2026년 03월 09일

Market Comment

Strategy 변준호 02) 6915-5670 / ymaezono@ibks.com

이란 사태 우려 지속, 유가 안정 시 투자 기회 요인도 주시

1. 호르무즈 해협 봉쇄 장기화 가능성 대두와 우회 육상 수송 가능성 주목

미국과 이란의 강대강 대치가 지속되면서 호르무즈 해협 봉쇄 장기화 가능성이 대두되고 있다. 미국은 이란의 무조건 항복 외에는 협상이 없다고 언급하고 있고, 이란도 끝까지 대미 항전을 이어가겠다는 의지를 보이고 있다. 지난 주말 사이의 뉴스플로우 역시 미국의 지상군 투입 가능성과 이란의 주변국 공격에 따른 확전 가능성 등이 대두되었다. 여전히 사태의 심각성은 확대되고 있는 상황이다.

그로 인해 유가가 폭등하고 호르무즈 해협 봉쇄 장기화 우려가 금융 시장에 반영되고 있다. 이란의 호르무즈 해협 선박 통과를 위협하면서 수일째 호르무즈 해협이 마비되며 선박이 묶이고 중동 국가들의 원유 생산이 멈추는 등 유가 상승 리스크가 확대되고 있다. 이로 인해 호르무즈 해협 봉쇄에 따른 우회 육상 수송 가능성이 대두되고 있다.

우선, 호르무즈 해협 봉쇄 장기화 가능성들이 제기되는 이유는 다음과 같다.

(1) 이란의 차기 지도자로 강경파인 하메네이 차남 모즈타바 유력: 그는 예전부터 이미 아버지 하메네이의 후광을 업고 이란 혁명수비대, 정보 기관 등에서 강력한 영향력을 가진 인물로 평가되고 있다. 그가 기존의 이란 정책 노선을 계승하면 대미 강경 노선은 지속될 가능성이 높다. 그리고 트럼프가 노골적으로 친 이란 성향의 차기 지도부를 언급하고 있어 미국의 추가 공격에 따른 지속적 분쟁이 불가피할 것으로 예상된다.

(2) 지상전 전개 가능성: 트럼프 대통령이 미국 최정예 공수부대 제82공수사단의 훈련을 갑자기 취소하면서 지상군 투입 우려가 높아지고 있다. 언론 보도에 따르면, 과거 82공수사단 즉각대응군은 2020년 이란 실권자 솔레이마니 제거, 2021년 아프가니스탄 철수 작전, 2022년 러시아의 우크라이나 침공 작전 동유럽 전선 방어 등에 투입된 것으로 보인다. 아직 파병이 현실화되지 않았으나 가능성이 열려 있는 것으로 추정된다. 지상전은 이란의 국토 규모와 형태를 볼 때 장기화 가능성을 높이고 사태의 확전 가능성을 높일 것으로 예상된다.

(3) 중국, 러시아 등의 이란 지원 가능성: 우크라이나와 러시아 전쟁이 장기화된 것은 서방이 우크라이나를 지원해 주었기 때문으로 평가되는데, 그와 유사하게 이번 이란 사태에서 중국과 러시아가 이란을 지원할 경우 사태의 장기화 가능성이 높아질 전망이다. 아직까지는 러시아와 중국의 이란 사태에 대한 적극적 개입 조짐은 나타나지 않고 있다.

한편으로 호르무즈 해협 장기화 우려에 따른 대체 육상 수송 체제에 대한 관심이 높아지기 시작했다. 국제금융센터에 따르면, 호르무즈 해협을 일부 대체할 수 있는 3개의 파이프라인이 있는데 이들의 수송 확대에 따른 유가 상승 리스크가 완화될 여지도 있다. 하지만 수송 캐파 한계 그리고 타격 가능성 등으로 인해 충분히 대체 가능할 수 있을지에 대한 의구심이 높은 상황이다. 국제금융센터 보고서를 인용한 3개의 파이프라인은 다음과 같다.

IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙 자료로 사용될 수 없습니다.

(1) 사우디를 통한 East-West 파이프라인: 이 파이프라인은 사우디 동부 유전과 서부 터미널을 연결하여 호르무즈 해협 우회 가능한 육상 파이프라인이나 파이프라인 시작지점인 Abqaiq 정유시설이 이란에 타격 받을 위험이 높다고 판단된다. 왜냐하면, 이 파이프라인이 비교적 큰 수송량을 갖는 핵심 파이프라인이기 때문이다. 2019년 후티 반군에 의해 공격받은 전례도 있다. 이 파이프라인은 1,200km로 길지만 일일 최대 수송량이 700만 배럴로 상당히 큰 파이프라인이다. 향후 사우디의 참전 가능성은 이 파이프라인의 활용 가능성을 더욱 약화시킬 수도 있다.

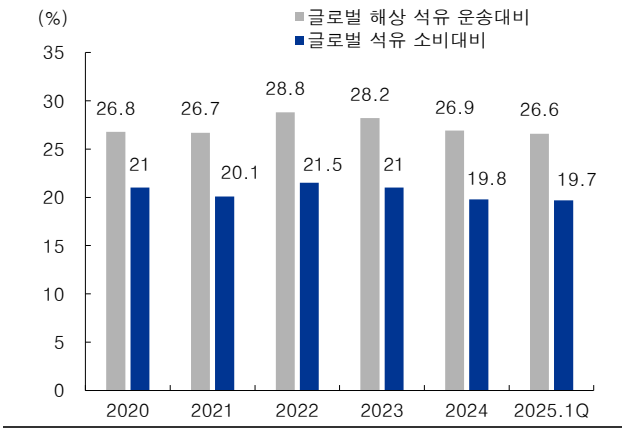
(2) UAE를 통한 Habshan-Fujairah 파이프라인: 이 파이프라인은 UAE의 일일 수출량의 1/2 이상 수송 가능한 유용한 파이프라인이나 일일 수송량이 최대 150만 배럴에 그쳐 대체 가능성의 영향은 크지 않다. 또한, UAE 파이프라인의 수송 항구인 Fujairah 터미널이 이란에서 매우 가까워 이란의 쉬운 공격 대상이 될 수 있으며 실제 지난 3월 3일 이란의 드론 요격으로 인해 화재가 발생한 것으로 나타났다.

