

2025. 3. 28 (금)

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



	3월 4주 (3월 21일 ~ 3월 27일)			4월 1주
	밴드	증가	(%WoW)	예상 밴드
달러인덱스	103.8 ~ 104.7	104.3	0.24	103.0 ~ 106.0
달러/원	1,460 ~ 1,471	1,465	0.05	1,455 ~ 1,485
유로/달러	1,073 ~ 1,086	1,080	-0.16	1,058 ~ 1,082
달러/엔	148.6 ~ 151.2	151.1	-1.15	149.2 ~ 151.5
달러/위안	7.245 ~ 7.268	7.262	-0.14	7.250 ~ 7.300

## 3월 4주 같은 관세 다른 환율

### Review

같은 관세 뉴스지만 시장은 '미국 예외주의 약화' → '안전자산 달러 선호'로 변화

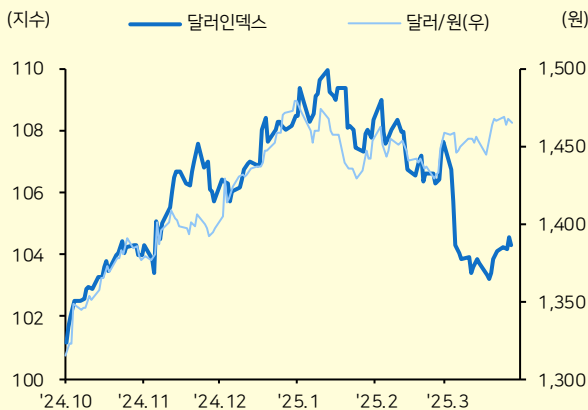
- ✓ 비(非)미국 호재가 일단락되자 외환시장은 관세 뉴스에 강달러로 반응하기 시작. 달러의 대안이 사라졌기 때문
- ✓ 1) EUR: 독일 확장재정 재로 소강과 함께 유로 절상 끝. 전고점(유로/달러 1.095)을 상향돌파하지 못하고 하락
- ✓ 2) JPY: 일본 재무상은 "디플레이션을 극복하지 못했다"고 발언. 달러/엔 150 상향돌파
- ✓ 3) KRW: DXY와의 디커플링 지속. 달러/원 1,460원대 박스권 이어져

### Preview

드디어 발표되는 상호관세(4/2(수)). 관세에 시장 관심이 집중되며 비농업 고용은 후순위로 밀릴 것

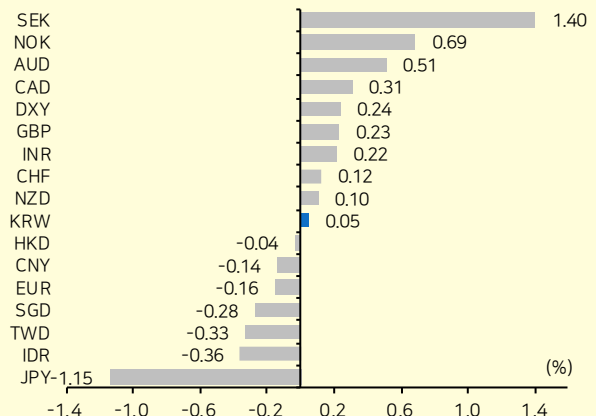
- ✓ 주요 이벤트: 4/1(화) 한국 3월 수출입동향, 4/2(수) 미국 상호관세 발표, 4/4(금) 미국 3월 고용동향
- ✓ [정책] 4/2(수) 미국 상호관세 발표. 대(對)미국 평균관세율이 높은 한국에는 분명한 악재
- ✓ [지표] 미국 3월 고용부터 DOGE 해고 영향 반영됨. 3월 비농업 취업자수 컨센서스 +120k MoM (vs. 2월 +151k)
- ✓ [수급] 새로운 비(非)미국 호재가 없다면 지금은 달러 매수가 안전. 1Q 중 달러 매수 쓸림도 충분히 해소

### 달러인덱스 vs. 달러/원



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 주요 통화별 달러대비 절상률 (3월 21일 ~ 3월 27일)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 관세전야에 돌아온 안전자산 달러

### 1. 다음주 상호관세 경계감에 시장 변동성은 작아

상호관세를 앞두고 DXY 반등

트럼프 행정부가 예고한 4/2(수) 상호관세가 한 주 앞으로 다가오며 시장 경계감이 커졌다. 안전자산 선호 환경이었음에도 불구하고 그간 미국 예외주의 약화 내러티브 때문에 하락한 DXY는 드디어 이번주에 반등했다. 4Q24에 누적된 달러 매수 자금이 1Q25 중 충분히 분산되었다는 증거다 <그림1~6>.

