

트럼프 정책과 달러화의 향방

최문박

- 미국 대선 이후 급등했던 달러가치는 강달러에 대한 트럼프의 경계 발언 등으로 울들어 다시 크게 하락했다. 대통령 취임 이후에도 트럼프 정책을 둘러싼 불확실성은 해소되지 못하고 있으며, 이 과정에서 정책에 대한 기대가 변화함에 따라 환율도 등락을 거듭하고 있다.
- 달러화가 급등락을 보인 배경에는 결국 트럼프의 부양정책으로 인한 미국 경기회복 기대와 환율조작국 지정 등 인위적 개입 가능성에 대한 우려가 자리잡고 있다. 향후에도 트럼프 정책의 실효성 및 지속가능성에 따라 달러가치의 향방이 크게 영향을 받을 것으로 보인다.
- 트럼프 정책 흐름과 그 영향을 고려하면 올해 달러화는 주요 통화 대비 강세를 보일 것으로 전망된다. 감세 및 경제심리 개선 효과로 올해 미국 경제가 호조를 보이며 달러화도 강세 압력을 받을 전망이다. 단, 정책의 부작용 및 의회와의 합의 난항 등 경기부양의 지속가능성이 높지 않을 것으로 보여, 내년 이후에는 달러화가 약세 압력을 받을 것으로 예상된다.
- 트럼프 행정부가 환율조작국 지정에 나설 가능성도 있으나, 자본자유화가 진전된 상황에서 정책의 실효성은 과거에 비해 제한적일 것으로 전망된다. 미국 무역수지와 달러가치에 큰 영향을 미치는 경제대국들의 경우 정책의 시행 가능성 및 실효성이 낮은 상황이다. 소규모 국가의 경우 환율조작국 지정 시 해당 국가의 통화가치는 크게 절상될 수 있지만 전반적 달러 가치에 미치는 영향은 크지 않을 것이다. 달러화가 약세로 반전되기보다는 강세 폭이 줄어드는 정도에 그칠 것으로 보인다.
- 달러 강세 속에서 원화도 달러 대비 약세가 불가피할 전망이다. 미국과의 금리차 역전이 심해지며 자본유출 압력이 커질 것으로 예상된다. 그러나 달러 이외의 통화에 비해서는 원화 가치가 강세를 보이며 전반적인 실효환율은 오히려 강세를 보일 가능성이 있다. 우리나라가 환율조작국으로 지정되며 원화 가치가 급등할 우려도 상존한다. 국내 상황이 아닌 대외요인에 의해 환율이 급변동할 경우 경기에 미치는 부담은 더욱 커지게 된다. 대외 충격이 현실화되지 않도록 사전적인 대응의 필요성이 큰 상황이다.

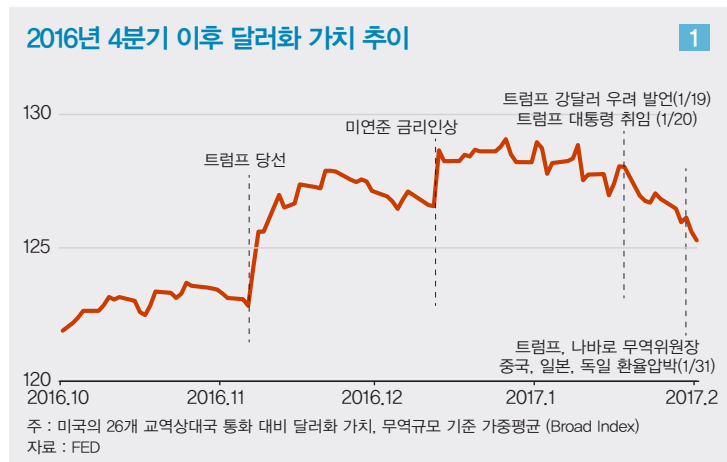
1. 최근 환율 변동의 양상 및 배경

□ 지난 해 11월 이후 치솟았던 달러화가 올 들어 다시 큰 폭으로 하락하는 등 트럼프 대통령 당선 이후 외환시장의 변동성 높게 유지

- 달러화(Broad Index 기준): 123 (2016/11/7) → 129.1 (2016/12/28) → 125.8 (2017/2/10)
- 달러/유로 환율: 1.10 (2016/11/7) → 1.038 (2017/1/3) → 1.06 (2017/2/17)
- 엔/달러 환율: 104.5 (2016/11/7) → 118.6 (2016/12/15) → 112.8 (2017/2/17)
- 원/달러 환율: 1,143 (2016/11/7) → 1,210 (2016/12/28) → 1,146 (2017/2/17)

□ 취임 이후에도 트럼프의 정책을 둘러싼 불확실성이 해소되지 못하고 있는 가운데 환율에 대한 전망도 엇갈리고 있음.

- 국정운영의 구체적인 로드맵은 제시되지 않은 채, 여러 건의 행정명령을 통해 정책적 의지만 확인된 상황
- 선거 과정 중에 제시된 강경한 공약들이 실제로 이행될 것이라는 예상이 확산되며 정책을 둘러싼 불안 확대
- 미국 금리 상승에 따른 달러 추가 강세 예상부터 트럼프의 개입에 따른 달러 약세 전환 전망까지 달러화 향방에 대한 전망이 엇갈리고 있는 상황임.



□ 트럼프 당선 이후 달러화가 급격히 강세를 보였던 배경에는 경기부양이 성공할 것이라는 기대와 미국 채권금리가 빠르게 오를 것이라는 예상이 동시에 작용

- 우려 섞인 시선에도 불구하고, 트럼프의 정책이 미국 경제에 해가 되는 수준에 이르지 않는 것이라는 믿음이 형성되며 경기회복에 대한 기대로 이어짐. 미국 주식시장으로 투자자금이 유입되며 달러 수요 확대
- 트럼프의 공격적 재정확장 정책이 국채 수급 불균형을 가져올 것이라는 예상도 확산됐음. 미국 채권시장은 오랜 통화완화로 버블 논란까지 있었던 데다, 미연준의 금리인상에도 장기금리는 낮은 수준에 머물러 왔다는 점에서 본격적 금리상승에 대한 불안이 컸음. 미국 시중금리 급등이 주변국들과의 금리차 확대로 이어지며 달러 강세 요인으로 작용했음.