(3) 이라크-튀르키예를 통한 Kirkuk-Ceyhan 파이프라인: 이 파이프라인은 이라크 북부 쿠르드 자치지역의 Kirkuk과 튀르키예 남동부 Ceyhan을 연결되는데 내륙 수송에 병목 현상이 있고 노후화되어 있어 원유 수송이 원활하지 않은 것으로 보여진다. 이 파이프라인 역시 일일 최대 140만 배럴 수송에 그쳐 호르무즈 해협 전체 물량을 소화하기에는 크지 않다.

3개의 육상 파이프라인을 통한 원유 수송으로 일일 최대 수송량은 약 1,000만 배럴로 호르무즈 해협의 절반 가량을 커버할 수 있는 캐파가 되나, 타격에 따른 화재 발생과 병목 현상 등으로 실제 대체 수송량은 상당히 적을 것으로 보인다. 국제금융센터 보고서에서는 3개 파이프라인에서 일일 약 300만 배럴의 수송이 가능할 것으로 추정되고 있어 호르무즈해협 물량의 약 15%에 해당하는 대체 효과를 고려해 볼 수 있다.

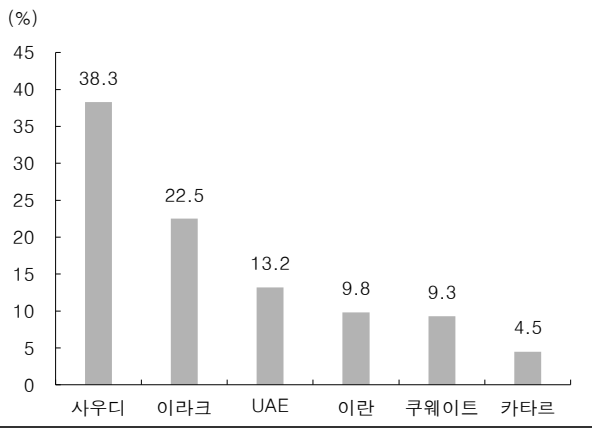
호르무즈해협을 대체하기 위한 육상 수송 운송은 일정 부분 수송 개선에 기여할 수 있으나, 최대 수송량 수준으로 원활하게 원유 공급이 이루어지지 않는 이상 결정적인 수송 해소 역할을 하기에는 한계가 있을 수 있을 것으로 보인다. 결국 호르무즈 해협 봉쇄가 실질적으로 해소되어야 할 필요성이 지속적으로 높게 제기될 수 밖에 없는 양상이라고 볼 수 있다.

그림 1. 호르무즈해협 연도별 운송 비중



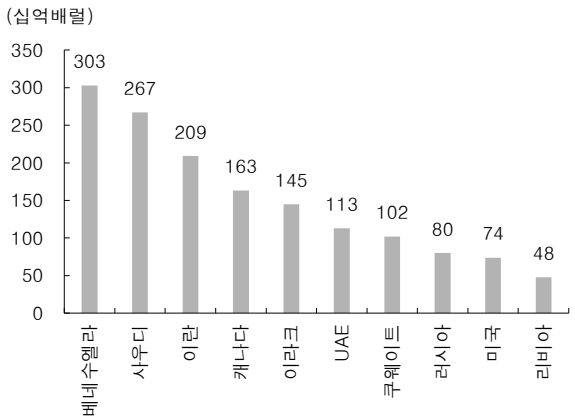
자료: 국제금융센터, IBK투자증권

그림 2. 호르무즈 해협 통과 원유 및 콘덴세이트 국별 비중



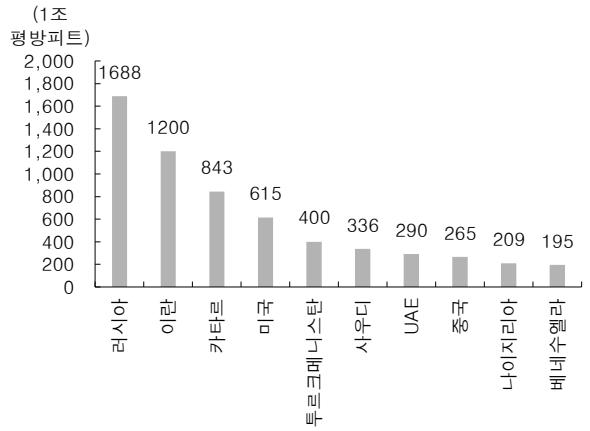
자료: 국제금융센터, IBK투자증권.
주: 콘덴세이트는 천연가스에서 나오는 휘발성 액체 탄화수소(초경질원유)

그림 3. 세계 최대 국가별 석유 매장량(24년)



