
2025년 미국경제 전망 및 주요 이슈

2024. 12

한국은행
뉴욕사무소

차 례

< 요약 >

I. 2024년 미국경제 동향 및 2025년 전망	1
1. 2024년 미국경제 동향	2
2. 2025년 미국경제 전망	5

II. <주요 이슈>

1. 미국 예외주의(American Exceptionalism)의 원인과 전망	14
2. 트럼프 2기 관세정책이 미국경제에 미칠 영향 및 전망	23
3. 주요 투자은행의 25년 미국 정책금리 전망 주요 내용 및 특징	32

<작 성 자>

· 2024년 미국경제 동향 및 2025년 전망	: 노진영 차장, 김좌겸 과장
· <주요 이슈1>	: 김좌겸 차장
· <주요 이슈2>	: 노진영 차장
· <주요 이슈3>	: 조광식 차장

I. 2024년 미국경제 동향 및 2025년 전망

KEY TAKEAWAY

- ① 2024년 미국경제는 예상보다 길어진 긴축 통화기조에도 불구하고 소비 호조를 바탕으로 견조한 성장세를 지속하였다.
 - 물가는 최근 소폭 반등하는 모습을 보이고 있지만 연중 에너지 가격과 상품 가격이 하락하며 전반적으로 디스인플레이션 흐름을 보이고 있으며, 고용사정은 취업자수 증가폭이 점차 축소되는 가운데 실업률이 소폭 상승하며 다소 부진한 모습을 보이고 있다.
- ② 2025년 미국경제는 통화 긴축의 누적된 영향 등으로 성장세가 다소 둔화되겠지만 소비와 투자가 비교적 견조한 흐름을 유지하며 양호한 성장을 이어나갈 것으로 전망된다.
 - ▶ 미국경제 전망(83개 투자은행 전망치의 중간값): 2024년 2.7% → 2025년 2.1%
 - 한편 트럼프 2기 정부의 정책변화는 발효시기, 순효과 등을 예측하기가 어려워 전망의 불확실성을 확대시키고 있다.
 - 개인소비는 노동소득 증가율 둔화, 초과저축 감소 등의 영향으로 증가율이 낮아지겠지만 안정적인 고용상황, 자산가격 상승에 따른 부의 효과 등에 힘입어 둔화 속도는 완만하게 나타날 전망이다.
 - 기업투자는 자금조달여건 개선, 규제완화에 대한 기대감, AI 및 에너지 관련 투자 등으로 완만하게 증가하는 반면 주택투자는 높은 모기지 금리와 제한적인 주택공급, 높은 주택가격 등으로 부진을 지속할 전망이다.
 - 내년 정부지출규모는 금년수준을 크게 초과하지 않을 것으로 전망되나 감세 등의 신정부 공약이 2026년 이후 현실화될 가능성 등으로 재정적자 확대 우려는 지속될 것으로 보인다.
 - 신정부의 이민 제한 정책에 따른 노동 공급 축소가 노동시장 여건을 타이트하게 만들 수 있으나 점진적인 노동시장 수요 둔화가 동반되면서 전체적인 노동시장의 수급은 균형을 유지할 것으로 보인다.
 - 물가상승률은 임금상승률 둔화와 함께 점진적으로 하락하겠으나 하반기 들어서는 관세정책 등으로 상방리스크가 높아질 것으로 전망된다.

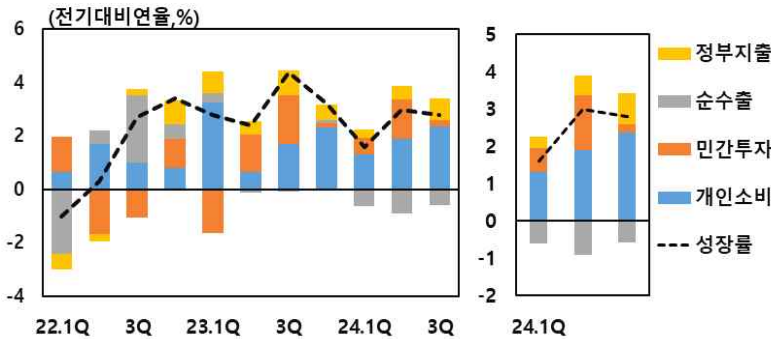
1. 2024년 미국경제 동향

거시경제 여건

1. 미국경제는 예상보다 길어진 긴축 통화기조에도 불구하고 소비 호조를 바탕으로 견조한 성장세를 지속하였다. 개인소비는 헬스케어 등을 중심으로 서비스 소비가 꾸준한 가운데 내구재를 비롯한 상품소비도 양호한 모습을 보이며 미국경제의 성장을 견인한 반면 산업생산은 부침을 겪으며 다소 부진한 모습이다¹⁾. 민간투자는 하반기로 갈수록 건축물 투자가 부진한 모습을 보이고 있으나, 지적재산물 투자는 양호한 모습이다. 정부지출은 국방비를 중심으로 연방정부 지출이 증가하였다.

개인소비가 성장을 견인

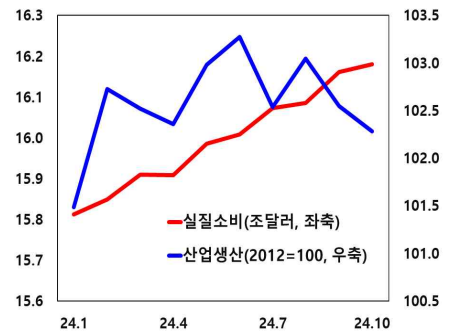
[그림 1.1] 실질GDP부문별 성장 기여도



자료: BEA

산업생산은 다소 부진

[그림 1.2] 개인소비 및 산업생산



자료: BEA, FRB

2. 고용사정은 취업자수 증가폭이 점차 축소되는 가운데 실업률이 소폭 상승하여 다소 부진한 모습을 보이면서 노동시장이 점진적으로 완화되는 모습이다. 취업자수는 하반기 들어 허리케인, 파업 등 일시적 요인으로 크게 부진한 모습을 보이기도 했지만 이후에는 다시 반등하며 대체로 완만하게 증가폭이 하락하였다. 경제활동참가율에 큰 변화가 없는 가운데 실업자수가 점진적으로 늘어나며 실업률은 4% 초반으로 소폭 상승하였다²⁾. 이에 따라 빈일자리율이 완만하게 감소하며 노동시장의 tightness가 점차 해소되고 있다. 한편 주당 평균 노동시간이 연중 큰 변화를 보이지 않는 가운데 시간당 평균임금은 완만한 증가세를 유지하고 있다³⁾.

(전기대비연율, 실질, %)		'23.1/4	2/4	3/4	4/4	'24.1/4	2/4	3/4	10월
1)	▶개인소비 증감률	5.0	1.0	2.5	3.5	1.9	2.8	3.5	1.5
	▶산업생산 증감률	0.0	0.3	1.2	-1.8	-1.8	2.5	-0.6	-3.1
(%)		4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월
2)	▶경제활동참가율	62.7	62.5	62.6	62.7	62.7	62.7	62.6	62.5
	▶실업률	3.9	4.0	4.1	4.3	4.2	4.1	4.1	4.2

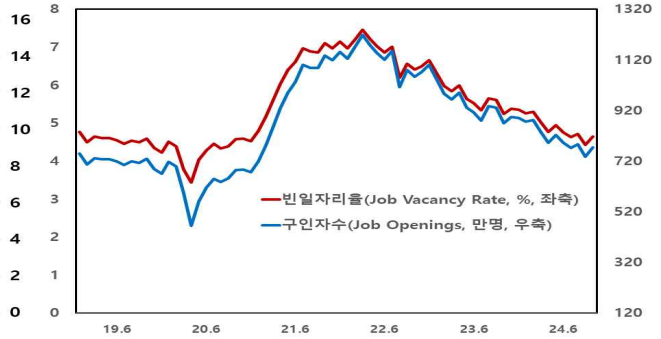
3) 시간당평균임금은 2023.11월 34.23\$에서 2024.11월 35.61\$로 4.0% 상승하였는데, 이는 팬데믹 이전(2~3%)보다 높은 수준이다.

[그림 1.3] 실업률 및 취업자수



자료 : BLS

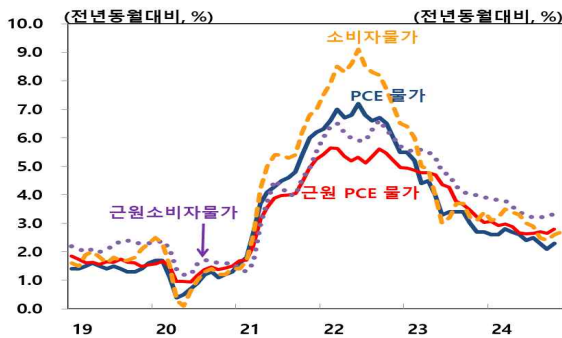
[그림 1.4] 빈일자리율



자료 : BLS

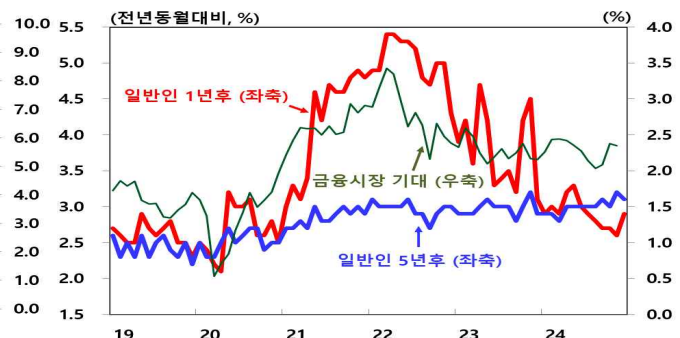
3. 물가는 전반적으로 완만한 디스인플레이션 흐름을 이어갔다. 소비자물가는 에너지 가격이 안정화되며 물가상승률 하락을 주도하는 가운데 상품 가격도 하락세를 유지하며 9월까지 하락 흐름을 이어갔다. 다만 최근에는 에너지⁴⁾ 및 상품 가격 하락세가 다소 주춤하며 소폭 반등하는 모습을 보이고 있다. 한편 그동안 물가상승세를 견인해 온 주거서비스 물가는 상승폭을 축소하고 있는 모습이다⁵⁾. 이에 따라 물가상승률(PCE 기준)은 11월 기준 2.4%로 낮아졌으며, 하방경직적인 모습을 보였던 근원 PCE 물가도 오름세가 지속적으로 둔화되어 2% 중후반으로 낮아졌다. 물가가 점차 안정됨에 따라 장·단기 인플레이션 기대심리도 안정적인 모습을 보였다.

[그림 1.5] 물가상승률



자료 : BLS, BEA

[그림 1.6] 기대인플레이션



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

4) WTI 유가(달러/배럴)는 타이트한 수급과 지정학적 리스크 심화로 23년말 72달러 수준에서 24.6월말 80달러 수준으로 상승한 이후 수급 상황이 안정화되며 하락하여 24.11월말 기준 70달러 내외에서 등락하고 있다.

5) 주거서비스 상승률(전년동기대비)은 23.16월 7.8%, 23.12월 6.2%, 24.6월 5.2%, 11월 4.7%를 보이고 있다.

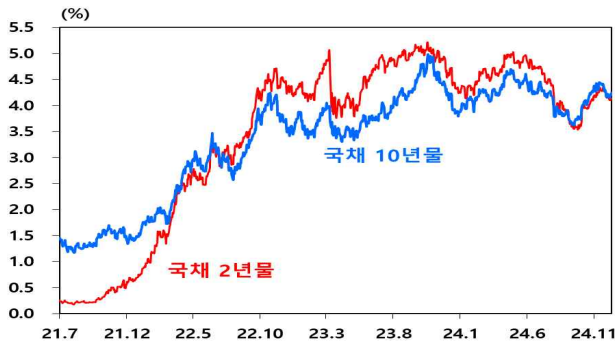
금융시장 여건

4. 금융시장은 통화정책에 대한 기대 변화와 대선 관련 불확실성 등에 민감하게 반응하며 높은 변동성을 보였다. 시장금리는 경제지표 호조에 따른 고금리 장기화 가능성, 재정적자 확대에 의한 국채발행 증가 경계감 등으로 큰 폭 상승하였다가, 연준 통화정책 피벗 기대에 힘입어 하락한 이후 양호한 경제지표 등으로 다시 반등하였다. 주식시장은 시장금리 변동성 확대에도 불구하고 예상보다 양호한 경제실적, AI 부문 성장 기대감, 대선 이후 주요 정책 변화에 대한 기대 등에 기인하여 상승하며 역대 최고 수준을 기록하였다.

금리는 높은 변동성을 보이며 등락

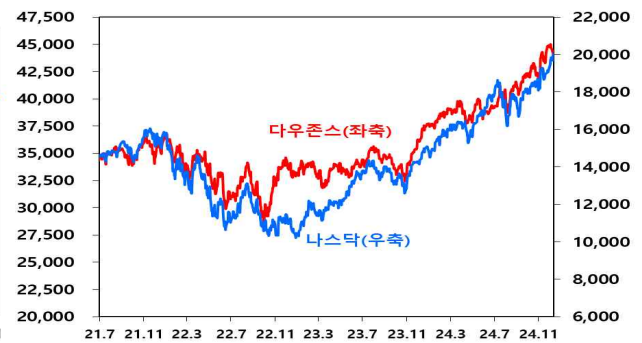
주가는 양호한 기업실적 등으로 최고점 돌파

[그림 1.7] 국채금리



자료 : Bloomberg

[그림 1.8] 주가지수



자료 : Bloomberg

5. 미달러화는 강세 흐름을 지속하였다. 상반기중에는 타국 통화 약세 지속 전망 등으로 상승하다가, 통화정책 기조 변화 기대에 잠시 하락했지만, 이후 금리 인하폭 기대 축소, 트럼프 당선에 따른 강달러 기대 등으로 강세 흐름을 이어갔다. 금융스트레스지수는 하향안정된 흐름을 지속하였다.

달러화가치는 상승 지속

금융스트레스지수는 안정적인 모습

[그림 1.9] 달러인덱스



자료 : Bloomberg

[그림 1.10] 금융 스트레스(financial stress)지수¹⁾



주: 1) 장기평균 = 0, 자료 : 캔자스시티 연준

2. 2025년 미국경제 전망

경제성장

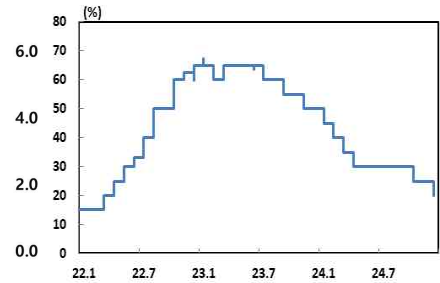
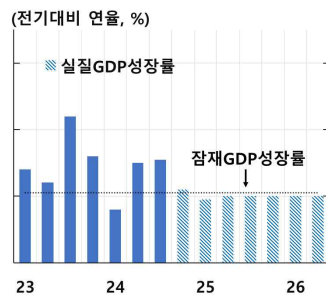
1. 2025년 미국경제는 통화 긴축의 누적된 영향 등으로 성장세가 다소 둔화되겠으나 소비와 투자가 비교적 견조한 흐름을 유지하며 양호한 성장을 이어나갈 것으로 전망된다. 경기침체확률이 크게 낮아진⁶⁾ 가운데 소비는 여전히 견조한 노동시장, 가계자산 상승에 따른 부의 효과 등에 힘입어 내년에도 성장의 주요 동인이 될 것으로 보인다. 다만 노동소득 증가율의 완만한 하락, 초과저축 소진 등으로 소비 증가세는 둔화될 전망이다. 기업투자 또한 자금조달 여건 개선, 규제완화에 대한 기대감, AI 및 에너지 관련 투자 등으로 완만하게 증가하면서 성장을 뒷받침할 것으로 예상된다. 이에 따라 연준 등 주요 기관들은 내년 성장률이 금년보다는 낮아진 2% 초반대 수준이 될 것으로 전망하고 있다.

미국경제는 완만한 성장 흐름이 이어지겠으나 성장속도는 둔화될 전망 경기침체 발생 확률은 큰 폭 하락

[표 2.1] 주요 기관의 경제 성장률 전망 [그림 2.2] GDP 성장경로 전망¹⁾

[그림 2.3] 경기침체 확률¹⁾ 서베이²⁾

	전망시점	(전기대비연율, %)		
		2024 ¹⁾	2025 ¹⁾	2026 ¹⁾
OECD ¹⁾	24.12월	2.8	2.4	2.1
FRB ²⁾³⁾	24.12월	2.5	2.1	2.0
World Bank	24.6월	2.5	1.8	1.8
IMF ³⁾	24.10월	2.8	2.2	2.0
CBO ³⁾	24.6월	2.6	2.1	1.8
투자은행 ⁴⁾	24.12월	2.7	2.1	2.0



주: 1) Market Price 기준
2) FOMC 전망치 중간값
3) 4/4분기의 전년동기대비
4) 83개 투자은행 전망치의 중간값(12.19일)
자료: 각 기관 보도자료, Bloomberg

주: 1) 67개 투자은행 전망치의 중간값(12.19일)
2) CBO 추정치(2024.6월)
자료: Bloomberg, CBO

주: 1) 조사시점으로부터 1년 이내 Recession 발생 확률
2) 투자은행 대상 서베이 중간값
자료: Bloomberg(12.13일)

2. 한편 트럼프 2기 정부의 정책변화는 발효시기⁷⁾, 순효과 등을 예측하기가 어려워 전망의 불확실성을 확대시키고 있다. 트럼프 2기 정부는 관세 인상, 이민통제, 감세, 규제완화 등을 핵심 경제공약으로 제시하고 있는데 이러한 정책들의 영향이 실제로

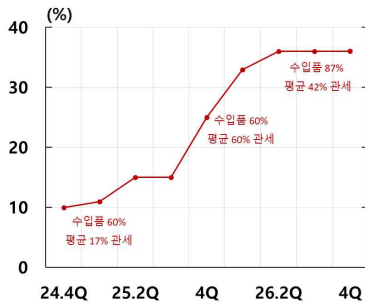
6) 2024.7월 실업률이 4.25%로 상승하면서 경기침체의 시작을 나타내는 Sahm rule이 발동될 수 있다는 우려가 확산되기도 하였으나 이후 9월 비농업 고용이 254,000명 증가하고 실업률이 4.1%로 다시 하락한 것으로 나타나면서 경기침체 우려는 축소(경기침체확률 : 23.5월말 65% → 24.8월말 30% → 24.12.19일 20%)
7) 국가비상사태 선포후 국제비상경제권(IEEPA)을 발동하지 않는 한 새로운 관세부과를 위해서는 무역법 절차에 따라 관련기관이 보고서를 작성 후 이를 토대로 정책을 발효하게 되는데 통상 9~11개월 소요된다. 두 번째로 세금 인하나 규제완화 정책에 있어서는 의회의 승인이 필요하며 상황에 따라서는 1년 이상 소요될 수 있다. 마지막으로 이민정책은 국경강화, 영주권 발급 축소 등을 대통령 임기시작 후 바로 실행할 수 있지만 1,170만명으로 추산되는 불법체류자 추방을 대규모로 실행하기에는 인력과 예산이 소요된다.

