

2026년 3월 10일



KIWOOM 이슈분석

| 키움증권 리서치센터

키움증권

국제유가 변동성 확대와 금융시장 영향 점검

Check Point

- 원자재:** 미-이스라엘과 이란 간 전쟁 발생 이후 유가 급등. 이란이 호르무즈 해협 봉쇄에 나선 가운데 봉쇄 기간이 일주일 이상 유지되고 있고 이라크와 쿠웨이트는 감산을 발표했기 때문. 2024, 2025 년과 달리 중동 지정학적 리스크가 실제 생산 차질로 연결되고 있음. 이에, 호르무즈 해협 봉쇄가 정상화되기 전까지는 원유시장 내 공급 불안 지속 예상. 따라서 당분간 유가는 상방 리스크가 우세한 흐름을 보일 것으로 전망하며, 배럴당 90~120달러 구간의 높은 레벨을 유지할 것으로 보임
- 주식시장:** 미국-이란 전쟁 국면이 지속되는 가운데 당분간 지정학적 뉴스플로우 및 국제유가 방향성에 민감도 높은 변동성 장세 불가피. 다만, 한편으로 현재 국내 증시는 연이은 주가 급락을 겪는 과정에서 지정학적 리스크를 주가에 상당 부분 선반영했다는 점도 고려할 필요. 따라서, 지정학 경로에 따라 증시의 상하방이 모두 열려있는 만큼 시나리오 접근을 통한 단기 증시 대응 전략 수립이 필요한 시점. 전쟁 불안 심리는 잔존하나 이익 경로가 훼손되지 않는 수준으로 전쟁 양상이 전개(베이스 시나리오)된다면, 코스피 밴드는 4,850~6,200pt 전망. 현재 5,000pt 초반 레벨대에서 분할매수 관점으로 대응할 필요
- 채권시장:** 국제유가가 90~120 달러 구간 지속 시, 미 연준 인하 기대 축소 과정과 함께 미국채 금리는 장기물 중심으로 상승 예상. 단, 미 연준의 긴축 전환 가능성이 낮은 점은 금리 상단을 제약시킬 요인. 비용 인플레이션 스태그플레이션 리스크가 높아질 수 있기 때문. 한국은행 또한 비용 인플레이에 따른 수요 충격 우려 등을 고려할 때 동결 구간이 장기화될 것으로 예상되는 가운데 인플레이 리스크가 반영되며 상승 전망. 단, WGBI 편입 외국인 자금 유입과 한국은행의 단순매입 등 금융당국의 개입으로 상단은 제약될 전망
- 매크로/FX:** 지정학적 리스크 국면에서 국제유가는 글로벌 달러 흐름과 원/달러 환율 변동성을 좌우하는 핵심 변수. 중동 지정학 리스크가 원유 공급 차질로 이어질 경우 인플레이션 기대와 위험회피 심리가 확대되며 달러 강세 압력이 커질 전망. 다만 현재는 글로벌 공급망 정상화와 연준의 금리 인하 지연 국면 등 구조적 차이로 달러 강세의 강도는 과거보다 제한될 가능성 존재. 유가가 안정될 경우 환율은 1,400 원 초중반으로 하향 안정될 수 있으나, 긴장이 지속될 경우 1,400 원 후반~1,500 원 초반의 높은 변동성이 예상. 반면 유가가 120 달러 이상으로 급등할 경우 환율이 1,500 원을 상회하는 고회율 레벨이 이어질 것으로 전망

Compliance Notice

- 당사는 3월 09일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. -본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다. -본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.



중동 지정학적 리스크와 유가

디지털자산/원자재 심수빈
sb.shim@kiwoom.com

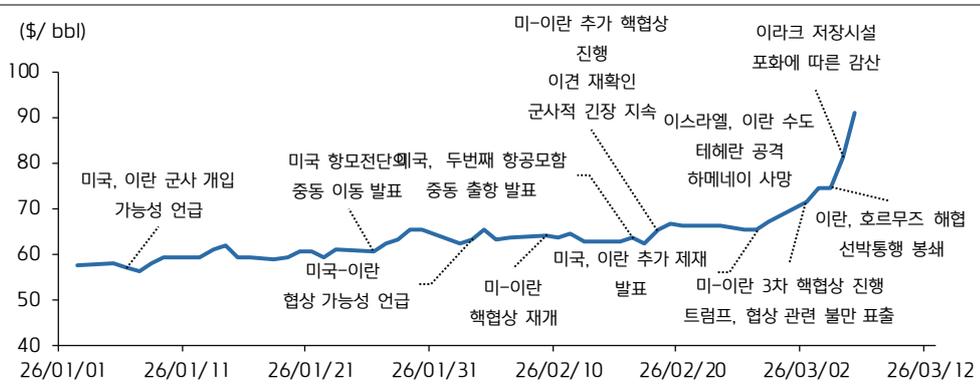
호르무즈 해협 봉쇄 지속, 장중 유가 \$100 상회

최근 중동 지역의 지정학적 리스크가 확대되고 있다. 2월 28일(현지시간) 미국과 이스라엘은 이란의 군사 및 핵시설을 대상으로 선제공격을 단행했고, 이 공격으로 이란 최고지도자 아야톨라 알리 하메네이가 사망했다. 이란은 이에 대한 보복으로 걸프 지역에 공격을 가했고, 역사상 처음으로 호르무즈 해협을 봉쇄했다.

관련 소식에 유가는 급등세를 이어가고 있다. 2월 27일 WTI 기준 배럴당 67달러 선에서 마감했던 유가는 3월 9일 장중 배럴당 100달러 선을 상회하기도 했다. 글로벌 해상 원유 물동량의 약 25% 이상이 호르무즈 해협을 통과하는 가운데, 호르무즈 해협이 봉쇄되면서 원유 시장 내 공급 차질 우려가 높아졌기 때문이다. 호르무즈 해협을 지나는 유조선의 수는 급감했고, 주로 호르무즈 해협을 통해 원유를 수출해온 이라크와 쿠웨이트는 지난주 감산을 발표했다. 이라크는 감산 이유로 수출 차질에 따른 저장 공간 부족을 언급했고, 쿠웨이트는 예방적 조치로 석유 생산 감축을 결정했다고 밝혔다.

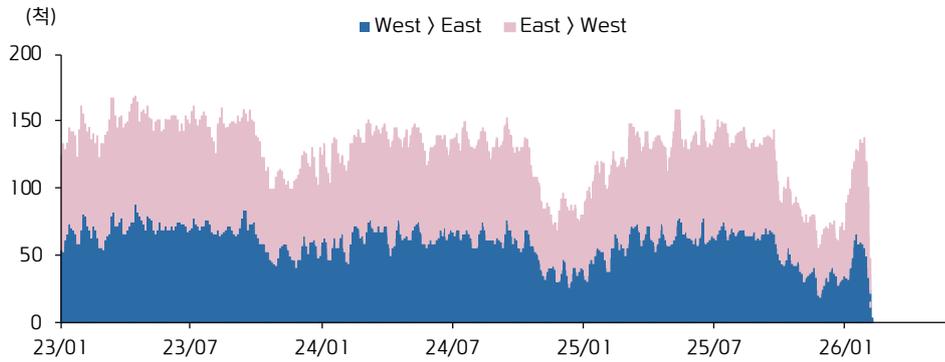
이는 이번 중동 정세 불안이 2024년과 2025년에 발생했던 지정학적 리스크와는 성격이 다르다는 점을 의미한다. 2024년과 2025년에도 이스라엘과 이란 간 군사적 충돌이 발생했지만, 양국의 충돌이 주변 국가로 확대되지 않았고 실제 공급 차질은 부재했다. 이에 유가도 단기 급등 이후 이를 빠르게 되돌리는 흐름을 보였다. 반면, 현재의 경우 중동 정세 불안이 실제 생산 차질로 연결되고 있다. 이라크와 쿠웨이트의 감산에 이어 미국과 이스라엘은 이란 석유 생산 시설을 공격하기 시작했다. 이에 유가의 추가 급등 우려가 고조되고 있다.

최근 미-이란 충돌과 국제유가 추이



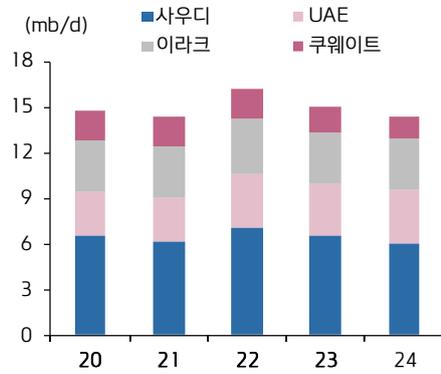
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

호르무즈 해협을 지나는 유조선의 수



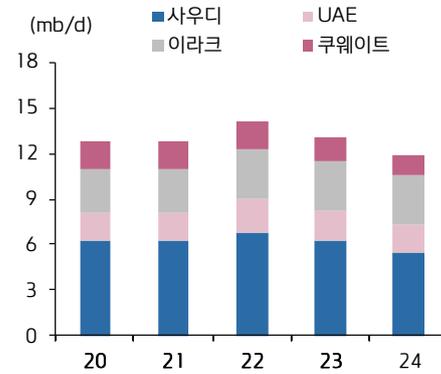
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 중동 산유국 원유 수출량



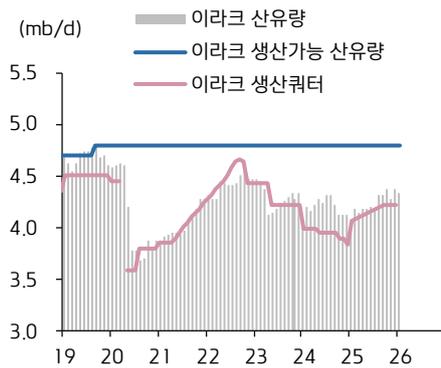
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

