

---

# 2025년 하반기 미국경제 전망 및 주요 이슈

---

2025. 6

한 국 은 행  
뉴욕사무소

# 차 례

## < 요약 >

I. 2025년 하반기 미국경제 동향 및 전망 .....	1
1. 2025년 상반기 미국경제 동향 .....	2
2. 2025년 하반기 미국경제 전망 .....	5
II. 주요 이슈 분석 .....	11
1. 과거 사례에 비추어본 미국 관세정책에 대한 평가 및 전망 .....	11
2. 향후 미국의 고용여건 점검 .....	21
3. 주요 투자은행의 미 정책금리에 대한 전망 및 특징 ..	29

## < 작 성 자 >

- 2025년 하반기 미국경제 동향 및 전망 : 노진영 차장, 김좌겸 차장
- <주요 이슈1> 과거 사례에 비추어본 미국 관세  
정책에 대한 평가 및 전망 : 노진영 차장
- <주요 이슈2> 향후 미국의 고용여건 점검 : 김좌겸 차장
- <주요 이슈3> 주요 투자은행의 미 정책금리에  
대한 전망 및 특징 : 김대석 과장

# I. 2025년 미국경제 동향 및 하반기 전망

## KEY TAKEAWAY

- ① **2025년 상반기 미국경제는 트럼프 행정부의 관세정책 등 경제 불확실성이 커지는 가운데 소비가 주춤하며 성장세가 부진한 모습을 보였다.**
  - 고용사정은 실업률은 소폭 상승하였지만 취업자수가 안정적으로 증가하며 양호한 모습을 이어갔으며 물가는 오름세가 둔화되는 모습을 보였지만 관세정책의 영향으로 기대인플레이션이 큰 폭 상승하였다.
  - 금융시장 가격지수가 정책기조 변화에 민감하게 반응하며 높은 변동성을 보이는 가운데 미 달러화는 경기침체 우려, 달러화의 안전자산으로서의 선호도 약화 등으로 약세를 보였다.
  
- ② **2025년 하반기 미국경제는 정책 불확실성이 지속되는 가운데, 관세 인상의 영향이 점차 나타나면서 성장세 둔화가 이어질 전망이다.**
  - ▶ 77개 투자은행 2025년 성장 전망치(중간값): 24.12월 2.1% → 25.6월 1.4%
  - 개인소비는 관세 인상에 따른 소비자물가 상승이 실질 가처분소득 증가를 제약하면서 당초 예상보다 둔화될 것으로 보이나 안정적인 고용상황, 자산 가격 상승에 따른 부의 효과 등이 둔화세를 완화할 전망이다.
  - 기업투자는 트럼프 2기 정부 출범 이후 높은 정책 불확실성으로 인해 기업들의 투자계획이 연기되면서 하반기에는 마이너스 증가율을 보일 것으로 전망된다.
  - 금년 정부지출규모는 작년수준을 크게 초과하지는 않을 것으로 보이나, 트럼프 2기 정부의 감세정책 등으로 인해 재정적자는 확대추세를 이어나갈 것으로 전망된다.
  - 고용사정은 초과수요 상황이 점차 완화되는 모습을 이어가는 가운데 실물 경제 성장속도가 둔화되면서 호조세가 점차 약화될 것으로 예상된다.
  - 물가는 관세인상의 영향이 제품 및 중간재 가격에 반영되면서 하반기 이후 상승압력이 높아질 것으로 전망된다.

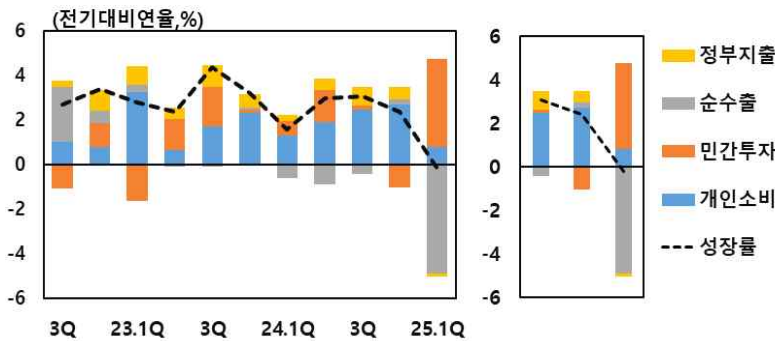
# 1. 2025년 미국경제 동향

## 거시경제 여건

1. 2025년 상반기 미국경제는 트럼프 행정부의 관세정책 등 경제 불확실성이 커지는 가운데 그동안 호조를 보여온 소비가 주춤하며 성장세가 부진한 모습을 보였다. 개인 소비는 내구재를 중심으로 상품소비가 미약한 가운데 서비스소비 증가폭도 줄어들며 주춤한 모습<sup>1)</sup>을 보이고 있으며 산업생산도 부침을 겪으며 반등하지 못하는 모습이다<sup>2)</sup>. 민간투자는 관세부과 선수요로 인한 재고투자가 증가하며 1/4분기중 양호한 모습을 보였지만 정부지출은 국방비를 중심으로 연방정부 지출이 감소하였다.

### 미국경제는 소비가 주춤하며 성장세가 부진한 모습

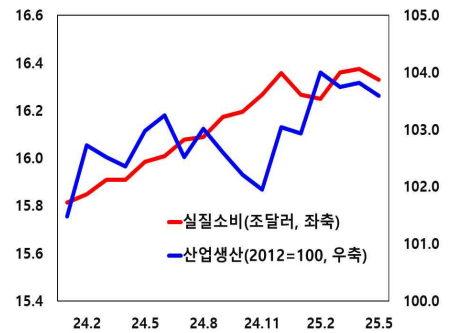
[그림 1.1] 실질GDP부문별 성장 기여도



자료: BEA

### 산업생산은 부침을 겪는 모습

[그림 1.2] 개인소비 및 산업생산



자료: BEA, FRB

2. 고용사정은 실업률이 소폭 상승하였지만 취업자수 증가폭이 안정적으로 유지되며 양호한 모습을 이어갔다. 경제활동참가율에 큰 변화가 없는 가운데 실업자수가 점진적으로 늘어나며 실업률이 4% 초반 범위에서 소폭 상승하였으나 여전히 과거 추세<sup>3)</sup>에 비해 낮은 수준을 유지하고 있으며<sup>4)</sup> 취업자수도 정부부문 취업자수의 부진에도 불구하고 민간부문을 중심으로 견조히 증가하였다. 이에 따라 빈일자리율이 완만하게 감소하며 노동시장의 tightness는 점차 해소되는 모습을 지속하고 있다. 한편 시간당 평균임금은 완만한 증가세를 유지하고 있다.<sup>5)</sup>

1) 24.4/4분기 소비증가율이 4.0%로 23.1/4분기 이후 가장 높은 수준을 기록하였지만 25.1/4분기에는 0.5%로 증가폭이 축소되었다.

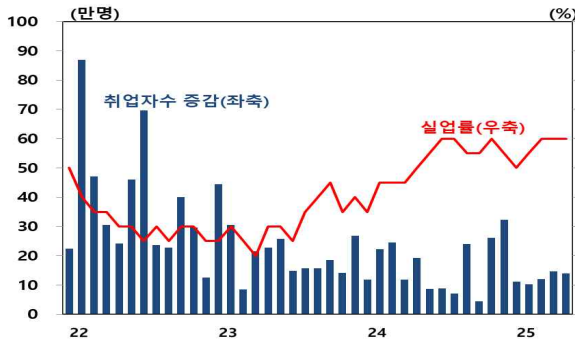
(전기대비연율, 실질, %)	'23.4/4	'24.1/4	2/4	3/4	4/4	'25.1/4	4월	5월
▶개인소비 증감률	3.5	1.9	2.8	3.7	4.0	0.5	0.1	-0.3
▶산업생산 증감률	-1.8	-1.8	2.4	-0.6	-1.2	4.6	0.1	-0.2

3) 팬데믹 이전 5년 기간(2015년~2019년) 평균 실업률은 4.4%이다.

(%)	24.10월	11월	12월	25.1월	2월	3월	4월	5월
▶경제활동참가율	62.5	62.5	62.5	62.6	62.4	62.5	62.6	62.4
▶실업률	4.1	4.2	4.1	4.0	4.1	4.2	4.2	4.2

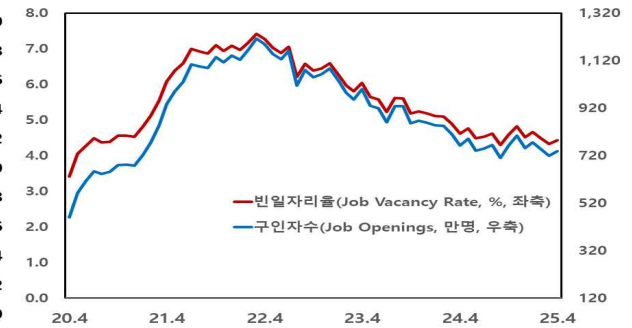
5) 시간당평균임금은 2023.11월 34.23\$에서 2024.11월 35.61\$로 4.0% 상승하였는데, 이는 팬데믹 이전(2~3%)보다 높

[그림 1.3] 실업률 및 취업자수



자료 : BLS

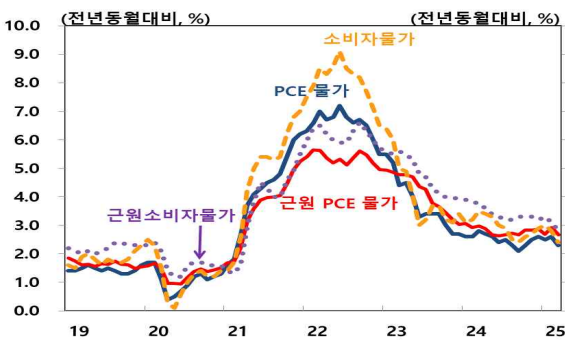
[그림 1.4] 빈일자리율



자료 : BLS

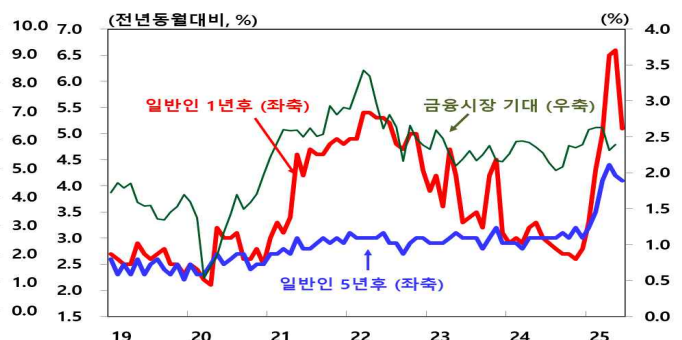
**3. 물가는 오름세가 둔화되는 모습을 이어갔다.** 소비자물가는 상품가격과 서비스가격 모두 상승폭이 줄어든 가운데 에너지 가격 하락에 힘입어 3월 이후에는 상승폭이 2% 중반대까지 낮아졌다. 또한 그동안 물가상승세를 견인해 온 주거서비스 물가도 상승폭을 축소하였다. PCE 기준 물가상승률은 25.4월 기준 2.1%로 낮아졌으며, 하방경직적인 모습을 보였던 근원 PCE 물가도 오름세가 지속적으로 둔화되어 2% 중반으로 낮아졌다. 다만 관세부과에 따른 물가상승 우려로 일반인 기대인플레이션(미시간대 설문 기준)은 크게 상승하여 단기(1년후)가 5%, 장기(5년후)가 4%를 상회하는 수준을 보이고 있다.<sup>8)</sup>

[그림 1.5] 물가상승률



자료 : BLS, BEA

[그림 1.6] 기대인플레이션



주: 1) 시장 기대인플레이션(BEI)은 일반 국채금리와 물가연동 국채금리(5년물)간 차이  
 자료 : Univ. of Michigan, FRED

은 수준이다.

- 6) 다만 이란-이스라엘 전쟁으로 국제유가는 6월 중순 일시적으로 큰 폭 상승하였으나, 이후 다시 안정되었다.
- 7) 주거서비스 상승률(전년동기대비)은 23.12월 6.2%, 24.6월 5.2%, 24.12월 4.6%, 25.5월 3.9%로 하향세를 보이고 있다.
- 8) 일반인 1년 기대인플레이션은 지난 25.5월 6.6%를 기록하였는데 이는 지난 1981년 11월 이후 최고치이다.

## 금융시장 여건

4. 금융시장은 관세정책 등 트럼프 행정부의 정책기조에 민감하게 반응하며 높은 변동성을 보였다. 시장금리는 트럼프 행정부의 상호관세 및 품목별 관세 부과, 주요 무역상대국에 대한 유예 조치, 미/중 관세협상 등 관세 관련 주요 이슈에 반응하며 등락을 거듭하다<sup>9)</sup> 상반기중 소폭 하락하였다. 주식시장도 마찬가지로 관세 부과에 따른 수익성 악화 우려, 불확실성 속 차익실현 매물 등으로 연초 하락하다 최근에는 미/중 관세협상 타결 기대, 기업 수익개선 기대 등으로 다시 반등하는 모습이다.

금리는 높은 변동성을 보이며 등락

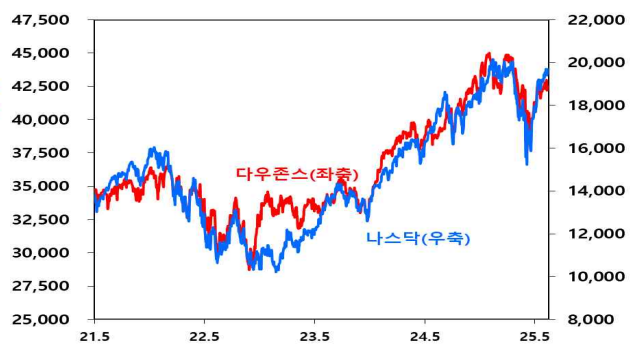
주가는 하락하다 최근 반등

[그림 1.7] 국채금리



자료 : Bloomberg

[그림 1.8] 주가지수



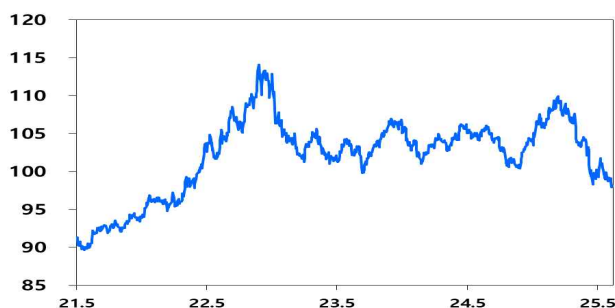
자료 : Bloomberg

5. 미달러화는 약세를 보였다. 상반기중 관세부과에 따른 경기침체 우려, 달러화의 안전자산으로서의 선호도 약화 등으로 유로화, 엔화 등 여타 기축통화는 강세를 보이고 달러화는 약세를 보였다. 금융스트레스지수는 관세정책 불확실성이 최고조에 다다른 4월에는 장기평균을 소폭 상회한 이후 다시 안정되는 모습이다.

달러화가치는 상승 지속

금융스트레스지수는 대체로 안정적인 모습

[그림 1.9] 달러인덱스



자료 : Bloomberg

[그림 1.10] 금융 스트레스(financial stress)지수<sup>1)</sup>



주: 1) 장기평균 = 0, 자료: 캔자스시티 연준

9) 예상보다 강경한 관세정책 발표 또는 무역상대국과의 관세협상이 부진하다는 뉴스에는 경기침체 우려로 금리가 하락하고 반대의 경우에는 금리가 상승하는 패턴이 반복되었다.

## 2. 2025년 하반기 미국경제 전망

### 경제성장

6. 2025년 하반기 미국경제는 정책 불확실성이 지속되는 가운데, 관세 인상의 영향이 점차 나타나면서 성장세가 둔화될 전망이다. 트럼프의 관세정책이 예상보다 강도 높게 진행되면서 경기침체 우려가 상승<sup>10)</sup>하고 주요 기관들은 2025년 미국경제성장률을 2% 초중반(지난해말 전망)에서 1.5%내외(25.6월 전망)로 하향조정하였다. 이는 2% 초반대로 추정되는 잠재성장률을 하회하는 수준이다. 세부적으로는 소비증가세가 관세발 인플레이션으로 인한 실질 가처분소득 축소 효과 등으로 둔화될 전망이다. 다만 견조한 노동시장, 가계자산 상승에 따른 부의 효과 등은 소비 둔화를 일부 완화할 것으로 보인다. 기업투자는 높아진 무역정책 불확실성에 따른 투자 지연, 관세로 인한 공급망 혼란 등으로 감소세를 보일 것으로 예상된다.

