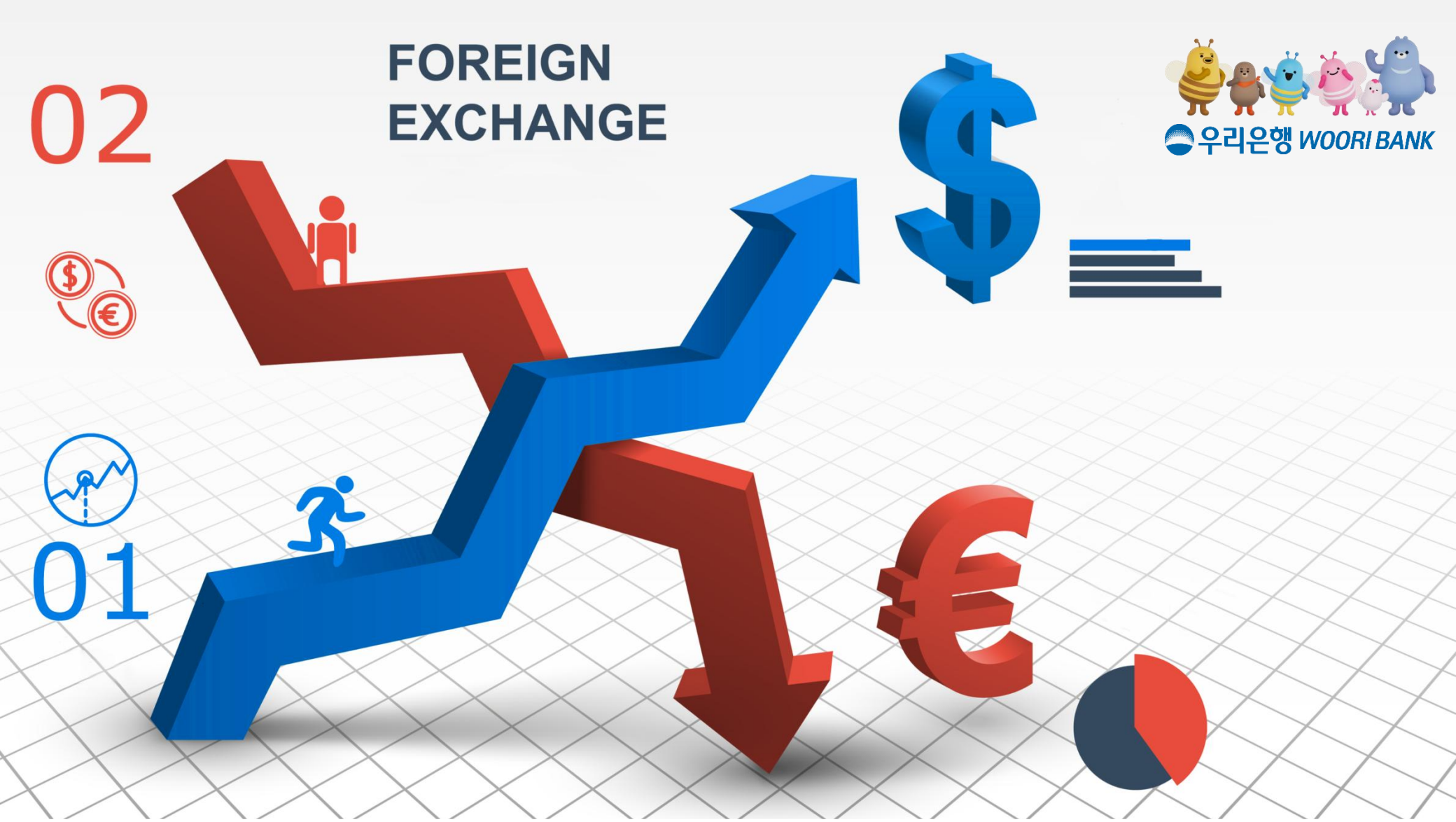
02

FOREIGN
EXCHANGE



01

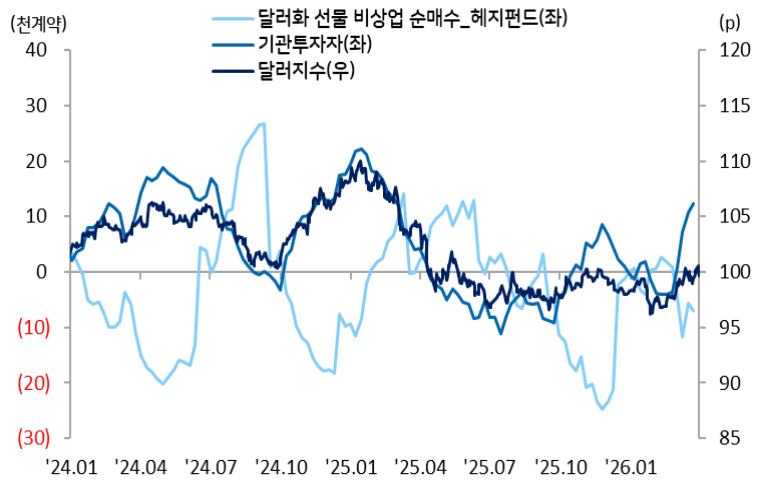
Quarterly WOORI Forex Saga_2Q

-예측불허 지정학 리스크에 고점 확인이 먼저, '상고하저' 전망은 동일

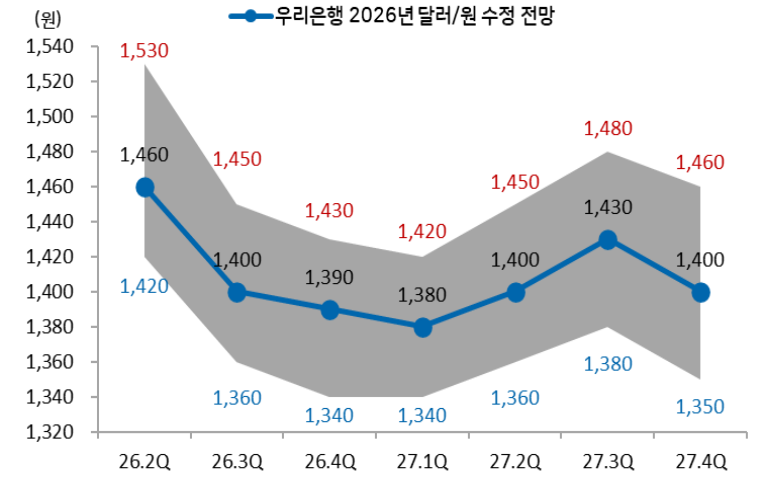
FX/Economist 민경원
eco_min1230@wooribank.com

Summary

이란 전쟁으로 달러 자산 수요 증가, 전쟁 종결 이후 약세 전환 예상



달러/원 상고하저 전망은 유지하되, 중동 리스크를 반영해 밴드 상향



Global FX: 기관투자자 보수적 자산 배분에 달러 강세, 중동 이슈 해소 후 약달러 전환

- 3월 주식형 ETF 자금 순유입 추이를 비교해보면 미국은 증가했고, 다른 국가는 축소되는 양상
- 중동 불안이 안전자산 선호 심리를 자극하면서 기관투자자 미국 외 국가 자산 비중 축소가 달러 전략적 노출 확대로 이어지고 있다는 점에 주목
- 다만 이란 전쟁 종결 이후 미국 고용 둔화, 디스 인플레이션 추세 지속 등을 근거로 연준 금리 인하 기대가 재조명을 받을 가능성이 높다고 판단, 달러 약세 전환을 예상
- 유로화는 중국발 수요 회복 덕에 제조업 불황이 회복세로 접어 들면서 펀더멘탈이 개선, 약달러 전환 구간에서 중동 전쟁 이후 낙폭을 대부분 회복할 것으로 판단
- 엔화는 BOJ 금리인상, 생보사 선물환 매도 수요를 고려했을 때 160엔 저항선 확인 후 상승 기대

달러/원 전망: 2Q 초반 국제유가 상승에 연동되어 고점 확인, 5월부터 하락 전환 예상

- 단기적으로 중동 전쟁이 촉발한 유가 상승이 위험자산을 대표하는 원화 약세 부담으로 작용
- 주식시장 외국인 자금 유출이 국내 무역수지 흑자를 상쇄하면서 1,530원 고점 테스트 가능성
- 다만 수출업체의 적극적인 고점매도와 당국의 외환시장 안정화 조치를 고려했을 때 1,530원부터는 상승 탄력이 둔화될 공산이 크다고 판단
- 4월까지 계절적 요인으로 중공업 수주 환헤지가 선물환 매도로 유입될 가능성이 높다는 점도 환율 상단을 경직시키는 요인으로 작용할 듯
- 5월부터는 이란 전쟁 휴전을 전제로 외국인 자금 유입이 달러/원 하락을 주도할 것으로 판단, 밸류에이션 부담은 데이터 센터 투자로 인한 반도체 물량 확대, 가격 상승으로 상쇄

Ⅰ. 중동발 에너지 쇼크, 장기화 시 비자발성 금리인상 & 잠재적 신용 위험 확대

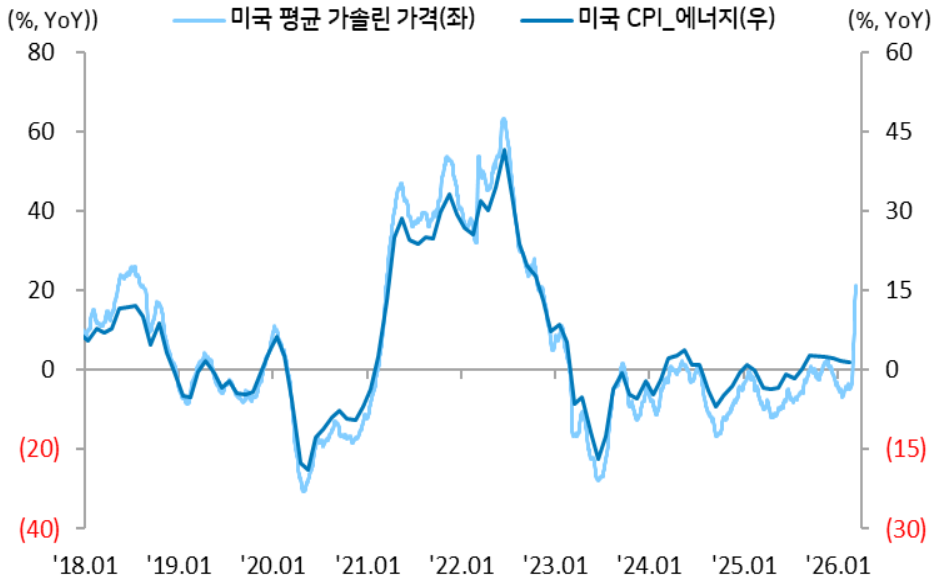
중동발 불확실성이 에너지 비용 상승을 수반하면서 미국 인플레이션 상방 위험 확대

✓ 이란 전쟁이 한 달간 지속됨에 따라 브렌트유, WTI 가격은 100달러 내외 수준으로 급등, 글로벌 에너지 인플레이션 트라우마 부상

✓ 미국 평균 가솔린 가격은 이란 공습 이전대비 20~30% 급등하면서 3월부터 에너지 제품 및 서비스 소비자 물가 상승 가능성 시사

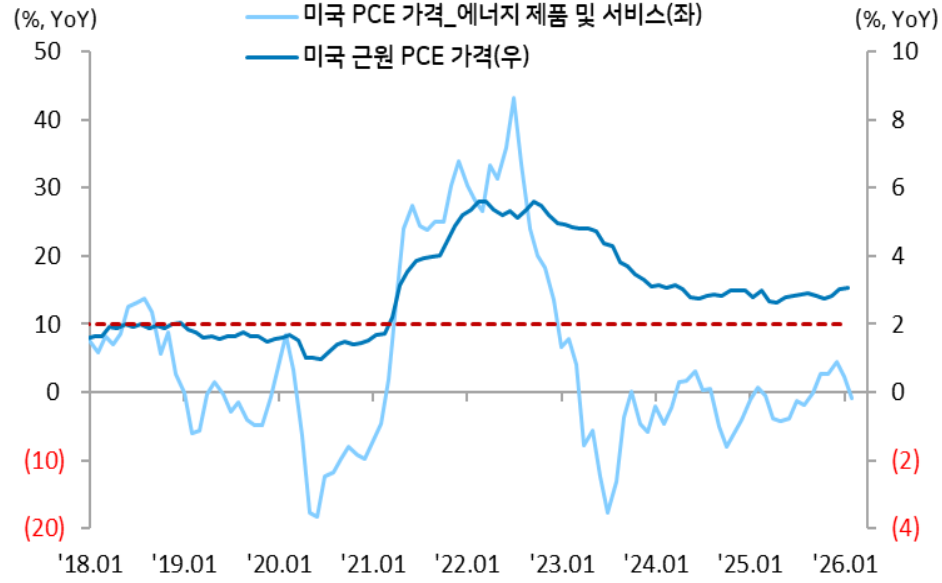
✓ 근원 PCE 물가가 3% 초반인 상황에서 보합 수준에 머무르던 에너지 비용이 상승할 경우 인플레이션 압력 확대로 연결될 수 있음

이란 전쟁 장기화 우려에 국제유가가 급등하면서 미국 평균 가솔린 가격 급등



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

근원 물가가 3%를 유지하는 상황에서 에너지 가격 상승은 인플레 압력 자극

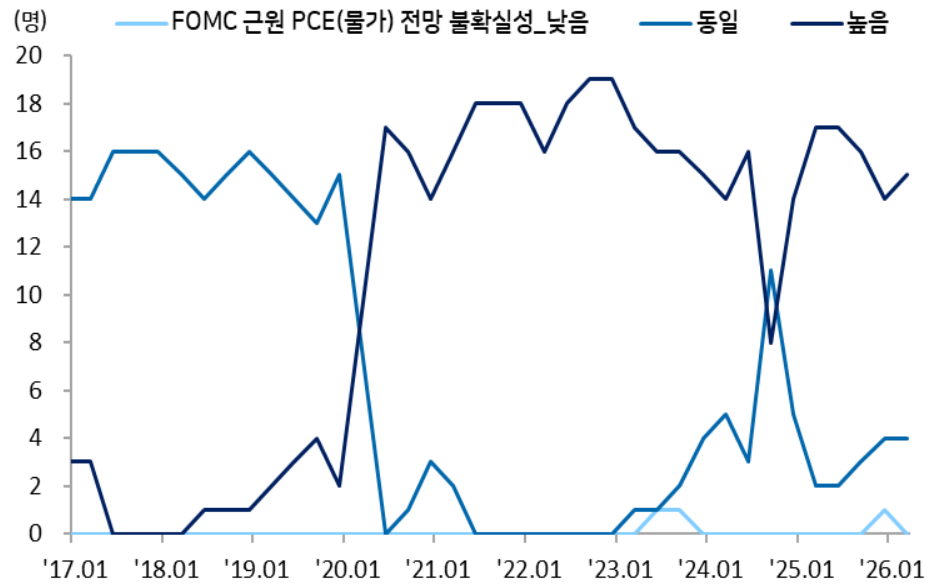


Ⅰ. 중동발 에너지 쇼크, 장기화 시 비자발성 금리인상 & 잠재적 신용 위험 확대

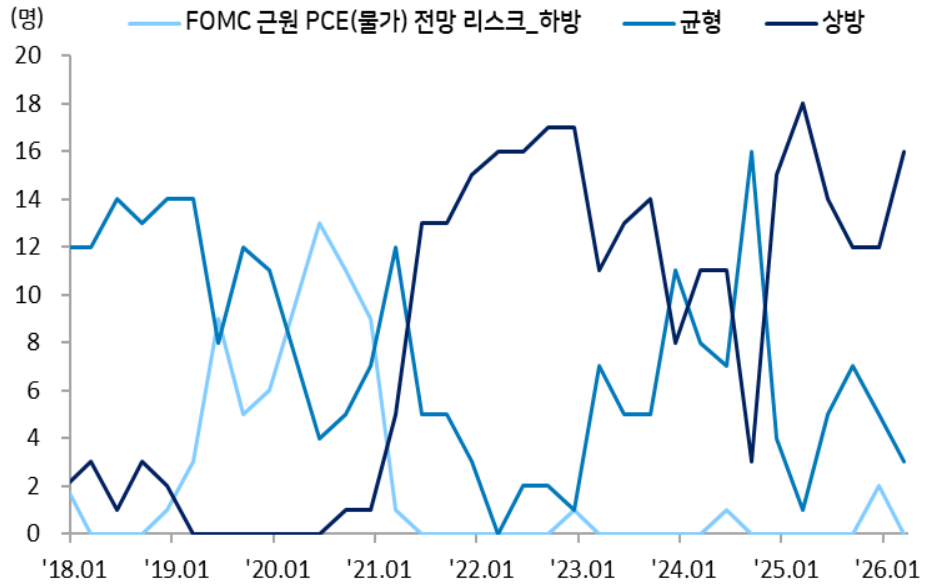
연준 3월 FOMC는 인플레이션 불확실성과 상방 위험을 지적하며 '매파' 평가를 받음

- ✓ 3월 FOMC에서 연준은 금리를 동결했고 파월 의장은 유가 충격보다는 근원 인플레이션에 관세가 미치는 부정적인 영향을 지적함
- ✓ 분기별 경제전망 요약에서 근원 PCE 가격 전망 불확실성이 높다는 응답과, 인플레이션 상방 위험 확대를 우려하는 목소리도 커짐
- ✓ 시장은 높은 인플레 불확실성, 상방 리스크 경계에 파월의 매파적 기자회견까지 더해지자 금리인하를 서두르기 어렵다는 신호로 해석

3월 FOMC에서 근원 PCE 가격 전망 불확실성을 높게 평가하는 연준 위원 증가



근원 인플레이션 상방 위험 확대를 예상하는 의견도 12월 FOMC 대비 확대



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅰ. 중동발 에너지 쇼크, 장기화 시 비자발성 금리인상 & 잠재적 신용 위험 확대

2022년, 2025년 전쟁 선례와 달리 작금의 에너지 공급망 병목은 장기화 충격을 고려할 필요

- ✓ 2020년 이후 벌어진 굵직한 전쟁들은 천연가스, 국제유가를 10~30% 상승시켰고 에너지 가격이 안정되기까지 한 달 정도가 소요
- ✓ 2022년 우크라이나 전쟁은 러시아 천연가스 공급 중단, 작년 6월 이스라엘-이란 12일 전쟁은 호르무즈 해협 봉쇄 의결이 문제를 키워
- ✓ 올해는 미국과 이란이 타협점을 찾지 못하면서 에너지 가격 충격이 기존 사례와 달리 한 달 이상 지속되어 더 큰 후폭풍에 직면한 상황

1) 2022년 러시아 우크라이나 전쟁, 2) 2025년 12일 전쟁(이란-이스라엘), 3) 2026년 미국/이스라엘-이란 전쟁 전후 천연가스 & WTI 가격 추이 비교

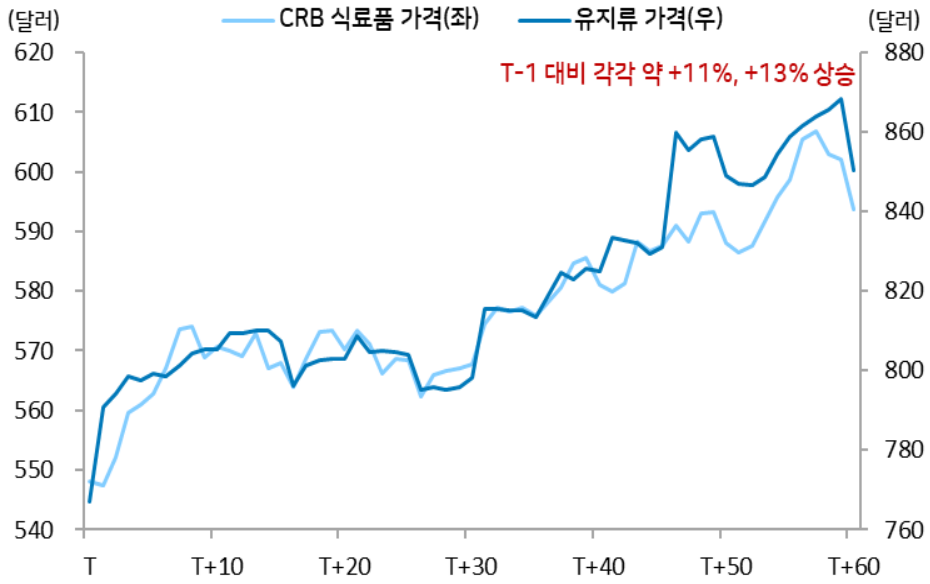
출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부 / 주석: 전쟁 발발(T-1) 대비 고점 가격 차이를 상승률로 환산한 값