출발지 별 호르무즈 해협을 통해 운송된 원유량



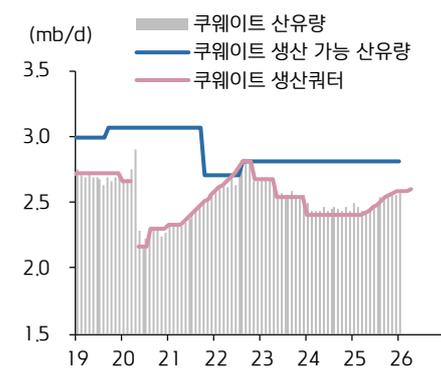
자료: EIA, 키움증권 리서치센터

이라크 산유량과 생산 가능 산유량



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

쿠웨이트 산유량과 생산 가능 산유량

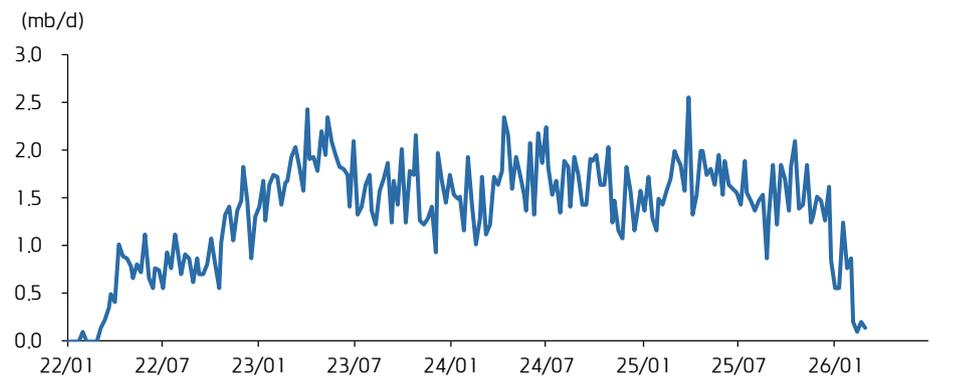


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

유가가 가파른 상승세를 보이면서 공급 불안 완화를 위한 정책 대응 가능성도 제기되고 있다. 지난주 미국 정부는 한시적으로 인도가 러시아산 원유를 수입할 수 있도록 허가했고, 9일(현지시간) G7 국가 중 세 국가가 전략비축유 방출에 동의했다는 보도도 이어졌다. 그러나 현재 미국의 전략비축유 규모가 2022년에 비해 낮은 수준이라는 점을 고려할 때, 과거와 같은 대규모 방출이 진행될 가능성은 제한적인 것으로 판단된다. 또한 호르무즈 해협 봉쇄에 변화가 없다면 비축유 방출은 단기적인 공급 차질을 완충하는 역할에 그칠 가능성이 높다.

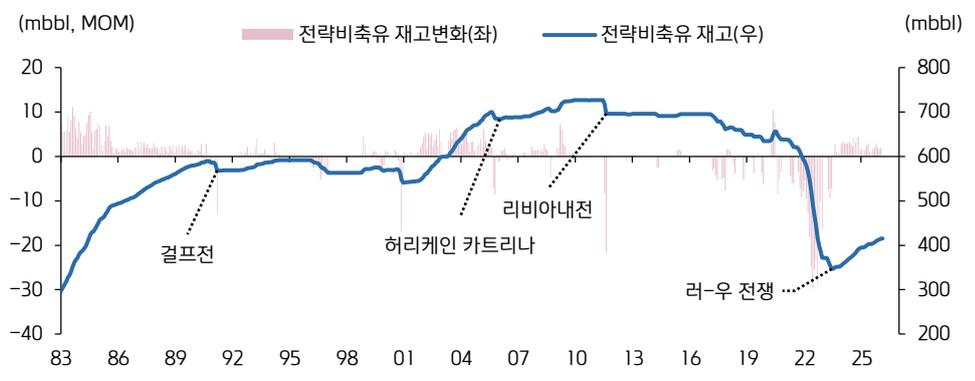
최근 카타르 에너지부 장관 역시 호르무즈 해협 봉쇄가 장기화될 경우 걸프 지역 산유국의 생산 중단이 불가피하고, 이 경우 유가가 배럴당 150달러 수준까지 상승할 가능성도 배제할 수 없다고 언급한 바 있다. 물론 지정학적 리스크는 예단하기 어려우나, 과거 주요 지정학적 공급 충격 사례 당시 유가 반응을 참고하여 향후 유가 흐름을 예상해보고자 한다.

러시아의 인도향 원유 수출 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 전략비축유(SPR) 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

호르무즈 해협 정상화, 유가 안정의 조건

과거 공급 차질을 동반한 주요 지정학적 리스크 사례로는 걸프전(1990), 리비아 내전(2011), 사우디 정유시설 테러(2019), 러시아-우크라이나 전쟁(2022) 등이 대표적이다. 이들 사례를 참고해보면, 원유 공급 차질이 1~2mb/d 수준에 그칠 경우 유가 상승폭은 대체로 20% 내외로 제한되었고, 공급 차질 규모가 3~4mb/d 정도로 확대될 경우 유가 상승폭은 50%를 상회하였다.

일반적으로 공급 차질 규모가 확대될수록 유가 상승폭이 확대되는 경향을 보이나, 공급 차질 지속 기간도 유가에 영향을 미친다. 4mb/d 이상의 대규모 생산 차질이 발생하더라도 생산이 빠르게 정상화된다면, 유가는 단기 급등 이후 빠르게 상승폭을 되돌리는 반면, 생산 차질이 장기간 지속된다면 유가가 단기간 내 두 배 가까이 상승한 후 이벤트 발생 전보다 높은 레벨을 유지하기도 했다.

이를 감안했을 때, 향후 유가 흐름 또한 호르무즈 해협 봉쇄 기간과 이에 따른 공급 차질 규모 변화에 따라 달라질 것으로 보인다. 만약, 일주일 이내로 호르무즈 해협 봉쇄가 정상화된다면, 유가는 최근 급등을 빠르게 되돌릴 것으로 보인다. 이 경우 이라크와 쿠웨이트 등 주요 걸프지역 산유국도 빠르게 생산 재개에 나설 가능성이 높기 때문이다. 전일 트럼프 미 대통령이 이란과의 전쟁이 곧 종료될 것으로 발표하면서 유가가 급락세를 보였다는 점은 이를 뒷받침한다.

현재 시장의 컨센서스는 호르무즈 해협 봉쇄가 3월 말까지는 유지될 것으로 보고 있다. 이에 미국과 이란간 군사적 충돌이 지속되면서 긴장 국면이 단기간에 해소되기는 쉽지 않을 것으로 인식되고 있다. 이에 일정 수준의 불확실성이 유지되는 가운데 제한적인 공급 차질이 지속되는 국면이 전개될 가능성이 높아 보인다. 이 경우 유가 상방 리스크가 높아지는 가운데 배럴당 \$90~\$120 사이에서 움직일 것으로 전망한다.

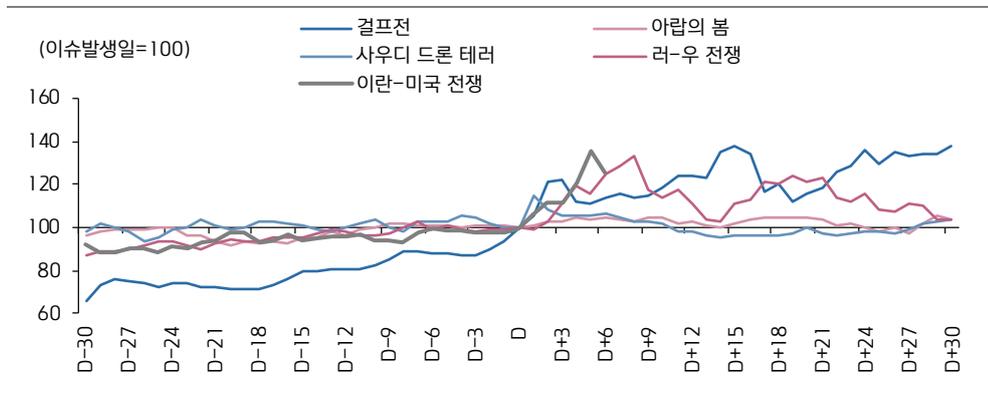
호르무즈 해협이 정상화되기 전까지 이라크와 쿠웨이트의 감산 규모 확대는 불가피할 것으로 보이고, 봉쇄 기간이 길어질수록 사우디와 UAE의 감산에 대한 경계감이 고조될 가능성이 높기 때문이다. 과거 러시아-우크라이나 전쟁 직후 유가 흐름도 이러한 전망을 뒷받침한다. 2022년 러-우 전쟁이 발생한 후 서방 국가가 러시아 제재에 나서면서 러시아 원유 생산이 감소할 것이라는 전망이 부각되었고, 전쟁 지속 기간에 대한 불확실성도 동반되면서 유가는 높은 변동성을 동반하며 빠르게 상승하는 흐름을 보였다.

