

IBKS Economy Outlook

# 오래된 미래: 반복되는 무역압박과 새로운 ‘플라자 합의’

Economist

정 용 택

02) 6915-5701

ytjeong0815@ibks.com

안 소 은

02) 6915-5657

ase331@ibks.com

Aug/Sep 2018

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

---

# Executive Summary

---

## ✓ 트럼프발 무역갈등, 어떻게 진행되고 있는가?

### 좌충우돌하는 트럼프 ➡ 즉흥적 대응? or 의도된 도발?

- 취임 이후 지금까지 끊임없이 무역도발을 시도하는 트럼프
- 우리는 냉정하게 ‘Trumpnomics’ 를 보고 있는가?  
일회성 이벤트? 또는 즉흥적인 정책? ➡ 일관된 의지와 의도에 의한 정책 (분명한 목표와 의지)

### 점차 Target이 분명해지고 있는 트럼프 무역전쟁

- 도발하고 있지만 합의점도 찾아가고 있는 유럽과 일본
- 일관된 맥락을 찾기 어렵고 즉흥적인 신흥국에 대한 무역 도발
- 합의 시도와 수위 조절이 간간히 나타나지만 다른 지역과 결이 다른 중국에 대한 압박  
➡ 왜 중국일까?

### 대응이 고민스러운 중국 ➡ 트럼프를 만족시킬 수 있을까?

- 다시 등장한 ‘도광양회(稻光養晦)’
- 무역 부문에서 마땅한 대응책이 없는 현실
- 하지만, 정치적으로 선명성도 버릴 수 없는 중국 정부

### 점점 더 불안해진 세계

- 간과할 수 없는 중국 비중 (글로벌 경제 뿐만 아니라 우리나라에서 차지하는 비중)
- 버블 논란이 야기될 만큼 높은 자산 가격
- 통화 정책 압박과 변곡점의 모습을 보이는 경기 흐름
- 자주 등장하는 신흥국 위기론

---

# Executive Summary

---

## ✓ 어떻게 흘러갈 것인가? ➡ 과거로부터의 교훈, 반복되는 갈등과 결말

### '무역압박과 세금'은 트럼프만의 무기가 아니다

- 1970년 이후 공화당의 정책 기조  
➡ 닉슨 이후 재선에 성공한 공화당 대통령들이 첫 번째 집권기 사용한 공통적인 정책
- 반복된다는 것은 과거와 비교해 볼 수 있다는 것

### 과거 미국은 의도한 결과를 얻었는가?

- 기대감을 자극했지만 단기에 끝남
- 시간이 지나가면 정책의도와 달리 미국경제는 어려워짐
- 왜? ➡ 출발은 감세 그리고 가장 중요한 것은 의도와 다른 달러 강세

### 트럼프의 의도대로 미국 무역수지 적자가 축소된다면?

- 여전히 작동하는 트리핀 딜레마(Triffin's Dilemma)
- 트럼프의 의도대로 미국 무역수지 적자가 축소된다면? ➡ 글로벌 경제 위축, 더 불안한 세상
- 래퍼곡선(Laffer Curve)에 대해서도 생각 ➡ 공화당 주장과는 다르게 작동하는 구간?

### 과거 미 공화당 'Strong man'들은 어떻게 문제를 풀어나갔는가?

- “The dollar is our currency, but your problem” (1971년 미국 재무장관 John Connally)
- 힘의 우위 바탕으로 부담을 밖으로 ➡ 인위적인 외환시장 개편으로 귀결
  - 닉슨: 닉슨 쇼크, 스미소니언 체제, 페트로 달러 체제 성립, 킹스턴 체제까지
  - 레이건: 플라자합의
  - 부시: Euro 가치 지지, 두바이 합의(미니 플라자합의)

---

# Executive Summary

---

## ✓ 이번에는 어떨까? ➡ 왜 또 다시 새로운 ‘플라자합의’를 기대하는가?

### 결국, 새로운 합의에 도달할 것

- 시간이 필요 ➡ 2년 정도 걸릴 것으로 판단. 이 시기까지 달러 강세  
➡ 정책이 순차적으로 시행되고 그 효과를 모니터링 해야 하는 시간

### 미국의 부담 ➡ 이번 ‘Trumpnomics’ 는 과거와 다른 결과를 보여줄까?

- ‘Trumpnomics’ 는 순조롭게 진행되지 않을 듯  
➡ 과거의 경험 외에 생산성 하락이나 인구 감소 등 구조적인 문제도 상존
- 재정압박에서 출발한 내외금리 격차가 경제 및 자산시장에 부담 지울 듯
- 채권이 미국 최고의 수출품이라는 점도 다시 한번 상기

### 중국의 필요

- ‘회색 코뿔소’ ➡ 중국을 협상테이블에 앉게 하는 것은 ‘위기론’  
미국 통화 정책에 따른 유동성의 흐름은 중국 신용위험을 표면화 하는 동인이 될 수 있음
- 높아진 생산비와 대외 압박에 따른 성장 동력의 교체
- 시간이 흐르면 위안화 절상이 필요해 질 수 있음 ➡ 내수 부양을 위해 또 다른 자산 버블 자극?

---

# Executive Summary

---

## ✓ 새로운 합의가 만들어지기까지 이어지는 불안한 시간

### 불가피한 글로벌 경기 위축 우려

- 무역갈등은 어쨌든 글로벌 경기를 위축시킴
  - ➡ 수출 감소로 인한 피해는 공통적
  - ➡ 신흥국 투자위축과 선진국 물가로 전이되는 구매력 약화

### 낮아진 경기사이클의 설명력과 높아진 유동성 흐름의 영향력 더 주목

- 최근 경기 흐름의 특징은 경기사이클이 사라지고 있다는 것
  - ➡ 무역갈등 기간 중 우려보다 성장률 등 지표 하락 폭은 적을 듯
- 금융시장에서 더 부담스러운 것은 의도되지 않은 미 달러의 강세
  - ➡ 무역 갈등 이슈는 달러 중심 경제 체제에서는 어떤 경로로든 달러 강세로 귀결
  - ➡ 과거나 지금이나 달러 강세는 위험자산 회피, 안전자산 선호를 자극

### 조금 더 민감할 수 있는 우리나라 투자심리

- 우려보다 경제지표는 안정돼 있을 듯 하지만 해결되지 못하는 ‘염려증’
- 과거 무역갈등의 파고를 비교적 잘 넘어온 우리 수출
  - ➡ 이번 사이클에도 수출보다는 내수가 더 우려
- 금융시장 불안 불가피
  - ➡ 높은 중국의존도, 신흥국 위기론 등 위기감을 자극하는 재료와 달러 강세

## ✓ 합의 후, 새로운 버블의 형성과 새로운 위기의 씨앗

### 글로벌 경제의 새로운 질서와 강세 통화를 받아들인 지역의 새로운 버블

# 1

---

## Target이 분명해지고 있는 트럼프 무역전쟁

- I. 트럼프발 무역갈등, 어떻게 진행되고 있는가?
- II. 어떻게 흘러갈 것인가?
- III. 이번에는 어떨까?
- IV. 새로운 합의가 만들어지기까지 이어지는 불안한 시간
- V. 합의 후, 새로운 버블의 형성과 새로운 위기의 씨앗

# 1-1

---

## 즉흥적 대응? or 의도된 도발?

I. 트럼프발 무역갈등, 어떻게 진행되고 있는가?

- ➡ 좌충우돌하는 트럼프?
- ➡ 점차 Target이 분명해지고 있는 트럼프 무역전쟁
- ➡ 대응이 고민스러운 중국
- ➡ 점점 더 불안해진 세계

II. 어떻게 흘러갈 것인가?

III. 이번에는 어떨까?

IV. 새로운 합의가 만들어지기까지 이어지는 불안한 시간

V. 합의 후, 새로운 버블의 형성과 새로운 위기의 씨앗

# 트럼프 정부의 끊임없는 무역 도발

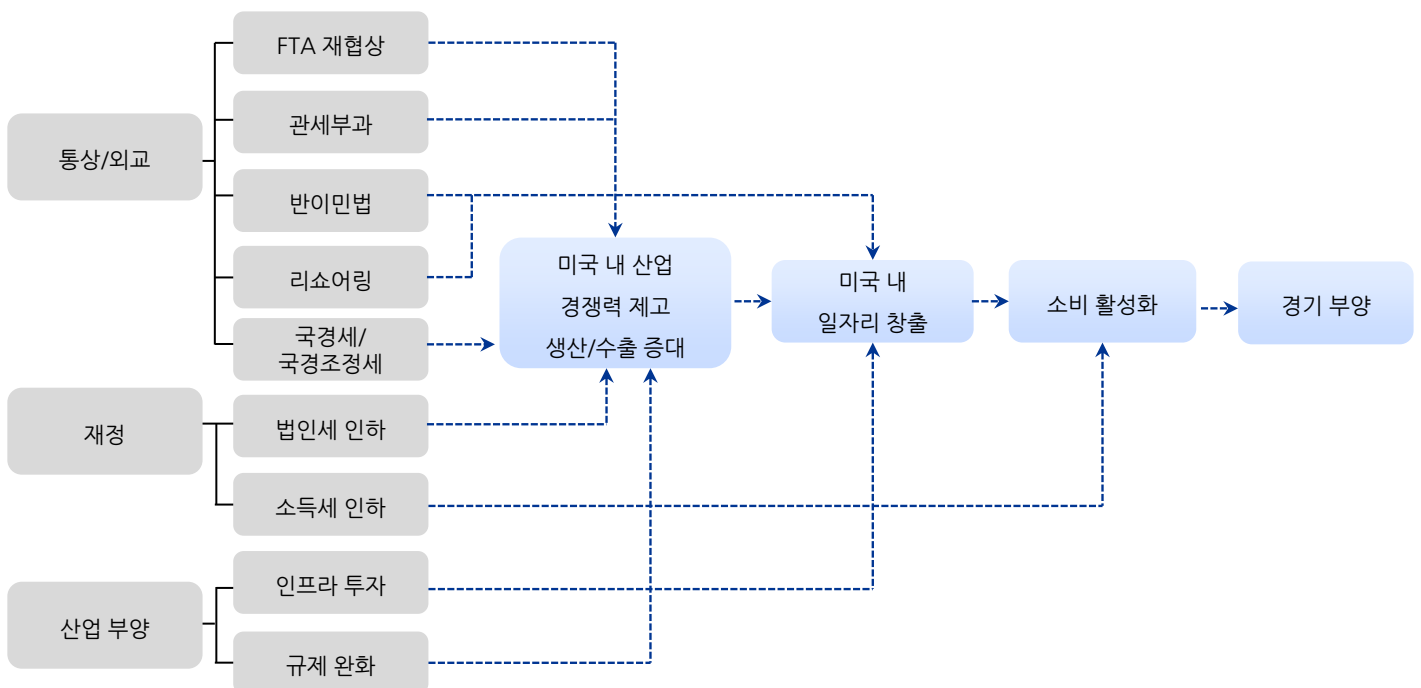
- (17.1) 트럼프 대통령 취임  
TPP 가입 탈퇴, 양자 무역협정 추진
- (17.3) USTR 국가별 무역장벽 보고서 공개
- (17.4) 무역확장법 232조에 따른 철강 및 알루미늄 조사 개시
- (17.5) 태양광 세이프가드 조사 개시
- (17.6) 세탁기 세이프가드 조사 개시
- (17.8) 지적재산권 침해 위반 사유로 對중국 301조 조사 개시
- (18.1) 對중국 태양광, 세탁기 세이프가드 발동
- (18.3) 무역확장법 232조에 따른 철강 및 알루미늄 관세 부과(한국, EU, 캐나다 등 일부 유예)
- (18.4) 對중국 수입품 500억달러 규모 25% 일괄 관세 부과 품목 발표
- (18.5) 미-중 1차 무역협상 개최  
이란핵 협정(JCPOA, 포괄적 공동 행동 계획) 탈퇴 결정 및 경제 제재 재개를 예고
- 미-중 2차 무역협상 개최 ➡ 통상분쟁 타결 발표  
무역확장법 232조에 따른 자동차 및 부품 조사 개시  
對중국 500억달러 규모 25% 일괄 관세 부과에 대해 원안대로 진행 계획 발표  
(미-중 2차 협상 타결 번복)
- (18.6) 철강 및 알루미늄 관세 유예국에 대해 관세 부과(EU, 캐나다, 멕시코 등)  
미-중 3차 무역협상 개최 ➡ 공동성명 채택 없이 결렬  
대미외국인투자승인위원회(CFIUS) 심사기능 강화 발표
- (18.7) 對중국 340억달러 규모 25% 일괄 관세 부과 시행  
對중국 2000억달러 규모 10% 추가 관세 부과 품목 발표
- (18.8) 對중국 2000억달러 규모 관세 부과 10% → 25%로 상향  
이란 경제 제재 1단계(세컨더리 보이콧) 재개  
개도국 특혜관세 프로그램(일반특혜관세제도, GSP) 재검토 개시 예고  
對터키 철강 및 알루미늄 관세 2배 인상  
미-중 4차 무역협상  
對중국 160억달러 규모 25% 일괄 관세 부과



# 우리는 냉정하게 ‘Trumpnomics’를 보고 있는가?

트럼프 정책의 골자는  
미국 우선주의를 통한  
전통 제조업 부흥  
➔ 미국 일자리 창출  
➔ 경기 부양

- 트럼프 정책의 중심인 미국 우선주의(America First)
  - 1) 감세를 통한 미국 개인과 기업의 이익 증대
  - 2) 보호무역주의를 통한 미국 제조업 보호
  - 3) 규제 완화를 통한 미국 기업의 경쟁력 확보
- ‘경기 부양’이라는 뚜렷한 목표 하에 구조적으로 계획된 각 분야별 정책들 ➔ 겉으로 느껴지는 불안과 달리, 트럼프 정부의 행동들은 일회성 이벤트나 즉흥적인 정책이 아님

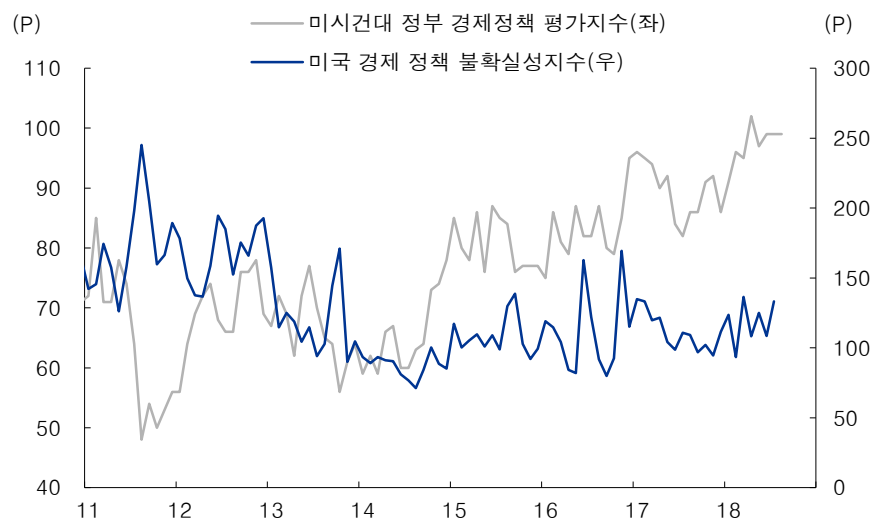


자료: IBK투자증권

# 일관된 의지와 의도를 가진 정책들

정책에 대한  
불확실성은 높지만,  
그만큼 기대도 높은  
상황

- 트럼프 정부가 뚜렷한 의도를 가지고 강하게 정책을 밀어붙이는 만큼 대내외 충돌이 불가피함
- 하지만 경기부양이라는 뚜렷한 의도가 있기 때문에, 트럼프 정부에 대한 민심은 다소 개선됨



자료: Bloomberg, Economic Policy Uncertainty, Real clear politics, IBK투자증권

# 감세, 단기적인 경기 부양 효과 확인. 그러나...

## 감세 결과

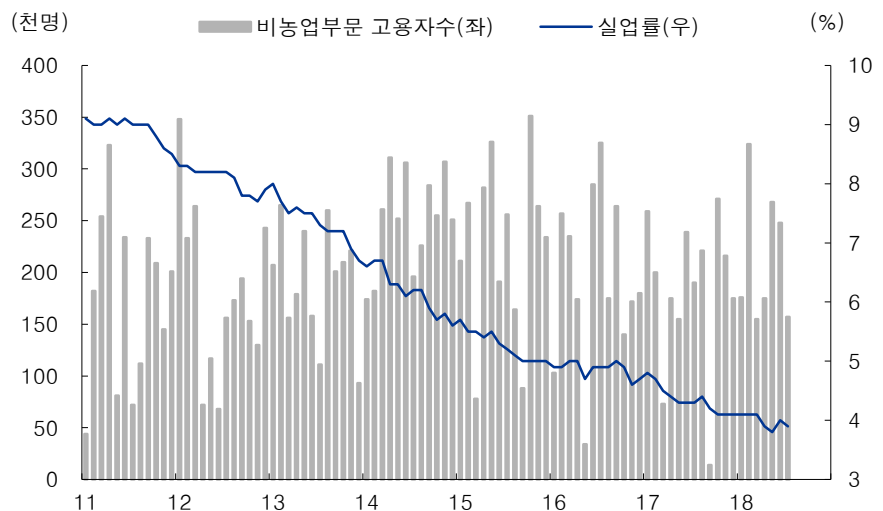
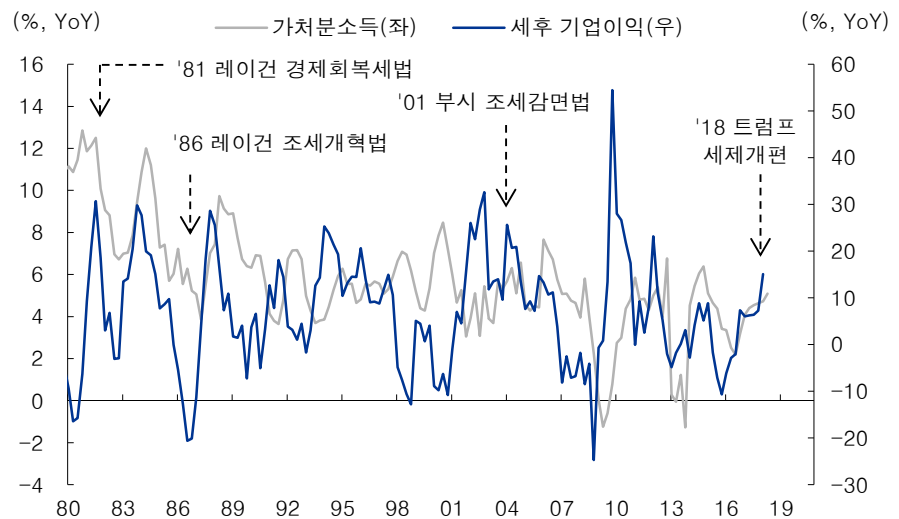
### 개인과 기업 이익 증대

➔ 2018년 기업투자, 고용 및 소비 개선으로 연결

### 그러나, 장기적인 지속

여부는 아직 불확실

- 가계 가처분소득과 기업 세후 이익은 급격하게 늘어나면서 민간 소비와 투자 확대를 견인. 실업률은 2000년대 이후 최저수준으로 하락하는 등 강한 고용 상황도 지속
- 그러나 과거 감세 정책 사례에서 알 수 있듯 단기에 그칠 가능성이 높고 재정적자 확대의 문제도 남아있음



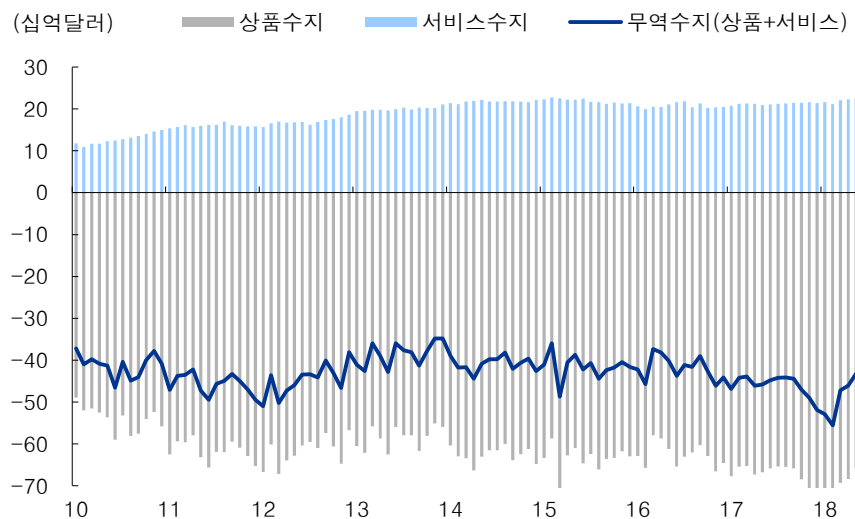
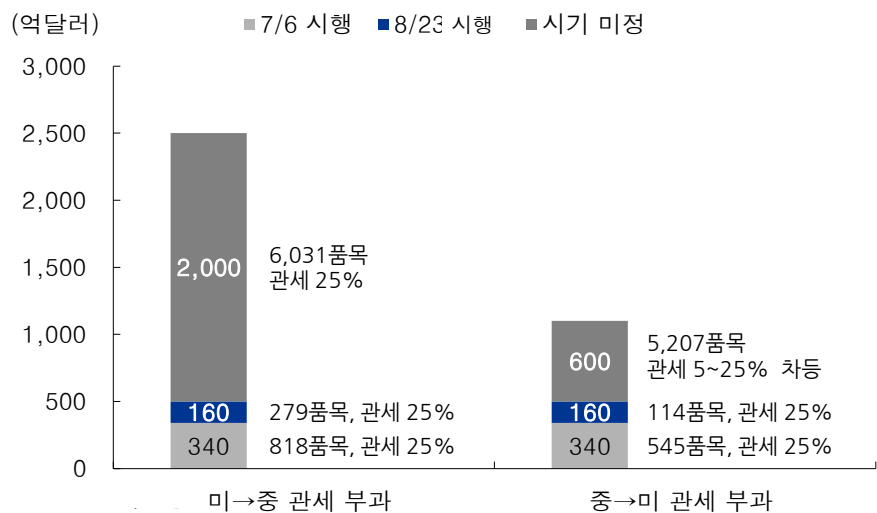
자료: BEA, Bloomberg, IBK투자증권

# 감세 정책의 뒤를 이을 보호무역 정책?

아직 미국 경제지표에서 나타나는 보호무역 정책의 영향은 미미함

중국을 비롯한 무역 상대국의 보복조치 영향과 글로벌 교역 둔화, 경제 주체 심리 악화 등 정성적 요인을 감안하면 미국 경제 성장에 하방 리스크가 크다는 시각이 우세

- 미-중 관세 분쟁에서 발효된 규모는 \$500억으로, 미국의 전체 對중국 수입 규모의 10%에도 미치지 않음(2017년 기준)
- 그밖에 철강, 알루미늄 관세 부과와 태양광, 세탁기 세이프가드 등도 시행 중이지만, 전체 수입 규모에서 차지하는 비중이 미미해 실질적으로 무역수지에 드러나는 효과는 아직 없는 상황



자료: USTR, Bloomberg, IBK투자증권

# 1-2

---

## 일관된 압박의 대상이 된 중국 ➡ 왜 중국일까?

I. 트럼프발 무역갈등, 어떻게 진행되고 있는가?

➡ 좌충우돌하는 트럼프?

➡ 점차 Target이 분명해지고 있는 트럼프 무역전쟁

➡ 대응이 고민스러운 중국

➡ 점점 더 불안해진 세계

II. 어떻게 흘러갈 것인가?

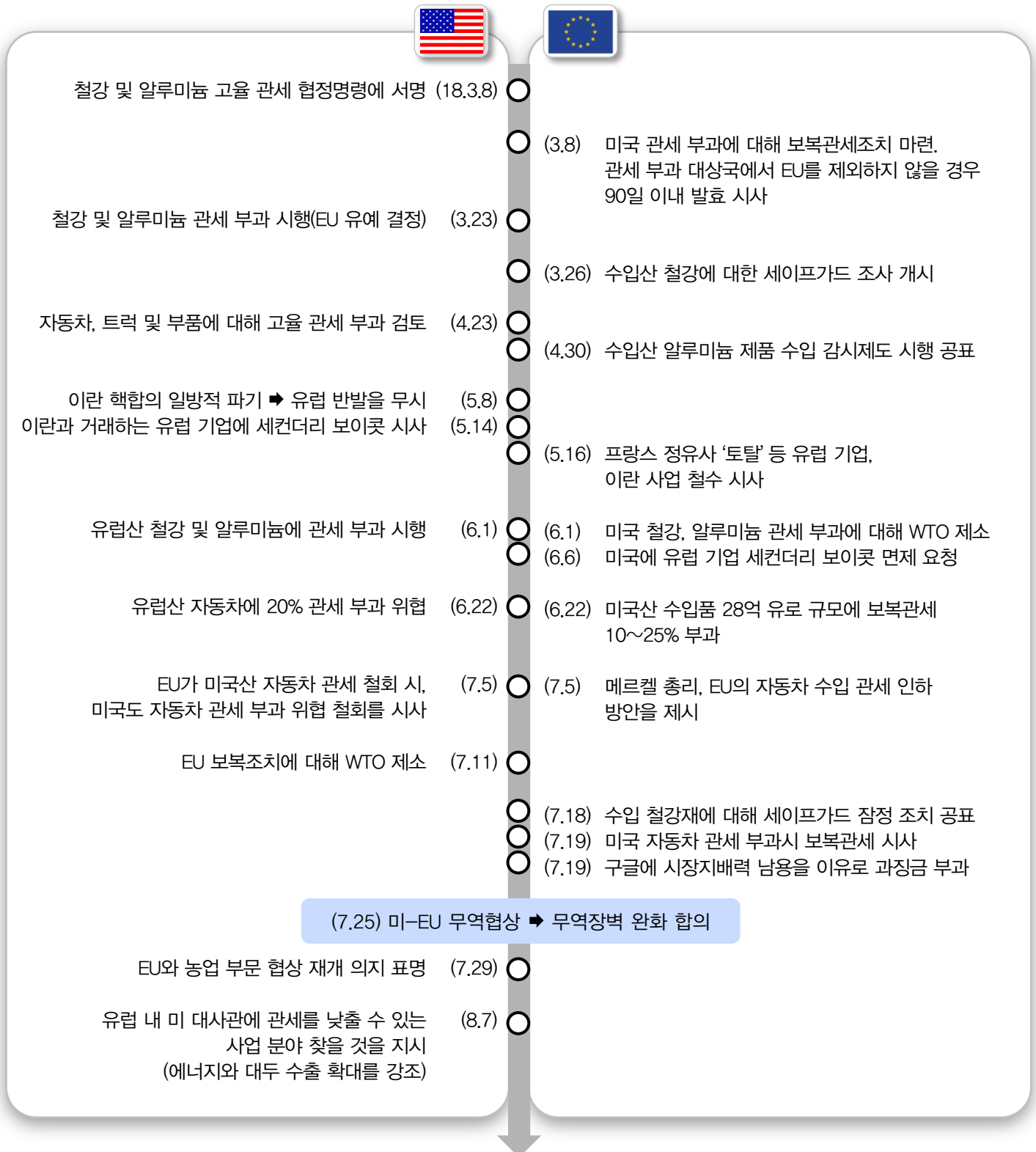
III. 이번에는 어떨까?

IV. 새로운 합의가 만들어지기까지 이어지는 불안한 시간

V. 합의 후, 새로운 버블의 형성과 새로운 위기의 씨앗

# 도발하고 있지만 합의점을 찾아가는 유럽

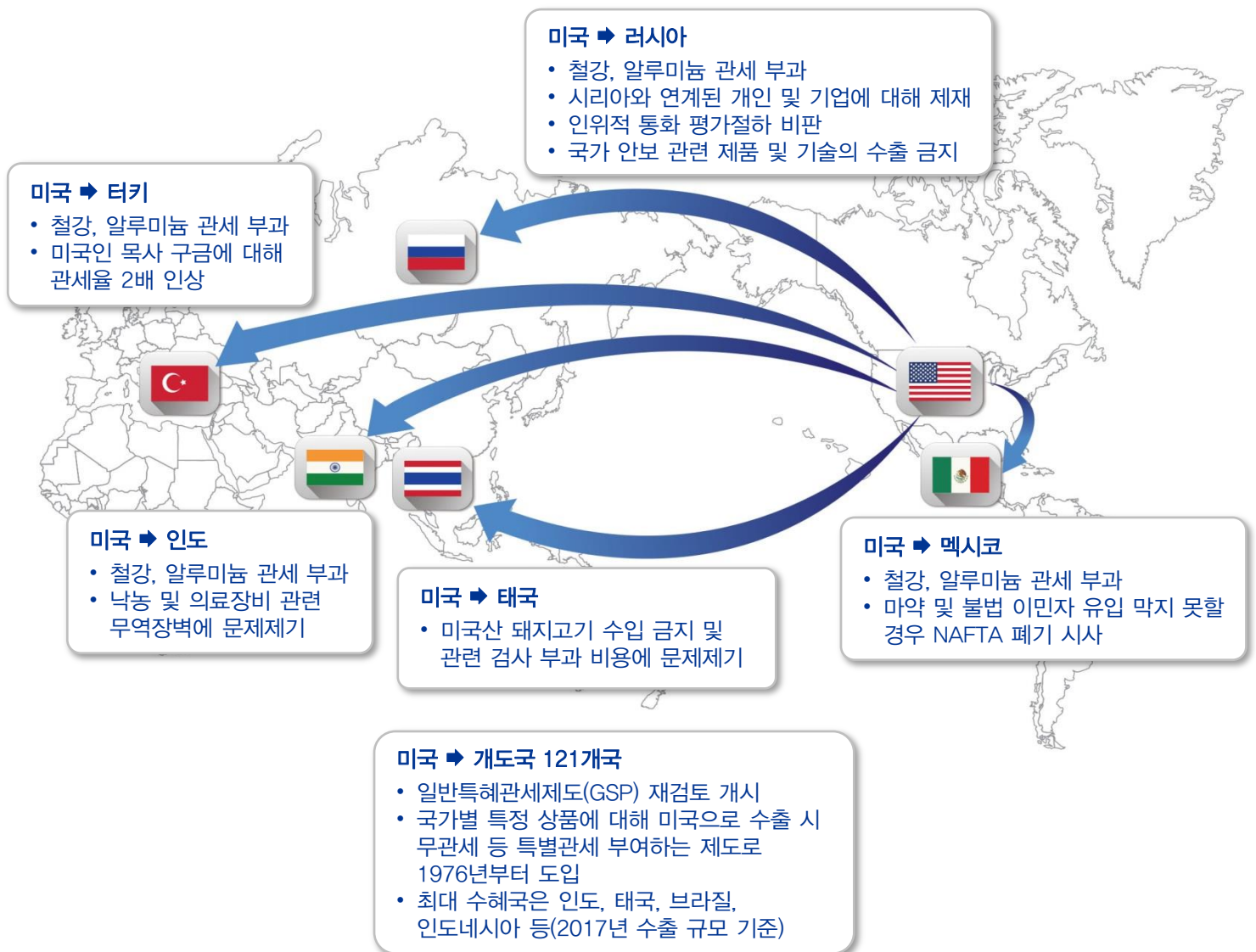
- 지난 7월 트럼프 대통령과 용커 EU 집행위원장의 협상을 계기로 갈등이 다소 완화됨. 아직 불확실성은 남아 있지만, 자동차와 농업 등 주요 품목에 대한 합의를 도출해 나가는 과정



자료: 언론 참고, IBK투자증권

# 맥락을 찾기 어려운 신흥국에 대한 무역 도발

- 중국과 유럽뿐 아니라 여러 신흥국에도 통상 압박을 진행 중인 트럼프 정부
- 대부분이 미국 무역적자에 기여한 정도가 크지 않아, 통상 압박에 따른 기대효과도 크지 않음. 그럼에도 정치적 이슈와 맞물려 무역 도발이 확산 및 격화되고 있음



자료: 언론 참고, IBK투자증권

# 반면 일관된 압박 전략을 펼치는 對중국 무역정책



재무부 환율보고서, 중국 관찰대상국 유지 (17.4.14)	○	
태양광 세이프가드 조사 개시 (5.17)	○	
세탁기 세이프가드 조사 개시 (6.5)	○	
중국 지식재산권 침해 위반으로 301조 조사 개시 (8.1)	○	
태양광 및 세탁기 세이프가드 발동 (18.1.22)	○	
중국산 철강 및 알루미늄에 관세 부과 (3.1)	○	
중국 ZTE사에 7년간 미국 기업과 거래 금지 (3.16)	○	
지재권 침해에 대응해 관세부과, WTO 제소 등 (3.23)	○	(18.3.23) \$300억 규모 보복 관세 계획 발표
301조 관세 부과 품목 공개 (4.3)	○	(4.2) 철강 및 알루미늄 관세 부과에 대응해 미국산 수입품 128개 품목에 관세 부과 발효
중국산 수입품 천억달러 규모 추가 관세 부과 검토 (4.5)	○	(4.4) \$500억 규모 미국산 수입품에 관세 부과 발표
	○	(4.10) 시장개방, 지재권 보호 강화, 자동차 관세 인하 발표
	○	(4.11) 금융회사의 외국인 지분 한도 폐지 등 시장개방 계획 발표
(5.3) 미-중 1차 무역협상		
301조 관세 부과 조치에 대한 공청회 실시 (5.15)	○	
(5.17) 미-중 2차 무역협상		
자동차 수입에 대한 조사 개시 (5.23)	○	
對중국 관세부과를 원안대로 시행한다고 언급 (5.27)	○	
(2차 무역협상 결과를 번복)		
(6.2) 미-중 3차 무역협상		
중국 ZTE사에 대한 제재 해제(벌금 \$10억 부과) (6.7)	○	
\$500억 규모 중국산 수입품에 25% 부과 승인 (6.14)	○	
\$340억 관세 부과 품목 발표 (6.15)	○	(6.16) \$340억 규모에 25% 관세 부과 맞대응 및 미국산 합금강 강관의 반덤핑 조치 기간 재심의 결정
\$2천억 중국산 수입품에 10% 추가 관세 검토 (6.19)	○	
중국자본 출자 비율이 25% 이상인 기업의 미국 투자 제한 (6.24)	○	
외국인투자심의위원회(CFIUS) 강화로 (6.27)	○	
기술유출 대응	○	(6.28) 미국산 대두 수입 취소
\$160억 관세 부과 예고 및 보복 시 \$5천억 추가 관세 부과를 시사 (7.5)	○	(7.2) 미국 마이크론 D램, 낸드 관련 제품의 중국 내 판매 중지 명령
\$340억 규모 수입품에 관세 부과 발효 (7.6)	○	
\$2천억 규모 수입품 관세 부과 계획 발표 (7.10)	○	(7.16) 미국 \$2천억 규모 관세 부과를 WTO 제소
중국 위안화 약세 모니터링 및 환율 조작 검토 (7.20)	○	
\$2천억 규모 수입품 관세 10%→25% 상향 조정 (8.1)	○	(8.3) \$600억 규모에 25% 보복관세 부과 예고
\$160억 수입품 관세 부과 계획 발표 (8.7)	○	(8.7) 인민은행, 위안화 선물환 거래 20% 증거금 부과 \$160억 수입품 관세 부과 계획 발표
(8.23) 미-중 4차 무역협상		
\$160억 수입품에 관세 부과 발표 (8.23)	○	(8.23) \$160억 규모에 25% 관세 부과 맞대응

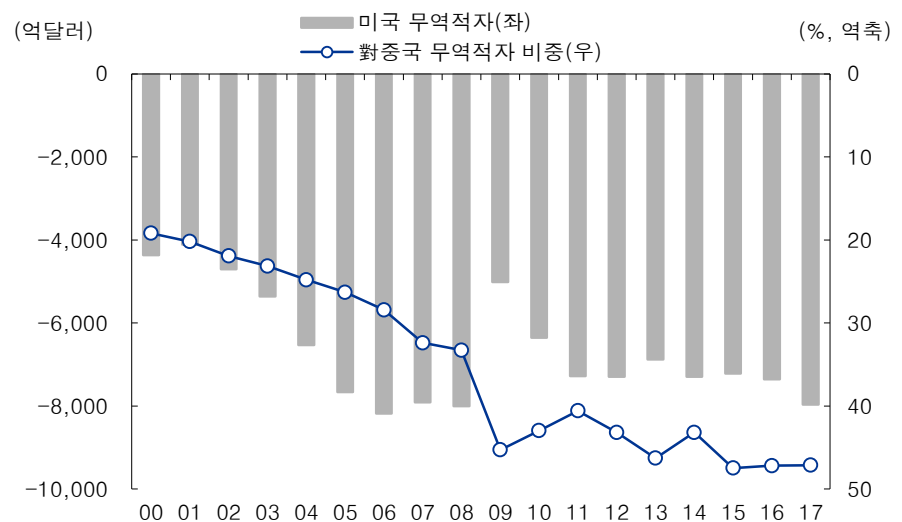
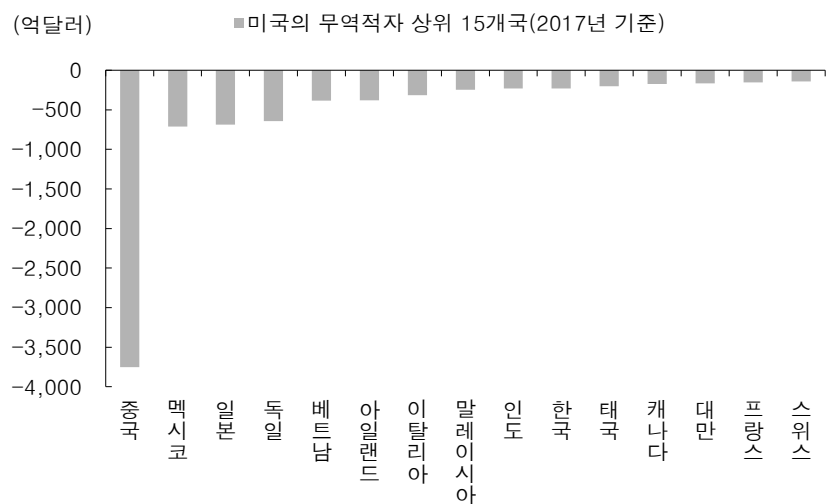
자료: 언론 참고, IBK투자증권



# 왜 중국일까?

## 중국과의 패권다툼으로 보는 시각

- 표면적으로 드러나는 것은 미국의 對중국 무역적자가 가장 크다는 것. 특히 對중국 무역적자의 36.1%가 첨단기술제품에 해당 (2017년 기준)
- 미국은 중국 ‘제조 2025 전략’ 등 첨단기술 분야에서 국가안보, 기술이전, 지적재산권 문제를 제기하면서 중국의 부상을 견제



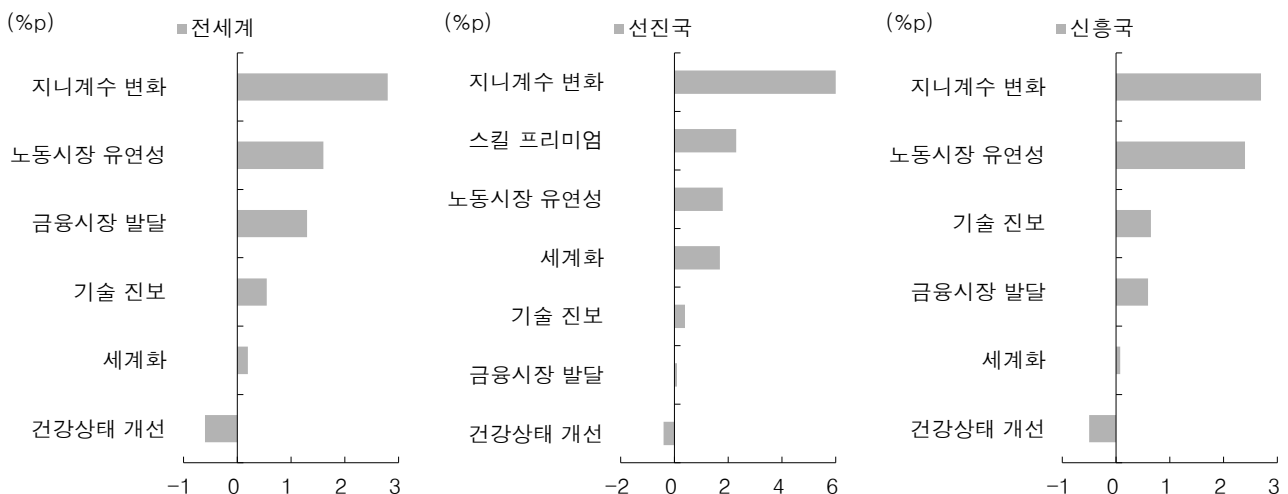
자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 그러나 본질은 트럼프 당선의 동인인 ‘반세계화’

결국 중국을 무역전쟁의 타겟으로 설정한 것은 ‘반세계화’의 필요성을 중국에 대한 피해의식으로 치환하기 위한 정치적 전략으로 해석 가능

- 불평등을 야기한 원인에 대한 인식을 보면, 신흥국은 노동시장 유연성과 기술 진보 영향이 주로 영향을 미친 반면 세계화 영향은 미미
- 이와 달리 선진국은 세계화의 영향이 노동시장의 유연성만큼 높게 나옴. 세계화로 선진국 중산층의 부(wealth)가 신흥국으로 이전되는 경향도 있기 때문
- 선진국의 저부가가치 산업이 신흥국으로 옮겨감에 따라 필연적으로 실업이 발생. 결국 세계화로 인해 일자리를 잃을 수도 있다는 불안감이 보호무역정책을 주장한 트럼프 당선의 동력

세계화가 불평등에 미치는 영향



자료: IMF(2015, Cause and Consequences of Income Inequality: A Global Perspective, LGERI자료 재인용), IBK투자증권

# 1-3

---

## 다시 등장한 ‘도광양회(韜光養晦)’ ➡ 트럼프를 만족시킬 수 있을까?

I. 트럼프발 무역갈등, 어떻게 진행되고 있는가?

- ➡ 좌충우돌하는 트럼프?
- ➡ 점차 Target이 분명해지고 있는 트럼프 무역전쟁
- ➡ 대응이 고민스러운 중국
- ➡ 점점 더 불안해진 세계

II. 어떻게 흘러갈 것인가?

III. 이번에는 어떨까?

IV. 새로운 합의가 만들어지기까지 이어지는 불안한 시간

V. 합의 후, 새로운 버블의 형성과 새로운 위기의 씨앗

# 다시 등장한 '도광양회'

덩샤오핑의 외교정책  
'도광양회'  
; 조용히 때를 기다리며 힘을 키운다

- 미국의 지속적인 도발과 통상 압박에 대한 부담으로 중국 내부에서 '도광양회' 전략의 필요성이 대두되고 있음

미중 무역전쟁 맞아 中 외교정책 '도광양회'로 회귀?

| 입력 : 2018.07.09 13:34:13

"시진핑, '도광양회' 폐기한 적 없다"

## 美공세에 놀란 췌 '중국몽' 속도조절

중베이다이허 회의 막내려

平의 외교정책인 '도광양회'(韜光養晦)의 외교정책인 '도광양회'(韜光養晦)한다는 목소리가 나오고 있다고 중화

김대기 기자 | 입력 : 2018.08.16 17:49:03 수정 : 2018.08.17 00:20:47

뷰에서 중국 외교부의 '유소작위'(有

중국 전·현직 지도부가 이달 폐막했다. 중국 지도부는 이 국가주석의 노선을 놓고 심. 부부장을 미국에 파견해 올. 간 대타협 가능성에 이목이

16일 베이징 소식통은 "지난 다이허 회의가 최근 폐막한 부흥을 의미하는 '중국몽(中 성과 중국몽에 대한 속도 조 미·중 무역전쟁이 고조되고 른다'는 의미가 담긴 덩샤오

이날 중국 공산당 기관지 인 총리는 전날 베이징 인민대. 회의를 주재했다. 통상 베이 서 자취를 감추기 때문에 한 폐막을 의미한다.

베이다이허 회의에서 무역전 무역협상에 돌입한다. 이날 부대표가 미국 측 요청으로 관을 만나 무역협상을 진행. 주의를 '거듭' 반대하고, 어. 등, 평등, 상호 신뢰의 기반이

하지만 4차 미·중 무역협상이 무역 불균형 해소, 중국의 지 요 의제로 제기하며 중국에 일방적인 보호무역주의를 포 미·중 간 갈등이 쉽게 해소되

## '중국제조 2025' 홍보 사라졌다

미 타깃 되자 언론에 함구령  
시진핑 최근 연설서도 언급 안해  
일부 관료 "공개 추진해 압박 자조"

중국의 미래 혁신산업 육성 계획인 '중국 제조 2025'가 미국의 주요 공격 대상으로 지목 되면서 당국이 홍보 활동을 사실상 중단했 다.

중국 관영 <신화통신>은 올해 1~5월 '중국 제조 2025' 관련 보도를 140차례 내놓은 반면, 올해 6월5일 이후로는 한 번도 관련 보도 를 하지 않았다고 <로이터> 통신이 26일 보도 했다. 서구의 한 고위 외교관은 "중국 관료들 이 최근 '중국 제조 2025'를 깎아내리기 시작 했다. ('중국 제조 2025' 가운데) 외국의 분노를 산 부분은 중국 학계의 제안일 뿐이었음을 강조하고 있다"고 전했다. 그는 "일부 관료들 은 정부가 이 계획을 강하고 공개적으로 추 진해 대중국 압박을 증가시킨 것은 실수였음 을 인정"하고 있다고 덧붙였다.

시진핑 국가주석은 지난달 28일 중국과 학원·중국공정원 대회 연설에서도 과학기

술 혁신을 역설했지만 '중국 제조 2025'라는 표현은 사용하지 않았다. 관영매체 기자들 도 이 구상을 더는 거론하지 말라는 지시를 받은 것으로 확인했다고 <로이터>는 전했다.

이런 가운데 중국의 과학기술이 선진국 에 견주면 아직 한참 뒤떨어져 있는데도 과 도한 자신감을 보이고 있다고 지적하는 목 소리가 중국 매체에 등장하기 시작했다. 덩 샤오핑 시대의 외교 노선인 '도광양회'(자신 을 드러내지 않고 때를 기다리며 실력을 키 운다)처럼 검손을 내세워 내부 단속을 하고 있는 셈이다.

'중국 제조 2025'는 차세대 정보기술, 로봇, 항공·우주, 해양공학, 고속철도, 고효율·신에 너지 차량, 친환경 전력, 농업 기기, 신소재, 바이오 등 10대 분야에서 혁신을 이뤄 핵심 부 품과 자재의 국산화율을 2025년에 70%까지 달성한다는 계획이다. 2015년 리커창 총리가 전국인민대표대회에서 처음 밝힌 전략이다. 미국은 이를 외국 기업들에 대한 '기술 탈취' 를 상징하는 동시에 중국의 경제 패권 추구를 집약하는 전략으로 받아들이며 반발하고 있다.