Ⅰ. 중동발 에너지 쇼크, 장기화 시 비자발성 금리인상 & 잠재적 신용 위험 확대

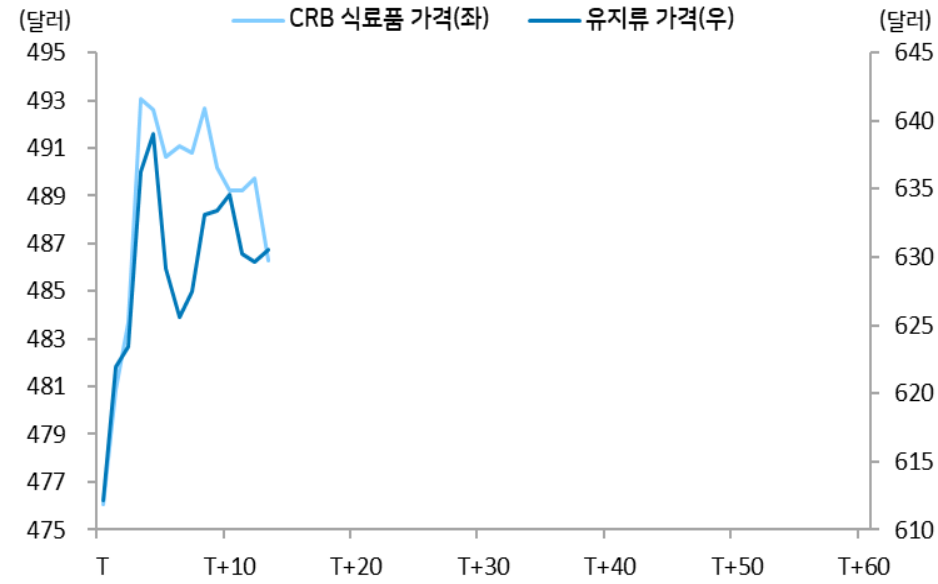
이란 전쟁이 한 달 이상 지속됨에 따라 애그플레이션(Agflation) 압력 확대 가능성 高

- ✓ 미국, 이스라엘과 이란이 중동 분쟁을 마무리하기 위한 협상에 실패하고, 전쟁이 더 장기화된다면 식량 가격 상승도 주목할만한 위험
- ✓ 2022년 우크라이나 전쟁이 장기화되자 밀, 해바라기씨유를 중심으로 식료품, 유지류 가격이 전쟁 발발 한 달 이후 본격적으로 상승
- ✓ 2월 28일 이란 전쟁 이후에도 사재기, 비료 공급 중단 충격, 디젤 대체제인 팜유와 대두유 수요가 급증하며 식량 가격이 빠르게 오름

우크라이나 전쟁은 장기화되면서 에너지 외에도 식량 가격 상승을 동반함



2026년 이란 전쟁 발발 직후에도 식료품, 유지류 가격이 일시적으로 급등



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부 / 주석: 전쟁 발발(T-1) 대비 고점 가격 차이를 상승률로 환산한 값 / 주석: Agflation은 농산물 가격 상승이 촉발하는 인플레이션을 의미

Ⅰ. 중동발 에너지 쇼크, 장기화 시 비자발성 금리인상 & 잠재적 신용 위험 확대

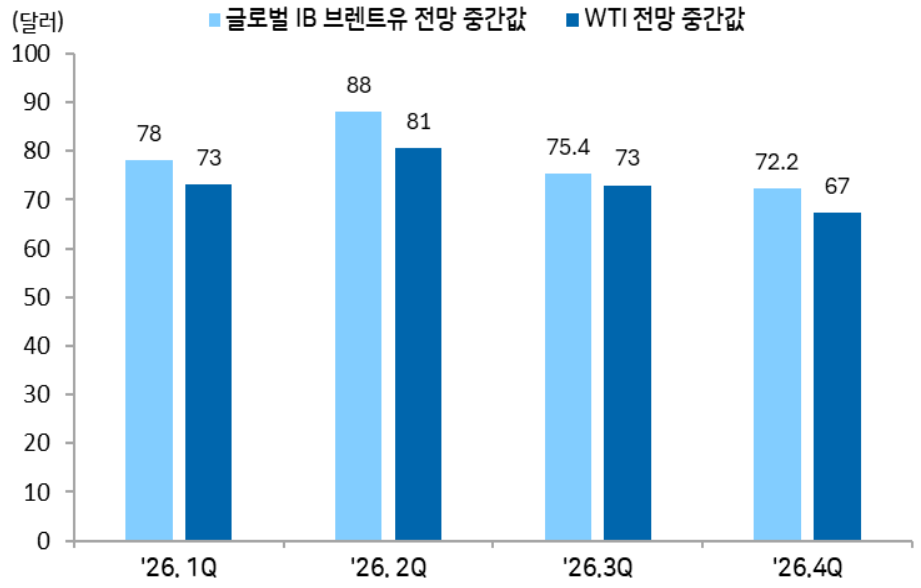
글로벌 IB 국제유가 전망치 상향조정과 맞물려 연준 금리인상 베팅도 가격에 반영

✓ 3월 이후 글로벌 IB는 브렌트유, WTI 전망치를 일제히 상향 조정했으며 2분기까지 유가 상승이 계속될 가능성을 높게 평가하는 중

✓ 유가 전망 불확실성이 높아지자 2월 말까지 연내 인하를 예상하던 시장은 트럼프 48시간 최후통첩 이후 연내 인상을 가격에 반영

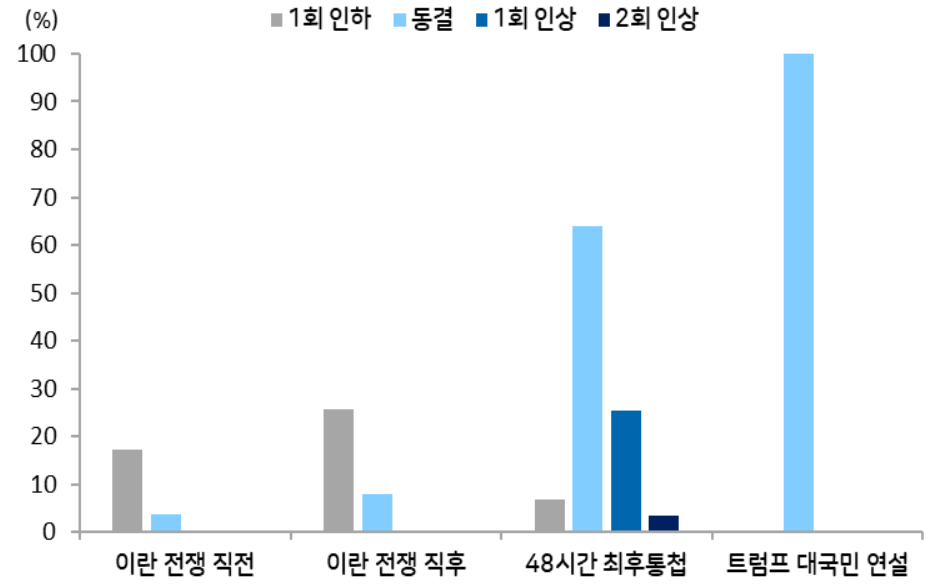
✓ 파월 의장이 일단 인상 가능성을 배제하면서 연내 동결이 대세로 굳어졌으나 전황에 따라 인상 베팅이 다시 등장할 확률이 남아 있음

3월 이후 브렌트유, WTI 전망 중간값 상승 & 2분기 국제유가 정점 도달 예상



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

이란 전쟁 장기화 우려에 한 때 연내 2회 인상까지도 베팅, 최근에는 동결이 대세



Ⅰ. 중동발 에너지 쇼크, 장기화 시 비자발성 금리인상 & 잠재적 신용 위험 확대

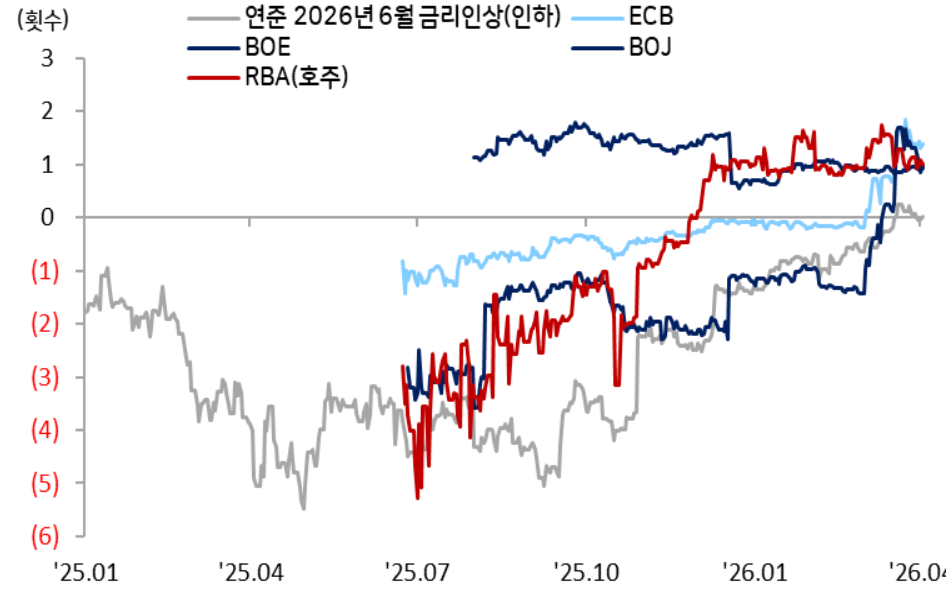
'역사상 최악의 에너지 안보 위기' 경고에 미국 외 주요국 상반기 금리인상 프라이싱

✓ 국제에너지기구(IEA)는 이란 전쟁을 '역사상 최악의 에너지 안보 위기'로 규정하고 에너지 인프라 훼손으로 공급 차질 장기화 경고

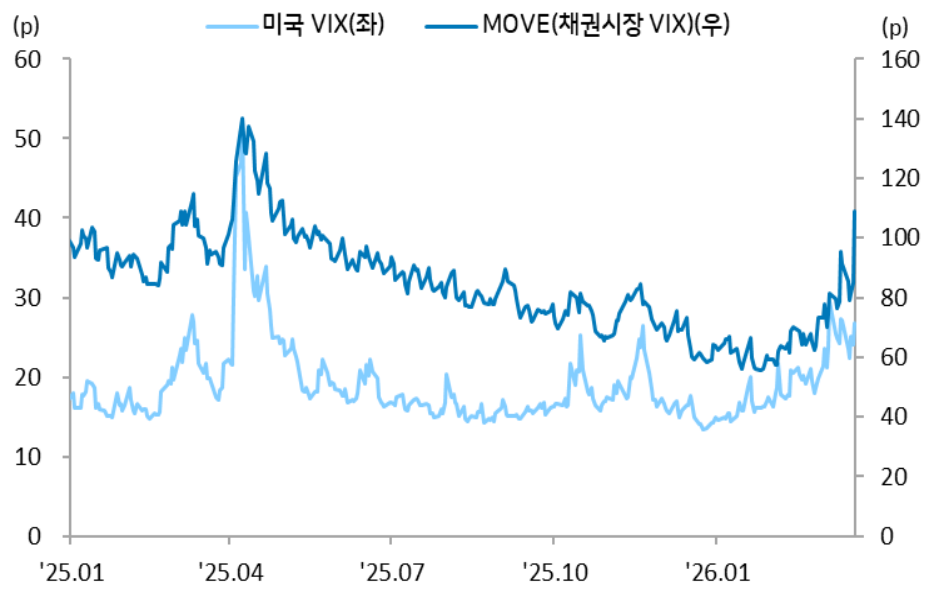
✓ 시장은 휴전이 성사되더라도 에너지 가격 정상화가 제한적일 것이라는 판단 하에 미국 외 주요국 중앙은행 상반기 금리인상에 베팅

✓ 금융시장에 만연한 인플레이션 공포가 글로벌 채권금리 상승으로 연결되면서 금융시장 변동성 지표도 작년 4월 이후 최고치 기록

시장은 주요국 중앙은행이 상반기 중 금리를 선제적으로 인상할 것으로 기대



중동발 인플레이션 공포에 금융시장 변동성도 작년 4월 상호관세 이후 최고



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅰ. 중동발 에너지 쇼크, 장기화 시 비자발성 금리인상 & 잠재적 신용 위험 확대

주식시장은 금리 상승이 촉발한 밸류에이션 부담 확대에 주요국, 신흥국 모두 하락

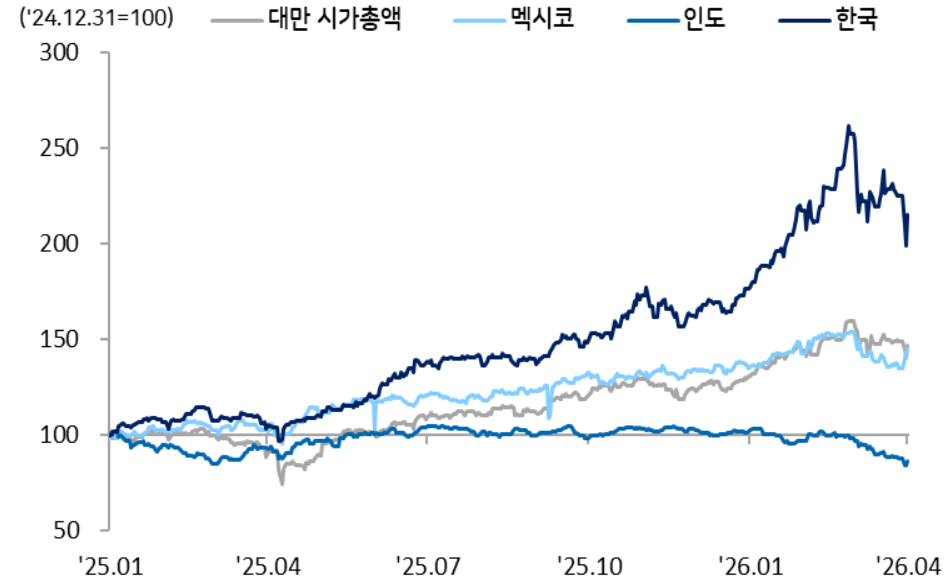
✓ 글로벌 중앙은행 금리인상 전망과 스태그플레이션 우려는 위험자산 밸류에이션 부담을 자극해 주요국, 신흥국 시가총액 감소 유발

✓ 미국, 유럽, 영국, 일본, 중국 시가총액은 총 7.4조 달러가 줄었으며 전쟁 당사자인 미국은 3.6조 달러가 감소해 전체에서 절반 비중

✓ 연초 미국 주식시장 대안으로 꼽히며 글로벌 유동성 리밸런싱 수혜를 받은 주요 신흥국 주식시장도 금리 상승 충격에 일제히 하락

주요국 시가총액은 3월에만 미국을 포함해 약 7.4조 달러 규모가 증발함

한국을 필두로 대만, 멕시코, 인도 등 주요 신흥국 시가총액도 2조 이상 감소



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅰ. 중동발 에너지 쇼크, 장기화 시 비자발성 금리인상 & 잠재적 신용 위험 확대

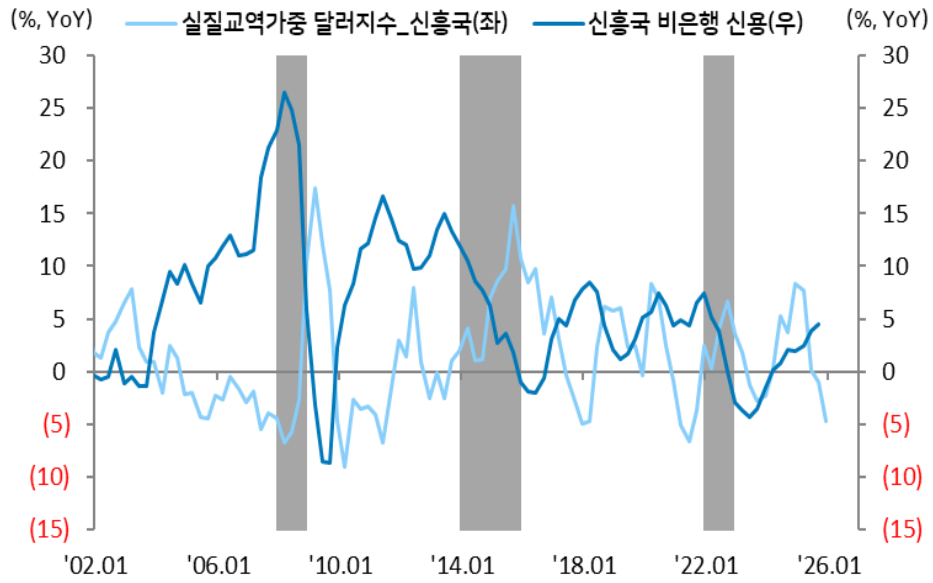
금융시장 아킬레스건으로 떠오른 주요국 금리인상 시나리오는 신흥국 신용에 악재

✓ 주요국 금리인상과 강달러 여파는 금융시장에만 국한되지 않고 신흥국 대외 신용조달 여건을 악화시켜 신용 위험을 자극하는 요인

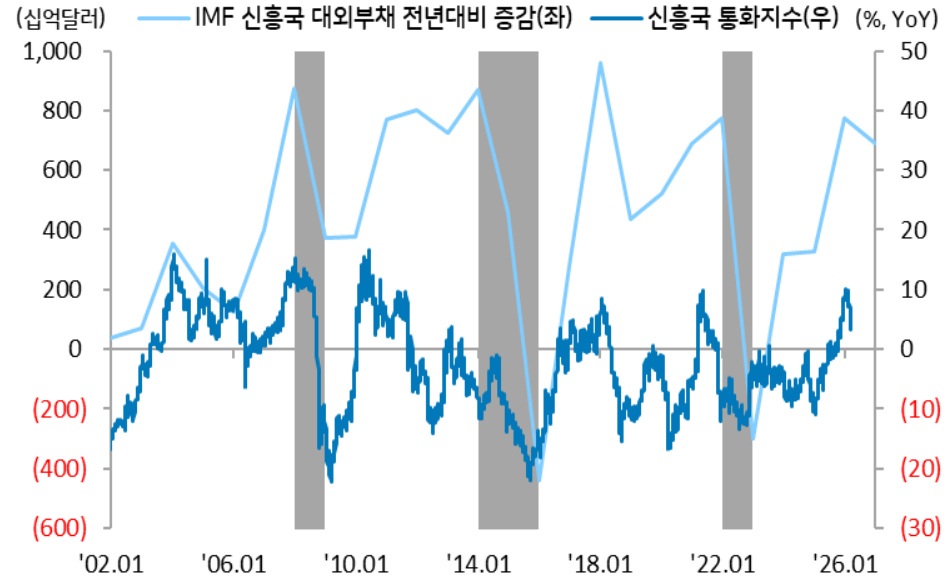
✓ 금융위기 같은 경기침체 뿐만 아니라 2014년 버냉키 탬트런, 2022년 고강도 금리인상과 강달러 조합 구간에서 신흥국 신용이 감소

✓ 저금리 시절에 대외자본을 조달한 신흥국은 상환 부담 증가, 차환 또는 연장이 어려워져 급격한 외화유출 및 통화가치 급락이 발생

달러 강세와 금리인상 조합은 역사적으로 신흥국 신용 부담을 키우는 요인



강달러, 금리인상 구간에서 신흥국 대외부채 감소와 통화가치 절하 선례 확인



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅱ. 이란 전쟁 향후 전개 과정에 달린 금융시장 경로, 조건부 휴전 vs 장기화 시나리오

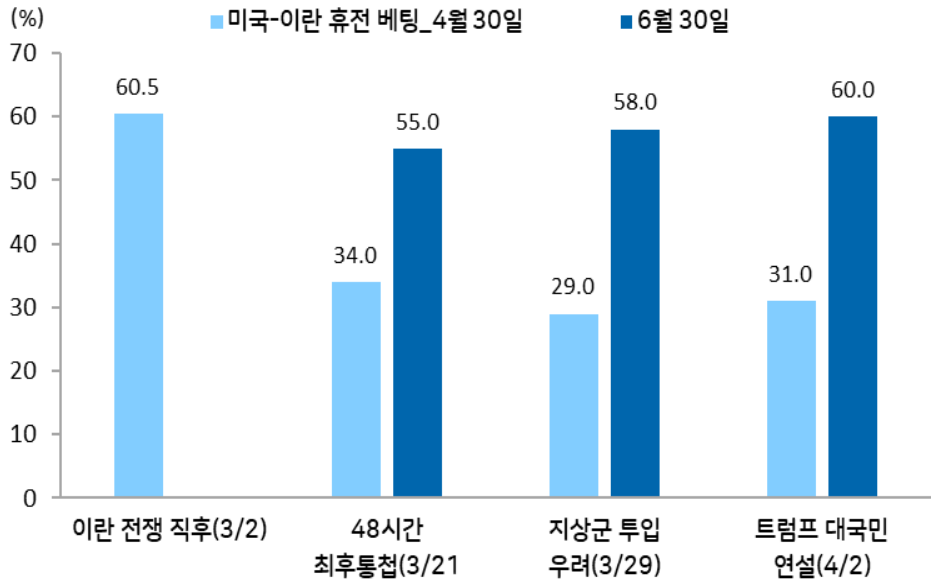
트럼프 TACO 베팅은 중동 전황이 악화일로를 걷자 미국-이란 전쟁 장기화로 선회

