meritz Strategy Daily

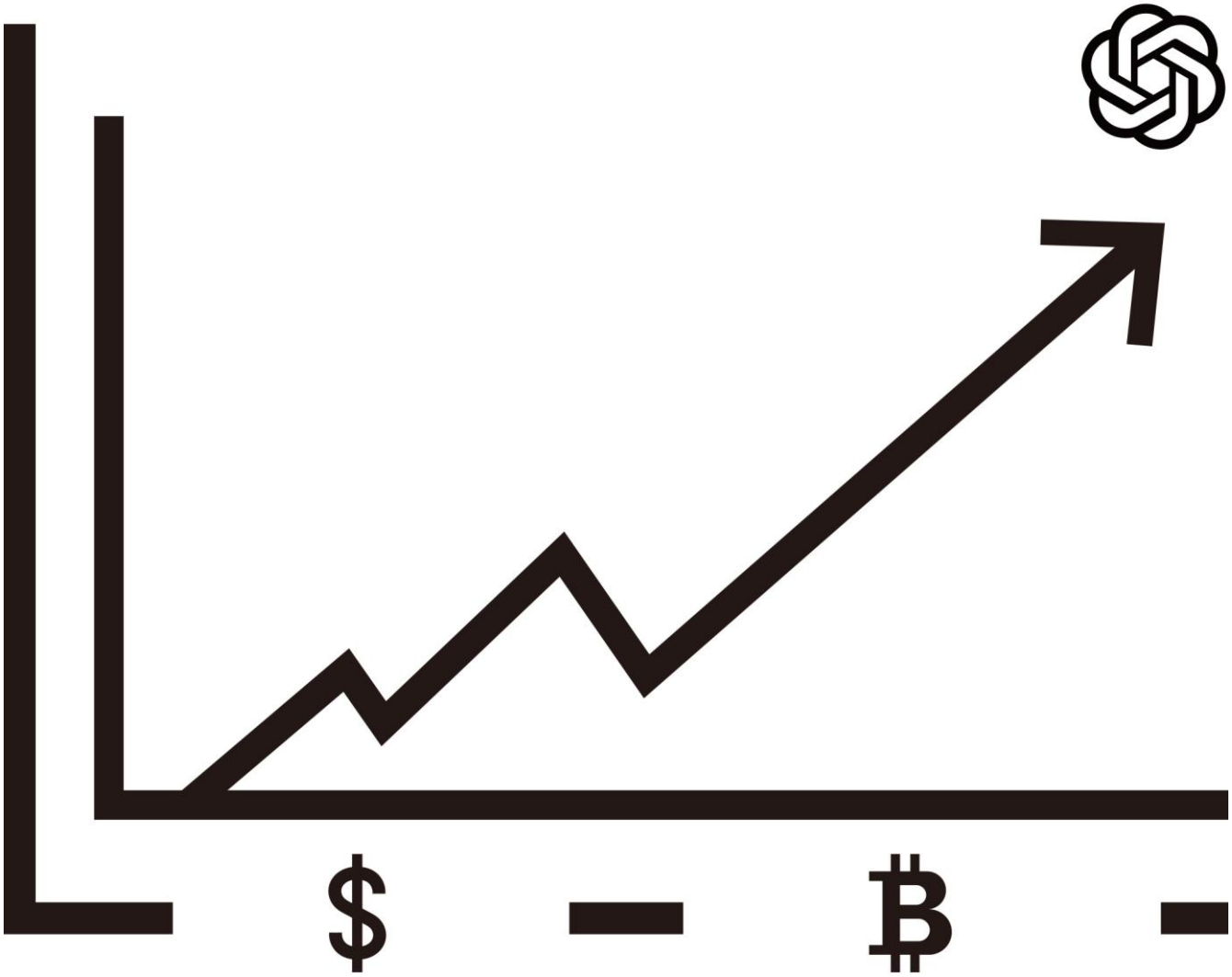
전략공감 2.0

2026. 3. 17 (화)

Strategy Idea
고변동성 증시, ETF 트렌드 살펴보기

오늘의 차트
Fed도 인정한 예측시장

칼럼의 재해석
호르무즈 해협 대체 가능성 점검



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.

meritz 메리츠증권

Strategy Idea

고변동성 증시, ETF 트렌드 살펴보기

퀀트
Analyst **이상현**
sanghyeon.lee@meritz.co.kr

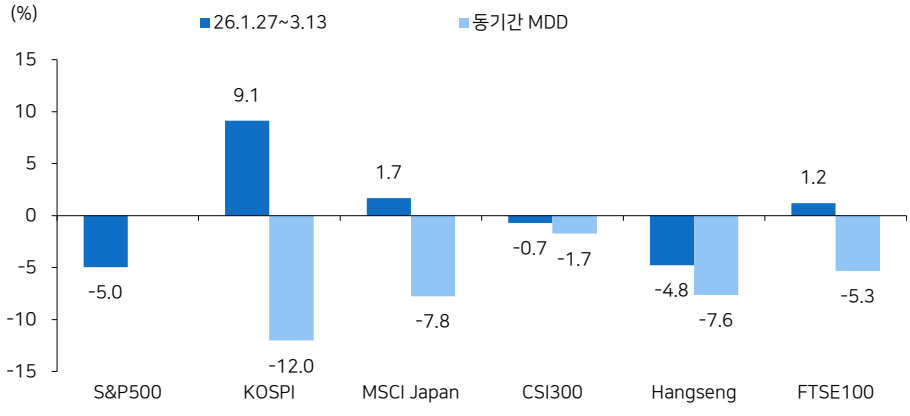
- ✓ 1월 27일 이후 S&P500 -5% 조정에도 한국, 일본 등 여전히 YTD 양(+)의 영역
- ✓ 미국 증시 10% 이상 조정 = 글로벌 증시 약세장. 가능성은 낮아
- ✓ 고변동성 증시, 일평균 거래대금 높은 테마 ETF(반도체, 로봇, 전력인프라) 관심

고변동성 증시, ETF 트렌드 살펴보기

사스포칼립스(SaaSpocalypse), 이란 공습 이후 호르무즈 해협 봉쇄 우려 및 유가 급등, 사모대출 부실화 위험 등 리스크 요인이 연초 부각되고 있다. S&P500은 1월 27일 이후 -5.0% 하락하며 이러한 리스크에 대한 불안감을 반영한다. 이란 공습 이후 고유가 리스크는 한국, 일본 등 중동발 원유 의존도가 높은 지역들에 부정적 충격을 주었다. KOSPI, MSCI Japan, Hangseng 지수는 각각 고점 대비 -12%, -7.8%, -7.6% 하락하며 이러한 리스크를 반영하고 있다.

