MARKET
STRATEGY

2026. 3. 17.

글로벌투자전략팀

박주란 Analyst
juran.park@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

Commodities Weekly

미국-이란 전쟁과 원유 시장 영향

- 3월 3주 차 기준 유가 안정 조치 단행되며 순 공급 차질분은 약 900~1,050만 bpd
- 미국-이란 전쟁의 전개 과정과 현재 전황을 게임 이론적으로 재구성
- 3월 말, 4월 초가 국제 유가 향방을 결정짓는 중대한 분수령이 될 것이라는 기존의 시각을 유지

가용한 조치 총동원되며, 유효 순 공급 차질분 감소

- **국제 유가는 해협 봉쇄에 준하는 공급 차질이 지속되며 고유가 국면 연장되는 가운데 변동성 장세를 시현.** 유가 안정화를 위해 1) IEA 전략 비축유 공동 방출, 2) 러시아/베네수엘라 원유 제재 완화가 단행.
- 3월 3주 차 기준, 육상 우회로를 감안한 호르무즈 해협의 공급 차질분은 1,587만 bpd로 지난주 대비 감소. 사우디 동-서 파이프라인을 경유한 대체 수송로에서 처리 용량이 증가했기 때문. 여기에 기존 원유 재고 비축분 소진(150만 bpd)과 베네수엘라 제재 해제에 따른 재고 방출(50만 bpd), IEA 긴급 비축유 방출(333만 bpd~500만 bpd)를 차감하여 완충 효과를 감안하면 현재 유효 순 공급 차질분은 887~1,054만 bpd로 추정.

전쟁의 게임 이론적 재구성, 미국의 선호 균형 vs. 이란의 선호 균형

- **미국-이란 전쟁을 이란, 미국, 해협을 통한 원유 의존도가 높은 제3국(예: 중국)이 참가하는 다인(多人)게임으로 해석.** 이란(봉쇄, 봉쇄 완화), 미국(강경 대응, 제한 대응), 중국(중재, 중립)으로 참가자 별로 두 가지 전략이 존재. 중국이 늘 중재를 선택하였을 때 미국이 강경 대응을 하든, 제한적인 대응을 하든 얻게 되는 보수가 무차별한 경우, 이란의 협상력이 극대화되는 (봉쇄, 제한 대응, 중재) 조합과, 트럼프가 선호하는 (봉쇄 완화, 강경 대응, 중재)라는 복수의 균형이 도출될 수 있음.
- 3.15일 트럼프는 호르무즈 호위 연합 구상을 발표. 미국이 강경 대응을 선택했을 때 기대 손실을 낮추고 이란의 기대 손실은 높임으로써 본인에게 유리한 조합(봉쇄 완화, 강경 대응, 중재)으로 일차적인 균형을 옮기고자 하는 것. **하르그섬 공격, 호위 연합 구상으로 미국의 전략이 강경 대응으로 고정된다면, 이란은 봉쇄를 완화하며 출구 전략을 모색하는 것이 낫게 되어 게임 이론적으로 휴전 협상의 유인이 상승.** 향후 전쟁의 협상 과정에서 미국과 이란의 기대 보수를 바꿀 수 있을 중국의 중재 역할이 중요. **3월 말, 4월 초가 국제 유가 향방을 결정짓는 중대한 분수령이 될 것이라는 기존의 시각을 유지.**

호르무즈 해협 예상 지속 봉쇄 기간별 원유 시장 영향

- 트럼프가 원하는 바처럼 전쟁이 실제 부분 해협 개방으로 이어질지 낙관할 수는 없으나, 전쟁이 장기화될수록 원유 공급 차질에 대한 비용이 커지므로 해협 개방에 대한 필요성이 증대될 것. 당사 지정학 애널리스트는 원유 시장의 위험이 Red line하에서 제한될 것으로 판단. 이 같은 전망에 기초할 때, 원유 시장은 현재 유효 공급 차질량 기준, 3~4개월(90~120일)간 전략 비축유가 방출된다는 가정하에 4월 중순까지만 봉쇄가 지속된다면, 국제 유가(WTI)는 상단이 100~105달러/배럴 선에서 관리될 것을 예상.

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.

삼성증권

냉탕과 온탕을 오가는 원유 시장

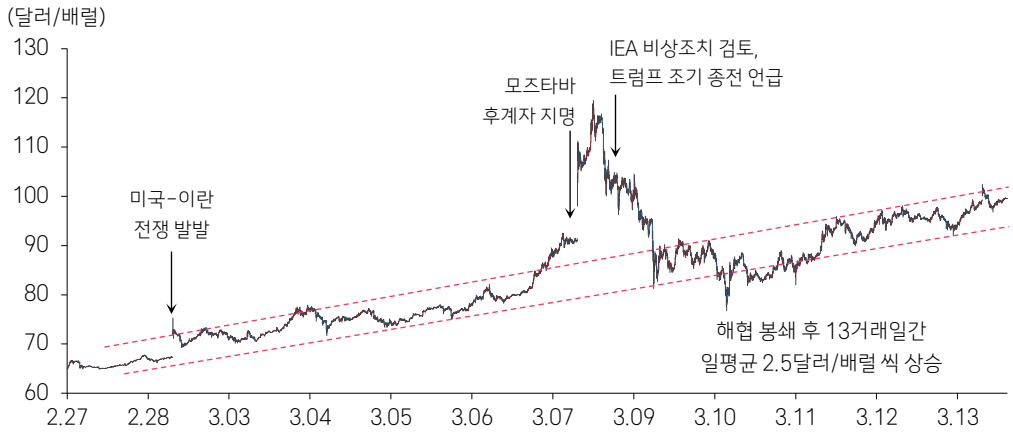
- **국제 유가는 고유가, 고변동성 국면 지속되는 가운데 지역별 차별화가 심화되고 있다.** WTI가 상대적으로 공급이 풍요로운 미국 내륙 지역 가격을 반영하여 할인 거래되는 반면, 두바이유는 해상 물류가 마비되며 프리미엄 거래가 진행 중이다.
- **3월 3주 차 기준, 육상 우회로를 감안한 호르무즈 해협의 공급 차질량은 지난주 제시한 1,687만 bpd에서 100만 bpd 줄어든 1,587만 bpd로 추정한다.** 우회 가능한 대체 수송로에서 처리 용량이 증가했기 때문이다. 1) 사우디 아람코가 운영하는 동-서 파이프라인을 거쳐 얀부항으로 수출되는 원유 선적량이 역사상 최대 가동률을 상회하며 평균 250만 bpd까지 상승하였다. 2) UAE 아부다비 합산-오만만 푸자이라 송유관에서는 평균 150만 bpd가 수출되고 있는 상황이다. 3.14일 주말간 푸자이라항에 드론 공격이 단행되었으나, 빠르게 선적 작업이 재진행된 것으로 파악된다.

