

전략공감 2.0

Strategy Idea

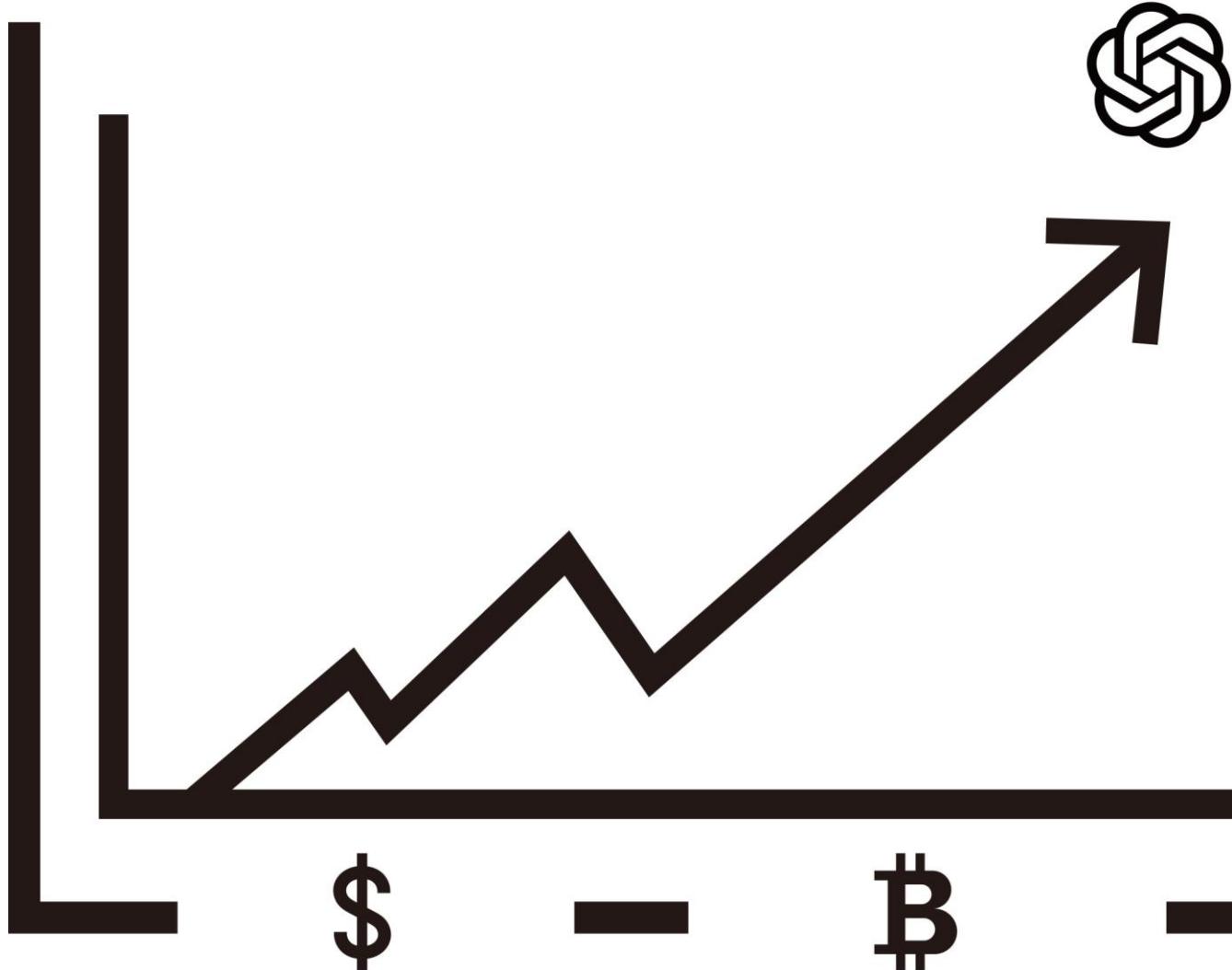
Reality check: Trump2.0 시대의 관세와 이민자 정책

오늘의 차트

4Q24 실적 발표 점검_경기소비재 섹터 검토

칼럼의 재해석

두 남자의 운명을 건 베팅, 스타게이트 프로젝트 국내 수혜는?



본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



경제분석

Economist 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

RA 박민서

02. 6454-4871

mspark@meritz.co.kr

Reality check: Trump2.0 시대의 관세와 이민자 정책

- ✓ 트럼프 취임 이후 소위 Trump trade의 완화는 인플레를 의식하는 행보에서 비롯됨
- ✓ 정책조합도 1) 관세-지출축소 병행, 2) 연준 독립성 확보, 3) 변칙적 관세 등 내용이 다름
- ✓ 관세는 타국과의 협상 수단일 가능성이 가장 큼. 범위가 확대되겠지만 다른 한편에서는 합의에 기반한 유예/철회 가능성을 염두에 두어야 함
- ✓ 이민자 추방은 계획보다는 규모가 작을 것. 여러 한계점이 드러나고 있기 때문
- ✓ 단기간 내에는 시장 변동성이 크겠지만, 중기적으로는 Trump trade의 추가 완화를 기대

0. 들어가며: 트럼프의 거침 없는 행보

정책 집행 속도는 가히 역대급

필자는 트럼프 1기를 금융시장에서 정면으로 경험하였다. 한 번 겪어봤고, 플레이 방식이 익숙했기에 트럼프 2기 정책에 대한 대응은 수월할 것이라 생각했었다. 대개는 선거 캠페인에서 언급한 공약에 충실히는 모습이지만, 당황스러운 것은 행보가 매우 빠르다는 것이다.

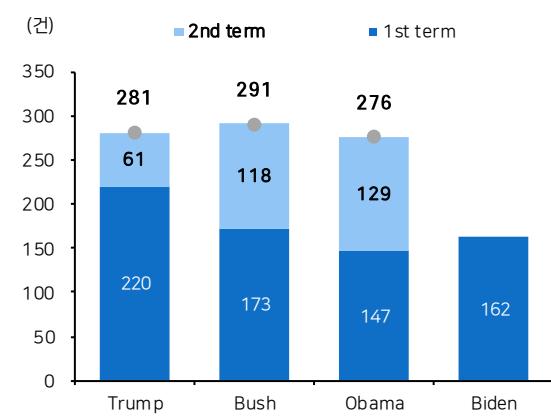
트럼프 대통령이 취임한 지 채 한 달이 되지 않았는데, 그 사이 서명한 행정명령 건수만 무려 61건에 달한다. 부시와 오바마 대통령의 후반부 4년간 서명된 명령 건수의 절반에 준하는 분량을 한 달도 안된 기간 동안 해낸 것이다. 바이든이 대통령으로 재임하던 4년간 무언가를 별려 왔다는 인상을 지울 수가 없을 정도다.

그림1 2000년 이후 대통령 행정명령 서명 건수 (누적)



자료: FT, "Trump Tracker"

그림2 미국 대통령별 행정명령 서명 건수



주: 트럼프 2기는 1월 20일~2월 11일

자료: FT, "Trump Tracker", 메리츠증권 리서치센터

광범위한 행정명령에 서명

트럼프 대통령이 서명한 행정명령의 범위는 매우 넓다. Elon Musk가 수장으로 있는 정부효율부(Department of Government Efficiency; DOGE) 설립에서부터, 각종 국제기구 탈퇴 및 멤버십 재검토, 에너지, 규제완화에 이르기까지 다양하다. 논의에서 빠질 수 없는 것은 이민자 문제, 무역/관세에 대한 거침 없는 행보이다. 남부 국경에 대한 비상사태를 선포하고 각종 이민자 포용 정책을 취임 첫날 철회했고, 미국을 우선시하는 무역정책에 기반한 각종 협정의 전면 재검토도 지시했다. 2월 1일을 전후해서 우리는 수 많은 관세 뉴스를 접했다.

Trump trade: 취임 전후 변화

트럼프 취임 전 금융시장은 Full Trump 2.0을 우려: 금리 상승, 강달러

트럼프의 대통령 당선이 유력시되던 작년 10월부터 금융시장은 소위 금리 상승과 강달러로 대변되는 "Trump trade" 가 지배했다. 금융시장이 걱정했던 것은 1) 감세 법안(Tax Cuts and Jobs Act of 2017)의 연장/영구화, 2) 연준에 대한 개입 및 독립성 저해, 3) 이민자 전면 추방, 4) 보편관세(10%), 對中 고율관세(60%)라는 정책조합의 현실화 가능성이다.

이들이 인플레이션을 유발하고, 1)과 2)가 재정규율 약화와 Fiscal dominance(통화정책이 재정정책에 예속)로 귀결될 것이라 보았기 때문이다. 또한 불확실성 확대는 국채가격 할인폭을 확대시켜 금리의 추가 상승을 촉발했다. 관세 우려와 더불어 내외금리차 확대로 달러화가 강해지는 것은 당연한 수순이었다(p. 5 참고)

표1 트럼프 대통령 취임 이후 서명한 주요 행정명령 및 내용 (일부 발췌)

| 구분 | 날짜 | 내용 |
|-------------------|--------|---|
| 정부 효율성 | 1월 20일 | ■ 행정명령 14158 - '정부 효율성 부서' 설립 및 운영 |
| 이민자 | 1월 20일 | ■ 성명서(Proclamation) 10886: 남부 국경에 대한 국가 비상사태 선포 |
| | 1월 20일 | ■ 행정명령 14165 - 국경 보안 강화 → 국경장벽 건설, 외국인의 불법입국 억지/방지, 관련자 추방 |
| | 1월 20일 | ■ 행정명령 14159 - 침략으로부터 미국 국민 보호 → 수용불가능하고 추방 대상이 되는 외국인들에 이민법 적용 → 절서 있는 이민자리 위한 절차, 미국인 통합과 포용 강화 노력 관련 행정명령 철회 |
| | 1월 20일 | ■ 행정명령 14161 - 외국 네리리스트 및 국가 안보 위협으로부터 미국 보호 → 테러공격/국가안보 저해 외국인들로부터 미국시민 보호; 비자강화, 바이든 행정부 당시 입국했던 외국인들 파악 |
| | 1월 20일 | ■ 행정명령 14163 - 미국 난민 입국 프로그램 조정 → 1월 27일부터 USRAP 프로그램 통한 난민 입국을 전면 중단 |
| 무역/관세 | 1월 20일 | ■ Memorandum: 'America First Trade Policy' → 국무부/USTR 등 관계부처에 미국 교역상대방의 불공정 무역 조사, 기존 무역협정/환율정책 재검토 지시 |
| | 2월 1일 | ■ 행정명령 - 북부 국경을 통한 불법 압둘 대응을 위한 관세 부과 → 캐나다산 수입품 대상 25% 관세 부과의 근거 (2월 3일 유예됨) |
| | 2월 1일 | ■ 행정명령 - 남부 국경 상황 대응을 위한 관세 부과 → 멕시코산 수입품 25% 관세 부과의 근거 (2월 3일 유예됨) |
| | 2월 1일 | ■ 행정명령 - 중국의 합성 오피오이드 공급망 대응을 위한 관세 부과 → 중국산 수입품 10% 관세 부과의 근거 |
| Global governance | 1월 20일 | ■ 행정명령 14155 - 세계보건기구(WHO) 탈퇴 |
| | 2월 3일 | ■ 행정명령 - 특정 유엔 기구에서 미국 탈퇴 및 자금 지원 중단, 국제 기구에 대한 미국 지원 재검토 |
| 에너지 | 1월 20일 | ■ 행정명령 14153 - 알래스카 자원 개발 촉진 |
| | 1월 20일 | ■ 행정명령 14154 - 미국 에너지 자원 활용 극대화 |
| | 1월 20일 | ■ 행정명령 14156 - 국가 에너지 비상사태 선언 |
| 규제완화, | 1월 23일 | ■ 행정명령 14178 - 미국의 디지털 금융 기술 리더십 강화 |
| 첨단산업 리더십 | 1월 23일 | ■ 행정명령 14179 - 인공지능 분야에서 미국 리더십 강화 장애물 제거 |
| | 1월 31일 | ■ 행정명령 - 규제 완화를 통한 번영 촉진 → 규제 준수 위한 비용감축 목적. 1개의 새로운 규제 도입시 최소 10개의 규제를 철폐해야 함 |

