

2025. 4. 7 (월)

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



	4월 1주 (3월 29일 ~ 4월 4일)			4월 2주
	밴드	증가	(%WoW)	예상 밴드
달러인덱스	101.2 ~ 104.5	103.0	-0.98	102.0 ~ 104.0
달러/원	1,430 ~ 1,478	1,461	0.62	1,435 ~ 1,470
유로/달러	1,076 ~ 1,115	1,096	1.18	1,082 ~ 1,110
달러/엔	144.5 ~ 151.3	146.9	1.98	144.0 ~ 150.5
달러/위안	7.247 ~ 7.305	7.282	-0.27	7.255 ~ 7.320

4월 1주 관세 치킨게임

Review

관세부터 탄핵까지 굵직한 한 주. 달러/원은 이틀만에 1,470원 → 1,430원 → 1,460원

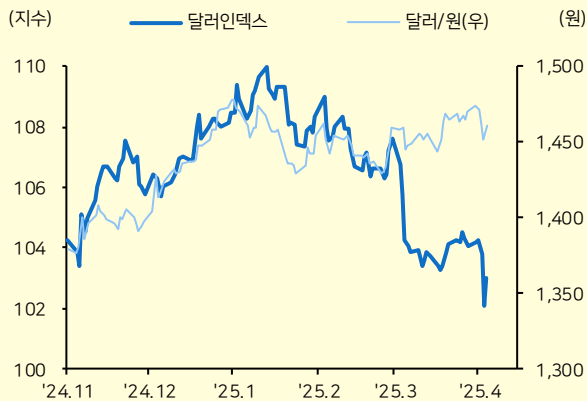
- ✓ 미국, 보편관세 10% + 상호관세 발표. "대미관세율 = 무역적자 / 수입액"으로 계산하고 이를 기준으로 관세율 부과
- ✓ 중국, 미국에 34% 보복관세 발표. 미국이 중국에 부과한 상호관세와 같은 숫자 → DXY 상승 반전
- ✓ 트럼프, 파월에 금리인하 압박. 그러나 파월은 금리인하를 "서두를 필요 없다"고 발언
- ✓ 헌법재판소, 윤석열 대통령 만장일치 파면. 달러/원 단기 바닥 1,430원 재확인 후 1,460원까지 반등

Preview

관세 치킨게임 시작. 이제 기말 곳은 극적인 외교적 협상 타결 또는 확장적 재정/통화정책

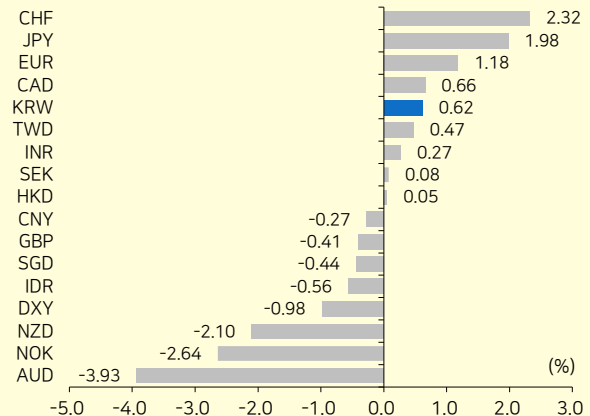
- ✓ 주요 이벤트: 4/10(목) 미국 3월 CPI, 4/11(금) 미국 4월 미시간대 소비자신뢰지수
- ✓ [지표] 미국 3월 CPI 컨센서스: Headline 2.6% YoY (vs. 2월 2.8%), Core 3.0% (vs. 2월 3.1%)
- ✓ [연준] 완전한 risk-off. 시장은 연내 4회 인하 기대(CME FedWatch, 4/4(금) 37.5%)
- ✓ [정치] 가능성은 보복관세 > 관세 철폐. 무역전쟁으로 인한 글로벌 경기둔화는 강달러 요인