  공급 병목은 부유식 원유 재고에서도 확인된다. 수출길이 막힌 중동 지역은 정박 유조선이 증가하면서 해상 부유식 비축 원유가 증가세를 보인 반면, 수입 대기 물량에 해당하는 아시아 지역에서는 빠른 하역 작업이 이뤄지며 비축분이 급감하였다. 전체적으로는 해협 봉쇄 이후 부유식 저장량에서 일일 183만 배럴이 감소하며 호르무즈 해협의 공급 차질분을 일부 상쇄한 것으로 파악된다.
- **유가 안정화를 위해 가용한 수단이 모두 단행되며 국제 유가의 장중 변동성이 크게 확대되었다.**

  1) 대표적인 방책이 IEA의 전략 비축유 방출이다. 11일, 32개 IEA 회원국은 사상 최대 규모에 해당하는 4억 배럴의 전략 비축유를 방출하기로 결의하였다. 회원국 전체 석유 소비량에서 개별 국가가 점하는 소비량만큼 분담률이 정해졌는데, 호르무즈 해협 봉쇄와 같이 '월' 단위가 아니라 '일' 단위의 촌각을 다투는 공급 차질 이벤트에 있어서는 규모보다는 일일 유량이 공급 차질분을 상쇄할 수 있는지가 중요하다. 현재 국가별로 방출에 소요되는 기간을 상세히 밝히지 않아 일 평균 방출량을 정확히 산정할 수는 없으나, 각국의 공급 능력을 헤아리면 80~120일간 전략 비축유를 방출하여 333만 bpd~500만 bpd의 속도로 공급이 이뤄질 것이며, 최대치를 가정해도 호르무즈 해협의 공급 차질분을 완전히 메우기는 어려울 것으로 판단된다.

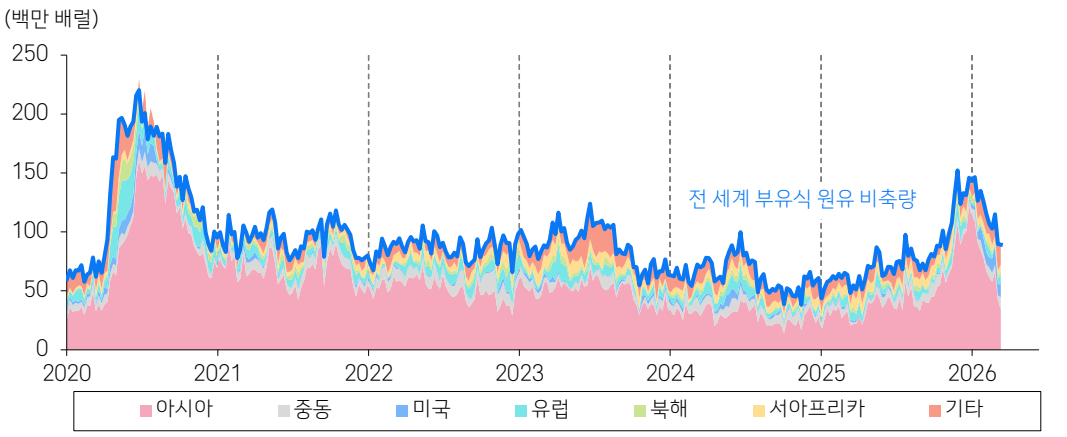
  반면, 사태가 해결되더라도 해협 봉쇄 해제 이후에도 방출량 보전을 위해 내년까지 원유 매수세가 이어질 전망이다. 최대 규모의 비축유를 보유한 미국은 1.72억 배럴을 120일간 방출하고 내년부터 2억 배럴을 재매입 하겠다는 방침을 밝혔다. 전쟁 이전 대비 높은 수준의 유가가 상시화될 것으로 우려되는 대목이다.