자료: FT, "Trump Tracker", The American Presidency Project, 메리츠증권 리서치센터 정리

취임 이후로는 Full Trump와 다소 거리가 있는 행보를 보임. 방향은 맞지만 세부 내용이 다름

특히 인플레이션을 의식하기 시작 한 것으로 보임

상기 사안 중 DOGE의 역할과 10년물 금리하락 유발 방안은 미지수

오늘은 관세와 이민자 정책을 검토하는 시간

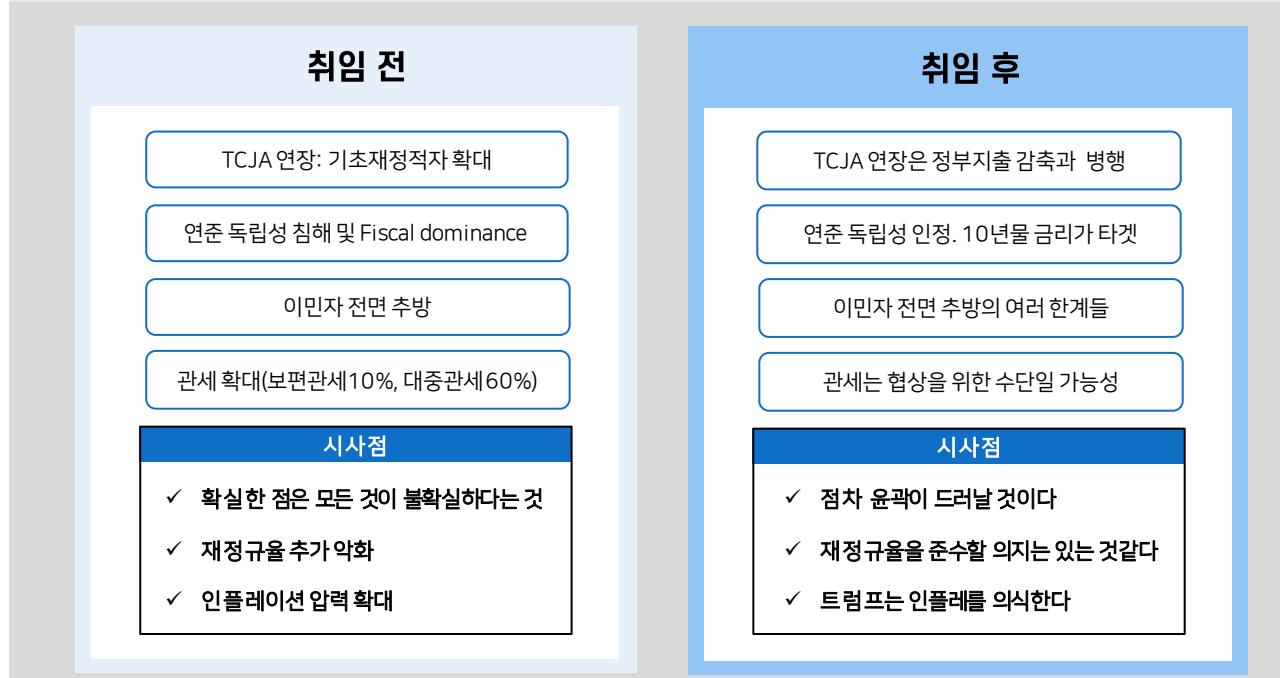
그런데 취임 이후로는 색깔이 바뀌기 시작했다: 1) TCJA 연장에 따른 기초재정적 자 급증은 DOGE의 역할이 확대(재정지출 감축)되며 일부 완충해줄 수 있다는 기대로 연결되었고, 2) 연준 독립성 우려는 재무장관의 "10년물 금리가 타겟이다"는 발언으로 완화되었다. 3) 이민자 체포와 추방을 몸소 실천하고 있지만 한계점들이 지적되고 있으며, 4) 관세도 원래의 목적에서 벗어나 적용과 유예를 반복하는 등 소위 "Full Trump 시나리오"에서 예상했던 것과 다른 결을 보여 주고 있다.

특히, 취임사에서 "인플레이션 해결을 위한 정부 자원의 총동원" 이 언급되면서, 트럼프가 여러 정책을 집행하는 가운데에서도 인플레이션을 의식한다는 기대도 부상하였다. 이는 국채 금리와 달러화 지수가 peak-out하는 계기가 되었다.

상기한 사안 중에서, 어떻게 DOGE가 1조 달러 재정지출을 감축할 수 있을지는 솔직히 모르겠다. 5~10%의 연방정부 공무원 인력감축과 교육부, 국방부 개혁(결국 상대국에 대한 방위비 압박 가능성)이 수월하게 진행되리라 단정짓기 어렵기 때문이다. 실제 이들 정책은 주(州) 법원의 집행금지 가처분을 받으면서 견제에 직면하고 있는 부문이다.

10년물 금리의 하락을 어떻게 유발할지도 미지수이다. Stable Coin과 더불어 연준 QT중단 이야기가 있지만 이것으로 채권 수급이 해소되며 금리가 하락할 것이라 단언하기 어렵다. 이들 사안은 추후 다룰 기회가 있을 것이다. 오늘 전략공감 2.0은 비용상승형 인플레이션 요인에 해당하는 나머지 두 개 사안—관세와 이민자 정책을 검토한다.

그림3 트럼프 대통령 취임 전후 시장 기대의 변화



자료: 메리츠증권 리서치센터

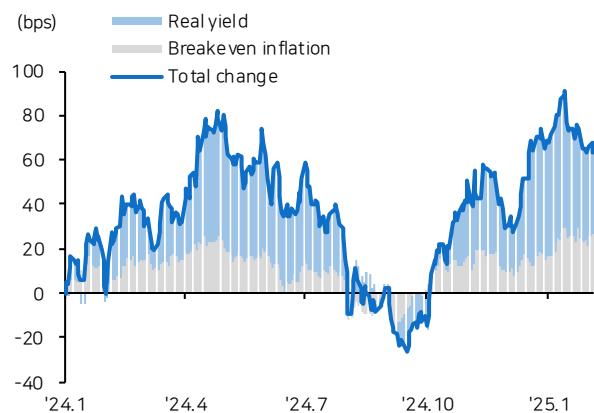
(참고) Trump trade를 이해하기 위한 그림

실질 기간 프리미엄 상승에 따른
미국채금리 상승이 강달러까지
연결

2024년 10월 이후 미 국채 10년물 수익률의 상승은 실질금리와 기간 프리미엄의 교집합인 실질 기간 프리미엄의 상승이 주도하였다. 실질 기간 프리미엄의 상승 원인으로는 여러 가지를 들 수 있지만, 국채 수급에 대한 우려와 더불어 통화정책이 재정정책에 예속될 수 있다는 걱정(1970년대 Great inflation 사례 참고)도 반영된 것으로 보인다. 2025년 들어서는 실질 기간 프리미엄이 주춤한 가운데 기대인플레이션이 상승하고 있다.

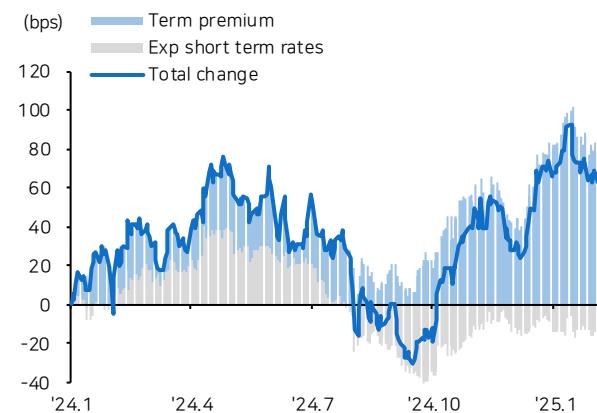
이렇게 상승한 금리는 내외 금리차 확대로 연결되면서 달러화 강세를 유발했다. 타국에 비해 미국 금리의 상승폭이 압도적이기 때문에 미국 10년물 금리와 달러화 지수를 그려도 무방할 정도이다. 강달러는 당연하게도 달러 대비 원화 약세를 유발하였다.

그림4 2024년 이후 미국채 10년 수익률 변화 (1):
실질금리 > 기대인플레이션



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 2024년 이후 미국채 10년 수익률 변화 (2):
기간 프리미엄 > 단기 정책금리 기대



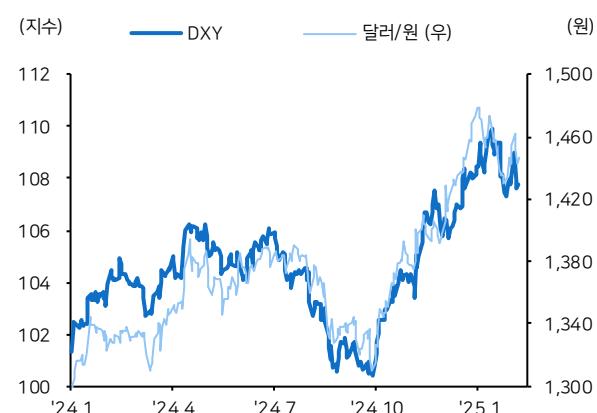
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미 국채 10년 수익률과 달러화 지수



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 달러화 지수와 달러/원 환율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

1. 관세 정책

1-1. 미국 관세정책의 역사¹

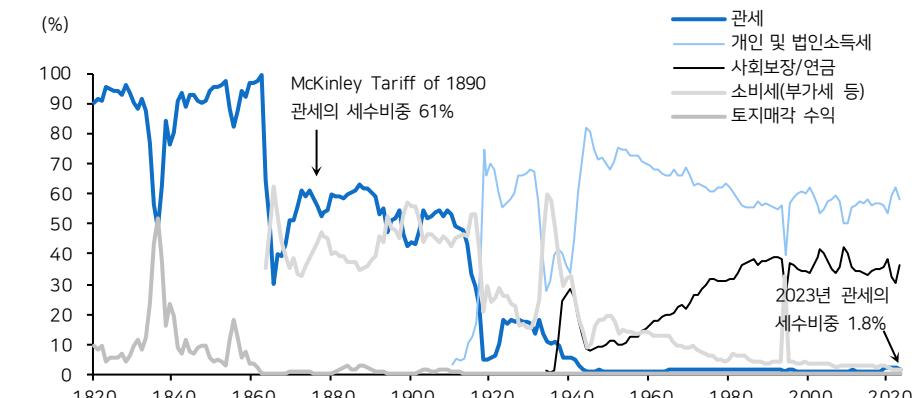
미국 관세의 목적은 3R:
Revenue, Restriction,
Reciprocity

1789년 관세법(Tariff Act of 1789)이 제정된 이후 미국은 크게 세 가지 목적을 달성하기 위해 관세를 사용해 왔다. 1900년대 이전 미국의 관세에 대한 다수의 논문을 집필한 Dartmouth 대학의 Douglas Irwin 교수에 따르면, 세 가지 "R" 을 달성하기 위함인데, 이는 1) 연방정부 수입(Revenue) 재원의 마련, 2) 자국 산업을 보호하기 위한 수입 제한(Restriction), 그리고 3) 다른 국가와의 협상 카드 관점에서의 상호주의(Reciprocity)이다. 구체적인 사례들은 아래와 같다.

과거 관세는 연방정부 수입의
매우 중요한 재원. But not now

연방정부 수입 재원: 1789~1862년까지 연방정부 수입의 대부분은 관세(customs duties; tariffs)로 충당되었고, 1863~1912년 동안은 소비세(부가가치세와 같은 간접세 개념: excise tax)가 생겨 나면서 관세가 연방정부 수입에서 차지하는 비중은 50%대로 줄어 들었다. 1913년 16차 수정헌법 개정을 통해 연방 소득세(federal income tax)가 제정된 이후 연방정부 수입의 관세 의존도는 추세적으로 줄게 되었다. 2023년에는 1.8%에 불과했다.

