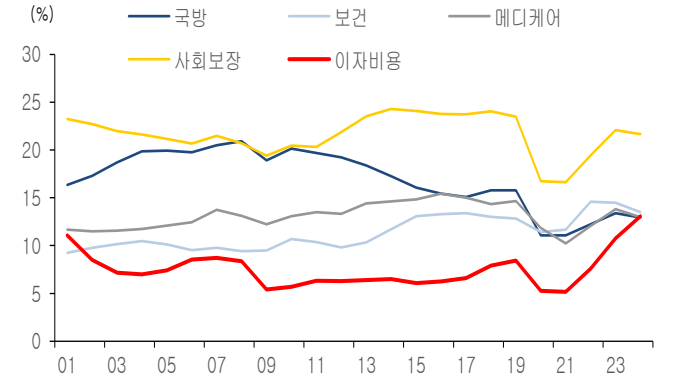
다만 DOGE의 지출 삭감 노력은 한계가 있다. 지난 2월 26일 하원에서 승인한 공화당의 예산안은 향후 10년간 4.5조 달러의 감세와 2조 달러의 지출 삭감 내용이 포함됐다. 현재 트럼프 정책이 유지된다면 2024년 말 재정적자 2조가 2034년에는 4.5조로 늘어나는 내용이다. 이런 상황 속 트럼프와 베센트 재무부 장관, 일론 머스크가 동시에 주목한 것은 이자비용이다. 대규모 국채 발행과 고금리가 겹치며 재무부는 작년 8,800억 달러를 순수 이자비용로 지불했다. 이는 전체 재정지출의 13% 비중이며, 사회복지지출 다음으로 가장 많은 비중이다. 재정지출을 줄이기 위해 금리 인하, 특히 장기채 금리를 낮게 유도해야 하는 상황이다.

그림 10 : 미국 항목별 재정지출



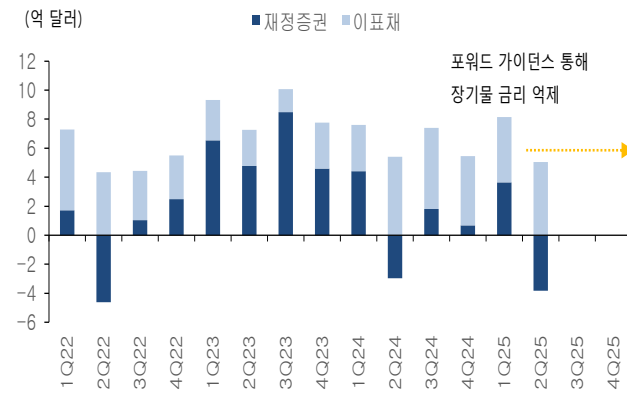
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림 11 : 이자비용은 사회복지비용 다음으로 2위를 차지



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림 12 : 분기조달계획(QRA)에서 장기채 발행 비중 유지



자료: US Treasury, NH선물 리서치센터
주: QRA 결과 중 최종 확정치 기준, 2Q25는 재무부 추정치

그림 13 : 베센트 재무장관 "10년물 금리 하락 원해"



자료: WSJ, NH선물 리서치센터

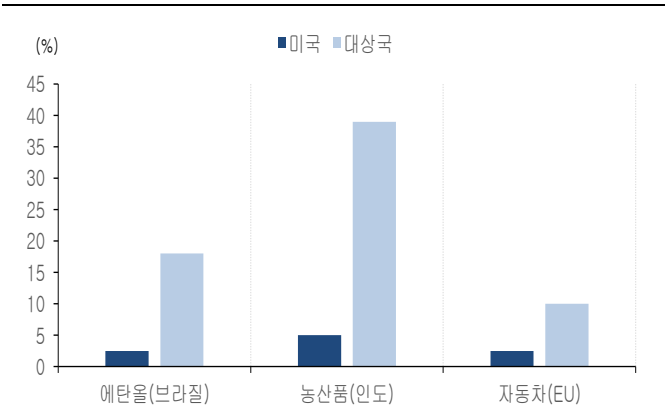
Ⅱ. 일정 수준의 관세는 불가피, 다만 물가 영향은 제한

관세가 협상카드는 맞으나 불공정 무역 관행에 대해서는 강경하게 나올 트럼프

트럼프의 협상 스타일을 감안하면 일정 수준의 관세는 불가피하다. 트럼프는 2월 13일 상호관세의 부과 시점을 4월 2일로 미뤘다. 백악관에서 공개한 상호관세 관련 문서를 보면 불공정한 무역 관행에 대해 지적하고 있다. 1) 인도는 미국산 오토바이에 100% 관세를 부과하지만, 미국은 인도산 오토바이에 2.4%의 관세를 부과하는 점. 2) EU는 미국산 자동차에 10% 관세를 부과하지만, 미국은 2.5% 관세만 부과하는 점을 언급했다..

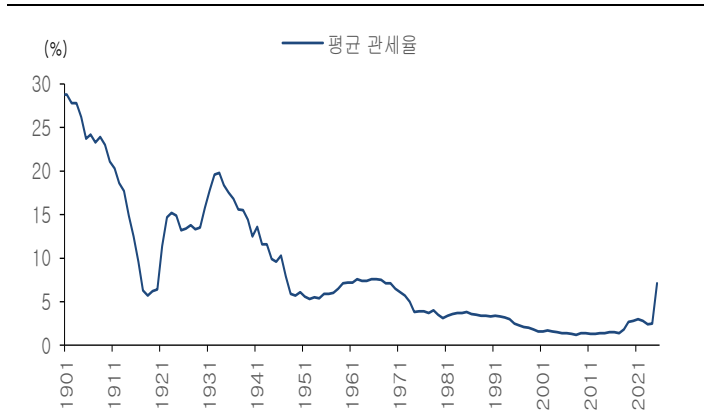
특히 유럽의 경우 수입산 자동차에 10% 관세를 부과하고, 최종 소비자에게 판매될 때 평균 20%~25%의 부가가치세가 추가로 부과된다. 유럽 자국산 자동차에도 부가가치세는 적용되지만, 수입산 자동차의 경우 관세를 포함한 가격에 부가가치세가 적용되어 가격 경쟁력이 낮아진다. 따라서 이러한 불공정 관행에 대해 트럼프와 EU의 협상이 난항을 겪는다면 일정 수준의 관세는 불가피하다.

그림 14 : 백악관이 언급한 불공정무역 대상



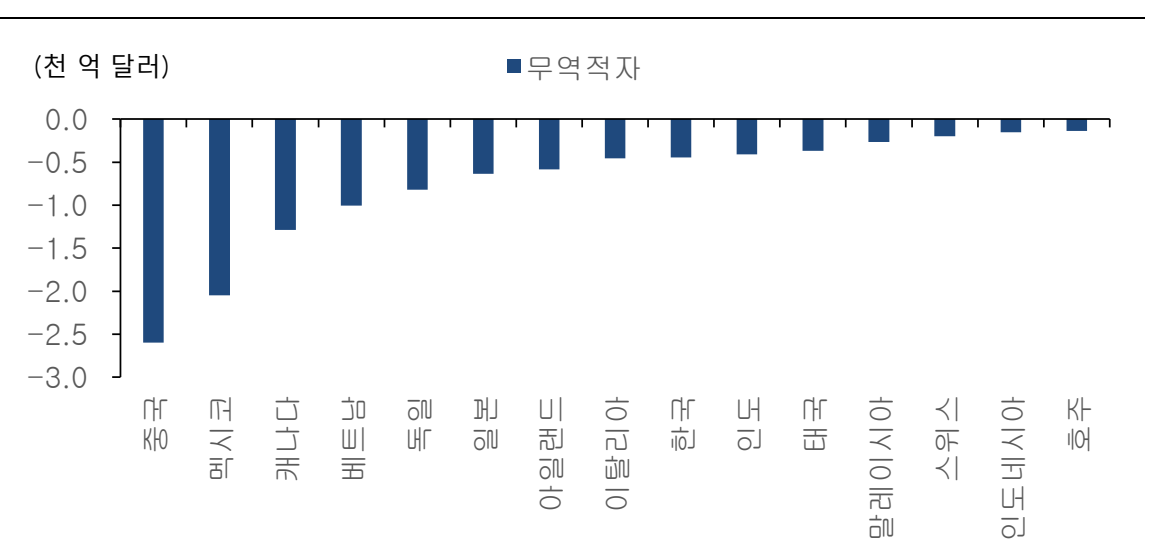
자료: White House, NH선물 리서치센터

그림 15 : 미국의 전체 수입 평균관세율



자료: Tax Foundation, NH선물 리서치센터

그림 16 : 미국의 주요 교역대상국 무역적자 규모 (2023년 기준)