그림 1. 미국-이란 전쟁 개전 이후 WTI 5분봉 추이



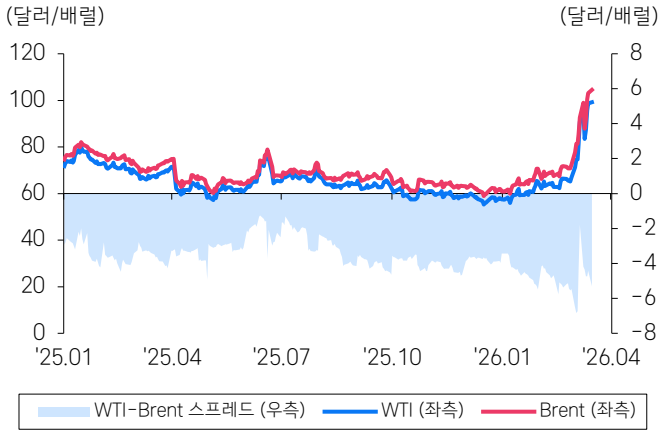
참고: '26년 3월 16일 오후 2시 기준
자료: 삼성증권

그림 2. 해상 부유식 원유 저장량 추이



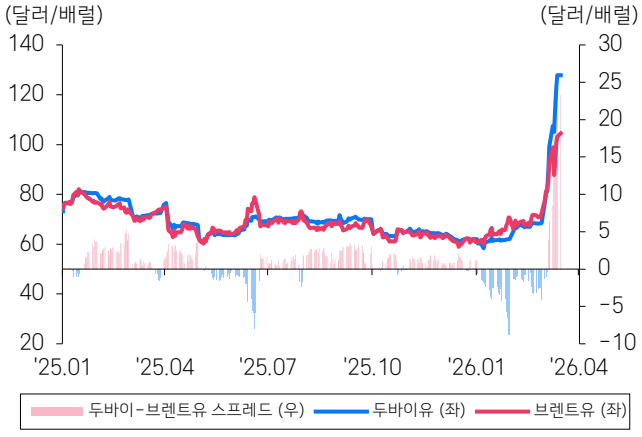
참고: '26년 3월 15일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 3. WTI-브렌트유 스프레드 추이



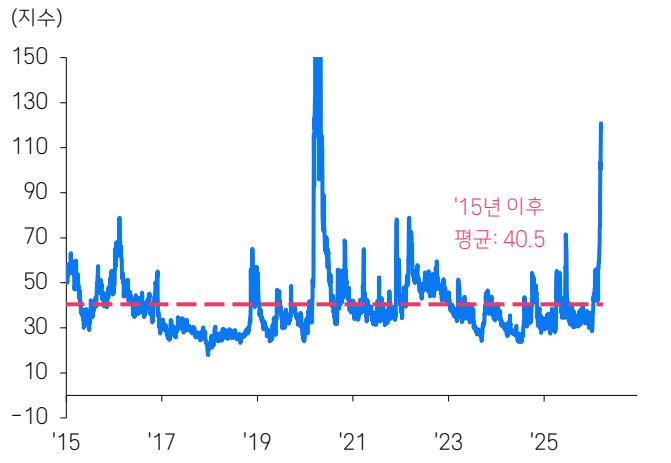
참고: '26년 3월 16일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 4. 두바이유-브렌트유 스프레드 추이



참고: '26년 3월 16일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 5. 원유 변동성 추이



참고: CBOE Crude Oil ETF USO VIX Index(OVX) 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

표 1. IEA 회원국 전략 비축유 방출 할당량

구분	국가	소비 비중 (%)	방출량 (만 배럴)
G7		70.7	28,260
	미국	43.0	17,200
	일본	7.6	3,050
	캐나다	5.9	2,360
	독일	4.9	1,950
	프랑스	3.6	1,450
	영국	3.4	1,350
	이탈리아	2.3	900
G7 이외		29.3	11,740
총계		100.0	40,000

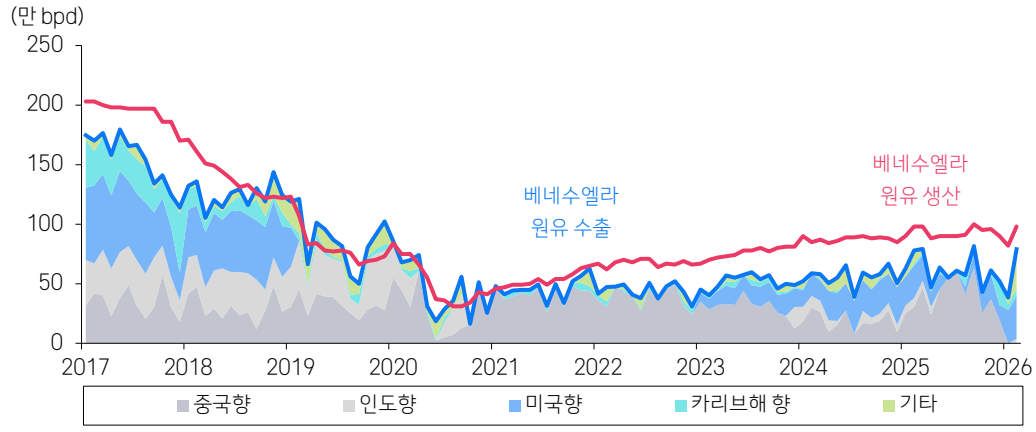
자료: 언론 보도 종합, 각국 정부, 삼성증권 정리

- **2) 러시아와 베네수엘라 원유에 대한 제재 완화가 단행되었다.** 다만, 러시아 제재 완화는 원유 증산을 허용한 것이 아니라 3.12일까지 이미 선적된 러시아산 원유, 석유 제품에 대해 한 달(4.11일)간 하역과 판매를 용이하게 하는 것으로, 해상 재고의 원활한 처리를 돕는 조치에 가깝다. 주요 언론에 의하면 3월 중순 기준 러시아의 해상 원유, 정제품은 2.5억 배럴 수준으로 파악되는데, 육상 우회로를 감안한 호르무즈 공급 차질량의 16일분에 해당하는 양이다. 일회성이지만, 금번 조치에는 경색된 아시아 현물 시장으로 러시아 재고를 빠르게 투입하여 급격한 가격 급등을 저지하려는 목적이 있다고 볼 수 있다. 아울러 러시아산 원유는 이미 중국과 인도를 소비처로 두고 있어 원유 공급 순증에 미치는 영향은 미미할 것으로 판단된다.

