

## FX Strategy: EUR(€)

## 독일이 정말 돌아왔을까?



FX/Economist 위재현

82-2-3774-0430

jhwee11@futures.co.kr

2025년 4월 2일

## Comment:

유로화는 3월 초 유럽의 재무장, 독일의 재정확장 기대감에 빠르게 강세를 보였습니다. 독일의 재정확장은 긍정적 재료가 맞으나, 유럽의 재무장 계획은 아직 거쳐야 할 단계가 많이 남아있습니다. 게다가 트럼프의 관세 발표가 다가오면서 단기적으로는 약세 재료가 더욱 돋보이는 상황입니다. 따라서 올해 유로화 환율은 2분기 고평가 해소에 따른 약세가 전망되며, 하반기부터 점차 강세로 전환될 것으로 예상됩니다. 당사는 EUR/USD의 연말 환율을 1.12유로로 전망합니다(현재 1.08).

## I . Overview

3월 초 외환시장의 메인 플레이어는 유로화였다. 트럼프는 우크라이나에 대한 군사지원을 중단했고, 유럽 국가들에게는 국방비 지출을 강요했다. 따라서 지난 2010년대 재정위기를 거치며 보수적으로 재정을 운용하던 유럽이 확장 재정을 펼칠 수 있다는 기대감에 유로화가 강세를 보였다.

유로존 20개 국가 중 독일 경제가 차지하는 비중은 1/4 수준이다. 최근 구조적인 경기 둔화에도 유로존은 여전히 독일 중심 경제체제가 유효하다. 과거 사례를 보면 미국과 독일간 성장률 차이가 유로화를 설명하는 주요 변수였다. 유로화 강세가 연내 지속되기 위해서는 독일의 성장률이 유의미하게 반등해야 한다는 의미다.

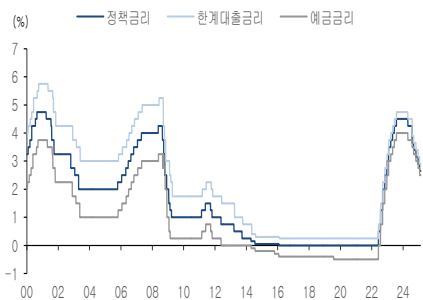
독일은 국방비 지출뿐만 아니라, 인프라에 대해서도 향후 12년간 꾸준히 투자할 가능성이 높다. 재정승수를 감안하면 인프라 투자 확대는 GDP에 유의미한 상승 압력이 될 전망이다. 다만 올해 중에는 이러한 성장이 가시화되기 어렵다. 재정정책에는 시차가 존재하고, 아직 인프라 투자는 세부 내용 조차 발표되지 않았기 때문이다. 게다가 독일을 제외한 대부분 유로존 국가들은 재정확대 행보에 동참하지 못할 가능성이 높다. 오히려 독일 국채 금리 상승 여파가 타국가 차입비용 증가로 이어져 최근 회복중인 유럽 지역 크레딧 사이클을 억제할 수 있다.

반대로 다가오는 트럼프의 관세 정책은 유럽 경제에 일정수준 타격을 줄 전망이다. 만약 트럼프의 관세에 대해 유럽도 상호관세로 대응한다면 타격은 더욱 두드러질 것이다. 유로화 입장에서 보면 호재는 아직 오지 않았고, 악재는 눈앞으로 다가온 상황이다. 따라서 올해 유로화는 자체적인 강세가 아닌, 하반기 달러화 약세에 따른 반작용적 측면의 소폭 반등이 이뤄질 것으로 예상된다.

차트: 유로-달러 환율



차트: ECB 기준금리

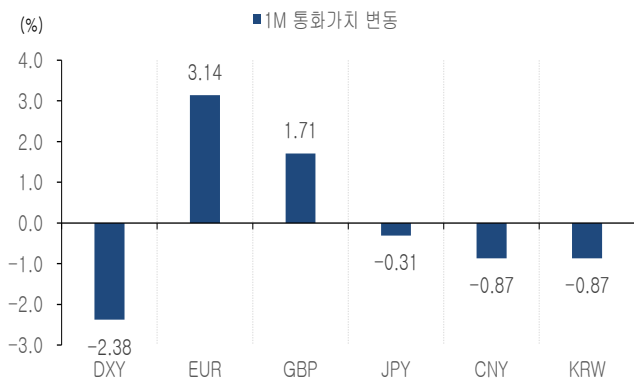


### I. 3월 외환시장에 등장한 새로운 Key-Player, EUR

3월 유로-달러 환율은 한때 월초대비 5% 넘는 강세를 보였다. 코로나 이후 달러가 외환시장의 가장 큰 변수였던 데 반해, 3월에는 유로화가 외환시장을 주도했다. 이는 트럼프가 우크라이나에 대한 군사 원조를 중단하고, 유럽 국가들을 상대로 국방비 지출 증가를 요구했기 때문이다. EU 집행위원회는 현재 GDP 대비 2% 수준인 국방비 지출을 향후 4년간 3.5% 수준까지 높여야 한다고 권장했다.

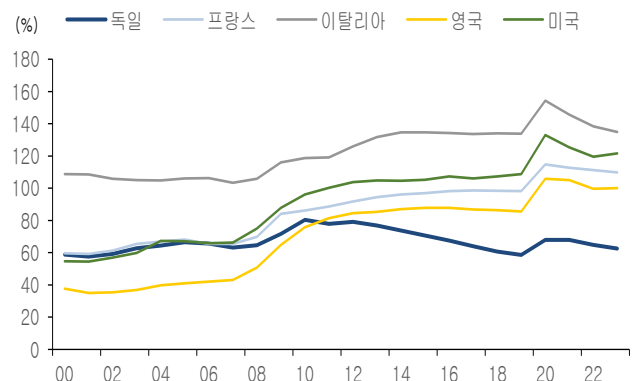
특히 재정정책을 보수적으로 운용해 오던 독일이 달라졌다. 독일은 2008년 금융위기, 2010년도 유로존 재정위기 이후 정부의 재정정책을 유독 보수적으로 운용해 왔다. 구조적 재정적자<sup>1</sup>를 GDP 대비 0.35% 이내로 제한하는 독일 자체 헌법 규정(Debt Brake)과, 일반적 재정적자를 GDP 대비 3% 수준으로 제한하는 EU의 재정준칙을 이중으로 준수한 영향이다.

