

2025. 2. 21 (금)

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



	2월 3주 (2월 14일 ~ 2월 20일)			2월 4주
	밴드	증가	(%WoW)	예상 밴드
달러인덱스	106.3 ~ 107.4	106.4	-0.88	106.0 ~ 109.0
달러/원	1,434 ~ 1,446	1,435	0.85	1,430 ~ 1,475
유로/달러	1,040 ~ 1,051	1,050	0.34	1,030 ~ 1,050
달러/엔	149.4 ~ 153.2	149.6	2.11	148.0 ~ 155.0
달러/위안	7.243 ~ 7.290	7.243	0.62	7.250 ~ 7.320

## 2월 3주 팔기도 애매, 사기도 애매

### Review

강달러 차익 실현이 일단락되며 안정된 외환시장. 달러/원 일일 변동폭은 5원 내외로 축소

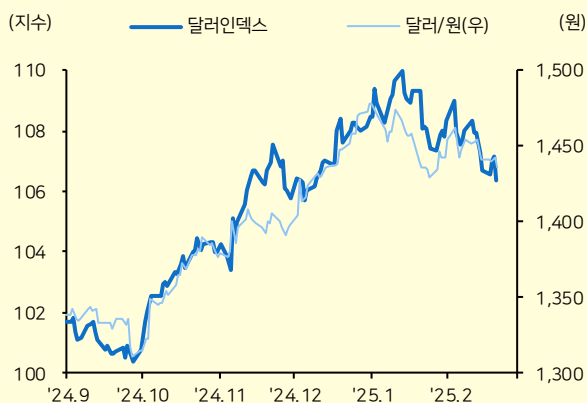
- ✓ 미국 관세 우려와 미국 예외주의 분위기가 소강하면서 DXY 106 중반까지 하락
- ✓ 그러나 차익 실현 외 달러 매도 유인이 뚜렷하지 않아 반등. 관망 장세 속 달러/원 일일 변동폭은 5원 내외로 축소
- ✓ 경기 기대는 트럼프 당선 후 미국 상향 vs. 비미국 하향. 눈높이 재조정 과정에서 나타나는 숨돌리기
- ✓ 4Q GDP 컨센서스에 드러난 눈높이: (상회) 유로존 0.1% QoQ, 일본 0.7% QoQ vs. (하회) 미국 2.3% QoQ saar

### Preview

캐나다/멕시코 관세 유예 종료를 앞두고 협상 결과에 주목. 예측보다는 대응이 합리적

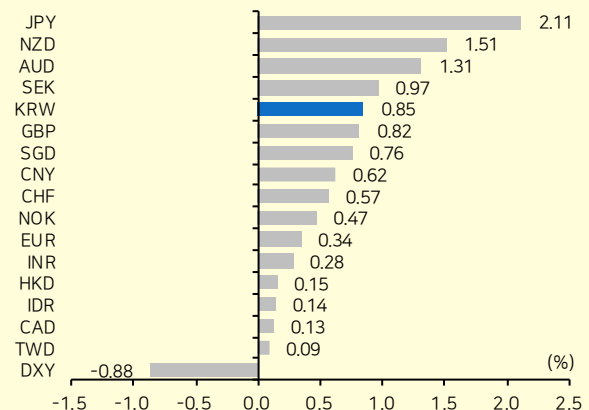
- ✓ 주요 이벤트: 2/25(화) 한은 2월 금통위, 2/28(금) 일본 2월 도쿄 CPI, 3/1(토) 한국 2월 수출, 3/1(토) 중국 2월 PMI
- ✓ 끝날 듯 끝나지 않는 관세. 3/4(월) 미국의 캐나다/멕시코 관세 유예 종료를 앞두고 협상 결과에 주목할 시장
- ✓ 시장은 이번 협상 결과를 4월 상호관세와도 연결지을 것. 그러나 예단할 수 없기 때문에 직후 반응은 되돌려질 전망
- ✓ 한편, 한은 2월 금통위 25bp 인하 전망. 그러나 이미 컨센서스이기 때문에 환율 영향은 제한적일 것

### 달러인덱스 vs. 달러/원



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 주요 통화별 달러대비 절상률 (2월 14일 ~ 2월 20일)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 드디어 결정될 환율 추세

### 1. 캐나다/멕시코 관세 유예 종료 임박

미국 관세 우려와 미국 예외주의 분위기 소강 → 조용한 시장

이번주 외환시장은 조용했다. 지난주에 미국 관세 우려와 미국 예외주의 분위기가 일제히 소강한 뒤 새로운 재료가 없었기 때문이다.