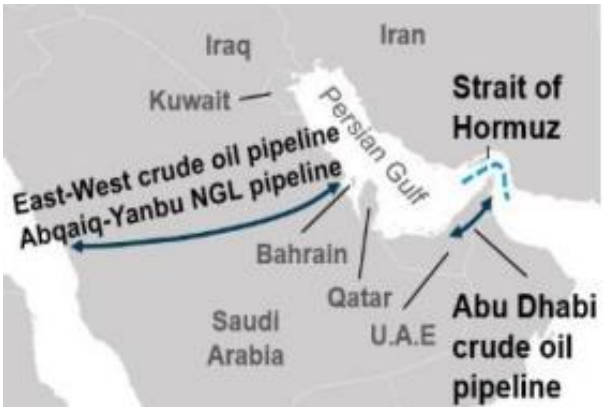
자료: Oil & Gas Journal(Dec. 2023), EIA 재인용, 딜로이트 안진, IBK투자증권

그림 4. 세계 최대 국가별 천연가스 매장량(24년)



자료: Oil & Gas Journal(Dec. 2023), EIA 재인용, 딜로이트 안진, IBK투자증권

그림 5. 사우디, UAE의 호르무즈 해협 우회 파이프라인

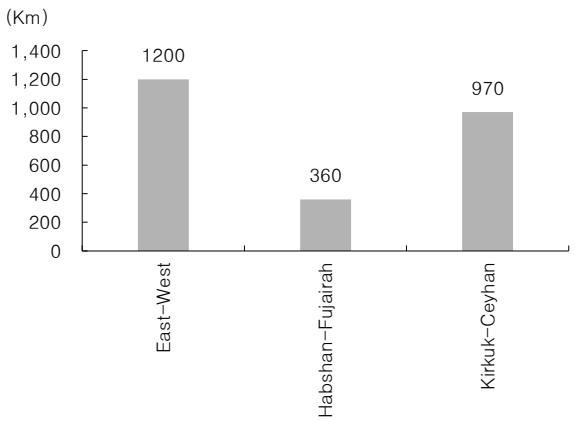


자료: 국제금융센터, IBK투자증권

그림 6. 이라크(쿠르드 자치지역) – 튀르키예 파이프라인

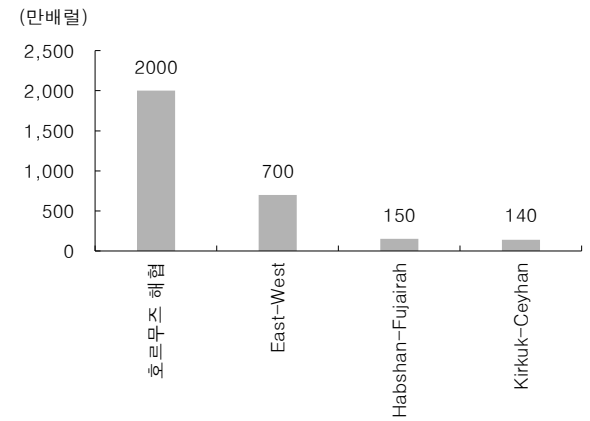
자료: 국제금융센터, IBK투자증권

그림 7. 호르무즈해협 대체 가능 육상 수송 파이프라인 길이



자료: 국제금융센터, IBK투자증권

그림 8. 호르무즈해협 대체 가능 육상 수송 파이프라인 최대 캐파



자료: 국제금융센터, IBK투자증권, 주: 1일 기준

2. 유가 급등 따른 韓美 펀더멘탈 우려 확대

지난 주 WTI는 36% 급등하면서 2000년 이후 주간 기준 최대 상승률을 기록했다. 이는 지난 금융위기 직후 그리고 코로나 직후의 급등 랠리를 상회하는 수준이다. 연초 이후로는 약 58% 폭등한 수준으로, 유가를 놓고 보면 현재 시장의 불확실성은 상당히 큰 것으로 추정된다. WTI 60% 상승 수준은 과거 한 해 유가가 크게 상승했던 해의 한 해 전체 상승률에 버금가는 수치라고 볼 수 있다. 사태의 장기화 가능성이 열리면서 WTI가 100~150달러까지 상승할 수 있다는 전망들이 나오고 있는 것은 기존 WTI가 110~150달러까지 상승한 사례들이 있기 때문으로 보인다.

이번 주 역시 유가의 추가 상승 압력이 지속될 것으로 예상되는데, 그 이유는 주요 중동 국가들의 원유 감산 시사 확대 때문이다. 이미 언론 보도를 통해 이란과 근접한 국가들인 쿠웨이트, 이라크, UAE 등이 감산을 시사했고 추가적으로 중동 국가들의 감산 확대가 예상된다. 이들 3개 국가들은 모두 원유 생산량 Top 10안에 드는 주요 국가들이다. 이들 중동 국가들은 원유 저장 시설이 가득 차면서 저장 한계에 직면하고 있고 또한 원유 재 생산에 일정 부분 시간이 소요될 수 밖에 없어 유가 수송 차질을 야기할 수 있다. 이와 같은 감산 우려는 유가 공급 차질 우려와 소비자들로 하여금 사재기 소비를 야기할 수 있어 유가 상승 심리를 더욱 부추길 가능성이 있다.

유가 급등으로 하반기 미국 물가가 하락할 것이란 기대감이 퇴색되고 금리 인하 기대감도 약화될 가능성이 커졌다. 올해 미국 물가 컨센서스는 WTI가 대체로 60달러 수준에서 전망되는 가운데 상반기를 정점으로 하반기 관세 효과가 둔화되면서 물가가 하락할 것이란 전망이었다. 작년 WTI 평균 수준이 65달러 수준이기 때문에 현 수준을 유지할 경우 상당한 물가 압력 요인으로 작용할 전망이다. 향후 물가 전망은 상향될 가능성이 높으며 그에 따라 미국의 금리 인하 확률은 하락할 가능성이 크고 이미 지난 주 이란 사태를 소화하며 미국 금리 인하 기대 시점은 6월 FOMC에서 9월 FOMC로 후퇴한 상황이다.

