# 외환 한눈에보는상상인자산전략

# 전쟁에 가려진 원화의 체급

최예찬 | 경제/FX/원자재
02-3779-3519
yc.choi@sangsanginib.com

QR코드로 간편하게
상상인증권
투자전략팀 채널

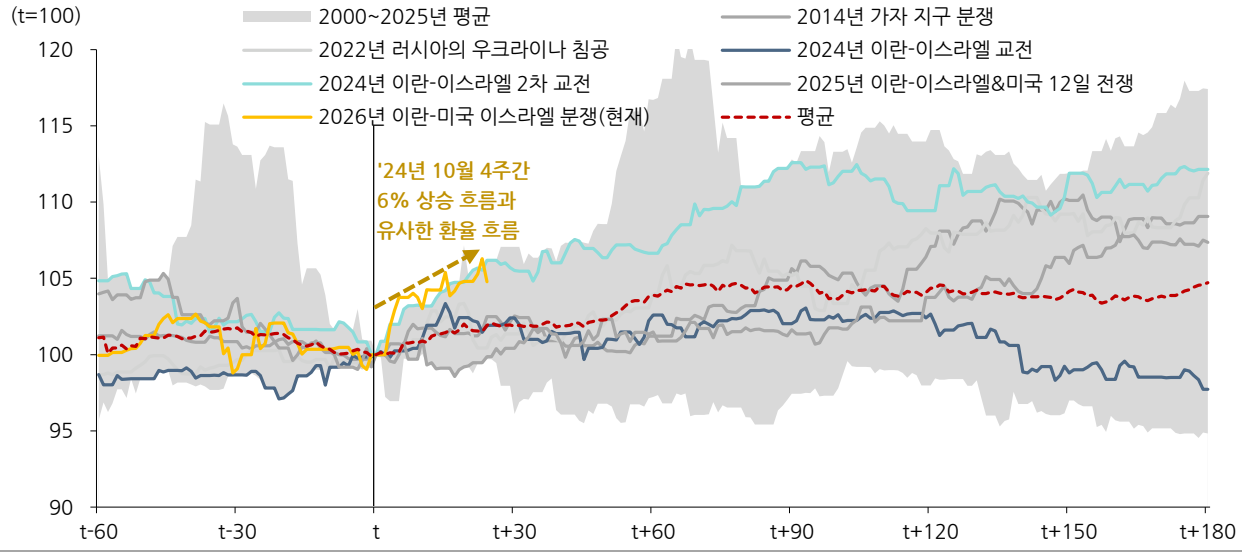
## 환율 급등 이후 소폭 진정세

1분기 말인 3월 31일, 달러/원 환율은 1,530.1원으로 정규장을 마감하며 글로벌 금융위기 당시인 2009년 3월 이후 최고치를 경신하였다. 이후 중동 상황 진정을 반영하며 소폭 반락하는 흐름이다. 당사는 「미-이란 교전과 달러/원 환율의 향방」(3/5) 리포트를 통해 4주 이상의 전쟁 장기화 가능성을 제시하였으며, 과거 트렌드를 감안할 때 달러/원 환율의 상단을 1,525원까지 열어두어야 한다는 의견을 개진한 바 있다. 실제 환율은 당사가 제시한 상단을 소폭 상회하는 수준까지 급등하였다. 상단 전망 근거는 과거 트렌드에 기반한다. 2000년 이후 중동 무력 이슈 발생 직후 달러/원 환율은 30일간 평균 2% 내외의 상승을 기록하였고, 단기간에 환율이 가장 급등한 사례는 '24년 10월 이스라엘-이란 교전 시점으로 4주간 약 6%의 상승을 나타냈다. 이번 전쟁은 과거 대비 금융시장에 미치는 영향력이 클 가능성이 높아, 최대 상승폭인 6%를 전쟁 개시 시점(2/28, 1,439원)에 대입하여 4주 후 환율 상단을 1,525원으로 제시하였다. 이번 전쟁의 국내 외환시장에 대한 영향이 과거 대비 확대된 배경에는 호르무즈 해협 봉쇄라는 차별적 요인이 존재한다. 여타 중동 무력 분쟁과 달리 이번 전쟁에서는 호르무즈 해협이 실제로 봉쇄되면서, 중동산 원유 의존도가 높은 국내 외환시장에 한층 큰 충격이 가해진 것으로 판단된다.

