MARKET STRATEGY

2026. 3. 10.

글로벌투자전략팀

박주란 Analyst

juran.park@samsung.com

리서치센터 리포트 바로가기

Commodity Issues

시장 가격에 반영된 최대 봉쇄 기간은 4월 초

- 호르무즈 해협 봉쇄 해제 지연 시 걸프국 공급 마지노선은 3월 넷째 주
- 최대 규모의 전략비축유 동시 방출이 이뤄질 경우 한 달분의 대응 여력 확보 가능
- 원유 시장에 내재된 호르무즈 해협 최대 봉쇄 기한은 '26년 4.4일~4.7일. 시장은 개전 이후 4~6주 내 전쟁 종결이라는 트럼프의 발언에 일부 반응한 모습

패닉 장세 Peak out, 봉쇄 해제 지연 시 공급 마지노선은 3월 넷째 주

- **일일 1,687만 배럴의 공급 차질 발생:** 8일 이란 최고지도자 알리 하메네이의 후계자로 모즈타바 하메네이가 전격 선출. 트럼프가 반대한 강경파 인사가 지명되며 유가는 변동성을 확대. 현재 육상으로 우회 가능한 양을 고려하더라도 1,987만 bpd 중 85%의 공급 차질이 진행 중.
- **공급 측 한계는 3.23일~27일:** 걸프 지역 산유국들이 대체 수송로를 모색하고 있으나, 수출길이 가로막히며 비자발적인 감산 단계에 돌입. 이라크, 쿠웨이트에 이어 OPEC+ 회원국 중 최대 여유 생산 능력을 보유한 사우디와 UAE의 저장 여력이 3주 내 임계점에 이를 것으로 우려되며, 공급단에서는 3월 넷째 주가 분수령이 될 것으로 판단.

사상 최대규모의 전략비축유 동시 방출, 실현 시 한 달의 대응 여력 연장

- **G7 전략비축유 정책 공조:** 9일, 주요 G7 국가는 IEA와 협력하여 전체 비상 비축분(12.4억 배럴) 중 3~4억 배럴을 동시 방출하는 정책 공조를 검토할 수 있다고 발표. 호르무즈 해협 공급 차질의 18일~24일간 대응 가능한 물량으로 원유 시장의 1차적인 공포 심리를 안정화하는 데 일조할 수 있을 것으로 판단. 비축유 입찰부터 실제 공급 종료까지 25일~31일이 소요되는 점을 감안하면 약 한 달간 시장 심리를 안정화하는 시간 벌기가 가능해짐. IEA를 비롯한 정책 당국의 유가 방어 정책 함수는 직전 비상 방출값에 상응하는 105달러/배럴 부근에서 형성되는 것으로 확인.

원유 시장에 내재된 호르무즈 해협의 최대 허용 봉쇄일은 4.7일

- **국제 유가에 내재된 전쟁 프리미엄을 토대로 시장이 반영하는 최대 봉쇄 지속 기간을 역산.** 3.9일 기준 국제 유가에 내재된 위험 프리미엄은 장중 고가인 119.48달러/배럴을 기준으로 59~65달러/배럴 선. 환산하면 '26년 4.4일~4.7일(26~29일, 3.9일 기준) 봉쇄 종료를 상정하는 것으로, 육상 우회로를 감안한 호르무즈 해협 완전 봉쇄(공급 차질량 1,687만 bpd)의 등가 기간은 한 달인 것으로 추정. 이는 트럼프가 개전 이후 줄곧 거론하는 4~6주에 준하는 수준이며, 원유 시장 참여자들이 불확실성 국면에서 개전과 종전을 모두 좌우할 수 있는 트럼프의 말에 반응하게 되면서 앵커링 효과(Anchoring effect)를 형성하고 있다는 판단.
- 결론적으로, 1) 걸프국 공급의 한계, 2) 전략비축유 정책 공조의 타깃, 3) 원유 시장에 내재된 기대치를 종합할 때 **호르무즈 해협의 봉쇄 기간이 3월 말 4월 초를 초과하는지 여부가 유가의 상방을 결정지을 전망.**

Compliance Note

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

Tail risk 실현, 봉쇄 해제 지연 시 걸프국 공급 마지노선은 3월 넷째 주

- **미국-이스라엘의 합동 군사 작전(2.28일) 개시 이후 3.9일 국제 유가(WTI, 최근월물)는 장중 110달러/배럴을 돌파 후 트럼프의 조기 전쟁 종료 시사로 반락.** 하메네이 후계자로 트럼프가 강경하게 반대한 차남 모즈타바 하메네이가 선출되며 변동성이 확대. '90년 이후 주간 기준 WTI 36개월-최근월물 타임 스프레드는 -42달러/배럴을 하회하며 역사적 극단값인 하위 0.1%까지 도달하는 Tail risk가 실현되었던 상황. 역사적으로 이 부근까지 극단적인 백워데이션에 도달한 것은 '22년 6월 러시아-우크라이나 전쟁 당시뿐이었음.
- **IEA가 추산한 '25년 연평균 호르무즈 해협 통과 원유와 석유 제품의 합은 1,987만 bpd(원유 1,495만 bpd+석유 제품 493만 bpd).** 우회 가능한 대체 수송로는 1) 사우디 아람코가 운영하는 동-서 파이프라인(East-West Pipeline)과 2) UAE의 아부다비 합샨-오만만 푸자이라 송유관 두 경로에 불과.

