meritz Strategy Daily

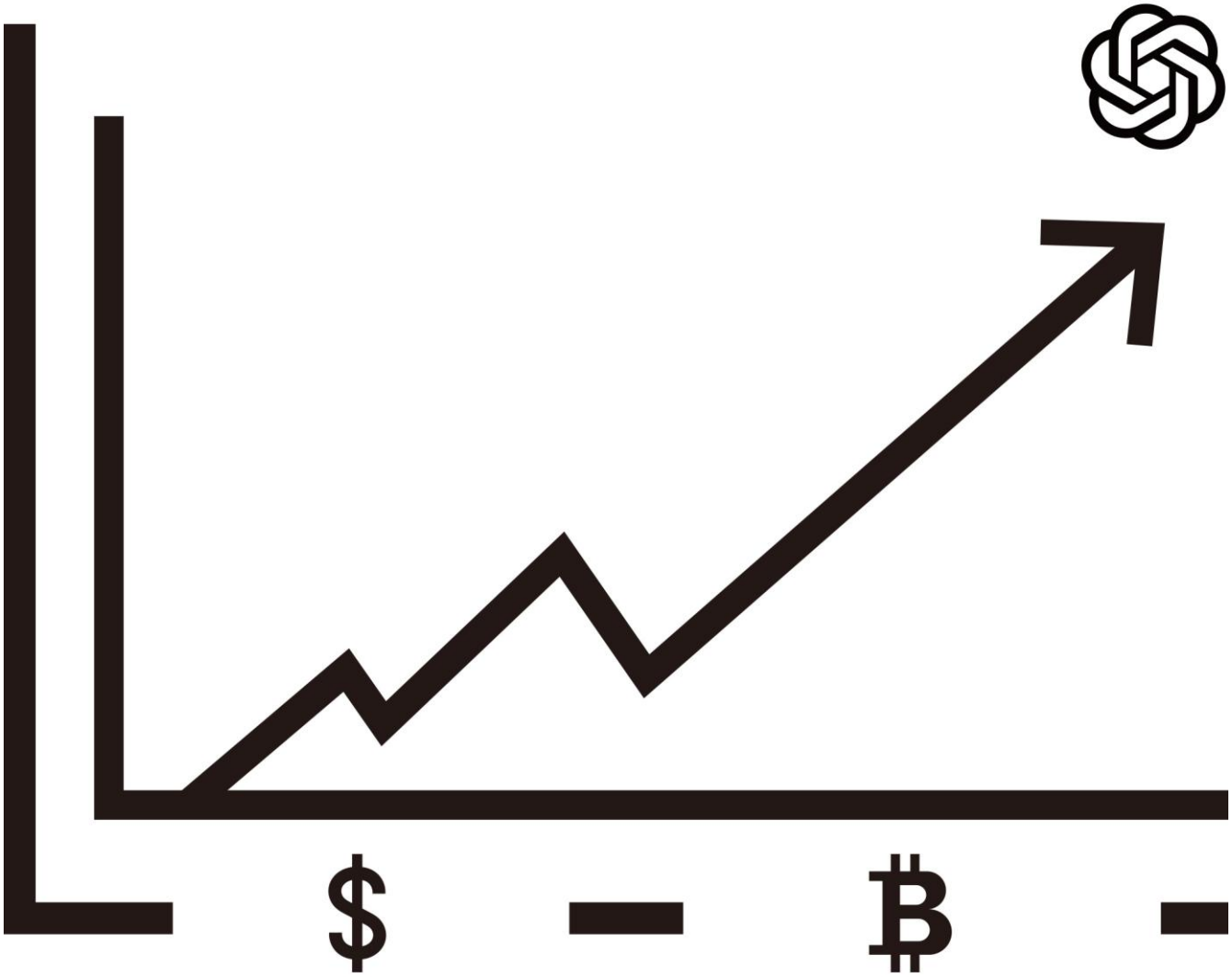
전략공감 2.0

2026. 4. 14 (화)

Strategy Idea
지정학의 귀환 (Return of Geopolitics)

오늘의 차트
경제활동참가율에 가려진 미국 노동시장의 약한고리

칼럼의 재해석
다시 시동이 걸리는 CLARITY Act 입법



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.

meritz 메리츠증권

Strategy Idea

지정학의 귀환 (Return of Geopolitics)

경제분석
Economist 이승훈
seunghoon.lee@meritz.co.kr

- ✓ 지금은 국가안보가 비교우위보다 중요해진 시기. 공급망과 지정학 충격은 이제 상수
- ✓ 앞으로의 변화: 1) 국방지출 확대, 2) 동맹간 교역/공급망 구축, 3) 제조업 적정재고 레벨업, 4) 에너지 자립과 대체 에너지 각광, 5) 국가 차원 산업전략 확대, 6) 국가안보 중시 과정에서의 비효율성 상쇄 위한 생산성 개선(AI 등)

들어가며: 지정학의 귀환

이번 주도 어김없이 전쟁 관련 이슈에 금융시장이 일희일비 하고 있다. 4월 7일의 2주간 휴전 합의는 전쟁이 곧 끝나고 원자재 수급이 원활해질 수 있다는 기대를 높였다. 반면, 11일 1차 협상 결렬 이후 이란 통항 선박에 대한 미국측의 해협 봉쇄(13일)는 원유수급 차질 장기화 우려를 낳으며 위험자산 조정을 유발했다.

미국과 이란은 50년 만에 처음으로 고위급 회담을 한 것이고, 그만큼 입장 차이도 클 수밖에 없었을 것이다. 미국이 더 많은 것을 얻어내기 위해 위협을 가하는 모습은 트럼프 시대에서 더 이상 낯선 장면은 아니다. 4월 내내 휴전/종전 여부, 호르무즈 해협 정상화 여부 등이 주요 외신의 헤드라인을 장식할 전망이다.

이번 전략공감2.0은 현재 진행 중인 중동 전쟁 이슈에서 다소 벗어나, 조금은 근본적이고 거대담론에 가까운 문제를 다루고자 한다. 생각해 보면, 트럼프 1기가 출범했던 2016년과 2020년 코로나19를 거치며 우리 모두는 왜 신문에서 정치와 국제면이 경제면보다 앞에 있는지를 깨닫기 시작했다. 경제주체 중 하나이던 "정부" 와 그들이 펼치는 "정책"의 영향이 그만큼 커졌기 때문일 것이다.

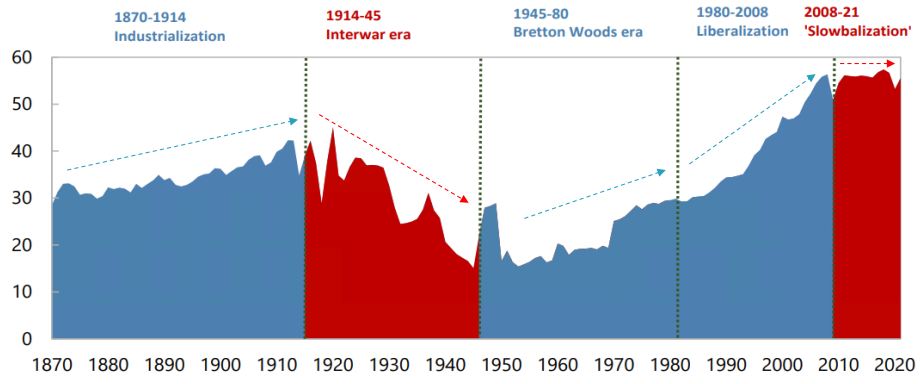
사실 그 전에는 경제는 알아서 돌아가는 것이란 인식이 커서, 정치가 경제활동에 미치는 영향은 지금처럼 크지 않았다. 가장 생산비가 낮은 곳에서 만들어 교역을 통한 이익을 극대화하면 그만이었기 때문이다. 반면 이를 현재의 상황에 그대로 적용하기는 어렵게 되었다. 지정학(Geopolitics)과 지경학(Geoeconomics)이 중요해진 시기가 되어 버렸고, 각국의 전략도 불가피하게 이와 연동될 것이다.

우리는 어디에 있는가?

세계 경제는 1980년대부터 글로벌 금융위기까지 자유무역의 시대를 구가하였고, 2008년 이후 현재까지는 Slowbalization(더딘 세계화) 시대를 경험하고 있다. 수출입이 GDP에서 차지하는 비중을 기준으로 보면, 2008년 이후 정체되고 있다.