  추가적인 공급 증가 기대가 어려운 것은 베네수엘라도 마찬가지이다. 우선, 2월 말 기준 베네수엘라의 원유 생산은 98만 bpd로 수출은 78.8만 bpd였다. 국내 소비분 없이 전량을 수출한다고 해도 20만 bpd의 잠재 신규 공급 여력이 존재하는 것이다. 다음으로 미국의 제재로 인해 쌓여 있던 재고의 방출이다. 즉각 수출 가능한 물량으로는 주력항인 Jose 터미널에 있는 1,270만 배럴로, 러시아 제재 조치와 마찬가지로 한 달의 방출 기간을 상정하면 42만 bpd의 신규 공급이 가능할 것이다. 종합하자면, 베네수엘라에서 추가적으로 감당할 수 있는 신규 공급분은 50만 bpd가 될 것으로 예상된다.

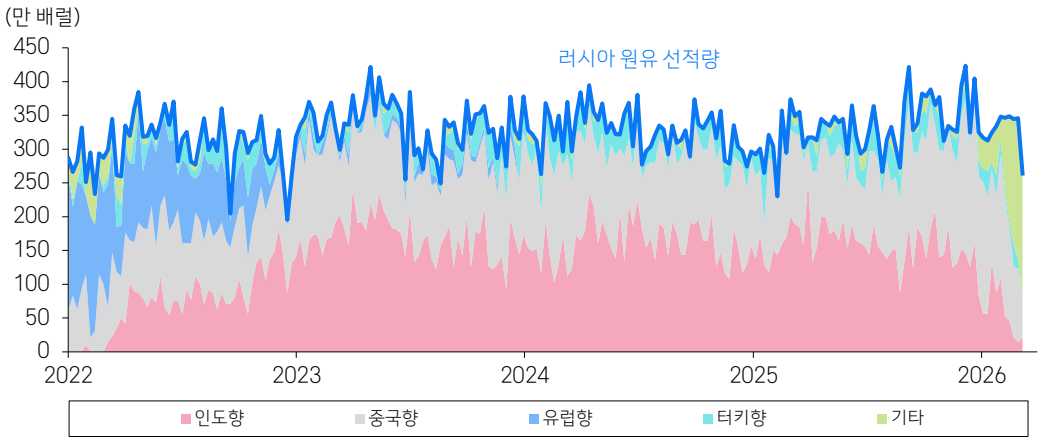
- **결론적으로 3월 3주 차에 접어들어, 완충 효과를 감안한 유효 순 공급 차질분은 887만 bpd~1,054만 bpd에 달하는 것으로 추정된다. - 물리적 차질분 총 1,587만 bpd에서 부유식 비축 재고 소진에 따른 완충 작용(150만 bpd), 베네수엘라 제재 해제(50만 bpd), 긴급 비축유 방출(333만 bpd~500만 bpd)를 차감.**

그림 6. 베네수엘라 원유 생산, 수출 추이



참고: '26년 2월 말 기준 자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 7. 러시아 원유 수출 추이