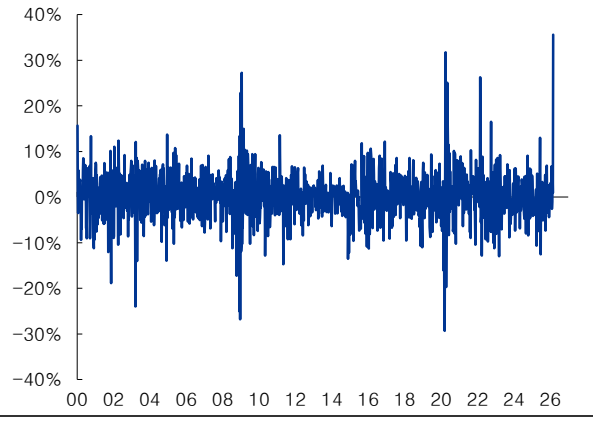
한편, 지난 금요일 발표된 미국의 비농업부문 고용자수는 9.2만명 감소로 시장의 예상치(5~6만명 증가)를 크게 하회했다. 작년 10월 연방 정부 셧다운에 따른 일시적 고용 감소를 보인 이후 재차 쇼크를 나타낸 것이다. 작년 10월의 이례적 감소 수치를 제외할 경우 팬데믹 직후 국면을 제외하고 가장 부진한 수치이다.

의료 부문의 파업 여파가 컸고 정보, 연방정부, 운송창고 등 다른 업종들에서도 감소 현상을 보였다. 1월 고용 수치가 상당히 좋았기 때문에 2월에 상대적으로 둔화된 영향도 있는 것으로 추정된다. 실업률도 재차 4.4%로 상승했고 시간당 평균 임금도 MoM 0.4%, YoY 3.8%로 시장 전망을 상회하는 등 전반적으로 미국 고용 지표들이 우려를 보였다. 고용 지표의 악화에도 불구하고 유가 폭등으로 인해 Fed의 금리 동결 기조가 상당 기간 지속될 가능성이 높아졌다는 점은 미국 경기에 부담으로 작용할 전망이다.

이와 같은 유가 급등과 고용 악화가 지속될 경우 결국 스태그플레이션 우려로 발전될 가능성을 배제할 수 없다. JP모건에 따르면, 유가가 10% 상승 시 미국 물가상승률은 0.1%p 상승하고, 경제성장률은 0.2%p 하락하는 것으로 분석되고 있어 현 수준의 유가 상황이 지속될 경우 올해 미국 물가는 다시 3%대로 상승할 수 있고 성장률은 다시 1% 초반 수준으로 급격히 하향 조정될 수 있다.

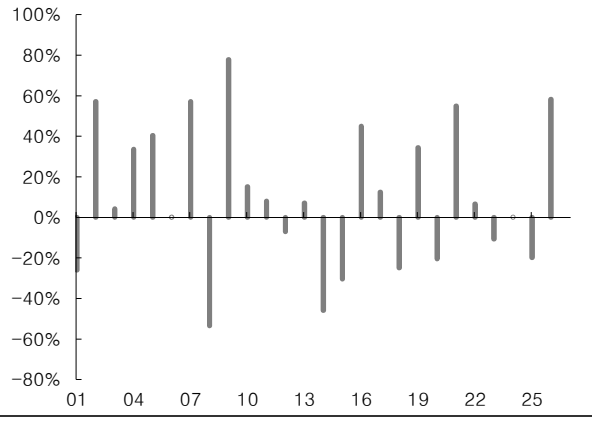
유가가 폭등하면서 미국뿐 아니라 우리나라 역시 상당한 경기 위협에 휩싸일 것으로 예상된다. 아시아의 중동 원유 의존도가 높고 특히 우리나라는 주요국대비 경제 원유의존도(배럴/GDP만달러)가 매우 높아 국제 유가 상승시 상대적으로 인플레이션 압력에 쉽게 노출될 수 있다. 현대경제연구원 분석에 따르면, 우리나라는 2024년 기준 경제 규모가 12위이고 원유소비량은 7위이며 경제 원유의존도가 5.63배럴로 OECD 37개 회원국 중 가장 높은 수준이다. 또한, 유가가 연평균 100달러로 상승 시, 성장률이 0.3%p 하락하고 물가는 1.1%p 상승하며 만약 150달러로 상승 시에는 성장률이 0.8%p 하락하고 물가는 2.9%p 폭등할 것으로 전망되고 있다.

그림 9. 2000년 이후 WTI 주간 등락률 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 10. 2001년 이후 WTI 연간 등락률 추이

