2026년 3월 17일 | Global Asset Research

DIN (Doo It Now)

동트기 전이 가장 어둡다

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 RA 김민근 minkeunkim@ hanafn.com

하나증권 리서치센터

(결론적으로) 이란의 후계 구도 정리로 **중동 사태가 2단계(Stage 2) 국면에 진입**하면서, 시장은 권력 공백이 아닌 체제 보존형 강경 대응을 가격에 반영하기 시작했다. 그 여파로 유가와 원화 환율이 급등하며 외국인 주식 순매도 우려를 높이고 있다. 결국 핵심 변수는 사건 자체가 아니라, 그 충격이 **국제유가→환율→외국인 수급**으로 얼마나 깊게 번져 나가느냐다. 특히 국제유가 115달러 이상 구간에서 원화 약세와 외국인 이탈이 가장 두드러졌다는 점은, 한국 증시의 방향이 지정학보다 **고유가의 지속성**에 달려 있음을 보여준다. 다만 지금은 공포를 과장할 때만은 아니며, 고유가가 물가와 정책 부담을 자극하는 순간 오히려 다음 **출구의 조건도 함께 형성**될 수 있다.

변동성이 높아질 때 금융시장이 가장 **먼저 반응하는 가격은 금리보다 환율**이다. 달러-원 환율이 17년 만에 약세를 기록했다(장중 1,505.8원). 특히 한국처럼 에너지 수입 의존도가 높고 외국인 자금의 영향력이 큰 시장에서는 더욱 그렇다. 유가가 오르면 수입물가 부담이 커지고, 이는 기대인플레이션을 자극하며 통화가치의 약세 압력으로 이어진다. 원화가 흔들리면 외국인 자금은 가장 먼저 보수적으로 움직이고, 그 결과 한국 주식시장은 펀더멘털의 변화보다도 충격의 전이 속도에서 더 크게 흔들릴 수 있다. 한국 증시가 이번 사태에 민감하게 반응하는 이유는 기초체력이 약해서가 아니라, 충격이 전달되는 경로가 그만큼 선명하기 때문이다.

이 점에서 하나증권의 기존 문제의식은 유효하다. 최근 보고서를 통해 국제유가를 5단계로 구분해 코스피 평균 수익률을 살펴봤다면(3/9, 유가의 시간, 증시의 방향), 이번에는 같은 틀로 G20 국가들의 환율 변화를 살펴봤다. 국제유가가 115달러 이상으로 올라서는 **5단계 구간**에서 **가장 취약한 통화가 바로 원화**였고, 동시에 외국인의 한국 주식시장 순매도 규모 역시 가장 크게 확대됐다. 이는 한국 주식시장으로의 외국인 자금 유입 여부가 결국 국제유가의 방향성과 지속성에 달려 있음을 시사한다. 다시 말해, 한국 증시의 핵심 변수는 단순한 지정학 뉴스가 아니라, 그 뉴스가 만들어내는 유가 경로다.

중요한 것은 유가의 절대 수준만이 아니다. 시장은 언제나 "얼마나 올랐는가"보다 "얼마나 오래 높게 머무를 것인가"를 더 민감하게 본다. 고유가가 일시적 충격에 그친다면 금융시장은 이를 빠르게 흡수할 수 있다. 그러나 유가 상승세가 장기간 이어질 것이라는 전망이 확산되면 이야기는 달라진다. 중동 사태가 2단계 국면으로 접어들면서 주요 IB들의 고유가 기간이 증가할 것이라는 전망이 많아지고 있다. 이때 한국 증시는 환율과 수급이라는 이중 경로를 통해 압력을 받는다. 결국 이번 사태의 본질은 '중동 리스크' 그 자체가 아니라,

고유가의 장기화 기대가 금융시장의 가격 체계를 다시 바꿀 수 있는가에 있다.

그런 의미에서 하나증권은 이번 중동 사태를 단순한 공포의 확산으로만 보지 않는다. 오히려 **지금은 출구를 준비해야 할 시점**에 가깝다(3/4, 이란발 사태, '확전'보다 '출구'를 대비할 때). 물론 협상은 저절로 시작되지 않는다. 협상은 언제나 서로가 원하는 것을 분명히 가질 때 비로소 열린다. 이란 혁명수비대가 강경한 태도를 보일 가능성이 높은 이유도 여기에 있다. 먼저 강하게 버티고 **존재감을 과시해야 협상 테이블에서 지렛대**를 확보할 수 있기 때문이다. 따라서 현 국면은 긴장이 높아지는 구간이지만, 동시에 그 긴장이 오히려 향후 출구의 조건을 만들어가는 과정으로도 해석할 수 있다.