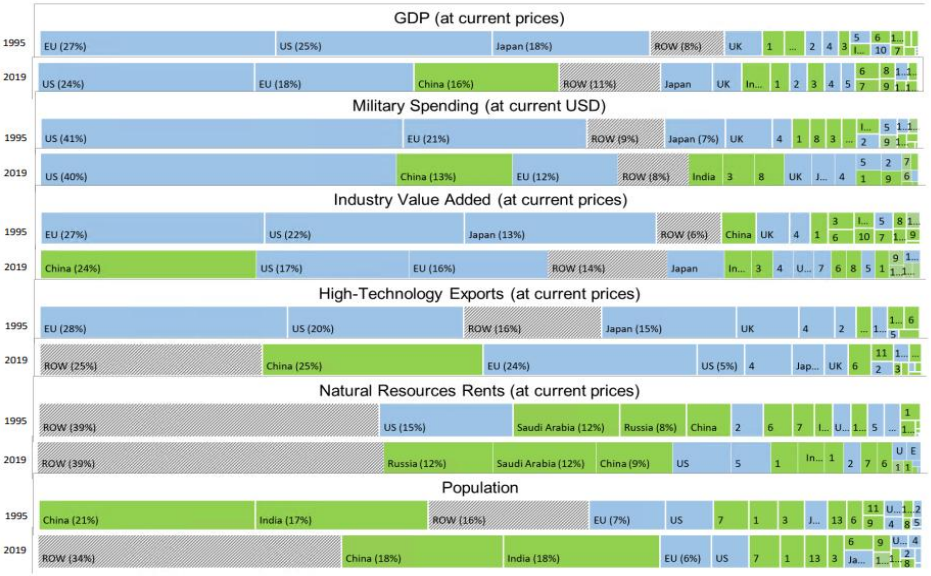
1980년대 이후 근 30년간을 이어 온 자유무역은 개도국의 후발산업화를 가능케 했다. WTO의 출범(1995)과 중국의 가입(2001)은 신흥국의 약진과 중국을 위시한 아시아의 영향력을 키우는 계기로 작용했다. 미국과 함께 G-2라 불리는 중국은 2019년 기준 GDP 3위, 국방지출 2위로 올라왔으며, 제조업 부가가치와 첨단기술 수출에서는 1위를 점하고 있다.

그림1 **Trade Openness: (수출+수입) / GDP**



주: Geo-Economic Fragmentation and the Future of Multilateralism; IMF Staff Discussion Note (2023)
자료: Jordà -Schularick-Taylor Macrohistory Database; Penn World Data (10.0);
Peterson Institute for International Economics; World Bank; and IMF staff calculations

그림2 **세계 경제 내 국가별 비중: GDP, 국방지출, 제조업 부가가치, 첨단기술, 천연자원, 인구**



자료: Geo-Economic Fragmentation and the Future of Multilateralism; IMF Staff Discussion Note (2023)

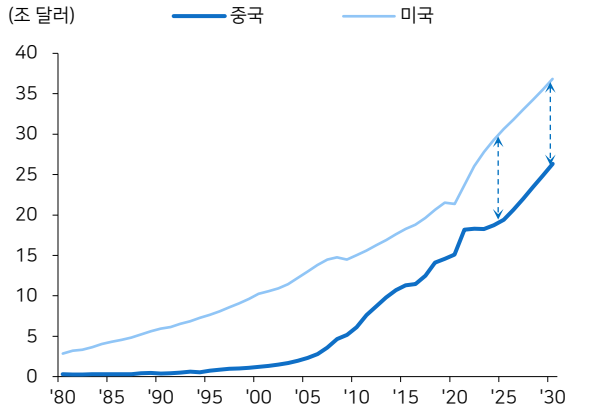
미국이 경제 규모 측면에서 1위인지에 대한 믿음도 흔들리고 있다. 시장 환율을 기준으로 보면, 미국의 명목 GDP는 2025년 기준 30.6조 달러, 중국의 경우 19.4조 달러이다. IMF는 2030년까지 양국간 10조 달러 격차가 계속 유지될 것으로 내다보고 있다. 반면, 구매력 기준 환율로 명목 GDP를 재산정하면 이야기는 달라진다.

구매력 기준 환율은 미국과 중국의 빅맥 가격이 같다고 보고, 이를 통한 환율을 재계산하는 것이다. 시장 환율은 6.8위안/달러 내외이지만, 구매력 기준으로 보면 3.5위안 내외이다. 이 잣대로 보면 중국은 미국을 이미 2016년에 추월했고, 가면 갈수록 양국간 격차는 더욱 벌어진다. 어떤 기준인지에 따라 1, 2등이 바뀔 수 있다는 것이다.

여기에, 미국의 재정건전성이 근래에 악화되고, 패권국으로서 글로벌 공공재(Global Public Goods; 금융시스템, 법치주의, 세계 경찰국가 등)를 제공할 능력이 계속 있을 지에 대한 의구심도 확대되고 있다. 2차 세계대전 이후 세계 정치와 경제가 "저항 없이" 미국의 일극(unipolar) 체제로 대변되어 왔다는 점은 그 수 많은 패권국의 조건을 미국이 충족해 오며, 불만을 잠재웠다는 의미이다.

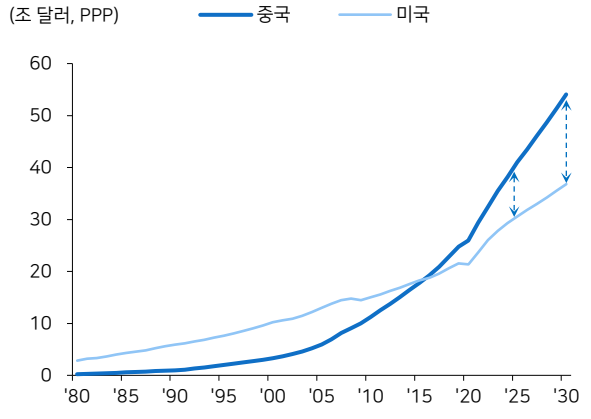
그러나 미국은 금융위기 이후 1) 전세계 국방지출 내 미국 비중 축소, 2) 개도국 원조 축소 등으로 패권유지 비용을 줄여 왔다. 트럼프 2기 들어서는 1) 달러화의 위상 약화, 2) 민주주의/법치주의 퇴보(illiberal democracy), 3) 글로벌 거버넌스로부터의 명시적 이탈 등의 행보가 더해졌다. 이는 다극 체제(multipolar)로의 이행을 더욱 앞당기는 촉매 역할을 할 가능성이 커 보인다[1].

그림3 **미국과 중국의 명목 GDP (1): 시장 환율**



자료: IMF(Oct 2025), 메리츠증권 리서치센터

그림4 **미국과 중국의 명목 GDP (2): 구매력 기준 환율**



자료: IMF(Oct 2025), 메리츠증권 리서치센터

[1] 당사는 작년 이맘때 이에 대한 다층적 분석을 진행한 바 있었음. 다음 문헌을 참고:
이승훈, 박수연, 박민서, "패러다임: 미국 헤게모니에 금이 가다", Meritz Economics Indepth, 2025년 5월 15일

지금은 국가안보가 비교우위보다 중요해진 시기, 그리고 변화의 중심은 미국

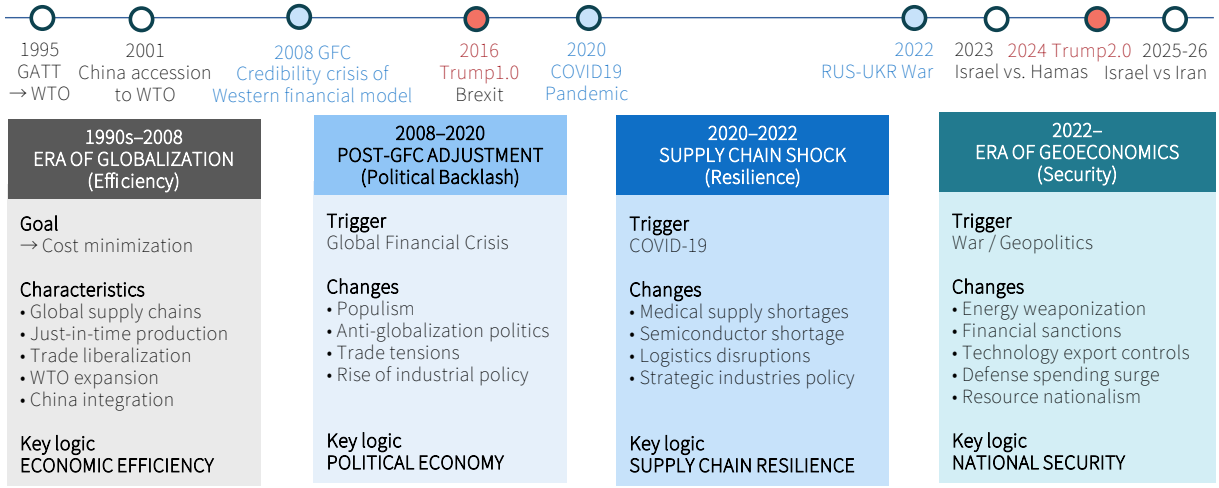
시기를 세분화해보면, 1990년대부터 2008년까지는 비용을 줄이고 경제적 효율성을 높이는 것이 중시되었던 때였다. 생산의 비교우위가 각광받았고, Global outsourcing이 선진국 교역의 트렌드로 자리매김했다. WTO가 출범하고 중국이 가입하면서 아시아 신흥국은 글로벌 생산기지로 발돋움했다,