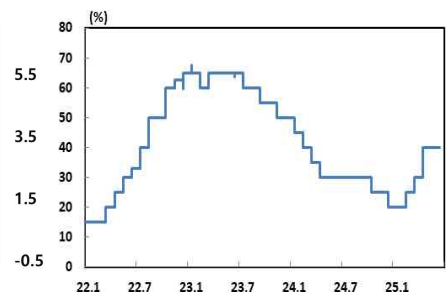
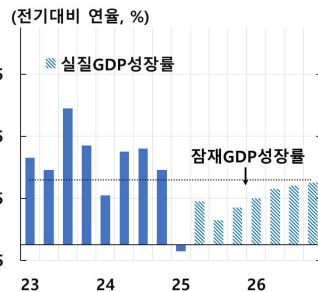
미국경제는 관세정책 영향으로 성장속도가 둔화될 전망

경기침체 발생 확률은 큰 폭 상승

[표 2.1] 주요 기관의 경제 성장률 전망 [그림 2.2] GDP 성장경로 전망<sup>1)</sup>

[그림 2.3] 경기침체 확률<sup>1)</sup> 서베이<sup>2)</sup>

	전망시점	2025 <sup>1)</sup>		2026 <sup>1)</sup>
		작년전망	수정	
OECD <sup>1)</sup>	25.6월	2.4	1.6	1.5
FRB <sup>2)3)</sup>	25.6월	2.1	1.4	1.6
IMF <sup>3)</sup>	25.4월	2.2	1.8	1.7
OEF	25.6월	2.6	1.3	1.7
투자은행 <sup>4)</sup>	25.6월	2.1	1.4	1.5



주: 1) Market Price 기준  
2) FOMC 전망치 중간값  
3) 4/4분기의 전년동기대비  
4) 77개 투자은행 전망치의 중간값(6.9일)  
자료: 각 기관 보도자료, Bloomberg

주: 1) 61개 투자은행 전망치의 중간값(6.9일)  
2) CBO 추정치(2025.1월)  
자료: Bloomberg, CBO

주: 1) 조사시점으로부터 1년 이내 Recession 발생 확률  
2) 투자은행 대상 서베이 중간값  
자료: Bloomberg(6.5일)

### 개인소비

7. 개인소비는 관세 인상에 따른 소비자물가 상승이 실질 가처분소득 증가를 제약하면서 당초 예상보다 둔화될 것으로 보이나 안정적인 고용상황, 자산가격 상승에 따른 부의 효과 등이 둔화세를 완화할 전망이다. 특히 트럼프 관세가 상품에 주로

10) 2025.4.2.일 전세계를 대상으로 기본관세 10%와 추가관세를 인상한 Liberation Day 발표 이후 전세계적인 무역갈등 과 세계무역규모 위축 등으로 미 경제도 부정적 영향을 받을 것으로 전망되면서 경기침체확률이 급등(경기침체확률 : 24.12.19일 20% → 2025.6.9.일 40%, Bloomberg Survey)

영향을 미치면서 소비지출은 서비스보다는 내구재상품 중심으로 둔화될 것으로 예상된다. 트럼프 1기 사례<sup>11)</sup>에 비추어 보면 4월 이후 부과된 품목관세(철강, 알루미늄, 자동차 등)와 10% 기본상호관세의 영향이 하반기부터 나타나면서 소비를 제약할 가능성이 있다. 더불어 7.9일까지 유예중인 국가별 추가관세가 협상결렬 등으로 실제 실행될 경우 관세로 인한 소비지출 둔화폭은 확대될 수 있다. 다만 안정적인 고용 상황과 자산가격 상승에 따른 부의 효과 등은 소비를 지지하는 요인으로 작용할 전망이다. 한편 규제완화로 인한 투자 활성화 기대가 선반영되면서 주식 등 자산가격 상승세가 지속될 경우 부의 효과<sup>12)</sup>가 늘어날 가능성도 있다.

**개인소비는 노동소득 증가를 둔화, 초과저축 고갈 등의 영향으로 성장세가 둔화될 것으로 전망**

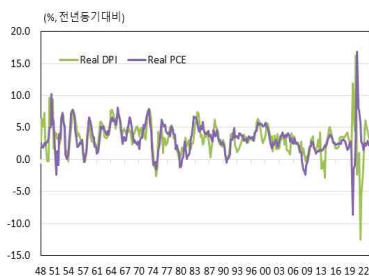
[표 2.7] 개인소비 전망

(전년대비, %)	IMF(4월)	OECD <sup>1)</sup> (6월)	OEF(6월)	투자은행 <sup>3)</sup>
- 2024			2.8	
- 2025	2.0	2.1	2.0	2.1
- 2026	1.2	1.3	1.2	1.5

주: 1) Market Price 기준 2) 4/4분기의 전년동기대비 3) 61개 투자은행 전망치 중간값(Bloomberg, 6.9일 기준)

**실질가처분소득 증가는 실질 소비 증가를 가장 잘 예측**

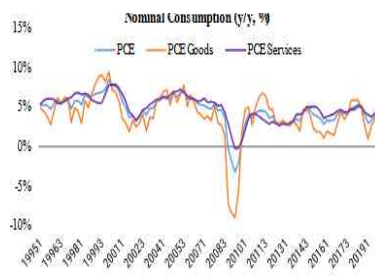
[그림 2.8] 실질 소득 및 실질 소비



자료: FRED

**상품소비는 서비스소비보다 높은 변동성을 보임**

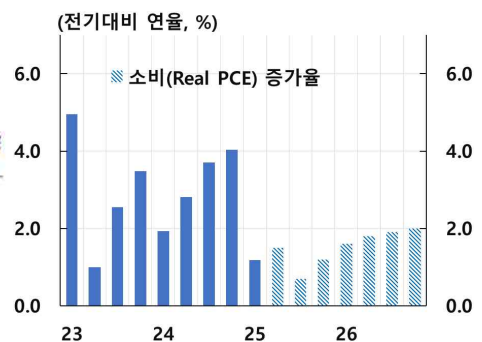
[그림 2.9] 분류별 개인소비 증가율



자료: UBS

**금년중 소비 증가세는 2% 초반 수준으로 둔화**

[그림 2.10] 소비경로 전망<sup>1)</sup>



주: 1) 54개 투자은행 전망치의 중간값(6.9일) 자료: Bloomberg

## 기업투자

**8. 기업투자<sup>13)</sup>는 트럼프 2기 정부 출범이후 높은 정책 불확실성으로 인해 기업들의 투자계획이 연기되면서 하반기 이후 마이너스 증가율을 보일 것으로 전망된다.** 트럼프 정부의 관세정책이 합의시점, 상대국의 보복대응 가능성, 추가 관세 인상 가능성

11) 골드만삭스 등에 의하면 과거 트럼프 1기에는 관세부과 전 일부 가격상승이 1차적으로 나타난 후 약 2-4개월 후에 본격적인 2차 가격 상승이 나타났던 것으로 보인다.

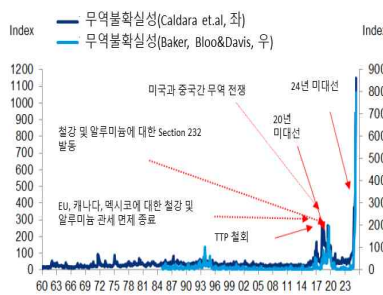
12) 여러 연구결과에 의하면 자산가치 상승 1달러당 5~10센트의 소비증대가 있는 것으로 추산(Morgan Stanley)

13) 기업투자증가율 전망(6개 투자은행 평균, 전기대비 연율) : 25.1Q 10.3%(실제치) → 2Q -1.8% → 3Q -1.4% → 4Q -0.8%

등에서 불확실성이 해소되고 있지 않다보니 기업이 중장기적인 투자결정을 하기가 어려운 것으로 판단된다. 기존 연구들은 무역 관련 불확실성이 기업의 투자를 위축시키는 것으로 분석하고 있다.<sup>14)</sup> 구성요소별로는 지적재산물투자는 증가세를 꾸준히 이어 나가겠으나 건축물투자와 설비투자가 2분기 이후 감소하면서 전체 기업투자 규모는 위축될 것으로 전망된다. 산업별로는 무역 비중(연관성)이 높고 자본투자가 지속적으로 필요한 산업이 가장 큰 영향을 받을 가능성이 높다. 이러한 산업은 컴퓨터 및 전자산업, 가전제품, 기계, 화학제품, 자동차 등 주로 자본 집약적인 제조업 분야라고 할 수 있다.

**무역불확실성은 사상최고 수준**

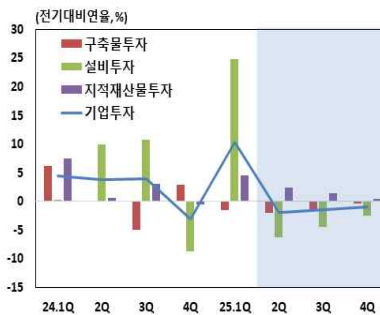
**[그림 2.16] 무역불확실성 지표<sup>1)</sup>**



주: 1) 언론에서 무역정책 또는 관련 불확실성을 언급하거나 논의한 빈도수를 측정  
자료: 도이치뱅크

**기업투자는 상당폭 둔화 전망**

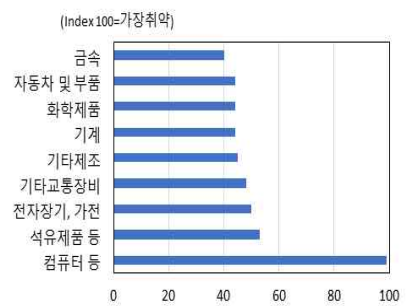
**[그림 2.16] 기업투자 및 구성요소별 전망<sup>1)</sup>**



주: 1) 음영부분은 전망, 6개 투자은행 평균  
자료: 각 IB

**자본집약적 제조업 투자가 가장 위축될 가능성**

**[그림 2.17] 무역불확실성에 가장 취약한 업종**



자료: 골드만삭스

**정부지출**

**9. 금년 정부지출규모는 작년수준을 크게 초과하지는 않을 것으로 보이나<sup>15)</sup> 트럼프 2기 정부의 감세정책 등으로 인해 재정적자 규모는 확대될 것으로 전망된다.** 당초 시장에서는 DOGE를 통한 정부효율화 작업이 재정적자 감축에 기여할 것이라는 일부 기대가 있었으나 트럼프정부 내 갈등 이후 동력을 상실하면서 정부부처 축소 등을 통한 재정감축규모는 미미한 수준에 그칠 것으로 평가되고 있다. 한편 7월 통과를 목표로 의회에서 논의중인 재정법안패키지(One Big Beautiful Bill Act)에 따르면 향후 10년간 7,500억~1조달러 주요 지출 삭감<sup>16)</sup> 계획을 제외하고는 ① TCJA(Tax Cuts and Jobs Act, 트럼프 1기 감세정책) 연장, ② 미국 가계 대상 연간 1,000~1,500억달러 추가 감세, ③ 단

14) 트럼프 1기 무역불확실성 증가로 2018년 미국의 총 투자가 1% 감소한 것으로 추정(The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty, Fed, 2019.9월)

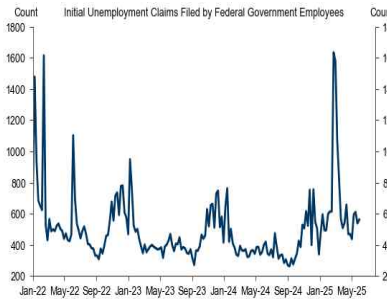
15) 정부지출 증가율(60개 투자은행 전망치의 중간값, 6.16일) : 24년 3.4% → 25년 1.4% → 26년 1.0%

16) Medicaid 및 푸드 스탬프 등 사회복지 예산 감축, 청정 에너지 및 EV 세제지원 축소, 학자금 대출 및 교육 보조 삭감, IRS 및 사회보장 비용 구조조정 및 연방청사 폐쇄 등이 있었다.

기적인 국경 보안 및 국방 관련 지출 등 지출증가 요소가 더 많아 미국의 재정적자 감축에는 특별한 진전이 없을 것으로 판단된다. 한편 시장에서는 현재 3% 수준인 GDP 대비 국채이자비용이 꾸준히 증가하면서 재정적자 확대 압력을 가중시킬 것으로 보고 있다.

연방직원의 실업수당 청구는 연초 급증후 안정

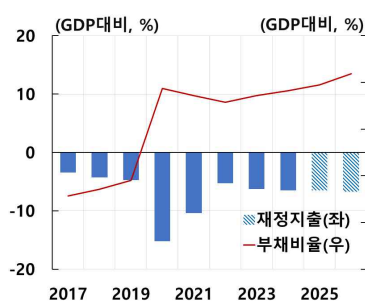
[그림 2.18] 연방정부 공무원의 실업수당 청구건수



자료: Goldman Sachs

정부지출규모는 큰 변화가 없을 것으로 전망

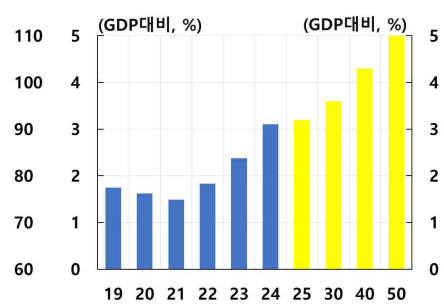
[그림 2.19] 재정지출비율 전망<sup>1)</sup>



주: 1) 56개 투자은행 전망치 중간값  
자료: Bloomberg

이자비용 부담은 계속 증가할 전망

[그림 2.20] 이자비용 추이<sup>1)</sup>



자료: 1) CBO

## 고용

**10. 고용사정은 초과수요 상황이 점차 완화되는 모습을 이어가는 가운데 실물경제 성장속도가 둔화되면서 호조세가 점차 약화될 것으로 예상된다.** 노동수요 측면에서는 소비 및 투자 둔화로 기업의 고용유인이 감소하는 반면, 공급측면에서도 이민자 유입 감소<sup>17)</sup>로 노동공급이 감소할 것으로 보인다. 팬데믹 이후 노동시장에서 이민노동력의 비중이 점차 높아졌다는 측면에서 트럼프 정부의 이민제한 정책에 따른 이민자 유입 감소는 취업자수 증가폭을 제한시킬 것으로 예상되며, 노동수요 둔화로 인해 실업률도 소폭 상승할 것으로 보인다.<sup>18)</sup> 다만 경제활동참가율이 상대적으로 높은 이민노동력 유입이 제한된다는 점에서 실업률 증가폭은 소폭에 그칠 가능성이 있다.<sup>19)</sup> 기업의 해고율 또한 아직까지 안정적인 수준에 머물러 있다는 점도 당분간 실업률이 급격히 상승하지는 않을 것이라는 전망을 뒷받침하고 있다.<sup>20)</sup>

17) 주요 IB들은 트럼프 행정부의 이민제한 정책으로 인해 미국으로 유입되는 순이민자수가 2024년 300만명 수준에서 2025년중에는 50~100만명으로 수준으로 감소할 것으로 전망하고 있다.

실업률 전망(%)	FRB(6월) <sup>1)</sup>	IMF(4월)	OECD(6월)	CBO(12월) <sup>1)</sup>	투자은행 <sup>1)2)</sup>	취업자수 전망 (월평균, 천명)	투자은행 <sup>2)</sup> (6.20일)
- 2025	4.5	4.2	4.2	4.3	4.5	- 2025	90
- 2026	4.5	4.6	4.3	4.4	4.4	- 2026	108

18) 주: 1) 4/4분기 기준 2) 62개 투자은행 전망치의 중간값(Bloomberg, 6.20일)

주: 1) 전월대비 평균 증가폭

19) 미국 노동인구에서 이민자가 차지하는 비중은 팬데믹 이전(19년말) 17.14%에서 최근(25.4월말) 19.41%로 증가하였으며 이들의 경제활동참가율은 66.5%로 원주민의 경제활동참가율 61.6%를 상회하고 있다.

기업의 노동수요는 서서히 감소

취업자수 증가세는 둔화

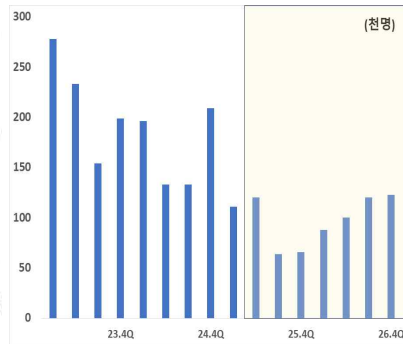
실업률은 완만하게 상승

[그림 2.21] 신규채용 계획 기업 비중<sup>1)</sup>



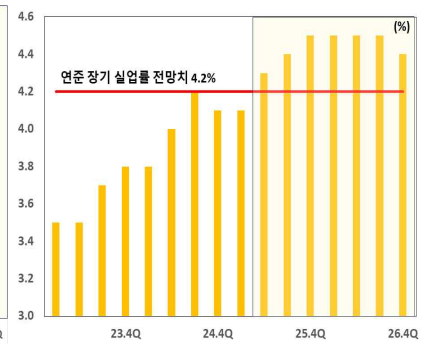
주: 1) 향후 3개월 이내에 새로운 일자리를 제공할 의향이 있는 기업 비중(서베이 결과)  
자료: NFIB

[그림 2.20] 취업자수 전망



주: 1) 62개 투자은행 전망치의 중간값(6.20일)  
자료: Bloomberg

[그림 2.21] 실업률 전망<sup>1)</sup>



주: 1) 62개 투자은행 전망치의 중간값(6.20일)  
자료: Bloomberg

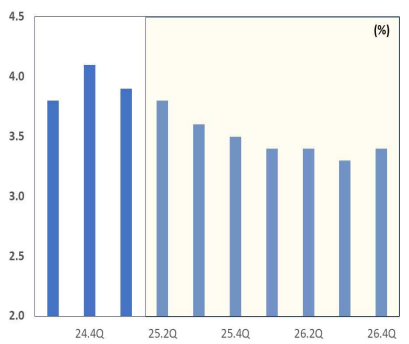
**11. 임금은 노동수요 둔화가 하방 요인으로 작용하며 완만한 상승세를 이어갈 것으로 보인다.** IB 등 주요 전망기관들도 대체로 임금상승률이 노동수요 둔화를 반영하여 안정적인 흐름을 보이며 3% 초중반으로 수렴해갈 것으로 전망하고 있다<sup>21)</sup>. 다만 상방리스크도 존재하는데, 먼저 최근 관세정책 불확실성으로 크게 상승한 기대인플레이션이 높은 수준에서 고착화될 경우 근로자들의 임금상승 요구가 늘어날 수 있다. 또한 이민자 유입이 줄어들며 이들 이민노동력이 큰 비중을 차지하는 서비스업 등 일부 업종을 중심으로 노동공급 축소에 따른 인력부족 현상으로 임금상승 압력이 커질 가능성이 존재한다.<sup>22)</sup>

임금상승률의 오름폭 축소 전망

임금상승압력은 안정적인 모습

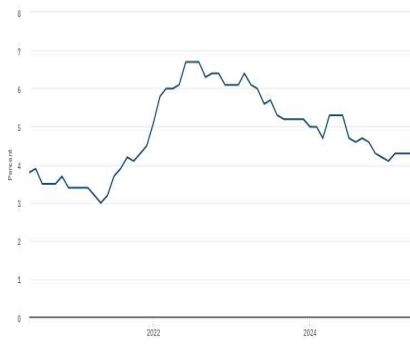
최근 기대인플레이션이 급격히 증가

[그림 2.24] 임금<sup>1)</sup>상승률 전망<sup>2)</sup>



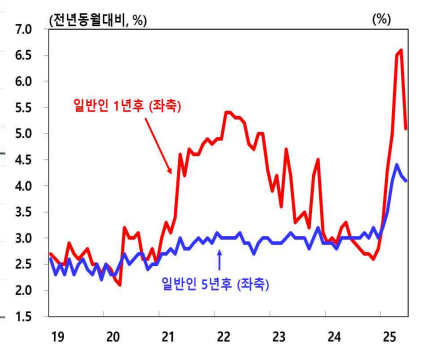
주: 1) 시간당 임금 기준  
2) 62개 투자은행 전망치의 중간값(6.20일)  
자료: Bloomberg

[그림 2.24] Wage Growth Tracker<sup>1)</sup>



주: 1) 아틀란타 연준에서 발표하는 개별 임금의 전년동기대비 상승률, 3개월 이동 평균 기준  
자료: Atlanta Fed

[그림 2.25] 기대인플레이션 추이



자료: U of Michigan, Fred

20) 미국 기업들의 해고율(Layoffs and discharges) 추이: 2019년 1.2% → 20년 2.4% → 21년 1.0% → 22년 1.0% → 23년 1.1% → 24년 1.1% → 25년(1~4월 평균) 1.1%

21) 미 연준의 Beige Book(5월)에서도 대다수의 지역에서 노동 수요 둔화로 임금 압력이 전반적으로 완화되었음을 밝혔다.