□ 이러한 기대의 쏠림현상이 올 들어 점차 완화되는 가운데, 미국 성장률 하향 조정 및 트럼프의 강달러 우려 발언 등이 맞물리며 달러화도 하향세를 보였음.

- 정책에 대한 평가가 이뤄지면서 경기부양에 대한 과도한 낙관적 전망이 조정되는 한편, 채권시장 혼란이 잦아들고 안전자산 수요가 확대되며 채권 투자는 늘어남. 이로 인한 시중금리 하락이 달러 약세 요인으로

작용했음.

- 지난 미국 4분기 성장률 속보치가 당초 예상을 하회하는 연율 1.9%로, 2016년 성장률은 지난 2011년 이후 가장 낮은 1.6%로 발표되며 미국 경기개선 흐름에 대한 의구심이 확대된 점도 달러 수요를 제한하는 요인으로 작용
- 취임 직전 트럼프가 “달러 강세가 심해 중국 기업과의 경쟁이 힘들다”고 말한 데 이어, 1월 31일에는 “중국과 일본이 수년간 평가절하를 통해 시장을 농락했다”며 중국과 일본의 환율에 대한 불만을 드러냄.
- 1월 31일, 피터 나바로 미국 무역위원장은 독일이 저평가된 유로화를 이용해 다른 국가를 착취하고 있다고 발언. 이 과정에서 트럼프가 실제 환율조작국 지정에 나설 수 있다는 예상이 확산되며 해당 통화는 강세, 달러는 약세 압력을 받았음.

□ 최근에도 달러화는 트럼프 정책 및 미연준 금리인상 기대 등에 따라 등락을 거듭하고 있는 상태임.

- 대외적으로는 유럽 정치 불안이 달러 강세 요인으로 작용하기도 했음.

2. 트럼프 정책의 영향: 경기부양과 달러약세 양립 불가능

□ 경기부양과 보호무역의 사이에서, 환율은 정책의 강도 및 조합에 따라 방향이 달라질 수 있음. 향후 환율의 흐름에는 각 정책들의 실효성과 지속가능성이 핵심적 요인이 될 것임.

- 예컨대 보호무역 중에서도 비관세 장벽을 높이는 것과 대외 환율절상 압력을 높이는 것은 달러화에 상반된 영향을 미칠 수 있음. 경기부양의 재원을 국채 발행으로 마련할지 다른 방안을 강구할지에 따라라도 금리 및 환율이 받는 영향이 달라지게 됨.

트럼프 정부의 주요 정책이 달러화에 미치는 영향

2

정책	항목	경로	달러에 미치는 영향	시행 가능 시기	시행 가능성	지속 가능성	비고
재정확장	감세	수요증대, 금리 상승 수입증대, 경상수지 악화	강세 약세	올 하반기	높음	낮음	공화당 주류가 감세에 우호적이어서 빠른 시행 예상 재정적자, 물가 및 금리상승 감안 시 지속가능성은 낮아
	인프라 확충	수요증대, 금리 상승 국채발행 증가, 금리상승 세금 혜택 부담 증가	강세 강세 약세	내년 상반기	점차 감소	낮음	당초 10년간 1조 달러 공언했으나 규모 축소 전망 시행되더라도 실제 집행에 이르기까지 시차 길 것 민자유치 시 세제혜택 부담, 재정투입 시 국채발행 부담
	고율관세	무역수지 개선, 상대국 경기둔화	강세	즉시	낮음	낮음	미국 물가상승(+2.6%p 예상) 우려 높음
	국경세	무역수지 개선, 상대국 경기둔화	강세	즉시	중간	낮음	WTO 회피 목적으로 시행될 가능성, 멕시코 등
보호 무역주의	비관세 장벽	무역수지 개선, 상대국 경기둔화	강세	즉시	높음	높음	WTO 원칙에 저촉되지 않는 선에서 확산 전망
	무역협정 탈퇴, 재협상	협정국가 경기둔화	다소 강세	내년 중	높음	높음	절차상 대통령 권한으로 가능하나 공화당 다수가 자유무역 옹호
	환율조작국 지정	해당국 환율 절상 압력 환율 조정 완료까지 무역제재	약세 (초기 강세 가능)	즉시	중간	낮음	실질적인 달러 약세 효과는 제한적일 가능성
	전통제조업 육성	수요증대, 인플레이션 확대	강세	즉시	높음	낮음	전반적 제조생태계 취약해 성공 어려울 것
미국내 일자리 창출	미국 내 투자 유치	기업 이익 등 자본환류 확대 세제부담 증가	강세 약세			낮음	세제부담 증대, 정실자본주의 논란 등으로 지속 어려움

주 : 시행 가능 시기는 제도적 절차 감안 시 미 정부가 실제 정책 시행에 나설 수 있는 시기를 의미
무역협정 탈퇴는 탈퇴 통보 이후 6개월 뒤 실효효력이 발생함.

□ 트럼프 정책은 단기적 달러 강세 압력으로 작용할 가능성이 큰 것으로 판단됨.

- 세계경제의 활력이 부진한 상황에서 미국의 공격적인 경기부양과 달러화 약세는 양립하기 어려움.
- 특히 보호무역 강화는 미국 무역수지를 개선시키는 동시에 무역상대국의 경기를 악화시켜(beggar-thy-neighbor) 달러 강세를 심화시킬 수 있음. 보호무역의 강도가 높을 경우 금융시장 불안이 확대될 수 있다는 점도 달러 강세 요인으로 작용
- 재정확장 정책은 경기개선 및 금리 상승 등을 통해 달러 강세 압력으로 작용. 단, 감세로 인한 수입증대가 경상수지를 악화로 이어지는 점은 약세 요인
- 환율조작국 등 인위적 개입 가능성도 있으나, 그 경우에도 달러화가 추세적인 약세로 돌아서지는 못할 것으로 보임.