달러인덱스 vs. 달러/원



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주요 통화별 달러대비 절상률 (3월 29일 ~ 4월 4일)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

관세 치킨게임 시작

1. [대내] 헌법재판소, 윤석열 대통령 파면 → 불확실성 ↓

이번주 달러/원 움직임:
1,470원 → 1,430원 → 1,460원

이보다 환율 변동성이 크기도 어렵다. 달러/원은 2 영업일 간 1,470원 → 1,430원 → 1,460원으로 움직였다. 4월 2일(수) 미국 상호관세와 4월 4일(금) 헌법재판소의 윤석열 대통령 파면이 연이어 발표되었기 때문이다. 달러/원은 4월 4일(금) 오전에 대통령 파면이 결정된 후 1,430.2원까지 하락했다. 그러나 이후 달러저가매수가 유입되고 중국의 보복관세까지 결정되자 1,460원 내외까지 반등했다.

대내 정치 불안 해소는 긍정적

한국 정치 불확실성이 완화된 것은 긍정적이다. 대선 전까지 정치 리더십 공백은 불가피하지만 공백 기간의 기한이 정해졌기 때문이다. 헌법에 따르면 60일 이내(6월 3일, 유력하게 거론됨)에 선거가 이루어져야 한다. 그리고 공직선거법에 따르면 선거일 50일 전까지는 대선일이 공고돼야 하며, 대통령 권한대행은 헌법재판소의 탄핵 결정 선고 10일 이내(4월 14일)에 대선일을 공고해야 한다.

대내 재료 해소.
달러/원도 달러인덱스에 연동될 것

대내 정치 불안이 해소되었기 때문에 앞으로의 달러/원은 달러인덱스에 연동될 것이다. 2017년 박근혜 대통령 탄핵 당시에도 달러/원은 1,157.40 → 1,113.16 (-3.82%), DXY 101.81 → 99.17 (-2.59%)로 움직였다 <그림1>.

2. [대외] 관세 치킨게임 시작 → 불확실성 지속

미국 보편관세 + 상호관세 발표

문제는 관세다. 4월 2일(수) 트럼프 행정부는 보편관세 10%와 상호관세를 종합한 관세 부과 계획을 발표했다. 당초 시장이 예상했던 시나리오 중 최악의 결과였기 때문에 일차적으로 시장은 미국 경기둔화 우려를 반영한 약달러로 대응했다.

심지어 발표된 관세에 시장은 동의하지 못했다. 미국은 상대국이 미국에 부과하고 있는 대미관세율을 발표했는데 <표2>, 그 수준이 (상대국과의 무역적자) / (상대국으로부터의 수입액) 비중과 일치했다. 예를 들어, 미국은 한국의 대미관세율이 50%라고 주장했는데, 이는 2024년 연간 미국의 한국 무역적자(660억 달러)를 미국의 한국 수입액(1311억 달러)으로 나눈 수치다.

중국 보복관세 34%로 대응

그러나 상황은 중국이 보복관세를 발표하면서 바뀌었다. 중국 당국은 미국이 새롭게 부과한 34% 관세를 그대로 미국에 부과하기로 결정했다. 더불어 희토류 7종에 대한 수출도 금지했다. 한편, EU는 현재 진행 중인 철강 관세 협상이 무산되면 기존에 발표한 규모(260억 유로)보다 더 큰 보복 관세를 부과하겠다고 발표했다.

관세 치킨게임 현실화

관세는 양국이 모두 관세 부과를 선포하는 최악의 치킨게임이 되고 있다 <표1>. 경제학적으로 치킨게임의 균형은 (직진, 회피) or (회피, 직진) 두 가지다. 그러나 팬데믹을 겪으며 주요국이 공급망 의존도를 낮추면서 (직진, 직진)이 현실화될 가능성이 커졌다. <그림2>에서 알 수 있듯, 중국은 미국향 수출 의존도를 2018년 9월 20.6% → 2025년 2월 12.9%까지 낮췄다. EU는 수출 의존도가 높아졌으나 역내 수출 비중이 높기 때문에 우려되는 상황이 아니다. 그러나 미국 의존도가 계속 높아진 한국은 타격이 클 수밖에 없겠다.