22) 최근(6월) 발표된 5월 고용조사 결과에서 시간당 평균임금 상승률은 전월대비 0.4% 상승하였는데 이는 시장 예상치(0.3%)를 상회하며 4월 고용조사 결과(0.2%)보다 높은 수준을 기록하였다. 이러한 현상을 일부 IB에서는 이민노동인력 축소에 기인한 것으로 해석하고 있다.

# 물가

12. 근원 PCE 기준 물가상승률은 트럼프 2기 정부 관세인상의 영향이 제품 및 중간재<sup>23)</sup> 가격에 반영되면서 상승압력을 받을 것으로 전망된다. 골드만삭스 분석에 따르면 6월 4일 현재 관세조치에 따른 평균실효관세율은 13%로 이는 미국 소비자물가 상승률을 0.8%p 가량 높일 것으로 평가된다. 다만 정책시행 전 늘어난 기업 재고<sup>24)</sup>가 수입 가격 급등을 완충하고 있기 때문에 금년 5월 물가까지는 크게 증가하지 않았으나 하반기로 갈수록 물가 오름세가 확대될 것으로 예상된다. 올해 미국 물가상승률(근원 PCE 기준)이 3%를 상회할 것으로 전망되며, 품목별로는 의류·신발, 자동차, 의료상품, 가구 등의 가격이 크게 상승하는 것으로 예상된다. 다만 시장은 관세로 인한 인플레이션 압력이 1회에 그친다는 가정 하에 주거비 등 주요 서비스 부분의 인플레이션 압력 감소로 내년 물가상승률은 2%대에 그칠 것으로 전망하고 있다.

## 금년 물가상승률은 3%를 상회하였다가 내년 점진적으로 하락할 전망

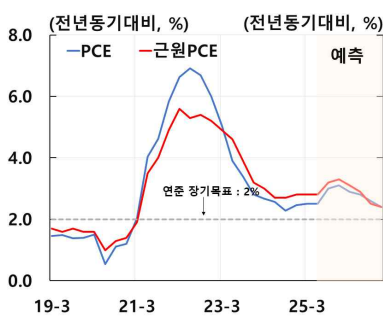
[표 2.27] 연간 물가상승률<sup>1)</sup> 전망

(전년대비, %)	FRB[6월] <sup>2)</sup>	OECD[6월]	OEF[6월]	IMF[4월]	투자은행[6.9일] <sup>3)</sup>
■ 2025	3.1	3.5	3.0	2.7	3.0
■ 2026	2.4	2.8	2.8	2.2	2.7

주 : 1) 연간평균 증가율. FRB, OECD, CBO, 투자은행은 근원 PCE물가, OEF 및 IMF는 소비자물가  
 2) FOMC 전망치의 중간값, 4/4분기의 전년동기대비  
 3) 56개 투자은행 전망치 중간값(자료 : Bloomberg)

물가상승률은 금년중 상승한 후 완만하게 하락

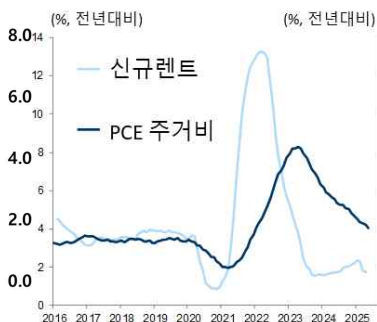
[그림 2.28] 물가상승률(PCE 및 근원PCE) 분기 전망<sup>1)</sup>



주 1) 59개 투자은행 전망 중간값(6.9일 기준) 자료 : Goldman Sachs  
 자료: Bloomberg

주거비의 오름세는 지속적으로 둔화될 전망

[그림 2.29] 신규임대료와 PCE 주거비 물가 추이



근원 PCE상승률은 상품중심으로 증가

[표 2.30] 항목별 물가상승률<sup>1)</sup> 전망

	(전년대비, %)	'25.4월	25년	26년
근원PCE <sup>2)</sup> (100.0)		2.8	3.5	2.7
의류신발 (3.2)	-0.7	5.9	1.8	
신차 (5.4)	0.3	3.2	0.3	
중고차 (3.0)	1.5	6.5	1.4	
의료상품 (1.9)	1.0	7.9	4.4	
가구 등 (5.5)	2.3	5.8	0.9	
보험 (1.0)	3.3	-4.0	3.7	
의료서비스 (7.4)	3.1	3.7	3.5	
주거비 (42.0)	4.2	3.6	3.0	
대중교통 (1.8)	-5.6	-3.4	1.3	
운송서비스 (6.1)	4.7	3.5	4.9	

주: 1) ( )내는 2025.4월 기준 비중  
 자료 : Goldman Sachs(6.9일)

23) 관세는 수입 최종재를 통해 소비자 가격을 상승시키는 한편, 수입 중간재를 통해 기업 생산비용을 높임으로써 물가에 영향을 미친다. 이 과정에서 기업들은 관세부와 대상국 이외의 지역으로 수입처를 전환하거나 국내산재 투입생산 비중을 확대하게 된다.

24) 관세 인상 이전인 25.1/4분기 미국의 통관수입 증가율은 전년동기대비 25.5%로 24년 평균 5.9%의 4배 수준

## II. 주요 이슈 분석

### 1. 과거 사례에 비추어본 미국 관세정책에 대한 평가 및 전망

#### 검토배경

1. 트럼프 2기 정부가 취임 직후 중국, 멕시코, 캐나다에 대한 관세 부과를 시작으로, 4월 2일 소위 'Liberation Day'에 전 세계를 대상으로 상호 관세 10% 이상 인상을 발표하면서 글로벌 무역 질서가 크게 흔들리고 있다. 트럼프 대통령은 취임 이후 시장의 예상을 뛰어넘는 수준으로 공격적인 관세 정책을 펼치고 있다. 당초 중국에 대한 견제는 어느 정도 예상되었으나, USMCA 협약국인 멕시코와 캐나다에도 3월 4일 관세를 발효시키면서 본격적인 관세 정책의 포문을 열었다. 특히 4월 2일에는 'Liberation Day'라는 명목하에 전 세계 국가를 대상으로 기본 관세 10%와 국가별 특별 추가 관세를 부과하겠다고 발표하였다. 이는 전통적인 동맹관계나 FTA 등 기존 협약 체계를 사실상 무력화했다는 평가를 받고 있다. 현재 각국에 대한 특별 추가 관세는 90일간 유예된 상태이나 유예 기간이 종료되는 7월 8일 이후 상황, 최근 불거진 국제비상경제권한법(IEEPA)의 위법성 논란<sup>25)</sup> 등으로 인해 정책의 불확실성은 최고조에 달하고 있다.

2. 4.2일 발표한 모든 관세가 적용될 경우 미국의 평균관세율은 약 25%(6.4일 현재 약 13%)까지 상승하며 1930년 6월 도입된 '스무트-홀리법(Smoot-Hawley Tariff Act)' 당시 수준(약 20%)을 상회한다. 스무트-홀리법은 대공황 시기 보호무역주의 기조 속에서 관세를 대폭 인상한 법으로, 당시 전 세계를 대상으로 한 관세 부과로 인해 글로벌 무역 위축을 초래한 대표적인 사례로 지적된다. 트럼프 관세 정책의 불확실성이 지속되는 가운데, 과거 미국 관세 정책의 역사적 흐름을 살펴보고 주요 시사점을 정리하고자 한다.

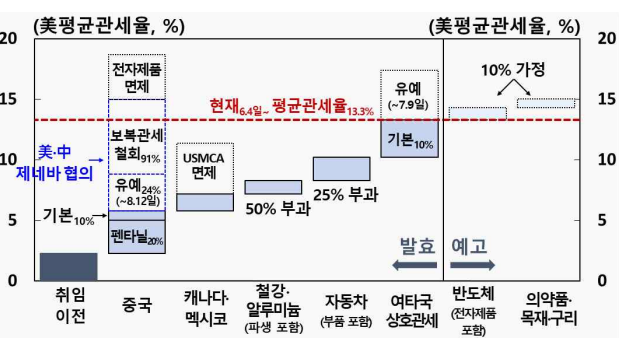
트럼프 관세정책은 현재도 조정이 계속되고 있음 6.4일 현재 미국 평균관세율은 13%내외로 추정

[그림 1.1] 트럼프 2기 정부 출범 후 관세정책 변화

발효일자	내용
3.4일	모든 중국수입품 20%
3.4일	멕시코, 캐나다 25%(USMCA 대상 면제)
3.12일	철강 및 알루미늄 25%
4.2일	캐나다 칼륨 및 에너지 10%
4.2일	중국, 캐나다, 멕시코 제외한 모든 국가에 10%+ 국가별 추가관세 부과
4.3일	모든 자동차 25%
4.9일	60개국 특별추가관세 90일간 유예
5.8일	영국 자동차 첫 10만대 10% 철강 및 알루미늄 0%
5.12일	중국에 대한 125% 관세 90일간 10%로 인하
6.4일	철강 및 알루미늄 관세 50%로 상향조정

자료: 저자 정리

[그림 1.2] 미 관세조치에 따른 평균관세율 변화



자료: 한국은행 조사국

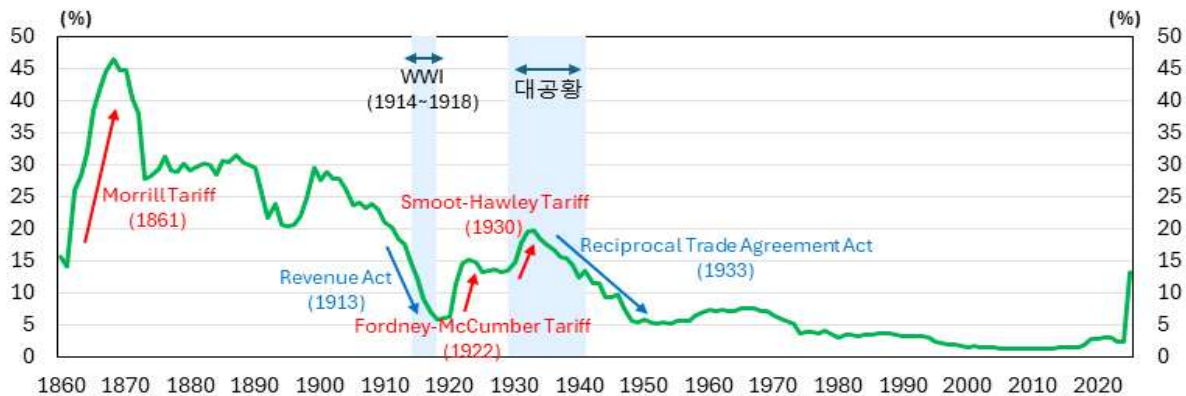
25) 5.28일 미국 국제무역법원은 트럼프정부가 국제비상경제권한법(IEEPA)에 따라 부과한 관세를 무효화했다. 관세부과의 목적으로 국가비상사태를 선포한 것은 잘못이라는 판결이었다. 그러나 바로 다음날인 5.29일 연방항소법원은 트럼프측의 1차 판결 효력을 정지 요청을 받아들여 IEEPA 관세를 일시적으로 유지하기로 결정했다. 따라서 향후 대법원에서 IEEPA에 의한 관세정책 유지 여부가 판명날 계획이다.

## 과거 미국 관세정책은 어떻게 진행되었는가?

3. 미국은 1950년 이전까지, 민주당 정권 시기에는 관세가 인하되고 공화당 정권 시기에는 인상되는 경향을 보여왔다. 1860년 남북전쟁 직전 집권한 공화당은 보호무역주의를 지지하며 관세를 대폭 인상하였고, 이에 따라 미국의 평균 관세율은 약 47%까지 상승하였다.<sup>26)</sup> 그러나 19세기 후반 산업혁명, 생산성 향상 등이 글로벌 자유무역주의를 확산시키고 미국도 이에 동조하면서 관세율은 급격한 하락세로 전환된다. 1913년 민주당 소속 윌슨 대통령은 취임 직후 소득세<sup>27)</sup>를 도입한 대신 관세를 대폭 인하여 평균 관세율을 5.8% 수준까지 낮추었다. 그러나 이러한 자유무역 기조는 제1차 세계대전(1914~18년)을 계기로 중단된다. 전쟁은 각국이 무기 생산과 물자 확보를 위해 보호무역 및 통제경제 체제로 전환하게 만든 결정적 계기였다. 여기에 1919년의 스페인 독감 충격, 진보주의에 대한 사회적 거부감<sup>28)</sup>이 더해지며 1920년에는 공화당이 행정부와 의회를 장악하게 된다. 이후 긴급관세 인상(1921년), 포드니-맥컴버 관세법(1922년)의 제정을 통해 미국은 다시 관세 인상 기조로 선회하며 보호무역주의를 강화하게 된다. 그리고 대공황 시기인 1930년 6월, 후버 대통령(공화당)의 서명으로 스무트-홀리법<sup>29)</sup>이 시행되면서, 미국의 평균 관세율은 19.8%까지 상승하게 된다.

미국의 관세는 공화당 시기 인상되고 민주당 시기에 인하되는 패턴을 보였다.

[그림 1.3] 미국 평균실효세율 추이



주 : 붉은색은 공화당 정권, 푸른색은 민주당 정권시 실시된 관세법

자료: The Budget Lab at Yale

- 26) 공화당은 높은 관세를 통해 자국 산업을 보호하는 보호무역주의를 선호했는데 당시 미국의 제조업은 유럽에 비해 경쟁력이 낮아 보호관세를 원했고 공화당의 Morrill 하원의원이 발의한 Morrill Tariff는 1861년 3월 발효되었다.
- 27) 1913년 수입법(Revenue Act of 1913)은 관세를 낮추는 반면 연방 소득세를 부활시켰으며 당시 미국의 평균관세율은 약 30%에서 5.8%까지 급격하게 낮아졌다.
- 28) 진보주의자들은 규제, 노동자 보호, 도덕 개혁(금주법 등) 등을 통해 공정하고 정의로운 사회를 만들겠다는 약속을 했지만, 전쟁 이후 미국사회는 노동 파업, 인종 갈등, 경제 혼란을 겪으면서 미국내에서 진보 개혁이 삶을 피폐하게 만들었다는 인식이 커졌다.
- 29) 윌리엄 홀리 하원 의원(하원 세입위원회 위원장)과 리드 스무트(상원 재무위원회 위원장)가 공동발의했으며 공화당 주도로 통과되었다.

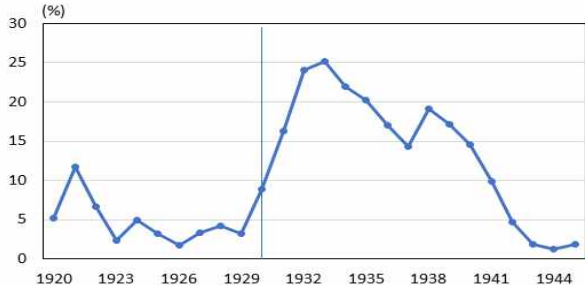
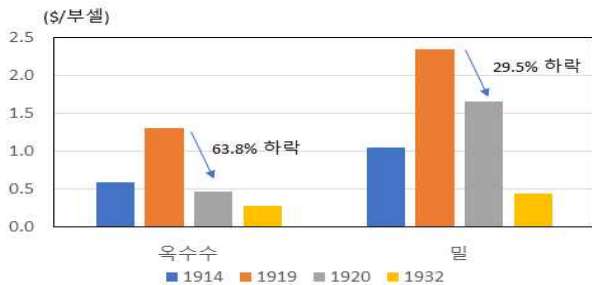
4. 대공황 시기에 제안<sup>30)</sup>된 스무트-홀리법은 많은 부작용이 우려되었음에도 불구하고, 미국 내 농업 경기 침체와 1929년 주가 폭락 등이 보호무역주의와 고립주의 정서를 자극하면서 결국 통과되었다. 당초 후버 대통령의 관세 인상 목표는 유럽산 농산물과의 경쟁에 어려움을 겪고 있던 미국 농민 보호에 초점이 맞춰져 있었다. 제1차 세계대전 종전 이후 세계 곡물 가격이 급락하면서 미국 농산물의 가격 경쟁력이 약화되자, 농업계는 정부에 적극적인 보호조치를 요구하게 된다.<sup>31)</sup> 그러나 관세 인상 요구는 농업 부문에 국한되지 않았고 최종적으로 마련된 스무트-홀리법은 농업뿐 아니라 광범위한 산업 전반에 걸쳐 관세를 인상하는 내용으로 확대되었다. 이 법안에 대한 경제계와 학계의 반발도 거셌다. 당시 시카고대 경제학자이자 민주당 상원의원이었던 폴 더글러스(Paul Douglas)는 1,000여 명의 경제학자 서명을 받아, 후버 대통령에게 거부권 행사를 촉구하는 청원서를 제출했다.<sup>32)</sup> 실제로 상원의 온건파 공화당 의원들조차 법안에 반대하며, 스무트-홀리법은 1929년 초까지 의회를 통과하지 못했다. 그러나 같은 해 10월 24일 주식시장 대폭락<sup>33)</sup>과 실업률 급등은 미국 사회 전반에 경제적 불안과 고립주의 정서를 더욱 심화시켰고, 보호무역이 실업과 경기 침체 해결책이라는 여론이 확산되었다.<sup>34)</sup> 결국, 스무트-홀리 관세법은 1930년 6월 13일 후버 대통령의 서명과 함께 발효되며, 역사상 가장 강력한 보호무역 조치 중 하나로 기록되었다.

1920년 국제곡물가격 급락은 미국 농가소득을 줄이고 보호무역주의를 강화하는 시발점

1929.10월 주가 폭락 이후 실업률이 급등

[그림 1.4] 1920년 전후 옥수수과 밀 가격 변화

[그림 1.5] 스무트-홀리법 전후 미국 실업률



자료: MNOPEdia

자료: 미 Census Bureau

30) 스무트-홀리법은 1929년 10월 주식시장 대폭락 이후인 1930년 6월 시행되었기 때문에 대공황을 촉발한 원인은 아니었으나 대공황을 악화시킨 요인중 하나로 거론된다.

