

2025. 2. 7 (금)

FX/원자재 Economist 박수연
02. 6454-4897
soo-yeon.park@meritz.co.kr



	2월 1주 (1월 31일 ~ 2월 6일)			2월 2주
	밴드	증가	(%WoW)	예상 밴드
달러인덱스	107.3~109.9	107.7	-0.08	107.0~109.0
달러/원	1,442~1,472	1,447	-0.35	1,430~1,465
유로/달러	1,014~1,044	1,038	0.08	1,030~1,050
달러/엔	151.2~155.9	151.4	1.90	150.0~154.5
달러/위안	7.244~7.294	7.285	-0.56	7.250~7.300

2월 1주 말 바꾸는 트럼프, 낮아지는 신뢰도

Review

말 바꾸는 트럼프 때문에 시장은 출렁이고, 신뢰는 낮아지고. 트럼프 2기 3주차만에 누적된 피로감

- ✓ 1/31(금) 미국은 캐나다/멕시코 25%, 중국 추가 10% 관세 결정 → 2/3(월) 캐나다/멕시코 30일 유예, 중국 강행
- ✓ 당연히 출렁이는 환율. 달러/원 1/31(금) 증가 1,445.1원 → 2/3(월) 시가 1,466.0원, 고가 1,472.5원, 증가 1,462.0원
- ✓ 트럼프에 이목이 집중된 것과 달리 DXY 고점은 낮아져, 신뢰가 낮아지면서 달러 고밸류도 정당화되기 어려움
- ✓ 높아진 변동성 때문에 적정환율 논의를 더욱 무의미. 금리인상, 저밸류가 분명한 엔화만 절상세 지속

Preview

변동성 대응이 여전한 급선무. 그러나 변동성 장세가 이어질수록 시장은 미국 예외주의를 의심할 것

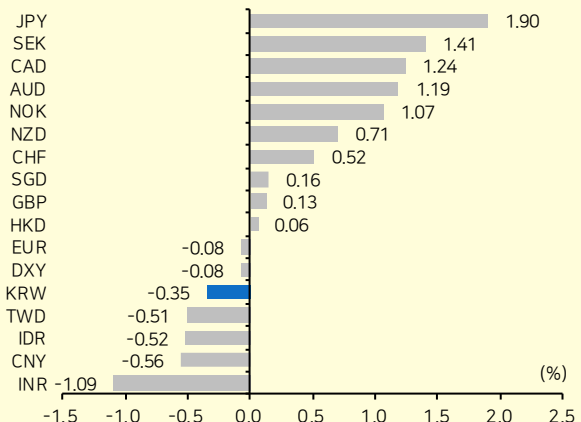
- ✓ 주요 이벤트: 2/7(금) 미국 1월 고용동향, 2/12(수) 미국 1월 CPI, 2/14(금) 미국 1월 소매판매
- ✓ 트럼프는 예측 불가능. 달러/원 1,440~1,470원 구간에서는 트럼프 예측에 힘쓰기보다 대응하는 것이 합리적
- ✓ 다만 예측 불가능성이 정당화되는 유일한 방법은 강한 경제. 이번주 경제지표가 트럼프 발언보다 중요할 것
- ✓ 고밸류 통화인 달러가 약해지면 저밸류 통화인 엔화가 가장 큰 수혜. 달러/엔 152엔은 키피라인

달러인덱스 vs. 달러/원



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주요 통화별 달러대비 절상률 (1월 31일 ~ 2월 6일)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

To-do list: 1) 변동성 대응하기, 2) 트럼프 신뢰 하락 고민하기

1. 트럼프 특징: 강한 실행력 → 환율 변동성 확대

트럼프의 관세 부과와 반복

이번주 외환시장은 트럼프 관세 정책이 좌우했다. 정확하게는 특정 국가에 관세 부과를 선언한 뒤 이를 반복하는 과정에서 시장 변동성이 커졌다. 1월 30일에 트럼프 행정부는 2월 4일부터 캐나다와 멕시코에 25%, 중국에 추가 10% 관세를 부과할 것이라는 행정명령을 발표했다. 대체로 명목은 무역 불균형과 마약 밀매와 관련된다<표1>.