  첫째, 사우디 압카이크에서 얀부항을 잇는 동서 파이프라인의 명목 처리 용량은 550만 bpd 수준이나, 실제 공급 가능분은 항구가 좌우. 얀부항에서의 선적량은 2월 110만 bpd에서 3월 초 190만 bpd로 증가한 것으로 파악되는데, 평시 가동이 100~150만 bpd 수준에서 운영되었고 VLCC 접안 대수에 제한이 있어 처리 용량은 역사적으로 200만 bpd를 넘지 않았던 것으로 알려짐. 따라서 동-서 파이프라인을 경유한 최대 우회 물량은 200만 bpd 수준일 것으로 판단. 둘째, UAE 대체 수송로는 푸자이라 항구에 대한 드론 공격으로 인해 간헐적 운영 상태. 용량은 180만 bpd 수준이나 현재 100만~110만 bpd가 선적되고 있음.

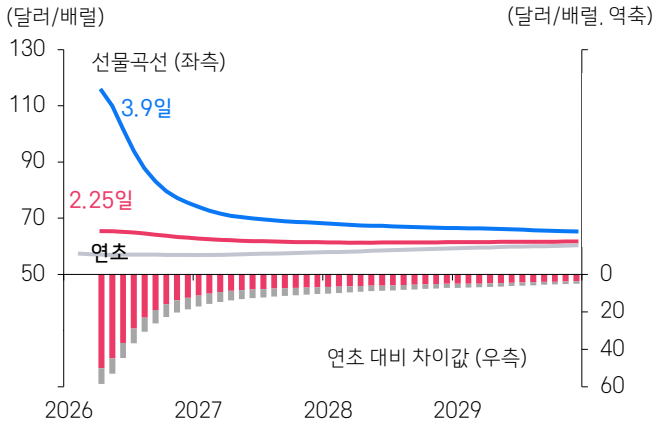
  이를 감안하면 현재 육상 파이프라인을 통해 우회되고 있는 양은 300만 bpd에 불과한 것으로 판단. UAE 우회로가 최대 용량까지 가동된다고 해도 실제 우회 가능한 양은 370만 bpd가량. 보수적으로 현재 우회되고 있는 300만 bpd를 기준으로 산출할 경우 **일일 1,687만 배럴의 공급 차질이 발생 중이며, 3.1일~9일 누적 공급 차질분은 약 1.5억 배럴에 달할 것으로 추정.** 두 파이프라인 모두 유사 시 원유를 우선적으로 수송하고 있을 가능성이 높아, 제품단에서의 수급 압박 스트레스가 상대적으로 더 클 것으로 판단.
- **해협 봉쇄가 지연될 경우 공급단에서 감내할 수 있는 봉쇄의 최대 마지노선은 3월 넷째 주(3.23일~27일)것으로 판단.** 걸프 지역 산유국들이 대체 수송로를 모색하고 있으나, 수출길이 가로막히며 비자발적인 감산 단계에 돌입. OPEC+는 미국-이란의 군사적 충돌 발생 직후 올해 1분기 중단됐던 자발적 감산 1단계 해제 재개를 발표. 4월부터 예상치 13.7만 bpd를 상회하는 20.6만 bpd 증산에 나선다고 공언하였으나, 증산량이 해협으로 인한 공급 교란분을 상쇄하기에는 미미하고 설사 증산이 이뤄진다고 해도 대량 수출할 방도가 없다는 것이 문제. 해협을 통한 수출 의존도가 100%에 근접하는 이라크에 이어 쿠웨이트가 국내 저장 공간 포화로 공식 생산 감축을 선언하기 시작. 사우디, UAE도 3주 내 저장 공간 포화를 우려하는 상황으로, **OPEC+ 회원국 중 최대 여유 생산 능력을 보유한 사우디와 UAE의 생산 중단 결정이 걸프국 공급의 한계선으로 작용할 전망.**

표 1. 2025년 연평균 주요 걸프국의 호르무즈 해협 원유, 제품 통과량

국가	원유(콘덴세이트 포함) (백만 bpd)	정유 제품 (백만 bpd)	합계 (백만 bpd)
바레인	-	0.21	0.21
이란	1.69	0.72	2.41
이라크	3.32	0.31	3.63
쿠웨이트	1.40	0.97	2.37
카타르	0.73	0.69	1.43
사우디아라비아	5.43	0.8	6.23
사우디-쿠웨이트 중립 지대	0.35	-	0.35
UAE	2.02	1.22	3.24
합계	**14.95**	**4.93**	**19.87**

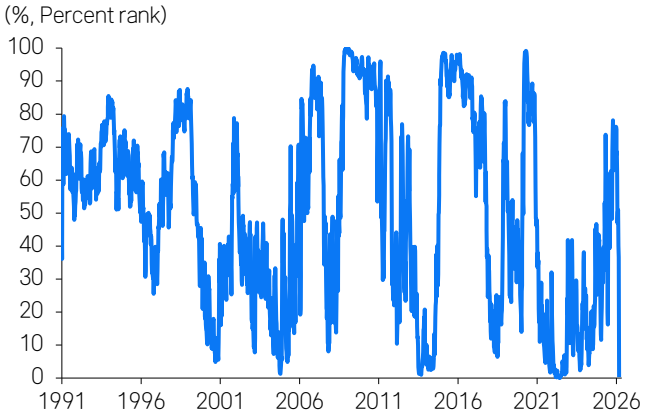
자료: IEA, Hormuz Factsheet (2026.2월) 인용, 삼성증권