31) 1920년 미국 인구의 51.4%(US Census 기준)가 농촌지역에 거주했다. 1차세계대전으로 유럽 농업생산이 침체되자 미국 농산품 수출은 호황기를 누렸고 미국 농가들은 무분별한 차입을 통해 농사규모를 늘렸다. 그러나 전쟁 종료 후 유럽의 농업생산량이 회복하면서 세계 곡물가격이 급락하고, 미국 농가 소득이 하락하면서 부채부담이 컸던 농민들은 파산하였고 농가대출비중이 은행들까지도 부실해졌다.

32) 폴 더글러스는 “후버대통령이 스무트-홀리 법안의 부작용을 우려했지만 공화당 지도부와 결별할 수 없어 결국 법안에 서명했다” 라고 언급했다.

33) 1929.10.24.일은 검은 목요일로 알려져있는데 전일(10.23일) 다우지수가 4.6% 하락마감한 후 24일에는 개장 직후 11% 하락하고 거래량은 사상최고치(1,290만주)를 기록했다. 이후 주요대형은행들의 유동성 지원 등으로 다우지수가 소폭 반등했으나 28일과 29일 2일 연속 12~13% 하락하였고 이후 3년간 하락세를 지속하면서 1932.7.8.일 바닥까지 다우지수는 약 90%가 하락하게 된다. 이후 25년이 지나서야 직전 최고치를 회복하게 된다. 주식매수를 위해 차입과 레버리지를 활용한 투자자들은 파산했고 광범위한 은행 파산으로 이어지게 된다. 결국 1929년 10월 주가 폭락은 미국을 1930년대 대공황으로 몰아넣은 시발점이 되었다.

34) ‘동 법안은 미국의 노동자들이 다시 미국시장을 장악하고, 생활수준을 유지하며, 익숙한 분야에서 안정적인 고용을 기대할 수 있게 만들 것을 약속합니다.’ (스무트-홀리법에 대한 후버대통령연설. 1930.6.16일)

5. 스무트-홀리법 시행 이후 전 세계적으로 미국에 대한 보복 조치가 확산되었으며, 그 규모와 강도는 과거에 보기 힘든 수준이었다. 법안이 의회를 통과하는 과정에서 20개국 외국 정부가 미국 국무부에 공식적으로 우려를 표명하며 법안의 재고를 요청했지만, 이러한 외교적 경고에도 불구하고 스무트-홀리법이 최종적으로 통과되자, 다수의 국가<sup>35)</sup>들이 본격적인 보복 조치에 착수하게 된다. 가장 적극적으로 대응한 국가는 영국, 독일, 이탈리아 등 유럽 주요국으로, 이들은 미국산 수입품에 대해 평균 15%포인트 내외의 관세 인상을 단행하였다. 특히 미국산 자동차에 대해 보복관세에 집중했는데, 일부 모델의 경우 관세가 50% 이상 인상되면서 미국산 중간 가격대 차량은 글로벌 시장에서 사실상 경쟁력을 상실하였다. 캐나다 역시 미국에 대한 보복 조치에 적극적이었다. 수출의 약 43%를 미국에 의존하던 캐나다는 반미 여론이 고조되는 가운데, 1930년 한 해 동안 두 차례에 걸쳐 미국산 제품에 대한 관세를 인상하며 스무트-홀리법에 대응하였다. 보복관세 외에도, 미국산 제품에 대한 불매운동<sup>36)</sup>이 세계 여러 국가에서 동시다발적으로 전개되었고, 이는 미국 수출에 심각한 타격을 초래했다. 실제로 1930년부터 1932년 사이 미국의 수출은 무려 66.7% 감소하였다.<sup>37)</sup> 미국의 수출은 이후 민주당 정권 하에서 관세 인하 정책이 추진되고, 제2차 세계대전 중 무기 및 군수물자 수출이 확대되면서 1933년 이후에야 점차 회복세에 들어서게 된다.

대부분 주요국은 스무트-홀리법에 대한 보복관세를 시행

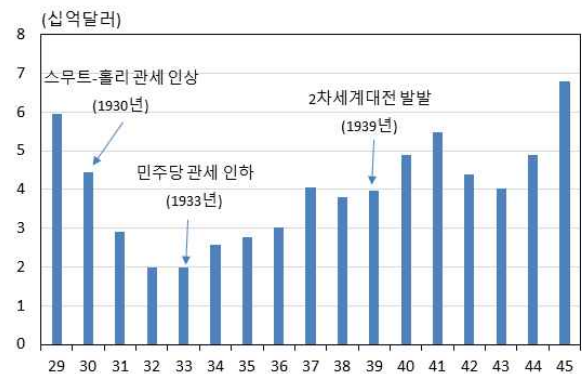
관세인상 이후 수출은 크게 감소

[그림 1.6] 주요국의 미국에 대한 평균관세율 변화

	(% , %p)		
	도입전 (1928년)	도입후 (1932년)	증가폭
캐나다	23.3	27.4	4.1
영국	9.9	23.1	13.2
독일	7.9	23.8	15.9
일본	5.5	5.4	-0.1
프랑스	8.7	17.5	8.8
아르헨티나	18.8	28.8	10
이탈리아	6.7	23.5	16.8
네덜란드	2.1	4.7	2.6
호주	22.4	41.2	18.8

자료: Douglas A. Irwin

[그림 1.7] 스무트-홀리법 이후 미국 수출 규모



자료: FRED

35) 스무트-홀리 관세를 반대했던 35개국들에 대한 수출은 전체 미국 수출의 80%에 달했다.(Kris James Mitchener 등, 2022)

36) 왕립 이탈리아 자동차 클럽(Royal Italian Auto Club)은 미국산 자동차 불매 운동을 촉구하는 신문 광고를 게재하여 미국산 제품 소비자들을 비애국적이라고 낙인찍었다. 남미에서는 널리 발행된 신문인 라 마냐나(La Mañana)가 자동차와 같은 주요 미국 소비재에 대한 불매 운동을 촉구했다. 우루과이 농촌 사회 연맹(Federation of Uruguay Rural Societies)은 정부에 자동차에 제한적인 세금을 부과하고 미국에 대한 보복 조치의 일환으로 자동차 전면 금지를 고려할 것을 촉구했다. 마찬가지로, 몇몇 스위스 상공회의소 지부는 타자기와 자동차와 같은 미국 제품에 대한 보이콧을 요구하는 결의안을 제출했다.(The Smoot-Hawley Trade War, 22.2월)

37) 다만 당시 수출감소는 대공황으로 인한 전세계적인 수요부진에도 기인한다.

6. 스무트-홀리법의 영향에 대해서는 다양한 견해가 존재하지만, 미국 내 대공황을 심화시키고 경기침체를 전 세계로 확산시켰을 가능성에 대한 다양한 증거들이 제시되고 있다. 오늘날 학계에서는 대공황 초기 무역(수입 + 수출)의 비중이 GDP의 약 7~9% 수준에 불과했기 때문에, 관세로 인한 무역 축소가 대공황의 주된 원인이 되기는 어렵다는 시각<sup>38)</sup>이 존재한다. 또한 통화주의자들은 대공황의 주된 원인을 관세가 아니라 잘못된 통화정책에서 찾는다.<sup>39)</sup> 그러나 보다 미시적인 관점<sup>40)</sup>에서 보면, 스무트-홀리법이 미국 경제의 악화를 초래하고, 그 파급효과가 국제적으로 확산되었을 가능성을 간과할 수 없다. 첫째, 대공황의 핵심 증상 중 하나였던 은행 파산은 스무트-홀리법 시행 이후 특히 피해가 집중된 산업 지역에서 두드러지게 나타났다. 예컨대, 1929년 25,568개였던 미국 내 은행 수는 1935년까지 16,047개로 감소하며 37.2%가 사라졌는데, 이러한 은행 파산은 농촌, 광산, 철강, 자동차 산업이 집중된 지역에서 주로 발생했다. 이는 단순한 우연이라기보다는, 보복관세로 인한 수출 급감이 지역 소득의 감소로 이어지고, 그 결과 은행 부실이 심화되었을 가능성을 시사한다.<sup>41)</sup> 애초에 스무트-홀리법의 목적이 이러한 산업을 보호하기 위함이었음을 고려하면, 관세가 오히려 해당 산업 기반 지역의 경제를 악화시키는 아이러니한 결과를 낳은 셈이다. 둘째, 1929년 10월 이후의 주가 폭락은 대공황의 촉발 요인으로 널리 지목되는데, 스무트-홀리법은 시장에 악재로 인식되며 주가 하락세를 심화시켰다. 당시 다우지수는 1929년 10월 대폭락 이후 약 51% 반등했으나, 1930년 6월 스무트-홀리법 시행 당시 단 한 달 만에 23% 하락하면서 상승세가 꺾이고 장기 하락 국면에 진입하게 된다.

관세가 악재로 작용하며 1930년 미국주가는 반등에 실패하면서 급락세를 지속

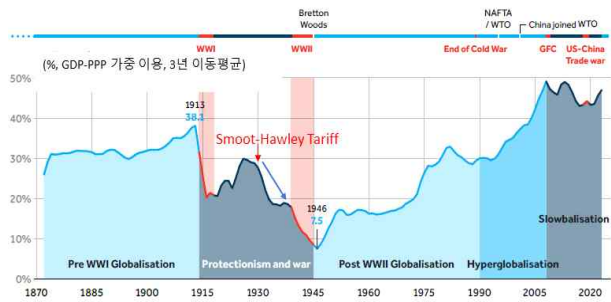
스무트-홀리법 이후 전세계 무역은 40% 축소

[그림 1.8] 대공황 전후 다우지수 추이



자료: Bloomberg

[그림 1.9] 17개국 무역규모(수출+수입)의 GDP 비중



자료: Barclays

38) 로버트 루카스, 로버트 실러, 루디거 도른부시, 스탠리 피셔 등이 동 견해를 가지고 있다.

39) 대공황 직전인 1928~1929년 미 연준은 시장의 투기를 억제하기 위해 통화량을 줄였으며 주식시장 폭락 이후인 1930년대에도 오히려 통화량을 줄이면서 대공황을 악화시켰다는 비판을 받고 있으며 벤 버냉키 전 연준의장은 2002년 연설에서 대공황은 잘못된 미 연준의 대응에 기인한 것으로 평가하면서 사과했다.

40) The Smoot-Hawley Tariff and the Great Depression(Foundation of Economic Education, 2012.2.29.) 참조

41) 농산품 수출 시장 붕괴 이후 중서부와 남부 주의 농업 은행들이 수천 개씩 파산하기 시작했으며 미국 광물에 대한 전 세계적인 보복 조치 이후 네바다 주 전체 예금의 65%와 상업 대출의 75%를 차지하는 워필드 은행 체인도 붕괴되었다. 캐나다의 보복으로 인해 1932년까지 미국의 철강 수출은 85.5% 감소했는데 철강 주요 생산지인 피츠버그에서 예금 6,700만 달러 규모의 대형 은행 11곳이 1931년 9월 파산했다. 유럽의 보복관세로 미국의 자동차 수출은 연간 5억 4,100만 달러에서 1933년에는 9,700만 달러로 82% 감소했는데 자동차 산업 중심지인 디트로이트 은행 시스템이 1933년 초에 완전히 붕괴된 것으로 평가된다.

셋째, 스무트-홀리 관세는 세계 무역을 위축시켜 국제적인 달러 유동성을 감소시키고, 달러화를 기반으로 한 자금 거래를 위축시켰다는 평가를 받고 있다. 당시 세계 금융의 중심이 런던에서 뉴욕으로 이동하면서, 미국의 대형 은행들은 전 세계에 자금을 대출 해주며 국제금융의 핵심 축을 담당하고 있었다. 그러나 스무트-홀리법 시행 이후 미국과의 무역이 급감하면서 여러 국가들이 달러 확보에 어려움을 겪었고, 이는 결국 일부 국가들의 외채 상환 불이행(모라토리엄) 사태로 이어졌다. 특히 독일 등 유럽 국가들은 달러 부족으로 인해 미국 은행에서 빌린 차관을 제때 상환하지 못하며, 국제금융 시스템 전반에 불안정성이 확산되는 결과를 낳았다.

- ✓ 1950년 이전 미국의 관세율은 사회적 분위기, 정권변화 등에 따라 강화되거나 약화되는 흐름을 반복했다.
- ✓ 스무트-홀리법은 경제계의 강력한 비판에도 불구하고 보호무역주의가 자국 산업 보호와 경제 불황 해소에 도움이 될 것이라는 여론에 힘입어 시행되었다
- ✓ 동 법은 미국을 대상으로 한 예상치 못한 글로벌 무역보복을 촉발했고, 미국수출은 큰 타격을 입었다.
- ✓ 결과적으로 스무트-홀리법은 당초 보호하려던 미국 산업을 더욱 어렵게 만들었으며, 글로벌 경제에도 악영향을 미쳐 전 세계 대공황 확산의 한 요인으로 평가 받았다.

## 트럼프 관세정책의 경제적 · 정치적 파급효과는?

7. 지금까지의 관세정책이 협상 이후에도 완화되지 않는다면 1930년과 같은 전 세계적인 무역전쟁이 발생할 가능성을 배제할 수 없다. 올해 4월 2일 발표된 국가별 추가 관세는 90일 유예 기간이 부여되었으며, 이 기간 동안 협상이 진행되고 있어 본격적인 미국에 대한 보복 관세는 아직 시행되지 않고 있다. 그러나 트럼프 2기 정부 출범 이후 관세 정책이 바뀔 때마다 캐나다와 중국은 즉각 대응하는 모습을 보여주었다. 또한, 협상 결과를 지켜보고 있는 유럽과 멕시코 역시 협상이 결렬될 경우 즉각적인 보복 관세를 시행할 것임을 시사하고 있다.<sup>42)</sup>

42) EU는 총 210억 유로 규모의 미국 수입품에 25% 보복관세를 부과할 예정이었으나 7.14일까지 90일간 보류한 상태이며 EU 집행위원회는 최근 미국 정부의 철강, 알루미늄 관세 25% 추가 인상에 대응해 상호 수용 가능한 협상이 이뤄지지 않을 경우 추가 조치가 7.14일 자동으로 발효될 가능성을 시사했다. 멕시코 클라우디아 세인바움 대통령도 6.4일 기자회견에서 철강 등에 대한 관세는 매우 불공정하며 적절한 합의에 이르지 못할 경우 대응방안을 발표할 예정이라고 언급했다.

중국과 캐나다는 미국의 관세에 즉각적으로 보복대응하고 있는 모습이다.

[그림 1.10] 트럼프 2기 정부 출범 후 미관세에 대한 각국의 대응

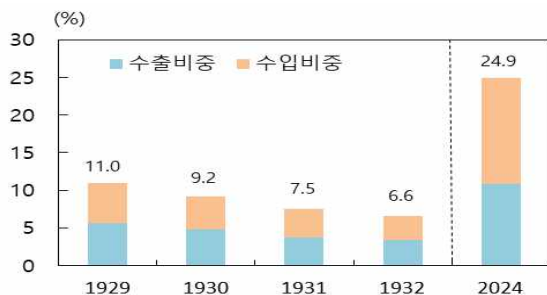
미국의 관세 부과	국가별 보복 대응
모든 중국수입품 20%(2.4일)	중국 : 미국산 석탄, LNG 등에 대한 15% 추가 관세, 미국산 원유, 농기계, 대형차량, 픽업트럭에 대한 10% 추가 관세(2.4일), 미국산 농축산물에 대한 10%~15% 추가관세(3.4일)
멕시코,캐나다 25%(3.4일)	캐나다 : 300억달러 규모의 미국상품에 25% 관세(3.4일)
철강 및 알루미늄 25%(3.12일)	캐나다 : 298억달러 규모의 미국상품에 25% 관세(3.13일)
중국,캐나다,멕시코 제외한 모든 국가 기본관세 10%, 60개국에 특별추가관세 부과(4.2일)	중국 : 모든 미국제품에 125% 관세 부과, 희토류 등 광물 미국수출 금지(4.3일)
중국에 대한 125% 추가관세 90일간 10%로 인하(5.12일)	중국 : 미국에 대한 125% 관세 90일 유예(5.12일)
철강 및 알루미늄 관세 50%로 상향조정(6.4일)	EU, 멕시코 : 미국에 대한 보복대응 준비중

자료: 저자 정리

8. 미국의 무역 의존도는 과거 스무트-홀리법 시기보다 두 배 이상 증가했으며, 미국 기업들이 수입하는 중간재 규모도 커져 무역 위축이 미국 경제에 미칠 부정적 영향이 과거보다 클 수 있다.<sup>43)</sup> 미국은 유럽과 중국에 비해 상대적으로 무역 비중이 작아 '폐쇄 경제(closed economy)'로 불리기도 하지만, 1930년 스무트-홀리법 도입 당시 GDP 대비 무역(수출+수입) 비중은 9.3%(수출 4.8%, 수입 4.4%)였던 반면, 2024년에는 24.9%(각각 10.9%, 14.0%)로 크게 증가했다. 게다가 글로벌 공급망 체계 하에서 미국이 중간재 수입에 더욱 의존하고 있다는 점도 무역전쟁이 미국 제조업에 미칠 부정적 영향을 키우고 있다. 특히 최근 중국이 미국에 대한 희토류 수출을 제한했다가 협상 끝에 90일간 수출제한조치를 유예(5.15일)한 경우가 있었는데, 미국은 희토류 수입량의 70% 이상이 중국산일 정도로 중국 의존도가 높아진 점은 미국 제조업의 큰 위협요인으로 잠재하고 있다.<sup>44)</sup>

미국경제의 무역의존도는 과거에 비해 2~3배 증가

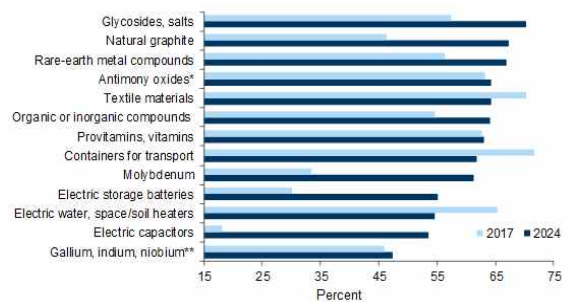
[그림 1.11] 미국 GDP 대비 무역(수출+수입) 비중



자료: Fred

미국 희토류 수입의 중국비중은 70%까지 증가

[그림 1.12] 미국수입품목별 희토류 중국비중



자료: Goldman Sachs

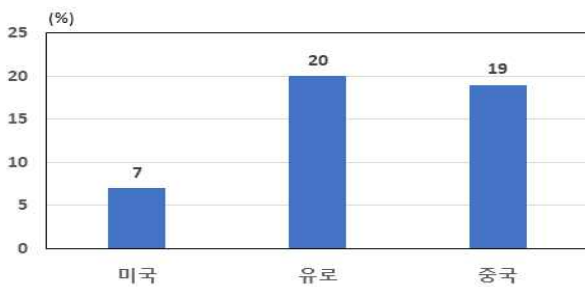
43) 대공황 연구의 권위자인 Irwin교수는 오늘날 무역이 미국 GDP에서 차지하는 비중이 늘어난데다 중간재 수입 규모도 커졌기 때문에 트럼프 관세는 스무트-홀리 관세보다 미국과 세계경제에 미치는 영향이 더 클 수 있다고 언급했다.(Washington Post, 2025.4.8.)