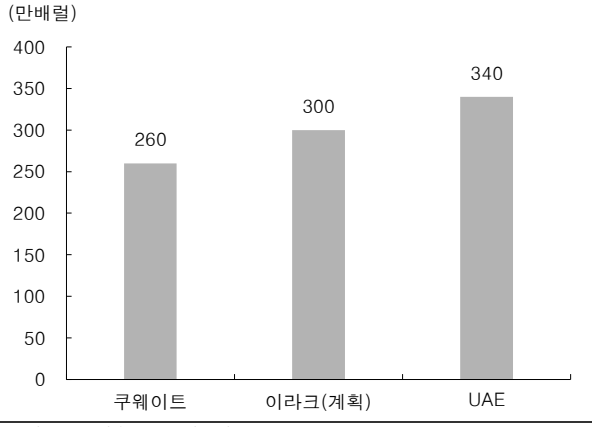


자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 11. 2000년 이후 WTI 추이

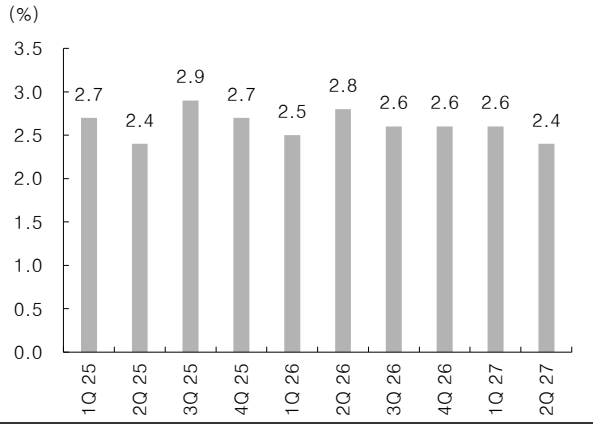
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 12. 최근 원유 감산을 시사한 국가들의 일일 생산량



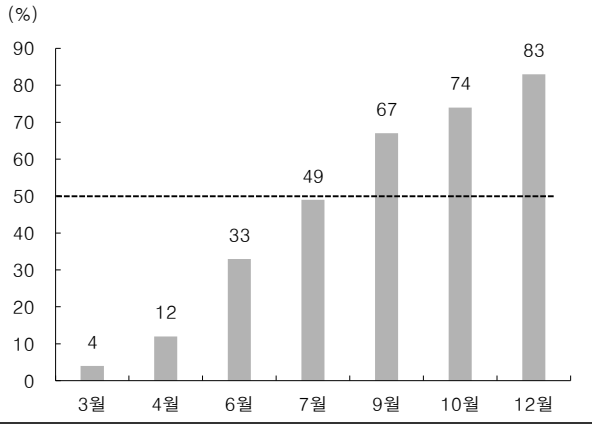
자료: 언론보도 인용, IBK투자증권

그림 13. 미국 분기별 CPI 전망 추이



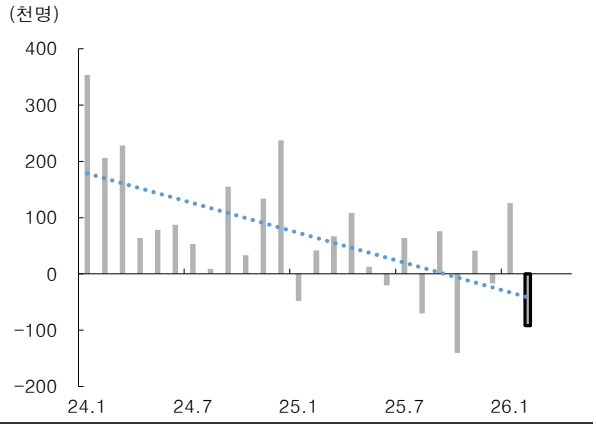
자료: Bloomberg, IBK투자증권. 주: 26년 이후는 컨센서스 추정치

그림 14. 미국 FOMC 금리 인하 확률



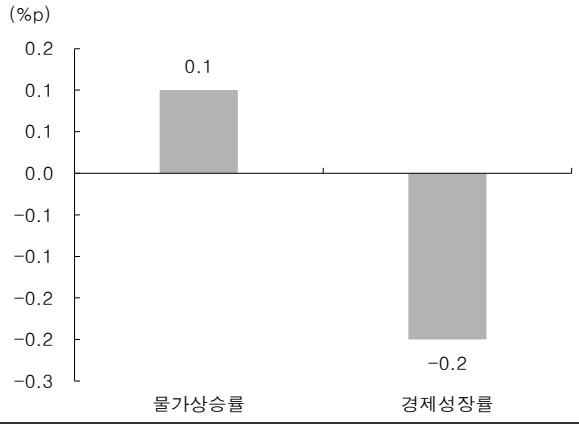
자료: FedWatch, IBK투자증권

그림 15. 2024년 이후, 미국 비농업부문 고용자수 추이



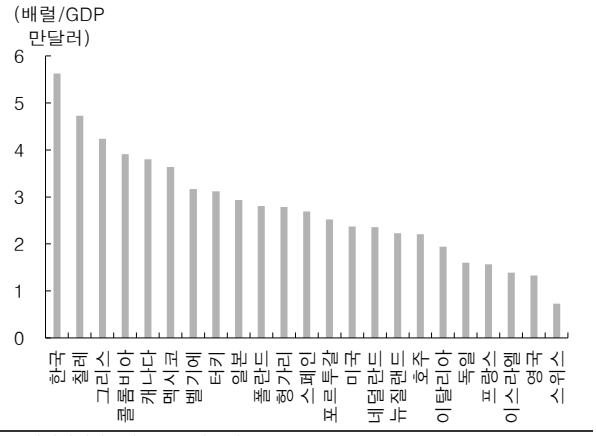
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 16. 유가 10% 상승 시, 미국 물가와 경제 영향