그림8 연방정부 수입: 각 세목별 비중 추이 (1820~2023)



자료: "U.S. Federal Government Revenues: 1790 to the Present", CRS Report for Congress (RL33665, Sep 2006), Bureau of Fiscal Service, 메리츠증권 리서치센터

자국 산업보호 혹은 수출증진을
위한 수입제한 목적으로도 사용

수입제한 조치: 남북전쟁(1861~65) 당시부터 대공황(1929)에 이르는 구간 동안에는 미국은 관세를 주로 수입제한을 위해 사용했다. 대공황 한 가운데인 1930년에 관세법(Tariff Act of 1930: Smoot–Hawley Tariff)은 미국으로 수입되는 약 25%에 보호 관세를 부과했다. 대공황 이후 낙순, 레이건, 조지 W. 부시 대통령이 자국 철강 산업 보호를 위해 관세를 부과했던 전례가 있다. 트럼프 대통령 1기 이후 철강/알루미늄에 대한 25% 관세가 부과되고 있으며, 3월 12일에는 기존 면세국에까지 관세가 적용될 예정이다(1962년 무역확장법 201조에 근거).

¹ 본절의 작성是为了 다음 연구와 기사를 참고하였음

["How the U.S. has used tariffs throughout history and why Trump is different"](#), CNBC, 2025년 2월 6일

"Before the U.S. Tariff Commission", Chapter 2 of "A Centennial History of the United States International Trade Commission", USITC Publication 4744, USITC, 2017년 11월

원하는 것을 얻어내는 상호주의.
전통적 상호주의는 채찍보단 당근

상호주의: 다른 국가와의 협상 수단으로 관세가 사용된 전례를 보면, "채찍" 보다는 "당근"의 관점에서 사용되어 온 것으로 보인다. 미국은 1875년 하와이 왕국과 자유무역 협정을 체결하면서 하와이산 설탕/농산물을 무관세로 수입하기로 했고, 그 대가로 진주만에 대한 독점 사용권을 얻어 냈다.

한편, 1934년의 상호무역합의법(Reciprocal Trade Agreement Act)²은 언뜻 "상호"라는 단어 때문에 부정적으로 읽히기 쉽지만, 내용은 1) 의회에게 부여된 관세 부과 권한을 대통령이 가져와서(당시 대통령: Franklin D. Roosevelt), 2) 1930년 관세법에서 정한 관세율을 교역상대방과 "합의" 하에 최대 50%(예: 25%→12.5%)까지 하향조정할 수 있도록 한 것이다.

이 법안은 미국이 1939년까지 19개 국가와 양자 무역 협정을 체결하게 되는 근거였으며, 이후 미국 주도로 관세와 무역에 대한 일반협정(General Agreement on Trade and Tariff; GATT)이 설립되는 토대가 되었다.

트럼프 관세정책도 3R의
연장선상에 있음

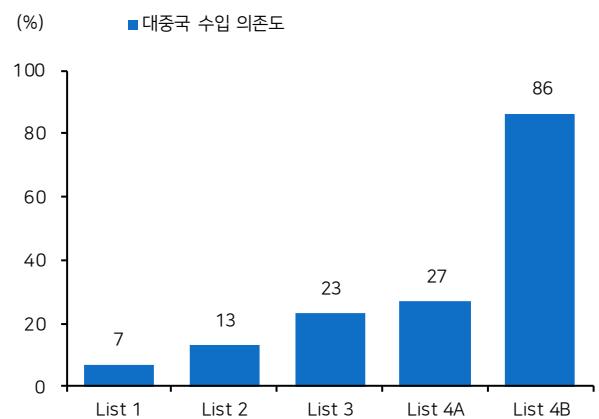
1-2. 트럼프의 관세 정책과 근거 법안들

트럼프의 관세정책도 넓게 보면 3가지 "R"인 수입(Revenue), 제한(Restriction), 상호주의(Reciprocity)를 목적으로 하고 있다. 베센트 재무장관도, 관세가 1) 불공정 무역을 시정(수입 제한에 가까움)하고, 2) 미국 정부수입을 확대하며, 3) 다른 나라와의 협상 수단으로 쓰일 수 있다 언급했다. 이 기준에 맞춰 현상을 보자.

불공정 무역시정 위한 수입 제한
목적으로 보기는 어려움

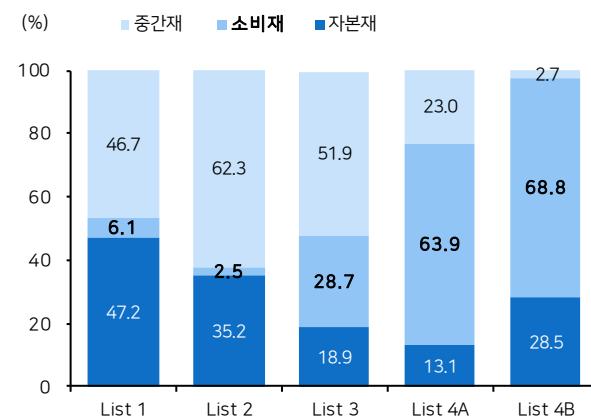
① 불공정 무역의 시정: 불공정 무역 시정이 목적이라면 해당 사안에 대한 무역대표부(USTR) 조사가 선행되어야 한다. 조사 결과 불공정하다고 판단되면 무역법 301조에 근거하여 특정 품목을 겨냥하는 것이 수순이다. 2018~19년 미-중 무역 분쟁 당시 List 1~3(Tech 품목, 자본재/중간재)에 대한 25% 관세부과가 대표적 인 사례이다. 반면 지금은 특정 품목이 아닌 전체가 관세의 대상이 되고 있다.

그림9 미국의 리스트별 대중국 수입 의존도



자료: Bloomberg, "What Trump's Next Trade War Could Look Like" (24.12)

그림10 관세부과 리스트: 품목성질별 비중



자료: Bloomberg, "What Trump's Next Trade War Could Look Like" (24.12)

² ["New Deal Trade Policy: The Export–Import Bank & the Reciprocal Trade Agreements Act, 1934"](#),
Office of the Historian, Department of State

표2 2018~19년 무역분쟁의 추억: List별 시행일자, 규모, 관세율 등

| | 발표 일자 | 시행 일자 | 최초 관세율 | 대상 품목 수 | 규모 | 변동 일자 | 변동 내용 |
|---------|------------|------------|--------|----------|----------|------------|----------------------|
| List 1 | 2018-06-15 | 2018-07-06 | 25% | 818 | 340억 달러 | - | - |
| List 2 | 2018-08-07 | 2018-08-23 | 25% | 279 | 160억 달러 | - | - |
| List 3 | 2018-09-17 | 2018-09-24 | 10% | 5,745 | 2000억 달러 | 2019-05-10 | 25%로 인상 |
| | | | | | | 2019-10-01 | 30%로 인상 |
| List 4A | 2019-08-20 | 2019-09-01 | 15% | 3,805 | - | 2019-08-23 | 기존 10%에서 15%로 인상, 시행 |
| | | | | | | 2020-02-14 | 7.5%로 인하 |
| List 4B | - | 2019-12-15 | 15% | The rest | The rest | | 시행 유예 |

자료: "미중 통상분쟁: 미국의 대중제재 품목 리스트", 박진우, 한국무역협회, 2018년 8월 10일

표3 2018~19년 무역분쟁의 추억: 각 List별 주요 품목 (HS Code 기준)

| List 1 | | | | List 2 | | | | List 3 | | | |
|--------|--------------|-----|--------|--------|-----------|-----|--------|------------|-----------------|-----|--------|
| HS | 품목명 | 개수 | 비중 (%) | HS | 품목명 | 개수 | 비중 (%) | HS | 품목명 | 개수 | 비중 (%) |
| 84 | 기계류 및 부품 | 417 | 51.0 | 39 | 플라스틱 제품 | 146 | 52.3 | 28, 29, 38 | 화학공업품 | 600 | 19.0 |
| 85 | 전자기기 및 부품 | 186 | 22.7 | 85 | 전자기기 및 부품 | 36 | 12.9 | 84, 85 | 기계류 및 부품 | 218 | 6.9 |
| 90 | 광학기기 | 129 | 15.8 | 84 | 기계류 및 부품 | 31 | 11.1 | 52, 55 | 방직, 섬유 | 193 | 6.1 |
| 87 | 차량 및 부품 | 41 | 5.0 | 87 | 차량 및 부품 | 19 | 6.8 | 03 | 동물/동물성 생산품 | 145 | 4.6 |
| 86 | 운송차량 및 부품 | 17 | 2.1 | 90 | 광학기기 | 16 | 5.7 | 48 | 종이, 펄프 | 113 | 3.6 |
| 88 | 항공기/우주선 및 부품 | 15 | 1.8 | 86 | 운송차량 및 부품 | 13 | 4.7 | 44 | 목재품 | 96 | 3.0 |
| 89 | 선박 | 10 | 1.2 | 73 | 철강 | 6 | 2.2 | 73 | 철강, 알루미늄 등 비철금속 | 79 | 2.5 |
| 40 | 고무, 타이어류 | 2 | 0.2 | 34, 38 | 화학공업품 | 5 | 1.8 | 07 | 식물성 생산품 | 76 | 2.4 |
| 28 | 화합물 | 1 | 0.1 | 27 | 석유제품 | 3 | 1.1 | 40 | 플라스틱 제품 | 66 | 2.1 |
| | | 38 | | 화학공업품 | | 2 | 0.7 | 87 | 차량, 항공/선박, 수송기기 | 64 | 2.0 |

자료: "미중 통상분쟁: 미국의 대중제재 품목 리스트", 박진우, 한국무역협회, 2018년 8월 10일, 메리츠증권 리서치센터 정리

상호관세나 보편관세의 목적도
사실은 불분명

물론, 이것이 끝이 아닐 수 있다. 수 일 내로 공개될 예정인 상호관세(reciprocal tariff; 상대국의 높은 관세율만큼 미국이 타국에 부여하는 관세율을 맞추는 것), 그리고 "America First Trade Policy"에 기반한 무역행태 전면 재조사 이후 나올 것으로 예상되는 보편관세(universal tariff)가 남아 있다. 후자가 무역법 301조에 기반한 조치일 가능성이 높지만, 실제 의도는 임의적이며 불분명할 것이다.

정부수입 확대 효과는 있지만
여러 제약 요인들이 발생할 것

② 정부수입의 확대: 일례로 10% 보편관세 적용은 미국에 들어오는 모든 품목에 대해 일괄적으로 10%를 부과함을 의미한다. 보편관세가 2034년까지 사실상 영구화된다는 가정 하에서는 감세 정책(TCJA) 연장에서 비롯되는 정부수입 감소분(4.1조 달러; 부채 팽창에 따른 이자비용 확대 제외)에 못 미친다는 것뿐이지, 관세의 정부수입 증대 효과가 있다는 것이 대다수 연구 기관들의 분석이다.

아래는 2024년 11월 6일 Tax Foundation에서 수행한 추정을 인용한 것이다. 동 기관은 10% 보편관세가 향후 10년간 연방 정부 수입 2조 달러 증가 효과가 있을 것으로 추정하는데, 이는 1) 관세율이 올라가는 만큼의 국내산 수입대체로 인한 과표(tax base)의 위축, 2) 실제 납부이행률(83.6%)을 고려한 차감, 3) 미국 수입 업자가 부담하는 관세가 민간에 전가되면서 나타나는 가계/기업 과표의 위축을 고려한 것이다. 경기위축 요인까지 고려된 동태적인 추계는 1.72조 달러이다.