자동차 25% 관세 행정명령 서명

이번주에도 새로운 관세가 시작되었다. 3/26(수) 트럼프 대통령은 4/2(수)부터 자동차에 관세 25%를 부과하는 행정명령에 서명했다. 앞서 3/23(일) WSJ가 품목별 관세가 부과될 가능성은 낮고, 미국의 주요 교역국에만 선별적인 관세를 부과할 것이라 한 보도가 뒤집힌 것이다. 철강과 알루미늄에 이은 3번째 품목별 관세이며, 의약품과 목재도 향후 관세가 부과될 수 있다고 언급했다.

그러나 시장 변동성 작았음.  
본 게임은 다음주 상호관세

그러나 시장이 기다리는 상호관세가 아니다 보니 이번주는 변동성이 작았다. DXY 104 초반, 유로/달러 1.07달러 후반, 달러/엔 150엔 초반, 달러/원 1,460원대가 이어졌다. 변동성은 상호관세 발표 직후에 집중되겠다. 특히 달러/원은 한국이 '더티 15(Dirty 15)'에 포함될지가 가장 중요하겠다.

### 2. 비(非)미국 통화 절상 일단락

DXY 1Q 하락은 유로, 엔이 견인

DXY의 1Q 하락은 유로화와 엔화가 견인했다. 연초 시장은 두 가지 문제에 직면한 상황이었다. 1) 매크로 불확실성 때문에 안전자산은 선호되지만, 2) 달러가 비싸서 추가 매수가 어려웠다. 그런데 2~3월 중 독일 확장재정과 일본 조기 금리인상이 부각되며 달러 매도의 대안이 생겼다. 이에 시장에서는 달러 매도-유로&엔 매수 거래가 증가했다.

유로, 엔 호재는 일단락:  
1) 독일 확장재정 상원 통과(完)

그리고 3월이 지나며 유로, 엔 절상 호재는 일단락되었다. 첫째, 독일 확장재정 개헌안이 3/21(금) 독일 상원을 통과했다. 차기 정부는 5,000억 유로 규모 특별기금을 설치하고 정부부채를 확대할 수 있게 되었다. 그러나 정책 시차 때문에 당장의 경제성장률 개선 효과는 미미하겠다. 오히려 관세로 인한 스태그플레이션 우려가 커졌다. 라가르드 ECB 총재는 미국의 25% 관세와 유로존의 보복관세가 GDP 성장률 -0.5%p, CPI 상승률 +0.5%p 영향이 있다고 언급했다.

2) 일본 재무상은 "일본 디플레이션  
지속한다"고 평가

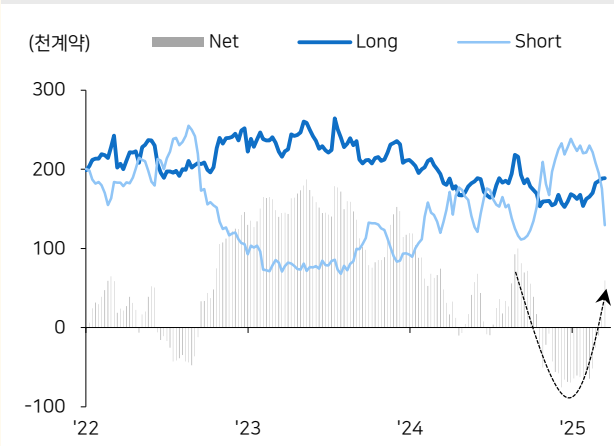
둘째, BOJ의 인상 속도가 더딜 가능성이 제기되었다. 3/24(월) 가토 가쓰노부 일본 재무상이 "일본이 디플레이션을 극복하지 못했다"고 언급하자 달러/엔은 150엔대로 진입했다. 다음날인 3/25(화)에 BOJ 1월 의사록에서 인플레이션 우려가 언급되었으나 엔화 절하를 되돌리지 못했다.

다시 사라진 달러의 대안.  
변동성 확대 속 강달러 전망

관세 불확실성 하에서는 달러 매수가 안전하다. 달러 매수 솔림이 완화된 지금은 더욱 그렇다고 판단한다. 다음주 변동성 확대 속 강달러를 전망한다.

