

2025. 4. 11 (금)

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



	4월 2주 (4월 4일 ~ 4월 10일)			4월 3주
	밴드	증가	(%WoW)	예상 밴드
달러인덱스	100.7~103.6	100.9	-2.09	100.2~103.5
달러/원	1,430~1,488	1,454	0.51	1,440~1,470
유로/달러	1,088~1,125	1,120	2.24	1,095~1,125
달러/엔	144.0~148.3	144.5	1.72	141.5~148.0
달러/위안	7.268~7.352	7.318	-0.48	7.300~7.350

4월 2주 마러라고, 어디까지 왔니?

Review

회청이는 금융시장에 백기를 든 트럼프. 주식, 채권시장은 회복되어도 외환시장 악달러는 계속돼

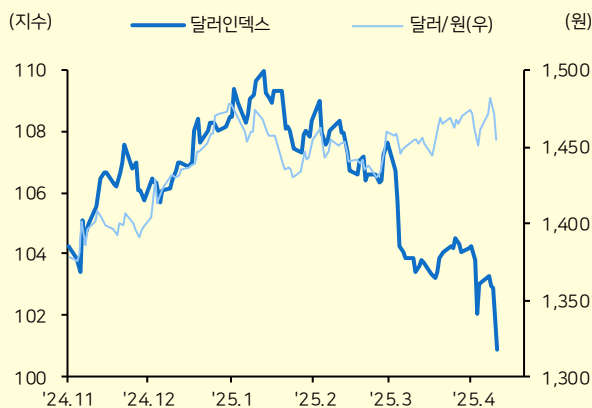
- ✓ 미국 상호관세는 1) 중국 125%, 2) 비(非)중국 보편관세 10%, 3) 비(非)중국 상호관세 90일 유예로 시작
- ✓ [중국] 미국→중국 125%, 중국→미국 84% 관세 부과. 중국은 미국의 90일 상호관세 유예에서 유일하게 제외됨
- ✓ [EU] 미국 수입품 220억 유로에 추가 관세 10~25%. 협상 가능성을 열어두고자 대상 품목, 관세율 축소
- ✓ [한국] 보편관세 10% 시작(vs. 상호관세 25%). 그러나 달러/원 1,440원에서는 저가매수가 유입돼

Preview

관세 충격 후 주요국 첫 번째 통화정책회의 개최. ECB 25bp 인하, 한은 동결 전망

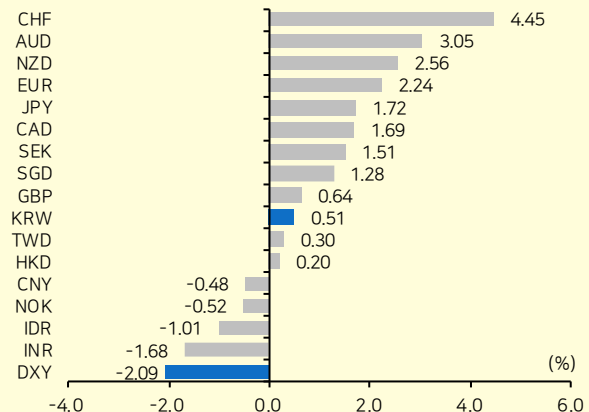
- ✓ 주요 이벤트: 4/16(수) 미국 3월 소매판매, 4/17(목) 한은 4월 금융통화위원회, 4/17(목) ECB 4월 통화정책회의
- ✓ [정책] 관세 충격 때문에 ECB 25bp 인하. 반면, 한은은 고환율이 부담되어 동결할 것
- ✓ [DXY] 관세 유예 한 번으로 미국 신뢰를 일시에 회복하기는 어려워. 강달러로의 반전은 나중 이야기
- ✓ [KRW] 미중 싸움에 등 터지는 한국. 원화 절상은 악달러 + 위험자산 선호가 회복될 때 가능

달러인덱스 vs. 달러/원



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주요 통화별 달러대비 절상률 (4월 4일 ~ 4월 10일)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

스티븐 미란 보고서 vs. 현재 상황

1. 관세 불안 MAX

4/2(수) 미국 상호관세 여파로
금융시장 변동성 확대

4월 2일(수)에 미국이 관세 전쟁을 시작한 여파가 그대로 이어졌다. 주식, 채권, 외환, 원자재 시장에서 동시에 미국 자금 이탈과 극단적인 안전자산 선호가 나타났다. 특히 미국채 금리 등락폭이 컸다. 미국 10년 금리는 단 3일 만에 3.8% → 4.5%까지 상승했다.