그림1: 3월 글로벌 주요국가 통화가치 변동, 유로화 강세



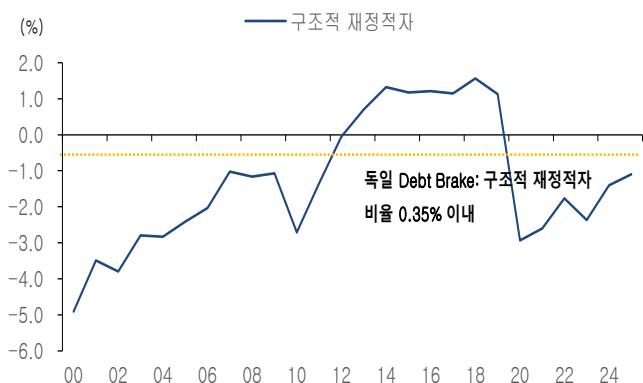
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림2: 국가별 GDP 대비 정부부채 비중



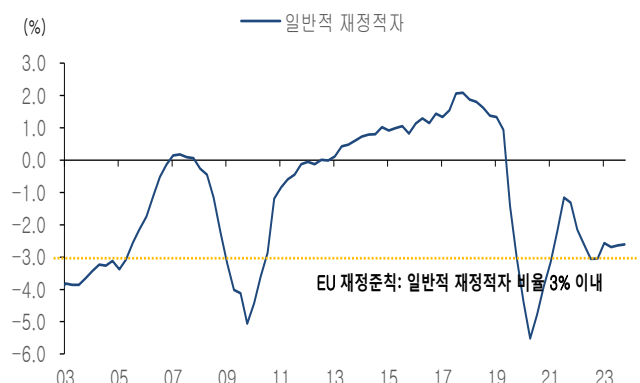
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림3: 독일 구조적 재정적자, 0.35% 이내



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림4: EU의 재정준칙, 일반적 재정적자 3% 이내



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

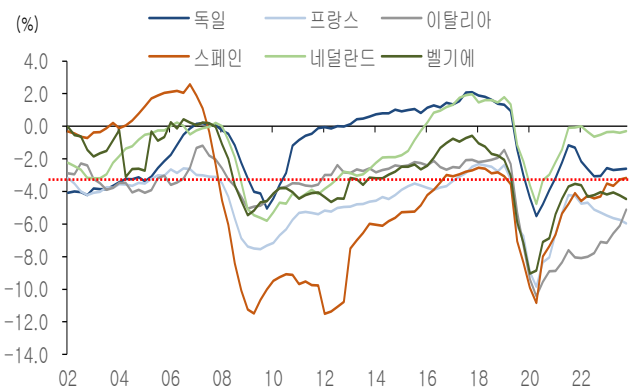
<sup>1</sup> 구조적 재정적자는 일반적 재정적자에서 경기순환적 요인을 제거한 재정적자를 의미. 예를 들면, 경기가 호황일 때 재정적자가 나는 부분과 경기가 불황일 때 재정적자가 나는 부분을 제외한 재정적자만 산출.

그러던 독일이 재정책장으로 노선을 선화했다. 상술했던 국방비 지출(GDP 대비 3.5%까지 늘리는) 외에도 향후 12년간 5,000억 유로의 인프라 투자를 예고했다. 3월 21일 독일 상·하원에서 통과된 해당 재정지출 법안은 이 중으로 적용 받던 부채 제한에 예외를 적용했다. 1) GDP 대비 1%를 초과하는 국방비 지출과, 2) 5,000억 달러 규모의 인프라 투자 모두 특별기금으로 설정해 구조적 재정적자에 포함하지 않기로 결정했다.

남은건 EU의 재정준칙(일반적 재정적자의 GDP 대비 3% 이내)인데, 사실상 코로나와 러-우 전쟁 이후 재정준칙을 준수하는 국가는 없을뿐더러, EU 집행위원회 내에서도 재정준칙 자체를 수정하려는 시도가 일고 있다. 독일 입장에서 보면 사실상 부채 제한은 사라진 셈이다.

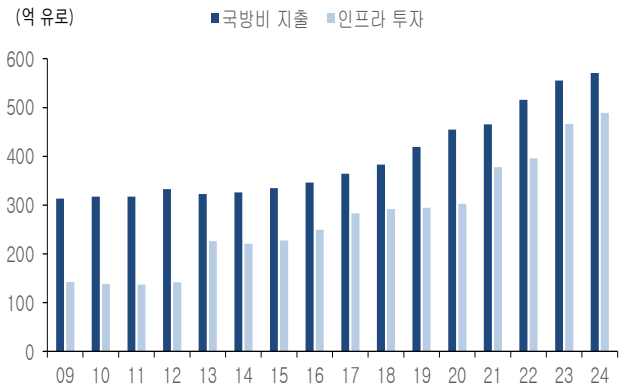
이번 독일 재정지출의 총 규모는 5,600억 유로로 추정된다. 이 중 국방비가 600억 유로, 인프라 지출이 5,000억을 차지한다. 독일의 2024년 국방비 지출은 GDP대비 2.12% 수준이다. 이를 4년내 GDP 대비 3.5%까지 늘리기 위해서는 총 600억 유로, 연간 150억 유로의 국방비 지출이 추가로 필요하다. 인프라 투자 자금의 5,000억 유로도 동일하게 12년으로 나누면, 연간으로 대략 420억 유로가 나온다. 즉, 독일은 향후 4년간 570억 유로(GDP 대비 1.3%), 그 후 8년간 420억 유로(GDP 대비 1%)를 부채 제한 없이 투자하게 된다.

그림5: 독일, 네덜란드 제외 사실상 재정준칙 의미 퇴색



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림6: 독일 재무부의 연간 국방비 지출, 인프라 지출 규모



자료: 독일 재무부, NH선물 리서치센터  
 주: 독일 재무부 기준 국방비 지출과 NATO 기준 국방비는 상이, 인프라 지출의 경우  
 1) 에너지, 수자원 공급, 2) 교통 및 통신 3) 도시개발 및 주택건설의 합.