지정학적 리스크 변화에 따른 유가 예상 레벨

구분	WTI 배럴당 \$70 수준 회귀	WTI 배럴당 \$90~\$120	WTI 배럴당 \$120 이상
조건 및 내용	베스트 시나리오	기본 시나리오	워스트 시나리오
	<ul style="list-style-type: none"> - 미국-이란 군사 긴장 완화 - 호르무즈 해협 통항 정상화 - 걸프 해역 선박 운항 및 원유 물류 정상화 - 이라크·쿠웨이트 생산 정상화 	<ul style="list-style-type: none"> - 호르무즈 해협 통항 제한 및 해상 물류 차질 지속 - 이라크·쿠웨이트, 저장시설 부족 및 수출 차질로 감소 지속 - 사우디, UAE 감소 가능성 확대 및 일평균 100만 배럴 이하의 소규모 생산 조정 	<ul style="list-style-type: none"> - 호르무즈 해협 봉쇄 장기화로 인한 중동 지역 원유 수출 차질 심화 - 사우디 등 걸프 산유국 감소 규모 확대

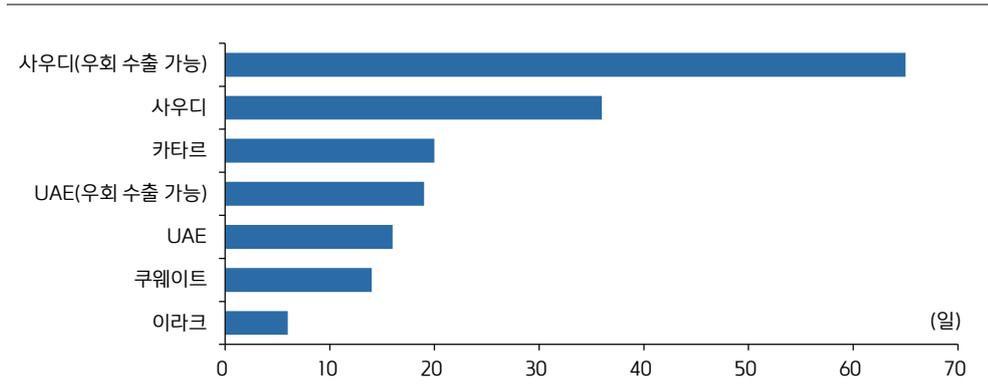
자료: 키움증권 리서치센터

과거 지정학적 리스크와 일간 국제유가 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

호르무즈 해협 봉쇄 시 산유국 별 원유 생산 중단까지 걸리는 시간



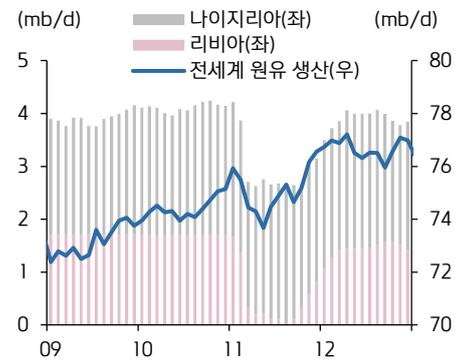
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

걸프전 발생 당시 이라크, 쿠웨이트 산유량



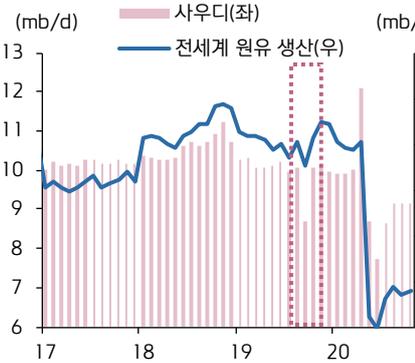
자료: EIA, 키움증권 리서치센터

아랍의 봄 발생 전후 아프리카와 글로벌 산유량



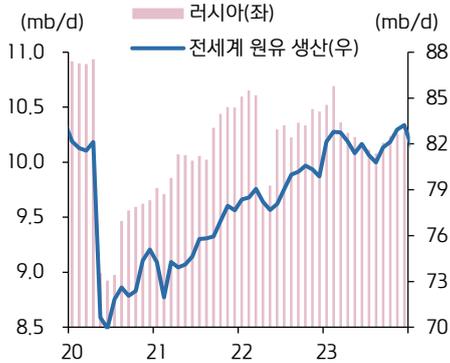
자료: EIA, 키움증권 리서치센터

2019년 사우디 원유생산 시설 피격과 산유량



자료: EIA, 키움증권 리서치센터

러-우 전쟁 발생 전후 러시아와 글로벌 산유량



자료: EIA, 키움증권 리서치센터

현재 시장에서 가장 우려하는 부분은 호르무즈 해협 봉쇄가 한 달 이상 지속되는 경우이다. 이 경우 주요 산유국인 사우디가 감산을 논의할 수 있다는 점에서 생산 차질 규모가 더욱 확대될 것으로 보인다. 특히 현재 글로벌 원유 시장에서 증산을 주도하는 국가 중 하나가 사우디인 만큼, 사우디의 감산이 시장에 미치는 영향은 이라크와 쿠웨이트 감산보다 더욱 클 것으로 예상하며, 이 경우 유가는 배럴당 \$120 이상으로 올라갈 수 있다.

종합하면, 최근 유가 급등 국면에서 향후 유가의 방향성은 호르무즈 해협 봉쇄 지속 여부와 중동 지역의 군사적 긴장 완화 속도에 의해 좌우될 가능성이 높다. 과거 사례에서 확인되듯, 공급 차질의 절대 규모도 중요하지만, 해당 이슈가 얼마나 장기간 지속될 것인지에 대한 시장의 인식도 유가에 영향을 미쳤다. 이에 봉쇄 조기 해소 시 유가 하방 조정 여지는 열려 있기는 하나, 현재로서는 호르무즈 해협 봉쇄가 단기간 내 해소되기보다는 일정 기간 지속될 가능성이 높아 보인다. 이를 감안했을 때 유가가 배럴당 \$90~\$120 사이의 높은 레벨을 유지할 것으로 전망한다.

주식시장 영향

시황/ESG 이성훈
shl076@kiwoom.com

전쟁 시나리오별 코스피 단기 전망

최근 국내 증시는 월간 2번 서킷브레이커가 발동하는 등 일간 기준 5~10%대의 극도의 변동성 장세를 연출하고 있다. 전일 3월 6일 종가 기준 코스피 지수는 단기 충격을 반영하며 5.9% 급락 마감하였다. 글로벌 지정학적 불확실성이 점증하여 원달러 환율이 급등하고 외국인 자금이 대규모 이탈됨에 따라 시장 전반에 위험회피 심리가 빠르게 확산된 것이 주요 원인이다. 실제로, 3월 이후 약 10조 원 가량의 대규모 외국인 자금이 이탈함에 따라 코스피 지수는 -15.9% 급락세를 보였다.

시장의 단기 향방은 결국 호르무즈 해협 사태의 장기화 여부와 국제 유가의 방향성에 의해 결정될 것으로 판단한다. 한국 경제는 구조적으로 중동산 원유 의존도(약 70%)가 높아 지정학적 리스크에 따른 에너지 공급망 교란에 매우 취약하다. 또한, 호르무즈 해협 봉쇄에 따른 물류 차질은 즉각적인 유가 급등으로 이어져 국내 기업들의 원가 비용 부담을 가중시킨다. 특히 수출 중심의 국내 제조 기업들이 직면할 이익률 훼손 우려는 증시 펀더멘털을 약화시키는 핵심 요인이다. 따라서 이번 미국과 이란 간의 군사적 갈등이 실물 경제 침체로 전이될지 여부는 유가 수준에 달려 있다.

실제로 지난주 WTI 기준 국제 유가는 지정학적 공포를 반영하며 주간 기준 35% 급등하는 모습을 보였다. 특히 3월 6일 장중 유가는 배럴당 116달러 선까지 치솟으며 글로벌 인플레이션 재점화 우려를 자극하였다. 다만 G7 주요국들이 에너지 시장 안정을 위해 전략비축유를 방출하겠다는 논의를 본격화하며 시장은 일시적 안도감을 형성하였다. 이러한 가운데 한국시간 10일 새벽, 트럼프 대통령이 “이란과의 전쟁이 마무리 수순에 진입했다”라는 발언에 전쟁 조기 종식에 대한 기대감이 극적으로 반영되며 WTI기준 국제유가는 85달러선까지 급락하였다.

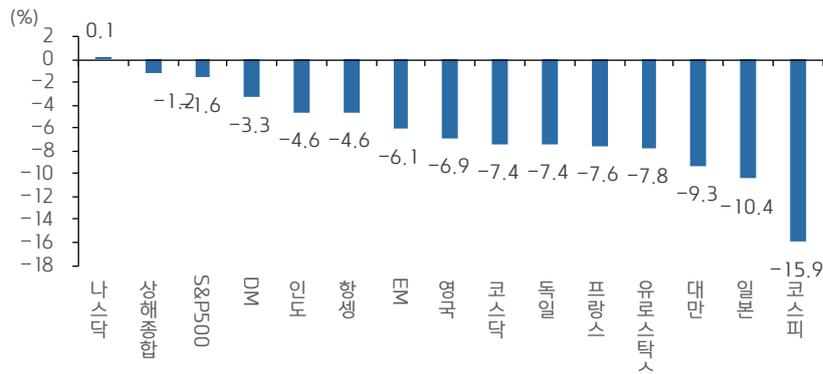
시장의 방향성을 쥐고 있는 국제유가는 현재 지정학 뉴스플로우에 따른 극심한 변동성을 연출하고 있다. 현재 글로벌 매크로 환경을 점검해 볼 때, 유가의 상방 압력을 자극할 구조적 불안 요인들은 여전히 산재해 있다는 점에서 당분간 변동성이 지속될 가능성이 높다. 호르무즈 해협의 선박 운항 제한 조치가 실질적인 물류 병목 현상을 유발하며 원유 공급망을 직접적으로 압박하고 있다. 여기에 주요 산유국들의 저장 시설 포화 우려와 그에 따른 선제적 감산 발표 움직임이 공급 부족 우려를 심화시키고 있는 상황이다. 이처럼 다각적인 공급 통제 요인들이 맞물려 국제유가에 상방 압력으로 작용하고 있다.

결론적으로, 트럼프 대통령의 전쟁 조기 종식 발언에도 중동발 지정학적 긴장감 국면은 당분간 지속될 가능성을 염두에 둘 필요가 있다. 시장 참여자들의 투자 심리가

극도로 취약해진 상황이므로, 당분간 지정학적 뉴스플로우에 민감한 장세가 이어질 수 있다. 이러한 높은 변동성 장세 속에서 추가적인 악재가 출현할 경우 증시의 하방 변동성은 더욱 확대될 수 있다. 이 경우 패닉 셀링이 동반되며 코스피 지수가 심리적 지지선인 5,000pt를 일시적으로 하회하는 언더슈팅 구간에 진입할 가능성도 상존한다.

그럼에도 불구하고 현재 국내 증시는 연이은 주가 급락을 겪는 과정에서 주요국 증시 대비 극단적인 지정학적 리스크를 주가에 상당 부분 선반영한 측면이 강하다. 펀더멘털이 훼손되지 않은 상태에서 지수가 급락함에 따라, 코스피의 PER은 현재 8.4배로 '08년 금융위기 당시(6.3배)를 제외하면 역사적 하단에 근접해있는 상태이다. 이는 중동 지역의 긴장감이 다소 완화되거나 유가의 추가 급등세가 제한될 경우, 주요국 증시 대비 시장이 큰 폭의 반등을 보일 수 있음을 시사한다. 따라서, 현재는 지정학적 이벤트 경로에 따라 증시의 상하방이 모두 열려있는 만큼 시나리오 접근을 통해 증시 대응 전략을 수립하는게 적절한 시점이다.