과거 1990년 1월 이후 KOSPI 지수가 주간 기준 -10% 이상 조정을 받고, 그 다음 주에도 음(-)의 수익률을 기록한 횟수는 총 다섯 번이다. 이 중 최근의 사례('26.3.6)을 제외하고는 모두 9.11 테러, 글로벌 금융위기, COVID-19와 같이 실물 경제에 큰 파급효과를 불러일으킨 이벤트에 해당한다.

그림1 **S&P500 MDD -5.0%. 동기간 KOSPI 수익률 +9.1%**



주: 아시아 증시는 3/16 종가 기준.
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 KOSPI 주간 -10% 조정 사례. 그 다음 주도 음(-)의 수익률 기록한 것은 총 다섯 차례

주간수익률(%)	W+0	W+1	비고	주간수익률(%)	W+0	W+1	비고
'08.10.24	-20.5	18.6		'99.7.23	-11.4	7.2	
'97.12.13	-17.4	11.2		'98.6.13	-11.3	4.3	
'97.11.29	-16.0	6.8		'99.10.1	-10.9	0.0	
'00.10.13	-13.8	4.1		'98.4.4	-10.8	10.9	
'20.3.13	**-13.2**	**-11.6**	**COVID-19**	'98.2.14	-10.8	9.3	
'01.9.14	**-13.1**	**-2.1**	**9.11테러**	**'09.2.20**	**-10.6**	**-0.3**	**GFC 2차 공포**
'08.10.10	**-12.6**	**-4.9**	**글로벌 금융 위기**	**'26.3.6**	**-10.6**	**-1.8**	**이란 타격**
'00.9.22	-11.9	10.8		'99.1.22	-10.4	3.8	
'20.3.20	-11.6	9.7		'07.8.17	-10.4	9.4	
'00.7.28	-11.6	2.5		'00.5.26	-10.1	15.8	
				Average	**-12.4**	**5.2**	
				Median	**-11.5**	**5.6**	

주: '90.1월 이후 기준
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

과거를 돌이켜보았을 때 미국 증시가 -10% 이상 조정을 받을 경우 글로벌 증시 또한 모두 약세장이었던 경험이 있다. 엄밀히 역이 성립하지는 않겠으나 아직 글로벌 증시 전반이 약세장에 진입했다고 보기는 어렵다. 여전히 한국, 일본, 대만 등 아시아권 증시가 YTD 양(+)의 영역에 남아있다. 현재의 외부적 조건이 글로벌 금융위기, COVID-19에 준하는 상태가 아니라면 미국 증시 또한 -10% 이상의 조정 가능성은 제한적이다.

표2 미국 증시가 -10% 조정 시, 세계 증시 모두 약세장이었던 경험

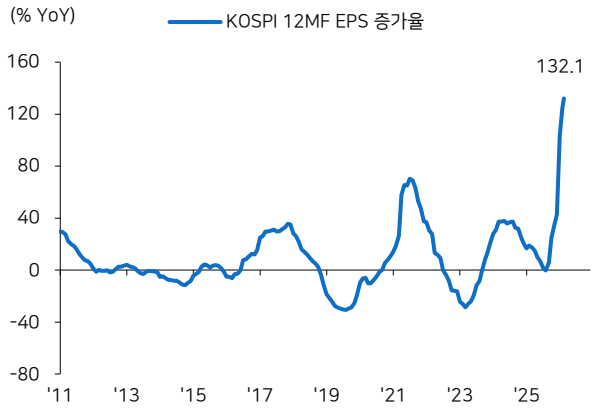
Start	End	SPX	MXAPJ ($)	MSCI Japan	HSI	SXXP	FTSE 100
'90.1.2	'90.1.30	-10%	-2%	-5%	-3%	-3%	-5%
'90.7.16	'90.10.11	-20%	-26%	-29%	-17%	-20%	-13%
'97.10.7	'97.10.27	-11%	-17%	-5%	-29%	-7%	-9%
'98.7.17	'98.8.31	-19%	-21%	-14%	-16%	-17%	-15%
'99.7.16	'99.10.15	-12%	-6%	-4%	-9%	-7%	-10%
'00.3.24	'02.10.9	-49%	-49%	-46%	-50%	-53%	-44%
'02.11.27	'03.3.11	-15%	-13%	-13%	-11%	-24%	-17%
'07.10.9	'09.3.9	-57%	-62%	-59%	-60%	-59%	-46%
'10.4.23	'10.7.2	-16%	-9%	-15%	-6%	-11%	-15%
'11.4.29	'11.10.3	-19%	-27%	-14%	-29%	-21%	-16%
'15.5.21	'15.8.25	-12%	-23%	-14%	-22%	-13%	-13%
'15.11.3	'16.2.11	-13%	-15%	-18%	-18%	-20%	-13%
'18.1.26	'18.2.8	-10%	-8%	-6%	-8%	-7%	-6%
'18.9.20	'18.12.24	-20%	-9%	-16%	-7%	-12%	-9%
'20.2.19	'20.3.18	-29%	-24%	-24%	-19%	-36%	-32%
'22.1.3	'22.10.12	-25%	-31%	-8%	-28%	-21%	-8%
'23.7.25	'23.10.27	-10%	-12%	-3%	-13%	-9%	-5%
'25.2.19	'25.4.4	-17%	-4%	-11%	0%	-10%	-8%
Average		**-20%**	**-20%**	**-17%**	**-19%**	**-19%**	**-16%**
Median		**-17%**	**-16%**	**-14%**	**-17%**	**-15%**	**-13%**

자료: Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research, 메리츠증권 리서치센터

한국은 반도체 중심 이익 상승 사이클에 올라와있으며 KOSPI 12개월 선행 EPS는 전년동월 대비 +132%, 선박제외 일평균 수출은 +48.9% 증가하며 펀더멘탈 측면에서 여전히 개선세를 보이고 있다. OECD 경기선행지수(CLI) 측면에서도 2월 102.15로 확장 국면에 머물러 있어 전반적으로 약세장의 낌새는 느껴지지 않는다.