도표1: 독일과 유럽의 재정책장 조치

지역	규모	세부 내용
독일	인프라 투자 5,000억 유로 국방비 지출 600억 유로(추정)	<b>인프라 투자:</b> 향후 12년에 걸쳐 교통/통신/디지털/전력 및 친환경 인프라에 투자 <b>국방비 지출:</b> 향후 4년에 걸쳐 투자
EU 전체	국방비 지출 8,000억 유로	유로존 국가 대상 6,500억 유로의 <b>재정 여력 창출</b> EU 집행위원회 주도 1,500억 유로의 <b>대출 제공</b> 향후 4년에 걸쳐 투자

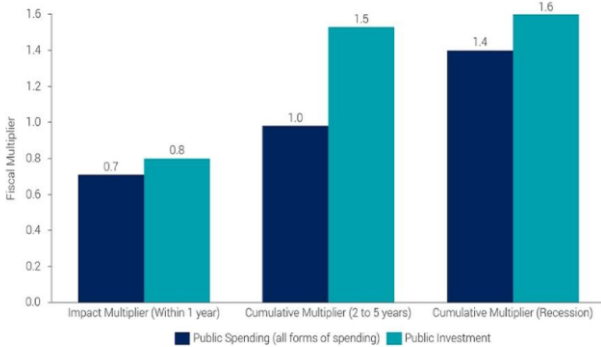
자료: 언론보도, NH선물 리서치센터

## II. 독일의 성장은 유로화 강세의 기반

재정승수는 기관별/국가별 전망치가 상이하나 0.8~1.5 사이일 것으로 추정된다<sup>2</sup>. 따라서 이번 사이클에서 독일의 GDP는 매년 최소 0.8%~1.5%(국방비 포함시 1.04%~1.95%) 증가할 전망이다. OECD가 올해 3월 추정된 독일의 2025년 성장률이 0.4%, 2026년 성장률이 1.1%임을 감안하면, 유의미한 수준의 성장세다. 게다가 이번 지출은 특별 예산으로 간주되는 만큼, 동일 규모의 증세가 동반되지 않는다는 점에서 더욱 긍정적이다.

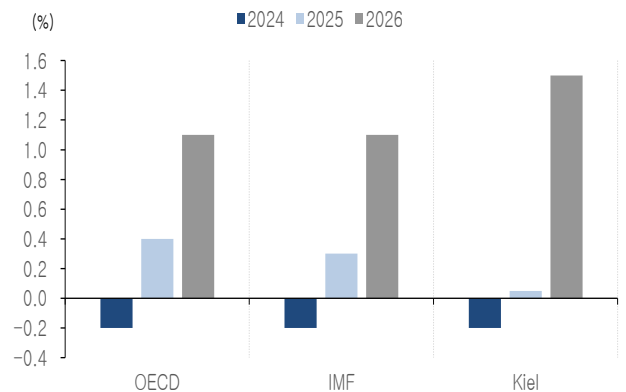
유로존 내 독일 경제가 차지하는 비중은 27%로 가장 높다. 최근 높은 중국 수출 의존도/에너지 가격 상승/제조업 경쟁력 약화에도 불구하고, 독일은 여전히 유로화에 있어 가장 설명력 높은 변수다. 2015년 이후 유로존 재정위기 영향에 유로화는 구조적으로 약세를 보여왔으나, 독일 중심 성장을 회복이 가시화된다면 유로화도 유의미한 반등이 가능할 것으로 보인다.

그림7: 인프라 투자 재정승수, 단기 0.8, 장기적 1.5



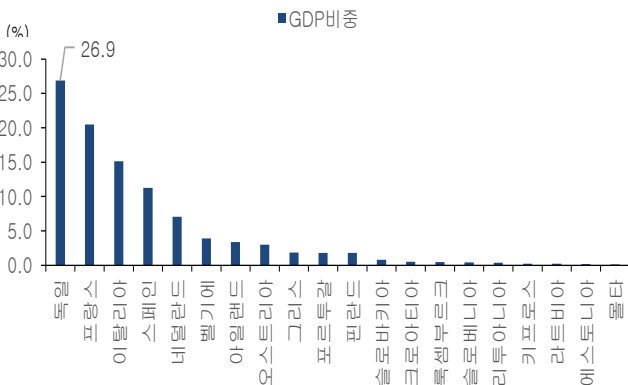
자료: GIH/CEPA, NH선물 리서치센터

그림8: 주요 기관 독일 성장률 전망치, 2026년 최대 1.5%



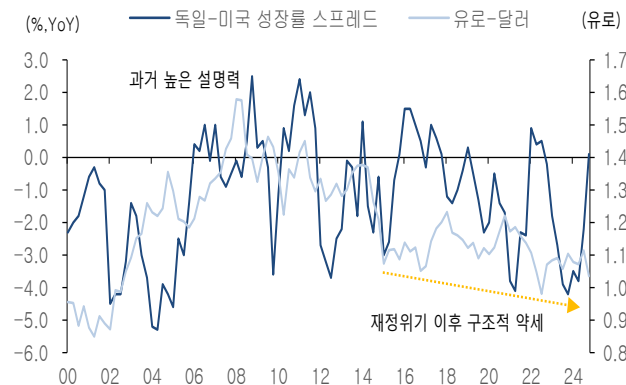
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림9: 유로존 국가내 독일 GDP 비중, 27%로 가장 높아 (2024년)



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림10: 독일-미국 성장률 스프레드는 과거 유로화 주요 설명변수



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

<sup>2</sup> ECB는 독일의 일시적(Temporary) 재정지출 증가는 첫 해 0.5의 승수, 그 다음 해 0.3의 승수로 추정(2015.03)했으며, 독일 연구기관인 MPRA는 1970년부터 장기간 데이터를 사용해 추정했을 때 첫 해 2의 승수와 그 이후로 점차 효과가 축소되는 것으로 추정. 인프라 투자에 치중된 이번 독일지출을 감안해 본문은 Global Infrastructure Hub에서 제공한 "인프라 투자 재정승수" (0.8~1.5)를 활용

### Ⅲ. 아직 갈 길이 먼 Non-Germany 유로존 국가

다만 독일의 성장률 반등은 내년부터 가시화될 전망이다. 재정지출은 주요 정당간 합의가 됐으나, 아직 세부 지출 계획은 의회 승인을 받아야 한다. 5,000억 유로 중 1,000억 유로는 친환경 인프라에 투자하고, 나머지 자금은 교통/디지털/R&D/교육/의료에 투자할 것이라는 청사진만 제시된 상황이다. 실제 자금 집행이 이뤄지고 실물경기 반등이 수치로 나오기 위해서는 아직 시간이 소요된다.