관세 충격 흡수 방법은
확장적 재정/통화정책

관세 철회가 어려운 지금, 관세 충격을 흡수하는 방법은 미국 정부의 확장적 재정/통화정책 밖에 없겠다. 그러나 두 정책 모두 단기간 내 실시되기는 어렵겠다. 우선, 베센트 미국 재무장관은 임명 초부터 미국 재정 전전성 강화를 주장했다. GDP 대비 재정적자 = 3%까지 정부 부채를 축소하겠다는 입장이다.

그러나 당장은 기대하기 어려워

연준의 인하도 당장 기대하기는 어렵다. 4월 4일(금), 파월 의장은 관세의 물가 상승 압력이 지속될 가능성(could be more persistent)을 언급했다. 일시적(transitory)일 것이라는 기존 발언에서 후퇴한 셈이다. 3월 FOMC 수정경제전망에 드러난 스태그플레이션 우려(4Q25 GDP 성장률 하향(2.1% → 1.7%), PCE 물가 상향(2.5% → 2.7%))가 미국 경제 전망에 자리한 듯하다.

앞으로의 환율 전망:

- 1) 강달러: 보복관세 치킨게임
- 2) 약달러: 협상 or 확장정책

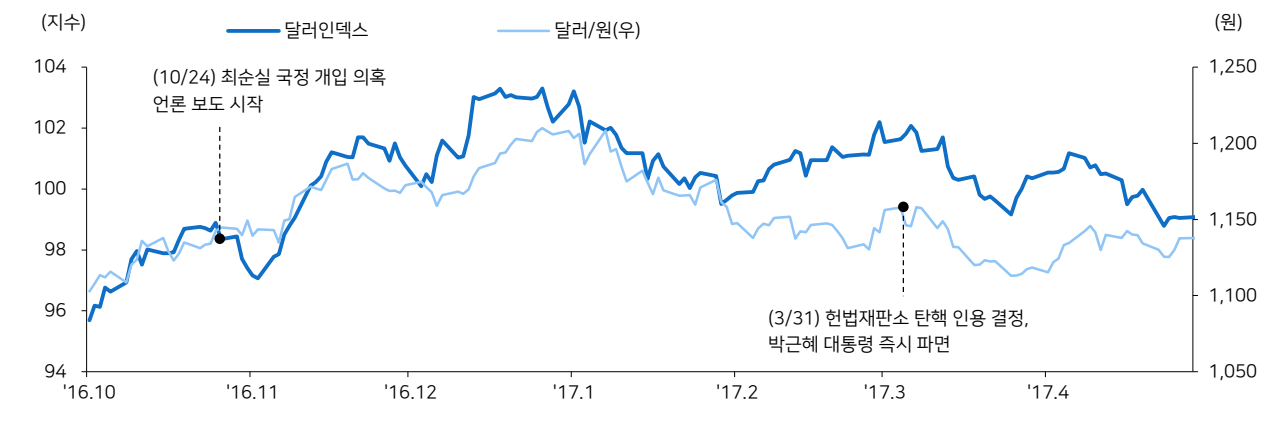
상기한 논의를 종합한 앞으로의 환율 전망은 다음과 같다. 1) 보복관세가 이어질 경우 글로벌 경기둔화가 우려되며 강달러가 전개되겠다. 반대로 2) 관세 협상이 타결되거나 미국 중심의 확장적 재정/통화정책이 펼쳐진다면 risk-off에 따른 약달러가 나타나겠다. 연준이 6월에 첫 인하를 나선다는 전망 하, 2분기 약달러 전망은 유지하나, 단기간 변동성 확대는 불가피해 보인다.

