

2025. 9. 16 (화)

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

	9월 2주 (9월 8일 ~ 9월 14일)			9월 3주
	밴드	증가	(%WoW)	예상 밴드
달러인덱스	97.20~98.10	97.30	-0.16	96.5~98.0
달러/원	1,384~1,396	1,386	0.05	1,375~1,400
유로/달러	1,166~1,178	1,176	-0.02	1,168~1,180
달러/엔	146.3~148.2	147.4	0.07	144.5~148.6
달러/위안	7.117~7.131	7.119	0.16	7.105~7.130

9월 3주 관세, 얼마나 내고 있나

Review

유로존 정치, 통화정책 이벤트 일단락

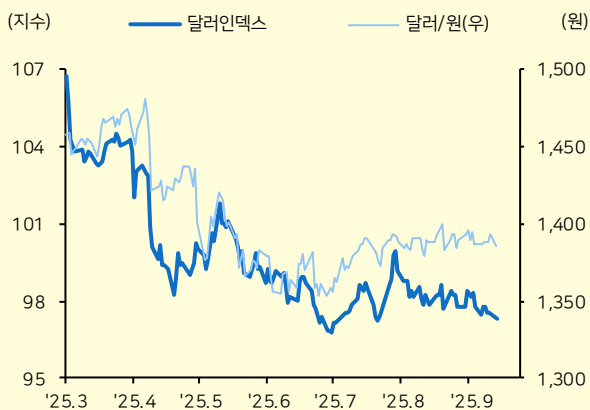
- ✓ 프랑스 대통령은 새 총리로 르코르누 국방장관 임명. 한편, Fitch는 예상대로 프랑스 신용등급 AA- → A+로 강등
- ✓ ECB는 1) 금리 동결, 2) 수정경제전망에서 물가 상승률, GDP 성장률 전망치 상향, 3) 프랑스 국채 매입 가능성 일축
- ✓ 미국 QCEW 91.1만 하향조정, CPI 컨센서스 부합 → 연준 연내 3회 인하 기대 74.0%(CME FedWatch, 9/12(금))
- ✓ 한국, 미국에 통화스와프 요청. 한미 무역협상에서 합의한 미국 투자 3,500억 달러 vs. 한국 외환보유액 4,163억 달러

Preview

드디어 연준 인하 재개. ECB, BOJ와의 스탠스 차이가 핵심

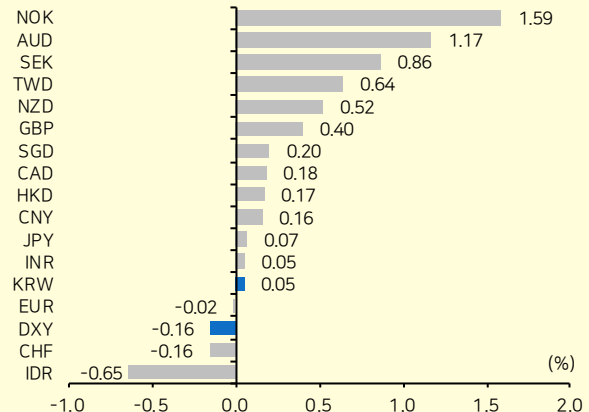
- ✓ 주요 이벤트: 9/16(화) 미국 8월 소매판매, 9/16,17(화,수) 9월 FOMC, 9/19(금) BOJ 9월 금융정책위원회
- ✓ 시장에서는 dovish한 연준과 hawkish한 ECB, BOJ를 기대. 이번주 FOMC 점도표와 기자회견이 중요한 이유
- ✓ 미국채 금리는 연준 인하를 선반영하여 하락폭 확대. 3회 인하가 확실해지면 달러인덱스는 추가 하락할 전망
- ✓ 한편, BOJ가 4Q 인상을 시사할지에 주목. 전문가 서베이에서 55%가 4Q 추가 인상을 전망

달러인덱스 vs. 달러/원



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주요 통화별 달러대비 절상률 (9월 8일 ~ 9월 14일)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