그림 1. 연초 이후 WTI 선물 곡선 변화



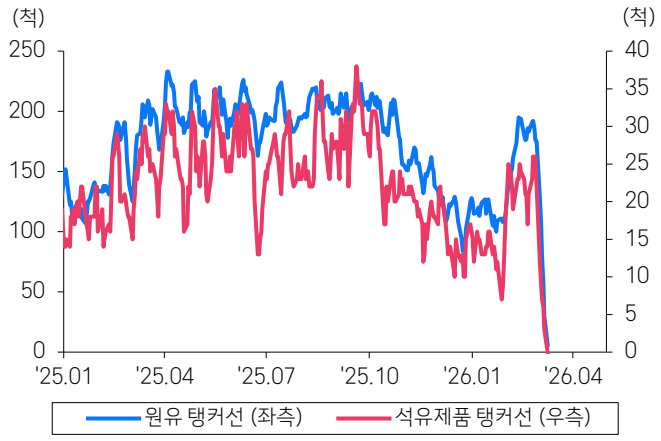
참고: '26년 3.9일 장중. 회색 바차트는 연초~2.25일, 붉은 색 바 차트는 2.25일~3.9일
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 2. WTI 36개월물-최근월물 Time spread 백분율 순위



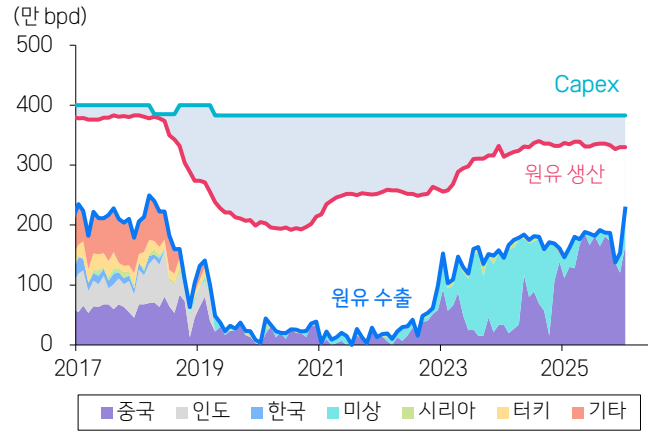
참고: '26년 3월 9일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 3. 호르무즈 해협(서 → 동) 원유, 석유 제품 운반선 추이



참고: '26년 3월 9일, 7일 이동평균 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 4. 이란 원유 수출량, 생산량, 생산 능력



참고: '26년 3월 9일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 5. 러-우 전쟁 vs. 미국-이란전 WTI 흐름 비교: Peak-out?

참고: '26년 3월 9일 기준, D = 러-우 전쟁('22.02.24 개전), 미국-이란 전쟁('26.02.28 개전) 직전일인 '22년 2.23일, '26년 2.27일
자료: Bloomberg, 삼성증권