□ 단, 정책의 지속가능성이 낮아 중장기적으로는 달러가 점차 약세 압력을 받을 전망이다. 달러 강세의 지속기간은 트럼프 경기부양책의 유효기간과 궤를 같이 할 것으로 보임.

- 트럼프의 공약들 중에는 기존 공화당의 입장과도 다른 항목이 많아 합의가 쉽지 않을 것임. 인프라 투자도 공화당 주류의 입장이 미온적이어서 당초 계획대로 추진되기 어려울 가능성이 있음.
- 물가 및 금리 상승 등 정책의 부작용도 예상됨. 완전고용 상태에서 재정을 확대할 경우 물가가 빠르게 오를 수 있으며 고율관세 부과도 수입물가 상승으로 이어질 가능성 높음.
- 민간수요의 확대 속도에 비해 물가 및 금리상승이 빠를 경우 경제가 선순환 국면에 접어들지 못해 경기부양 효과가 줄어들게 됨. 중장기적으로는 정부부채 증가와 국채금리 상승으로 재정건전성이 악화될 우려가 큰 상황임.

3. 환율조작국 지정 가능성 및 영향

□ 트럼프 정부가 인위적 개입을 통해 달러 약세를 유도할 가능성도 높음.

- 자국 제조업 경쟁력 회복 및 무역수지 개선을 위해서는 통화가치 약세가 필요한 상황
- 경기 측면에서의 강달러 압력이 지속되는 상황에서 구두개입의 효과는 일시적임. 유의미한 통화가치 하락을 위해 실제 환율조작국 지정에 나설 가능성도 충분함.

□ 환율조작국 지정은 불공정한 환율 개입이 있는 경우 시정을 요구하고, 시정되지 않을 경우 무역제재에 나서는 것을 의미함.

- 환율조작국(Countries manipulate the rate of exchange)이라는 용어는 종합무역법(1988)에 따른 것이며 교역촉진법(2015)에는 심층분석(Enhanced Analysis)의 대상이라는 개념이 사용
- 시정 대상 여부는 GDP 대비 무역수지 규모, 대미 무역흑자 규모, 외환시장 개입의 방향과 정도 등을 기준으로 평가하여 결정됨.
- 교역촉진법에 명시된 제재는 해외민간투자공사(OPIC)의 지원금지 및 미 연방정부 조달시장 진입 금지,

IMF 및 무역협정을 통한 압박 등임.

- 교역촉진법(2015)에 따른 환율제재 가능성은 높지 않다는 의견이 많았으나, 최근에는 교역촉진법이 아닌 종합무역법(1988)에 의거해 환율조작국을 지정할 수도 있다는 주장이 제기됨.
 - 교역촉진법에 의해 제재를 받은 사례가 없고, 제재 자체의 실효성도 낮다는 점을 들어 환율조작국 지정 가능성을 낮게 평가하는 견해가 있음. 그러나 종합무역법에 따를 경우 그런 제약이 줄어들게 됨.
 - 종합무역법은 사문화된 상황이기도 하나 여전히 유효한 것으로 평가되며, 제재의 요건 및 제재 방식이 구체적으로 정해져 있지 않아 미국 임의대로 압박에 나설 여지가 확대될 수 있음.
 - 예컨대 인위적 환율개입이 명백하지 않아도 환율조작국으로 지정될 가능성이 있고, 무역제재도 징벌적 고율 관세 등 더 강한 조치가 시행될 수 있음.
 - 최근 법규의 틀 안에서 지정 여부를 예측하기보다는 더 넓은 가능성을 상정할 필요가 있음.
- 자본자유화가 진전되면서 환율조작국 지정의 영향도 단정하기 어려워짐. 결국 외환시장에서 달러 대비 해당 통화의 강세 기대가 형성되느냐가 핵심 요인임.
 - 환율조작국 지정은 표면적으로는 통화절상 압력이지만 실제 제재는 무역수지와 경기를 악화시켜 통화절하 요인으로 작용함.
 - 플라자합의 및 과거 환율조작국 지정 당시는 정부 개입에 의한 조정 여지가 컸으나, 현재는 자본거래 및 외환자유화로 인위적 환율 조정이 어려워짐. 결국 환율의 향방에는 시장의 기대가 큰 영향을 미칠 것임.
 - 예컨대 무역제재가 자국경제에 미치는 충격이 크고 대미협상력이 낮은 국가는 미국의 환율 조정 요구에 빠르게 합의할 수밖에 없음. 그 후 여러 정책수단을 통해 양국이 통화절상을 지속적으로 유도한다는 믿음을 시장에 심어줌으로써 통화가치 절상에 대한 기대를 형성하는 것이 중요할 것임.
 - 무역제재를 감수하더라도 환율조정에 합의하지 않는 경우, 해당 국가가 결국에는 압박을 견디지 못하고 합의할 것이라는 기대가 있다면 해당국 통화가 강세를 보일 수 있지만, 그렇지 않다면 무역제재의 영향으로 외화가 유출되며 해당 통화가 약세를 보일 수 있음.
- 환율조작국 지정으로 달러 약세를 이끌어 내기 위해서는 중국, 일본, 독일 등 경제규모가 큰 국가를 제재하여 해당국 통화를 절상시키는 것이 필요함.
 - 지난 해 미국 환율보고서에서 관찰 대상국으로 지정된 국가는 총 6개국(중국, 독일, 일본, 한국, 대만, 스위스)이었음.
 - 대미 무역수지 흑자규모 및 미국 교역에서 차지하는 비중을 볼 때 중국, 일본, 독일 등에 대한 절상 압박이 성공해야 달러 가치가 약세로 전환될 것으로 판단됨.
 - 중국(대미 흑자 \$3,470억, 미국 교역의 16%), 일본(대미 흑자 \$689억, 미국 교역의 5.4%), 독일(대미 흑자 \$649억, 미국 교역의 4.5%)
 - 한국(대미 흑자 \$277억, 미국 교역의 3.1%), 스위스(대미 흑자 \$137억, 미국 교역의 1.6%), 대만(대미 흑자 \$133억, 미국 교역의 1.7%)

□ 경제규모가 큰 국가들의 경우 환율조작국으로 지정하더라도 미국의 요구에 순순히 응하지 않을 수 있어 환율조작국 지정에도 달러 약세 효과가 크지 않을 것으로 보임.