반영되는 시기와 경제에 미치는 순효과⁸⁾를 현재로서 예측하기가 어렵다보니 미 연준도 금년 12월 FOMC 회의에서 내년 전망의 불확실성이 높아진 것으로 보고 있다. 특히 인플레이션 전망 불확실성이 큰 폭 확대된 것으로 판단하였는데 시장은 트럼프 2기 정책중 관세정책⁹⁾이 내년 하반기 인플레이션에 영향력을 미칠 수 있어서 가장 먼저 주목해야할 정책으로 보고 있다. 반면 감세 및 규제완화는 의회와 협상 등이 필요해 내년보다는 2026년에 영향이 집중될 것으로 보고 있으며 이민정책은 대규모 추방이 현실화되지 않는 한 다른 정책에 비해 영향력은 크지 않을 것으로 평가하고 있다.¹⁰⁾

실질적인 관세인상 발효는 2025년 4분기부터 본격화될 전망

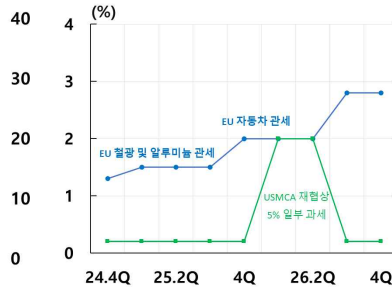
전망 불확실성은 물가중심으로 확대

[표 24] 대중국 관세율 전망

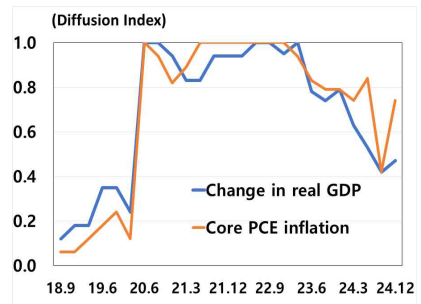


주: 평균실효관세율(관세/수입금액) 기준
자료: Morgan Stanley

[그림 25] 대 EU 및 멕시코 관세율 전망



[그림 26] FOMC의 전망 불확실성



자료: FRB(12.18일)

개인소비

3. 개인소비는 노동소득 증가율 둔화, 초과저축 감소 등으로 증가세가 줄어들 것으로 보이나 안정적인 고용상황, 자산가격 상승에 따른 부의 효과 등에 힘입어 증가세 둔화는 완만하게 진행될 전망이다. 고용시장의 완만한 둔화로 노동소득 증가율이 감소하면서¹¹⁾ 소비증가세는 둔화될 것으로 예상된다. 또한 그간 통화긴축의 소비위축 압력을 완화시켜 왔던 가계의 초과저축이 고갈¹²⁾되는 것도 제약요인으로 작용할 전

8) 도이치뱅크는 트럼프 정책이 성장에 미치는 영향을 세금인하 +0.1~0.2%p, 규제완화 +0.1%p, 금융상황 완화 +0.1~0.2%p, 관세인상 -0.2%p를 전제하고 정책변화가 성장에 미치는 순효과는 +0.3%p라고 예상하였다. 한편 골드만삭스는 모든 국가에 대한 보편관세 10%가 실제 실행될 경우에는 성장에 -1.2%p 충격을 줄 수 있다고 분석하였다.

9) 모건스탠리는 관세정책이 변화되면 2025.4분기 이후로 중국에 대한 평균실효관세율은 현재 10%에서 35%로 급증할 것으로 예상하고 있다. 한편 EU에 대한 평균실효관세율은 2026년 이후 현재 1.2%에서 2.8%로 멕시코는 0.2%에서 2%로 각각 증가할 것으로 전망하였다.

10) 트럼프 2기 정부는 이민자수가 연 100만명 이하로 하락할 것으로 예측되는데 이미 바이든 정부 하반기부터 이민자 감소가 빠르게 나타나고 있는 상황이다.

11) 실질 가처분소득 증가율 전망(4Q/4Q, %): 2024년 3.1 → 2025년 1.9 → 2026년 1.9(Morgan Stanley)

12) 샌프란시스코 연준의 분석(2024.5.3)에 따르면 2020.3월부터 2021.8월까지 18개월간 축적된 팬데믹 초과저축은

망이다. 더불어 금리가 여전히 높은 가운데 부채비율이 높은 하위가구 중심으로 연체율이 증가하는 상황도 소비둔화 압력으로 작용할 수 있다.¹³⁾ 그러나 경기침체 우려 없이 고용이 안정적으로 유지되고 있는 가운데 주식 등 자산가격 상승이 소비증가로 연결되는 부의 효과¹⁴⁾¹⁵⁾가 나타나면서 소비를 지지할 것으로 보인다. 특히 트럼프 2기 정부의 규제완화와 금융투자 활성화 기대 등이 자산가격을 부양시킬 경우 부의 효과는 더욱 확산될 가능성이 있다. 이에 따라 주요 기관들은 내년 소비 증가율이 금년보다는 소폭 낮아질 것으로 전망하고 있다.

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

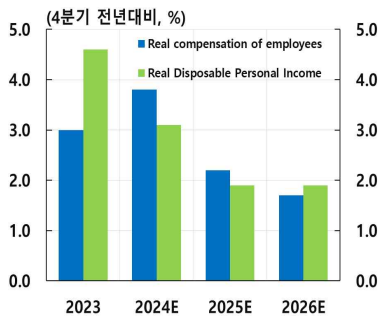
[표 2.7] 개인소비 전망

(전년대비, %)	IMF(10월)	OECD ¹⁾ (12월)	CBO ²⁾ (6월)	OEF(12월)	투자은행 ³⁾
- 2024	2.6	2.7	2.7	2.7	2.7
- 2025	1.8	2.3	1.8	2.8	2.4
- 2026	-	1.8	1.3	3.0	1.9

주: 1) Market Price 기준 2) 4/4분기의 전년동기대비 3) 61개 투자은행 전망치 중간값(Bloomberg, 12.19일 기준)

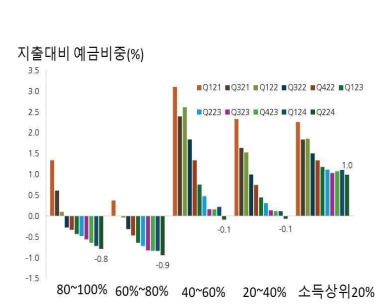
노동소득증가율이 줄어들면서 가계실질 소득증가율도 축소
 소득수준 상위 20%를 제외하고 초과저축이 완전히 소진
 소비는 증가세는 둔화되지만 2% 수준으로 견조하게 증가

[그림 2.8] 실질 노동보상 및 실질가처분 소득 증가율

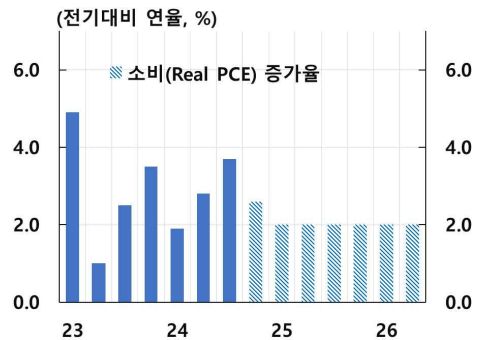


자료: BEA

[그림 2.9] 소득별 구간별 초과저축 [그림 2.10] 소비경로 전망¹⁾



자료: UBS



주: 1) 60개 투자은행 전망치의 중간값(12.19일)
 자료: Bloomberg

2024.3월경 완전히 고갈된 것으로 추정되며 소득구간별로 보면 소득상위 20% 계층을 제외하고 전 계층에서 초과저축이 소진된 것으로 보임(UBS)

13) 소득 상위 20%는 순이자 지급액이 증가하면서 이자 수입이 늘어난 반면 나머지 가구는 이자를 지불하는 구조이다. 또한 신용카드 연체율이 팬데믹이전 수준보다도 높아지고 있는 상황(19.4Q 2.66% → 21.4Q 1.57% → 24.3Q 3.23%) 등으로 저소득 가구의 소비가 제약될 수 있다.(UBS)

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

15) 최근 연구(Demographics and Monetary Policy Shocks, 2021.5)에 따르면 통화정책 완화 이후 노년층(65세 이상)가구의 소비가 중년층(35~64세) 가구보다 더 큰 폭으로 증가했는데 이는 이자율 하락으로 인해 주로 노년층 가구의 부가 큰 폭으로 증가한 데 기인한 것으로 보인다.

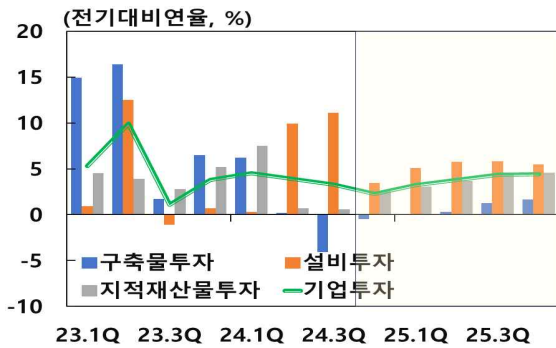
기업투자

4. 기업투자¹⁶⁾는 증가폭이 다소 감소하며 완만하게 늘어날 전망이다. 지난 2023년 기업투자가 정책적 지원효과에 힘입어 큰 폭 상승한 이후 2024년중에는 기저효과 등으로 제한적인 증가폭¹⁷⁾을 보였는데 2025년중에도 이러한 흐름이 지속될 것으로 예상된다. 기업투자의 구성 요소별로 보면 기저효과¹⁸⁾로 인해 건축물 투자가 부진한 모습을 이어가는 가운데, 설비투자는 자금조달 여건 개선으로 기업의 자본지출이 늘어나고 지적재산물 투자도 양호한 증가세를 유지할 것으로 보인다.

기업투자는 완만한 증가폭을 유지할 전망

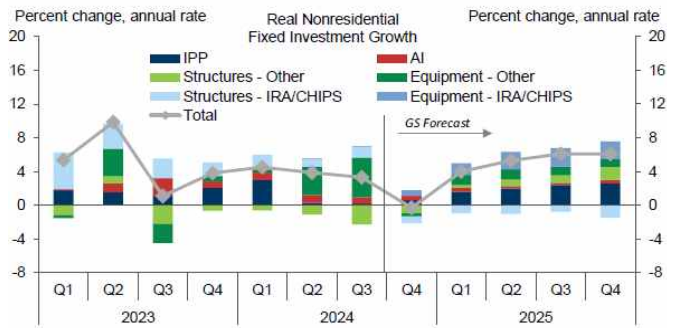
2025년 기업투자는 설비투자 및 지적재산물 투자를 중심으로 증가세를 유지할 전망

[그림 2.11] 기업투자 및 구성 요소별 전망¹⁾



주: 1) 음영부분은 전망, 6개 투자은행 평균
자료: 각 IB

[그림 2.12] 2023년 이후 IRA/CHIPS 법 및 AI 관련 투자



자료: Goldman Sachs

분야별로는 AI 관련 투자가 늘어날 것으로 예상되는데, AI를 도입하는 기업이 많아지면서 2023년 이후 나타난 데이터 센터 건립, 전력 건설, 컴퓨터 설비 투자 등의 증가세가 2025년에도 이어질 것으로 전망된다. 다만 트럼프 정부 출범 이후 감세, 규제철폐 및 관세 정책의 향방에 따라 기업투자 관련 불확실성이 큰 상황인데, 과거 트럼프 1기 정부 사례를 보면 출범 이후 규제 완화 기대로 기업들이 자본지출을 늘리는 계획을 세운 경험이 있다. 더불어 셰일가스 시추 등 에너지 관련 정책이 적극적으로 시행된다면 기업투자 증가폭은 확대될 가능성이 있다.

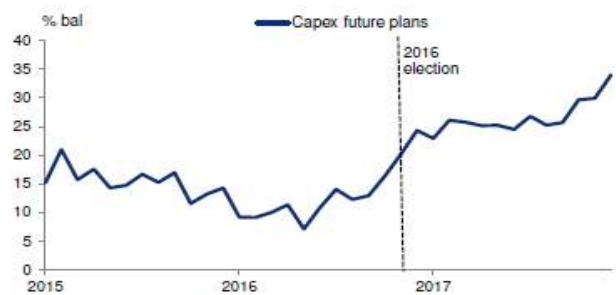
▶ 기업투자 전망(%)	Morgan Stanley	Goldman Sachs	Barclays	BofA	JP Morgan	Wells Fargo
- 2024	4.0	3.6	3.9	3.9	3.8	3.8
16) - 2025	3.9	5.3	3.3	3.7	2.7	3.3

17) 2024년 기업투자는 지적재산물 투자를 중심으로 이루어진 가운데, Boeing사의 설비투자가 2023년중에서 2024년중으로 이연된 것이 증가율을 높이는 요인으로 작용하였다.

18) 인플레이션 감축법(IRA), 반도체 및 과학법(CHIPS and Science Act) 재정으로 전기차, 반도체 등 첨단 시설 관련 보조금 및 세액공제를 받은 대다수의 기업이 2024년중 공장 건설을 마치고, 2025년중에 가동하는 것을 목표로 하고 있다.

[그림 2.13] 데이터센터 건립 및 전력 건설 투자 추이

[그림 2.14] 2016 선거 이후 자본지출계획 추이¹⁾



자료: Morgan Stanley

주: 1) 지역연준의 자본지출 계획 서베이 응답 기준
자료: Deutsche Bank

주택투자

5. 주택투자¹⁹⁾는 부진한 모습을 이어가며 소폭 개선세에 그칠 것으로 예상된다. 최근 하락하고는 있지만 여전히 6% 중후반의 높은 수준에 머무르고 있는 모기지 금리는 내년에도 하락세는 보이지만 그 속도는 더딜 것으로 예상된다. 기존주택 보유자들의 모기지 금리가 4% 초반 내외로 추정되어 기존주택 공급은 크게 늘어나기 힘든 상황에서²⁰⁾ 그동안 주택공급을 견인해 온 신규주택 또한 다가구 주택 공급 확대 등으로 임대 공실률이 상승하며 추가공급 속도는 제한적일 가능성이 있다. 인구증가율이 안정적인 모습을 보여 수요 증가요인으로 작용하고 있지만 주택가격이 높은 수준을 유지하고 있어 수요를 상쇄시키고²¹⁾ 관련 투자를 제약하고 있는 모습이다.

모기지 금리는 6% 초반 수준으로 더디게 하락할 전망

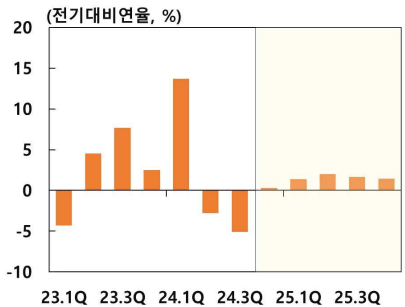
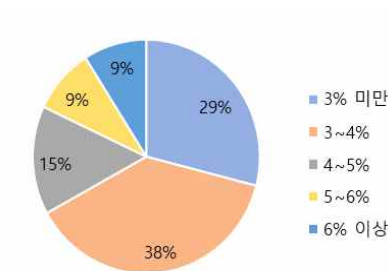
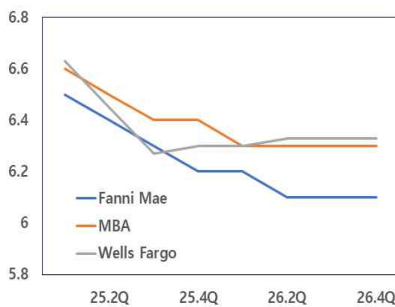
모기지 금리가 4% 이하인 기존주택 소유자 비중이 약 67%

주택투자 증가세는 제약될 전망

[그림 2.15] 모기지 금리 전망¹⁾

[그림 2.16] 모기지 금리 수준별 기존주택 소유자 비중¹⁾

[그림 2.17] 주택투자 증가율 전망¹⁾



주: 1) 30년 만기 기준
자료: Fenni Mae, MBA, Wells Fargo

주: 1) 2023.4분기 기준
자료: Realtor.com

주: 1) 음영부분은 전망, 6개 투자은행 평균

▶ 주택투자 전망(%)	Morgan Stanley	Goldman Sachs	Barclays	BofA	JP Morgan	Wells Fargo
- 2024	4.0	3.9	3.8	3.6	3.8	3.7
19) - 2025	1.6	2.2	-0.1	-1.1	0.8	-2.2

20) 2024년 10월말 기준 미국의 주택재고 수준은 1.86백만호로 지난 2월 이후 증가세를 보이고 있지만, 팬데믹 이전('02년~' 19년) 평균(2.84백만호)의 65%에 불과하다.

21) 높은 모기지금리 수준 또한 수요를 제약하고 있는데 설문조사(John Burns Company)에 따르면 미국 가구의 50% 이상은 모기지금리 수준이 5% 이하로 내려오지 않는 한 집을 구매할 의사가 없다고 밝혔다.

정부지출

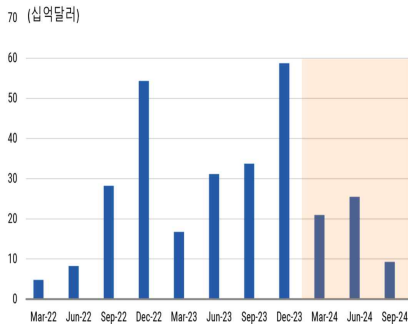
4. 내년 정부지출규모는 금년수준을 크게 초과하지는 않을 것으로 보이며²²⁾ 트럼프 2기 정부의 감세 등으로 인한 재정적자 확대는 2026년 이후 본격적으로 나타날 가능성이 있다. 팬데믹 이후 정부지출 확대를 주도하였던 정부부문에서의 고용확대와 인프라 관련 투자의 영향이 줄어들 것으로 예상된다. 정부지출의 80%를 차지하는 인건비는 금년까지 부족한 인력 확충을 위해 2.4% 증가했지만 인력 확충이 마무리됨에 따라 내년부터는 증가폭이 줄어들 전망이다. 또한 2023년 정점을 찍은 이후 줄어 들고 있는 Chips Act와 인플레이션 감축법안 관련된 인프라 관련 지출은 감소 추세가 이어질 전망이다.²³⁾ 한편 트럼프 2기 정부는 국방지출을 늘리는 공약을 내세우고 있으나 규모가 크지 않고²⁴⁾ 정부효율화 노력으로 불필요한 재정지출을 축소한다는 계획도 가지고 있어서 2025년 재정지출이 크게 늘어나지는 않을 것으로 보인다. 한편 이자비용이 GDP 대비 3%를 넘어선 가운데 TCJA(세금감면 및 일자리 창출법) 연장²⁵⁾, 감세정책 등이 2026년 이후 재정상황을 악화²⁶⁾시킬 수 있어 시장이 재정지속 가능성에 계속 주목할 가능성이 있다.