이번 사태의 **출구는 정치보다 경제에서 먼저 시작될 가능성**이 있다. 정확히는 **물가**다. 국제유가 상승세가 장기화 조짐을 보이면 각국 정책당국은 더 이상 이를 단순한 공급 충격으로만 방치하기 어렵다. 물가는 정치보다 빠르게 정책을 압박하고, 기대인플레이션은 외교적 수사보다 먼저 시장을 움직인다. 미국 3월 미시건대 소비자심리지수가 하락하기 시작했다. 결국 사태의 전환점은 군사적 긴장 완화의 선언이 아니라, 고유가가 정책 부담으로 전환되는 순간일 수 있다. 시장은 전쟁의 강도보다 물가의 지속성을 더 냉정하게 계산한다는 점에서, 이번 출구의 시발점 역시 정치가 아니라 경제일 가능성이 높다.

이번 주 예정된 3월 FOMC도 같은 맥락에서 해석해야 한다. 기준금리 자체는 동결과 관망 기조 유지라는 큰 틀에서 기존 전망과 크게 달라지지 않을 가능성이 높다. 한국 주식투자자 입장에서도 회의 결과만 놓고 보면 즉각적인 **방향 전환의 계기가 되기는 쉽지 않다**. 과거 FOMC가 주식시장에 상승 동인(매파로 예상되던 회의가 예상외로 비둘기로 마무리된 경우)이 되었던 사례를 이번에는 기대하기가 쉽지 않다(25/6/17, 주식관점에서 주목하는 6월 FOMC). 그러나 정작 중요한 것은 결과가 아니라 파월 의장이다. 최근 유가 상승을 두고 파월 의장이 고용이나 성장보다 물가와 기대인플레이션에 더 무게를 두는 발언을 내놓는다면, 시장은 이를 긴축적 신호로 해석할 수 있다. 그 경우 글로벌 위험자산 전반이 부담을 느끼겠지만, 원화와 외국인 수급에 민감한 한국 시장은 그 충격을 더 선명하게 받을 가능성이 높다.

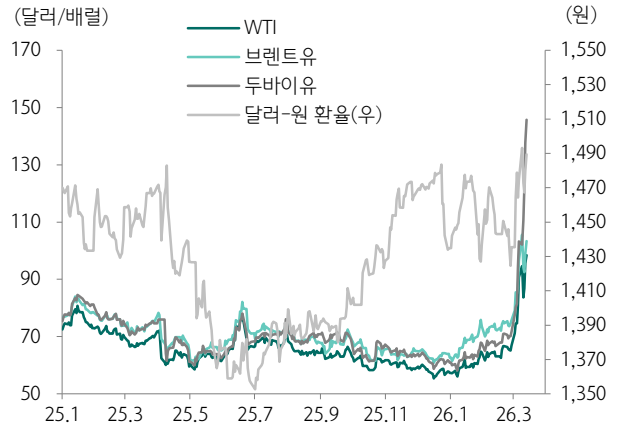
지금의 미국 경기 여건 역시 아이러니하게도 이런 판단을 강화한다. 성장 지표는 둔화의 그림자를 드리우고 있고, 고용도 이전보다 힘이 약해지고 있다. 경기침체 가능성에 대한 우려는 분명 높아지고 있다. 블룸버그에 따르면, 미국의 올해 경기 침체 가능성이 기존 20%에서 25%로 상향 조정됐다. 그러나 시장은 늘 그래왔듯, 가장 위험이 커지는 구간에서 역설적으로 출구를 모색하기 시작한다. 동트기 전이 가장 어둡다는 증시의 오랜 격언이 현재 국면을 설명하는 데 꽤 적절하다. 경기는 꺾이고, 물가 부담은 다시 살아나며, 정책은 더 어려운 선택을 요구받는다. 하지만 바로 그 지점에서 시장은 다음 국면의 단서를 찾는다. **공포가 가장 커질 때가 아니라, 공포가 정책 부담으로 바뀌는 순간이 오히려 전환의 시작**이 된다.