표 2. 미국-이란 전쟁 주요 사건, 발언 현황

	미국	이란	에너지 공급망 혼란 이슈
2월 28일 (토)	• (트럼프) 장대한 분노(Epic Fury) 작전 개시 : 이란 최고지도자 알리 하메네이 암살 (3.1일 공식 사망 확인) : 혁명 수비대 총사령관 등 고위 군 지휘관 사살	• **(혁명수비대)** 걸프국 미군기지에 보복 공격 : 카타르, 쿠웨이트, UAE, 바레인 등	• (OPEC+) 미국의 이란 공습 이후 증산 재개 : 4월부터 당초 13.7만bpd → 20.6만bpd 증산 • (혁명수비대) 호르무즈 해협 통항 불가 통보
3월 1일 (일)	• (중부사령부) 작전 중 미군 사상자 첫 인정 : 전사자 3명, 중상 5명	• **(국영 IRNA 통신)** 3인 체제 임시 위원회 구성 : 헌법 111조에 따라 페제시키안 대통령, 모흐세니 에제이 사법부 수장, 헌법 수호위원회 전문가가 구성되어 차기 지도자를 선출	• (영국 해상무역기구) 호르무즈 해협 통과 유조선 수 급감 발표 : 50척(2.28일) → 3척(3.2일) → 0척(3.3일)
3월 2일 (월)	• (트럼프) 이란 공습 이후 첫 공식석상 출연. 지상군 투입을 배제하지 않겠으며, 당초 4~5주 전쟁 지속을 예상했으나 그 이상도 감수할 것	• **(이스라엘, 레바논)** 레바논 남부 지상전 확대, 헤즈볼라 보복 공격 확대 • **(아라그치 외무장관)** 왕이 부장 통화, 휴전 협상 중재 자처	• (사우디) 아람코 라스타누라 정유 시설(55만 bpd 생산) 드론 공습으로 가동 중단. 물적 피해는 없었으나, 일부 화재 발생 • (카타르) 라스라판 LNG 시설 생산 중단
3월 3일 (화)	• (트럼프) 필요한 경우, 미국 해군이 유조선 호송 작전을 개시할 수 있다고 발언. 국제금융개발공사(DFC)를 통해 걸프 지역을 통과하는 해운사들에 대해 합리적인 가격의 보험을 제공하도록 지시	• **(이스라엘)** 이란 곰(Qom) 청사 폭격 : 차기지도자 선출 방해 목적으로 투표 집계 중 공격 감행	• (사우디) 아시아향 원유, 걸프만~호르무즈해협 대신 홍해~아덴만 대체 수송 검토 : 아람코, 홍해 얀부항으로 선적지 변경을 타진 • (이집트) 이집트 석유부 장관, 사우디에 수메드(수에즈~지중해) 송유관 지원(250만bpd) 의향
3월 4일 (수)	• (미군) 스리랑카 인도양 근방에서 어뢰 공격으로 이란 군함 아이리스데나 침몰 • (EU, 영국) 프랑스, 독일, 이탈리아 등 키프로스에 해군 전력 파견	• **(혁명수비대)** 호르무즈 해협에서 10척 이상의 유조선 피격 사실을 주장. 키프로스, 아제르바이잔 등 중동 전역으로 미사일 공격 확대	• (이라크) 저장 시설 한계로, 원유 생산 중단 : 루마일라 유전(70만 bpd 생산), 웨스트 쿠르나 2 (46만 bpd), 마이산 유전(32.5만 bpd) • (혁명수비대) 호르무즈 해협 완전 통제 주장
3월 5일 (목)	• (트럼프) 하메네이의 후계로 거론되는 차남 모즈타바 하메네이에 대해 강경 반대의사 표명 • (엘브리지 콜비, 국방부 차관) 연방 하원 군사위원회 청문회에서 금번 군사 작전의 목적은 이란 정권의 교체가 아니라고 발언 • (수지 와일스, 비서실장) 휘발유 가격 낮출 수 있는 방안 검토 지시했다는 소식	• **(혁명수비대)** 트럼프, 분리주의 무장 조직인 쿠르드족의 이란 공격 독려. 이란 정보부는 혁명수비대와 공조하여 국경 지대에서 쿠르드족을 습격 → 추후 쿠르드족 지상군 참전 거부 • **(아라그치 외무장관)** 미국에 휴전을 요청한 사실을 부인. 미국의 지도자 선출 개입에 반발	• (중국) 이란과 해협 항행 보장 협의, 수출 통제 : 실제 중국 소유 선박 아이언 메이든이 해협을 통과한 것으로 보도 : 발개위, 석유 제품 수출 전면 중단 지시 • (IEA) '26년 원유 수급 밸런스 공급 우위 → 공급 부족으로 전환될 가능성을 경고
3월 6일 (금)	• (백악관) 이란의 미사일 공격 대이란 군사 작전 4~6주내 마무리 예상 • (트럼프) 방산 업체 CEO 회동. 무기 4배 증산 합의. 이란에 협상은 없다며 '무조건 항복' 요구 : 베네수엘라 마두로의 후임인 델시 로드리게스 석유 증산을 호평하며 이란도 친미 성향의 지도부가 성립되어야 한다는 방침을 시사	• **(페제시키안, 이란 대통령)** 몇몇 국가들이 종전을 위한 중재 노력에 나서고 있음을 언급 : 푸틴, 전화 협의로 휴전과 외교적 해결 촉구	• (쿠웨이트 등) 원유 수출 불가로 감산 돌입 : 2주 내 국내 저장고 포화 상태에 이를 전망 : 쿠웨이트 석유공사 불가항력 선언 : 사우디, UAE 주요 저장 시설도 3주 내 저장 공간 포화 우려가 제기 • (스콧 베센트) 러시아산 원유 제재 완화 가능성 시사. 이란에 최대 규모 폭격 작전 펼칠 것
3월 7일 (토)	• (미군) 특수부대 투입 작전으로 이란이 보유한 60%, 450kg 확보 검토하는 중인 것으로 보도 • (트럼프) 필요시 전략 비축유 방출 가능	• **(페제시키안, 이란 대통령)** 걸프국 공격 사과 : 지도부내 반발. 걸프국 담수화 시설 폭격 재개	• (사우디 ADNOC) 육상 생산량은 정상 유지되고 있으나, 저장 공간 문제로 해상 유전 생산량을 조정 중
3월 8일 (일)	• (크리스 라이트, 에너지 장관) 유가 폭등은 일시적 현상. 몇 주 내 진정될 것	• **(이란 전문가회의)** 하메네이 최고 지도자 후계자로 차남 모즈타바 하메네이를 선출 : 신정체제 유지, 강경 대응 시사	• (이스라엘) 이란 테헤란 에너지 인프라 공습 : 석유 저장 시설 30여 곳 폭격

참고: 현지 시간 기준, 공신력 있는 언론을 중심으로 정리하였으나 전시 상황이므로 추후 사실 관계가 변동될 수 있음
자료: 주요 언론 종합, 삼성증권 정리

(다음 페이지에 계속)