인프라 관련 정부투자는 2023년 정점을 찍은 후 하락중

정부지출규모는 큰 변화가 없을 것으로 전망

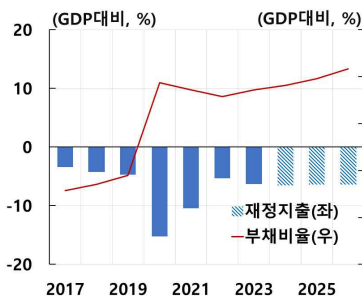
이자비용 부담이 2000년 들어 최대수준으로 증가한 점은 리스크

[그림 2.18] 인프라 관련 정부지출 규모



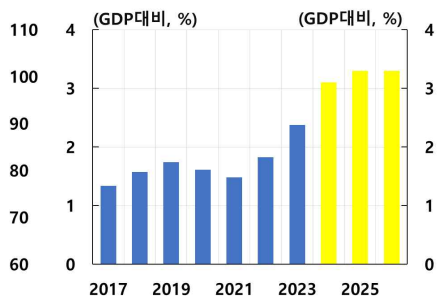
자료: Morgan Stanley

[그림 2.19] 재정지출비율 전망¹⁾



주: 1) Morgan Stanley, Goldman Sachs, Barclays, BofA, JP Morgan 등 5개 투자은행 전망 평균

[그림 2.20] 이자비용 추이¹⁾



주: 1) Morgan Stanley 전망 평균

22) 정부지출 증가율(60개 투자은행 전망치의 중간값, 12.19일) : 23년 3.9% → 24년 3.3% → 25년 1.8%

23) 트럼프는 인플레이션 감축법 폐기를 공약했으나 공화당 강세 주에서의 투자가 위축될 우려가 있어서 전면폐기는 어렵다는게 대체적인 시각이다. 한편 동 법안들과 관련된 인프라 지출은 건설이 마무리 되면서 줄어들 전망이다.

24) CRFB는 트럼프의 국방비 지출 증대로 향후 10년간 4,000억달러의 재정이 소요될 것으로 추정

25) 2017년 도입된 TCJA(Tax Cuts and Jobs Act, 세금감면 및 일자리 창출법)는 연방 법인세율을 15~35%에서 21% 단일세율로, 개인소득세율을 소득 구간별로 2~3%p 인하하고 여러 공제와 면세한도를 조정하였으며 대부분 항목이 2025년말 만료 예정이다. CRFB는 트럼프 정부의 TCJA 연장 및 일부 추가 감세 등이 향후 10년간 5.4조달러의 재정악화를 발생시킬 것으로 분석하였다.

26) 재정적자 GDP 대비 비율 전망(Morgan Stanley) : 24년 -6.5% → 25년 -6.5% → 26년 -7.5%

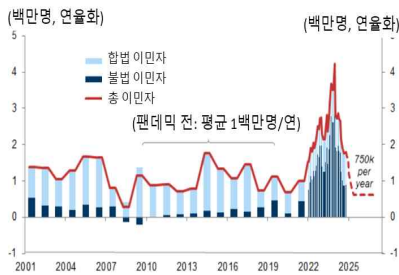
고 용

5. 트럼프 2기정부의 이민 제한 정책에 따른 노동 공급 축소가 노동시장 여건을 타이 트하게 만들 수 있으나 연준 긴축 정책의 영향 등에 따른 점진적인 노동시장 수요 둔 화²⁷⁾가 동반되면서 전체적인 노동시장의 수급은 균형을 유지할 것으로 보인다. 트럼프 대통령은 취임과 동시에 강력한 이민 억제정책을 발표하고 시행할 것으로 예상된다. 바이 든 정부인 2023년 300만명까지 증가한 이민자 수는 2024년에는 약 175만명으로 줄어들고 2025년에는 팬데믹 이전 추세인 100만명 이하로 감소할 전망이다. 한편 노동수요 측면에서 는 연준의 긴축적 통화정책에 따른 소비 증가율 둔화 등으로 기업의 인력 고용유인이 점차 줄어들 것으로 보인다. 이에 따라 취업자수 증가폭이 점진적으로 감소하지만 이민억제에 따른 노동공급 축소가 실업률 상승 압력을 일부 제한할 것으로 예상된다. 다만 2026년 이후 관세 인상의 부작용과 이민자 감소로 인한 소비 축소 등이 본격적으로 나타날 경우에는 노동수요가 노동공급에 비해 더 큰 폭으로 위축되면서 실업률이 상승할 가능성도 있다.

이민자 유입규모가 팬데믹 이전수준으로 하락할 전망

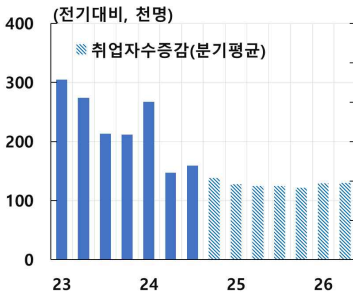
취업자수 증가세는 둔화할 전망 실업률은 완만하게 상승할 전망

[그림 2.21] 이민자 추이 및 전망

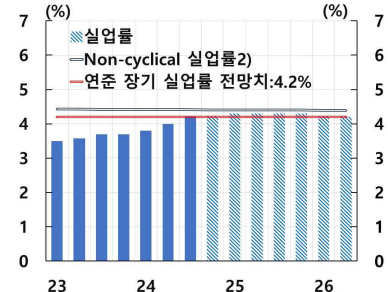


자료: Goldman Sachs

[그림 2.22] 취업자수 전망¹⁾ 경로 [그림 2.23] 실업률 전망¹⁾



주: 1) 45개 투자은행 전망치의 중간값(12.19일)
자료: Bloomberg



주: 1) 57개 투자은행 전망치의 중간값(12.19일)
2) CBO 추산(2024.6월 기준)
자료: Bloomberg

6. 임금상승율은 노동시장 수급 균형, 기대인플레이션 안정 등으로 연준의 물가목표 에 부합하는 수준(3.5%)까지 점진적으로 축소될 것으로 보인다. 구인·이직 보고서 (JOLTS)의 구인/실업 비율 등이 팬데믹 이전 수준으로 하락하는 등 여러 구인·구직 관련 지표에서 타이트했던 노동수급여건이 균형수준으로 완화된 모습²⁸⁾을 볼 수

▶ 실업률 전망(%)	FRB(12월) ¹⁾	IMF(10월)	OECD (12월)	CBO(6월)	OEF(12월)	투자은행 ²⁾	▶ 취업자수 ¹⁾ 전망 (천명)	투자은행 (12.19일)
	- 2024	4.2	4.1	4.0	3.9	4.1		
- 2025	4.3	4.4	4.1	4.0	4.3	4.3	- 2025	121
- 2026	4.3	4.3	4.1	4.2	4.0	4.2	- 2026	137

27)

주: 1) 4/4분기 기준 2) 63개 투자은행 전망치의 중간값(Bloomberg, 12.19일)

주: 1) 전월대비 평균 증가폭

28) 2024.7월 실업률이 4.25%로 상승하면서 노동시장의 수급여건 조정이 너무 빠르게 진행되고 있다는 우려가 증폭되었으나 이는 노동수요의 급격한 위축보다는 급증한 이민자가 노동공급규모에 반영되고 이들의 실업

있다. 또한 가계의 기대인플레이션²⁹⁾도 일정 범위 내에서 안정됨에 따라 임금상승 압력은 지속적인 둔화를 보일 것으로 전망된다. 이에 따라 임금상승률이 하반기에는 연준의 물가목표(2%)에 부합하는 수준(3.5%)에 점진적으로 근접할 것으로 예상된다. 한편 트럼프 정부의 이민정책이 건설, 일부 서비스업³⁰⁾ 등 저임금 직군의 노동 공급을 감소시켜 동 직군의 임금상승 압력으로 작용할 수 있으나 대규모 추방이 현실화되지 않는 한 현재 노동시장 수급 균형 상황에서는 전체 임금에 미치는 영향은 제한적일 것으로 보고 있다.³¹⁾

노동수급상황은 팬데믹 이전수준으로 회복

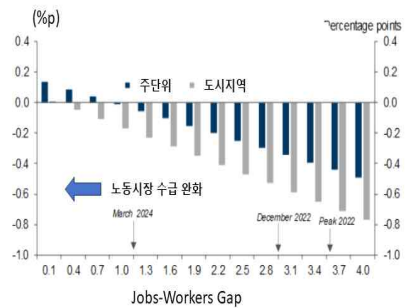
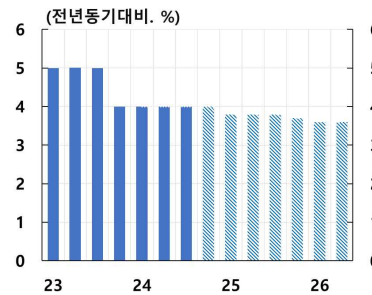
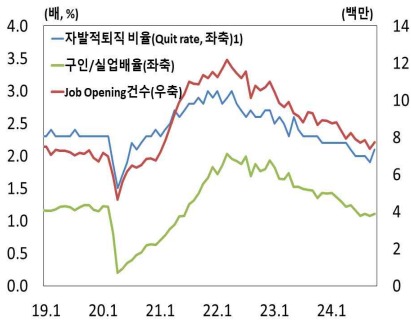
임금상승률의 오름세는 축소

노동시장 수급이 균형을 보일수록 이민이 임금에 미치는 영향력은 감소

[그림 2.24] 구인·구직 관련 지표

[그림 2.25] 임금¹⁾상승률 전망²⁾

[그림 2.26] 이민증가가 임금증가율에 미치는 영향¹⁾



주: 1) 자발적 퇴직자수 ÷ 취업자수
자료: BLS

주: 1) 시간당 임금 기준
2) 23개 투자은행 전망치의 중간값(12.19일)
자료: Bloomberg

주: 1) 이민인구 1%p 증가가 평균시간당 임금 증가율에 미치는 영향
자료: Goldmansachs(5.19일)

물가

7. 물가(근원 PCE 기준)상승률은 임금상승률 둔화와 함께 점진적으로 하락하겠으나 신 정부의 관세정책 등으로 하반기 이후 상방리스크가 높아질 가능성이 있다. 현재 4.0%(시간당 평균임금 전년대비 기준) 수준의 임금상승률이 하락하면서 노동시장으로부터의 인플레이션 압력은 줄어들 것으로 보인다. 더불어 경직적인 모습을 보였던 주거비가 신규렌트비 움직임을 반영하면서 추가적으로 하락할 것으로 예상된다. 그러나 트럼프 2기 정부의 관세정책은 상품부문을 중심으로 급격한 인플레이션을 초래할 상방리스크로 잠재하

이 초기에 일어나서 발생한 단기적인 마찰 현상으로 분석됨(Goldman Sachs)

29) 향후 1년 및 5년 후 기대인플레이션(미시간대 서베이)은(1년: 24.6월 3.0% → 12월 2.9%, 5년: 3.0% → 3.1%) 3% 내외 수준에서 안정된 모습을 보이고 있다.

30) 2020년 이후 늘어난 이민자들이 종사하는 업종을 보면 숙박외식업, 광업, 도매, 청소, 건설, 운전 등 저임금 산업이 높은 비중을 차지한다.(WSJ, 2024.9월)

31) 팬데믹 이후 저임금 직군의 노동시장 불균형 상태가 심각한 상황에서 이민증가는 총임금 증가율을 0.3%p 하락시키는 요인으로 작용했으나 노동시장이 수급 균형을 이루는 상황에서는 이민이 총임금에 미치는 영향은 미미할 것으로 분석됨(Goldman Sachs, 2024.5월)

고 있다. 시장은 관세정책에 변화가 없는 조건에서는 팬데믹 이후 공급망 개선³²⁾ 등에 힘입어 상품부문을 중심으로 2% 초반 수준(Core PCE 기준)까지도 하락할 것으로 예측했지만 트럼프의 관세정책이 실행되면 수입상품가격에 직접적인 영향³³⁾을 미쳐 전체 물가지수에 상방압력³⁴⁾이 높아질 것으로 보고 있다.

물가상승률은 둔화되었으나 연준의 장기목표(2%)를 상회하는 수준에서 점진적으로 하락할 전망

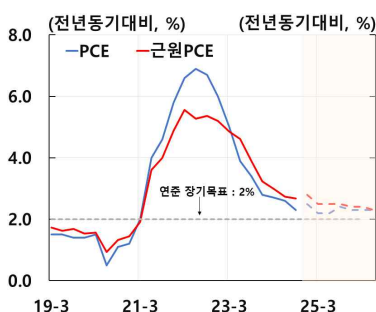
[표 2.27] 연간 물가상승률¹⁾ 전망

(전년대비, %)	FRB[12월] ²⁾	OECD[12월]	OEF[12월]	CBO[6월]	IMF[10월]	투자은행[12.19일] ³⁾
■ 2024	2.8	2.8	2.8	2.9	3.0	2.8
■ 2025	2.5	2.3	1.6	2.4	1.9	2.5
■ 2026	2.2	2.0	2.0	2.1	2.1	2.3

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 원만하게 하락

[그림 2.28] 물가상승률(PCE 및 근원PCE) 분기 전망¹⁾



주거비의 오름세는 지속적으로 둔화될 전망

[그림 2.29] 신규임대료와 PCE 주거비 물가 추이



관세가 없다면 근원 PCE상승률은 2% 초반까지 하락이 예상

[표 2.30] 항목별 물가상승률¹⁾ 전망(관세정책 없을시)

	(전년대비, %)	249월	24년말	25년말
근원PCE ²⁾ (100.0)		2.7	2.8	2.2 ²⁾
근원 상품	(24.6)	-0.4	-0.1	-0.8
신차	(2.2)	-1.3	-1.1	-0.6
중고차	(1.2)	-7.5	-6.1	-3.3
의류·신발	(3.0)	1.4	1.5	-0.1
기타 재화	(9.7)	-0.5	0.0	-0.6
근원 서비스 (75.4)		3.7	3.8	3.2
주거비 (17.7)		5.1	4.7	3.4
외식·숙박	(8.2)	2.8	3.1	3.2
금융·보험	(8.8)	4.9	5.7	3.0
의료	(18.7)	3.0	2.8	3.1

주: 1) 53개 투자은행 전망 중간값(12.19일 기준) 자료 : Goldman Sachs
 자료: Bloomberg

주: 1) ()내는 2024.9월 기준 비중
 2) 관세일부 반영시 25년말 2.4%
 자료 : Goldman Sachs

32) ISM 제조업지수내 생산물자 조달기간지수(Production Material Commitment Leadtime index)를 보면 공급망 정상화가 진전되고 있으나(팬데믹 당시 최고 100일 → 2024.11월 기준 79일) 여전히 팬데믹 이전(2019년 평균 67일)에 비해 평균조달기간이 15% 이상 오래 걸리는 등 정상화 여지가 상당히 남아있는 것으로 분석된다.(Goldman Sachs)
 33) 트럼프1기의 사례를 보면 관세정책 발효후 관세부과된 상품가격이 즉각적으로 상승하는 현상이 발견
 34) 다수의 투자은행 분석을 종합하면 실질실효환율이 0.1%p 상승하면 Core PCE 지수 약 1%p 상승을 유발하는 것으로 분석되고 있는데 만약 트럼프의 관세공약이 100% 반영될 경우 실효환율이 15%p 이상 높아지면서 1.5%p 물가상승 압력을 작용할 수 있다는 것이다. 그러나 시장은 제도변화를 위한 절차, 국내외 정치적 불안, 시장불안 등으로 트럼프2기 정보가 부담을 느끼며 공약보다는 완화된 관세정책을 실시할 것으로 전망한다.

II. 주요 이슈

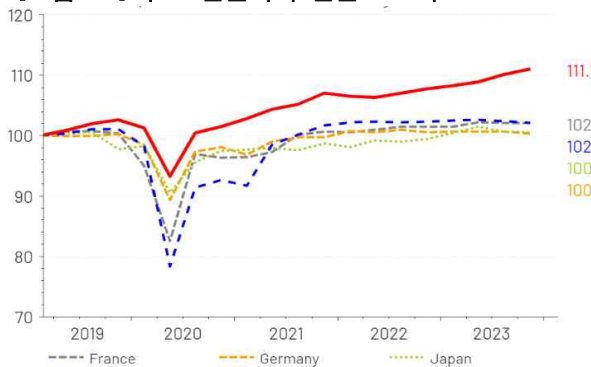
1. 미국 예외주의(American Exceptionalism)의 원인과 전망

검토 배경

1. 2020년 초반 팬데믹 이후 미국 경제의 회복세는 다른 국가들과 비교해 그 폭과 지속성 모두 두드러지게 나타나고 있다. 본래 미국 예외주의(American Exceptionalism)이란 표현³⁵⁾은 미국이 정치, 경제, 문화 등 모든 분야에서 다른 나라와는 구분되는 특별함을 갖고 있다는 뜻인데, 최근에는 미국 경제가 나홀로 성장을 지속하고 있다는 점에서 회자되고 있다. 2020년 이후의 미국의 GDP성장률을 주요 선진국과 비교해 보면 팬데믹의 타격이 상대적으로 적었을 뿐만 아니라 회복 속도도 더 빠르고 지속적인 모습이다.(그림 1) 실물분야 뿐만 아니라 금융시장에서도 이러한 모습이 나타나는데, 미국 주식시장은 팬데믹 이후 가장 높은 수익률을 보이며 여타 주요국 주식시장의 수익률을 상회하는 모습이다.(그림 2) 이처럼 미국 예외주의가 지난 수 년간 나타나는 가운데 최근 미 대선에서 Trump가 당선되고 2기 집권을 시작하며 앞으로도 이러한 현상이 지속될 수 있을지에 대한 여부가 주목받고 있다. 이하에서는 그간 경제적 측면에서 미국 예외주의가 나타난 주요 원인을 살펴보고 앞으로의 전망에 대해 살펴보고자 한다.

미국 경제는 실물 부문과 금융 부문 모두 팬데믹 이후 주요 선진국 중 가장 나은 성과를 기록

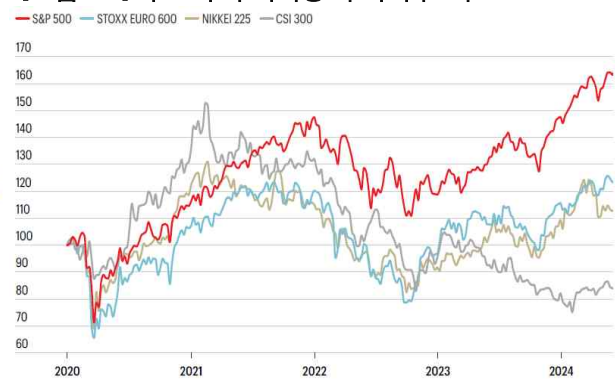
[그림 1.1] 주요 선진국의 실질GDP 비교¹⁾



주: 1) 2019=100

자료: Riverfront Investment Group

[그림 1.2] 주요국 주식시장 주가지수 비교



주: 1) 2020.1월=100

자료: Bloomberg

미국 예외주의의 원인

2. 미국 경제가 안정적인 성장세를 유지하는 동인으로는 먼저 안정적인 인구구조를 들 수 있다. UN의 인구추산에 따르면 미국의 인구는 2024년 기준 345백만명을 나타내고 있으며 인구증가율은 2022년 0.4%, 2023년 0.6%, 2024년 0.6%를 나타냈는데³⁶⁾ 이는 인구가 감소하고 있는 유럽 및 일본³⁷⁾과는 대조를 보이고 있다. 생산가능

35) 동 표현의 어원은 프랑스의 정치학자이자 역사가인 알렉시 드 토크빌이 1831년 본인의 저서 '미국의 민주주의'에서 미국을 영국 및 프랑스와 비교하며, '예외적(exceptional)'이라고 표현한 데 유래한다.