3월 이후 주요국 증시 수익률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피 12개월 선행 PER 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

현재 이란 사태와 관련된 지정학적 이벤트의 향방을 예단하기는 매우 어렵다. 국제유가 급등과 확산 우려가 혼재된 가운데, 향후 사태의 전개 경로에 따라 국내 증시의 상방과 하방이 모두 크게 열려 있는 국면이다. 과거의 다양한 지정학적 위기 사례가 증명하듯, 극단적인 공포는 밸류에이션 매력을 높이는 기회를 창출하지만 예기치 못한 테일 리스크는 치명적인 펀더멘털 훼손을 야기할 수 있다. 따라서 단일한 방향성에 맹목적으로 베팅하기보다는, 시나리오별 대응 전략을 수립하는 것이 현재로서는 가장 합리적인 접근이다.

베이스(Base) 시나리오 하에서 코스피 예상 밴드는 4,850~6,200pt를 제시한다. 이는 미국-이란 양국 간 전쟁 양상이 제한적 교착 상태로 접어들며 국제유가 레벨이 100~120달러 밴드 안에서 움직이는 상황이다. 이 경우 지정학적 불안으로 시장의 투자 심리가 다소 위축되더라도, 전쟁에 대한 시장 민감도가 점차 완화되고 AI 및 반도체 중심의 견조한 수요와 메모리 랠리에 대한 기대감이 지속되며 기업들의 영업이익 컨센서스가 현재 수준을 유지한다는 가정에 기반한다. 적용된 선행 PER은 7.7배에서 10.0배 수준이다. 하단 7.7배는 2020년 팬데믹 당시보다 낮았던 2018년 10월 미중 무역분쟁발 급락장의 저점 레벨을 차용한 것으로, 이미 시장에 과도한 할인이 반영되었음을 뜻한다. 상단은 과거 5년 및 10년 평균 수준인 10배를 반영한 수치다. 과거 대부분의 지정학적 리스크 발발 이후 코스피는 평균적으로 2~3주 조정 이후 반등하는 흐름을 보였다는 점을 감안시, 이번주~다음주까지 미국-이란 간 전쟁 리스크 완화 국면이 본격화될지 여부에 주목할 필요가 있다.

가장 보수적인 접근인 워스트(Worst) 시나리오는 코스피 밴드 4,350~5,650pt를 상정한다. 이는 전면전 확산 및 호르무즈 해협 장기 봉쇄로 인한 유가 폭등이 실물 경제 타격으로 이어지는 극단적 상황이다. 이 경우 선행 PER 멀티플은 7.0배에서 9.0배로 추가적인 축소가 불가피하다. 과거 2022년 러시아-우크라이나 전쟁 발발 직후 유가 급등기에 코스피 영업이익 컨센서스가 연초 대비 약 10% 하향 조정되었던 사례를 참고하여, 본 시나리오에서도 실적 10% 하향 조정에 따른 멀티플 디스카운트를 반영했다.

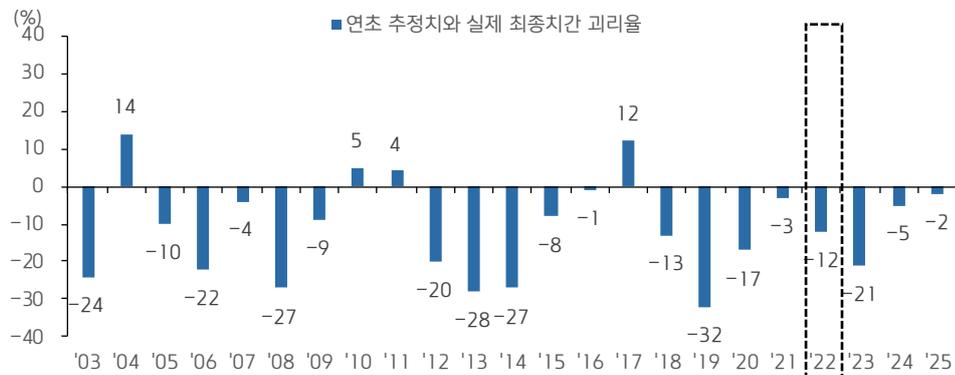
반면, 베스트(Best) 시나리오에서의 코스피 예상 밴드는 5,050~6,600pt로 가장 탄력적인 회복을 예상한다. 전쟁 리스크가 외교적 개입 등으로 빠르게 해소되고 유가가 하향 안정화되면서 짓눌렸던 투자 심리가 조기에 정상화되는 경로다. 이 경우 선행 PER은 8.0배에서 10.5배가 적용된다. 하단은 코스피 밸류에이션 밴드상 역사적 하단 지지선을 적용하였으며, 상단은 이번 중동 사태가 발생하기 직전의 코스피 밸류에이션 고점을 반영했다. 매크로 불확실성 소멸과 함께 영업이익 컨센서스 상향 작업이 재개된다면, 국내 증시는 전고점 탈환에 성공하며 빠른 랠리를 보여줄 것이다.

전쟁 시나리오별 코스피 단기 전망

시나리오	코스피 예상 밴드	PER 적용 기준	핵심 가정 및 펀더멘털 변수
Worst	4,350 ~ 5,650pt	7.0 배 ~ 9.0 배	과거 러-우 전쟁발 유가 급등기 사례 반영 (영업이익 컨센서스 10% 하향 조정분을 반영한 멀티플 축소)
Base	4,850 ~ 6,200pt	7.7 배 ~ 10.0 배	전쟁 불안 심리 잔존하나 반도체/메모리 수요 제한적 위축, 영업이익의 컨센서스 현재 수준 유지
Best	5,050 ~ 6,600pt	8.0 배 ~ 10.5 배	전쟁 리스크 조기 해소 및 유가 하향 안정화, 영업이익의 컨센서스 상향 재개 및 전고점 탈환 시도

자료: 키움증권 리서치센터

코스피 영업이익에 대한 연초 컨센서스와 실제 최종치간 괴리율



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

지정학적 리스크 발발 이후 코스피 평균 주가 흐름 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주) '90년 걸프전, '03년 미국-이라크 전쟁, '06년 이스라엘-헤즈볼라 전쟁, '11년 리비아 내전(아랍의 봄), '14년 ISIS 이라크 북부 모술 함락, '19년 사우디 아람코 석유시설 피격, '22년 러우 전쟁, '23년 이스라엘-하마스 전쟁 등 8개 사례 분석

채권시장 영향

채권전략/ESG 안예하
yhahn@kiwoom.com

연준 인하 기대 축소를 반영하는 과정

국제유가가 배럴당 90~120 달러 구간이 지속될 경우 글로벌 채권시장은 에너지 가격 상승에 따른 기대 인플레이션 확대와 통화정책 기대 변화에 영향을 받으며 장기금리 중심의 상승 압력을 받을 것으로 예상된다. 최근 중동 지역 지정학적 리스크 확대와 함께 원유 공급 차질 우려가 부각되면서 국제유가가 100 달러 내외까지 상승 압력이 나타난 상황에서, 이러한 높은 유가 수준이 장기간 유지될 경우 금융시장은 이를 단순한 지정학적 이벤트가 아니라 비용 인플레이션 요인으로 인식할 가능성이 있다.

특히 과거 러-우 전쟁과 걸프전쟁 발발 초반에는 미국채 금리가 하방 압력을 받기도 하는 움직임을 보였으나, 현재는 물가 상방 리스크와 함께 전반적인 자산 매도세가 확대되면서 시장금리가 상승 압력을 받은 바 있다. 즉 현재는 과거와 달리 안전자산으로서의 채권 매수세가 확대되기 보다는 물가 둔화 속도가 예상보다 느려질 수 있다는 우려가 채권 투자의 주요 포인트로 작용할 것으로 예상된다. 따라서 국제유가가 배럴당 100 달러를 상회하는 구간에서 연간 물가 상승 압력이 높아질 수밖에 없으며, 이는 결국 현재 조성되어 있는 미 연준의 1~2 회 수준의 인하 기대가 완전히 후퇴되며 채권 금리는 장기물 중심으로 상승 압력을 받을 것으로 예상된다.

최근 이란 전쟁 발발 이후 미국채 2년물 금리는 3.60% 수준에서, 10년물 금리는 4.15% 수준에서 거래되고 있다. 국제유가가 배럴당 60 달러 선에서 100 달러 선까지 올라오는 과정에서 나타난 금리 상승이며 이미 일부 유가 상승과 지정학적 리스크 프리미엄을 반영한 수준으로 평가할 수 있다. 추가 상승 여부는 결국 유가 레벨에 따라 결정되는데, 과거 에너지 공급 충격 사례를 통해 유가 변동에 따른 금리 변동폭을 추정해보았다.

과거 에너지 공급 충격 사례로 인한 국제유가 급등 사례를 살펴보면, 금리 인상 구간과 금리 인하/동결 구간의 금리 변동폭에 차이가 있었던 것을 알 수 있다. 전반적으로 국제유가 상승 시 금리가 상승하는 경향이 나타났던 가운데, 특히 통화정책이 긴축 국면이 아닌 금리 동결 또는 완화 국면에서는 장기 금리 상승폭이 더 컸던 것을 알 수 있다.

주요 공급 충격 사례를 분석한 결과 금리 인상 사이클이 아닌 동결·완화 국면(걸프전과 아랍의 봄)에서는 국제유가가 10% 변동할 때 미국채 10년 금리가 평균적으로 약 11bp 정도 움직이는 것으로 나타났다. 물론 두 가지 사례의 평균이라는 점에서 일반적인 사례로 평가하는데 무리가 있는 점도 사실이나 통화정책 사이클에 따라 금리 변동폭이 비슷한 수준으로 나타났던 점을 고려하면, 100 달러

수준에서 추가적으로 약 20% 가량 추가 상승해 120달러에 도달할 경우 미국채 10년 금리는 4.15% 수준에서 약 20bp 넘게 상승하며 4.40% 수준까지 상승할 가능성을 열어둘 필요가 있다. 미국채 2년물 또한 3.6%에서 약 14bp 내외로 상승한다면 3.75% 수준까지 상단을 열어두고 대응할 필요가 있다.

