2026년 3월 4일 | Global Asset Research

DIN (Doo It Now)

이란발 사태, '확전'보다 '출구'를 대비할 때

Equity

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

국내외 주식시황 김두언
kimdooun@hanafn.com
채널전략팀 김민근 연구원
minkeunkim@hanafn.com
하나증권 리서치센터

(결론적으로) 단기 충격은 피할 수 없지만, 시장은 '출구의 가격'을 먼저 산다. 3월초 한국 시장의 불안은 자연스러운 반응이다. 다만, 이번 사태의 본질은 정권 교체의 가능성이 아니라, 정권을 떠받치는 권력핵(혁명수비대 중심)이 어떤 생존전략을 택하느냐다. 하메네이 사망은 그 선택을 강요하는 사건이며, 게임이론적으로는 대개 강경함을 연출하면서도 체제 생존을 위한 차선(출구)을 찾는 균형이 가장 가능성이 높다. 따라서 투자 전략의 핵심은 '공포의 강도'가 아니라 '출구의 가시화'를 추적하는 것이다. 출구가 보이면, 외국인 수급은 급격히 바뀔 수 있고, 한국 증시는 경험적으로 그 변곡점이 강했다. 출구가 지연되면, 충격은 길어지며, 시장은 방산/조선/전력처럼 지정학이 구조적으로 밀어주는 업종과 메모리 반도체처럼 불확실할수록 확실한 업종으로 재편될 가능성이 높다. 밀의사, 밀리면 의심하지 말고 사자.

이번 국면의 본질은 '중동 긴장'이 아니라 '체제 전환 리스크'다. 최고지도자의 사망은 권력 구조를 흔들고, 권력 구조의 흔들림은 대외 강경 노선을 호출하며, 대외 강경 노선은 다시 금융시장의 위험 프리미엄을 끌어올린다. 시장이 두려워하는 것은 사건의 헤드라인이 아니라, 헤드라인이 현실의 비용으로 전이되는 경로다. 그 비용 전이는 무엇보다 호르무즈 해협에서 가장 빠르게 시작된다. 호르무즈는 "가능성"만으로도 가격을 움직이는 초크 포인트(choke point)다. 미국 EIA에 따르면 호르무즈를 통과한 석유 흐름이 하루 평균 2,090만 배럴(20.9m b/d)로, 글로벌 석유 소비의 약 20%에 해당한다. 이 숫자는 단순한 통계가 아니라, 봉쇄가 실현될 때 유가가 '점진적 상승'이 아니라 '급격한 상승'으로 반응할 수 있음을 뜻한다. 실제로 최근 보도에 따르면 이란이 해협의 폐쇄를 선언했고, 주요 오일 메이저·트레이더·선사들이 호르무즈를 경유하는 원유·제품·LNG 선적을 중단하거나 회피하기 시작했다. 즉, 시장은 이미 "봉쇄가 현실화될 수 있는 상황"을 가격에 반영하기 시작했다.

한국에 더 불리한 지점은 충격이 '아시아 집중형'이라는 점이다. EIA 분석에 따르면 2024년 호르무즈를 통과한 원유의 84%, LNG의 83%가 아시아로 향했고, 중국·인도·일본·한국 4개국이 원유 흐름의 75%, LNG의 59%를 차지했다. 다시 말해 호르무즈 쇼크는 글로벌 이벤트이면서 동시에 한국에 직격탄이다. 여기에 '가격(유가)'만이 아니라 '거래비용(운임·보험료)'까지 동반 상승할 수 있다는 점이 추가된다. 파이낸셜타임스(FT)는 전쟁위험 보험이 재가격되면서, 1억 달러 선박 기준 항해 1회당 보험 비용이 25만 달러에서 37.5만달러로 최대 50% 상승할 수 있다고 전했다. 유가가 상품가격의 충격이라면, 보험·운임은 거래비용의 충격이며, 둘이 겹치면 수입물가의 상승 압력은 지속적으로 확대된다.