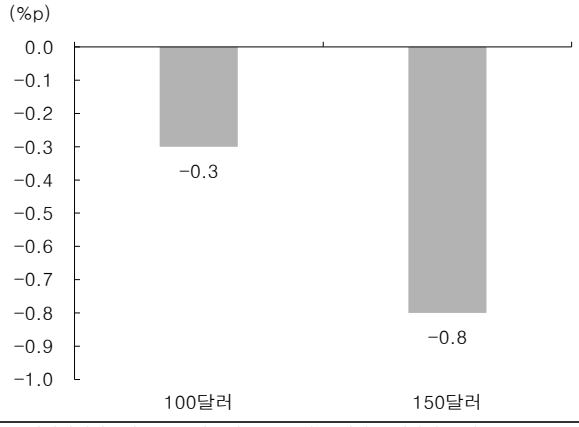
자료: JP모건, 한경 보도 인용, IBK투자증권

그림 17. 주요국 경제 원유의존도



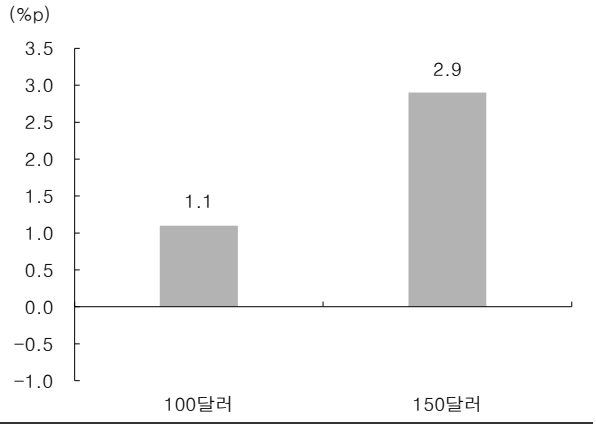
자료: 현대경제연구원, IBK투자증권

그림 18. 유가 상승 시나리오에 따른 우리나라 경제성장률 영향



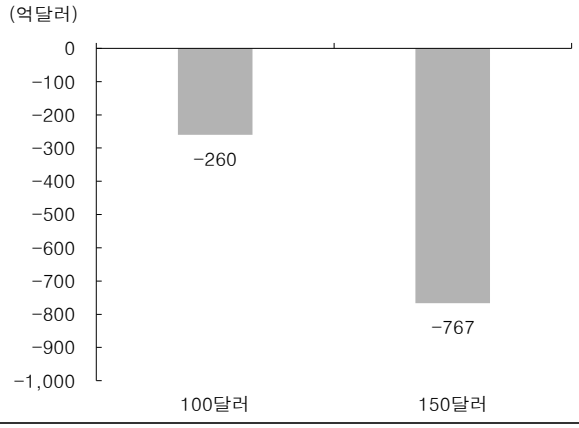
자료: 현대경제연구원, IBK투자증권, 주: 유가는 연평균 시나리오 기준

그림 19. 유가 상승 시나리오 따른 우리나라 물가상승률 영향



자료: 현대경제연구원, IBK투자증권, 주: 유가는 연평균 시나리오 기준

그림 20. 유가 상승 시나리오 따른 우리나라 경상수지 영향



자료: 현대경제연구원, IBK투자증권, 주: 유가는 연평균 시나리오 기준

3. 유가 안정 절실, 유가 하락 전환 시 긍정 요인들 반영 가능성도 주시

이번 주 역시 지속되는 이란 사태의 불확실성과 유가 상승 우려로 국내 증시는 지난 주와 같은 높은 변동성을 보일 것으로 예상된다.

현재 시장의 Key Factor는 유가로 판단된다. 유가가 이란 상황에 대해 대부분을 하나의 수치로 반영해 줄 가능성이 크고 유가 전개 과정에 따라 시장의 방향성이 정해질 공산이 크다. 따라서, 시장 안정을 위해서는 유가 안정이 절실한 상황인데 유가 안정을 위한 조치들이 나올 가능성도 열려 있다.

이란 사태가 급박하게 돌아가고 유가가 폭등하면서 미국 역시 다급해 질 것으로 예상된다. 조기에 사태를 진압하거나 협상의 길로 나설 가능성도 배제할 수 없다. 이란 사태에 대한 긍정적 변화의 가능성들을 예상해 보면 다음과 같다.

(1) 미국과 이스라엘의 공격뿐 아니라 주요 중동 국가들이 동시에 이란을 공격하면서 확전 우려를 반영한 뒤, 이란의 전력이 크게 약화되는 경우이다. 전력 무력화로 인해 이란의 보복이 현저히 약화되면서 상황이 자연스럽게 휴전과 유사한 상황으로 전개될 가능성이 있다.

(2) 트럼프가 무조건 항복이 아닌 갑작스러운 유화책을 꺼낼 수 있다. 작년 상호관세 부과 당시에도 그랬듯 트럼프는 과거에 사태를 번복하기를 바꾸는 경우가 상당히 많았다. 최근 쿠르드 개입 상황도 환영하다가 반대한다고 말을 바로 바꾸었다. 유가 수준이 미국에 실질적인 경제 위협이 되지 않기 위해 속도 조절에 나설 가능성도 열려 있다.

(3) 미국이 유가 안정화를 위한 대대적인 정책 수립에 나설 수 있다. 이미 러시아의 인도 원유 수출을 허용하는 등 규제를 완화하는 뉘앙스가 나오고 있다. 글로벌 에너지 규제 완화, 원유 생산 증가, 전략 비축류 방출 등 다양한 원유 시장 안정화 정책이 나올 수 있다.

(4) 미군을 중심으로 한 호르무즈 해협 호위로 통행이 정상화될 가능성도 열려 있다. 이란 공격에 따라 봉쇄 해제가 쉽지 않은 상황으로 보여지나 해협 봉쇄 해제를 핵심으로 한 군사 전략 수립이 시행될 수 있다. 사실 호르무즈 해협의 장기화 사례는 없었다. 그만큼 확률적으로는 단기 봉쇄 가능성도 열려 있다고 볼 수 있다. 그럴 경우 분쟁의 여진은 지속되더라도 유가는 하락 안정화될 수도 있다.

(5) 미국의 지상군 파병이 실시되지 않을 수 있다는 점이다. 앞서 언급했듯이 지상군 파병은 명분이 크지 않고 장기화 가능성을 높이기 때문에 미국 국민들의 여론이 좋지 않다. CNN 여론 조사에 따르면, 이란에 지상군을 보내는 데 찬성하는 비율은 12%로 매우 적고 반대는 60%로 매우 높다. 28%는 잘 모르겠다고 답했다.