상술한 분석이 현실화된다 가정하면, 2025년 기준 관세가 1,430~1,660억 달러로 2024년 776억 달러의 2배 정도이다. 이렇게 되면 관세가 정부수입에서 차지하는 비중은 기존 1.8%에서 4% 내외로 올라간다. 그렇다 하더라도 트럼프가 추앙하는 맥킨리 시대로의 복귀는 불가능할 것이다.

관세에 대해 상대국이 보복하면
교역량/경기위축은 더욱 심화

참고로, 상기 추정은 타국이 보편관세에 대응하여 보복하는 경우는 배제하고 있다. 상호 관세 부과시 유럽 등 교역상대국이 보복에 나설 것이라 예고하고 있고, 현실화될 경우 교역량과 경기위축은 상기한 시나리오 대비 더욱 위축될 수 있다. 의도한 세수 확충으로부터는 더욱 멀어지는 그림이 될 것이다.

표4 10% 보편관세 부여 case: 향후 10년간 정부 수입 (government revenue) 증대 효과

| (십억달러) | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | 2032 | 2033 | 2034 | 합계 |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 수입액 | 3,279 | 3,411 | 3,566 | 3,717 | 3,859 | 4,005 | 4,153 | 4,308 | 4,465 | 4,624 | |
| 10% 관세 부과 후 수입액 | 2,951 | 3,069 | 3,209 | 3,345 | 3,474 | 3,605 | 3,738 | 3,878 | 4,019 | 4,162 | |
| (100% 이행) | 268 | 279 | 292 | 304 | 316 | 328 | 340 | 353 | 365 | 378 | |
| (85% 이행: Tax gap 고려) | 228 | 237 | 248 | 259 | 268 | 279 | 289 | 300 | 311 | 322 | 2,739 |
| Conventional Revenue After Offsets | 166 | 173 | 181 | 189 | 196 | 203 | 211 | 219 | 227 | 235 | 2,000 |
| Dynamic Revenue | 143 | 149 | 156 | 162 | 169 | 175 | 181 | 188 | 195 | 202 | 1,720 |

자료: "Revenue Estimates of Trump's Universal Baseline Tariffs", Tax Foundation (2024년 11월 6일)

현재까지 관세의 주된 목적은
다른 나라와의 협상 수단

③ 다른 나라와의 협상 수단: 그러나, 트럼프 행정부가 관세를 부과해서 정부 세원을 늘리겠다는 계획이 진심일지 저의가 의심스럽다. 트럼프 대통령이 취임 이후 콜롬비아, 미국, 캐나다에 대한 관세를 부과할 때 하루 만에 유예하는 등 일관성이 결여되어 있기 때문이다. 관세가 없다면 그만큼의 세입 확대도 기대할 수 없다.

사실 본질은 다른 곳에 있는 것 같다. 트럼프 행정부는 관세를 매개로 상대국이 미국을 대하는 태도를 변화(behavior change) 시키겠다는 의도를 가진 것으로 보이며, 최근 일부 국가에 대한 전격적인 관세 부과는 무역이 아닌 이민자와 마약 문제에 기반한다.

베센트 재무장관이 점진적 보편관세 도입(최초 보편관세율 2.5%→매달 인상→최종 20% 도달)을 옹호하는 것도 타국 기업과 정부에 트럼프 행정부와 협상할 수 있는 시간을 부여하기 위함이라 발언한 것도 관세의 주된 목적이 "미국이 원하는 것을 얻어내는 데에 있음"을 시사한다.

IEEPA를 주로 사용: 무역과 무관한 사안에 대해서도 조치가 가능

근거 법안: 트럼프 행정부가 관세를 부과할 때 근거로 삼을 수 있는 법안들을 표 4에 정리하였다. 철강/알루미늄 관세는 1962년 무역확장법 201조가, 나머지 비(非)무역 사안에 대한 관세는 1977년 긴급경제권한법(IEEPA)에 기반한다. 1977년 법안에 근거한 무역조치는 이례적 위협에 대응할 권한을 대통령에게 부여하는 것으로, 특정 사안에 대한 국가비상사태가 전제되어야 한다.

상대국과 Deal이 있다면 전격적
유예/철회 가능성 열려 있음

취임 직후 남부 국경(이민자/마약)과 에너지에 대한 비상사태가 선포되었다. 상대국에 불법 이민자 추방과 에너지 수입을 압박하기 위한 카드로 계속 사용될 가능성이 크고, 다른 사안에 대한 비상사태도 대통령 재량으로 가능할 것이다. 2019년과 최근의 경우처럼 합의가 있다면 며칠 사이 관세가 유예/철회될 여지도 있다.

표5 최근 관세부과와 非무역요인의 연계: 적용과 유예

| 대상 | 내용 |
|---------|--|
| 콜롬비아 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 콜롬비아로 추방된 난민을 실은 군용기 착륙을 콜롬비아 Gustavo Petro 대통령이 불허하자, 콜롬비아산 수입품에 대해 특별 25% 관세 부과 예고. 다음주에 관세율은 50%로 인상 <p>→ 콜롬비아가 미국 요구 수용하면서 관세가 유예됨</p> |
| 캐나다/멕시코 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 2.4일부터 IEEPA에 근거한 25% 관세 부과; 캐나다산 원유 관세는 10% (위기가 완화될 때까지) ■ 불법 이민자 문제의 해결 및 미국 내 펜타닐 유입에 대한 상대국의 강력 대응을 촉구 ■ 루트닉 상무장관, 양국이 국경 문제 해결하면 관세를 피할 수 있다 발언; 실제 대응하자 1개월 유예 |
| 보편관세 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 공약에서는 10% 보편관세가 언급됨 ■ 스캇 베센트 재무장관이 보편관세 2.5%에서 시작해서 매달 인상하여 20%까지 올릴 것을 제안 ■ 이유는 기업부문 및 타국이 신행정부와 협상할 수 있는 시간을 부여하기 위함임 |

자료: Bloomberg, Financial Times 등 복수 언론보도를 메리츠증권 리서치센터가 정리

표6 트럼프 행정부가 관세 적용에 근거로 삼을 수 있는 법안들

| 근거 | 가능성 | 목적 | 절차 | 트럼프 1기 때 사용 여부 |
|------------------|-------------|--|---|--|
| 1974년 무역법 201조 | Likely | 수입 급증으로 미국 산업 보호가 필요한 경우 | <ul style="list-style-type: none"> ■ USITC 조사하고, 180일 이내에 대통령 보고 ■ 대통령은 보고 받은 후 60일 내 권한 행사 여부 결정. ■ 관세 부과 4년 기한, 8년까지 연장 가능 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 세탁기: 최초 120만 대에 대해 20%, 그 이상에 대해 50% ■ 태양광 패널: 30%로 시작, 4년간 5%p씩 관세율 인하 |
| 1977년 긴급경제권한법 | Likely | 이례적인(unusual and extraordinary) 위협에 대응할 권한을 대통령에게 부여 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 대통령이 국가비상사태 선포 ■ 매년 비상사태 연장 여부 검토. ■ 실제로는 비상사태 선언과 무역 조치가 수 주내 이루어질 수 있음 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 트럼프가 멕시코산 모든 수입품에 대해 5% 관세 부과를 위협(2019년) ■ 합의로 관세가 실현되지 않았음 |
| 1974년 무역법 301조 | Most Likely | 불공정 무역행위 시정 | <ul style="list-style-type: none"> ■ USTR조사. 12개월 내 대통령 보고 ■ 대통령은 관세, 수입쿼터를 기한 없이 부과 가능 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 중국: 340억 달러 규모 재화에 대한 25%(2018) ■ 이후 대상 확대(3,700억 달러) ■ EU: 항공기(10%), 일부 재화(25%) |
| 1962년 무역확장법 201조 | Most Likely | 국방 및 경제안보를 위협하는 품목에 대한 수입 제한 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 상무부 조사. 270일내 대통령보고 ■ 대통령은 이로부터 90일 이내에 관세, 쿼터 부과 여부 결정. ■ 기한X. 주기적으로 연장검토 필요 | ■ 철강 25%, 알루미늄 10% |
| 1930년 관세법 338조 | Possible | 미국 재화 수입을 차별하는 국가에 대해 보복 | <ul style="list-style-type: none"> ■ USITC가 조사하고, 해당국에 대한 징벌적 관세를 50%까지 부과 가능. ■ 적용 여부와 기한은 대통령의 재량임 | ■ 사용되지 않았으며, 사실상 1974년 무역법이 계승하여 사문화된 법안임 |

자료: Bloomberg Economics, 메리츠증권 리서치센터

1-3. 관세가 어디까지 확대될까? 인플레 억제에 얼마나 진심인 지에 달려

소비재 대상 관세는
인플레 유발 요인임

캐나다, 멕시코에 대한 관세
유예의 표면적 이유는 성의 있는
대응이지만...

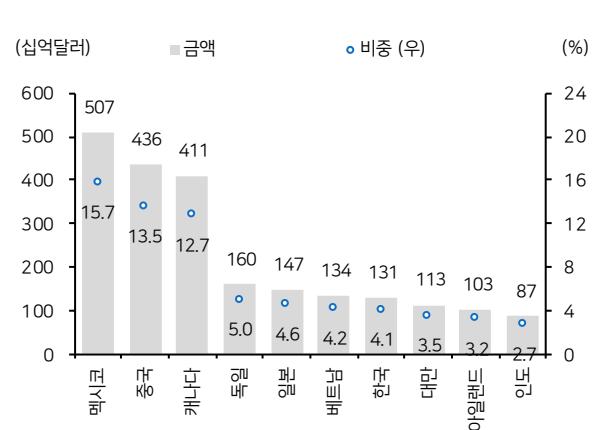
…인플레 우려도 한 몫 했을 것으로 추론

관세는 후술할 이민자 정책과 더불어 인플레를 유발할 요인이다. 미국 내에서 수입품을 취급하는 수입업자가 내는 세금이기에 특히 소비재일수록 소비자들에게 부담이 전가될 가능성이 크다고 봐야 한다.

2월 1일에 캐나다, 멕시코에 관세를 부과할 것이라 행정명령에 서명해 놓고, 발효일(4일) 직전에 1개월 유예를 한 것은, 1) 남/북부 국경 보안 강화(멕시코는 1만 명의 병력 투입), 2) 미국 내 웬타닐 유입에 대한 적극적인 조치 약속(캐나다는 관련 사안 논의 위한 수장 Kevin Brosseau 지명)과 같은 양국의 성의 있는 대응이 있었기 때문이다. 다만 이는 표면적인 이유일 가능성이 크다.

원래대로 캐나다와 멕시코에 대해 25% 관세가 부과된다면, 자동차 및 부품 가격 상승이 불가피했을 것이다. 전체 수입 중 승용차(35%), 부품(55%), 화물차(91%)의 양국 수입 의존도가 크기 때문이다. 캐나다는 미국 전체 원유수입의 58%를 담당하고, 멕시코는 이 외에 미국 컴퓨터, 전기장비 수입의 20~30%를 담당하고 있다. 중국산 품목에 대한 10% 관세 부여도 iPhone 등 소비재 가격을 자극할 요인이 될 수 있다. 2018~19년 무역분쟁 당시 빗겨 갔던 모든 품목이 대상이 되었기 때문이다.

그림11 미국의 수입 상위 10개 국가의 수입액 및 비중



주: 2023년 12월~2024년 11월

자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

상호 관세는 관세의 영역을 확대하는 것. 인플레 우려 확대

상호 관세: 상호 관세 이슈도 마찬가지 맥락에서 이해할 수 있다. 상호 관세 부과는 교역상대국이 미국에 대해 부여하는 관세율만큼, 미국이 상대국에게 부여하는 관세율을 높인다는 것으로 봐야 한다. 대개는 일방적 관세에 대한 보복 형태로 상호 관세가 사용되어 온 전례가 많아, 부정적 영향이 더욱 커졌다.

기존에 미국과 FTA를 체결한 국가들의 경우 이미 서로 관세를 대등하게 낮춰 놓았기에 상호관세의 영향에서 비교적 자유로울 수 있다.