표 3. 미국-이란 전쟁 주요 사건, 발언 현황

	미국	이란	에너지 공급망 혼란 이슈
3월 9일 (월)	• (트럼프) 이란 전쟁 조기 종결 가능성 시사. 다만, 이번 주 내 끝나지는 않을 것	• **(아라그치 외무장관)** 미군의 위치 공유 등 전쟁에 러시아의 지원이 있음을 인정	• (G7) IEA와 협력하여 전체 비상 비축분(12.4억 배럴) 중 3~4억 배럴 수준의 정책 공조를 검토

자료: 주요 언론 종합, 삼성증권 정리

G7 전략 비축유 방출 공조, 실현 시 한 달의 공급 차질 대응 여력 연장

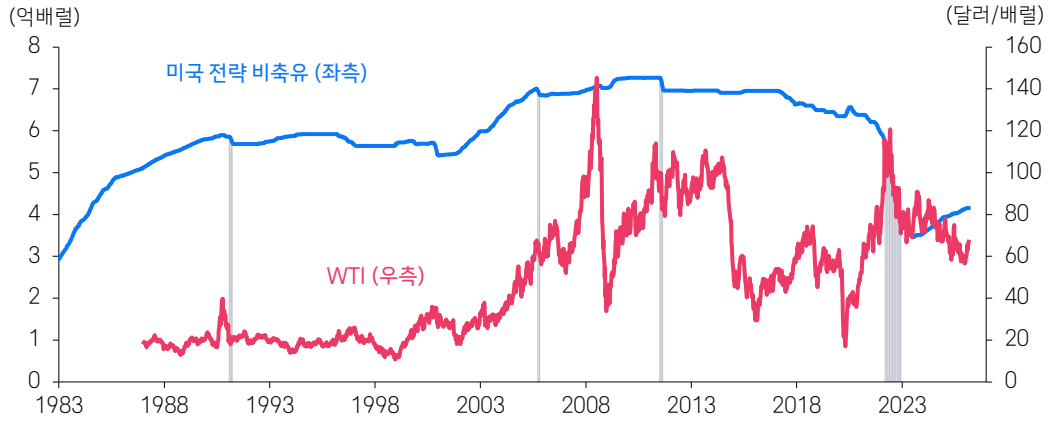
- **그간 트럼프는 과도한 유가 급등을 우려하여 1) 전략 비축유 방출 가능성과 2) 러시아 원유 제재의 해제 확대 가능성에 대해 거론.** 2월 말 미국 정부는 4억 1,544만 배럴의 비축유를 보유 중으로, 미국 대통령은 IEA와의 공조와 행정명령에 따라 전략 비축유 방출을 결정할 수 있음. IEA의 근거 협정이 되는 Agreement on an International Energy Program(1977, 약칭 IEP) 13조와 14조는 공급 차질이 7%, 12%를 상회할 경우 비상 대응 체계를 규정. 첫째, 회원국 전체 원유 소비량의 7% 이상의 공급 차질이 발생할 경우 최종 소비량의 7% 만큼 소비를 줄이는 수요 억제 조치와 회원국 간에 가용한 석유를 배분. 둘째, 12%의 공급 차질 발생 시에는 보다 강화된 10% 수요 억제 조치와 함께 회원국 간에 가용한 석유를 배분하게 됨. 따라서 금번 공급 차질은 비상 조치 발동 여건을 충족하며 전략 비축유의 방출에 대해서도 규정이 존재.
- **실제 직전 두 차례의 비상방출이 이루어진 91달러/배럴~106.3달러/배럴에서 비상 조치가 모색.** 주요 G7 국가는 IEA와 협력하여 전체 비상 비축분(12.4억 배럴) 중 3~4억 배럴을 동시 방출하는 정책 공조를 검토할 수 있다고 발표. 호르무즈 해협 공급 차질의 18일~24일간 대응 가능한 물량으로 원유시장의 1차적인 공포 심리를 안정화하는 데 일조할 수 있을 것으로 판단. IEA를 비롯한 정책 당국의 유가 방어 정책 함수는 직전 비상 방출값에 상응하는 105달러/배럴 부근에서 형성되는 것으로 확인.
- **역사상 IEA의 비상조치 요청에 따라 미국을 비롯한 회원국의 전략비축유가 방출된 후, 유가는 중장기 하락 반응.** 미국 에너지부(DOE)에 의하면 IEA와의 정책 공조를 통한 미국 대통령 승인 비상 방출(emergency drawdown)은 총 네 건이 존재. 1) 사막의 폭풍 작전(1991년), 2) 허리케인 카트리나(2005년), 3) 리비아 내전(2011년), 4) 러시아-우크라이나 전쟁(2022년 3월, 4월 두 차례). 정부 소유 전략 비축유가 입찰 계약을 거쳐 민간 정유사에 방출되기까지 소요되는 기간은 평균 19일이 소요. 가장 짧았던 시점이 리비아 내전 당시 7일. **가장 빠른 방출 선례를 감안하면 현실화될 경우 비축유 입찰부터 실제 공급 종료까지 25일~31일, 약 한 달간 시장 심리를 안정화하는 시간 벌기가 가능해짐.** 발표된 정책 여력은 이란 의제가 거론될 수 있는 미중 정상회담(3.31일~4.2일) 직후인 4.3일~ 4.9일 내 해협의 봉쇄가 마무리될 가능성을 상정.
- 한편, 러시아 해상 수출 제재가 완전히 완화될 경우 공급 가능한 최대량은 336만 bpd(3월 초 기준) 수준. 다만, 국제 사회의 비난에 직면할 수 있다는 점을 감안하면 완전 해제에는 난항이 예상.