✓ 중동 지정학 리스크가 한 달 이상 지속되면서 3월 초 전쟁 조기 종료에 낙관적이었던 시장은 2분기말까지 분쟁 지속 가능성을 염두

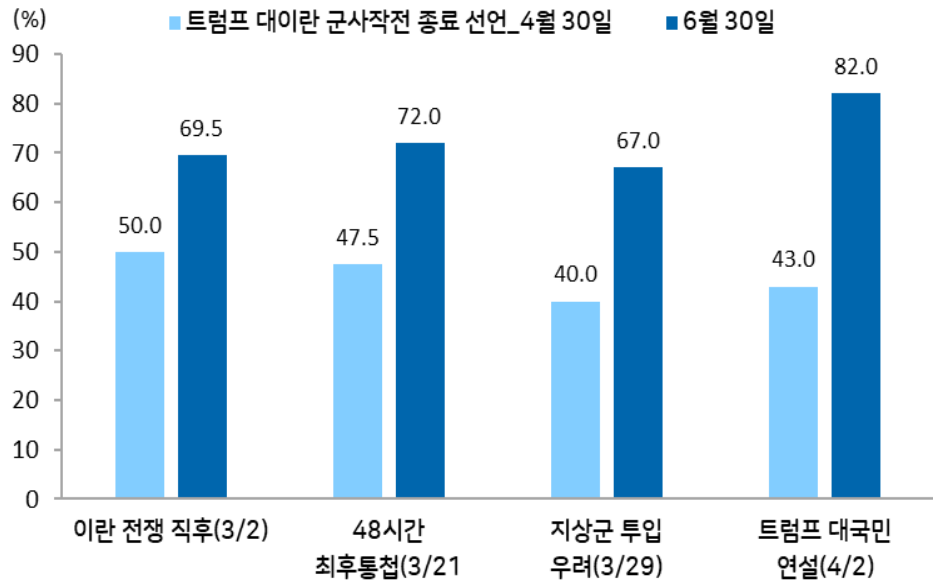
✓ 미국-이란 휴전 베팅은 당초 전쟁이 한 달 이상 지속되지 않을 것으로 내다봤으나 3월말 들어 4월까지 휴전 가능성을 3분의 1로 반영

✓ 트럼프 대이란 군사작전 종료 선언 기대도 점진적으로 낮아지면서 이란 전쟁 충격이 장기화될 수 있다는 우려가 커지고 있음을 확인

Polymarket, 미국-이란 4월말까지 휴전 확률 30% 이하로 평가, 장기화 베팅



트럼프 TACO에 대한 시장 기대도 이란 전쟁 장기화 우려에 낮아지기 시작



출처: Polymarket, 우리은행 자금시장영업부 / 주석: 우측 차트의 경우 이란 전쟁 직후(3/2) 데이터가 없어 3월 9일자 Polymarket 확률을 대용치로 사용

Ⅱ. 이란 전쟁 향후 전개 과정에 달린 금융시장 경로, 조건부 휴전 vs 장기화 시나리오

이란 전쟁 장기화는 글로벌 해상 운임 상승으로 이어져 전방위적 공급비용 상승을 유발

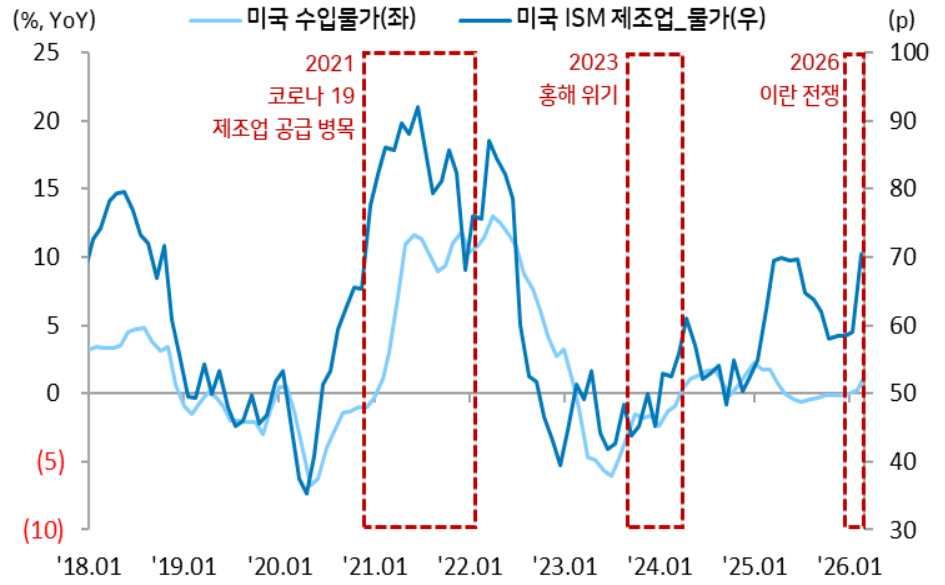
✓ 3월말 예맨 후티 반군까지 참전하면서 호르무즈 해협 뿐만 아니라 2023년처럼 수에즈 운하와 연결된 홍해까지 봉쇄될 위험이 부상

✓ 과거 컨테이너 운임과 발틱 해운지수를 보면 후티 반군 때문에 홍해發 물류 대란이 발생해 해운 비용이 큰 폭으로 상승한 전례 확인

✓ 물류 비용 증가는 미국을 포함한 전세계 제조업체 수입가격을 끌어 올리는 요인으로 작용해 기업 판매가격 인상을 유발할 수 있는 변수

예맨 후티 반군 참전으로 수에즈, 호르무즈 해협에서 해운 병목 발생 가능성 高

해상 운임 상승은 미국 제조업 수입비용 증가에 직격탄으로 작용하는 변수



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅱ. 이란 전쟁 향후 전개 과정에 달린 금융시장 경로, 조건부 휴전 vs 장기화 시나리오

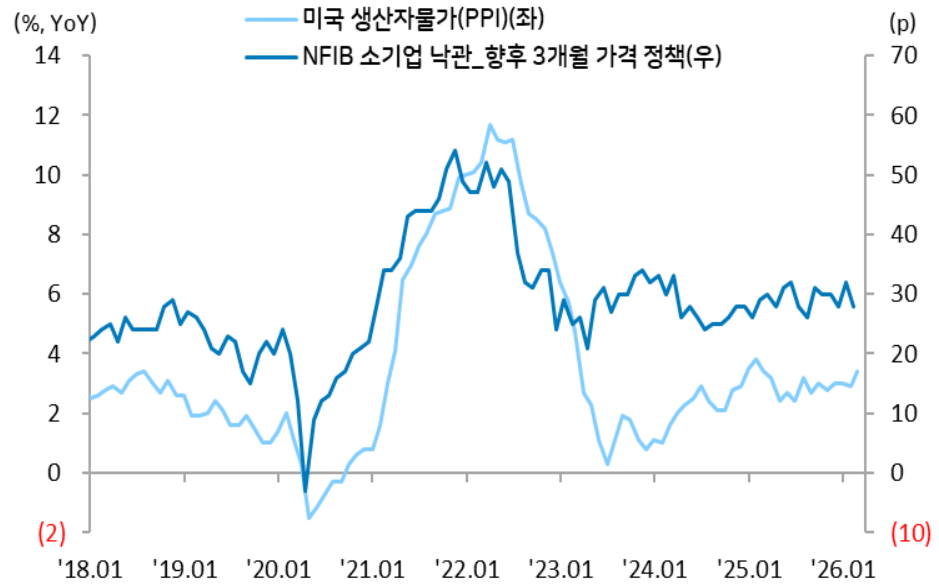
관세, 수요 감소에 고통받던 기업은 비용 압박에 대응하기 위해 가격을 올릴 가능성 高

✓ 2026년과 2021년은 공급 비용 상승 트리거가 팬더믹과 전쟁이라는 차이만 있을 뿐 인플레이션이란 결과물은 동일할 확률이 높음

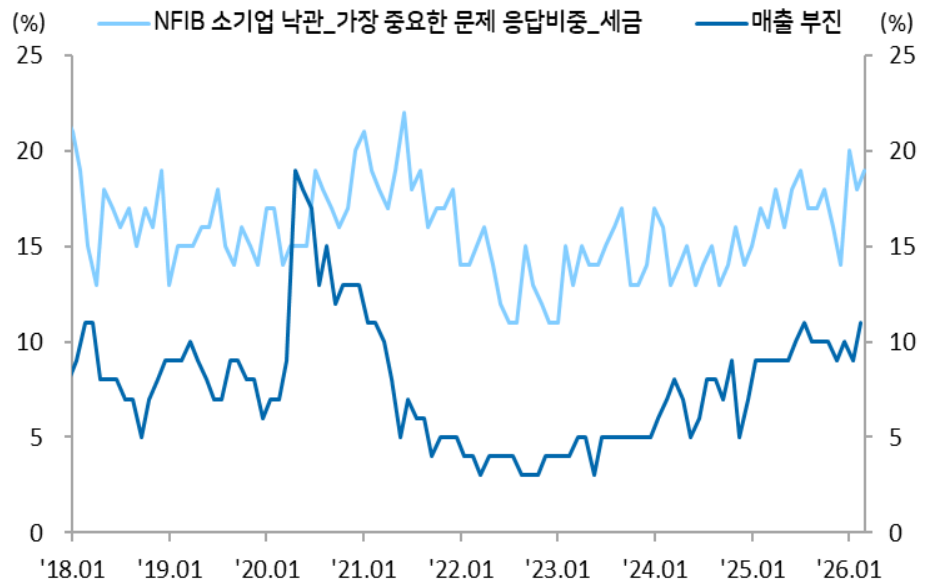
✓ 2021년 제조업 공급망 병목 현상이 생산자물가 상승으로 이어지자 미국 기업은 판매가격을 인상하여 소비자에게 비용 부담을 전가

✓ 이미 세금(관세)과 매출 부진을 핵심 문제로 지적한 미국 소기업이 중동발 인플레이션에 대응하고자 가격을 올릴 유인이 커진 상황

2021년 공급망 병목으로 생산비용이 증가하자 미국 기업 가격 인상으로 대응



미국 소기업은 이미 관세(세금), 매출 부진을 가장 중요한 문제로 지적하던 상황



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅱ. 이란 전쟁 향후 전개 과정에 달린 금융시장 경로, 조건부 휴전 vs 장기화 시나리오

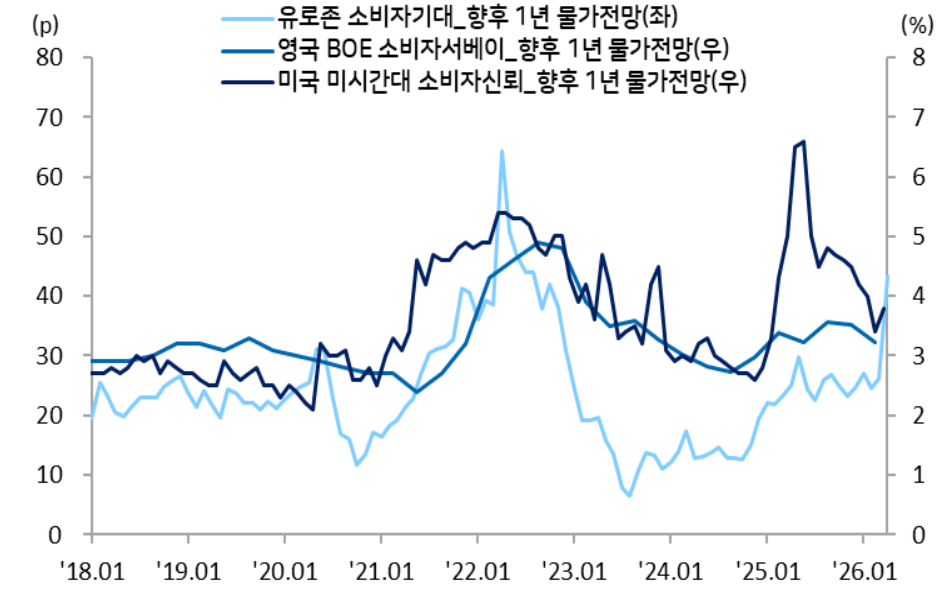
3월 중순 이후 주요국 소비자 기대 인플레이션 상승과 맞물려 향후 소비 감소 징후 관찰

✓ 미국, 유럽, 영국 소비자 기대 인플레이션은 3월 데이터가 아직 공개되지 않은 영국을 제외하고 이란 전쟁 충격을 반영하기 시작함

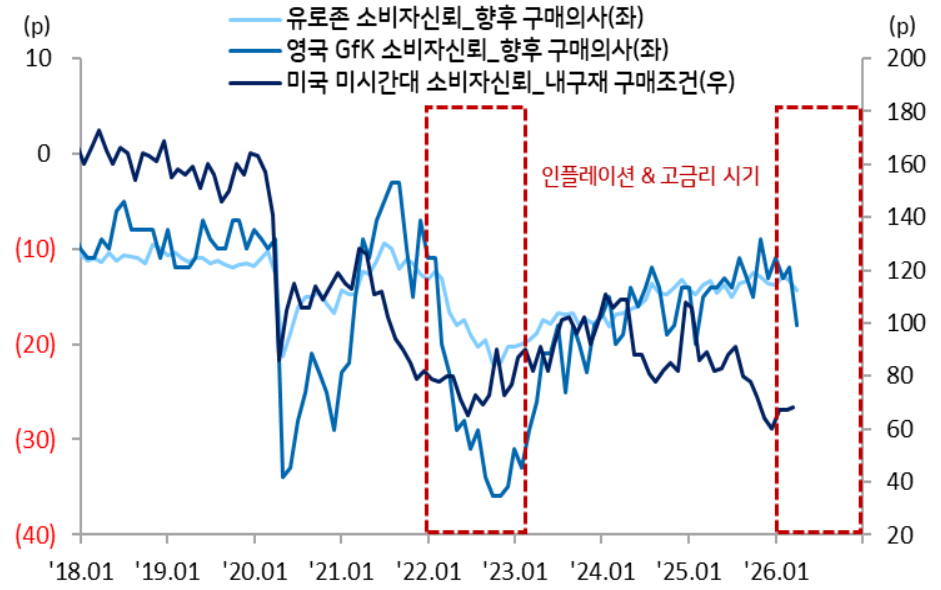
✓ 3월 말 유로존 소비자 서베이에서 향후 1년 기대 인플레는 2022년 3월 이후 전월대비 가장 큰 상승폭을 기록했고, 미국도 소폭 반등

✓ 특히 고물가와 고강도 금리인상이 겹친 2022년처럼 가계 향후 구매의사도 하락하면서 스태그플레이션 우려를 자극하는 통계 확인

가장 최근에 발표된 유로존 소비자 서베이에서 향후 1년 물가전망 급등 관찰



주요국 중앙은행 금리인상 대응 시 2022년처럼 소비자 구매의사 위축 예상



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅱ. 이란 전쟁 향후 전개 과정에 달린 금융시장 경로, 조건부 휴전 vs 장기화 시나리오

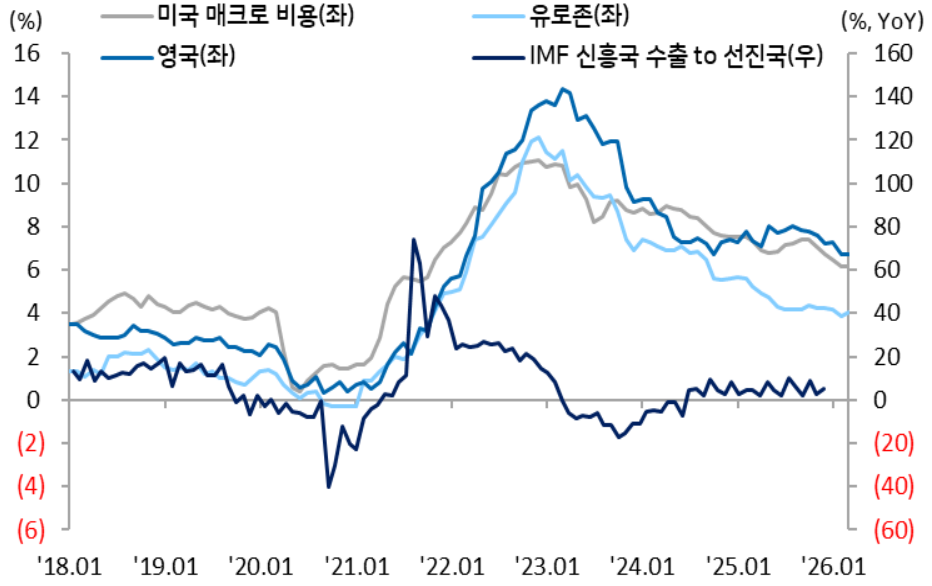
선진국 수요 감소는 에너지 수입 의존도가 높은 제조업 수출 신흥국 경제에 이중 충격

✓ 가격과 금리 인상은 주요국 가계의 매크로 비용을 상승시켜 소비지출 감소, 글로벌 교역 부진, 신흥국 수출 펀더멘탈 악화로 연결

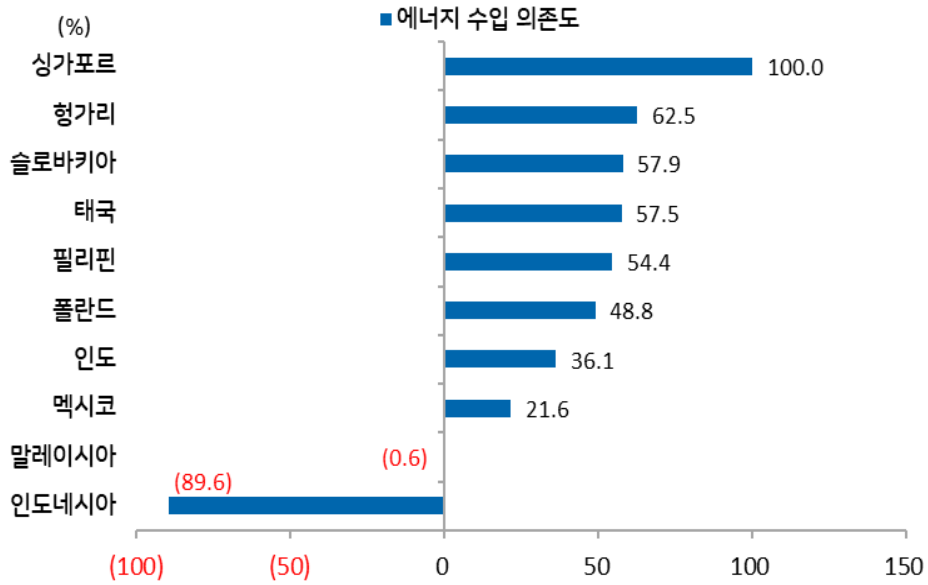
✓ 이란 전쟁 장기화는 2022년 높은 공급 비용, 기준금리 인상이 맞물리자 선진국향 신흥국 수출이 감소했던 전례를 반복하게 할 수 있음

✓ 제조업 수출 신흥국 대다수가 에너지 수입 의존도가 높은 만큼 유가 상승과 수출 부진은 경상수지 악화를 통한 경기 충격으로 연결

선진국 매크로 비용 상승이 촉발할 소비지출 감소는 신흥국 수출 부진을 야기



주요 제조업 수출 신흥국은 에너지 가격 상승, 대외 수요감소라는 이중고 직면



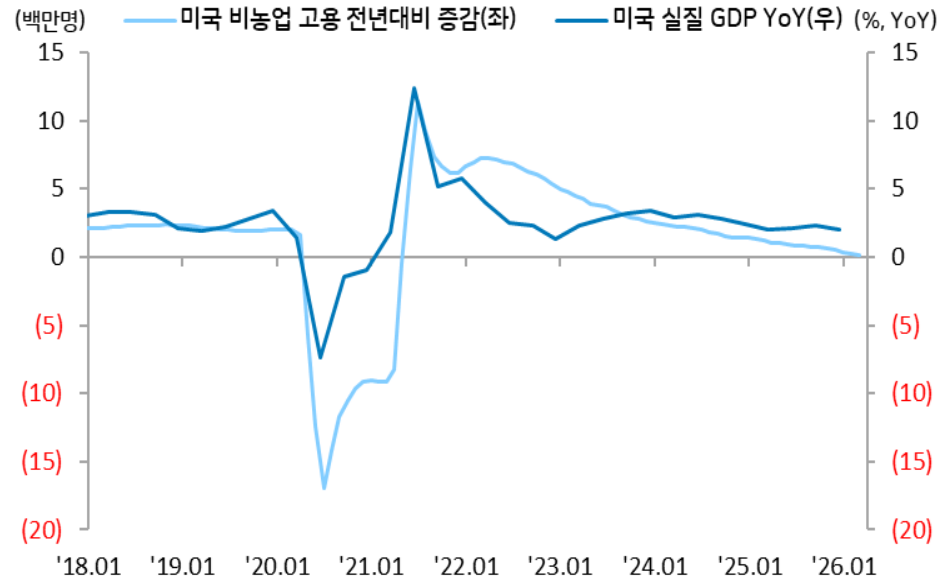
출처: Bloomberg, Our World in Data, 우리은행 자금시장영업부 / 주석: 매크로 비용은 소비자물가(CPI) + 각국 중앙은행 기준금리로 산출 / 주석: 에너지 수입 의존도는 2023년 기준(필리핀은 2022)