표7 미국 수입상위 12대 품목: 캐나다, 멕시코, 중국 의존도

| (%) | 캐나다 | 멕시코 | 중국 | 3개국 계 |
|-----------|------|------|------|-------|
| 승용차 | 13.2 | 22.9 | 1.7 | 37.9 |
| 원유 | 58.2 | 7.9 | - | 66.1 |
| 휴대폰(통신장비) | 1.5 | 9.7 | 41.4 | 52.6 |
| 컴퓨터 | 0.4 | 33.6 | 26.5 | 60.5 |
| 의약품 | 0.6 | 0.3 | 2.3 | 3.2 |
| 처방의약제 | 4.6 | 0.7 | 6.4 | 11.8 |
| 자동차 부품 | 13.1 | 41.7 | 10.5 | 65.2 |
| 전기장비 및 부품 | 2.5 | 17.6 | 35.9 | 56.0 |
| 양극/음극재 | 0.6 | 3.1 | 3.2 | 6.9 |
| 석유제품 | 21.8 | 2.9 | 0.6 | 25.3 |
| 컴퓨터 부품 | 0.6 | 3.2 | 12.8 | 16.6 |
| 화물차 | 15.8 | 75.4 | 0.0 | 91.3 |

주: 2023년 12월~2024년 11월

자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

반면, FTA를 체결하거나 최혜국(MFN: Most Favorable Nations) 수혜를 받는 국가로 할 지라도, 품목별로 관세율 차이가 있을 경우 해당 산업의 영향은 불가피하다. 그리고 또한 보복관세 가능성도 열려 있다.

유럽산 자동차, 농산물, 바이오
대만산 IT등이 영향권

우선적으로는 1) 유럽산 자동차, 식료품(농산물), 바이오, 2) 한국산 화장품, 의류 등이 영향권에 들어 오며, 3) 대만/베트남은 IT품목에의 영향이 두드러질 수 있다. 돌려 말하면 이들 물건을 수입하는 미국 입장에서는 가격이 오른다는 것이다.

트럼프가 인플레 억제에 얼마나
진심인가에 따라 관세의 범위와
기간이 결정

소결론: 따라서, 트럼프가 얼마나 소비자물가 인플레이션을 억제하는 데 진심인지 여부가 향후 관세의 범위와 기간을 결정할 수 있겠다. 기본적으로 트럼프가 생각하는 관세의 목적이 상대국과의 협상 수단이라는 점을 고려해 본다면, 막판 합의 하에 관세가 유예/철회될 가능성도 고려할 필요가 있을 것으로 보인다.

표8 미국 수입 관세 현황

| 품목 | HS코드 | 중국 | 독일/프랑스(EU) | 한국(FTA) | 일본 | 멕시코/캐나다(USMCA) |
|-------------------|-------------------|-----------------------------------|----------------------------------|----------------------|--------------------------|-----------------------|
| 반도체 ¹⁾ | 8541, 8542 등 | MFN 0% 일부 Section 301(7.5~25%) | MFN 0% | 0% | MFN 0% | 0% |
| 자동차 ²⁾ | 8703 등 | MFN 2.5% Section 301(최대 25%) | MFN 2.5% | 0% | MFN 2.5% | 0% |
| 철강 ³⁾ | 7206, 7302 등 | MFN 0~1.8% Section 232 (25%) | MFN 0~1.8%, Section 232 (25%) | 0%(일부 쿼터), 232 면제 | MFN 0~1.8%, 232 (25%) | 0%(쿼터/합의), 232 면제 |
| 화장품 ⁴⁾ | 3304, 3305 등 | 평균 7.5~25%의 추가관세 | MFN 0~4% | 0% | MFN 0~4% | 0% |
| 식료품 ⁵⁾ | 01~24 등 | MFN 0~30% Section 301 가능 | MFN 5~20%(평균) | 0~10% (품목별 상이) | MFN 0~30% | 0%(주요 품목), 또는 저율 |
| 가전 ⁶⁾ | 84,85종 세탁기/냉장고 등 | 1~8%로 다양 | 1~8% | 0% | 1~8% | 0% |
| 컴퓨터 ⁷⁾ | 8471 등 | 0%(Section 301 가능) | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 바이오 ⁸⁾ | 3002~3004, 3006 등 | 0~4% | 0~4% | 0% | 0~4% | 0% |
| 의류 ⁹⁾ | 61~61 등 | MFN 10~16% +Section 301 | 10~16% | 0% | 10~16% | 0~5% (원산지 충족시 무관세) |

주: 1) 대부분 HS 8541, 8542 등은 무관세이나, 반도체 장비(HS 8486 등)에 추가관세 가능성, 2) 트럭(픽업)은 25% 고율, 중국산 승용차는 추가관세 적용 가능
3) 2018년 이후 Section 232(25%) 추가, 한국은 물량제한(쿼터)으로 관세 면제, USMCA 국가는 별도 합의, 4) HS 3304, 3305 기준, 추가관세는 중국산 적용
5) 농산물/가공식품 등 다양, FTA별 세율, 쿼터, 기타 보호조치에 따라 다름, 6) 전자레인지 2.4%, 냉장고 2.2%, 세탁기 1% 등 HS코드 세부 분류별로 상이
7) ITA(정보기술협정)에 따라 컴퓨터 원제품의 경우 무관세, 8) WTO 제약 협정에 따라 대부분 바이오는 무관세, 9) 기본관세를 평균 10~16%

자료: USITC, USTR, USDOC, 중국 해관총서, European Commission TARIC, 관세청, 일본 관세국, 대만 관무서, 베트남 관세청, 메리츠증권 리서치센터 정리

표9 주요국의 미국산 수입품에 대한 관세

| 품목 | HS코드 | 중국 | 독일/프랑스(EU) | 한국(FTA) | 일본 | 대만 | 베트남 |
|-----|-------------------|-------------|------------|------------------------|---------|---------|--------|
| 반도체 | 8541, 8542 등 | 0~1.6% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 자동차 | 8703 등 | 15%(최대 25%) | 10% | 0% | 0% | 17.50% | 최대 70% |
| 철강 | 7206, 7302 등 | 2~8% | 0~2.2% | 0~3% | 0~2.5% | 0~7.5% | 0~20% |
| 화장품 | 3304, 3305 등 | 6.5~15% | 0~6.5% | 6.5% | 0~3% | 0~6.5% | 5~20% |
| 식료품 | 01~24 등 | 5~30% | 0~25% | 0% | 0~30% | 5~20% | 5~40% |
| 가전 | 84,85종 세탁기/냉장고 등 | 5~10% | 2~8% | 0% | 0~3% | 5~10% | 10~25% |
| 컴퓨터 | 8471 등 | 0~5% | 0%(ITA) | 0%(ITA) | 0%(ITA) | 0%(ITA) | 0~5% |
| 바이오 | 3002~3004, 3006 등 | 2~5% | 0~6.5% | 0% | 0~2% | 0~5% | 0~5% |
| 의류 | 61~61 등 | 5~15% | 6~12% | 8~13% (원산지 충족시 무관세) | 5~10% | 5~12% | 5~20% |

자료: USITC, USTR, USDOC, 중국 해관총서, European Commission TARIC, 관세청, 일본 관세국, 대만 관무서, 베트남 관세청, 메리츠증권 리서치센터 정리

2. 이민자 추방³

2-1. 불법 이민자에 대한 통계들

2022년 기준 불법 이민자수는 1,100만 명에 달할 것으로 추정

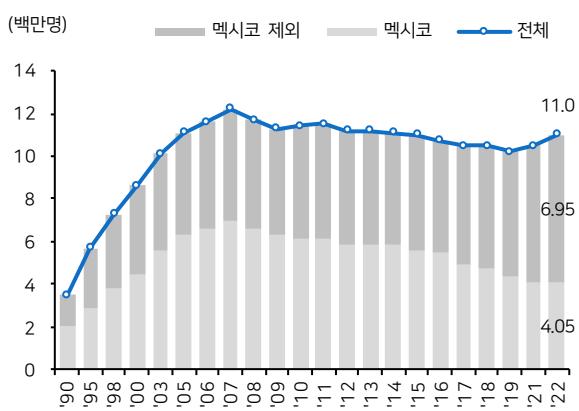
우리가 불법 이민자(illegal immigrants)라 칭하는 사람들은, 입국 서류가 완비되지 않아 허가 없이 미국에 거주하는 이민자(undocumented immigrants 혹은 unauthorized immigrants)들이다.

해외에서 출생했지만, 1) 영주권을 취득했거나, 2) 포로/난민으로 인정된 바 있으면 불법 이민이 아니다. 아울러 3) 1985년 이전에 입경하거나 전술한 경로로 들어와 시민권을 얻은 경우도 여기에 해당되지 않는다. 체류 허가를 얻지 않았기에 소재 파악이 어려워 모수는 추정에 의존해야 한다. PEW Research와 국토안보부 (Department of Homeland Security)에 따르면, 2022년 말 미국 내 체류 중인 불법 이민자는 1,100만 명에 달한다.

전망 기관에 따라서는 2023년 1,400만 명까지 늘었을 것으로 추정

두 기관의 통계에 차이가 일부 있지만, 멕시코(400만 명 이상)가 국적별 불법이민자 1위를 접하는 가운데, 남미(엘살바도르, 과테말라, 온두라스, 베네수엘라, 브라질, 콜롬비아)와 아시아(인도, 중국)가 뒤를 잇는다. 그리고 2023년 들어 미국 남부/북부 국경에 접근(border encounter)한 인원이 급증한 점에 비추어 보아, 노동시장을 중점적으로 연구하는 Burning Glass Institute는 2023년 불법 이민자 수가 1,400만 명을 넘었을 것으로 추정한다. 미국 인구의 4%를 넘는 숫자다.

그림12 불법 (=서류 미비) 이민자 수 추이



자료: PEW Research, 메리츠증권 리서치센터

표10 국적별 불법이민자 수 (2022)

| (천명) | PEW (2022) | OHSS (2022) |
|--------------------|------------|-------------|
| Mexico | 4,050 | 4,810 |
| El Salvador | 750 | 710 |
| India | 725 | 220 |
| Guatemala | 675 | 750 |
| Honduras | 525 | 560 |
| China | 375 | 210 |
| Venezuela | 275 | 320 |
| Brazil | 230 | 230 |
| Dominican Republic | 230 | n/a |
| Colombia | 190 | 240 |
| Canada | 160 | n/a |
| Ecuador | 140 | n/a |
| USSR (former) | 140 | n/a |
| Philippines | 130 | 350 |
| Haiti | 110 | n/a |
| Korea | 110 | n/a |

자료: PEW Research, Office of Homeland Security Statistics (OHSS)

³ 본절의 내용을 작성하는 과정에서 다음 연구/기사들을 참고하였음.

1) ["What we know about unauthorized immigrants living in the U.S."](#), PEW Research, 2024년 7월

2) ["Estimates of the Unauthorized Immigrant Population Residing in the United States: January 2018–January 2022"](#), Office of Homeland Security Statistics, April 2024

3) "Deporting Undocumented Workers: Impacts on the U.S. Labor Market", Burning Glass Institute, 2025년 1월

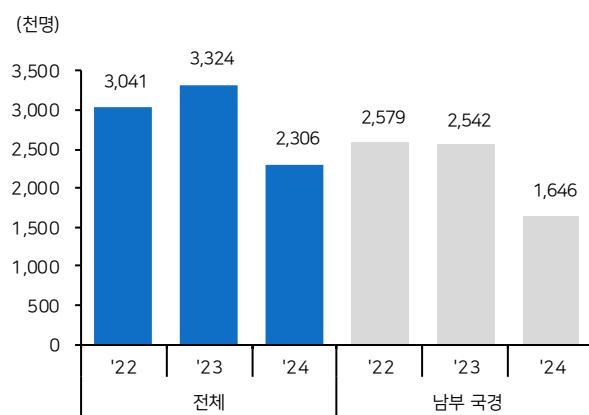
4) ["What Trump Mass Deportation Plan Means for Immigrants"](#), Bloomberg, 2025년 1월

노동가능인구의 5~7%
대부분 저임금 단순노동 종사자

2022년 기준으로 해외 출생인구(foreign-born population) 4,790만 명 중 23%를 점한다. 또한 이들 중 25~54세 비중이 높아, 경제활동인구(labor force) 기준으로는 전체의 4.8~5.4%, 2023년 기준으로는 7%에 근접할 것으로 추정된다.