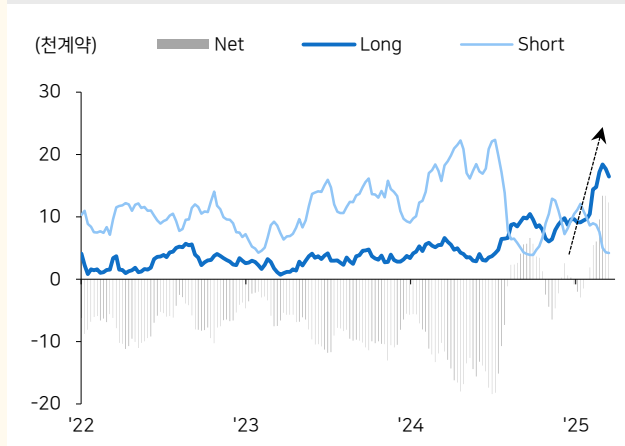
## 3월 4주 차트: 수급 업데이트

그림1 [EUR] CFTC 비상업용 통화선물 계약



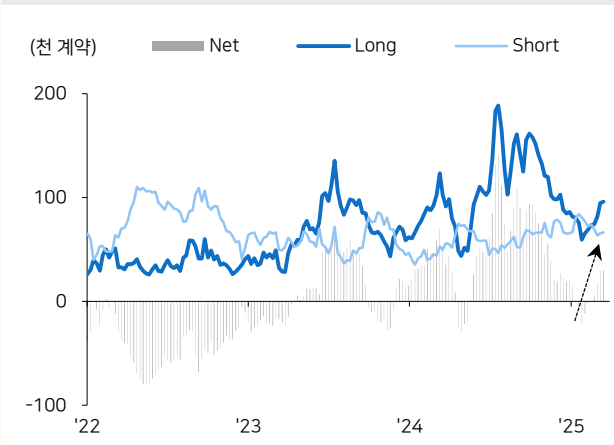
자료: CFTC, 메리츠증권 리서치센터

그림2 [JPY] CFTC 비상업용 통화선물 계약



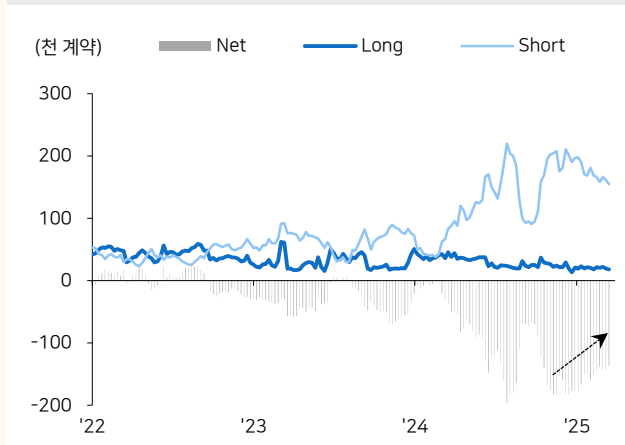
자료: CFTC, 메리츠증권 리서치센터

그림3 [GBP] CFTC 비상업용 통화선물 계약



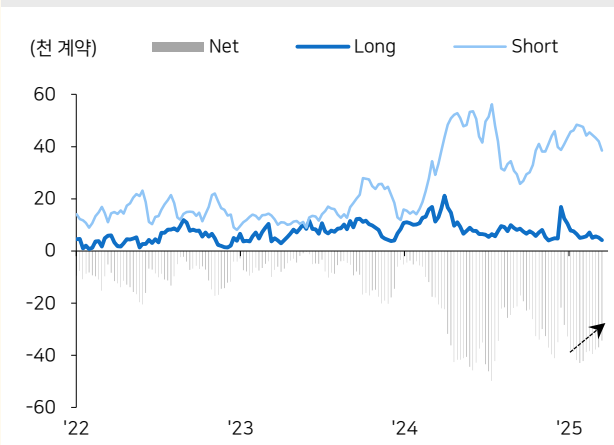
자료: CFTC, 메리츠증권 리서치센터

그림4 [CAD] CFTC 비상업용 통화선물 계약



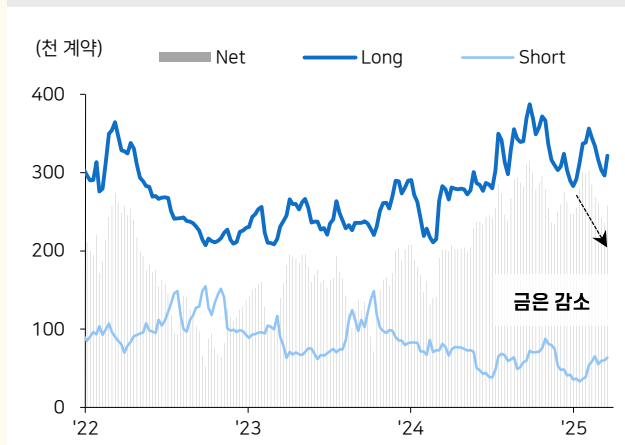
자료: CFTC, 메리츠증권 리서치센터

그림5 [CHF] CFTC 비상업용 통화선물 계약



자료: CFTC, 메리츠증권 리서치센터

그림6 [금] CFTC 비상업용 선물 계약



자료: CFTC, 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.