프랑스에 선 그은 ECB

프랑스의 TPI 적격성 기준 통과 여부							
	지표	기준	2024		지표	기준	2024
1	경상수지 / GDP (% , 3년 이동평균)	-4% ~ +6%	-0.6	8	정부부채 / GDP (%)	60% 이하	113.0
2	순국채투자포지션 / GDP (%)	-35% 이상	-20.3	9	가계부채 / GDP (%)	55% 이하	60.5
3	실질실효환율 (% , 42개 교역국 대비, 3년 절상률)	±3%	-1.1	10	비금융기업부채 / GDP (%)	85% 이하	90.9
4	선진국 대비 수출 경쟁력 (% , 3년 상승률)	-3% 이상	-	11	주택가격지수 (% , 전년 대비)	+9% 이하	-3.7
5	명목 단위 노동 비용 (% , 3년 상승률)	+9% 미만	11.7	12	실업률 (%)	10% 이하	7.4
6	가계 신용 흐름 (% , 전년대비)	+14% 이하	0.2	13	경제활동참가율 (%p, 3년 대비)	-0.2%p 초과	1.5
7	비금융기업 신용 흐름 (% , 전년대비, FDI 제외)	+13% 이하	1.5				

자료: European Commission, 메리츠증권 리서치센터

ECB는 매파적이었음

ECB 9월 통화정책회의는 매파적이었다.

1. 금리 동결 + 추가 인하 일축

시장 예상대로 금리를 동결(예금금리 2.00%)한 것은 물론, 수정경제전망과 총재 기자회견에서 추가 인하 가능성을 일축했다. ECB는 2025년 HICP 2.1% YoY (vs. 6월 전망 2.0%), GDP +1.2% YoY (vs. 6월 전망 0.9%)로 조정했다. 물가와 성장률이 함께 높아지면서 인하가 불필요하다고 인식한 듯하다. 라가르드 ECB 총재 또한 기자회견에서 "디스인플레이션은 끝났다"고 언급하여 인하 기대감을 낮쳤다.

2. 프랑스 TPI 개시 일축

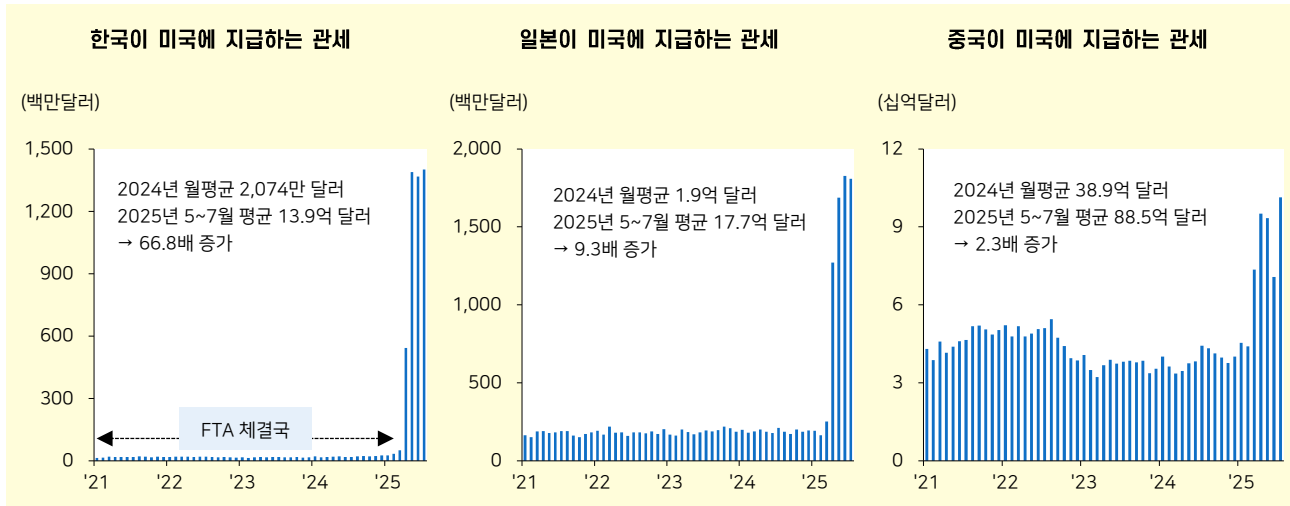
시장에서는 ECB의 추가 인하 가능성 외에도 ECB가 프랑스 국채 매입에 나설 것 인지에 주목했다. 일명 TPI(Transmission Protection Instrument)라는 프로그램이다. 특정 국가의 국채 금리가 과도하게 오르며 시장 불안을 야기하면 ECB가 해당국의 국채를 매입해 금리 급등을 억제해 주는 제도다.