표 4. 미국 대통령 승인 비상 방출 사례

대통령	사건	입찰 시작일	첫 공급	입찰~공급 (일)	종료일	총 기간** (일)	일평균 방출량 (만 bpd)	총 방출량 (만 배럴)	직전 WTI*** (달러/배럴)	종료 WTI (달러/배럴)	변화 (%)
조지 H.W. 부시	사막의 폭풍*	'91년 1.17일	'91년 2.5일	19	'91년 4.3일	58	29.8	1,730	32.0	19.5	-39.2
조지 W. 부시	카트리나	'05년 9.6일	'05년 9.26일	20	'05년 10.31일	36	30.6	1,100	67.6	59.8	-11.6
버락 오바마	리비아 내전	'11년 6. 24일	'11년 7.1일	7	'11년 8.31일	62	49.4	3,060	91.0	88.8	-2.4
조 바이든	러-우 전쟁	'22년 3.2일	'22년 4.1일	30	'22년 12.16일	260	69.2	18,000	106.3	74.5	-29.9

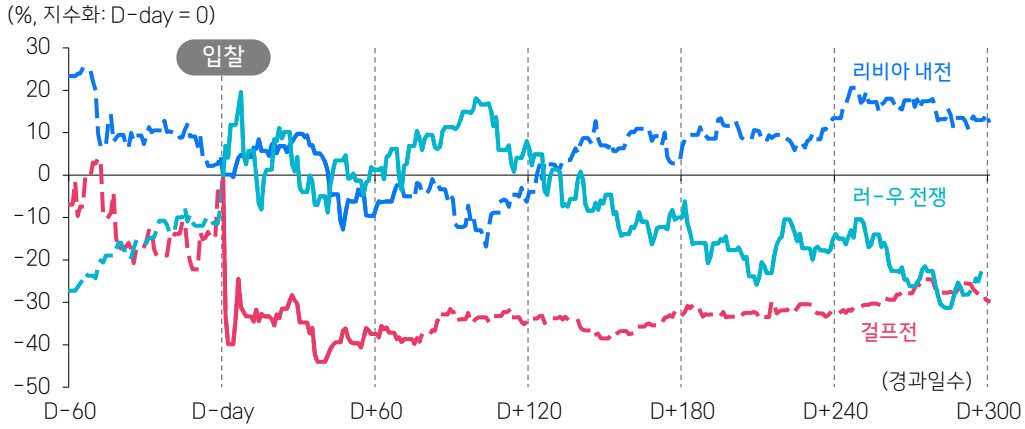
참고: *걸프전, **초일 산입, ***입찰 시작 직전 거래일 기준. 자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 6. 미국 전략 비축유 재고와 WTI



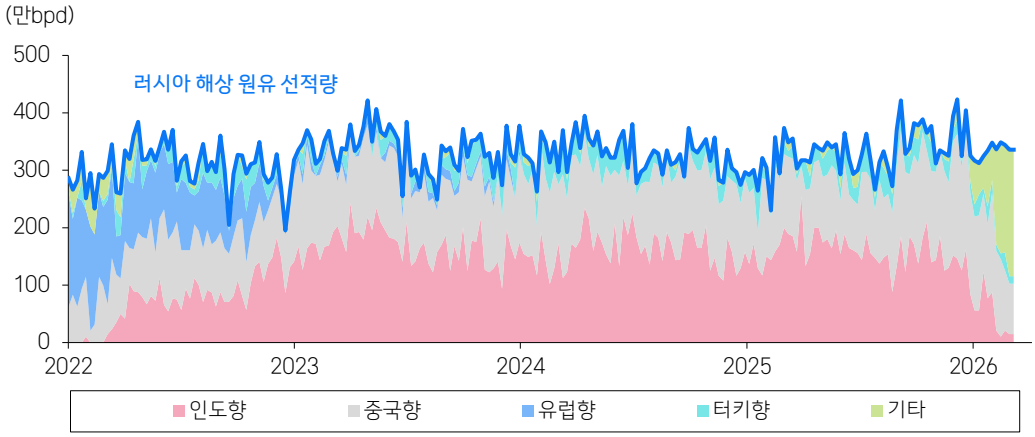
참고: '26년 3.9일 기준, 회색 음영은 표2의 전략비축유 방출 시기
자료: DOE, Bloomberg, 삼성증권