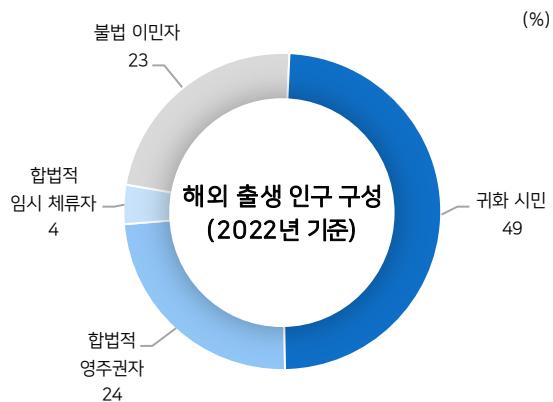
체류 허가를 얻지 못했고 거주자 번호(social security number)도 부여 받지 못했기 때문에 농림어업, 건설업, 혹은 외식업에 종사하면서 기술을 크게 요구 받지 않는 저임금 단순 노동직이 대부분이다. 농산물을 단순 분류하거나 벽/타일을 설치하는 인력 중 이들 이민자의 비중은 50% 전후에 달한다.

그림13 미국 국경에 접근한 인원 수 (Calendar year)



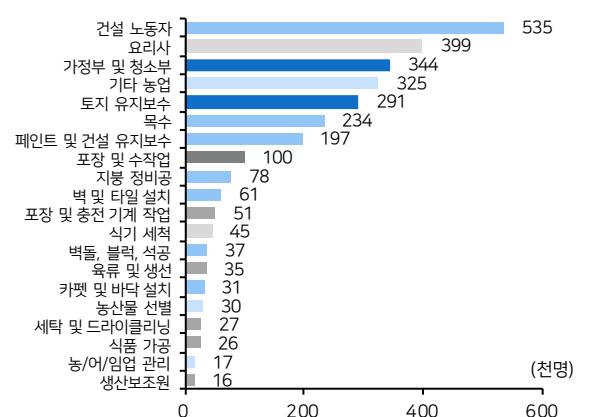
자료: U.S. Customs and Border Protection, 메리츠증권 리서치센터

그림14 해외 출생인구 구성 (2022)



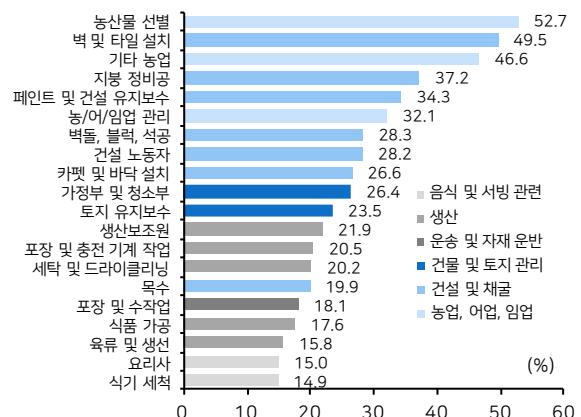
자료: PEW Research, 메리츠증권 리서치센터

그림15 불법이민자가 종사하고 있는 업종 (2023)



자료: Burning Glass Institute, 메리츠증권 리서치센터

그림16 업종 종사자 중 불법이민자 비중 (2023)



자료: Burning Glass Institute, 메리츠증권 리서치센터

2-2. 대규모 추방의 여러 한계점

매년 100~200만 명 추방이 목표
이나 여러 한계점 노정

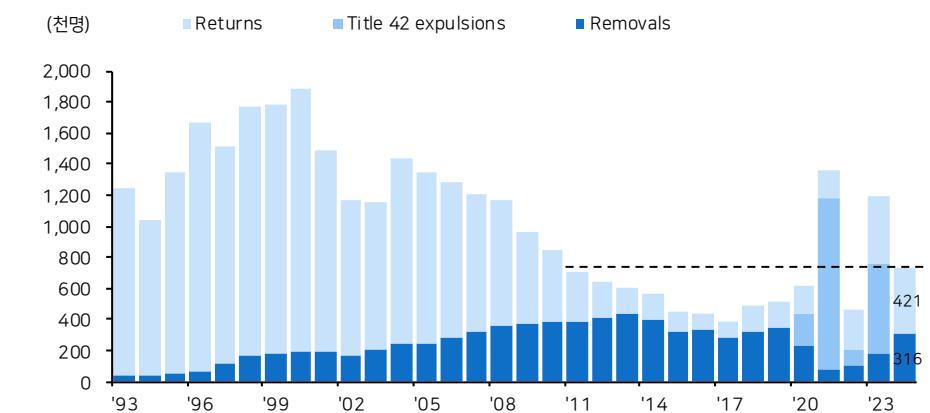
트럼프 대통령은 매년 100~200만 명의 불법 이민자를 귀환이 아닌 추방의 형태로 출국시키고자 한다.

이미 2010년대 이후 매년 평균 50만 명 내외가 국경에 접근한 이후 국내 수용이 되지 못하여 자발적으로 출국(returns)하거나 추방(removals or expulsions)되어 왔다. 코로나19 당시 Title 42에 의한 강제추방을 제외하면, 일반적인 "removal" 이란 불법적으로 입국한 이후 이민 법원의 승인을 받지 못했거나 미국 거주 중 범죄 전력이 있어 추방되는 경우를 뜻한다. 2024년에는 73.7만 명이 미국을 떠났고, 이 중 31.6만 명이 추방되었다. 여기에서 추방 규모를 3배 이상 늘리는 것에는 여러 가지 한계점이 존재한다는 생각이다.

이민자 소재파악이 어려운 것은
예나 지금이나 마찬가지

① 이민자 소재파악 문제: 사실 현 시점에도 같은 기준이 적용된다. 이민법원 판사(immigration judge)가 미국을 떠날 것을 명하였지만, "소재 파악이 되지 않아" 추방이 되지 못한 약 140만 명 정도가 1차 대상이기 때문이다. 국가안보에 위협이 되는 인원들을 우선 지정하여 체포한다는 것이 ICE(미국 이민집행국) 수장인 Tom Homan의 입장이지만, 이들은 트럼프 행정부가 아니더라도 이미 추방이 되었어야 할 사람들이다. 경찰력 강화로는 한계가 있으며, 무엇보다 체포를 두려워한 사람들이 일터로 나서지 않을 가능성도 있다.

그림17 불법이민자: 자발적 귀국(returns) 및 추방(removals)



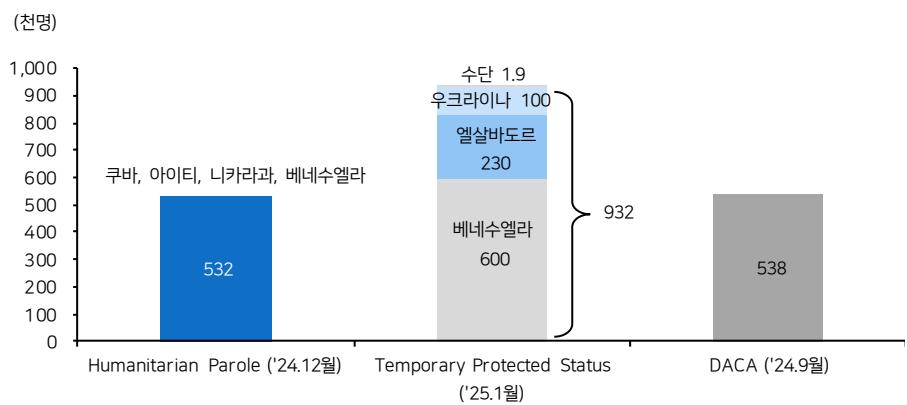
자료: U.S. Customs and Border Protection, Bloomberg(2025년 1월), 메리츠증권 리서치센터

특수한 이유로 불법적으로 입경한
사람들은 추방하기 어려움

② 특수한 불법 이민자 추방의 어려움: 불법 이민자(거주자)이지만 특수한 사정이 있는 경우도 있다: 1) 불법적으로 입경하였으나 인도적인 이유로 구금하지 않고 가석방(parole)한 경우이다. 니카라과, 아이티 등 내란/자연재해가 발생한 국가에서 온 사람들이다. 이들의 숫자가 53만 명 정도 된다. 2) 한시적인 보호조치(Temporary protected status)에 있는 사람들로, 전쟁(우크라이나)이나 자연재해(엘살바도르)로 인해 사실상 망명해 온 사람들이며 93만 명에 달한다.

3) DACA(Deferred Action for Childhood Arrivals)에 해당되는 인원으로 어린이 입국자들을 추방하지 않고 취업의 기회를 주는 프로그램이다. 이 혜택을 받는 54만 명 중 44만 명이 멕시코, 2.1만 명과 1.4만 명이 엘살바도르와 과테말라에서 왔다. 트럼프는 행정명령을 통해 1)을 중단시켰고, 2)는 1기 때 철폐를 시도했으며, 3)은 트럼프 1기 때와 달리 민주당과 협업하여 제도를 유지할 것이라 밝히고 있다. 따라서 3가지 프로그램에 해당되는 200만 명 중 일부에게만 해당사항이 있다.

그림18 불법 이민자로 분류되었으나 특수한 사정이 있는 경우들



자료: Bloomberg, American Immigration Council, US Citizenship and Immigration Services, 메리츠증권 리서치센터

시설투자, 송환비용 문제가 있고 법률로 정한 바는 트럼프 독자적으로 해결할 수 없음

③ **비용과 제도의 문제:** 경찰력이나 국경수비대 강화를 통해 추방할 이민자의 소재가 파악되면 일단 체포/구금해야 한다. 현재는 4만 명 정도를 ICE 시설에 수용할 수 있으며, 당연하게도 대상이 많아질수록 시설투자 비용이 들어 간다.

다음으로, 본국으로의 귀환은 미국 정부가 그 비용을 감당하도록 되어 있다. 멕시코의 경우 육상으로 이동할 수 있지만 다른 국가의 경우는 항공을 이용해야 한다. American Immigration Council에 따르면, 트럼프 행정부가 1,100만 명 전부를 추방한다고 가정할 경우 10년 이상의 기간 동안 1조 달러 정도가 소요될 것이라 추정했다.

제도적 문제도 있다. 미국은 불법적으로 입경한 사람이라 할지라도, 정당한 사유(예: 망명 혹은 신상의 위협 존재)가 있는지 여부를 이민법원에서 듣고 판정하도록 하고 있다. 변호사를 선임하고 법정에 나서는 것은 이민자 본인의 부담이다. 망명 가능성은 기대한 360만 건의 청문 건수가 현재 법원에 대기 중이다.

트럼프는 법원이 이유를 듣지 않고 즉시 추방(expedited removal) 할 수 있는 행정명령에 서명했지만 전술한 권리는 법률에 명시되어 있다. 민주당 및 인권단체의 집행정지 가처분 신청 가능성도 남아 있다.

원래 공약보다는 mild한 추방 규모를 예상함

소결론: 따라서, 현실적으로 **트럼프의 대규모 추방 계획은 여러 한계점을 노정하여, 원래 공약에서 제시했던 것보다는 보수적으로 봐야 할 듯 하다.** 더욱이, 갑작스러운 대규모 추방은 노동공급 위축을 유발하면서 저임금 업종으로부터의 임금 인플레이션을 유발할 수 있다. 트럼프가 인플레를 의식한다면 점진적인 방식을 취한다고 보는 편이 합리적이다.

3. 요약 및 시사점

3-1. 요약

지금까지 전개한 내용은 다음과 같이 요약할 수 있다.

