

환전소

환율 전망 소개

2025. 5. 23 (금)

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



meritz 메리츠증권

	5월 4주 (5월 16일 ~ 5월 22일)			5월 5주
	밴드	증가	(%WoW)	예상 밴드
달러인덱스	99.3~101.3	100.0	-1.12	99.0~101.0
달러/원	1,367~1,403	1,383	1.27	1,360~1,395
유로/달러	1,113~1,137	1,128	1.06	1,118~1,138
달러/엔	142.8~146.1	144.0	1.17	142.5~145.5
달러/위안	7.196~7.226	7.206	0.11	7.185~7.225

5월 4주 환헤지는 나중에

Review

흔들리는 미국 + 손잡는 유럽 + 눈치 보는 아시아

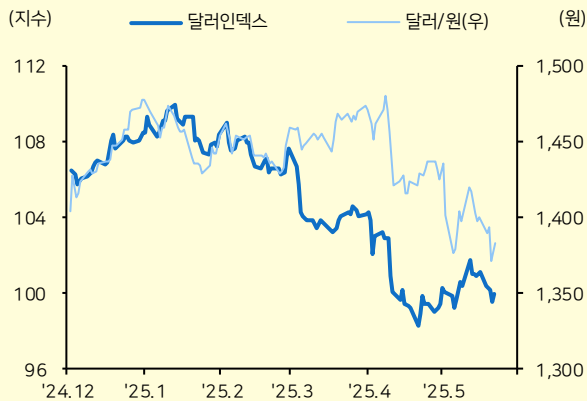
- ✓ [미국] 5/16(금), 무디스가 미국 TCJA 연장 시 재정건전성이 악화될 것이라는 이유로 신용등급을 Aaa → Aa1 강등
- ✓ [미국] 5/22(목), 미국 하원에서 실제로 TCJA 연장을 포함한 감세안 통과. 재정건전성 우려로 미국채 금리 상승
- ✓ [유럽] 5/19(월), EU-영국은 브렉시트 이후 9년만에 최대 규모 방위·무역 관계 설정
- ✓ [아시아] 5/21(수), 미·일 재무장관은 환율과 무역협상을 분리하기로 결정. 그러나 일본 장기채 금리 상승

Preview

존재부터 불확실한 환율협상. 그러나 우려만으로 환헤지 비용은 리세션 수준

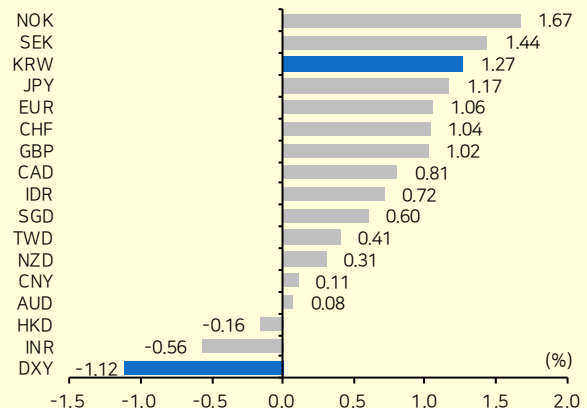
- ✓ 주요 이벤트: 5/28(수) 5월 FOMC 회의록, 5/29(목) 한은 5월 금통위
- ✓ 관세 → 환율협상으로 옮겨간 시선. 환율협상은 존재부터 불확실해서 환헤지 외에는 사전 대응 방법이 없음
- ✓ 당사는 환율협상 없다고 가정. 금리 인상 외에는 원화 절상이 어렵고 엔 캐리 청산까지 우려되기 때문
- ✓ 한편, 한은 25bp 인하 (2.75%→2.50%) 전망. 대내 경기가 약하고 환율 부담이 줄어들었기 때문

달러인덱스 vs. 달러/원



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주요 통화별 달러대비 절상률 (5월 16일 ~ 5월 22일)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

못미더운 달러, 더 못미더운 원화

1. [미국] 재정건전성 우려

미국 재정건전성 우려

5월 12일(월) 미중 관세협상 타결 이후 시장은 한숨을 돌렸다. 그리고 관세 외의 것들로 시선이 이동했다. 미국은 재정건전성 우려가 이에 해당한다.