다만 유가 상승에 따른 금리 상승 압력이 나타나겠지만 금리 상단은 일정 부분 제약될 가능성이 높다. 이번 유가 상승은 수요 과열에 따른 인플레이션이라기보다 에너지 가격 상승에 따른 비용 인플레이션 성격이 강하다는 점에서 소비 여력을 약화시키며 경기 둔화 압력을 동시에 높일 수 있기 때문이다. 즉 유가 상승이 장기화될 경우 물가 상승과 성장 둔화가 동시에 나타나는 스태그플레이션 리스크가 확대될 수 있으며, 이러한 환경에서는 중앙은행이 추가 긴축으로 대응하기보다는 정책 대응을 보다 신중하게 가져갈 가능성이 높다. 따라서 미 연준이 다시 긴축 사이클로 전환할 가능성은 제한적이며, 이 점은 금리 상승 폭을 제약하는 요인으로 작용할 전망이다.

이를 감안할 때 국제유가가 배럴당 120 달러 선 이상으로 올라서는 구간에서 초반에는 인플레 리스크를 반영하며 4.40% 선을 크게 상회하며 전 고점 수준인 4.90% 수준까지 올라설 가능성도 배제할 수 없다. 다만, 140~150 달러 수준까지 상승하는 극단적인 공급 충격이 발생해 장기화될 경우 오히려 수요 하방 리스크가 불거지면서 미 연준 등 정책 당국의 경기 완화 정책과 함께 미국채 10년물 금리가 4%를 하회할 가능성도 고려할 필요가 있다.

국내 채권시장 역시 유사한 흐름을 보일 것으로 예상된다. 국제유가 상승이 장기화될 경우 국내 물가 경로에도 상방 압력이 확대되면서 한국은행의 통화정책 동결 구간이 장기화될 것으로 시장의 기대가 고정될 것으로 예상된다. 그 가운데 한국은행 또한 긴축 전환은 어렵다. 특히 비용 인플레이션이 확대되는 국면에서는 실질소득 감소와 소비 둔화 등 수요 충격이 동시에 발생할 수 있다는 점에서 한국은행은 금리 인하보다는 정책금리 동결 기조를 장기간 유지할 가능성이 높은 것이다. 이러한 환경에서는 국내 채권금리 역시 물가 리스크를 반영하며 상승 압력을 받으며 국고 3년 기준 수시로 3.4% 선까지 상승할 가능성이 높다.

다만 국내 시장의 경우 금리 상승 압력을 완화시키는 요인들도 동시에 존재한다. 먼저 한국 국채의 WGBI 편입으로 외국인 자금 유입이 점진적으로 확대될 것으로 예상된다. 이는 채권 수요 측면의 지지 요인으로 작용할 수 있다. 글로벌 채권지수 편입에 따른 패시브 자금 유입은 일정 기간 동안 국내 국채에 대한 구조적인 매수 수요를 형성할 가능성이 있으며, 이는 금리 상승 압력을 일정 부분 완화시키는 역할을 할 전망이다. 또한 금융시장 변동성이 확대되는 국면에서는 3월 9일 한국은행의 발표와 같이 정책당국이 시장 안정을 위해 국채 단순매입 등 유동성 공급 조치를

추가 시행할 가능성도 존재한다. 이러한 정책적 대응 가능성은 국내 금리 상승 폭을 제한하며 금리 상단을 제약하는 요인으로 작용할 전망이다.

결론적으로 국제유가가 100 달러를 상회하는 구간이 지속될 경우 글로벌 채권시장은 장기금리 중심의 상승 압력을 받을 가능성이 있으나, 비용 인플레이션에 따른 경기 둔화 위험을 감안할 때 미국채 10년 금리는 4.40% 선까지 상단을 열어둘 필요가 있다. 국내 채권시장 역시 물가 리스크를 반영하며 상승 압력을 받을 수 있으나 WGBI 편입에 따른 외국인 수요와 정책당국의 시장 안정 조치 등이 금리 상승 폭을 일정 부분 제한할 전망이다.

한편 전쟁 종결과 함께 국제유가가 배럴당 70 달러 선으로 회귀한다면(베스트 시나리오) 기존의 미 연준의 인하 기대는 여전히 유효하다. 전반적으로 고용 둔화 흐름이 지속된다는 점에서 크게 차이가 없을 것이며, 완만한 물가 둔화 흐름이 나타나며 미 연준의 인하 기대를 되살릴 것으로 예상된다. 그에 따라 미국채 10년물 금리는 기존의 레벨이었던 3.90~4.20% 수준에서의 등락이 지속될 것으로 예상하며, 인하 기대를 반영하며 4% 초반 선으로 하락할 것이다.

WTI 시나리오 별 금리 영향

구분	WTI 배럴당 \$70 수준 회귀	WTI 배럴당 \$90~\$120	WTI 배럴당 \$120 이상
조건 및 내용	<ul style="list-style-type: none"> - 미국-이란 군사 긴장 완화 - 호르무즈 해협 통항 정상화 - 걸프 해역 선박 운항 및 원유 물류 정상화 - 이라크·쿠웨이트 생산 정상화 	<ul style="list-style-type: none"> - 호르무즈 해협 통항 제한 및 해상 물류 차질 지속 - 이라크·쿠웨이트, 저장시설 부족 및 수출 차질로 감소 지속 - 사우디, UAE 감소 가능성 확대 및 일평균 100만 배럴 이하의 소규모 생산 조정 	<ul style="list-style-type: none"> - 호르무즈 해협 봉쇄 장기화로 인한 중동 지역 원유 수출 차질 심화 - 사우디 등 걸프 산유국 감소 규모 확대
금리	<ul style="list-style-type: none"> - 미 연준 인하 사이클 재개 - 미국채 2Y 3.40~3.60% - 미국채 10Y 3.90~4.20% 	<ul style="list-style-type: none"> - 미 연준 동결 - 미국채 2Y 3.50~3.75% - 미국채 10Y 4.10~4.40% - 미 연축 긴축 전환 가능성은 낮으나, 인플레 경계감 반영하며 상승 	<ul style="list-style-type: none"> - 미 연준 동결 - 미국채 2Y 3.75~4.00% - 미국채 10Y 4.40~4.90%(전고점 기준) - 인플레 리스크 반영하며 장기채 중심 급등세 지속되나, 급등 구간 장기화시 경기 하강 충격 우려로 10년 4% 하회 예상

자료: 키움증권 리서치센터

국제유가와 소비자물가 추이



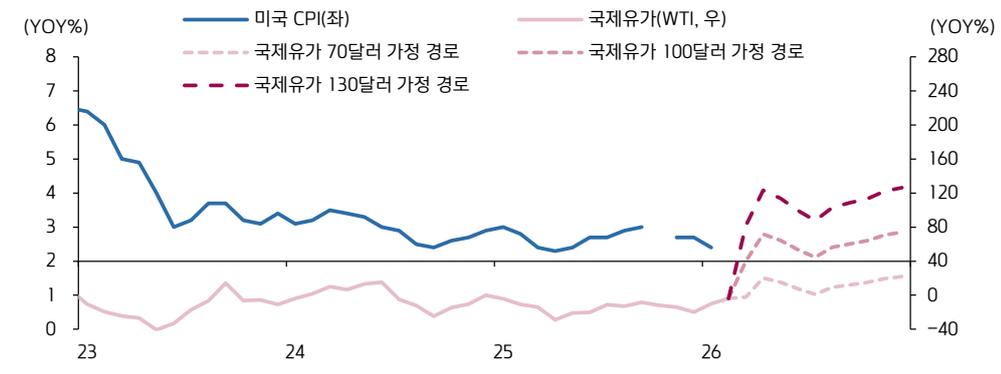
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국제유가와 미국채 10년물 금리 추이



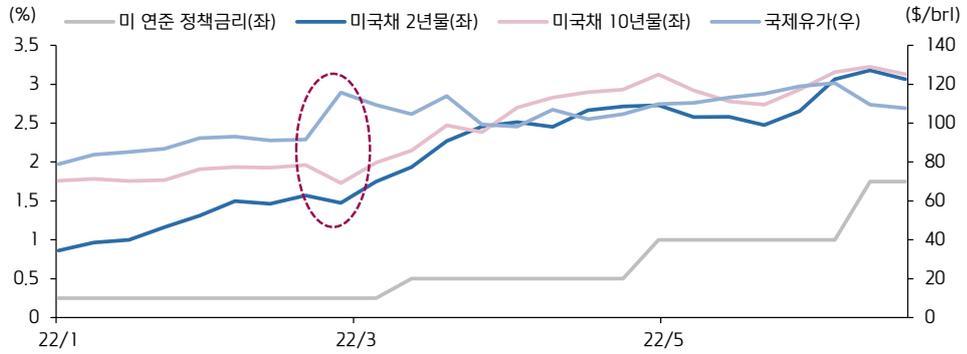
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 CPI와 국제유가 가정 예상 경로



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

러-우 전쟁 당시 국제유가와 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

과거 공급 충격발 국제유가 급등에 따른 금리 변화

	국제유가 변화			금리 변화		
	저점	고점	최대변동폭	정책금리 사이클	2년 (유가 10% 변동 대비)	10년 (유가 10% 변동 대비)
1차 오일쇼크(1970년대)	2.59	11.65	349.81	인상	(데이터없음)	2.54
2차 오일쇼크(1980년대)	13.66	38.28	180.23	인상	31.96	39.00
걸프전(1990)	20.04	39.51	97.16	인하	4.86	6.38
아랍의봄(2010)	81.58	113.90	39.62	동결	9.24	15.90
러우전쟁(2022)	92.10	130.50	41.69	인상	55.61	46.54
최근 중동전쟁	67.02	?	?	동결	?	?
				전체 평균	21.72	19.60
				금리 인하/동결 평균	7.05	11.14

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



중동 전쟁과 환율 영향

Economist 김유미

helloym@kiwoom.com

국제유가 향방이 핵심 변수

국제유가의 향방은 향후 글로벌 달러화 흐름과 달러/원 환율 변동성을 결정짓는 핵심 변수로 작용할 전망이다. 특히 중동 지역의 지정학적 리스크가 실제 원유 공급 차질로 이어질 경우, 글로벌 인플레이션 기대를 재자극하며 미국 통화정책 경로와 국제 금리를 통해 달러화 강세 압력을 확대시키는 경로가 작동할 가능성이 높다. 이러한 과정은 글로벌 위험회피 심리를 동시에 자극하며 외환시장 변동성을 크게 확대시킬 수 있다.