- 첫째, 트럼프의 대통령 당선이 유력시되던 작년 10월 이후 취임 직전까지 극대화되었던 소위 "Trump trade"는 정점을 지나기 시작했다: 1) 감세 법안 연장과 재정지출 감축 병행 조합, 2) 연준 독립성 확보와 10년물 국채 금리 타겟, 3) 이민자 추방의 한계점 제기, 4) 관세 관련 말바꾸기와 적용과 유예를 반복, 5) "인플레이션 해결을 위한 정부 자원의 총동원" 언급 등 인플레이션을 의식하는 행보 등이 부각되었기 때문이다.
- 둘째, 정부 효율부(DOGE)의 역할과 10년물 국채 금리 하향 안정화 방안에 대해서는 뚜렷한 윤곽이 보이지 않으나, 이민자 추방이 나름의 한계점을 지니고 관세가 타국과의 협상 카드 내지는 압박 수단으로 쓰여 지면서 취임 직전까지 우려했던 Full Trump2.0의 가능성성이 낮아지고 있는 것으로 보인다.
- 셋째, 이민자 정책의 경우 야심찬 계획에도 불구하고 1) 추방 대상 이민자 소재 파악의 문제, 2) 특수한 사정이 있는 이민자 추방의 어려움, 3) 비용(구금/환송)과 제도(법률로 규정한 사안)의 한계점이 존재한다. 더욱이 급격한 이민자 추방은 임금 상승을 통해 인플레를 유발할 수 있다. 이러한 이유로 트럼프가 공언한 연간 100~200만 명 추방보다는 보수적인 숫자를 생각하는 것이 옳다고 본다.
- 넷째, 관세의 경우 수 일 내로 발표될 상호관세가 불공정 무역 시정의 목적을 떨 수 있지만 타국의 무역관행 시정으로 연결될지, 목적이 다른 데 있을지 여부가 불분명하다. 정부 수입 확대는 기대할 수 있지만 상대국의 보복이 미국 경기에 부정적 영향을 미친다면 효과는 반감될 수 있다. 무엇보다 관세의 전면적 확대, 특히 소비재에 대한 적용은 소비자물가 인플레이션을 촉발하는 요인이며 물가를 잡겠다는 트럼프의 공언과 배치된다. 관세를 촉매로 상대국으로부터 원하는 바를 미국이 얻어낸다면 극적인 관세 유예나 철회 가능성이 항상 있음을 고려해야 할 것이다.

3-2. 금융시장 시사점

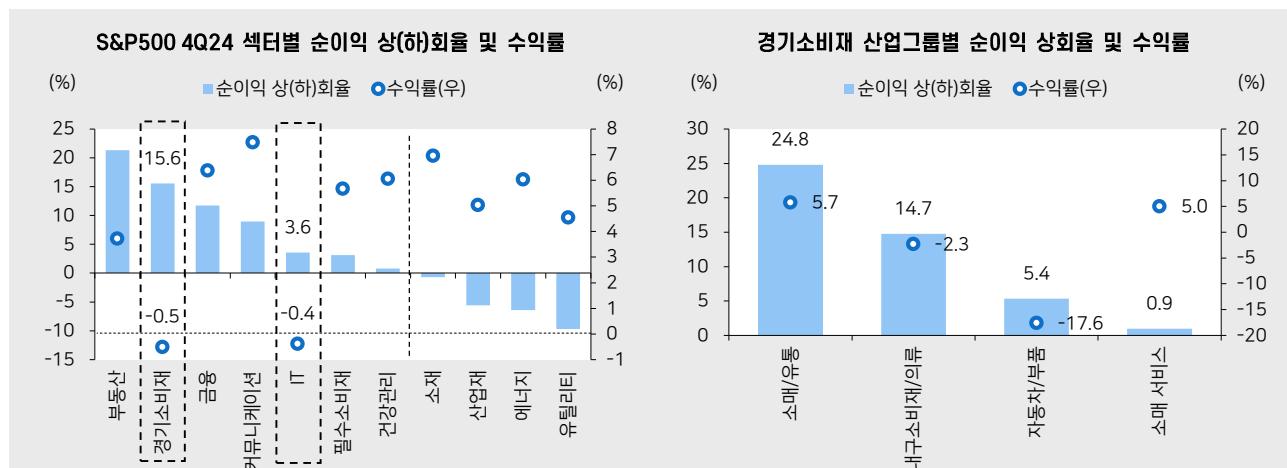
금융시장 시사점은 다음과 같다.

- 첫째, 당분간 이민자와 관세 정책에 속도를 낼 가능성이 있으며, 트럼프 발언이나 행정명령 서명에 따라 금융시장 변동성이 확대될 수 있다. 경우에 따라 인플레 우려가 부상하게 된다면 금리 상승-달러 강세가 재현될 가능성도 있다.
- 둘째, 트럼프가 인플레이션을 의식하고 있고 이 영역에서 바이든 행정부와 차별화를 시킬 의지가 있다는 전제 하에, 이민자 정책이나 관세는 공약에 비해 결국 완화된 형태로 구체화될 가능성이 크다는 판단이다. 관련한 불확실성이 하반기로 갈수록 점차 완화되면서 미 국채 10년 수익률이나 달러화 모두 기존 박스권으로 회귀할 공산이 크다는 기존의 기본 견해는 유효하다. 사실 이렇게 해야 인위적인 힘에 의하지 않고 금리를 낮추며 조달비용을 경감시킬 수 있을 것이다.

오늘의 차트

이상현 연구원

4Q24 실적 발표 점검_경기소비재 섹터 검토



주: 수익률은 '24년 12월 31일 대비 '24년 2월 11일 종가 기준

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

S&P500 부동산/경기소비재/금융
순이익 예상치 상회

S&P500 편입 기업 중 66% 기업(시총 기준 75.8%)이 4분기 실적 발표를 완료한 가운데 진행된 가운데 현재 실적 발표를 완료한 기업 기준 S&P500 순이익은 4,768억달러로 예상치(4,461억달러)를 6.6% 상회하고 있다. 섹터별로 보면 3분기와 비슷하게 유틸리티(-9.7%), 에너지(-6.4%), 산업재(-5.6%) 등이 순이익을 예상치 하회하였고 부동산(+21.3%), 경기소비재(+15.6%), 금융(+11.7%) 업종이 예상치를 상회하는 실적을 기록하였다.

섹터별 주가 성과는 순이익 상회
율과는 별개로 대체적 상승

4분기 어닝 시즌 기간(1/1~2/11) 섹터별 주가 성과는 4분기 순이익 상(하)회율과 낮은 상관성을 보이며 양의 수익률을 기록, 전반적인 S&P500(+3.2%) 지수 상승을 견인하였다. 다만 경기소비재(-0.5%), IT(-0.4%)의 경우에는 각각 15.6%, 3.6%의 순이익 상회율을 보였음에도 주가가 부진하였다.

기업 대내외적으로 이슈가 혼재했던 4분기 어닝 시즌

이번 4분기 어닝 시즌은 미국 트럼프 대통령 취임(1월 20일) 및 행정명령 발동 등 정치적 변동성이 높았다. 이 외에도 테슬라(-18.7%) CEO 일론 머스크의 OpenAI 인수 제안, DeepSeek발 고사양 GPU 수요 감소 우려 등 기업 대내외적으로 이슈가 혼재했다.

어닝의 설명력이 약화되었는가?

기업 실적 외적으로 이슈가 혼재했으나 기업 가치 측면에서 어닝의 설명력이 크게 약화된 것은 아니라고 생각한다. 경기소비재 섹터의 경우 자동차, 의류, 여행 등 경기와 유관한 여러 기업들로 구성되어 있다. 순이익상회율 및 주가 수익률을 산업그룹별로 분해하면 소매/유통(+24.8%, +5.7%), 내구소비재/의류(+14.7%, -2.3%), 자동차/부품(+5.4%, -17.6%)으로 산업그룹간 어닝 팩터의 설명력을 확인할 수 있다. 해당 섹터의 시총 50% 이상을 차지하는 아마존, 테슬라 실적은 발표되었으나, 여전히 26개 기업의 어닝 서프라이즈 여부를 확인해야 한다.

칼럼의 재해석

우서현 연구원

두 남자의 운명을 건 베팅, 스타게이트 프로젝트 국내 수혜는? (Financial Times)

트럼프 대통령은 OpenAI, Oracle, 소프트뱅크 등이 참여하는 초대형 AI 프로젝트 '스타게이트'를 발표했다. 최소 5,000억 달러 규모로 진행되며, 미국 정부 자금 없이 민간 주도로 AI 인프라 및 데이터센터 건설이 핵심이다. 초기 자본 1,000억 달러 중 소프트뱅크와 OpenAI가 40% 지분을 확보하며, 오라클과 UAE의 MGX(UAE AI·반도체 기술 투자사)도 투자에 참여한다.

초기 자본은 텍사스 Abilene에 대규모 데이터센터를 건설하는데 사용되며, 샘 알트만 OpenAI CEO는 추가 투자 유치를 위해 아시아·유럽을 순방 중이다. 특히, 이 프로젝트는 1) DeepSeek 논란 이후 글로벌 투자 우선순위를 중국이 아닌 미국으로 선점, 2) 미국 중심의 AI 기술 생태계 구축, 3) 잠재 고객사의 선수금을 확보하고, 고객 이탈을 방지하고자 하는 전략적 의미도 가진다.

한편, 스타게이트의 AI 인프라 확장은 국내 반도체 업계에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다. HBM(고대역폭 메모리) 수요가 증가하면서 국내 반도체 기업이 장기적 수혜를 볼 가능성이 크다. 또한, 강달러 효과로 반도체 수출 경쟁력이 강화되면서 국내 반도체 업종의 성장 기대감이 높아지고 있다.

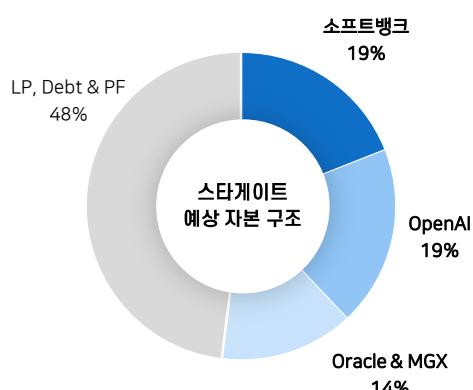
트럼프 2기 승자는 정해졌다? 받아적어요, 스타게이트

지난 1월 21일, 트럼프 대통령은 전 세계를 놀라게 할 초대형 프로젝트를 발표했다. 미국의 OpenAI와 Oracle, 그리고 일본의 소프트뱅크가 미국에 최소 5,000억 달러를 투입해 초대형 AI 기업인 '스타게이트(합작 법인)'를 설립한다는 계획이다. 흥미로운 점은, 이 프로젝트에 미국 정부의 자금이 단 1센트도 들어가지 않는다.

이른바 "AI 역사의 판을 뒤집을 프로젝트"로 불리는 스타게이트는 트럼프 대통령의 전폭적인 지원 아래 진행되며, 긴급 명령을 통해 투자 보장 의지를 밝혔다. 주요 기술 파트너로는 OpenAI, Oracle, Nvidia, Microsoft, ARM이 거론되었으며, '스타게이트는 차세대 AI 발전의 핵심 동력이 될 물리적·가상적 기반 시설을 구축할 것이며, 대규모 데이터센터 건설도 포함된다'라고 덧붙였다.

초기 자본 조달 규모는 무려 1,000억 달러이며 이중, 소프트뱅크와 OpenAI가 각각 190억 달러를 투자하여 전체 지분의 40%를 취득 예정할 예정이다. 또한, 오라클과 MGX(UAE AI·반도체 기술 투자사)가 각각 70억 달러를 쏟을 것으로 예상된다. 부족한 자금은 LP(Limited Partners)와 Debt & PF 파이낸싱을 통해 메울 계획이다.