지난주인 2월 13일(목)에 트럼프 대통령은 상호관세 결정이 담긴 대통령 각서에 서명했다. 관세 부과 자체는 강달러 재료다. 그러나 각국과 협상을 진행한 후 4월 2일(수)에야 구체적인 관세율을 발표하겠다고 밝혀 시장은 안도했다. 다음날인 2월 14일(금)에는 미국 1월 소매판매가 -0.9% MoM으로 컨센서스(-0.2%)를 큰 폭 하회했다. 강달러를 뒷받침하던 미국 예외주의 분위기가 줄어든 이유다.

그러나 기대를 비껴갔을 뿐, 미국 관세 우려도 미국 예외주의도 아직 유효하기 때문에 이번주 시장은 추가 약달러가 멈췄다. 객관적으로 판단했을 때 관세는 언제든 부과될 수 있고 미국 경기가 강한 것도 사실이기 때문이다. 이에 달러인덱스는 106 중반에서 반등했고 달러/원도 1,440원 내외에서만 등락했다. 일일 변동폭 또한 달러/원 기준 5원 남짓까지 축소되었다 <그림1>.

다음주 캐나다/멕시코 협상 결과 발표 예정

그리고 드디어 다음주에는 새로운 관세 재료가 제시될 전망이다. 3월 4일(화) 캐나다/멕시코 관세 유예 종료일을 앞두고 미국과 두 국가 간 협상 결과가 발표되기 때문이다. 4월에 시작될 상호관세도 국가 간 협상 이후 결정된다는 점에서 다음주의 캐나다/멕시코 결과에 빗대어 예측할 가능성이 크다.

시장은 급진적이지 않은 관세를 기대하고 있음

시장은 급진적이지 않은 관세를 기대한다. 2월 20일(목)에 트럼프 대통령은 관세와 관련하여 두 가지를 언급했다. 첫째, 자동차/반도체/의약품 관세를 일전의 4월보다 일찍, 한 달 내 혹은 더 일찍(over the next month or sooner) 발표하겠다고 발언했다. 반면, 둘째로 중국과 새로운 무역협정을 맺을 생각이 있다고도 언급했다. 시장은 후자에 더 크게 반응하여 보도 이후 당일 약달러로 전환되었다.

협상 결과가 3월 환율 추세를 결정할 전망

그러나 어디까지나 정치적 결정이기 때문에 예단할 수 없다. 예측하기보다는 협상 결과를 확인한 후 대응하는 것이 바람직하겠다. 그리고 직후의 시장 반응으로 4월 상호관세 부과 전까지 환율 추세가 결정될 것으로 예상된다.

## 2. 1월 FOMC 의사록: 금융안정 vs. 물가안정

1월 FOMC 의사록:  
금융안정 vs. 물가안정

1월 FOMC 의사록에서는 금융안정과 물가안정 사이 균형을 유지해야 하는 연준의 입장이 나타났다.

→ QT 감속 vs. 금리 동결

금융안정을 위해 QT 감속 혹은 일시 중단 논의가 언급되었다. 연준 위원들은 미국 재무부의 채권 발행 계획과 부채 한도 협상에 대해 더 많은 정보를 입수한 후 채권 매각 속도를 조절하는 것이 바람직하다는 의견을 보였다. 그러나 물가 우려는 여전했다. 미국 CPI 상승률이 여전히 2%를 상회하기 때문에 정책금리를 추가 인하하기 위해서는 물가가 안정된다는 증거가 더 필요하다는 것이다.