정리하면, 이번 한국 증시의 핵심은 지정학 그 자체가 아니다. 핵심은 유가의 방향, 그리고 그 유가가 원화와 외국인 수급을 얼마나 오래 압박할 것인가다. 중동 사태가 Stage 2로 전

환되면서 금융시장 변동성은 당분간 확대될 가능성이 높다. 그러나 동시에 시장은 이미 그 다음 질문을 던지기 시작했다. 이 고유가를 언제까지 감내할 수 있는가, 그리고 그 부담이 언제 정책과 협상의 출구를 강제할 것인가. 지금은 공포를 과장할 때가 아니라, 공포가 만들어낼 출구의 조건을 냉정하게 추적해야 할 시점이다.

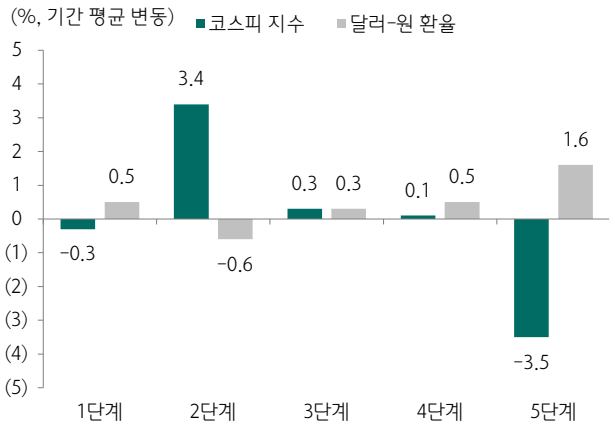
이번 중동 사태의 한국 증시 충격은 유가 그 자체보다, 고유가의 지속 기대가 원화와 외국인 수급을 동시에 압박하는 데서 발생한다. 다만 바로 그 지점이 **향후 출구의 시작점**이 될 수 있다.