44) 미국자동차혁신연합(AAI)는 희토류 공급 부족으로 미국내 자동차 공장 가동을 멈출 수 있다는 내용의 비공개 서한을 5월초 미국 정부에 전달했다.

**9. 만약 미국이 전 세계 대부분 국가로부터 보복 관세를 받는다면 미국의 GDP 손실 규모는 다른 국가들보다 더 클 수 있다.** 세계 각국이 미국의 관세 인상에 보복한다면, 결국 미국이 가장 큰 피해자가 될 가능성이 크다. 단순 계산으로 미국 GDP에서 수출이 차지하는 비중이 7%(2023년 기준)인데 이들 모두가 보복관세에 영향을 받을 수 있다고 가정할 수 있다. 반면, 유럽연합(EU)과 중국은 각각 미국에 대한 수출 비중이 16%, 15%이고 GDP 내 수출 비중도 각각 20%, 19%임을 고려하면, 트럼프 정부의 관세 정책으로 인한 EU와 중국 GDP 영향은 최대 3.1%, 2.9%에 그친다.

**GDP대비 수출비중은 미국이 7%, 유로가 20%, 중국이 19%**

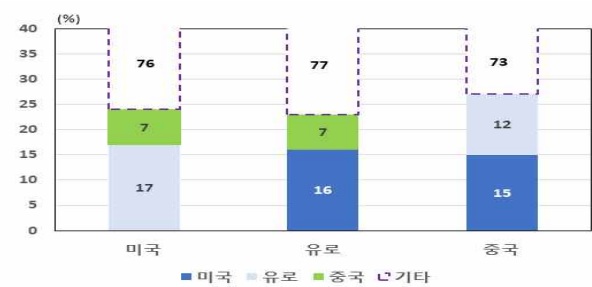
[그림 1.13] GDP 대비 수출비중(2023년 기준)



자료: Barclays

**유로와 중국은 미국수출 비중이 각각 16%와 15%**

[그림 1.14] 수출에서 대상 국가별 비중(2023년 기준)



자료: Barclays

이러한 가정은 계량모형에서도 구현되는데 IMF가 3가지 모델을 통해 미국 관세인상<sup>45)</sup>의 중장기적 영향(10년)을 평가한 결과 관세는 전 세계적으로 영구적인 수출 및 생산량 감소를 초래했다. 국가별로 보면 미국은 실질 수출이 19~28% 감소하는 반면 중국과 EU는 각각 5~7%, 0~1.1% 감소에 그쳤다. 실질 GDP도 미국이 최대 1.3% 줄어들며 주요국 중 감소폭이 가장 크게 나타났다. EU의 경우 일부 모형에서는 수출과 성장 모두 감소하지 않았는데 이는 미국 외 국가에서 EU 상품의 경쟁력이 향상되면서 미국 관세인상의 부정적 영향이 대부분 상쇄된 데 기인한다.

**미국에 대한 보복관세로 미국은 가장 큰 피해를 입을 전망**

[그림 1.15] 관세에 대한 국가별 실질 수출 및 실질 GDP 감소폭 중장기(10년) 전망

	실질 수출 변동(%)			실질 GDP 변동(%)		
	GIMF	Caliendo 등 (2015)	Caliendo 등 (2023)	GIMF	Caliendo 등 (2015)	Caliendo 등 (2023)
미국	-19.3	-21.8	-27.6	-1.3	-0.3	-0.9
중국	-5.4	-4.9	-6.7	-1.1	-0.5	-0.7
캐나다멕시코	-5.7	-1.8	-6.0	-1.9	-0.5	-0.7
유로	-1.1	0.0	-0.5	-0.6	0.0	-0.2
아시아	-1.6	-0.1	-0.3	-1.0	0.0	0.3

주 : GIMF는 IMF의 Global Integrated Monetary and Fiscal Model

자료: IMF

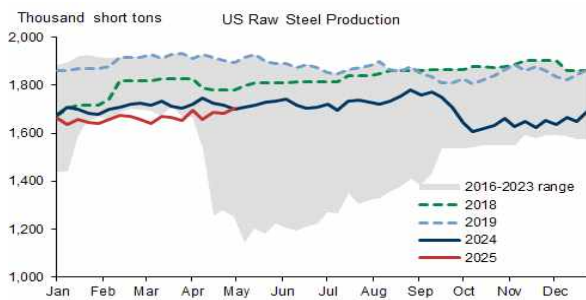
45) 미국의 평균 관세율이 25% 포인트 인상되는 것으로 가정하였다. 지역별로는 캐나다, 유로존, 멕시코의 경우 평균 15% 포인트, 중국을 제외한 아시아 국가는 27% 포인트, 중국은 50% 포인트 인상되는 것으로 가정했다. 또한 상대국들은 즉각적으로 보복관세로 대응하는데 캐나다는 미국 상품 수입 40%에 25% 관세를 부과하고 중국은 34% 포인트 관세를 인상하는 등 미국 상품 수출 전체에 대해 약 5% 포인트의 평균관세율 인상을 가정하였다.

10. 한편, 일부에서는 관세 정책이 기대만큼 효과를 발휘하지 못할 경우 과거 사례처럼 정치적 역풍이 나타날 수 있다고 지적한다. 1930년 스무트-홀리법 시행 후 보호하고자 했던 미국 농업과 제조업은 오히려 침체가 심화되었고, 공화당은 1930년 중간선거에서 하원 52석, 1932년 선거에서는 101석을 잃게 된다. 그리고 관세 법안을 발의한 스무트 상원의원, 홀리 하원의원과 후버 대통령에게 정치적 책임이 집중되면서 이들은 정계를 떠나게 된다. 과거와 현재 관세 정책의 정치적 출발점을 비교하면, 스무트-홀리법안의 초점은 미국 농민에 있었다면, 트럼프 정부 관세 정책의 초점은 러스트 벨트(Rust Belt)의 노동자들에게 맞춰져있다. 그리고 이 지역의 핵심 산업은 철강·알루미늄과 제조업이다.<sup>46)</sup> 이에 트럼프 정부는 철강·알루미늄 관세를 50% 인상하며 러스트 벨트 지역의 생산량 증가와 고용 창출을 기대하고 있다. 그러나 미국은 철강 수요의 약 25%, 알루미늄 수요의 약 52%를 수입에 의존(미상무부 통계 기준)하고 있어, 관세로 인한 가격 상승은 불가피하다.<sup>47)</sup> 주요 분석에 따르면 철강·알루미늄 가격 상승은 이미 위축국면에 접어든 제조업과 건설업에 부정적 영향을 미칠 것으로 보이며 철강·알루미늄 수요 둔화라는 역풍이 발생한다면 트럼프 정부가 기대하는 관세 효과가 나타날지 불확실하다. 제조업 리쇼어링 측면에서도, 관세가 영구화되어도 미국 내 높은 생산비용으로 인해 제조업 회귀는 크게 기대하기 어렵다는 시각이 많다. 골드만삭스 조사에 따르면, 미국 글로벌 기업들이 의존하는 아시아와 남미 등지의 제조 비용은 미국보다 50% 이상 낮다. 이러한 상황 때문에 공화당 내부에서도 과도한 관세 정책에 따른 정치적 후유증을 우려하는 목소리가 나오고 있다.<sup>48)</sup>

관세 발표 이후 미국 철강 생산량은 2% 증가했지만  
과거에 비해 훨씬 낮은 수준

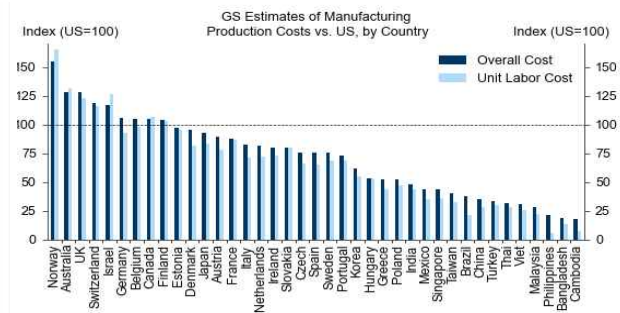
제조업생산단가는 대부분의 국가가 미국보다 저렴

[그림 1.16] 미국내 철강생산량 추이



자료: Goldman Sachs

[그림 1.17] 제조업 생산 단가 국가별 비교



자료: Goldman Sachs

- 46) 미국 철강·알루미늄 산업은 펜실베이니아, 오키오, 인디애나, 미시건, 일리노이, 앨라배마, 켄터키, 루이지애나 등에 퍼져있으며 스윙스테이트(경합주) 지역이 많아 공화당에게는 정치적으로 중요한 지역이기도 하다.
- 47) 골드만삭스에 의하면 금년 3월에 철강·알루미늄에 대한 관세가 10%에서 25%로 인상되면서 철강과 알루미늄 가격에 인상된 관세의 85~100%가 모두 반영된 것으로 판단된다. 그리고 6.4일 50%로 관세가 다시 인상되었기 때문에 추가 가격상승이 예상된다. 미국내 철강가격(25.3월 현재 984달러/톤)과 전세계(440달러/톤) 가격 차는 24.7월 톤당 197달러에서 25.3월 544달러로 큰 폭 확대된 상황이다.(미 상무부)
- 48) 켄터키주 랜드폴 상원의원(공화당)은 “관세는 정치적 파탄으로 이어지기도 했습니다. 공화당이 1890년 관세를 부과한 후 다음 선거에서 의석의 50%를 잃었습니다. 스무트-홀리법 이후 공화당은 60년간 하원과 상원을 장악하지 못했죠.” 라고 언급했다(워싱턴 포스트, 25.4.3일). 또한 일부 연구는 1877~1934년 사례연구를 통해 관세 개정이 기업에게 과도한 불확실성을 야기하고 야당은 이러한 불안을 이용해 지지기반을 구축한 후 차기 선거에서 승리하는 패턴이 나타났다고 분석하였다.(AJ Clarke 등, 2017)

## 시사점

11. 시장은 러스트 벨트 지역 산업 보호라는 정치적 목적과 관세정책의 역풍 우려 사이에서 관세정책 강도가 조정될 것이며, 당초 4.2일 Liberation Day때 발표된 관세 수준은 최종적으로는 완화될 것으로 기대하고 있다. 관세부과 후 미국 철강생산량이 소폭 증가하는 등 러스트 벨트 지역 중심으로 트럼프 정부가 의도하는 모습이 일부 나타나는 것으로 보인다. 그러나 관세 인상이 결국 중간재 비용 상승과 제조업 전반의 경쟁력 약화로 이어지고 실제 실물지표의 악화가 나타나기 시작할 경우 트럼프 정부에 대한 책임론이 대두될 수 있으며, 이는 향후 중간선거에도 직접적인 영향을 미칠 것이다. 따라서 시장은 트럼프 2기의 관세수준이 내년 11월 중간선거 전까지 점진적으로 완화될 가능성을 기대하고 있다.<sup>49)</sup>

12. 그러나 이미 평균관세수준이 크게 높아진 가운데 1945년 2차 세계대전 이후 시작된 자유무역 질서가 근본적으로 흔들리며 동맹국까지 포괄하는 보호무역 기조가 강화될 수도 있다. 이 경우 글로벌 무역 위축과 보복 관세가 심화되면서 세계경제뿐만 아니라 무역 의존도가 한층 높아진 미국 경제에도 적지 않은 충격으로 되돌아 올 것이다. 특히 관세정책은 미국 예외주의의 핵심동력인 첨단제조업을 위축시켜 미국의 중장기 경쟁력에도 부정적 영향을 미칠 것으로 우려된다. Yale대 the budget lab에 따르면 현재의 관세정책이 유지될 경우 미국 첨단제조업은 생산량이 1.9% 감소하면서 가장 큰 피해를 입을 것으로 예상하였다.

13. 금융시장은 관세정책의 향방과 그 영향에 대한 불확실성이 여전히 높은 만큼 트럼프 행정부의 관세정책 및 실물지표 변화에 민감하게 반응하며 변동성이 확대될 것으로 판단된다. 관세수준의 하향조정 가능성 등으로 현재 금융시장은 관세인상 발표 당시의 충격에서 벗어난 모습이다. 그러나 향후 무역협상의 결과가 기대에 미치지 못하거나, 관세인상에 따른 경기둔화 및 물가상승이 하반기 들어 점차 현실화될 경우 자산가격이 빠르게 조정될 가능성에 유의할 필요가 있다.

49) “7.9일까지 유예된 국가별 특별추가관세가 실제로는 적용되지 않을 것이라고 생각한다.” (Jan Hatzius 골드만삭스 수석이코노미스트, 25.6.18일). “시장혼란과 중간선거에 대한 관심이 트럼프행정부가 상호관세를 철폐하기 위한 협상에 나서도록 자극할 것이다.” (Barron's, 25.4.25일)

## 2. 향후 미국의 고용여건 점검

- ✓ 팬데믹 이후 미국의 이민노동력은 부족한 일자리를 상대적으로 낮은 임금으로 채우며 그간의 고용시장 호조에 큰 역할을 한 가운데, 트럼프 행정부의 이민제한 정책이 향후 이민노동력 공급을 축소시킬 전망이다.
- ✓ 기존 이민노동력의 적극적인 노동시장 참가로 현재까지는 이민제한의 영향이 가시적으로 드러나지 않고 있지만, 향후에는 노동공급 축소로 취업자수가 감소하는 모습을 나타낼 것으로 보이며, 장기적으로는 완전고용량 하락 등 고용시장의 구조변화를 야기할 가능성도 있다.

### 검토 배경

1. 미국의 고용시장은 세계 최대 규모의 미국 경제를 지탱하는 소비의 근간이 되고 미 연준 통화정책의 방향을 결정짓는 중요한 변수가 된다는 점에서 언제나 큰 주목을 받고 있다. 특히 트럼프 정부 들어서는 주요 공약인 반이민정책과 정부효율화정책이 고용시장에 미칠 영향이 주목받고 있다. 보다 구체적으로는 새 행정부의 국경강화와 불법 이민자 추방 정책이 노동공급을 얼마만큼 감소시킬 것인지와 정부효율화위원회(Department of Government Efficiency, 이하 DOGE)가 추진중인 정부조직 인력 감축이 얼마만큼 큰 규모로 일어날 것인지에 대한 관심이 높은 상황이다. 트럼프 대통령이 취임 직후 관세 정책을 공격적으로 펼치면서 글로벌 경제의 불확실성이 커진 가운데, 관세 정책이 무역상대국과의 협의 이후 어떤 방향으로든 일단락된 이후에는 반이민 정책이 행정부의 주요 우선순위가 될 것이라는 전망이 제기되고 있다. 이하에서는 현재까지 드러난 이민제한 정책을 중심으로 트럼프 정부 정책이 향후 미 고용여건에 미칠 영향에 대해 점검해보고자 한다.

### 이민노동력 추이 및 미 고용시장에 미친 영향

2. 팬데믹 이후 미국으로 유입된 이민의 수가 급격히 늘어나고 이들 이민자들은 미국의 노동력 공급을 크게 증가시켰다. 최근 미국의 이민 유입 추이를 살펴보면 2010년 이후 점진적으로 증가하다 트럼프 1기 행정부 시절(2016년말~2020년말) 국경강화 등 이민억제 정책으로 인해 크게 감소하였으나 팬데믹 이후 전임 바이든 행정부에서 급격하게 늘어나는 모습을 보였다<sup>50)</sup>(그림 1). 이민자들이 대부분 생산가능인구(15~64세)라는 점에서<sup>51)</sup> 이러한 이민 증가는 자연스럽게 미국 내 노동력 공급 증가로

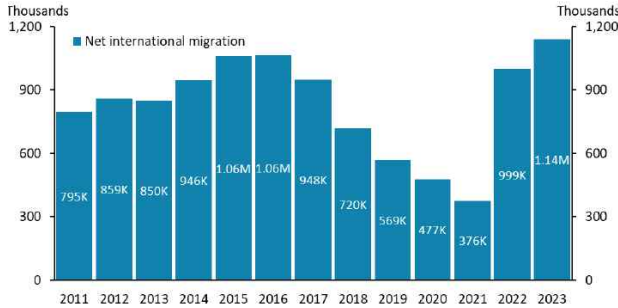
50) 미 인구조사국(Census Bureau) 추산에 따르면 2023년 순이민자수는 114만명에 달하는 것으로 집계되었는데, 실제 이민자수는 통상 미 센서스 데이터의 시차 등으로 이보다 더 클 것으로 예상되고 있다. 실제로 Peng and Walker(2024)는 고빈도데이터를 통해 2023년 이민자수가 3백만명에 육박할 것으로 추정하였다.

51) 미국 Census에 따르면 2023년중 미국시민권을 보유한 외국 출생자들 중 85.9%가 18세~64세이며, 특히 45

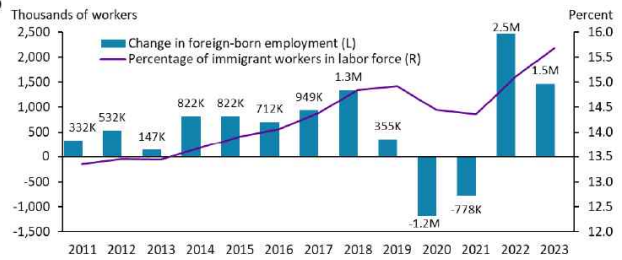
나타났는데, 미 연준의 추산에 따르면 미국의 이민노동자는 2022년과 2023년중 각각 2.5백만명과 1.5백만명 늘어난 것으로 보이며 그 결과 이민노동인력이 전체 노동인력에서 차지하는 비중도 팬데믹 이전 14%에서 2023년 16%로 증가하였다(그림 2).