- 미국과의 갈등이 깊어질 경우 오히려 무역제재의 영향 및 외국인 자본유출로 해당국 통화 약세, 달러화 강세 압력이 커질 수 있음.
- 대미 협상을 통해 환율 압박을 무산시키거나 조정을 최소화할 수 있으며, 보복대응의 결과로 미국의 요구수준이 완화될 가능성도 있음.
- 미국과 상대국 간의 협상력이 비등하다고 판단될 경우, 결국 해당국이 백기를 들고 절상유도를 할 것이라는 기대도 형성될 가능성이 낮음.
- 중국은 지정 가능성 높으나 위안화 저평가 여부가 분명치 않고, 미국 요구에 불응하면서 위안화가 오히려 약세를 보일 가능성이 있음. 환율제도 자유화 요구 시 위안화 약세 압력이 더욱 커질 수 있음.
- 일본은 대미 투자 확대 등 협상을 통해 환율 압박을 완화하려는 상황이며, 엔화 저평가 정도도 크지 않음(3%)을 감안할 때 실제 지정 가능성은 낮다고 판단됨.
- 독일은 유로화로 묶여있어 환율을 통한 제재는 어려움.

□ 경제규모가 작은 국가가 지정될 경우 해당국 통화 절상 가능성은 높지만 실제 달러 가치에 미치는 영향은 미미

- 대미 수출국 중 소규모 국가는 미국의 제재 시 경제적 타격이 큰 데다, 내수시장 규모가 작고 보복대응의 여지는 거의 없어 대미 무역갈등을 버틸 여력이 적음.
- 외환거래의 규모가 작아 정부 개입의 영향력이 상대적으로 큰 측면도 있음.
- 이 경우 무역제재가 현실화되기 전에 환율조정에 합의하고 통화절상 유도에 나설 가능성이 크며, 시장에서 통화절상 기대가 확대되면서 해당 통화는 강세로 전환될 가능성이 높음.
- 단, 한국, 대만, 스위스를 합해도 미국 교역의 6.4%에 불과해 미국 무역수지 및 달러 가치에 미치는 영향은 크지 않을 것임.

주요 통화가치와 균형환율 간의 격차(%) 3

	2015		2016
	PIIE (2015.10)	IMF (2015 연간)	PIIE (2016.10)
호주	0	7.5	5.4
중국	0	0	0
인도	0	2.5	0
인도네시아	0	-2.5	0
일본	0	-11	-4
한국	-4.3	-8	-6.6
말레이시아	0	-8	0
싱가포르	-23.5	-12	-28.2
대만	-16.9	NA	-26.2
유로존	0	-5	0
폴란드	0	-5	0
러시아	0	0	0
스웨덴	-7.1	-6	-5.3
스위스	-10.4	10	-7.1
터키	9.4	10	8.7
브라질	0	10	0
캐나다	0	2.5	0
멕시코	0	-5	0
미국	9.9	15	7

주 : 피터슨국제경제연구소(PIIE)는 경제의 대내외균형을 고려하는 Fundamental Equilibrium Exchange Rate(FEER) 기준, IMF는 대외균형의 지속가능성을 고려하는 대외수지평가(EBA) 기준, (+)일 경우 현재 통화가치가 고평가, (-)일 경우 저평가되어 있음을 의미.

자료 : IMF, PIIE

과거 미국의 대외 환율압박 사례

- 과거 미국이 대외 통화절상 압력을 행사한 경우는 크게 플라자합의(1985), '종합무역법'에 따른 환율조작국 지정(1988~1994), '교역촉진법'에 따른 주요국 관찰(2015~2016)을 꼽을 수 있음.
 - 아직 교역촉진법에 따른 제재 사례가 없는 상황에서, 과거 경험을 통해 향후 환율조작국 지정에 대한 시사점을 얻을 수 있음.