베이징/김외현 특파원 oscar@hani.co.kr

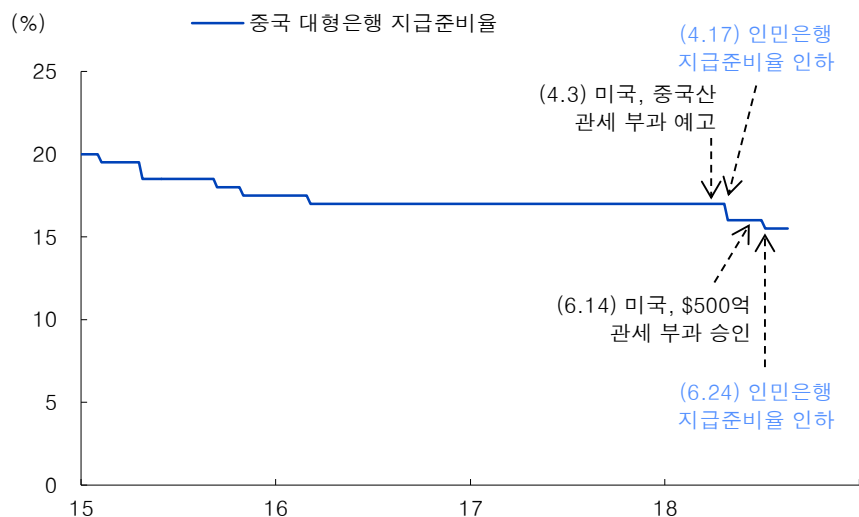
자료: 언론 인용

# 실제로 중국의 한발 물러서는 움직임

미국의 보호무역 조치에 대해 동일한 규모와 수준의 맞대응을 점차 자제하는 모습

무역전쟁으로 인한 경기 둔화에 재정, 통화 정책 활성화로 대응

- 부채 감축을 위한 긴축정책 기조에도 불구하고, 미국 관세 위협에 따른 경기 위축 및 자금 경색을 방어하기 위해 대규모 유동성을 공급하고 은행 지급준비율을 인하 ➡ 위안화 약세 유도



자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 정치적으로 선명성을 버릴 수 없는 시진핑 정부

지난해 집권 2기를  
시작한 시진핑 정부  
입장에서는 도광양회  
로 선회하기도 어려움

- 중국 굴기 등 시진핑 정부의 체면이나 리더십 문제를 감안하면, 경기 둔화 방어를 명분으로 무조건 도광양회의 태도를 보일 수도 없는 상황



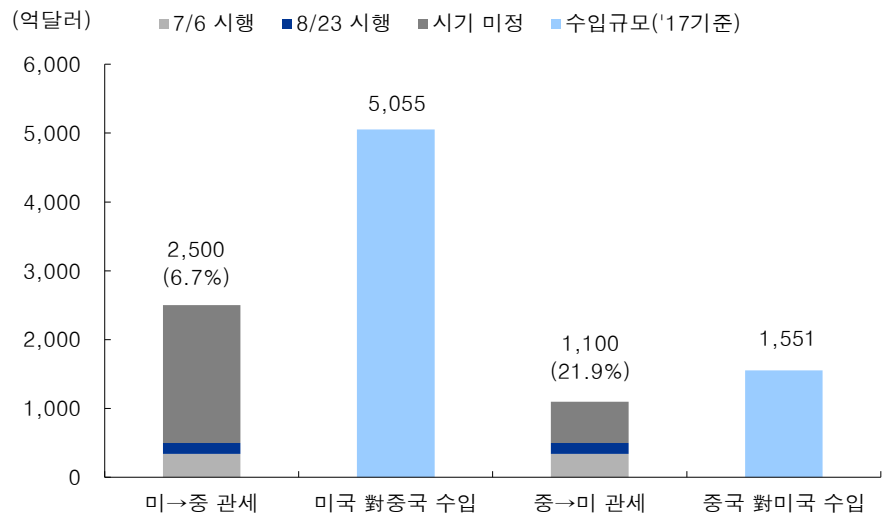
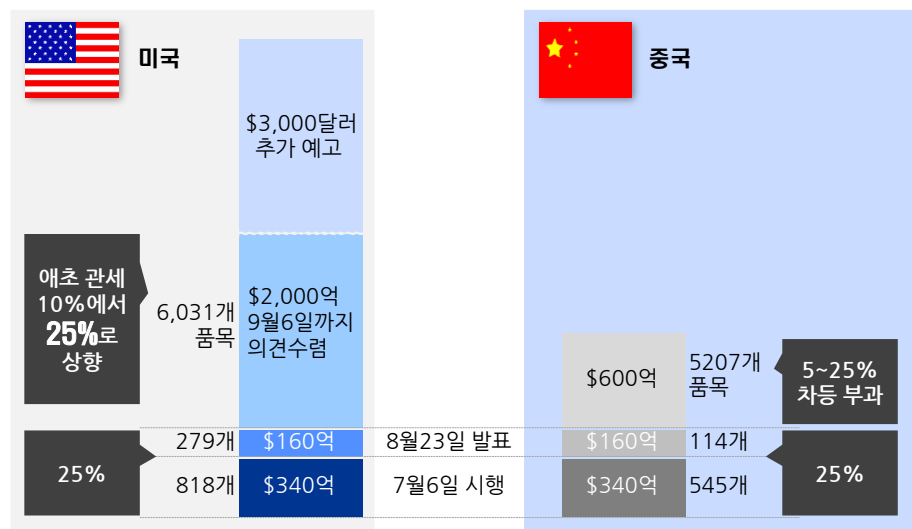
자료: IBK투자증권

# 하지만, 현실적인 제약들

미국과 중국의 무역  
구조 자체가 중국의  
전략적 대응에 한계로  
작용

- 중국의 對미국 수입 규모를 감안하면, 양적으로 접근하는 미국의 관세 전쟁에서 이길 수 없는 중국
- 미국이 추가 관세 부과를 예고한 수입 규모는 최대 \$5천억 vs. 중국이 미국에 관세를 부과할 수 있는 규모는 최대 \$1.5천억

미 트럼프를 만족시킬  
수 있을까? ➡ 단기에  
합의 도출이 어려운  
이유



자료: USTR, Bloomberg, IBK투자증권

# 1-4

---

## 간과할 수 없는 중국 비중과 버블 그리고 자주 등장하는 위기론

I. 트럼프발 무역갈등, 어떻게 진행되고 있는가?

- ➡ 좌충우돌하는 트럼프?
- ➡ 점차 Target이 분명해지고 있는 트럼프 무역전쟁
- ➡ 대응이 고민스러운 중국
- ➡ 점점 더 불안해진 세계

II. 어떻게 흘러갈 것인가?

III. 이번에는 어떨까?

IV. 새로운 합의가 만들어지기까지 이어지는 불안한 시간

V. 합의 후, 새로운 버블의 형성과 새로운 위기의 씨앗

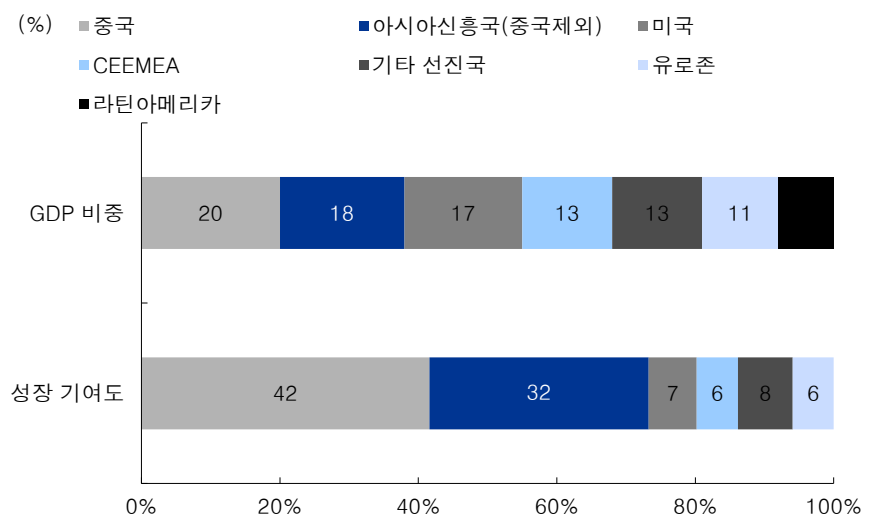


# 간과할 수 없는 중국 효과

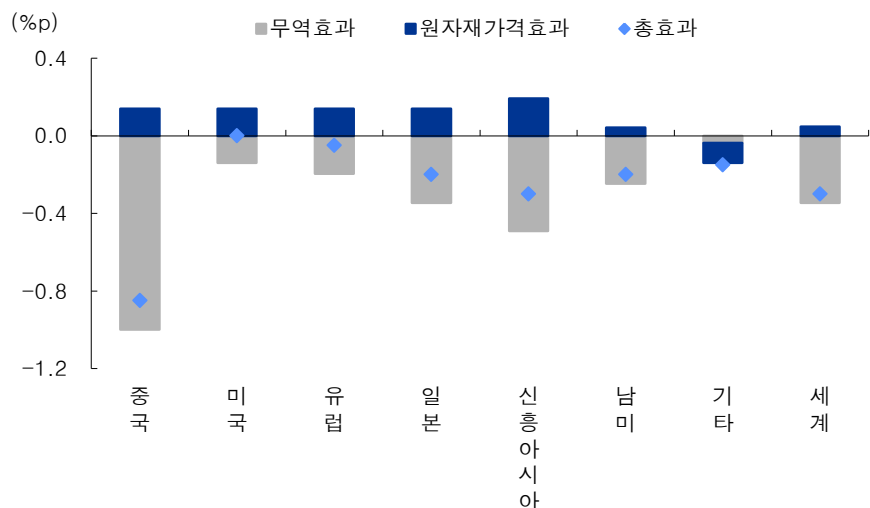
2011년 이후 정체된  
글로벌 교역,  
그리고 중국의 둔화

- 구매력(PPP) 기준 중국 GDP는 이미 미국을 넘어섰고, 성장 기여도 측면으로 평가하면 그 차이는 더 벌어져 있음
- 중국의 성장둔화는 교역 감소, 원자재 가격 하락을 통해 글로벌 경제에 파급됨 ➡ 교역 감소로 인한 부정적 효과와 원자재 가격 하락으로 인한 긍정적 효과 중 부정적 효과가 더 강함
- 미국과 유럽에는 상대적으로 영향이 적고, 무역 의존도가 높은 아시아 신흥국에 영향이 크게 나타남

중국이 글로벌에서  
차지하는 비중



중국 성장둔화의 영향



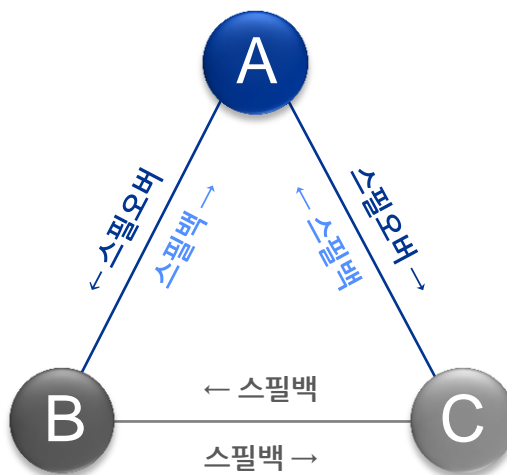
자료: Haver Analytics, IMF, DB, ADB, IBK투자증권

# 중국 둔화의 영향...네트워크 효과

네트워크 효과 ?  
Spillover, Spillin  
and Spillback

중국은 세계 170개국  
중 각각 168개 및  
166개국과 수입 및  
수출관계

- 네트워크 효과는 A국이 교역국인 B, C국에 미치는 영향인 스피lover, A국을 제외한 B, C국간 발생하는 영향인 스피lin, 영향을 받은 B, C국이 다시 A국에 전파하는 영향인 스피백(spillback)으로 구성
- 최초 충격 발생국의 수입수요 감소→1차 교역국 수출액 감소→1차 교역국이 수입대금으로 치를 수 있는 자금 감소→1차 교역국 수입수요 감소→2차 및 n차 교역국 수출액 감소→...



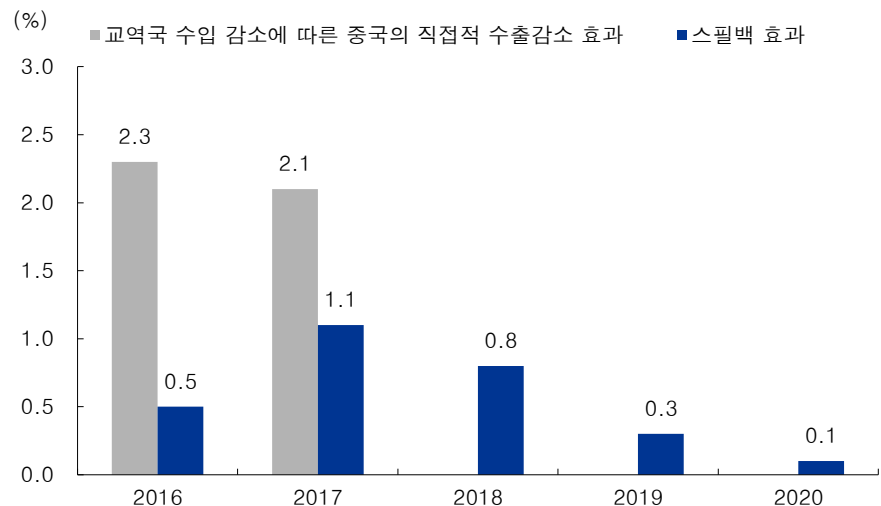
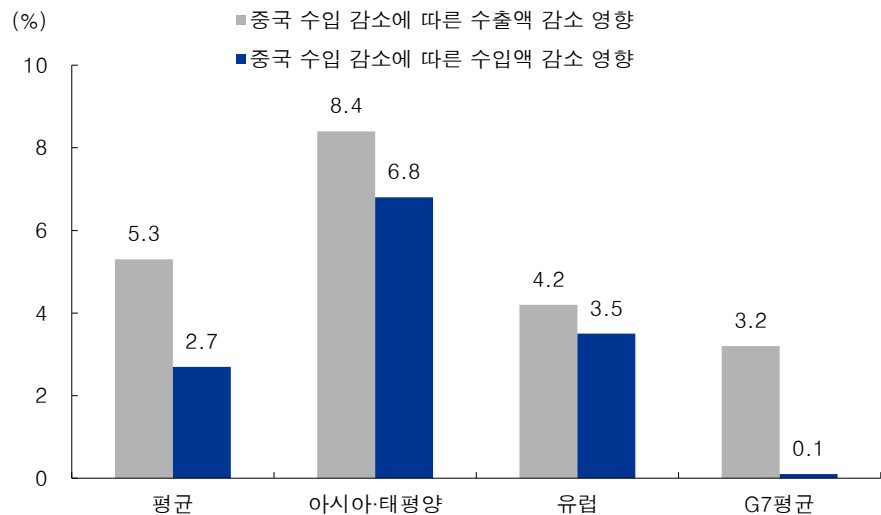
자료: 한국은행(인용)

# 중국 수입감소가 글로벌 경제에 미치는 영향

교역량이 많은 아시아  
지역이 수출입 모두에  
서 가장 크게 위축

중국 역시 네트워크  
효과로 인해 직접적  
수출감소 효과가  
GDP에 반영될 것

- 2016~17년 중 중국의 수입이 10% 감소할 경우 2016년 중 전 세계 수출액은 전체 GDP 대비 1.2% 감소하며 동 감소폭은 네트워크 효과로 인해 2017년 중 2.0%로 확대된 뒤 2020년 중 0.2%로 축소될 것으로 분석 (IMF, 2015.10 WEO)

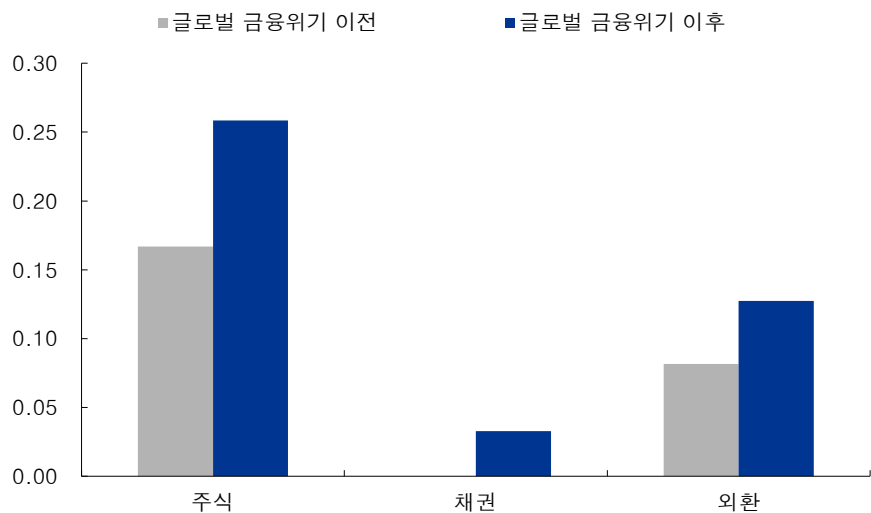


자료: IMF(인용), IBK투자증권

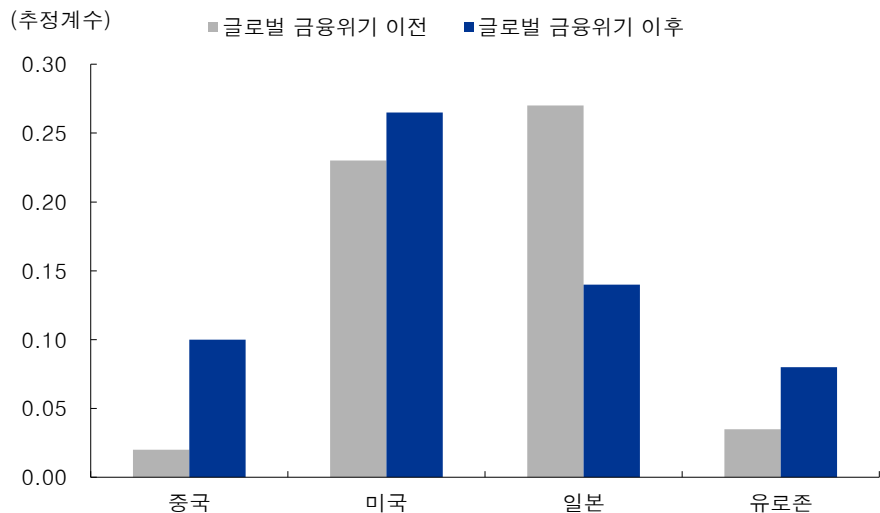
# 중국의 금융시장에 대한 영향력도 확대

- 교역량이 많은 아시아 지역은 상품경로뿐만 아니라 금융경로를 통해서도 중국발 변동에 노출돼 있음
- 중국 파급효과는 아직 미국에 비해 낮지만 금융위기 이후 크게 증가해 일본과 비슷한 수준

## 중국과 아시아 금융시장 상관관계



## 주요국에 대한 아시아 주식시장 민감도

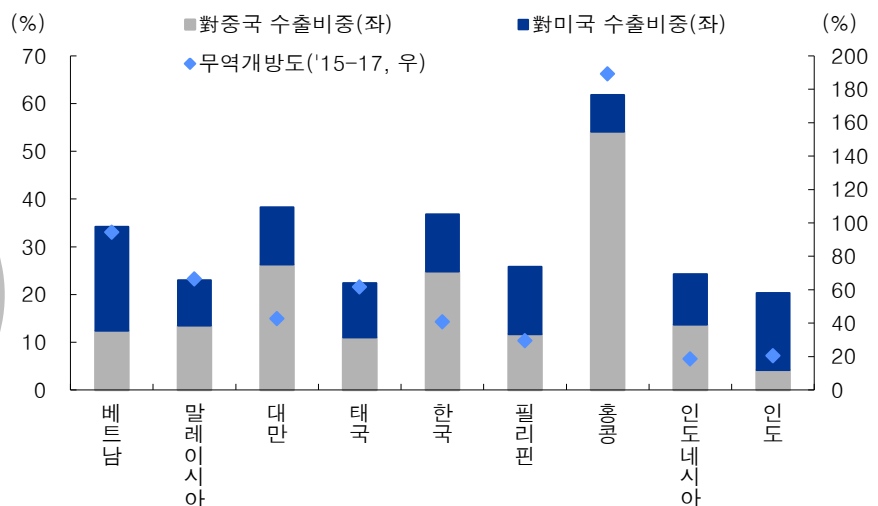
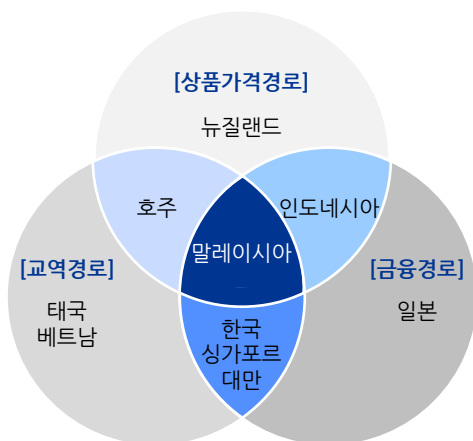
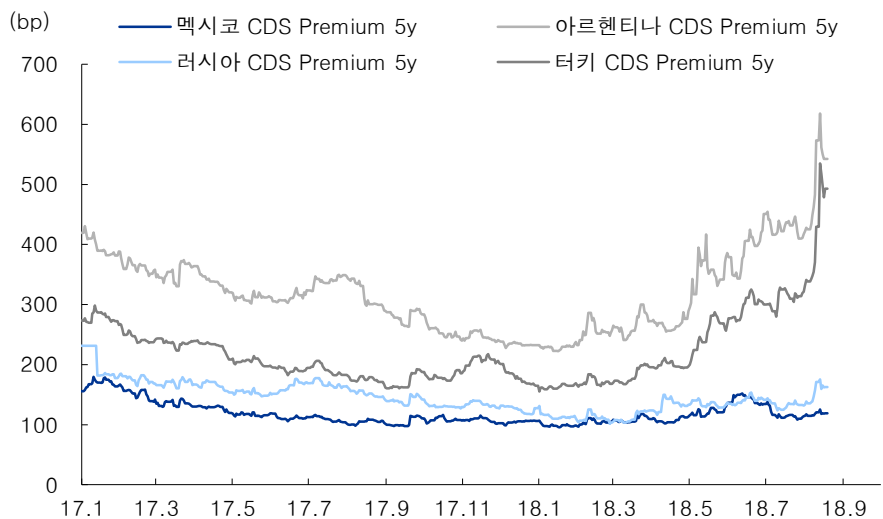


자료: Bloomberg, IMF, IBK투자증권

# 더 높아진 위기설에 시달리는 신흥국 경제들

직, 간접적으로  
미국과의 무역분쟁  
리스크에 노출된  
신흥국들

- 일차적으로는 미국과 무역분쟁이 발생한 신흥국(중국, 러시아, 터키 등) 금융시장에서 높은 변동성 발생
- 이는 신흥국 전반에 대한 불안으로 확산되면서 금융시장 변동성을 야기함
- 특히 경제적 측면에서는 중국과의 교역량이 많은 아시아 신흥국들이 하방 리스크에 노출됨

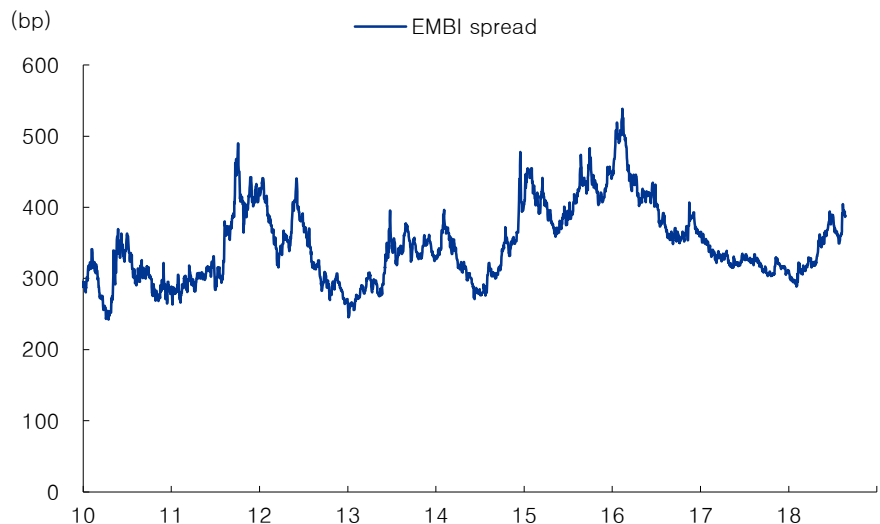


자료: Bloomberg, IMF, WTO, IBK투자증권

# 높아진 외환시장의 불안정성

격화되는 미-중 관세  
부과 강행에 따른 위  
안화 급락으로  
무역분쟁이 환율 부문  
으로 확산될 수 있다  
는 우려가 반영

- 인민은행의 위안화 약세 억제 조치 등에도 불구하고, 미국과의 무역분쟁에 따른 경기 둔화 우려로 위안화 약세가 불가피한 중국
- 특히 위안화 약세에 연동해 급격히 하락하는 이머징 통화지수 ➡ 신흥국 외환시장의 불안을 반영



자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 2

---

## 과거로부터의 교훈 ➡ 반복되는 갈등과 결말

- I. 트럼프발 무역갈등, 어떻게 진행되고 있는가?
- II. 어떻게 흘러갈 것인가?
- III. 이번에는 어떨까?
- IV. 새로운 합의가 만들어지기까지 이어지는 불안한 시간
- V. 합의 후, 새로운 버블의 형성과 새로운 위기의 씨앗

# 2-1

---

## 1970년 이후 공화당의 정책 기조 ➡ 반복된다는 것은 과거와 비교해 볼 수 있다는 것

I. 트럼프발 무역갈등, 어떻게 진행되고 있는가?

II. 어떻게 흘러갈 것인가?

- ➡ '무역압박과 세금'은 트럼프만의 무기가 아니다
- ➡ 과거 미국은 의도한 결과를 얻었는가?
- ➡ 트럼프의 의도대로 미국 무역수지 적자가 축소된다면?
- ➡ 과거 미 공화당 'Strong man'들은 어떻게 문제를 풀어나갔는가?

III. 이번에는 어떨까?

IV. 새로운 합의가 만들어지기까지 이어지는 불안한 시간

V. 합의 후, 새로운 버블의 형성과 새로운 위기의 씨앗



# 공화당 ‘Strong man’들의 1기 정책들

시기상 차이는 있으나  
감세, 보호무역 강화  
등이 주된 특징

- 감세와 재정확대, 무역보복이라는 공화당 정책의 핵심은 레이건 때 완성
- 트럼프 역시 공화당 1기의 전철을 밟아가는 중. 지난해 감세 정책을 통과시킨 이후 올해는 보호무역 강화에 집중

➡ 과거 정책의 반복  
이라는 점이 중요한  
이유는 과거 성과와  
비교할 수 있기 때문

	리처드 닉슨 1기('68~'71)	로널드 레이건 1기('81~'84)	조지 워커 부시 1기('01~'04)
상원(다수당)	민주당	공화당	민주당
하원(다수당)	민주당	민주당	공화당
대내외 환경	- 브레튼우즈 체제 유지 (금1온스=35달러) - 1967년 프랑스의 금폴 탈퇴로 법정 금가격과 시장 금가격 간 괴리 발생	- 1979년 오일쇼크 여파로 에너지 효율이 높은 일본 자동차 수입 증가 - 스태그플레이션 극복을 위한 연준의 금리 인상 - 중남미 외채 위기에 따른 안전자산 선호 현상	- 1998년 Fed의 외환개입 (달러화 매도/엔화 매수) - 2000년 9월 Fed, ECB, BoJ의 유로화 가치 지지를 위한 외환개입 - 2001년 미국 9.11 테러와 2003년 이라크 전쟁 으로 미국 경기 위축 우려 확대
주요 정책	(69년 중) 무역수지 개선책 - 미국 수출산업 경쟁력 강화를 위한 제반조치 - 상품 수입에 대한 규제 범위 확대 - 미국 상품 수출에 대한 무역장벽 제거, 관계국 과의 교섭 강화  (69년 중) 독점금지정책 강화 - 민간기업 활동 촉진  (71.8) 닉슨 쇼크 - 달러의 금태환 중지 - 모든 수입품에 10% 관세(수입 과징금) 부과  (71.8) 신경제정책 - (71.8~71.11) 물가 및 임금 동결 - (71.11~73.1) 물가상승률 연 2.5% 이내로 억제	(81.2) 경제회복세법(ERTA, Economic Recovery Tax Act) 제정 - 개인소득세 최고한계세율 70%→50% 인하 - 개인퇴직기금(IRAs) 도입으로 개인저축률 제고 - 기업의 감가상각제도 완화로 기업의 과세 소득 축소 유도  인플레이션과 경기침체에 대응해 통화 긴축/ 확대 정책 혼용 - (80.8~81.10) 연준 통화 긴축 기조 - (81.11~82년) 연준 통화 완화 기조  (81년 중) 수출자유규제 - 미-일 양국간 일본차의 대미수출을 연간 168만대로 제한(84년에는 185만대로 확대)	FTA 체결 확대(요르단, 칠레, 싱가포르, 호주, 모로코, 중앙아메리카, 도미니카, 바레인)  (01.6) 경제성장 및 조세감면법 제정 - 개인소득세 최고한계세율 39.6%→35%, 최저한계세율 15%→10%, 중간단계 세율 3%p 씩 인하 - 자본이득세(5년 이상 보유 주식) 10%→8% 인하  (01.9) 9.11 사태 이후 400억달러의 긴급추경예산 편성 (02.3) 수입 철강에 대한 긴급수입제한(세이프가드) 시행 (02.5) 농업법(Farm bill, 농업 보조금 지불) 제정 (02.8) 대통령에 무역촉진권(=신속처리권) 부여 (03.9) 두바이 합의(G7 재무장관, 중앙은행 총재 연석 회의) - 더 유연한 환율제도를 요구하는 성명서 채택 - 달러에 대해 인위적으로 통화가치를 낮추고 있는 위안화와 엔화 등 아시아 통화를 겨냥
영향	무역수지 악화	달러 강세 재정/무역수지 악화	달러 약세 전환 재정/무역수지 악화

자료: IBK투자증권

# 공화당과 민주당 정책 비교

철학과 출발에서  
차이가 있음

- 일부 민주당 정책과 유사한 것도 있으나 트럼프 정책의 골간은 공화당에 뿌리를 두고 있음

하지만 최근 들어서는  
무역정책 등에서 유사  
해지는 모습도 보임

	민주당	공화당
성향	연방정부의 역할 강화 지지, 복지국가 추구	연방정부의 영향력 축소 지지, 시장경제체제 우선주의
지지층	중소기업, 근로자, 농민, 노조	대기업, 투자자, 자영업자
대외통상 정책	공정무역, 보호무역 주장 - 세계화 및 개방적 대외통상 환경에 부정적 - 미국 근로자의 일자리를 해외로 유출시키는 FTA 반대	자유무역 주장 - 세계화 및 개방적 대외통상 환경에 긍정적 - 감세 및 규제 완화를 통한 적극적인 자유무역 지지
재정 정책	무리한 재정적자 확대 반대, 재정건전화 추구 - 최저임금 인상 추진, 고소득층에 대한 세제혜택 폐지	감세정책을 통한 투자 활성화 및 경제 성장 유도 - 소득세 및 상속세 감면
대기업 정책	대기업 혜택 축소 - 보조금 폐지 및 축소, 대기업 간 가격담합 감시 강화, 기업 간 경쟁 유도	보조금 지급 등 대기업 혜택 부여 - 보조금 지급, 정책적 지원
환경 및 에너지 정책	국제 기후협약 참여, 환경 중시 - 석유회사에 대한 보조금 폐지로 대체에너지 개발 지원 - 에너지 독립을 위한 각종 지원	국제 기후협약 탈퇴, 경제성장과 효율성 중시 - 석유무기화에 대응해 유전 개발 지지, 석유회사 보조금 지급 - 환경 오염에 대해 강제적 수단보다 시장 기제적 인센티브 제공
의료 정책	연방정부가 적극적으로 나서서 전 국민을 대상으로 하는 의료보장체계 추진	연방정부 단독 결정보다 시장경쟁과 소비자 선택 기반으로 한 의료보장체계

	민주당	공화당
대외통상정책 기초	공정무역, 보호무역 주장 - 무역적자 해결을 위한 새로운 대안 마련 주장(제조업 경쟁력 강화 방안, 거시 및 통화 정책의 운용, 강력한 무역법 시행, 다자무역체제의 규범 정비, 기존 무역협정의 보완 및 감독 강화)	자유무역 주장 - 생활환경개선과 세계 경제의 안정성을 제고시킬 수 있는 가장 유용한 수단으로 인식
- 신속처리권(=무역촉진권)	권한 도입에 따른 노동 및 환경문제 과소평가 우려로 반대	국제통상환경에 능동적으로 대처하기 위해 반드시 필요
- 노동 및 환경 관련	노동 및 환경 문제와 통상 이슈의 연계 주장 - 노동 및 환경 개선을 위한 세계적 규범 마련(국제기구의 규범 정비)	노동 및 환경과 통상의 이슈의 구분, 개별 포럼을 통한 협의 주장 - 노동 및 환경 문제의 고려가 자유무역 정신을 훼손할 가능성을 우려
초당적인 대외통상정책	1) 다자무역체제의 확대 및 강화 - 다자무역체제의 확립이 미국 경제의 이해를 제고시키는 데 도움이 될 것이라고 판단 - 우루과이라운드, WTO 등 다자무역체제 형성 및 적극적 참여를 통한 세계 무역 이슈의 효과적 대응이 필요하다고 판단 2) 1990년대 이후 국내산업보호와 외국의 불공정무역에 대한 대응 강화 - 민주당의 경우 원래 공정무역을 중시. 공화당의 경우 1990년대 후반 경상수지 적자 확대에 따른 대응으로 국내산업의 보호 및 지원에 적극적	

자료: 대외정책연구원 자료 참고, IBK투자증권

# 2-2

---

## 부정적인 경기 흐름 ➡ 가장 중요한 것은 의도와 다른 달러 강세

I. 트럼프발 무역갈등, 어떻게 진행되고 있는가?

II. 어떻게 흘러갈 것인가?

- ➡ '무역압박과 세금'은 트럼프만의 무기가 아니다
- ➡ 과거 미국은 의도한 결과를 얻었는가?
- ➡ 트럼프의 의도대로 미국 무역수지 적자가 축소된다면?
- ➡ 과거 미 공화당 'Strong man'들은 어떻게 문제를 풀어나갔는가?

III. 이번에는 어떨까?

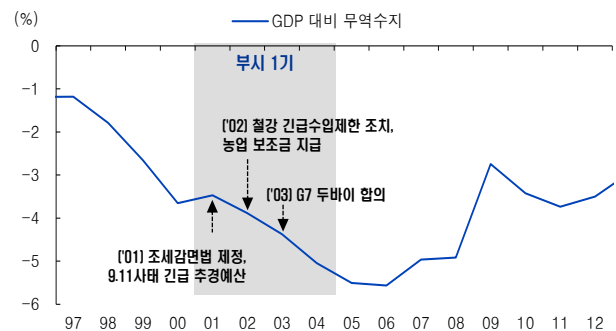
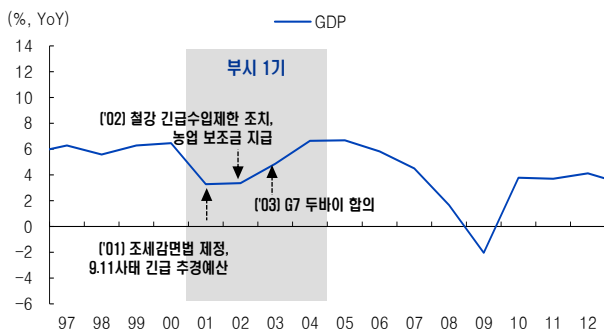
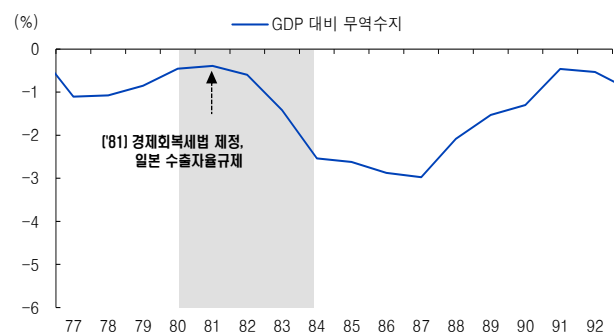
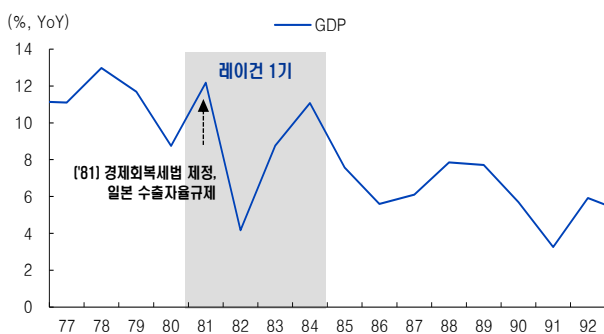
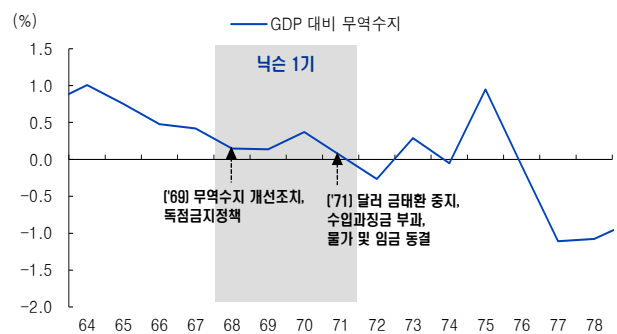
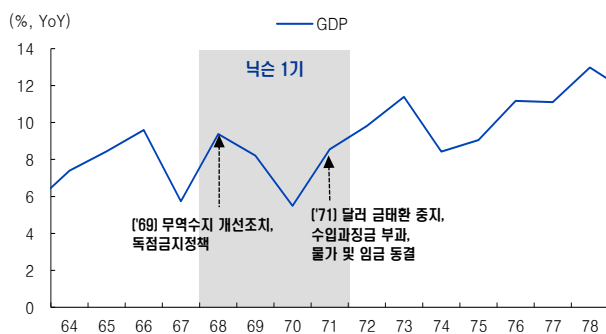
IV. 새로운 합의가 만들어지기까지 이어지는 불안한 시간

V. 합의 후, 새로운 버블의 형성과 새로운 위기의 씨앗

# 지지부진한 성장률과 악화되는 무역수지

보호무역 조치들이  
큰 효과를 발휘하지  
못함

- 감세와 같은 재정지출 확대 조치는 당해에만 효과를 보일 뿐, 지속적인 성장 효과를 찾기 어려움
- 보호무역 조치의 경우, 시행 이후에 오히려 무역수지가 악화되는 흐름

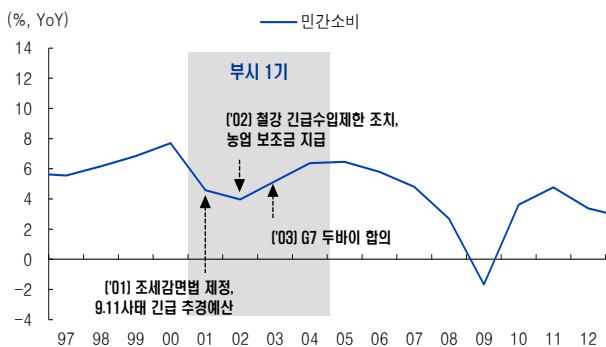
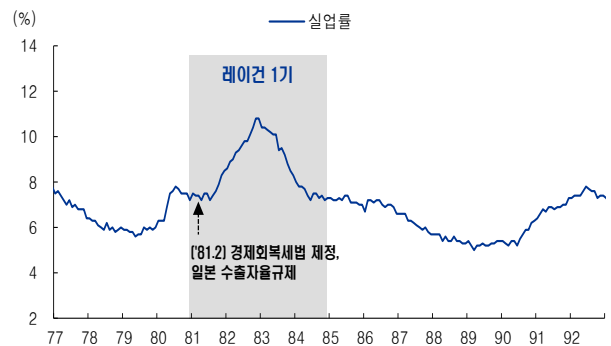
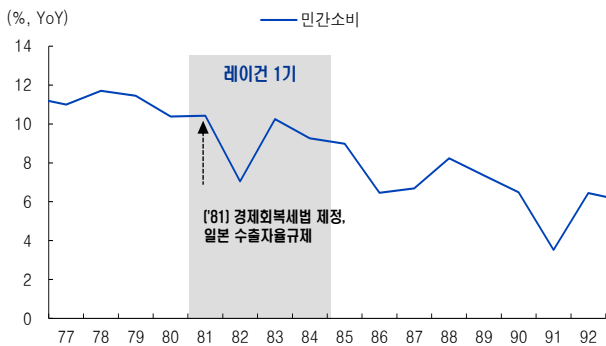
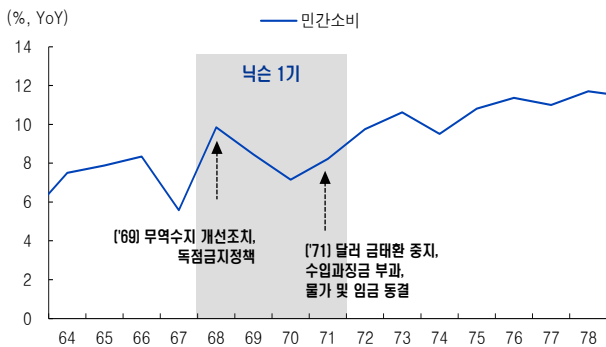


자료: CEIC, IBK투자증권

# 소비와 고용지표 일시적 개선 그러나...

소비와 고용지표에 미치는 영향도 마찬가지

- 감세나 보조금 지급, 보호무역 조치 등 시행 직후에는 가계와 기업의 기대심리를 높여 소비와 고용에 긍정적 영향을 보임
- 하지만 그 다음해부터 소비와 고용 지표들은 다시 악화됨

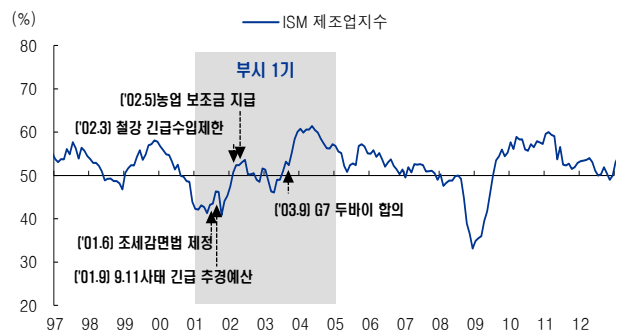
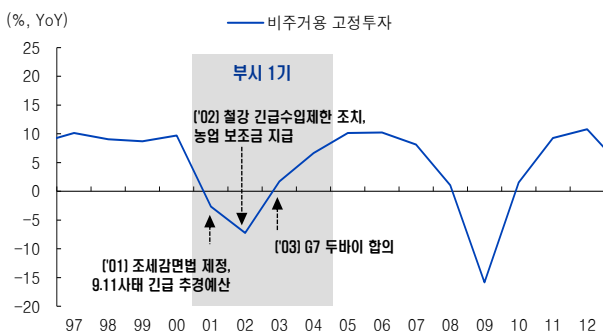
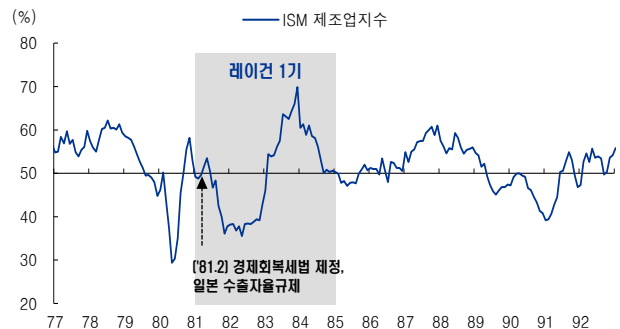
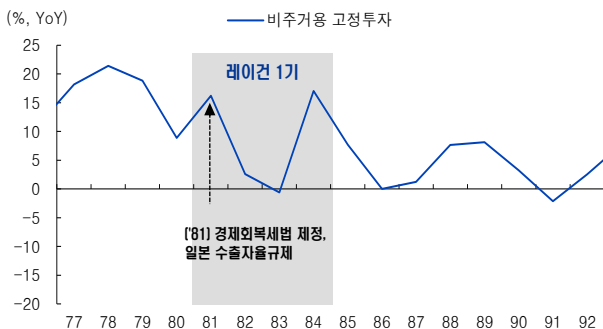
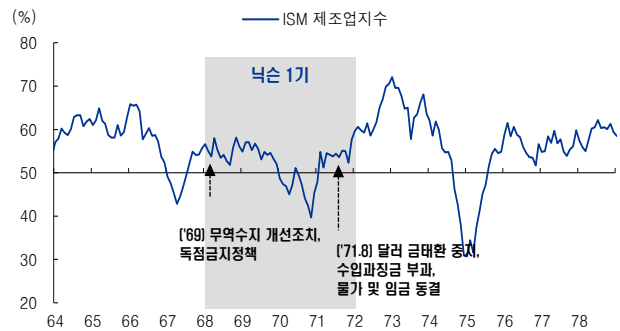
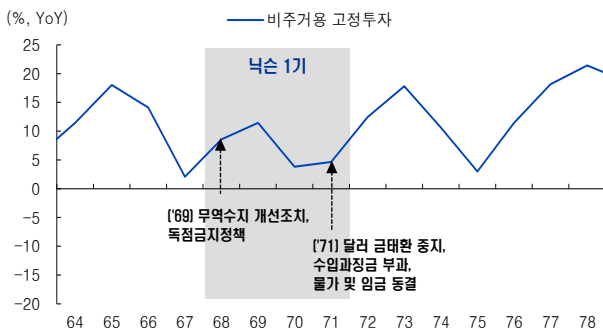


자료: CEIC, IBK투자증권

# 기업체감경기와 기업투자는 큰 변화 없음

감세정책을 통한 투자  
활성화 및 경제 성장  
유도라는 공화당의 주  
장을 1970년 이후 공  
화당 집권기에 Data로  
확인하기는 어려움

- 감세로 기업의 세후 이익은 즉각적으로 늘어나지만, 그 이익이  
중장기적인 투자로 연결되지는 않음
- 감세 정책 전후의 투자 관련 실물 및 심리 지표들은 뚜렷한 방향  
성을 갖지 않음

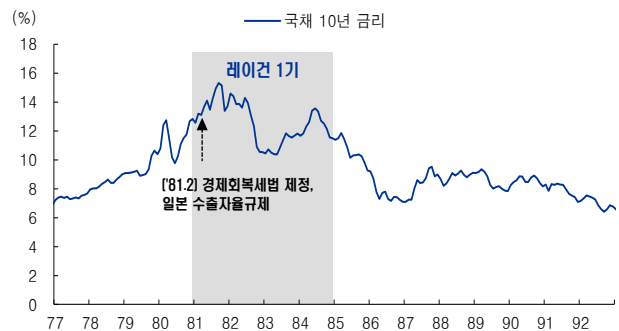
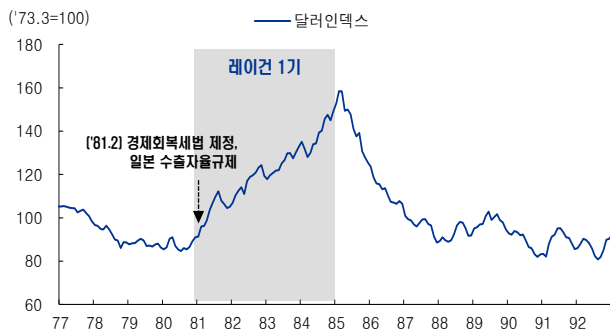
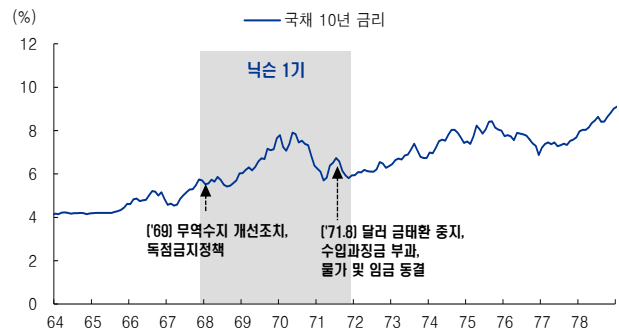
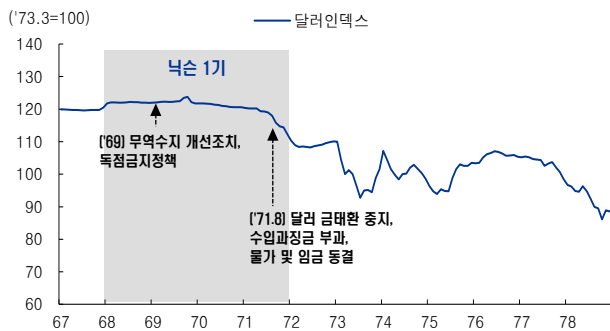


자료: CEIC, IBK투자증권

# 가장 중요한 실패 이유는 의도와 다른 미 달러 강세

감세와 재정지출 증가  
그리고 보호무역 조치  
등이 취해진 시기는  
대체로 미 달러 강세  
기간

- 결국 감세를 비롯한 재정정책은 성공적이었다고 보기 어려움
- 이유는 ‘감세 → 재정 악화 → 금리 상승 → **달러 강세** → 제조업 또는 기업 실적 위축 → 투자 위축’ 으로 연결됐기 때문



자료: CEIC, IBK투자증권

# 2-3

---

## 여전히 작동하는 트리핀 딜레마 (Triffin's Dilemma)

I. 트럼프발 무역갈등, 어떻게 진행되고 있는가?

II. 어떻게 흘러갈 것인가?

- ➡ '무역압박과 세금'은 트럼프만의 무기가 아니다
- ➡ 과거 미국은 의도한 결과를 얻었는가?
- ➡ **트럼프의 의도대로 미국 무역수지 적자가 축소된다면?**
- ➡ 과거 미 공화당 'Strong man'들은 어떻게 문제를 풀어나갔는가?