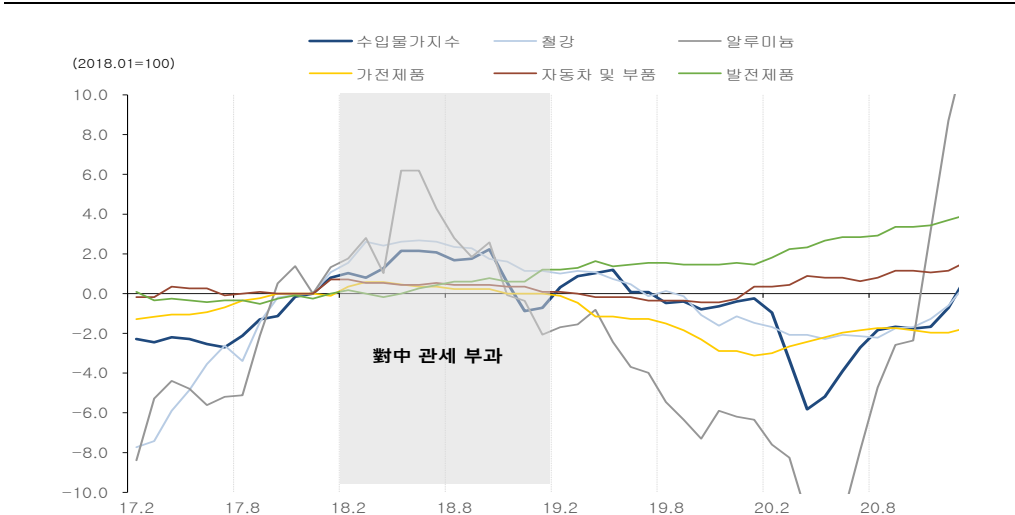
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

**트럼프 1기 물가 흐름,
수입업체, 중간재 생산자가
대부분을 흡수**

그럼에도 관세가 물가에 미치는 영향은 제한적일 전망이다. 트럼프 1기 무역전쟁 당시 수입물가와 생산자물가(PPI)는 상승한 반면 소비자물가(CPI) 상승은 제한됐다. 이는 수출입 기업, 중간재 생산 기업이 대부분의 관세를 흡수했기 때문이다. 대중 무역관세가 본격 발효된 2018년 초 철강과 알루미늄의 수입물가는 크게 올랐으나, 관세 부과 이후 3-4개월 내에 수입물가 상승은 진정됐다. 이는 중국이 위안화를 절하하며 관세로 인한 수입물가 상승을 일부 상쇄했고, 미국 수입업체 또한 중국 외 국가에서 대체 공급망을 구축했기 때문이다.

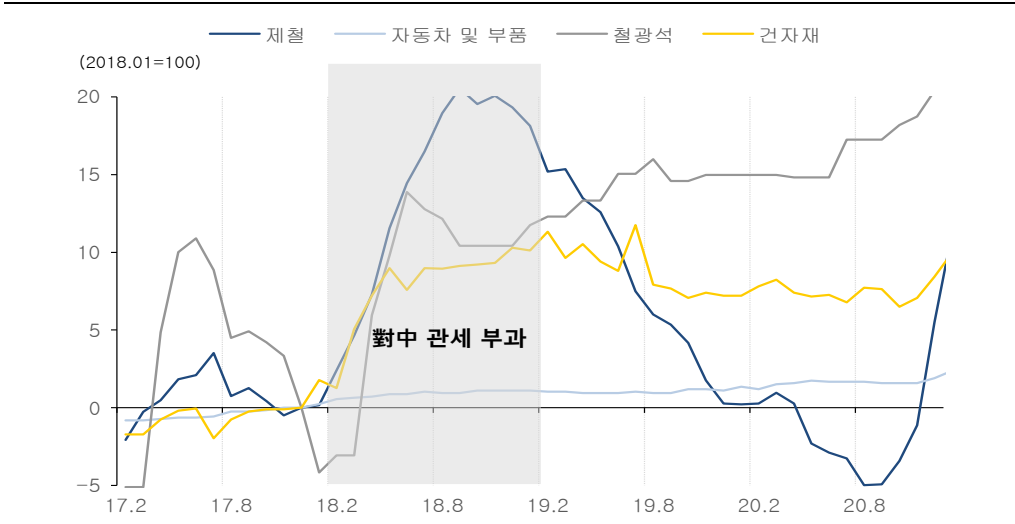
그럼에도 미국 생산자들은 완전 대체가 불가능한 영향에 더욱 큰 비용 압박을 받았다. 특히 철강을 활용하는 중간재 생산기업인 제철소와 전자재 제조업체들은 관세 부과 이후 투입비용이 크게 상승했고, 철강을 활용해 최종재를 생산하는 농기계, 가전제품, 자동차 부품 제조업체들은 이보다 적은 비용 상승을 감수했지만 그 효과는 길게 지속됐다.

그림17: 품목별 수입물가지수, 관세 부과 이후 3-4개월 내에 대부분 진정 (중국 외 대체)



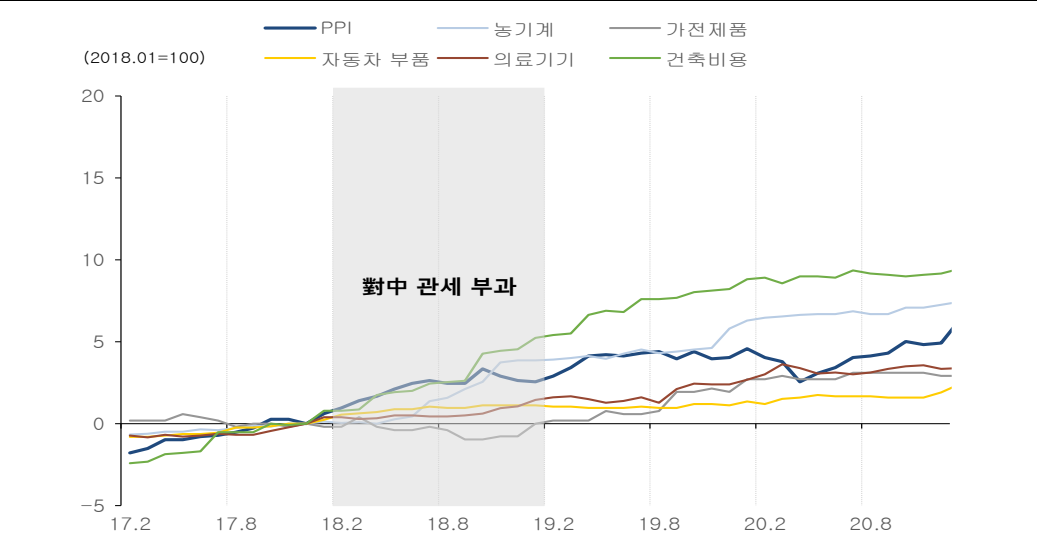
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림18: 중간재 생산자물가(PPI, Intermediate), 큰 폭 상승 (완전 대체 불가, 기업 생산비용 증가)



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림19: 최종재 생산자물가 (PPI, Final Goods), 중간재 대비 상승폭 제한적



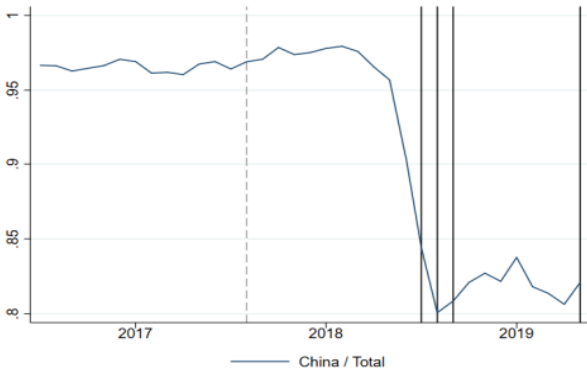
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