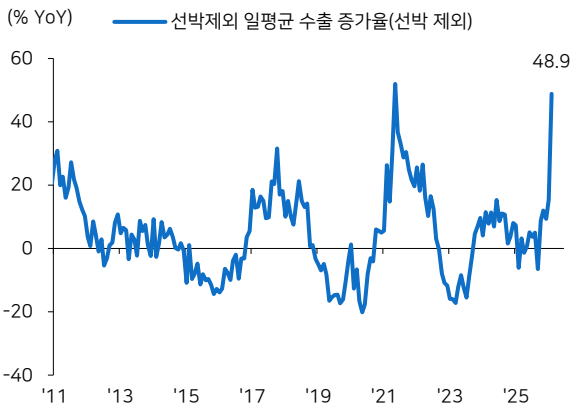
여전히 확장 국면에 머물러 있다면 스타일 축면에서 가치주 보다는 성장주, 중소형주 보다는 대형주를 선호한다. 이러한 선호는 최근 개인 매수세 중심의 ETF 트렌드와도 일맥상통하는 모양이다.

그림2 KOSPI 12MF EPS YoY 증가율



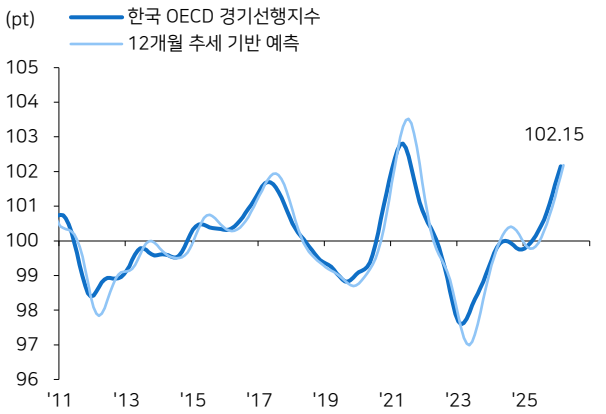
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한국 일평균 수출 YoY 증가율(선박 제외)



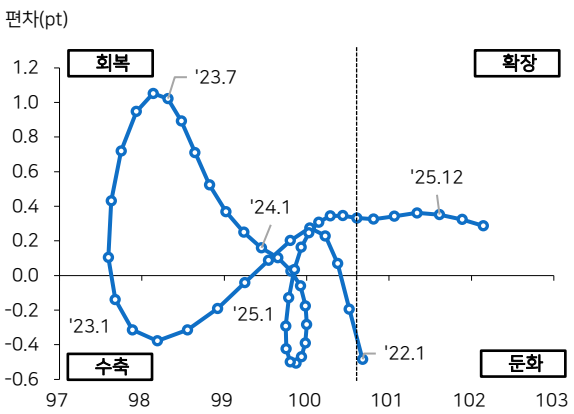
자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그림4 한국 OECD 경기선행지수(CLI)



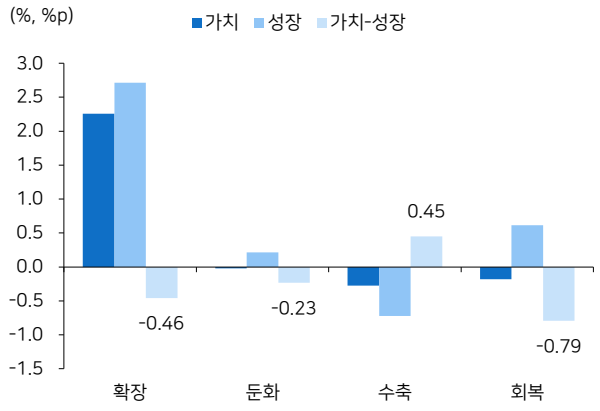
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 12개월 Rolling 트렌드와 비교 시 현재 확장 국면 유지



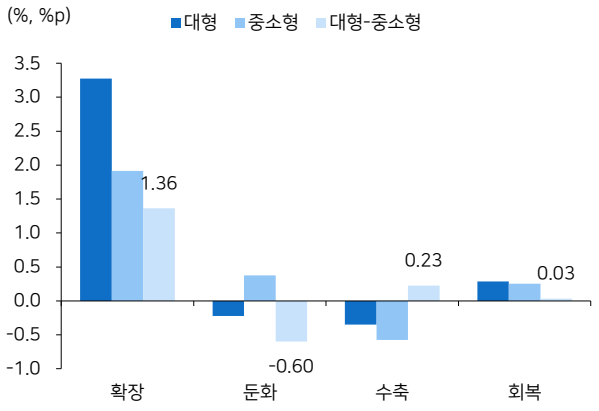
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 여전히 확장 국면이라 한다면 성장>가치