인구(15세~64세)를 살펴보면 미국의 생산가능인구 비중은 2020~2024년 평균 65.2%로서 유럽(64.6%) 및 일본(58.8%)를 상회하고 있다. 고령화 지수(전체 인구 중 65세 이상 인구의 비중)로 비교해 보더라도 미국은 17.59%로서 일본(30.07%), 독일(22.75%), 영국(19.46%) 등 여타 선진국에 비해 고령화 진행 정도가 낮은 상황이다.³⁸⁾ 미국은 이처럼 안정적인 인구구조를 통해 구매력을 확보하고 생산활동을 보다 활발하게 진행시키고 있다.(그림 3, 4)

미국 인구는 규모, 증가율 등에서 여타 선진국 대비 안정적인 모습을 보이고 있음

[그림 1.3] 주요국 총인구

	2010	2015	2020	2024
미국	311	326	339	345
유럽	738	744	750	745
중국	1,352	1,396	1,426	1,419
인도	1,243	1,328	1,414	1,451
일본	128	127	126	124

(백만명)

자료: UN

[그림 1.4] 주요국 인구증가율



자료: UN

3. 또한 팬데믹 이후 이민 및 난민 인구 유입 증가도 미국 내 노동인구 증가에 영향을 미쳐왔다. 미국 시민권을 획득하는 외국인 인구가 안정적인 증가세를 보이는 가운데 바이든 정부 들어 난민에 대한 국경 개방이 활발해지면서 난민 유입이 증가했다.(그림 5,6) 다양한 대륙에서 온 인력들이 미국 시민권을 취득하고 있으며, 특히 이들은 왕성한 경제활동을 영위하는 청·장년 계층이 많다.³⁹⁾

미국 내 이민 및 난민 인구는 바이든 정부 들어 안정적으로 증가세를 유지

[그림 1.5] 이민(시민권 취득)



자료: Migration Policy Institute

[그림 1.6] 난민

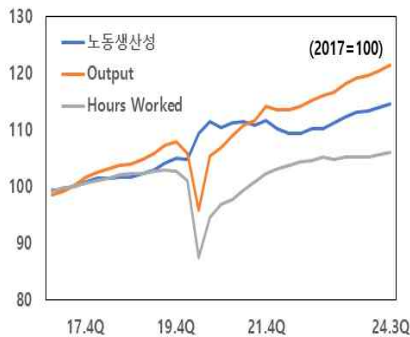


36) 美 의회예산국(Congressional Budget Office)의 추산에 따르면 미국의 인구는 2023년 0.9%, 2024년 1.2%, 2025년 0.9%를 기록할 것으로 예상된다.
 37) 유럽의 2024년 인구 추산치는 745백만명이고 2022~2024년 인구증가율은 각각 -0.2%, -0.2%, -0.1%이며 일본의 2024년 인구 추산치는 124백만명이고 2022~2024년 인구증가율은 각각 -0.5%, -0.5%, -0.5%이다.
 38) 출처: the Global Economy.com
 39) 미국 Census에 따르면 2023년중 미국시민권을 보유한 외국 출생자들 중 85.9%가 18세~64세이며, 특히 45세~64세 연령대 비중은 41.2%로 전체 인구중 45~64세 비중이 24.6%인 것에 비해 매우 높다.

4. 노동생산성이 지속적으로 향상되고 있는 점 또한 미국 경제의 견조한 성장세를 뒷받침하고 있다. 미국의 노동생산성은 팬데믹 이후 지속적으로 팬데믹 이전을 상회하는 모습을 보이고 있는데, 특히 2022년부터는 노동투입시간이 팬데믹 이전보다 높은 수준을 유지한 채 생산성이 높은 수준을 유지하고 있다.(그림 7) 팬데믹을 거치면서 저생산성 부문의 구조조정이 자연스레 이루어지며⁴⁰⁾ 이들 노동력이 고생산성 부문으로 이동·재배치되는 현상이 나타나고 있으며, 팬데믹 이전부터 증대되었던 R&D 투자가 시차를 두고 생산성에 긍정적인 영향을 미치고 있을 가능성(그림 8)이 있다. 이에 따라 미국의 노동생산성은 주요 선진국에 비해 높은 수준의 성장세를 보이고 있다(그림 9).

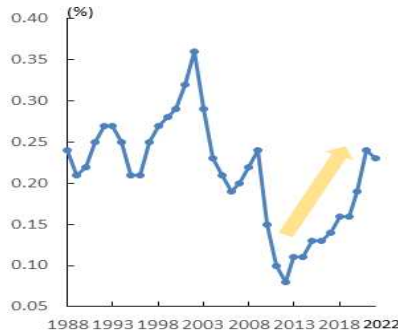
미국의 노동생산성은 팬데믹 이전 수준을 상회

[그림 1.7] 미국의 노동생산성



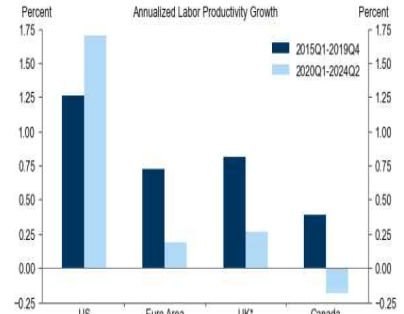
자료: BLS

[그림 1.8] R&D의 중요소생산성 기여



자료: BLS

[그림 1.9] 팬데믹 전/후 주요국 노동생산성 비교



자료: Goldman Sachs

5. 또한 최근 빠르게 도입되고 있는 AI 또한 미국의 생산성 증가에 긍정적인 영향을 준 것으로 추정된다. AI는 중요소생산성⁴¹⁾과 자본지출 증대를 통해 생산성을 향상시킬 수 있다고 여겨지는데 구체적으로는 AI 도입으로 노동력이 보다 생산적인 활동으로 재분배될 수 있으며 노동력 재분배는 다시 추가적으로 새로운 아이디어를 재생산함으로써 생산성 향상을 가속화시킬 수 있다. 미국의 AI에 대한 민간투자는 2017년 이후 가파른 증가세를 보이고 있으며 투자 규모가 감소했던 여타 주요국과 달리 2023년에도 전년대비 22.1% 증가하며 6.7백억달러를 기록하였다(그림 10). 과거의 사례를 보면 1990년대 후반 PC 및 인터넷 보급에 힘입어 중요소생산성 성장폭이 확대⁴²⁾된 바 있으며 학술연구 결과와 AI를 적극적으로 도입한 기업들의 사례도 이를 뒷받침하고 있다(그림 11, 12).

40) 팬데믹 기간 중 노동공급이 급감하고 임금이 상승함에 따라 저생산성부문부터 AI 기술이나 자동화를 적극 활용하여 인력을 효율적으로 활용하려는 모습을 보이고 있다.

41) 미국 노동통계국(BLS)은 중요소생산성(TFP)을 기술변화, 효율성 개선, 규모의 경제, 자원 재배분 및 기타 요인이 경제성장에 미치는 효과를 합한 것이라고 정의하였다.

42) 미국의 1996~2000년중 중요소생산성 연평균 증가율은 1.17%로 1987~95년중(0.42%)에 비해 세 배 가까이 높아졌다.

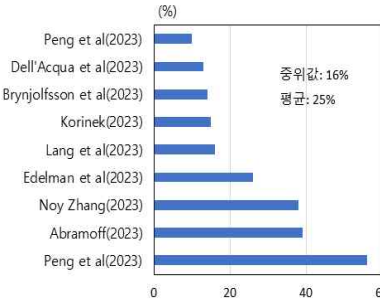
AI 투자 증가는 노동생산성을 증가시키는 것으로 보임

[그림 1.10] 주요국 AI 투자 규모



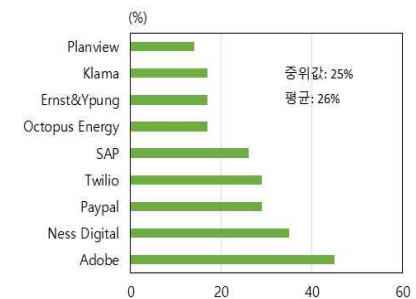
자료: Deutsche Bank

[그림 1.11] AI 도입시 노동생산성 증가에 관한 학술연구 결과



자료: 골드만삭스

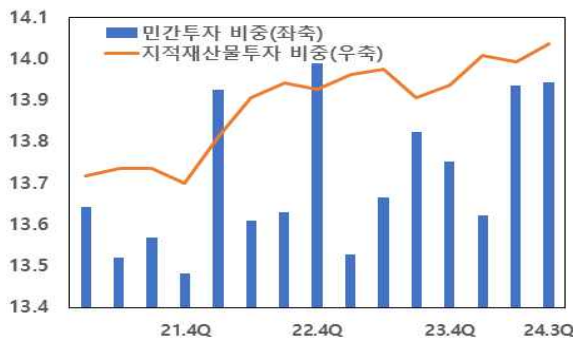
[그림 1.12] AI 도입 기업의 노동생산성 증가폭



6. 전반적인 투자 증가도 미국 예외주의의 원인으로 볼 수 있다. 팬데믹 이후 GDP가 꾸준히 성장하는 가운데 미국의 기업투자는 여전히 견조한 모습을 보이고 있으며, 선술한 AI 분야 이외에도 기후 변화 대응 등을 위한 신기술 개발 등 지적재산 관련 투자도 빠르게 반등하면서 전체 GDP에서 차지하는 비중이 확대되는 모습이다(그림 13). 최근에는 팬데믹 극복 과정에서 기업투자 증가를 견인하였던 정책지원 효과는 다소 줄어들었지만 기업들의 차입여건 개선(그림 14)과 예상보다 강한 GDP 성장세에 힘입어 투자가 지속적으로 호조를 보이고 있다.

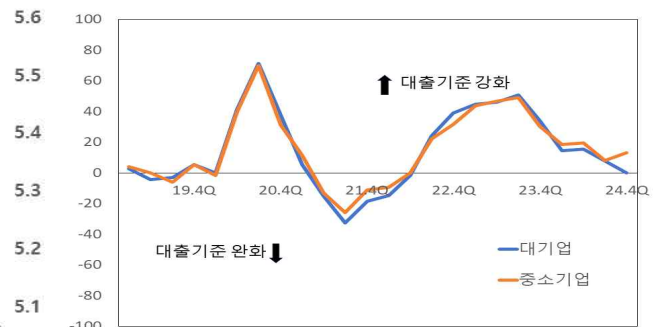
미국의 투자는 견조한 모습을 유지

[그림 1.13] GDP 대비 기업투자 비중



자료: BEA

[그림 1.14] 은행의 기업대출 태도



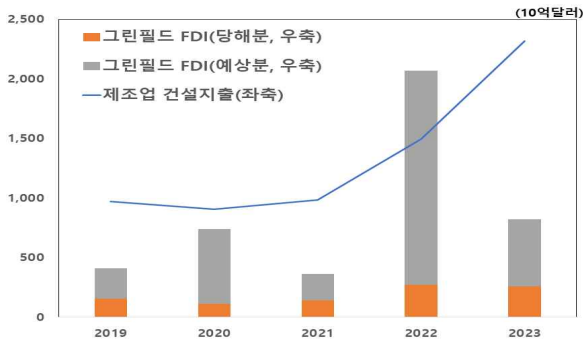
자료: FRB

7. 또한 팬데믹 이후 미국에서 전향적으로 추진하고 있는 산업정책은 여타 경쟁국에게는 타격을, 미국에는 성장의 동력을 제공하고 있는 것으로 보인다. 금융위기 이후 제조업을 중심으로 공급망을 자국으로 옮기려는 리쇼어링(re-shoring) 움직임이 나타나는 가운데, 팬데믹 이후에는 주요국에서 경제안보를 강화하기 위해 이러한 산업정책을 적극 추진하고 있다. 미국 또한 2021년 이후 Infrastructure Investment and Jobs Act(21.11월), Inflation Reduction Act(22.8월), CHIPS and Science Act(22.8월) 등

의 법안을 연속 제정하여 미국의 경쟁력 강화 및 지속적인 성장을 제고하고 있다. 이에 따라 2022년부터 주요 사업이 착공되면서 제조업 건설지출과 그린필드 FDI⁴³⁾가 크게 확대(그림 15)되었으며, 자본재 수입도 큰 폭 증가세(그림 16)를 보이고 있다. 특히 미국은 국제사회의 패권국으로서 타국의 사정을 크게 고려하지 않고 산업정책을 펼칠 수 있다는 점에서 파급력이 더 크다고 볼 수 있다.

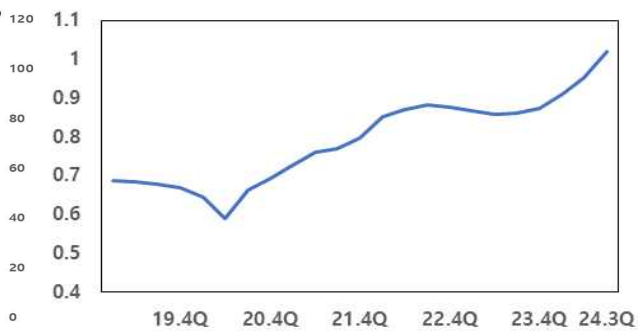
적극적 산업정책의 결과 미국으로 유입되는 투자가 증가

[그림 1.15] 건설지출 및 그린필드 FDI



자료: BEA

[그림 1.16] 미국의 자본재 수입량(자동차부품 제외)



자료: BEA

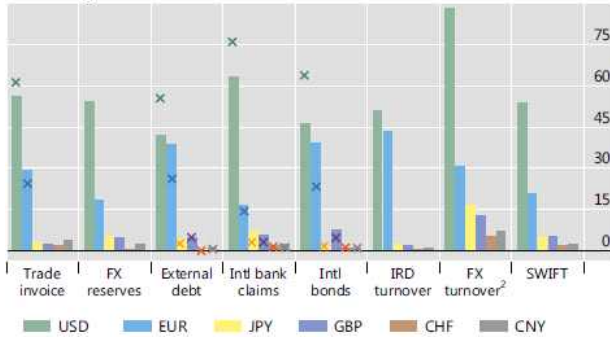
8. 상기 요인들과 함께 미국은 국제금융거래의 근간이 되는 달러를 발행하는 국가라는 점이 미국 예외주의에 크게 작용한 것으로 보인다. 세계 2차대전 이후 국제사회에서 기축통화의 위치를 공고히 한 달러화는 여전히 국제 무역거래에서 압도적으로 높은 비중으로 활용되고 있으며, 각국이 외환보유액으로 가장 많이 보유하고 있는 통화이다(그림 17, 18). 달러화가 가장 안정적인 자산으로 여겨지면서 미국은 해외자금을 보다 안정적으로 조달하고(Exorbitant Privilege)⁴⁴⁾ 있다. 달러화의 유동성을 조절하는 미 연준의 통화정책은 모든 나라들이 주목하고 있으며 각국의 통화정책 결정에 중요한 변수가 되고 있어, 미 연준은 국내 경제상황을 최우선으로 고려하여 독립적으로 통화정책을 수행할 수 있는 환경에 놓여 있다. 또한 미 달러화가 주축통화로서 기능하기 때문에 미국은 타국에 대한 경제 제제를 지렛대로 삼아 국제사회에서 막강한 영향력을 발휘하고 있다.

43) FDI에서 차지하는 비중이 큰 주식 매입을 통한 지분취득과 달리, 그린필드 FDI는 해외기업의 자회사설립, 설비투자 등을 반영한다.

44) 1960년대 프랑스 재무장관 Valery Giscard d'Estaing이 세계 모든 국가에서 달러화의 수요가 있어서 미국이 보다 낮은 이자를 지불하고 국채를 발행하여 해외자금을 조달할 수 있는 특권을 'Exorbitant Privilege' 라고 지칭한 이후 이 용어가 통용되고 있다.

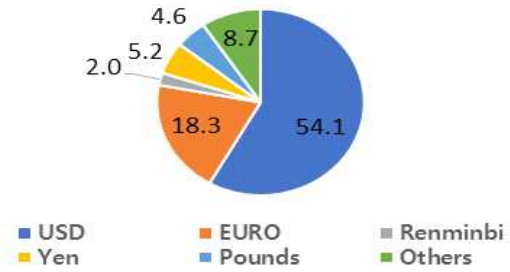
미 달러화는 여전히 국제금융거래의 근간이 되고 있음

[그림 1.17] 글로벌 무역/금융거래 사용 통화 비중



자료: BIS

[그림 1.18] 통화별 외환보유액 비중



자료: IMF

미국 예외주의의 전망

9. 미국이 견조한 성장세를 보인 근간이 되었던 안정적인 인구구조와 풍부한 노동 공급은 앞으로도 지속될 가능성이 높다. 2024년 미국의 출산율은 1.84로 추산되는데 이는 선진국 중 가장 높은 수준⁴⁵⁾이다. 또한 일반적으로 국가경제가 견실한 성장세를 보이면 인적투자 또한 원활히 이루어지는 경우가 많은 데다, 당분간 미국이 국제사회에서 패권국 지위를 유지할 가능성이 높은 상황에서 양질의 일자리로 해외 우수인력을 끌어들이는 현상도 지속될 것이기 때문이다. 미국으로 온 유학생 수는 팬데믹 기간중 일시 감소하였다 다시 증가하여 팬데믹 이전 수준을 상회한 이후 지속적으로 증가할 것으로 예상되는데(그림 19), 이들 중 상당수는 졸업 이후에도 미국에 남아 양질의 노동력을 제공하는 경향이 높다.

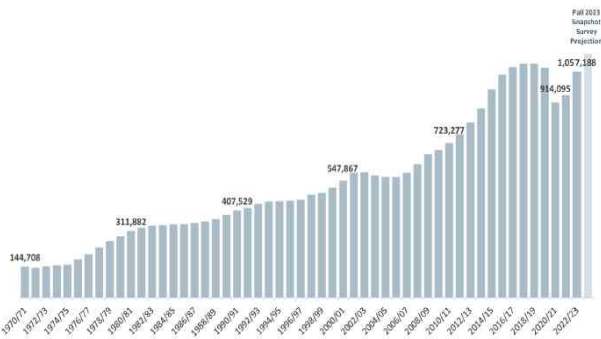
10. 한편 미국으로 신규 유입되는 이민자 및 난민자 수는 향후 트럼프 2기 행정부의 정책 방향에 따라 크게 줄어들 것으로 보인다. 불법이민자 추방이 트럼프 대통령의 주요 공약이었던 점을 감안할 때 취임 이후에는 국경감시가 강화될 것으로 예상되는데⁴⁶⁾, 트럼프 1기 행정부에서도 이민 허용 요건이 까다로워져 이민자 수가 감소했던 경험이 있다. 다만 이러한 이민자 및 난민자 감소가 노동공급 부족 현상을 크게 증가시킬 가능성은 단기적으로는 낮은 것으로 판단된다. 팬데믹 이후 회복과정에서 노동공급이 크게 부족했을 때 이민자들이 급격히 늘어나며 이러한 빈일자리를 이미 채운 상황으로 최근 빈일자리율은 안정적인 모습을 보이고 있기 때문이다(그림 20).

45) 주요국의 출산율은 영국 1.63, 일본 1.4, 중국 1.55, 독일 1.58, 프랑스 1.9, 캐나다 1.58을 보이고 있다.