QT 감속이 언급됐으나 물가 우려  
때문에 시장 반응 제한적

QT를 시작한 이후 연준 위원들이 공식적으로 속도 조절을 언급한 적이 없었다. 때문에 분명한 금리 하락 재료였으나 시장 움직임은 크지 않았다. 미국채 금리 하락폭도, 달러인덱스 하락폭도 작았다. 트럼프 관세정책과 관련하여 인플레이션 재발이 우려되기 때문이다. 시장은 BEI 상승으로 반응하고 있다. 연준의 연내 인플레이션 기대가 줄어들면서 미국채 2년 금리는 횡보하고 있으나, BEI는 상승세가 이어졌다 <그림2>.

서베이에서도 물가 상승 우려는 확인된다. 이번주 발표된 2월 엠파이어 스테이트 제조업 서베이에 지불가격(Price paid) 세부항목은 현재상황 29.1 → 40.2, 미래기대 54.1 → 56.5로 상승했다. 트럼프 대통령 지지율 조사에서도 경제정책 지지율 39%, 인플레이션 정책 지지율 32%, 관세 정책 지지율 41%로 일제히 과반을 넘지 못했다 <그림4>. 때문에 전체 지지율까지 50%를 밀돈다. 트럼프 행정부에 대한 신뢰도 하락과도 연결된다.

주요국 중 미국만 4Q GDP  
컨센서스 하회

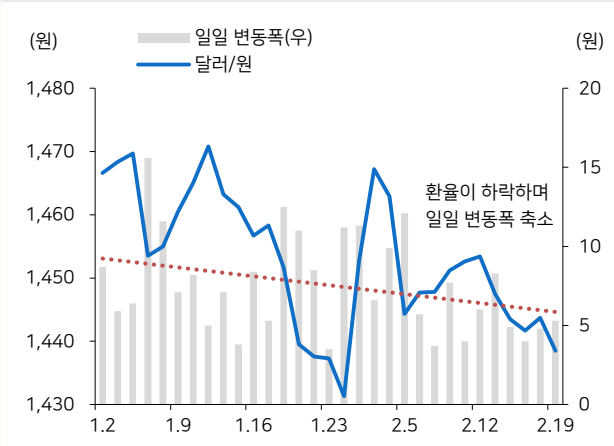
정책 신뢰도가 낮아지면서 트럼프 당선 직후 상향조정된 미국 경기 기대는 낮아졌다. 이는 국가별 4Q GDP 결과에서도 확인된다. 주요국 중 미국은 +2.3% QoQ saar 성장하며 컨센서스(+2.7%)를 하회했다. 반면, 비미국인 유로존(+0.1% QoQ vs. 예상 +0.0%)과 일본(+0.7% QoQ vs. 예상 +0.3%)을 상회했다.

캐나다/멕시코 모두 관세가  
철회되지 않으면 강달러 반전 전망

눈높이 조정 과정에서 나타나는 숨돌리기 구간을 지나는 중이라 판단한다. 객관적으로 미국 경기가 강한 것은 사실이며 관세 정책 불확실성도 유효하다. 달러인덱스가 충분히 하락했다고 판단하는 바, 캐나다/멕시코 두 국가 모두에서 관세 부과가 철회되지 않는 한 달러인덱스는 반등할 것으로 예상된다.