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림7 대형>중소형 의견은 동일

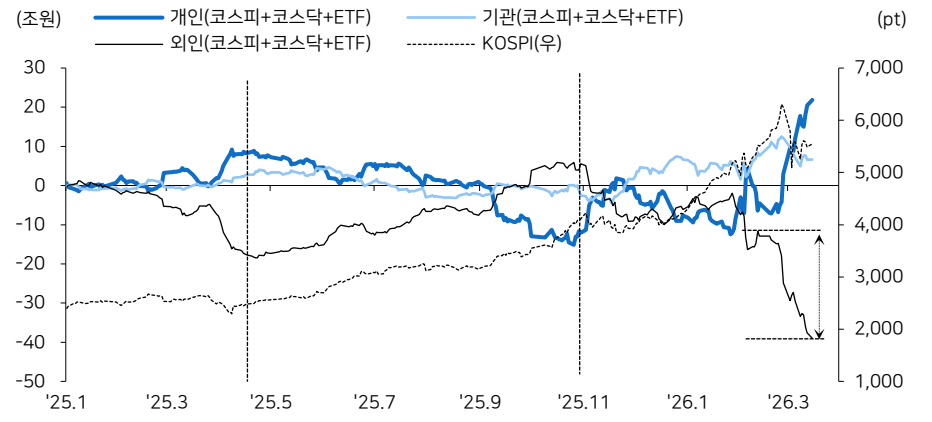


자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

2월 12일 이후 외국인은 국내(코스피+코스닥+ETF) 주식 시장에 총 27.2조원을 순매도했다. 반대로 개인은 28.3조원을 순매수하며 외국인의 매도 물량을 모두 흡수하고 있다. 코스피+코스닥 거래대금은 지난주 크게 감소하며 12주 평균을 하회했으나, 코스피200 및 코스닥150 추종 ETF 거래대금은 3월 들어 크게 증가하여 지난주에도 12주 평균을 상회했다. 최근의 증시 변동성에도 불구하고 대형주, 성장주 중심의 ETF 매수세는 유지되며 증시 하방을 지지할 것으로 보인다.

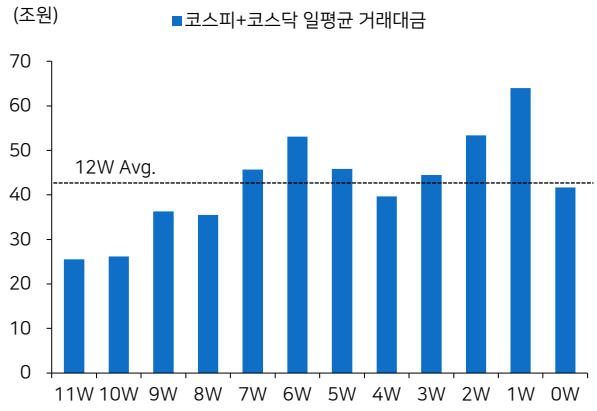
증시 변동성에도 불구하고 3월 성과가 상대적으로 좋았던 방산, 원자력, 조선 테마와 최근 12주 거래대금이 높은 반도체, 로봇, 전력인프라 테마 ETF에 개인 자금이 지속이 예상된다. 해당 테마의 경우 AI 익스포져가 높아 금주 Nvidia GTC 및 마이크론 실적 발표에 따른 수혜도 기대 가능하다.

그림8 외국인 국내 증시에서 27.2조원 순매도



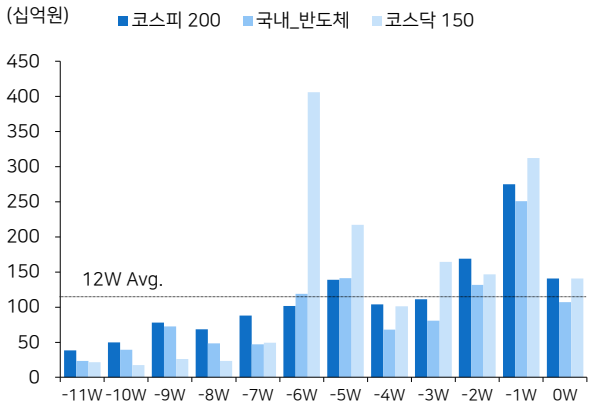
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림9 **코스피+코스닥 거래대금 크게 감소하며 12주 평균 하회**



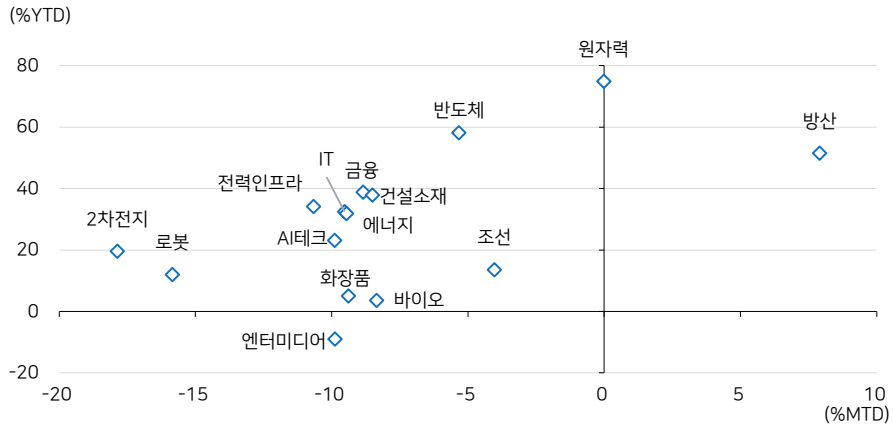
주: 3/13 기준
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림10 **주요 ETF 주간 일평균 거래대금 3월 들어 증가**



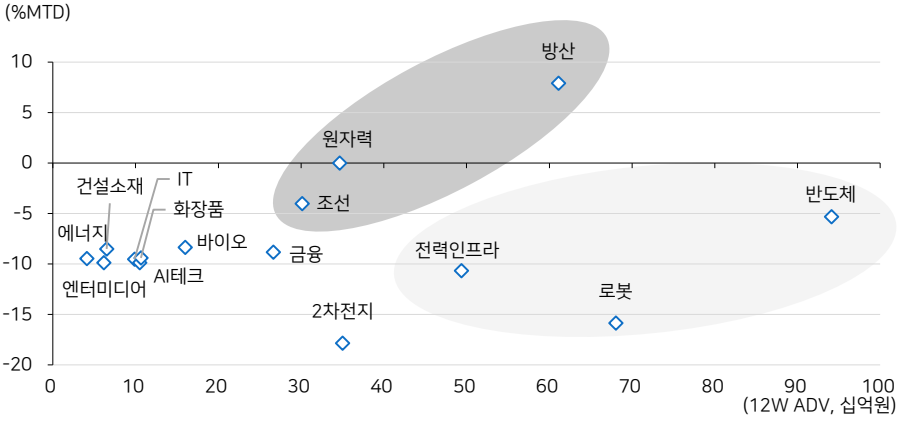
주: 3/13 기준
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림11 **한국 업종섹터 ETF 3월 MTD 상위 테마: 방산, 원자력, 조선**