Ⅱ. 이란 전쟁 향후 전개 과정에 달린 금융시장 경로, 조건부 휴전 vs 장기화 시나리오

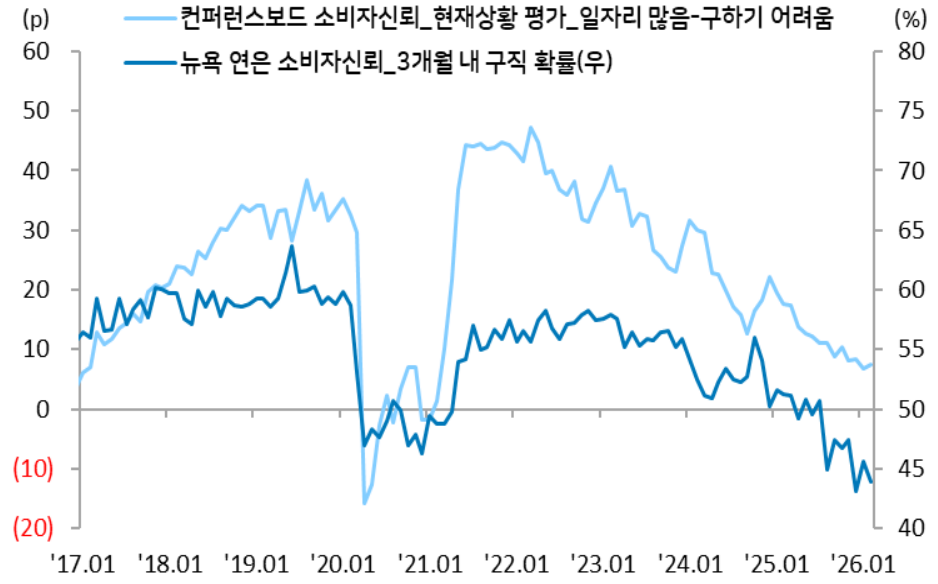
다만 이란 전쟁 베이스 시나리오는 휴전, 연준 금리인상 가능성은 현 시점에서 배제

- ✓ 당행 베이스 시나리오는 이란 전쟁 휴전 확률을 더 높게 평가하고 있으며(80%), 장기화(20%)로 인한 연준 금리인상 카드도 배제
- ✓ 트럼프가 의회 승인 없이 60일 이상 군사작전을 할 수 없고, 공화당이 지역구 보궐선거에서 패배하며 전쟁 장기화는 부담이 크다는 판단
- ✓ 연준도 미국이 '고용 없는 성장' 딜레마를 겪고 있고, 고용안정성에 대한 평가도 확연하게 낮아진 상황에서 금리를 올리기 쉽지 않아

미국 비농업 고용 전년대비 성장 '0'으로 수렴, 실질 GDP 2%대 성장과 대비



소비자 고용시장 평가도 2022년과 비교하면 온도차이가 뚜렷하다는 것을 확인



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅱ. 이란 전쟁 향후 전개 과정에 달린 금융시장 경로, 조건부 휴전 vs 장기화 시나리오

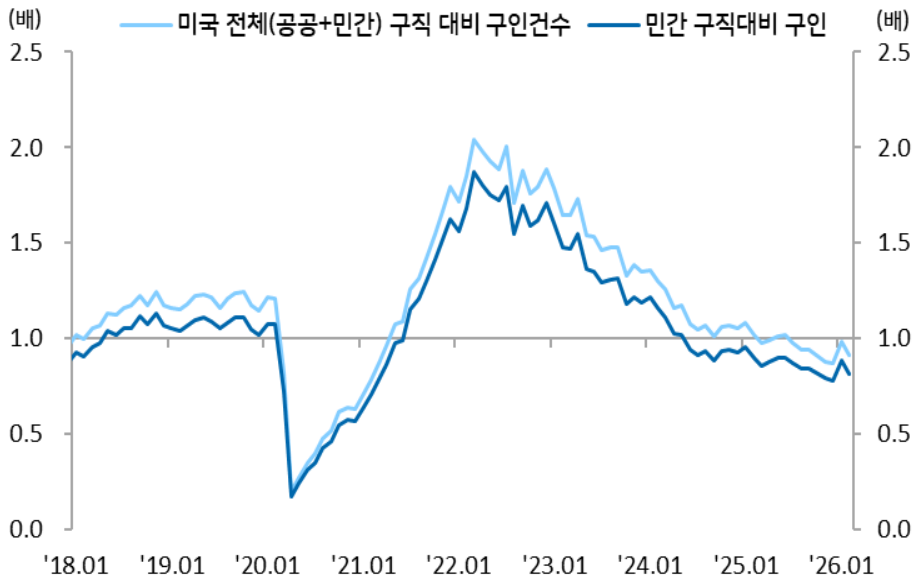
2022년과 정반대 상황에 직면한 미국 일자리, 인력 채용 전망도 연준에 부담으로 작용

✓ 미국 고용시장은 대규모 인력 구조조정이 발생하지 않았을 뿐 신규 인력 수요가 유의미하게 감소하며 불황 구간으로 진입하는 중

✓ 구직자 1명당 일자리는 올해 2월 0.9개로 2022년 정점을 찍은 노동력 공급 부족을 뒤로하고 작년 하반기부터 인력 수요 감소로 전환

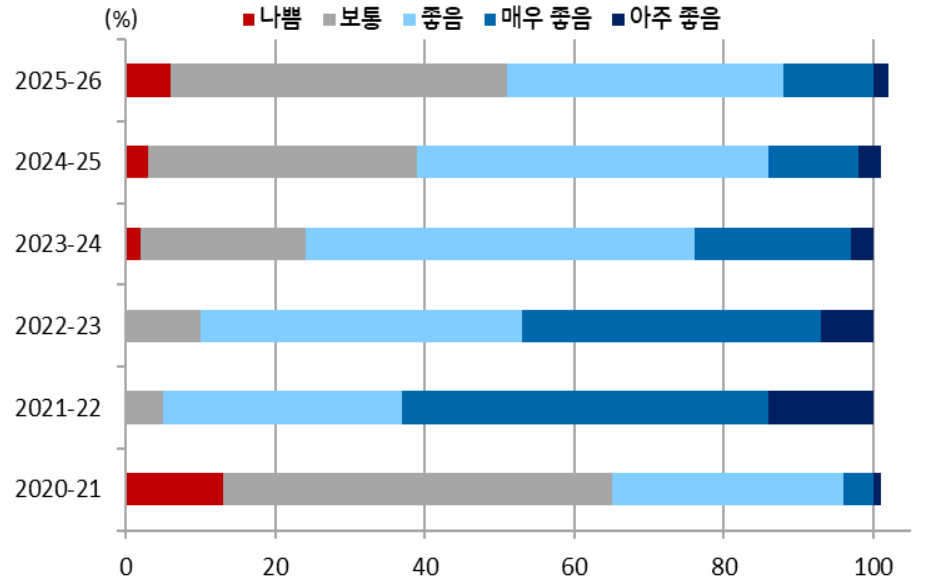
✓ 특히 고용주 대상 대학졸업생 채용시장 전망은 1년 사이 긍정적인 응답이 60% 초반에서 절반 이하로 하락해 구직 난이도 상승 시사

미국 구직자 1명당 일자리 수는 2022년 2개에서 올해 2월 0.9개로 급감



출처: Bloomberg, NACE , 우리은행 자금시장영업부

미국 고용주의 대학졸업생 채용시장 전망, 긍정적인 전망 비중 절반 이하로 하락



Ⅱ. 이란 전쟁 향후 전개 과정에 달린 금융시장 경로, 조건부 휴전 vs 장기화 시나리오

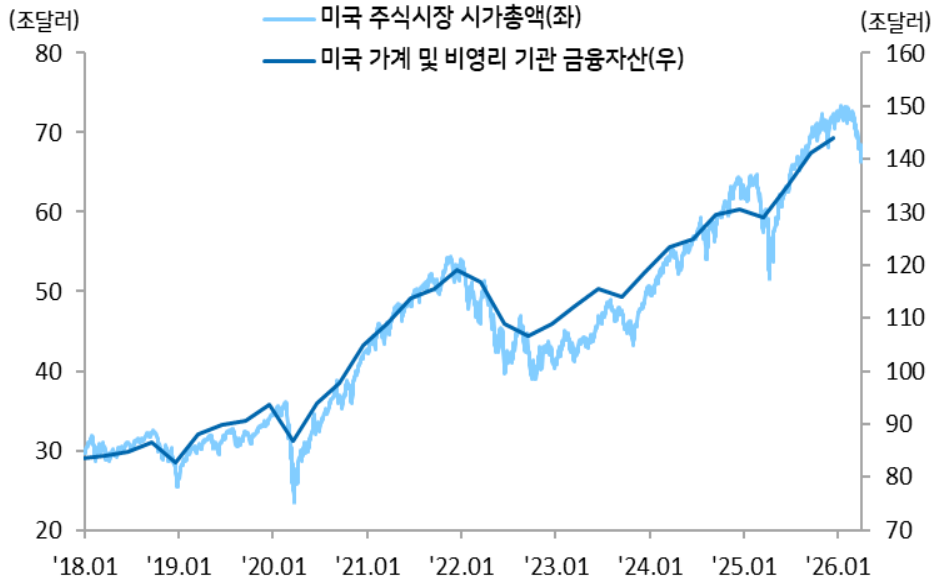
고용전망 악화, 금융자산 하락은 보수적인 소비지출 대응을 유발, 기업 가격인상 계획에 걸림돌

✓ 고용경기 전망이 둔화되는 가운데 이란 전쟁으로 가계 금융자산도 감소하면서 소비지출에 더욱 보수적으로 대응할 가능성이 높아짐

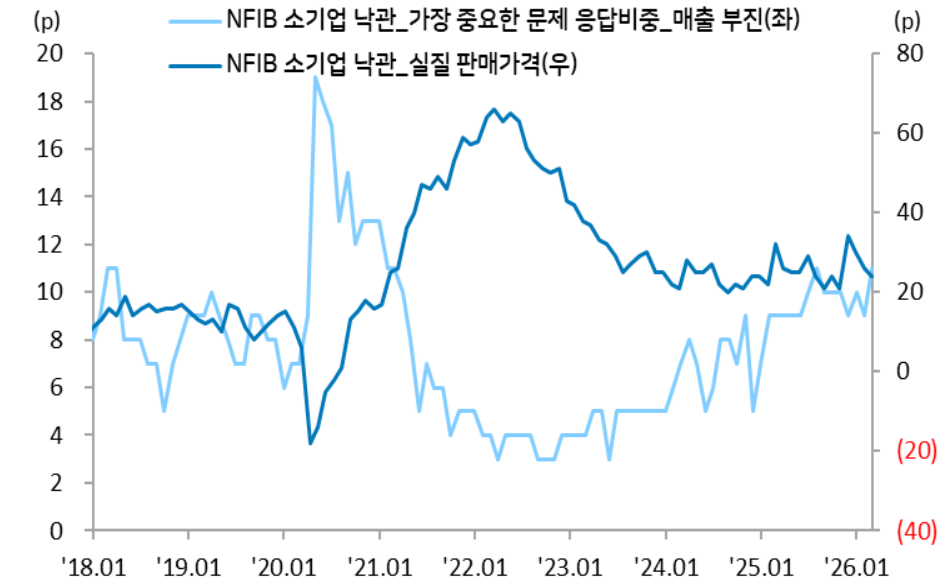
✓ 소비심리 위축 조건이 충족됨에 따라 기업이 공급비용 상승을 소비자에게 전가하기 위해 판매가격 인상을 단행할 수 있을지는 의문

✓ 매출 부진을 가장 중요한 문제로 꼽는 비중이 높아진 만큼 기업 실제 판매가격은 인상 계획을 그대로 반영하지 못할 확률이 더 높아

올해 3월 미국 시가총액이 하락하며 가계 소비에 부의 효과를 기대하기 어려워



매출 감소를 걱정하는 기업 입장에서 공급비용을 소비자에게 전가하기 어려워



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅱ. 이란 전쟁 향후 전개 과정에 달린 금융시장 경로, 조건부 휴전 vs 장기화 시나리오

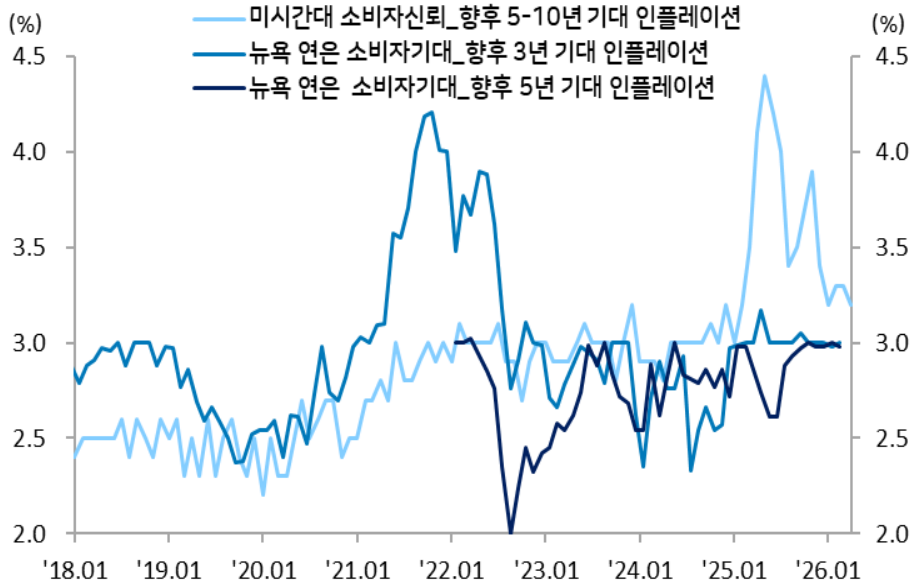
미국 물가는 일시적 유가 급등 효과보다 디스 인플레 추세 유지 주목, 연준 인하 기대 유효

✓ 안정적인 장기 기대 인플레이션, 소비자물가 공급비용 상승 충격 제한, 고용경기 둔화를 고려했을 때 연준 정책 행보는 인상보다 인하

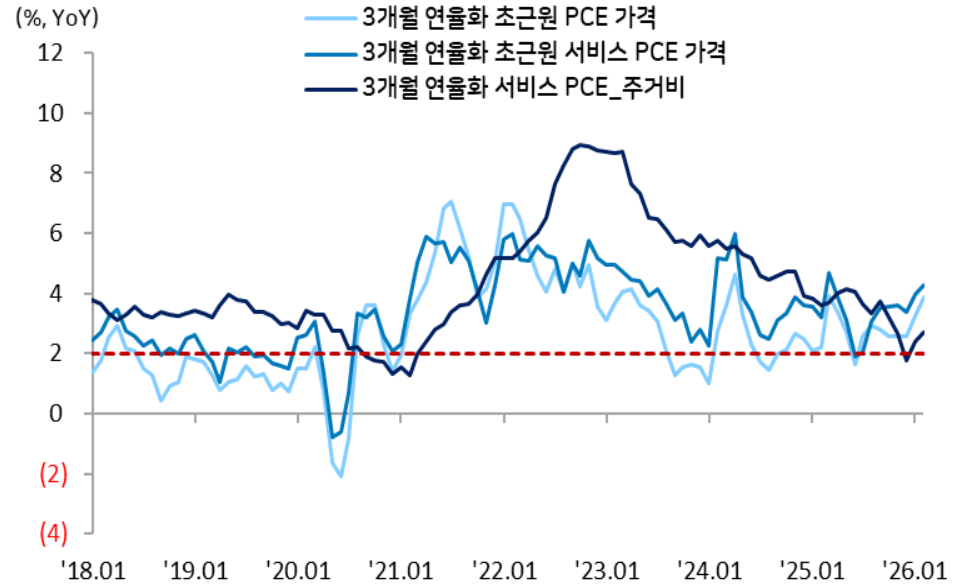
✓ 국제유가 급등이 미국 3월 CPI부터 반영되므로 경계가 필요하다는 점에 공감하지만 물가 우하향 추세가 꺾이진 않을 것으로 판단

✓ 1월 이후에도 미국 렌트 비용 상승세가 둔화됐다는 사실에 비춰봤을 때 주거비 부담이 계속 하락하면서 서비스 물가 안정을 견인

미국 소비자 장기 기대 인플레이션은 유가 상승에도 큰 변화가 관찰되지 않아



서비스 물가에서 비중이 높은 주거비 하향 안정화, 미국 디스 인플레이션 지지



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅱ. 이란 전쟁 향후 전개 과정에 달린 금융시장 경로, 조건부 휴전 vs 장기화 시나리오

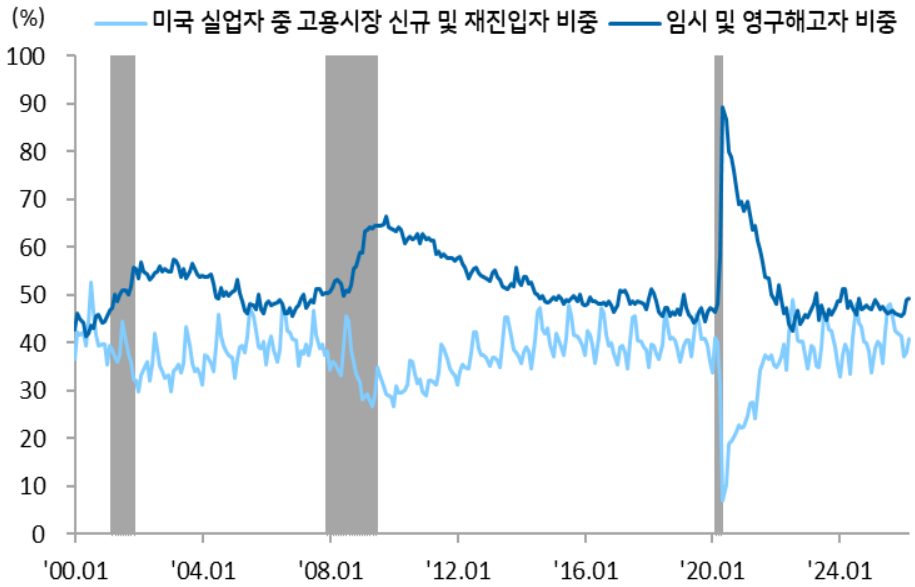
이란 전쟁 휴전 베이스 시나리오 -> 고용경기 악화 가능성에 주목 -> 연준 6월 인하 재개

✓ 이란 전쟁 휴전을 베이스 시나리오로 올해 연준 통화정책 전망을 기존 4회 인하에서 2회로 변경, 인상 확률은 현재로선 0%로 추정

✓ 미국 실업자 중 임시, 영구해고자 비중이 46%에서 연초 49%로 상승하면서 고용시장 회복세가 꺾이고 있다는 진단에 힘을 실어 줌

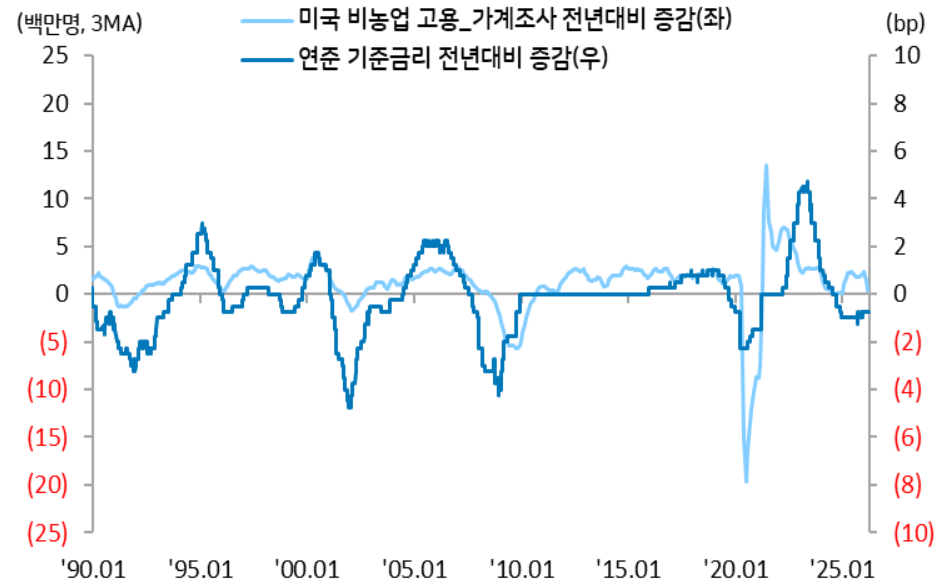
✓ 또한 가계조사로 집계한 비농업 고용은 높은 변동성을 감안해도 올해 1분기에 걸쳐 총 100만명 이상 감소했다는 점에 주목할 필요