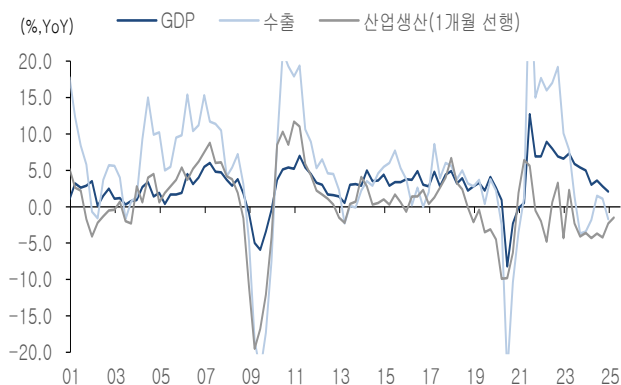
게다가 독일을 제외한 유로존 국가들은 유의미한 성장률 반등을 기대하기 어렵다. 그 이유는 1) EU가 제시한 유럽의 재무장 계획에 대해 국가별 이견이 존재하고, 2) 이견이 좁혀져도 실제 자금을 동원할 수 있는 재정 여력이 있는 국가는 소수로 파악된다. 게다가 3) 군사 물자는 아직 유럽 역외 조달 비중이 높아 국방비 지출 증가가 EU 국가들의 생산력 증가로 이어지지 않을 수 있기 때문이다.

그림11: 독일 Soft Data는 기업심리 중심으로 반등 중이나



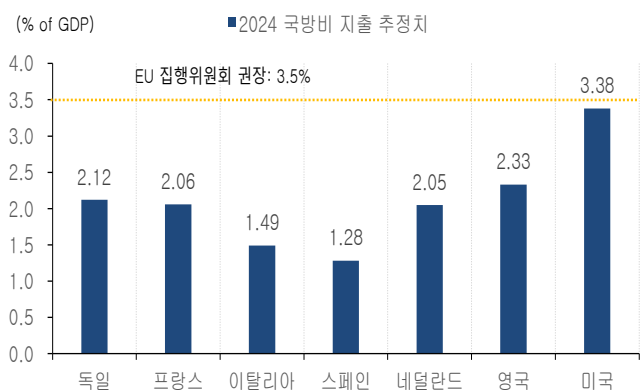
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림12: 아직 실물경기까지 이전 났다고 보기는 어려워



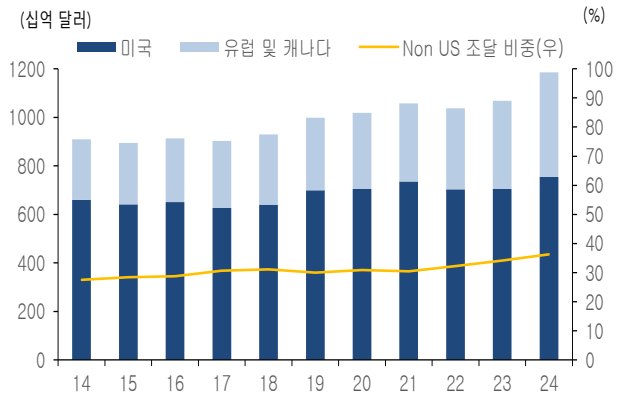
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림13: 유로존 주요 국가 GDP 대비 국방비 지출



자료: NATO, NH선물 리서치센터

그림14: 유로존 국가 장비 역외조달 비중, 아직 매우 낮은 수준



자료: NATO, NH선물 리서치센터

유럽의 재무장을 위해 EU 집행위원회는 향후 4년간 유럽 국가들의 국방비를 총 8,000억 유로까지 확대하는 것을(현재 약 3,260억) 권장했다. 다만 이는 의무가 아닌 권장이며, 해당 규모까지 국방비를 늘릴 경우 앞서 언급한 EU의 재정준칙을 완화해주겠다는 취지다. 결국은 유럽 국가들의 자발적인 참여가 필요한데, 국가별 재정여력을 보면 20개 유로존 국가 중 독일, 네덜란드, 아일랜드를 제외하면 재정적 여유가 부족하다(도표2).

독일 다음으로 유로존 내 큰 경제주체인 프랑스/이탈리아/스페인의 경우 GDP 대비 재정적자 비율이 이미 EU 재정준칙을(3%) 초과했다. 특히 프랑스는 작년도 재정건전성을 이유로 국가신용등급이 하락했다. 스페인과 이탈리아는 아직 국방비 지출이 매우 적은데, 정부부채는 많아 정치적 합의가 선행되어야 한다. 실제로 국방비 지출을 늘린다 하더라도, EU 집행위원회의 대출 여력인 1,500억 유로를 제외하면 모두 국채 발행을 통해 조달해야 하며, 이는 국채금리 급등과 후술할 잠재적인 크레딧 리스크를 동반할 수 있다.

도표2: 유로존 내 주요국 재무장 의지와 재정여력

국가	재무장 의지	국방비 지출 (%GDP), 2024E	재정적자 (%GDP)	정부부채 (%GDP)
독일	O	2.12%	-2.6	62.4
프랑스	O	2.06%	-6.0	113.8
이탈리아	△	1.49%	-5.1	136.3
스페인	△	1.28%	-3.2	104.3
네덜란드	O	2.05%	-0.3	49.1
벨기에	X	1.30%	-4.5	112.9
아일랜드	O	0.22%	5.0	42.2
폴란드	O	4.1%	-6.19	53.5

자료: NATO, Eurostat, NH선물 리서치센터  
 주: 재정적자와 정부부채의 경우 최신 데이터 기준 (2024년 2분기/3분기/4분기)

그림15: 유로존 주요국 10년물 국채 금리 추이, 최근 금리 급등세 진정됐으나 향후 QT 지속시 반등 가능



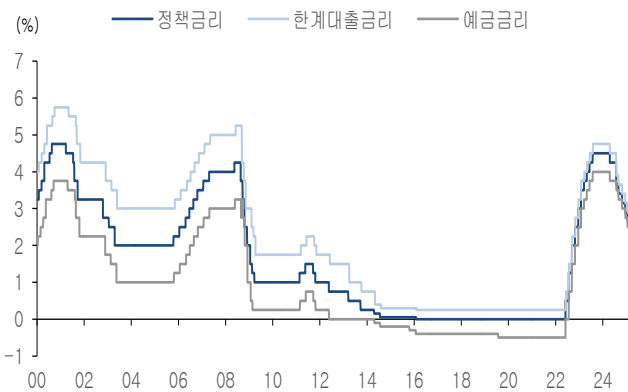
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

### IV. 고민이 많아질 ECB

ECB는 작년 6월 본격적으로 인하 사이클에 돌입하며 기준금리를 4.50%에서 올해 3월 2.65%까지 꾸준히 인하했다. 따라서 하반기부터 기업과 가계 대출이 모두 회복세를 보이며 반등 중이다. 다만 빠르게 금리를 인하한 만큼, ECB의 추가 인하 여력은 제한적이다. 올해 초 ECB가 추정한 실질 중립금리는 -0.5%~1.0% 수준인데, 2월 유로존 CPI가 2.3%임을 감안하면 현재 실질금리는 이미 0.35%까지 하락했다. 현재 금리선물 시장은 올해 추가 금리 인하 횟수를 2회로 반영하고 있다.