그런데 서브프라임 모기지 부실이 MBS자산에 대한 신뢰 악화와 리만 브라더스의 파산(2008년 9월)으로 이어지면서, 글로벌 금융위기는 단순한 미국 경기침체를 넘어선 사건이 되고 말았다. 서구식 금융모델과 그간의 세계화는 의심을 받기 시작했고, 이 때부터 손쉬운 부실구제, 탈세계화, 무역분쟁과 산업정책이 재현되며 보호무역주의적 성격이 짙어 지기 시작했다. 그리고 이는 2016년, 도널드 트럼프의 대통령 당선과 영국의 자발적 EU탈퇴(Brexit)로 본격화되었다. 우리도 어려운데, 굳이 우리의 역량을 다른 나라를 돕고 세계화를 유지하는 데 써야 하는가에 대한 여론의 반전이 투영된 결과였다.

코로나19가 가져온 공급망 충격은 전략자원 확보와 국가 주도 산업정책이 본격화되는 계기였고, 2022년 2월 러시아-우크라이나(러-우) 전쟁은 자원의 무기화가 가능하며, 국방의 중요성이 부각되었던 사건이었다. 미국의 일방적 군사지원에 기대해 왔던 유럽 NATO 회원국들이 각성하기 시작했다. 그리고 러-우 전쟁 이후로 매년 지정학적 위험이 현실화되고 있다. 비교우위 보다는 안정적인 공급망의 추구와 국가안보가 훨씬 중요 해졌고, 효율성과 최적은 우선순위가 아니게 되었다.

이러한 내용은 미국의 2025년 국가안보전략(National Security Strategy) 보고서에 보다 뚜렷하게 드러난다. 트럼프 2기 행정부 스스로 현 시점을 경제의 힘에 기반한 패권경쟁 시대(Great power competition)로 규정하면서, 심지어 국제질서의 중요성이 과거 대비 줄었다고 진단했다. 이러한 가운데 민주주의 가치보다는 거래를, 상업적 이익을 추구하는 중이다. 미국의 번영을 보호할 수만 있다면 말이다.

그림5 **세계화에서 지경학으로: 2008, 2016, 2020, 2022년은 현대 정치경제사의 중요한 분기점**



자료: IMF (2023, 그림 1~2의 출처), Rodrik, "Populism and the Economics of Globalization (2018), NBER" 등을 참고. 메리츠증권 리서치센터 정리

직전 2개(2017년, 2022년)의 국가안보전략과 비교해 보면, 바이든은 국제정세를 민주주의와 권위주의의 대결로 인식하고, 민주주의 동맹 중심 네트워크를 구축하는 것에 주력했다. 전통적으로 미국이 중시해 왔던 규칙 기반 국제질서(RBIO: Rule-based International Order)와 민주주의의 추구, 글로벌 리더로서의 미국의 역할에 주력했다. 2017년 트럼프 1기의 경우 미국 우선주의와 동맹의 비용분담이 강조되었으나, 현재 트럼프 2기(국수주의, 동맹의 거래적 접근) 기조와는 거리가 있었다.

최근 안보전략의 중요한 변화 중 하나는 서반구(Western Hemisphere)의 전략 지역화이다. 1823년의 먼로 독트린의 트럼프 버전이라 하여 "Donroe Doctrine" 이라는 단어가 생겨 났다. 먼로 독트린은 유럽의 열강주의가 신대륙에까지 미치는 것을 원치 않으며, 우리도 유럽 문제에 개입하지 않겠다는 '불간섭주의' 전략이며, 외교적인 경고였다. 1904년 Theodore Roosevelt 대통령 시절 미국이 서반구의 경찰 역할을 자임하며, 라틴아메리카 문제에 개입하며 먼로 독트린이 변형[2]되었다. 돈로 독트린도 이와 유사하다. 표면적으로는 중국과 러시아의 서반구 영향력을 배척하겠다는 것이나, 미국의 장악력 확대를 위해서는 제재나 침공도 불사한다[3].

마찬가지 관점에서 American First도 접근해 볼 수 있다. 1940년대 American First는 2차 세계대전 개입과 참전을 거부하는 '불간섭주의'에서 비롯된 것이었다(1941년 태평양 전쟁 개시와 함께 폐기). 2025년 트럼프 2기의 American First는 미국의 이해관계를 위해 1) 교역상대국에게 일방적 관세를 부과하고, 2) 동맹을 거래의 대상으로만 인식한다. 또한 3) 국제질서를 무시하고 글로벌 거버넌스에서 이탈하며, 4) 직접적인 이해관계가 없는 지역에 대해서는 관여하지 않으려 한다(유럽이 대표적인 사례. 우크라이나 비관여, NATO 탈퇴/재검토를 위협 중).

그림6 Monroe Doctrine vs. Donroe Doctrine

자료: Vaidicslucknow.com

표1 미국 국가안보 전략의 키워드 변화

전략 프레임	2017 (트럼프 1)	2022 (바이든)	2025 (트럼프 2)
핵심 전략 개념	미국 우선 현실주의	민주주의 vs 권위주의 경쟁	국익 중심 현실주의 문명 중심 국수주의
국제질서 인식	주권국가 간 세력균형	규칙 기반 국제질서	국제질서 자체의 중요성 감소
주요 경쟁 구도	강대국 경쟁	체제 경쟁 (민주 vs 권위주의)	경제, 지정학 경쟁
동맹 정책	동맹의 비용 분담 강조	동맹 네트워크 중심 전략	동맹의 거래적 접근 비용 분담 압박
경제 정책	공정하고 상호주의적 무역	글로벌 경제 협력	경제적 국수주의, 관세, 산업 보호
안보 개념	군사력 + 국가 주권	안보 + 글로벌 공공 문제	안보 = 번영 + 국내 경제력
중국 인식	수정주의 국가	주요 전략 경쟁자	경제 패권경쟁 상대
이념적 프레임	주권 vs Globalism	민주주의 vs 권위주의	문명 / 국가 생존 담론
전략 지역	인도-태평양 부상	인도-태평양+NATO	서반구 우선

자료: U.S. National Security Strategy 각 호, 메리츠증권 리서치센터

[2] Roosevelt Corollary. 라틴아메리카 국가들이 정치적, 재정적으로 불안정하면 미국이 직접 개입할 수 있다 (즉, 유럽의 개입을 막기 위해 미국이 먼저 개입한다)는 선언. 1902년 영국, 독일, 이탈리아가 채무 문제를 이유로 베네수엘라에 군사 개입을 단행한 이후의 선언. 이후 미국은 쿠바(1906~1909), 아이티(1915~1934), 도미니카(1916~1924) 군정과 관세 수입관리, 군사 개입 등을 통해 역내 영향력을 직접 확대한 전례가 많음. WWII 이후 공산주의 확산을 차단하기 위한 서반구 안보전략으로 Monroe Doctrine이 계승되어 옴.
[3] 미국의 이란 공습은 NSS 기조와 맞지 않으며, 미국 정치에서 이스라엘의 영향이 그만큼 큰 것으로 이해하고 있음.

공급망과 지정학 충격의 상수화

국제정치 기조의 소용돌이 속에, 코로나19는 2011년 동일본 대지진 이후 처음으로 안정적인 공급망 확보가 중요하다는 경각심을 일깨워 주었다. 크게 의존했던 공급망에 충격이 발생하게 되면 필요한 물자를 제 때 조달 받기 어려워진다. 당시는 바이러스의 확산을 막기 위한 봉쇄 조치의 산물이었지만, 현재의 공급망 충격은 미국의 무역 정책(+안보 정책?)과 빈번해진 전쟁을 통해 재부상하고 있다.