미국 실업자 중 임시 및 영구해고자 비중 12월 46%에서 1, 2월 49%로 상승



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

올해 비농업 고용 가계 서베이 기준 1분기 89.5만명, 18.5만명, 64만명 감소



Ⅲ. 2Q 글로벌 FX: 짧은 시계에서 강달러는 불가피, 휴전 시나리오에서는 약달러 재개

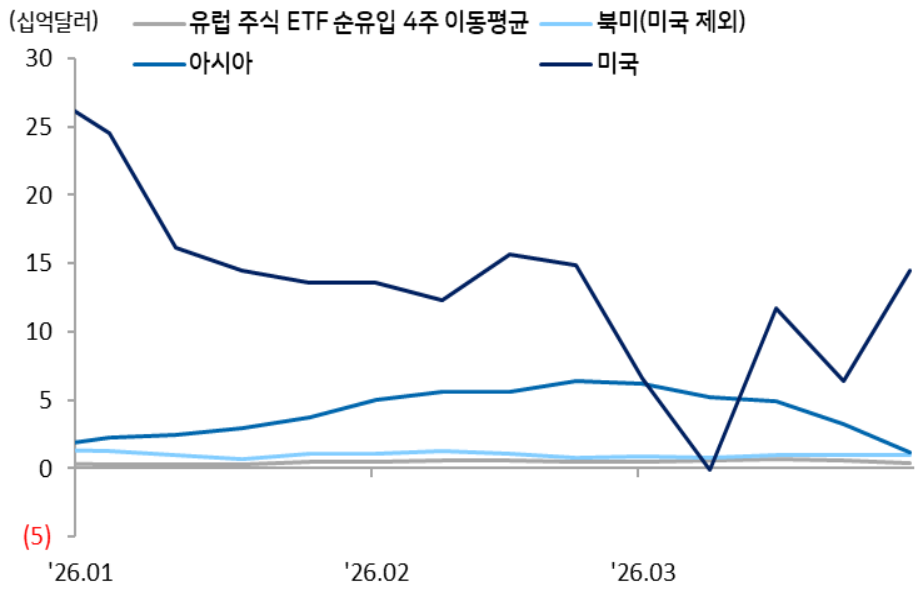
중동발 지정학 불확실성은 기관투자자의 보수적 자산배분과 강달러 베팅 확대로 연결

✓ 미국 주식시장 시가총액은 이란 전쟁 발발 이후 가장 많이 감소했지만 기관투자자 해외 자산배분 축소, 안전자산 선호가 강달러 견인

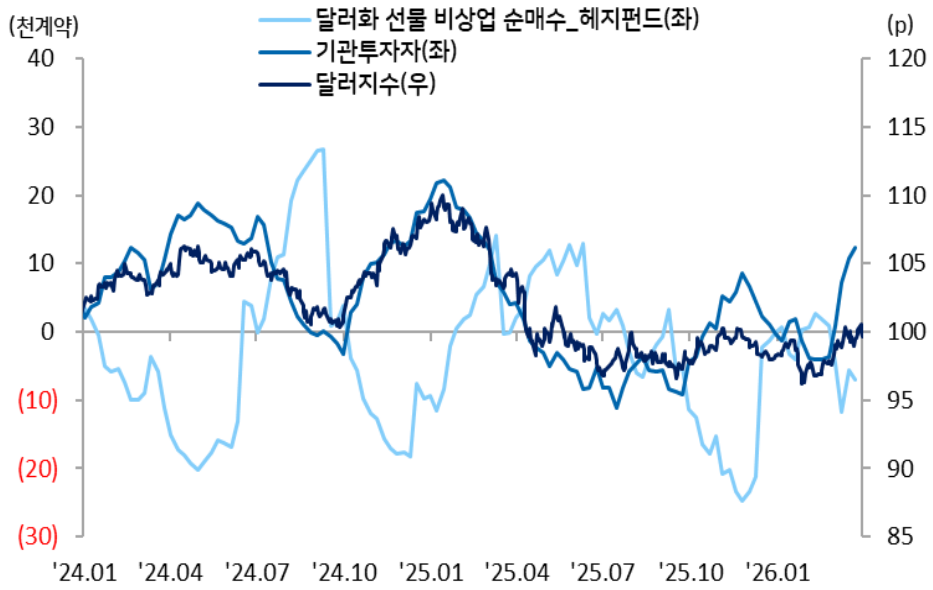
✓ 주간 글로벌 주식형 ETF 자금 유출입을 비교해 보면 3월 미국은 증가했고, 연초 자산배분 비중이 높았던 아시아는 유입 규모 축소

✓ 또한 중동 불안이 안전자산 선호 심리를 자극하면서 기관투자자의 미국 외 자산 비중 축소가 달러에 대한 전략적 노출 확대로 이어져

이란 전쟁 이후 글로벌 유동성 미국 ETF 순유입 증가 vs 미국 외 국가는 둔화



3월 기관투자자 달러 순매수 증가, 자산배분 변화로 인한 전략적 비중 확대



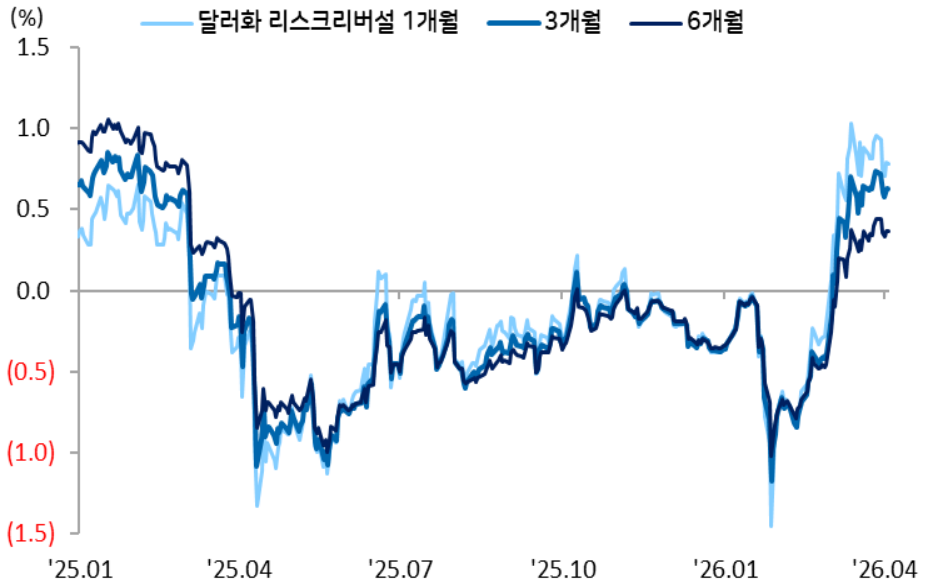
출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅲ. 2Q 글로벌 FX: 짧은 시계에서 강달러는 불가피, 휴전 시나리오에서는 약달러 재개

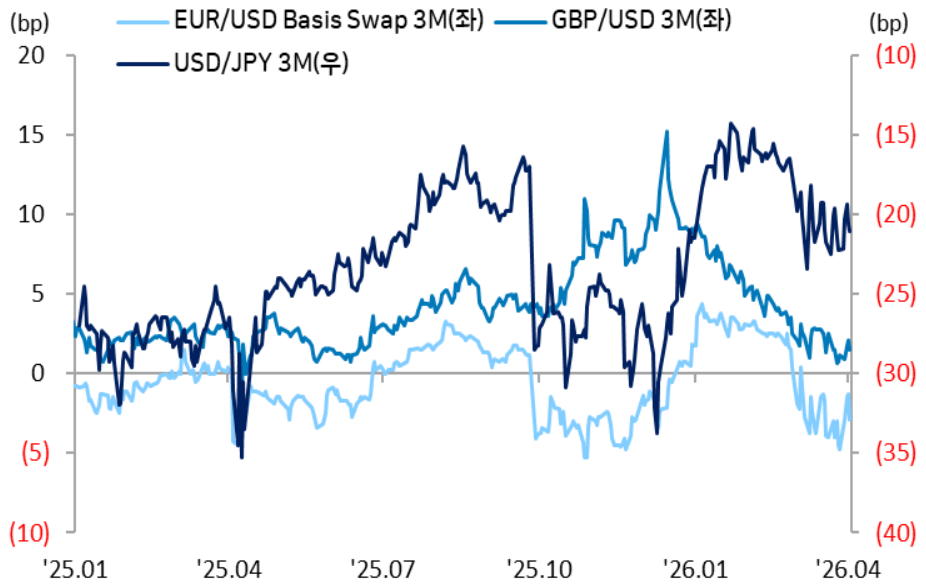
옵션시장 강달러 베팅 동참, 기축통화군 내 달러 조달 수요 확대도 달러지수 상승을 견인

- ✓ FX옵션 시장에서도 달러화 리스크 리버설이 3월 가파른 속도로 상승하며 단기(1, 3개월), 중기(6개월)적 강달러 베팅 확대를 암시
- ✓ 글로벌 달러 유동성 조달 난이도가 일시적으로 상승하면서 전쟁 이슈가 단순 투기적 대응을 넘어 실수요까지 영향을 주고 있음을 확인
- ✓ 선물, 옵션시장이 이란 전쟁 장기화를 적극적으로 헤지하고, 조달시장 달러 선호현상이 굳어지면서 4월까지 달러화 추가 상승 예상

FX옵션 시장도 3개월 이하 단기, 6개월 중기 구간에서 달러지수 상승에 베팅



작년 4월만큼은 아니지만 기축통화 내 달러 조달비용은 전쟁 이전보다 상승



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅲ. 2Q 글로벌 FX: 짧은 시계에서 강달러는 불가피, 휴전 시나리오에서는 약달러 재개

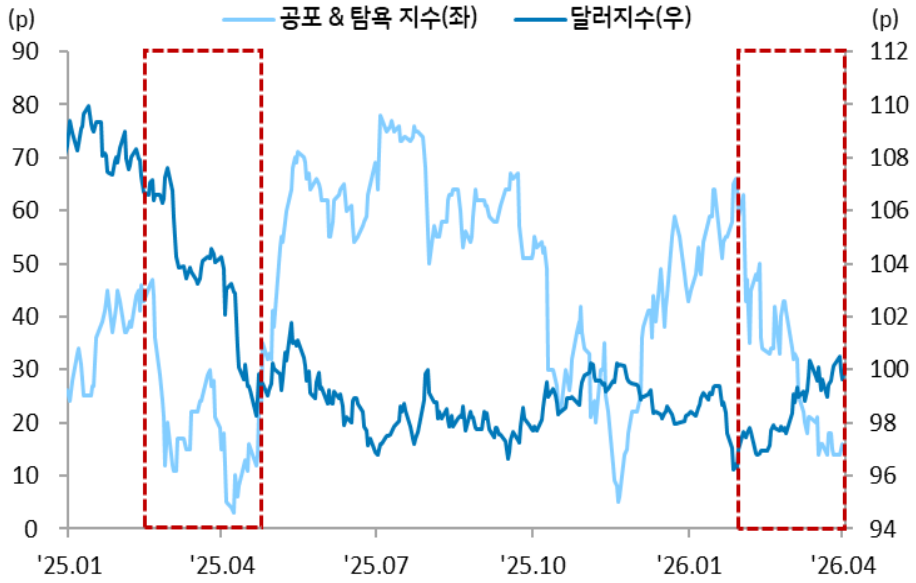
정점에서 머무르고 있는 지정학 리스크 완화가 국제유가 하향 안정, 달러 약세 전환의 키

✓ 작년 상호관세 인상은 스태그플레이션 테마를 시장 전면에 부상시켜 극단적 시장 공포를 조성했으나 약달러를 유도했다는 차이점 존재

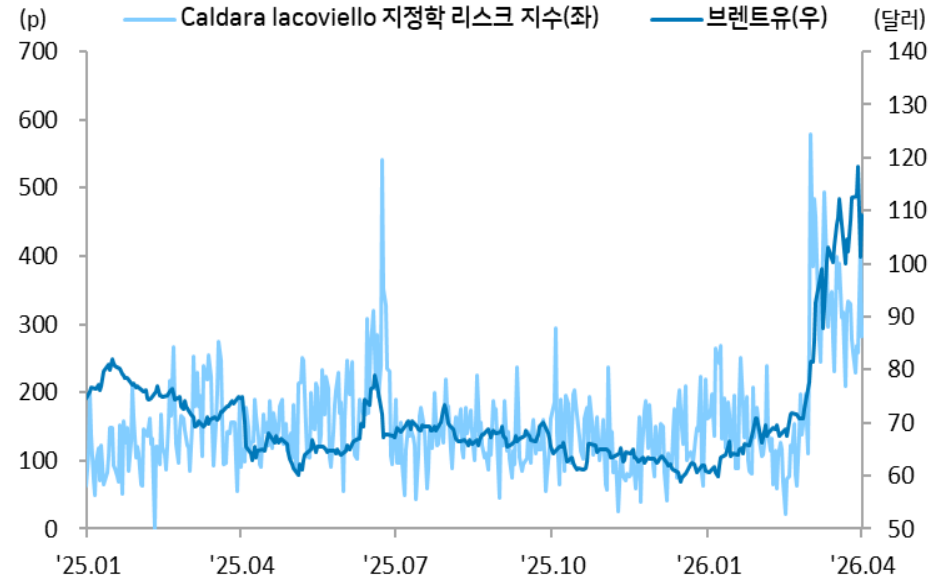
✓ 이 같은 차별화를 불러온 핵심 변수는 유가 급등을 수반한 지정학 위험 상승이며 강달러 압박 수위를 낮추기 위해서 유가 안정이 필수

✓ 미국, 이스라엘과 이란 전쟁이 베이스 시나리오인 휴전으로 귀결될 경우 지정학 위험 완화, 유가 하락이 일차적인 달러 방향 선회 재료

작년 3, 4월 상호관세 충격이 약달러 재료였다면 이란 전쟁 공포는 강달러 재료



약달러 전환을 위해서는 지정학 위험 완화, 국제유가 하향 안정화가 선결 조건



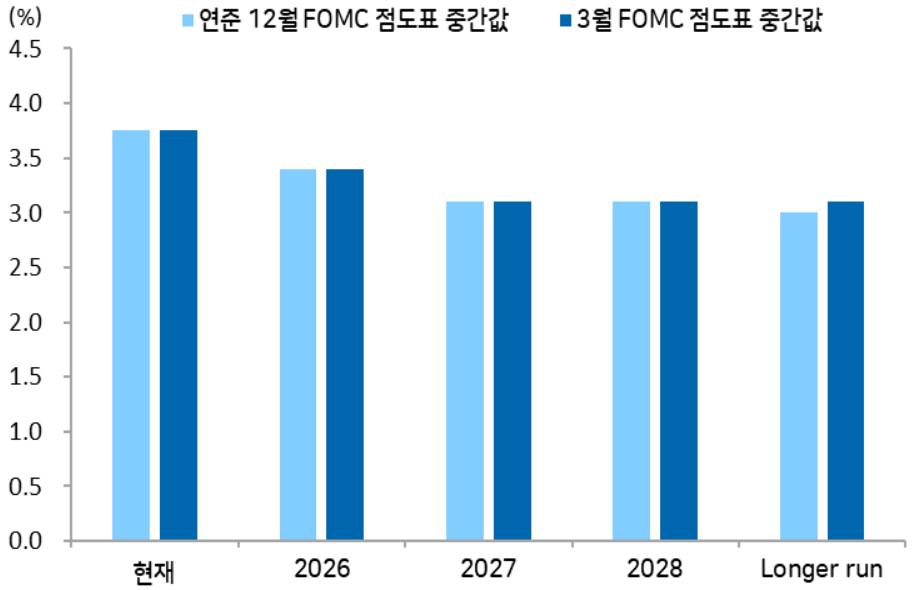
출처: CNN, Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅲ. 2Q 글로벌 FX: 짧은 시계에서 강달러는 불가피, 휴전 시나리오에서는 약달러 재개

중동 불확실성이 완화 or 해소될 경우 연준 인하 기대가 재조명, 달러 추가 하락 견인

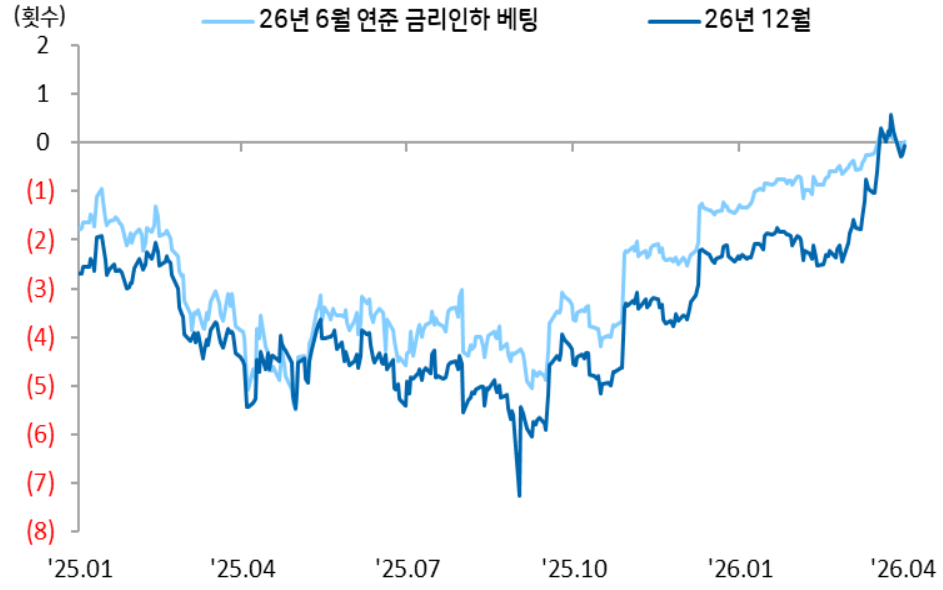
- ✓ 추가적인 달러 약세 재료는 미국과 이란 휴전 협상, 국제유가 안정 이후 연내 인상까지 내다봤던 연준 금리인하 기대치 상향 조정
- ✓ 3월 중순 FOMC는 전쟁 후폭풍을 경계하고 비둘기 성향 위원 금리 전망이 상향된 가운데 중간값 기준으로는 연내 1회 인하를 유지
- ✓ 시장은 연내 동결 확률을 100%로 반영하고 있으나 이란 전쟁이 휴전 또는 종전될 경우 연준 전망처럼 인하로 기대가 전환될 수 있음