그러나 아무 국채를 매입하는 것은 아니며, TPI 적격성 기준을 통과해야 한다. 재정건전성을 지키라는 뜻에서다. 적격성 기준 통과에는 정성적인 평가도 있기는 하나, 일차적으로 위 표의 13가지 기준을 따진다. 프랑스는 부채와 관련된 세 가지 항목(정부부채, 가계부채, 비금융기업부채)을 충족하지 못한다. 이에 라가르드는 TPI 개시 가능성을 일축했다.

연준과 달리 독립성이 지켜진 ECB

중앙은행의 독립성은 연준과 다른 행보다. 트럼프는 지속적으로 연준의 금리 인하를 주장한다. 이 차이가 외환시장에 반영되었다고 본다. 경제 성장률과 금리 모두 '지금' 미국 우위인 상황임에도 '앞으로' ECB의 인하가 끝나고 독립성이 지켜졌기 때문에 유로/달러는 지탱되었다.

관세, 얼마나 늘었니?



자료: USITC, 메리츠증권 리서치센터

한미 무역협상 결과:

관세율 25% → 관세율 15%
+ 대미투자 3,500억달러

한국은 7월에 진행된 미국과의 무역협상에서 관세율을 25%에서 15%로 인하하는 대신 대미투자 3,500억 달러를 약속했다. 3,500억 달러는 한국 8월 외환보유액 4,163억 달러의 84%에 달하는 규모다. 그만큼 큰 자금을 조달할 방법이 마땅치 않기 때문에 한편에서는 차라리 관세율 25%가 낮지 않나 하는 주장도 제기되고 있다. 한국 정부는 일차적으로 미국에 무제한 통화스와프를 요청한 상황이다.

관세 지급액 계산

관세율 15%와 대미투자 3,500억 달러가 낮냐, 아니면 관세율 25%가 낮냐를 따지기 전에 관세율 +10%p의 재정적인 영향을 계산했다. USITC(United States International Trade Commission)에 따르면, 한국은 상호관세율 10%가 부과된 후 2025년 5~7월 평균 13.9억 달러를 미국에 관세로 지급했다. 2024년 월평균 관세보다 66.8배 늘어난 것이다. 일본(9.3배), 중국(2.3배)보다 관세 증가율이 큰데, 이는 한미 FTA가 유효했던 탓이다.

- 1) 관세 15%: 연 249.4억 달러
 - 2) 관세 25%: 연 510.1억 달러
- 연 260.7억 달러 차이

단순하게 계산하면 현행 상호관세율 15%가 적용될 경우 한국은 연간 249.4억 달러(2025년 5~7월 평균 * 12개월 * 15/10)를 미국에 지급한다. 그리고 상호관세율 25%가 적용되면 510.1억 달러(2025년 5~7월 평균 * 12개월 * 25/10 * 가격경쟁력 상실분 차감(=중국 관세율 증가분 대비 관세 증가분 적용))를 미국에 지급한다. 관세율 +10%p 영향으로 미국에 관세를 연간 약 260.7억 달러 더 지급하는 것이다.

더 나은 선택지는 없어

관세 연간 증가분 260.7억 달러는 3,500억 달러의 7.5%이자, 약 13.5년에 걸쳐 상환되는 금액이다. 어느 쪽이건 한국에 유리하지 않다. 협상에 추가 개선이 없다면 미국과 한국의 구조적인 경제력 격차가 우려되어 달러/원은 중장기 우상향 추세를 이어갈 것으로 보인다.

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 기재된 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.