그림1 스타게이트 예상 초기 자본 구조



자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 컴퓨팅 시스템 구축 및 운영을 위한 기술 협력 기업

| | 기업명 | 주요 내용 |
|--------|-----------|--|
| 직접 파트너 | OpenAI | 구축한 자연어 처리(NLP)와 대화형 AI 기술을 바탕으로 AI 개발 도구와 API 제공 |
| | Oracle | 1) 데이터 베이스 및 클라우드 솔루션, 기업용 소프트웨어 제공, 2) 데이터 분석, 보안 관리 등 지원 |
| | Nvidia | 데이터센터에 들어가는 Blackwell 칩을 생산, AI 개발을 위한 툴과 라이브러리 또한 제공. AI 기반 응용 프로그램이나 시스템 최적화 기술 제공 |
| | ARM | Nvidia CPU 제작에 활용되는 IP 라이선스 보유 |
| 간접 파트너 | Microsoft | 기존 OpenAI와의 파트너십을 통해 컴퓨팅 리소스 제공 및 AI 모델 훈련과 서비스 등을 지원. OpenAI의 핵심 초기 투자자로 양방향 수익 공유 계약 및 기업 가치 상승분 배분 등 수혜 포지셔닝 구축 |
| | Broadcom | OpenAI와 자체 AI 칩(ASIC) 개발 중 |

자료: 메리츠증권 리서치센터

초기 자본은 텍사스 Abilene 데이터센터 건설에 사용될 예정이며, 이를 위해 손정의 소프트뱅크 회장과 샘 알트만 OpenAI CEO가 'AI 판돈'을 키우기 위해 아시아 및 유럽을 순방 중에 있다.

일본을 시작으로 한국, 인도, 아랍에미리트, 독일, 프랑스를 방문하고 있으며, 이들의 행보는 단순한 투자 유치를 넘어 1) DeepSeek 논란 이후 글로벌 투자 우선순위를 중국이 아닌 미국으로 선점, 2) 미국 중심의 AI 기술 생태계 구축, 3) 잠재 고객사의 선수금을 확보하고, 고객 이탈을 방지하자 하는 이해관계를 동반한다.

현재, AI 기술은 모델 학습(Learning) 단계를 넘어, 훈련된 모델을 활용해 새로운 데이터를 생성하는 추론(Inference) 기술로 발전 중이다. 추론 기능을 활용한 AI Agent의 수익화 전략이 가시화되며 빅테크들의 Capex 경쟁은 2025년에도 지속될 전망이다. 이러한 경쟁 속에서 스타게이트 프로젝트가 가세하면서 기존 AI 벤처체인의 수혜 강도는 더욱 커질 것으로 예상된다(그림3).

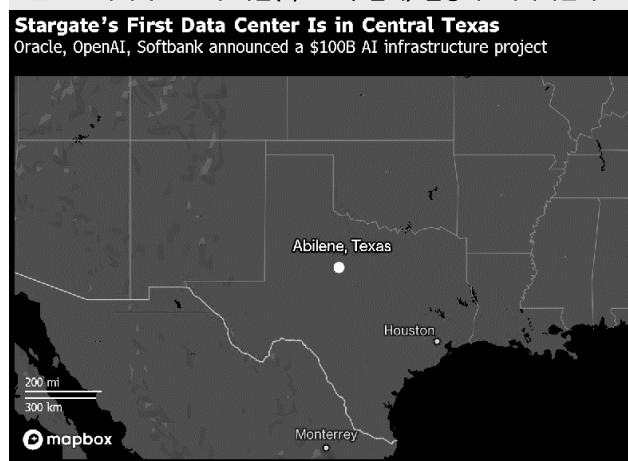
다만, 초기 투자금이 데이터센터 건설 등 인프라 구축에 집중될 예정이므로, 단기적으로 소프트웨어 기업보다는 AI 하드웨어 및 인프라 구축 업체들이 더 큰 수혜를 볼 가능성이 높다.

표2 OpenAI CEO, 샘 알트만 주요국 방문 일정

| 일자 | 국가 | 주요 내용 |
|---|-----|---|
| 2.3 (월) | 일본 | 손정의 회장과 AI 분야 협력 논의. 지분 50대 50으로 'SB OpenAI Japan' 설립: 기업용 생성형 AI 제공 소프트뱅크그룹 자회사들이 먼저 도입해 연간 4천500억엔의 이용료 지급 계획 |
| 2.4 (화) | 한국 | SK그룹 최태원 회장(플라자 호텔) → 빌더 랩(의료용 챗GPT 개발 계획) → 카카오 미디어 데이 행사 → 삼성전자 이재용 회장(서초 사옥) |
| 2.5 (수) | 인도 | 아슈위니 바이슈나우(Ashwini Vaishnaw) IT 장관과 만나 인도의 저비용 AI 생태계 구축 계획 논의 OpenAI의 두 번째로 큰 시장이라며 중요성 강조 |
| 2.6 (목) | UAE | 아부다비에서 MGX와의 투자 유치 관련 회담 |
| 이후 독일, 두바이, 프랑스 일정 소화 (AI 관련 회담과 패널 토론에 참여할 계획) | | |

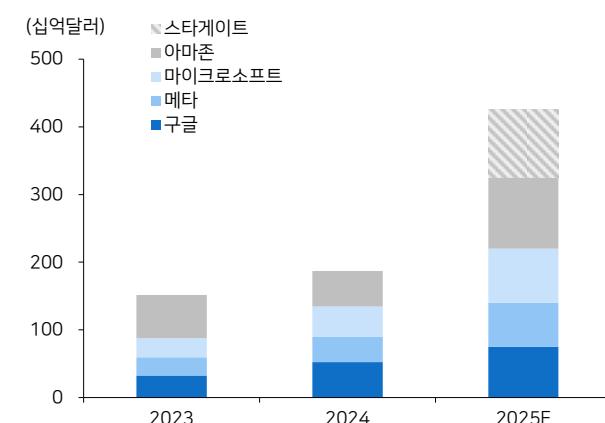
자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

그림2 스타게이트 초기 자금(1,000억 달러) 활용처: 데이터센터



자료: Bloomberg

그림3 스타게이트, 빅테크 Capex 경쟁에 합류



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

국내 반도체: 스타게이트에 더해지는 J Curve 훈풍

스타게이트 프로젝트가 국내 반도체 업계에 미치는 주요 수혜 요인은 HBM(고대역폭 메모리) 시장의 안정적 성장이다. 글로벌 비메모리 반도체 시장은 고성능 GPU 칩과 ASIC(주문형 반도체)으로 양분되고 있지만, HBM은 두 시장 모두에서 핵심 부품으로 자리 잡고 있다. 즉, GPU 시장이 성장하든, ASIC 시장이 성장하든 HBM 수요는 필연적으로 증가하기 때문에, 국내 반도체 기업들은 장기적이고 안정적인 투자처로서 HBM의 가치를 확보할 수 있다.

여기에서 J Curve 이론이 반도체 업계에 새로운 시사점을 제공한다. J Curve 이론은 초기에는 투자 증가나 환율 상승으로 인해 단기적으로 성과가 악화될 수 있으나, 시간이 지남에 따라 경쟁력 강화와 생산 확대 효과가 본격화되면서 장기적으로 성과가 개선되는 경제적 현상을 설명한다.

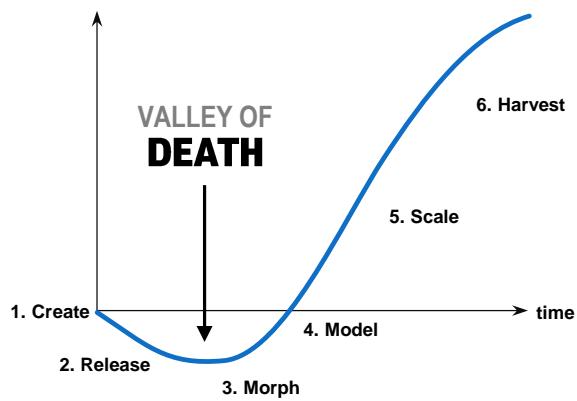
HBM 확장과 마진 개선 가능성: The Start-up J Curve

2022년 반도체 다운사이클 이후, HBM 시장이 개화하며 새로운 성장 국면에 진입했다. 메모리 3사는 HBM 시장 성장 속도에 따라 각기 다른 실적 흐름을 보여왔으며, 4Q24 실적 발표에서 그 차이가 더욱 두드러졌다.

SK하이닉스와 마이크론은 HBM 생산 증대를 위한 신규(그린필드) 투자에 나서며, 시장이 본격적인 확장 단계(Scale)에 진입했음을 입증했다. 반면, 삼성전자는 HBM 기술력 회복을 위한 역대 최대 규모의 R&D 투자 계획을 발표하며, HBM 기술력 회복을 추진 중이다.

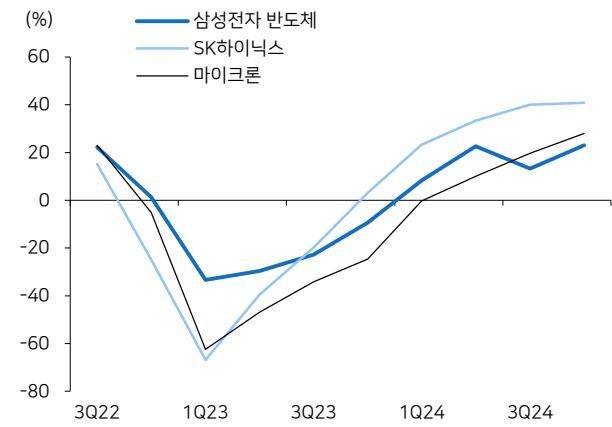
선두 기업들의 유형자산(Capex) 투자는 10년에 걸쳐 감가상각 처리되어 비용 부담이 분산될 수 있지만, 연구개발(R&D) 비용은 단기 비용으로 즉시 인식되기 때문에 올해 메모리 3사의 실적 격차가 더욱 벌어질 가능성이 높다.

그림4 신규 제품/서비스 성장 과정을 나타내는 J Curve 이론



자료: The Start-up J Curve

그림5 HBM 제품 생애주기에 따른 영업이익률 차이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 메모리 3사 4Q24 실적발표 중 HBM 및 Capex 주요 내용 정리

| 일자 | 기업 | 주요 내용 |
|-----------|--------|--|
| '24.12.19 | 마이크론 | (HBM) CY4Q24 HBM 매출 전 분기 대비 두 배 성장, 지난 12월 두 번째 대형 고객사 대응 예정 (Capex) FY2025 연간 Capex 규모는 140억 달러 전망 (HBM과 DRAM 증산을 위한 신규 공장 투자 위주) |
| '25.1.23 | SK하이닉스 | (HBM) '24년 HBM 매출 전년대비 4.5배 성장하였고, 2025년 +100% YoY 매출 성장 예상 (Capex) '25년 인프라 투자비 크게 증가, 전체 투자비는 전년 대비 소폭 상승 예상(M15X, 용인 반도체 클러스터 1기 신규 Fab 투자) |
| '25.1.31 | 삼성전자 | (HBM) 4Q24 HBM 매출 전분기 대비 1.9배 성장, 1Q25 중으로 HBM3E 개선 제품 출시로 수요 이월. '25년 HBM BG 전년대비 2배로 확대할 것 (Capex) '24년 DS부문 46.3조원 집행, '25년 전년과 비슷한 수준 예상(연구개발비 집행, HBM 등 첨단 공정 Capa 확대) |

자료: 각사 IR, 메리츠증권 리서치센터

스타게이트 프로젝트와 AI 인프라 투자 확대, 그리고 강달러 효과까지 맞물리면서 국내 반도체 업종의 성장 전망이 한층 밝아지고 있다. 특히, AI 인프라 확장의 중심에 있는 HBM 시장은 안정적인 수요 증가와 함께 꾸준한 성장이 예상된다. 국내 반도체 기업들의 장기적인 성장 가능성에 주목해야 할 시점이다.

원문: *SoftBank's Masayoshi Son and OpenAI's Sam Altman bet on AI—and each other*