## 여전히 큰 미국과 이란의 입장차

트럼프 대통령이 제시한 15개 휴전 조건과 이란 측의 5가지 요구사항은 상충되는 부분이 다수 존재하여, 양측의 양보 없이는 전쟁 장기화가 불가피한 구도다. 다만 장기화에 따른 부담이 보다 큰 쪽은 중간선거를 앞둔 미국이다. 이는 미국의 일방적 종전 선언 이후 철수 가능성이 거론되는 배경이다. 따라서 전쟁의 조기 종료 가능성 역시 배제할 수 없는 국면으로, 향후 전개 방향에 대한 예측 불확실성이 어느 때보다 크다. 그러나 설령 미국이 철수하더라도 합의 없이 이란이 호르무즈 해협 봉쇄를 즉각 해제할지는 여전히 불확실하다. 여기에 더해 미국의 지상군 투입 가능성도 배제할 수 없다. 실제로 미 해군 강습상륙함과 해병대 병력이 중동으로 추가 전개 중이며, 예측시장에서는 4월 말까지 미군의 이란 지상 투입 확률을 과반을 상회하는 56%로 반영하고 있다. 이러한 지정학적 불확실성의 확대가 위험자산 회피 심리로 이어지면서 외국인의 국내 유가증권 순매도를 촉발하고 환율 하방 경직성을 높이고 있는 것으로 판단된다.

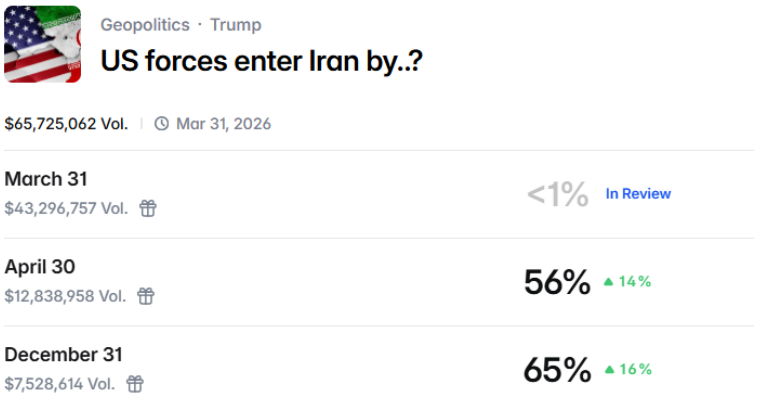
그림 1. 중동 무력 이슈별 달러/원 환율 추이




자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

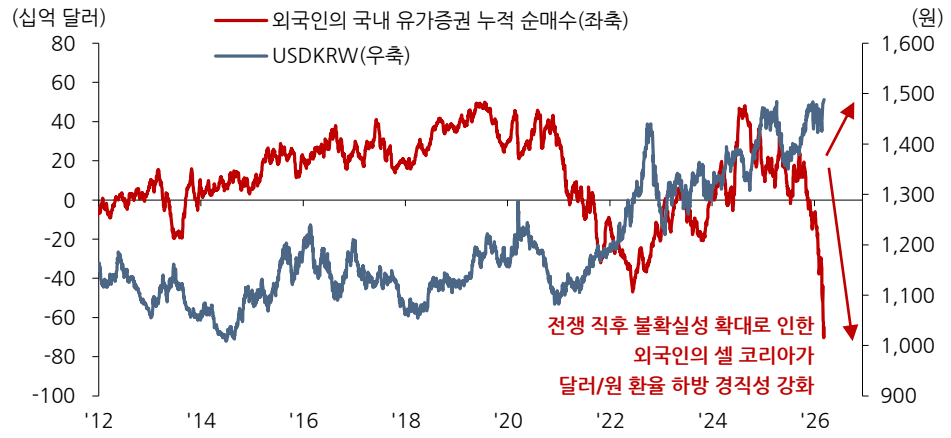
주: 음영은 2000년 2차 이스라엘-팔레스타인 전쟁, 2006년 2차 레바논 전쟁, 2008년 이스라엘-하마스 전쟁, 2012년 가자지구 폭격 2014년 가자 지구 분쟁, 2021년 이스라엘-하마스 무력충돌 사건, 2022년 러시아의 우크라이나 침공, 2022년 가자 지구 공습, 2023년 이-팔 전쟁, 2024년 이란-이스라엘 교전, 2024년 이란-이스라엘 2차 교전, 2025년 이란-이스라엘&미국 12일 전쟁