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림12 **한국 업종섹터 ETF: 조방원 제외 Most Active 테마: 반도체, 로봇, 전력인프라**

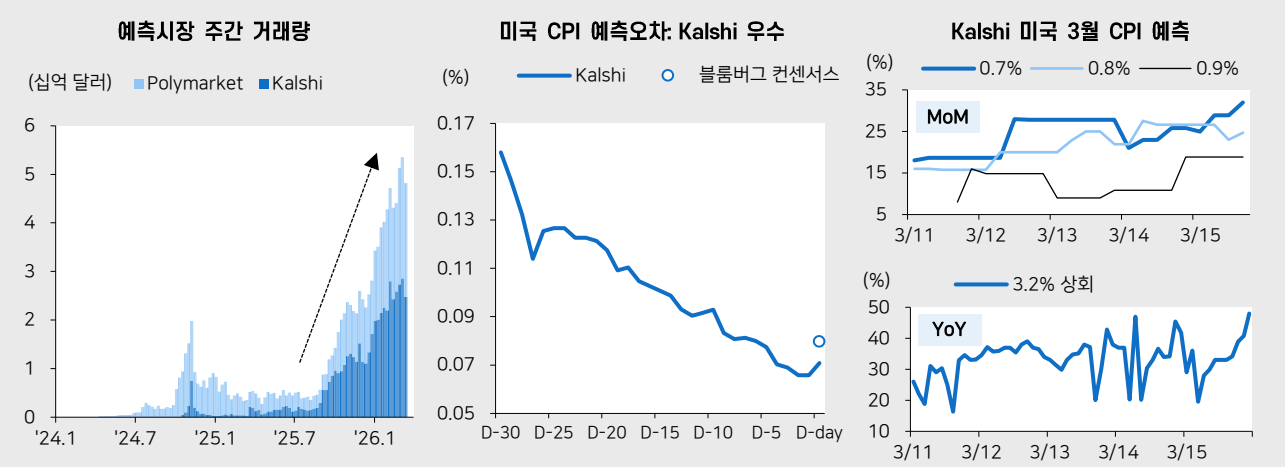


주: 최근 12주 일평균 거래대금(Average Daily Value)의 평균
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

박민서 연구원

Fed 도 인정한 예측시장



자료: Bloomberg, Federal Reserve Board, Kalshi, 메리츠증권 리서치센터

Kalshi와 Polymarket으로 대표되는 예측시장 규모(Prediction markets)가 급격히 성장하고 있다. 주간 거래량 데이터에 따르면 3월 9일 기준 Kalshi 24.8억 달러, Polymarket 23.4억 달러로, 특히 Kalshi는 전년대비 82.53배 증가했다. 이들 시장에는 스포츠/정치 이슈 이외에도 매크로 이벤트에 대한 예측 상품이 존재하는데, 미 연준에서는 해당 예측의 정확도 및 유용성에 주목한다는 보고서를 발표했다.

미 연준에서 언급한 기존 예측치의 한계점은 다음과 같다. 우선 뉴욕 연은 인플레이션/노동시장, 블루칩 GDP/CPI, 블룸버그 컨센서스 등 Survey-based 지표는 발표 빈도가 낮으며 응답 참여자가 소수여서 편향이 존재할 수 있다. 또한 SOFR 선도금리, OIS 시장에 반영된 금리 등의 Market-based 지표는 간접적으로 예측치를 산출해야하며 GDP나 실업률 등과 같은 지표는 파생상품 자체가 존재하지 않는다.

여기서 Kalshi의 장점이 두드러진다. 소수의 전문가 이외에 일반 개인 혹은 기관 투자자 등 더욱 다양한 시장 참여자의 기대를 반영할 수 있고, 시장 뉴스에 반응하는 실시간/직접적 분포를 확인할 수 있다. 게다가 연준에서 분석한 결과, 미국 CPI의 경우 Kalshi의 예측 오차가 블룸버그 컨센서스보다도 낮게 도출되었다. 현재 3월 CPI의 블룸버그 컨센서스는 아직까지 존재하지 않으나, Kalshi에서는 전월대비 0.7% 및 전년대비 3.2% 상회 가능성을 높게 예측하고 있다.

물론 예측 시장 역시 충분한 표본이 존재해야 하고, 일부 세력의 시장 조작 가능성이 있다는 한계가 존재하는 것은 사실이다. 그러나 연준 입장에서는 단순히 경제지표 발표치를 맞추는 것보다, 현재와 같은 불확실한 상황에서 경제주체의 기대(expectations)를 확인하고 관리하는 것이 더욱 중요하다. 따라서 향후 매크로 변수 예측에 있어서 보조 지표로 적절히 활용될 수 있을 것으로 기대한다.

칼럼의 재해석

황현식 연구원

호르무즈 해협 대체 가능성 점검 (IEA)

과거 걸프만 지역에서 크고 작은 분쟁이 수차례 발생했지만 호르무즈 해협이 봉쇄된 적은 없었다. 전례 없는 상황속에서 유가와 석유제품 가격은 가파르게 올랐다. 대응책으로 (1) IEA 회원국의 전략비축유 방출과 (2) 중동 우회 파이프라인 이용이 있다.