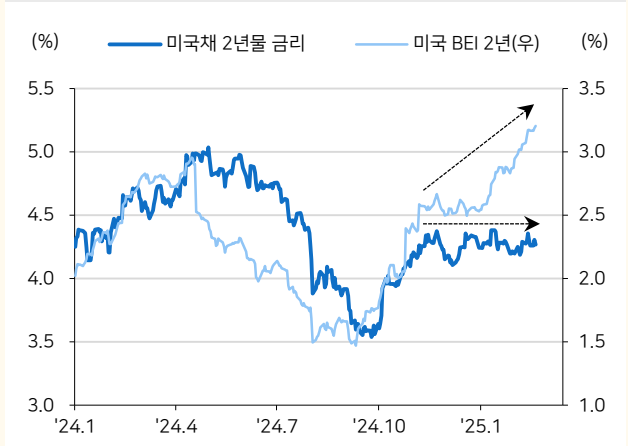
## 2월 3주 차트: 폭풍 전 고요

그림1 달러/원 환율 vs. 일일 변동폭



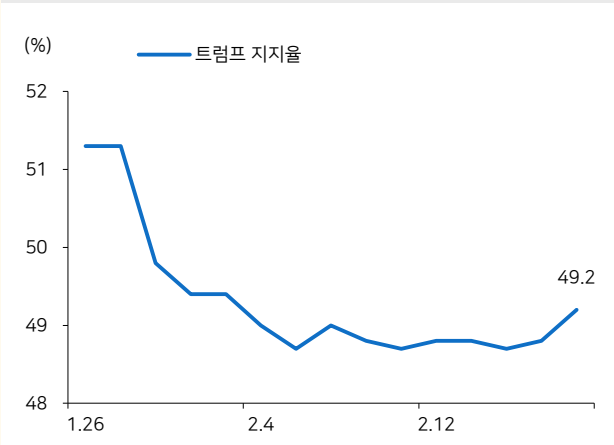
자료: 인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국채 2년: 명목금리 vs. BEI



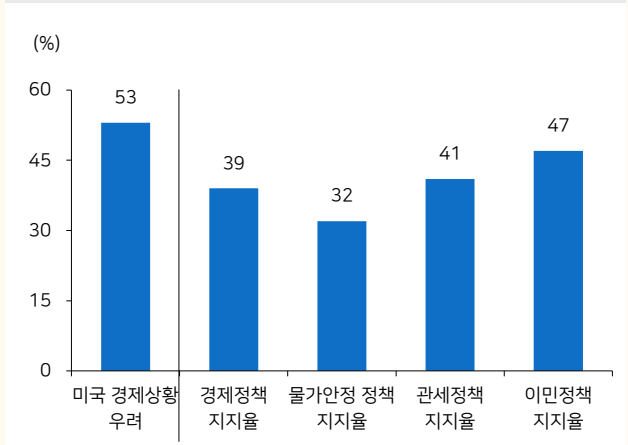
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 트럼프 지지율



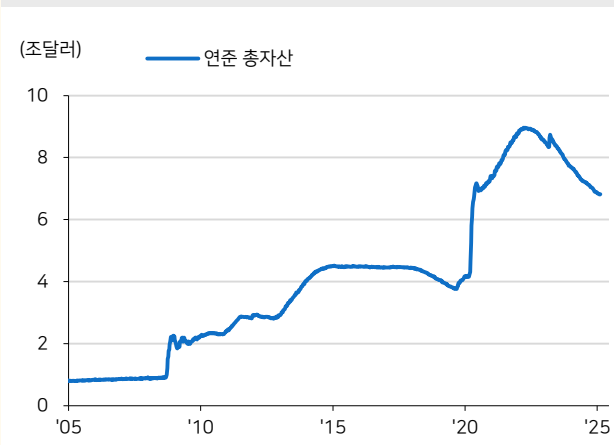
자료: RealClearPolitics, 메리츠증권 리서치센터

그림4 트럼프 지지율 세부항목



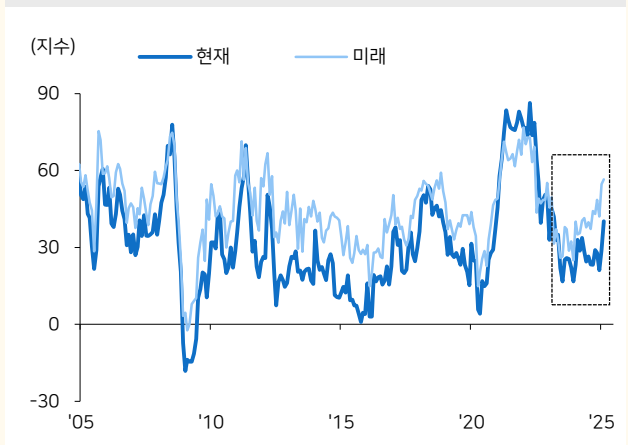
자료: Reuters, 메리츠증권 리서치센터

그림5 연준 총자산



자료: FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림6 엠파이어 스테이트 제조업 서베이: 지불가격



자료: Federal Reserve Bank of New York, 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.