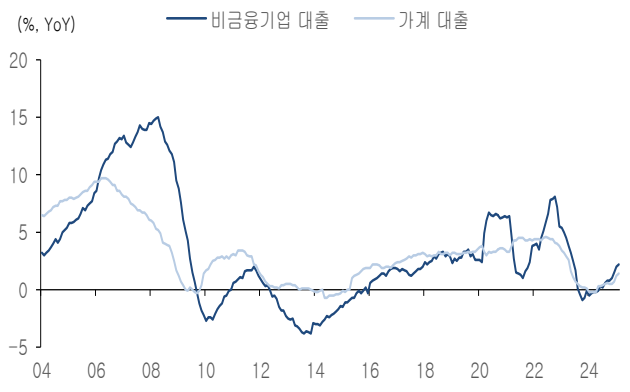
물가는 ECB 목표치인 2%를 소폭 상회하는 수준이지만, 올해 추가적인 둔화는 제한될 전망이다. 이는 서비스 물가가 둔화속도가 더딘 영향인데, 유로존의 협상 임금이 여전히 하방 제약적인 흐름을 보이고 있다. 게다가 최근 논의 중인 독일의 최저임금 인상안이(17% 인상) 채택된다면 임금과 서비스 물가 둔화속도는 더욱 더딜 수 있다. 장기적 관점에서 보면 2%를 크게 하회하지 않는 선에서 최종금리가 형성될 가능성이 높다

그림16: ECB 기준금리, 작년 고점 4.50% -> 올해 3월 2.65%



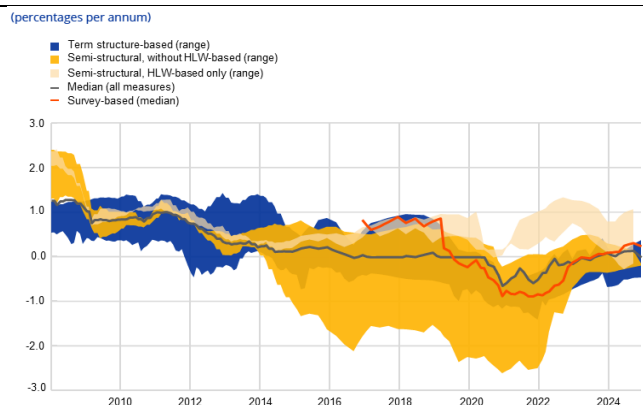
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림17: 기업 및 가계 대출 회복, 금리 인하 효과



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림18: ECB 추정 실질 중립금리 범위: -0.5%~1.0%



자료: ECB, NH선물 리서치센터

그림19: 유로존 높은 임금이 서비스 물가를 지지하는 중



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

한편 ECB의 금리 인하 여력은 제한적인 상황 속 QT를 통한 유동성 긴축은 여전히 진행 중이다. ECB는 2015년 유로존 재정위기, 2020년 코로나 이후 QE를 진행하며 유로존 국채를 대량으로 매입했다. 다만 2022년 7월 이후 QT로 전환하며 현재는 매달 400억 유로씩 보유 규모를 줄이고 있다. 문제는 QT의 대상인데, 최근 LTRO 잔고가 소진됨에 따라 향후에는 국채 비중이 80% 가량인 APP와 PEPP 계정을 중심으로 긴축이 지속될 전망이다.

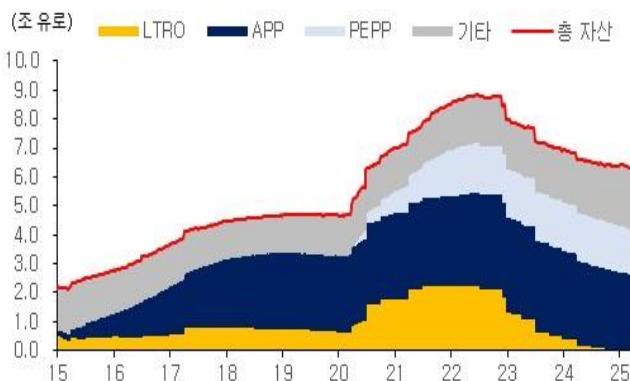
재정위기 이후 PIIGS(포르투갈, 이탈리아, 아일랜드, 그리스, 스페인) 국가들의 국채금리가 진정될 수 있던 배경에는 APP와 PEPP 계정을 통한 국채 매입이 주효했다. 다만 작년 프랑스 신용등급 강등, 올해 유럽의 재무장 계획 발표는 모두 유로존 국채금리에 상방 노출도를 높였다. 이런 상황에서 QT를 통한 국채 보유량 감소는 비독일 국채금리를 더욱 높게 끌고 갈 수 있다. 과거 사례를 보면 독일-PIIGS 국채간 스프레드가 급등할 때 유로화는 약세를 보였다. 현재까지는 독일의 성장 반등을 상쇄할 만한 재료는 아니지만, 잠재적인 크레딧 리스크는 유로화 상단을 제한하는 또 하나의 요소다.

도표3: ECB 자산내 주요 계정

계정	내용
LTRO (Long-Term Refinancing Operations)	ECB가 유로존 은행에 장기간(일반적으로 3~4년) 낮은 금리로 대규모 자금을 공급하는 정책 수단. 주로 경제 혹은 금융위기에 사용
APP (Asset Purchasing Program)	자산 매입 프로그램으로 국채, 회사채, 커버드본드, ABS를 투자하며 국공채가 80% 규모를 차지.
PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme)	APP와 동일하지만 코로나 이후 긴급 대응용으로 활용, 2024년 7월부터 월간 75억 달러 재투자 중단, 올해 1월부터는 재투자 전면 중단

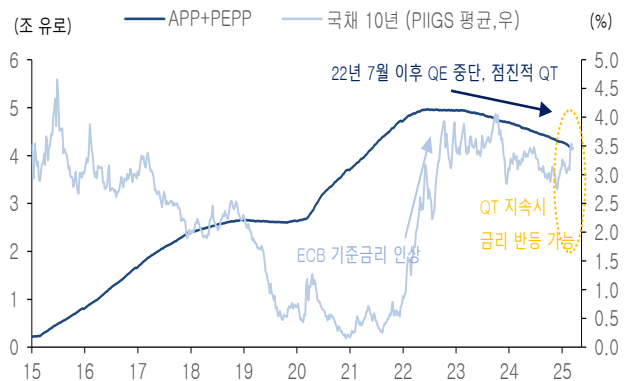
자료: NH선물 리서치센터

그림20: ECB 자산, 22년 QT 전환 이후 LTRO 중심 빠르게 감소



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림21: PIIGS 국가 금리가 진정된 데는 QE가 주효