46) 트럼프는 이민정책과 관련하여 선거기간 중 미국 역사상 최대규모의 불법 이민자 추방을 진행할 것이며 국경 장벽을 설치하고 난민 정착 정책을 일시 중단하겠다고 공언하였다. 또한 미국내 출생자에게 시민권을 자동으로 부여하는 정책도 중단하겠다고 밝힌 바 있다. 이와 관련하여 Goldman Sach는 미국내 이민자수가 팬데믹 이전 1백만명에서 2023년 3백만명까지 늘어났는데 2025년 이후에는 연간 75만명 수준으로 떨어질 것으로 예상하였다.

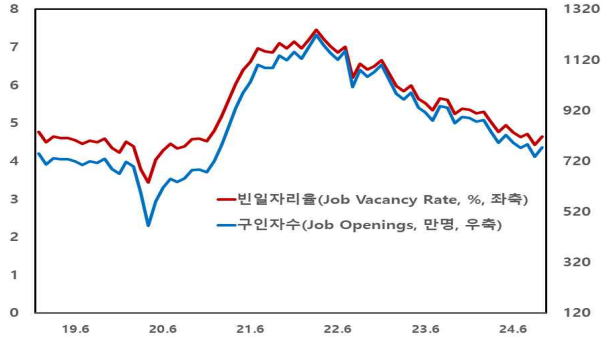
미국의 노동공급은 향후 안정적인 추세를 유지할 것으로 보임

[그림 1.19] 미국 내 국제유학생 추이



자료: IIE(Institute of International Education)

[그림 1.20] 미국 빈일자리를 추이

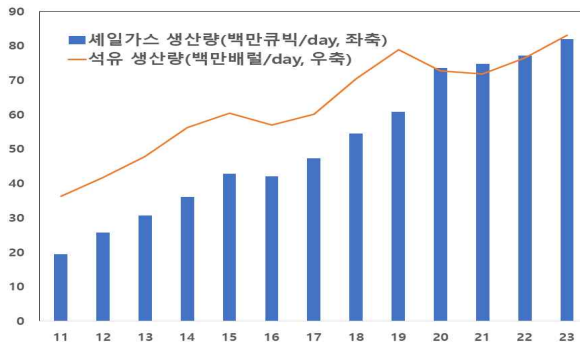


자료: BLS

11. 향후 미국의 민간투자가 지속적으로 증가할지 여부는 새로운 트럼프 2기 행정부의 정책방향에 따라 불확실성이 높은 상황이다. 감세 규모 및 주요국과의 관세 협상 여부가 미국내 민간투자에 큰 영향을 미칠 것으로 예상되는 가운데 트럼프 행정부가 어떠한 산업정책을 펼치느냐에 따라 민간 기업투자의 방향도 크게 바뀔 것으로 예상된다. 특히 트럼프 대통령은 에너지가격 인하를 주요 공약으로 내세웠는데, 이 과정에서 셰일가스나 석유 생산량이 늘고 관련 투자가 커질 가능성도 있다. 기후변화 대응에 소극적인 트럼프 행정부 특성상 1기 정부 때에도 셰일가스 및 석유 생산량은 증가한 바 있으며(그림 21), 선거 당시 트럼프는 우크라이나 전쟁 지원 등으로 감소한 미국내 전략적 석유 비축량을(그림 22) 다시 채우기 위해 셰일가스 시추 승인을 적극적으로 실시할 것이라는 입장을 밝히기도 했다.

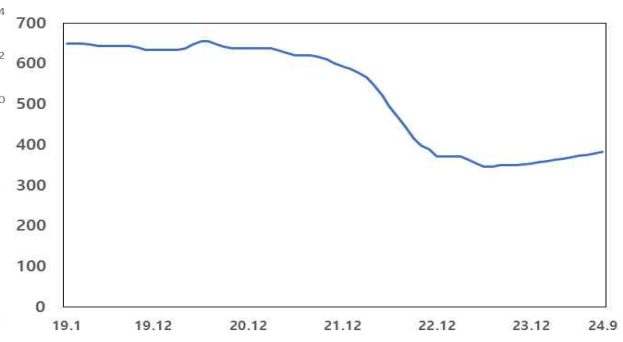
미국의 에너지 자원 관련 투자가 증가할 유인

[그림 1.21] 미국의 연도별 셰일가스 및 석유생산량



자료: EIA

[그림 1.22] 미국의 전략적 석유 비축량



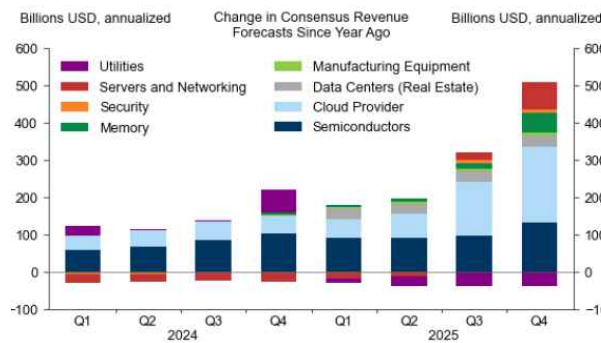
자료: EIA

12. 이 가운데 AI 관련 투자는 앞으로도 지속적으로 증가 추세를 유지하며 생산성 향상에 긍정적으로 작용할 것으로 보인다. 앞서 언급한 바와 같이 2023년 기준 AI 관련 투자는 미국내 전체 투자의 1.4% 수준에 불과한 것으로 나타났지만 반도체 부문을 중심으로 AI 관련 투자는 지속적으로 증가하여 2025년에는 미국 전체 투자의 9%, 전체 GDP의 1% 수준으로 올라갈 것으로 전망된다(그림 23)⁴⁷⁾. 한편 이러한 투

자를 바탕으로 AI의 활용도는 점차 올라갈 것으로 예상되는데, 맥킨지는 2030~60년 중 현재 수행되는 업무활동의 50%가 AI에 의해 자동화될 것으로 예상하였다. 이는 자연스레 노동생산성을 높일 것으로 기대되는데, 과거 기술혁신 사례(20세기 초 전기, 1990년대 IT)에서도 기술개발 이후 20년이 지나 미국 기업 절반 정도가 해당 기술을 채택한 시점부터 노동생산성이 빠르게 상승하는 모습을 보였다(그림 24).

미국의 AI 투자는 증가할 것으로 전망되며 이는 노동생산성을 증가시킬 것으로 기대

[그림 1.23] AI 투자규모 전망



자료: 팩트셋, 골드만삭스

[그림 1.24] 과거 기술혁신 기간중 노동생산성 변화



자료: BLS

13. 미국이 국제경제에서 패권국 역할을 지탱하게 하는 달러화의 지위는 당분간 유지될 것으로 보인다. 최근 BRICS 등 탈달러화의 움직임을 시도하려는 여러 움직임 속에서도 달러화는 여전히 국제 기축통화로서의 자리를 흔들림없이 유지하고 있는데, 미국은 지난 수십년간 달러패권을 유지하면서 구축해놓은 금융시스템 하에서 달러화를 지렛대로 이러한 탈달러화 움직임을 무력화하려는 의지(48)를 보이고 있다. 비트코인과 스테이블코인 등 새로운 탈중앙화 암호자산이 광범위하게 거래될 경우 전 세계 금융거래에서 달러화를 대체할 수 있을 것이라는 의견도 있지만 반대로 동 암호자산이 대부분 달러화와 연동되어 있다는 점에서 오히려 암호자산의 활성화가 달러화의 지위를 강화할 것이라는 의견도 존재한다(49). 무엇보다 미국이 정치적·군사적으로 급격히 불안함을 겪지 않는 한 타국의 지정학적 불안이나, 미국을 포함한 범세계적인 금융 불안시에 안전자산으로서의 미국 달러화 가치가 공고해진다는 점에서 달러화의 위상은 쉽게 변하지 않을 것으로 보인다. 실제로 최근 달러화지수는 지정학적 위기, 트럼프 정부 출범 등으로 높은 수준을 기록하고 있다(그림 25).

47) 또한 골드만삭스에 따르면 AI 관련 투자는 하드웨어를 중심으로 향후 10년 동안 최대 GDP의 2.0~2.5% 수준으로 증가할 것이라고 전망하였다.

48) 트럼프는 BRICS의 탈달러화 움직임에 대해서 “브릭스가 새로운 브릭스 자체 통화를 만들지 않고 미 달러화를 대체할 다른 통화를 지원하지 않겠다고 약속할 것을 요구하며 그렇지 않으면 100% 관세를 부과하고 미국에 재화를 판매하지 못할 것” 이라고 발언했다.

49) 미 연준의 크리스토퍼 월러 이사는 가상화폐 기반 금융 거래(DeFi)에 사용되는 스테이블코인 거래가 대부분의 암호자산 거래를 차지하는데, 동 스테이블코인 시장 시가총액의 99%가 미 달러화와 연동되어 있다는 점에서 암호자산 거래가 미국 달러화의 지위를 강화해 줄 것이라고 발언하였다.

14. 미국의 경제·금융 관련 정책 여력이 크다는 점은 미국 예외주의가 당분간 지속할 수 있는 데 긍정적으로 작용할 것으로 판단된다. 미국이 본격적으로 산업육성 정책을 시행할 경우 그 파급효과가 상당할 것으로 전망되는 가운데, 전략적으로 비축하고 있는 에너지 자원 또한 정책적으로 활용될 경우 미 경제성장에 큰 효과를 줄 것으로 예상된다. 또한 최근 생산성 상승, 재정적자 확대 등으로 미 중립금리가 예전에 비해 상승(그림 26)하였을 것이라는 예상이 많아지며⁵⁰⁾ 연준의 금리인하 폭이 예상보다 낮은 수준일 것이라는 시장 컨센서스가 형성되었지만, 이는 다른 측면에서 해석해보면 미 경제가 침체에 들어설 경우 연준이 금리인하를 통해 이에 시의 적절하게 대응할 여력이 많다고 볼 수 있는 부분이다.

달러화의 지위는 여전히 유지될 전망

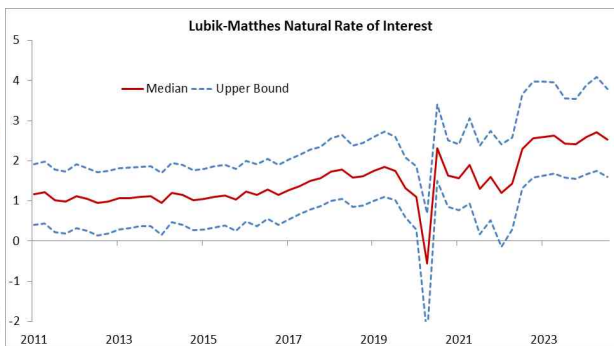
[그림 1.25] 달러화지수 추이



자료: Bloomberg

중립금리가 상향되었을 가능성

[그림 1.26] 미 연준(리치몬드) 추정 중립금리 추이



자료: FRB of Richmond

평가 및 시사점

15. 미국은 팬데믹 이후 글로벌 경제 패권국으로서의 기존 지위를 공고히 하며 안정적인 노동 공급과 활발한 민간 투자를 바탕으로 예외적인 성장을 이루었다. 지정학적 불안 등 글로벌 불확실성과 트럼프 2기 행정부 정책방향 등 내부적 불확실성이 산재하지만 미국경제는 단기적인 부침 속에서도 당분간 달러화 패권을 유지하며 풍부한 정책여력을 바탕으로 안정적인 성장을 보일 것으로 예상된다. 특히 지난 십수년간 글로벌하게 펼쳐진 각국의 각자도생, 지역별 경제 블락화 등 여러 움직임 속에서 미국은 패권국으로서의 지위를 십분 활용하여 자국우선주의를 가장 효율적으로 실천해 온 경험을 지니고 있다. 우리나라로서는 앞으로도 미국의 자국 예외주의를 유지하려는 움직임과 정책 방향에 대해 유의하며 지켜 볼 필요가 있다.

50) 다만 중립금리 추정은 추정방식에 따라 편차가 심하며, HLW 모형을 사용하는 뉴욕 연준의 경우 추정결과가 오히려 최근 들어 중립금리가 하락한 것으로 나타난다.

2. 트럼프 2기 관세정책이 미국경제에 미칠 영향 및 전망

검토배경

1. 내년 1월 20일 트럼프 대통령 취임이후 미국이 전세계를 대상으로 관세를 늘릴 수 있다는 우려로 시장 변동성이 커지고 있다. 트럼프 대통령 당선자는 대선기간 내내 중국에 대해서는 60%의 관세를, 기타 국가의 모든 수입품에 대해서는 10%~20%의 보편 관세를 부과하겠다는 공약을 내세웠다. 이는 트럼프 2기 정부의 재정책대 우려 등과 맞물려 미대선 이후 달러화 강세 요인중 하나로 작용하고 있으며 최근에는 취임 이전 임에도 불구하고 멕시코와 캐나다의 모든 수입품에 대해서도 25% 관세를 부과할 수 있다고 언급하면서 멕시코와 캐나다 통화가치가 크게 하락하는 상황도 발생하였다.⁵¹⁾

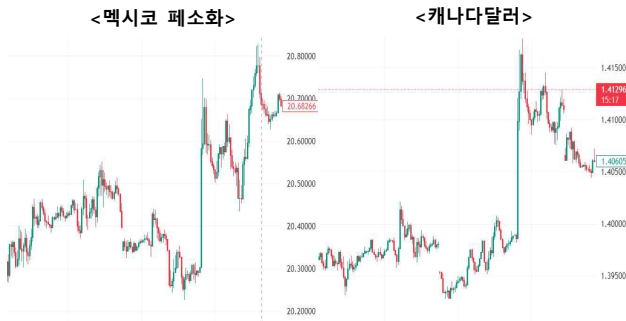
2. 시장은 2025년 미국경제의 가장 큰 정책적 위협으로 트럼프2기 관세정책을 꼽았다. 골드만삭스가 12.1일 발표한 서베이(500명 시장참가자 대상) 결과에 따르면 60%의 투자자들이 트럼프정부의 관세정책을 2025년 가장 큰 미국 정책 리스크로 생각하고 있다. 기타 리스크로는 재정정책, 이민문제, 연준독립성 등이 그 뒤를 이었다.

11.24일 트럼프의 관세인상 언급으로 멕시코 및 캐나다 통화가치가 일중에 급락하였다

시장참가자들은 관세정책이 내년 가장 큰 미국 정책리스크라고 답변

[그림 2.1] 멕시코 캐나다 11.25일 일중 환율 변동

[그림 2.2] 시장참가자 500인이 답변한 가장 중요한 내년 미국 정책 리스크



자료 : Bloomberg



자료: 골드만삭스

트럼프 관세 정책이 2025년 미국경제의 가장 중요한 리스크로 인식되고 있는 만큼 향후 진행 방식과 미국경제에 미치는 영향을 과거사례에 비추어 살펴보고자 한다.

51) 미 대선 이후 달러화지수는 4% 이상 상승하였다. 2024.11.24.일에는 트럼프 당선자가 취임 이전임에도 불구하고 불법이민 및 마약 통제가 제대로 이행되지 않을 경우 멕시코와 캐나다의 모든 수입품에 25% 관세를, 중국의 모든 수입품에 대해서는 10%를 추과 부과할 의향이 있다고 발표하였다. 이에 멕시코와 캐나다 통화가치는 일중에 각각 2.1%, 1.4%씩 급락하였다. 다만 멕시코와 캐나다가 이민 및 마약통제에 협력하겠다는 의사를 밝히면서 외환시장은 빠르게 안정된 상황이다. 트럼프는 멕시코가 불법이민을 통제하고 남부국경을 실질적으로 폐쇄하기로 합의했다고 밝혔으며 캐나다도 미국으로 들어오는 약물을 줄이기 위해 미국과 협력하기로 약속했다고 언급했으나 멕시코는 완전한 남부국경 폐쇄는 아니라고 반박한 상황이다.

트럼프 1기 행정부에서는 미국 관세정책이 어떻게 진행되었는가?

3. 관세 정책은 법률에 따라 관세부과의 필요성을 판단하기 위한 조사가 선행된 후 발효되어야 한다. 관세 부과는 의회의 헌법적 권한이나 다양한 법률에 따라 관세를 설정하는 광범위한 권한이 대통령에게 위임되어 있다. 동 법률들에 의하면 대통령은 관련 기관인 상무부(Department of Commerce), USTR(Office of the United States Trade Representative, 미무역대표부), ITC(International Trade Commission, 국제무역위원회) 등에게 관세부과를 위한 보고서 작성을 명령한 후 이를 토대로 관세정책을 발효하는 절차를 준수하여야 한다. 이에 관세정책이 실제로 발효되기까지 물리적인 시간이 소요되지만 동 절차를 준수하여야 관세정책이 제도적으로 지속가능하다.

관세정책 발효전 미 대통령은 관련기관에게 관세부과의 필요성을 조사토록 명령

[표 2.1] 미국 관세정책 관련 기관

	상무부	USTR	ITC
역할	경제 및 무역지원, 수출촉진	무역정책 수립 및 외국과 협상 주도	무역조사 및 정책권고
소속	대통령 내각	대통령실	독립적인 연방기관
주요업무	반덤핑/상계관세 조사, 수출지원	FTA협상, 무역 분쟁 해결	산업피해 조사, 지적재산권 침해 조사
근거법	1903년 설립된 연방정부 부서	1962년 무역확장법	1930년 관세법

자료 : Barclays

4. 트럼프 1기시 행정부는 3가지 법률을 이용하여 관세정책을 실행하였으며 관련기관의 조사시작 후 발효까지 9~11개월이 소요되었다. 첫 번째로 1962년 무역확장법(Trade Expansion Act of 1962) 232조를 활용하여 미국으로 수입되는 철강 및 알루미늄에 대해 각각 25% 및 10%의 관세를 부과하였으며 2017년 4월 상무부 조사부터 2018년 3월 관세부과 시까지 11개월이 소요되었다. 이 당시 한국을 비롯하여 호주, 브라질, 캐나다, 멕시코는 관세대상에서 제외되었다. 두 번째로 1974년 무역법 201조를 활용하여 미국으로 수입되는 세탁기 및 태양전지/모듈에 대해서 각각 20~50% 및 30%의 관세가 부과되었다. 독립기관인 ITC가 조사를 담당했으며 2017년 5월 조사 후 2018년 2월 관세 발효까지 9개월이 소요되었다. 마지막으로 1974년 무역법 301조를 이용해 중국으로부터의 수입품 2/3에 대해 10~25%의 관세가 부과되었다. 중국에 대한 관세는 USTR에서 담당하였으며 2017년 8월 조사 후 2018.7월 첫 발효까지 11개월이 소요되었고 이후 14개월간 4단계에 걸쳐 규모를 확대해나가는 방식으로 실행되었다.