이후 캐나다와 멕시코는 국경 강화를 약속한 대가로 관세 부과를 30일간 연기했다. 반면, 중국에는 2월 4일부터 추가 관세 부과가 시작되었다. 중국이 협상에 응하지 않고 2월 3일에 미국산 수입품 일부(원유, 석탄, LNG, 농기계 등)에의 보복 관세와 구글 반독점 조사 개시로 대응했기 때문이다. 트럼프 대통령과 시진핑 주석과의 협상 목적 전화통화도 미뤄졌다.

당연하게도 환율 변동성 확대돼

트럼프의 강한 실행력은 당연하게도 단기 환율 변동성 확대로 이어졌다. 특히나 변동성이 큰 달러/원은 1/31(금) 종가 1,445.1원에서 2/3(월) 시가 1,466.0원, 고가 1,472.5원, 종가 1,462.0원으로, 단 1영업일 사이 30원 가까이 움직였다. 달러인덱스 또한 2월 3일 하루 동안 약 2% 내외를 등락했다.

관세는 완전히 철회되지 않음. 예측보다는 대응이 합리적 전략

트럼프는 예측 불가능하고, 예측이 불가능한 사람을 예측하려는 노력은 실효성이 낮다. 따라서 새로운 정책이 발표된 이후에 사후적으로 대응하는 전략이 합리적이다. 특히 <표1>에 정리했듯 다른 지역과의 분쟁도 진행 중이며, 아직 캐나다와 멕시코에의 관세는 완전히 철회되지 않았다. 즉, 변동성 장세와 사후 대응 전략은 지속되겠다.

표1 트럼프 외교적 발언 변화

국가/지역	초기 발언		최근 발언 및 상대국 대응
유로존	(12/20) 관세 부과 가능성 언급. 미국산 원유/가스 수입 요구	→	(2/5) EU위원회는 관세 부과에 통상위협대응조치(ACI)로 미국 빅테크 제재 계획
그린란드	(12/22) 그린란드 소유 주장. 명목은 국가 안보와 전 세계 자유	→	(2/2) 그린란드가 중국/러시아 이용 해로를 통제하지 않는 데 불만
파나마 운하	(1/20) 중국 영향력이 커서 미국 선박에 과도한 요금을 부과	→	(2/5) 파나마 정부는 홍콩계 소유 항구의 운영 계약 취소 검토 중
캐나다	(1/30) 25% 관세 부과. 명목은 무역 불균형과 국가 안보	→	(2/3) 관세 30일 유예. 캐나다는 국경 강화에 13억 달러 투입 및 1만 명을 배치하고 펜타닐 차르 임명
멕시코	(1/30) 25% 관세 부과. 명목은 불법 이민과 마약 밀매	→	(2/3) 관세 30일 유예. 멕시코는 국가방위대원 1만 명 투입
중국	(1/30) 추가 10% 관세 부과. 명목은 불공정 무역과 파나마 운하	→	(2/4) 중국은 보복관세로 대응. 트럼프 대통령은 시진핑 주석과의 전화 통화를 서두르지 않을 것이라 반복
가자지구	(2/4) 이스라엘과의 정상회담에서 미국이 가자지구를 관리하고 팔레스타인 주민은 인근 국가로 재배치할 계획이라 발표		
이란	(2/4) '이란에 최대 경제 압박' 대통령 각서 서명. 명목은 이란 핵무기 보유 반대		

주: 음영은 트럼프가 발언을 반복한 내용

자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터 정리

2. 트럼프 특징2: 낮은 지속성 → 추세적 약달러 기대

달러인덱스 고점이 낮아지고 있어

시장 변동성에 가려졌으나, 외환시장에서는 달러인덱스 고점이 낮아지고 있다는 특징이 관찰된다. 트럼프 행정부가 관세 부과 행정명령을 집행했음에도 달러인덱스의 2월 3일 고가는 109.88였다. 트럼프의 대통령 취임식 이전 고점인 1월 13일의 110.18을 상회하지 못한 것이다.