참고: '26년 3월 8일 기준 자료: Bloomberg, 삼성증권

미국-이란 전쟁의 해결 방식, 게임 이론적 접근

TACO, 게임의 참가자(player) 수를 축소한 현상일 개연성

- 9일 유가 급등 이후 트럼프가 전쟁 조기 종식을 천명하며 출구전략에 나섰지만, 호르무즈 해협을 둘러싼 장기 봉쇄에 대한 우려는 걷히지 않는 양상이다. 유가 안정의 해법이 해협의 재개방이라는 지정학적 단일 변수에 강하게 의존하는 국면에서, **향후 국제 유가의 향방을 예측하기 위해서는 미국-이란 전쟁의 전체 윤곽과 전개, 종결 경로를 예측하는 것이 불가피해졌다.**
- 먼저, 미국-이란 전쟁에는 어떤 구조가 내재되었을까? 지난해 유가 급락을 야기했던 트럼프의 상호 관세 부과 건에 이어 이번 중동 전쟁의 사례에서도 TACO(Trump Always Chickens Out, 트럼프는 항상 겁먹고 후퇴한다)라는 말이 출현했음에 주목한다. TACO란 상대방에게 큰 위협이 되는 발표를 한 뒤, 시장과 법원, 동맹 등에서 정책 발표 당시에 예상하지 못했던 반작용이 확인될 경우 트럼프가 정책을 재차 수정, 면제, 유예하는 반복 패턴을 보인다는 점을 일컫는 신조어이다.
- **TACO의 연쇄적 출현은 n개의 이해관계자들이 참여하는 다인 게임을 미국과 상대방만이 존재하는 2인 게임으로 축소하여 해석하는 데서 기인할 개연성이 있다.** 다자적인 국제 정치 현실을 2인이 양자 협상하는 게임으로 이해할 경우 미국이 위협적인 행동을 했을 때 얻을 수 있는 기대 보수는 실제보다 과대 평가될 수 있다. 예를 들어 2인 게임에서는 트럼프의 이익 = 상대의 굴복으로 얻어내는 이익 - 미국이 직접 부담하는 비용이지만, 다인게임에서는 동맹들 간의 불신을 조정하는 비용, 국제 시장 가격 교란과 공급망 충격, 제3국 우회 효과 등이 새로운 차감항으로 붙게 되어 당초 인지했던 기대 보수보다 값이 작아질 수 있다.
- **이 같은 게임의 구조 차이가 연초 미국-베네수엘라 마두로 대통령 축출('26년 1월)과 미국-이란 전쟁('26년 2월)에서 결과가 엇갈린 연유이다.** 오랜 제재로 인해 원유 시장에서 이미 영향력이 미미해진 베네수엘라의 사례에서는 2인 게임적 사고방식이 잘 들어맞는다. 그러나, 전 세계 원유 통항이 걸린 호르무즈 해협과 이란의 사례에서 동맹과 중재자(중국, 러시아), 에너지 가격 상승은 결코 간과해서는 안되는 중요한 비용 변수에 해당한다. 즉 TACO는 '전 세계를 상대로 한 관세 협상', '전 세계를 상대로 한 오일 전쟁'과 같은 다자간 현실에 양자 게임의 사고관을 과도하게 적용할 경우 나타나는 부산물이며, 제3자가 있다는 사실을 사후적으로 확인한 이후 전략적 후퇴를 통해 비로소 다인 게임으로 사고 구조를 전환하는 과정이다.
- TACO가 발생하기 전, 인지했을 법한 상황을 바탕으로 '가상'의 상대적 선호를 보수로 부여하면 **표2**의 2*2 행렬과 같다. 이란은 (봉쇄/준봉쇄, 봉쇄 완화) 두 가지 전략이 있고, 미국은 (강경 대응, 제한 대응) 두 가지 전략이 있다. 각 경우의 수별로, (이란의 전략, 미국의 전략) = (이란의 보수, 미국의 보수) 순이며, 숫자가 높을수록 각 참가자가 선호하는 전략이다. 이때 수치는 절대치가 아니라 선호를 표시하는 서수적인 값이며 별표(*)가 상대방이 어떤 전략을 선택했을 때 당사자가 선택할 수 있는 최적의 전략(최적 대응)이다.
- 예를 들어 **표2**에서 이란이 봉쇄를 유지할 경우 미국은 강경 대응할 때 -1, 제한 대응할 때 -4를 얻는다. 트럼프 입장에서는 이미 해협이 봉쇄된 상황에서 제한적인 대응을 할 경우 이란의 협상력은 높아지는 반면 미국의 억지력이 약화되므로 강경 대응을 해서 -1을 얻는 것이 낫다는 것이다. 따라서, 미국은 강제 개방을 선택하므로 -1이 최적 대응(*)이 된다. 반대로 이란이 해협 봉쇄에 완화적인 태도를 보일 경우 트럼프 입장에서는 중간선거를 앞두고 강경하게 나가는 편이 낫다. 미국의 강력한 군사력을 이용해 이란의 항복을 얻어냈다는 업적을 만들어낼 수 있기 때문이다. 따라서 강경 대응을 하면 최소한 덜 나쁜 결과를, 잘되면 큰 보수를 얻을 수 있다. 이 경우 트럼프의 우월 전략은 이란의 선택과 상관없이 강경한 군사적 대응을 하는 것이며, 균형(이란: 봉쇄 완화, 미국: 강경 대응)이 실현되어 이란은 -2, 미국은 5의 보수를 얻는다.

표 2. 제3자의 존재를 가정하지 않은 미국-이란 2인 게임의 보수 행렬

		미국	
		강제 개방 (강경 대응)	제한 대응
이란	봉쇄/준봉쇄	(-4,-1*) **전면 군사적 충돌 확대** : 모두 손해이지만, 전력차로 이란이 더 큰 손실 : 트럼프는 해협 봉쇄 시 강경 대응이 제한 대응보다 덜 나쁘다고 인식	(3*,-4) **이란이 가장 선호, 미국 불리** : 유가 급등으로 이란 협상 레버리지 지속 : 미국이 국제 사회에서 약하게 보인다는 점에서 트럼프에게 최악의 조합
	봉쇄 완화	(-2*,5*) **트럼프가 가장 선호, 이란 굴복으로 체면 손상** : 유가 하락, 미국이 강경 대응을 하여 이란의 양보를 얻은 조합. 중간선거 앞두고 트럼프 치적 완성	(1,2) **군사적 긴장 상호 완화된 외교적 협상 단계** : 둘 다 이익이지만, 트럼프는 '25년 6월 이후 이미 협상으로 강경 대응보다 얻을 것이 적다고 판단

자료: 삼성증권

- **그러나, 현실 국제 정치에서 호르무즈 해협 봉쇄는 이란과 미국에 한정된 2인 게임으로 전개될 수 없다. 중동의 원유를 소비하는 제3자(중국, 일본 등 아시아)의 손해가 미국을 압박할 것이기 때문이다.** 그로 인해 이란을 무력으로 압박해서 얻는 미국의 보수는 2인 게임적 사고관에서 예상한 것보다 적을 수 있다. 3.31일 미중 정상회담을 앞두고, 아시아 원유 최대 소비국인 중국을 아시아의 대표국으로 참여시키는 3인 게임을 상정해보자. 중국의 전략은 이란과 미국의 전쟁에서 중재를 선택하는 것이나, 전략적 중립을 지키는 것 두 가지가 있다.
- 3인으로 구성된 이 게임은 이란(봉쇄/준봉쇄, 봉쇄 완화), 미국(강경 대응, 제한 대응), 중국(중재, 중립), 2*2*2= 8가지 경우의 수로 확장된다. 3.16일 기준 전쟁 상황을 뚜렷하게 반영하기 위해 아래와 같은 가정을 명시하겠다.
  - **첫째,** 이란은 해협을 전면 폐쇄하여 미국에 강경 대응 명분을 제공하는 대신 특정 국가에 대한 선택적 통항 허가를 결합하여 사실상 해협 봉쇄에 준하는 상황을 조성하고 협상력을 극대화한다. 군사적 열세로 인해 전면전보다는 기뢰, 드론, 미사일 등 비대칭 수단을 사용해 위협을 단계적으로 올리고자 한다.
  - **둘째,** 미국은 단기전으로 이란을 굴복하고자 하나 해협이 봉쇄되면 피해가 누적적으로 커지므로, 해협 개방을 일차적인 목표로 하게 된다. 봉쇄 중 제한적인 대응은 장기 소모전으로 전황이 흘러갈 가능성이 있어 불리할 수도 있다고 판단한다.
  - **셋째,** 중국은 중동 발 원유 공급 충격을 우려하지만 우호적인 관계에 있는 이란의 체제 붕괴는 원치 않고, 미국과의 관계에서 외교적 지렛대를 확보하고자 중재를 선호한다. 현실 세계에서 미국-이란 전쟁이 개전한 이후 중국이 왕이 외교부장을 통해 확전 자제 당부와 함께 중동의 평화 중재자를 자처한 것과 같다.