III. 이번에는 어떨까?

IV. 새로운 합의가 만들어지기까지 이어지는 불안한 시간

V. 합의 후, 새로운 버블의 형성과 새로운 위기의 씨앗



# 미국의 무역수지 적자는 누구 탓인가?

## 트리핀 딜레마 (Triffin's Dilemma)

### 또는 유동성 딜레마

- 준비통화가 국제 경제에 원활히 쓰이기 위해 풀리려면 준비통화 발행국의 적자가 늘어나고, 반대로 준비통화 발행국이 무역 흑자를 보면 준비통화가 덜 풀려 국제 경제가 원활해지지 못하는 역설
- 한 나라의 통화를 국제통화로 사용할 때, 그 나라의 국제수지가 흑자가 되면 타국에 대한 통화공급이 막히게 돼 세계 전체가 국제유동성 부족으로 고심하게 될 우려가 있고, 반대로 그 나라의 국제수지가 적자가 되면 국제통화로서 신뢰도를 해치게 되는 모순

## 미국의 달러 패권 남용

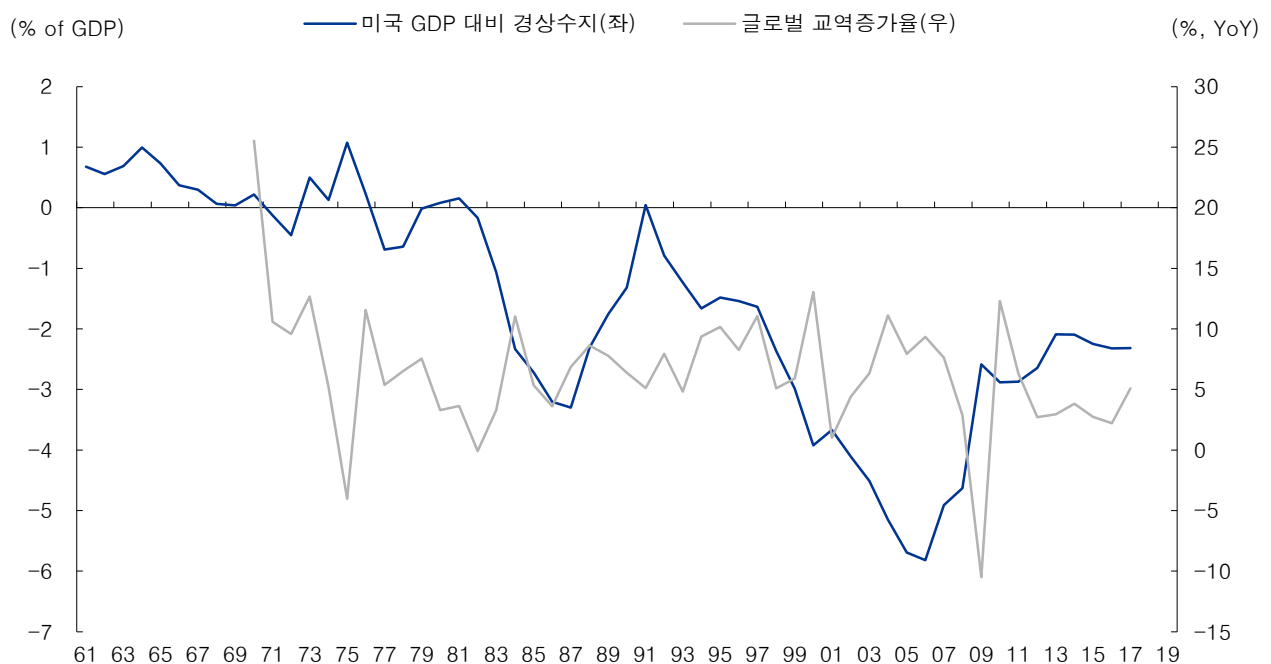
- “달러와 황금의 연결고리가 끊어진 후 국제금융시장은 더욱 불안정해진 가운데 각국은 자국 금융시장과 경제환경의 안정을 위해 달러를 비축할 필요가 생겼으며, 이를 위해 수출을 늘려 달러를 확보해야만 했다. 미국은 달러 발행 국가로서 외환 보유가 필요하지 않고 무역적자를 정산할 필요가 없다. 오로지 인쇄기를 돌려 알록달록한 종이 지폐를 찍어내 다른 국가들에게 지급하면 되는 것이다. 당연히 이는 달러의 평가절하를 초래할 것이지만, 미국은 달러 평가절하의 해악을 결코 부담하지 않는다. 화폐 평가절하는 이익의 재분배를 가져오고, 이득을 얻는 것은 발행국이다. 그래서 미국인들은 저축을 적게 하고, 돈을 빌려 소비를 하는 등 달러의 평가절하로부터 이점을 얻는다. 달러 평가절하로 인한 손실은 실제 달러를 비축하는 국가들이 부담해왔다.”

(우치양(吳強), LG경제연구원, 2010년 11월 10일 자료 인용)

# 트럼프의 의도대로 미국의 무역수지 적자가 축소된다면?

## 글로벌 교역환경의 위축을 의미함

- 기축통화인 달러의 역할은 브레튼우즈 체제가 종료된 이후에도 ‘트리핀 딜레마’와 같은 상황을 여전히 마주하고 있음
- 미국의 무역수지 개선은 세계 최대 수입시장인 미국이 장벽을 높이 쌓은 결과이거나 수입수요 감소의 결과일 수 있음

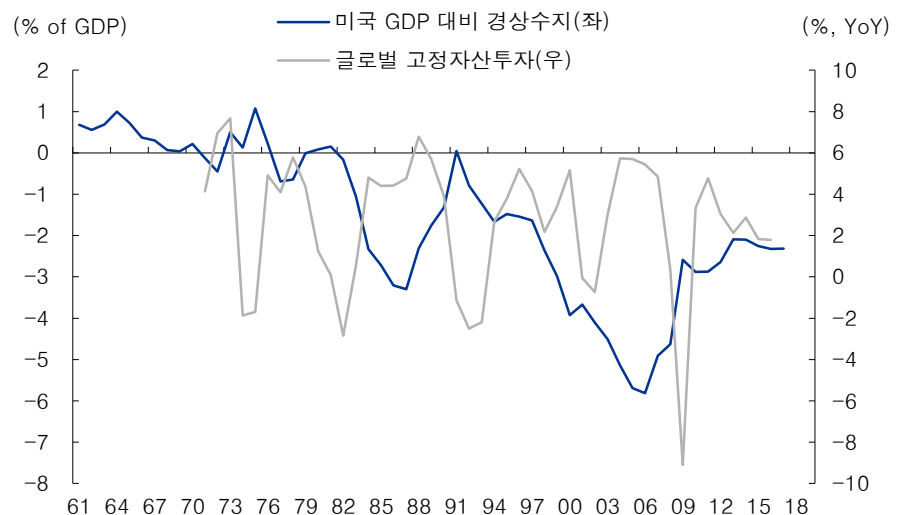
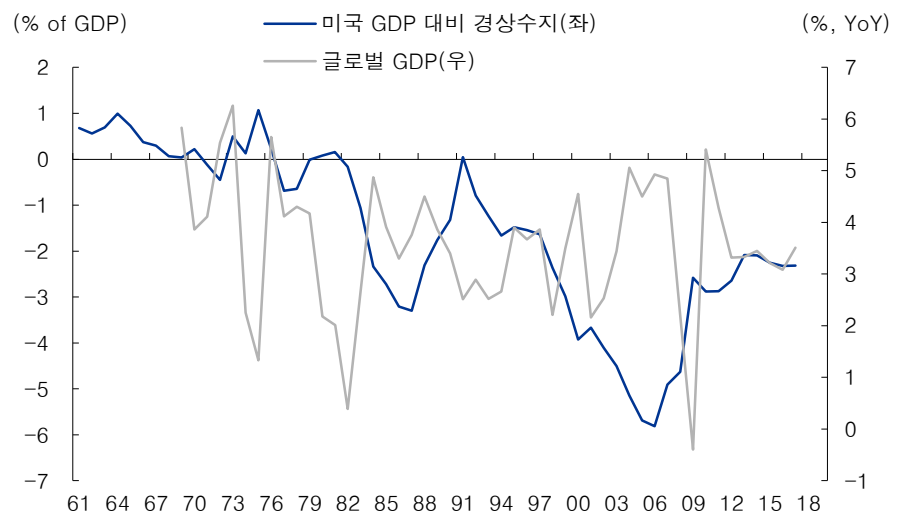


자료: IMF, CEIC, Fred, IBK투자증권

# 글로벌 GDP와 고정투자 위축

## 글로벌 분업화 논리와 반대 방향의 전개

- 글로벌 분업화의 핵심은 선진국이 수요, 신흥국이 생산의 주체가 되는 것임. 그리고 이 생산을 위해 신흥국 투자가 급격히 확대되고 글로벌 성장률이 증가
- 이 과정에서 선진국의 무역수지는 악화될 수밖에 없음
- 하지만 글로벌 분업구조가 역전되지 않은 상황에서 미국의 무역수지 개선은 앞의 논리가 반대로 작동하고 있음을 의미

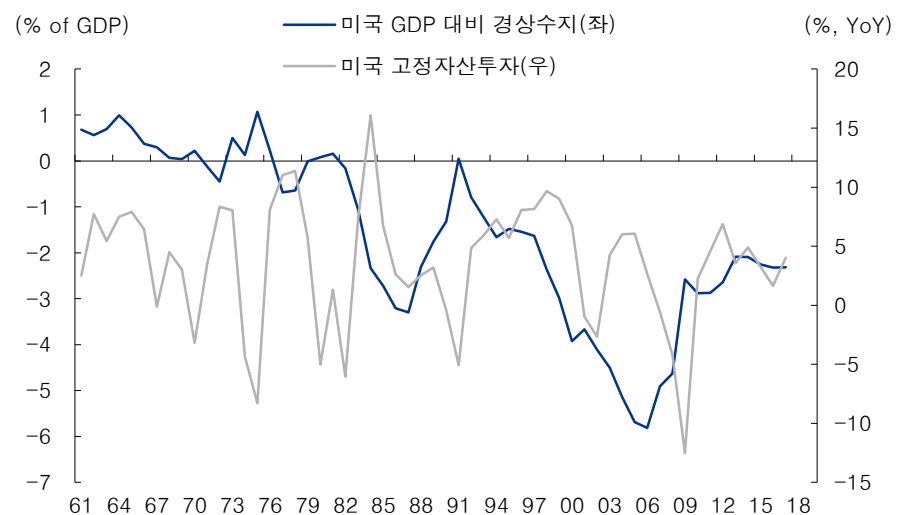
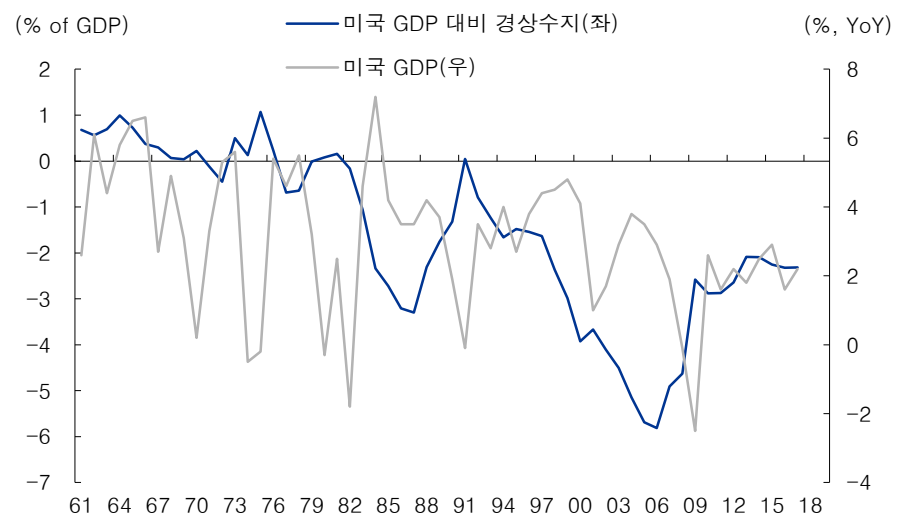


자료: Bloomberg, BEA, World Bank, IBK투자증권

# 미국은 수혜를 보았는가?

미국 역시 성장률과  
투자 증가율이 뚜렷하  
게 개선됐다고 단정할  
수 없음

- 미국의 경상수지가 개선됐던 시기에 미국 GDP와 고정투자 증가율은 오히려 약해졌음
- 경상수지 개선이 수입 감소에 기인할 경우 미국의 수요가 위축된 결과일 수 있고 이는 투자 수요 역시 마찬가지임



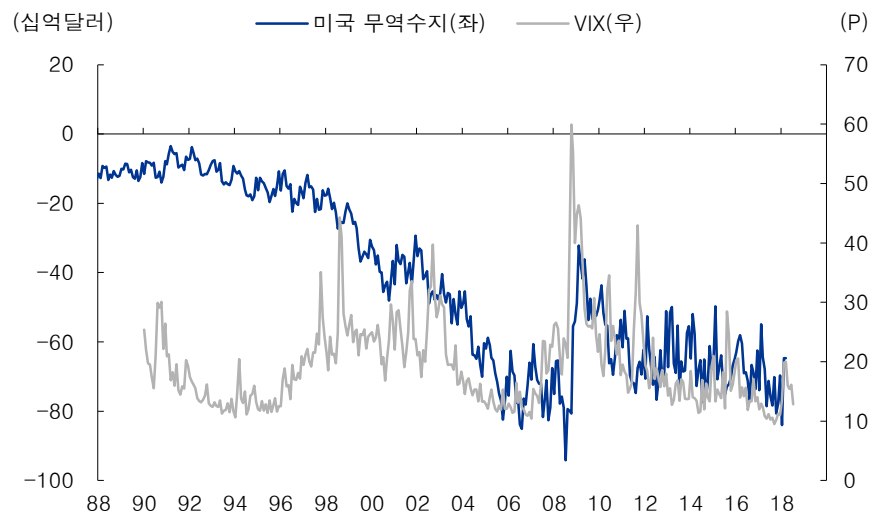
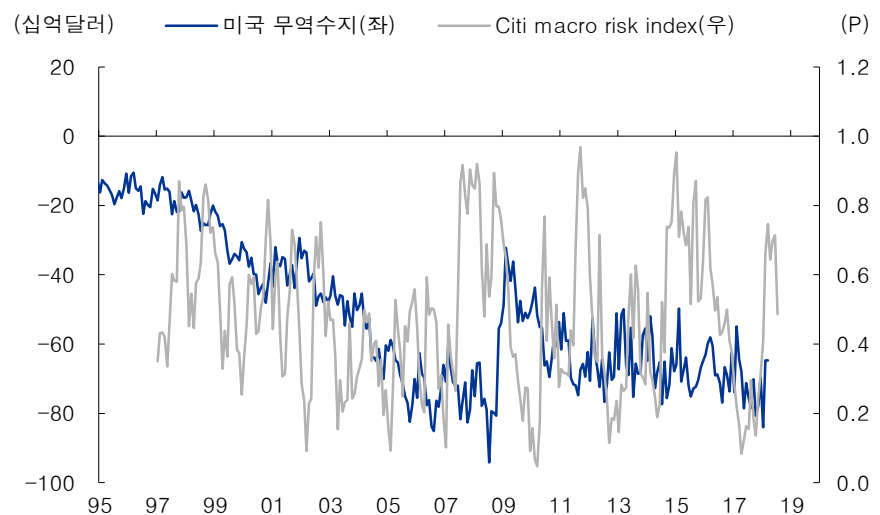
자료: Bloomberg, BEA, IBK투자증권

# 미국 무역수지 개선은 글로벌 불안을 야기

미국 무역수지 개선은  
글로벌 금융시장에서  
리스크 인덱스 상승으  
로 연결

2000년 이후 이 관계  
는 더욱 밀접해짐

- 글로벌 금융시장의 미국에 대한 의존도가 높아지는 것에 기인
- 준비통화 발행국이 무역 흑자를 보면 준비통화가 덜 풀려 국제 경제가 원활해지지 못하는 역설이 여전히 유효한 증거일 수 있음

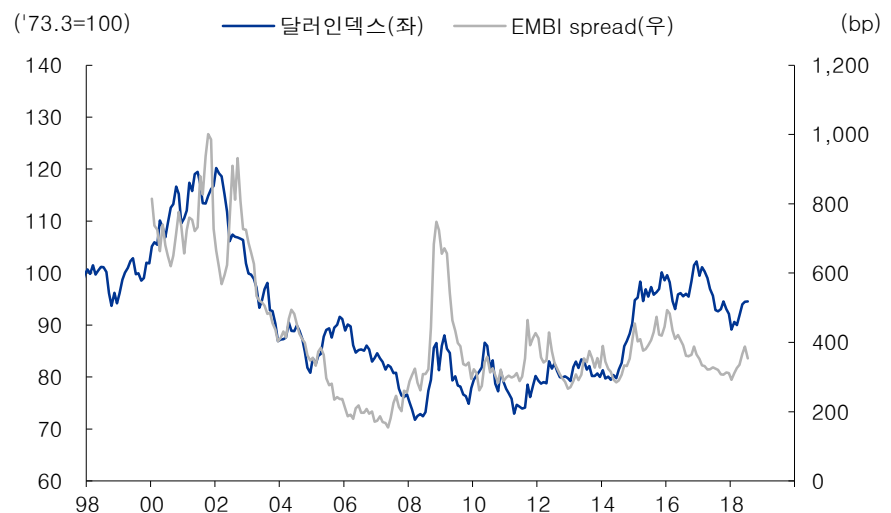
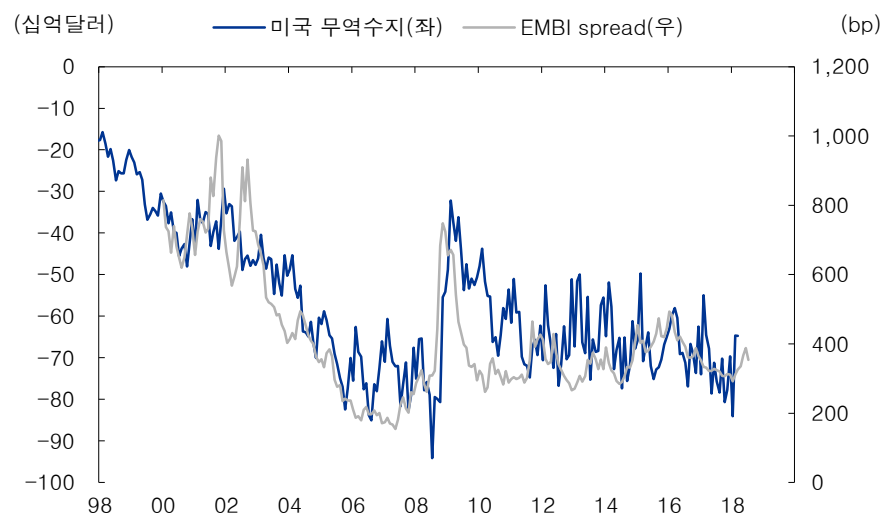


자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 특히, EM 그리고 달러 환율에 미치는 영향 큼

## 이머징 국가들의 경제 와 더 밀접한 관계

- 우리나라를 포함한 이머징 국가들은 미국(기축통화국)에 대한 수출을 통해 부(wealth)를 축적하고 외화유동성을 확보하기 때문에 미국의 통상정책에 훨씬 민감하게 반응
- 글로벌 경제의 불안정과 연결된 만큼 안전자산인 미 달러 가치에도 중요한 영향을 미침



자료: Bloomberg, IBK투자증권

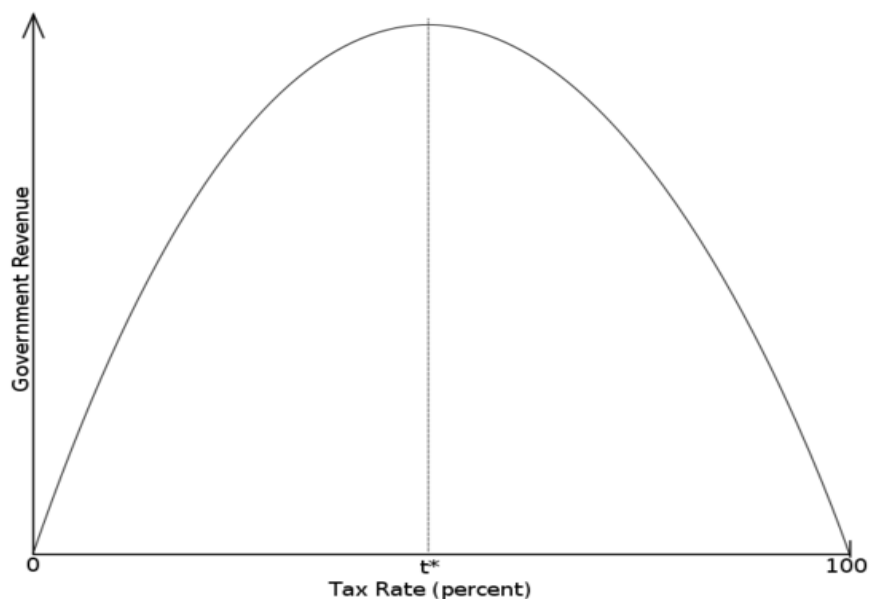
# 〈참고〉 공화당 감세정책의 이론적 배경인 ‘래퍼 곡선(Laffer Curve)’

1974년,  
Arthur Laffer

- 래퍼곡선은 납세 후의 임금, 이자율, 이윤이 높을수록, 즉 세율이 낮을수록 노동의욕, 저축의욕 및 투자의욕이 제고된다는 사실을 전제. 세율이 낮은 상태에서 어느 수준까지는 세율이 상승함에 따라 조세수입이 증가해 적정세율인  $t^*$ 의 수준에 이르렀을 때 조세수입이 극대화. 그러나  $t^*$ 이상으로 세율이 증가하면 경제주체들의 유인이 감소하여 생산활동이 위축될 뿐만 아니라 지하경제의 번성과 탈세가 유발돼, 세율이 상승함에도 불구하고 조세수입은 감소한다는 이론

1980년대  
레이거노믹스 이후  
감세(減稅) 정책의  
이론적 기초

- 래퍼곡선은 세율의 인하가 조세수입의 증대를 가져와 재정적자를 줄일 수 있다는 것을 보여주려는 목적

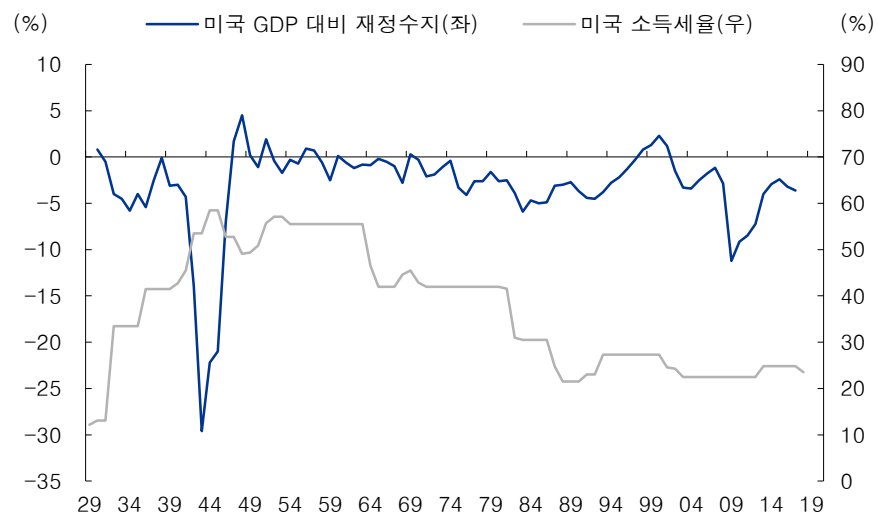
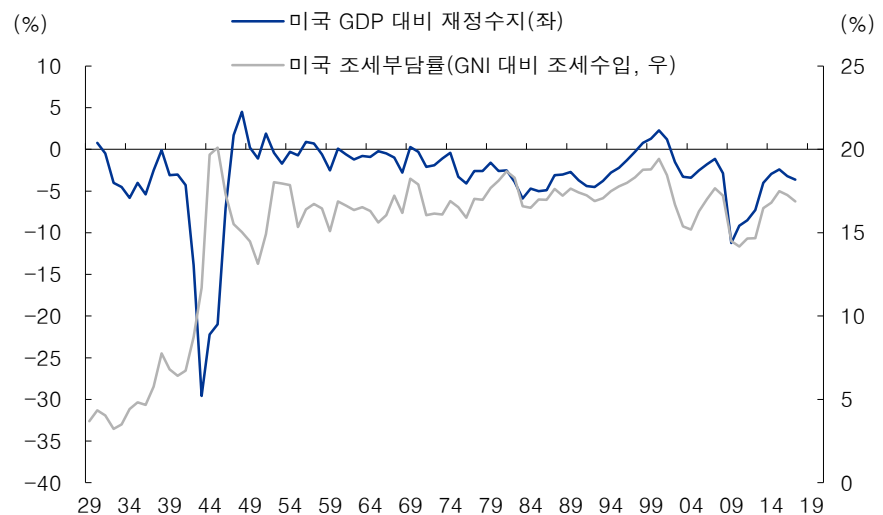


자료: IBK투자증권

# 래퍼곡선은 현실에서 아직 검증되지 못함

세율의 인하가 조세수입의 증대로 이어지는 것은 아님

- 1970년대 이전 재정수지와 조세부담률은 반대방향으로 움직였으나 1980년 이후 같은 방향으로 움직임
- 소득세율의 움직임 역시 재정수지와 일관된 관계를 형성하지 못함



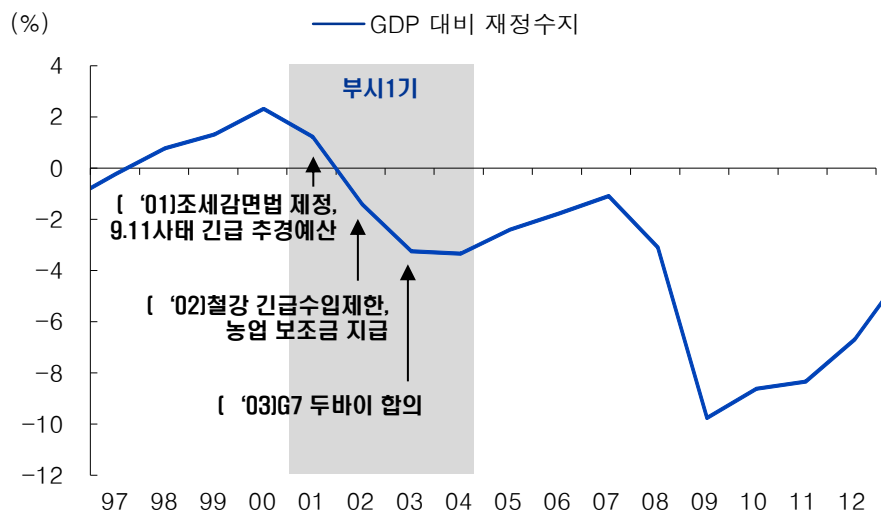
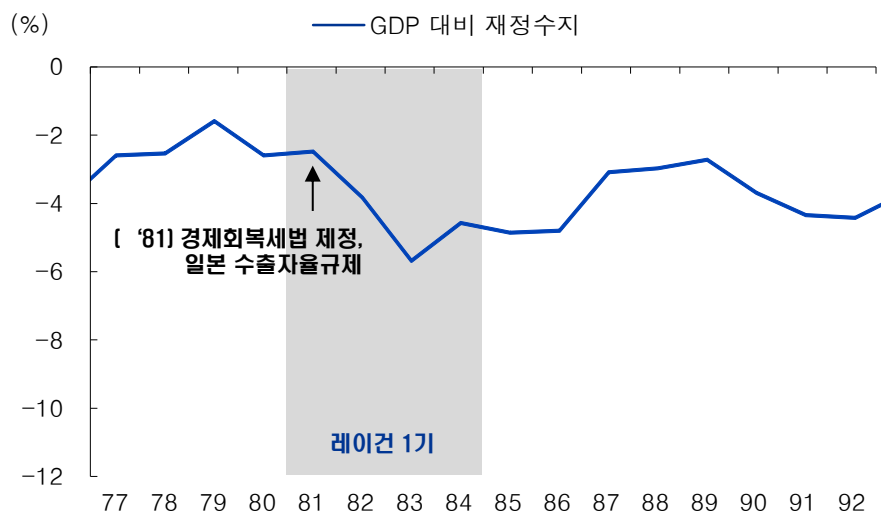
자료: CBO, Tax Foundation, IBK투자증권 / 주: 미국 소득세율은 구간별 최저세율과 최고세율의 평균값



# 감세를 앞세운 공화당 집권기 재정수지는 악화

감세 만큼 재정지출  
확대 요인도 많았기  
때문

- 레이건 시대에는 이란-이라크 전쟁 관련 비용과 소련과의 군비 경쟁
- 부시 시대에는 911테러와 아프간 전쟁 등에 따른 재정지출 급증
- 군사적 논리와 경제적 논리가 융합되지 못한 결과



자료: CEIC, IBK투자증권

# 2-4

---

“The dollar is our currency,  
but your problem” (1971년 미국 재무장관 John Connally)

I. 트럼프발 무역갈등, 어떻게 진행되고 있는가?

II. 어떻게 흘러갈 것인가?

- ➡ '무역압박과 세금'은 트럼프만의 무기가 아니다
- ➡ 과거 미국은 의도한 결과를 얻었는가?
- ➡ 트럼프의 의도대로 미국 무역수지 적자가 축소된다면?
- ➡ 과거 미 공화당 'Strong man'들은 어떻게 문제를 풀어나갔는가?

III. 이번에는 어떨까?

IV. 새로운 합의가 만들어지기까지 이어지는 불안한 시간

V. 합의 후, 새로운 버블의 형성과 새로운 위기의 씨앗

# 공통된 해법은 미 달러가치의 인위적인 조정

의도되지 않은 미 달러 강세가 문제

➡ 해법 역시 미 달러 강세의 조정에서 찾을

- 외환시장의 인위적인 개편을 통해 직접적으로 부담을 상대국에 전가 또는 분산
- 대표적으로 1971년 닉슨 쇼크와 1973년 미국의 달러가치 절하, 1985년 플라자합의, 2003년 두바이합의

	리처드 닉슨		로널드 레이건		조지 워커 부시	
	1기('68~'71)	2기('72~'74)	1기('81~'84)	2기('85~'88)	1기('01~'04)	2기('05~'08)
상원(다수당)	민주당	민주당	공화당	민주당	민주당	공화당/민주당('07~)
하원(다수당)	민주당	민주당	민주당	민주당	공화당	공화당/민주당('07~)
대내외 환경	- 브레튼우즈 체제 유지 (금1온스=35달러) - 1967년 프랑스의 금품 탈퇴로 법정 금가격과 시장 금가격 간 괴리 발생	- 1972년 영국 변동환율제 채택 - 1973년 서유럽 12개국 달러에 대해 변동환율제 채택 - 1973년 10월 4차 중동전쟁 발발 및 1974년 1월 석유 파동으로 유가 급등	- 1979년 오일쇼크 여파로 에너지효율이 높은 일본 자동차 수입 증가 - 스태그플레이션 극복을 위한 연준의 금리 인상 - 중남미 외채 위기에 따른 안전자산 선호 현상		- 1998년 Fed의 외환개입 (달러화 매도/엔화 매수) - 2000년 9월 Fed, ECB, BoJ의 유로화 가치 지지를 위한 외환개입 - 2001년 미국 9.11 테러와 2003년 이라크 전쟁으로 미국 경기 위축 우려 확대	- 2007년 8월 서브프라임 모기지 사태 시작
주요 정책	(69년 중) 무역수지 개선책 - 미국 수출산업 경쟁력 강화를 위한 제반조치 - 상품 수입에 대한 규제 범위 확대 - 미국 상품 수출에 대한 무역 장벽 제거, 관계국과의 교섭 강화  (69년 중) 독점금지정책 강화 - 민간기업 활동 촉진  (71.8) 닉슨 쇼크 - 달러의 금태환 중지 - 모든 수입품에 10% 관세 (수입 과징금) 부과  (71.8) 신경정경책 - (71.8~71.11) 물가 및 임금 동결 - (71.11~73.1) 물가상승률 연 2.5% 이내로 억제	(73.1) 물가 및 임금 자율규제로 전환  (73.3) 미의회 달러가치 10% 절하 - 스미소니언 협정(금1온스=38달러) 사실상 폐지  (74년 중) 무역개혁법-통상법 301조 - 무역상대국의 불공정 무역 관행에 대한 보복조치 규정 - 무역협정상 양허 중지, 송비 관세 부과 및 수입 제한, 벌금부과 및 서비스 제한 등  (74년 중) 무역개혁법-통상법 201조 - 수입증가로 국내산업이 피해를 입을 경우 대통령에 의한 긴급수입제한(세이프가드) 조치 발동	(81.2) 경제회복세법(ERTA, Economic Recovery Tax Act) 제정 - 개인소득세 최고한계세율 70%→50% 인하 - 개인퇴직기금(IRAs) 도입으로 개인저축을 제고 - 기업의 감가상각제도 완화로 기업의 과세소득 축소 유도  인플레이션과 경기침체에 대응해 통화 긴축/확대 정책 혼용 - (80.8~81.10) 연준 통화 긴축 기조 - (81.11~82년) 연준 통화 완화 기조  (81년 중) 수출자율규제 - 마-일 양국간 일본차의 대미 수출을 연간 168만대로 제한 (84년에는 185만대로 확대)	상계관세 및 반덤핑 관세 부과 확대  (85.9) 플라자합의 - 달러화 대비 일본 엔화와 독일 마르크화 절상 합의  (1988년) 종합무역법 제정: 환율조작국 지정, 지식재산권 보호, 불공정 무역관행 조치 - 한국과 대만을 환율조작국으로 지정  (1989~1990년) 슈퍼 301조 발동(미국에 대한 불공정 무역 행위 중 우선협상 대상 지정 및 일방적 보복 허용)  (88년 중) 조세개혁법(Tax Reform Act of 1986) 적용 - 개인소득세 최고한계세율 50%→28% 인하 - 법인소득세 최고한계세율 46%→34% 인하	FTA 체결 확대(요르단, 칠레, 싱가포르, 호주, 모로코, 중앙아메리카, 도미니카, 바레인)  (01.6) 경제성장 및 조세감면법 제정 - 개인소득세 최고한계세율 39.6%→35%, 최저한계세율 15%→10%, 중간단계세율 3%p씩 인하 - 자본이득세(5년 이상 보유 주식) 10%→8% 인하  (01.9) 9.11 사태 이후 400억달러의 긴급추경예산 편성  (02.3) 수입 철강에 대한 긴급수입 제한(세이프가드) 시행  (02.5) 농업법(Farm bill, 농업 보조금 지불) 제정  (02.8) 대통령에 무역촉진권 (=신속처리권) 부여  (03.9) 두바이 합의(G7 재무 장관, 중앙은행 총재 연석 회의) - 더 유연한 환율제도를 요구하는 성명서 채택 - 달러에 대해 인위적으로 통화가치를 낮추고 있는 위안화와 엔화 등 아시아 통화를 겨냥	FTA 체결 확대(콜롬비아, 태국, 남아공) 및 FTA 협상 (아랍 에미리트) 개시  (08.10) 안데스무역특례법 (1991년부터 볼리비아, 콜롬비아, 페루, 에콰도르에 수입 관세 면제 혜택 제공) 1년 연장  '(08년 중) '2008 신 무역정책' 제시 - 공정무역 강화, NAFTA 개정, 무역조정지원(TAA) 강화, 해외고용 증대 기업에 세금우대 폐지, 국내고용 창출 기업에 조세혜택 강화
영향	무역수지 악화	달러 약세 무역수지 개선 미국 제조업 생산 회복	달러 강세 재정/무역수지 악화	달러 약세 전환 무역수지 개선 미국 제조업 생산 회복	달러 약세 전환 재정/무역수지 악화	달러 약세 강화

자료: IBK투자증권

# Nixon shock

---

## 브레튼우즈 체제의 붕괴

- 냉전시대 미국의 일방적 조치 그러나 결과적으로 금의 제약에서 풀려난 글로벌 경제
  - 1971년 8월 8일 프랑스 1억 9,100만 달러에 대해 금태환을 요구, 8월 13일 영국 중앙은행이 보유한 달러 30억불 전액을 금으로 바꿔줄 것을 요구
  - ➡ **1971년 8월 15일 미국 달러의 금태환 정지**  
(모든 수입품에 대한 10% 관세 부과)
  - 베트남 전비 조달과 무역적자 누적으로 인한 미국의 달러 발행 급증에 대한 의구심이 누적된 결과

## 후속 조치들이 이어지며 외환시장은 변동환율제로 전환

- 국제통화제도가 태동하는 과정
  - 스미소니언 체제 (1971.12) : 달러화의 금태환정지 (1971.8.15)에 따른 국제통화제도의 혼란을 수습하기 위해 수립. 달러 평가절하와 이를 기준으로 한 다국간 평가 재조정이 골자. 달러투매와 파운드 위기 등 후폭풍
  - 스네이크 체제 (유럽공동변동환율제, 1973.3) : 역내통화 간의 환율안정을 목적으로, 환율변동폭을 일정한 범위 내로 유지하기 위해 참가국 상호간 고정환율을 유지하고 달러 등 역외통화에 대해서는 유동화시키는 제도
  - 1974년 12월 뉴욕상품거래소(COMEX)에 금 상장
  - 킹스턴 체제 (1976.1) : 변동환율제의 가장 약점인 시세 격변을 막기 위해서 각국이 중앙은행을 통해 보다 적극적으로 개입할 것, IMF의 주보유자산을 SDR(특별인출권)로 할 것, 금의 지위를 변경시켜 공매가를 폐지하여 일반상품과 마찬가지로 시장에서 매매가 되도록 할 것을 골자로 함

# Plaza agreement

## 플라자합의 (1985년 9월 22일)

- 미 달러화 가치가 하락할 수 있도록 노력. 대외불균형 축소를 위해 재정 및 통화정책을 공조

## 플라자합의에 의한 국가별 세부 정책과제

- 단기간에 달러화 가치를 10~12% 하락시키고 이를 위해 6주간 180억 달러의 협조개입을 실시하며, 개입 재원은 미국 및 일본이 각각 30%, 독일이 25%, 프랑스가 10%, 영국이 5%를 분담

	정책방향	구체적 정책과제
미국	· 인플레이션 없는 성장 · 민간부문 역할 극대화/정부부문 역할 축소 · 시장개방 지속	· 재정적자 축소와 민간부문으로의 생산자원 이전: GNP 대비 정부지출비율 축소 · 세입 중립적인 세제개혁: 저축장려, 고용유인 제고
일본	· 인플레이션 없는 성장 · 국내시장에 대한 개방 확대/엔화의 국제화 · 내수진작	· 상품 및 서비스시장 개방 확대 · 정부규제 완화를 통한 민간경제 활력의 제고/공공투자 확대 · 엔화의 환율동향에 적절한 주의를 기울이는 탄력적인 금융정책 시행 · 금융 및 자본시장 자유화/소비자금융 및 주택금융시장 활성화
독일	· 물가 안정 · 낮은 수준의 금리 유지 · 지속적 성장을 통한 고용 창출	· 민간투자촉진을 위한 공공부문의 역할 축소 · 감세조치 등 중기적 세제개혁의 지속적 추진 · 고용에 관한 각종 정책, 규제 및 관행의 개선을 통하여 노동시장의 경직성을 완화 · 안정지향적인 금융정책을 통해 내수가 지속적으로 확대될 수 있는 환경 조성
영국	· 인플레이션 억제 · 생산의 지속적 증대 및 고용 증진 · 시장기능 제고를 위해 규제 축소 · 외환규제 철폐	· 물가안정을 위한 금융정책 시행 · 주요 국영기업의 민영화 · 조세부담 경감 및 자원의 효율적 이용 도모 · 노동시장의 효과적 개선을 위한 추가조치 강구 · 금융시장의 자유화 추진
프랑스	· 대외수지 개선 · 구조조정과 산업근대화를 위한 노력 강화	· 공공지출의 점진적 축소 · 기업투자의 회복 촉진 · 금융시장의 자유화 및 근대화를 지향하는 조치 강구 · 교육훈련 강화 및 고용 창출 도모

## 루브르 합의 (1987년 2월 22일)

- 급격한 달러변동 속도 조절과 플라자합의를 보완하기 위함

	정책방향	구체적 정책과제
미국	· 재정적자 축소 및 경쟁력 향상	· GNP 대비 재정적자 비율을 3.4%(1987)→2.3%(1988)로 축소 · 1988년 중 정부지출의 증가를 1% 이내로 억제 · 경쟁력 및 경제적 효율성 제고를 위해 경쟁제한적 규제를 완화
일본	· 내수확대와 무역수지 흑자 축소	· 개인소득세 및 법인세의 한계세율 인하 · 내수진작을 위한 종합경제대책 마련 · 일본은행의 재할인율을 루브르합의 발표 직후 0.5%p 인하
독일	· 민간부문의 경제활력 제고와 '작은 정부' 실현	· 소득세와 법인세 경감을 위한 세제개혁: 1988년중 실시 예정인 감세 규모 확대 · 지속적 경제성장을 도모하는 방향으로 금융정책 운용
영국	· 인플레이션 억제 지속 및 생산성 향상	· 과거 5년간의 평균 GDP 성장을 견지 · 공공부문 차입 축소 · 민영화 추진을 통한 생산성 향상 도모
프랑스	· 재정적자 축소와 노동 및 금융시장의 자유화 추진	· 1988년까지 재정적자 매년 GNP 대비 1%씩 축소: 개인/법인세 GNP 대비 1%씩 삭감 · 국영기업의 민영화 추진으로 1987년중 60~70억달러의 자산 매각

# Dubai G7 agreement 그리고 외환개입 공조

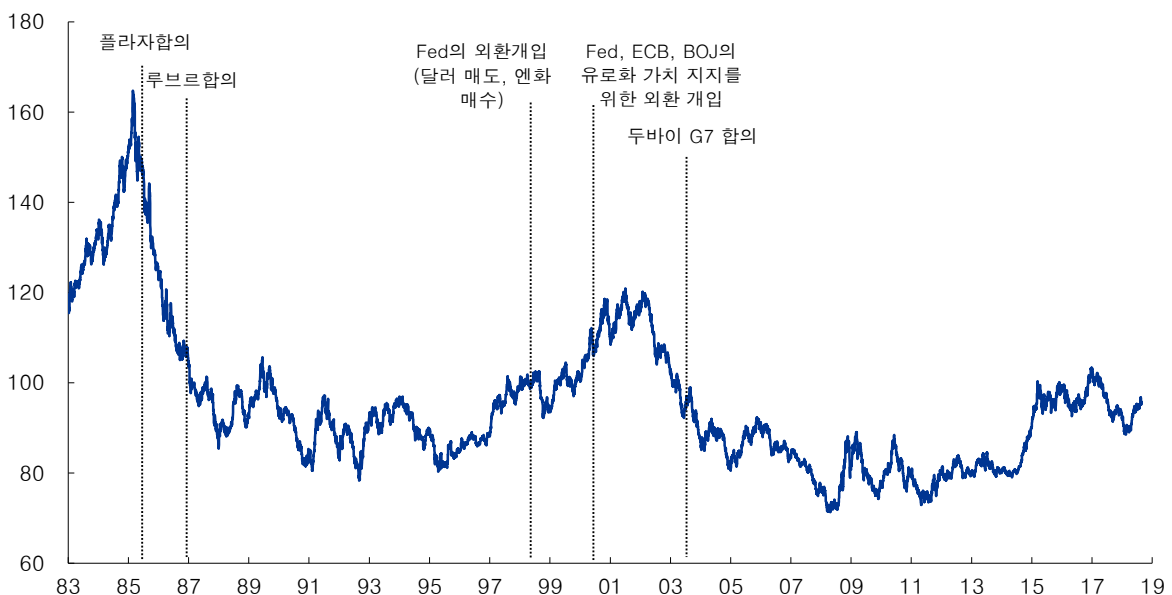
주요 중앙은행들과의  
합의나 외환시장 개입  
공조는 환율의 큰 흐름을 바꾸는 역할을  
해왔음

- 2003년 9월 두바이에서 열린 서방선진 7개국(G7, G5+캐나다 · 이탈리아) 재무장관 · 중앙은행 총재 회의 당시, 환율 문제 공동 대응 차원에서 '경제 기초를 반영한 유연한 환율제도를 도입해야 한다'고 선언한 것을 지칭
- 플라자 합의 때에 비해 시장 충격 작았지만 지속적인 중앙은행 개입이 이루어지며 이 합의로 1995년 '역플라자합의' 이후 지속된 장기 달러 강세기가 마무리 됨

		플라자 합의 (1985년 9월)	두바이 G7 합의 (2003년 9월)
공통점	세계경제 불균형	○ (미 ↔ 일/독)	○ (미 ↔ 중/일)
	위기 발생	1979년 2차 오일쇼크	2001년 IT버블 붕괴
차이점	세계경제 역학구도	미↔일/독 : 협력	미↔일/EU : 협력 미↔중 : 갈등
	당사국의 경기부양 여력	재정·금융정책 양호	재정·금융정책 여력 부족
	외환시장 규모	0.6조달러	1.9조달러
환율 변동	기간 (절상률)	'85.9월 → '87.9월 (절상률)	'03.9월 → '05.9월 (절상률)
	엔/달러	237.0 → 143.0 (65.7%)	114.9 → 111.0 (3.5%)
	달러/유로	2.84 → 1.81 (57.0%)	1.12 → 1.23 (9.2%)
	위안/달러	2.96 → 3.72 (-20.4%)	8.28 → 8.09 (2.3%)
	원/달러	892 → 806 (10.6%)	1,164 → 1,030 (13.1%)