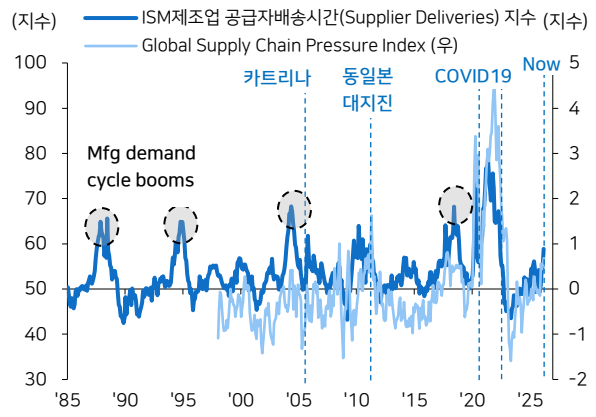
실제 우리는 2022년 이후로 2024년을 제외하고 한 해도 빠짐없이 중동에서 교전이 있었다는 소식을 듣고 있다. 지정학 위험은 2010년대에 비해 한 단계 레벨업 된 것이 분명하다.

표2 트럼프의 두 번째 "American First Policy"

비교 항목	1940년대 'America First' (America First Committee)	트럼프 행정부 'America First'
기간	▪ 1940년 9월 – 1941년 12월	▪ 2017년 1월 – 2021년 1월, 2025년 1월 – 현재
주요 주체	▪ America First Committee(미국 비개입위원회), ▪ 찰스 린드버그, 제럴드 파이, 로버트 우드 등	▪ 도널드 트럼프 대통령, 행정부 각료들
정책 목표	▪ 제2차 세계대전 개입 저지 ▪ 중립주의 유지	▪ 미국 이익 우선 원칙 강조, 일자리 · 제조업 보호 ▪ 국경 · 이민 통제, 에너지 주권 확보
외교 정책	▪ 고립주의(배개입주의, 무기대여법(Lend-lease) 반대, 중립법 강화 ▪ 무기대여법: 연합국 지원 위해 전쟁 물자를 지원하는 취지의 법	▪ 다자주의 탈퇴 - USMCA 재협상, TPP, 파리기후협정, JCPOA 탈퇴 ▪ 동맹국에 방위비 분담 압박, 실리주의적 군사 사용
경제/무역 정책	▪ 해외 원조 및 무역 개입 최소화, 무기대여법 자금 지원 반대	▪ 보호무역(중국 등 대상 고율 관세 부과), 무역 협정 재협상, ▪ 규제 완화 통한 기업 친화 정책, 에너지 · 석유 · 가스 산업 지원
군사/안보	▪ 미국 본토 · 반구(hemisphere) 방어만 지지, 해외 군사 개입 반대	▪ 군사력 유지 · 증강 강조 ▪ 해외 배치제한 및 방위비 부담 전가 비판하며 일부 미군철수 주장
이념적 기반	▪ 민족주의, 고립주의, 반전(anti-war) ▪ 일부 반유대 · 친(파시스트) 성향 논란	▪ 민족주의, 포퓰리즘, 반글로벌리즘, 보호주의 ▪ 'Drain the swamp' 등 정부 내부 개혁 수사 포함
주요 조치	▪ 중립법(Neutrality Acts) 지지, 무기대여법(Lend-Lease Act) 반대 ▪ 여론 운동, 언론 선전, 전국 조직망 구축. 진주만 공격 직후 해산	▪ 파리기후협정 · TPP · JCPOA 탈퇴, 수입품에 대한 일괄 관세 부과 ▪ 미국, 멕시코, 캐나다 협정(USMCA) 체결 ▪ 이민 금지 행정명령(Travel Ban), 연방 규제 완화 등
영향 및 결과	▪ 무기대여법을 완벽히 저지하지 못했으나 반대여론 지연 효과 ▪ 진주만 공격 후 해산 · 전쟁 지지 전환	▪ 무역적자 일부 감소했으나 제조업 일자리 창출에는 실패 ▪ 동맹 관계 긴장, 글로벌 리더십 이미지 훼손 비판 ▪ 국내 분열 · 정치적 논쟁

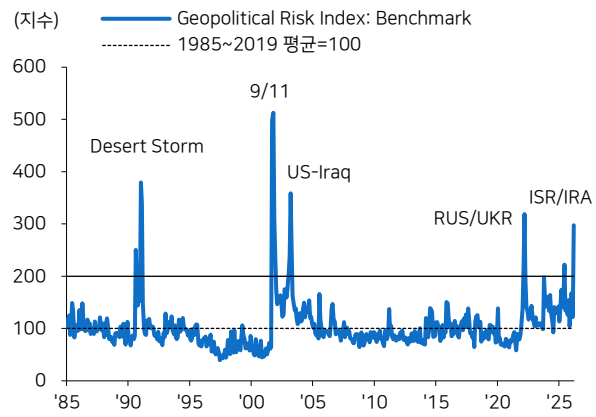
자료: Doencke, "American Isolationism, 1939–1941", Journal of Libertarian Studies (1982) 등, 메리츠증권 리서치센터 정리

그림7 글로벌 공급체인 압력 지수: 다시 높아지는 중



자료: Federal Reserve, ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림8 글로벌 지정학 위험: 코로나 이후 임계점 돌파 상시화



자료: Caldara, Dario and Matteo Iacoviello (2022), "Measuring Geopolitical Risk," American Economic Review, April, 112(4), pp.1194–1225, 메리츠증권 리서치센터

앞으로의 변화

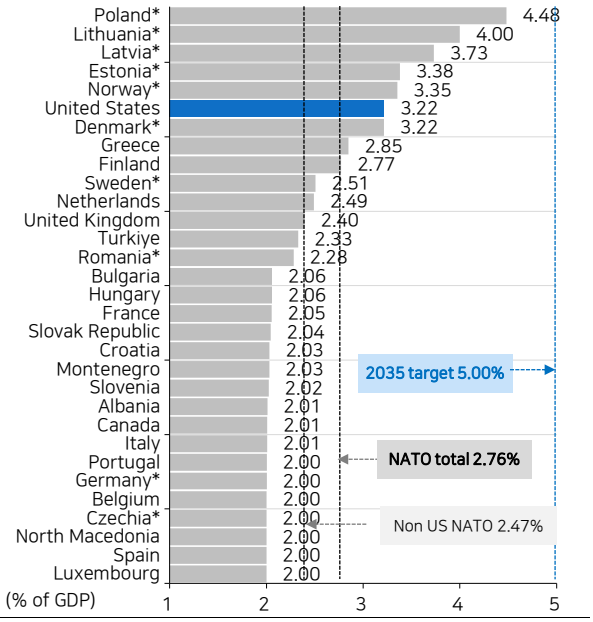
지금 벌어지고 있는 전쟁은 어떤 방식이든 마무리될 가능성이 크다고 생각한다. 이 전쟁이 끝나고 나면 우리는 어떠한 변화들을 맞이하게 될까? 몇 가지 긴 흐름을 반영한 여섯 가지 장면을 나열해 보고자 한다. 사실상의 투자전략 시사점이다.

1. 전세계적 국방지출 및 장비구매의 확대

첫째, 전세계적인 국방지출 및 장비구매 확대이다. 미국과 이스라엘, 이란은 적지 않은 자원을 소모하였기에 무기 비축 수요가 생겨날 것이다. 다른 한편에서는 작년 6월, NATO 정상회의에서 결의된 국방지출 확대 기조가 허울이 아닌 실제 모습으로 구현될 가능성이 크다. 이미 2025년 NATO 회원국들은 GDP대비 2% 국방지출을 대부분 달성했다. 독일은 2027년까지 GDP의 3.5%까지 국방지출을 확대할 계획을, 프랑스와 영국은 2030년을 목표로 하고 있다.