4/9(수) 한 발 물러난 트럼프:

- 1) 보편관세 10%,
- 2) 상호관세 90일 유예
- 3) 중국 관세 34% → 125%

결국 트럼프는 채권시장의 불안을 인정한 뒤 급진적인 관세 부과에서 한 발 물러섰다. 결과적으로 1) 4월 9일(수)에는 보편관세 10%를 적용하고 2) 상호관세는 90일을 유예했다(7월 9일 시작). 대부분 국가들이 미국에 보복관세를 부과하지 않았다는 명분에서다. 반면, 3) 중국은 보복관세를 실시했기 때문에 34% → 125%로 관세율을 높였다.

중국은 두 가지로 대응:

대응 1) 위안화 절하

중국은 두 가지 방식으로 대응했다. 첫째, 위안화를 절하시켰다. 4월 8일(화)에 인민은행은 달러/위안(CNY) 고시환율을 7.2038위안으로 고시했다. 2023년 9월 이후 가장 높은 수준으로, 미국의 관세 전쟁에 위안화 절하로 대응하겠다는 의지를 표출했다. 이에 달러/위안(CNH)은 7.42위안을 상향돌파하기도 했다.

대응 2) 보복관세 84% 부과

둘째, 미국에 보복관세 84%를 부과했다. 일종의 맞불 정책이다. 미국의 34% 관세에 중국이 34% 보복관세로 대응하자 트럼프 행정부는 추가 관세 50%를 부과했다. 그러자 중국도 관세율을 50%p 인상한 것이다. 미국과의 협상 가능성을 배제하고 본격적인 치킨게임에 돌입한 셈이다 <표1>.

EU는 보복관세 축소 발표

EU도 보복관세를 부과했으나 협상 가능성을 열어두고자 대상 품목과 관세율을 당초 예상보다 축소하여 발표했다. 총 220억 유로 미국산 상품에 10~25%의 추가 관세를 부과하는데, 기존에는 총 260억 유로 어치의 상품에 최고 50%의 추가 관세가 붙을 것으로 예상됐다. EU에 10% 관세만 부과된 이유다.

안전자산 선호에도 약달러인 이유:

- 1) 4Q24 강달러 차익실현
- 2) 미국 패권에 대한 의구심

현재 안전자산 선호에도 약달러가 나타나는 데는 두 가지 이유가 있다. 첫째, 4Q24에 누적된 강달러 차익실현과 2) 미국 예외주의 약화가 미국의 패권 유지에 대한 의구심으로 변진 것이다. 현재 달러 밸류에이션 부담은 해소되었기 때문에 남은 관전 포인트는 미국 패권 의구심이다. 미국 외 지역에서 안전자산을 찾으려는 시도가 EUR, JPY로 한정된 Long으로 나타나고 있다. 달러/원을 비롯한 아시아 통화는 약달러에 소외되면서 달러인덱스와의 디커플링이 이어지겠다.

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

2. 스티븐 미란 보고서 중간점검

스티븐 미란 보고서가 제안한 '마러라고 합의'

마러라고 합의가 이루어지려면 여러 가정이 현실화되어야 해

스티븐 미란은 트럼프 행정부 경제자문위원회 의장이다. 2024년 11월, 그는 '글로벌 무역 시스템 재구조화를 위한 가이드(A User's Guide to Restructuring the Global Trading System)'라는 제목의 보고서에서 일명 '마러라고 합의'를 제안했다. 약달러와 미국 장기금리 하락을 동시에 유도하려는 합의다.

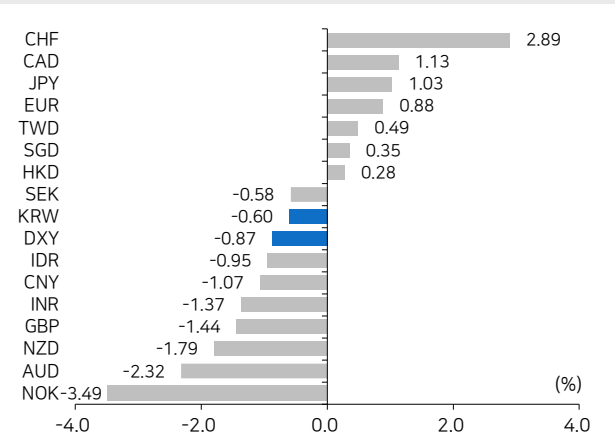
마러라고 합의가 파격적이기 때문에 시장에서는 주로 결론만 회자되나, 실제로는 파격적인 만큼 다양한 상황이 가정된다. 시장 불안이 큰 지금, 보고서의 가정이 얼마나 충족되었는지를 파악해보았다 <표2>. 결론적으로 보고서의 전제가 현실화되지 않았기 때문에 마러라고 합의가 현실화되지는 않겠다.