한국 경제로의 전이여파는 '무역수지'에서 두드러진다. 미시시피 연구소는 유가가 10달러/배럴 상승할 경우 아시아의 대외수지가 악화되며, 그중 한국의 무역수지는 GDP 대비 약 -

0.6%p 감소가 예상된다. 호르무즈가 실물 차질로 이어져 유가가 계단식으로 재평가되는 국면에서는, 무역수지·환율·물가가 동시에 압력을 받으며 국내 금융시장의 변동성은 확대될 수밖에 없다.

그럼에도 하나증권이 이번 사태를 **기회로 보는 이유는 게임이론으로 읽기 때문**이다. 게임이론은 여러 행위자가 서로의 선택을 예상하며 전략을 결정하는 상황에서, 각자의 이익을 극대화하게 만드는 유인의 구조를 분석하는 틀이다. 즉 게임이론은 선악을 따지지 않고, "상대가 무엇을 택할 수밖에 없는가"를 본다. 이 관점에서 이란 권력핵의 목적함수는 '보복'이 아니라 '생존'이다. 전면 확전은 내부 결속을 만들 수 있으나 체제 생존 비용을 상승시키고, 무대응은 억지력 붕괴와 내부 강경파 반발이라는 정치적 비용을 초래한다. 그래서 반복게임의 현실적 균형은 대개 강경함을 과시하되 통제 가능한 범위의 제한 보복을 선택하고, 동시에 출구를 탐색하는 조합으로 수렴한다. 시장이 상정하는 최악의 시나리오(장기 봉쇄·전면전) '가능성'은 존재하지만, '지속 가능성'이 낮다. 호르무즈 또한 '실행'보다 '레버리지'로 활용될 유인이 크다. 장기 봉쇄는 이란에도 외화 수입 감소와 국제 고립, 추가 타격의 명분 제공이라는 치명적 비용을 부과하기 때문이다.

이 구조는 한국 증시의 '패턴'을 설명한다. 중동발 지정학 충격은 대체로 장 초반 공포가 과도하게 가격에 반영되고, **출구의 신호가 관측되는 순간 위험 프리미엄이 빠르게 걷히는 형태로 전개**되어 왔다. 이번에는 최고지도자 사망이라는 레짐 리스크가 결합되어 초반 진폭이 더 클 수 있으나, 진폭이 크다는 사실은 곧 '가격이 더 빨리 움직일 수 있다'는 뜻이기도 하다. 그리고 경험상 대개 가격은 먼저 되돌려진다. 특히 외국인 수급은 불확실성 구간에서 이탈하더라도, 불확실성이 정량화되는 순간 복귀 속도가 급격히 빨라지는 경향이 있다.

체크 포인트는 세 가지다. 첫째, 호르무즈 리스크가 선언을 넘어 실물 지표(통항량·선박 대기·보험료·운항 회피)로 얼마나 지속되는지다. 보험료의 급등은 이미 가시화되고 있다. 둘째, 이란의 보복이 '전면 확전'이 아니라 '제한·단계·부인가능성'이라는 관리형 양상으로 수렴하는지다. 셋째, 권력 승계가 혼란이 아닌 '통제된 재편'으로 정리되는 신호가 포착되는지다. 이 세 가지가 **안정되는 순간, 시장은 리스크 프리미엄을 걷어내며 되돌림을 시작**할 가능성이 높다.

업종 전략은 두 가지이다. ①질서 재편의 수혜 업종(방산·조선·전력)이다. 지정학이 상수화될수록 방산은 구조적 재평가 여지가 커지고, 해상 물류 리스크가 부각될수록 조선은 중기 발주 사이클의 재조명이 가능하며, 에너지 안보가 정책 우선순위로 올라갈수록 전력 인프라는 설비투자 내러티브를 강화한다. ②불확실할수록 확실한 것에 프리미엄이 붙는 업종(메모리 반도체)이다. 변동성 국면에서 시장은 결국 이익 가시성과 대체 불가능성으로 회귀하는 경향이 강하다. 그 점에서 **메모리 반도체는 "확실한 자산"으로 재분류될 공산**이 크다.