(6) 이란 차기 지도자와 미국의 협상 가능성도 배제할 수 없다. 현재 가능성은 높지 않다고 판단되나, 사태가 심각해질수록 타협안 혹은 중재안이 나올 수도 있다고 판단된다. 트럼프는 중간선거를 앞두고 있다는 점에서 전쟁, 관세, 금리 인하, 물가, 고용시장 등에 전략적 판단을 할 필요성이 높다.

시장 참여자들은 높은 시장 변동성 하에서 관망하며 유가의 움직임을 체크할 것으로 예상된다. 다만, 유가의 안정화 시 저가 매수 유입 가능성이 대두될 것으로 보여진다.

(1) 정부의 시장 안정화 프로그램 가동과 시중 자금 유입 가능성 등이다. 정부는 지난 주 증시 폭락 과정에서 100조원 금융시장 안정화 프로그램 시행을 시사했는데 이는 투자 심리에 긍정적으로 작용할 가능성이 크다. 또한, 최근 증시 급락 과정에서 고객예탁금이 131조원 수준까지 단기 급증하며 자금 유입 여력이 더 커진 것으로 보여진다. 이는 작년 4월 초 상호 관세로 증시가 급락할 때 고객예탁금이 일시적으로 감소했던 상황과는 현저히 다른 모습이다. 증시 급락을 틈타 미국 주식 투자 자금이 국내 증시로 흘러 들어올 가능성도 배제할 수 없다.

(2) 4월 기대 요인이 다수 대기하고 있다는 점이다. 1분기 어닝시즌이 반도체를 중심으로 상당히 좋을 것으로 예상하고 있고 미중정상회의에 따른 무역 리스크 완화 가능성도 기대해 볼 수 있는 이벤트이다. 또한, WGBI 편입에 따른 환율 안정화 가능성과 RIA 출시에 따른 미국 주식 투자자금 유입 기대감도 나타날 수 있다. 유가 안정화가 확인될 경우 투자자들은 4월 기대 요인을 겨냥하여 저가 매수에 나설 수 있다.

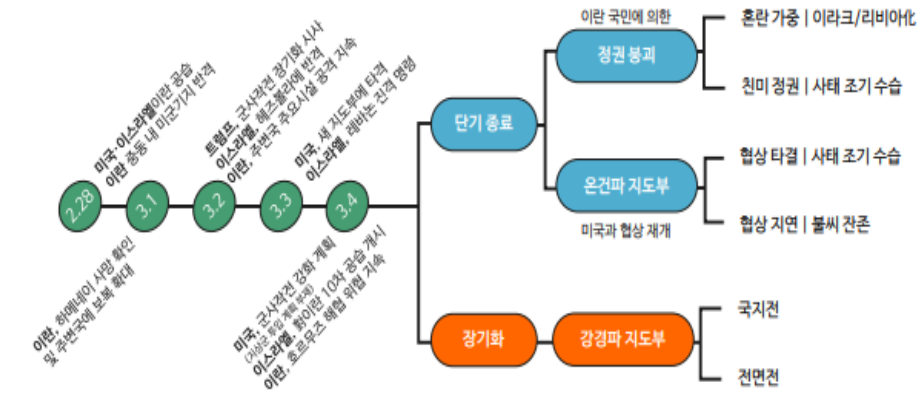
(3) 시장의 변동성지수 VKOSPI가 지난 주 과거 위기 국면 수준인 80.4를 기록했다는 점이다. 지난 목요일과 금요일에는 각각 73.7과 62.7로 하락했다. VKOSPI는 지난 2008년 금융위기 당시 최고 90까지 상승한 바 있고 코로나 봉쇄 패닉 국면에서는 최고 70까지 상승한 바 있다. 금융위기 당시 코스피 저점은 VKOSPI 70~85 사이에서 발생했고, 코로나 봉쇄 당시 코스피 저점은 VKOSPI 70에서 발생했다. 향후 VKOSPI는 재차 상승할 가능성이 있고 높은 수준을 유지할 것으로 예상되나, 이미 지난 주 위기 가능성을 상당 부분 반영했을 가능성도 공존한다.

(4) 코스피 재반락 시 밸류에이션 매력이 높아질 것이란 점이다. 코스피 EPS는 꾸준히 상향되고 있었고 이란 사태 이후에도 실적 하향 조짐은 뚜렷하게 관찰되지 않고 있다. 그런 가운데, 지난 금요일 종가 기준 현재 코스피 12M F. P/E는 8.1배 수준, 12M F. P/B는 1.45배 수준이다. 이는 연초 이후 고점대비 약 20% 하락한 수준이다. 특히, 코스피 12M F. P/E는 최근 20년 간 8배를 여러 차례 일정하게 강한 저점 지지대 수준으로 인식했기 때문에 증시 재 하락 시 밸류에이션 메리트가 부각될 수 있다.

결론적으로 지금까지 이란 사태와 관련한 리스크와 유가 안정화 가능성에 따른 기회 요인들을 정리해 보았다. 시장 예측이 쉽지 않은 국면이고 이번 주도 높은 변동성이 예상되기 때문에 성급한 매수 전략은 위험할 수 있다. 예측보다는 유가 움직임에 따른 대응 전략이 더 유효한 구간일 수도 있다.