3월 FOMC 점도표를 기준으로 연준 연내 통화정책은 1회 금리인하 전망 유지



출처: Fed, Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

연내 통화정책 기대값은 동결 vs 지정학 위험 완화 시 인하 기대 재조명 예상

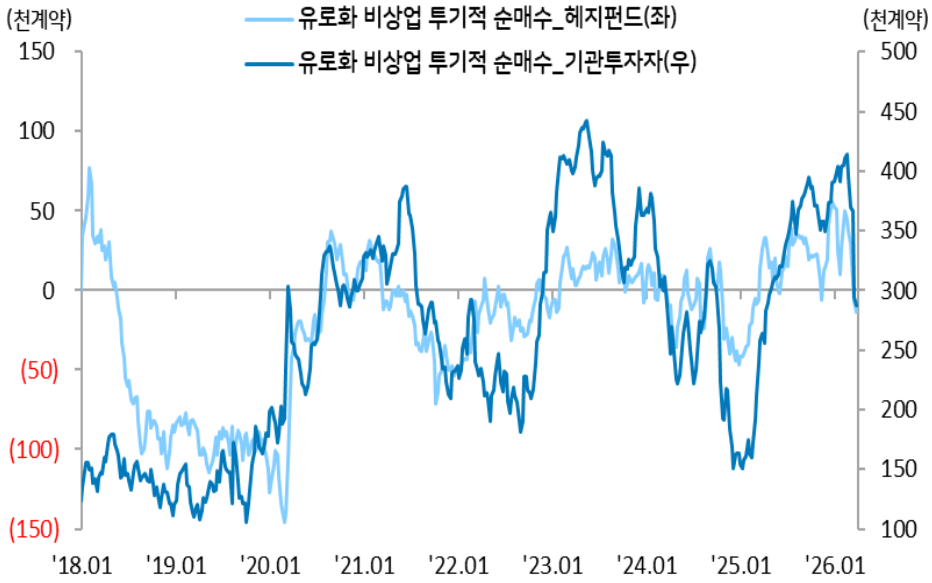


Ⅲ. 2Q 글로벌 FX: 짧은 시계에서 강달러는 불가피, 휴전 시나리오에서는 약달러 재개

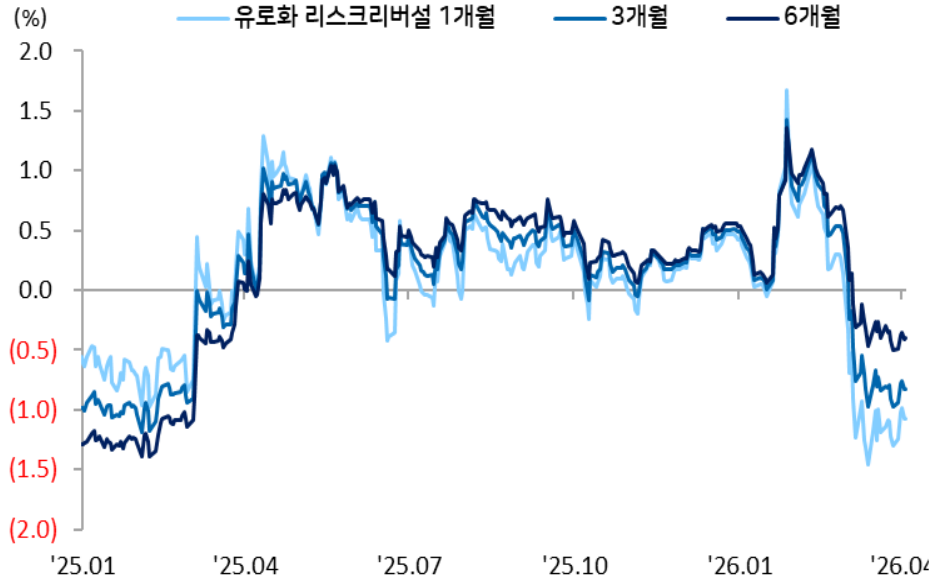
전쟁이 촉발한 자산 리밸런싱과 옵션시장 유로화 약세 헤지가 유로/달러 하락의 원인

- ✓ 유로화는 천연가스 가격 급등이 2022년 러시아 천연가스 공급 중단에 따른 에너지 위기 트라우마를 자극하며 약 2% 중반 하락
- ✓ 3월 이후 기관투자자 유로화 비상업 투기적 순매수가 10,000계약 이상 축소되어 유럽 주식, 채권시장 선호도가 낮아지고 있음을 암시
- ✓ 옵션시장도 유로/달러 단기(1, 3개월), 중기(6개월) 구간에서 유로화 가치 추가 하락에 대비, 지정학 위험 완화 전까지 하방압력 확대

유로화 비상업 투기적 순매수 축소, 기관투자자 유로화 자산 비중 축소 시사



유로/달러 리스크리버설 급락은 옵션시장이 유로화 약세를 대비하고 있단 의미



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅲ. 2Q 글로벌 FX: 짧은 시계에서 강달러는 불가피, 휴전 시나리오에서는 약달러 재개

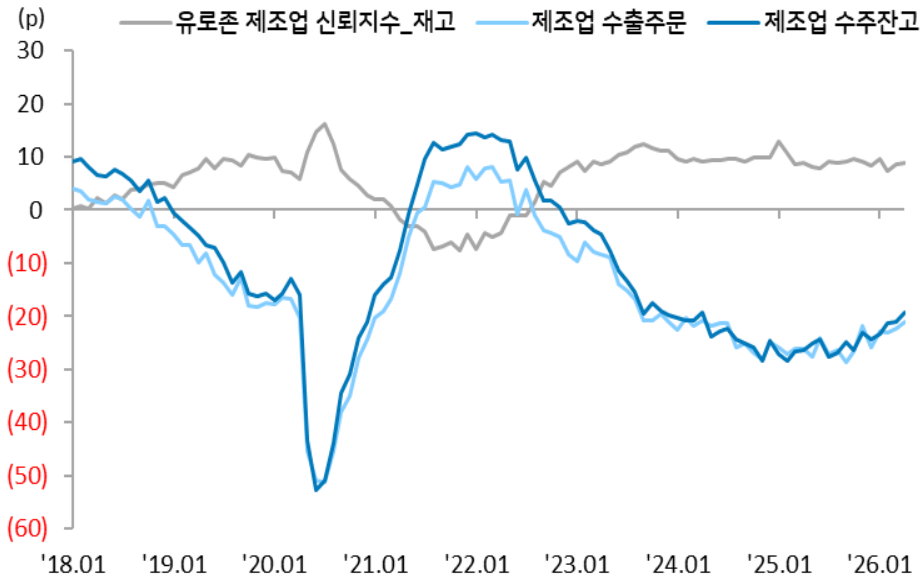
유로존 제조업 L자형 불황 중국발 수요 회복에 반등 개시, 잠재적인 유로화 강세 요인

✓ 유로화는 지정학 이벤트를 걷어내면 제조업 펀더멘탈이 회복기에 접어든 만큼 약달러 재개 구간에서 상승 잠재력이 높아졌다고 평가

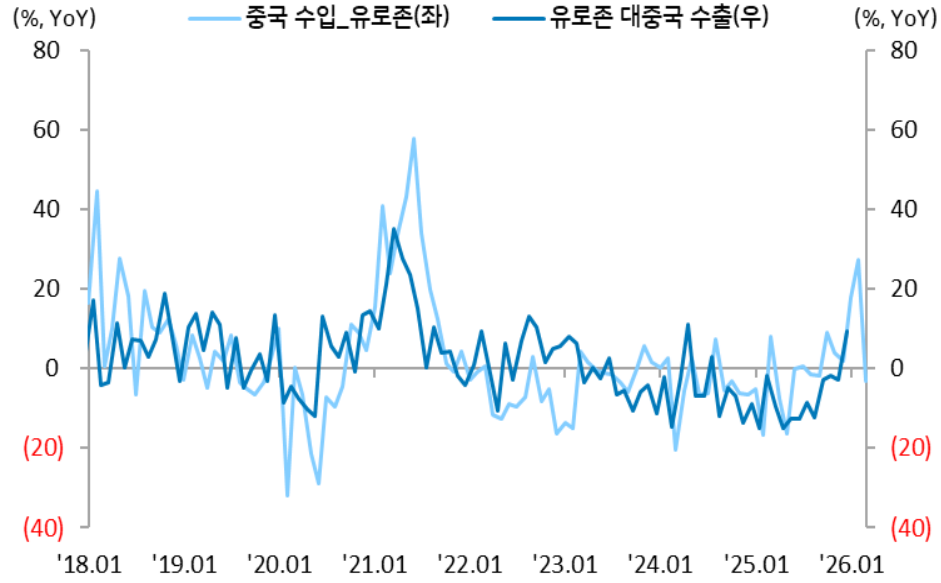
✓ 유로존 제조업 수출주문, 수주잔고가 작년 4분기를 기점으로 연초까지 상승 중인데 중국의 유럽산 제품 수입 증가가 미치는 영향이 큼

✓ 중국 교역대상 다변화로 유로존과 중국 상호 무역이 증가하면서 유로존 제조업 반등이 2분기 중반 유로화 강세를 지지할 것으로 예상

독일 제조업을 중심으로 유로존 제조업 작년 4분기부터 연초까지 반등 성공



중국 유럽산 제품 수입 증가 추이를 감안하면 유로존 제조업 펀더멘탈은 양호



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅲ. 2Q 글로벌 FX: 짧은 시계에서 강달러는 불가피, 휴전 시나리오에서는 약달러 재개

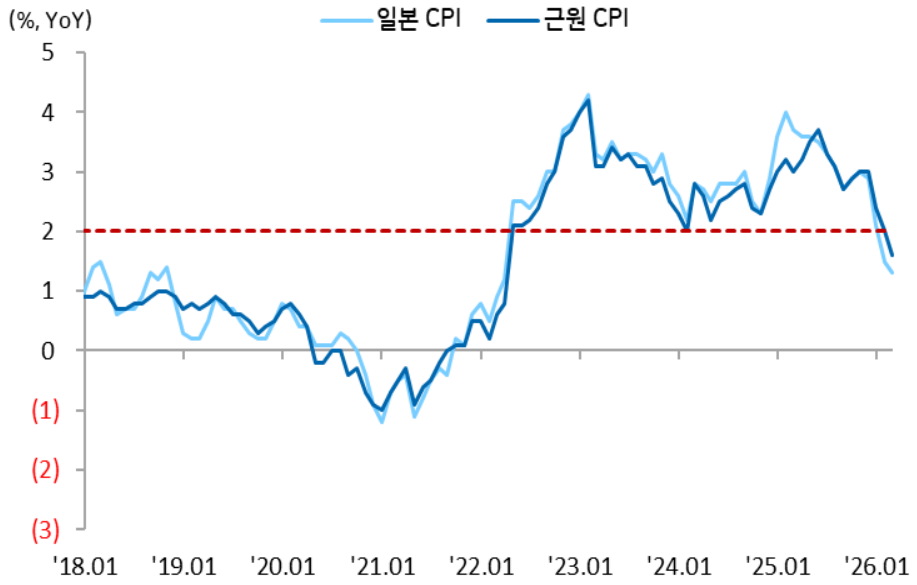
엔화는 인플레 압력이 2%를 하회하자 강세 베팅이 소멸하며 3월 약세 부담 확대

✓ 일본 소비자물가는 2026년 들어 헤드라인, 근원 CPI 모두 BOJ 목표치인 2%를 하회하면서 BOJ 금리인상 기대가 낮아지는데 일조

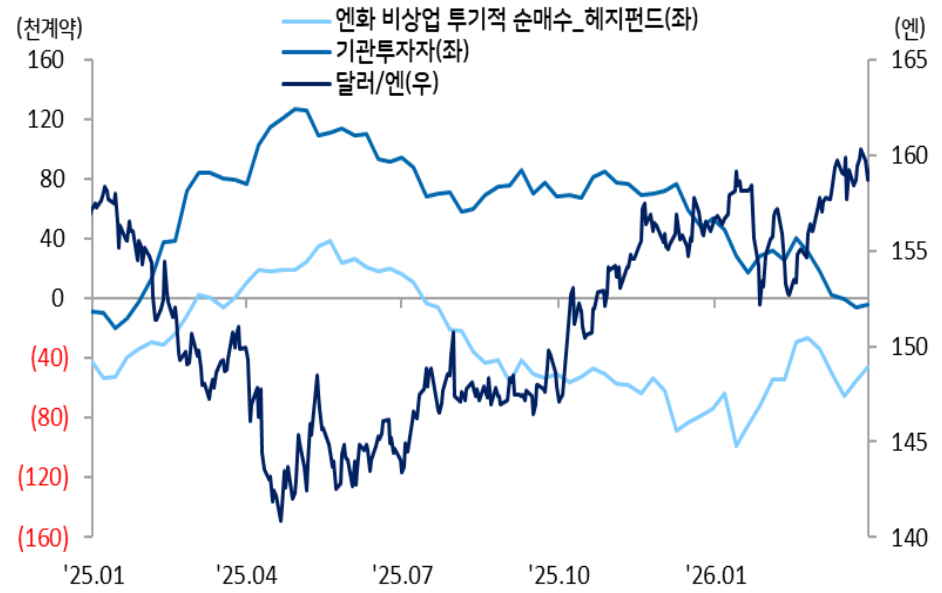
✓ 1월 CPI는 식료품 가격 안정에 따른 역기저효과가 컸다는 분석이 지배적이었으나 2월에는 근원 소비자물가도 1% 중반으로 하락

✓ 선물시장에서 엔화 강세 베팅을 주도하던 기관투자자는 인플레이션 2% 하회, 이란 전쟁 이후 엔화 자산 수요 감소에 포지션을 정리

일본 헤드라인 및 근원 CPI는 2달 연속 상승폭 둔화, 근원물가 2% 목표 하회



물가상승 둔화에 BOJ 금리인상 기대 희석, 기관투자자 엔화 강세 베팅 소멸



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅲ. 2Q 글로벌 FX: 짧은 시계에서 강달러는 불가피, 휴전 시나리오에서는 약달러 재개

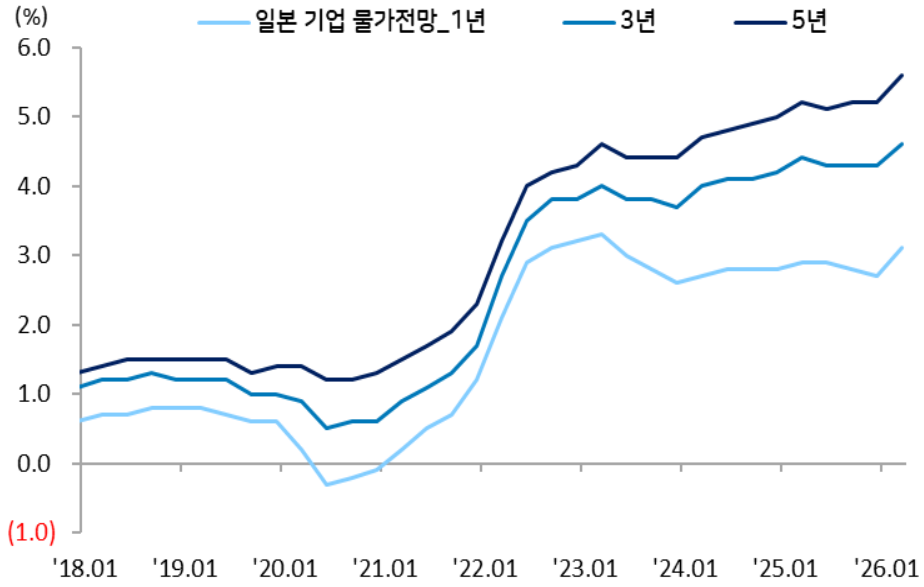
일본 기업 장단기 기대 인플레 상승, 5%대 임금 인상 감안 시 BOJ 금리인상 기대는 유효

✓ 다만 3월 이란 전쟁이 촉발한 에너지 비용 상승 여파로 일본 기업 장단기 물가 전망이 일제히 상승하면서 CPI 상승세 둔화와 대비

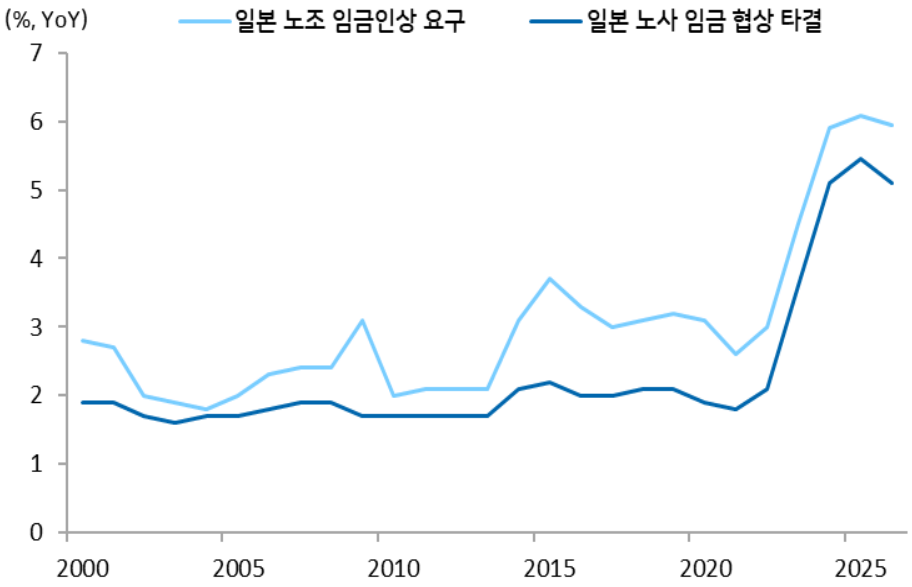
✓ 일본 노동조합 연합체인 렌고가 높은 임금상승을 요구한 뒤 2026년 5% 초반으로 합의 성공, BOJ가 주시하는 임금 상승도 확인됨

✓ 실물경기 기대 인플레이션 우상향, 높은 임금 상승률, 중동발 에너지 비용 충격을 감안했을 때 BOJ 금리인상 변수를 배제하긴 일러

일본 기업 기대 인플레이션은 3월 중동발 에너지 충격에 장단기 모두 상승



일본 노동조합의 높은 임금상승 요구를 반영해 2026년 5% 초반 인상률 타결



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅲ. 2Q 글로벌 FX: 짧은 시계에서 강달러는 불가피, 휴전 시나리오에서는 약달러 재개

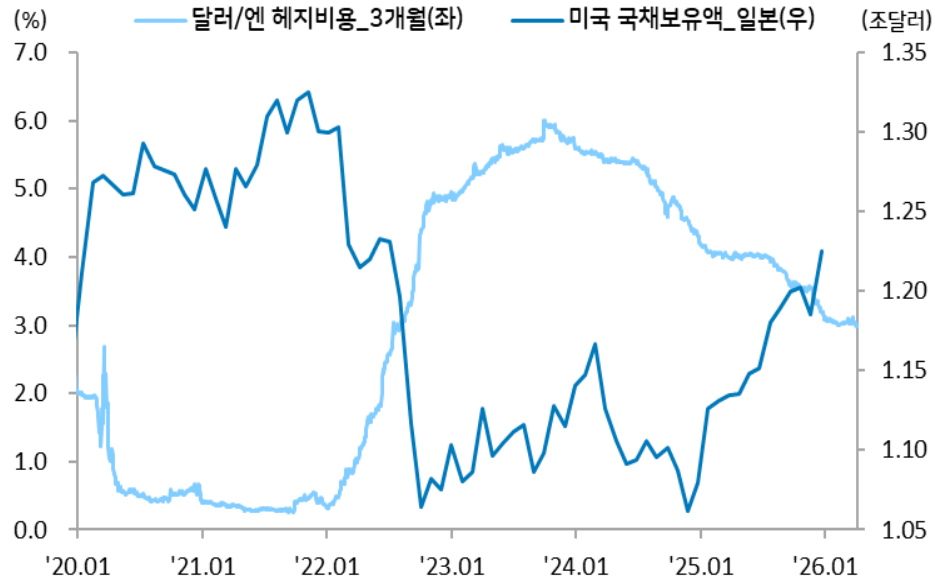
엔화 달러 헤지 비용 하락 & 일본 생보사 환헤지 비중 확대 -> 2분기 점진적 엔화 강세

✓ 미일 금리차 축소는 엔화 보유자의 달러 조달 비용을 낮춰 일본 기관투자자 달러/엔 선물환 매도를 유도, 엔화 강세를 지지하는 요인

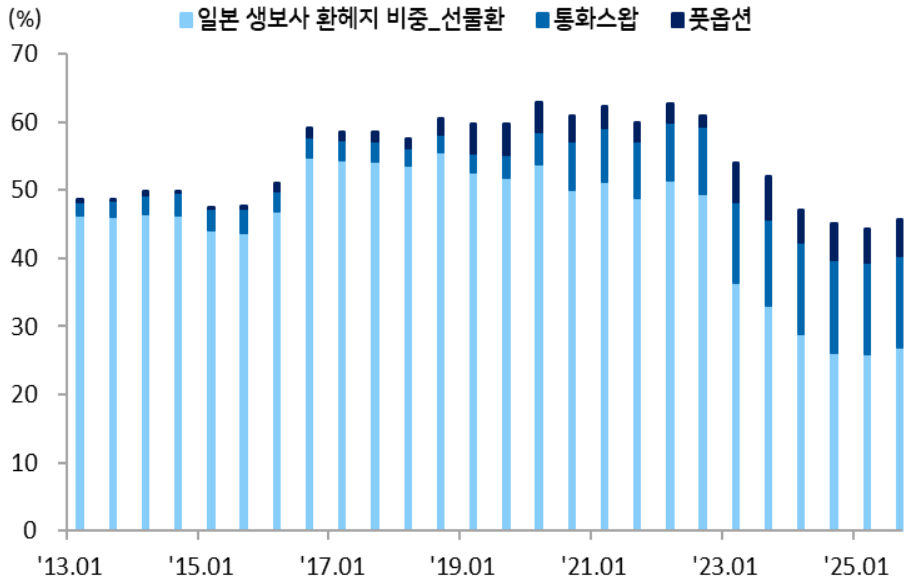
✓ 달러/엔 헤지 비용은 2023년 고점을 찍고 3% 초반까지 우하향 했고 2025년부터 일본의 미국 국채보유액은 약 1,500억 달러 증가