트럼프 1기에서는 3가지 법률을 통해 관세정책이 진행되었으며 조사시작 후 발효까지 9~11개월이 소요

[표 2.2] 트럼프 1기 관세부과를 위해 사용되었던 법률

관련법률	대상 국가 및 품목, 세율	소요기간 (조사·발효)	세부 일정
62년 무역확대법 232조	-호주, 브라질, 한국, 캐나다, 멕시코 제외 -철강 25% 및 알루미늄 10%	11개월	17.4월 : 상무부 조사 시작 18.1월 : 보고서 제출 18.3월 : 관세부과
74년 무역법 201조	-모든 국가 -세탁기 20~50% 및 태양전지/모듈 30%	9개월	17.5월 : ITC 조사 시작 17.11월 : 보고서 제출 18.2월 : 관세 발효
74년 무역법 301조	-중국 -수입제품 2/3 규모에 대해 10~25%	11개월	17.8월 : USTR 조사 시작 18.3월 : 보고서 발표 18.7월 : 1단계 관세(340억달러) 18.8월 : 2단계 관세(160억달러) 18.9월 : 3단계 관세(200억달러) 19.9월 : 4단계 관세(300억달러)

자료 : Barclays

5. 한편 트럼프 1기 행정부는 관련 법률을 우회해 선행조사가 필요없는 관세부과방식을 검토하기도 하였으나 소송가능성 등으로 실제 사용되지는 않았다. 행정부가 관세부과를 위해 취할 수 있는 가장 과격한 조치는 IEEPA(국제비상경제권한법, International Emergency Economic Powers Act)를 발동하는 것이다. 이는 대통령에게 모든 국제 무역을 규제할 수 있는 특별권한을 부여하는 것으로 국가안보, 외교정책 또는 경제에 대한 “비정상적이거나 특별한” 위협이 있을 때 사용한다. 대통령은 비상사태 선포 후 재무부를 통해 관세부과를 즉시 시행할 수 있는 것으로 알려져 있다. 다만 대통령의 비상사태 선언에 대한 소송가능성⁵²⁾이 있고 선언된 비상사태가 의회의 과반 투표로 해제될 수도 있다. 과거 트럼프 1기 정부도 2019.6월 멕시코에 대해 불법이민 문제 미해결시 동 권한을 발효시킬 수 있다고 위협했지만 멕시코와 협상타결로 실제 실행으로 이어지지는 않았다.⁵³⁾ 두 번째로는 1974년 무역법 제122조를 활용하여 선행조사 없이 즉시 관세를 발동시킬 수도 있다. 동 법에 의하면 모든 국가에 대해 일괄적인 관세부과가 가능하다. 다만 사유가 발동요건인 “대규모의 심각한 미국 국제수지 적자”에 부합하는지 법적 소송이 제기될 수 있고 관세율이 15% 이내로 제한되어 있어서 과거 트럼프 1기 때도 검토만 되었고 실제 사용되지는 않았다.⁵⁴⁾

52) IEEPA는 적대국이나 비상사태와 관련된 목적으로 발효되는데 무역협상이나 무역적자 해소 등의 목적일 경우 법의 취지에 벗어난 직권남용으로 해석될 수 있다. 또한 무역관련법을 우회하여 사용되는 것이라 입법부와 갈등을 초래할 수 있으며 WTO가 규정한 합법적인 무역분쟁해결 절차를 무시할 가능성도 있다.

53) 2019.5.30.일 트럼프대통령은 멕시코가 미국으로의 불법이민문제를 해결하지 못한다면 모든 멕시코산 제품에 대해 5% 관세를 부과하겠다고 선언했으나 멕시코가 국경통제 강화, 국경 순찰 인력 추가 배치 등을 약속하며 관세부과 계획이 철회되었음.

54) 이외에도 30년 관세법 330조를 이용해 50% 관세를 발효하는 아이디어도 있으나 독립기관인 ITC의 사전조사가 필요하기 때문에 사용될 가능성이 상대적으로 낮다.

트럼프 1기 사전조사가 필요없는 관세부과방안도 검토되었으나 실제 사용되지는 않았다.

[표 2.3] 트럼프 1기 관세부과를 위해 검토되었던 법률

관련법률	발동요건	문제점	과거사례
국제비상경제권한법 (IEEPA)	대통령이 비상사태를 선포	-관세부과 법적근거 미약 -국가비상사태 의회 기각 가능성 -WTO 규정 위반가능성	-2019년 불법이민을 통제하지 못할 시 멕시코산 수입품에 대해 5% 관세부과를 언급했으나 철회 -1971년 IEEPA의 전신인 적성국교역법에 의해 10% 관세부과가 실행된 전례가 있으나 임시적 조치였음
74년 무역법 122조	대규모의 심각한 국제수지 적자 발생	- 최대 관세부과율 15% - 150일 임시, 연장은 의회승인 필요 - 국제수지 위기의 정의에 대한 법적소송 가능성	-모든 국가에 대해 관세부과 가능하여 트럼프 1기정부가 검토했으나 임시적 조치이고 추후 법적 소송 문제점 등으로 인해 사용은 하지 않았음

자료 : Barclays

과거 관세 정책이 미국경제에 어떤 영향을 미쳤나?

6. 관세정책이 성장에 미치는 영향은 긍정적 영향과 부정적 영향이 서로 상쇄되면서 나타난다. 표4를 보면 수입 감소로 무역수지가 개선되거나 관세수입이 재정확대, 감세 등으로 이어질 경우 관세정책은 성장확대요인으로 작용한다. 반면 가격상승에 따른 소비자의 실질 소득 감소, 정책불확실성에 따른 금융불안과 투자 위축 등은 성장을 위축시키는 경로이다. 또한 상대국 보복관세로 인한 수출감소도 성장을 감소시키는 경로로 작동할 수 있다.

관세인상은 다양한 경로를 통해 성장에 영향을 미친다.

[표 2.4] 관세인상이 성장에 미치는 경로

항목	효과 종류	GDP 영향
직접경로		
실질소득 감소	수입물가 상승으로 실질소득 감소 및 수요둔화	-
무역수지 개선	수입둔화로 무역수지 개선	+
간접경로		
금융 불안정	무역갈등 우려에 따른 금융시장 불안정	-
정책 불확실성	정책불확실성으로 기업투자 위축	-
공급체인망 변경	관세 회피를 위해 공급망을 재편하면서 발생하는 비용 등	-
보복경로		
보복관세	상대국 보복관세 등으로 인한 수출 감소	-
재정경로		
관세수입증가	관세수입으로 재정지출 확대 혹은 감세 실시	+

자료 : Goldman Sachs

7. 관세정책의 순효과에 대한 여러 연구에 의하면 부(-)의 효과가 나타나는 것으로 보이며 성장감소의 범위는 연구에 따라 0.1%~1%로 편차가 넓은 편이다. 트럼프 1기에서는 그림3과 같이 중국과의 무역전쟁⁵⁵⁾이 심화되었으나 관세정책이 주로 중국에만 집중되다 보니 미국 무역 전체의 평균실효관세율⁵⁶⁾ 상승은 1.3%p 상승(16년 1.6% → 19년 2.9%)에 그쳤다. 따라서 실질 GDP 축소가 0.1~0.3% 정도인 것으로 분석된다. 골드만삭스는 1870년 이후 주요 16개국 샘플을 통해 평균실효관세율이 1%p 상승하면 실질 GDP가 0.1% 가량 하락하는 것으로 분석했으며 미의회예산국은 트럼프 1기 관세인상으로 0.3%의 미국 실질 GDP가 감소했다고 판단했다.⁵⁷⁾ 예외적으로 연준의 한 연구보고서⁵⁸⁾는 트럼프 1기 관세인상이 미국 실질 GDP의 1%를 감소시키는 충격으로 작용했다고 보았다. 주요 연구들이 소비자의 실질소득 감소에 주로 초점을 맞춘 것과 달리 연준의 연구는 무역불확실성 증폭이 기업활동에 미친 영향까지 포함시켰다.

8. 그러나 트럼프 1기 무역 불확실성 증폭에 따른 기업의 투자위축과 금융시장 불안의 원인이 되기도 하였다. 당시 미 연준의 금리인상⁵⁹⁾이 진행되었던 가운데 중국과의 무역전쟁은 트럼프 대통령 임기내내 무역불확실성을 높였고 기업들의 투자의사 결정이 지연 혹은 축소된 주요요인으로 지적되고 있다. 미국의 민간 비거주 고정투자(Private Nonresidential Fixed Investment)를 보면 트럼프정부 초기에는 감세 및 규제완화 등으로 투자증가율(전년동기대비)이 7.7%까지 높아졌다가 2018년 7월 중국과 무역전쟁 이후부터는 증가율이 급격하게 둔화되는 모습이다.⁶⁰⁾ 금융시장의 투자심리도 위축되면서 2018년초부터 S&P 주가는 횡보하다가 10월부터 2개월간 19% 급락하기도 하였다.

중국과 무역전쟁지속

[그림 2.3] 미국 및 중국 최대 관세율



자료: PIIE

무역불확실성은 투자위축과 금융불안의 한 요인

[그림 2.4] 미 민간 비거주 고정투자 증가율(전년동기)



자료: BLS

[그림 2.5] S&P 500 지수



자료: Bloomberg

55) 2018년부터 2020년 초까지 지속된 미중 무역전쟁으로 미국의 중국수입품에 대한 최대 관세율은 2018년 1월 3.1%에서 2019년 12월 21.0%로 상승했다. 이에 대응하여 중국도 미국 수입품에 대한 최대관세율을 8.0%에서 21.8%로 높였다.

56) 평균실효관세율(Average effective tariff)은 관세수입액을 수입상품가치로 나눈 백분율이다.

57) An Update to the Budget and Economic Outlook: 2019 to 2029(CBO, 2019.8월)

58) Does Trade Policy Uncertainty Affect Global Economic Activity?(Fed, 2019.9.4.)

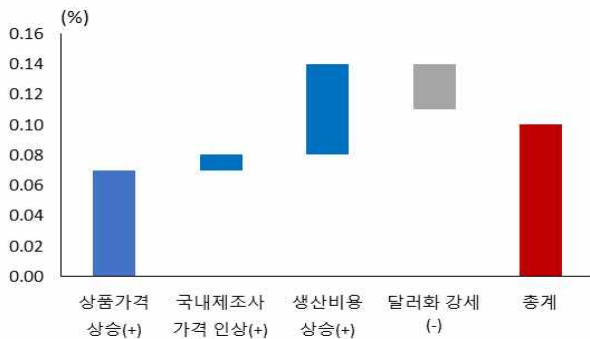
59) 미 연준은 2016.12월부터 2018.12월까지 8차례 회의를 통해 기준금리를 0.5%에서 2.5%로 인상하였다.

60) 2020년 2분기 이후 고정투자증가율 마이너스는 코로나 사태의 영향이 크다고 할 수 있다.

9. 시장은 평균실효관세율 1%p 상승은 0.1% 내외의 물가상승압력으로 작용하는 것으로 분석하고 있으며 트럼프1기 사례를 보면 관세부과 품목만 영향을 받고 전체 물가에는 영향이 제한적이었던 것으로 파악된다. 관세가 소비자 물가에 미치는 영향은 수입제품가격이 상승하는 직접효과 뿐만 아니라 중간재 가격상승으로 인한 미국내 기업들의 생산비용 증가, 미국 기업들의 유사제품 가격 동반 인상⁶¹⁾ 등의 간접경로까지 추가되면서 나타날 수 있다.⁶²⁾ IB들의 분석을 보면 이러한 모든요소가 합쳐졌을 때 평균실효관세율이 1%p 증가할 때마다 근원 PCE 가격지수가 0.1% 가량 상승하는 것으로 분석되었다.⁶³⁾ 트럼프 1기 시기를 보아도 관세가 물가상승압력으로 작용했던 모습이 분명하다. 당시 상품물가 추이를 보면 트럼프 임기 시작시만 하더라도 상품가격은 하락세를 보였으나 2018.2월 관세부과가 발효되자 관세부과항목 가격이 빠르게 상승하는 모습을 보였다. 다만 당시 관세부과가 중국과 일부국가의 특정 품목에만 국한되었기 때문에 관세가 부과되지 않은 물품들은 큰 영향을 받지 않았으며 전체 상품지수가 상승하지 않고 일정수준을 유지했다.⁶⁴⁾

관세는 다양한 경로를 통해 물가를 상승시킴

[그림 2.5] 평균실효관세율 1%p 증가가 근원PCE 지수에 미치는 영향



자료: 골드만삭스

관세부과항목의 물가는 곧바로 상승

[그림 2.6] 트럼프1기 관세부과항목의 CPI지수^{주)} 추이



주 : 관세부과항목(세탁기 및 기타 가전, 가구, 침구, 바닥재, 자동차부품, 모터사이클, 스포츠카, 청소용품, 바느질 장비 및 물품)을 CPI 항목별 가중치로 가중평균
자료: BLS

✓ **트럼프 1기 관세정책은 가계실질소득 감소, 무역 불확실성에 따른 투자 감소 등으로 성장에 부정적인 영향을 미친 것으로 분석된다.**

✓ **또한 관세인상 후 관세 부과 품목에 국한해 물가상승이 나타났으며 전체 물가지수에 대한 상승압력은 제한되었다.**

61) 관세인상에 따라 수입품 가격이 높아지면 유사한 제품을 판매하는 국내기업들도 가격경쟁력을 유지하는 수준까지 가격을 인상시켜 이익을 극대화하는 현상이 발견된다.
 62) 반면 이 과정에서 나타나는 달러화 강세는 물가상승압력을 일부 상쇄시킨다.
 63) 다만 이러한 분석은 통상 1년내 영향이며 관세로 인한 성장 둔화가 중장기적으로는 물가하락압력으로 작용할 수 있다는 지적도 있다.
 64) 2018~19년중 관세부과 이외 항목의 물가는 안정되었다. 당시 미연준 금리인상과 더불어 2014년 이후 달러화 강세로 수입품 가격 상승이 일부 상쇄된 데다 많은 기업들이 관세로 인한 생산비용 증가를 이윤을 줄이거나 비용절감 등을 통해 흡수한 것으로 평가된다.

트럼프 2기 관세정책의 진행과정과 영향에 대한 전망은?

10. 새로운 관세정책을 시행하기 위해서는 절차를 준수해야 하는 기간이 필요하고 국제비상경제권한의 문제점 등을 감안할 때 관세인상이 취임직후 실시될 가능성은 높지 않다. 따라서 관세부과의 실질적인 영향력이 내년 하반기 이후에 본격적으로 나타날 수 있다. 트럼프는 취임당일 USMCA⁶⁵⁾(미국-멕시코-캐나다 자유무역협정)을 위반하면 서까지 멕시코와 캐나다에 25% 관세를 즉시 부과하기 위해서는 국제비상경제권한(IEEPA)를 사용해야 하는데 발효 후 의회와 법원에서 이를 인정하지 않을 가능성이 높다.⁶⁶⁾ 다만 트럼프1기와 유사하게 IEEPA를 이용하여 취임직후 멕시코, 캐나다, 중국 등에게 관세위협을 언급한 이후 불법이민, 마약유통 문제, USMCA 재협정 등 원하는 협상안을 얻어낼 때까지 협상카드로 활용될 가능성이 있다. 실질적이고 안정적인 관세 정책을 발효시키기 위해서는 무역법 301조, 무역확대법 201조 등에 정해진 절차를 준수해야 한다. 시장은 1974년 무역법 301조의 경우 중국에 대한 조사가 바이든 정부까지도 충분히 진행된 상황이기 때문에 트럼프 1기 때보다도 신속하게 정책을 실행하는 것이 가능하다고 보고 있다. 그렇더라도 트럼프 1기시 9~11개월이 소요된 점을 감안하면 아무리 빨라도 6개월 가량의 시간은 필요할 것으로 보인다. 한편 멕시코와 캐나다에 대해서는 새로운 조사가 필요하기 때문에 무역관련법을 통한 관세 부과까지는 시간이 더 걸릴 수 있다.

11. 더불어 트럼프 정부는 시간을 두고 의회와 협상하여 새로운 관세 및 무역관련 정책 입법화를 시도할 수 있다. 중국에게 2000년 부여된 영구정상무역관계(Permanent Normal Trade Relations, PNTR)⁶⁷⁾을 철회할 수도 있고 미상호무역법(American Reciprocal Trade Act) 제정 등으로 대통령에게 관세 정책에 관한 더 많은 권한을 위임할 수도 있다. 중국의 PNTR 철회시 중국 수입품에 대한 평균실효관세가 40%로 인상될 수 있다. 미상호무역법은 트럼프 1기 정부에서 의회에 제정 요청한 것으로서 외국이 미국에 관세를 부과할 경우 미국도 동등한 관세를 부과하며 대통령이 의회승인을 거치지 않는 관세조정 권한을 추가 부여하는 것이 골자이다. 모두 WTO 규정 위반 가능성, 무역전쟁 심화 우려 등으로 의회통과가 쉽지 않지만 현재 공화당 의회 장악 상황에서는 시도될 가능성을 배제할 수는 없다.

65) 트럼프 1기 2020년 7.1일 발효되었으며 이전의 NAFTA를 대체한다. 미국 제조업과 농업부문에서의 수출 증대를 목표로 하고 멕시코와 캐나다에서 불공정 무역 관행을 바로잡는 데 중점을 두었다. 6년마다 3국이 재검토하고 수정할 수 있어서 2026.6월 재검토를 앞두고 있다.

66) 1971년 닉슨대통령이 IEEPA의 전신인 적성국교역법에 의해 모든 국가의 수입품에 대해 10% 관세부과를 실행한 전례를 보면 발효 후 많은 소송이 제기되었지만 법원은 달러가 금본위제로 인해 높은 수준에 고정되면서 발생했던 무역 불공정 상황들을 국가 비상사태로 사실상 인정하였다. 그러나 현재 상황을 법원이 국가비상사태라고 인정하기는 어렵다고 판단된다.(PIIE, 2024.9.3일)

67) 2000년 중국의 WTO 가입과 동시에 미국 의회가 승인한 조치로 중국과의 정상 무역 관계를 영구화한 조치이다. 이로 인해 중국은 MFN(최혜국 대우, Most-Favored Nation)를 받으며 미국기업도 중국시장에 더 쉽게 접근할 수 있었다.

12. 트럼프 2기의 관세정책이 100% 실현되는 리스크 시나리오에서는 미국의 평균실효관세율이 트럼프 1기시보다 5배 이상 높아지고 미국 실질 GDP가 1.4%~1.5% 감소하며, 물가도 1.0~1.5% 상승할 수 있다고 시장은 분석하고 있다. 트럼프 1기 시대는 주로 중국을 집중견제하였고 기타 국가는 일부 품목(철강, 세탁기 등)에만 관세를 부과하면서 미국 전체 수입에 대한 실효관세율은 최대 2.9% 수준에 그쳤었다. 그러나 지금까지 언급된 트럼프 2기 정부의 관세공약(특히 보편관세)이 모두 실현될 경우에는 평균실효관세율이 17%⁶⁸⁾ 수준까지 상승하게 된다. 또한 무역 불확실성이 과거 트럼프 1기시보다 더 크게 증폭된 상황이다. Fed의 무역정책 불확실성 지표(Trade Policy Uncertainty Index)에 따르면 트럼프 당선 이후 무역불확실성이 1960년대 이후 최고수준이며 트럼프 1기시 최대치보다 40% 확대된 상태이다. 따라서 이에 따르는 투자위축, 금융시장 불안 등이 얼마나 크게 증폭될지 예측할 수 없는 상황이다. 더불어 상대국의 보복이 뒷따랐던 경험을 볼 때 전세계를 대상으로 보편관세를 실시할 경우 세계적인 무역전쟁이 발발할 수도 있다.