제시된 가정을 바탕으로 하면, 이란과 미국, 중국의 보수는 표3과 같이 가상의 보수를 부여할 수 있다.

표 3. 이란, 미국, 아시아(중국)의 가상 3자 게임

이란	미국	중국	보수 (이란, 美, 中)	설명
봉쇄	강경	중재	(-3, -6, -4*)	이란은 최악의 상황에 직면해도 중국의 중재 노력을 믿고 봉쇄에 나서며, 미국은 해협 강제 개방을 시도하지만 기뢰, 미사일, 확전 위험을 감수한다. 중국은 중동 지역의 전투 격화로 인해 원유 공급 충격 손실을 본다.
		중립	(-5, -7, -6)	군사 충돌 및 시장 충격 확대로 모두가 손해를 보지만, 국제 사회의 중재 노력이 없다. 전력 열위 상황에서 중국의 중재를 기대할 수 없는 이란이 (봉쇄, 강경, 중재) 대비 손해를 더 보게 된다. 중국 입장에서도 강 대 강 대치로 인해 (봉쇄, 제한, 중립)보다는 상황이 빨리 정리되겠지만, 원유 공급망 충격을 경험하게 된다.
봉쇄	제한	중재	(4, -6, -5*)	이란 협상력이 최대인 조합이다. 미국은 제한적인 대응으로 인해 장기 소모전에 처하고, 중국도 (봉쇄, 강경, 중재) 때보다 장기적인 공급 충격을 받지만 이란과 협상 채널을 가동하고 있는 상황이다.
		중립	(3, -8, -7)	중재 시도가 없어 국제 문제가 해결점을 찾지 못하고 좌초된 상태이다. 미국은 해협 개방도 할 수 없고, 이란에 대하여 군사적 억지력 과시도 할 수 없으며, 중국도 중재자의 지위 없이 장기적인 원유 공급충격만 부담한다. 이란 입장에서도 중재가 없는 봉쇄 장기화는 (봉쇄, 제한, 중재) 대비 효용이 떨어진다.
완화	강경	중재	(-1, 3, 2*)	미국이 강경 대응을 하겠다는 구속력 있는 약속(commitment)을 통해 해협을 개방하고, 중국의 안전 보증에 기대어 이란이 해협 봉쇄 완화 모드로 전환한 상태이다. 전략적 후퇴로, 트럼프의 강경 대응이 성공하는 경우를 말한다.
		중립	(-2, 2, -1)	미국은 강경 대응으로 해협을 개방했으나, 제3국의 보증이나 협약이 없어 해협 재봉쇄의 위험이 상존하는 장기 불안정의 상황이다. 이란은 군사적 피해를 줄일 수 있으나, 중재가 없어 (완화, 강경, 중재) 대비 불리하다. 중국은 해협은 개방되었지만, 우호관계에 있는 이란이 약화된 반면 외교적인 성과가 없어 -1의 보수를 얻는다.
완화	제한	중재	(1, 1, 4*)	중국이 가장 선호하는 조합이다. 중국은 해협 통항 재개로 경제 회복을 재개하고, 이란의 체제 생존도 보장되며 중재를 성공하며 외교적 위상도 얻는다. 미국은 해협 재개방에는 성공하지만, 군사적 강압을 과시할 수는 없다. 이란은 중국의 중재로 완전한 굴종이 아니라 양보하는 듯한 자세로 후퇴할 수 있다.
		중립	(-1, 0, 1)	단기적으로 사태의 진정은 가능하지만, 재봉쇄를 막을 중재 보증이 없어 해협이 재봉쇄 될 수 있는 불안정한 임시 휴지기에 해당한다. 이 조합에서 미국이 얻는 성과는 개전 이후와 별 차이가 없다.

자료: 삼성증권

- 이란과 미국이 어떤 전략을 선택하든 중국에게 유리한 우월 전략은 '중재'이므로, 중국이 중재 전략을 선택한다는 가정하에 이 게임은 다시, **표 4**의 2인 게임으로 환원될 수 있다. **최적 반응을 살펴보면, 이 게임의 균형은 ②(봉쇄, 제한 대응, 중재)와 ③(봉쇄 완화, 강경 대응, 중재) 두 개로, 복수개의 균형이 존재한다.** ②는 이란이 호르무즈 해협의 통항을 볼모로 국제 사회에 대하여 협상력을 극대화하는 3.15일 하르그섬 공격(강경 대응) 직전의 상황으로서 이란이 가장 선호하는 균형이라고 할 수 있는 반면, ③은 트럼프가 가장 선호하는 균형에 해당한다.