**미국의 이민자 및 이민노동자는 팬데믹 이후 급증**

[그림 2.1] 미국의 순이민자 추이



[그림 2.2] 미국의 이민고용자 및 비중 추이

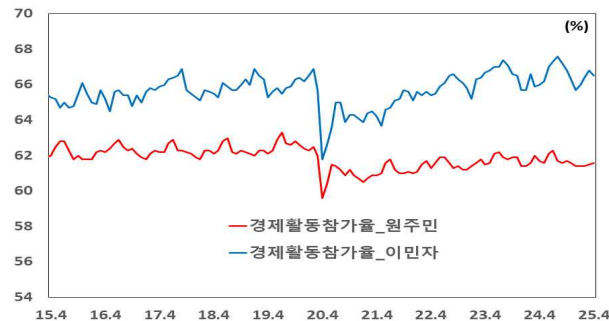


자료: US Census 및 KC Fed 자료 재인용

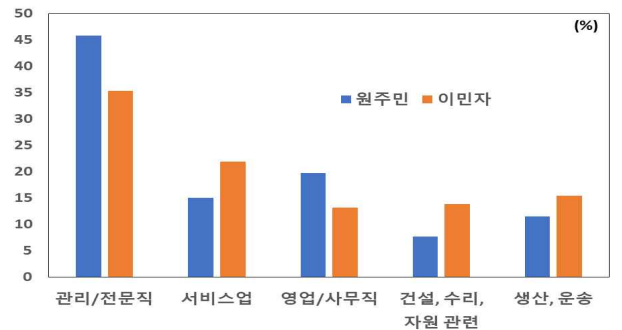
**3. 특히 이민노동자들은 팬데믹 기간중 미국 내 노동인력의 자발적인 비취업이 늘어나며 부족해진 인력을 상대적으로 낮은 임금으로 채우는 데 중요한 역할을 한 것으로 보인다.** 최근 10여년간의 데이터를 살펴보면 이민자들의 경제활동참가율이 원주민보다 유의미하게 높은 수준을 보이는 가운데 전체 고용인력에서 차지하는 비중이 팬데믹 이후 상승하는 모습이다(그림 2, 3). 또한 미국 내 외국인노동자의 업종별 종사 비중을 보면 코로나 이후 구인활동이 활발했던 서비스업, 건설업, 운송업 등의 비중이 높은 반면 원주민의 업종별 종사비중은 전통적인 관리직, 사무직 및 전문직 비중이 상대적으로 높은 상황이다(그림 4). 산업별 이민자 고용비율과 빈일자리를 및 평균임금상승률의 관계를 보아도 이민자들이 상대적으로 많은 일자리를 갖는 제조업, 여행업, 건설업 등의 산업에서 이민자 고용비율이 높아질수록 빈일자리를 하락하고 평균임금 상승률이 둔화되는 모습을 확인할 수 있다(그림 5, 6)

**미국의 이민자들은 높은 경제활동참가율을 바탕으로 특정 업종에서 고용시장에 적극 참여**

[그림 2.3] 원주민과 이민자의 경제활동참가율



[그림 2.4] 원주민과 이민자의 업종별 취업비중

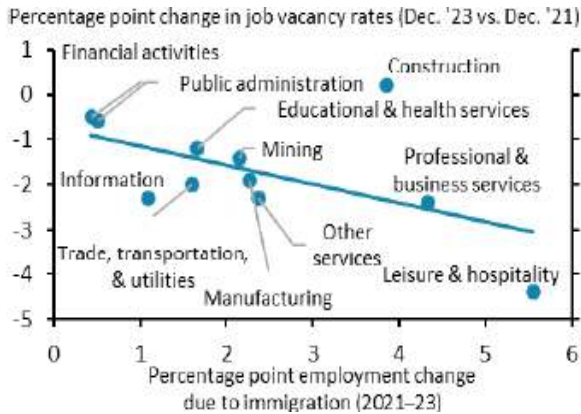


자료: BLS

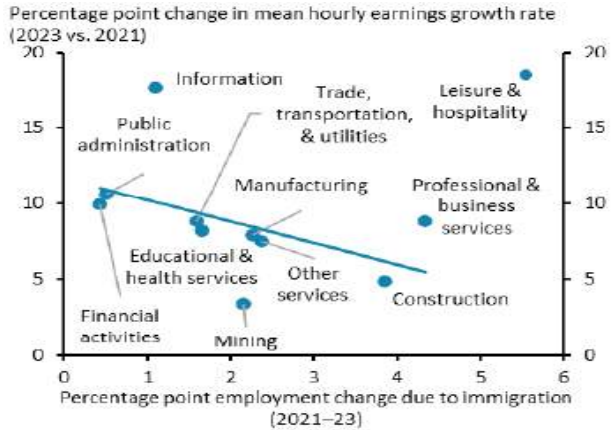
세~64세 연령대 비중은 41.2%로 전체 인구중 45~64세 비중이 24.6%인 것에 비해 매우 높다.

미국의 이민 노동인력은 팬데믹 이후 빈일자리를 감소와 임금상승 억제에 영향

[그림 2.5] 미국의 산업별 이민노동자비율과 빈일자리율과의 관계



[그림 2.6] 미국의 산업별 이민노동자비율과 시간별 평균임금과의 관계



자료: US Census 및 KC Fed 자료 재인용

## 트럼프 행정부의 이민제한 정책

4. 하지만 트럼프 대통령은 국경감시 강화와 불법이민자 추방을 정책목표로 제시했으며 당선된 이후 이를 실행하려는 의지를 수 차례 나타낸 바 있다. 트럼프 대통령의 최우선 공약은 국경을 봉쇄하고 이민자를 억제하며 역사상 최대 규모의 불법이민자 추방 정책을 실행하는 것<sup>52)</sup>인데, 취임 이후 6개월이 지난 25.5월 기준 미국의 이민 관세단속국(ICE)이 구금한 불법이민자 수는 49,000명에 육박하는 것으로 추산되며 백악관은 ICE는 앞으로 매일 3,000명 이상의 불법이민자를 색출하여 본국으로 추방할 계획을 가지고 있다고 밝혔다. 또한 국경감시도 강화되었는데, 트럼프 행정부는 미 남서부 국경에 새로운 장벽을 설치할 계획을 갖고 있으며 망명 신청자들이 미국 입국 전에 멕시코에서 대기하도록 하는 정책도 다시 시행되고 있다. 그 결과 미국 국경에서 체포되는 불법 이/난민 규모는 25.3월중 7천여명 수준으로 이는 24.3월 13만 7천명에 비해 5% 수준에 그쳤다.

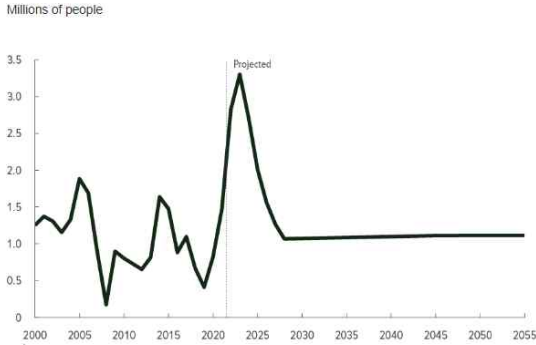
5. 이러한 강력한 이민억제 정책으로 인해 미국으로 유입되는 순이민자 수는 향후 큰 폭 감소할 것으로 보인다. 트럼프 행정부 1기의 반이민정책으로 인해 이민자가 감소한 사례와 2기의 초반 정책실행 의지에 비추어 모든 기관에서 올해의 이민자 수를 전년 수준보다 큰 폭 감소할 것으로 전망하고 있다. 미 의회예산국(CBO)의 경우 지난해 순이민자수를 2.7백만명으로 추산하고 올해는 2백만명 정도로 전망하고 있지만, 주요 IB들은 대체로 올해 이민자 수가 백만명 이하로 큰 폭 감소할 것으로 예상

52) 트럼프 대통령의 20개의 주요 대선공약 중 1번이 국경봉쇄 및 이민자 억제(Seal the border and stop migrant invasion)이며 2번이 역사상 최대 규모의 추방(Carry out the largest deportation operation in American history)이다.

하고 있는 가운데 최근의 이민제한 정책의 강화 분위기를 반영해 연초 전망에 비해 시간이 갈수록 그 전망치는 낮아지는 상황이다<sup>53)</sup>(그림 7, 8).

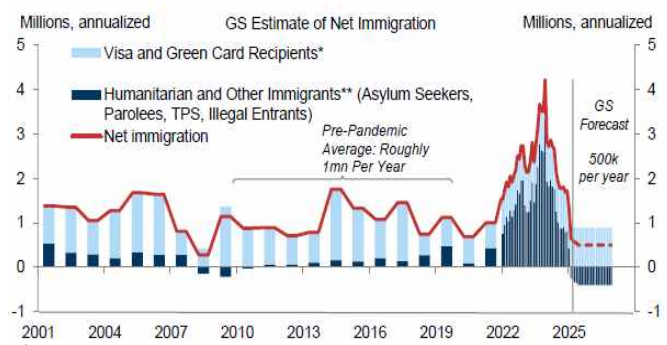
**미국으로 유입되는 순이민자 수는 향후 큰 폭 감소할 것으로 예상**

[그림 2.7] 미국 순이민자수 전망(CBO)



자료: CBO

[그림 2.8] 미국 순이민자수 전망(Goldman Sachs)



자료: Goldman Sachs

**이민제한 정책의 고용시장에 대한 영향**

6. 이처럼 향후 이민노동력이 감소할 것으로 예상됨에 따라 주요 기관들은 전체 노동 공급이 축소되고 취업자수가 감소하는 모습을 나타낼 것으로 예상하고 있다. 주요 IB 들은 대체로 이민제한으로 인해 노동공급이 축소되어 올해 4분기쯤 그 효과가 가장 크게 나타날 것으로 예상하면서 4분기 월평균 비농업부문 취업자수 증가폭이 2024년 (월평균 16.7만명 증가) 대비 많게는 17만명 적게는 1만명 감소할 것으로 예상하고 있다(그림 9). 또한 이러한 영향이 건설업<sup>54)</sup> 등 전통적으로 이민자 고용비중이 높은 업 종에 집중될 것으로 예상하고 있다.

**이민자 유입 제한으로 미국의 취업자수는 하반기로 갈수록 감소할 전망**

[그림 2.9] 주요 IB들의 비농업부문 취업자수<sup>1)</sup> 전망

(천명)	Barclays	BoA	Citi	GS	JPM	MS	Nomura	WellsF	IB평균
25.1Q	111	111	111	111	111	111	111	111	111
2Q	137	125	120	160	130	134	100	129	129
3Q	83	40	30	159	25	103	75	40	69
4Q	75	15	100	160	0	22	90	-5	57
26.1Q	75	40	170	161	50	40	110	48	87
2Q	75	40	150	161	100	40	130	87	98
3Q	75	40	120	161	-	50	130	123	87
4Q	75	60	120	162	-	50	150	140	95

주: 1) 25.1Q는 실적치, 이후 분기별 월평균 취업자수 전망치  
자료: 각 기관

53) 모건스탠리의 경우 최근 올해 이민자수 전망을 기존의 100만명에서 80만명으로 하향 조정하였으며, 골드만 삭스의 경우 올해 이민자수 전망치를 50만명으로 하향 조정하였다.

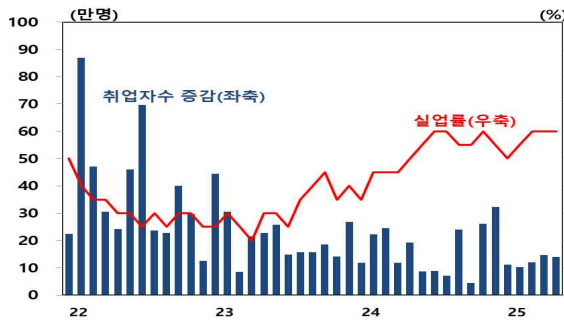
54) 이민자 고용비중이 30%를 상회하는 건설업의 경우 이민자 유입 감소로 인한 구인난이 이미 심각해져 이미 공사기간 지연으로 100억달러 이상의 손해를 보고 임금상승 압력도 두드러지고 있다고 보고되고 있다(Forbes).

7. 다만 현재까지는 전면적으로 고용시장 부진이 가시화되지는 않는 모습이다. 이민자 유입 감소세가 이미 시작되었지만 앞서 살펴본 바와 같이 미국의 고용시장은 여전히 견조한 모습을 이어가고 있는 것으로 평가된다(그림 10). 이민노동력 측면에서 보면 이민제한이 아직 본격적으로 노동공급 감소로 이어지지는 않고 있다는 것인데, 구체적으로는 최근 이민자들의 노동시장참가율이 상승하고 있고 이에 따라 이민자 실업률도 낮아졌다는 점에서(그림 11) 아직까지는 기존 이민자들의 노동공급 확대가 이민인력 축소를 상쇄하고 있는 것으로 추측된다.

미국의 노동시장은 여전히 견조한 모습을 유지

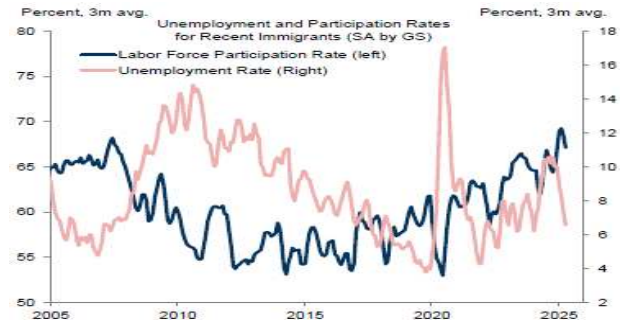
이민노동력의 노동시장참가율은 상승, 실업률 하락

[그림 2.10] 취업자수 증가폭 및 실업률 추이



자료: BLS

[그림 2.11] 이민자들의 노동시장참가율 및 실업률



자료: Goldman Sachs

8. 향후 미국경제의 노동공급에 큰 축을 담당하고 있는 이민노동력 축소가 장기간 지속된다면 고용시장에 상당한 영향을 끼칠 것으로 보인다. 주요 IB들은 2026년까지도 이러한 노동공급 축소의 영향이 지속될 것으로 보고 있는데, 이처럼 이민노동력 공급이 장기적으로 과거 추세보다 낮은 수준에서 형성된다면 미국의 완전고용을 유지할 수 있는 취업자수 추정치(연 평균 10만명)가 낮아질 가능성이 있다<sup>55)</sup>. 일반적으로 이민노동력의 경제활동참가율이 높다는 점에서 이들 노동력이 줄어들어 따라 미국경제의 경제활동참가율이 낮아지고 완전고용량도 하락할 수 있기 때문이다(그림 12). 또한 그간 미국의 노동생산성에 큰 기여를 해 온 이민노동력 감소로 미국의 잠재성장률 하락과 함께 자연실업률도 하락할 가능성이 존재한다<sup>56)</sup>. 이러한 완전고용량과 자연실업률 하락은 연준의 정책함수를 변경시킬 수 있다는 점에서 주목할 필요가 있다.<sup>57)</sup> 또한 이민노동력 공급이 향후 유의미한 수준으로 줄어드는 현상이 지속될 경우 자연스

55) Morgan stanley는 미국의 완전고용을 달성할 수 있는 월평균 비농업부문 취업자수 증가폭을 2025년 9만명, 2026년 8만명으로 추정하였는데, 이는 기존의 12.5만명에서 하향조정되었다.

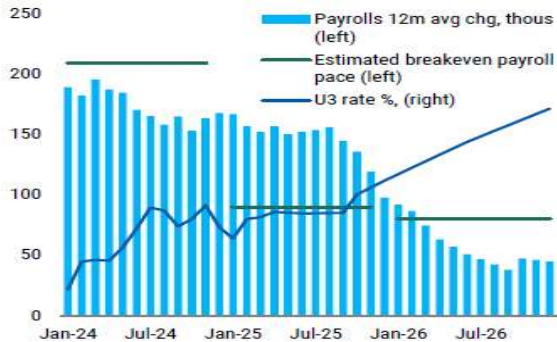
56) 잠재성장률 하락은 자연실업률을 상승시키거나 하락시킬 가능성이 모두 존재한다. 통상 전자의 경우 주로 잠재성장률 하락이 기업의 상시 고용 수요를 감소시켜 자연실업률을 상승시키는 경로가 작동함을 의미하며, 후자의 경우 잠재성장률 하락이 고령화 등에 기인하여 노동시장에 새롭게 진입하는 사람 수를 감소시키고 이로 인해 마찰적 실업이 줄어들거나 임금상승 압력을 완화시켜 저성장/저인플레이션으로 균형점이 이동하는 것을 의미한다. 이민노동력 감소에 따른 구조변화 논의는 후자를 유발할 가능성이 있다.

57) 연준이 완전고용을 지금보다 낮게 추정한다면 향후 연준의 금리인하 폭이 줄어들고 그 시기도 늦춰질 수 있다는 전망도 존재한다.

레 임금상승 압력도 커질 것으로 보인다. 특히 불법이민자들을 포함한 이민노동력은 낮은 협상력으로 인해 낮은 임금을 감수하며 그간 특정 산업의 임금상승 압력을 억제해 온 것으로 보이는데(그림 13), 이들이 노동시장에서 퇴출될 경우 임금상승 압력이 커질 가능성이 있다. 일각에서는 최근 시간당 평균임금이 다소 높은 상승률<sup>58)</sup>을 나타낸 것을 이민노동력 감소에 기인한 것으로 해석하기도 한다.