이러한 흐름은 2022년 러시아-우크라이나 전쟁 당시 국제유가 급등이 글로벌 인플레이션을 자극하고 미 연준의 공격적인 통화 긴축을 촉발하면서 강달러와 원화 약세를 동시에 야기했던 경험과 유사하다. 다만 현재의 거시경제 환경과 연준의 통화정책 사이클은 당시와 중요한 구조적 차이를 보이고 있으며, 이는 향후 달러 강세의 강도와 달러/원 환율 상단을 결정하는 핵심 제약 요인으로 작용할 것으로 예상된다.

베스트 시나리오는 국제유가가 배럴당 70 달러 수준으로 하향 안정되는 경우다. 이는 미국과 이란 간 군사적 긴장이 완화되고 호르무즈 해협 통항 등 걸프 해역의 원유 물류가 정상화되는 국면을 의미한다. 글로벌 원유 공급 차질 우려가 해소되며 유가가 점진적으로 안정될 경우 글로벌 인플레이션 압력도 완화되며 연준의 통화정책 운용 부담을 크게 덜어줄 수 있다.

이 경우 미국 국제 금리 하락과 함께 달러 강세 압력도 점진적으로 완화될 가능성이 높다. 글로벌 금융시장에서는 위험회피 심리가 완화되고 위험자산 선호가 회복되면서 신흥국 통화 전반의 강세 흐름이 나타날 수 있다.

한국 경제의 펀더멘털 측면에서도 긍정적이다. 에너지 수입 의존도가 높은 경제 구조상 유가 하락은 수입물가 안정과 무역수지 개선으로 직결된다. 특히 반도체, AI 데이터센터 인프라, 전력망 투자 확대 등 글로벌 IT 인프라 중심의 견조한 수출 사이클이 유가 안정과 맞물릴 경우 경상수지 흑자 규모는 더욱 확대될 가능성이 있다.

여기에 글로벌 위험자산 선호 회복에 따른 외국인 자금 유입이 더해질 경우 원화 강세 압력이 확대되며, 달러/원 환율은 1,400원 초중반 수준까지 점진적인 하향 안정 흐름을 보일 것으로 예상된다.

기본 시나리오는 국제유가가 배럴당 90~120 달러 수준에서 등락하는 경우다. 중동 지역의 군사적 긴장이 지속되면서 호르무즈 해협 통항 제한 등 원유 물류 차질이

일정 부분 가시화되고, 주요 산유국의 감산 기조 속에 글로벌 원유 공급이 제한적인 압박을 받으며 금융시장의 변동성이 높은 구간이 이어질 가능성이 있다.

다만 현재의 유가 상승 국면은 2022년 러시아·우크라이나 전쟁 당시와 뚜렷한 구조적 차이가 존재한다. 당시에는 팬데믹 이후 공급망 붕괴와 대규모 재정지출이 맞물리며 글로벌 인플레이션 압력이 급격하게 확대되었고, 이에 대응해 연준이 공격적인 기준금리 인상을 단행하면서 달러화가 일방적인 강세 흐름을 보였다.

반면 현재는 글로벌 공급망이 상당 부분 정상화되었고, 연준의 통화정책 스탠스 역시 금리 인하를 단행한 이후 동결 구간에 위치해 있다. 이에 따라 유가 상승이 즉각적인 기준금리 인상으로 이어지기보다는 금리 인하 지연 요인으로 작용할 가능성이 크다. 동시에 확대된 미국 재정적자와 국채 공급 부담 역시 달러화의 일방적 강세를 제약하는 요인으로 작용할 수 있다.

한국 경제 측면에서 에너지 가격 상승은 물류비와 생산비 상승으로 이어지며 기업 수익성을 저하시킬 가능성이 있다. 동시에 소비자물가 상승 압력이 커질 경우 한국은행의 통화정책 운신 폭도 좁아질 수 있다. 국제유가가 배럴당 90~120 달러 수준에서 유지될 경우 한국 경제에서는 경상수지 악화에 따른 원화 약세 압력, 물가 상승에 따른 통화 긴축 필요성, 그리고 경기 둔화로 인한 통화정책 제약이 동시에 나타나며 달러/원 환율에는 상승 압력이 작용할 수 있다.

다만 한국 경제에 미치는 직접적인 충격은 아직 제한적일 가능성이 있다. 한국의 중등 수출 비중은 약 3% 수준으로 높지 않으며, 주요 공급망 역시 중등 의존도가 크지 않다. 또한 해상 물류 측면에서도 2023년 홍해 사태 이후 주요 선사들이 수에즈 운하 대신 희망봉 우회 항로를 활용하고 있어 일정 부분 대응력이 확보된 상태다.

정부 역시 시장 불안 확대에 대비해 대응 체계를 점검하고 있다. 시장 변동성이 급격히 확대될 경우 100조 원 규모의 시장 안정화 프로그램을 가동할 계획이며, 약 9,600만 배럴 규모의 전략 비축유를 확보해 단기적인 에너지 수급 충격에 대비하고 있다. 수급 위기가 발생할 경우 약 120일 동안 국내 수요를 감당할 수 있는 비축유를 단계적으로 방출할 방침이다.

수출 측면에서도 상황은 비교적 안정적인 편이다. 한국의 대이란·대이스라엘 수출 비중은 0%대 초반에 불과하다. 특히 최근 한국 수출이 반도체 중심의 IT 경기와 인공지능 투자 사이클에 의해 견인되고 있다는 점은 중요한 변화다. 과거에는 글로벌 소비 둔화가 반도체 수요 감소로 이어졌지만, 최근 반도체 수요는 기업들의 AI 투자 확대가 주요 동력이 되고 있다. 국제유가 상승이 실물 경제에 부담을 주는 것은

사실이나 정부의 정책 대응 여력과 반도체 중심의 수출 구조 등을 고려할 때 한국 실물경제에 미치는 영향은 단기적으로 제한적인 수준에 머물 가능성도 있다.

이런 상황을 고려할 때 달러/원 환율은 상승 압력을 받겠지만 2022 년과 같은 일방적인 급등 추세보다는 1,400 원 후반에서 1,500 원 초반 범위에서 변동성이 확대되는 장세가 예상된다. 러-우 전쟁 초기 유가 상승기 약 3 개월 동안 환율 상승 폭이 약 7% 수준이었던 점을 감안할 때, 현 수준 대비 1,500 원 초반 수준이 단기 상단으로 형성될 수 있다. 또한, 이 구간에서는 외환당국의 미세조정, 국민연금 및 공공기관의 환헤지 비율 확대, 수출업체의 네고 물량 유입 등이 환율 쓸림을 완화하는 완충 장치로 작동할 가능성이 높다.

위스트 시나리오는 국제유가가 배럴당 120 달러 이상으로 급등하고 이러한 흐름이 장기화되는 경우다. 호르무즈 해협 봉쇄가 장기화되면서 중동 원유 수출이 전면적인 차질을 빚고 글로벌 에너지 공급 충격이 본격화되는 극단적인 위험 국면이다.

이 경우 글로벌 금융시장은 급격한 위험회피 모드로 전환되며 안전자산 선호가 강화되고 달러화 수요가 급증할 가능성이 높다. 동시에 글로벌 인플레이션 기대가 다시 상승하면서 미국 국채 금리 상승과 달러 강세가 동시에 나타나는 복합 충격이 발생할 수 있다.

이러한 환경에서는 신흥국 금융시장 전반에서 위험자산 회피 심리가 강화되며 외국인 자금 유출 압력이 확대될 가능성이 높다. 특히 세계 최대 원유 수입국인 중국 경제가 에너지 가격 급등의 영향을 크게 받을 경우 위안화 약세가 심화될 수 있다. 최근 들어 위안화와 원화 간 동조성이 과거 대비 다소 약화된 것은 사실이나, 글로벌 외환시장에서는 여전히 원화가 위안화의 프록시 통화로 인식되는 경향이 존재한다는 점에서 위안화 약세는 원화에도 동반 약세 압력으로 작용할 가능성이 높다.

여기에 한국의 국가 신용 위험을 반영하는 5 년물 CDS 프리미엄이 상승하고 외국인 자금 유출이 동시에 진행될 경우 원화에 대한 리스크 프리미엄이 확대되며 환율 상승 압력은 더욱 강화될 수 있다. 이 경우 달러/원 환율은 1,500 원을 상향 돌파하는 것은 물론, 새로운 고환율 레벨에서 상당 기간 높은 변동성을 유지하며 고착화될 가능성도 배제하기 어렵다.

종합하면 국제유가 상승은 글로벌 인플레이션 기대를 자극하는 동시에 금융시장의 위험회피 심리를 강화하며 달러 강세-원화 약세 흐름을 유도하는 핵심 트리거로 작용할 수 있다. 다만 2022 년 러시아-우크라이나 전쟁 당시와 비교할 때 현재는 글로벌 공급망 정상화, 연준의 긴축 사이클 종료 국면, 미국 재정적자 확대에 따른 달러 강세 제약 요인, 그리고 반도체 중심의 한국 수출 회복 등 구조적 차이가

존재한다. 이를 고려할 때 환율 상승 압력 자체는 유효하겠지만, 상승 속도와 상단 폭은 2022 년과 같은 급격한 상승 국면보다는 제한적인 범위 내에서 변동성이 확대되는 형태로 전개될 가능성에 무게를 둘 필요가 있다.