그림 2. 예측시장은 미군의 이란 진입 가능성을 여전히 과반 이상으로 평가




자료: Polymarket

그림 3. 2012년 이후 외국인의 국내 유가증권(KOSPI 현선물+국채 선물) 누적 순매수와 달러원 환율



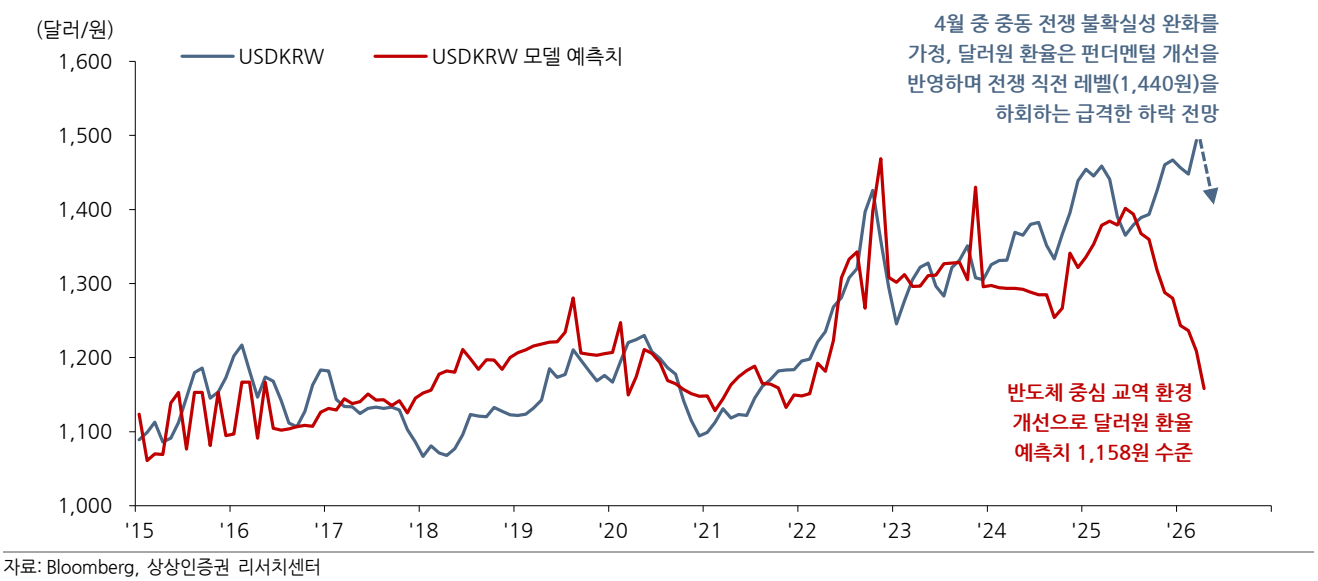

자료: infomax, 상상인증권 리서치센터

## 펀더멘털 개선 고려, 4월 중 종전 시 강한 환율 되돌림 하락 전망

환율 안정의 선결 조건은 중동 전쟁 상황의 완화다. 현재 확전보다는 진정 또는 종전 가능성이 부각되는 흐름이나, 미국과 이란 간 실질적 협상 소식은 아직 부재하여 중동 리스크의 완전한 해소가 가시적이라고 보기는 어렵다. 다만 중동 상황을 차치하고, 6개월 평균 무역수지와 한미 기준금리차를 활용한 당사 환율 모델 기준으로 보면, 현재 달러원 환율의 고평가(원화 저평가) 폭은 매우 크다. 특히 올해 반도체 중심의 수출 호조로 1분기 누적 무역수지가 +498억 달러 흑자를 기록하며, 직전 10년간 연평균 흑자 규모인 +438억 달러를 이미 상회한 상황이다. 미국과의 기준금리차가 -1.25%p로 유지되는 가운데, 3월 257억 달러 규모의 무역수지 흑자를 반영할 경우 3월 적정 환율은 1,158원대로 산출된다.

물론 ①3월 무역수지 흑자의 주된 원인에는 중동산 에너지 수급 차질에 따른 에너지 수입 감소 등 일시적 요인이 작용하였고, ②3월 이후 상승한 유가로 인해 교역조건이 악화될 가능성을 감안하면 현 수준의 흑자 유지는 쉽지 않다. 더불어 ③내국인의 해외투자 확대, 외국인의 국내 유가증권 매도, 대미 투자 증가 등 수급 측 환율 상승 요인이 반영되면서, 2025년 이후 모델 추정치가 실제 환율을 지속적으로 과소추정하는 기조가 확인되었다. 다만 이는 +200원 내외의 수급 프리미엄으로 판단되며, 이를 감안하더라도 펀더멘털 대비 원화가 뚜렷한 저평가 영역에 위치해 있는 것은 분명하다. 여기에 더해 한국은행은 특정 환율 레벨을 목표로 하지 않으나 최근과 같은 환율 쏠림 국면에서는 환율의 하락폭을 키우는 방향의 외환시장 미세조정이 동반될 가능성이 높고, 연기금을 통한 전략적 환헤지 비율 확대 등 정책적 공조가 병행될 여지도 크다. 따라서 달러/원 환율은 4월 중 종전을 가정할 경우, 1,530원 선에서 고점을 형성한 뒤 전쟁 발발 직전 레벨인 1,440원을 하회하는 급격한 되돌림 가능성도 열어두어야 한다는 판단이다.

그림 4. 월평균 달러/원 환율 추이 및 모델 예측치




자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

## Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최예찬)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.