표 4. 중국이 중재를 선택한다는 전제하에 환원된 이란-미국의 2인 게임

		미국	
		강제 개방 (강경 대응)	제한 대응
이란	봉쇄/준봉쇄	① (-3, -6*, -4)	② (4*, -6*, -5) [이란의 협상력이 극대화되는 균형]
	봉쇄 완화	③ (-1*, 3*, 2) [트럼프가 선호하는 균형]	④ (1, 1, 4)

자료: 삼성증권

- **사실 이 가상 게임에서 복수의 균형이 존재하게 된 이유는 미국이 강경 대응을 하든, 제한적 대응을 하든 미국이 얻는 보수가 -6으로 무차별하기 때문이다.** 해협이 일단 봉쇄되고 나면 그 자체로 비용이 커지는 가운데, 미국이 강경 대응에 나설 경우 전쟁 기간을 줄일 수 있음에도 해협 공략 난이도로 인해 치러야 할 군사적 비용이 막대하다고 예상된다면 손쉽게 태세 전환이 어려울 수 있다. 이때, 제한적 대응으로 인한 전쟁 장기화 손실과 강경 대응으로 인한 군사적 위험이 상쇄된다면 양 전략의 보수가 같아질 수 있다. 현실의 전쟁 상황에서 트럼프는 3.15일, 중국, 영국, 일본 등 7개국을 후보군으로 하는 호르무즈 호위 연합 구상을 발표하였다. 만일 트럼프가 강경 대응을 하는 것이 제한 대응보다 유리한 전략이었다면, 호위 연합 합류를 요청하지 않고 무력을 과시하였을 것이다. 그러나, 강경 대응과 제한 대응이 무차별하거나 강경 대응의 보수가 낮다고 판단할 경우 위험을 분담하기 위해 이해관계자에 대하여 파병을 요청할 수 있다.
- 또한, 제3자가 포함된 게임에서는 **표5**와 같이 **표2**에서와 달리 미국의 보수가 줄고, 이란의 보수는 올라가거나 최악의 경우에도 덜 나빠질 수 있다. 중국의 존재는 이란이 어떤 선택을 하든 굴복이나 국제 사회 고립이라는 손실을 완충한다. 반대로, 제3국(중국)이라는 참여자의 등장은 해협 봉쇄로 인한 손실을 확대하는데, 미국에 대한 동맹, 이해관계자의 조정 압력이 작용하여 미국의 (대중) 협상 레버리지를 낮게 만드는 한편 추후 강경 대응으로 해협 재개방을 달성하더라도 성과를 제3국과 분담하게 되어 미국의 기대 보수를 하향 조정한다.

표 5. 제3자를 가정하지 않은 2인 게임의 보수 vs. 중국의 중재가 포함되어 수정된 보수

		미국	
		강제 개방 (강경 대응)	제한 대응
이란	봉쇄/준봉쇄	(-4, -1*) → (-3, -6*) 미국은 이해관계자의 압박으로 크게 손해를 보지만, 제한 대응과 강경 대응 사이 대응이 무차별. 이란은 중국의 중재가 있으면 완전 고립, 전면 확전 위험이 완화되어 손실이 경감	(3*, -4) → (4*, -6*) 미국은 이해관계자의 압박으로 크게 손해를 보지만, 제한 대응과 강경 대응 사이 대응이 무차별. 이란은 중재자가 있는 경우 협상력이 커지고, 미국의 보수는 전보다 약화됨.
	봉쇄 완화	(-2*, 5*) → (-1, 3) 중국의 중재가 있으면 이란의 후퇴는 일방적인 굴복이 아니라 양보로 보일 수 있어 손실이 완화. 미국은 강경 대응으로 해협을 열어도 성과에 대한 기여를 중국과 분담하여 보수가 감소.	(1, 2) → (1, 1) 중국의 중재 역할에 힘입어 미국이 이란에 대해 군사적 성과를 보이지 못한 채 갈등이 봉합. 미국의 보수는 중국의 중재 역할로 줄어듦.

참고: 화살표 이전은 표1의 보수, 화살표 이후는 표 3의 보수 자료: 삼성증권

- 물론 트럼프에게 (봉쇄, 제한 대응, 중재)는 이란의 협상력이 극대화되는 최악의 균형이다. 이때, 호위 연합 구상은 해협을 통한 원유 의존도가 높은 국가와 위험을 분담하는 방식으로 미국이 강경 대응을 선택했을 때의 기대 손실을 낮추고, 이란의 기대 손실은 높이고자 하는 방안이 된다. 7개 국가 연합이 파병을 선택해 준다면 이란의 해협 봉쇄 부담은 크게 높아지지만, 미국의 부담은 크게 완화된다. 예를 들어 ①의 (-3, -6, -4) → (-6, -1, -4)가 될 경우, 새롭게 완성된 균형은 ③의 (봉쇄 완화, 강경 대응, 중재)가 된다. 즉, 미국은 ② → ① → ③ 의 경로를 거쳐 트럼프가 선호하는 균형을 달성하는 과정을 의도하고 있는 것으로 보인다.