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터



그림22: 독일-PIIGS 스프레드 확대시 유로화는 약세



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림23: 유럽 주요국 10년 국채 금리, 3월 이후 급등



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

### V. 코앞에 닥친 약재, 트럼프의 관세

독일의 성장과 유로존 크레딧 회복에는 시간이 걸리는 반면, 트럼프의 관세는 코앞으로 다가왔다. 트럼프는 이미 철강과 알루미늄에 이어 자동차에 대한 25% 관세를 부과했다. 여기에 4월 2일에 트럼프가 추가로 발표할 상호관세, 이에 EU가 보복관세 대응까지 나선다면 유로존 성장률에 대한 타격은 불가피하다.

현재까지 철강과 알루미늄, 자동차에 대한 관세 부과로 영향 받는 EU의 對미국 수출금액은 465억 달러 규모로 추정된다. 이는 2024년 EU의 對미국 전체 수출액의 8.3% 수준이다. 반대로 EU 집행위원회가 예고한 보복관세 규모는 최소 225억 달러이며, 이는 미국의 對EU 전체 수출액의 6.6% 수준이다. EU는 협상 가능성을 열어두고 보복관세를 4월 중순까지 미뤄둔 상황이나, 불확실성은 여전하다.

도표4: 미국의 對EU 관세 부과 현황과 잠재적 부과 대상

현황	품목	세율	발효일자	비고
부과 완료	철강 및 알루미늄	25%	2025.03.12	철강 및 알루미늄 관련 제품도 포함
	자동차 및 부품	25%	2025.03.27	-
잠재적 부과 대상	의약품	미정	-	-
	농산품 및 일반제품	25%(예정)	-	-

자료: 언론보도 정리, NH선물 리서치센터

도표5: EU의 對미국 관세 부과 현황과 잠재적 부과 대상

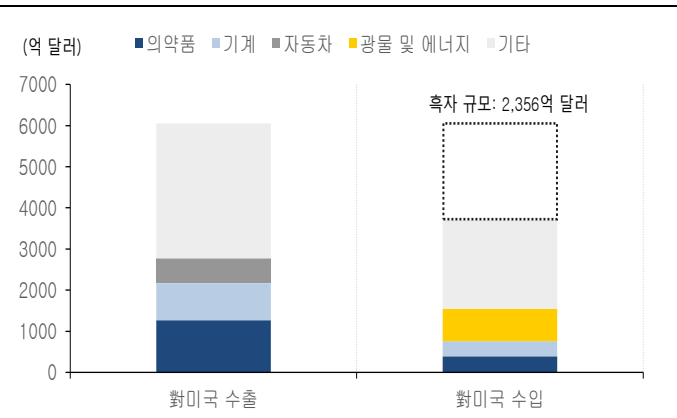
현황	품목	세율	발효일자	비고
잠재적 부과 대상	철강 및 알루미늄	25%(예정)	2025.04.01	트럼프 1기 제정된 보복관세 유예 조치, 4월 1일 재발효
	주류	25%(예정)	2025.04 중순	-
	오토바이	56%(예정)	2025.04 중순	-
	농식품	미정	2025.04 중순	가금류, 소고기, 해산물, 견과류 등
	지적재산권 등 서비스 품목	25%(예정)	2025.04 중순	IT 기업에 대한 과징금 부과 및 지적재산권 보호 제한, EU 공동 자금 조달에서 미국 기업 제외 조치

자료: EU집행위원회, 언론보도 정리, NH선물 리서치센터

문제는 4월 2일 트럼프의 상호관세 발표 이후에 무역분쟁이 격화될 수 있다는 점이다. 트럼프는 과거 EU의 모든 상품에 대해 25% 관세를 부과하겠다고 언급했다. EU 집행위원장 또한 이에 맞서 미국산 제품 전체에 25% 보복관세로 대응할 수 있다고 발언했다. 최악의 경우 양측 모두 모든 제품에 25%의 상호관세를 부과할 수 있다는 말이다.

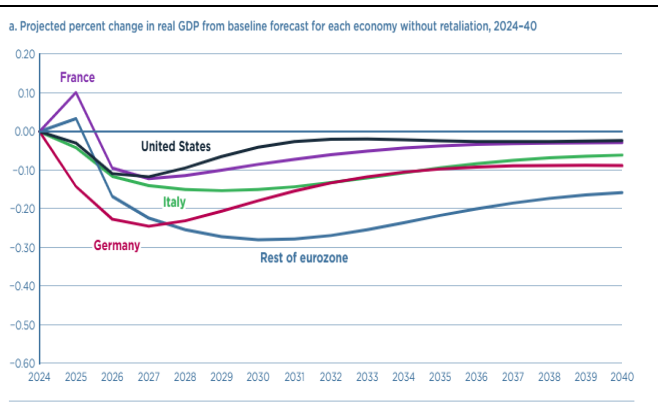
ECB의 라가르드 총재는 최근 미국의 관세 조치가 시행될 경우 유로존 성장률이 0.3%p 둔화될 것이라 언급했다. 만약 유럽도 보복관세에 나서면 둔화폭은 0.5%p까지 확대될 수 있다고 경고했다. 미국의 연구기관인 PIIE는 유럽의 보복관세가 시행될 경우 독일의 GDP가 각각 2025년 -0.21%p, 2026년 -0.35%p 수준으로 하락할 것으로 전망했다. 앞서 언급한 독일의 재정확장에 따른 성장률을 상쇄할 수준은 아니지만, 재정효과와 달리 관세는 올해부터 독일과 유로존 성장에 하방 압력으로 작용할 수 있다.