도표2: 트럼프 1기 대중국 무역관세 조치

| 날짜 | 조치 및 발언 | 내용 | 주요 품목 |
|---------|------------------|---|--|
| 2018.03 | 철강 및 알루미늄 관세 | 대상: 전 세계에서 수입되는 철강 및 알루미늄 제품 관세율: 철강-25%, 알루미늄-10% | 철강제품: 열연강판, 냉연강판, 철강봉, 철강관 알루미늄 제품: 알루미늄 판재, 압출형재, 호일 |
| 2018.07 | 대중국 관세 (List 1) | 대상: 중국산 수입품목 818개 관세율: 25% 관세 규모: 340억 달러 | 산업기계 및 부품: 터빈, 밸브, 펌프 전자 부품: 인쇄회로기판, 반도체 자동차 부품: 트랜스미션, 엔진 부품 항공기 부품: 프로펠러, 착륙장치 |
| 2018.08 | 대중국 관세 (List 2) | 대상: 중국산 수입품목 279개 관세율: 25% 관세 규모: 160억 달러 | 화학제품: 윤활유, 플라스틱 수지 철강제품: 파이프, 튜브 전자제품: 전자 스위치, 배터리 철도 관련 장비: 기관차, 철도 차량 부품 가구류: 의자, 소파, 매트리스 |
| 2018.09 | 대중국 관세 (List 3) | 대상: 중국산 수입품목 5,745개 관세율: 초기 10%에서 2019년 5월 10일부로 25%로 인상 관세 규모: 2,000억 달러 | 가전제품: 냉장고, 세탁기, 전자레인지 해산물: 생선, 조개류 조명기구: 램프, 상들리에 가방 및 여행용품: 핸드백, 여행가방 의류 및 신발: 셔츠, 바지, 운동화 |
| 2019.09 | 대중국 관세 (List 4A) | 대상: 중국산 수입품목 3,805개 관세율: 15% 관세 규모: 1,200억 달러 | 전자기기: 스마트워치, 블루투스 이어폰 주방용품: 오븐, 믹서기 문구류: 노트, 펜, 연필 |
| 2019.09 | 대중국 관세 (List 4B) | 대상: 중국산 수입품목 540개 관세율: 15% 관세 규모: 1,200억 달러 | 전자기기: 휴대폰, 노트북 컴퓨터, 모니터 완구류: 전자식 및 기계식 장난감, 휴대용 게임기 |

자료: 언론보도, NH선물 리서치센터

그림20: 수입업체는 2018년 이후 중국 비중을 96%→80%로 축소



자료: NBER, NH선물 리서치센터

그림21: 위안화는 환율을 절하하며 일정 관세를 흡수



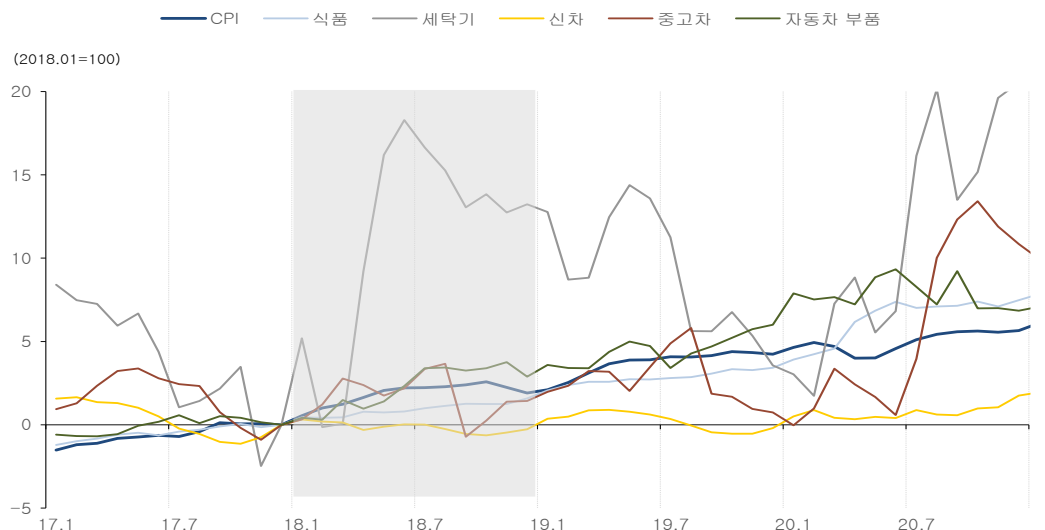
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

반면 소비자물가는 상승폭이 제한적이었다. 2018년 CPI는 전년대비 1.9% 상승으로, 평년대비 안정적인 수준을 유지했다. 품목별로 보더라도 세탁기와 일부 자동차 부품을 제외하면 물가 상승 압력이 두드러지지 않았다. 세탁기의 경우 중국과 한국산 저가 가전제품을 대체할 뚜렷한 대안이 없었고, 수익성이 좋지 않은 국내 기업들은 마진 압박을 감내하지 못해 소비자 물가로 전가했다.

1기와 마찬가지로 소비자물가에 영향은 미미할 것

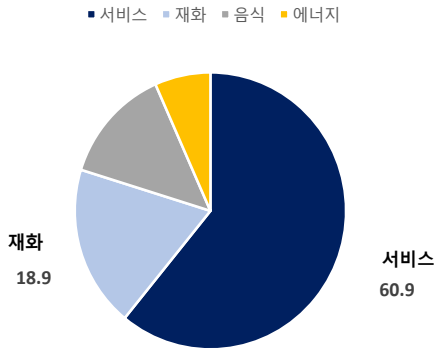
트럼프 2기 행정부가 집중적으로 관세를 부과할 것으로 예상되는 품목은 자동차/반도체/의약품이다. 지난 1기와 달리 중간재와 최종재 중심의 관세는 중간에 가격 상승을 흡수할 완충지대가 부족할 수 있다. 다만 미국의 CPI에서 재화 비중은 19%임을 감안할 필요가 있다. 자동차와 의약품, 그리고 반도체를 사용하는 제품을 폭 넓게 포함해도 이 세가지 품목이 전체 물가에서 차지하는 비중은 9.3%다. 자동차/반도체/의약품에 25% 관세 부과라는 극단적 상황을 가정해도 헤드라인 CPI 상승폭은 제한적일 것으로 보인다. (기타 품목 상승률이 고정이라고 가정하고 단순 산술을 적용하면 Headline CPI는 3.0%에서 3.1%로 상승)

그림22: CPI 세부항목, 세탁기를 제외하면 대체로 평년 수준을 유지



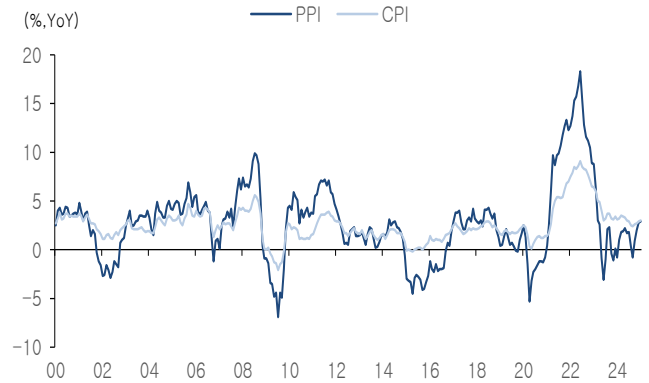
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림23 :CPI 재화, 서비스 비중



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림24 : CPI와 PPI



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

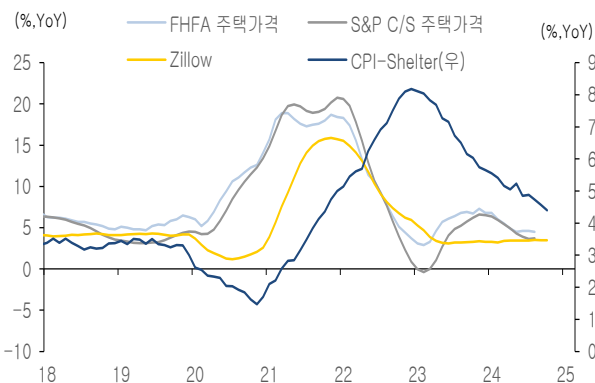
반면 시장이 염려하는 부분은 과거 관세 부과 당시 물가는 2% 수준이었으나, 현재 물가가 3% 수준이라는 점이다. 다만 당시 기준금리 인상 사이클에서 금리 고점이 2.5%였던데 반해, 현재는 훨씬 제약적인 4.5% 수준임도 감안할 필요가 있다.

금리는 과거보다 제약적, 서비스 물가는 하락 추세

현재 미국의 물가가 둔화되지 않는 것은 상당부분 서비스 가격에 기인한다. 재화 가격은 이미 작년년부터 마이너스 구간으로 진입했으나, CPI 물가의 60.9%, PCE 물가의 67%를 차지하는 서비스 물가가 하단을 지지하고 있다.