그림 7. 미국 전략 비축유 입찰 전후 WTI 추이



참고: 실선은 전략 비축유 방출 기간, 점선은 그 이전, 이후 WTI 추이
자료: DOE, IEA, 삼성증권

그림 8. 러시아 지역 별 해상 원유 선적량 추이



참고: '26년 3월 1일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

원유 시장에 내재된 호르무즈 해협의 최대 허용 봉쇄일은 4.7일

- **미봉책으로 극단적인 패닉 장세는 완화되었으나, 결국 유가 상단과 고유가 지속 기간을 좌우하는 변수는 원유 수송의 chokepoint에 해당하는 호르무즈 해협의 통항 차질이 어느 시점에 정상화되는지가 좌우.** 다만, 전쟁사를 다룬 고전의 오랜 명구[1]도 언급하듯 우연과 함께 이해득실과 명분이 대립하는 전쟁은 시작만큼이나 종결 과정을 예측하는 데 난점이 존재. 그럼에도 불확실성 국면에서 원유 시장의 참가자들이 호르무즈 해협 봉쇄, 즉 분쟁 완화 시점을 어느 정도로 예상하여 유가에 반영하고 있는지 알아보는 것은 유의미한 일이 될 수 있을 것. 실제 해협을 둘러싼 공급 차질 대비 전쟁 프리미엄이 과소 반영되었다면 시장이 추가적인 상승분을 반영해야 한다는 사실을 미루어 짐작할 수 있으며, 반대의 해석 또한 가능하기 때문.
- **본 글에서는 국제 유가에 내재된 전쟁 프리미엄을 토대로 시장이 반영하는 최대 봉쇄 지속 기간을 역산.** 국제 유가는 원유 수급과 리스크 프리미엄 + α 로 구성. 가격의 60~70%를 설명하는 펀더멘털 변수에 해당하는 수급적 요인이 적정 가격(이하 fair value)을 형성하며, 이를 중심축으로 여타 요인이 변동성을 유발하는 요소로 가세. α에 해당하는 요인에는 정책요인(전략 비축유 방출과 유가 보조금 지원), 자연재해로 인한 공급 차질 등이 포함되나, 경제적으로 통제할 수 없는 정치 변인에 해당하기 때문에 실제 유가와 OECD 상업용 재고를 기반으로 추정한, 전쟁 직전에 형성되는 적정 유가 사이의 차이값에 해당하는 예측오차를 전체 전쟁 프리미엄(리스크 프리미엄 + α)으로 근사.

  (그림 9)를 예로 설명하자면, '22년 이후 세 차례의 전쟁으로 인해 국제 유가는 fair value 대비 오버슈팅했으나 '25년 초 적정 수준으로 회귀. 이후 '25년 4월 상호 관세 부과로 인해 수요 위축에 대한 우려가 제기되며 적정가 대비 저평가 상태에 진입했음에도 실제 관세 부과 전 선제 수요로 양호했던 경기 여건을 반영하여 '25년 6월, 12일 전쟁을 계기로 균형 상태에 근접했던 모습을 확인할 수 있음. WTI 기준 전쟁이 일어나기 전 연초 적정 유가는 55~60달러/배럴 선으로, 이 범위를 상회한 만큼을 전쟁 프리미엄으로 정의.
- 유가에 내재된 전쟁 프리미엄(≒ 리스크 프리미엄)을 P라고 하면, 다음과 같은 수리적 관계가 성립.

전쟁 프리미엄 $P(Premium)$ = $E(B$(유가 민감도, 달러/배럴)***** Q(공급 차질량, 백만bpd)***** T(지속 기간/1개월)**)**
E: 시장에서 형성된 공급 차질의 예상 값

- 역사적으로 단기에 큰 충격을 주었고, 비교적 공급 차질 기대치가 뚜렷하게 남아있는 선례[2]를 바탕으로 추정한 결과 1개월간 100만bpd의 공급 차질이 발생할 것으로 예상되는 경우 약 2.6~3달러/배럴[3]의 프리미엄이 부가되는 경험칙이 존재. 시장 참여자들이 1,689만 bpd의 공급 차질을 예상했다는 전제하에 3.9일 기준 국제 유가에 내재된 위험 프리미엄은 장중 고가인 119.48달러/배럴을 기준으로 59~65달러/배럴 선을 기록. **환산하면 '26년 4.4일~4.7일(26~29일, 3.9일 기준) 봉쇄 종료를 상정하는 것으로,** 육상 우회로를 감안한 호르무즈 해협 완전 봉쇄(공급 차질량 1,687만 bpd)의 등가 기간은 한 달인 것으로 추정. **이는 트럼프가 개전 이후 줄곧 거론하는 4~6주에 준하는 수준이며, 원유 시장 참여자들이 불확실성 국면에서 개전과 종전을 모두 좌우할 수 있는 트럼프의 말에 반응하게 되면서 앵커링 효과(Anchoring effect)를 형성하고 있다는 판단.**

---

[1] 칼 폰 클라우제비츠(Carl Von Clausewitz, 1780.07.01-1831.11.16), 「전쟁론」,"Everything in war is very simple, but the simplest thing is difficult." 전쟁의 목적은 적을 섬멸하는 것으로 단순하지만, 현장의 마찰과 잠복한 우연으로 인해 단순한 일조차 해내기 어렵다는 의미