✓ 동일 시점 일본 생보사 환헤지 비율 중 선물환 매도가 소폭 증가하면서 환헤지 비용 추가 하락 시 달러/엔 선물환 매도 확대를 기대

달러/엔 헤지비용이 하락하면서 일본 미국 국채 보유 규모도 크게 증가



일본 생보사 환헤지 비중 확대 전략은 2분기 엔화 강세 압력 확대를 견인할 듯



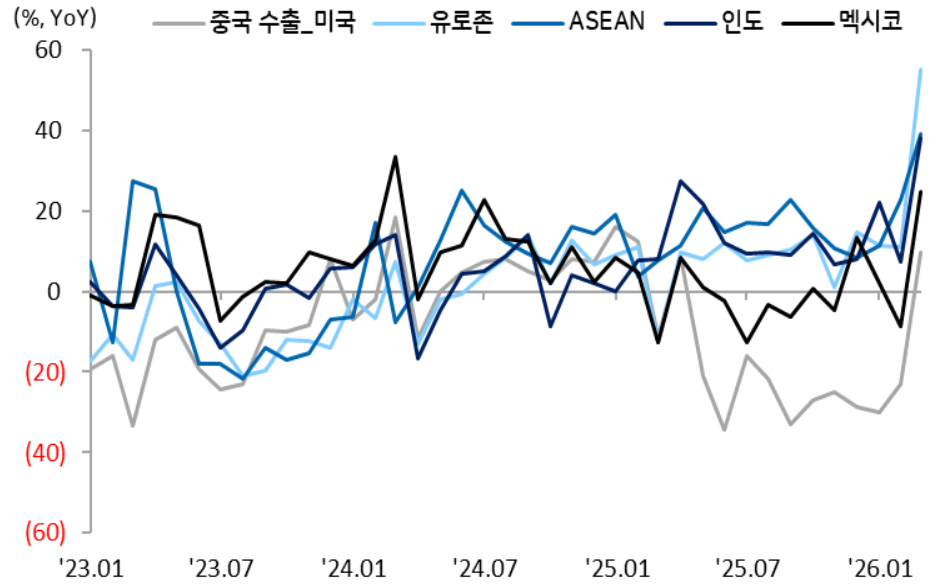
출처: 일본 생명보험협회, Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅲ. 2Q 글로벌 FX: 짧은 시계에서 강달러는 불가피, 휴전 시나리오에서는 약달러 재개

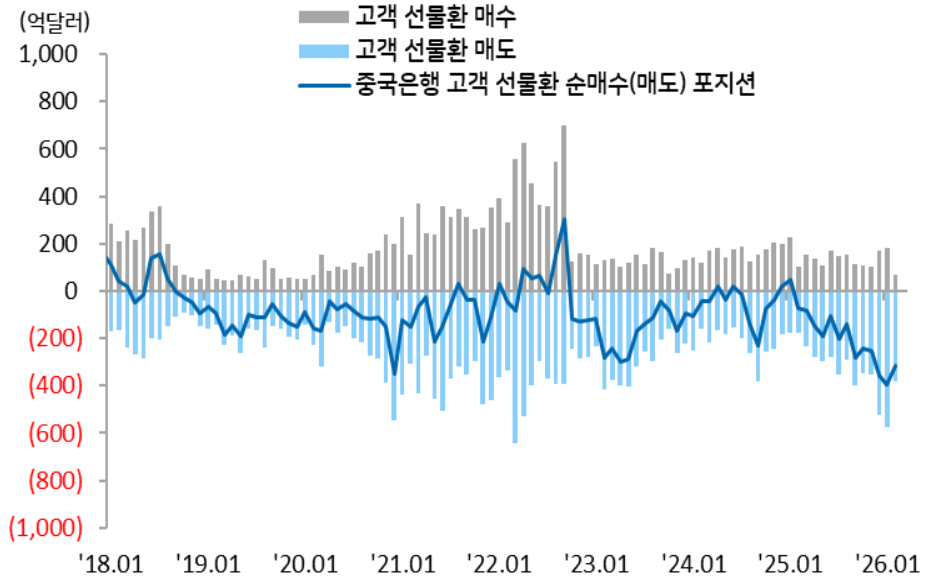
위안화는 수출경기 회복이 주도하는 대규모 외화공급 효과에 상승세를 이어 나가

- ✓ 위안화는 내수회복 부진, 부동산 경기 침체라는 악재에도 대외수요 회복과 교역망 다변화 영향으로 상승압력이 지속될 가능성 高
- ✓ 중국 수출은 연초 긴 명절 연휴 효과를 감안해도 특히 올해 들어 실적 반등이 두드러지면서 교역망 다변화의 결실을 맺고 있단 평가
- ✓ 수출기업이 막대한 외화 공급을 주도하면서 2분기에도 기업 선물환 매도 증가가 약달러 재개 구간에서 위안화 상승압력을 주도할 듯

중국 수출은 연초 연휴로 인한 밀어내기를 감안해도 양호한 회복세를 기록 중



내수 부진과 별개로 수출 회복을 통한 기업의 막대한 외화공급이 계속되는 상황



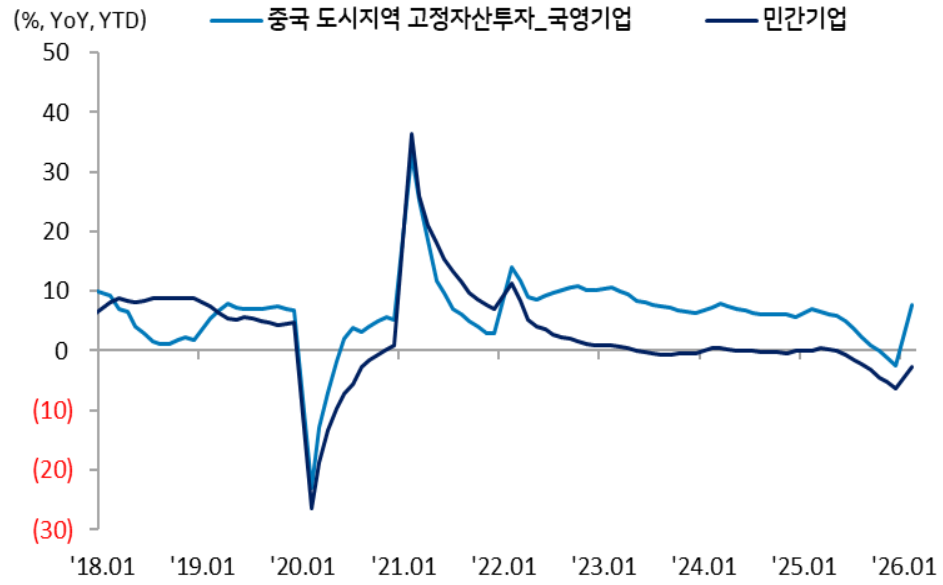
출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅲ. 2Q 글로벌 FX: 짧은 시계에서 강달러는 불가피, 휴전 시나리오에서는 약달러 재개

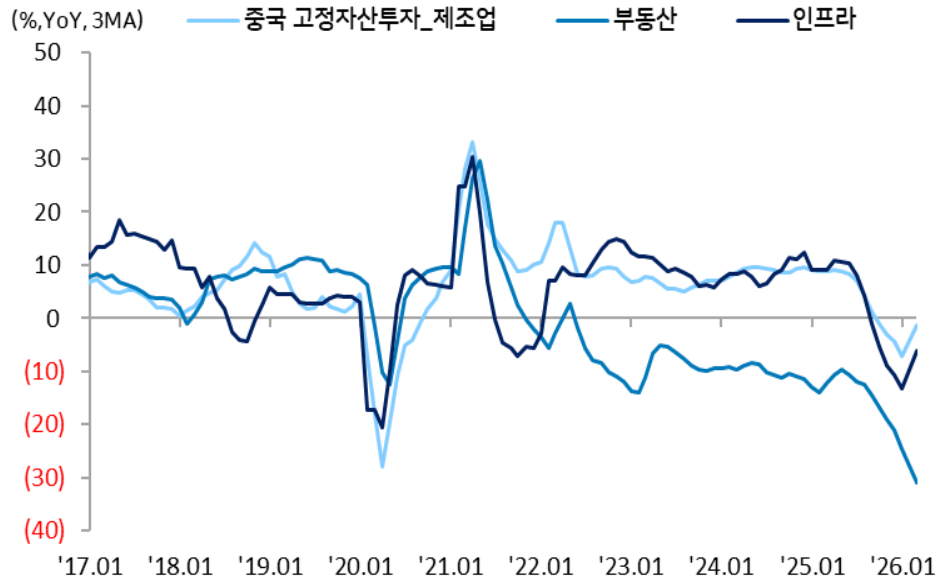
중국 부동산 경기 침체의 골이 더 깊어지는 점은 위안화 전망에 가장 큰 위험요인

- ✓ 문제는 소비, 민간투자 활동이라는 내수경기 부진이 해결될 기미가 보이지 않고 있으며 위안화 강세를 낙관하기 어렵게 만드는 변수
- ✓ 연초 고정자산투자가 전년대비 플러스 성장을 기록했지만 내실을 보면 정부 소유의 국영기업 투자 확대가 주도한 반쪽짜리 회복
- ✓ 민간투자는 마이너스 성장을 이어가고 있으며 그 중 부동산 투자는 전년대비 30% 감소하며 끝날 기미가 없는 중국 내수 침체를 대변

중국 연초 투자활동 회복은 민간이 아닌 정부 소유의 국영기업이 주도한 결과



부동산 투자의 경우 전년대비 30% 마이너스를 기록하며 악화일로를 걸어



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅲ. 2Q 글로벌 FX: 짧은 시계에서 강달러는 불가피, 휴전 시나리오에서는 약달러 재개

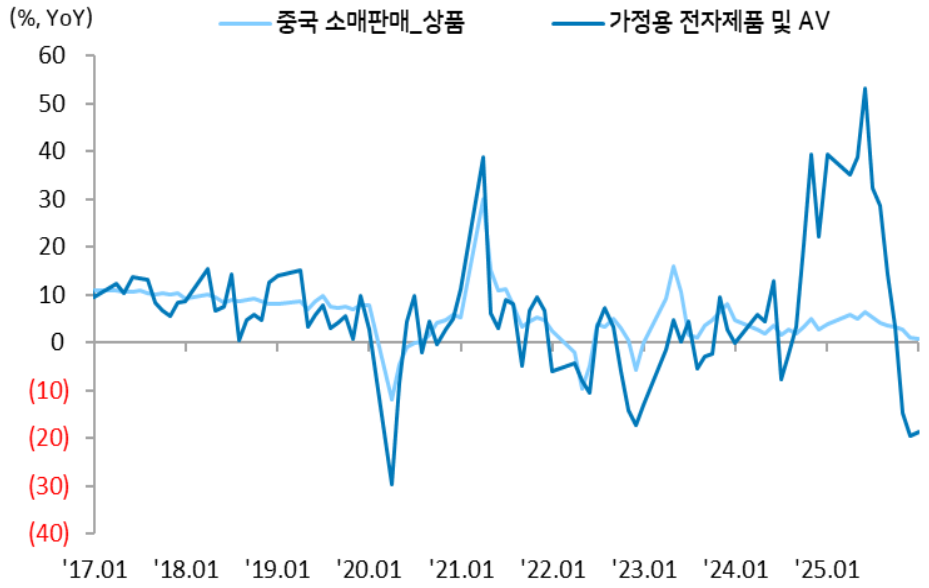
중국 정부 정책 지원에도 소비 부진 지속, 무역분쟁 재부상 시나리오에서 위안화에 악재

✓ 중국 부동산 경기 불황은 단순 투자활동 위축 뿐만 아니라 가계 소비 의사결정에도 영향을 크게 미치는 변수라는 점을 숙고할 필요

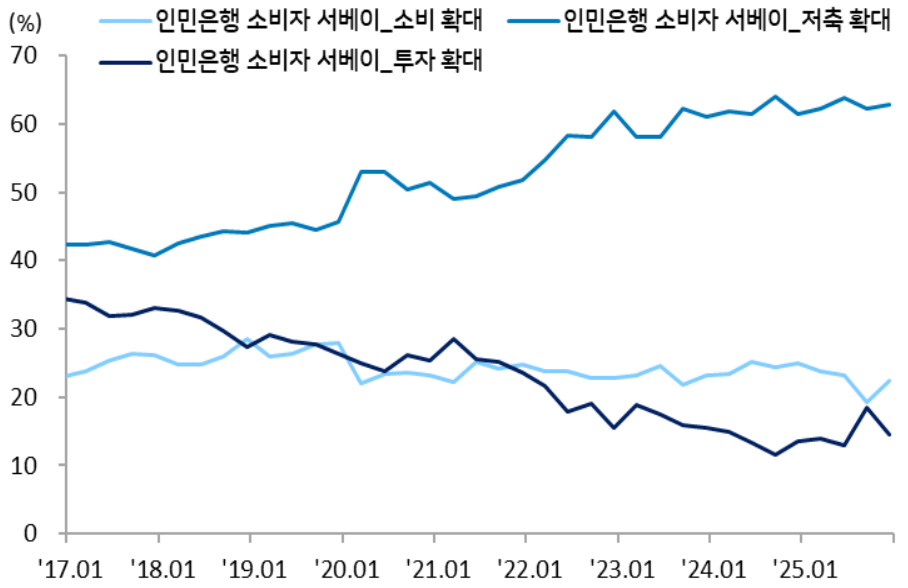
✓ 작년 '이구환신' 정책으로 일시적인 소매판매 확대가 확인됐으나, 이내 급감하면서 정책 지원 없이 내수 회복이 어려다는 사실만 확인

✓ 결과적으로 위안화 강세는 수출 회복 의존도가 높다는 한계를 보이고 있기 때문에 무역분쟁 이슈 재부상에 취약하다는 것이 단점

부동산 침체 장기화 여파로 지출을 줄이면서 소매판매 통계는 부진이 계속



소비, 투자보다 저축을 선호한다는 소비자 서베이 결과도 크게 달라지지 않음



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅳ. 2Q 달러/원: 1,500대 고점 확인이 먼저, 주식시장 외국인 복귀 시점에 낙폭 확대

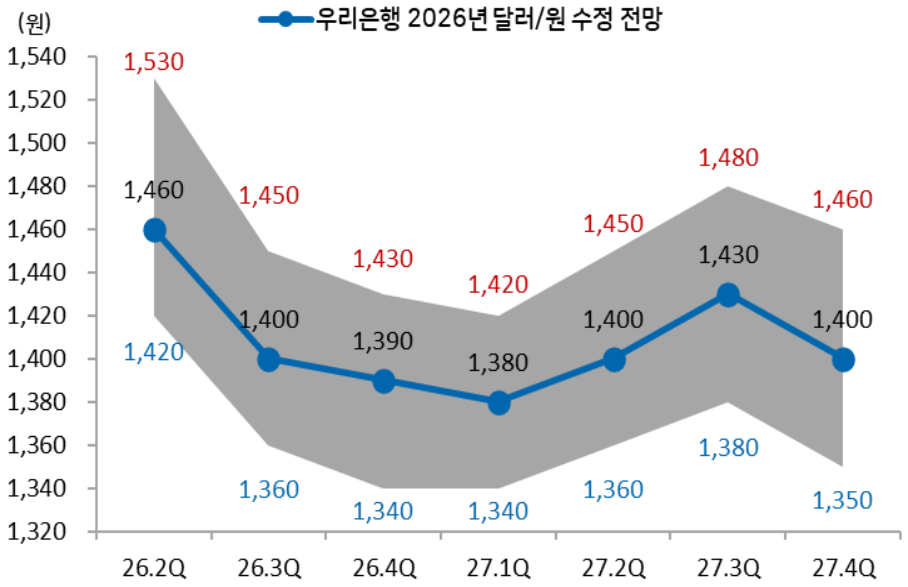
2Q 달러/원: 당초 예상보다 긴 1,500원대 고점 확인, 앞으로의 방향성은 우하향

✓ 당행은 2분기 전망을 '상고하저'로 예상하고 있으며, 중동 불확실성 해소 후 달러/원이 2월말 수준으로 낙폭을 확대할 것으로 전망

✓ 단기적으로 국제유가 동향이 금융시장의 킥으로 꼽히는 상황에서 위험자산을 대표하는 원화도 추가 약세 압력이 커질 소지가 다분

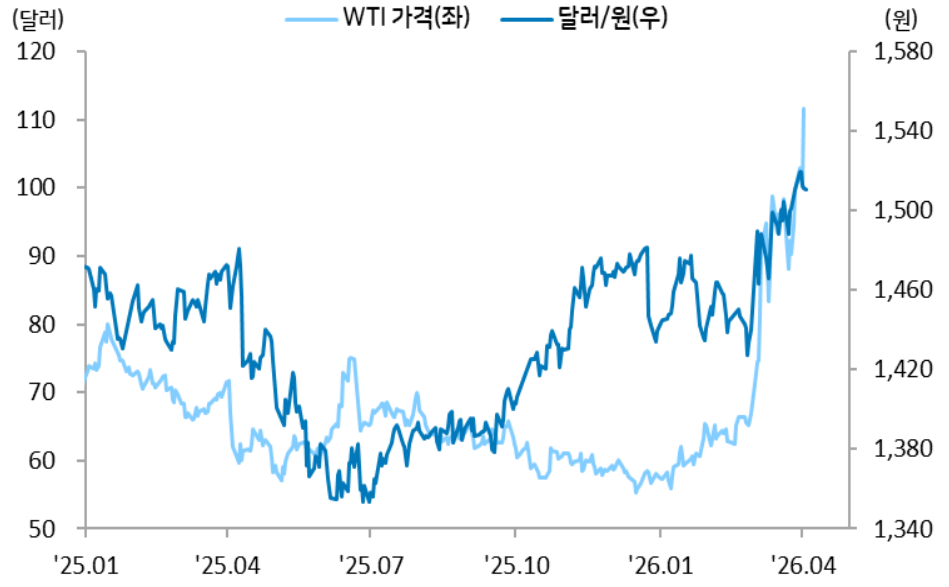
✓ 1,500원 위에서는 수출, 중공업체 네고 물량이 대기 중이며 당국의 시장 안정화 대책도 추가 상승을 억제하기 위한 방지턱으로 작용

2026년 달러/원 전망, 중동 지정학 리스크 장기화를 반영해 밴드 상향 조정



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

국제유가 금융시장 영향력 확대, 달러/원도 유가 동향 민감도가 극에 달해

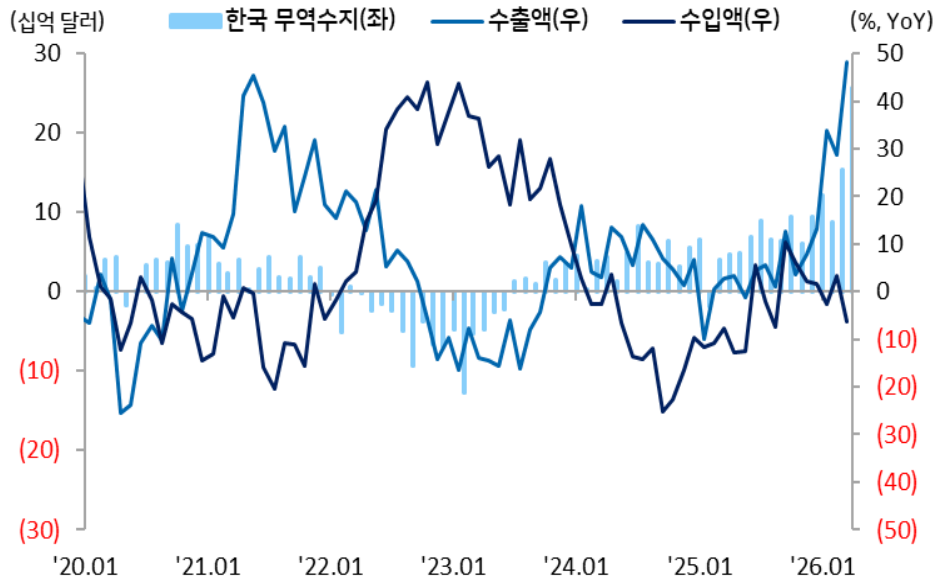


Ⅳ. 2Q 달러/원: 1,500대 고점 확인이 먼저, 주식시장 외국인 복귀 시점에 낙폭 확대

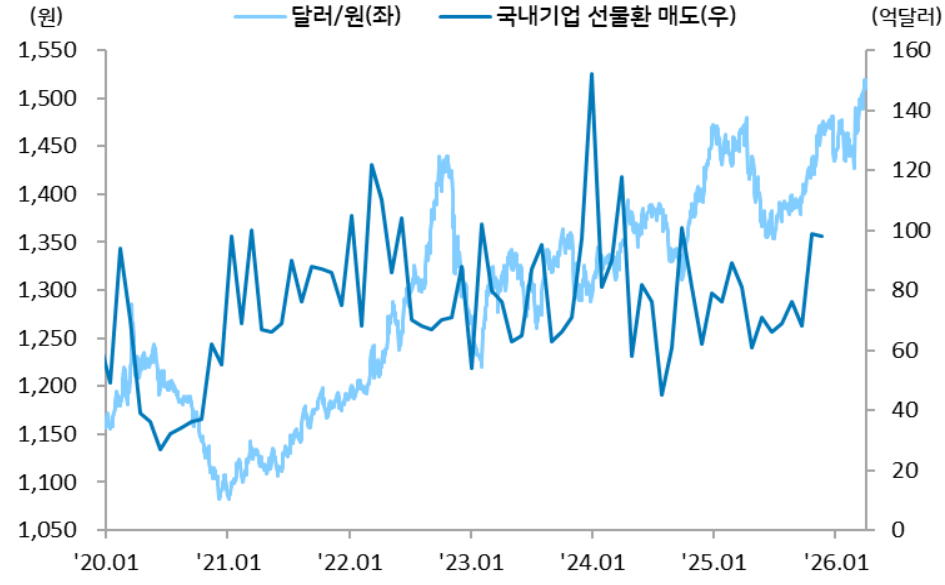
국내 달러 공급에 중요한 역할을 담당하는 수출 회복 견고, 수출업체 고점매도 확대