('73.3=100)

— 달러인덱스



자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 3

---

## 왜 또 다시 새로운 ‘플라자합의’를 기대하는가?

- I. 트럼프발 무역갈등, 어떻게 진행되고 있는가?
- II. 어떻게 흘러갈 것인가?
- III. 이번에는 어떨까?
- IV. 새로운 합의가 만들어지기까지 이어지는 불안한 시간
- V. 합의 후, 새로운 버블의 형성과 새로운 위기의 씨앗

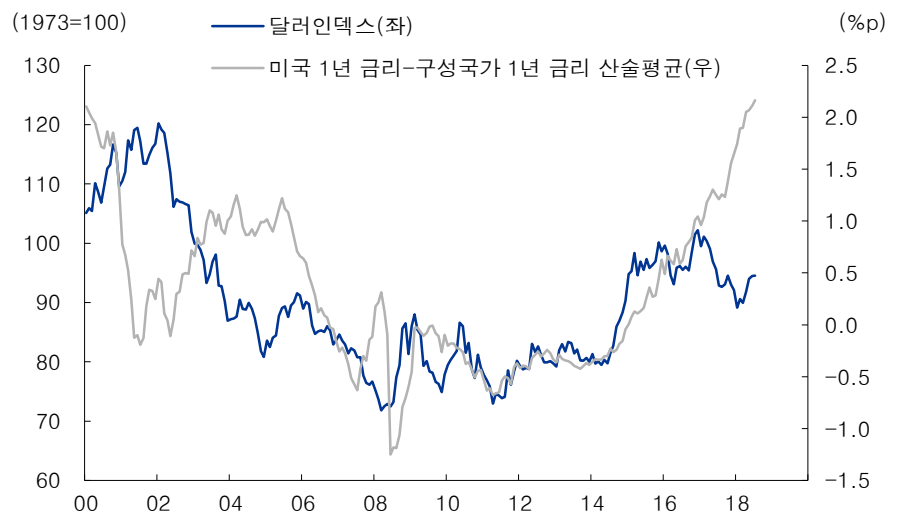
# 트럼프의 성패와 향후 새로운 합의 가능성의 바로미터는 달러 가치

금리 차 확대 ➡ 가장  
중요한 달러 강세  
지지요인

독일과 스위스,  
영국, 캐나다, 일본  
금리의 산술평균과  
미국 금리 차

글로벌 금융위기 이후  
상관관계 더 높아지고  
있고 장기보다 단기금  
리가 더 밀접하게 움  
직임

- 단기금리 차에 더 밀접한 것은 실제 트레이딩과의 연동 때문으로 판단
- 금리차 확대가 꼭 미국의 금리인상 가능성 때문만은 아님. 비교국들의 경기가 더 악화됨에 따라 금리가 마이너스로 전환되거나 마이너스 금리 폭이 더 커진 데 기인



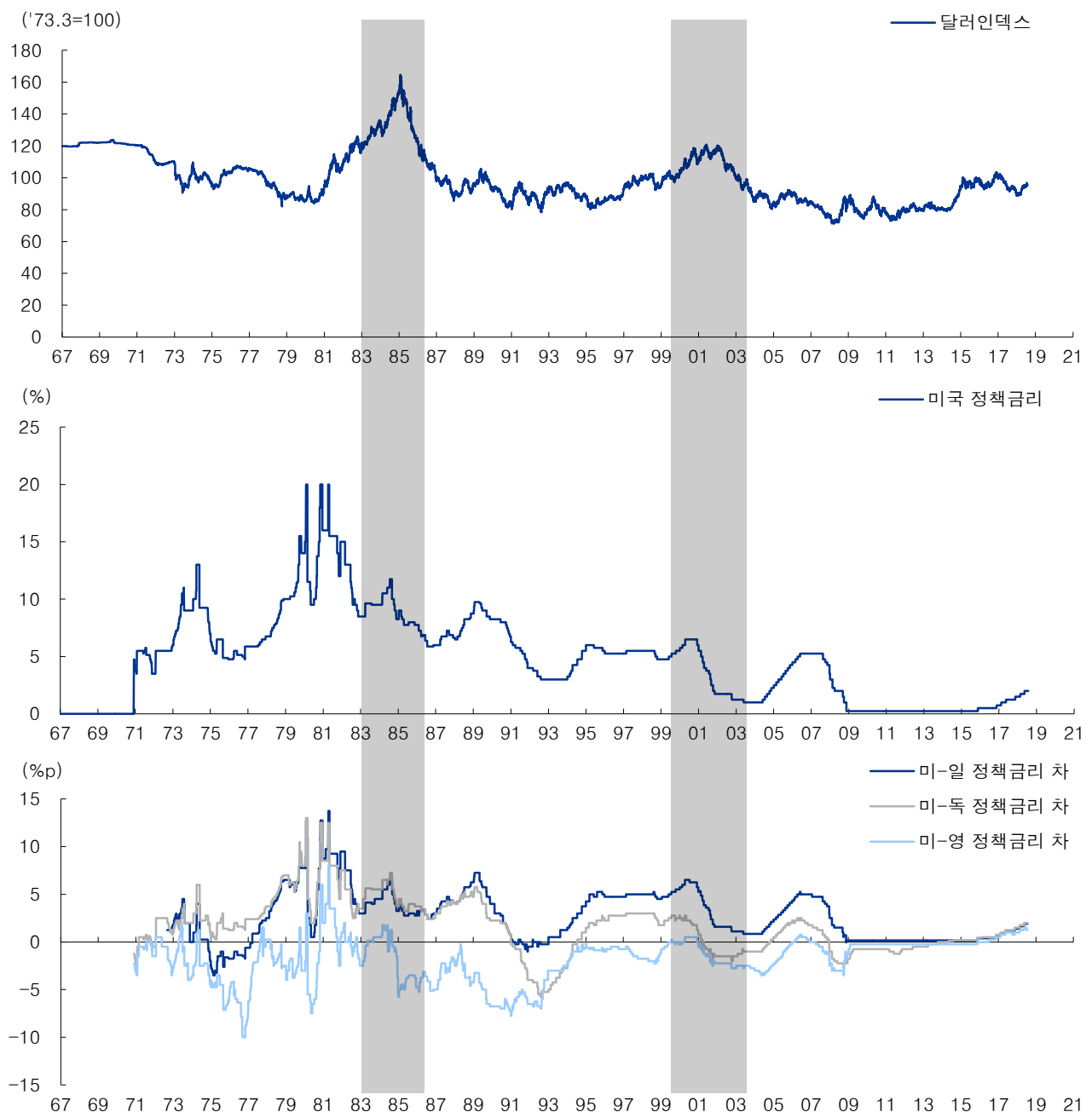
자료: Bloomberg, IBK투자증권



# 새로운 합의가 당장 이루어질 것으로 기대하지 않음

올해를 포함해  
2년 정도 걸릴 것으로  
판단

- 정책이 순차적으로 시행되고 그 효과를 모니터링하는 시간이 필요
- 금리 인상 사이클이 마무리되기까지 시간도 필요

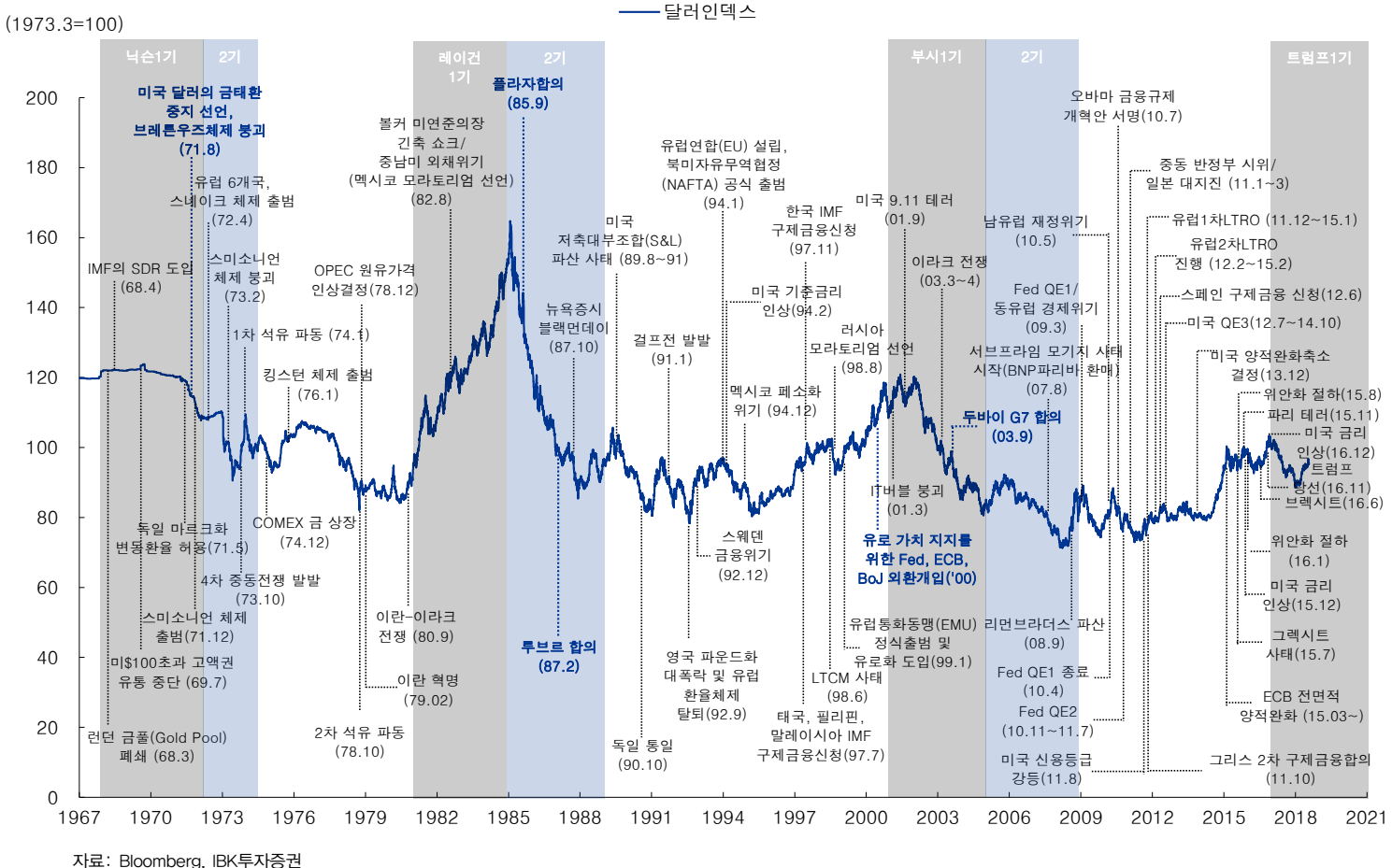


자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 결국, 트럼프 역시 과거 'Strong man'들을 따라갈 듯

과거 공화당 정부  
시기의 달러화 추이

- 장기 달러 강세는 합의나 공조에 의해 마무리됨



# 3-1

---

## 이번 ‘Trumpnomics’는 과거와 다른 결과를 보여줄까?

I. 트럼프발 무역갈등, 어떻게 진행되고 있는가?

II. 어떻게 흘러갈 것인가?

III. 이번에는 어떨까?

➡ 미국의 부담

➡ 중국의 필요

IV. 새로운 합의가 만들어지기까지 이어지는 불안한 시간

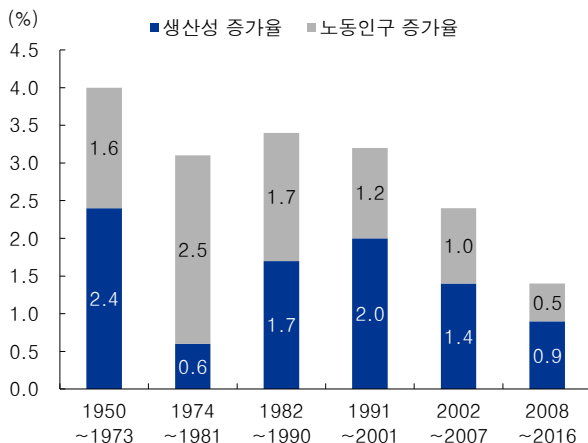
V. 합의 후, 새로운 버블의 형성과 새로운 위기의 씨앗

# 트럼프 성공이 어려운 이유

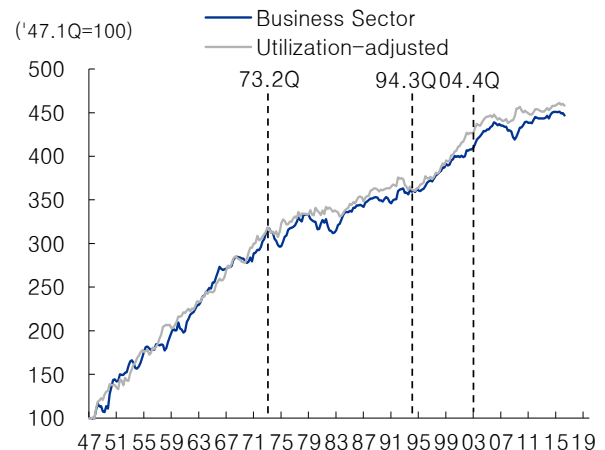
## 미국 경제의 성장을 제약하는 생산성 증가율 둔화

- 미국 노동생산성 둔화는 총요소생산성 개선이 미흡한 가운데 자본투자가 부진한 데 기인
- 엘런 전 연준 의장은 노동생산성 개선 둔화를 중기적으로 미국 경제의 가장 불확실한 요인으로 지적
- 생산성 이외에 노동인구 감소 등을 감안할 때 규제 완화 약발이 이전과 같기 어려워 보임

미국의 잠재성장을 분해



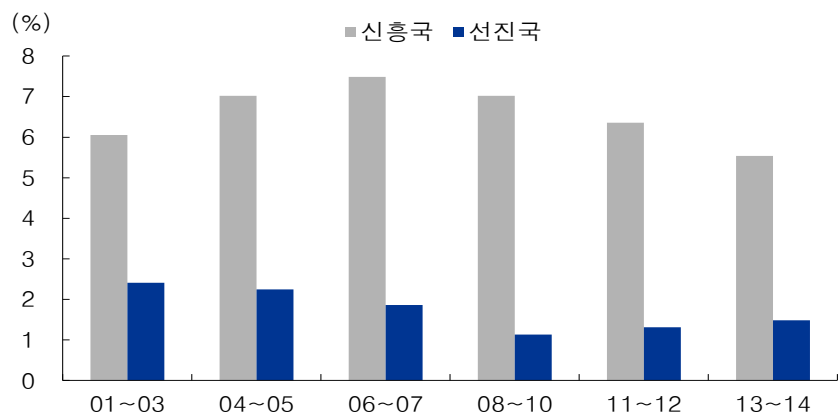
미국 총요소생산성



잠재성장을 추이

## 미국만의 문제는 아님

선진국보다 신흥국 하락폭이 크게 나타남  
 ➔ 신흥국 경제의 교역탄성치가 높기 때문



자료: Congressional Budget Office(LGERI 재인용), BoAML, IMF, 샌프란시스코 연준, IBK투자증권

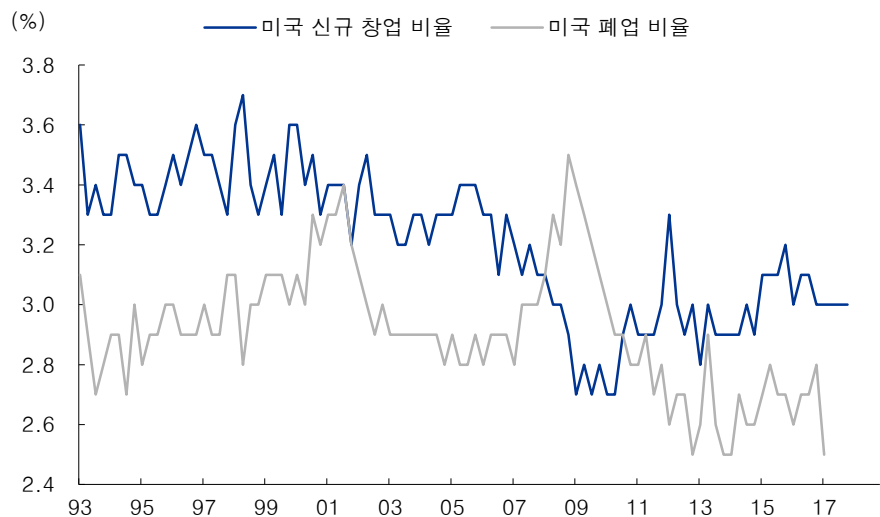
# 근본적인 문제는 생산성 둔화가 구조적이라는 점

## 생산성 둔화의 원인

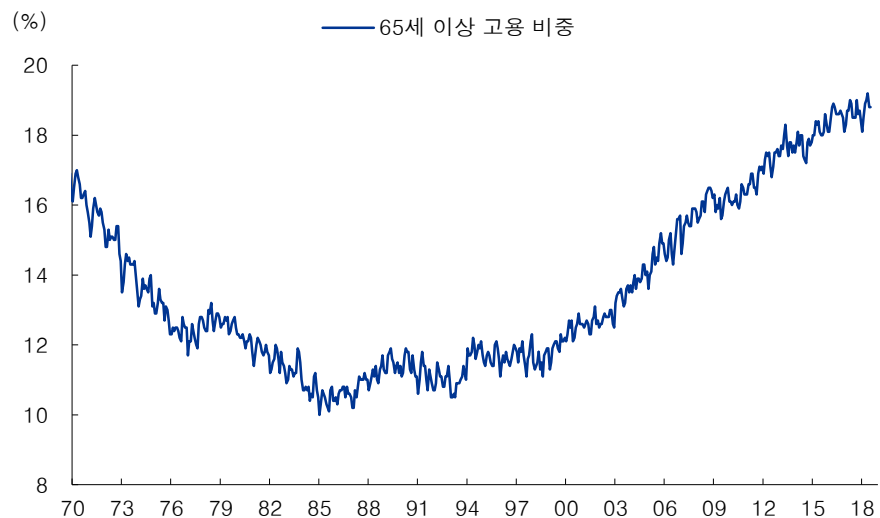
- 1) 불확실성 확대
- 2) 경제의 역동성 하락
- 3) 노동시장의 고령화

- 자본투자 위축은 글로벌 수요 약화와 경기 불확실성 등이 동인
- 금융위기 이후 신규창업 및 기업폐출의 부진은 미국 경제의 역동성 저하를 보여주는 단면
- 베이비부머 세대 은퇴와 밀레니엄 세대 진입이 맞물리는 시기  
➡ 직업 미스매치, 비숙련 노동 공급 증가 등은 생산성 하락 요인
- 모두 구조적인 문제가 작용하고 있기 때문에 쉽게 개선되기 어려울 것으로 판단

## 미국 신규 창업 및 폐업 업체 비율



## 미국의 65세 이상 고용 비중

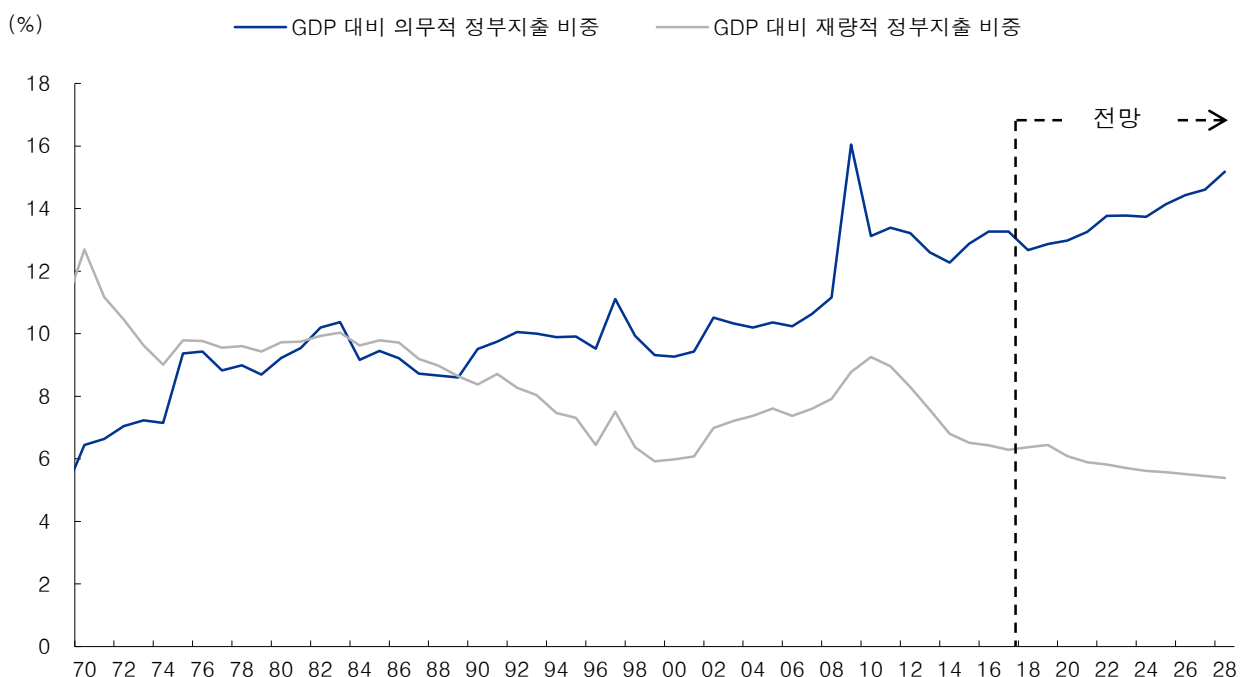


자료: BLS, IBK투자증권

# 경직된 정부지출도 생산성 개선과는 거리가 있음

경기 침체와 고령화, 사회적 격차 확대 등에 따른 정치적 이유로 정부의 이전지출은 계속 증가할 듯

- 향후 정부지출이 투자지출이 아닌 Social Security, Medicare 및 Medicaid 등 의무적인 재정지출(이전지출) 중심으로 크게 늘어남에 따라 노동 생산성 향상에 대한 정부기여도가 크게 축소될 듯



자료: CBO, IBK투자증권

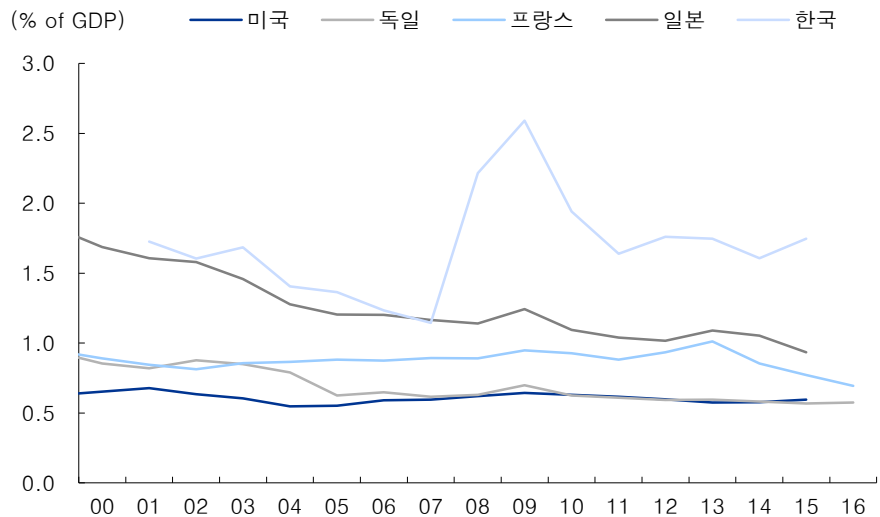
# 감세와 인프라투자, 결과는 재정적자 확대

공화당 집권기마다 재정적자 확대되는 경향

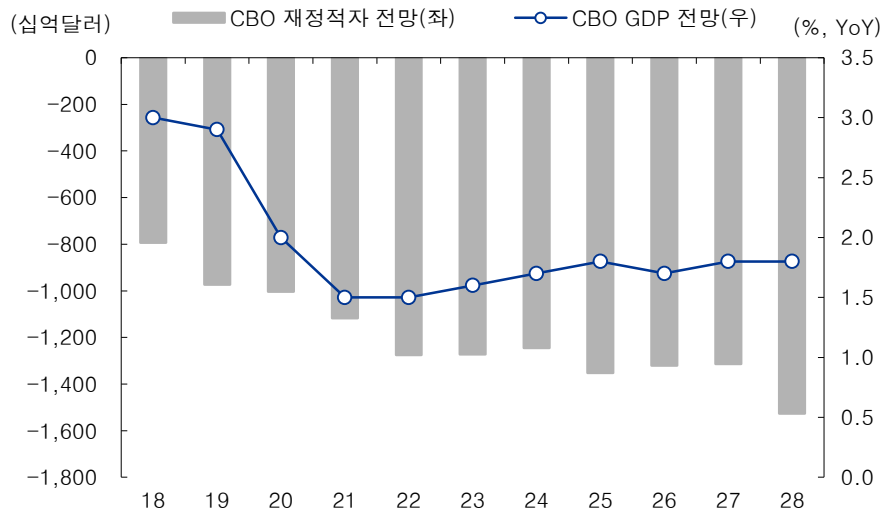
트럼프 집권기에도 재정적자 확대는 불가피

- Tax Foundation에 따르면 감세와 인프라투자 등 트럼프 정부의 공약을 100% 이행 시 향후 10년간 세입은 최소 4.3조 달러에서 5.9조 달러 가량 감소할 전망
- [인프라 투자 등 → 정부지출 확대] + [세금 감면 → 세입 감소] = 재정적자 확대로 자원 조달

주요국 GDP 대비 인프라투자 비중



미국 의회예산국의 재정적자 확대 전망



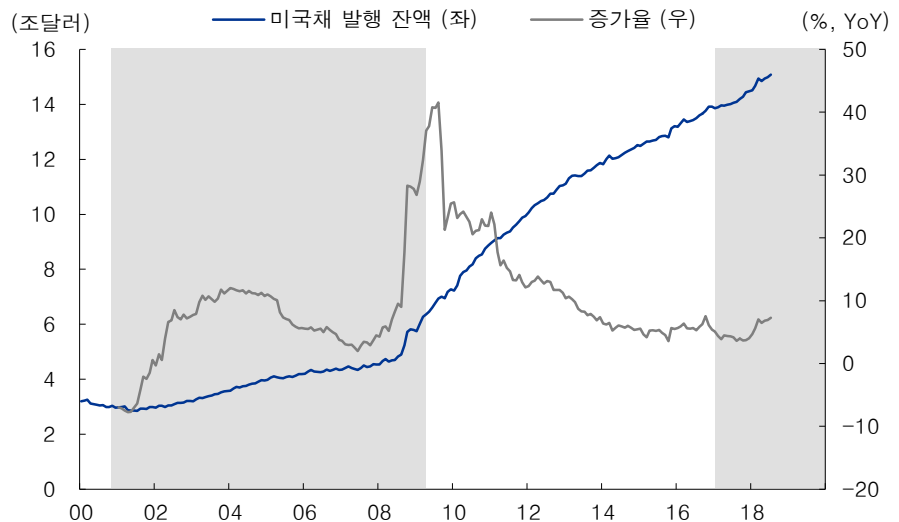
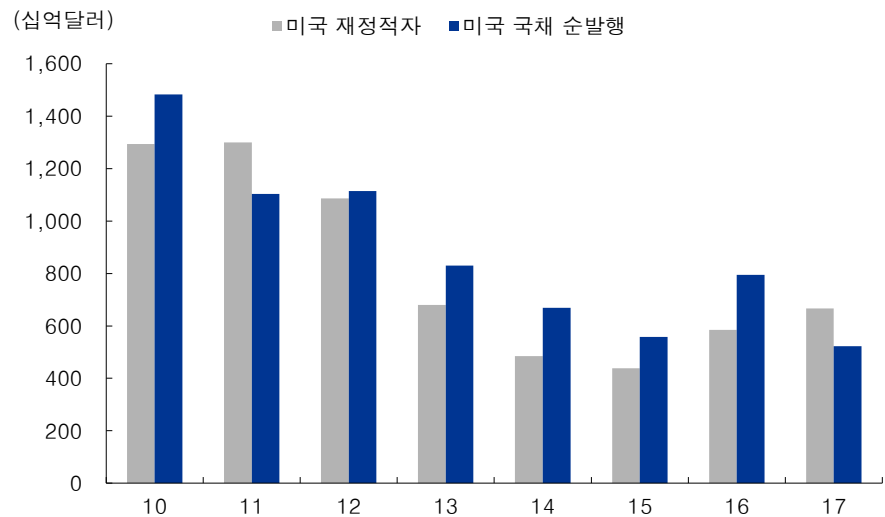
자료: OECD, CBO, IBK투자증권

# 재정확대 정책

## ➡ 미국채 공급 증가 ➡ 내외금리차 확대 불가피

재정적자 확대 국면에  
서 국채 발행 확대는  
불가피

- 감세와 인프라 등 재정확대 정책과 연준의 보유 국채 만기 상환 정책 등도 감안하면 국채 순발행 규모는 점차 늘어날 전망
- 이미 트럼프 감세 정책이 본격적으로 시행된 이후 국채 발행의 증가 속도가 가팔라지는 중



자료: US Treasury, CBO, Sifma, IBK투자증권



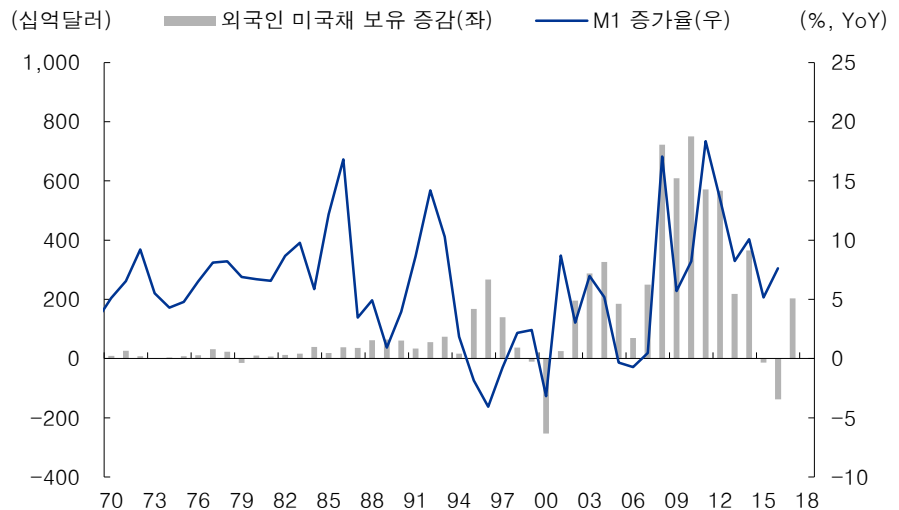
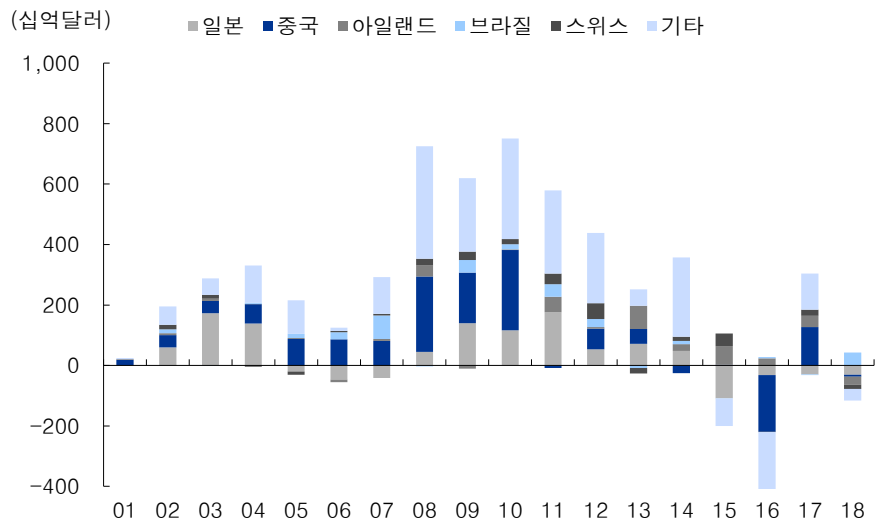
# 트럼프 정책이 금리에 영향을 미치는 다른 경로

## 외국인 채권 매입

채권은 미국의 가장 큰 수출품

외국인 채권 매입이 줄어들면 미국 금리 상승의 기울기는 더 가팔라 질 수 있음

- 트럼프의 수입대체가 채권시장에서도 일어나고 있음
- 트럼프 정책과 이로 인한 금리 상승은 미 국채 수요의 한 축인 외국인 투자자들의 채권 매입을 위축시킬 소지가 있음
- 트럼프의 감세 및 재정확대 정책은 미국이 국채를 발행하고 팔 수 있을 때만 가능 (트레이시 앨로웨이, 블룸버그마켓 매니징 에디터)



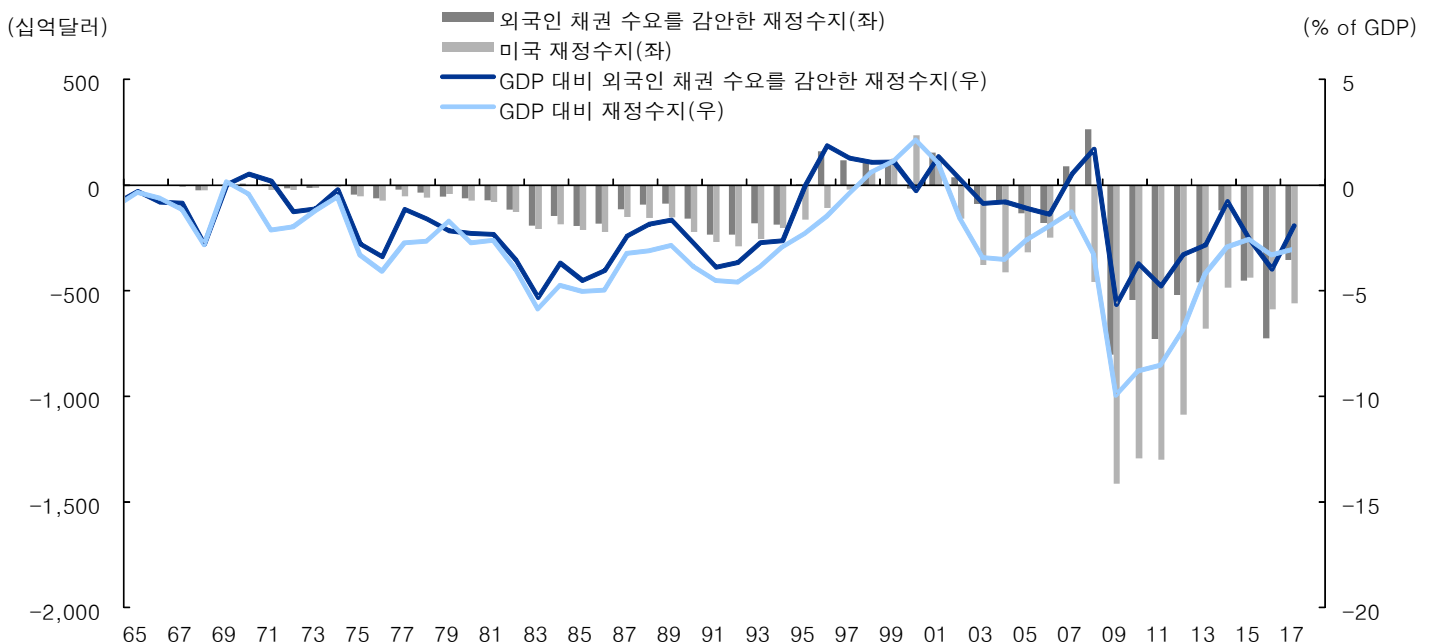
자료: CEIC, TIC, IBK투자증권

# 미국 무역수지는 외국인 미 국채 매입과 연결돼 있음

외국인이 매수해 주는  
만큼 미국 국민이  
저야 할 재정적자의  
부담은 경감

반대의 현상이 나타난  
다면? ▶ 무역수지  
흑자 축소는 외국인  
미국채 보유 감소  
가능성을 의미

- 출발은 1974년 “recycling of petrodollars” : 중국 등 신흥국과 산유국의 무역 흑자→미국의 해외로의 달러 유통→다른 나라가 국채 등 미 자산을 매입→달러의 미국 재유입
- GDP 대비 재정수지 비중을 기준으로 볼 때, 글로벌 금융위기 이후 외국인은 미국이 안아야 할 부담의 절반을 담당
- 무역에서의 1차적 관계만큼 자본 흐름 측면에서의 효과도 면밀히 살펴 볼 필요



자료: TIC, CEIC, IBK투자증권

# 3-2

---

## ‘회색 코뿔소’ ➡ 중국을 협상테이블에 앉게 하는 것은 ‘위기론’

I. 트럼프발 무역갈등, 어떻게 진행되고 있는가?

II. 어떻게 흘러갈 것인가?

III. 이번에는 어떨까?

➡ 미국의 부담

➡ 중국의 필요

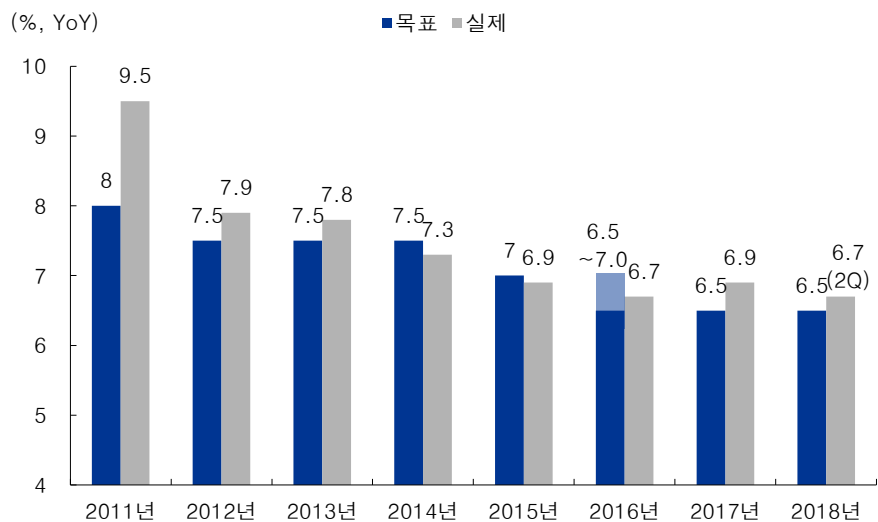
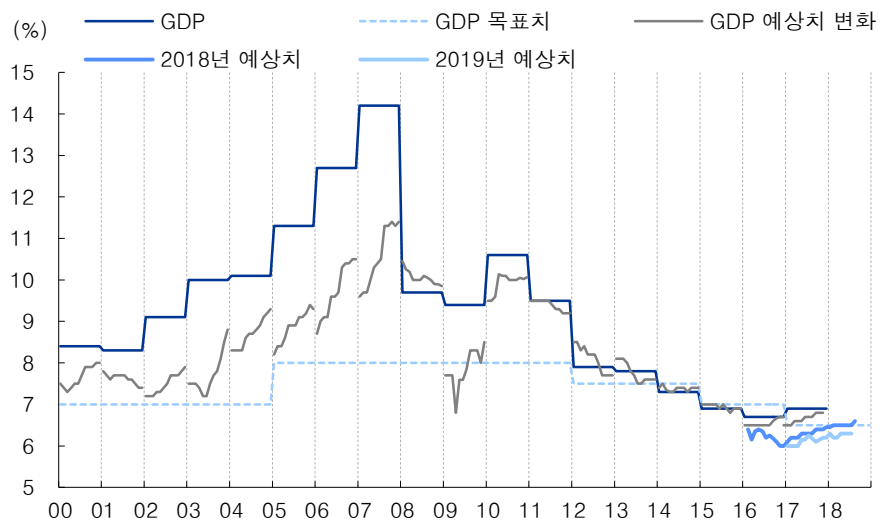
IV. 새로운 합의가 만들어지기까지 이어지는 불안한 시간

V. 합의 후, 새로운 버블의 형성과 새로운 위기의 씨앗

# 중국의 단기적인 성장률은 중요하지 않음

중속성장기로 접어들며 중국 경제성장률은 중국 정부의 목표치와 거의 같이 움직임

- 중국 정부의 Propaganda적인 속성과 아직 온전한 자유화와 국제화가 이루어지지 못한 상황에서 경제성장률을 조정할 수 있는 여력(공기업이나 투자 집행 등)

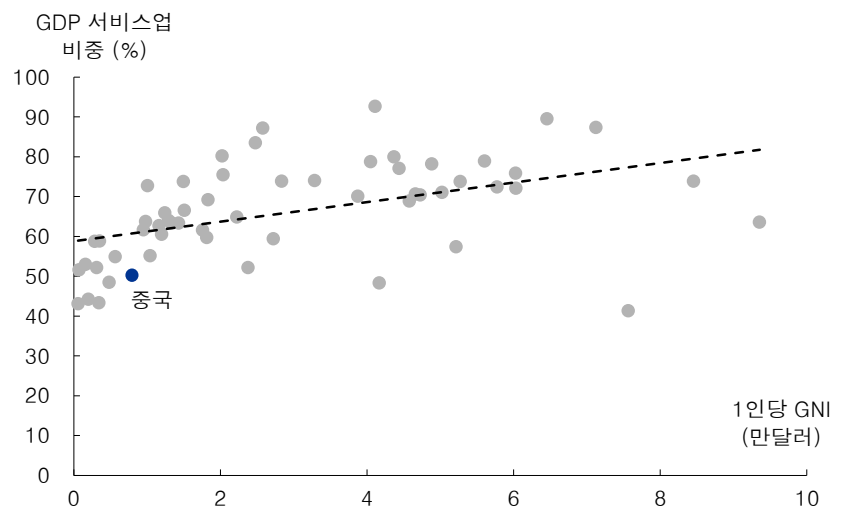
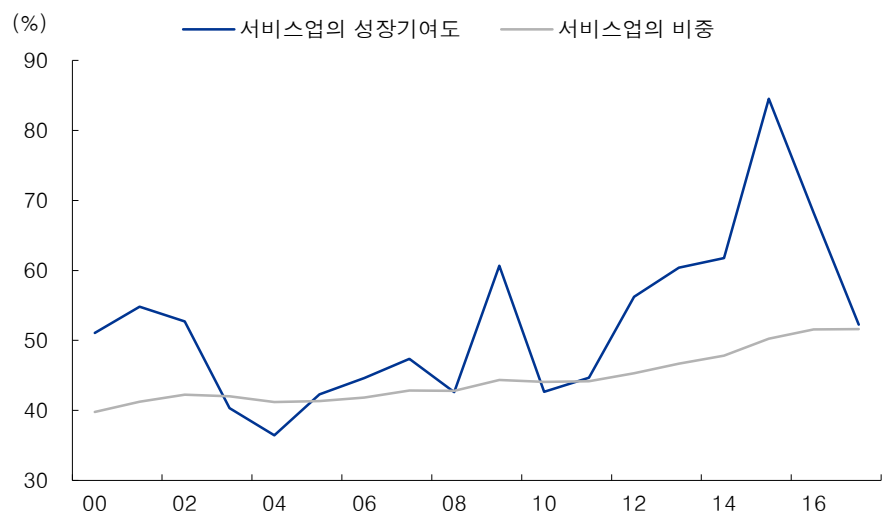
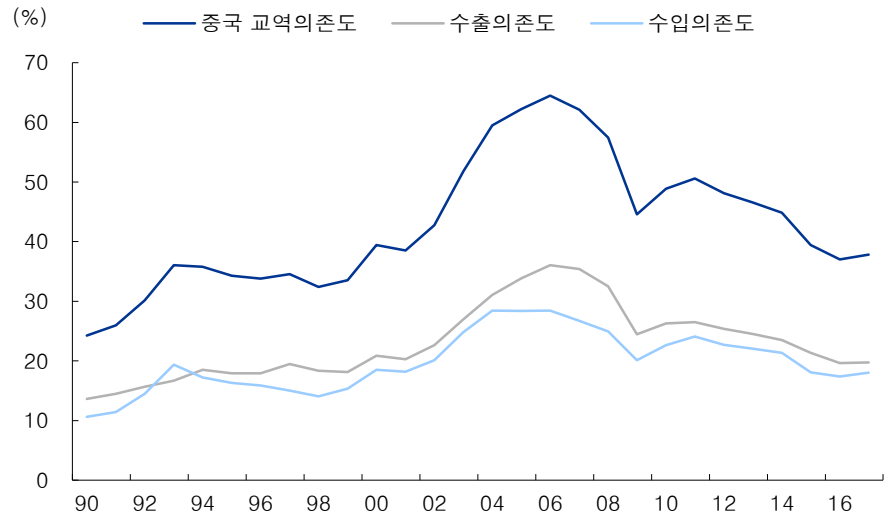


자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 문제는 경제성장 동력의 변화

수출 기지로서의  
중국이 아닌 소비시장  
으로서의 중국을 겨냥  
한 전환

- 경제 성장 동력을 수출에서 내수 소비로 전환 중 ➡ 저임금 노동에 의존한 제조업 발전이 한계에 도달했기 때문



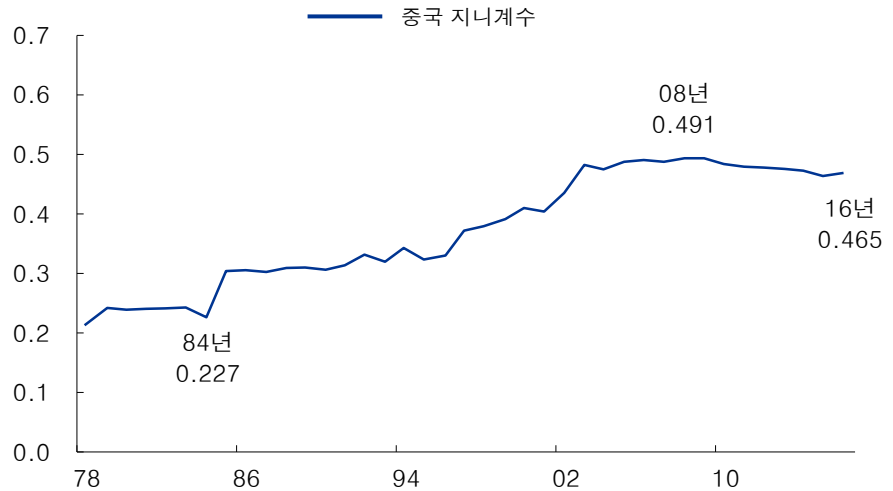
자료: OECD, 세계은행, IBK투자증권

# 여전히 불균형과 혼란, 모순이 만연한 중국경제

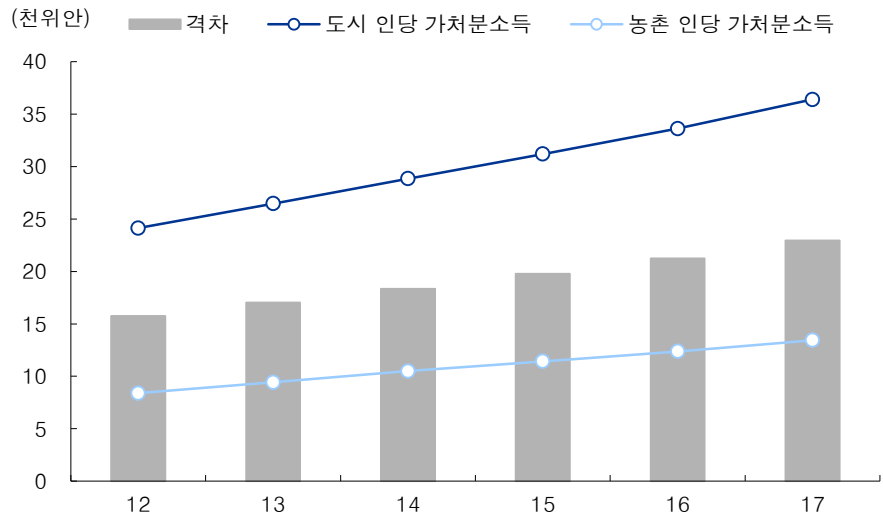
2기 시진핑 정부가  
성장에만 전념할 수  
없는 이유

- ▶ 경제구조의 변화가  
지속될 수 있는가?
- ▶ 점점 더 심화되고  
있는 부채 우려를  
관리할 수 있는가?