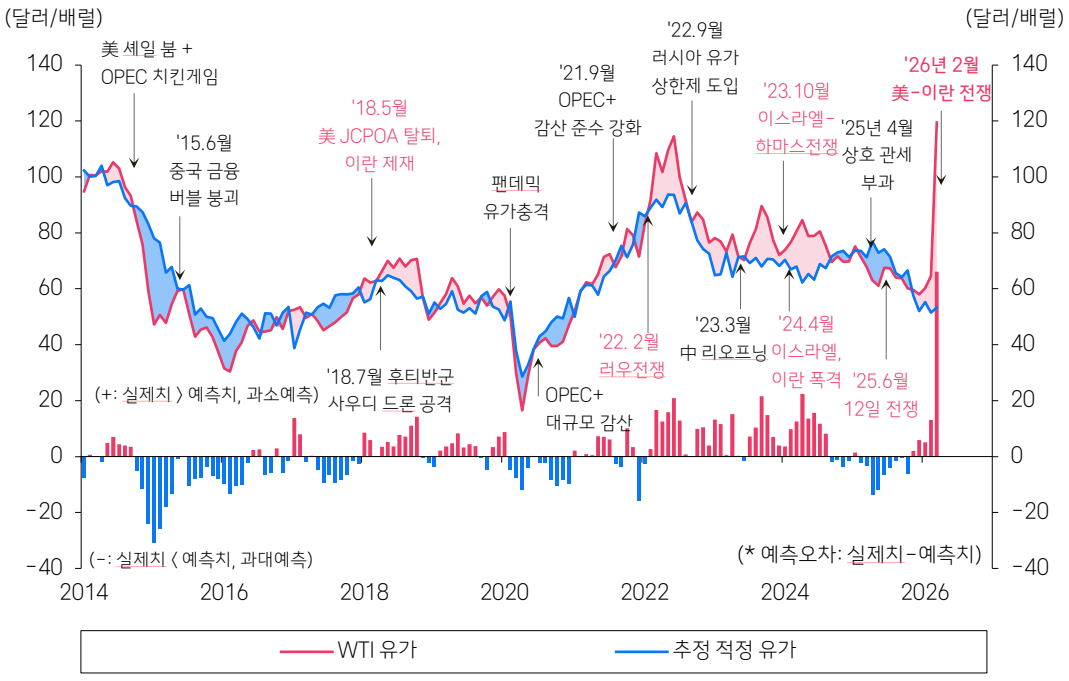
[2] 사우디 아람코, 아브카이크-쿠라이스 드론 공격 (2019년, 일간 기준 최대인 570만 배럴 공급 차질 발생하였으나 2주 내 정상화)
러시아-우크라이나 전쟁 (2022년, IEA는 '22년 3월 개전 초 러-우 전쟁이 약 300만 bpd의 공급 차질을 유발할 수 있다고 예상)

[3] 해협이라는 특수성을 감안하여 2.6달러/배럴 대신 3달러/배럴을 추정에 사용하였으나, 비선형적 반응을 감안하면 민감도는 더 커질 수 있음

물론 지금껏 호르무즈 해협이 봉쇄된 전례가 존재하지 않고 천문학적인 공급 차질의 경우 유가가 비선형적으로 반응하므로 방법론적인 한계점이 있음에 유념할 필요. 본 글에서는 원유 시장 참여자들의 대략적인 기대치를 확인함과 함께 불확실성이 상존하는 전시 상황에서 기준이 되는 시점을 제시하는데 의의가 있다는 점을 유의사항으로 함께 제시.

- **결국 전술한 1) 공급단의 한계, 2) 정책 공조의 타깃, 3) 원유 시장 기대치를 종합할 때 호르무즈 해협의 봉쇄 기간이 3월 말 4월 초를 초과하는지 여부가 유가의 상방을 결정지을 것으로 판단.** 해협 봉쇄가 보다 장기화될 경우 유가는 극심한 수급 타이트를 반영해 재차 급등세를 시현할 우려가 있는 반면, 이보다 단기화될 경우 빠르게 리스크 프리미엄을 반납할 전망. (3.10일 90달러/배럴 기준, 트럼프의 전쟁 조기 종료 발언으로 원유 시장은 3.20일 내 봉쇄 해결 가능성을 내재 중.)

그림 9. 원유 시장 이벤트와 적정 WTI vs. 실제 WTI



참고: '26년 3.9일 장중 최고가 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

표 5. 미국-이란 군사적 충돌 시나리오와 원유시장 영향

시나리오	전망	상황
시나리오 1.	美, 이란 군사 (or 핵프로그램 지원 시설 미사일) 공격 : 협상의 수단으로서 제한적 군사 작전	무산됨
시나리오 2.	美, 이란 원유 수출항(카르그 섬) 봉쇄 or 점령, 유조선 압류 : 최대 160 만 배럴 일 이란산 원유 수출에 차질 유가 10~12달러 상승	
시나리오 3.	이란, 아랍 걸프 지역 원유 수송 방해 vs. 美의 작전에 따라 수주 후 정상화 : 초기에 유가 급등 최악의 경우 배럴당 90달러 상회	현재 3~4 부근
시나리오 4.	美, 이란 석유 시설 직접 공격, 생산 및 정유소 타격 시 영향 장기간 지속 : 이란산 원유 공급 중단 유가 배럴당 100달러 이상 상승	Red line
시나리오 5.	이란, 아랍 걸프 지역 석유 시설 공격 : 이란 제외 1,800 만 배럴 일 원유 생산, 수출 타격 유가 130달러 상회 가능성	

참고: 당사 발간 리포트 (유승민) 이란 사태 시나리오와 전망 (2026.03.03)의 업데이트된 전망을 인용
자료: CSIS, 삼성증권

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA