

Strategy Idea



FX/원자재

Economist 박수연

02. 6454-4897

soo-yeon.park@meritz.co.kr

중동 전쟁 중간 점검

- ✓ 이스라엘 공습 + 미국 참전 영향 = 국제유가(WTI) +10달러, 달러/원 +30원
- ✓ 이란 선택지는 협상 or 반격 → 두 가지 모두 이란 정권 교체 가능성 대
- ✓ 유가 10% 상승 = 선진국 헤드라인 CPI +0.4% 효과. 한국, 일본 등 아시아 영향은 더 큼

중동 전쟁에 개입한 미국

미국의 중동 전쟁 참전

결국 미국이 중동 전쟁에 참전했다. 6월 19일(목) 트럼프 대통령은 미국의 이란 공격 여부를 2주 안에 결정하겠다고 SNS에 언급했다. 그러나 단 이틀 후인 6월 21일(미국 시간)에 미국은 일명 'Midnight hammer'로 명명된 이란 공습 작전으로 포르도, 나탄즈, 이스파한의 핵 시설을 폭격했다.

이란의 미국 비난

이란은 미국을 비난했다. UN 주재 이란 대사는 미국의 이번 공격이 "명백하고 심각한 국제법 위반 사례"라며, 이란은 주말 유럽 국가들과 회담을 진행하는 등 외교적 노력을 했지만 미국은 이를 파괴했다고 언급했다. 실제로 이란은 지난 주말 동안 독일, 프랑스, 영국과 스위스 제네바에서 핵 협상을 벌였다. 이란은 이스라엘이 선제적으로 공습을 멈춰야 협상할 수 있다는 입장을 고수한 것으로 알려졌다.

이란 핵 시설 타격 정도는 미지수

이란 핵 시설이 얼마나 타격받았는지는 미지수다. 상업용 위성 사진 상으로는 포르도 핵 시설 손상이 확인된다. 그러나 IAEA는 외부 방사선 수치 증가 보고가 없고, 지하 시설의 피해 규모는 파악되지 않았다고 언급했다. 이란 또한 공식적으로 핵 시설 피해가 크지 않으며, 핵 농축물질 또한 사전에 옮겨두었다고 말했다.

그림1 6월 22일 이란 포르도 핵 시설 촬영 위성 사진



자료: Reuters, 메리츠증권 리서치센터

이란의 선택지: 협상 or 반격

호르무즈 해협 봉쇄는 어렵지 않아

이란 의회, 미국에 대응하여
호르무즈 해협 봉쇄 의결

예상치 못한 미국의 공격에 이란 의회는 호르무즈 해협 봉쇄를 의결했다. 의회 의결안은 법적 구속력이 없다. 정치구조상 이란 최고국가안보회의의 최종 승인이 필요하기 때문이다. 그러나 그럼에도 법안 의결안을 통과시켰다는 것은 미국에 대한 대항 의지로 해석된다.

기술적으로 봉쇄가 어렵지 않음

기술적으로 호르무즈 해협 봉쇄는 어렵지 않다. 호르무즈 해협은 평균폭이 55km, 가장 좁은 곳은 33km이며다. 평균 수심은 56m에 불과하다. 때문에 기뢰나 소형 쾌속정을 이용한다면 낮은 비용으로도 일시적인 봉쇄는 충분히 가능하다. 실제로 1980년대에 이란은 해당 방식을 채택하기도 했다.

호르무즈 해협 적정 대안은 없음

중요성에 비해 호르무즈 해협의 대안은 마땅치 않다. 사우디아라비아와 UAE는 호르무즈 해협을 우회할 수 있는 일부 인프라를 보유하고 있어, 해협이 차단될 경우 최대 260만배럴/일 물량을 우회 수송할 수 있기는 하다. 그러나 운송시간과 운송 비용 상승이 불가피하고 지금까지 우회 수송로를 사용한 적이 많지 않다.

그 동안 이란은 봉쇄하지는 않았는데...

그 동안 이란은 봉쇄한 적이 없어

기술적으로 가능하더라도 이란이 호르무즈 해협을 봉쇄하지 않은 이유는 호르무즈 해협이 경제적으로 중요하기 때문이다. <표1>에 정리되어 있듯, 과거 중동 전쟁 시기나 서방과의 핵협상 교착 국면에서 호르무즈 해협을 봉쇄하겠다고 위협한 적은 많지만 항상 위협에 그쳤다.

호르무즈 해협의 경제적 중요도

EIA에 따르면 2025년 1분기에 호르무즈 해협을 통과한 원유/석유제품은 글로벌 해상 원유/석유제품 수송량의 26.6%, 글로벌 원유/석유제품 소비량의 19.7%를 차지했다 <표2>. 게다가 해협을 통과한 원유는 이란의 우방국인 중국으로 가장 많이 향한다 <표3>. 함부로 호르무즈 해협을 봉쇄했다가는 글로벌 경제 전체에 타격을 입히는 것은 물론 중국과의 우호적인 외교 관계도 해칠 수 있다.