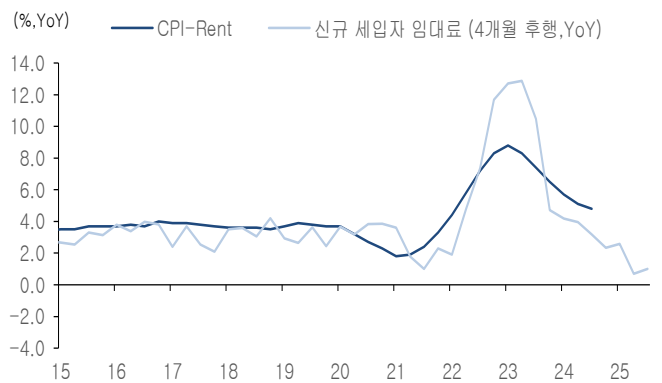
긍정적인 부분은 서비스 물가에서 가장 높은 비중을 가진 주거비의 경우 작년 말부터 꾸준히 둔화 흐름을 이어가고 있다는 점이다. 주거비의 선행 지표인 임대료 지수 또한 주거비의 향후 추가 둔화를 암시하고 있는 만큼, 물가는 완만하지만 하반기 내 둔화 흐름을 이어갈 전망이다.

그림25 :임대료 지수와 주택가격지수는 주거비 하락을 암시



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림26 : 캔자스 시티 연은도 향후 주거비 하락을 전망



자료: Kansas City Fed, NH선물 리서치센터

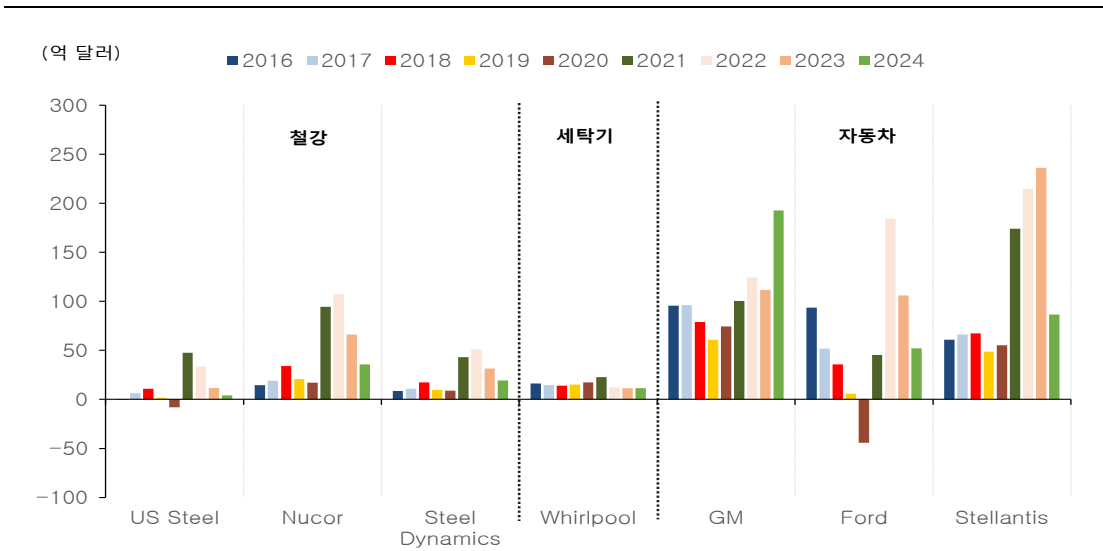
산업 경쟁력,
관세로는 해결되지 않아

Ⅲ. 관세는 제조업 경쟁력을 키울 수 있을까?

결국 트럼프가 원하는 것은 자국 제조업 경쟁력을 키우는 것이다. 다만 과거 사례를 보면 관세의 역할은 제한적이었다. 이는 트럼프 1기 주요 관세 부과 대상 품목이던 철강, 세탁기, 자동차, 태양광 산업 내 주요 기업들의 실적에서 확인할 수 있다.

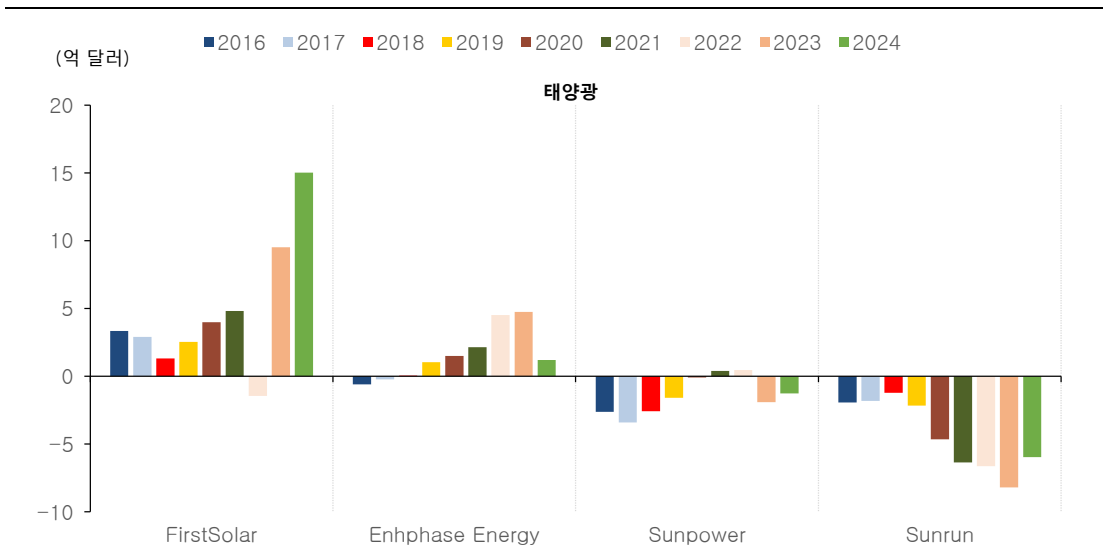
코로나 영향을 제외하고 대체로 2021년 이후에는 수익성이 개선됐으나, 2022년 이후 1) 원자재 가격 상승 2) 공급망 차질 3) 중국과 유로존 경기 둔화 영향에 대부분 기업들은 오히려 관세 부과 전인 2016-2018년의 이익 수준으로 복귀했다.

그림27: 철강, 세탁기, 자동차 제조업체 주요기업 영업이익 추이 -> 대체로 2018년 수준으로 복귀



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림28: 태양광 주요기업 영업이익 추이 -> 대체로 2018년 수준으로 복귀



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

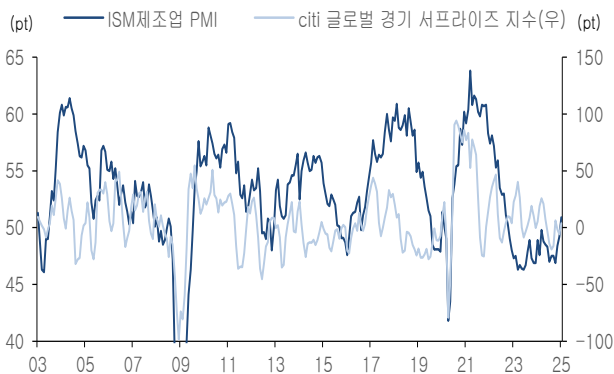
수혜기업 있으나,
기업 경쟁력 + 글로벌 경기
뒷받침 돼야

산업별로 유일하게 성과가 개선된 기업은 자동차 제조업체인 GM(General Motors)과 태양광 업체인 First Solar다. GM의 양호한 실적은 관세 인상으로 인한 수혜도 있었으나, 제품군 다변화와 기업 자체의 비용감축에 기인한 부분이 컸다.

또한 First Solar는 중국산 제품과 차별화된 박막형(CdTe) 태양광 모듈을 보유하고 있었고, 바이든 정부의 친환경 정책으로 세액공제 혜택을 크게 받았다. 결국 관세 인상 그 자체만으로는 제조업 전반의 경쟁력을 키우기 어렵다. 기업의 기술력 확보, 비용 절감 등 자체 경쟁력 강화와 더불어 글로벌 경기 회복에도 의존해야 한다.

제조업 경쟁력 측면에서 봐도 관세는 도움되지 않는다. 오히려 보복관세를 불러오고 무역규모 감축효과로 이어진다.¹ 가장 부작용 없는 방안이 약달러 정책이다. 상반기는 달러화 강세로 수입물가를 제어하고, 물가가 둔화되는 하반기에 금리 인하가 이뤄지며 달러화 약세를 유도할 가능성이 크다.