그림24: 미국과 EU 교역규모 및 품목



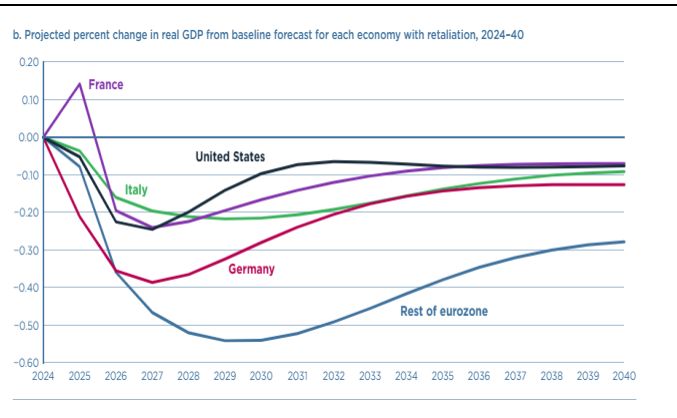
자료: USTR, NH선물 리서치센터

그림25: 미국의 일방적 관세 가정시 주요국 성장률 타격 정도



자료: PIIIE, NH선물 리서치센터

그림26: EU의 보복관세 가정시 주요국 성장률 타격 정도



자료: PIIIE, NH선물 리서치센터

그림27: 라가르드 총재 “유로존 성장률 최대 -0.5%p 둔화”



자료: Market Insider, NH선물 리서치센터

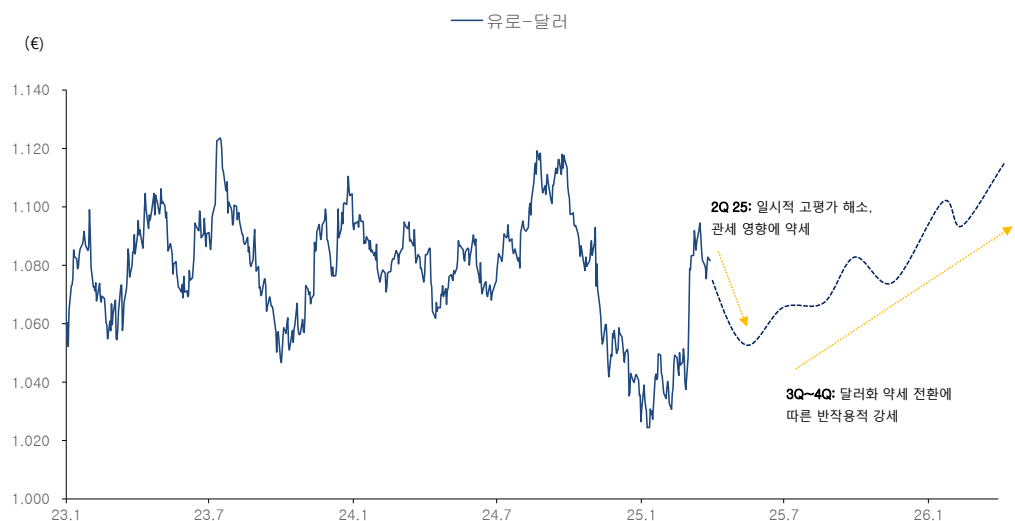
## VI. 유로화 2025FY 전망: 2분기 고평가 해소, 하반기 강세

종합해보면, 3월 상하원 승인을 모두 득한 독일의 재정확장 계획은 독일 경제의 유의미한 반등 재료다. 게다가 유로존 내에서 경제 비중이 가장 높은 독일인 만큼, 향후 실물경기 반등이 가시화된다면 유로화 강세로 이어질 수 있다. 다만 인프라 투자의 세부계획도 발표되지 않았고, 재정정책의 시차까지 감안하면 연내 강한 반등은 어려워 보인다. 기업들의 투자심리가 개선되는 Soft-Data가 발표될 경우 일시적인 유로화 강세는 있을 수 있겠으나, 유로화 반등이 추세로 이어지기 위해서는 Hard-Data의 확인이 필요하다.

반대로 독일을 제외한 유럽의 재무장 계획은 아직 해결해야 할 문제가 많다. 대부분 국가들은 EU집행위원회가 제시한 국방비 증액을 시행할 재정 여력이 없고, 만약 무리해서 시행한다면 국채금리가 상승하며 크레딧 리스크가 불거질 수 있다. ECB의 추가 금리 인하 여력은 제한적이고, QT를 진행중인 점까지 감안하면 최근 회복중인 유로존 기업들의 대출 회복세도 저해할 수 있다. 이런 상황에서 러시아의 위협이 강경해지면 국방비 증액 압박에 또 다시 국채금리가 상승하는 악순환이 발생할 수 있다.

코앞으로 다가온 트럼프 관세도 문제다. EU는 협상 가능성을 열어뒀으나, 동시에 강경한 보복관세 카드도 준비하고 있다. 관세 전쟁이 격화되면 독일과 유로존 전반에 타격이 불가피하다. 유로화 입장에서는 악재는 다가오고 있고, 호재는 아직 오지 않은 상황이다. 따라서 올해 유로화는 2분기에는 고평가 해소와 트럼프의 관세 영향에 따라 약세를 보일 전망이다. 다만 하반기에는 미국 경기의 완만한 둔화와 금리 인하에 따른 달러화 약세, 이에 따른 순환적 관점에서 유로화가 강세를 보일 전망이다.

그림28: 유로화 중장기 전망, 상반기 고평가 국면 해소(+관세 타격), 하반기 달러화 약세에 따른 반작용 강세



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

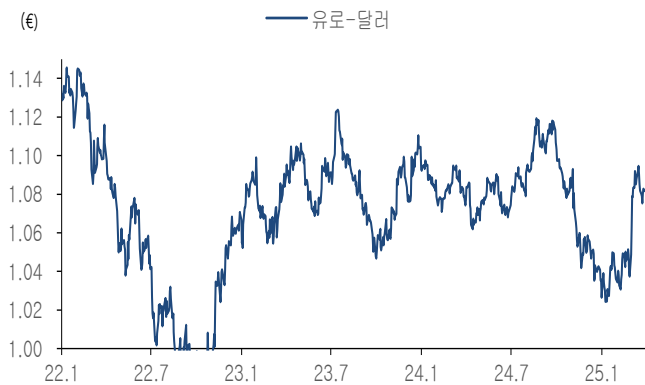
Ⅶ. Appendix

도표6: 25FY EUR/USD 전망 테이블

	구분	1Q	2Q(r)	3Q(r)	4Q(r)	2025(r)
전망	밴드	1.00~1.06	1.04~1.10	1.05~1.11	1.06~1.12	1.00~1.12
	평균	1.03	1.07	1.08	1.09	1.06
실제	밴드	1.02~1.09	-	-	-	-
	평균	1.06	-	-	-	-