트럼프 공약이 100% 현실화될 경우 실효관세율은 17%까지 급증

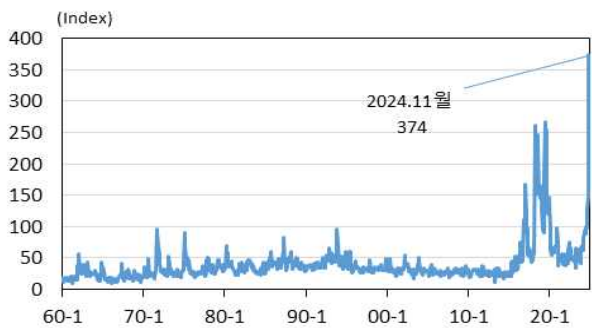
현재 무역 불확실성은 관측이래 최대수준

[그림 2.7] 미국 평균실효관세율



자료: Department of Commerce, Barclays

[그림 2.8] 무역정책 불확실성 지표



자료: 미 연준

13. 이와 같이 트럼프2기 관세정책이 미국 경제 및 금융시장에 미치는 영향은 상당할 것으로 우려되기 때문에 시장에서는 지금까지 나온 관세공약이 100% 실현될 가능성은 낮게 보고 있다. 최근에 발표된 캐나다 및 멕시코에 대한 관세 25% 부과만 하더라도 미국의 평균실효관세율을 7.3%p만큼 상승시키기 때문에 미국입장에서도 쉽사리 선택할 수 있는 문제가 아니다. 주가 등 금융시장 활황을 선호해왔던 트럼프의 성향을 고려하면 관세의 부작용 우려 등으로 시장 변동성이 확대되면 관세정책 조정을 고려할 가능성이 높다. 더불어 트럼프 2기 내각에 관세 강경론자 뿐만 아니라 자유무역주의를 선호하는 인사도 같이 참여할 예정이어서 일방적인 관세 강경정책이 완화될 가능성도 있다.⁶⁹⁾ 실제로 주요 IB들은 표5와 같이 트럼프 관세정책이 알려진 것보다

68) 중국 모든 수입품에 대한 60% 관세, 전세계 국가의 모든 수입품에 대한 10% 관세를 가정하면 평균실효관세율이 17%까지 증가(Barclays, 2024.9.12일)

69) 상무부장관 지명자 하워드 러트닉은 미국 우선주의에 기반을 둔 관세옹호론자인 반면 재무부장관 지명자 스크

반 이상 완화될 것으로 기대하고 있다. 한편 미국의 관세부과가 무역보복을 불러일으키더라도 캐나다, 멕시코와 같이 미국과 교역비중이 높은 상대국이 더 큰 피해를 보기 때문에 미국입장에서는 협상용 카드로 활용하기에 매우 유용할 수 있다. 따라서 트럼프정부가 외국과의 협상에서 유리한 고지를 선점하기 위해 관세 위협을 자주 사용할 수 있어 트럼프 2기 임기 내내 관세 불확실성에 따른 시장 변동성 확대는 빈번하게 나타날 것이다.

시장은 트럼프의 관세안이 공약보다는 완화되어 실행될 것으로 보고 있음

[표 2.5] 주요 IB들의 트럼프 관세안에 대한 전망

	트럼프 공약 ¹⁾	바클레이즈	골드만	모건스탠리	도이치방크
중국	모든 수입품 최대 60%	모든 수입품 30%	일부항목 최대 60%	평균 40%	모든 수입품 30%
전세계	모든 수입품 10%	모든 수입품 5%	EU 자동차 +22.5%p	EU 자동차 30%	모든 수입품 5%
캐나다 멕시코	모든 수입품 25%	-	멕시코의 중국산 전기차 +97.5%p	멕시코 일시적으로 5%	-

주 : 1) 선거시 발언 기준이며 정확한 공약은 아직 알려진바 없음 자료: 각사 보고서

- ✓ 취임 첫날 캐나다, 멕시코 등에 관세위협이 있을 수 있으나 기존의 협약(USMCA)을 위반하면서까지 25% 관세부과가 실제 실행되기는 쉽지 않다.
- ✓ 중국에 대해서는 무역법과 과거 경험을 활용해 최대한 신속하게 관세부과를 진행할 것이나 수개월은 필요하다.
- ✓ 중장기적으로는 새로운 무역 법안을 의회에서 제정하여 관세정책을 강화하려는 시도가 있을 수 있다. 이는 심각하고 구조적인 무역전쟁을 야기시킬 수 있다.
- ✓ 만약 보편관세를 포함하여 트럼프의 관세공약이 100% 실현된다면 현재 미국의 평균실효관세율이 5배이상 증가하며 미국 성장과 물가에 큰 충격을 줄 수 있다.
- ✓ 따라서 트럼프 정부는 시장의 반응을 보면서 관세정책을 공약보다 완화할 가능성이 크며 타국과 외교협상시 지렛대로 적극 활용할 것이다.

베센트는 원래 자유무역주의자로 알려져 있다. 이는 트럼프1기때 자유무역 지향주의자였던 재무장관 스티븐 무누신과 보호무역주의를 선호했던 상무부 장관 월버로스의 관계와 유사하다.

3. 주요 투자은행의 25년 미국 정책금리 전망 주요내용 및 특징

미 정책금리에 대한 연준 및 투자은행 전망

1. 연준은 24년 7월 이후 3차례 연속 정책금리를 인하하였으나 12월 FOMC에서는 2025년도 정책금리 전망치를 상향조정하였다. 연준은 2024년 7월 이후 인플레이션 하락세가 진전을 보이고 노동시장이 둔화되는 가운데 정책금리 수준이 미국 경제상황에 비해 제약적인 것으로 판단하면서 보다 중립적인 기조로 재조정(recalibration)하기 시작하였으며, 한차례 빅컷(50bp 인하)을 포함하여 정책금리를 100bp 인하하였다. 그러나 12월 FOMC에서의 금리인하(25bp)는 만장일치가 아니었던 가운데, 최근 견조한 경제 상황, 다소 주춤한 디스인플레이션 추세 등을 반영하여 점도표(dot plot)를 통해 2025년중 정책금리 인하 폭 전망을 50bp로 축소(9월 전망시 100bp)하는 등 불확실성이 커진 물가를 중심으로 경제전망(SEP)을 비교적 큰 폭으로 수정하였다(hawkish cut). 기자회견에서도 파월 의장은 그간 총 100bp 인하로 정책금리가 중립 수준⁷⁰⁾에 더 가까워지고 인플레이션을 중심으로 불확실성⁷¹⁾도 확대됨에 따라 지금부터는 인플레이션에 대한 진전 상황을 더욱 면밀히 살펴보면서 신중하게 정책금리 인하를 결정하는 것이 적절한, 새로운 국면(a new phase in the process)에 접어들었다고 언급하였다. 이에 따라 향후 연준의 추가 금리인하는 속도가 둔화되거나 지연될 것으로 예상된다.

12월 FOMC의 경제전망에서는 성장, 물가 및 정책금리 전망이 모두 상향조정 되었음

[표 3.1] 12월 FOMC 경제전망(SEP) 변경 주요 내용

(' 24.9월 → ' 24.12월, %)	24년	25년	26년	27년	Longer run
GDP 성장률	2.0 → 2.5 ↑	2.0 → 2.1 ↑	2.0 → 2.0	2.0 → 1.9 ↓	1.8 → 1.8
Core PCE	2.6 → 2.8 ↑	2.2 → 2.5 ↑	2.0 → 2.0	2.0 → 2.0
정책금리 ¹⁾	4.50 → 4.50	3.50 → 4.00 ↑	3.00 → 3.50 ↑	3.00 → 3.25 ↑	2.9 → 3.0 ↑

주 : 1) 상단 기준
자료: Fed

2. 연준은 12월 FOMC에서 내년중 정책금리 인하 폭을 50bp로 제시하였으나, 미국 대선 이후 투자은행간 연준 정책금리 경로 전망은 많은 차이를 보이고 있다. 주요 10개 투자은행의 내년 전망(일부 기관은 12월 FOMC 이후 추가 변경)을 보면, 3개 기관은 연준과 동일한 50bp 인하를 전망, 5개 기관은 연준보다 더 큰 폭의 금리인하(75bp 인하 3개 기관, 100bp 인하 1개 기관, 125bp 인하 1개 기관)를 전망하고 있다. 한편 2개 기관은 연준보다 더 작은 폭의 금리인하(25bp 인하 1개 기관)를 예상

70) Powell 의장은 12월 FOMC에서 중립금리는 경험적 또는 이론적 모델에 따라 그 결과가 다양하고 경제 상황에 따라 변동하므로 정확한 수치를 알 수 없기 때문에 이를 당장에 통화정책 결정에 이용하기 어렵다고 평가하면서, 현재 연준이 판단할 수 있는 것은 그간의 금리인하로 현재 정책금리가 중립금리 수준에 100bp 더 가까워졌다는 사실이며 이에 따라 향후 정책결정을 더욱 신중하게 할 것이라고 언급했다.

71) 12월 FOMC에서 연준위원은 GDP, 고용, 인플레이션 모두 9월에 비해 불확실성이 높아졌다고 평가했다.(불확실성 높아졌다고 응답한 위원수(명) : GDP (9월) 8 → (12월) 9, 고용 (9월) 8 → (12월) 11, core PCE (9월) 8 → (12월) 14)

하는데 그 중 1개 기관은 2025년중 연준이 정책금리를 인하하지 않을 것(No Cut)으로 전망하고 있다. 11월 미국 대선 이전에는 트럼프-해리스간 박빙세가 예상된 가운데 모든 투자은행이 연준과 같은 수준(4개 기관) 또는 연준 인하 폭보다 한 두차례 정책금리를 더 인하(6개 기관)할 것으로 예상하는 등 연준의 완화적 통화정책 지속에 대한 동질적인 컨센서스가 형성되어 있었다. 그러나 트럼프 당선 이후 대부분 기관이 연준의 내년 중 정책금리 인하 폭 전망을 상향조정하거나, 금리인하 종료 시점을 2026년 이후로 연기⁷²⁾(중립적인 정책기조로의 복귀가 지연, high for longer)하면서 기관별 연준의 정책금리 경로 전망에 대한 차이도 확대되었다⁷³⁾. 이하에서는 이와 같이 투자은행간 연준 정책금리 경로 전망이 차이가 나는 배경에 대해 살펴보고자 한다.

미국 대선 이후 연준은 12월 FOMC에서 내년 정책금리 인하 폭을 9월에 비해 50bp 축소하여 전망하였으며, 투자은행들도 트럼프 당선을 반영하여 연준 정책금리 경로 전망을 조정하고 기관간 전망 차이도 확대

[표 3.2] 주요 투자은행의 미 연준 정책금리¹⁾ 전망

	24년 12월말	25년(전망)						
		연말금리		인하폭(bp)		인하 종료 시점		
		수정전 ²⁾	수정후	수정전	수정후	수정전	수정후	
Barclays	4.50	3.25	4.00	-125	-50	25.4분기	26년중	
BOA		3.25	4.00	-125	-50	25.4분기	25.2분기	
Citi		3.25	3.25	-125	-125	25.2분기	25.3분기	
GS		3.50	3.75	-100	-75	25.2분기	25.3분기	
MS		3.50	4.00	-100	-50	25.4분기	26년중	
JPM		3.00	3.75	-150	-75	25.3분기	25.3분기	
Nomura		3.50	4.25	-100	-25	25.4분기	26년중	
Wells Fargo		3.25	3.75	-125	-75	25.4분기	25.3분기	
DB		3.50	4.50	-100	0	25.4분기	26년중	
TD		3.00	3.50	-150	-100	25.4분기	26년중	
연준 점도표		4.50(9월 SEP) 4.50(12월 SEP)	3.50	4.00	-100	-50	-	-

주: 1) 상단 기준(%) 2) 투자은행은 24.11월 미국 대선 직전 전망을, 연준 점도표는 9월 SEP 전망을 수정전으로 정의
자료: 주요 IB 보고서, Bloomberg

투자은행간 정책금리 경로 전망 차이 배경

3. 투자은행은 실제 실행될 트럼프 정부 정책의 내용 및 미국 경제에 미칠 누적적 영향에 대해 다른 견해를 가지고 있다. 트럼프는 미국우선주의(Make America Great Again)를 강조하면서 관세부과, 고강도 이민제한 정책, 규제 및 세제 완화를 선거 공약으로 내세웠다. 트럼프 1기 때와는 달리 트럼프 2기 정부는 상·하원 의회를 모두 석권(Red Sweep)하였고 공화당 내에서도 트럼프 지지세력이 다수를 차지함에 따라 정책 추진력이 한층 강화되면서 트럼프 정부 정책이 예상보다 빨리

72) 2개 기관이 연준의 정책금리 인하종료 시점을 25.2q에서 25.3q로, 5개의 기관이 25년에서 26년으로 연기하였으나 BoA 및 Wells Fargo는 건조한 미국 경제상황, 높은 인플레이션 지속 등을 근거로 인하종료 시점을 25.3~4분기에서 25.2~3분기로 앞당기면서 금번 금리인하 사이클이 종료될 것으로 전망하였다.

73) 투자은행간 연준 정책금리 인하폭 전망 차이는 미 대선전 50bp(100bp~150bp)에서 트럼프 당선 이후 125bp(0bp~125bp)로 확대되었다.

미국 경제에 영향을 미칠 가능성이 높아졌다. 대부분 투자은행은 트럼프 정책이 단기적으로 미국 경제성장률을 높이고, 인플레이션에 상승압력을 가할 것이라는 데 대체로 동의하고 있으나, 트럼프 공약과 실제 실행될 정책에 대한 차이 및 중장기적으로 트럼프 정책 영향이 누적되면서 나타날 수 있는 부작용(성장둔화, 인플레이션 재가속 등)의 발현 시점 및 크기 등에 대해서는 견해 차이가 있다. 이에 따라 투자은행간 트럼프 정책이 미국 경제성장, 인플레이션 등에 미칠 영향에 대한 평가가 달라지면서 2025년 미 연준의 정책금리에 대한 전망이 엇갈리고 있다.

4. 대다수의 투자은행은 트럼프의 규제완화 및 감세 정책이 경제성장률에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상하면서 2025년중 미국경제는 견조한 성장세를 지속할 것으로 전망하고 있으나 일부는 관세부과 및 강화된 이민정책, 정책 불확실성 증대 등이 경제성장률에 미칠 부정적 영향에 보다 주목하고 있다. 대다수의 투자은행은 2023년말 2024년 미국 경제 전망시 연준의 긴축적 통화정책 누적 영향 등으로 인해 미국 경제가 완만한 침체에 빠지거나 연착륙할 것으로 전망⁷⁴⁾하였다. 그러나 2024년중 미국 경제는 당초 예상과 달리 민간소비의 견조한 흐름이 지속되었으며, 대규모 이민으로 풍부한 노동력이 유입되는 가운데 노동생산성도 꾸준히 향상되었고, 정부의 적극적인 재정지출이 지속⁷⁵⁾된 가운데 AI 등 신기술 개발에 대한 민간투자도 이어지면서 높은 경제성장률⁷⁶⁾을 달성하고 있다.

미국의 노동생산성은 글로벌 금융위기 이후 노동생산성 추세를 상회

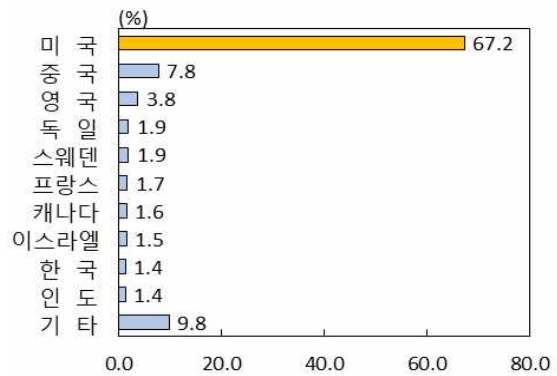
전세계 AI투자의 2/3 이상이 미국에서 이루어지고 있는 가운데 AI는 신기술 도입, 효율성 개선, 자원 및 노동력 재분배 등을 통해 생산성을 향상시킬 것으로 기대

[그림 3.1] 미국 노동생산성



자료: BLS

[그림 3.2] 국가별 민간 AI 투자 비중(전체 100%)



자료: Fed

74) 10개 기관중 5개 기관(Citi, Nomura, Wells Fargo, DB, TD)이 2024년중 미국경제 침체, 3개 기관(Barclays, BOA, JPM)이 연착륙, 2개 기관(GS, MS)이 No Landing을 전망하였다.

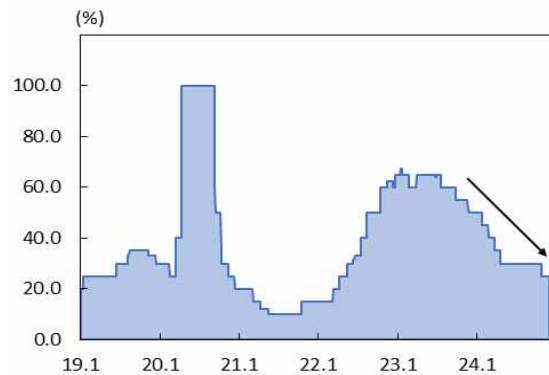
75) 미국은 다른 국가와는 달리 팬데믹에서 회복한 2023년 이후에도 높은 수준의 정부지출을 지속하였다. 그러나 2025년 정부 재정지출은 재정적자 심화에 대한 우려, 정부효율부(DOGE)의 정부지출 감축 추진 등으로 낮은 수준의 증가세를 보일것으로 예상된다.

76) 12월 점도표에서 연준은 2024년 미국 경제성장률을 2.0%(9월 SEP) → 2.5%로 상향조정하였으며, 대부분 투자은행은 2.6~2.8%를 전망하면서 2024년 미국의 잠재 GDP 성장률(24.12월 현재 2.1%, 자료 : St. Louis 연준)을 상회할 것으로 예상된다.

대부분 투자은행은 2025년 중에도 위와 같은 경제성장 요인 영향이 대체로 이어지는 가운데 그간 이어진 연준의 정책금리 인하(총 100bp) 등으로 이전보다 완화된 통화 정책 여건과 트럼프 정부의 규제 및 세제 완화 정책 영향이 가세하면서 미국의 경제 성장률은 견조한 모습을 지속할 것으로 예상하고 있다⁷⁷⁾. 다만 일부 투자은행은 중국 등 관세부과 대상 국가의 보복관세 정책 등으로 인해 교역이 둔화되고, 이민제한 정책으로 인해 노동력 및 소비지출이 감소하며, 재정적자 우려로 인해 정부지출이 감소하는 가운데 트럼프 정책 불확실성 증대로 인한 기업 투자 감소가 가세하면서 하반기로 갈수록 미국 경제성장률은 둔화되는 모습을 보일 것으로 예상하고 있다.