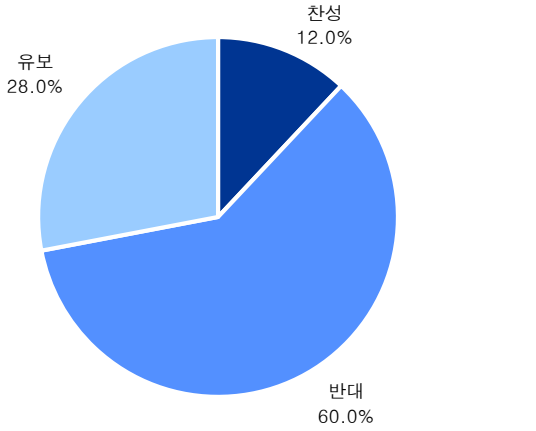
하지만, 이미 유가가 연초 이후 60% 급등한 상황인 만큼 전쟁 우려를 일정 부분 반영했을 가능성도 크다. 따라서, 지나친 비관보다는 사태 해결 가능성도 열어 두고 조정 시 매수 전략을 고려하면서 시장을 좀 더 유연하게 대응하는 것이 바람직하다고 판단된다.

그림 21. 중동 사태 주요 경과 및 향후 시나리오



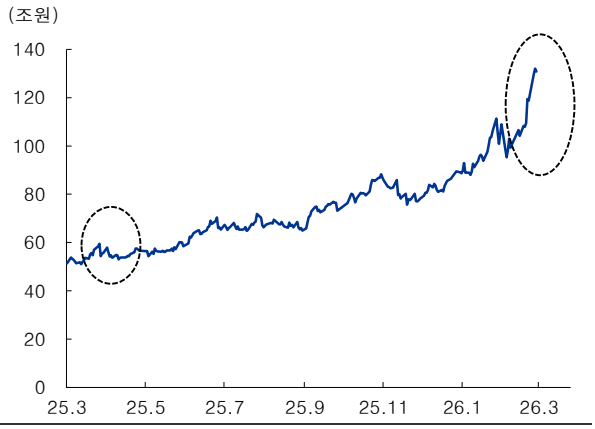
자료: 국제금융센터 보고서 인용, IBK투자증권

그림 22. 미국의 지상군 파견에 대한 여론 조사



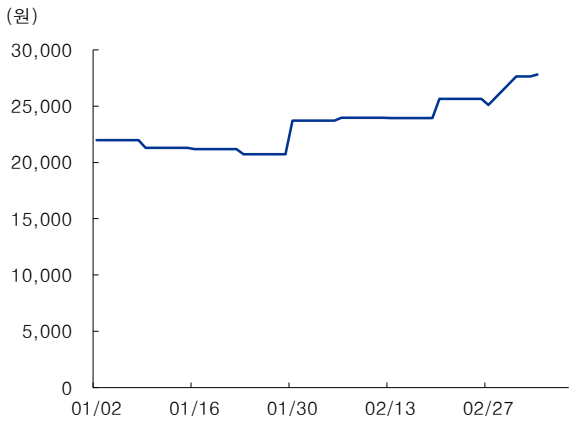
자료: CNN, 조선일보 보도 인용, IBK투자증권

그림 23. 고객예탁금 추이



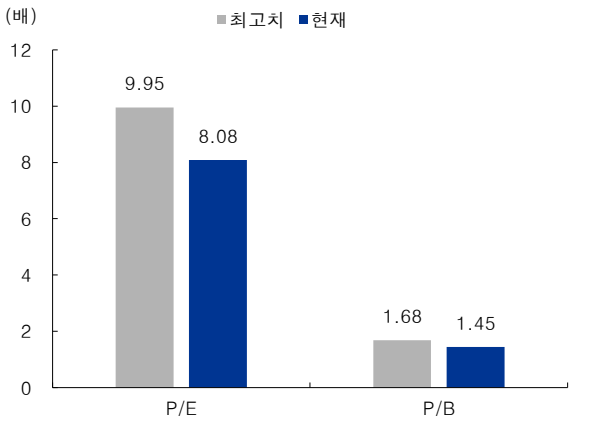
자료: 애프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 24. 연초 이후, 코스피 EPS 추이



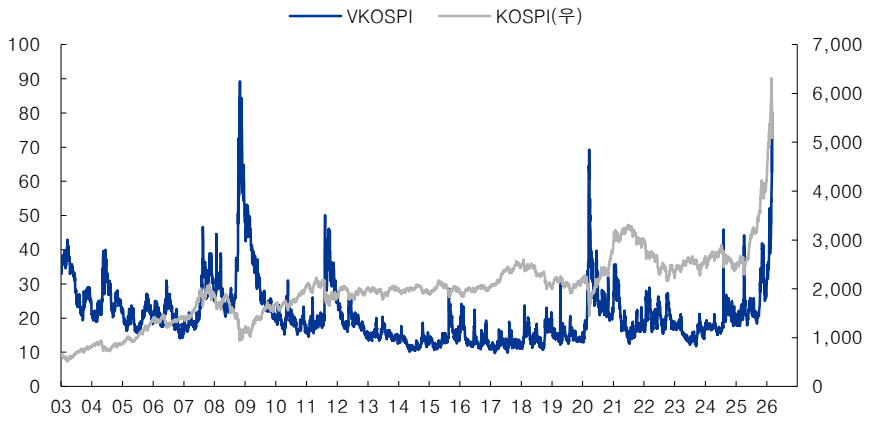
자료: 애프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권, 주: 12M Forward 기준

그림 25. 연초 이후, 코스피 밸류에이션 고점과 현재 비교



자료: 애프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권, 주: 12M Forward 기준

그림 26. 2003년 이후 VKOSPI 추이



자료: 애프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 27. 2005년 이후 코스피 P/E 추이

자료: 애프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권. 주: 12M Forward 기준