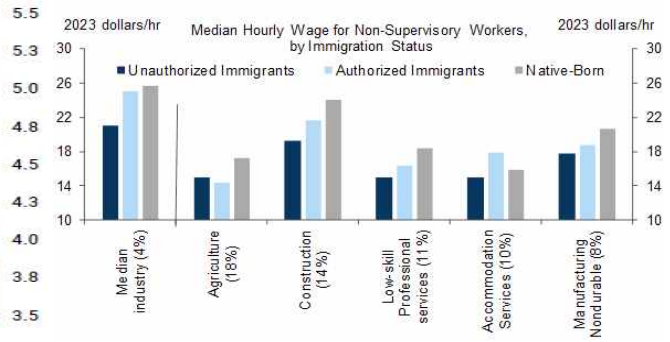
**이민노동력 감소는 완전고용량을 감소시킬 가능성 이민노동력은 그간 임금상승 압력을 억제**

**[그림 2.12] 원전고용량 추정치 변화**



자료: Morgan Stanley

**[그림 2.13] 업종별 이민자/원주민 임금 비교**



자료: Goldman Sachs

**9. 한편 잠재적 노동공급 요소 중 하나인 유학생 유입을 축소하려는 움직임이 장기적으로는 고용시장과 미국경제에 악영향을 미칠 수 있다는 의견도 존재한다.** 일반적으로 유학생들이 학업을 마치고 미국 내에서 직업을 구하는 경우가 많으며, 최근 꾸준히 증가해 오던 유학생 규모<sup>59)</sup>가 이민자 증가에도 일정 부분 기여했을 바 있다. 이에 따라 장기적으로 유학생 유입 축소는 추가적인 이민인력 감소를 야기할 수 있다. 트럼프 행정부에서 대학 내 반유대주의 근절을 내세우며 신규 유학생 비자 허가를 금지하는 조치가 최근 통과되었는데 이러한 조치가 2~3개월 지속될 경우 순이민자 수는 장기적으로 20만명 정도 감소할 것으로 추산<sup>60)</sup>하는 기관도 있다. 일반적으로 유학생들이 졸업 후 우수인력으로 노동시장에 기여한다는 측면에서 이는 단순한 노동공급 축소에 그치지 않고 미국경제의 생산성 증가에 부정적으로 작용할 것이라는 우려도 크다.

**트럼프 행정부의 정부효율화 정책**

**11. 트럼프 행정부 출범 이후 추진중인 정책 중 향후 고용여건에 영향을 줄 수 있는 또 다른 정책 중 하나는 정부효율화 정책이다.** Elon Musk를 위원장으로 임명하며 새

58) 최근(6월) 발표된 5월 고용조사 결과에서 시간당 평균임금 상승률은 전월대비 0.4% 상승하였는데 이는 시장 예상치(0.3%)를 상회하며 4월 고용조사 결과(0.2%)보다 높은 수준을 기록하였다.

59) 미국으로 유입되는 유학생 수는 팬데믹 기간 중 일시 감소하였다가 다시 증가하여 팬데믹 이전 수준을 상회하여 연간 100만명을 넘는 수준을 기록하고 있다.

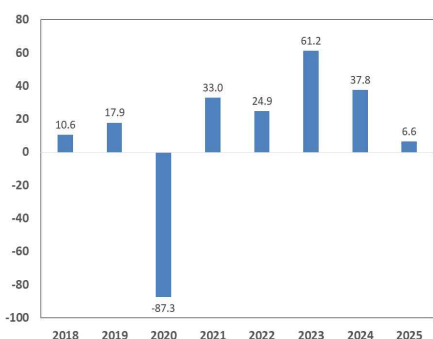
60) Goldman Sachs는 과거의 사례로 볼 때 4~5월중 2~3개월만 비자 조치가 중단되더라도 학사일정에 맞추어 유학절차를 시작하는 것이 힘들어져 상당수의 인력이 유학을 포기하는 점을 근거로 이러한 전망을 밝혔다.

롭게 설립된 DOGE 주도로 이루어지고 있는 정부효율화 정책의 큰 틀 중 하나는 비효율적으로 방만하게 운영되고 있는 정부부처 인력에 대한 구조조정을 통해 세금 낭비를 없앤다는 것인데, 대다수 언론사나 예측기관이 재임기간중 트럼프 행정부가 대략 30만명의 연방공무원을 해고 또는 자발적 퇴직을 유도하여 정부조직의 규모를 줄일 것으로 전망한 바 있다.

**12. 이러한 정부효율화 정책의 결과로 미국의 정부부문 고용은 급격히 위축되는 모습이다.** 구조조정이 본격화되며 정부 부문의 취업자수 증가는 금년 2월 이후 약 천명 증가에 그쳤는데 이는 지난 2024년 45만 3천여명이 증가한 것에 비교해 볼 때 큰 폭의 감소이며(그림 14), 정부부문의 실업수당 청구건수 또한 일시적으로 1,500건을 상회하여 팬데믹 수준에 근접하는 모습을 보이기도 했다(그림 15). 특히 연방공무원 밀집지역인 워싱턴의 일자리 수는 이러한 영향으로 급감하는 모습이다(그림 16). 이처럼 정부부문 고용 축소는 단기적으로 취업자수 증가에 제약요인으로 작용하고 있다.

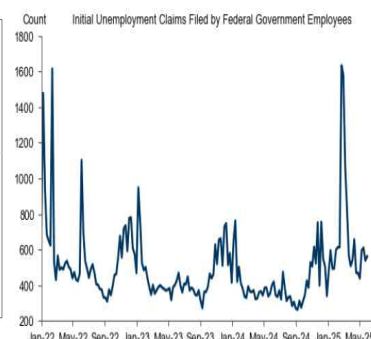
**미국의 정부부문 고용은 2025년 들어 급격히 위축되는 모습**

**[그림 2.14] 미국의 정부부문 고용**



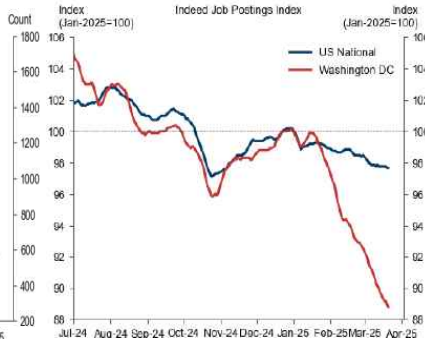
주: 월평균, 천명, 2025년은 1~5월 기준  
자료: BLS

**[그림 2.15] 정부부문 실업수당 청구건수**



자료: Goldman Sachs

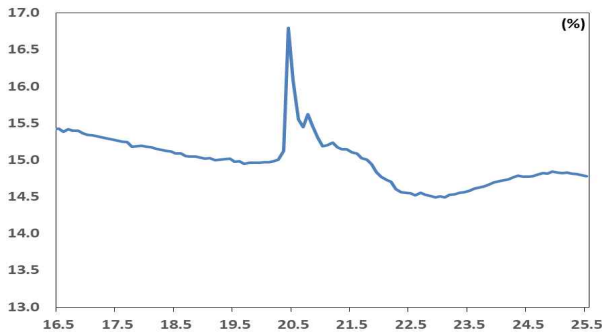
**[그림 2.16] 미국 및 워싱턴 D.C 지역의 Job Opening 지수**



자료: Goldman Sachs

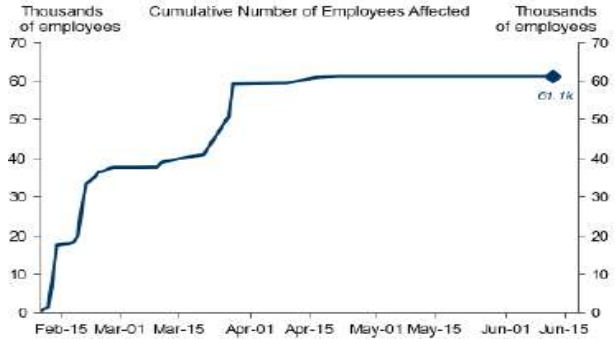
**13. 다만 이러한 정부효율화 정책이 미 고용시장 전체에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다.** 고용시장에서 공공부문이 차지하는 비중이 전통적으로 낮을 뿐만 아니라(그림 17) 누적 해고자수가 정체를 보이는 등 공공부문의 구조조정 속도도 점차 느려지는 모습이 나타나고 있기 때문이다(그림 15, 18). 일각에서는 정부효율화 정책은 재정건전화와 효율적 예산집행에 대한 트럼프 행정부의 의지를 드러내는 것이 주요 목표였으며 취임 초기 공격적인 정부부문 구조조정으로 이러한 성과가 이미 대부분 달성되었다는 판단 하에 향후에는 인력 구조조정보다는 기존 연방조직의 예산사용을 보다 엄격하게 제어하는 수준에서 정부효율화 정책을 유지해 갈 것이라는 예상도 존재한다.

[그림 2.17] 전체 고용에서 정부부문 고용 비중



자료: BLS

[그림 2.18] 누적 연방공무원 해고인원



자료: Goldman Sachs

## 종합평가

**14. 트럼프 행정부의 이민제한 정책 등 일부 정책들은 향후 고용시장의 노동공급을 축소시키고 임금상승 압력을 가중시켜 점차 노동시장을 둔화시키는 요인으로 작용할 것으로 보인다.** 아직까지는 지난 수년간 증가해 온 기존 이민인력들의 적극적 구직활동을 통해 노동시장이 급격히 냉각되는 모습이 나타나지 않고 있지만 앞으로 지속적으로 이민자 유입이 줄어들고 불법이민자 추방이 이어진다면 노동공급 축소의 효과가 나타날 것으로 보이며 이러한 영향은 전통적으로 이민노동력 고용 비중이 높은 서비스업 등 일부 산업에서 구인난과 임금상승 압력으로 나타날 가능성이 있다. 다만 미국경제의 성장률이 점차 둔화되는 가운데 경기부진으로 인해 채용수요가 노동공급과 같이 감소할 경우 구인난과 임금상승 압력이 둔화될 수도 있어 관련 불확실성은 여전히 남아있다 하겠다. 또한 트럼프 행정부의 또 다른 정책인 정부효율화 정책의 경우 그간 정부부문의 신규고용을 크게 감축시켰지만, 인력 구조조정이 일 단락되는 분위기라는 점에서 향후 그 영향은 점차 줄어들 것으로 보인다.

**15. 한편 이민제한 정책은 장기적으로 미국 고용시장의 구조변화를 야기할 가능성도 존재한다.** 일반적으로 경제활동참가율이 높은 이민자들이 노동시장에 적게 참여할수록 완전고용률(breakeven rate)이 줄어들 수 있으며, 이들이 미국 노동생산성 증가에 큰 기여<sup>61)</sup>를 해왔다는 점에서 장기적으로 미국의 잠재성장률과 자연실업률을 하락시키는 구조변화를 일으킬 가능성도 있다. 이민자 증가가 미국의 안정적 인구 증가에도 크게 기여하고 있는 현 상황에서 트럼프 정부의 이민제한 정책이 어느 정도 강하게 집행되는지와 이에 따른 고용시장 및 제반 경제 여건 변화에 앞으로도 주목할 필요가 있다.

61) 샌프란시스코 연준은 이민자 고용 증가가 수익성을 개선시키고 자본과 설비 투자 확대를 불러 일으킨다는 연구 결과를 발표한 적 있으며, 세인트루이스 연준은 이민자들이 저숙련부터 고숙련 노동자의 다양한 스펙트럼을 형성하며 특히 고숙련 이민자들이 기술혁신에 기여한다고 밝힌 바 있다.

### 3. 주요 투자은행의 25년 하반기 미 정책금리에 대한 전망 및 특징

#### 미 정책금리에 대한 연준 및 투자은행 전망

1. 연준은 6월 FOMC에서 4차례 연속 정책금리를 동결(4.50%, 상단기준)한 가운데, 점도표에서 인플레이션 전망치를 상향조정하는 등 금년중 추가 금리인하에 대해 신중한 모습을 유지하고 있다. 연준 인사들은 현재의 정책금리가 향후 물가 및 노동시장 등 美 경제에 미치는 영향에 대해 인내심을 가지고 지켜볼 수 있는 좋은 위치(well positioned)에 있다는 발언을 지속하면서 추가 금리인하에 있어 신중한 접근을 일관되게 유지하고 있다. 한편 6월 FOMC 정책결정문에서 더딘 인플레이션 개선세에 대해 경계감을 보였으며 경제전망(SEP)에서도 물가 전망을 상향조정하면서 관세정책으로 인한 인플레이션 상승을 경계하고 있다. 금년말 정책금리 전망(점도표 중간값 기준)을 3.9%(2회 인하)로 3월 전망을 유지하였으나 연내 동결을 전망한 위원이 증가(3월: 4명 → 6월: 7명)하고 내년말 전망도 3.6%(3월: 3.4%)로 상향조정하였다. 이에 따라 시장에서는 연준의 정책금리 인하폭이 2회 미만으로 축소될 가능성도 높다고 평가하고 있다.

2. 주요 투자은행은 금년중 정책금리 인하 폭(횟수)이 연준전망에 비해 축소되고 인하시기 또한 지연될 것으로 전망한 가운데 일부 투자은행은 금년중 정책금리가 동결될 것으로 예상하고 있다. 주요 10개 투자은행을 보면, 5개 기관은 12월에 한 차례 인하, 2개 기관은 금리 동결을 전망하고 있는 등 7개 기관이 금년중 금리인하 횟수를 연준보다 축소 전망하고 있다. 한편 1개 기관이 연준과 동일한 2회 인하를 전망하고 있으며, 2개 기관이 3회 인하를 예상하고 있다.

주요 투자은행은 연준이 정책금리를 금년말까지 1회 인하하였다가 내년중 2~3회 추가인하할 것으로 전망

표 3.1. 주요 투자은행의 미 연준 정책금리<sup>1)</sup> 전망

	25년 <sup>2)</sup>			26년 <sup>3)</sup>	
	6월 현재	3분기말	4분기말	2분기말	4분기말
Barclays	4.50	4.50	4.25 (25bp ↓)	3.75	3.50 (75bp ↓)
BOA		4.50	4.50 (동결)	4.00	3.50 (100bp ↓)
Citi		4.25	3.75(75bp ↓)	3.25	3.25 (50bp ↓)
GS		4.50	4.25 (25bp ↓)	3.75	3.75 (50bp ↓)
MS		4.50	4.50 (동결)	3.75	2.75 (175bp ↓)
JPM		4.50	4.25 (25bp ↓)	3.50	3.50 (75bp ↓)
Nomura		4.50	4.25 (25bp ↓)	3.75	3.75 (50bp ↓)
Wells Fargo		4.25	3.75 (75bp ↓)	3.75	3.75 (동결)
DB		4.50	4.25 (25bp ↓)	3.75	3.75 ( 50bp ↓)
TD		4.50	4.00 (50bp ↓)	3.50	3.00 (100bp ↓)
연준 점도표		4.50	—	4.00 (50bp ↓)	—

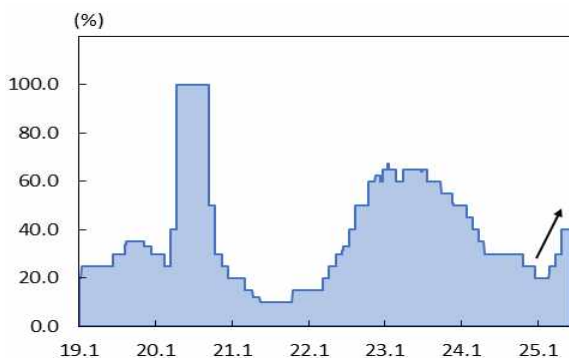
주: 1) 상단기준(%)    2) 인상·인상폭은 하반기중    3) 인하폭은 26년중  
 자료: 주요 IB 보고서, Bloomberg

## 투자은행 전망의 특징 및 배경

3. 주요 투자은행의 금리인하 축소 전망<sup>62)</sup>은 트럼프 행정부의 관세정책 영향 등으로 인플레이션 개선세가 더딜 것으로 예상한 데 주로 기인한다. 연준이 양대 책무 (dual mandate) 달성 리스크를 균형적으로 고려하면서 각 책무가 목표로부터 얼마나 떨어져 있는지를 종합적으로 살펴보겠다는 입장인 가운데, 투자은행들은 관세정책 영향이 단기적으로 노동시장보다는 인플레이션에 더 큰 영향을 미칠 것으로 판단하고 있다. 4월 2일 미국의 상호관세 발표 충격<sup>63)</sup>으로 미국 정부 정책 신뢰도가 저하됨에 따라 채권·주식·통화 등 미달러화 자산 전반의 매도 우려가 제기<sup>64)</sup>되면서 시장의 연준 금리인하 기대가 한 때 확대<sup>65)</sup>되기도 하였다. 그러나 미국이 90일 관세 유예를 결정하는 등 관세협상 의지를 보임에 따라 무역 갈등이 극단으로 치닫지는 않을 것이라는 안도감이 형성되면서 투자은행은 단기적으로 경제둔화 우려<sup>66)</sup>보다는 인플레이션 리스크에 보다 큰 관심을 기울이고 있다. 한편 노동시장이 여전히 견조한 모습을 지속하는 가운데 1% 중반 수준의 경제성장률이 예상됨에 따라 당분간 인플레이션이 연준의 주요 관심사가 될 것으로 예상된다.

美 관세정책 불확실성 등으로 금년중 리세션 확률은 올라갔으나 50%는 하회

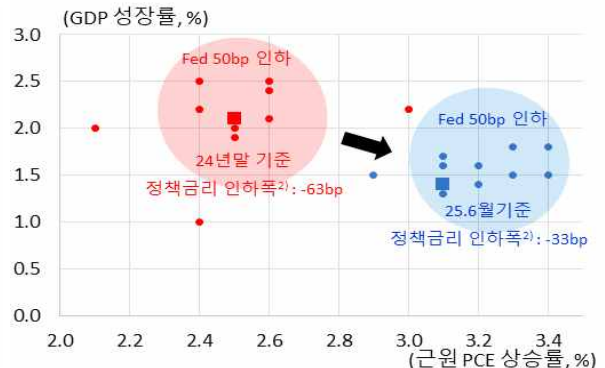
[그림 3.1] 미국 1년내 경기침체 확률 전망<sup>1)</sup>



주: 1) 전문가 서베이 중간값 기준  
자료: Bloomberg

투자은행은 인플레이션 전망을 24년 말에 비해 상향조정하면서 정책금리 인하 폭 전망도 축소

[그림 3.2] IB 근원 PCE 상승률<sup>1)</sup> 및 GDP 성장률 전망



주: 1) 4분기 전년동기대비, 2) 10개 투자은행 평균  
자료: 각 투자은행

62) 주요 투자은행은 지난 연말에 비해 금년중 정책금리 인하 폭 전망을 하향 조정하였다.(10개 투자은행 평균 24.12월 -63bp → 25.6월 -33bp)

63) VIX 지수가 작년 8월초 20.3월 Covid19 사태 이후 가장 높은 수준(4.7일 장중 60bp까지 상승)을 보였으며 주가 (S&P500)는 4영업일동안 무려 12%가 급락하였다.

64) Risk off 이벤트 발생시 통상적으로 안전자산 성격으로 간주되는 미달러화 및 美 국채의 가치는 상승하나 이번 상호관세 충격 국면에서는 미달러화가 약세를 보이고 美 국채는 장기물을 중심으로 가격이 하락(금리 상승)함에 따라 그 원인으로 美 국가 신뢰성 하락에 따른 탈달러화 현상이 거론되고 있다.