표2 스티븐 미란 보고서와 현재 상황 비교			
구분		내용	현실화 여부
문제 제기 및 주장			
1	실물	지속적인 달러 고평가가 무역 불균형 및 경제 불균형을 초래	-
	실물	자국 내 공급망 확보는 국가 안보와 직결됨	-
	소결	미국 군사력(안보)을 활용하여 무역 불균형을 해소해야 함	○
2	금융	글로벌 금융 시스템은 달러가 준비자산으로 활용되고 있기 때문에 작동	-
	소결	미국은 달러 패권 영향력을 국가 안보와 연결지어 행사할 수 있음	△
	소결	준비자산 제공 대가로 타국에 사용료(fee) 부과해야 함	X
3	실물+금융	관세 부과 후 강달러가 나타나면 경제 충격이 상쇄되어 실물 경제 영향이 제한됨	-
	소결	공급망이 재편되기 위해서는 관세를 부과해도 약달러가 나타나야 함	○
4	실물	타국이 보복관세를 부과하면 글로벌 무역 시스템이 붕괴	-
	소결	미국 군사력을 활용하여 보복관세를 막아야 함	○
	소결	동맹·중립·적대국을 구분한 후 국가별 관세를 차등 부과해야 함	△
5	금융	약달러가 나타나면 미국채 투자 매력이 낮아져서 금리 상승	-
	금융	연준이 약달러가 유발한 인플레이션 때문에 금리를 인하할지는 미지수	-
	금융	약달러가 나타나면 기업들의 해외 매출이 증가하는 효과가 있어서 주식시장 영향은 중립	-
6	금융	미국이 원한다고 해서 유럽, 중국이 자국통화를 절상시킬 이유는 없음	-
	금융	유럽과 중국은 경제 규모가 큼. 일본, 영국, 캐나다, 멕시코만으로 마러라고 합의가 무의미	-
	소결	관세와 안보를 무기로 미국 100년 만기 국채를 사게 함의시켜야 함	X
	소결	타국의 초장기채 매입으로 달러 유동성이 부족해질 것에 대비하여 연준과 스왑라인을 구축	X
7	금융	달러는 미국에 비우호적인 국가들(중동, 동아시아)이 많이 보유	-
	실물+금융	관세 정책보다 환율 정책이 복잡	-
	소결	관세 정책을 약달러 정책보다 먼저 실시해야 함	○
8	금융	타국이 미국 자산을 과도하게 매도하면 미국의 금융 외교력이 약화됨	-
	소결	타국이 미국 금리에 대해 비탄력적으로 대응해야 함	X
	소결	타국이 미국 100년 만기 국채를 사면서 개인들의 미국채 매도까지 흡수할 수 있어야 함	X
	소결	미국도 정책실패를 막기 위해 정책을 점진적으로 실시해야 함	X
9	금융	미국 행정부는 미국 금리를 통제하기 위한 수단이 제한적	-
	소결	연준이 장기금리 상한을 설정하는 등 정책 공조가 필요	X
예상 결과			
1	동맹·중립·적대국 간 구분이 명확해짐		△
2	안보위협이 커지면서 리스크 프리미엄 상승		○
3	실물·금융 시스템이 동시에 개편되면서 환율 내재변동성 상승		○
4	미국향 투자 축소 및 금/가상자산으로의 자금 이동		△

자료: A User's Guide to Restructuring the Global Trading System, 메리츠증권 리서치센터

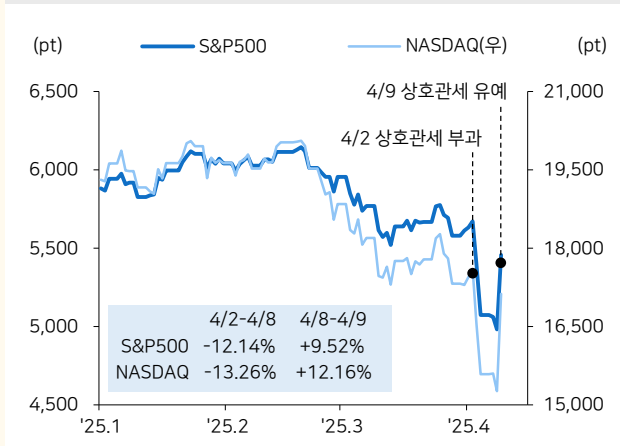
4월 2주 차트: 미국 관세 후폭풍

그림1 주요 통화별 달러대비 절상률 (4월 2일 ~ 4월 9일)