플라자합의

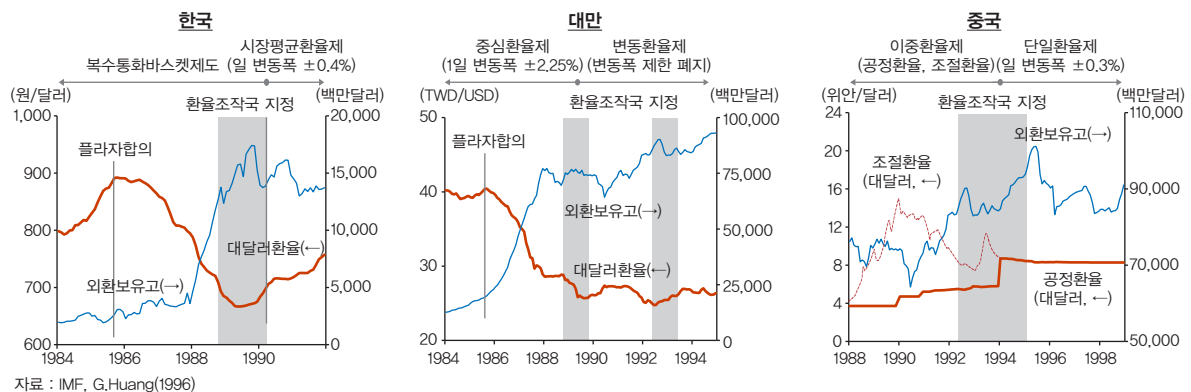
- 미국 금리인상과 무역수지 적자, 재정확장이 맞물린 상황에서 대외 압박을 통해 경기부양을 도모했다는 점에서 현재 경제 상황과 유사함.
 - 1970년대 석유파동 이후 미국 금리인상으로 달러 가치가 급등, 무역수지 적자가 확대됨. 레이건 대통령 집권 후 감세를 단행하며 쌍둥이 적자 더욱 심화.
 - 1985년 경상수지 적자가 GDP의 3%에 달하자 주요 대미 흑자국이었던 일본과 독일에 대해 통화가치 절상 압력을 가함.
 - 당시 일본과 독일은 경기가 호조였던 데다 미국과의 안보적 의존관계도 있어 미국의 요구를 거절하기 어려웠음. 관세인상 및 수입제한 등 통상제약보다는 환율조정의 영향이 덜할 것이라고 판단한 측면도 있음.
 - 미국의 금리가 일본 및 독일보다 높아 환율 조정을 위해서는 직접적인 개입이 필요했음. 미국, 일본, 독일, 프랑스, 영국의 협조 개입으로 6주간 엔화는 달러 대비 14.4%, 마르크화는 7.7% 절상되었음. 총 달러 가치는 7.4% 절하됨.
 - 달러 약세는 개입 이후에 더욱 확대됨. 미국 정책금리 인하 및 정치불안으로 인한 시중금리 하락으로 1985년 11월 8일 이후부터 약 1년 동안 달러화는 약 34% 절하됨.

종합무역법에 따른 환율조작국 지정

- 환율보고서를 통한 환율조작국 지정 및 무역제재를 통한 압박 등 최근의 교역촉진법과 비슷한 방식의 제재임.
 - 1987년 미국 경기둔화 및 경상수지 적자 확대(GDP의 3.4%) 가운데 아시아 신흥공업국(NIEs)들의 경상수지 흑자가 이슈로 대두되었음.
 - 1988년 10월 한국, 대만, 홍콩, 싱가포르가 검토 대상에 올랐으며 한국과 대만이 환율조작국으로 지정됨. 이후 한국은 3회, 대만은 4회, 중국은 총 5회 환율조작국으로 지정됨.
 - 초기에는 빠르게 통화 절상되며 한국은 첫 지정 후 7개월 간 달러 대비 약 8%, 대만은 1988~89년에 1년간 약 12.3% 절상됨.
 - 그러나 전반적으로 볼 때 환율에 미치는 영향은 불분명했음. 원화는 환율조작국 지정이 해제되는 시점에 지정 이전 수준을 이미 회복했고, 대만도 1992~93년 지정 당시에는 오히려 약 4% 절하됨. 중국도 통화가치 절하를 경험함.
 - 당시 중요한 변화는 환율제도의 자유화였음. 제도적인 불투명성을 줄임으로써 미국 기업의 진출 및 경쟁여건을 개선한 측면이 있음.

과거 환율조작국 지정 당시 사례

4



시사점

- 환율조작국 지정의 실효성 저하가 예상되는 가운데, 대상국가의 실질적인 후보군도 제한적일 가능성이 있음.
 - 플라자합의 당시와 같이 현재도 미국 금리 상승에 따른 달러 강세 압력이 큰 상황임. 직접 개입에 준하는 강한 유도정책이 없을 경우 달러 약세는 어려울 것임.
 - 정부 개입에 따른 통제력을 감안할 때, 통화가 국제화되어 있거나 혹은 외환거래 규모가 매우 큰 통화는 제재의 실효성이 낮을 수 있음.
 - 미국의 협상력 측면에서 과거 일본, 독일과 같이 경제적 및 경제 외적으로 미국과의 의존도가 높은 국가를 대상으로 할 가능성이 높음.
 - 미국의 제재가 명분을 가지는 동시에, 제재의 충격이 금융불안으로 번지지 않을 수 있도록 상대국 경제여건이 뒷받침될 필요가 있음.
- 이상을 감안할 때, 지난 10월 환율보고서의 관찰대상국 중에는 대만 및 한국이, 그 밖에는 싱가포르 등이 환율조작국으로 지정될 우려가 있음.

과거 미국의 대외 환율압박 사례

5

	플라자 합의(1985)	종합무역법(1988)	교역촉진법(2015)
배경 및 요인	미국 경상수지 적자 확대 - 1970년대 평균 GDP의 0% → 1985년 -3% - 1985년 미국 무역적자 중 일본 37.2%, 독일 9.1%	미국 경상수지 적자 지속 - (1) 대규모 경상수지 흑자국 - (2) 유의미한 대미 무역수지 흑자국에 대한 환율조작 검토	각국 통화완화 가운데 미국 무역수지 대규모 적자 지속 - (1) 대미 무역흑자 200억달러 이상 - (2) 경상수지 흑자 GDP 대비 3% 이상 - (3) 달러 대비 통화 절하 개입 GDP 대비 2% 이상
대상국가	- 일본, 독일	- 한국(1988~89), 대만(1988~89, 1992), 중국(1992~94)	2016년 10월 관찰대상국 지정 - 중국, 독일, 대만, 한국, 스위스, 일본
제재수단	- 6주간 미국, 일본, 독일, 프랑스, 영국이 협조개입	- 미국 재무부가 양자간 혹은 IMF 내에서 즉각 협상을 진행	- 위의 세 조건을 모두 충족하는 경우 심층분석 대상으로 지정, 제재 가능 (미국의 이익에 부합하지 않을 경우 제재하지 않을 수 있음) - 1년간 미국과의 양자간 협의 이후 개선 미비할 시 무역제재 시작 - (1) 해당국에 미국기업이 투자 시 금융지원 금지(OPIC) (2) 해당국 기업의 미연방정부 조달시장 진입 금지 (3) IMF를 통한 환율 불공정행위 시정 압박 (4) 해당국과의 무역협정에서 환율 불공정 행위를 고려
제재결과	개입기간 중(1985.9.23~11.7) 엔화는 달러 대비 14.4%, 마르크는 7.7% 절상, 총 달러 가치는 7.4% 절하 개입기간 이후 (1985.11.8~1987.12.31) 통화정책 기조 전환 등에 따라 총 달러 가치는 34% 절하	환율 - 한국: 첫 지정 후 7개월 간 달러 대비 8% 절상 이후 절하되어 지정 해제시('90.4) 지정 전 수준 회복 - 대만: 88~89년에는 지정 후 1년 간 달러 대비 12.3% 절상 92~93년에는 1년 간 3.8% 절하 - 중국: 공정환율은 약 35%, 조절환율은 약 3% 절하 제도 - 한국(1990.3): 복수통화바스켓제도 → 시장평균환율제도(일변동폭 ±0.4%) - 대만(1989.4): 중심환율제(1일 변동폭 ±2.25%) → 변동환율제(변동폭폐지) - 중국(1990.1): 이중환율제(공정환율, 조절환율) → 단일환율제(일변동폭 ±0.3%)	아직 제재 사례 없음