지난 11일 IEA 32개 회원국은 중동 전쟁에 따른 공급 차질 대응을 위해 총 4억 배럴의 비축유를 시장에 공급하기로 결정했다. 역대 가장 큰 규모의 전략 비축유 방출이지만 기존 호르무즈 해협의 물동량을 감안하면 공급 차질은 불가피하다. 작년 기준 호르무즈 해협을 통해 수출되는 원유와 석유제품은 2,000만 B/D로, 전략 비축유 4.1억 배럴은 20일치 물량이다. 특히 아시아·오세아니아 비축 원유 방출량은 6,500만 배럴로 5일치에 불과하다.

호르무즈 해협의 대안으로 (1) 사우디 Yanbu, (2) UAE Fujairah가 있다. 최근 Yanbu의 선적량은 2026년 3월 1일부터 9일까지 평균 220만 B/D로 2월 대비 두배 이상을 기록했다. 사우디가 기존 호르무즈 해협을 통해 620만 B/D를 수출한 점을 감안하면 기존 물량의 약 35%를 대체중이다. Fujairah는 아부다비 파이프라인을 통해 약 150만 B/D를 수출할 수 있다. 다만 현재는 이란의 드론 공격으로 최소 2기의 원유 저장탱크가 손상되어 가동이 중단된 상태다.

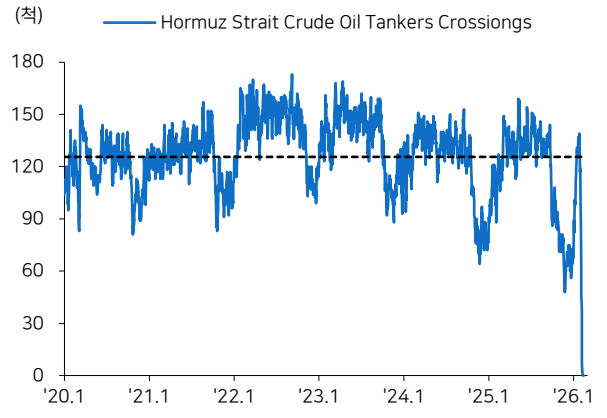
글로벌 원유 물동량의 25%를 차지하는 호르무즈 해협을 온전히 대체할 수 있는 수단은 존재하지 않는다. 투자 관점에서는 가동률 변화 및 제품 스프레드 흐름을 면밀히 점검하며 대응할 필요가 있다.

호르무즈 해협 봉쇄의 나비 효과

과거 걸프만 지역에서 크고 작은 분쟁이 수차례 발생했지만 호르무즈 해협이 봉쇄된 적은 없었다. 2020년 이후 주간 평균 125척의 유조선이 해협을 통과했지만, 전쟁 발생 후에는 이란의 보복 공격과 선박 위협으로 사실상 봉쇄되어 지나가는 유조선이 급감했다. 전례 없는 상황속에서 유가와 석유제품 가격은 가파르게 올랐다. 전쟁 직전인 2/27 대비 WTI 47%, 휘발유 71%, 등유 113%, 경유 106%, 나프타 78%가 상승했다.

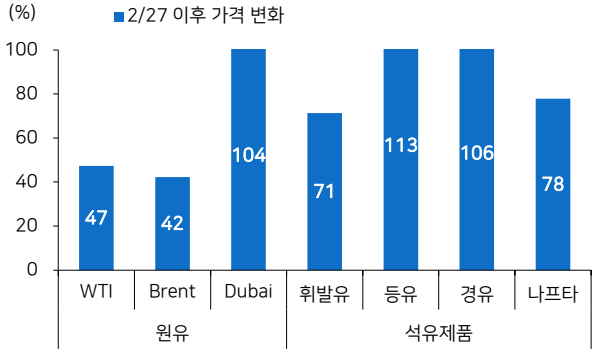
전쟁으로 가장 문제가 되는 부분은 원유, 석유제품의 공급 차질이다. 세계 각국은 장기화 상황을 대비하여 대응책을 강구 중인데, (1) IEA 회원국의 전략비축유 방출과 (2) 중동 우회 파이프라인 이용 방안을 현실적인 방안으로 꼽을 수 있다.

그림1 미국-이란 전쟁 이후 해협을 통과하는 유조선 급감



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국-이란 전쟁 전후 유가 및 석유제품 가격 변화율



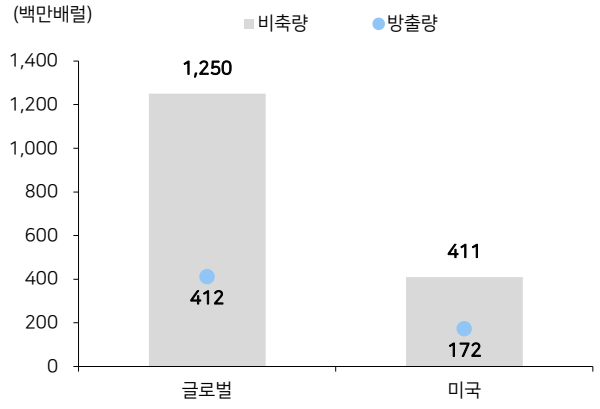
자료: Petronet, 메리츠증권 리서치센터

사상 최대 전략 비축유 방출에도 불구하고

지난 11일 IEA 32개 회원국은 중동 전쟁에 따른 공급 차질 대응을 위해 총 4억 배럴의 비축유를 시장에 공급하기로 결정했다. 이후 IEA는 아시아·오세아니아 회원국 물량은 즉시, 미주·유럽 회원국 물량은 3월 말부터 공급할 계획이라고 밝혔다. 전 세계에서 정부 비축유 2억7170만 배럴, 의무 산업 물량 1억1660만 배럴, 기타 2,360만 배럴 등 총 4억1190만 배럴이 방출된다. 아시아·오세아니아에서는 총 1억860만 배럴이 원유 60%, 석유제품 40% 비율로 구성됐다.