중등 지정학 리스크별 환율 시나리오

구분	베스트 시나리오	기본 시나리오	워스트 시나리오
국제유가 수준	WTI \$70 내외	WTI \$ 90~120	WTI \$120 이상
지정학적 상황	미국-이란 긴장 완화 호르무즈 해협 통항 정상화	중등 군사적 긴장 지속 호르무즈 해협 통항 제한 등 부분적 원유 물류 차질 러-우 전쟁 초기와 유사한 지정학적 불확실성 확대	호르무즈 해협 봉쇄 장기화 중등 원유 수출 전면 차질
원유 공급 상황	공급 차질 우려 해소 글로벌 원유 물류 정상화	일부 공급 차질 발생 산유국 감산 기조 유지	글로벌 에너지 공급 충격 발생
글로벌 금융시장 영향	글로벌 인플레이션 압력 완화 위험자산 선호 회복 달러 강세 완화	인플레이션 재상승 우려 금리 인하 기대 지연 금융시장 변동성 확대	위험회피 심리 극대화 달러 안전자산 수요 급증
미국 통화정책 영향	연준 정책 부담 완화 금리 인하 기대 유지	금리 인하 시점 지연 가능성	인플레이션 재확산 우려 통화정책 불확실성 확대
한국 경제 영향	수입물가 안정 무역수지 개선 경상수지 흑자 확대	수입물가 상승 압력 통화정책 딜레마 심화 정부 대응·반도체 수출이 완충 역할	에너지 수입 부담 급증 외국인 자금 이탈 확대
환율 주요 변수	외국인 자금 유입 확대 반도체 중심 수출 호조	한미 금리차 부담 지속 외환시장 변동성 확대	신홍국 자금 유출 위안화 약세 → 원화 동반 약세
원/달러 환율 전망	1,400 원 초중반 점진적 하향 안정	1,400 원 후반 ~ 1,500 원 초반에서 높은 변동성 장세	1,500 원 상향 돌파 가능 고환율 레벨 형성 가능

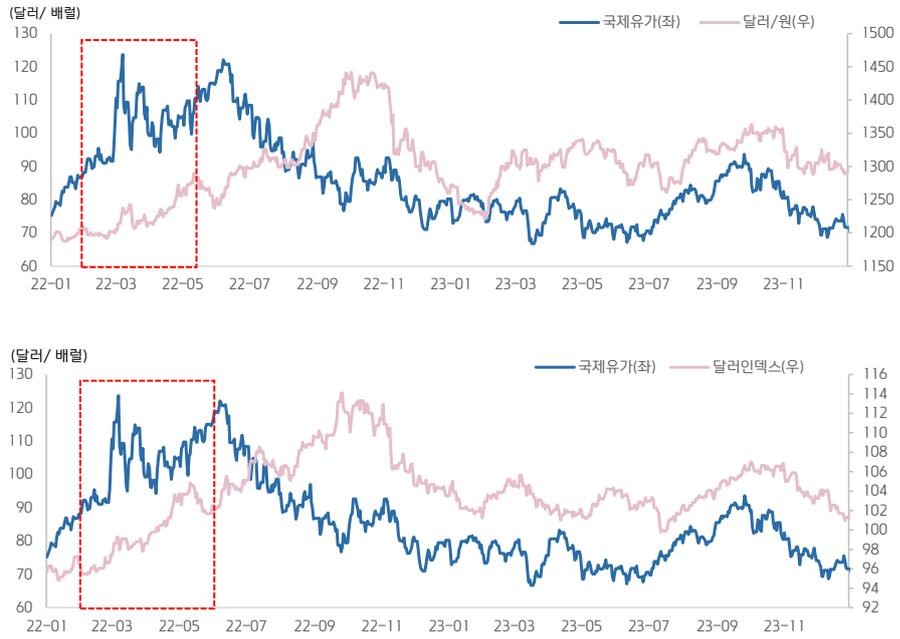
자료: 키움증권 리서치센터

2022년 러·우 전쟁과 현재 중등 리스크 국면 비교

구분	2022년 러시아-우크라이나 전쟁	현재 중등 리스크 국면
인플레이션 환경	팬데믹 공급망 훼손 + 재정지출 확대 → 글로벌 물가 급등	글로벌 공급망 상당 부분 정상화
유가 상승 성격	공급 충격 중심 유가 급등	지정학 리스크 프리미엄 중심
연준 통화정책	공격적 금리 인상 사이클	긴축 종료 이후 금리 인하 시점 조절 국면
달러 흐름	글로벌 강달러 구조 강화	달러 강세 제한
환율 영향	달러/원 환율 급등 추세 형성	상승 압력은 존재하나 변동성 확대 중심

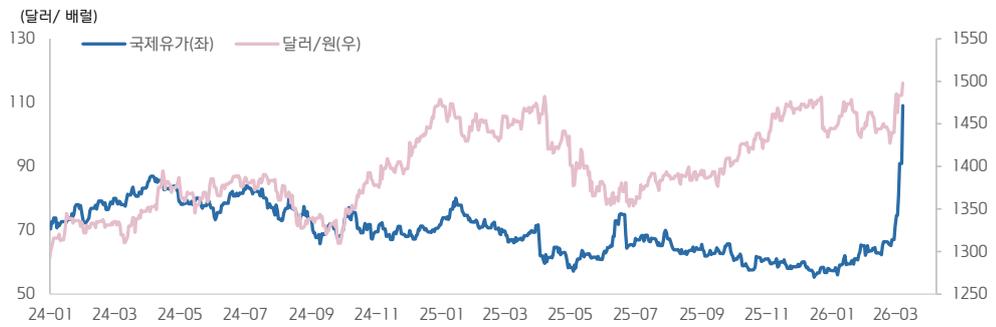
자료: 키움증권 리서치센터

2022년 러-우 전쟁 당시 국제유가(WTI)와 달러/원 환율, 달러인덱스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2026년 중동전쟁 전후 달러/원 환율과 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

러-우 전쟁(2022년)과 중동전쟁(2026년) 이후 달러/원 환율 추이



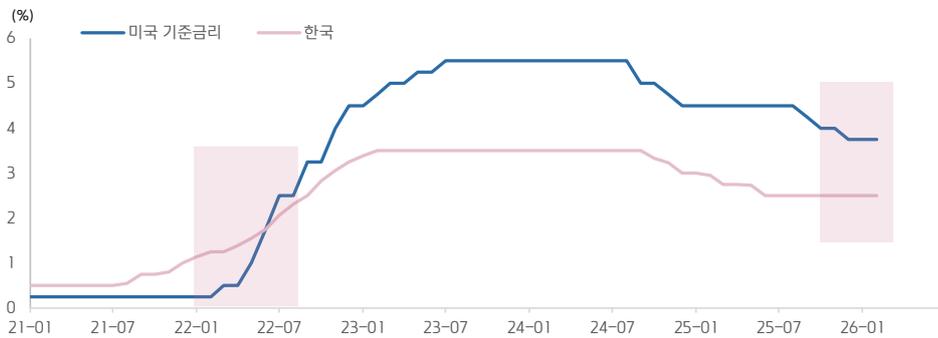
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 소비자물가와 국제 유가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
 주: 붉은 점선은 전망치

미국과 한국 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

섹터별 영향 점검

섹터	내용
반도체	<ul style="list-style-type: none"> - 유가 급등이 채권 금리 인상으로 이어질 경우, 미국 빅테크 기업들의 자금 조달에 차질이 발생할 수 있음. 빅테크 기업들의 올해 CapEx/FCF가 1.0에 근접했기 때문에, 자금 조달에 차질이 발생할 경우 2027년~2028년 AI 서버 투자 계획이 하향 조정될 우려 존재 - 중동 지역 내에 계획된 데이터센터의 증설 스케줄이 지연될 우려도 있음
인터넷/게임	<ul style="list-style-type: none"> - 유가 상승에 따른 인플레이션 리스크가 발동되어 추후 금리 인하에 대한 기대감과 속도감이 저하될 경우 인터넷 소프트웨어 장기 수익가치 분석에 대한 할인을 축소 여지가 낮아지면서 업계 밸류에이션에 일부 부정적으로 작용할 개연성이 존재 - 유가 등을 둘러싼 지정학적 리스크가 지속될 경우 이에 따른 원/달러 환율 상승에 대한 변수가 존재하며, 다만 게임 업체 중에서 해외 매출 비중이 높은 업체는 이에 따른 반대급부로 매출에 대한 반사이익을 일부 가져갈 수 있음, 다만 해당 사안은 국지적 차원으로 국한될 수 있음
자동차	<ul style="list-style-type: none"> - 한국 완성차 업계는 아중동 권역에서 연간 약 60만 대 판매 중이며 이는 인도 시장 다음으로 높은 수준. 러-우 전쟁으로 인해 러시아 시장 철수를 만회하기 위한 대체 시장이 주로 아중동, 중남미로 여겨져 왔기 때문에 사태가 장기화될 경우 물류 및 소비심리 경색으로 인해 판매실적에 타격 불가피할 전망. 특히 아중동 자동차 소비자는 중국, 일본, 한국 자동차 브랜드 선호도 높은 편. 고유가 지속될 경우 HEV, BEV로의 수요 이전 일부 발생할 수는 있겠으나 아중동 외 지역에서의 완성차 판매 부진으로 확산될 가능성은 다소 제한적. 오히려 완성차는 원화 약세에 따른 우호적 환효과 기대할 수 있을 것이며, 부품 업종은 항공 물류비 급등에 유의할 필요.
이차전지	<ul style="list-style-type: none"> - 이차전지 산업이 에너지 집약 산업인 만큼 단기적으로는 원가 상승이 예상되며, 운송 차질과 인플레이션으로 인한 글로벌 경기 압박이 커지면서 일시적으로 전기차 수요는 둔화될 가능성 존재. 그러나 중장기적으로는 유가 상승 시 내연기관 차량의 연료 비용이 상승해 전기차의 경제성이 개선(EV TCO 경쟁력 상승)될 수 있음. 이에 연료비 민감도가 낮은 EV가 중장기적으로 대안이 될 가능성이 있으며, 장기적으로는 EV 전환 가속이 기대됨
조선	<ul style="list-style-type: none"> - 호르무즈 해협 봉쇄 여파로 유조선 운임이 전쟁 직전 대비 약 2배 급등, 해운사 수익성 개선에 힘입어 탱커 신조 발주 확대 기대 - 동시에 카타르 LNG 시설 가동 중단 영향으로 유럽/아시아의 미국산 LNG 수입 전환 가속화 전망, 미국 LNG 프로젝트의 FID와 발주가 앞당겨질 경우 한국 조선소의 수혜 가능성이 높음 - 또한, 중동 지역의 해상 전력에 대한 보강이 증가할 것으로 판단되며 특수선 관련 수주 모멘텀도 늘어날 것으로 기대
방산	<ul style="list-style-type: none"> - 이란 사태로 중동 국가들이 국방력 강화를 추진하는 과정에서 지상 무기, 방공망, 전투기 등 한국산 무기에 대한 도입이 확대 기대 - 특히, 이번 중동 분쟁 과정에서 한국산 방공 체계인 M-SAM II의 성능이 검증되며 향후 L-SAM의 도입에 대한 기대감이 높아질 전망 - 단기적으로 미국/이스라엘-이란 전쟁의 타임라인에 따른 주가 변동성 확대가 불가피하나, 중장기 관점에서는 수주 파이프라인 확대에 수혜 예상
철강/금속	<ul style="list-style-type: none"> - 철강비철업종은 유가 상승시 LNG, 전력비 등 에너지 비용 부담이 전반적으로 커짐에 따라 수익성에 부정적. 에너지 비용은 각 업체별로 차이가 있지만 대략 원가의 5% 수준으로 추정. - 1) 전기로 철강업체의 경우 유가 및 LNG 가격 상승이 전기로 상승으로 이어져 전력비 부담 확대 가능성이 높으며, 2) 고로 철강업체의 경우 전력비 비중은 전기로 업체와 비교해 상대적으로 낮지만 주요 원료인 석탄가격 상승으로 이어질 경우 원가부담이 증가할 수 있음, 3) 비철제련업체의 경우 유가 상승에 따른 전기로 상승이 제련비용의 직접적 상승으로 이어질 수 있어 수익성에 악영향이 예상되지만 만약 금융시장 불안으로 원달러환율이 상승할 경우 전체 매출액이 증가하는 긍정적 효과도 일부 존재