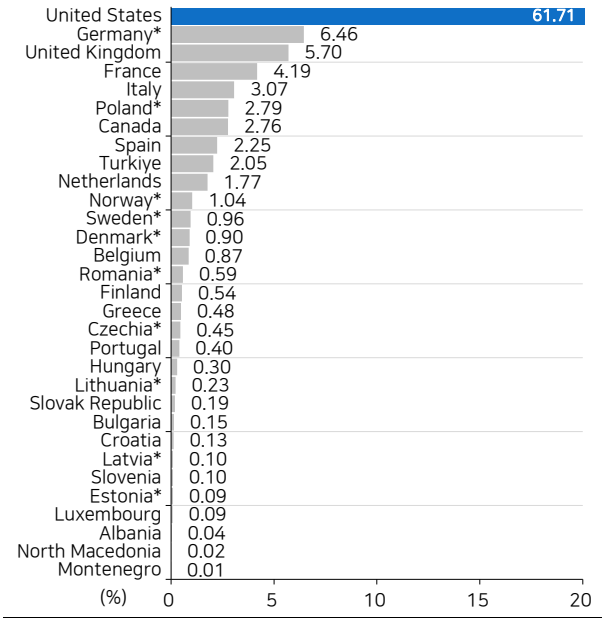
영국의 경우 3월 17일 핀란드, 네덜란드와 함께 국방예산 확보 및 자원조달을 위한 공동기금 설립에 합의했다(링크). 다른 한편에서는, 트럼프 행정부가 호르무즈 해협에 군함을 파견하지 않고 이란 작전에 비협조적이었다는 이유로 NATO에 대한 재검토를 하겠다고 위협하고 있다. NATO 국방비 내 미국 비중은 2023년 67.2%에서 2024년 64.4%, 2025년 61.7%로 빠르게 하락하고 있지만 영향력은 절대적이다. 미국에 대한 일방적 의존에서 벗어나 전략적 자율성을 모색하기 위해서라도 NATO 회원국의 국방지출은 빠르게 늘어나고, 계획도 구체화될 것이다.

그림9 NATO 회원국별 GDP대비 국방지출 (2025E)



자료: Defence Expenditure of NATO Countries (2014-2025), 메리츠증권 리서치센터

그림10 전체 NATO 국방비 내 개별 회원국의 비중 (2025E)



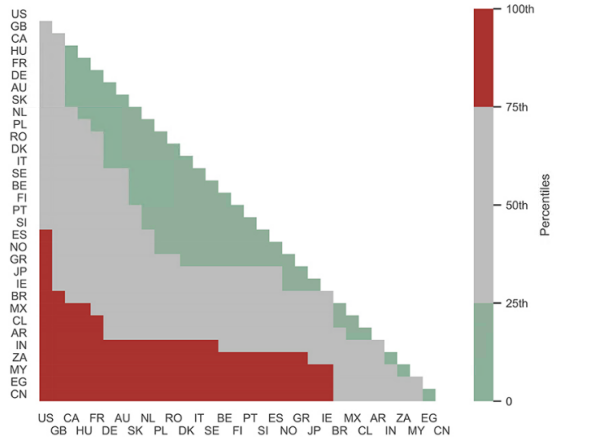
주: 독일은 2024년 기준임
자료: Defence Expenditure of NATO Countries (2014-2025), 메리츠증권 리서치센터

2. 동맹/이해관계가 있는 국가간 교역확대 및 공급망 재편

둘째, 동맹이나 이해관계가 있는 국가간 교역이 확대되고, 이들 사이의 공급망이 보다 밀착될 가능성이 커질 것이다. 아래는 러시아-우크라이나 전쟁 전후 그러한 변화가 가시화되고 있음을 입증한 연구로, 2024년 9월 BIS Quarterly Review에 수록되었다. 연구는 국가별 지정학적 거리를 수치화 하여, 지정학적 거리가 가까운 25%를 동맹(allies)으로, 가장 먼 25%를 적(adversaries)으로 분류하였다.

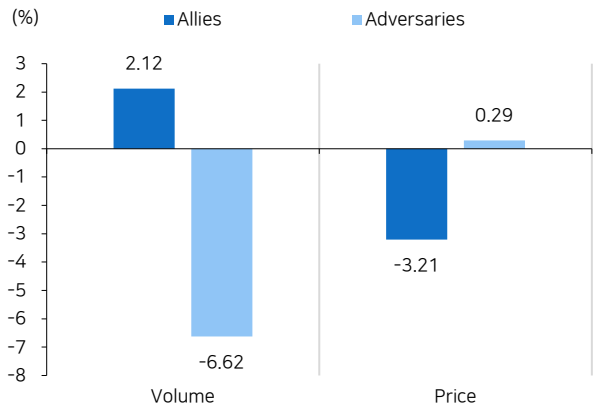
러-우 전쟁 직전 4개 분기(2Q21~1Q22)와 발발 이후의 4개 분기(2Q22~1Q23)를 비교했을 때, 동맹 간의 교역량은 2.12% 증가한 반면, 적국 간의 교역량은 6.62% 줄었다는 것이 연구의 결과이다. 이러한 추세가 이어질수록, 소위 "적국"에 해당되는 국가와의 교역의존도가 큰 국가들은 교역을 다변화해야 할 필요성이 클 것이다. "Exports-at-risk"를 기준으로 본다면 중국, 멕시코, 미국, 인도 등이, 수입을 기준으로 한다면 중국, 남아공, 멕시코 등이 해당된다. 이는 공장의 복선화나 동맹국에 대한 중복 설비투자로 인한 비용 상승 유발 요인일 수 있다.

그림11 국가별 지정학적 거리(Geopolitical distance)



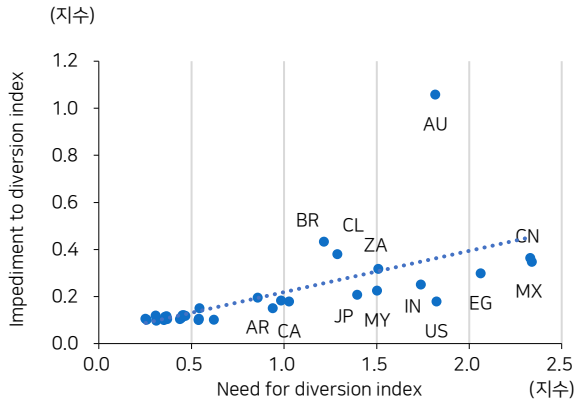
자료: Qiu et al, "Deconstructing global trade: the role of geopolitical alignment", BIS Quarterly Review, Sep 2024

그림12 러-우 전쟁 전후 동맹 vs 비동맹과의 교역량 변화



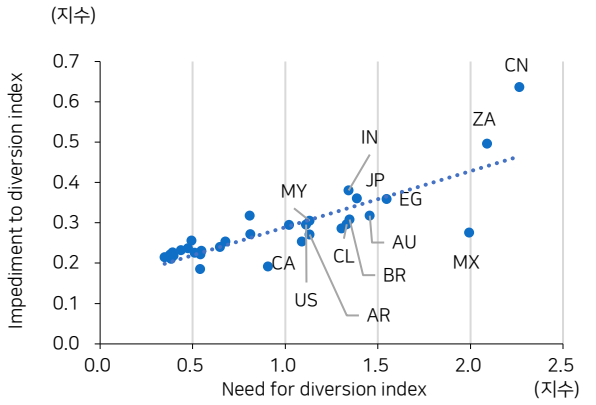
자료: Qiu et al, "Deconstructing global trade: the role of geopolitical alignment", BIS Quarterly Review, Sep 2024

그림13 Exports-at-risk: 교역다변화 필요성



자료: Qiu et al, "Deconstructing global trade: the role of geopolitical alignment", BIS Quarterly Review, Sep 2024

그림14 Imports-at-risk: 교역다변화 필요성



자료: Qiu et al, "Deconstructing global trade: the role of geopolitical alignment", BIS Quarterly Review, Sep 2024

3. 제조업 적정재고 수준의 레벨업

셋째, 제조업은 충분한 재고를 확보해야 할 필요성을 더욱 느낄 것이다. 당장 이번 전쟁의 경우에서도 호르무즈 해협이 봉쇄되자, 각국이 보유한 원유와 석유제품 재고에 대한 관심이 증대된 바 있었다. 글로벌 공급망이 원활히 작동될 때는 "Just-in-time" 재고관리가 가장 효율적인 방식이었지만, 세계화와 자유무역의 퇴보와 잇따른 공급망 충격은 적정 재고에 대한 인식을 바꿔 놓고 있는 듯하다.

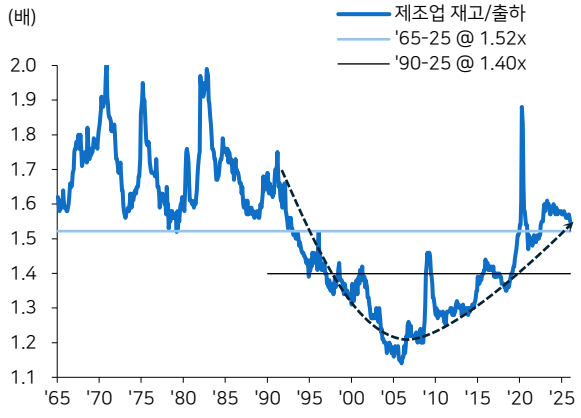
미국 제조업의 재고/출하 비율은 1990년 이후 1.4배였다. 가장 최근월(2026년 1월) 기준으로는 1.55배에 달하며, 코로나19 이후 레벨업 되었다. 전쟁의 반복과 공급망 충격의 상시화는 적정 재고 수준을 더욱 끌어올릴 계기가 될 것이라 본다.