- 중국 노동시장과 금융시장에 나타나는 불안한 모습들

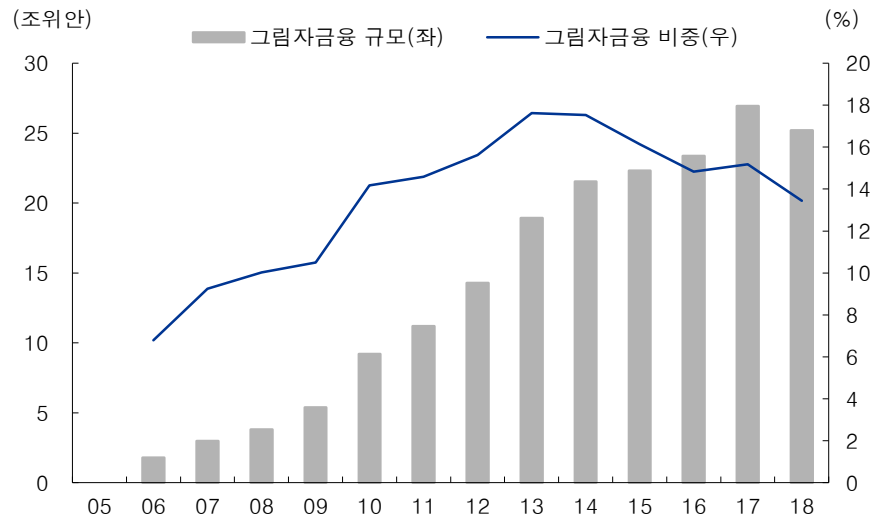


도시와 농촌의 1인당  
가처분소득 ▶ 불균형  
확대



시진핑 정부의 부채와  
의 전쟁에도, 여전히  
많은 그림자금융\*

그림자금융: 협의의 개념  
(사회융자총액 항목 중 은  
행인수어음, 위탁대출, 신  
탁대출)과 광의의 개념(은  
행시스템 외부영역에서 이  
루어지는 모든 신용중개)  
으로 구분. 이 중 협의의  
개념 그림자 금융을 기초  
로 계산



자료: CEIC, World Bank, IBK투자증권

# 매해 반복되는 중국 Credit Risk

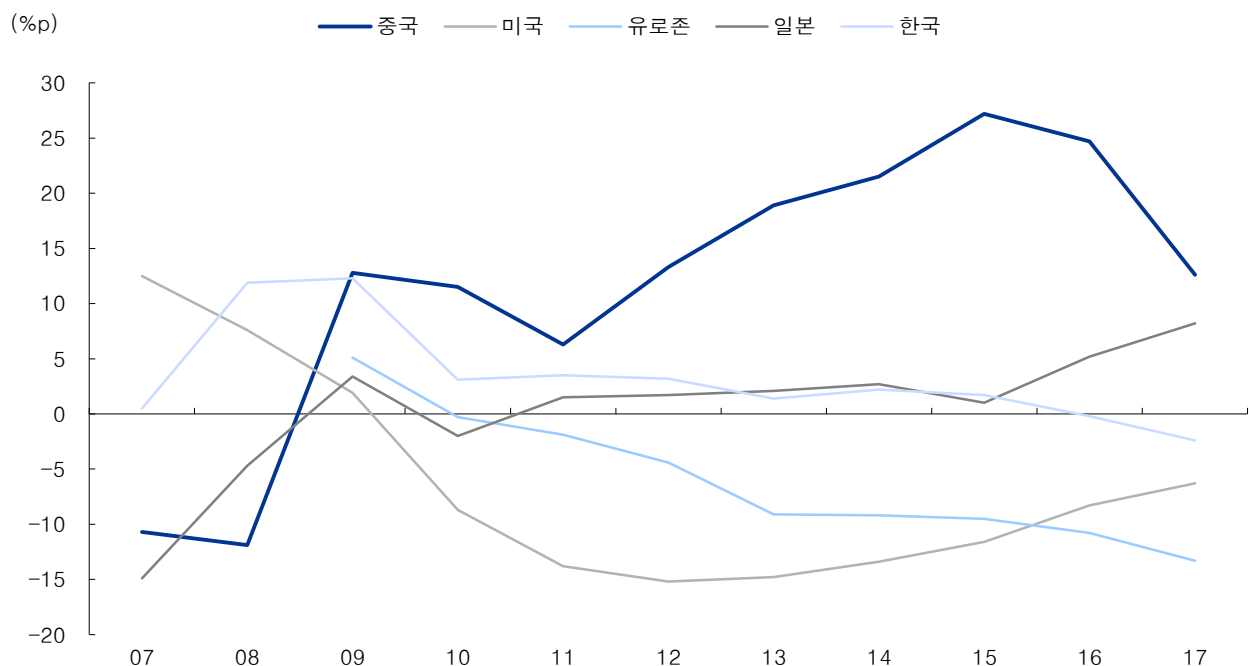
신용갭(credit gap)  
안정되고 있지만  
여전히 주요국 대비  
높은 수준 ➡ 중국 기  
업부채의 위험성을  
지적하는 지표

회색코뿔소의 전형적  
인 사례로 나타날까?

회색코뿔소: 갑자기 발생  
하는 것이 아니라 계속적  
인 경고로 이미 알려져 있  
는 위험 요인들이 빠르게  
나타나지만 일부러 위험  
신호를 무시하고 있다가  
큰 위험에 빠진다는 의미

- 신용갭은 GDP 대비 신용공급(민간부채)의 비율과 장기 추세와의 격차로 정의되는데, 동 지표가 10%p를 상회하는 경우 금융위기 발생 가능성에 대한 위험신호(red flag)로 받아들여짐
- 중국의 신용갭은 2017년말 기준 12.6%p로 최근 2년 사이에 빠르게 안정되고 있지만, 여전히 기준선(10%p)를 상회하는 수준
- 높은 신용갭은 기본적으로 직접금융시장의 미성숙 등에 기인. 이러한 구조적 문제를 타개하려는 노력이 지속되고 있지만, 중국 정부의 경기부양 투자 확대 등은 다시 신용갭을 높이는 방향으로 작용

주요 국가들의 신용갭(credit-to-GDP gap) 추이



자료: BIS, IBK투자증권

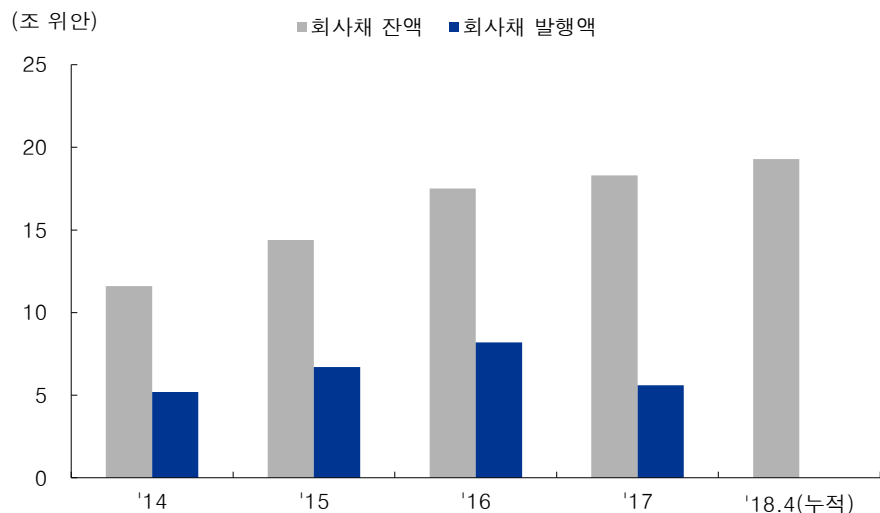
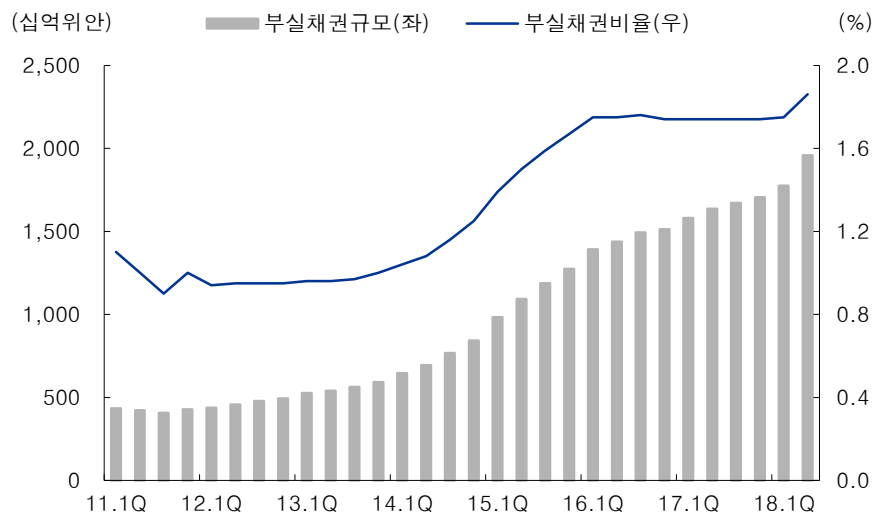
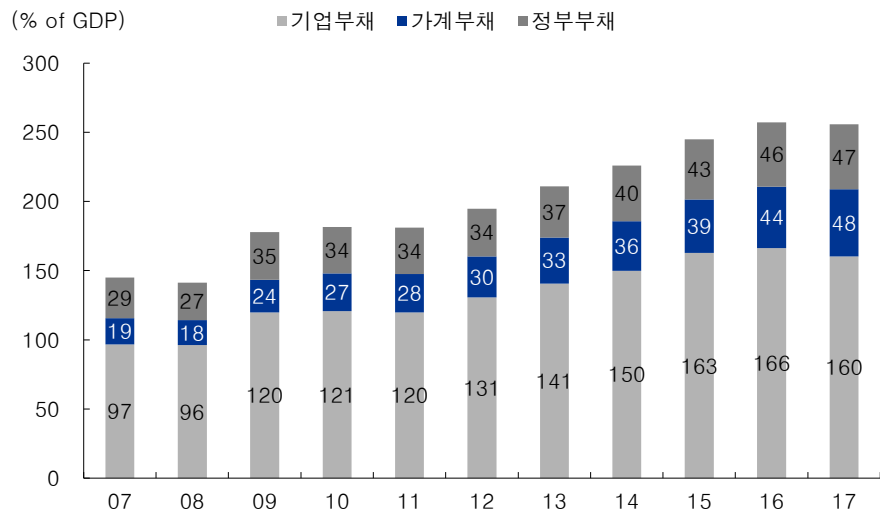
# 기업 신용 리스크 확산

IMF는 중국의 부채가  
2017년 GDP 대비  
256%에서 2022년  
290%까지 늘어날 것  
으로 전망

부채가 많은 상황에서  
경기 둔화로 중국 기  
업의 수익성이 악화되  
며 부실대출이 늘어날  
수 있다는 점이 문제

차입비용 부담 상승과  
투자심리 악화 등으로  
회사채 발행 취소나  
연기가 급증했고 최근  
에는 회사채 발행  
자체가 축소되는 추세

무역분쟁과 미국의 금  
리 인상 등은 기업 부  
문의 회사채 채무불이  
행(디폴트) 가능성을  
높이는 요인



자료: BIS, Bloomberg, 현대경제연구원(인용), IBK투자증권



# 지금 당장 System Risk로 확산될 가능성은 낮음

아직 System Risk  
가능성이 낮은 이유

다만, 정부통계에  
대한 신뢰문제와 부외  
거래에 대한 부분 등  
신용위험에 대한 시비  
자체는 지속될 듯

▶ 구조조정에 속도를  
내야 하는 이유

- 대손충당금과 순이익 규모 감안 시 현재 드러나 있는 상업은행의 부실은 감내할 만한 수준
- 중국은 금융 및 외환시장의 개방도가 아직 낮음 ▶ 외채 비중이 낮고 은행시스템이 정부 영향력 내에서 움직이는 특성
- 대규모 경상수지 흑자국이라는 점과 정부 재정건전성이 양호하다는 점

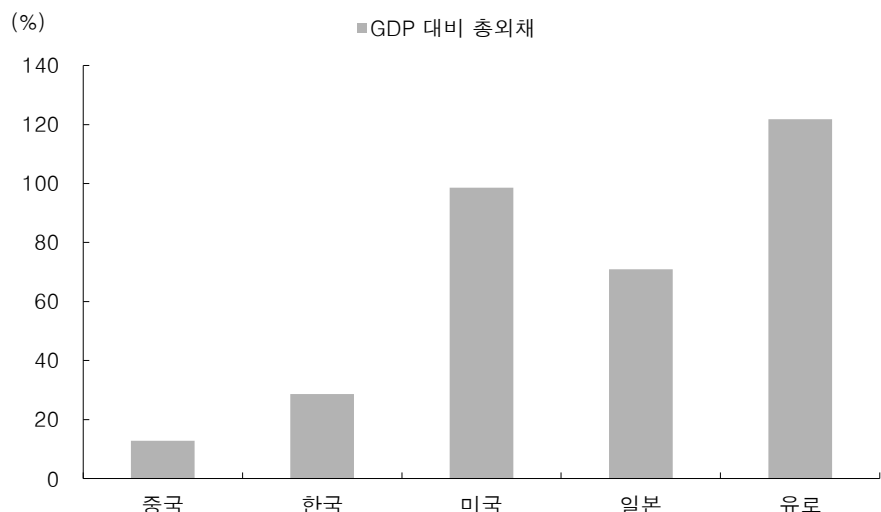
상업은행 부실대출 감내 여력 추정

(억위안, %)	2014년	2015년	2016년 1~6월
무수익여신	8,426	12,744	14,373
대손충당금	19,552	23,089	25,291
대손충당금 적립 비율	232.1	181.2	175.9
요주의 여신	20,985	28,854	33,196
순이익	15,548	15,926	8,991
부실대출 감내여력	185.5	143.6	139.7

주: 1) 무수익여신 중 기업여신 비중은 89.2%(2007~2015년 평균)

2) 부실대출 감내 여력 = (대손충당금+순이익)/(무수익여신+요주의여신\*50%)\*100

3) 부실대출 감내 여력 2016년의 경우, 상반기 순이익\*2로 연간 순이익 추정 후 산정



자료: 중국은행업 감독관리위원회, 한국은행, IMF, IBK투자증권 / 주: 총외채 비율은 2015년 기준

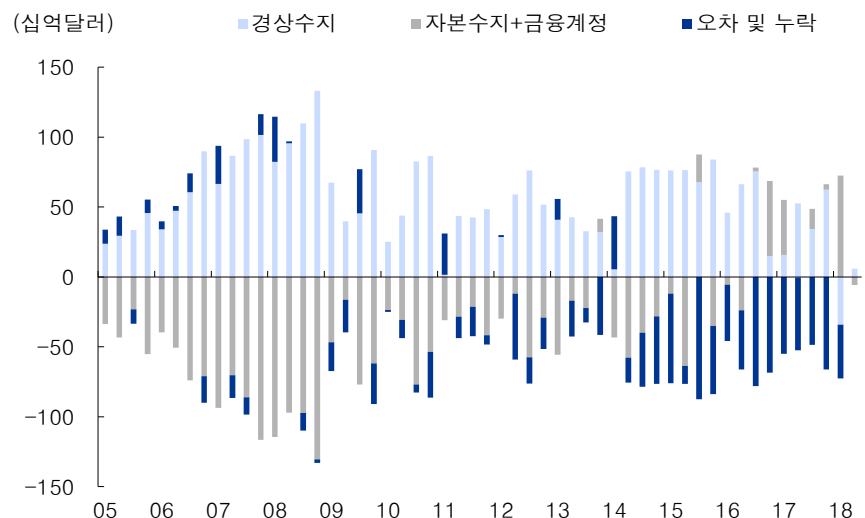
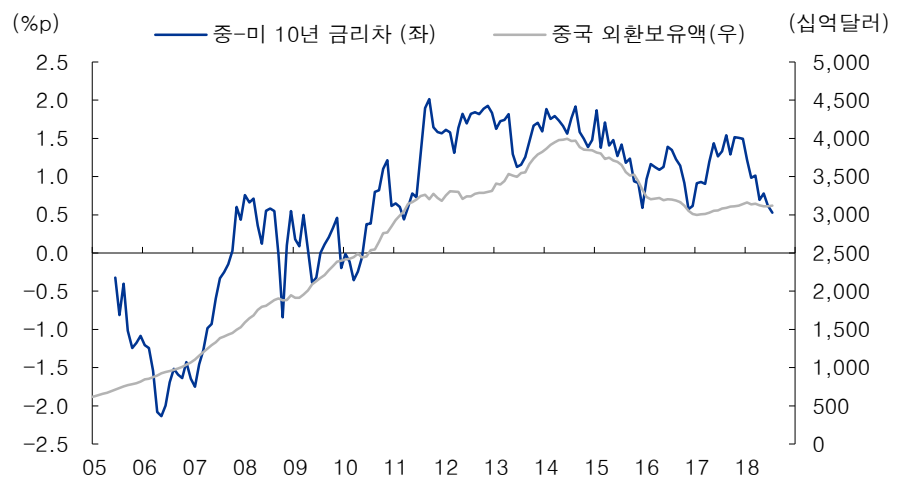
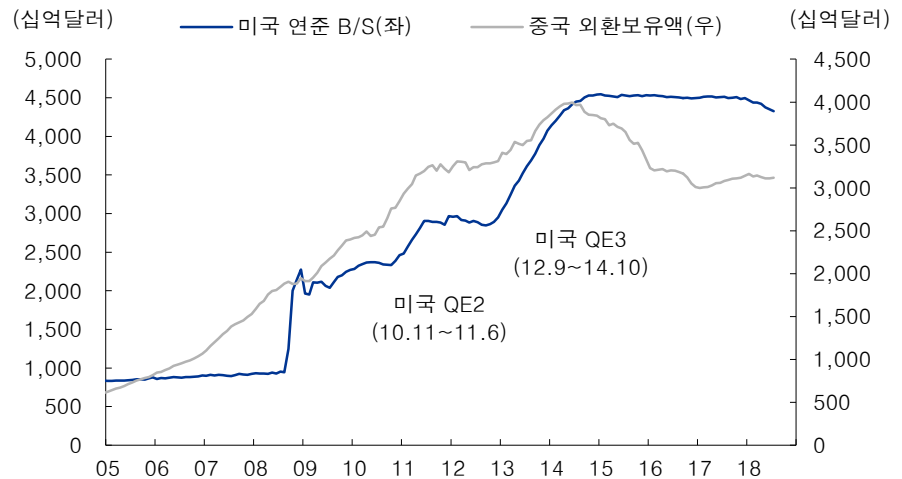
# 하지만, 외환보유액 감소는 위기에 대한 우려를 자극할 수 있음

과거 신흥국들 위기는 중국에게도 중요한 반면교사

지금은 아니지만 시간이 지나면 심각하게 위기론에 귀를 기울이는 시기가 올 수 있고

외환보유액 감소는 위기론을 자극하는 중요한 이유일 수 있음

- 현재 중국 외환보유고는 줄어들이기는 했지만 아직 위기로 연결될 수준은 아님. 하지만, 감소 추세가 지속될 가능성이 높다는 점이 불안 ➡ 미국 통화정책에 연동되는 흐름을 감안

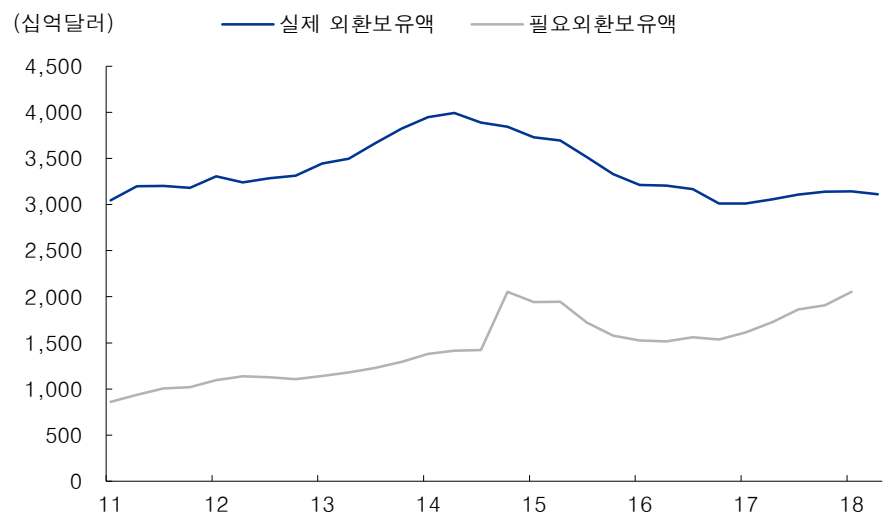
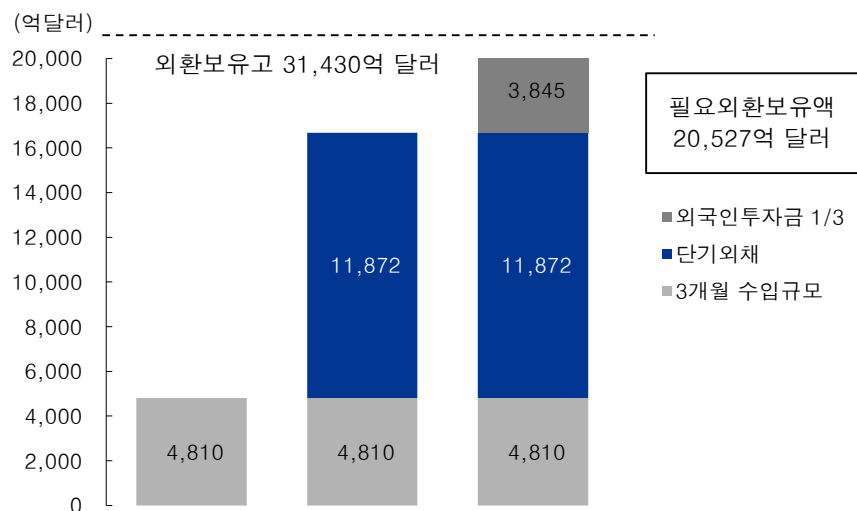


자료: Bloomberg, CEIC, IBK투자증권

# 실제외환보유고와 필요외환보유고 격차 축소되면 신용위험 우려 표면화 될 가능성

필요 외환보유고는  
현재 2조 527억 달러  
수준

- 긴급 상황에 대비해 보수적으로 추정해 본 ‘필요 외환보유액’을 보면 중국의 현재 외환보유고는 위기 상황에 대응하기 충분  
 ➡ BIS(2004년): 연간 수입액의 3~6개월+유동부채+자본유출입 확대 가능성 (외국인 주식투자자금 유출+국내은행 외화예금+현지 금융)
- 하지만 줄어드는 실제 외환보유고와는 달리 필요 외환보유액은 계속 증가할 것이라는 점

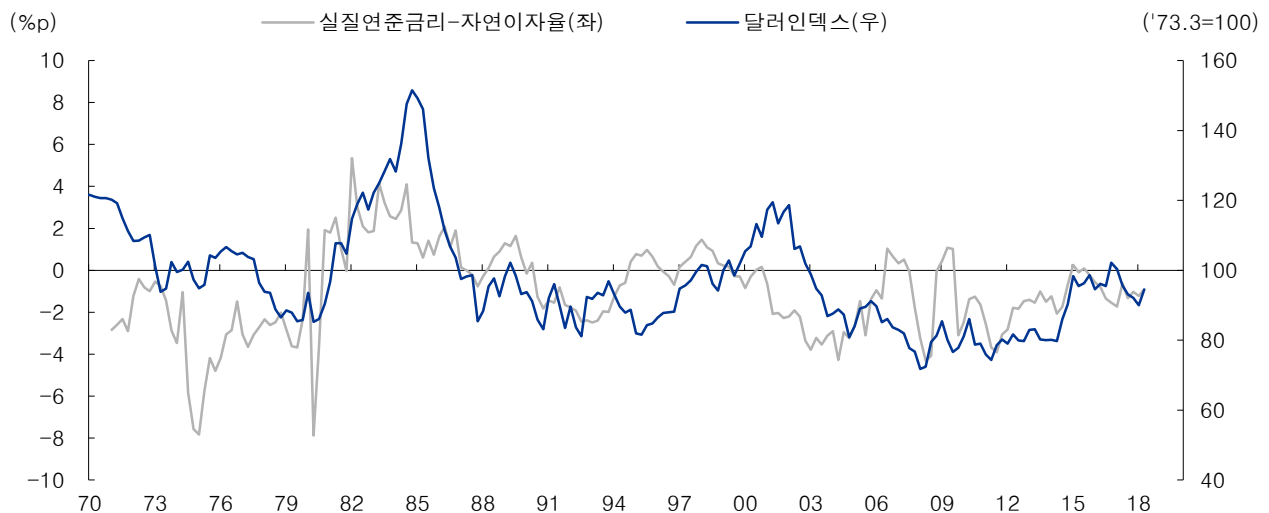
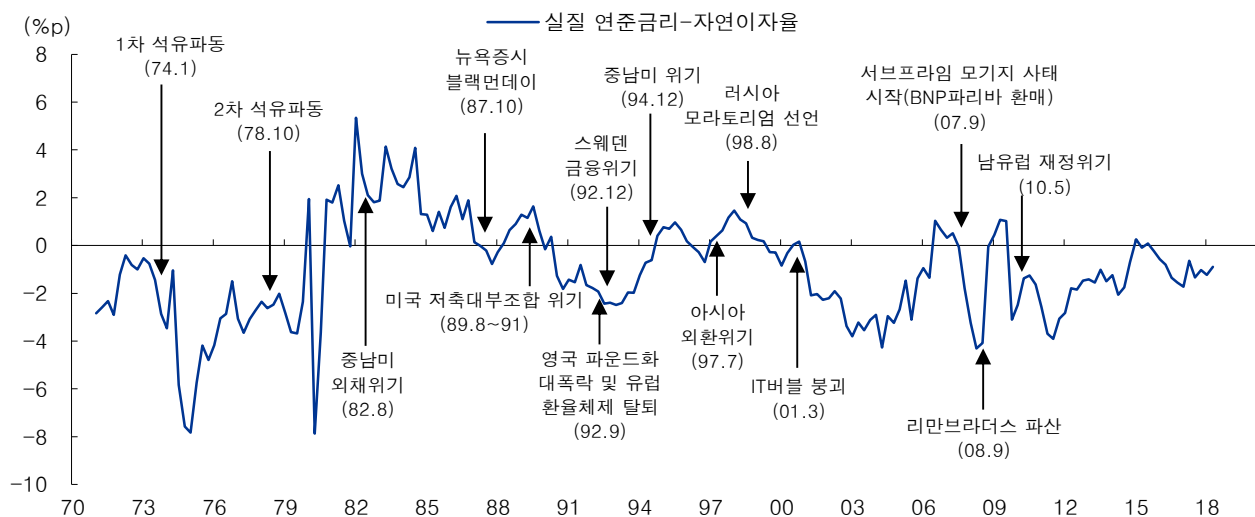


자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 어쩌면 중국이 가장 두려워해야 하는 것은 트럼프가 아닌 파월일 수도...

정상적인 상황이라면  
이번 연준 금리인상이  
중립금리 수준에서  
멈출 것으로 보이지만  
중립금리 이상으로  
계속 올린다면  
다른 의도를 의심해 볼  
수 있음

- 중립금리 수준을 넘어서는 미국 기준금리는 과거 미국 경제나 글로벌 금융시장에 큰 상처를 남김
- 연준 기준금리와 중립금리의 차이는 미 달러 가치와도 중요하게 연동돼 있음. 중립금리 이상으로 금리를 인상하면 가파른 달러 강세로 연결되고 신흥국들로부터 자금 이탈 압력 강화. 중국 역시 예외 아닐 듯



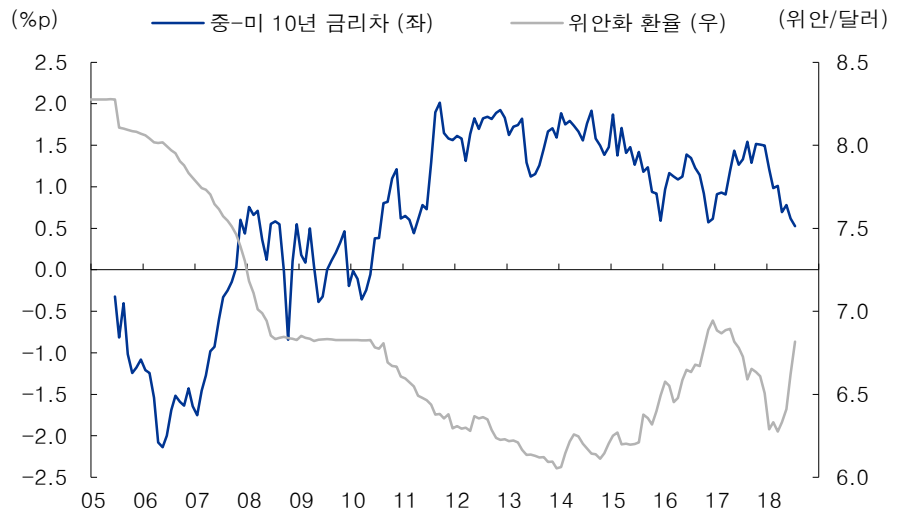
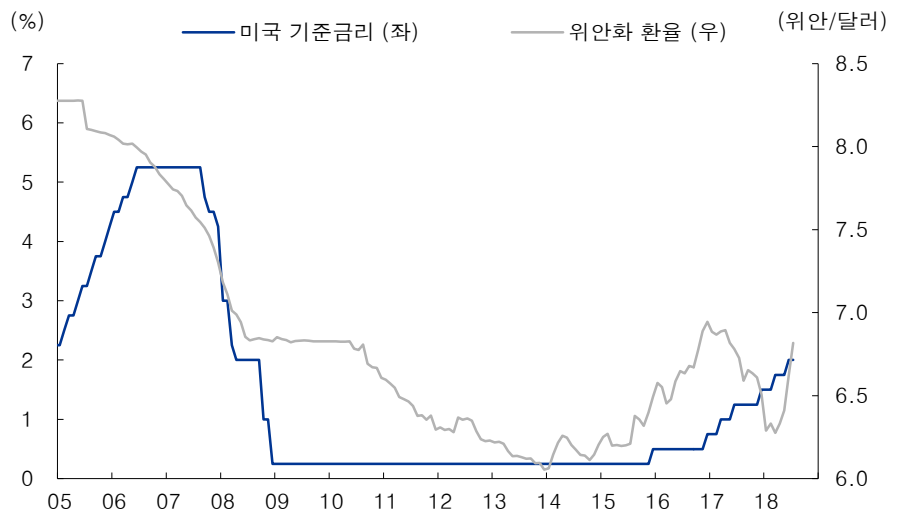
자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 위안화가 지금보다 훨씬 절하돼 있을 가능성이 높다는 점

위안화  
미 금리 인상 스케줄  
따라 계단형으로 약세  
전망

지금보다 위안화 강세  
유도가 덜 부담스러울  
수 있음

- 중국 위안화 환율은 미국 통화정책에 상당히 밀접하게 연동
- 시중금리 상승으로 중국과의 금리차가 축소됨에 따라 자금 이탈 가능성 높아져
- 다만, 트럼프의 정책 강도에 따라 위안화 절하 속도는 영향 받을 전망
- 중국 정부는 당분간은 위안화 절하를 지켜볼 듯



자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 4

---

## 경기에 미치는 불확실성 그러나, 이보다 불안한 것은 금융시장 불안

- I. 트럼프발 무역갈등, 어떻게 진행되고 있는가?
- II. 어떻게 흘러갈 것인가?
- III. 이번에는 어떨까?
- IV. 새로운 합의가 만들어지기까지 이어지는 불안한 시간
- V. 합의 후, 새로운 버블의 형성과 새로운 위기의 씨앗

# 4-1

---

## 위축 불가피하지만 위축 폭에 대한 과도한 우려 경계

I. 트럼프발 무역갈등, 어떻게 진행되고 있는가?

II. 어떻게 흘러갈 것인가?

III. 이번에는 어떨까?

IV. 새로운 합의가 만들어지기까지 이어지는 불안한 시간

➡ 불가피한 글로벌 경기 위축

➡ 금융시장에서 더 부담스러운 것은 의도되지 않은 미 달러의 강세

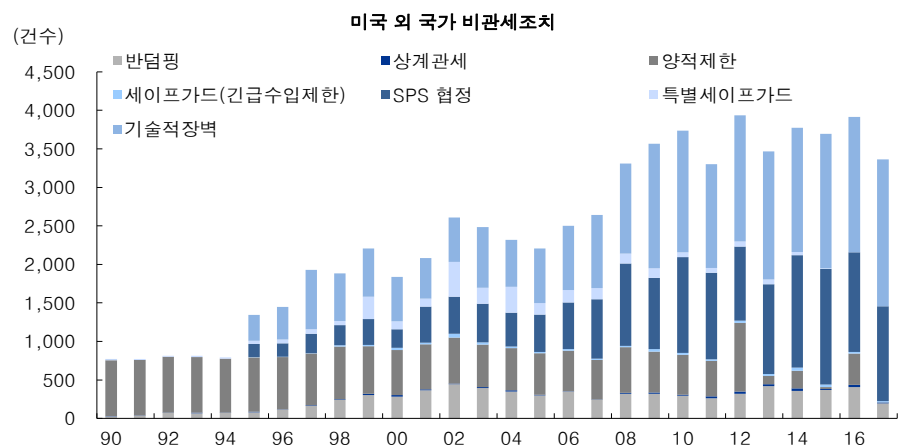
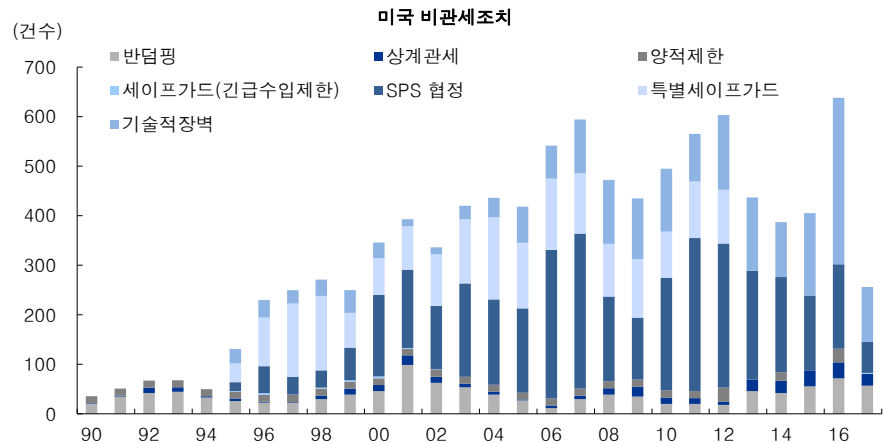
➡ 조금 더 민감할 수 있는 우리나라 투자심리

V. 합의 후, 새로운 버블의 형성과 새로운 위기의 씨앗

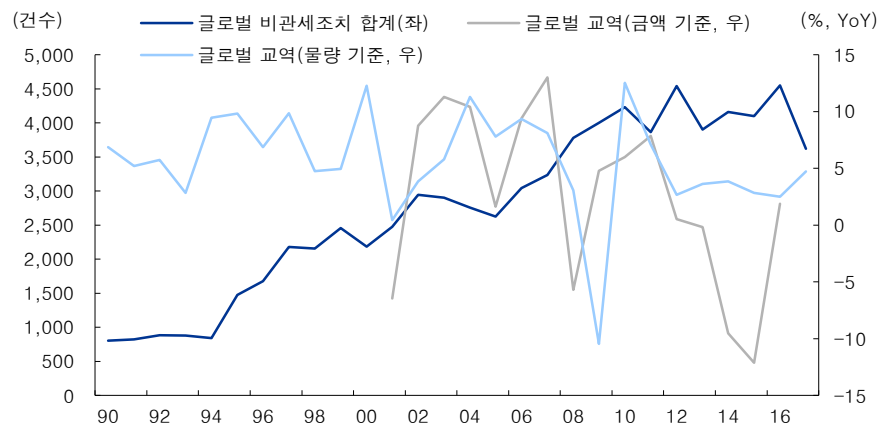
# 보호무역의 위험

- 2012년 이후 소강상태를 보인 글로벌 보호무역 기조가 2012년 이후 미국의 조치와 연관되었듯 트럼프의 조치들이 향후 중국이나 다른 메이저 교역국을 자극할 가능성
- 향후 경기 조정 가능성을 높이는 중요한 요인 중 하나

미국의 무역조치는  
1~2년의 시차를 두고  
다른 나라의 대응으로  
이어져 글로벌 비관세  
조치 통계를 변화시킴



글로벌 비관세조치는  
글로벌 교역에 영향을  
미치고 교역을 통해  
글로벌 경제 성장률에도  
영향을 미침



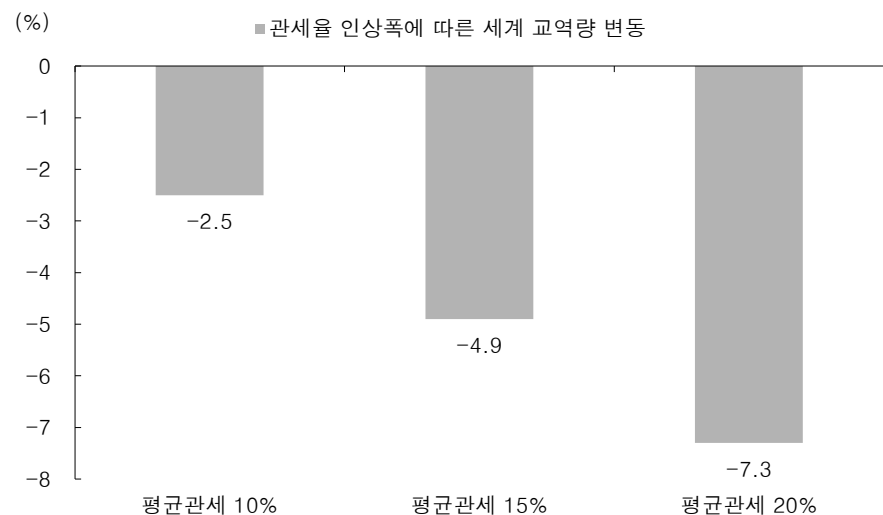
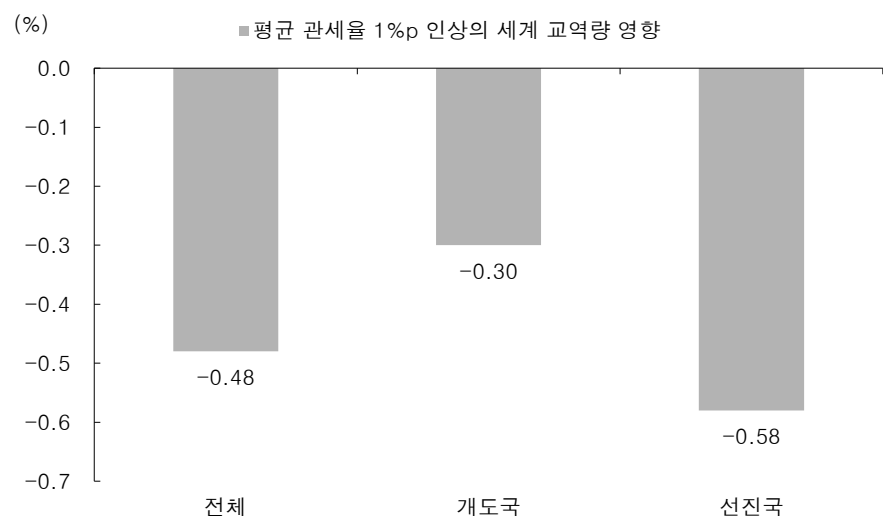
자료: WTO, Bloomberg, IBK투자증권



# 글로벌 교역 감소에 따른 피해는 공통적

미-중 간 관세 인상은 경쟁적인 글로벌 관세전쟁으로 확산될 가능성

- 높아진 교역 비용에 대한 부담은 교역 자체를 위축시킴. 교역 감소는 관세율 상승 정도에 비례
- 선진국이나 신흥국 구분 없이 전세계가 교역 감소의 문제를 겪음



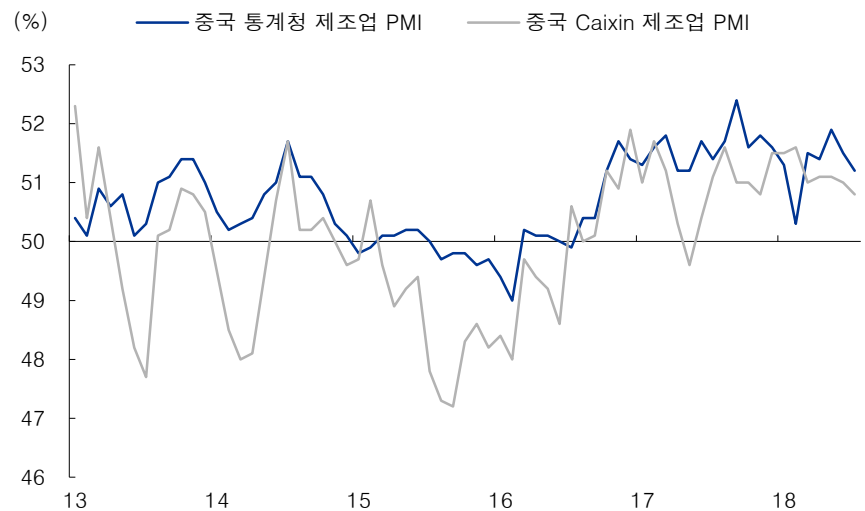
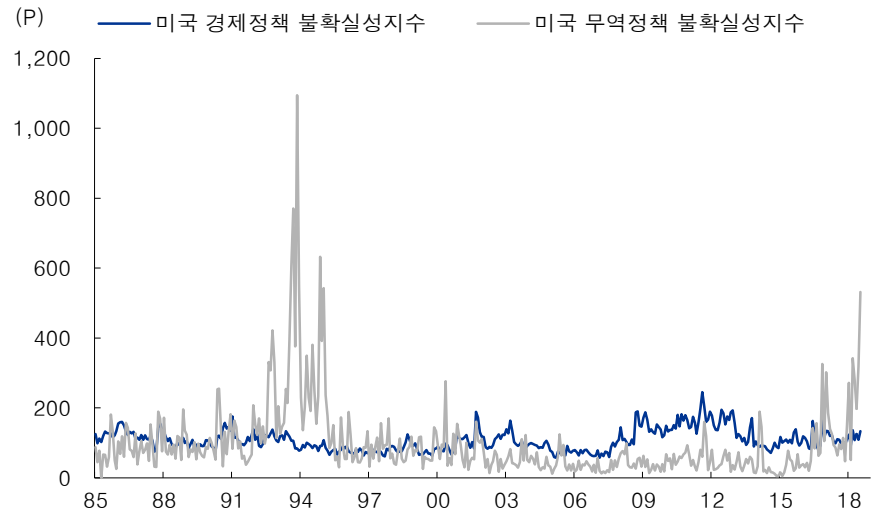
자료: 현대경제연구원(인용)

# 정성적, 심리적 요인들도 감안할 필요

전반적인 미국의 경제  
정책 불확실성보다  
훨씬 가파르게 상승한  
무역정책에 대한 불안

이러한 심리 악화는  
기업들의 투자 계획을  
지연시킴

특히, 교역의존도  
높은 개도국 투자에  
더 큰 부정적 영향



자료: Bloomberg, CEIC, IBK투자증권

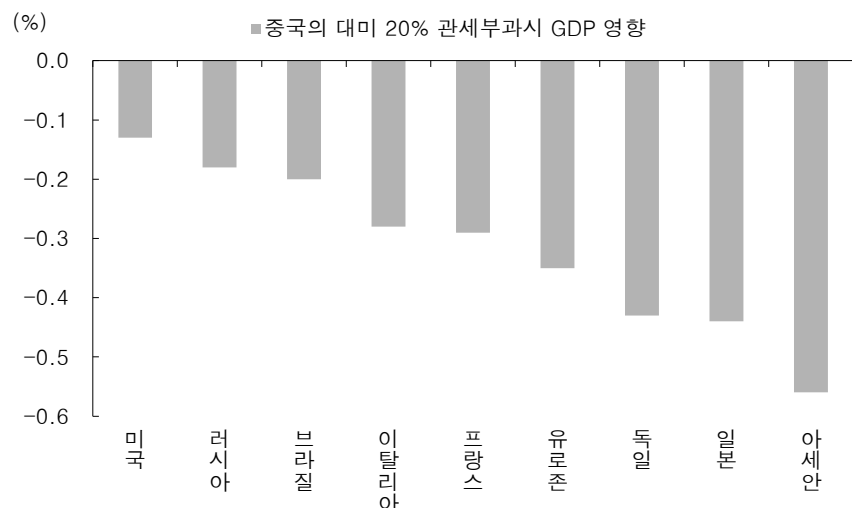
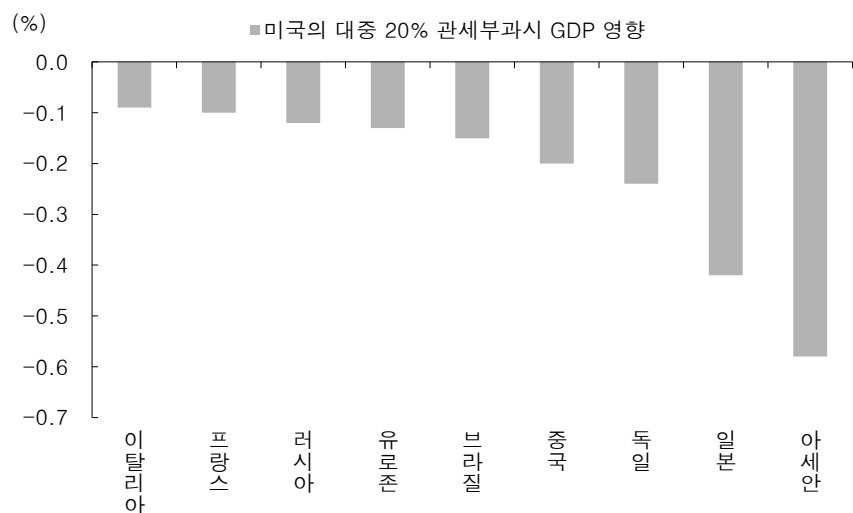
# 실질적인 GDP하락 폭에 대한 과도한 우려는 경계

여러 기관의 추정에 따르면, 무역분쟁의 당사국인 미국과 중국의 GDP 감소폭은 심리적인 우려에 비해 크지 않음

➡ 추가 악화 우려 있지만 막연하고 과도한 우려는 경계

- 관세 부과 품목의 절대적인 규모만 놓고 보면 미국과 중국 GDP의 0.2~0.3%에 불과함
- 다만 아직 관세 부과 범위 확대 중. 미국의 관세 부과와 이에 대한 중국의 보복관세, 다시 미국의 추가 관세부과 ... ➡ 양국의 경제에 미치는 파급력은 더 커질 수 있음