이번에는 이란 정권의 선택지가
마땅치 않음

그럼에도 이번에 이란의 호르무즈 해협 봉쇄가 마냥 불가능해 보이지 않는 이유는 이란에 놓인 선택지가 마땅치 않기 때문이다. 이란은 미국과 핵 협상에 나서거나 반격하는 두 가지 옵션이 있다. 어떤 옵션을 택하더라도 이란 정권은 바뀔 가능성이 크다. 핵 협상에 나선다면 가장 큰 방위 주도권을 잃게 되고, 반격한다면 정치적으로도 경제적으로도 물리적으로도 피해가 크다. 퇴로가 없는 셈이다.

미국의 선제공격은 이란에게 명분

이러한 가운데 미국이 사실상 이란의 강경 대응 명분을 주었기 때문에 이란 국민들 사이의 여론 또한 미국에 항복하자는 목소리도 거의 없다. 전쟁이 격화된다면 모두가 황폐화될 수 있다는 우려의 목소리는 있으나 오히려 더 강경하게 대응해야 한다는 의지가 언론을 통해 전달된다. 이성적인 경제 논리보다 감정적인 정치 논리가 앞서는 상황이다.

전쟁은 장기화되는 추세

이미 전 세계는 2020년대 들어 전쟁 장기화 리스크를 목도한 바 있다. 이번 이스라엘-이란 확전만 단기간 내 끝날 것으로 전망하는 것은 합리적이지 못하다. 단정할 수는 없으나 단기적으로도 전쟁이 격화될 가능성이 커 보이는 이유다.

표1 이란의 호르무즈 해협 봉쇄 위협 시기

시기	주요 내용
1980~1988년	이란과 이라크가 페르시아만 내 유조선과 원유 시설을 상호 공격
2008년	이란 군사훈련 및 핵 개발 갈등 심화
2011~2012년	서방의 이란 핵 제재에 맞서 이란이 해협 봉쇄 위협을 공식화
2019년	미국의 핵함의 탈퇴 및 이란 제재 재개
2024~2025년	이스라엘-이란 전면전 발생 → 미국이 이란 핵 시설 공격

자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

표2 호르무즈 해협 통과 원유/석유제품 규모

(백만배럴/일, 십억입방피트/일)	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	1Q25
호르무즈 해협 통과 원유/석유제품 규모 (A)	19.1	19.4	21.4	21.4	20.3	20.1
원유	14.3	14.4	16.0	15.5	14.3	14.2
석유제품	4.8	5.0	5.5	5.8	5.9	5.9
글로벌 해상 원유/석유제품 수송량 (B)	71.4	72.6	74.3	76.0	75.5	75.7
(A/B, %)	26.8	26.7	28.8	28.2	26.9	26.6
글로벌 원유/석유제품 소비 규모 (C)	91.0	96.6	99.5	101.8	102.7	102.1
(A/C, %)	21.0	20.1	21.5	21.0	19.8	19.7
호르무즈 해협 통과 LNG 규모	10.7	10.7	11.0	10.5	10.3	11.5

자료: US EIA, 메리츠증권 리서치센터

표3 호르무즈 해협 통과 원유의 최종 목적지별 수송량

(백만배럴/일)	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	1Q25
중국	4.0	4.2	4.5	5.0	4.8	5.4
인도	2.2	2.3	2.4	2.0	1.9	2.1
한국	1.7	1.4	1.7	1.7	1.7	1.7
일본	1.9	1.8	1.9	1.7	1.5	1.6
기타 아시아	2.0	2.1	2.2	2.1	2.1	2.0
유럽	0.6	0.5	0.9	1.0	0.7	0.5
미국	0.6	0.6	0.7	0.5	0.5	0.4
사우디	0.3	0.4	0.5	0.3	0.2	0.0

자료: US EIA, 메리츠증권 리서치센터

단기 시장 영향: 유가 +10달러 & 달러/원 +30원

전쟁 리스크 프리미엄

= WTI +10달러/배럴

다행히도 6월 23일(월) 시장 반응은 제한적이었다. 국제유가(WTI)는 한 때 78달러/배럴까지 상승했으나 이내 74달러/배럴까지 안정되었다. 6월 12일(목, 이스라엘의 공습 전 영업일) WTI 종가가 68달러/배럴이라는 점을 감안하면, 당장의 리스크 프리미엄은 10달러/배럴 내외인 셈이다.