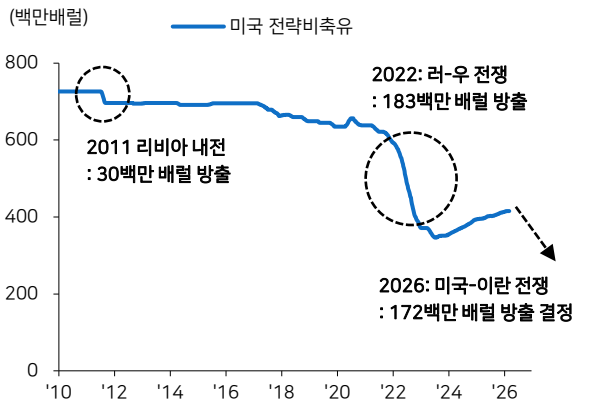
IEA는 세계 석유 시장 역사상 가장 막대한 공급 차질을 빚고 있으며, 이번 비상 공동 대응이 완충 역할을 하겠지만 가장 중요한 요소는 호르무즈 해협을 통한 정기 운송의 재개라고 언급했다. 역대 가장 큰 규모의 전략 비축유 방출이지만 기존 호르무즈 해협의 물동량을 감안하면 공급 차질은 불가피하다. 작년 기준 호르무즈 해협을 통해 수출되는 원유와 석유제품은 2,000만 B/D로, 방출되는 전략 비축유 4.1억 배럴은 20일치 물량이다. 아시아 지역으로 좁혀보면 사태는 심각하다. 호르무즈 해협에서 아시아로 수출되는 물량은 1,290만 B/D로 약 90%를 차지한다. 결정된 아시아·오세아니아 비축 원유 방출량은 6,500만 배럴로 5일치에 불과하다.

그림3 글로벌 전략비축유 재고와 방출량 (26.3)



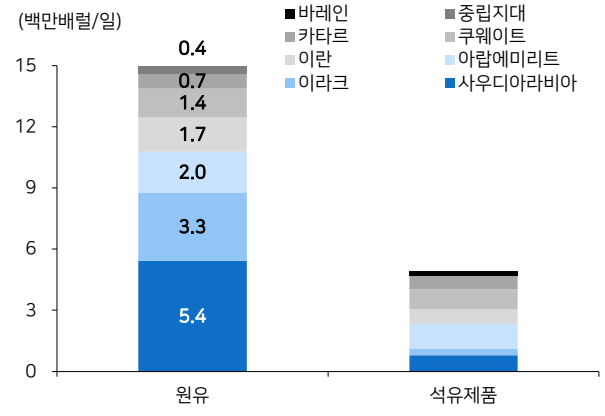
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 전략비축유 추이



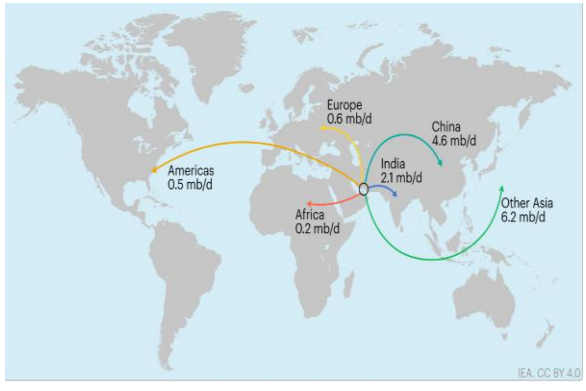
자료: DOE, 메리츠증권 리서치센터

그림5 중동 국가별 호르무즈 해협 통과 수출량



자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

그림6 호르무즈 해협을 통과하는 원유 수요처



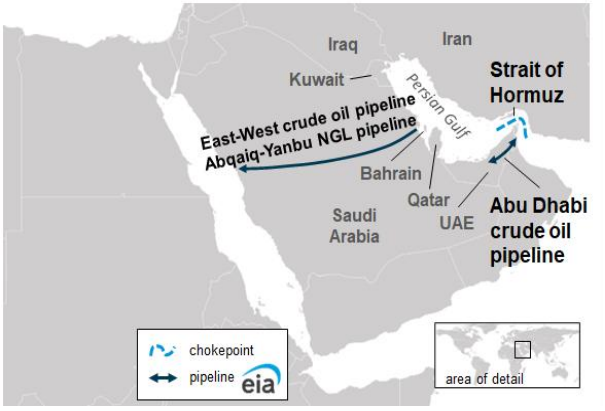
자료: IEA

비상 상황에 대비한 우회로에도 불구하고

대안으로 중동 국가들의 우회로를 이용해 공급 차질을 보완할 수 있다. 호르무즈 해협의 대안으로 (1) 사우디 Yanbu, (2) UAE Fujairah 가 있다. Yanbu 의 파이프라인은 사우디 동부 유전지대에서 홍해 연안의 서부 항구까지 약 1,200km 를 연결한다. 기존에는 약 500 만 B/D 수송 능력으로 설계됐지만, 확장을 거쳐 현재는 최대 700만 B/D 원유를 수송할 수 있다. 다만 약 200만 B/D는 내수 정유공장에 배정되므로 실제 수출에 활용 가능한 물량은 약 500 만 B/D 정도다. 아람코의 CEO 는 최근 수송능력을 최대로 올리는 중이며, 주로 Arab Light 와 Arab Extra Light 원유를 보내고 있다고 언급했다. 최근 Yanbu 의 선적량은 2026 년 3 월 1 일부터 9 일까지 평균 220 만 B/D 로 2 월 대비 두배 이상을 기록했다. 사우디가 기존 호르무즈 해협을 통해 620 만 B/D 를 수출한 점을 감안하면 기존 물량의 약 35%를 대체중이다.