미국		중국
5,054억 4,700만달러	2017년 수입량	1,298억 9,400만달러
농산물	주요 피해 산업	첨단산업
GDP 0.25% 감소	피해 크기	GDP 0.2% 감소
관세 부과로 피해를 입는 산업계의 반발	약점	중국의 대미 수출액이 미국의 대중 수출액보다 4배 많아 공격당할 여지가 큼

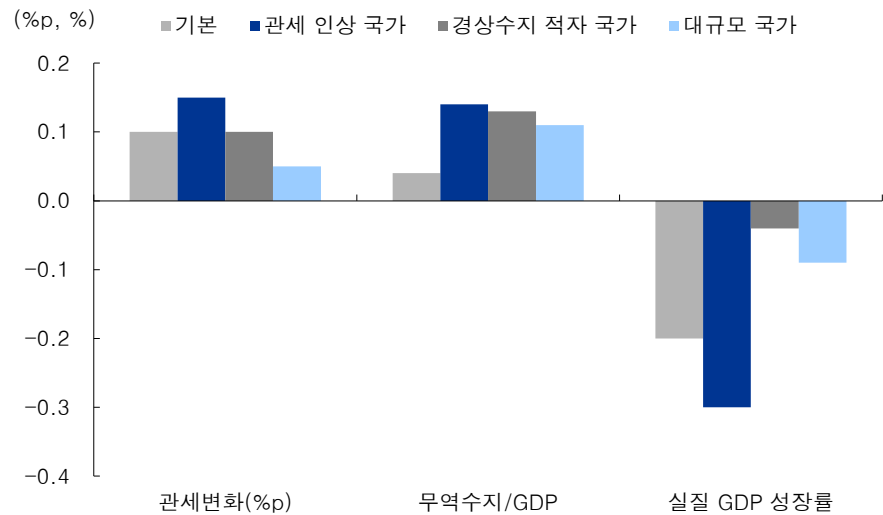


자료: 국제금융센터(인용), IBK투자증권

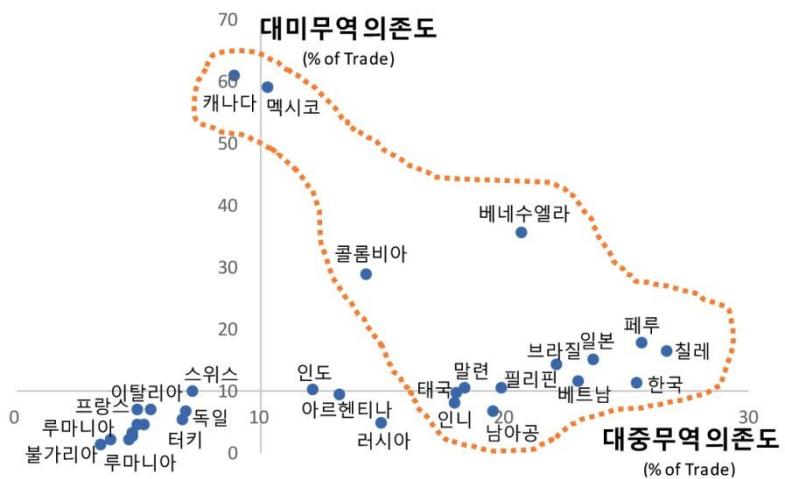
# 문제는 신흥국의 투자 위축

- 관세 변화에 따른 무역수지와 성장률 변화는 선진국보다 신흥국에 더 집중돼 있음
- 경상수지 흑자 기조를 유지하면서 소규모인 신흥국의 경우, 대외 의존도가 높기 때문에 글로벌 관세 전쟁에 따른 피해가 클 수밖에 없음
- 그 중에서도 미국과 중국의 무역의존도가 높은 신흥국이 문제

## 관세 1.5%p 변화에 따른 영향



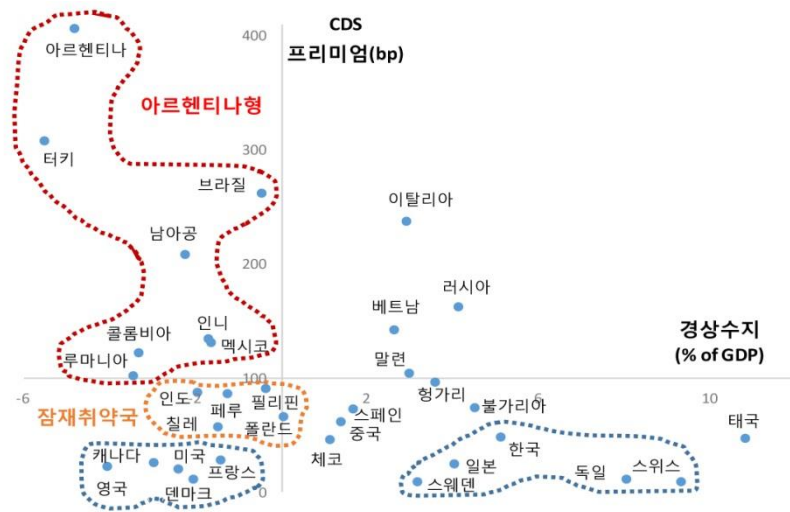
## 미-중 무역분쟁에 취약한 신흥국들



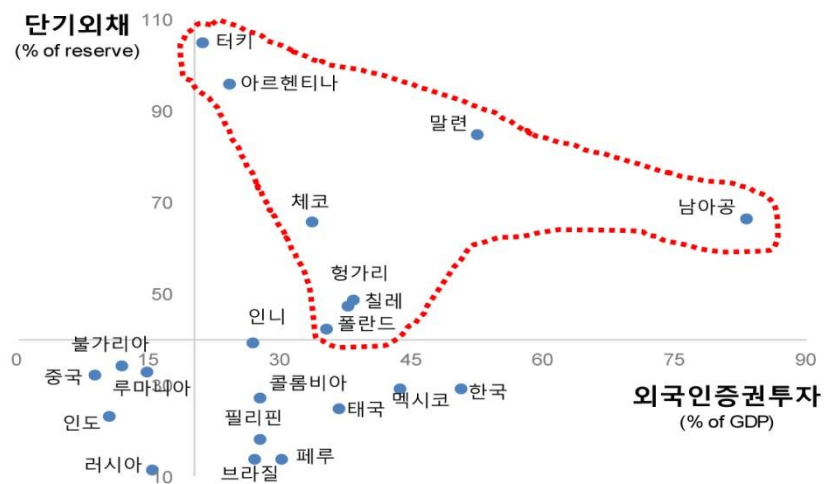
자료: Goldman Sachs, 국제금융센터(인용)

# 신흥국 리스크, 무역불안이 전부가 아님

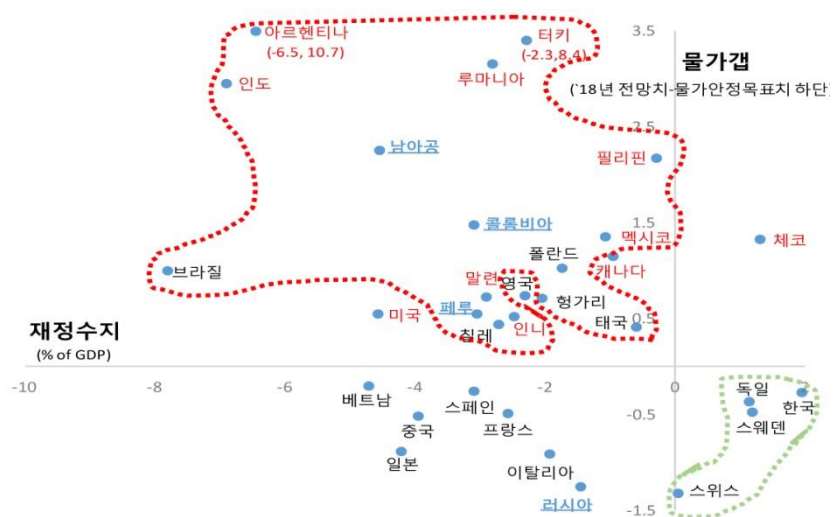
외환 및 금융시장 불안, 외화 자금조달의 어려움을 겪을 수 있는 국가



미국인 금리 인상과 달러화 강세로 급격한 자금 유출, 외채 상환 리스크를 가진 국가



재정적자와 인플레이션, 경기 부진 등으로 인해 대외 불안에 대응할 정책 여력이 부족한 국가



자료: 국제금융센터(인용)

# <참고> 주요 신흥국의 위험도 비교

		소버린리스크	대외취약성		대내취약성		잠재리스크				잠재취약국 순위
		CDS 프리미엄	경상수지 (% of GDP)	외환보유액 부족	물가갭	재정수지 (% of GDP)	미국 통화정책 정상화		국제유가	무역마찰	
							단기외채 (% of Reserve)	외국인 증권투자비중 (% of GDP)	Net Oil Export (% of GDP)	대중무역 (% of GDP)	
중 남 미	아르헨티나	2	2	1	2	4	3	15	16	14	1
	브라질	4	11	15	12	2	21	13	17	5	5
	칠레	20	9	7	17	12	8	6	5	1	12
	콜롬비아	10	4	11	8	8	16	12	21	13	6
	멕시코	9	8	9	9	18	14	4	20	16	10
	페루	16	10	20	15	9	22	10	12	2	16
	베네수엘라	1	16	—	1	1	1	—	23	6	3
아 시 아	중국	19	15	6	21	7	13	21	10	—	18
	인도	15	6	14	5	3	19	20	6	15	9
	인니	8	7	12	16	13	10	14	14	11	11
	한국	21	22	8	20	23	15	3	3	3	19
	말련	11	18	3	13	10	4	2	18	9	7
	필리핀	14	12	17	7	20	20	11	11	7	17
	태국	22	23	18	18	19	17	7	1	10	23
유 럽 대	베트남	6	20	—	19	5	18	—	19	4	13
	불가리아	17	21	16	—	21	11	19	2	22	22
	체코	23	14	—	10	22	6	9	15	20	20
	헝가리	13	19	5	14	15	7	5	8	19	14
	폴란드	18	13	10	11	16	9	8	7	18	15
	루마니아	12	3	13	4	11	12	18	9	21	8
	러시아	7	17	19	22	17	23	17	22	12	21
	남아공	5	5	2	6	6	5	1	4	8	2
	터키	3	1	4	3	14	2	16	13	17	4

외환위기 위험도	국가	외환 건전성				자본유출 가능성			성장의 지속가능성		
		경상수지 /GDP (%)	총외채 /GDP (%)	단기외채 /외환보유액 (%)	순대외자산 /GDP (%)	시장성 자금비중 (%)	정치 불안 및 정책 불확실성	성장률 (%)	물가 상승률 (%)	재정수지 /GDP (%)	국내신용 /GDP (%)
고위험국	아르헨티나	-4.8	36.5	98.3	3.5	49.0		2.9	25.7	-6.5	21.3
	터키	-5.5	53.4	109.1	-53.6	25.9	√	7.0	11.1	-2.3	84.9
	파키스탄	-4.1	29.2	53.2	-34.8	9.6	√	5.3	4.1	-5.7	48.5
	남아공	-2.3	49.6	64.9	13.0	56.3		1.3	5.3	-4.5	71.1
	이집트	-6.5	35.0	30.6	-61.5	13.5	√	4.2	23.5	-11.4	78.0
중위험국	브라질	-0.5	32.5	13.9	-33.5	35.7	√	1.0	3.4	-7.8	68.6
	루마니아	-3.5	53.1	33.1	-48.6	17.2		7.0	1.3	-2.8	39.9
	콜롬비아	-3.4	40.2	27.1	-48.0	26.5	√	1.8	4.3	-3.1	64.7
	멕시코	-1.6	38.1	29.6	-45.8	43.3	√	2.0	6.0	-1.1	42.9
	헝가리	3.6	100.1	48.4	-53.1	13.8		4.0	2.4	-2.0	85.1
	폴란드	0.0	72.1	44.6	-65.9	29.6		4.6	2.0	-1.7	81.3
	인도네시아	-1.7	34.7	37.6	-33.6	39.8		5.1	3.8	-2.5	39.4
	말레이시아	3.0	69.1	88.5	-2.0	39.1		5.9	3.8	-2.9	134.4
	나이지리아	2.5	7.7	0.0	-16.2	32.9	√	0.8	16.5	-5.8	22.5
	러시아	2.6	34.0	11.9	17.5	21.5		1.5	3.7	-1.5	65.5
	인도	-2.0	19.7	23.2	-16.7	25.7		6.7	3.6	-6.9	55.7
	방글라데시	-1.2	19.3	32.4	-10.6	7.8		7.1	5.7	-4.8	44.1
	필리핀	-0.4	23.3	17.5	-13.8	40.3	√	6.7	3.2	-0.3	66.3
저위험국	체코	1.1	96.3	65.6	-29.5	19.7		4.3	2.4	1.3	89.4
	페루	-1.3	31.4	13.8	-36.9	32.2		2.5	2.8	-3.1	15.3
	베트남	4.1	43.2	25.7	N/A	N/A		6.8	3.5	-4.7	143.0
	칠레	-1.5	65.5	45.2	-21.0	23.3		1.5	2.2	-2.7	138.5
	중국	1.4	14.2	31.9	15.1	20.4		6.9	1.6	-4.0	208.7
	한국	5.1	27.2	29.8	16.1	64.3		3.1	1.9	1.9	193.1
	태국	10.8	32.7	26.3	-7.3	34.0	√	3.9	0.7	-0.6	116.1
	대만	13.8	31.4	37.5	203.8	52.5		2.8	0.6	-1.4	184.5

자료: LG경제연구원, 국제금융센터(인용)

# 4-2

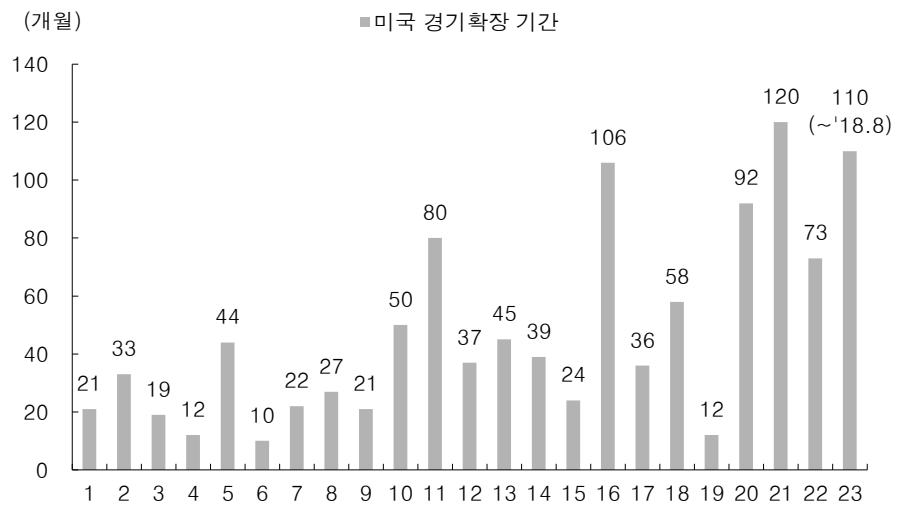
---

## 낮아진 경기사이클의 설명력과 높아진 유동성 흐름의 영향력

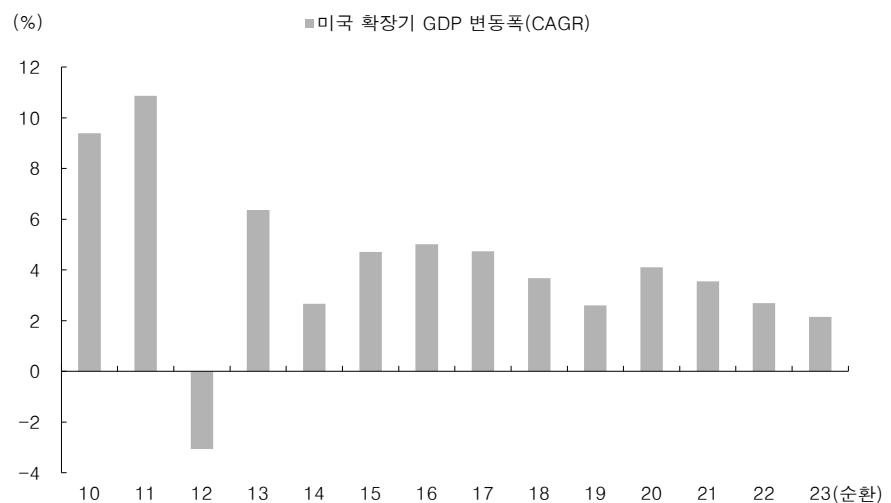
- I. 트럼프발 무역갈등, 어떻게 진행되고 있는가?
- II. 어떻게 흘러갈 것인가?
- III. 이번에는 어떨까?
- IV. 새로운 합의가 만들어지기까지 이어지는 불안한 시간
  - ➡ 불가피한 글로벌 경기 위축
  - ➡ 금융시장에서 더 부담스러운 것은 의도되지 않은 미 달러의 강세
  - ➡ 조금 더 민감할 수 있는 우리나라 투자심리
- V. 합의 후, 새로운 버블의 형성과 새로운 위기의 씨앗

# 길어지는 경기사이클, 반면 줄어드는 경기 진폭

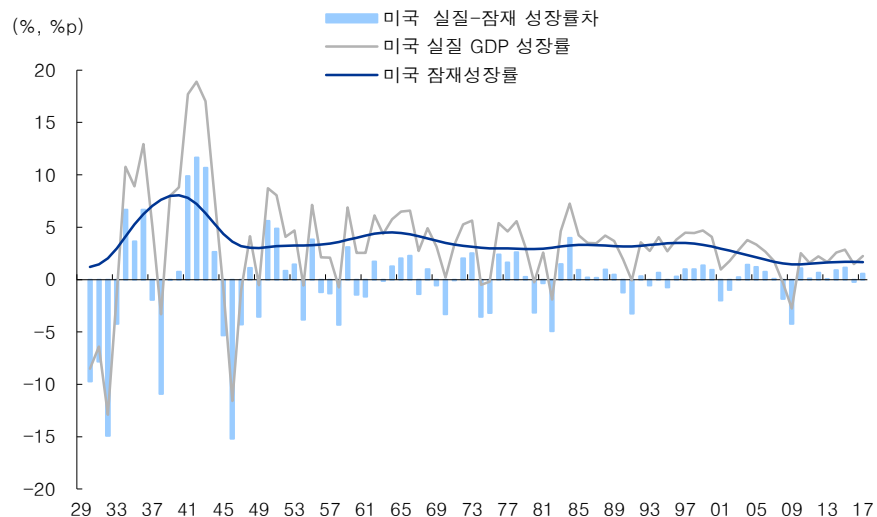
금융위기 이후  
일반적인 경기사이클의  
특징을 감안해도,  
미국의 최근 경기  
확장 기간은 과거에  
비해 길어졌음



미국 경기 확장기의  
연평균 성장률 하락



미국 잠재 성장률과  
실제 성장률의  
격차 축소



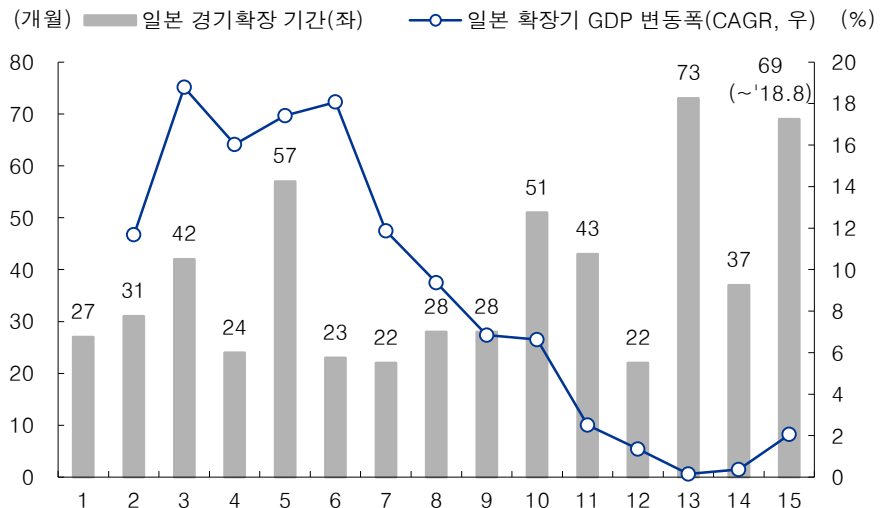
자료: NBER, Bloomberg, CEIC, IBK투자증권



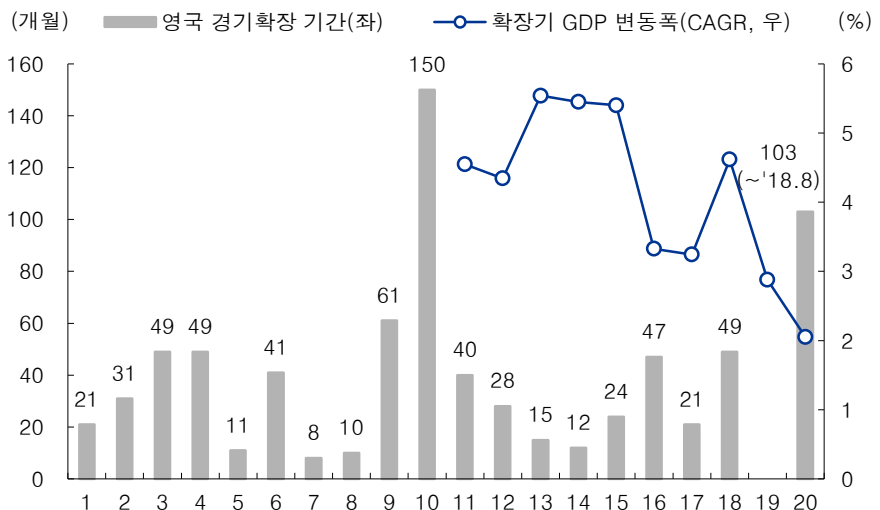
# 길지만 완만한 경기사이클, 미국만의 흐름이 아님

일본, 아베노믹스  
정책에 힘입어 2번째  
로 긴 확장 국면 진행  
중. 하지만 성장률은  
버블 붕괴 이전에  
한참 미치지 못함

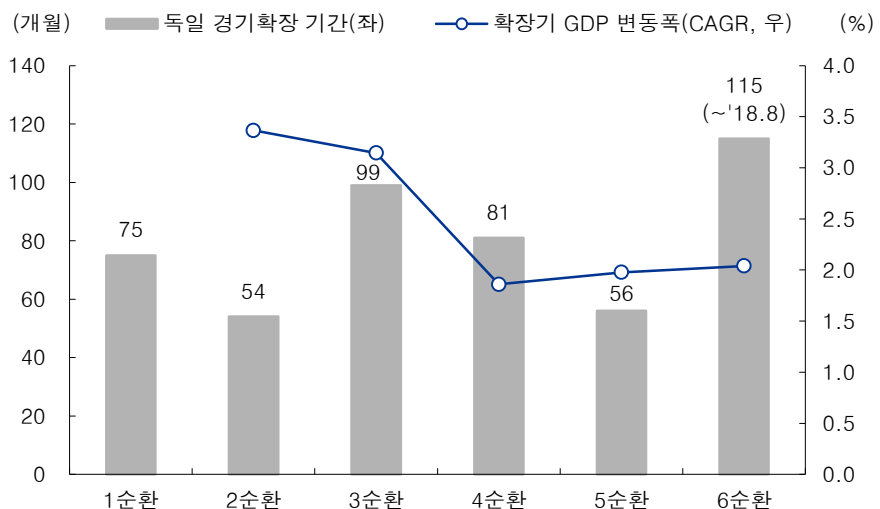
- 주요 선진국에서 공통적으로 나타나는 흐름



영국 역시 글로벌  
금융위기 이후 역대  
2번째로 긴 확장 국면  
에 있지만, 성장률은  
하락세



독일은 통일 이후  
가장 긴 확장 국면에  
있지만 성장 속도는  
매우 더딤



자료: 일본 내각부, 영국 국립경제사회연구소(NIESR), ECRI, CEIC, IBK투자증권

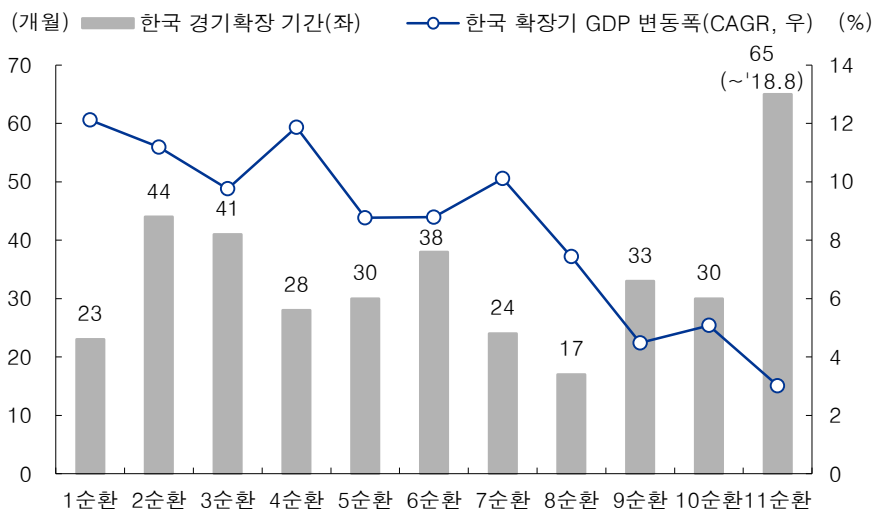
주: 영국 경기확장 기간은 18순환까지 NIESR 설정 기준, 20순환은 ECRI 설정 기준, 중간 기간은 생략

# 우리나라도 예외가 아님. 그리고...

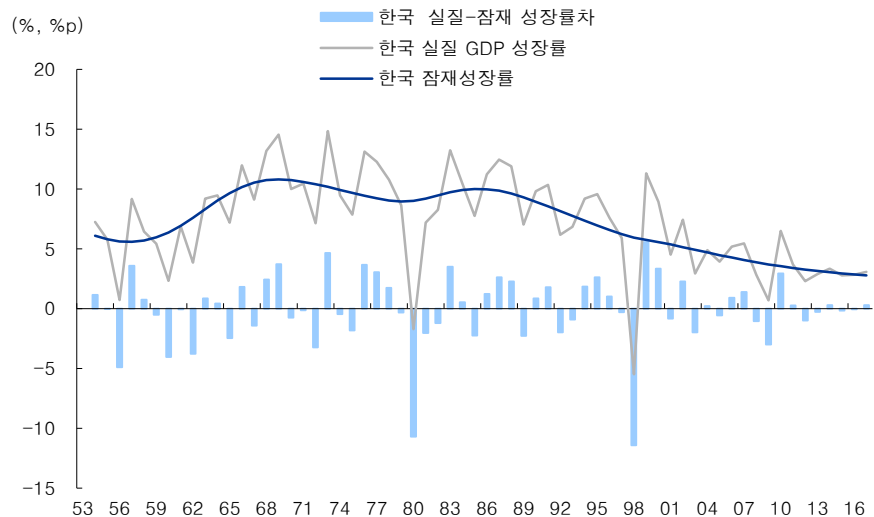
무역갈등 국면에서도  
경기사이클 진폭은 완  
만할 것임

- 미국이나 유럽, 일본 등 선진국보다도 오히려 경기사이클의 2가 지 특징이 더 두드러진 모습
- 최근 경기 사이클의 특징을 감안해 보면, 무역갈등이 더욱 확대 되겠지만 실제 경제지표의 낙폭은 과거에 비해 크지 않을 듯
- 이번 경기 상승 국면에서 거의 과열이 없어 경기 조정 국면에서 조정 압력이 적다는 점도 감안

통계청의 경기순환  
설정 이후 가장 긴  
확장 국면을 기록하고  
있는 이번 경기사이클



잠재 성장률과 실제  
성장률의 격차도 눈에  
띄게 줄어들

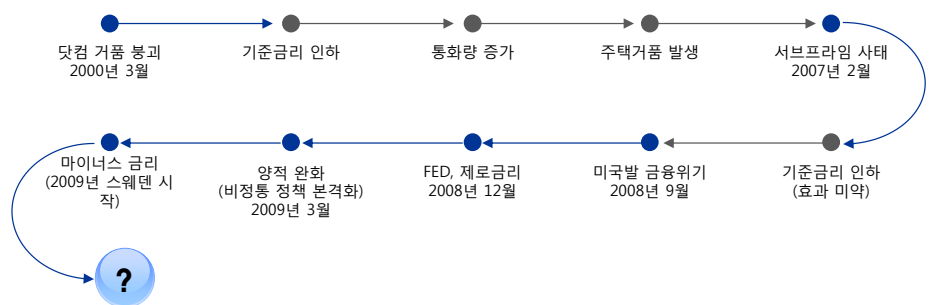


자료: 통계청, IBK투자증권

# 왜 경기사이클이 사라졌을까?

가장 중요한 이유 중 하나는 경기변동에 지나치게 예민한 중앙은행과 정부

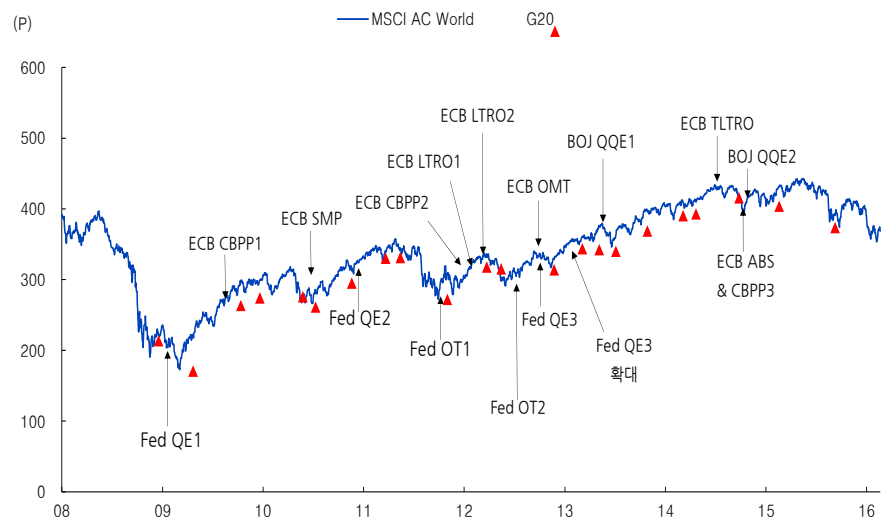
- 위기대책 가운데 기준금리 인하와 유동성 공급이 1987년 이후 모범적인 처방으로 자리 잡음 ➡ 그린스펀의 패러다임이 20년 동안 통화정책을 지배
- 하지만 20년 동안 누적된 부작용이 글로벌 금융위기의 토양으로 작용
- 2008년 금융위기 이후 비정상적인 방법이 동원되기 시작



잘못된 개입이 변동성을 없애 버린 것은 아닐까?

- 실질적인 성패를 가늠하는 것을 떠나 정책시행의 기술적인 측면을 볼 때, 지나치게 잦은 정책 발표는 투자자들의 신뢰를 떨어뜨리는 경향
- 적극적인 통화정책 이후 금융시장 가격지표의 모멘텀은 뚜렷하게 완만해짐 ➡ 실물부문에 같은 영향을 발휘한 것은 아닐까?

금융위기 이후 거의 매달(또는 매분기) 발표된 선진국 주요 경제 대책



자료: 중앙일보 등 언론보도, IBK투자증권

# 자산시장, 무엇에 영향을 받나?

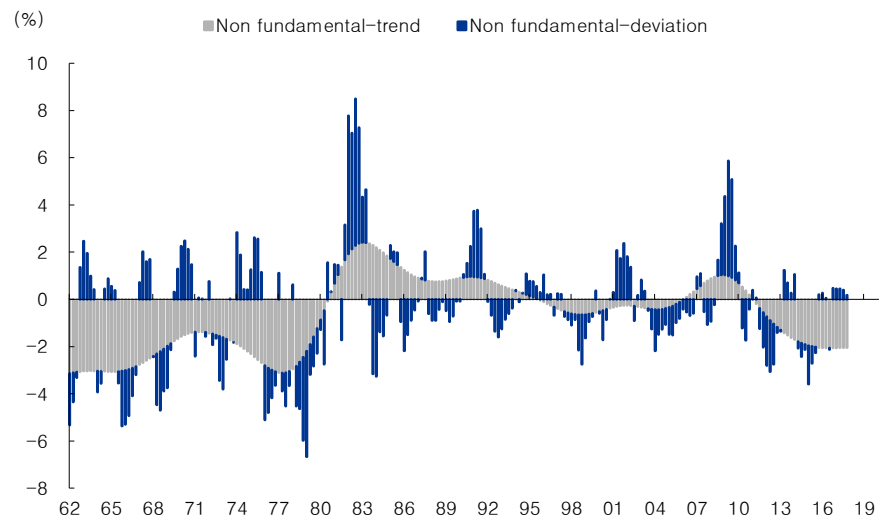
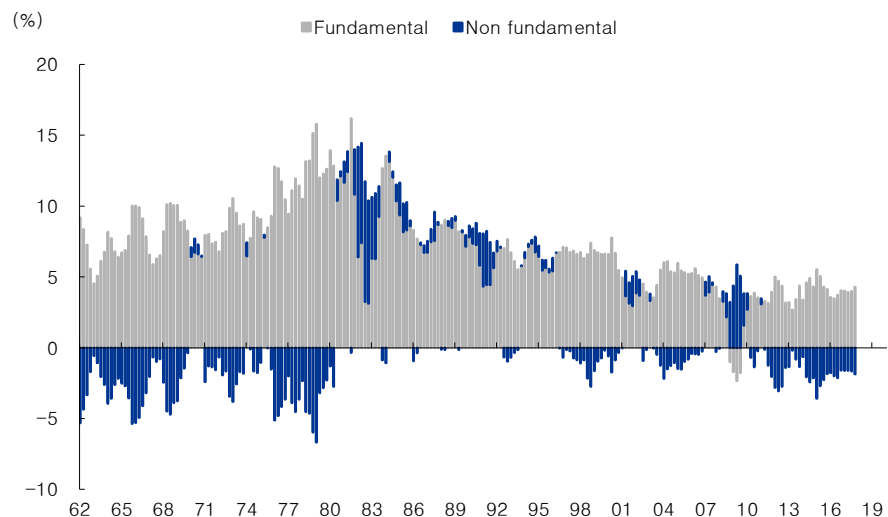
낮아진 경기 진폭 vs  
높아진 비경기 요인

가격변수를 설명하는  
데 있어 펀더멘털  
부분 보다 비펀더멘털  
부분의 비중이 확대됨

- 미국 금리 분해 결과를 보면, 경제성장률과 물가 상승률 즉, 경기 변동과 관련된 부분은 과거에 비해 뚜렷하게 축소됨
- 이에 따라 상대적으로 금리에 대한 비펀더멘털 부분의 설명력은 점점 높아지고, 비경기 요인에 대한 시장 참여자들의 의존도 확대됨

비펀더멘털 요인은  
중앙은행의 유동성  
공급이 대표적

금융위기 이후 미  
연준의 양적완화  
시기에 맞춰 빠르게  
늘어난 비펀더멘털  
부분

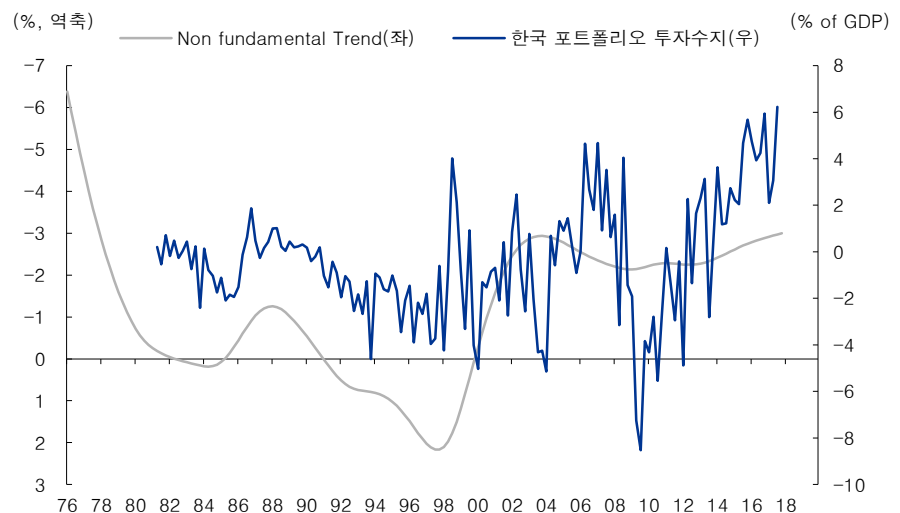
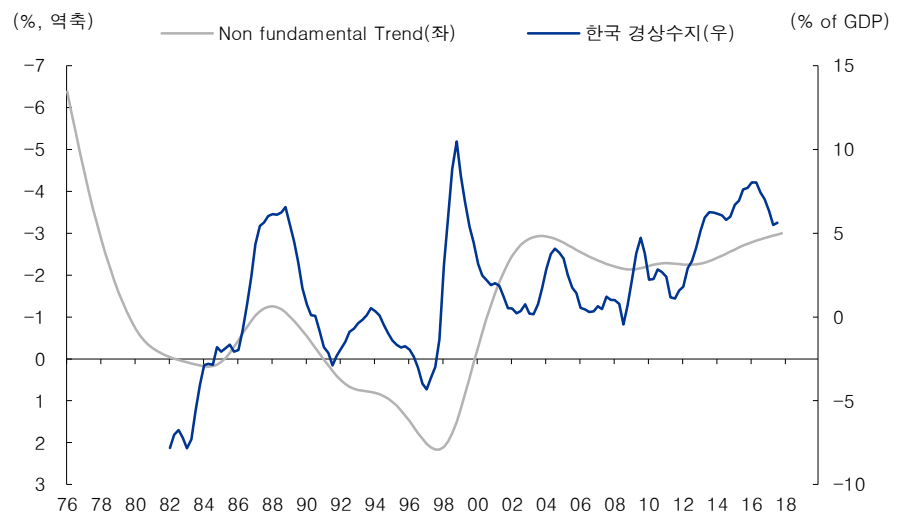
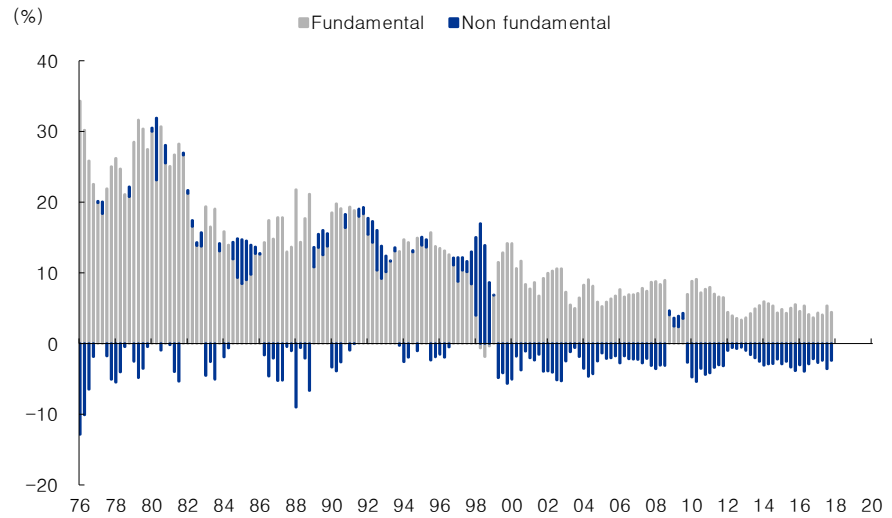


자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 우리나라에서도 높아진 비편더멘털 요인의 설명력

우리나라는 선진국처럼 중앙은행이 직접적으로 유동성을 공급하지는 않았지만, 과거에 비해 강해진 비편더멘털 요인

선진국에서 풀린 대규모 유동성이 우리나라를 비롯한 신흥국으로 유입됐기 때문 ➡ 비편더멘털 부분과 경상수지의 높은 상관관계



자료: Bloomberg, OECD, IBK투자증권

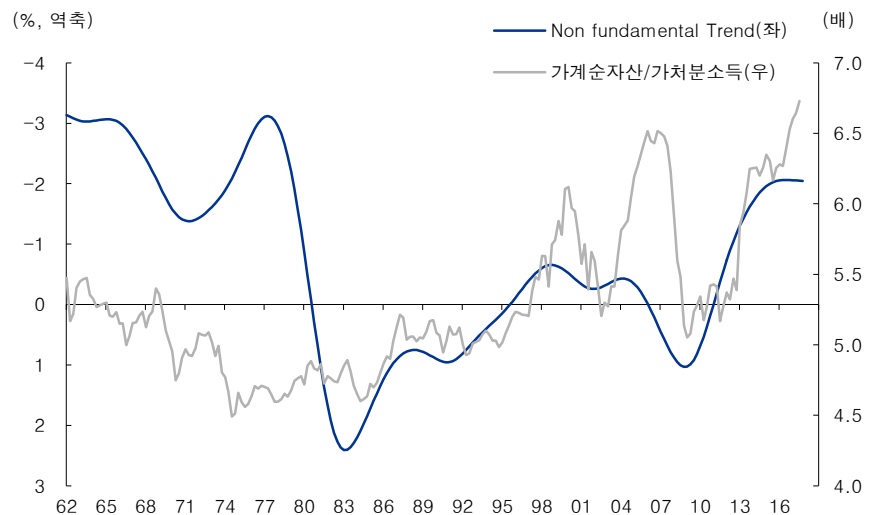
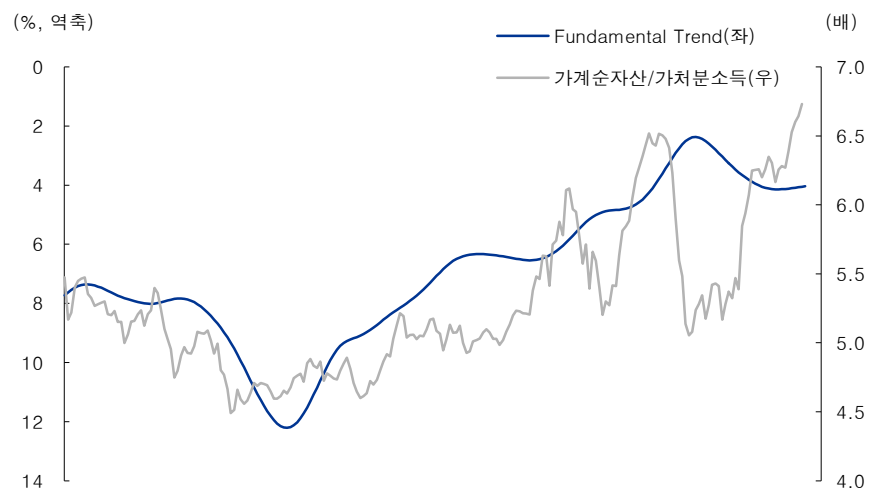
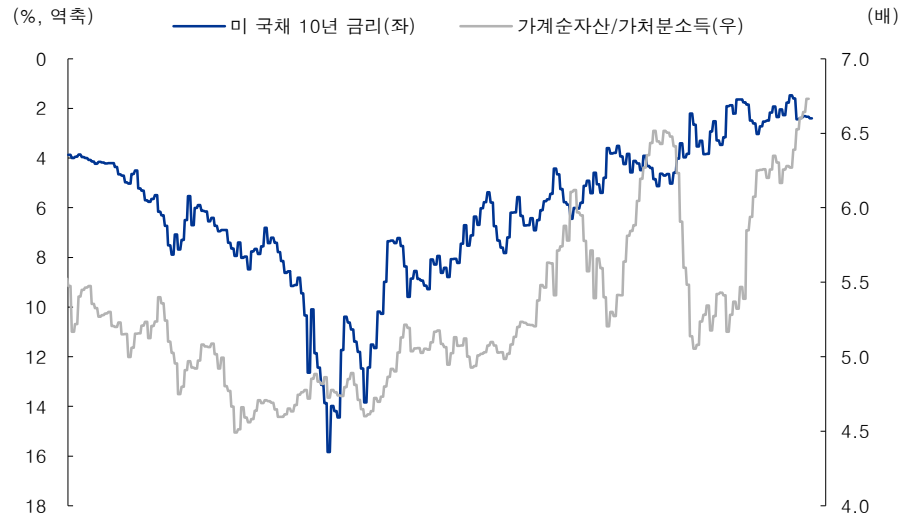
# 경기보다 유동성 흐름이 자산가격 결정

자산가격 상승의 직접적인 원인은 단순한 저금리가 아님

금리를 분해해 보면, 최근 펀더멘털 요인은 오히려 자산가격의 하방 압력을 높여왔던 상황

➡ 금융위기 이후 가파른 자산가격 상승의 배경은 유동성(비 펀더멘털 추세) 팩터의 움직임으로 설명됨

➡ 결국 중요한 것은 자금의 흐름



자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 주목해야 하는 것은 달러 강세

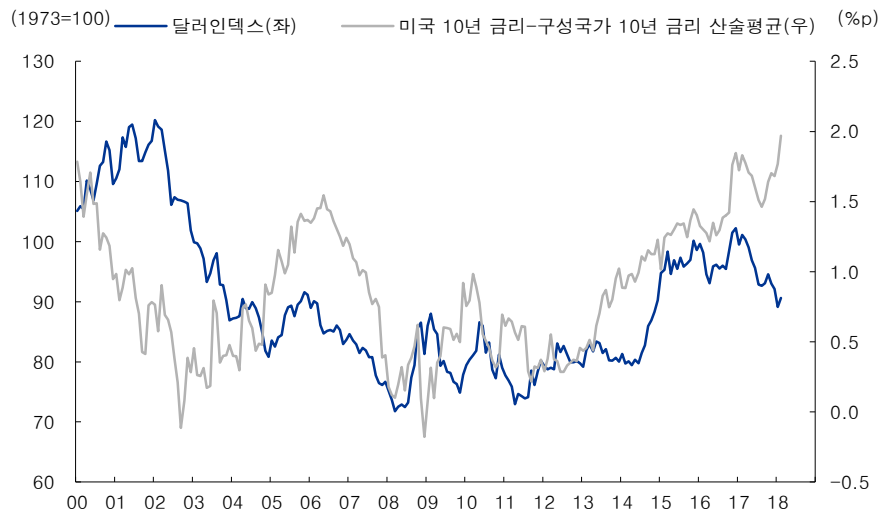
미국과 주요 국가들간  
통화정책 차별화 확대  
➡ 기준금리 인상뿐만  
아니라 연준 자산 축소  
에 따른 장단기금리  
차 확대 압력

- 부정적 시각에서는 여전히 저조한 임금과 물가 상승 압력을 우려
- 주요국 근원 물가상승률은 헤드라인과 달리 지지부진한 수준. 중앙은행 목표(2%) 수준을 대부분 밑돌고 있음
- 임금 상승률 역시 큰 변화 없는 움직임. 소비여력을 높일 수 있는가에 대한 의문

감세 역시 시간이  
갈수록 달러 강세를  
자극할 듯 ➡ 미국의  
로의 자금 환류, 재정  
악화에 따른 기채압력  
증가로 장기금리  
상승 등