그림29 : 미국 제조업 회복을 위해서는 글로벌 경기도 뒷받침 돼야



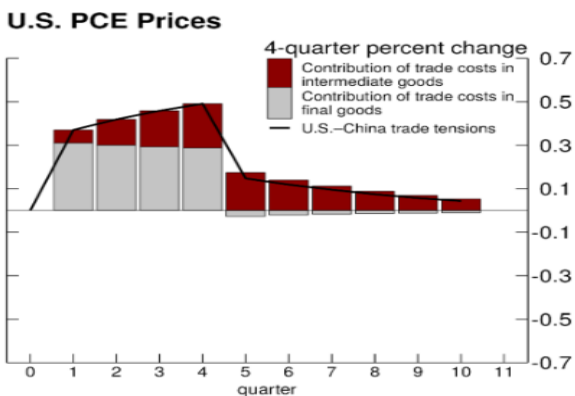
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림30 : 제조업은 달러화 약세와 통상적으로 역의 관계



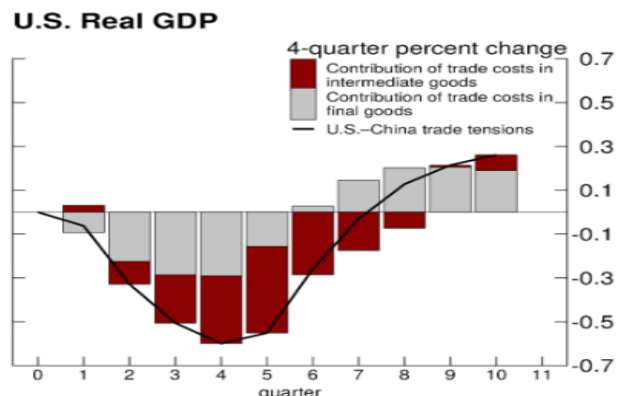
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림31 : 연준 연구 결과: 최종재(회색) 중심 관세 인상은 물가에 일시적 영향, 극단적 상황 가정시 PCE 물가 0.3%p 상승



자료: FRB, NH선물 리서치센터
주: 미국은 모든 중국산 수입품에 20% 관세, 중국이 이에 10% 보복관세로 대응을 가정

그림32 : 실질 GDP 타격은 더 오랜 기간 지속



자료: FRB, NH선물 리서치센터
주: 중국 외 국가에서 수입해도 완벽한 대체가 힘들어 미국 기업의 생산비용 증가

¹ 무역전쟁의 결과는 추정치마다 상이하나, 단기적으로는 물가에 상승 압력을 더했고, 장기적으로는 GDP에 약 0.1%~0.5% 수준의 하방 압력을 가했다. 특히 무역전쟁이 시작된 2018년의 경우 1,830억 달러(수출 -516억, 수입 -1,320억)의 무역규모 감축효과로 이어졌다(Mary Amity, 2019)

Ⅵ. 고용시장 둔화 시그널: 건설업과 정부에서 찾기

아직은 견조한 고용시장

현재 미국 고용시장은 완전고용 수준이다. 신규 고용자수는 견조하고, 실업률은 4% 초반에서 유지되고 있다. 작년 8월 금융시장에 충격을 줬던 4.3% 가까운 실업률이 올해 1월 4.0%까지 하락하며 고용시장 둔화에 대한 시장 우려가 사라졌다. 실업자보다 노동수요가 많아 구인배율(구인공고/실업자)은 여전히 1.1배를 상회한다.

이번 벤치마크 수정으로 이민자 대폭 편입

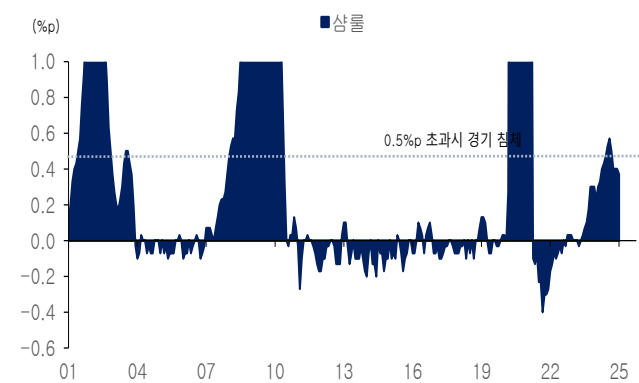
다만 이번 1월 고용지표의 벤치마크 수정으로 미국 고용시장은 실업률에 더욱 취약해졌다. 이번 수정에서 실업률을 산출하는 가계조사(CPS) 고용자는 상향 조정되고, 기업조사(CES) 고용자는 하향 수정되었다. 과거 미국 노동부는 가계조사 인구를 추정하기 위해 지역사회조사(ACS)에서 집계한 이민자 추정치를 활용했는데, ACS 추정치는 시차가 길고 다른 연구기관 추정치와 괴리가 컸다. 이번 벤치마크 수정에서 노동부는 이러한 괴리를 줄이는 통계방식을 적용해 대규모 이민자를 뒤늦게 편입했다.

그림33 :아직은 실업자보다 구인공고가 많아



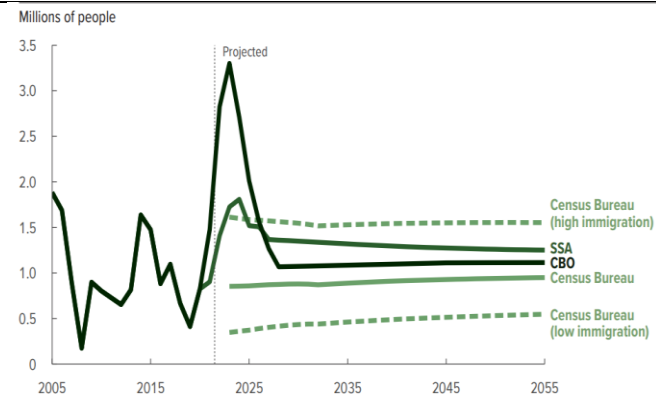
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림34 : 작년 8월 경기침체 공포를 일으켰던 삼률도 벗어난 모습



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림35 :노동부에서 사용한 통계는 급격한 이민자를 뒤늦게 반영



자료: CBO, NH선물 리서치센터

그림36 : 코로나 이후 자국인 노동자는 변함없는 수준

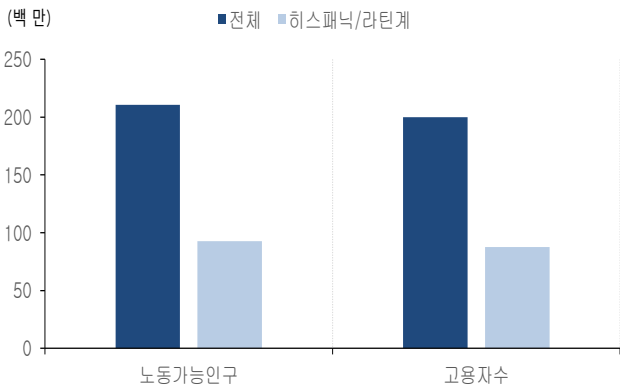


자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

새로 편입된 이민자는
실업률이 높은 집단

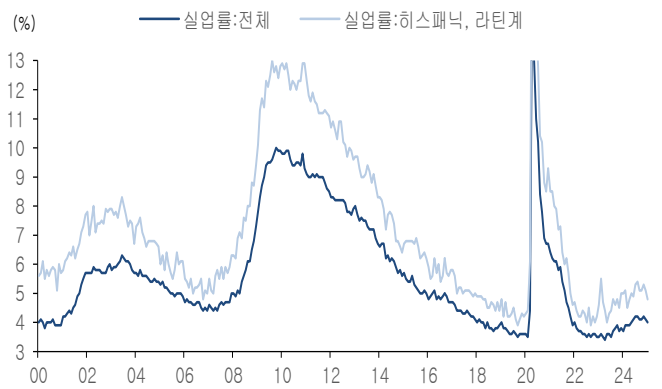
그 결과 노동가능인구는 210.6만 명 가량 증가했고, 이 중 절반 수준인 92.8만 명이 히스패닉/라틴계 이민자로 나타났다. 히스패닉/라틴계 이민자는 전체 노동자 대비 실업률이 높은 집단이다. 또한 이들은 대부분 건설업, 생산직에 종사하는 만큼 경기 변동에 취약한 계층이다. 미국의 고금리 장기화로 인한 모기지 금리 부담, 트럼프의 철강과 알루미늄에 대한 관세가 건설업 원가 상승에 더욱 치명적임을 감안하면, 향후 실업률은 예상보다 빠르게 상승할 위험이 있다.