자료: NH선물 리서치센터

그림29: 유로-달러 환율



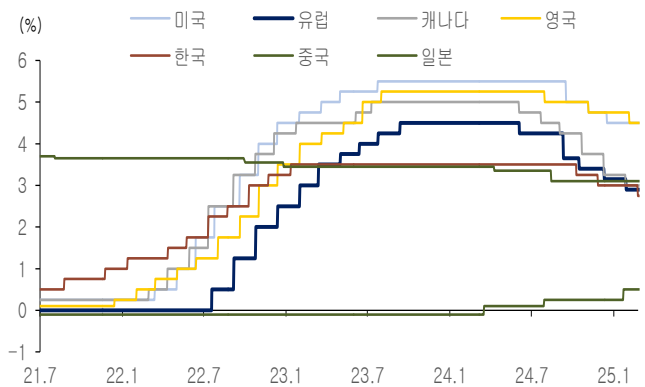
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림30: 유로-달러 환율과 실질실효환율 추이



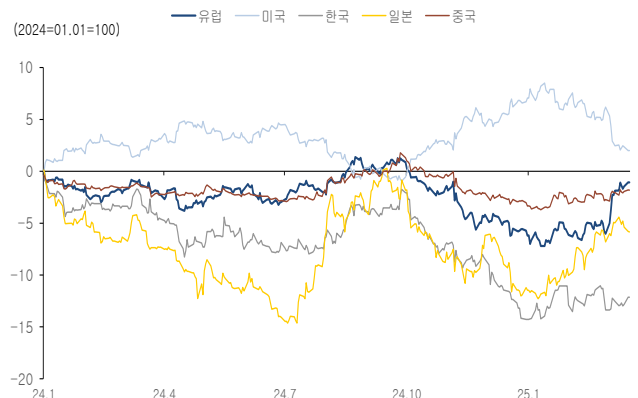
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림31: 주요국 중앙은행 기준금리



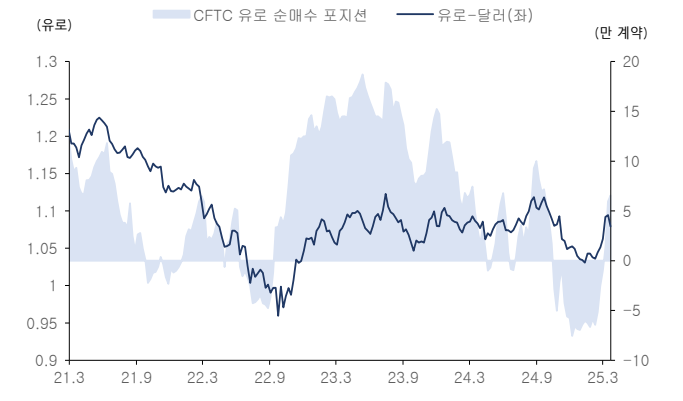
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림32: 2024년 이후 주요국 통화가치 추이



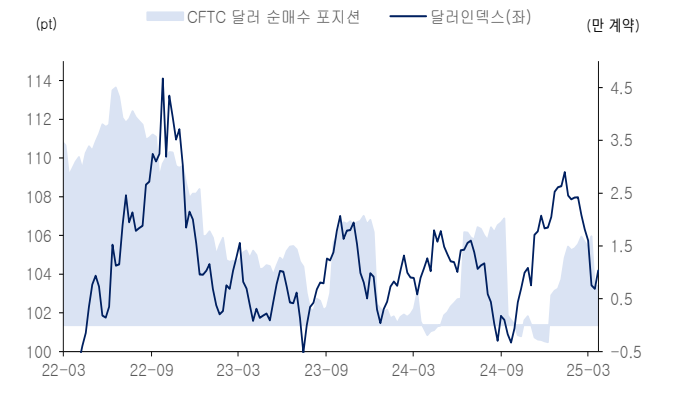
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림33: CFTC 비상업적 유로 순매수 포지션



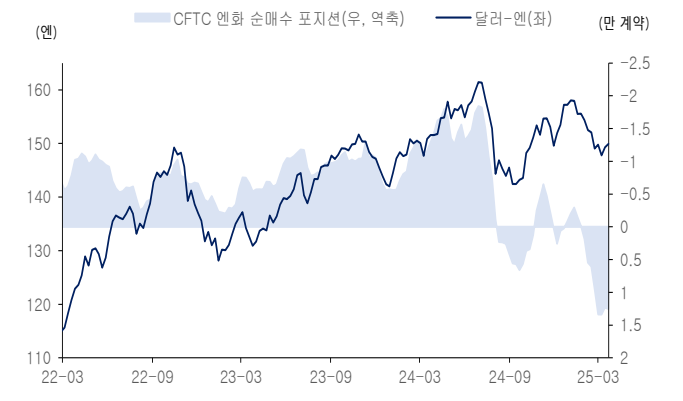
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림34 : CFTC 비상업적 달러 순매수 포지션



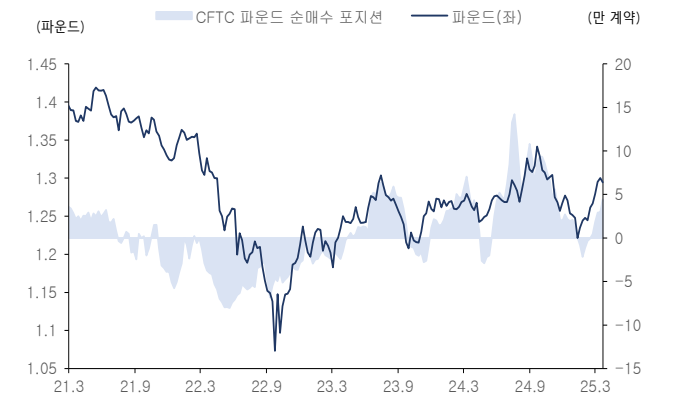
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림35: CFTC 비상업적 엔화 순매수 포지션



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림36 : CFTC 비상업적 엔화 순매수 포지션



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

**Compliance Notice:** 본 자료는 투자의 이해를 돕기 위해 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 작성되었습니다. 당사 고객들에게 배포되는 자료로서 본 조사자료의 내용은 당사의 리서치센터에서 신뢰할 수 있는 자료와 정보를 이용하여 작성한 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 투자자는 자신의 판단과 책임하에 투자를 하여야 하며, 본 자료는 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 그리고 해외파생상품은 예금자보호법에 따라 보호되지 않음을 알려드리며, 자산가격 변동, 환율 변동 등에 따라 투자원금의 초과손실이 발생할 경우 손실은 투자자에게 귀속됩니다. 본 자료는 당사 홈페이지에서도 이용하실 수 있습니다. (www.futures.co.kr)