65) 상호관세 부과 유예(4.9일)가 발표되기 직전 Fed Funds Futures의 반영된 연내 연준 금리인하 기대는 4회까지 확대

66) 미국궤 관세 충격이 크게 고조되었던 4월 중순을 기준으로 일부 투자은행의 경우 경기침체 확률 전망을 큰 폭 상향조정하기도 하였으나, 관세유예 이후 소폭 하향조정되었다.(4월 초 JP Morgan는 미국 관세 부과에 따른 상대국 보복 조치, 기업심리 악화, 공급망 교란 등으로 경기침체 확률을 60%로 전망하였으나 관세유예 이후 40%로 다시 하향조정)

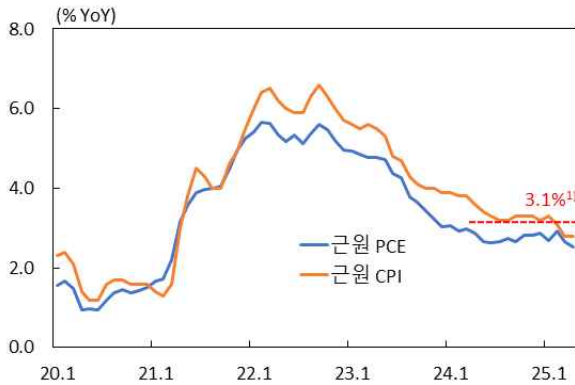
4. 투자은행은 인플레이션에 대한 관세의 영향이 일회성 요인으로, 대체로 금년말이나 내년초까지 상승한 후 하락할 것으로 예상하고 있으나 인플레이션에 대한 관세의 영향력이 보다 장기화될 가능성도 배제하지 않고 있다. 파월 의장이 인플레이션에 대한 관세의 영향이 일시적일 것<sup>67)</sup>이라는 전망을 기본 시나리오로 보고 있는 것처럼 투자은행도 대체로 인플레이션이 여름<sup>68)</sup> 이후 본격적으로 상승하면서 금년말 또는 내년초에 최고치에 도달한 이후, 점진적으로 하락할 것으로 전망하고 있다. 관세 인상으로 인플레이션은 일시적으로 상승하겠으나, 시간이 지남에 따라 교역 축소, 수요 위축 효과가 두드러지면서 인플레이션 압력이 둔화될 것으로 보고 있다. 다만 관세인상이 가계·기업 심리에 큰 영향을 미치며 기대인플레이션<sup>69)</sup>이 지속적으로 상승하거나 관세에 따른 가격 인상분이 소비자에 점진적으로 전가<sup>70)</sup>될 경우 인플레이션에 미치는 영향력이 보다 장기화될 가능성도 제기되고 있다. 한편 관세 영향은 주로 서비스보다는 상품부문 물가에 집중될 것으로 예상되는 가운데 생필품 가격 인상에 따라 저소득층<sup>71)</sup>이 보다 큰 충격을 받을 것으로 보고 있다.

근원 PCE 상승률 하락이 관세정책 영향 등으로 예상보다 더디게 진행

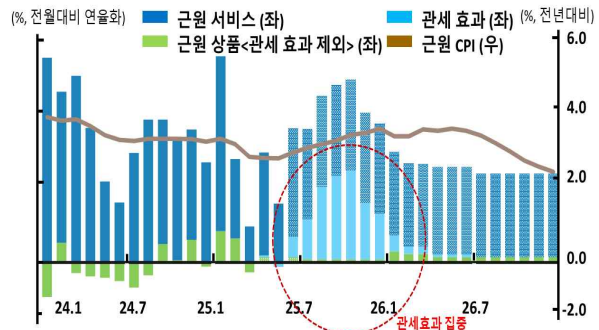
관세의 인플레이션 영향은 주로 금년 하반기 및 내년 초에 집중될 예정

[그림 3.3] 근원 PCE, CPI 물가 상승률 추이

[그림 3.4] 美 CPI 부문별 전망



주: 1) 6월 FOMC 기준 25년말 Core PCE 전망치  
자료: BEA, BLS



자료: BLS, Haver Analytics, Barclays

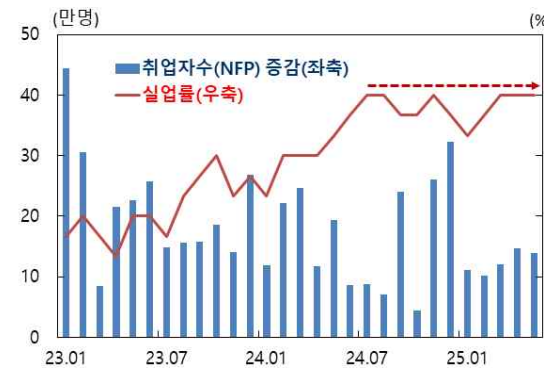
- 67) 대다수 투자은행들은 과거 사례에 비추어 볼 때 관세가 지속적으로 인상되지 않는 이상 관세율 변화는 일회성 이벤트로 단기적 영향에 그칠 것으로 예상하였다.
- 68) 트럼프 1기 당시 관세율이 높게 부과되었던 세탁기, 가구 품목의 경우 관세 부과 이후 3개월(2~4개월) 이후 유의미한 가격 상승이 관찰된 바 있다. 이를 금번 상호관세 부과 시점에 적용시 7월중 관세의 인플레이션 효과가 본격화되기 시작할 것으로 전망된다.(Morgan Stanley, JP Morgan 등)
- 69) 파월 의장은 Covid-19 팬데믹 당시 물가 상승을 일시적(transitory)이라고 오판한 뼈아픈 전례가 있음에 따라 관세 발생 인플레이션 영향을 평가함에 있어 조심스러운 접근법을 선호하고 있으며 여타 연준 인사들도 장기 기대인플레이션을 잘 안착(well anchored) 시키는 것이 현재 연준의 핵심 과제라는 일관된 입장을 표명하였다. 한편 미시간대 1년후 인플레이션 기대가 6.6%(5월말 기준)를 기록하는 등 일부 서베이 기반 기대인플레이션이 높은 수준을 유지하고 있는 등 일각에서는 동 심리지표(soft data)가 고착화되어 실물지표(hard data)에도 영향을 주는 부정적 시나리오가 현실화될 것을 우려하였다.
- 70) 파월 의장은 관세로 인한 가격 증가분을 어떠한 경제주체가 많이 부담하게 될 지 전망하는 것은 매우 어렵다고 언급한 가운데 Bank of America 등 일부 투자은행은 기업들이 시장점유율을 유지하기 위해 가격을 느린 속도로 점진적으로 소비자에게 전가하는 경우 관세의 인플레이션 영향이 오래 지속될 수 있다고 지적하였다.
- 71) 관세는 재화에 직접 부과되는 세금으로 서비스에 비해 상품 부문에 가장 직접적인 영향을 줌에 따라 소비내 생필품 비중이 높은 저소득층의 피해가 집중될 것으로 예상된다.

**5. 대부분 투자은행은 노동수요가 점진적으로 둔화되겠으나 이민정책 등에 따라 노동공급도 감소함에 따라 실업률이 급격히 상승하지는 않을 것으로 예상하고 있다.** 대부분 투자은행은 경제성장 둔화, 노동수요 감소 영향 등으로 노동시장도 연말로 갈수록 점진적으로 둔화될 것으로 예상하고 있다. 그러나 실업률은 노동수요 둔화에도 불구하고 이민 감소에 따른 노동공급 축소를 감안할 때 급격히 상승할 가능성은 높지 않은 것으로 전망한다<sup>72)</sup>. 아울러 기업은 Covid-19 팬데믹 당시 대규모 해고 이후 심각한 구인난을 겪었던 경험을 바탕으로 기존 인력의 해고보다는 신규 인력 채용 축소로 경기 둔화에 대응할 가능성이 높다고 보았다. 한편 정부효율성부서(DOGE)의 공무원 감원<sup>73)</sup>이 정부부문 일자리에 일부 부담요인으로 작용하겠으나 노동시장에 큰 충격을 줄 만큼 유의미한 결과를 초래하지는 않을 것으로 예상하고 있다. 다만 일부 투자은행은 기업조사와 달리 부진한 모습을 보이는 가계조사 결과<sup>74)</sup>, 경제활동참가율 하락 등에 보다 주목하면서 노동시장의 악화 가능성에 대한 경계감을 유지하고 있다. 특히 이민제한 정책이 소비 감소로 이어지는 반면 노동공급 축소로 인해 임금상승률 둔화는 제약되면서 기업들의 인건비 부담이 줄어들지 않는 부정적 시나리오를 경계하고 있다.

노동시장에서 취업자수 증가폭은 완만히 둔화되고 있으나, 실업률은 작년 하반기 이후 안정적인 수준을 유지

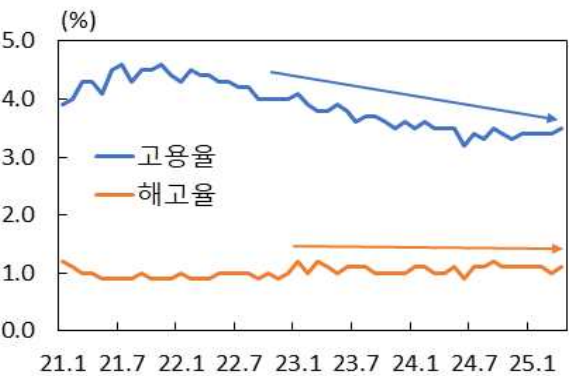
기업들은 기존 인력의 해고 보다는 신규 인력 채용 축소로 대응하면서 고용율은 둔화되는 반면 해고율은 일정 수준을 유지

[그림 3.5] 취업자수 증감 및 실업률



자료: BLS

[그림 3.6] 고용율 및 해고율



자료: BLS

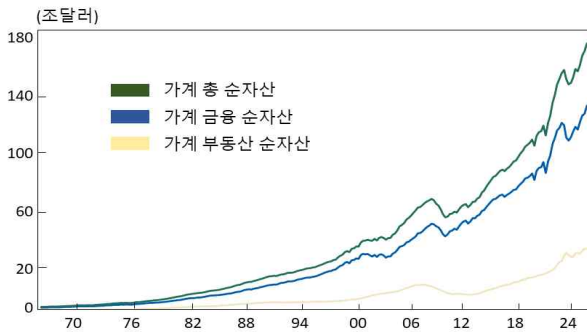
72) 연준은 통화정책 운용에 있어 취업자수 증가폭\* 보다는 실업률\*\*을 더 비중있게 고려할 것으로 예상된다.  
 \* Waller 연준 이사는 “이민이 큰 폭으로 증가하기 이전인 pre-pandemic 시대에서는 취업자수 증가폭은 월중 10만명 증가가 적정수준이었으며, 우리는 그때로 돌아갈 수 있음” 이라고 발언하며 고용 숫자에 너무 매몰되지 않을 것임을 시사  
 \*\* 실업률은 경제활동인구를 기반으로 산출됨에 따라 이민자 중 실업자의 일부가 비경제활동인구로 이탈되는 경우 실업률의 하방압력으로 작용  
 73) Nomura 등 일부 투자은행은 美 노동통계국이 유급휴가증이거나 퇴직금을 지속적으로 수령중인 연방공무원들은 고용된 것으로 간주된다고 밝힘에 따라 DOGE의 감원이 숫자상 아직 온전히 반영되지 않았을 가능성 제기하였다.  
 74) 가계조사 및 기업조사간 격차 이유로 ① 표본수 차이(약 6만 가구 vs 약 63만개 사업체), ② 중복 고용 집계 여부(한 사람이 여러직업을 가져도 1명으로만 집계 vs 한 사람이 여러 사업체에 중복 카운팅 가능), ③ 포괄 범위 차이(농업, 자영업, 무급 가족봉사자, 가정부 포함 vs 비농업부문 임금근로자만 포함) 등이 거론되고 있다.

6. 투자은행들은 대체로 자산효과(Wealth Effect), 재정정책 영향 등으로 가계소비·기업 투자 둔화세는 제한적이며, 미국 경제도 경기침체보다는 점진적인 둔화(Soft Landing)를 예상하면서 연준이 2026년말까지 정책금리를 총 3~4회 인하할 것으로 전망하고 있다. 대다수 투자은행은 상반기에 나타난 선구매(front-loading) 효과가 소멸<sup>75</sup>되면서 관세영향이 상품부문을 중심으로 물가에 본격적으로 영향을 미침에 따라 실질 가처분소득 증가율이 둔화되면서 소비 여력은 제약될 것으로 전망하였다. 다만 고소득층을 중심으로 자산 효과(Wealth Effect)가 완충 역할을 하면서 소비 둔화세는 제한적이고 회복 속도도 예상보다 빠를 것으로 예상하고 있다<sup>76</sup>. 투자 또한 정부정책 불확실성 등으로 기업들이 의사결정을 미루면서 위축되었으나 AI 관련 투자 증가<sup>77</sup> 영향 등으로 둔화폭을 일부 완화시킬 것으로 보았다. 이를 종합적으로 고려했을 때 투자은행들은 미국 경제의 점진적인 둔화(Soft Landing)를 예상하면서 2026까지 연준의 금리인하는 총 3~4회에 그치며, 최종금리는 3% 중반 수준에 머무를 것으로 전망하였다. 다만 일부 투자은행은 예전만큼 재정정책의 소비 및 성장 기여도가 높지 않은<sup>78</sup> 가운데 가계소비·기업투자 위축으로 인해 노동시장이 상당폭 둔화됨<sup>79</sup>에 따라 내년말까지 연준이 정책금리를 7차례(각 25bp 인하) 인하하면서 최종 정책금리가 3%를 하회할 것으로 전망하고 있다.

미국 가계 순자산은 19~24년 기간중 52.1조달러 증가하였으며 이는 美 명목 GDP의 약 2배에 달함

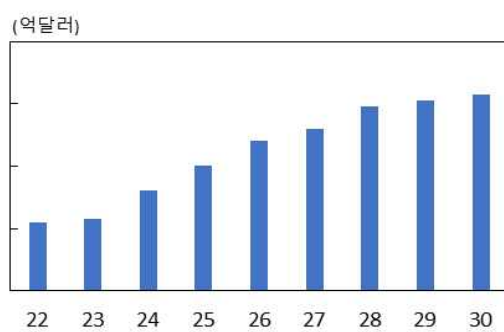
DeepSeek 사태, 對중국 규제 등에 따른 수요 둔화 우려에도 데이터센터를 중심으로 AI 자본적 지출 수요는 여전히 견고

[그림 3.5] 美 가계 순자산<sup>1)</sup>



주: 1) 팬데믹 이후 소비를 뒷받침하는 두가지 축(① 초과저축, ② 자산 증가) 중에 ① 요인은 감소한 반면 ② 요인은 여전히 지속  
자료: 연준, Haver Analytics, Morgan Stanley

[그림 3.6] 글로벌 데이터센터 관련 지출 전망<sup>1)</sup>



주: 1) 2024년 이후는 전망치  
자료: Gartner, Bank of America

75) 일부 경제주체들이 관세 시행에 따른 가격 상승에 앞서 구매를 앞당기는 모습이 관찰되었으나, 하반기에는 동호름의 되돌림이 나타날 가능성을 전망하였다.(Citi, TD 등)  
76) 투자은행은 주가지수(S&P500)가 전고점을 회복한 가운데 부동산가격도 소폭 상승하면서 가계 순자산이 상승함에 따라 급격한 소비 둔화 위험이 크지 않다고 판단하고 있으며 향후 연준의 정책금리인하 재개, 정부의 감세 정책 영향 등으로 소비는 예상보다 빠르게 회복될 것으로 전망하였다.  
77) 빅테크 4개사(메타, 아마존, 구글, 마이크로소프트)는 금년 AI 관련 자본 지출을 전년 대비 40% 이상 증가할 것으로 계획하고 있는 가운데 특히 Meta는 AI 데이터센터 등 대규모 디지털 인프라 확장으로 막대한 전력이 필요함에 따라 美 최대 원전 사업자인 Constellation Energy와 20년간 전력 구매계약을 체결하였다.  
78) 일각에서는 현재 의회에서 추진중인 감세안(One Big Beautiful Bill)이 추가적인 부양보다는 기존의 감세법안(2017 TCJA)을 연장하는 것이 골자라서 감세에 따른 소비 증가 및 성장기여도가 예전에 비해 크지 않을 것으로 예상하였다.  
79) Morgan Stanley 등 일부 투자은행은 비농업부문 취업자수 증가폭이 금년 하반기부터 본격적으로 위축되며 내년 4분기까지도 5만명을 하회할 것으로 전망하고 있다.

---

## 평가 및 시사점

7. 지금까지 살펴본 바와 같이 예상보다 강경한 트럼프 행정부의 관세정책으로 인한 인플레이션 상승 우려 증대 영향 등으로 투자은행은 지난해 연말에 비해 금년중 연준의 정책금리 인하폭 전망을 축소하였다.

8. 한편 대부분 투자은행들은 인플레이션 압력이 내년부터 점진적으로 축소되는 가운데 미국 경제가 급격한 경기침체로는 이어지지 않을 것으로 예상하면서, 연준의 금리인하가 2026년까지 3~4회로 그치며 금번 금리인하 사이클의 최종금리는 3% 중반 수준에 머무를 것으로 전망하고 있다.

9. 관세정책 및 지정학적 불확실성, 글로벌 금융시장 패러다임 변화 가능성 등에 따른 리스크도 염두에 둘 필요가 있다. 트럼프 1기 당시 관세부과에 따른 미·중 무역 갈등이 장기간 지속된 점을 비추어 볼 때 금번 관세협상도 단기간에 마무리될 가능성은 높지 않을 것으로 예상되며, 상호관세 유예(7.9일) 연장 여부, 무역협상 진행상황 등에 따라 관세정책 관련 불확실성이 증대되면서 글로벌 금융시장 변동성이 큰 폭으로 확대되는 상황을 배제할 수 없다. 한편 일각에서는 관세정책 불확실성뿐만 아니라 신용등급 강등, 재정적자 이슈가 가세하면서 탈달러화(de-dollarization) 우려가 증대되는 등 미달러화 자산 인식에 대한 구조적인 변화 여부를 주목하고 있다. 끝으로 최근 이스라엘-이란간 갈등, 러-우 전쟁 등 지정학적 리스크가 여전히 상존하고 있는 가운데 미국의 입장 변화, 갈등 전개 양상 등에 따라 글로벌 경제에 미치는 파급효과가 상당할 수 있는 만큼 경계감을 유지할 필요가 있다.