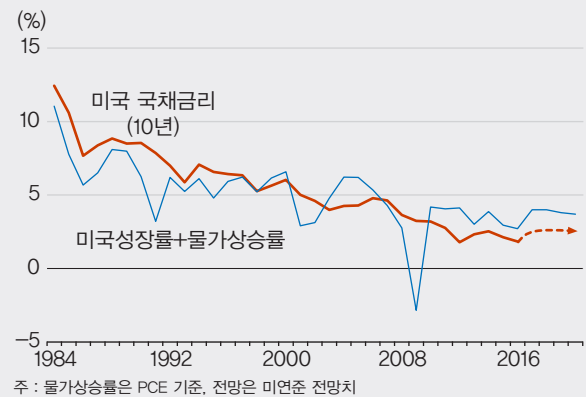
자료 : IMF, 미국 재무부, 한국은행, 대외경제정책연구원

4. 달러화 올해 중 강세 전망

- 트럼프의 정책 방향에 근거해 볼 때 달러화는 단기에는 강세, 중장기적으로는 약세 전환이 전망됨.
 - 달러 강세가 언제까지 이어질 것인지는 문제는 결국 미국 경기부양의 효과에 달려있음. 미국 경기가 주변 국에 비해 호조를 보일수록 강세 압력은 커질 것임.
 - 각국의 성장률 전망을 통해 향후 경기의 온도 차에 따른 환율의 향방을 짐작해볼 수 있음.¹
- 경기부양의 효과로 올해 미국 성장률은 지난 해에 비해 상승할 것으로 전망됨. 여타 국가에 비해서도 호조를 보이며 올해 중 달러 강세 압력 커질 것으로 보임.
 - 올해 중반 이후 감세로 인한 수요증대 효과가 나타나고, 경기부양 기대로 경제심리도 개선을 이어갈 전망
 - 인플레 기대 확대로 금리 상승도 재개되며 미국으로의 자본유입 요인으로 작용할 것임.
 - 최근 트럼프 발언으로 약세를 보인 달러화도 올해 중 강세로 복귀할 가능성이 높음.
 - 기업 해외이익을 본국으로 이전할 때의 세금감면 정책도 올해 중 시행될 가능성이 높음. 미국으로의 자본 환류 규모가 크게 늘어나며 단기적 강달러 압력 커질 전망. 과거 2004~5년 과세 감면 시 약 3천억 달러의 해외유보이익이 미국으로 유입된 바 있음(전년대비 약 5배 규모).
- 단, 달러 가치가 지난 20년래 가장 높은 수준임을 감안할 때, 향후 달러는 완만한 절상 후 높은 수준을 유지하는 양상을 보일 전망이다.
 - 미국 경기흐름이 다른 나라보다는 낫더라도 완전고용에 따른 물가상승 등 정책의 한계를 감안할 때 절대적인 회복속도가 그리 빠르지는 않을 전망이다.
 - 중장기적 성장세 저하를 감안할 때 장기금리의 상승 폭도 제한적일 가능성이 높음.
 - 보호무역 정책이 시행되어 실제 영향을 발휘하는 데는 시간이 필요한 상황에서, 미국 경기개선의 효과가 다른 국가들의 수출증대로 이어지는 점도 달러 강세 폭을 줄이는 요인임.
- 내년 이후 경기부양의 효과가 점차 감소하며 다른 국가 대비 미국 경기 개선세가 둔화될 것으로 전망됨에 따라, 달러 가치도 내년 중 전환점을 맞을 가능성이 있음.
 - 기업투자가 성장동력이 될 것으로 기대하고 있지만 투자계획과 집행 간의 시차가 긴 데다 당초 계획만큼의 집행 여부도 불확실함. 향후 회복세가 약화될 가능성이 있음.