그림37 : 전체 편입 인구중 히스패닉/라틴계 비중은 절반 수준



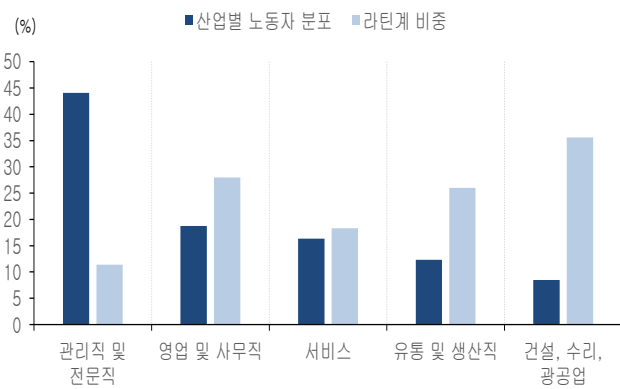
자료: BLS, NH선물 리서치센터

그림38 : 히스패닉/ 라틴계 노동자는 실업률이 높은 집단



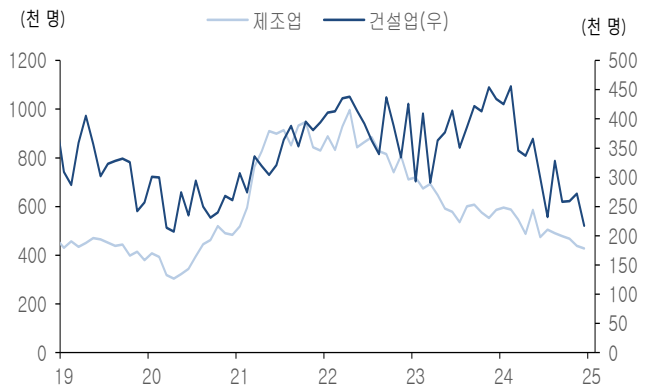
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림39 : 건설업과 생산직에 주로 종사하는 라틴계 노동자



자료: BLS, NH선물 리서치센터

그림40 : 건설업, 제조업 구인공고는 꾸준히 감소중



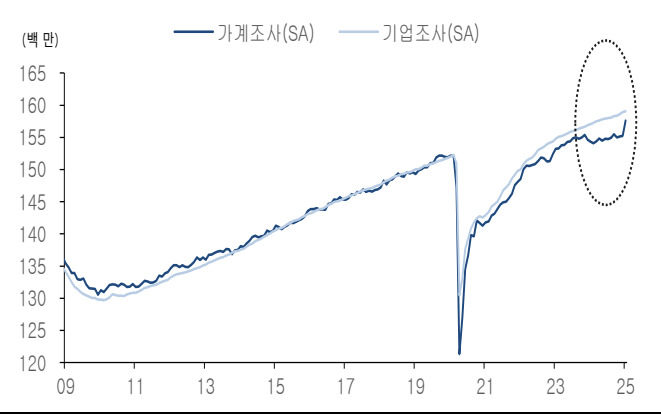
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

**비농업 고용(NFP),
추가적인 하향 수정 유의**

기업조사(CES)의 하향 수정도 고용시장에 꾸준히 하방 압력으로 작용할 전망이다. 작년 한 해 신규 비농업 고용자수는 총 199.6만 명 증가했다. 이는 코로나와 금융위기를 제외한 평균치인 184.4만 명을 약간 상회한 수준이나, 이 수치 또한 향후 대규모 수정될 가능성이 있다. 미국 노동부는 매년 1월 고용 보고서에서 직전 년도 3월 이전의 고용자수를 수정하는데 (2025년 1월 고용보고서에서 2024년 3월 이전의 고용자수를 수정), 2024년 3월의 벤치마크 수정치는 -58.9만 명 수준이었다. 이는 글로벌 금융위기 당시인 2009년을 제외하면 가장 큰 폭의 하향 수정이다.

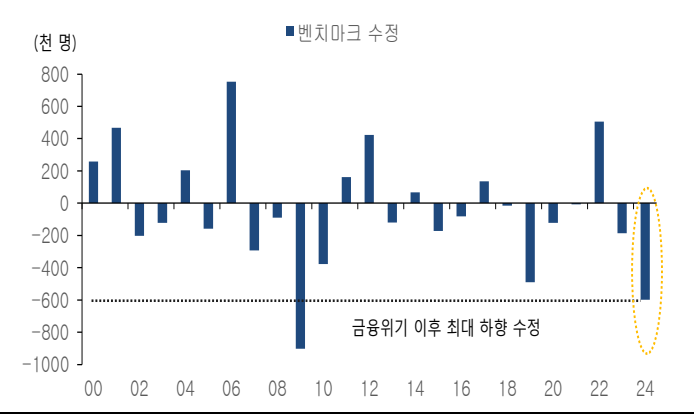
미국 노동부는 창업과 폐업을 한 기업들의 숫자 변화를 토대로 고용자를 추정한다. 지난 2024년 4분기 파산을 신청한 기업들은(Chapter7) 평년대비 양호한 수준이었으나, 부채 구조조정을(Chapter11) 신청한 기업은 24년 4분기까지 꾸준히 증가했다. 재조정을 신청한 기업이 고금리를 버티지 못하고 폐업으로 전환될 경우 고용시장에는 추가적인 하방 압력으로 소화될 것이다.

그림41 : 가계조사와 기업조사 괴리 축소



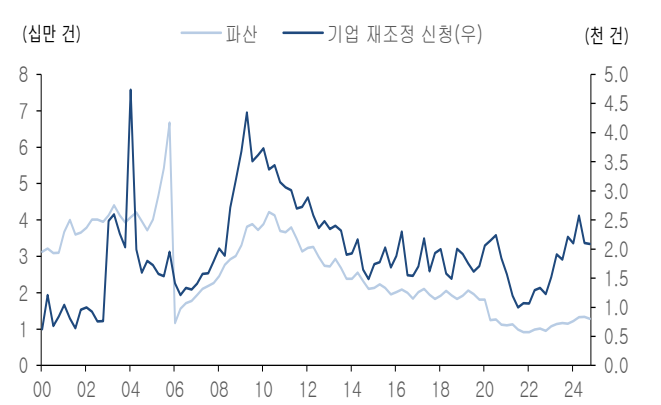
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림42 : 비농업고용자수 하향 수정, 금융위기 이후 최대



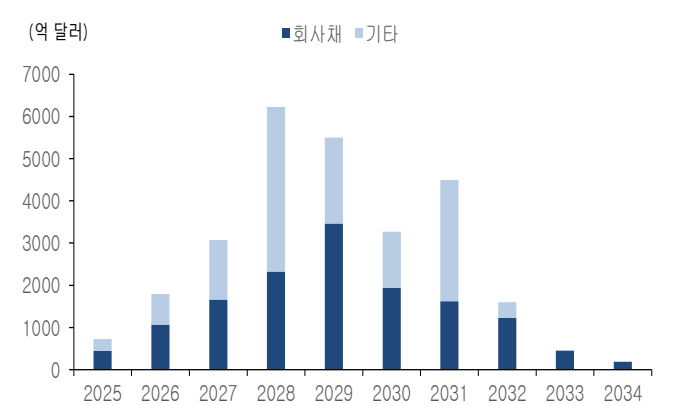
자료: BLS, NH선물 리서치센터

그림43 : 파산 신청 기업은 적으나, 기업 재조정 신청 증가



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림44 : 하이일드 회사채 만기도래 물량



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

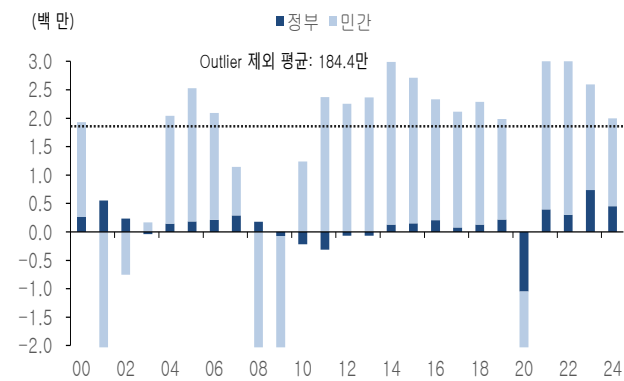
**정부 고용 비중이 높았던
바이든 정부**

정부 고용의 추세도 주목해야 한다. 코로나 이후 미국 고용시장은 정부 고용의 비중이 컸다. 코로나 이전 연평균 25만 명이었던 정부 고용인원이, 코로나 이후로는 49만 명 수준으로 두 배 이상 늘었다.