예상보다 강한 성장세를 보이며 미국 경제의 침체 확률은 하락

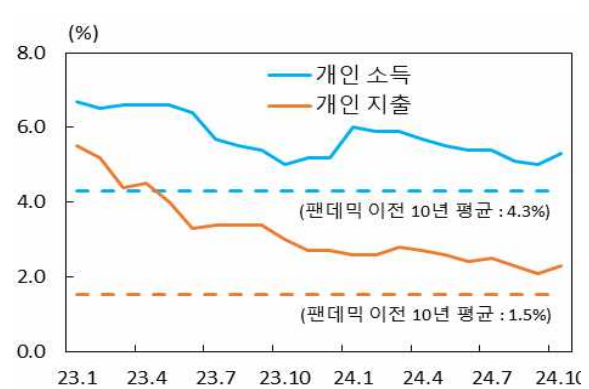
[그림 3.3] 미국 1년내 경기침체 확률 전망¹⁾



주: 1) 전문가 서베이 중간값 기준
자료: Bloomberg

개인 소득 및 지출은 완만한 둔화세를 보이고 있으나 팬데믹 이전 10년평균에 비해서는 높은 수준을 유지

[그림 3.4] 개인소득 및 개인지출



자료: BEA

5. 대부분 투자은행은 트럼프의 관세부과, 반이민 정책이 2025년 인플레이션에 상방 압력으로 작용할 것으로 예상하면서 인플레이션 상승률은 연준의 목표치(2%) 및 예상치를 모두 상회할 것으로 전망하나, 기관별 상승률 전망치에는 차이가 있다. 대부분 투자은행은 견조한 미국 성장세가 지속되는 가운데 서비스 인플레이션을 중심으로 인플레이션 둔화세가 정체를 보이고 있으며 주요 연준인사의 디스인플레이션 부진 우려 발언도 증대⁷⁸⁾됨에 따라 2025년중 근원 PCE는 연준의 목표치(2%)를 상회할 것으로 예상하고 있다. 아울러 이민제한⁷⁹⁾, 관세부과 등 트럼프 정책이 인플레이션의

77) 대부분의 투자은행은 GDP 성장률이 완만하게 둔화되겠으나 견조한 모습을 보이면서 잠재 성장률을 소폭 상회할 것으로 예상된다.(Soft Landing)

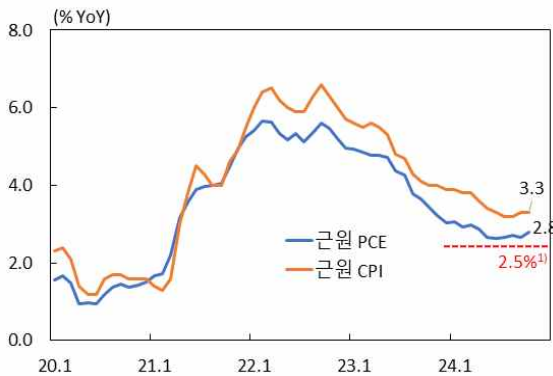
78) Powell 연준 의장은 현재 미국 경제는 놀랄 정도로 견조하며 인플레이션이 2% 목표를 향해 가고 있지만 가는 과정이 평탄하지 않다고 언급했으며 Bowman 연준 이사(11.20일) 및 Hammack 클리블랜드 연준 총재(12.6일)는 인플레이션을 낮추는 데 상당한 진전이 있었지만 최근 몇 달동안은 디스인플레이션 추세가 주춤한 것으로 보인다고 평가했으며, Waller 연준 이사(12.2일)는 최근 데이터는 인플레이션이 2%를 의미있게 상회하는 수준에서 정체를 보이고 있을 가능성을 제기한다고 하는 등 최근 연준 인사의 디스인플레이션 진전 둔화 우려에 대한 언급이 증가하였다.

79) 이민제한 정책은 법개정 없이 대통령 행정명령으로 실시될 수 있음에 따라 트럼프 취임 직후 빠르게 실행될 것으로 예상되는 가운데 이민유입 감소, 불법이민자 추방 등으로 노동공급이 감소되면서 임금 상승(Wage Inflation)할 가능성이 높으며 이는 인플레이션 상승 압력으로 작용할 것으로 예상되고 있다.

상방압력 요인으로 가세할 경우 연준의 예상치(2.5%)도 상회할 가능성이 높다고 평가한다⁸⁰⁾. 다만 투자은행간 주거비제외 근원 서비스 인플레이션 전망, 트럼프 정책이 인플레이션에 미치는 영향에 대한 평가가 상이하게 나타나면서 2025년 연준의 정책 금리 인하 폭 전망에 대한 차이가 발생하는 주요 요인이 되고 있다.

근원 PCE 상승률 하락이 예상보다 더디게 진행

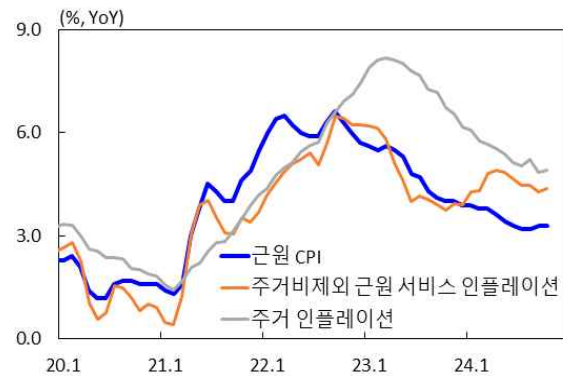
[그림 3.5] 근원 PCE, CPI 물가 상승률 추이



주: 1) 12월 FOMC 기준 25년말 Core PCE 전망치
자료: BEA, BLS

주거 인플레이션 상승률은 하락세를 보이고 있으나 아직 높은 수준을 유지하고 있으며 주거비제외 근원 서비스 인플레이션도 둔화세 정체

[그림 3.6] 근원 CPI, 주거 인플레이션 및 주거비제외 서비스 인플레이션



자료: BEA, Bloomberg

6. 한편 대부분 투자은행은 미국의 경제 성장세, 이민제한 정책으로 인한 노동공급 감소 등의 영향으로 고용시장은 완만하게 둔화되는 가운데 견조한 모습을 지속할 것으로 전망하고 있으나, 큰 폭의 금리인하를 전망하는 일부 투자은행은 경기둔화 및 해고율 증가에 따른 실업률 상승을 경계하고 있다. 2024년중 취업자수 증가폭이 둔화되고 실업률은 상승하는 등 미국 고용시장은 점진적으로 완화되는 모습을 보이고 있다. 대부분 투자은행은 노동수요가 완만하게 감소⁸¹⁾하는 가운데 이민제한 등으로 인한 노동공급 감소가 노동시장 둔화를 억제⁸²⁾하는 요인으로 작용함에 따라 2025년에도 실업률이 4% 초반인 현재의 수준에서 크게 벗어나지 않을 것으로 예상⁸³⁾하

80) 일부 투자은행은 트럼프 정책 실행 및 경제에 미칠 영향에 대한 불확실성 등으로 인해 연준이 통화정책 전망에 트럼프 정책 영향을 과소 반영했을 가능성이 크다고 평가(12월 FOMC에서 Powell 의장은 관세 등 트럼프 정책을 통화정책에 반영하는 것은 아직 시기상조라고 언급)하면서, 트럼프 정책 영향을 감안할 경우 연준은 인플레이션 전망을 상향조정하면서 25년중 정책금리 인하폭을 12월 전망에 비해 축소할 가능성이 높을 것으로 예상한다. 시장참가자들은 트럼프 정책의 영향에 hawkish했던 12월 FOMC 결과를 반영하면서 정책금리 인하폭은 연준의 전망(2025년중 50bp 인하)보다 작을 것으로 예상하고 있다.(12.18일 현재 Fed Fund Futures에 반영된 2025년중 연준의 정책금리 인하 폭은 32.0bp)

81) 신규일자리/실업자 비율은 23.12월 1.4배에서 24.10월 1.1배로 팬데믹 이전 수준까지 하락함에 따라 노동시장의 초과수요는 대부분 해소된 것으로 평가된다.

82) 대부분 투자은행은 불법 이민자 추방에 걸리는 시간과 비용 등으로 인해 트럼프 공약보다 완화된 이민 제한 정책을 실시할 것으로 예상하면서 노동공급 감소가 실업률을 유의미하게 하락시키지는 않고 실업률 상승을 억제하는 수준이 될것으로 전망한다.

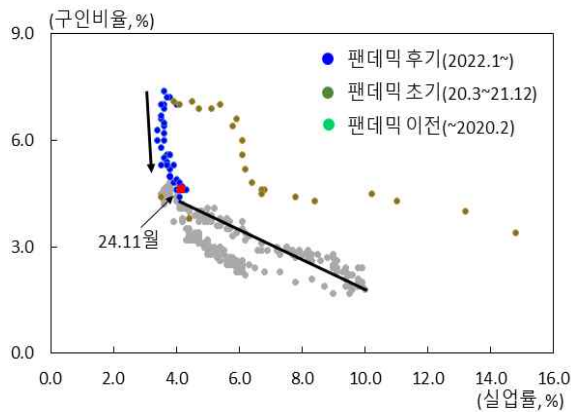
83) Citi(4.9%)를 제외한 나머지 투자은행의 2025년말 실업률 전망은 현재 실업률(4.2%) 및 연준 전망(12월 FOMC 4.3%)과 유사(4.1%~4.4%)한 수준으로 전망한다.

고 있다. 다만 일부 투자은행은 노동수요가 지속적으로 감소하면서 구인건수(job openings)가 실업률을 상승시킬 수 있는 수준까지 하락함에 따라 구인건수가 현재 수준보다 감소할 경우 실업률이 상승할 가능성이 높은 것으로 예상된다. 아울러 예상보다 가파른 경기둔화 등으로 인해 해고율이 증가할 경우 실업률이 가파르게 상승할 가능성도 배제할 수 없다고 평가한다.

노동시장 수급불균형이 완화됨에 따라 구인비율이 감소면서 베버리지곡선 기울기는 팬데믹 이전 수준으로 평탄화될 가능성

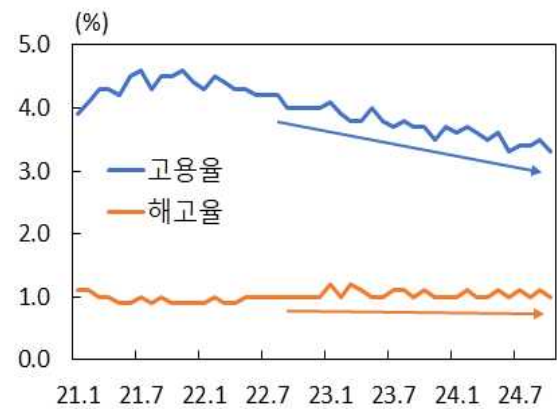
고용율은 점진적으로 둔화되고 있으나 해고율은 낮은 수준을 유지

[그림 3.7] 구인비율¹⁾ 및 실업률¹⁾



주: 1) 경제활동 참가인구 대비 비율
자료: BLS

[그림 3.8] 고용율 및 해고율



자료: BLS

7. 종합적으로 2025년중 인플레이션 및 성장률을 낮게 전망한 기관들이 대체로 큰 폭의 정책금리 인하를 예상하고 있으나 금리인하 폭은 성장률 보다 인플레이션 전망에 더 민감하게 반응하는 것으로 나타났다. 2025년중 연준의 정책금리 인하 폭을 작게 전망(0bp~25bp)한 투자은행은 서비스 인플레이션 둔화세가 더딘 가운데 트럼프 관세부과 및 이민정책으로 인해 소비자물가가 상승하고 임금상승률이 확대되는 등 고물가 상황이 고착화됨에 따라 근원PCE가 연준의 목표치 및 예상치를 상회(2.7%~2.8%)할 것으로 전망하면서 연준이 12월 FOMC 전망보다 금리인하에 보다 신중할 것이라고 예상하는 반면, 정책금리 인하폭을 연준 수준(50bp)으로 전망한 투자은행은 관세부과 정책 영향이 제한적⁸⁴⁾인 가운데 주거부문 인플레이션 둔화세가 지속됨에 따라 근원PCE가 점진적으로 연준 목표치에 근접할 것으로 예상하고 있다. 한편 큰 폭의 정책금리 인하(100bp, 125bp)를 전망한 일부 투자은행은 트럼프 관세 및 이민제한 정책이 경제활동을 압박하고 소비를 둔화시키는 등 예상보다 미국 경제가 빠르게 둔화됨에 따라 연준이 인플레이션보다는 성장회복에 무게를 두고 정책금리를 공격적으로 인하할 것으로 전망하고 있다. 한편 대부분 투자은행은 2025년중

84) 일부 투자은행들은 중국에 대한 고율관세 부과를 예상하지만 공약(60%)에 비해서는 낮은 수준의 인상(30~40%)에 그칠 것으로 예상하며 품목도 반도체 등 일부 제품에만 부과될 것으로 전망하는 한편 보편적 관세부과는 물가부담 및 법적 근거 부족 등으로 실현되지 않거나 일부 국가(유럽, 캐나다, 멕시코 등)에 제한적인 수준으로만 부과될 것으로 예상하고 있다.

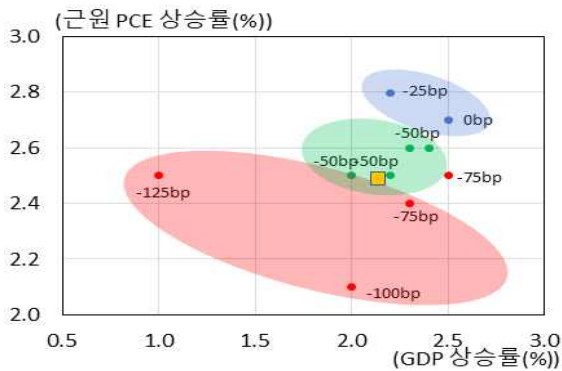
정책금리 인하는 트럼프 정책이 미국 경제에 실질적인 영향을 미칠 가능성이 높은 2~3분기 중에 종료될 것으로 예상하고 있다. 금리 인하 폭을 작게 전망(0~50bp)한 투자은행은 대체로 연준이 2025년 상반기에 금리인하를 멈춘(pause) 후 고금리가 장기간 지속되는 가운데 하반기로 갈수록 트럼프 정책의 부정적인 영향이 증대됨에 따라 경기 둔화세가 확대될 것으로 예상하면서, 2026년 이후 정책금리 인하가 재개될 것으로 전망⁸⁵⁾하고 있다. 상대적으로 큰 폭의 금리인하를 전망한 투자은행은 2025년 3분기중에 정책금리 인하를 마치면서 금번 금리인하 사이클이 종료될 것으로 예상하고 있다.⁸⁶⁾

투자은행들의 성장률 및 인플레이션 전망은 엇갈리며 정책금리 인하 폭 전망은 성장률 및 인플레이션이 낮을수록 큼

2025년중 정책금리 인하폭을 작게 전망한 기관들은 대체로 2026년중 연준이 금리인하를 재개할 것으로 전망한다.

[그림 3.9] IB 근원PCE 상승률¹⁾ 및 GDP 성장률¹⁾ 전망

[표 3-3] 주요 투자은행의 2025년 및 2026년 금리인하 폭 전망



	25년중					26년중
	1Q	2Q	3Q	4Q		
DB	0					50
Nomura	25	25				50
BoA	50	25	25			
Barclays	50	25	25			50
MS	50	25	25			125
GS	75	25	25	25		
JPM	75	25	25	25		
Wells Fargo	75	25	25	25		
TD	100			50	50	50
Citi	125	50	50	25		

주: 1) 4분기 전년동기대비 2) □은 12월 FOMC SEP 전망치
자료: Fed, 각 투자은행

자료: 각 투자은행

평가 및 시사점

8. 지금까지 살펴본 바와 같이 미국 대선 이후 주요 투자은행은 트럼프 당선에 따라 증대된 불확실성 및 리스크 등을 감안하여 연준 정책금리 경로 전망을 대폭 수정하면서 기관별 전망의 차이가 확대되었다. 이는 트럼프 공약이 물가 및 성장 관점에서 상호 모순되는 측면이 있고 협상 등을 거치면서 실제 정책으로 어떻게 구현될지가 불확실한 가운데, 트럼프 정책이 성장 및 물가 등 미국 경제에 미칠 영향의 가시화 시점 및 크기에 대해서도 투자은행간 견해 차이가 있기 때문이다.

85) BoA는 2026년 근원PCE가 2025년보다도 상승(2.6% → 2.8%)할 것으로 예상하면서 연준이 2026년중 정책금리를 동결할 것으로 전망한다.

86) TD는 예상보다 높은 경제성장 및 디스인플레이션으로 둔화로 연준이 내년 2분기까지 현 정책금리 수준을 유지하다가 본격적으로 경제성장이 둔화될 가능성이 높은 3분기부터 매 FOMC 마다 25bp씩(2025년중 총 100bp) 인하하고 2026년에도 금리인하를 이어갈 것으로 전망하고 있다.

9. 또한 주요 투자은행은 미중 무역갈등 심화, 재정적자 문제 및 중동지역 지정학적 긴장 고조 등을 연준 정책금리 경로 전망의 주요 리스크 요인으로 평가하고 있다.

트럼프 정부의 공약대로 중국에 대한 고율관세를 부과⁸⁷⁾할 경우 중국은 보복관세 부과, 원자재 수출 제한 등으로 강력히 대응할 가능성이 높다. 이와 같은 미중 무역갈등 심화로 미국의 수입물가 상승⁸⁸⁾, 보복관세 대상 및 중국 원자재 이용 산업·기업 피해 등 미국 경제의 하방리스크가 확대되고 스태그플레이션이 발생할 우려⁸⁹⁾도 증대될 수 있다. 이 경우 연준 통화정책의 불확실성이 확대될 것으로 예상된다. 한편 트럼프 정부가 예상보다 큰 폭의 확대 재정정책을 실시할 경우 인플레이션 상승압력 증대, 국채발행 증가로 인한 이자비용 증가 및 재정적자 확대, 장기금리 상승⁹⁰⁾에 따른 긴축적 금융 여건 조성 등으로 인해 연준의 대응 여력이 약화될 가능성에도 유의할 필요가 있다. 아울러 최근 이스라엘-하마스·헤즈볼라 휴전협상이 진전되고 시리아에서도 내전이 종식되면서 중동지역 지정학적 긴장은 완화되고 있으나, 트럼프 정부가 친이스라엘 및 강력한 이란제재 정책을 추진할 경우 이스라엘과 중동지역 국가간 갈등이 심화되면서 국제 유가가 상승⁹¹⁾할 수 있다. 유가 상승으로 상품부문을 중심으로 인플레이션이 재가속화되면 연준의 정책금리 인하가 더욱 지연될 수 있다.

87) 트럼프 공약대로 중국에 고율관세를 부과할 경우 모든 중국산 수입품에 최소 60%의 관세가 부과되며 자동차 등 일부 품목에 대해서는 최대 200%까지 부과된다.

88) 투자은행은 중국이 강력한 보복관세 정책으로 대응할 경우 미국의 인플레이션은 1.0%p~2.4%p까지 추가 상승할 것으로 예상된다.

89) 일부 투자은행(GS, JPM, MS, Wells Fargo 등)은 관세부과 및 무역갈등 등을 주요 리스크 요인으로 지목한 가운데 JPM, Wells Fargo는 고율의 관세 부과시 스태그플레이션이 발생할 가능성이 높다고 예상한다.

90) GS는 단기적으로 재정적자 규모에 대한 불확실성이 장기금리 term premium을 상승시킬 수 있으며 중장기적으로도 재정적자 누증으로 장기금리가 점차 상승할 것으로 전망하고 있다.

91) 시장참가자중 일부는 이란이 전세계 원유 물량의 30%가 통과하는 호르무즈 해협을 봉쇄할 경우 봉쇄 기간에 따라 국제유가(Brent유)는 배럴당 150달러~350달러까지 급등할 가능성이 있으며 중동지역이 중요한 해상운송 요충지라는 점에서 물류공급에 큰 차질이 발생할 것으로 예상하고 있다.