미국 경기와 장기금리 간의 관계

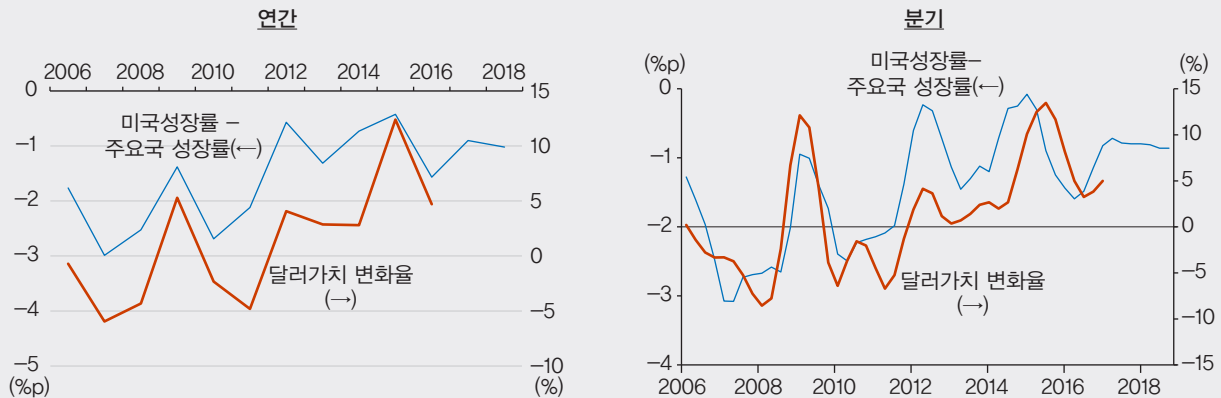
6



¹ 미국 경기부양책의 효과와 주변 국가들의 최근 경제상황을 함께 고려하기 위해 트럼프 당선 이후에 제시된 전망치를 이용하였음. 미국 이외의 국가들은 명목GDP 및 미국과의 교역규모를 고려해 선정했음. 연간 전망은 상위 19개국, 분기 전망은 유로존 및 자료 이용이 가능한 9개국의 성장률을 각국 달러 표시 명목GDP 기준으로 가중평균했음.

미국과 주요국 간 성장률 격차와 달러가치 변화율의 관계

7



주 : 주요국 성장률은 경제규모가 큰 국가들의 경제성장률을 명목GDP를 기준으로 가중평균한 것임. 연간 자료는 19개국, 분기 자료는 유로존 및 9개국 기준임.
성장률 전망은 블룸버그에서 집계하는 IB전망 중간값. 달러가치 변화율은 미연준이 발표하는 Broad Index 기준. 분기 자료는 이동평균을 통해 평활화하였음.
자료 : Bloomberg, FED

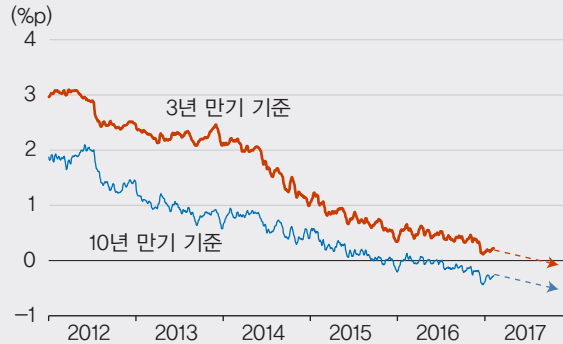
- 물가 및 금리 상승 등 정책 부작용의 악영향도 내년 이후 점차 가시화될 가능성이 높음.
 - 분기별로 보면, 2015년 이후 경기에 비해 환율 변화가 약 1분기 후행하는 양상이 나타남. 이는 미국의 금리인상이 신중하게 이루어지면서 미국 성장률 흐름과 통화정책의 시점 사이에 시차가 발생한 까닭으로 판단됨.
 - 향후 미국 경기 상승 흐름이 끝난 이후에도 금리정상화는 이어질 수 있어, 달러가 약세로 전환되더라도 가파른 절하보다는 당분간 높은 수준에 머물 가능성이 있음.
- 금융불안에 따른 달러 강세 현상도 반복될 것으로 보임. 특히 트럼프 대통령이 ‘모 아니면 도’의 강경한 스타일을 고수할 경우 금융불안 가능성은 더욱 높아질 수 있음.
- 예컨대 대내 경기부양이 미흡할 때 대외 압박의 수위를 더욱 높이는 등, 정책효과가 여의치 않을 때 더 강한 정책으로 상황을 타개하려 할 가능성이 있음. 이 경우 세계경제 불안이 확대되며 위험기피 성향도 확대될 수 있음.
 - 금리인상과 함께 향후 달러 가치를 높은 수준에 머물게 만드는 요인으로 작용할 전망이다.

5. 대비 자본유출 압력 커지며 원화 대비 달러 대비 약세

- 달러 강세 흐름 속에서 원화 역시 달러 대비 약세를 보일 전망이다.
- 미국과 우리나라와의 경기회복세 및 통화정책 기조 차이가 기본적인 원화약세 요인으로 작용할 것임.
 - 지난 해 이후 국내 10년 만기 국채금리가 동일 만기의 미국 금리보다 낮아지면서 외국인 투자자금 유출이 확대된 바 있음. 향후에는 외국인 채권투자가 집중되어 있는 3년 만기 금리도 역전될 가능성이 높아 채권 시장을 중심으로 원화 절하 압력이 더욱 커질 우려가 높음.
- 향후 원화 가치가 상승할 것이라는 예상이 약화되며 환차익을 기대한 투자자금 유입이 줄어드는 점도

한미금리차 역전 더욱 심화될 전망

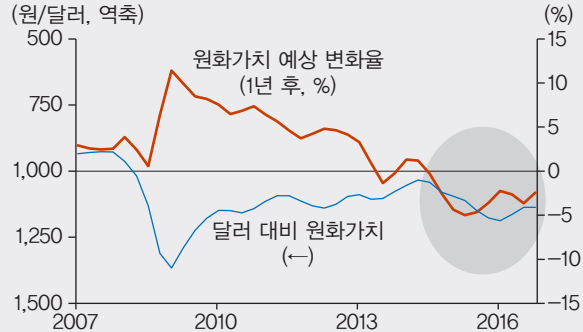
8



주 : 한국 국채금리에서 미국 국채금리를 차감한 수치
자료 : Datastream

원화 약세에도 반등보다는 추가 약세 전망 우세

9



주 : 원화가치 예상 변화율은 각 시점에서의 1년 뒤 원달러 환율 전망 컨센서스를 이용하여 계산, 컨센서스는 30개 IB전망치 중간값
자료 : Bloomberg

달러 대비 원화 약세 요인임.