트럼프 정책 신뢰도가 낮기 때문

달러인덱스 고점이 낮아지는 이유는 정책 신뢰도(credibility) 문제 때문이다. 트럼프는 SNS를 통해 돌발적으로 정책을 발표하고 다른 국가들과의 협상 전략은 일관되지 못하다. 신뢰가 낮은 이유다. 이렇게 신뢰받지 못하는 정부는 일반적으로 정책 효과가 낮다. 예를 들어, 감세 정책을 실시하더라도 국민들이 미래에 세금이 인상될 것이라 믿는다면 정부가 원하는 만큼의 소비나 투자 증대는 없다. 이번 관세 정책도 마찬가지다. 정말로 부과될 것인지를 30일이 지나기 전까지는 알 수 없다.

정책 신뢰도를 높이는 방법은
경기 개선으로 입증하는 것

예측 불가능한 정책이 정당화되는 유일한 방법은 국가 경기 개선이다. 전략이 유효했음이 입증되기도 하고, 특히 트럼프 경제 정책에 제기되는 의문이 해소되기 때문이다. 주요 연구기관은 특히 트럼프의 관세 정책이 미국의 GDP 성장률은 낮추고 CPI 상승률은 높일 것으로 전망한다. <그림3,4>는 PII의 추정치로, 1월 30일에 집행한 관세 정책은 2025년 미국 GDP 성장률 $-0.05\%p$, CPI 상승률 $+0.54\%p$ 영향이 있다고 분석했다.

환율 변곡점은 경제 지표가 될 것

즉, 트럼프 행정부는 정책 실행력은 강하지만, 경기 개선이라는 중장기 정책 목표 지속성이 낮다고 비판된다. 이는 그간 달러의 고밸류를 정당화했던 미국 예외주의와도 일맥상통한다. 4Q24 중 수급상 충분한 달러 매수가 이루어졌음에도 미국 경기하강이 나타나지 않아 달러인덱스는 상승세가 이어져 왔다. **정치와 시장センチメント 모두 미국 경제 지표가 컨센서스를 하회하면 일시에 추세적 약달러로 전환될 조건이다.**

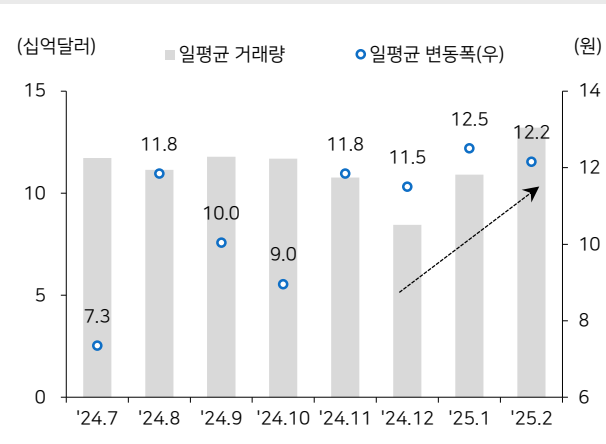
따라서 향후 외환시장 추세 변곡점은 정치보다는 경제가 될 가능성이 크다. 다음주에는 미국 1월 고용부터 CPI, 소매판매가 모두 발표된다. 이번주 미국 ISM 서비스업 지수가 컨센서스를 하회할 때처럼 달러인덱스는 추세적 하락이 시작될 수 있을지에 유의해야겠다.

다만 단기적으로 달러인덱스
하단은 높음. 유로화 매력 낮음

다만 달러인덱스 하단은 105 이상으로 높겠다. 장기화된 강달러 환경 때문에 환율 눈높이가 높아져 저가매수가 유입될 가능성이 크다. 게다가 달러인덱스 구성 통화 중 매수에 나서기 좋은 통화는 엔화 밖에 없다. 금리 인상이 예정되어 있고 저밸류 매력도 높다. 달러인덱스 구성비중이 가장 큰 통화는 유로화이나, 유로화는 유로존 경기와 재정건전성 우려 때문에 매수 매력도가 낮기 때문에 전체 달러인덱스 하락은 제한되겠다.