아시아 국가들 원유 의존도 큼

다만 중동산 원유 의존도가 높은 국가들일수록 경제적인 타격이 큰 것은 분명하다. 원유 의존도는 <표3>에 나타나듯 아시아 국가들이 크다. 2024년 기준으로 호르무즈 해협을 통해 운송된 원유/석유제품의 84%, LNG의 83%가 아시아 시장으로 수출됐다. 특히, 중국, 인도, 일본, 한국이 아시아로 수출되는 호르무즈 해협 원유의 69%를 차지했다.

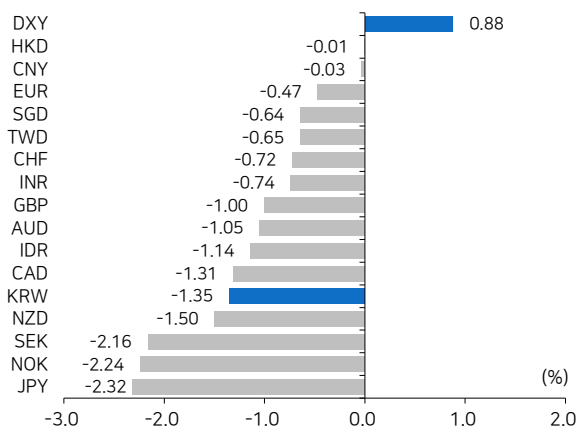
달러/원 +30원, 달러/엔 +4엔

따라서 당일 환율 반응은 달러/원, 달러/엔 등 아시아 국가들 중심으로 상승했다. 특히 달러/원과 달러/엔 상승폭이 컸다. 일순간에 달러/원은 1,380원, 달러/엔은 147엔을 상향돌파했다. 그간 약달러 영향으로 환율이 하락한 데 대한 반대 포지션 움직임까지 겹친 것으로 보인다.

과거 평균 정도로 상승

해당 상승폭은 특이한 수준이 아니다. 과거에도 호르무즈 해협 봉쇄 위기 당시 달러/원은 한 달 내에 30원 가량 상승하는 모습을 보였다. 2018년에는 1,110원 → 1,140원으로, 2019년에는 1,130원 → 1,160원으로, 2024년 4월에는 1,360원 → 1,400원으로 상승했다. 해당 수치를 현재에 대입한다면 단기적인 분쟁에 그치더라도 1,400원대까지 상승할 가능성은 충분하다.

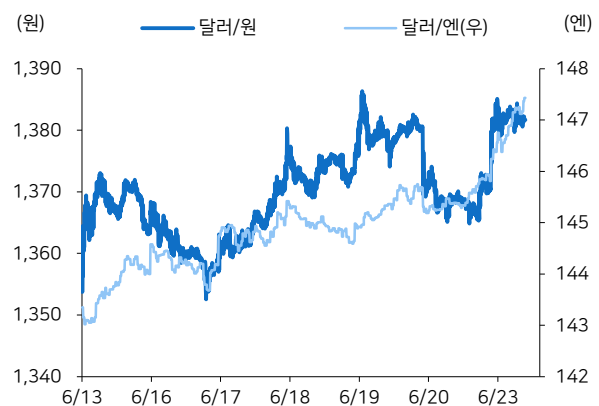
그림2 6월 13일(이스라엘 침공) 이후 통화가치 절상률



주: 6월 23일 오후 5시 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 달러/원 vs. 달러/엔



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

장기 매크로 영향: 스태그플레이션

장기적으로 스태그플레이션 요인

유가 상승은 장기적으로 분명한 스태그플레이션 요인이다. 공급 차질로 인해 전반적인 물가는 상승하는 한편, 생산량이 줄어들기 때문에 경제성장률은 둔화된다.

원유 초과공급 vs. 생산차질

미국 참전 전까지만 해도 이스라엘-이란 전쟁으로 인한 원유 공급 감소분은 2025년 원유 초과공급분을 상쇄하는 영향에 그칠 것으로 전망되었다. EIA가 추산한 2025년 원유 초과공급분은 110만배럴/일, 이란 원유 수출량은 170만배럴/일이다. 이란 원유 수출량이 더 많기는 하나 미국의 셰일 증산이 일정 부분을 상쇄할 것으로 전망되었다. 미국 셰일 생산 BEP가 2024년 3분기 기준 56~66달러/배럴로 추산되기 때문에 충분히 가능한 시나리오다.

그러나 호르무즈 해협 전면 봉쇄는 단위가 다르다. 2010만배럴/일씩 수송되기 때문에 50%만 공급 차질이 발생하더라도 대규모 초과수요 상태로 전환된다. 현실화될 경우 국제유가 3Q25 평균가격은 현재의 74달러/배럴 이상으로 상승이 불가피하다. 만약 80달러/배럴이 되면 전년대비 +6.1%, 90달러/배럴이면 +19.4% 상승하는 셈이다 <그림5>.