결국 단기적으로는 호르무즈 변수로 유가·달러·수급이 흔들리며 한국 시장의 하락이 예상된다. 그러나 게임이론적으로 보면, 이란이 지속 가능한 선택지는 '최악'이 아니라 '차선'이며, **그 차선은 강경함을 동반하되 출구를 포함하는 형태**일 가능성이 높다. 밀의사, 밀리면 의심하지 말고 사자. 공포가 과도해질수록, 시장은 그 공포가 해소되는 경로를 가장 먼저 가격에 반영하기 시작한다.

도표 1. <이란발 중동사태 직후 주요국 가격변수 변화>

구분	미국		일본	중국	대만	독일
	S&P 500	나스닥				
주가수익률	+0.04%	+0.36%	-1.35%	+0.38%	-0.90%	-2.56%
금리	+9.7bp		-3.2bp	-0.8bp	+2bp	+6.9bp
환율	+0.98%		+0.86%	+0.56%	+0.69%	+1.05%

주) 3월 2일 종가 기준, 단위는 %, 금리는 10년물 국채, 주가지수는 일본 닛케이225, 중국 CSI300, 대만 대만가권지수, 독일 DAX, 중국 환율은 역외위안화

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. <게임이론으로 살펴본 주요국>

	이란: 확전(고강도)	이란: 관리형 보복 (출구 모색)
미국/ 이스라엘: 강경 (추가 타격)	(최대 충격) ① 브렌트/WTI 급등 ② 호르무즈 통항량 급감, 대기 선박 급증 ③ 전쟁위험 보험/운임 급등(재가격) ④ 달러 강세/원화 약세 ⑤ 안전자산(금, 미국채) 급등	(긴장 지속) ① 유가 상방 유지(급등 후 횡보) ② 우회 항로 증가(AIS 회피) ③ 보험료/운임 높은 수준 고착 ④ 달러-원 환율 상방 압력 지속 ⑤ 위험자산 박스권 횡보
미국/ 이스라엘: 관리 (대응+출구)	(경계 구간) ① 유가 프리미엄 확대(불확실성 상수화) ② 통항량 불안정(간헐적 차질) ③ 보험료 급등락 반복 ④ 달러-원 환율 급등 후 높은 변동 ⑤ 뉴스에 따라 장중 변동성 확대	(현실적 균형) ① 유가 되돌림(상승폭 축소) ② 통항량/대기선박 정상화 신호 ③ 보험료/운임 피크아웃 ④ 환율 안정(달러 강세 완화) ⑤ 위험자산 리스크프리미엄 축소 및 외국인 수급 복귀 조짐

주) AIS 회피 : 배가 AIS(자동식별장치) 신호를 일부러 약하게 만들거나 왜곡해서 추적을 피하는 행위

자료: 하나증권

도표 3. 과거 호르무즈 해협 봉쇄 위협 사례

발생일	기간	사건	봉쇄 실현	유가 변동
1984년 5월 13일~1988년 8월 20일	4년 3개월 (이란-이라크 전쟁 8년)	유조선 전쟁 (이란-이라크 전쟁 중)	양국 석유 수출 방해 부분 봉쇄	급락 후 안정 최고 $31.8 최저 $11.1
2007년 12월 ~2008년 1월	2개월	미-이란 해군 분쟁 (고속정 대치)	해협 봉쇄 위협	단기 급등 후 하락 최고 $100.1 최저 $89.4
2011년 12월 ~2012년 3월	4개월	미국·유럽의 경제 제재	해협 봉쇄 위협	단기 급락 후 상승 최고 $110.6 최저 $94.4
2018년 5월 ~2020년 1월	1년 7개월	트럼프 JCPOA 탈퇴	해협 봉쇄 위협	급락(-40%) 후 안정 최고 $76.9 최저 $46.2
2025년 6월 13일~24일	12일	미국의 핵시설 공습	봉쇄 의결, 최고국가안보 회의(SNSC) 미시행	급락(-13%) 최고 $78.4 최저 $67.8
2026년 2월 28일 ~	진행중	미국·이스라엘 이란 공습	실질 봉쇄, 공식발표 없음	상승(+6.28%)

자료: Bloomberg, 하나증권