대량 해고 시작한 머스크

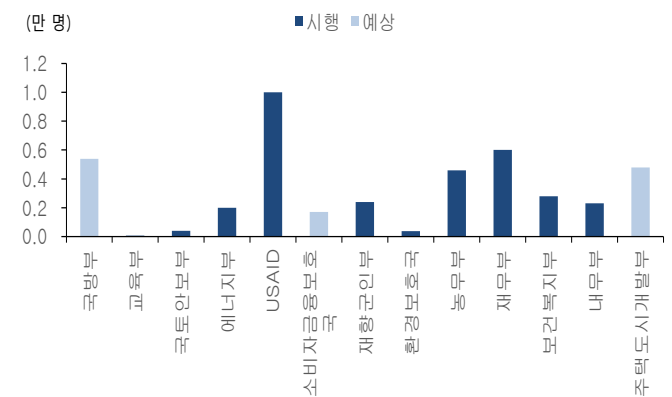
이런 상황에서 트럼프는 연방 정부 직원 채용을 중단하는 행정명령을 (Hiring freeze) 시행하고, 일론 머스크가 주도하는 정부효율부(DOGE)는 대규모 정부인력 감축을 시작했다. 트럼프 취임 이후 DOGE는 수습직원을 중심으로 현재까지 연방정부 직원 20만 명을 해고했고, 여기에 더해 7.5만 명의 정부 직원은 퇴직권고를 받아들였다. 우체국을 제외한 연방정부 직원인 240만명 중 10%가 넘는 27.5만 명이 이미 해고됐거나, 향후 해고 대상인 것이다. 정부와 헬스케어가 주도했던 코로나 이후 미국의 고용시장에 점진적으로 잡음이 발생할 전망이다.

그림45: 신규 비농업고용자수 추이, 코로나 이후 정부 비중 ↑



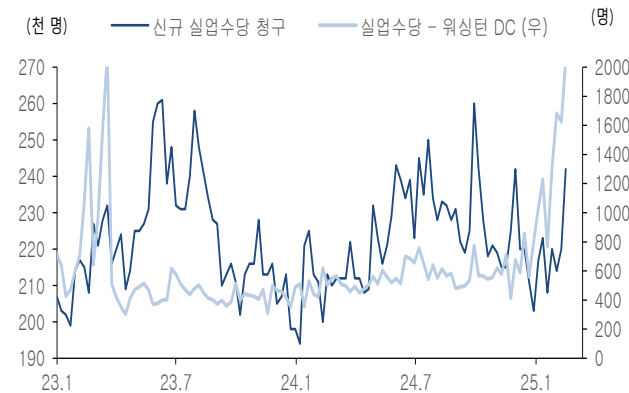
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림46: 현재 해고된, 해고가 예정된 공무원 인원



자료: 언론보도, NH선물 리서치센터

그림47: 워싱턴 실업수당 청구건수 급증



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림48: 연방정부 직원 해고에 박차를 가하는 머스크



자료: X, NH선물 리서치센터

V. 달러화 방향에 대한 고민

다시 한 번 종합하면, 재정적자 관점에서 관세는 협상카드로 사용될 가능성이 높아 보인다. 시장이 우려하는 보편적 고율관세 부과보다, 특정 불공정무역의 관행에 대해 제한적 수준에서 관세를 부과할 전망이다.

다만 당사는 관세를 물가 상승 압력보다, 성장 둔화 재료로 해석한다. 관세가 물가에 미치는 영향이 제한적이고, 고용 시장도 향후 건설업과 정부를 중심으로 둔화 된다면 금리 인하는 예상보다 빠르게(연내 3-4회) 이뤄질 수 있다. 금리 인하와 더불어 재무부는 장기채 발행량을 조절하며 연내 달러화 약세를 유도할 전망이다.

다만 달러화 약세의 폭은 연내 95pt 수준으로 제한될 가능성이 높다. 미국의 경기가 일정 수준 둔화되어도 주요국 대비 성장률 격차가 유지된다면 크게 약세를 보이기 어렵기 때문이다. 또한 트럼프의 전략(해외 기업들의 생산기지 미국 이전)이 성공한다면, 미국으로 자본 유입이 확대되고 경기 격차가 이어지며 달러화는 2026~2027년 이후 장기적 관점에서 재차 강세를 보일 가능성이 있다.

마지막으로 최근 시장에 확산되는 스태그플레이션 우려에 대해서는 회의적인 측면이 존재한다. 2월에 발표됐던 소매판매를 기점으로, 서비스업 PMI와 소비자심리지수(미시간대/컨퍼런스보드) 등 주요 경기지표는 성장 둔화와 물가 상승을 암시하며 시장에 스태그플레이션 우려가 확대됐다. 다만 소매판매 지표를 제외하면 모두 설문에 기반한 심리지수다. 아직 실물경기가 둔화되었다고 판단하기에는 이른 시점이다. 실제 경기둔화 네러티브가 확인되기 위해서는 상반기 동안 추세적인 판단이 필요하다. 반대로 최근 미국채 금리와 달러화에 큰 영향을 주는 트럼프 정책 불확실성(텀 프리 임업, 그림)은 상반기 내내 지속될 전망이다.

그림49: 달러화 중장기 전망, 연내 달러화 약세, 26-27년 이후 강세 전환 가능성



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

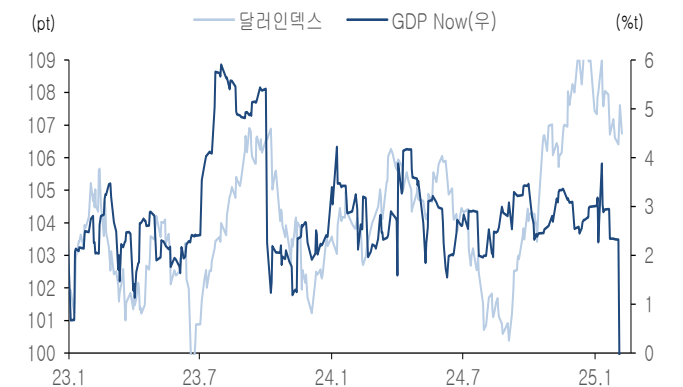
VI. Appendix

표1 : 25FY FX 시장 전망

| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 2025 |
|---------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|
| KRW/USD | 1,420~1,470 | 1,400~1,450 | 1,380~1,430 | 1,360~1,410 | 1,360~1,470 |
| DXY | 105~113 | 102~110 | 98~106 | 95~103 | 95~113 |
| USD/EUR | 1.00~1.06 | 1.04~1.10 | 1.05~1.11 | 1.06~1.12 | 1.00~1.12 |
| JPY/USD | 150~165 | 145~160 | 140~155 | 135~150 | 135~165 |
| CNY/USD | 7.20~7.45 | 7.15~7.40 | 7.05~7.30 | 7.00~7.25 | 7.00~7.45 |

자료: NH선물 리서치센터

그림50: 달러인덱스 vs GDP Now



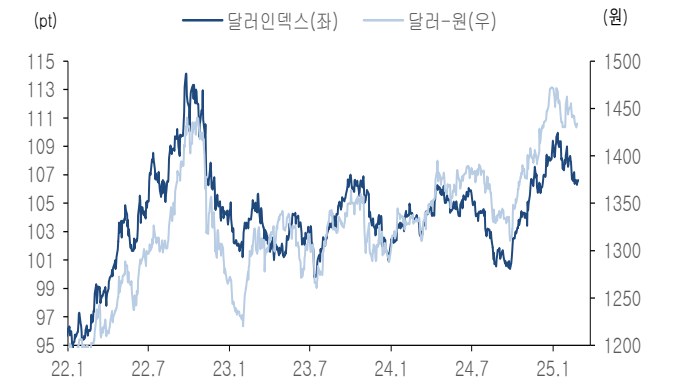
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림51 : 달러인덱스와 미국채 10년물 금리



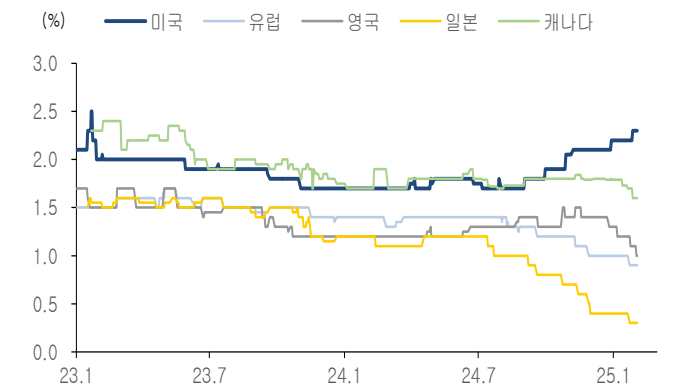
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림52: 달러인덱스와 달러-원 환율