4. 에너지 자립과 대체 에너지

넷째, 러시아-우크라이나 전쟁과 반복되는 중동 지역 긴장은 국제유가와 가스 가격의 급등을 유발하는 요인으로 작용했다. 세계는 1~2차 오일쇼크 이후 1차 에너지 소비 내에서 석유비중을 줄이는 작업을 본격화했으며, 이번 사이클도 예외는 아닐 것으로 판단한다.

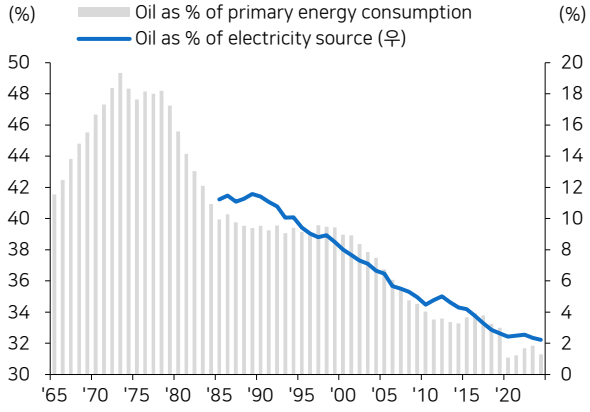
한 축은 에너지 자립일 것이다. 가급적 자국 내에서 에너지를 생산하고 수입의존도를 줄이는 것이 안전할 수 있기 때문이다. 다른 축은 대체 에너지의 각광이다. 원자력이나 친환경 에너지에 대한 관심이 커질 수 있는 부분이다.

그림15 **미국 제조업 재고/출하 비율**



자료: OECD, US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림16 **1차 에너지 소비 및 전력원 내에서 석유의 비중**



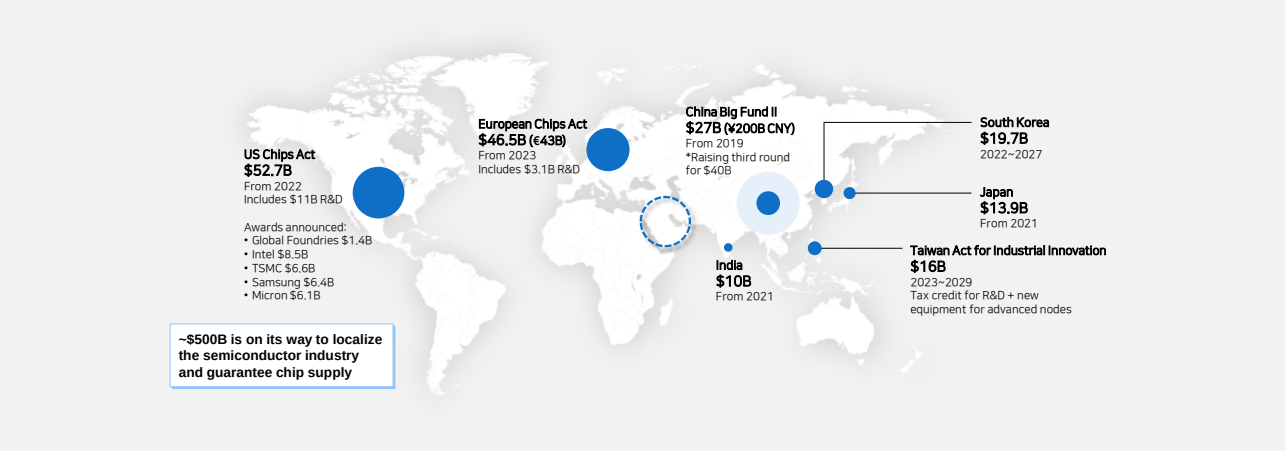
자료: Energy Institute, "Statistical Review of World Energy 2025", 메리츠증권 리서치센터

5. 국가 차원의 전략산업 육성 및 지원 기조 확대

다섯째, 국가 차원의 전략 산업 육성과 지원 기조가 보다 뚜렷해질 것이다. 미국은 2018년 중국과의 1차 무역분쟁 당시, 국가가 나서서 산업을 육성하지 말고 공정한 경쟁을 할 것을 주문했다. 그러나 코로나19 이후 미국과 유럽 등 이른바 서방 선진국의 국가 주도 산업정책이 본격화되며, 보호무역 기조가 확대되었다.

이미 알려진 바이지만, 2022년 이후 각국은 반도체 산업의 자국 유치, 육성을 위한 법안의 입안과 보조금 편성을 일삼았으며, 이제 국가 주도 산업전략은 재정이나 준재정을 사용하는 데 있어 하나의 큰 축으로 작용하고 있다. 우리나라의 국민성장펀드도 그 연장선상에 있다.

그림17 **국가별, 지역별 반도체 지원금 확대 추세 (2024년 버전)**



자료: Techinsights. 메리츠증권 리서치센터

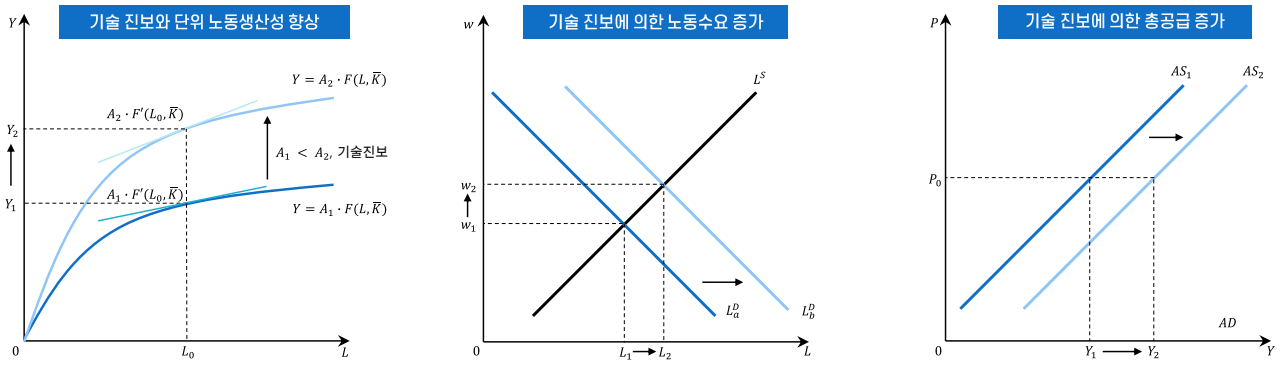
6. 국가안보 중시 과정에서의 비효율 상쇄: 생산성 개선 노력

여섯째, 동맹간 교역 확대와 공급망 재편, 그리고 에너지 자립은 어떤 관점에서 보면 비교우위에서 비롯되는 교역 이익(gains from trade)을 훼손하는 방향이다. 이로 인한 후생손실과 비용 수반은 불가피한 부작용일 수 있다. 이를 상쇄할 수 있는 방법은 생산성 개선이며, 다른 말로는 기술진보라 한다.

경제학 이론에서 기술진보는 동일한 규모의 생산요소 투입(L_0)에 대한 산출량을 증가($Y_1 \rightarrow Y_2$)시킨다. 또한 노동수요는 노동의 한계생산성에 의해 결정되며, 노동수요 증가($L_a^D \rightarrow L_b^D$)와 균형 고용량($L_1 \rightarrow L_2$), 임금 상승($w_1 \rightarrow w_2$)으로 귀결된다. 끝으로 동일한 물가수준(P_0)에서 산출량을 증가($Y_1 \rightarrow Y_2$)시키는 것이기에 총공급 곡선이 우측으로 이동($AS_1 \rightarrow AS_2$)할 요인이다.

지금 시대정신이 요구하는 생산성 개선의 수단은 AI이다. 이미 연산에서 추론으로 넘어갔고, 이제는 AI가 스스로 묻고 답하며 인공지능을 확장하는 시대로 진입하고 있다고 한다. AI가 우리 삶을 어떻게 바꾸고, 성장을 가속화하며 디스인플레이션을 유발해줄 지 여부도 지속적인 Macro research의 관심 분야가 될 것이다.