무디스 미국 신용등급 하향

5월 16일(금) 무디스가 미국의 신용등급을 최고 수준인 Aaa → Aa1로 한 단계 내리며 시작되었다. 무디스는 2025년 말에 만료되는 TCJA가 연장될 것을 전제로 만성적인 재정적자와 정부부채 증가를 반영한 결과라 설명했다. TCJA 연장은 향후 10년간 약 4조 달러의 추가적인 기초재정수지 적자를 유발하고, 연방정부부채/GDP 비율은 2024년 98% → 2035년 134%까지 상승할 것이라 추정했다.

미국 하원, TCJA 연장 포함한 예산안 통과

그리고 실제로 TCJA 연장은 목전에 있다. TCJA 연장을 포함한 미국의 FY2026 예산안이 5월 18일(일) 하원 예산위원회 → 5월 22일(목) 하원 본회의에서 통과되었다. 이제 상원 표결만 남았는데, 7월 말 의회가 여름 휴회에 들어가기 이전인 7월 4일(독립기념일)까지 최종 통과될 것으로 점쳐진다.

미국 자산 불신 재현

미국 재정건전성 우려는 미국 자산에 대한 불신으로 나타났다. 미국채 10년은 4.6%, 미국채 30년은 5.0%를 상향돌파했고 달러인덱스는 하락했다. 미국 주식시장도 4월부터의 반등에서 숨고르기 중이다.

시장은 미국이 못미덥다. 급진적인 관세 정책으로 리더십을 잃은 상태에서 재정건전성 우려까지 겹쳤다. 미국의 경기체력이 강한 것을 제외하면 미국 자산의 매력도는 낮다. 미국이라서 당연하게 투자하던 시대는 저물고, 미국이 강하다면 투자하는 시대로 넘어가는 중이다.

2. [비미국] 살아남으려 친해지는 중

비미국 외교 관계 재설정

비미국은 미국의 고율 관세에서 살아남기 위한 외교 관계 재설정이 한창이다.

1) EU-영국 정상회담

5월 19일(월) EU-영국 정상회담에서 브렉시트 이후 9년 만에 최대 규모의 방위·무역 관계가 설정되었다. 스타머 영국 총리가 브렉시트 국민투표 당시 EU 잔류를 지지한 인사였기 때문에 관계 회복이 더욱 빨랐던 것으로 보인다. 영국 정부는 이번 합의로 영국은 2040년까지 90억 파운드(한화 약 16조7천억 원) 가까운 경제적인 효과를 기대한다고 설명했다.

핵심 합의 내용은 방위·안보 항목으로, 영국 기업들은 EU의 1,500억 유로 규모 재무장 프로그램에 참여하게 된다. 이외에 농축산·식품 품목 검역 면제, 청년 이동성 제도 및 에라스무스+ 재가입을 통한 교육 교류, 영국인들의 EU 전자 게이트 사용 허가, EU 탄소세에서의 영국 면제가 포함된다.

2) 호주, 태평양 도서국 무관세

한편, 아태지역에서는 호주가 리더십을 발휘하고 있다. 5월 20일(화) 호주는 미국 원조 삭감과 관세 인상으로 어려움을 겪는 태평양 도서국을 지원하기 위해 무관세를 유지하겠다고 발표했다. 또한 AUD 21억 (약 1.8조 원) 규모의 개발 원조를 약속하고, 예산의 75%를 태평양 도서국에 집중하겠다고 언급했다.

비미국 간 외교 관계 재설정 뉴스는 추가 약달러로 나타났다. 특히 EUR, GBP 절상이 두드러졌다. 미국 자산 다변화 수요가 이어지고 있는 셈이다.

3. 존재부터 불확실한 환율협상

환율협상에 등락하는 달러/원

달러/원은 여전히 환율협상 뉴스에 등락을 반복했다. 환율협상은 무역협상보다도 불확실성이 크다. 구체적인 내용을 넘어서 정말로 협상이 이루어지고 있는지조차도 불확실하기 때문이다.

미일 재무장관 회담에서
환율 논의 없었음

5월 21일(수) 미국과 일본 재무장관은 "환율이 시장에서 정해져야 한다"는 기존 입장을 재확인했다. 그리고 "달러/엔이 펀더멘털을 반영하고 있다"고 언급하여 환율협상과는 선을 그었다. 5월 22일(목) 마러라고 합의를 주장한 스티븐 미런 경제자문위원회(CEA) 위원장 또한 "강달러 정책을 유지하고 있다"고 밝혔다.