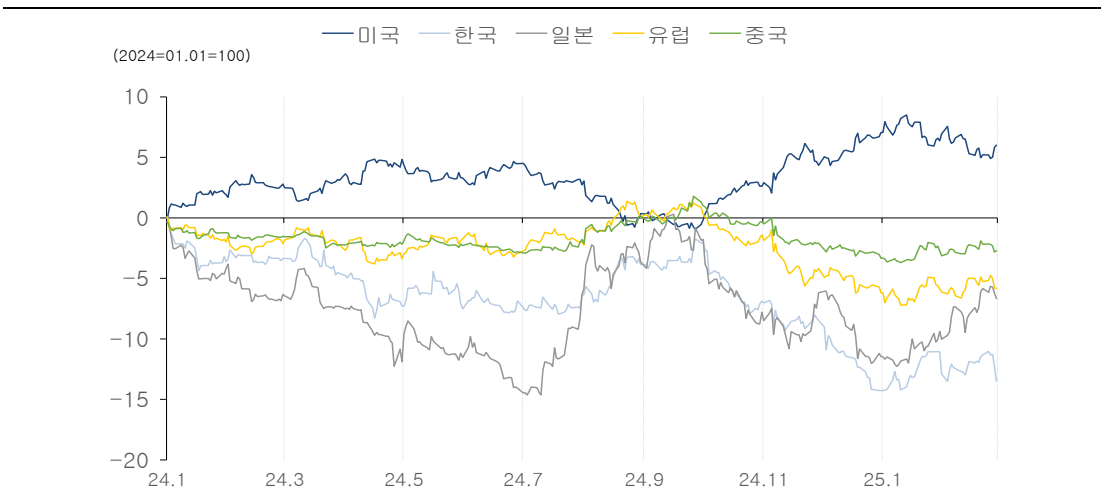
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림53 : 주요국 성장률 전망치 (Bloomberg)



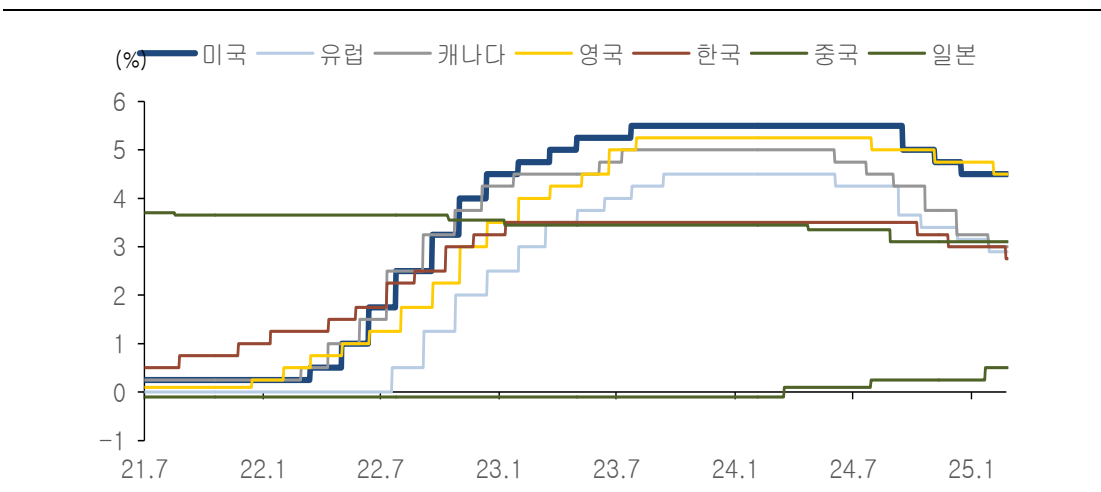
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림54: 2024년도 이후 주요국 통화가치 변동



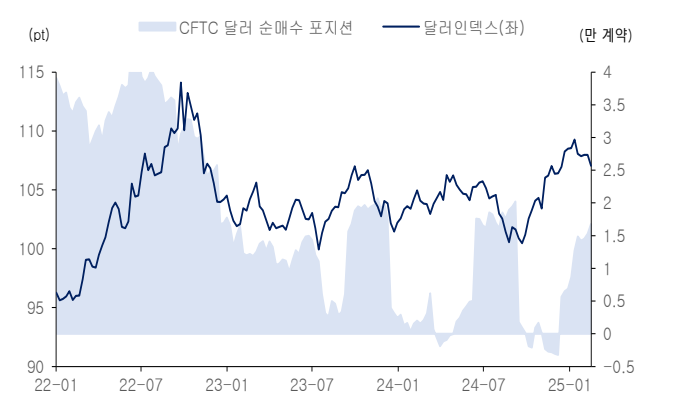
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림55: 주요국 중앙은행 기준금리



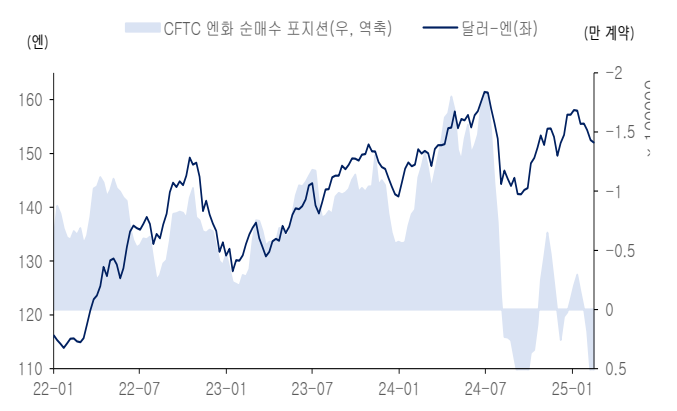
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림56: CFTC 비상업적 달러 순매수 포지션



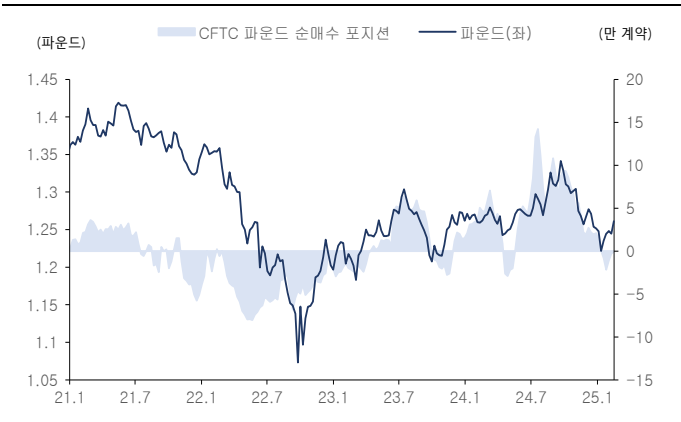
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림57: CFTC 비상업적 엔 순매수 포지션



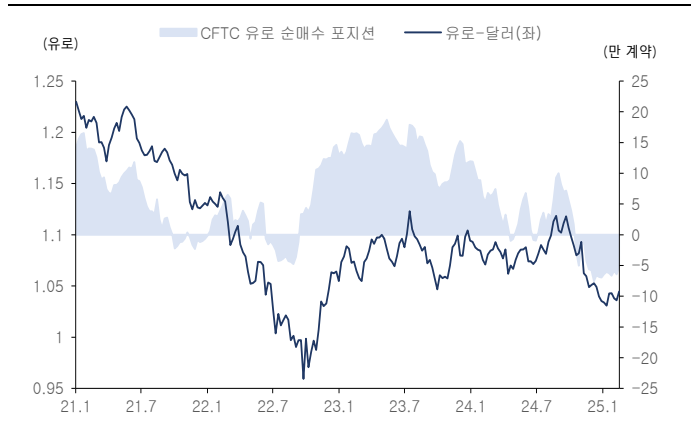
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림58 : CFTC 비상업적 파운드 순매수 포지션



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림59: CFTC 비상업적 유로 순매수 포지션



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

Compliance Notice: 본 자료는 투자의 이해를 돕기 위해 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 작성되었습니다. 당사 고객들에게 배포되는 자료로서 본 조사자료의 내용은 당사의 리서치센터에서 신뢰할 수 있는 자료와 정보를 이용하여 작성한 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 투자자는 자신의 판단과 책임하에 투자를 하여야 하며, 본 자료는 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 그리고 해외파생상품은 예금자보호법에 따라 보호되지 않음을 알려드리며, 자산가격 변동, 환율 변동 등에 따라 투자원금의 초과손실이 발생할 경우 손실은 투자자에게 귀속됩니다. 본 자료는 당사 홈페이지에서도 이용하실 수 있습니다. (www.futures.co.kr)