- 환율에 대한 기대는 국내 금융시장으로의 자금유입에 큰 영향을 미쳐왔음
- 글로벌 금융불안 국면에서 원화가 약세를 보였을 때에는 조만간 원화 가치가 반등할 것이라는 기대가 형성되었음. 원화 약세가 수출 증대로 이어지는 한편, 불안이 감소하고 투자심리가 회복될 경우 다른 신흥국에 비해 양호한 펀더멘털이 부각되며 투자자금이 유입될 것이라는 예상이 있었던 것으로 판단됨.
- 그러나 2014년 이후에는 원화 가치가 하락했을 때 반등이 아닌 추가 절하를 예상하는 경우가 많아졌음. 이는 세계교역 둔화로 수출이 부진한 가운데 과거와는 원화 약세의 성격이 달라졌기 때문으로 판단됨.
- 최근 원화 가치 하락은 신흥국 중심의 자본유출이 아닌 미국과의 펀더멘털 격차에 따른 구조적 압력에 기인한 것이며, 미국 발 강달러 압력으로 대부분의 통화가 달러 대비 약세를 보이는 상황에서 원화만 과거와 같이 빠르게 반등하기는 어려울 것임.
- 이는 미국으로의 자본환류 압력이 거센 상황에서 원화 반등 전망에 따른 자본유입을 기대하기는 어려워졌음을 의미함.

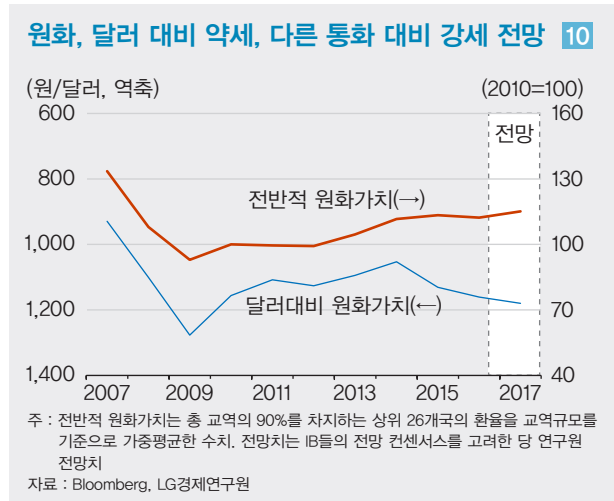
6. 다른 통화에 비하면 원화 강세... 환율여건 경기에 부정적

□ 달러 대비로는 원화가 약세를 보이겠지만, 달러를 제외한 통화들에 비해서는 원화가 강세를 나타낼 가능성이 높음.

- 2014년 이후 미국 발 강달러 국면에서 원화는 달러 대비 약세, 다른 통화 대비 강세를 지속해 왔음.
- 향후 유로존 및 일본의 통화완화, 중국 및 동남아 신흥국의 경기우려 지속 등으로 원화의 상대적 강세는 이어질 것으로 보임.
- 올해 원달러 환율과는 달리 원화의 명목실효환율은 오히려 소폭 절상되며 수출을 둘러싼 환율 여건이 악화될 소지가 있음.

□ 우리나라가 환율조작국으로 지정되며 원화 가치가 급등할 우려도 배제할 수 없음.

- 대규모 경상수지 흑자 및 대미 무역흑자, 해외 기관의 원화저평가 분석 등 대외적 명분이 있는데다, 대미 군사 의존도 및 방위비 분담 요구 등 경제 외적으로도 우리의 대미 협상력이 그리 높지 않은 상황임.
- 미국 무역수지 개선효과는 적더라도 정책적 의지를 보여주는 차원에서 환율조작국 지정이 단행될 수 있음.
- 원화의 저평가 정도에 대한 분석은 기관에 따라 약 7~8% 정도로 나타나며, 분석 시점에 비해 원화가 더 절하되었음을 감안하면 원화 절상 압력은 더 클 수 있음.



- 과거 미국의 환율 압박으로 통화가치가 절상된 국가들의 경우 6개월 간 평균 10% 가량 절상된 바 있으며, 이는 원달러 환율로 본다면 달러 당 1,145원 수준에서 1,000원대 중반까지 하락할 수 있음을 의미함.

□ 환율 및 자본시장 여건은 당분간 경기에 큰 부담으로 작용할 가능성이 있음. 대외 충격이 국내 경제로 파급되지 않도록 하기 위한 방안을 사전에 마련하는 것이 필요한 시점임.

- 달러 강세로 인한 자본유출 과정에서의 국내 금리 상승 및 주가 하락 가능성, 수출 여건 악화와 원화 급등 우려까지 당분간 금융시장의 여건은 우리 경제에 악영향을 미칠 것으로 전망됨.
- 달러 대비 원화 약세가 지속되다가도 트럼프의 발언 등으로 원화가 갑자기 강세로 돌아서는 현상이 간헐적으로 반복될 전망되며, 이 과정에서 국내 외환시장의 변동성이 크게 확대될 우려가 높음.
- 국내 경기회복으로 원화가치 및 금리가 오르는 것이 아니라, 대외요인으로 인해 국내 여건과는 무관하게 금융지표가 변동하며 우리 경제에 대한 부담을 더욱 가중시킬 우려가 있음.
- 단순한 금융시장의 변동이 아닌 미국의 정책적 압력에 기인하는 부분이 크다는 점에서 문제 해결이 더욱 어려움. 모니터링이나 스무딩과 같은 수동적이고 사후적인 대응을 넘어, 대외 압박을 완화하기 위한 외교적 노력 및 무역불균형 완화를 위한 선제적 방안 마련 등 사전 예방을 위한 전방위적 노력이 필요한 상황임.
- 미국과 우리에게 모두 경제적 이익이 되는 방안을 제안하는 것도 충격이 가시화되기 전이어야 가능할 것임. 미국에 경제적 실익을 제공함으로써 대외 압박의 가능성을 줄이는 한편 국내 기업에게도 기회가 될 수 있는 방안을 적극적으로 모색할 필요가 있음. www.lgeri.com



본 보고서에 게재된 내용이 LG경제연구원의 공식 견해는 아닙니다. 본 보고서의 내용을 인용할 경우 출처를 명시하시기 바랍니다.