- ✓ 3월 한국 수출은 선박, 반도체, 컴퓨터 품목이 세자리 수 증가율을 기록했고, 일평균 무역수지가 10억 불을 돌파하며 달러 공급 확대
- ✓ 연말부터 환율 상승 구간에서 수출 및 중공업체 네고 물량이 꾸준히 소화되기 시작했고, 올해 1분기 1,500원 위에서도 동일한 전략
- ✓ AI 투자로 인한 반도체 수요와 원유 및 LNG 수송에 필요한 선박 수요가 견조한 만큼 수출 회복을 통한 외화공급은 2분기에도 양호

한국 수출은 선박, 반도체, 컴퓨터 품목이 크게 증가하며 호실적을 이어가



작년 연말부터 환율 상승을 쫓아 국내기업 선물환 매도 증가, 연초에도 동일



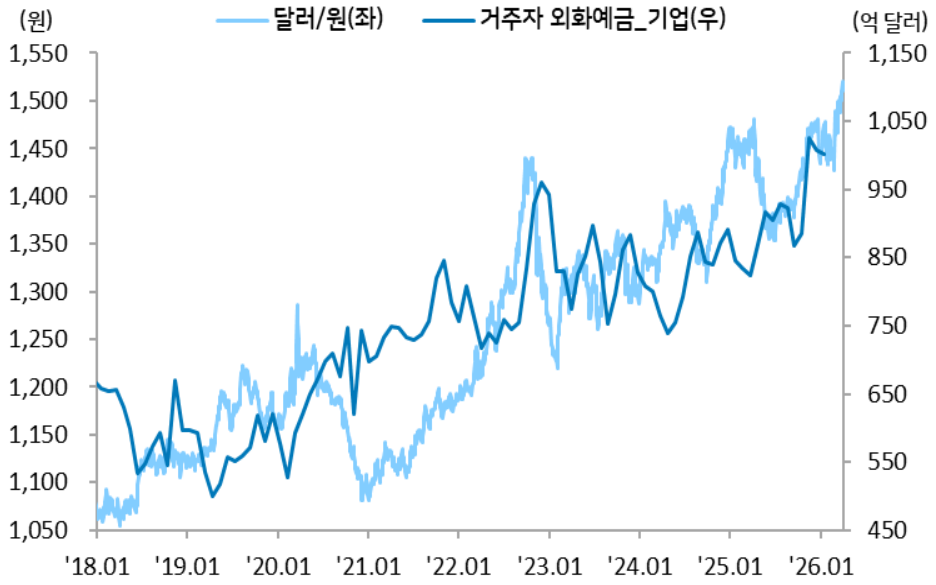
출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅳ. 2Q 달러/원: 1,500대 고점 확인이 먼저, 주식시장 외국인 복귀 시점에 낙폭 확대

기업 대규모 외화예금, 중공업 수주 환헤지는 원화 약세를 억제하는 대표적인 수급 요인

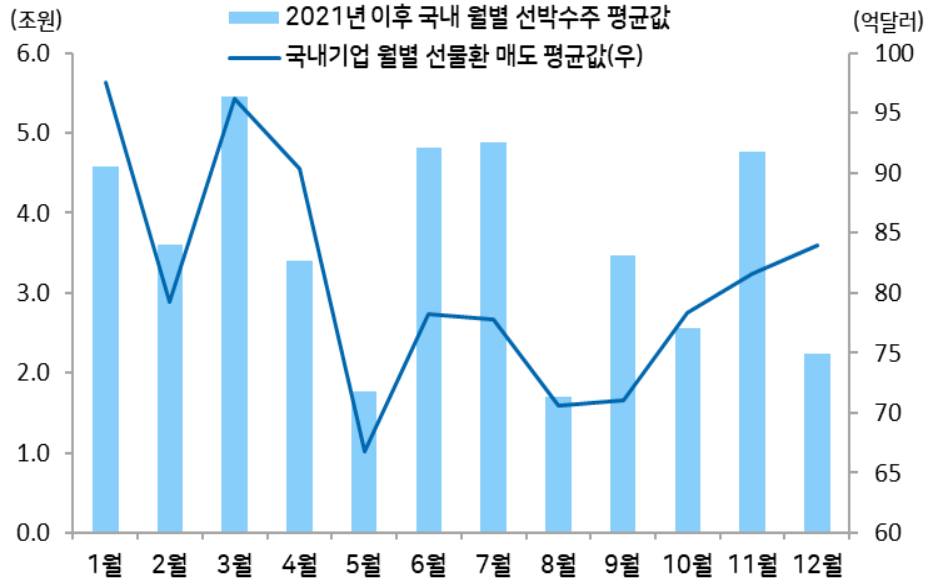
- ✓ 기업 외화예금 규모가 1,000억 달러를 상회, 환위험 관리에 외화보유 비중을 높게 가져가고 있으나 2개월 연속 감소했다는 점에 주목
- ✓ 중공업체 수주 계절성을 고려했을 때 물량 정점은 지나갔지만 지난 5년간 거래 패턴을 감안하면 4월까지 환헤지 수요는 꾸준할 듯
- ✓ 수출경기 회복과 기업이 보유한 달러 유동성, 4월 중공업 환헤지 수요를 감안하면 고점이 1,530원 이상으로 높아질 확률은 크지 않아

국내 기업 외화예금이 아직 1,000억 달러를 상회하고 있으나 2개월 연속 감소



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

중공업체 수주 및 선물환 매도 패턴을 보면 4월까지는 기업 달러 공급 이상 무



Ⅳ. 2Q 달러/원: 1,500대 고점 확인이 먼저, 주식시장 외국인 복귀 시점에 낙폭 확대

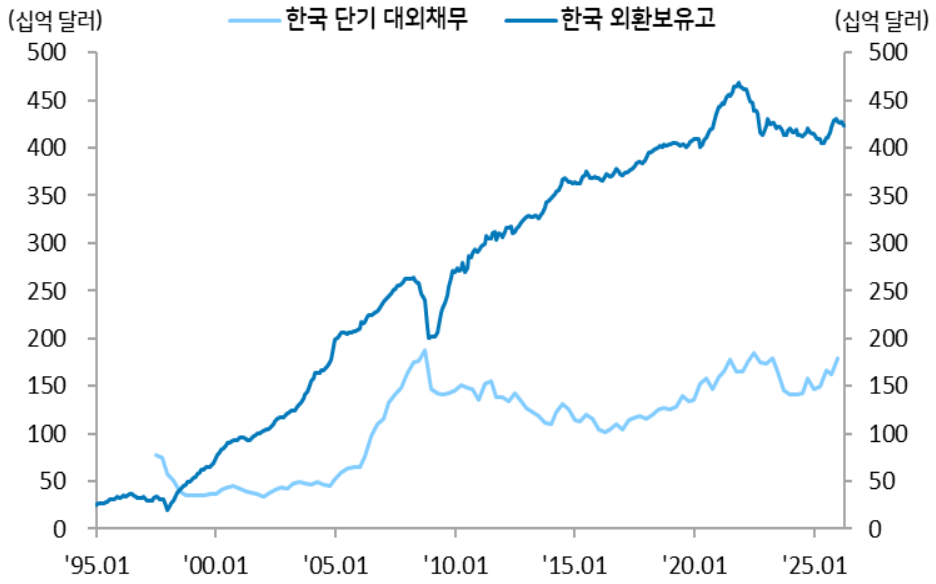
외환당국 시장 안정화 조치, NPS 전략적 환헤지 조합도 상단 방어선을 보강하는 요인

✓ 한국 외환보유고는 올해 3월말 기준 4,000억 달러를 상회하는 수준으로 단기 대외채무대비 연말기준 2배 이상 커버리지 비율 유지

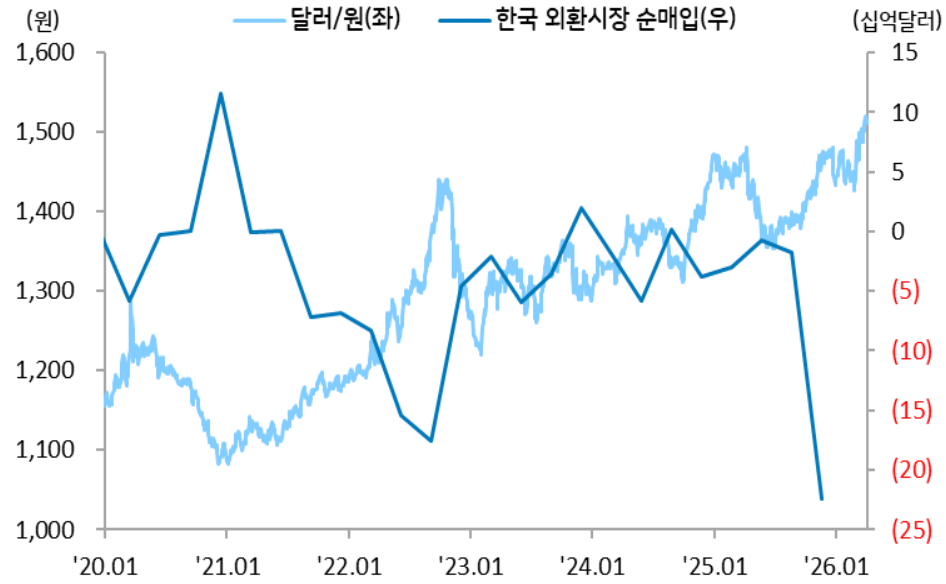
✓ 외환당국은 5분기 연속 순매도를 기록했고, 작년 4분기는 200억 달러 이상 순매도로 적극적인 환시 안정 대책을 가동했음을 확인

✓ 여기에 국민연금 전술, 전략적 환헤지까지 감안한다면 수출업체 네고와 함께 1,500원선에서 강력한 저항선을 조성하는 변수로 작용

외환보유고는 연말대비 약 44억달러 감소하며 외환시장 안정화 노력을 입증



외환당국 달러 순매입(순매도) 통계도 당국의 외환시장 안정화 노력을 뒷받침



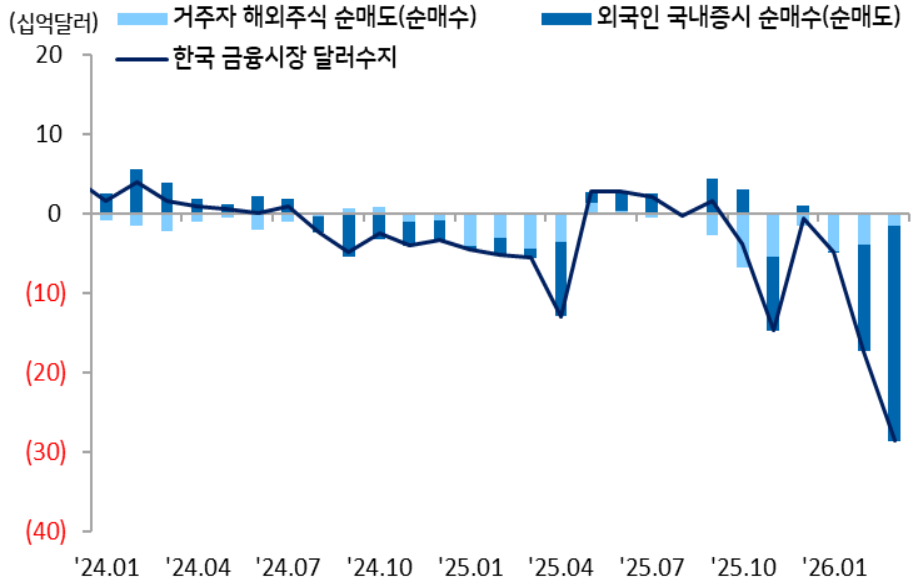
출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅳ. 2Q 달러/원: 1,500대 고점 확인이 먼저, 주식시장 외국인 복귀 시점에 낙폭 확대

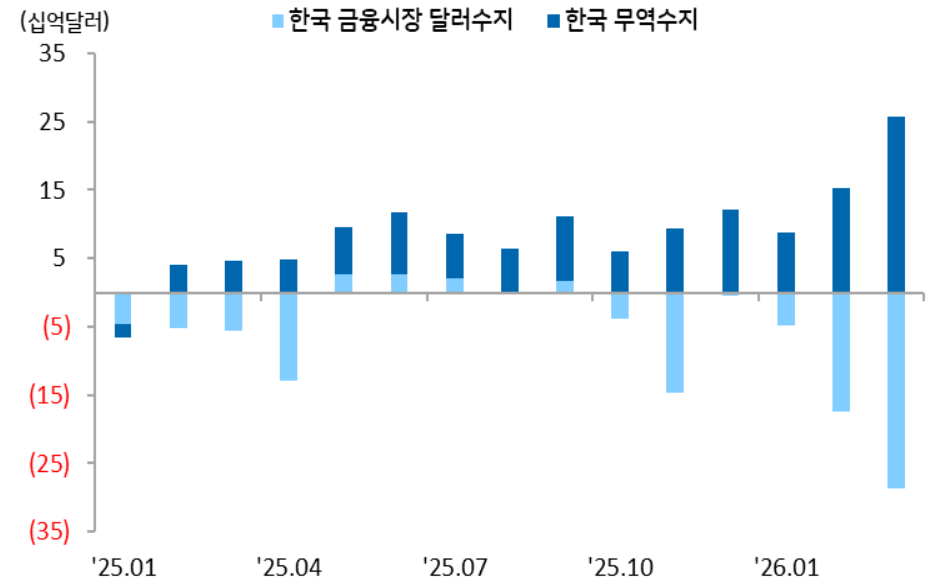
외국인 국내증시 복귀 여부가 향후 금융시장 달러수지 개선과 환율 하락을 결정지을 키

- ✓ 수출업체 네고, 당국 외환시장 안정화 조치가 상단 방어선을 형성한다면 2분기 환율 낙폭을 결정짓는 것은 국내증시 외국인 복귀 여부
- ✓ 1, 2월 국내증시 급등 이후 밸류에이션 부담이 커지자 외국인 자금이 주식시장에서 이탈하며 금융시장 달러수지 적자 규모가 확대
- ✓ 3월만 봐도 무역흑자가 금융시장 달러수지 적자에 밀려, 수출 펀더멘탈 회복과 별개로 외환시장 수급이 아직은 원화 강세에 비우호적

연초 국내증시 급등 이후 차익실현, 중동 리스크 부상에 외국인 자금 이탈 확대



한국 무역수지 증가에도 금융시장 달러수지 마이너스 확대가 원화 약세 요인



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

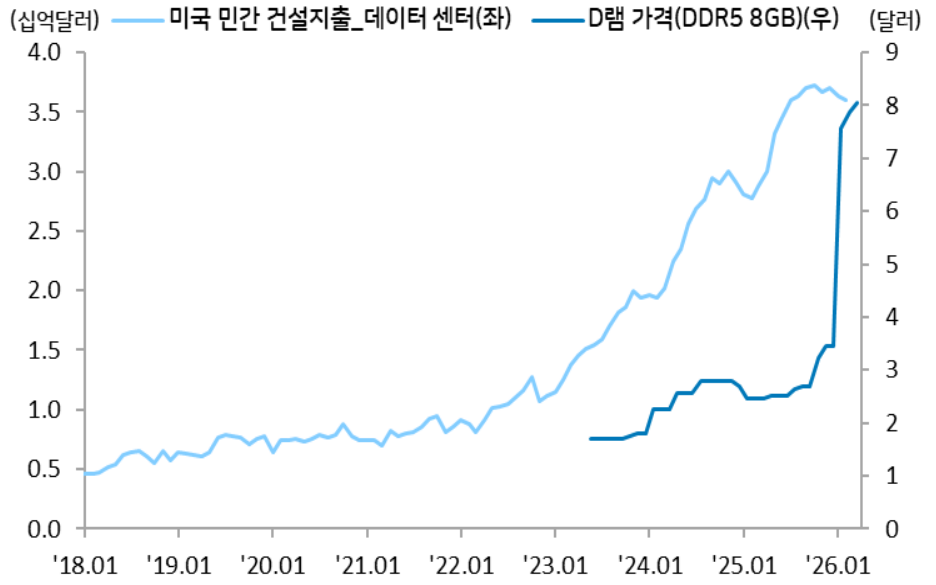
Ⅳ. 2Q 달러/원: 1,500대 고점 확인이 먼저, 주식시장 외국인 복귀 시점에 낙폭 확대

글로벌 반도체 판매 증가, D램 가격 상승 고려 시 국내증시 외국인 자금 복귀도 낙관적

- ✓ 장기적으로 국내증시 외국인 투자자 복귀를 낙관적으로 평가하고 있으며 그 근거로 글로벌 반도체 판매량과 D램 가격 상승을 제시
- ✓ 한국 주식시장은 2024년 반도체 판매량 증가에도 저평가 되어 있었고, 작년부터 판매량이 급증하자 빠른 속도로 상승하기 시작
- ✓ 데이터 센터 투자로 반도체 수출 물량과 가격 모두 높은 수준을 유지할 가능성이 높다는 점은 높은 코스피 밸류에이션에 정당성 부여

한국 주가 상승 속도가 빠르긴 했지만 반도체 판매량을 감안했을 때 적정 평가

미국을 중심으로 데이터 센터 투자 증가, 반도체 가격 상승도 국내증시에 호재



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Appendix: 2026년 환율전망

주요국 환율전망 Table

Range	4월	2026년			2027년			
		2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
USD	101	100	97	95	95.0	97.0	99.0	97.0
	99~102.0	96.0~102.0	94.0~100.0	92.0~98.0				
KRW	1,510	1,460	1,400	1,390	1,380	1,400	1,430	1,400
	1,480~1,530	1,420~1,530	1,370~1,440	1,340~1,430				
EUR	1.15	1.16	1.18	1.20	1.20	1.18	1.16	1.18
	1.145~1.160	1.140~1.180	1.150~1.200	1.170~1.230				
JPY	157	152	145	140	140.0	143.0	145.0	140.0
	155~161	147~161	140~151	136~145				
CNH	6.85~6.95	6.80	6.80	6.70	6.90	7.00	7.10	6.90
	6.90	6.70~7.10	6.70~7.10	6.50~7.00				
USD/KRW FX Swap	(15.0)	(15.0)	(12.0)	(10.0)	FX Swap Point 1Y 기준, 분기 평균			

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 민경원).

본 자료는 고객의 투자를 돕기 위한 목적으로 작성되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당행이 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당행이 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고 자료로만 활용하시기 바라며 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종 결정을 하시길 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없으며 직간접적 손실이 발생해도 당행은 책임을 지지 않습니다.

본 자료는 자본시장법 상 조사분석자료가 아니며 조사분석의 독립성을 확보하기 위한 법적 제한을 받지 않습니다. 또한 법령 상 허용되는 범위 내에서 당행이 본 자료에 언급된 통화 및 관련 금융상품 등을 거래하거나 관련 금융서비스를 제공할 수 있으며 이와 관련해 당행이 이해관계를 가질 수 있습니다.

본 자료에 기재된 의견은 예측에 불과하며 별도 통지 없이 변경될 수 있고 일정한 주기로 업데이트 되지 않을 수 있습니다.

본 자료는 어떠한 경우에도 당행의 사전동의 없이 복사, 인용, 배포, 전송, 대여 및 변경될 수 없습니다