그림18 **기술진보 = 노동생산성 향상, 노동수요 및 총공급 증가 요인**

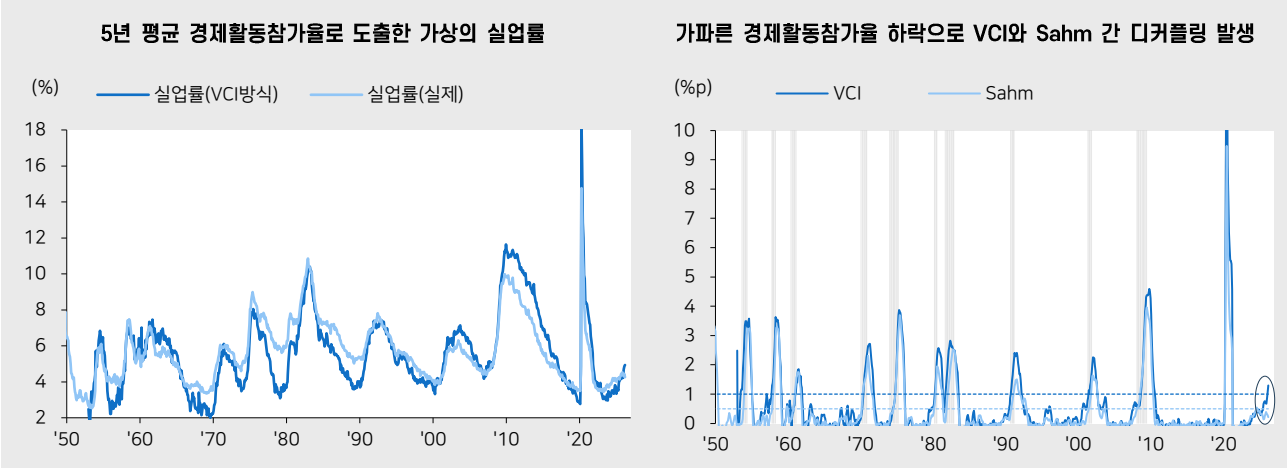


자료: 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

김영준 연구원

경제활동참가율에 가려진 미국 노동시장의 약한고리



주: Mark Zandi가 제시한 방법론을 토대로 직접 시산, (우) 회색음영은 NBER 경기침체구간
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

미국 실업률이 노동시장의 여건을 온전히 반영하지 못하고 있다. 그 이유는 경제활동참가율이 가파르게 하락했기 때문이며, 실제로 최근 3개월 동안의 경제활동참가율 하락폭은 노동 데이터가 집계되기 시작한 1948년 이래 938위 중 24위를 기록했다(개월 기준). 이에 무디스 이코노미스트 Mark Zandi는 VCI(Vicious Cycle Index)라는 새로운 경기침체 판단 지표를 공개해 노동시장의 부진이 과소 추정되는 것을 포착하고자 했다.

인구 및 가계조사 취업자가 그대로라는 가정하에 VCI는 5년 평균 경제활동참가율을 적용한 실업률을 도출하는 것에서 시작한다. 올해 3월 기준 VCI 방식으로 계산된 실업률은 약 4.9%로 실제값인 4.3%와 큰 차이를 나타냈다. 여기서 도출했던 실업률을 사용하여 VCI를 구하는데 Sahm rule 방식을 똑같이 차용한다(3개월 평균 조정 실업률 - 이전 12개월 조정 실업률 최저점 ≥ 1.0%p)

경기침체를 가늠하는 과정에서 Sahm과 VIC는 차이가 존재하는데, Sahm은 최저점 대비 0.5%p였던 것과 달리 VCI는 1.0%p를 부여한다. 상대적으로 버퍼가 많은 만큼 Sahm보다 경기침체를 뒤늦게 인식하지 않을까라는 생각이 들 수 있으나, 대체로 유사한 시점에 트리거가 발동되었다. 특징적인 부분은 경기침체 국면 중 경참율 하락이 동반되었을 때, VCI는 Sahm보다 앞서 예측했다.

VCI는 1월에 기준점을 상회하기 시작했고, 3월 1.3까지 상승했다. '24년 Sahm rule이 발동했을 때 조건을 충족하지 않았던 VCI가 지금 신호를 주고 있다. 헤드라인 고용 서프라이즈 이면에 여전히 약한 부분이 있다는 생각이다. 작년 하반기에 연준이 관세 충격을 확인하며 인하를 재개했던 것처럼, 올해도 전쟁 리스크가 완화되며 물가 충격이 수습되면 연준은 인하 재개 시점을 고민하도록 만들 부분이다.

칼럼의 재해석

박보경 연구원

다시 시동이 걸리는 CLARITY Act 입법 (Grayscale)

4월 8일 백악관 경제자문위원회(CEA)는 스테이블코인 채택과 은행 대출의 관계에 대한 새로운 분석을 제시했다. 현재 미국 상원 내 CLARITY Act의 핵심 쟁점은, 특정 제3자가 스테이블코인에 대해 이자와 유사한 보상(yield-like rewards)을 제공할 수 있는 지 여부이다. CEA의 분석은 스테이블코인 관련 세 가지 포인트를 제시한다.

① 금융안정 개선: 일부 예금을 현금성 준비자산으로 뒷받침된 스테이블코인으로 옮기면 결제 시스템이 뱅크런에 덜 취약해지고, 전통 은행이 덜 위험한 행태를 취하도록 유도할 수 있다. ② 은행 시스템 내 총량을 바꿀 가능성은 제한적: 발행사가 미국채 매입 시 그 현금은 국채를 판 딜러의 예금 형태로 재편입 된다. ③ 스테이블코인의 보상 제한이 경제에 미치는 편익은 작고, 비용은 크다.

이와 별도로, 스콧 베선트 재무장관은 WSJ 기고문을 통해 미 상원이 CLARITY Act를 즉시 통과시켜야 한다고 촉구했다. 그는 블록체인 채택의 다음 단계는 토큰화자산, 탈중앙화 거래소, 새로운 자본조달 방식에서 나타날 것이며, 미국이 규제 명확성을 제공하지 못하면 이러한 활동은 명확한 규칙을 제시하는 해외 시장으로 이동하게 될 것이라고 주장했다. 디지털자산의 기관 채택을 이끄는 것은 규제 명확성이다. 따라서 백악관의 공개적 지지와 분석은 CLARITY Act가 최종 문턱을 넘는 데 도움이 될 수 있을 것이다.

미뤄지는 CLARITY Act 법제화, 강해지는 행정부의 입법 의지

지난주부터 미국 정부가 의회의 CLARITY Act 통과를 촉구하기 시작했다. '25년 7월 법안이 하원을 통과한 이후, '26년 1월 상원 은행위원회에서 심사가 시작되었다. 다만 은행권 – 스테이블코인 업계의 이견이 좁혀지지 않아 1월 14일 표결이 연기된 상황에서 정부의 입김이 강해지고 있는 것이다.

구체적으로는 4월 8일 백악관과 Council of Advisors(CEA)가 마찰 지점을 분석한 보고서를 공개했다. 다음날 베센트 재무장관도 WSJ 기고문을 통해 CLARITY Act 통과의 필요성을 재차 강조했다. 해당 보고서에 대해서 반박도 제기되고 있지만, 비교적 분명한 건 미국 정부가 다시금 CLARITY Act 법제화를 추진하고 있다는 것이다. 따라서 '25년 7월 Crypto Week처럼 정책 드라이브가 테마 확산으로 이어질 지 점검할 필요가 있는 시점이다.

표1 연초 이후 CLARITY Act 타임라인: 4월 이후 정부 입김 강화

날짜	주체	내용
2026-01-09	상원 은행위원회	상원 은행위원회가 CLARITY Act 관련 심사 개시를 발표
2026-01-14	상원 은행위원회	상원 은행위원회의 심사 연기 발표
2026-02-03	백악관	백악관이 은행권과 암호화폐 업계를 불러 회의 개최 CLARITY Act 의 핵심 병목인 이자지급 조항에 대한 절충 시도
2026-02-13	베센트 재무장관	CNBC 인터뷰에서 CLARITY Act 를 2026 년 봄에 통과시켜야 함을 촉구
2026-04-08	백악관 · CEA	*Effects of Stablecoin Yield Prohibition on Bank Lending,* - 스테이블코인 이자 지급을 금지해도 은행 대출 증가 효과는 작음 - 반면 소비자 후생 비용은 크다고 주장
2026-04-09	베센트 재무장관	WSJ 기고를 통해 CLARITY Act 를 통과시켜야 한다고 재차 강조 - 규제 불확실성으로 인해 투자가 해외로 빠져나가고 있음 - 미국 리더십 유지를 위해 입법 촉구

자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

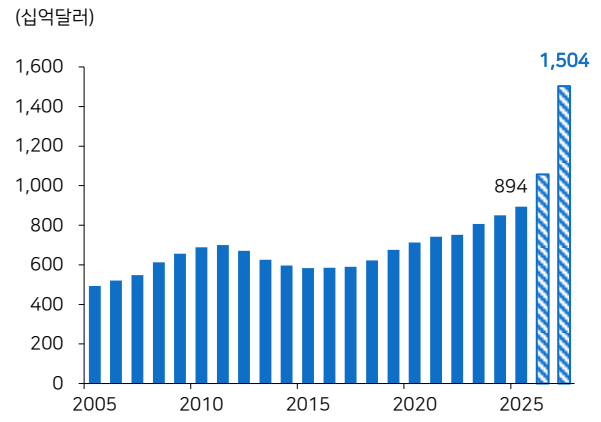
재시동이 걸린 이유: 전쟁 이후 재조명된 스테이블코인 역할

베센트 재무장관이 표면적으로 언급한 배경은 규제 미흡에 따른 자금 유출이다. 디지털 인프라 자금 및 투자가 아부다비·싱가포르 등 규칙이 명확한 해외로 유출되고 있으며, 법제화를 통해 이를 다시금 제도권 내로 편입해야 한다는 것이다.