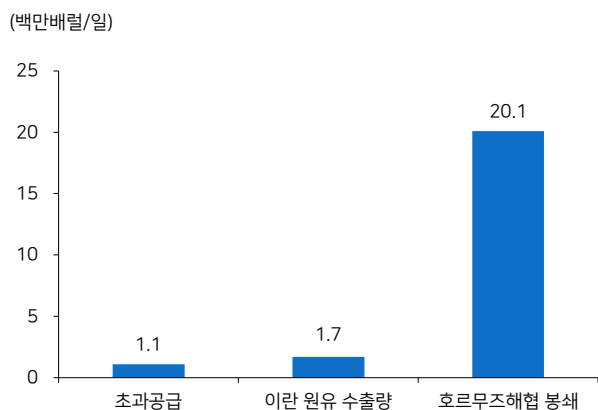
연준의 유가-물가 영향 분석

연준은 2023년 유가 10% 상승 시 물가상승률이 얼마나 상승하는지 영향을 추산한 바 있다. 일차적으로 에너지 CPI에 영향을 미치며, 그 정도는 2.3% 상승으로 전망된다. 에너지는 다른 상품의 근간이기 때문에 식품 및 근원 CPI 상승에도 영향을 미치는데, 식품은 0.3%, 근원은 0.1% 상승하는 효과로 이어진다. 정도는 에너지에 비해 작지만 통계적으로 유의미하다. 결국 헤드라인 CPI는 총 0.4% 가까이 상승하는 것으로 알려져 있다.

연준 인하 지연 우려

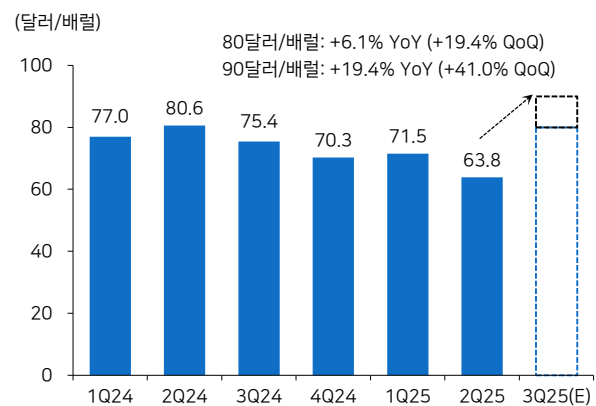
공급측 인플레이션은 정책금리 인상 요인은 아니다. 그러나 연준의 인하 시기를 판단하고 있는 지금, 관세 불확실성에 유가 불확실성이 겹친다면 인하가 더 지연될 가능성을 시장에서 반영할 수도 있겠다.

그림4 2025년 원유 초과공급 예상분 vs. 전쟁 생산 차질분



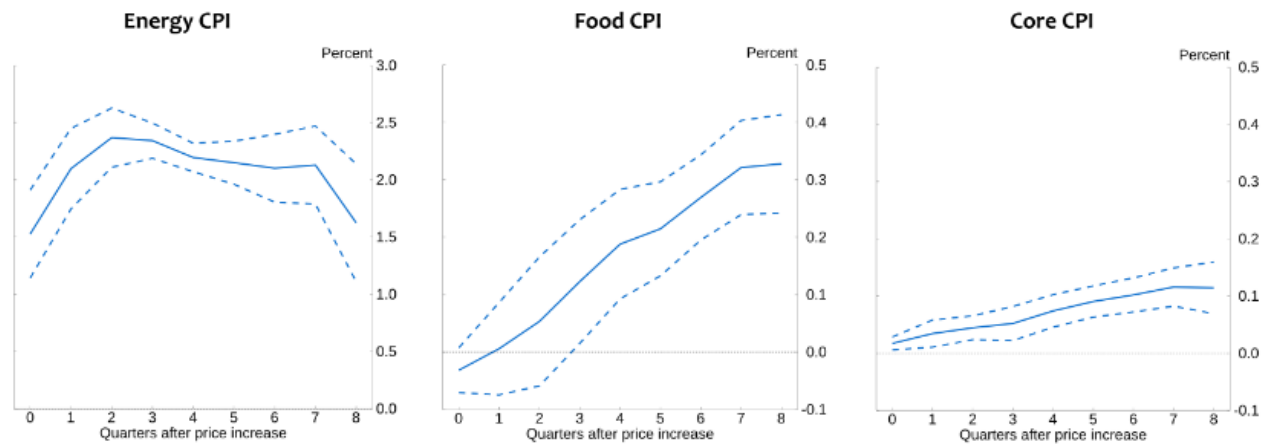
자료: US EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림5 WTI 분기 평균 가격 및 상승률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 유가 10% 상승 시 물가상승률 영향



자료: Federal Reserves

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.