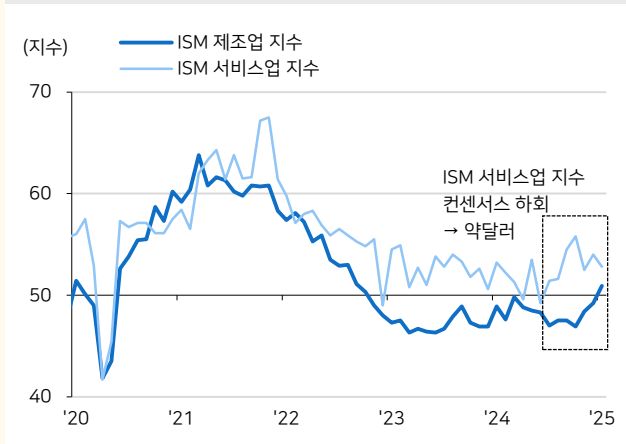
2월 1주 차트: 약달러 타이밍 고민하기

그림1 달러/원 현물환 거래량 vs. 일일 변동폭



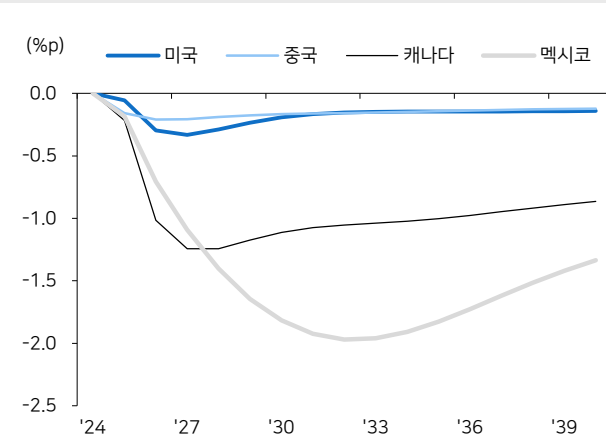
자료: 인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 ISM 지수: 제조업 vs. 서비스업



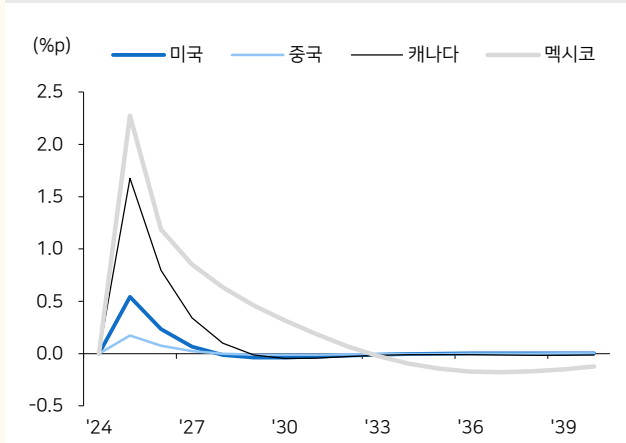
자료: ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림3 1/30 관세 정책 현실화 시 GDP 성장률 변화 추정치



자료: PIIIE, 메리츠증권 리서치센터

그림4 1/30 관세 정책 현실화 시 CPI 상승률 변화 추정치



자료: PIIIE, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 국가별 수입 비중 (3Q24 기준)

순위	국가	수입 비중(%)	순위	국가	수입 비중(%)
1	멕시코	13.6	13	프랑스	2.2
2	중국	11.6	14	이탈리아	2.1
3	캐나다	11.4	15	싱가포르	1.4
4	독일	5.1	16	말레이시아	1.4
5	일본	4.5	17	네덜란드	1.3
6	영국	3.9	18	브라질	1.1
7	대만	3.6	19	벨기에	0.9
8	한국	3.6	20	이스라엘	0.8
9	아일랜드	3.4	21	호주	0.7
10	베트남	3.4	22	홍콩	0.5
11	인도	2.9	23	사우디	0.4
12	스위스	2.2			

자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 국가별 무역수지 (3Q24 기준)

순위	국가	무역수지(백만달러)	순위	국가	무역수지(백만달러)
1	네덜란드	18,810	13	아일랜드	-8,379
2	호주	8,839	14	인도	-9,334
3	브라질	8,068	15	캐나다	-9,426
4	싱가포르	6,859	16	이탈리아	-10,688
5	홍콩	5,450	17	한국	-13,951
6	영국	3,263	18	일본	-14,010
7	사우디	1,856	19	대만	-22,755
8	벨기에	780	20	독일	-22,851
9	이스라엘	-1,973	21	베트남	-30,781
10	스위스	-3,546	22	멕시코	-44,620
11	말레이시아	-4,261	23	중국	-70,259
12	프랑스	-5,299			

자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

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.