기재부, 환율 협의 인정

그러나 한국은 다르다. 기재부는 5월 21일(수) 미국과의 환율 협의가 실무 단계에서 진행 중이라 밝혔다. 구체적인 내용은 정해지지 않았으나 외환시장 운영 원칙 및 환율 정책에 대해 상호간의 이해를 공유하고 논의 중이라는 입장이다. 해당 소식 때문에 달러/원은 일시에 20원 가량 하락했으며, 달러/원 스왑레이트는 2008년, 2020년의 경기침체 수준까지 하락했다 (= 환해지 비용 증가).

그러나 원화 절상 방법이
마땅치 않아

환율협상은 분명한 달러/원 하락 재료이며, 타결된다면 하락폭은 의미가 없을 정도로 클 것은 분명하다. 그러나 원화를 절상시킬 방법이 마땅치 않기 때문에 환율협상 또한 없거나 미미한 수준일 것이라는 기존 전망을 유지한다.

플라자 합의와의 비교

플라자 합의 당시 환시개입은 100억 달러 규모였고 당시의 외환거래량은 현재의 1/40에 불과하다. 단순 계산하면 4,000억 달러가 필요한 셈인데 이는 우리나라의 외환보유액 규모와 같다. 시장이 복잡해졌다는 것을 감안하면 외환보유액을 상당 규모 쓰더라도 어려운 것이다. 그렇다고 금리를 인상하기에는 대내 펀더멘털이 약하다. 2025년 GDP 성장률은 1.0%를 밑돌 것으로 보인다.

환해지가 고민되는 시기는 맞으나
급하게 진행할 이유X

따라서 환해지가 고민되는 시기임은 분명하나, 당장 환해지 비율을 높일 필요는 없다고 본다. 미국 채권시장이 진정되고 환율협상 노이즈가 일정 부분 해소된 이후에 환해지에 나서도 늦지 않겠다.

5월 4주 차트: 환 헤지 수요 증가

표1 미국 FY2026 예산안 주요 내용 정리 = 미국 리더십 감소

구분	내용
세제 혜택	- 2017년 12월에 도입된 TCJA(Tax Cuts and Jobs Act) 연장 - 팁, 자동차 대출 이자 세금 면제 - SALT(State and Local Taxes, 지방세) 공제 한도 \$40,000로 확대 - 자녀 저축계좌 'Trump Accounts' 신설 - CTC(Child Tax Credit) \$2,000 → \$2,500으로 확대 - 자산 \$10억 이상 사립대학에 대한 기부금의 세액공제 한도 축소 및 제한
국방비 증액	- 국방예산 약 \$1,500억 증액 - 국경안보 예산 약 \$700억 증액 - 국경순찰대, 이민단속 인력 수만 명 증원"
저소득층 복지	- Medicaid 수급을 위한 근로 요건 적용 시점을 2028년 → 2026년 말로 앞당김 * 근로 요건: 65세 미만 최소 근로 시간 80시간/월 - SNAP(Supplemental Nutrition Assistance Probram) 비용 주정부 부담 확대
환경·에너지	- 청정에너지 세액공제 폐지 - 재생에너지 프로젝트 지원 중단: 수소, 청정에너지 등 - 전기차(EV) 구매 세액공제(소비자용 \$7,500, 상업용 최대 \$40,000)를 2025년 말 종료

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 엔 캐리 트레이드 수익률 vs. 달러/엔: 청산 우려 ↑



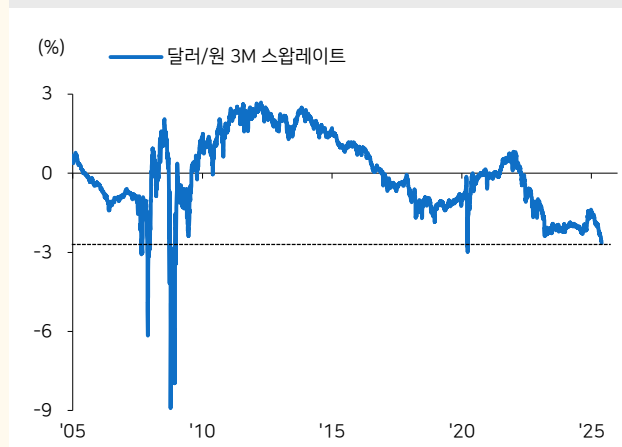
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 30년 vs. 일본 30년: 일본 금리인상 우려 ↑



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 달러/원 스왑레이트 하락 = 환 헤지 비용 증가



자료: 인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 달러/엔 스왑레이트 보합 = 엔 캐리 청산은 아직



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.