미 달러 흐름을  
주목하는 이유는  
결국 원자재 시장 및  
자산시장에 미치는  
영향 때문

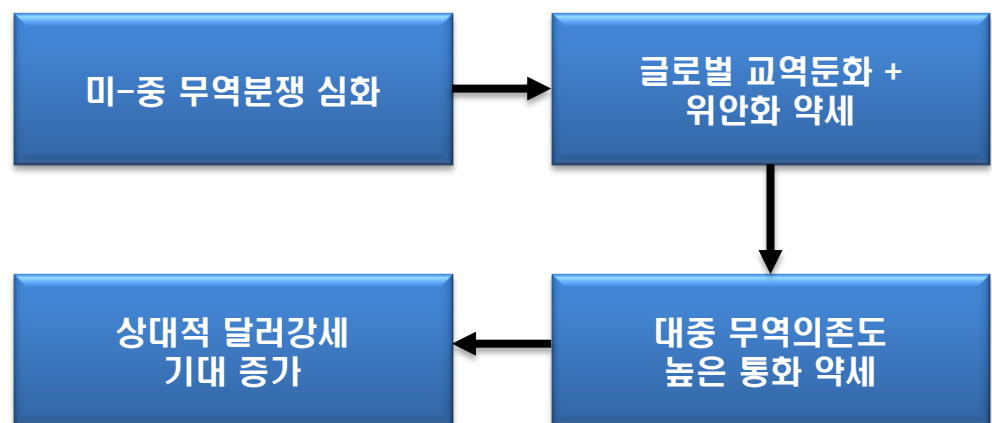


자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 무역갈등 역시 어떤 경로든 달러 강세로 귀결

기축통화가 미국 달러  
인 경제 체제에서는  
불가피한 흐름

- 미국이 무역분쟁의 당사국임에도 불구하고 이에 따른 안전자산 선호 심리는 미국 달러자산의 수요를 높임



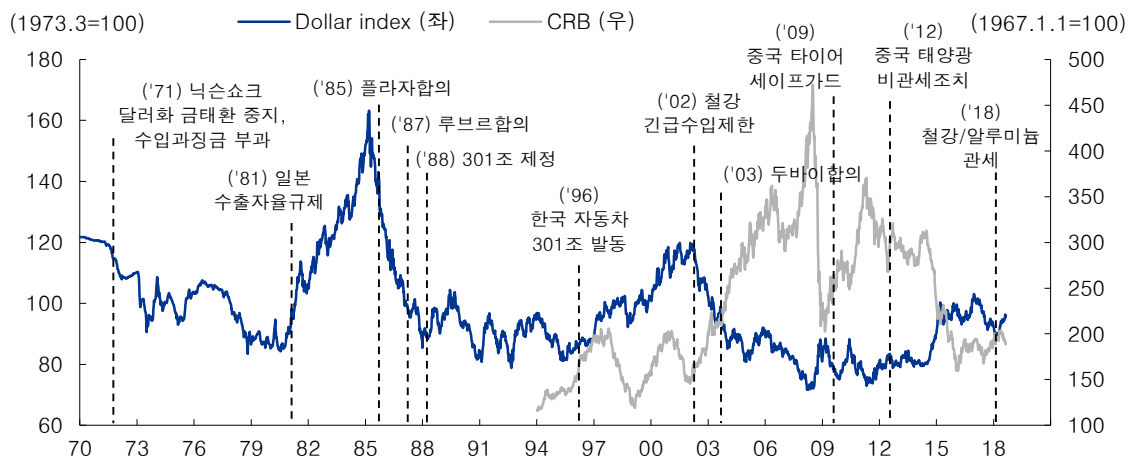
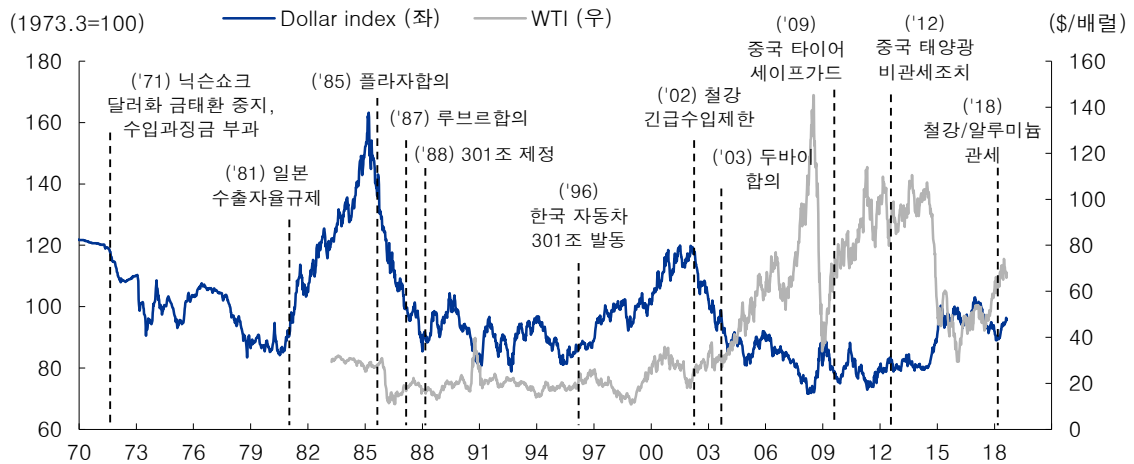
자료: Bloomberg, IBK투자증권



# 달러인덱스 vs. 원자재

달러 강세는 유가를 비롯한 Commodities 가격의 제약 요인

- 원자재 수요가 많은 신흥국 경기 부진을 반영한 결과일 수도 있고 달러 강세가 원자재 수출국 수출 단가 하락을 자극한 결과일 수도 있음
- 분명한 것은 달러 강세 국면에서 Commodities에 대한 투자는 좋은 선택이 아니라는 점



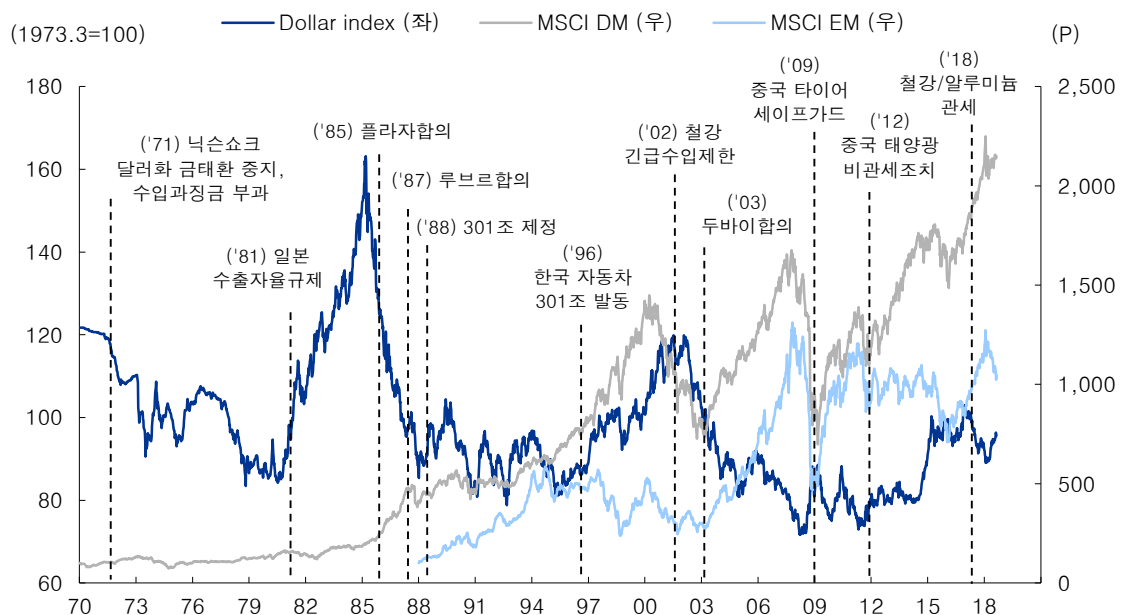
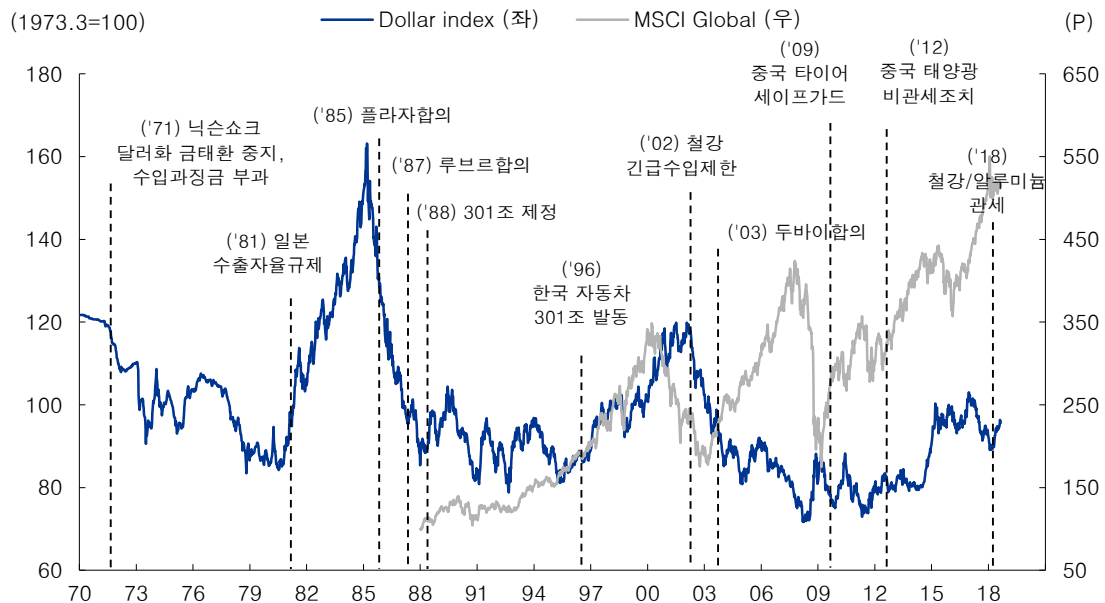
자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 달러인덱스 vs. EM · DM 주식

달러인덱스와 글로벌  
및 선진국 주가지수의  
장기적인 관계는 불분  
명함

반면, 신흥국 주가지  
수와는 상당히 뚜렷한  
역(-)의 상관관계를  
형성

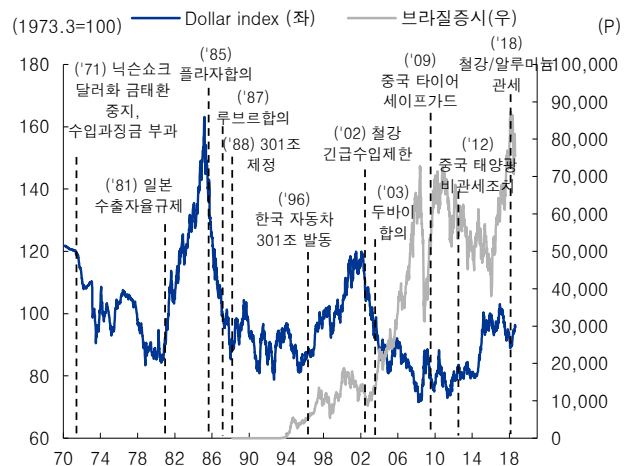
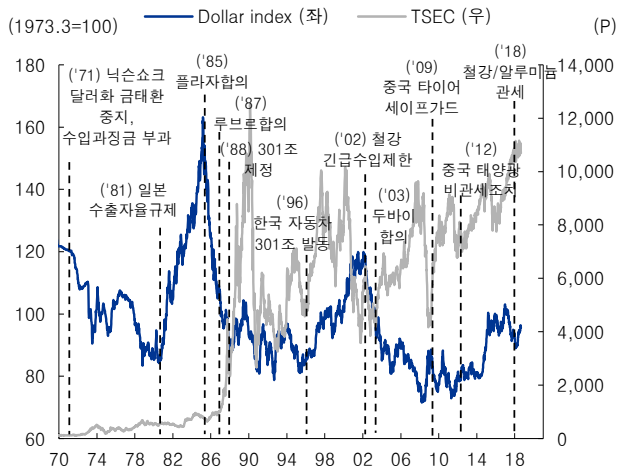
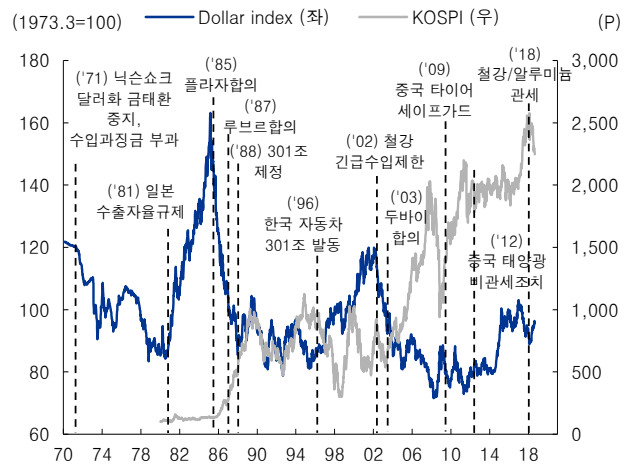
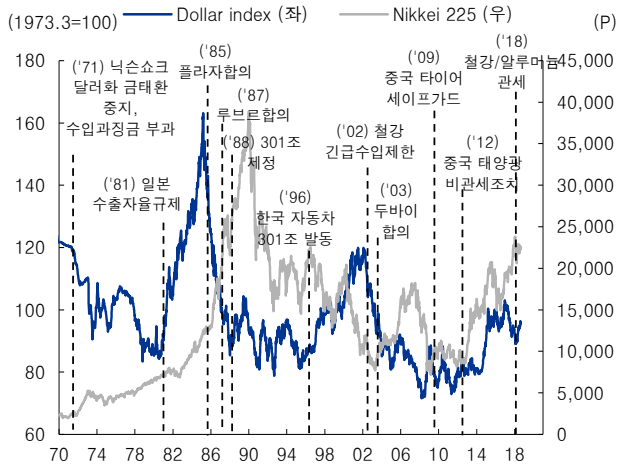
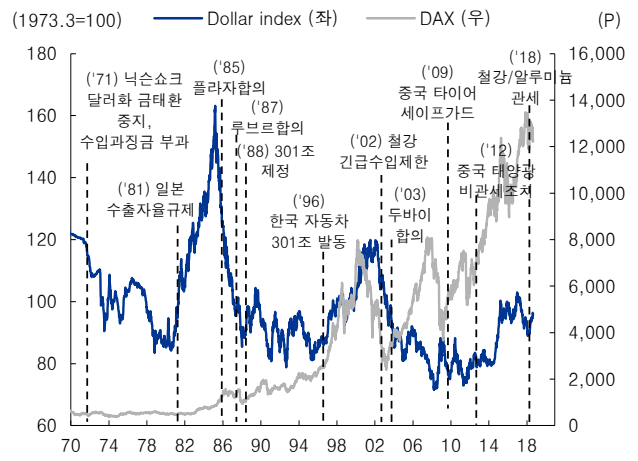
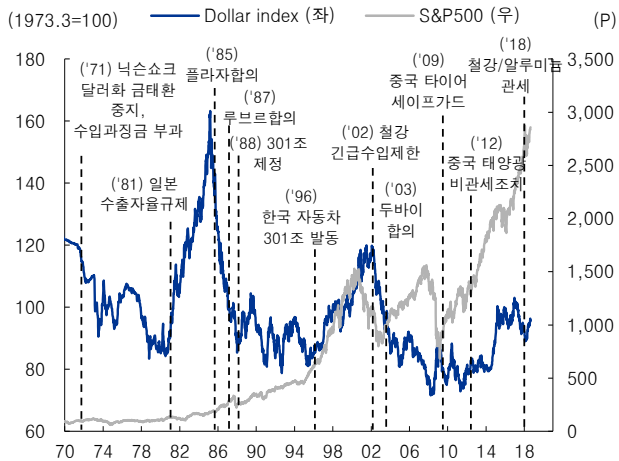
- 글로벌 및 선진국 주가지수에 달러 자산인 미국 주가지수가 높은 비중으로 편입된 영향도 크게 작용
- 장기적인 달러 강세 국면에서 선진국 주식에 대한 투자는 그때그 때 상황에 따라 다른 판단을 해야겠지만
- 글로벌 경기 둔화에 조금 더 취약하고 환율 변동 위험도가 더 높은 신흥국 주식시장에 대한 투자는 보수적인 입장을 견지하는 것이 바람직함



자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 달러인덱스 vs. 주요국 주가지수

- 일관된 관계 없음
- 다만, 장기 달러 강세 국면에서 선진국 주식시장이 신흥국 시장보다 양호한 주가 흐름 유지



자료: Bloomberg, IBK투자증권

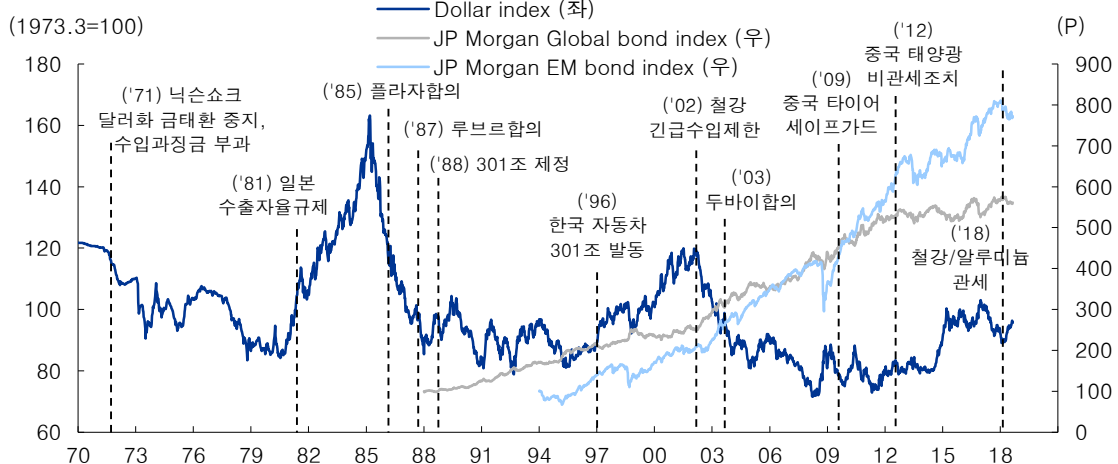
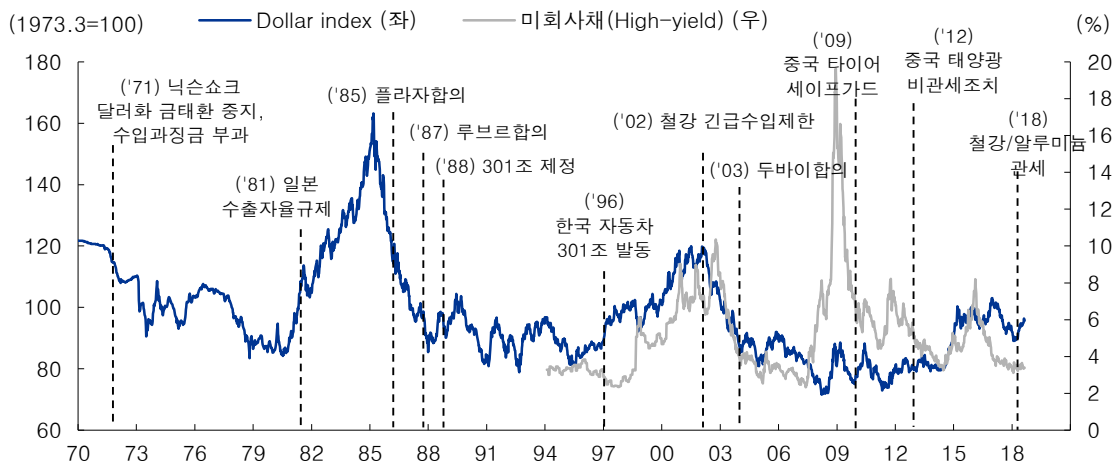
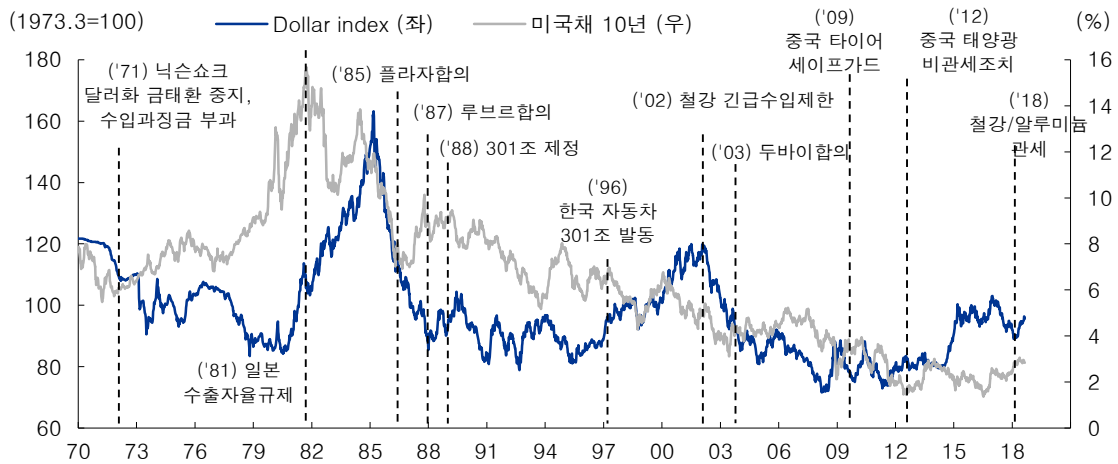
# 달러인덱스 vs. 채권

달러 강세기에  
국채 금리는 하락

- 달러 강세기 안전자산 선호 흐름을 채권 자산 내에서도 분명하게 보여줌

High-yield 채권  
금리는 상승

- 최근 해외채권지수 흐름을 보면 글로벌과 신흥국 간 격차가 확대



자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 달러인덱스 vs. FX 투자

달러인덱스 대비  
선진국 실효환율은  
일관된 흐름을 보이지  
않음

- 선진국 통화의 경우, 미국과의 정책 공조 여부에 따라 상관성의 차이를 보임
- 신흥국 통화에 대해서는 정책적 공조나 고려보다는 투자자 입장에서 위험회피 기류가 먼저 반영되는 느낌

반면, 신흥국 통화들  
은 대체로 역(-)의 상  
관성을 보임



자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 4-3

---

## 우려보다 경제지표는 안정돼 있을 듯 하지만 해결되지 못하는 ‘염려증’

I. 트럼프발 무역갈등, 어떻게 진행되고 있는가?

II. 어떻게 흘러갈 것인가?

III. 이번에는 어떨까?

IV. 새로운 합의가 만들어지기까지 이어지는 불안한 시간

➡ 불가피한 글로벌 경기 위축

➡ 금융시장에서 더 부담스러운 것은 의도되지 않은 미 달러의 강세

➡ 조금 더 민감할 수 있는 우리나라 투자심리

V. 합의 후, 새로운 버블의 형성과 새로운 위기의 씨앗

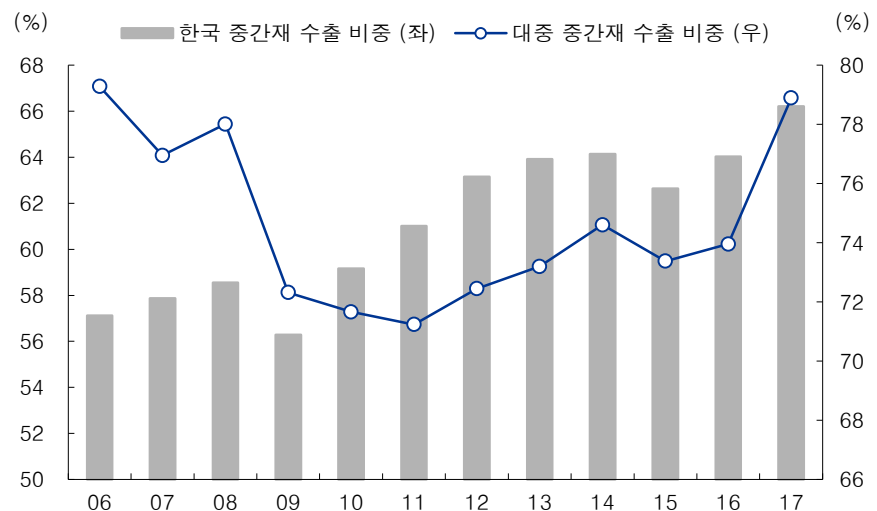
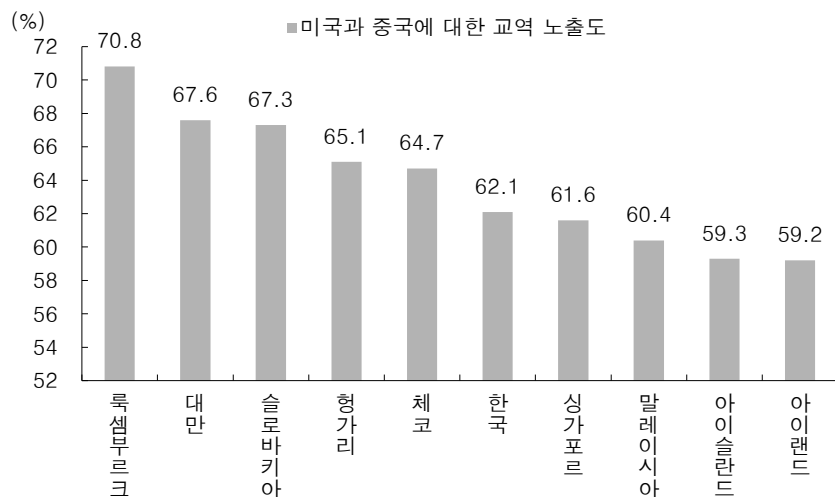
# 지속될 수밖에 없는 불안감. 그러나...

무역분쟁의 중심에 있는 미국과 중국이 우리 수출의 1~2위 국가들이기 때문

단기적으로는 한국의 중간재 수출 타격

중장기적으로는 미-중 무역분쟁의 글로벌 확산이 가져올 타격

- 한국의 對중국 수출 80%가 중간재로 구성. 미-중 무역분쟁의 결과 중국 수출이 둔화되는 만큼 한국의 수출이 축소될 수 있음을 의미
- 미-중 간 무역분쟁이 해결되지 않으면 글로벌 전반의 경쟁적인 관세 인상으로 이어질 수 있음. 이는 글로벌 교역 둔화를 야기하고, 대외 부문의 의존도가 높은 우리 경제는 글로벌 경기 흐름에 연동될 수밖에 없음
- 수출의존도가 높은 우리 경제의 특성 상, 글로벌 교역량 감소도 불안을 증폭시키는 요인



자료: WTO, 한국무역협회, IBK투자증권

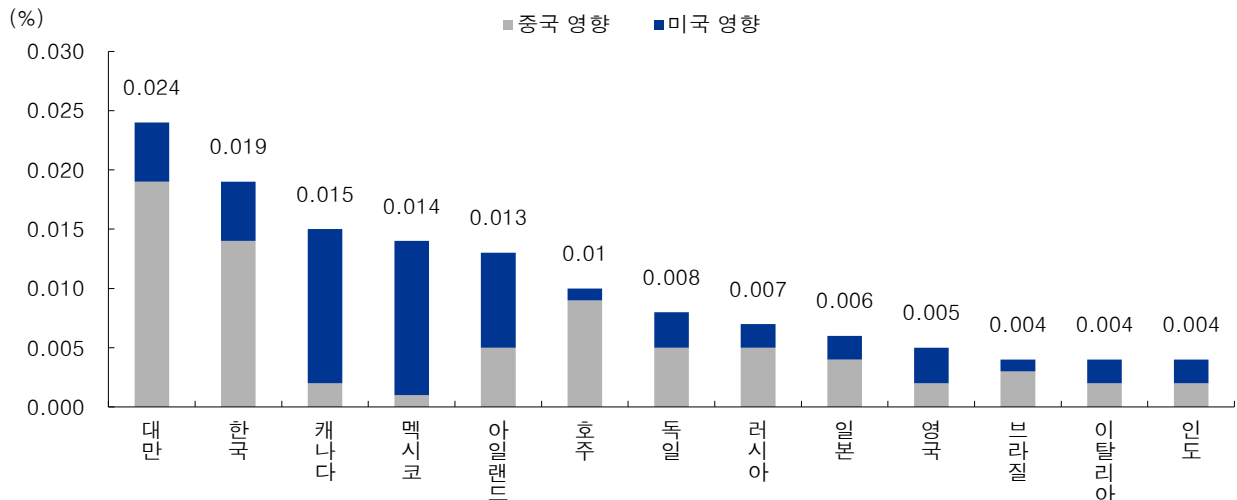
# 우리나라 경제에 미치는 영향은 우려보다는 제한적

미-중 무역분쟁이 우리 경제 전반에 부담이 되는 것은 분명

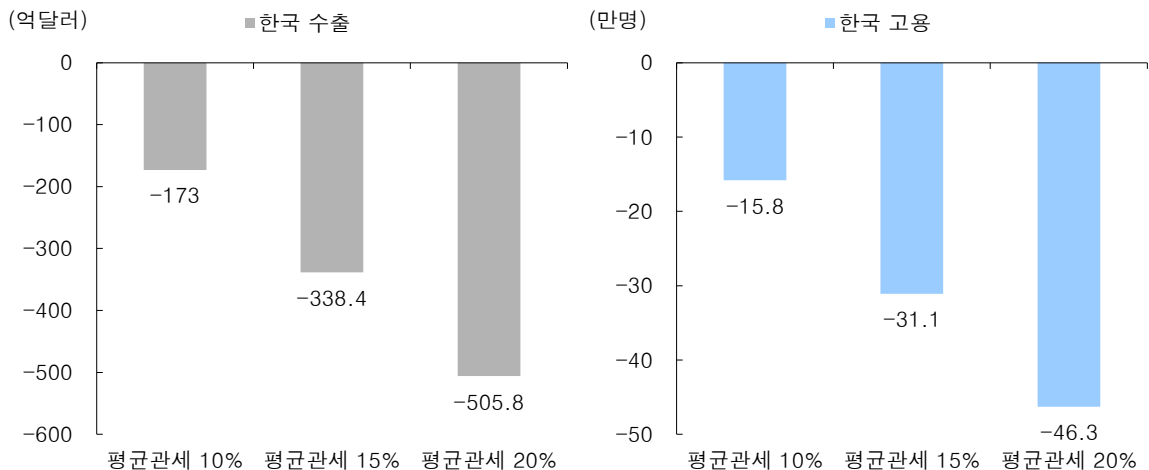
하지만 0.2% 위축이 얼마나 심각한 위축인지는 논란의 여지

- 국제무역연구원에 따르면, 현재까지 진행된 미-중 간 500억달러 25% 관세 부과로 인한 미국과 중국의 GDP 감소 효과는 각각 0.1%, 0.2%에 그칠 것으로 추정. 이에 따라 우리나라 경제에는 약 0.019%의 GDP 감소 영향이 있을 것으로 예상
- 물론 추가적인 관세 부과 조치가 나올 수 있어 하방 리스크는 있지만, 수치 상으로 우리나라에 미치는 영향은 우려보다는 미미함

중국과 미국 무역분쟁에 따른 주요국 GDP 감소 영향



글로벌 무역분쟁에 따른 우리나라의 부문별 영향



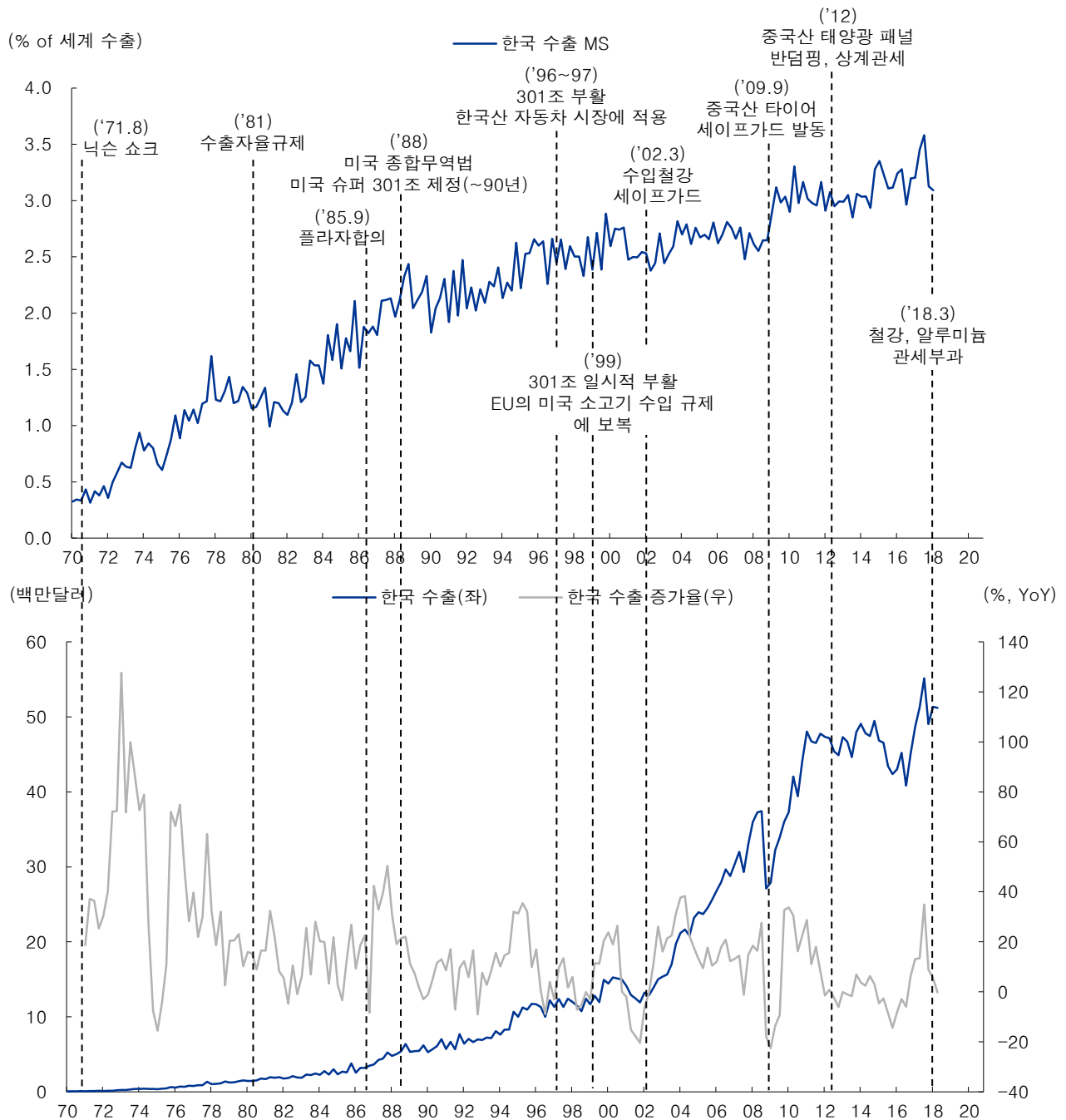
자료: IIF, 현대경제연구원(인용)



# 하지만, 과도한 우려가 불필요한 이유

과거 무역갈등의 파고  
를 비교적 잘 넘어온  
우리 수출

- 과거 미국 발 무역분쟁이 불거졌던 시기에도 우리나라의 수출 규모와 점유율은 안정적으로 확대됨

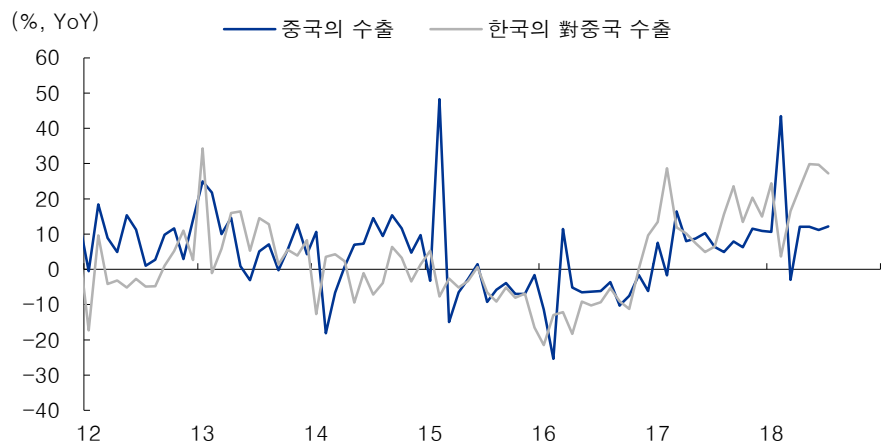


자료: Bloomberg, IBK투자증권

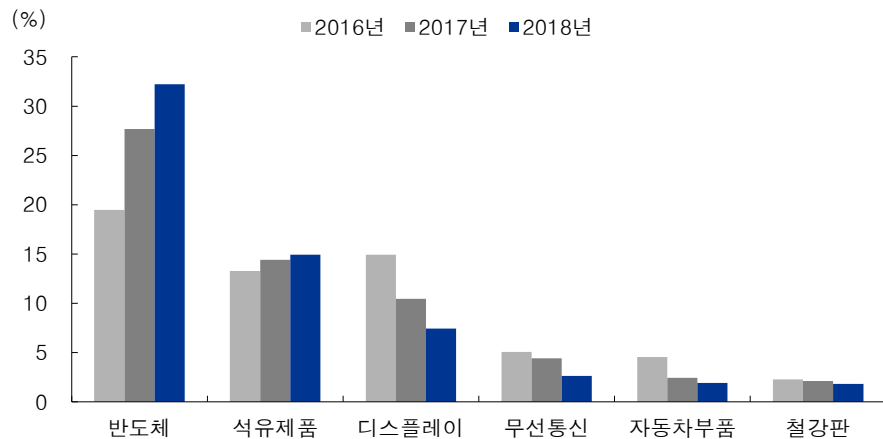
# 이번 무역분쟁 중에도 안정적인 수출 흐름

지난해부터 미-중 간 무역분쟁이 격화되고 있으나, 우리나라 수출 흐름은 양호함

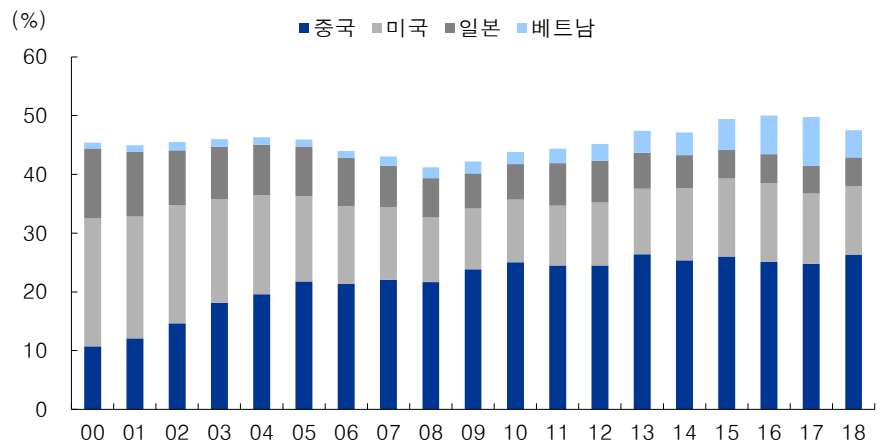
- 미국과 중국의 통상 마찰이 격화되는 와중에도 2018년 상반기 대중 수출은 지난해 동기 대비 21.1% 증가
- 반도체(+57.7%)와 석유화학(+23.7%) 업종이 주도하고 있는데 이들 업종은 상대적으로 미중 무역마찰에서 벗어나 있음
- 지역별 수출포트폴리오가 유연하게 변화하는 것도 우리 수출의 강점



대중국 수출의 품목별 비중 변화



우리 수출의 지역별 비중 변화



자료: 산업통상자원부, KITA, IBK투자증권 / 주: 2018년 지역 및 품목별 수출 비중은 6월까지 누적 수출 기준

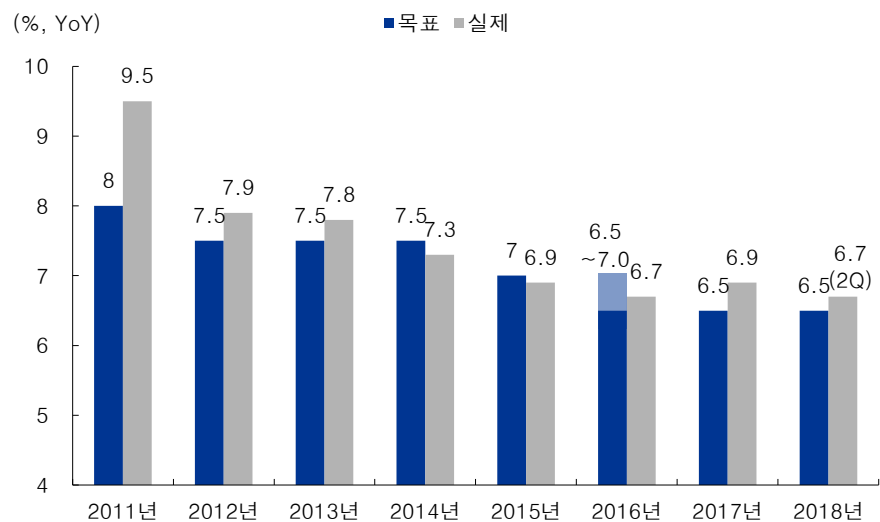
# 중국 수입시장의 급격한 위축 가능성도 제한적

- 무역분쟁으로 중국 경제가 위축되는 것은 맞지만, 그 폭은 우려할 정도가 아닐 것
- 중국 경제 성장률에 중국 정부의 입김이 많이 작용하고 있다는 점을 감안하면, 사실상 6%대 미만으로 단기간에 성장률이 하락할 가능성은 낮다는 판단

## 2019년 중국 경제성장률 시나리오

	가정	중국 예상 경제성장률	한국 수출 증가율 하락 압력	한국 경제성장률 하락압력
1	무역전쟁 영향 반영 이전의 IMF 전망치 (2018년 4월)	6.4%	0.3%p	0.1%p
2	금융위기 이후 하락기 평균 하락률 반영	5.9%	1.1%p	0.3%p
3	1981년 이후 하락기 평균 하락률 반영	5.7%	1.4%p	0.4%p
4	금융위기 이후 최대 하락률 반영(2008년)	4.4%	3.9%p	1.2%p
5	1981년 이후 최대 하락률 반영(1989년)	2.4%	8.8%p	2.7%p

## 안정적으로 정부의 목표 수준을 유지하는 중국 경제성장률



자료: 현대경제연구원(인용), Bloomberg, IBK투자증권

# G2 싸움에서 어부지리의 가능성

미국이 고관세를 메기는 중국산 품목들...  
타겟은 중국 제조 2025

	품목수	수입액	비중
에너지, 원자력 기계류	537	200.4	43.2
전기기기 및 장치	241	144.6	31.2
광학 및 사진기기, 의료기기	164	64.5	13.9
자동차 및 철도 궤도 장비	65	21.4	4.6
기타	283	15.4	3.3
알루미늄	27	12.8	2.8
항공기 및 우주장비	16	5.1	1.1
합계	1,333	464.2	100.0

## 중국 제조 2025 주요 산업별 내용

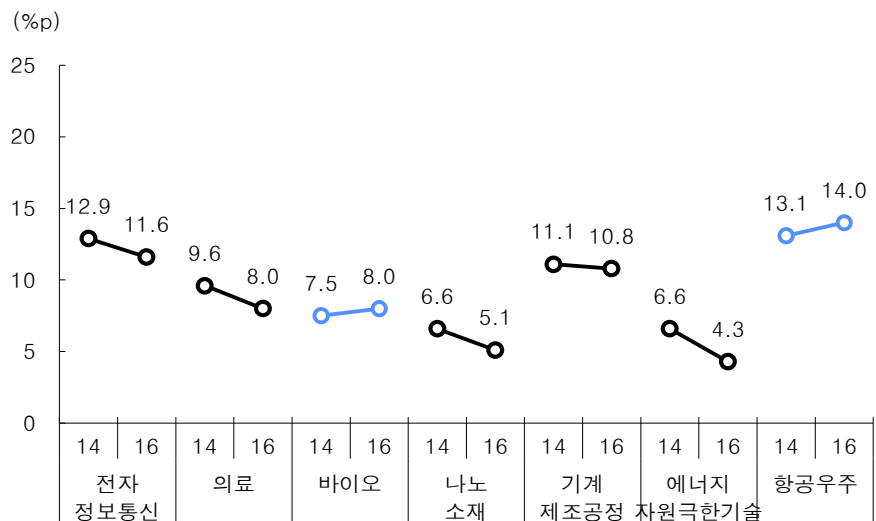
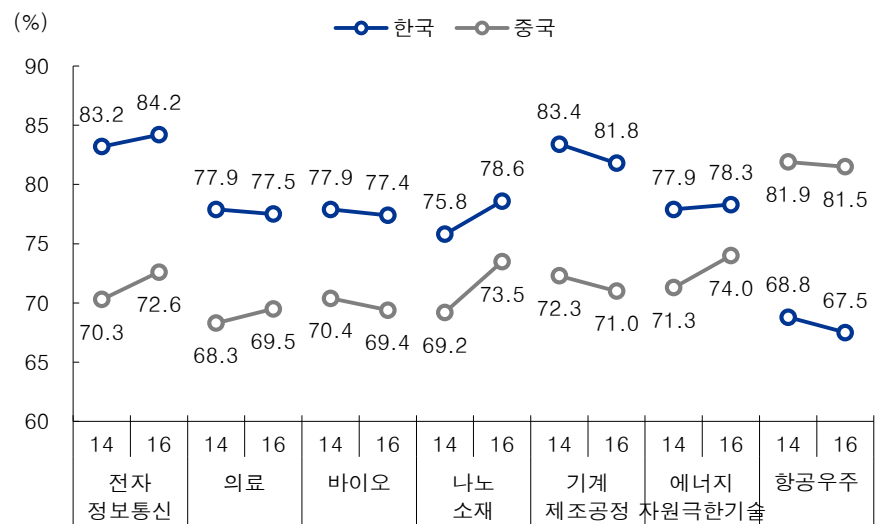
산업 대분류	산업 소분류	주요 내용
차세대 정보기술	반도체	반도체 설계 수준을 향상. 지식재산권(IP)을 보유한 핵심설계설비를 확대. 국산 칩 사용범위를 확대. 핵심 제조설비를 안정적으로 공급
	정보통신	5세대 모바일통신기술, 첨단 라우팅기술, 초고속 대용량 스마트 광전송기술 등을 발전
	OS 및 산업용 S/W	보안 관련 OS 등 산업용 S/W를 개발. 첨단 산업용 S/W기술을 발전
고정밀 수치제어 및 로봇	고정밀 수치제어	고정밀, 고속, 고효율 수치제어, 기초 생산설비 및 통합생산시스템을 개발. 첨단기술 및 설비 R&D 강화. 주요 기능성 부품과 응용 어플리케이션을 개발 및 상용화
	로봇	산업용 로봇과 특수용 로봇의 신제품 개발을 확대. 로봇의 표준화 및 모듈화 발전을 추진. 로봇의 응용 범위를 확대
항공우주장비	항공장비	대형 항공기 및 기체확장형 기종을 연구·생산. 자체 생산이 가능한 항공산업사슬을 구축
	우주장비	차세대 탐재로켓, 중형 우주발사체를 개발하는 등 우주비행산업 경쟁력을 제고. 인프라를 구축하고 항공정보역량을 강화. 우주비행기술의 상용화 및 우주기술 응용을 확대
해양장비 및 첨단기술 선박		심해탐사, 자원 개발·이용, 해양 안전장비 및 시스템 발전을 추진. 해양자원의 개발·이용 수준을 제고
선진 궤도교통설비		보안시스템, 에너지 절감 및 환경보호, 디지털 및 스마트 네트워크 기술을 발전. 궤도교통산업을 세계적인 수준으로 발전
에너지절약 및 신에너지 자동차		전기 자동차, 연료전지 자동차를 지속적으로 발전. 자동차의 저탄소·정보화·스마트화 기술을 보유. 핵심 부품 등을 포함한 완성차 생산시스템을 완비. 중국산 에너지절약 및 신에너지 자동차 수준을 글로벌 수준으로 제고
전력설비		대규모 고효율·정정 화력발전의 상용화 및 시범응용을 추진. 신재생에너지설비, 첨단 에너지저장장치(ESS), 스마트그리드 송전·변전 등을 발전
농업기계장비		첨단 농업기계장비 및 핵심 부품의 발전을 추진. 농업 생산성 증대를 위한 정책을 마련
신소재		신소재 생산에 필요한 기술 및 설비를 개발. 기초연구 기반을 강화하고 상용화를 확대. 신소재산업의 군민 융합발전을 추진
바이오의약 및 고성능 의료기기		중증질환을 대상으로 한 화학의약품, 중의약품, 바이오의약품을 개발. 의료기기 혁신성 및 상용화 수준을 제고. 바이오 3D 프린터 등 첨단기술을 개발 및 응용 확대