<p>건설</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 현재는 코로나 이후 공사비 상승을 매매가 상승이 따라가지 못한 상황 - 이로 인해 전국 착공 세대수가 반등하지 못하고 있기 때문에, 유가 상승이 지속되거나, 고유가가 지속될 경우 전국 주택 착공 증가 시점은 뒤로 밀릴 수 있음 - 지정학적 리스크로 인한 중동 내 일부 현장들의 공사 중단이 나타나고 있기 때문에 전쟁 장기화 시 플랜트 부문의 외형 하락이 불가피함
<p>유틸리티</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 유가 상승 시, 공공 유틸리티에는 부정적, 에너지 업스트림 또는 민간 발전 사업자에게는 긍정적 - 공공 유틸리티는 연료비/전력구입비 증가 영향으로 실적 악화 우려 - E&P(업스트림) 업체들의 경우, 유가 상승이 판가 상승으로 귀결. 대표적인 고유가 수혜 업종 - 민간 발전사업자들은 SMP 상승 효과에 따른 실적 개선 기대 - 에너지 공급 차질 이슈가 원전/재생에너지에 대한 수요를 자극하는 계기가 될 수 있을 전망 - 국내 재생에너지 발전 사업자들의 간접적인 수혜 전망
<p>제약/바이오</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 수출 비중이 높은 대형 바이오 기업(바이오시밀러, CDMO 등)는 유가보다는 환율 영향이 높아, 원/달러 환율 상승 시 실적 수혜 기대 - 바이오텍의 경우, 전쟁 및 유가 상승이 펀더멘털에 미치는 직접적인 영향은 제한적. 다만 유가 상승이 인플레이션 압력으로 이어져 금리 상승으로 연결될 경우 바이오텍 밸류에이션에는 부담요인으로 작용 가능. 또한 환율 상승 시 해외 임상 진행에 따른 일부 비용 부담 가중될 수 있음. - 전통제약사는 경기 방어주로 중동 전쟁과 같은 대외 불확실성이 미치는 영향은 제한적이고, 수출의약품 환율 수혜 기대되나 원료 수입 단가 상승 및 국내 약가 인하 규제 불확실성 리스크 요인 상존.
<p>의료기기</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 보툴리눔 독신 업체들의 중동 물류 관련 이슈 발생 가능성 있으나, 언론에는 항공 선적 진행 중으로 사업 중단 리스크는 거의 없다고 보도된 바 있음 - 독신 외 에스테틱 업체들의 전쟁 주변국 영업망 타격 없고 추후 상황 파악 필요한 상황 - 주요 의료 SI 업체들의 중동 신규 진출, 투자 유치 등의 사업 업데이트 관할 필요 - 일부 덴탈 업체들의 이란 관련 매출채권 대손충당금 설정률 상승 반영 완료
<p>은행</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 유가 급등은 인플레이션 우려를 자극하여 단기적으로 금리 상승으로 연결될 수 있음 - 금리 상승 시 은행 순이자마진(NIM) 상승으로 이자이익 증가 효과 발생 - 대출 증가에는 부정적일 수 있지만 NIM 상승효과가 더 큼 - 유가가 단기간 내 하락하지 않고, 기준금리 인상 등 금리상승이 장기화되면 신용 리스크가 점진적으로 확대될 가능성 존재
<p>보험</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 지정학적 위험과 유가 급등 등으로 인한 직접적인 영향은 제한적일 것으로 예상 - 다만 시중금리와 환율 등이 급변한다면 자산가치 변동 등에 따른 실적과 자본비율 변동성 확대에 이어질 수 있음 - 시중금리 상승 시에는 통상 보험사 자본에 긍정적인 영향을 미치기도 함 - 시장에서 보험주는 방어주로 받아들여지는 만큼 업종 전반적으로 주가가 시장 대비 초과 하락할 가능성은 낮을 것으로 전망
<p>증권</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 금융시장 불확실성 확대가 장기화될 경우 투자심리 위축 시 증시 부진 및 이에 따른 증권업 실적 악화 우려 - 증권 업종의 주가는 증시와의 연관성이 높은 특징, 증시 변동성 확대 시 불확실성 회피 심리가 부정적으로 작용할 가능성 높음 - 다만 장기적인 금융시장 시스템 리스크로 번지지 않는다면 자본시장으로의 자금 유입 지속 및 증권업 활황이 이어질 것으로 전망
<p>지주</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 직접적인 영향은 자회사 업종에 따라 차별화될 것으로 전망 - 자회사 주가 하락 시에는 NAV 축소에 따른 지주사 투심 악화 불가피 - 일부 배당수익률이 높은 지주사 혹은 그룹 지배구조 개편 기대감이 있는 지주사는 상대적으로 방어주 역할 기대 가능

유통/음식료	<ul style="list-style-type: none"> - 현재의 고유가 상황이 단기에 종료된다면, 전반적인 업황에 큰 영향 없을 것 - 하지만, 고유가 상황이 장기화된다면, 내수 소비경기는 현재의 호조세가 유지되기 어려울 가능성이 높기 때문에, 백화점 보다는 편의점과 음식료 업체가 상대적으로 유리할 전망 - 고유가 장기화는 원화 약세와 곡물가격 상승을 촉발할 가능성이 높음. 따라서, 음식료 업종 내에서는 해외 사업 비중, 영업이익률, 가격 전가력이 높은 업체가 상대적으로 유리할 전망
엔터/미디어	<ul style="list-style-type: none"> - 실질적 펀더멘털 영향 미미할 전망. 주요 4사 모두 중동 지역 직접 공연 매출 비중이 부재하여 직접적 타격이 제한적이며, 유럽 노선 중 중동 경우 비중(약 15%) 또한 대체 항공편으로 충분히 상쇄 가능한 수준 - 소비 하락기 내 방어주 성격 부각될 것으로 기대. 고유가·고물가로 인한 가치분 소득 감소 시, 럭셔리 소비 대비 '가성비 취미'인 미디어 콘텐츠 및 팬덤 소비로의 수요 전이가 발생하며 상대적 관심도가 제고될 전망이다.
레저	<ul style="list-style-type: none"> - 카지노: 매출 기여도가 1% 내외인 유럽 고객 대비, 전체의 80% 이상을 차지하는 일본·중국 및 동남아 핵심 고객군 노선이 정세 불안에서 자유로워 지정학적 리스크의 영향은 극히 제한적. 원화 약세 장기화로 외국인 VIP 및 Mass 고객의 체감 게임 비용이 타국 대비 낮아지며 인바운드 유입에 우호적인 영업 환경이 조성되어 긍정적인 영향 예상됨 - 호텔: 방산 및 반도체 섹터 중심의 견고한 비즈니스 투숙 수요가 5성급 호텔 실적을 지지하며, 고환율에 기반한 외국인 관광객 유입 확대가 유럽인 투숙객 감소분(약 1% 수준)을 상회할 것으로 예상됨. 중국인 관광객 중심의 3~4성급 호텔 성장 모멘텀이 유효하며, 중동 사태가 핵심 타겟인 아시아권 입국객 흐름을 저해하지 않아 기존 수익성 전망치를 유지 - 여행: 직접적인 중동 패키지 비중(1%)은 낮으나, 유가 급등에 따른 유류할증료 인상과 고환율이 겹치며 유럽·미주 등 고단가 상품에 대한 심리적 저항선이 형성될 가능성이 높음. 중장거리 수요가 일본·중국 등 단거리로 이동 중이나, 해당 지역은 패키지보다 FIT(개별여행) 비중이 압도적으로 높아 여행사 입장에서는 믹스 악화에 따른 수익성 방어 부담이 가중될 것으로 판단됨

자료: 키움증권 리서치센터