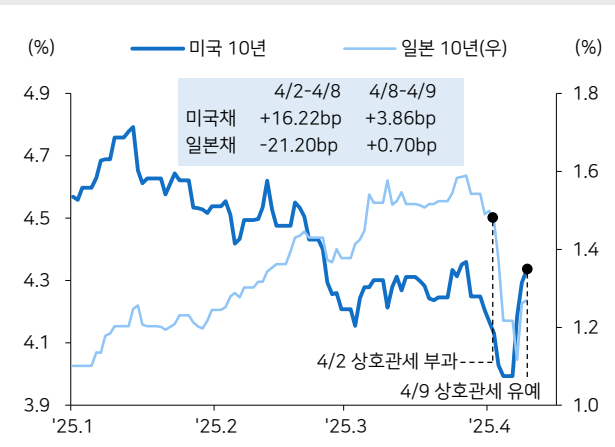
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 S&P 500 vs. NASDAQ



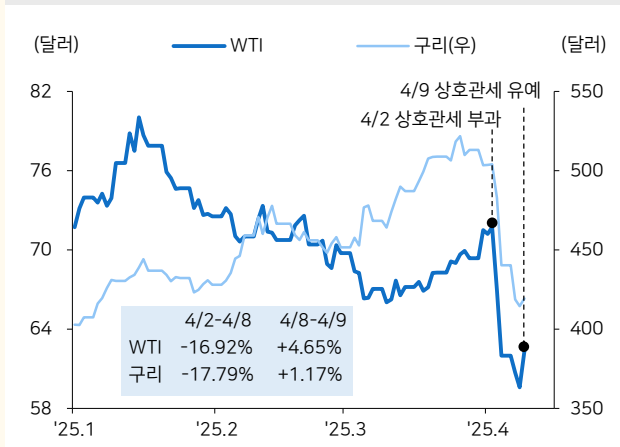
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 10년 vs. 일본 10년



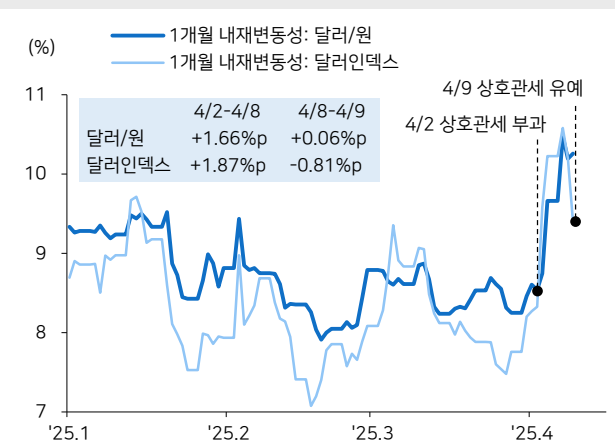
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 국제유가(WTI) vs. 구리



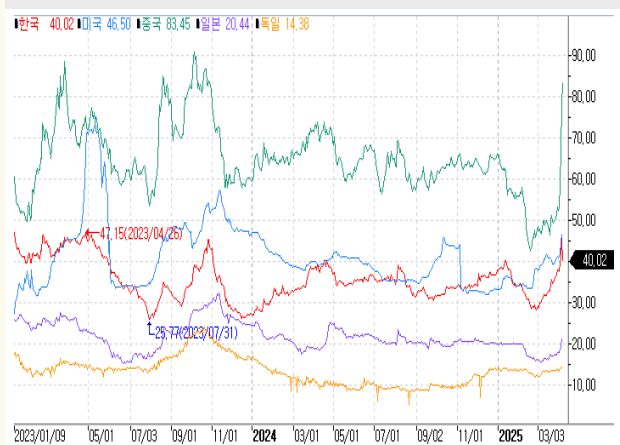
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 1개월 내재변동성: 달러/원 vs. 달러인덱스



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 국가별 5년 CDS 프리미엄



자료: 인포맥스

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.