전쟁 발발 이후 부각된 재정 부담도 무관하지 않을 수 있다. 4월 3일 트럼프 대통령은 FY2027 예산안을 통해 국방예산 1.5조달러를 요청한 바 있다. 이는 FY2025 집행액 대비 +68%, 작년의 FY2027 요청 대비 +42% 증가한 수치로, CFRB는 FY2027 수준의 국방비 유지 시, 부채 누증 압력을 키울 수 있다고 언급했다.

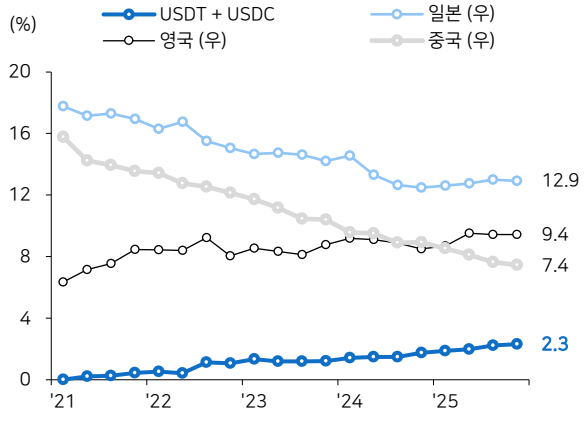
반면 미국채 보유량 상위 3개 국가의 보유비중은 하락 중이다. 보유규모 역시 '21년 이후 평균 수준(2.7조달러)에 머무르며 수요 측면의 부담 가능성을 시사한다. 반면 Tether와 Circle의 미국채 보유규모와 비중은 모두 상승세를 이어가고 있다. 즉 스테이블코인이 새로운 미국채 수요 주체로 부상하고 있는 가운데, 재정·국채 수요 환경이 스테이블코인 채택 확대 논리를 상기시켰을 가능성도 있다.

그림1 미국 국방예산 집행액 추이 및 FY2026-27 요청액



자료: OMB, CBO, 메리츠증권 리서치센터

그림2 외국인 보유 미국채: 국가·주체별 비중



자료: Brookings, TIC Data, Tether, Circle, 메리츠증권 리서치센터

입법이 지연된 이유: 스테이블코인 이자 지급

CLARITY Act의 표결 지연 배경은 스테이블코인의 이자 지급 여부이다. 스테이블코인 발행사는 고객의 돈을 현금·단기국채 등 준비자산으로 운용하며 이자수익을 수취할 수 있다. 이때 이자수익의 일부를 보유자에게 환원할 지 여부를 두고 이견이 발생했다. 발행사는 이자 지급 시 스테이블코인 채택 확대를 기대할 수 있다. 반면 은행은 예금 경쟁력 약화될 수 있기 때문에 대치 상태가 이어진 것이다.

한편 절충안이 제시될 것이라는 관측이 지배적이다. 주로 거론되는 후보들은 1) 이자 보상을 허용하되, 상한 및 기간 등에 강한 조건을 부과, 2) 예금처럼 보이는 정적 잔액(Idle Balances)에는 이자 보상을 막고, 결제성 활용에 대해서는 이자 지급을 허용, 3) 이자 보상을 전면 금지하되 비이자성 혜택은 허용하는 방안이다.

표2 **타협안이 제시될 경우, 가능한 조합들**

타협안	내용	은행권 영향	발행사 영향
이자 보상 허용, 강한 조건 부과	- 거래소 및 앱의 이자 보상 허용, - 단 상한·기간 등에 제한	무리한 금리경쟁 방지 가능	스테이블코인 채택 확대 유인 보존 가능
유휴 잔액 이자 금지, 결제성 보상 일부 허용	- 스테이블코인 잔액에 대한 이자성 보상 금지 - 실제 P2P 결제·송금·네트워크 사용과 연계된 제한적 보상 허용	실질적인 예금이자 대체 방지 가능	스테이블코인 채택 확대 유인 보존 가능
이자성 보상 금지, 비이자성 혜택 허용	- 예금성 표현 및 구조는 금지하되, - 수수료할인·캐시백 등 비이자성 혜택 허용	스테이블코인의 예금 대체 효과 약화 가능	고객 유치 매력 저하

자료: Reuters, 메리츠증권 리서치센터

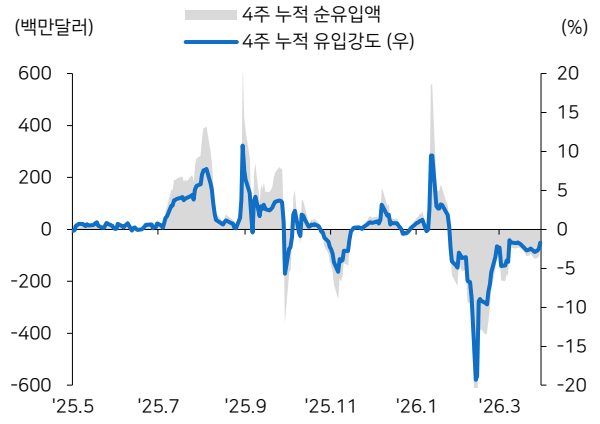
작년의 Crypto Week 분위기가 재현될 수 있을까?

CLARITY Act의 단기 데드라인은 4월 말 – 5월 초로 예상된다. 5월 내로 상원을 통과하지 못할 시 중간선거 전에 처리될 가능성이 낮아지기 때문이다. 기한이 임박한 만큼, 정책 추진은 지속될 것으로 예상된다.

한편 '25년 7월 Crypto Week 전후로, 현재와 유사하게 암호화폐 정책 드라이브가 작용한 적이 있다. CLARITY Act의 하원 통과를 앞두고 규제 불확실성으로 대기 중이던 자금이 유입되며 테마가 확산된 것이다. 7월 한 달 동안 핀테크·암호화폐 테마 ETF에 4천억달러가 유입되었으며 이는 해당 ETF 순자산의 7.8% 수준이다.

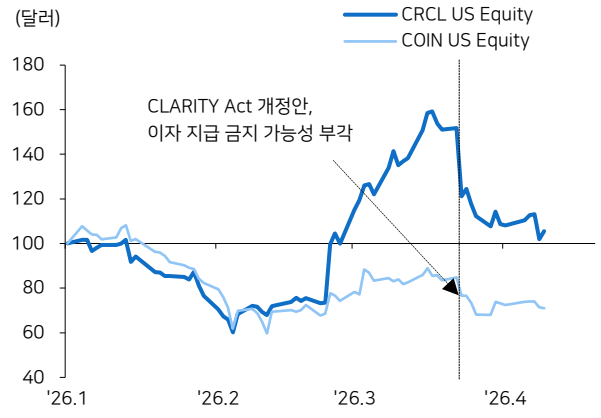
다만 현재 해당 ETF들은 순유출을 기록 중이다. 더불어 3월 말 절충안 가능성이 제기되자 발행사 주가가 급락한 바 있다. 절충안이 스테이블코인의 채택 확산을 늦출 수 있다는 우려가 작용한 결과이다. 이는 작년과 달리 법안 진전 자체는 호재로 인식되고 있지 않음을 시사한다. 따라서 올해에도 정책 드라이브가 테마 확산으로 연결되기 위해서는 절충안도 시장 친화적 방향으로 제시되어야 할 것이다.

그림3 **핀테크·암호화폐 테마형 ETF 순유입액 추이**



주: ETFAction의 테마형 ETF 분류체계 활용. BLOK, ARKF 등 23개 합산
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림4 **연초 이후 스테이블코인 관련주 주가 추이**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: *White House Weighs in on Stablecoins and CLARITY (Grayscale)*