도표 1. 이란발 중동 사태 2단계(Stage 2) 진입, 유가와 환율 상승



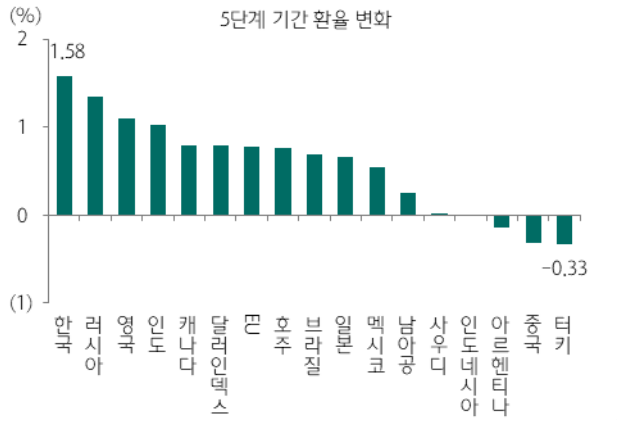
자료: Refinitiv, 하나증권

도표 2. 하나증권이 구분한 국제유가 단계별 주가와 환율 수익률



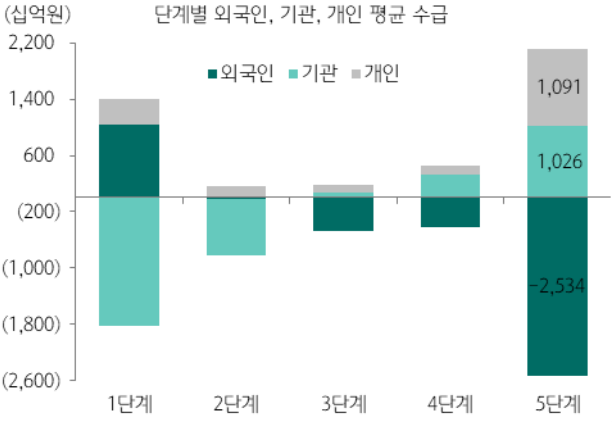
자료: Refinitiv, 하나증권

도표 3. 5단계(국제유가 115달러 이상) 국면에서 원화가 가장 약해



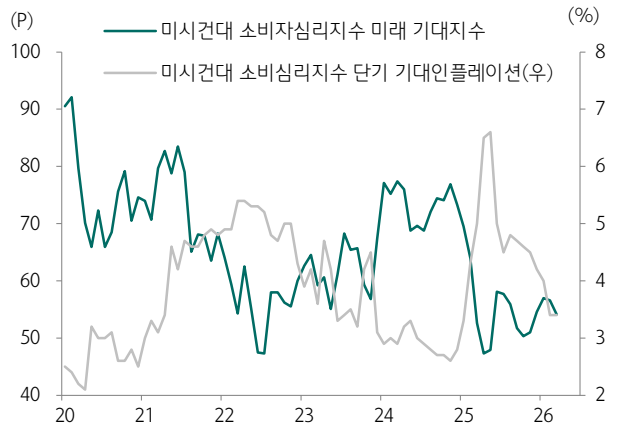
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 하나증권이 구분한 국제유가 단계별 한국 주식 수급



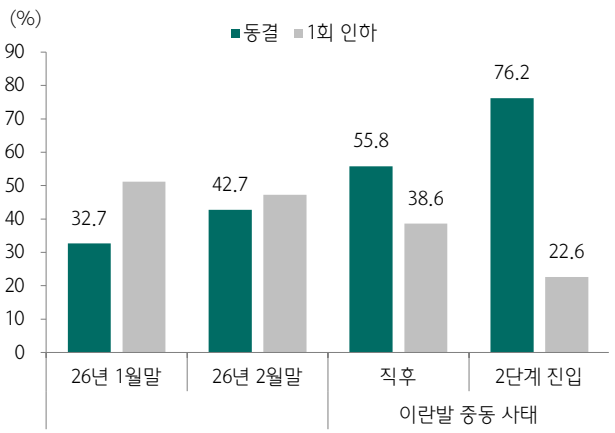
자료: Refinitiv, 하나증권

도표 5. 중동 사태로 미국 소비 경기 둔화 신호 포착



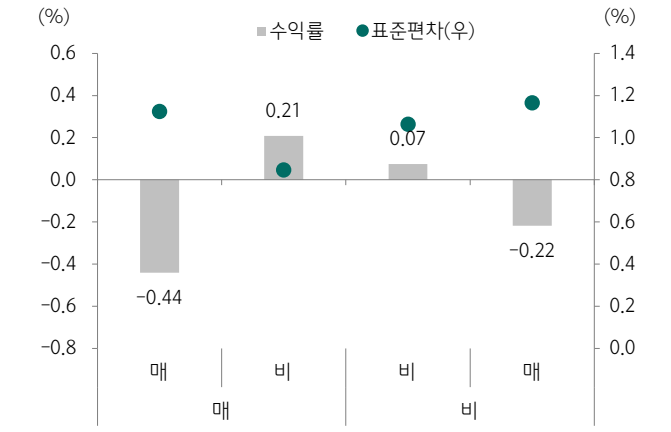
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 미 연준, 중동 사태 감안하여 당분간 관망 기조 유지 예상