표1 관세 치킨게임 예상 시나리오

	비(非)미국: 회피 (관세 완화 및 협상)	비(非)미국: 직진 (보복관세)
미국: 회피 (관세 철회/협상)	미국: 3 / 비(非)미국: 3 (상호 양보)	미국: 2 / 비(非)미국: 4 (미국이 양보)
미국: 직진 (관세 유지/강화)	미국: 4 / 비(非)미국: 2 (비(非)미국이 양보)	미국: 1 / 비(非)미국: 1 (상호 강경)

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 달러인덱스 vs. 달러/원: 트럼프 1기 및 박근혜 대통령 탄핵 당시



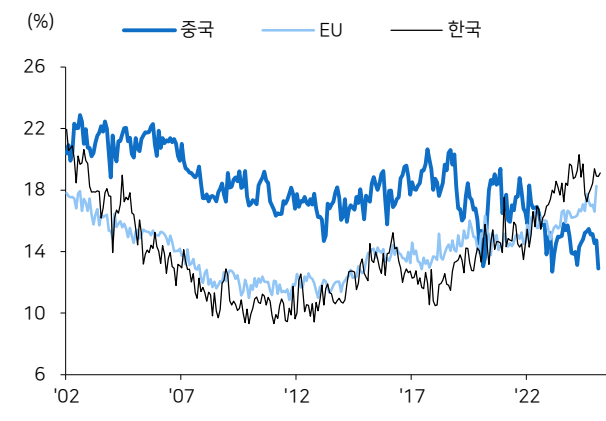
자료: Bloomberg, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

표2 백악관이 발표한 대미관세율 = 상대국과의 무역적자 / 상대국으로부터의 수입액 (2024년 기준)

국가	무역적자/수입액	백악관 발표	국가	무역적자/수입액	백악관 발표	국가	무역적자/수입액	백악관 발표
Cambodia	97	97	India	52	52	Singapore	-7	10
Vietnam	90	90	South Korea	50	50	Chile	-10	10
Sri Lanka	88	88	Malaysia	47	47	Australia	-107	10
Bangladesh	74	74	Japan	46	46	Turkey	9	10
Thailand	72	72	EU	39	39	Colombia	-8	10
China	67	67	Philippines	34	34	Peru	-20	10
Taiwan	64	64	Israel	33	33	UAE	-261	10
Indonesia	64	64	Norway	30	30	Argentina	-29	10
Switzerland	61	61	New Zealand	20	20	Guatemala	-94	10
South Africa	60	60	Ecuador	12	12	Egypt	-139	10
Pakistan	58	58	UK	-17	10	Saudi Arabia	-3	10
Kazakhstan	54	54	Brazil	-17	10			

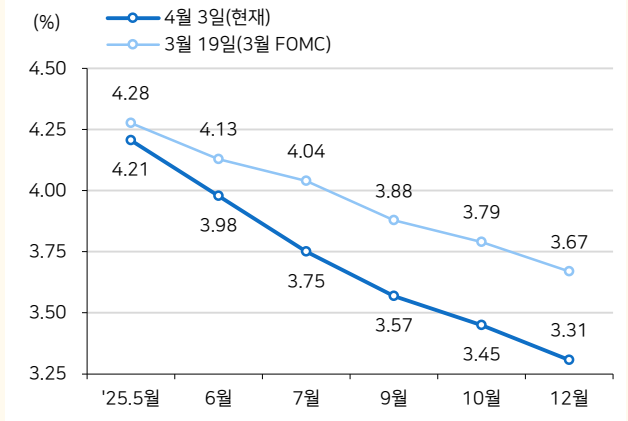
자료: 백악관, US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림2 국가별 수출 중 미국 비중



자료: 중국 해관총서, Eurostat, 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림3 선물시장에 반영된 연방기금금리 추이



자료: Bloomberg, 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.