자료: IBK투자증권

# 우리 수출이 얻는 것은 ‘시간’

미국은 중국의 제조업  
굴기를 막겠다는 의지

- 중국 제조 2025의 산업군은 대부분 한국이 중국에게 경쟁력 측면에서 쫓기고 있던 부분들
- 미국의 중국 견제로 오히려 우리나라는 중국과의 기술력 차이 축소 속도를 다소 늦출 수도 있어, 우리나라 수출 측면에서는 G2의 무역분쟁이 꼭 나쁜 것만은 아님

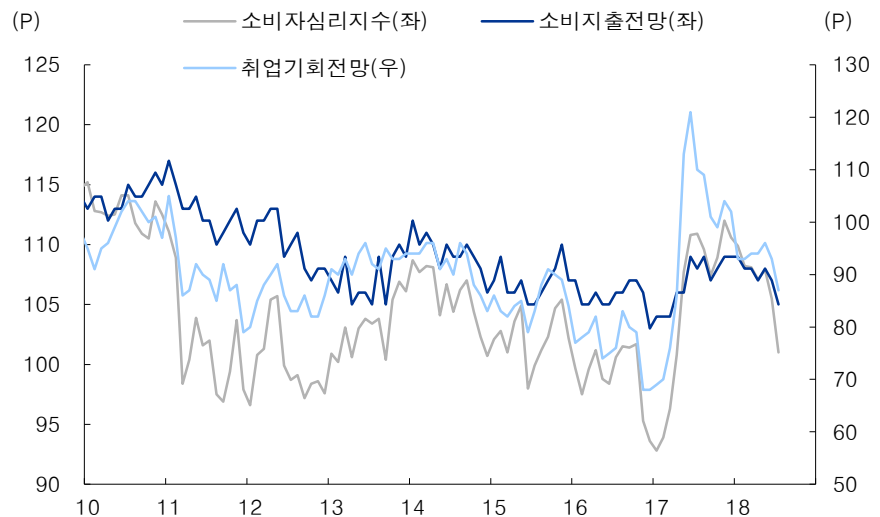
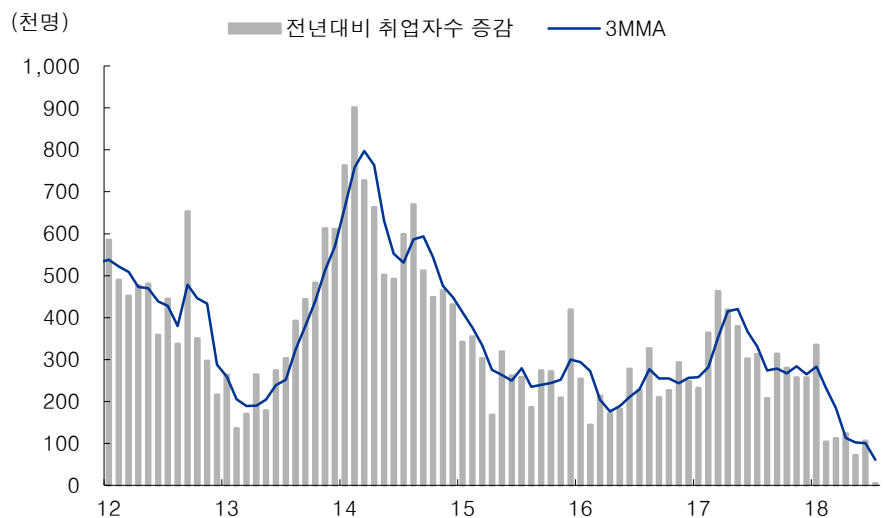


자료: 한국과학기술평가원(2017) 인용

# 이번 사이클에도 수출보다는 내수가 더 문제임

실질적으로 우리 경제  
를 위협하는 부분은  
수출이 아닌 고용과  
소비 둔화

- 글로벌 금융위기 이후 최저 수준으로 떨어진 신규 고용자 증가. 소비심리 역시 이번 정부 들어 최저 수준으로 급격하게 하락
- 특히 최저임금과 구조조정 등의 여파로 고용 기여도가 높은 업종인 도소매/숙박음식/제조업에서는 고용은 오히려 감소함
- 대내외 불안으로 가게와 기업 심리는 위축된 상황이고, 그 영향은 소비와 투자 등 실물지표에도 반영되고 있음

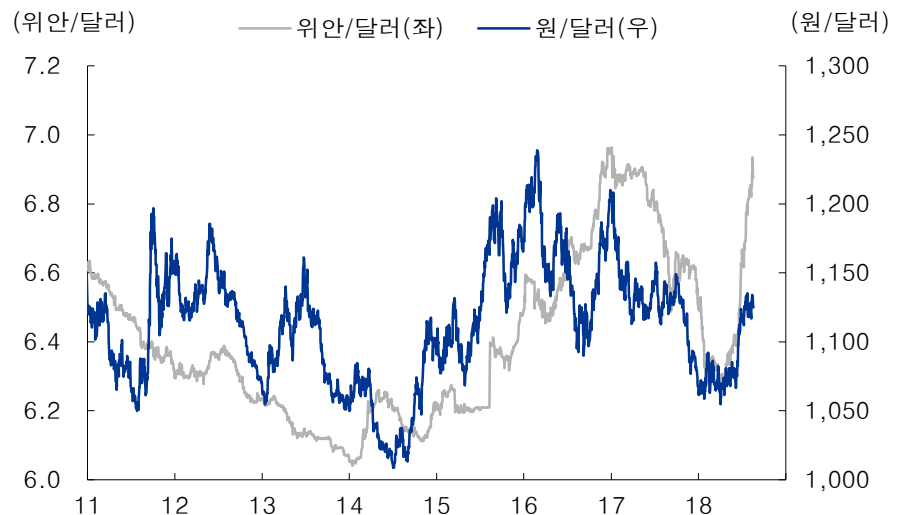
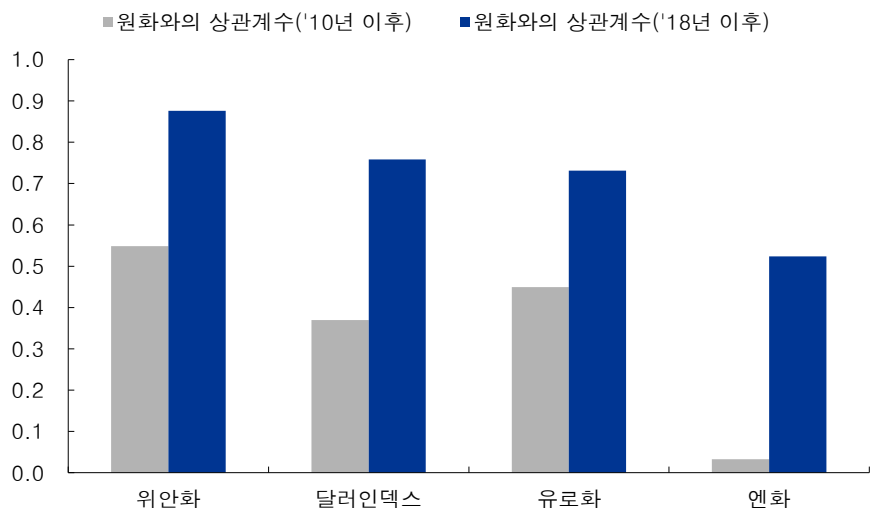


자료: 통계청, 한국은행, IBK투자증권

# 실물 경제보다는 중국 금융불안의 확산이 더 문제

중국에 대한 교역 의존도가 높은 만큼, 환율과 증시 등 금융 시장 움직임도 매우 밀접하게 연동돼 있음

- 경제구조의 특성 상 원화와 위안화가 높은 상관관계를 갖는데, 무역분쟁이 격화된 올해 초 이후 상관계수는 더 높아짐. 완전 동조화를 의미하는 상관계수 1에 근접한 수준
- 문제는 높은 상관관계로 인해 무역분쟁에 따른 위안화 약세 흐름이 원화에도 전이된다는 점. 미-중 관세 전쟁이 악화되면서 올해 하반기 원화 역시 급격하게 약세 진행



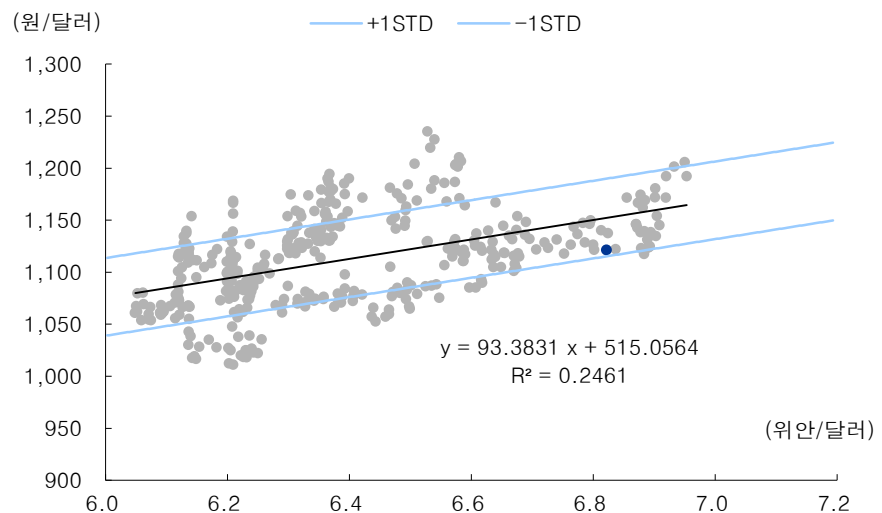
자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 위안화를 따라가는 원화

중국에 대한 높은  
무역 의존도와 중국  
위안화가 지닌 신흥국  
대표성 등

2011년 이후 원화와  
위안화는 높은 상관관  
계를 형성

- 중국이 위안화 약세의 마지노선으로 삼고 있는 달러당 7위안에 도달한다면? 원/달러 환율의 상단은 1,200원
- 중국 위안화가 달러당 7위안을 넘어선다면 원/달러 환율 역시 1,200원선을 넘어설 것이고 이 경우 금융시장은?



자료: Bloomberg, IBK투자증권

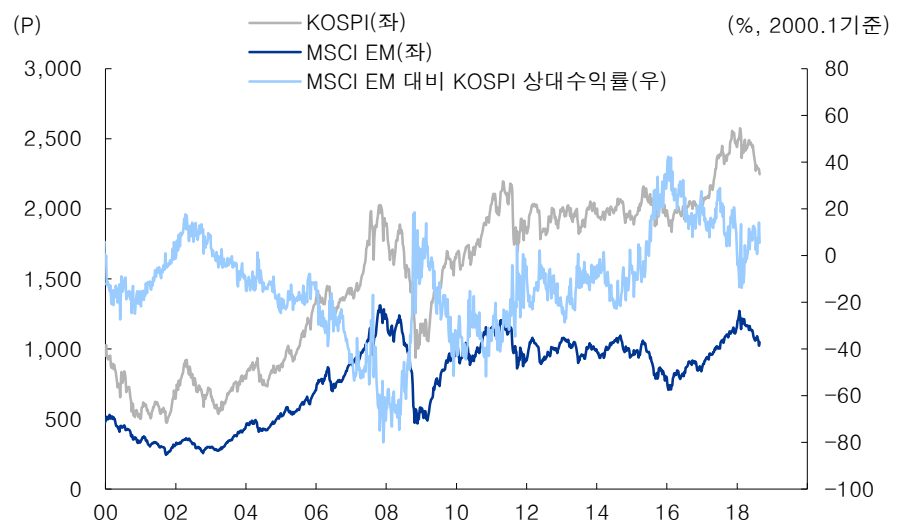
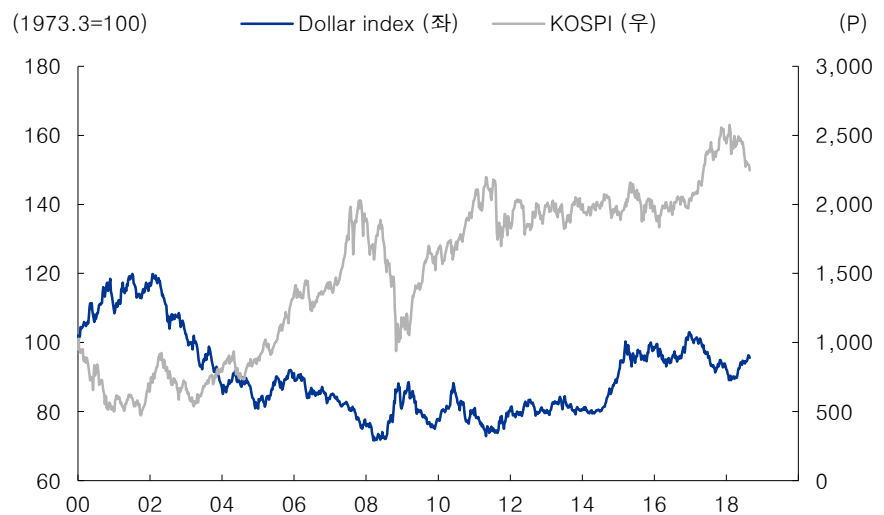
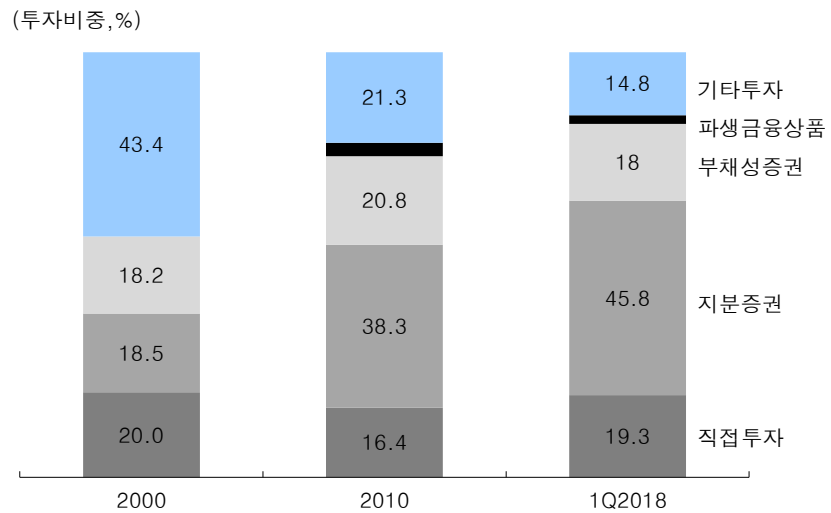


# 신흥국 불안에 민감할 수밖에 없는 금융 구조

우리나라에 대한 유형  
별 외국인 투자 비중  
➡ 단기 유출이 가능  
한 자금이 64%로 절  
반 이상

대외 충격 시 자본유  
출 가능성이 높음을  
의미

위기 가능성은 낮지만  
가격 변동 위험 증가  
는 불가피



자료: 한국은행, LG경제연구원(인용), Bloomberg, IBK투자증권

# 5

---

## 글로벌 경제의 새로운 질서와 강세통화를 받아들인 지역의 새로운 버블

- I. 트럼프발 무역갈등, 어떻게 진행되고 있는가?
- II. 어떻게 흘러갈 것인가?
- III. 이번에는 어떨까?
- IV. 새로운 합의가 만들어지기까지 이어지는 불안한 시간
- V. 합의 후, 새로운 버블의 형성과 새로운 위기의 씨앗

# Nixon shock: Bretton Woods System

## ➡ Petrodollar System

---

금 대신 석유수요에  
연동된 달러

(recycling of  
petrodollars)

- 1974년 미국과 사우디아라비아 협정: 미국이 사우디아라비아의 국방과 석유 관련 시설을 보호해주는 대신, 사우디아라비아는 모든 석유 결제에 미국 달러만 사용하도록 하는 협정 (교육, 각종 SOC의 건설 및 미국 채권 매입 방안도 포함)
- 현재 미 달러화 지배질서는 ‘중국 등 신흥국과 산유국의 무역 흑자 → 미국의 해외로의 달러 유통 → 다른 나라가 국채 등 미 자산을 매입 → 달러의 미국 재유입’의 구조로 유지

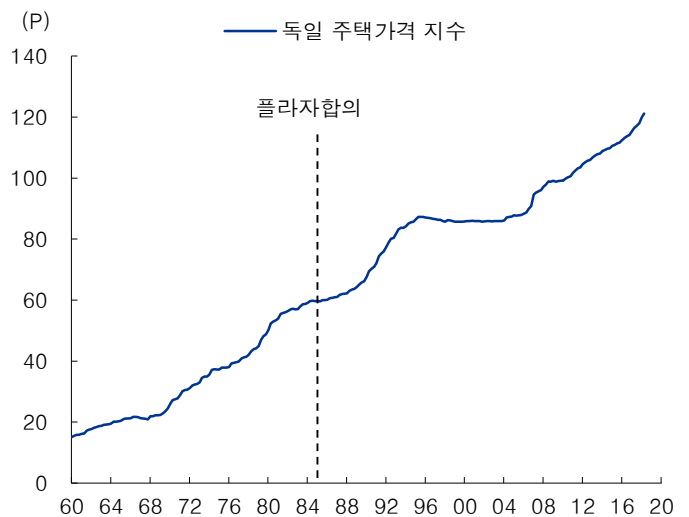
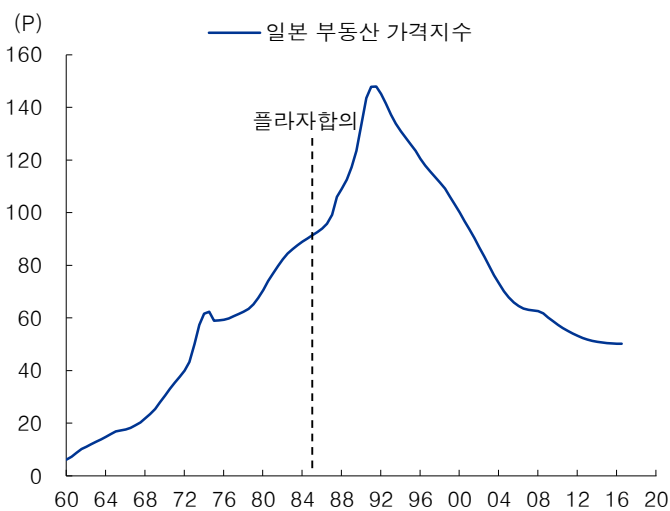
Petrodollar의 의미

- 미국의 수십 년간 왕성한 구매력으로 전세계 상품을 수입하면서도 세계 최고의 경제력을 유지하는 이유 ➡ 석유에 대한 수요가 늘어나기만 하면, 달러는 발행량을 늘려도 그 가치가 떨어지지 않았으므로 달러를 발행해 필요한 자금을 조달하면 됐기 때문
- 페트로달러는 자본주의에서 지속적으로 만들어지는 신용(credit)의 바탕을 늘리는 데 크게 기여 ➡ 페트로달러 체제 아래에서 부자 나라가 되고 싶은 국가들의 전략은 아주 단순. 미국이라는 나라에서 구매력이라는 부(wealth)가 지속적으로 만들어지고 있으므로, 미국으로의 수출을 늘려 미국 달러를 자국으로 가져오기만 하면 됨
- 금본위제의 한계 극복 ➡ 지난 10년간 금 보유량은 연간 1.5%씩 증가. 반면 금 이외 준비자산 수요는 2000년 이후 매년 6%씩 증가

# 새로운 버블의 형성

통화 절상국 자산버블  
형성 ▶ 통화절상에  
따른 구매력 증가 이  
외에 통화 절상 압력  
을 완화하기 위한 금  
리 인하가 이어졌기  
때문

- 1980년대 일본의 버블이 더 크게 형성된 이유는 플라자 합의 주 타깃이 일본이기 때문: 1985년 당시 미국 무역적자 중 약 37.2%가 일본, 독일은 9.1%
- 2000년대 초 이후 유로화 강세 과정에서 유럽 자산 버블도 크게 증가



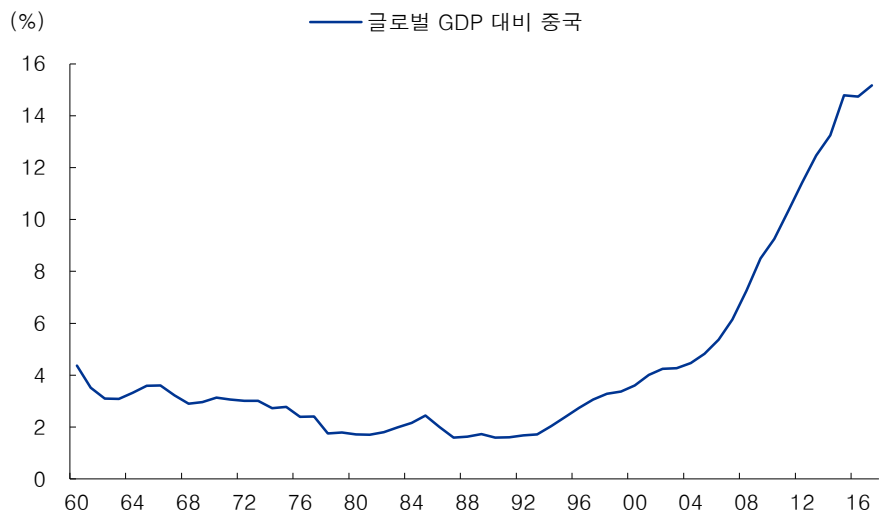
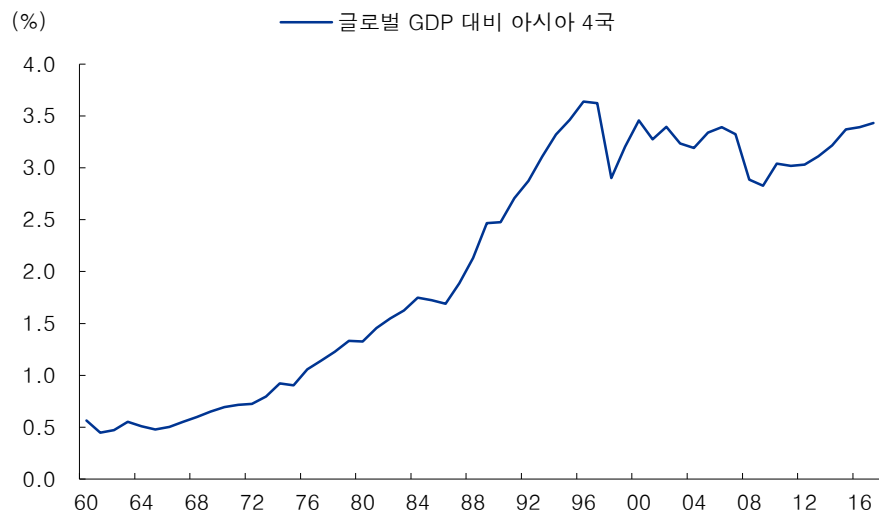
자료: Bloomberg, CEIC, IBK투자증권

# 새로운 경제 강국들의 부상

직접적인 환율 조정국  
들에 가려져 있던 후  
발주자들은 예기치  
않은 큰 호황을  
맞기도 함

가장 큰 특징은 통화  
강세를 받아들인 국가  
와 연계성이 높아야  
함

- 1985년 플라자 합의 이후 우리나라에 불어닥친 이른바 ‘3저 호황’ 이 대표적인 예
- 이 시기 아시아의 네 마리 용으로 불리는 한국, 대만, 홍콩, 싱가포르의 새로운 경제 강국으로 부상
- 2001년~2003년 합의는 선진국 자산시장 버블로 수입수요가 확대돼 중국 경제가 확장하는 데도 중요한 역할을 한 것으로 판단
- 다만, 이들 국가들은 이 국면이 지난 후 만만치 않은 후유증이 있었고 미국 통상 압박의 대상이 됨

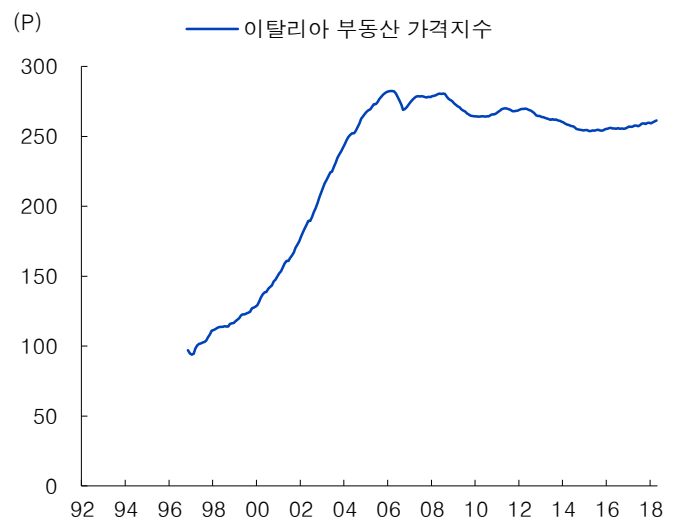
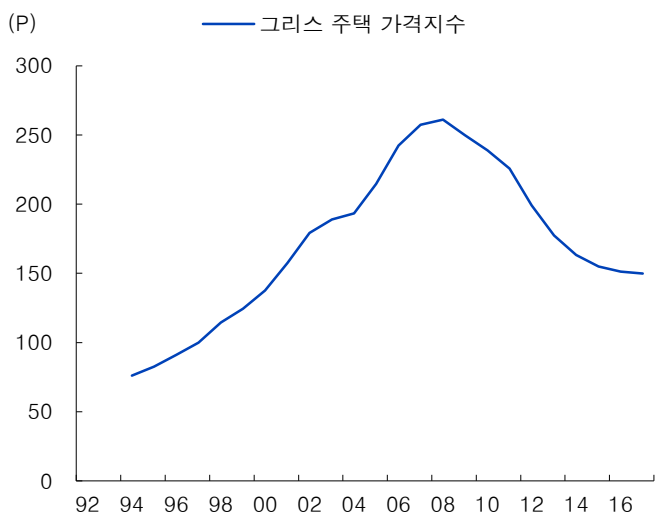
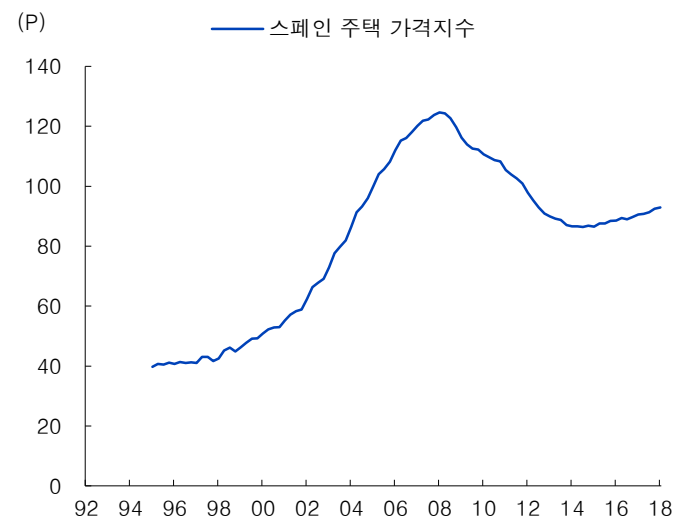
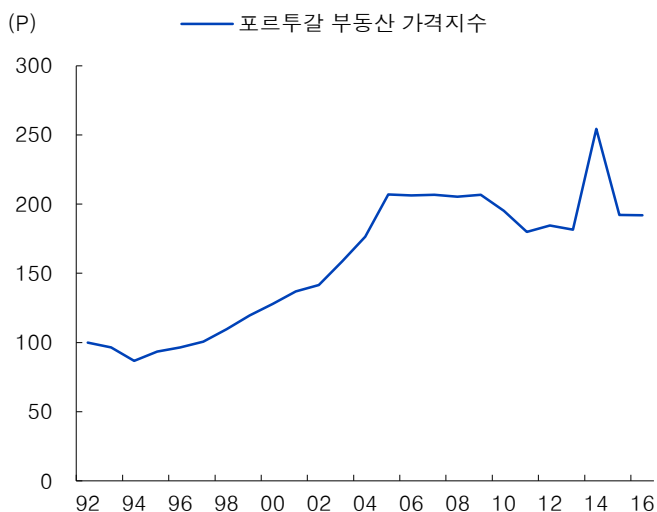


자료: World Bank, CEIC, IBK투자증권

# 새로운 위기의 씨앗도 심어짐 ➡ 버블과 동전의 양면

## PIGS국가들의 위기는 유로화 강세에서 시작

- 펀더멘털이 뒷받침되지 않는 상황에서 통화절상에 따른 구매력 증가와 자금 유입 그리고 저금리는 감당하기 어려운 버블을 형성
- 이 버블은 향후 새로운 위기의 촉발점으로 작용

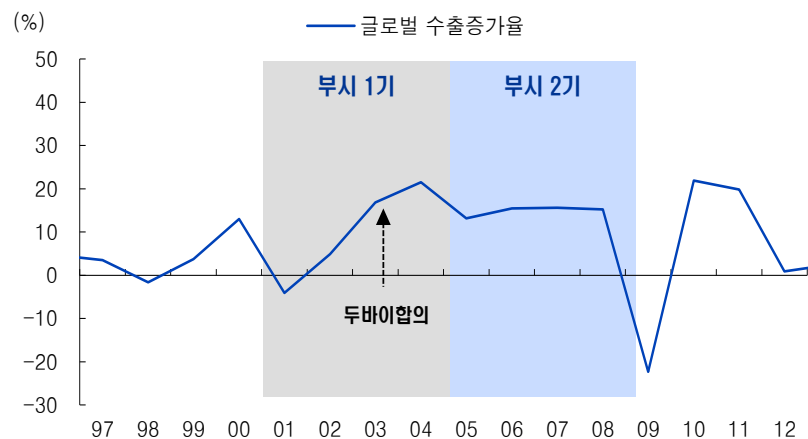
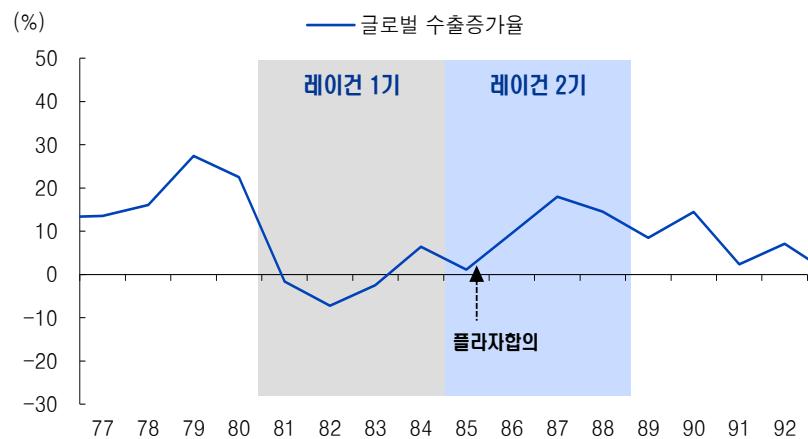
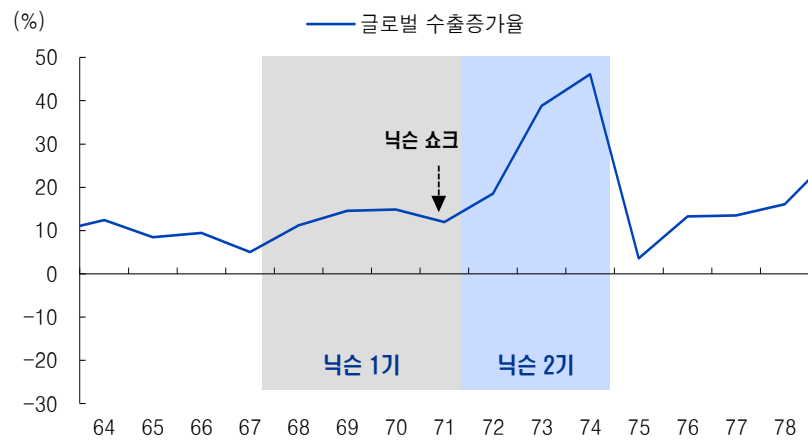


자료: Bloomberg, CEIC, IBK투자증권

# 글로벌 교역 증가

미국에 의한  
일방적인 합의였으나  
결과적으로 이후  
전개된 상황은 긍정적

선진국 자산가격  
상승과(인위적이지만)  
외환시장의 안정이  
글로벌 교역을  
확대시킴

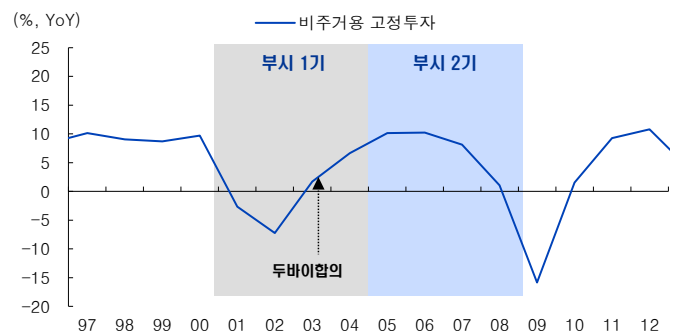
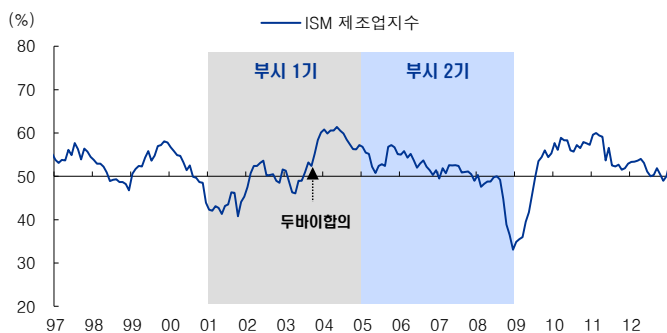
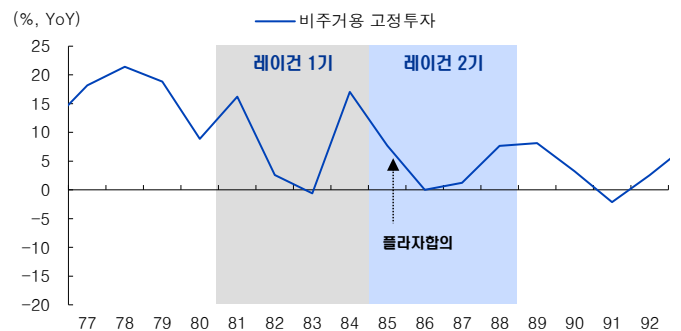
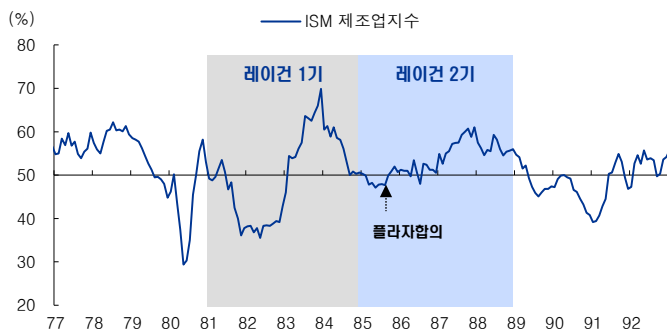
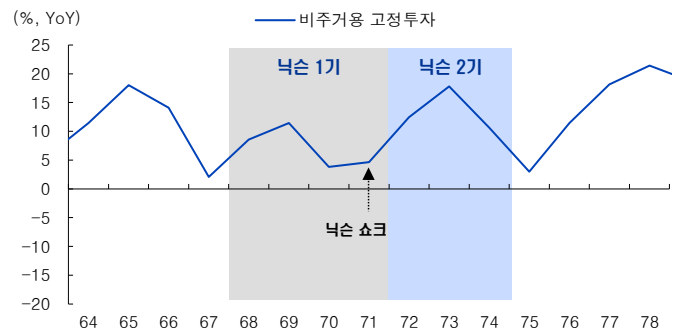
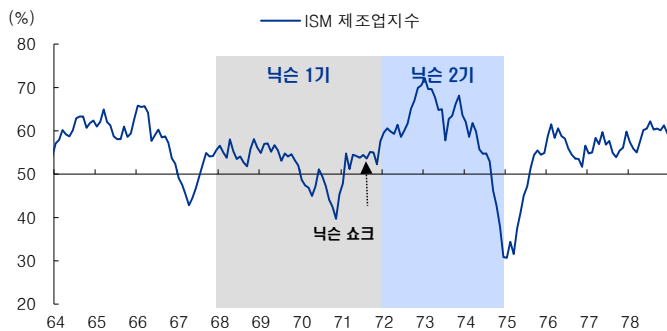


자료: World Bank, IBK투자증권

# 미국 기업체감경기와 기업투자 반등

미국이 인위적인  
외환시장 개편에  
나선 이유가 자국  
기업들의 경쟁력  
강화에 있었던 만큼  
미국 기업체감경기는  
크게 반등

이로 인해  
기업투자도 증가



자료: CEIC, IBK투자증권

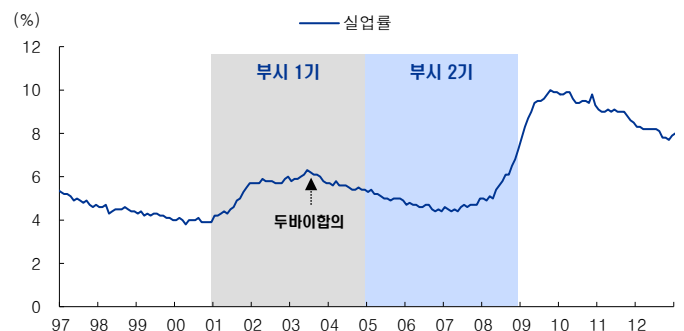
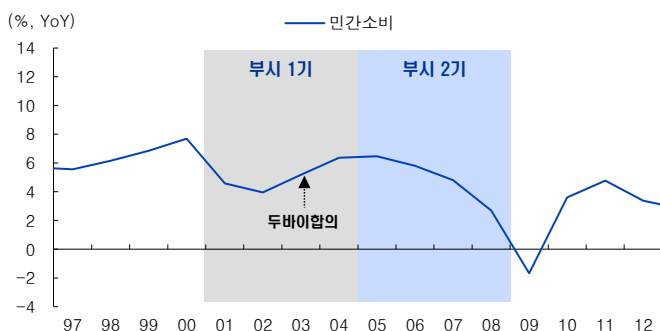
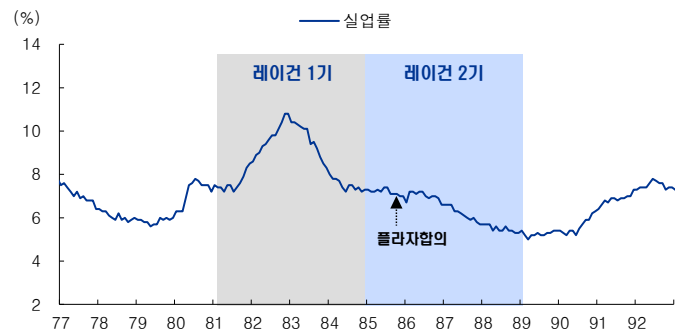
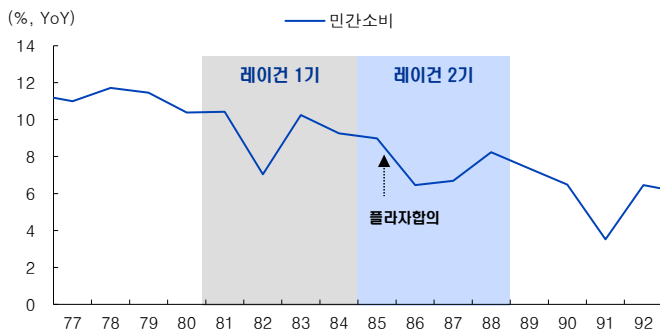
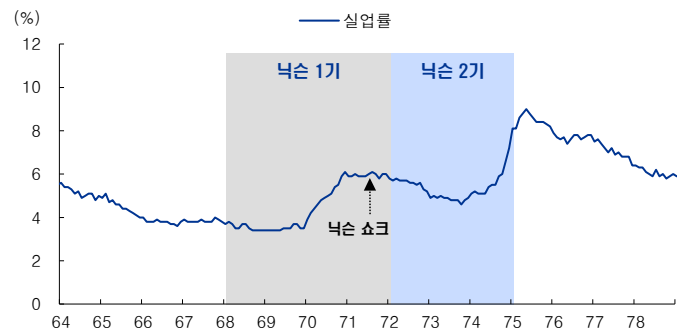
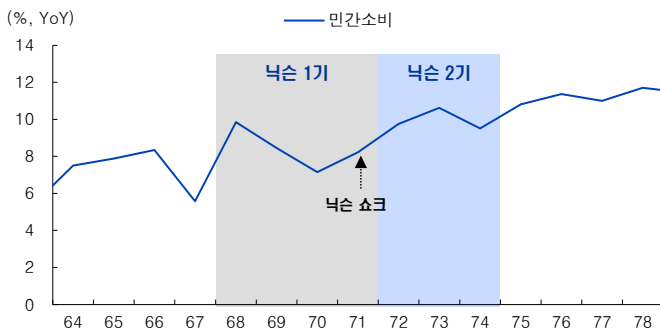


# 소비개선은 미미, 고용은 개선

고용 개선은 기업체감  
경기 회복 및 투자  
확대로 인한 결과

하지만 소비는 고용  
만큼 개선되지 못함

수입물가 상승에 따른  
가처분 소득 감소 등  
에 영향을 받은 것으  
로 해석



자료: CEIC, IBK투자증권

# 미국의 무역수지는 개선되지 못함

## 이유: J 커브효과

- 환율이 절하될 경우 수입가격은 즉각 상승하는 반면 수입수량은 어느 정도의 시차를 두고 축소

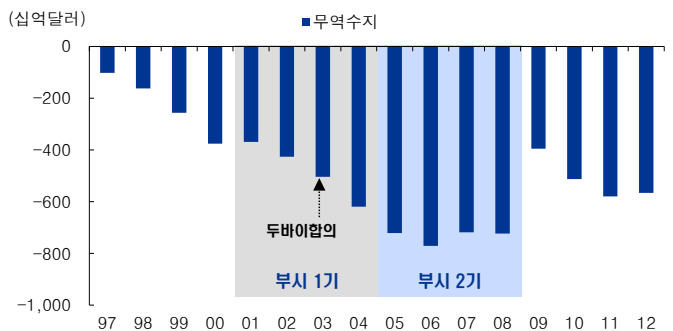
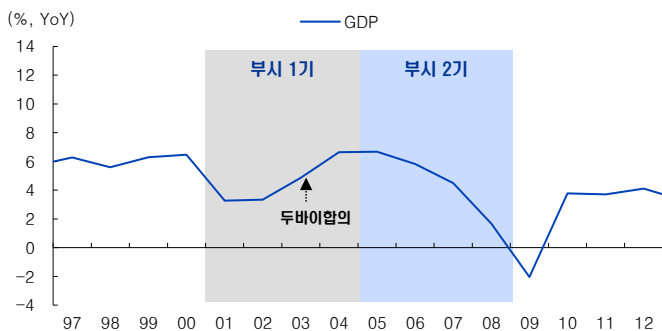
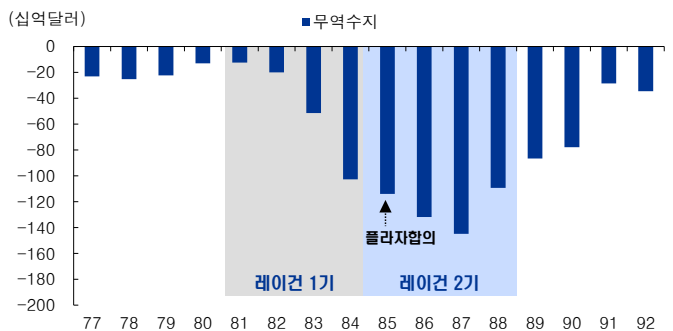
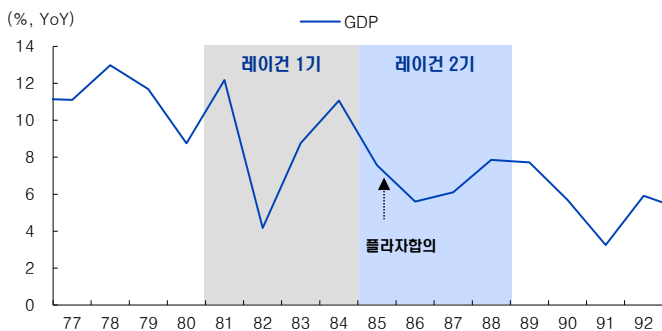
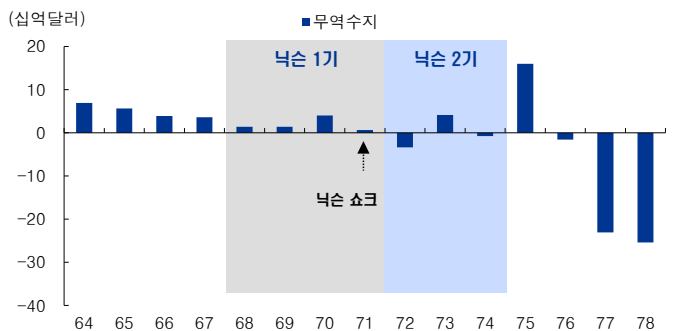
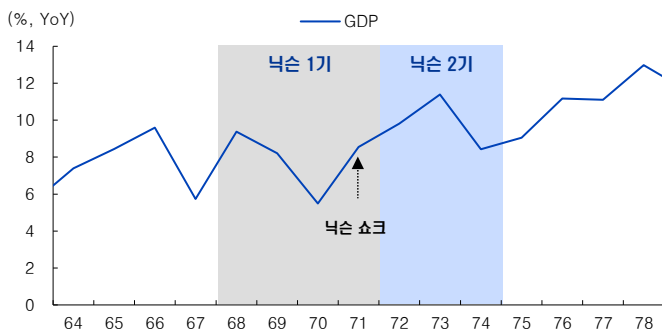
## 이력효과(hysteresis)

- 자국통화가 장기간 과대평가돼 경제구조 자체가 수입 의존형으로 변화했을 경우 환율이 원상태로 회복된 이후에도 수입 의존적 경제구조가 쉽게 환원되지 않는 현상

## 일본 및 독일 수출기업의 가격인상 자체

- 치열한 수출 경쟁 때문

## ▶ 트리핀 딜레마(Triffin's Dilemma) 작동 중



자료: CEIC, IBK투자증권