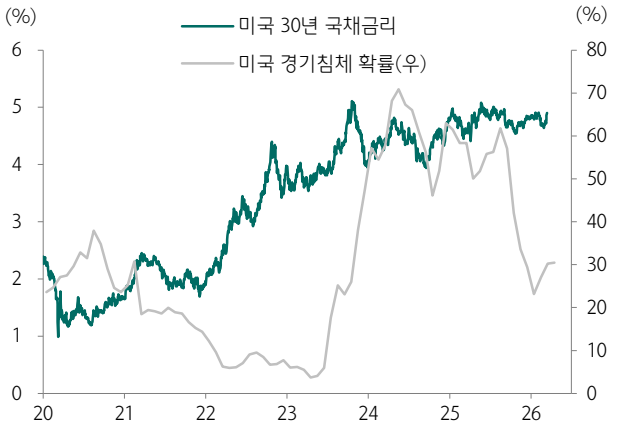
자료: CME, 하나증권
주: 6월 FOMC 금리 선물 변화

도표 7. FOMC는 매파로 인식되다, 비둘기로 종료되면 코스피에 긍정적



자료: Refinitiv, 하나증권

도표 8. 이란발 중동 사태 2단계로 접어들며 경기 침체 확률 상승



자료: Refinitiv, 하나증권

도표 9. 이란발 중동 사태 1단계(Stage 1)에서 2단계(Stage 2)로 전환

Stage 1: 이란 신정 체제 타격, 글로벌 에너지 공급망 붕괴	
2/28	**미국·이스라엘, 이란에 예방적 미사일 공격 단행으로 전쟁 발발**
	이란 혁명수비대, 호르무즈 해협 통항 불가 통보
	이란 테헤란 내 서로 다른 13곳, 이란 전역 12개 도시 공습 발생
3/1	**이란 최고지도자 아야톨라 세예드 알리 하메네이 사망 발표**
3/2	**호르무즈 해협서 민간 선박 3척 피격**
	레바논 무장세력 헤즈볼라, 이스라엘에 로켓 공격
	이란, 아람코 라스타누라 정유시설 드론으로 공격
3/3	**트럼프 대통령, 걸프 유조선에 대한 미 해군 호위 및 보험 약속**
	이스라엘, 레바논 무장세력 헤즈볼라 공습
	이스라엘, 이란 지하 핵시설 '민자데헤' 타격
3/4	**이란 분쟁 종식 위한 물밑 협상 요청 보도됐으나 이란은 부인**
	트럼프 대통령·쿠르드족 지도자간 통화 사실 발표
	쿠르드족, 이란 내 지상 공격작전 개시 보도
3/6	**트럼프 대통령, "이란과의 합의는 '무조건 항복' 외에는 없을 것"이라 발언**
3/7	**마수드 페제시키안 이란 대통령, 걸프 국가에 사과 및 공격 중단 선언**
	이란, 페제시키안 대통령 사과 후 바레인·UAE 추가 공습
	트럼프 대통령, 쿠르드족이 개입하는 것 원치 않는다 발언
3/8	**이란 차기 최고지도자 모즈타바 하메네이 선출**
	국제유가 WTI 배럴당 100달러 돌파. 2022년 7월 이후 처음
	이스라엘, 이란 샤흐런 석유저장소 등 연료저장시설 집중 타격
3/9	**트럼프 대통령, 이란 전쟁 곧 끝날 수 있다 발언**
	G7 국제유가 대응책으로 전략비축유 공동 방출 논의
3/10	**이란 혁명수비대, 전쟁의 끝을 결정하는 건 우리(이란)라 맞대응**
	국제에너지기구(IEA) 비축유 방출 관련 긴급회의 소집
	트럼프 대통령, 호르무즈 해협에 기뢰 설치 시 전례없는 군사적 결과 직면할 것이라 경고
3/11	**국제에너지기구(IEA), 4억 배럴 비축유 방출 결정**
	미국, 이란 기뢰 부설 함정 16척 타격 발표
	이란, 종전안으로 미국 배상금 지급 및 침략 재발 방지 보장 등 제시
Stage 2: 모즈타바 하메네이 집권과 항전의 시작	
3/12	**모즈타바 하메네이, 호르무즈 해협 봉쇄 계속할 것**
	미국 국방부, 전쟁 첫 10일 간 113억 달러 지출 상회
3/13	**미국 국방부, 중동 지역에 상륙강습함과 해병대 병력 파견 요청 승인**
	트럼프 대통령, 다음주 이란 강하게 공격할 것이라 발언
	이란, 위안화로 거래되는 석유 화물 실은 유조선에 대해 호르무즈 해협 통과 허용 방안 논의
	이란 혁명수비대, 이스라엘, 중동 미국 기지 겨냥한 미사일 및 드론 공격 수행 주장
	미군, 호르무즈 해협 봉쇄 해제 압박 위해 이란의 경제적 핵심지인 하르그 섬 일부 폭격
3/14	**이란 "호르무즈 해협, 미국·동맹국 제외 열려있다"며 부분 봉쇄 언급**
	트럼프 대통령, 한·중·일·영·프 5개국에 호르무즈 해협으로의 군함 파견 요구
	이란, 호르무즈 해협 우회 경로인 UAE 수출 경로 푸자이라 항구 타격
3/15	**트럼프 대통령, 이번주 호르무즈 호위 연합 합의 발표 계획**

자료: 언론 종합, 하나증권