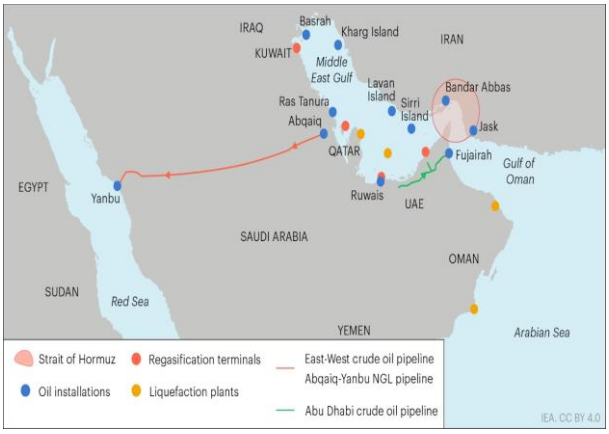
Fujairah 는 아부다비 파이프라인을 통해 약 150 만 B/D 를 수출할 수 있다. 호르무즈 해협을 통한 UAE 원유 수출량이 200 만 B/D 인 점을 감안하면 충분하다고 생각할 수 있지만, 이란의 드론 공격으로 화재가 발생하여 원유 선적 작업이 중단된 상태다. 그 외 이라크, 쿠웨이트, 카타르는 수출 대체 경로가 없는 상황으로 현재 우회 여력은 220 만 B/D 에 불과하다. 호르무즈 해협을 전체 수출량인 2000 만 B/D 중 우회 물량은 11%로 전량 대체는 구조적으로 불가능하다. 이에 대응하여 중동 국가들은 감산을 발표했다. 사우디, 이라크, UAE, 쿠웨이트순으로 2~2.5 백만, 2.9 백만, 0.5-0.8 백만, 0.5 백만 B/D 으로 총 5.9~6.7 백만 B/D 물량 감축에 돌입했다.

그림7 **호르무즈 해협 우회로 (1) Yanbu, (2) Fujairah**



자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림8 **중동 원유 및 가스 시설 현황**



자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

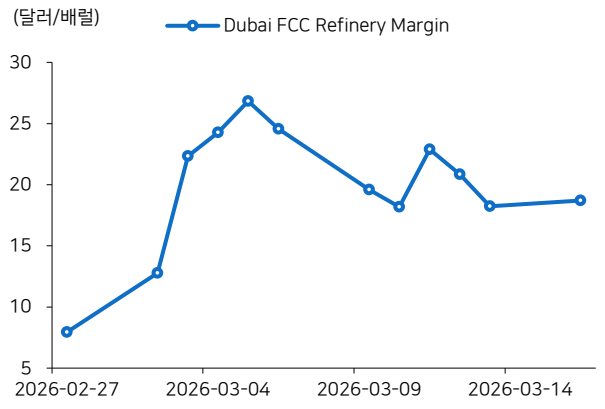
중동산 공급 차질이 국내 정유화학 산업에 미치는 영향은?

한국은 지난해 기준 중동산 원유 수입 비중이 70.7%에 달했고, 이 중 99%가 호르무즈 해협을 통과했다. 중동산 원유 의존도가 높은 구조 속에서 사태 초기에는 타이트한 수급으로 석유제품 가격이 유가 대비 탄력적으로 상승했다. 그러나 사태가 장기화될 경우 원유 조달 차질이 현실화되면서 정유사의 가동률 하향 우려가 커지고, 정제마진 역시 변동성이 확대될 가능성이 높다.

화학 업종에서도 이례적인 움직임이 나타나고 있다. 공개적으로 크게 확인된 국내 화학사의 불가항력 사례는 2019년 한화토탈 정도에 그쳤으나, 이번에는 NCC 원료 조달 차질로 여천NCC가 실제 불가항력을 선언했다. 여기에 LG화학, 롯데케미칼, 한화솔루션도 고객사에 불가항력 가능성을 사전 통보하면서, 국내 화학업계 역시 전례 없는 공급 불안 국면에 진입하고 있다.

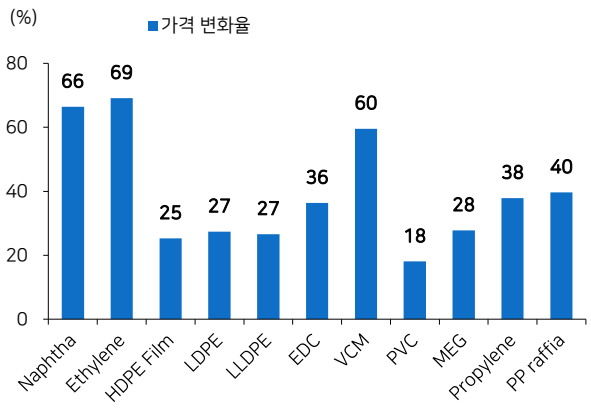
이번 사태는 글로벌 석유 해상 물동량의 약 25%가 지나는 호르무즈 해협의 봉쇄라는 점에서 과거와는 결이 다르다. 따라서 섣부른 방향성 예측보다는 조달 차질의 지속기간, 대체 원료 확보 가능성, 가동률 변화 및 제품 스프레드 흐름을 면밀히 점검하며 대응할 필요가 있다.

그림9 2/27 이후 Dubai 정제마진 흐름



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 2/27 이후 화학 제품 가격 변화율



자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 국내 화학기업 불가항력(Force Majeure) 선언 및 가능성 통보 사례

회사	시점	제품	구분	배경/가동률 하향
한화토탈	2019.05	SM(스티렌모노머) 공급	실제 FM 선언	대산 설비 정비 · 파업 · 원료 부족이 겹치며 고객사 대상 FM 선언
여천NCC	2026.03	공급 전반	실제 FM 선언	호르무즈 봉쇄 여파로 납사 원료 조달 차질, 최소 가동 및 공급 FM 선언 최소 가동 수준으로 감산
LG화학	2026.03	에틸렌 등	FM 가능성 통보	중동 위기로 원료 수급 불확실성 확대, 고객사에 사전 고지 대산은 69% → 54%, 여수 1호기 64%, 3호기 73% 수준으로 조정
롯데케미칼	2026.03	에틸렌 등	FM 가능성 통보	중동 위기로 원료 수급 불확실성 확대, 고객사에 사전 고지 대산은 80% → 70% 수준으로 하향, 여수는 정기보수 앞당김
한화솔루션	2026.03	폴리올레핀	FM 가능성 통보	중동 위기로 원료 수급 불확실성 확대, 고객사에 사전 고지

자료: 메리츠증권 리서치센터

원문: *(IEA) Strait of Hormuz*