표 6. 파병 요청 이후 기대 보수가 바뀐 3인 게임

		미국	
		강제 개방 (강경 대응)	제한 대응
이란	봉쇄/준봉쇄	① (-6, -1*, -4)	② (4*, -6, -5) [이란의 협상력이 극대화되는 균형]
	봉쇄 완화	③ (-1*, 3*, 2) [트럼프가 선호하는 균형]	④ (1, 1, 4) [제3국의 중재로 양국이 휴전 협상에 복귀]

자료: 삼성증권

- 사실 국제 사회에서 가장 좋은 균형은 (봉쇄 완화, 제한 대응, 중재)로 양자가 협상 테이블에 복귀하는 것이다. **하르그 섬 공격, 호위 연합 구상으로 미국의 전략이 강경 대응으로 고정된다면, 이란은 봉쇄를 완화하며 출구 전략(표 6. ④)을 모색하는 것이 낫게 되어 휴전 협상의 유인이 상승한다.** 이 경우 (봉쇄 완화, 제한 대응, 중재) 균형을 가장 선호하는 것이 중국이라는 점에서, 향후 전쟁의 협상 과정에서 ④의 미국과 이란의 기대 보수를 바꿀 수 있을 중국, 즉 호르무즈 해협에 이해관계자를 지닌 국제 사회의 중재 역할이 중요해질 수 있다. 미국-이란 전쟁은 ② → ① → ③ → ④의 순차적인 경로로 해결되는 동적인 과정이다.
- **설령 휴전 협상이 조기에 성사되지 않더라도 힘의 논리에 의해 미국이 원하는 균형 (봉쇄 완화, 강경 대응, 중재)이 실현되는 상황을 우선적으로 상정해볼 수 있다. 종전이 호르무즈 해협 개방의 충분조건이지만, 필수조건은 아닌 만큼, 군사적인 충돌이 지속되는 가운데 안전 회랑을 확보하고 호르무즈 해협이 부분 재개되는 것이다.** 해협이 개방되기만 하면 미국의 보수는 전보다 크게 상향되는 만큼, 국지적인 군사적 충돌은 감수할 수 있는 것이 된다.

  개전 이후 트럼프, 스콧 베센트 재무부 장관, 크리스 라이트 에너지 장관은 미국 해군의 상선 호위 가능성을 모색해왔다. 스콧 베센트는 1) 이란의 미사일 능력이 약화되고, 2) 제공권이 확보될 경우를 해군 작전 개시의 선결 조건으로 제시하며 3월 말을 호송 작전의 희망 시점으로 제시하였다. 과거 어니스트윌 작전(1987년)을 통해 호르무즈 해협에서 쿠웨이트 유조선을 호위하던 중 브리지턴(Bridgeton)선이 기뢰에 손상되며 비대칭 무기의 위험성에 대한 교훈도 함께 얻었기 때문이다. 그런 의미에서 3월 셋째 주 트럼프의 파상공세, 일본에서 작전 수행 중이던 USS 트리폴리 원정대의 합류, 미일 정상회담 전후 트럼프의 기뢰 소해함 요구 등은 ③의 균형을 달성하고자 하는 일련의 행보들이라는 점에서 주목되며 **3월 말, 4월 초가 국제 유가 향방을 결정짓는 중대한 분수령이 될 것이라는 기존의 시각을 유지한다.**

호르무즈 해협 예상 지속 봉쇄 기간별 원유 시장 영향

- 트럼프가 원하는 바처럼 전쟁이 실제로 부분 해협 개방으로 이어질지 낙관할 수는 없으나, 원유 시장 관점에서는 위 게임의 결과에서 ③의 균형으로 옮겨가기 위해 균형 ①에 머무는 시간이 짧을 필요가 있다. 미국과 이란이 강 대 강 군사 충돌을 일으키는 과정에서 확전 위험과 석유 인프라 타격 우려로 유가 변동성이 확대될 수 있기 때문이다.
- 다만, 전쟁이 장기화될수록 원유 공급 차질에 대한 비용이 커지므로 해협 개방에 대한 필요성이 증대될 것이다. 당사 지정학 애널리스트는 원유 시장의 위험이 Red line하에서 제한될 것으로 판단하고 있다. 이 같은 전망에 기초할 때, 펀더멘털 관점에서 원유 시장은 현재 유효 공급 차질량 기준, 3~4개월(90~120일)간 전략 비축유가 방출된다는 가정하에 4월 중순 까지만 봉쇄가 지속된다면, 국제 유가(WTI)는 상단이 100~105달러/배럴 선에서 관리될 것을 예상하고 있다. 4월 말까지 사태가 연장될 경우 시장에서는 암묵적인 상단을 115~120달러/배럴로 상정하고 있는 것으로 판단된다.

표 7. 호르무즈 해협 예상 지속 봉쇄 기간별 추정 국제 유가(WTI)

예상 지속 봉쇄 기간	IEA 조치 없음	전략 비축유 방출 속도			
		120일간 (333만 bpd)	100일간 (400만 bpd)	90일간 (444만 bpd)	80일간* (500만 bpd)
3.31일 (1개월 경과)	100.2	90.0	87.9	86.5	84.8
4.15일	120.9	105.7	102.6	100.6	98.0
4.30일 (2개월 경과)	141.5	121.4	117.3	114.6	111.2
5.15일	162.2	137.1	132.0	128.7	124.5
5.31일 (3개월 경과)	181.5	151.7	145.7	141.8	136.8

참고: 전략 비축유를 제외한 1,387만 bpd 유효 공급 차질량이 유지된다고 가정하였을 때 시장 내재 전쟁 프리미엄 기반으로 시나리오별 추정.
* 다소 낙관적인 시나리오하에서의 속도에 해당하며 기본적으로는 90일간~120일간 방출 속도를 가정.
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

표 8. 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(하르그 섬) 봉쇄 or 점령, 유조선 압류 : 최대 160 만 배럴 일 이란산 원유 수출에 차질	
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 미국과 이란이 선택한 대응
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 1,800만 배럴/일 원유 생산, 수출 타격 (유가 130달러 상회 가능성)	

참고: 당사 발간 리포트 (유승민) 이란 사태 시나리오와 전망 (2026. 3. 3.)의 업데이트된 전망을 인용
자료: CSIS(미국 전략국제연구센터) 추정, 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