MIRAE ASSET 미래에셋증권

Market Issue

중동발 변동성 확대와 대응 전략 점검

Investment Strategy
2026.3.23

[주식전략]
유명간
myounggan.yoo@miraeasset.com
김성근
sungkeun.kim@miraeasset.com

[채권전략]
민지희
jihee.min.a@miraeasset.com

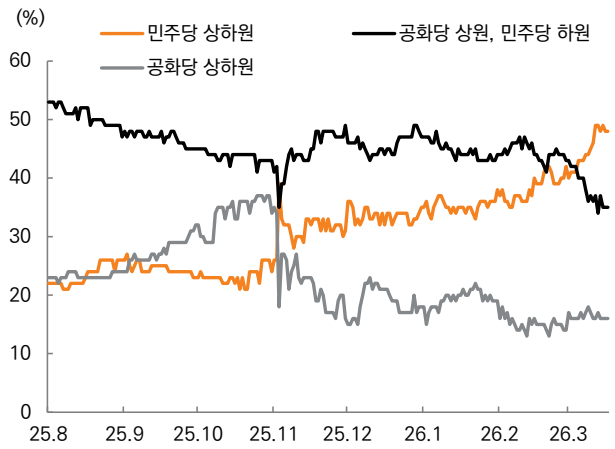
- 양 진영의 합의가 기본 시나리오. 트럼프 행정부는 유권자들을 의식해 전쟁을 최대한 빠르게 마무리 지을 필요. 이란 입장에서도 전쟁 비용에 부담을 느끼는 상황
- 호르무즈 해협 내 통행 차질 등으로 2Q 높아진 유가는 인플레 상방 압력으로 작용. 상반기 미국 코어 인플레는 3%대에서 고착화되며 금리 인상 경계심 지속될 전망
- 대내외 인플레 우려에 글로벌 금리 변동성 국면 지속. 미국 금리 인상 경계심, 지정학 리스크 등은 원화 약세 요인. 달러환율은 1,400원대 후반~1,500원 초반 등락 전망
- 코스피 12MF PER 8.3배로 하락. 3/4 전쟁 초기 국면 장중 8배가 저점. 반도체 실적 상향 조정 영향으로 PER 8배의 코스피는 5,200p 수준(금일 종가 대비 -3.8%)
- 실적 개선, 증시 친화적 정책 기조, 머니무브 흐름은 지속. 다만, 증시 할인율 상승과 관련한 매크로 지표 불확실성으로 당분간 밸류에이션 지표의 중요성이 높아질 전망

이란 전쟁으로 인한 피해 지속: 그러나 결국 협상에 임할 전망

이란 전쟁으로 인한 호르무즈 해협 통행 차질도 지속되면서 금융 시장내 높은 변동성이 이어지고 있다. WTI가 배럴당 100달러선을 재차 위협하면서 인플레이션 우려가 부각됐고, 금리 인하 기대도 위축되며 국채 금리도 상승했다. 이로 인해 주식시장에 약세 압력도 높아졌다. 중동에 대한 한국의 에너지 수입 의존도도 상당한 만큼, 해협 통행 차질의 지속은 원화-달러 환율 상승도 야기했다.

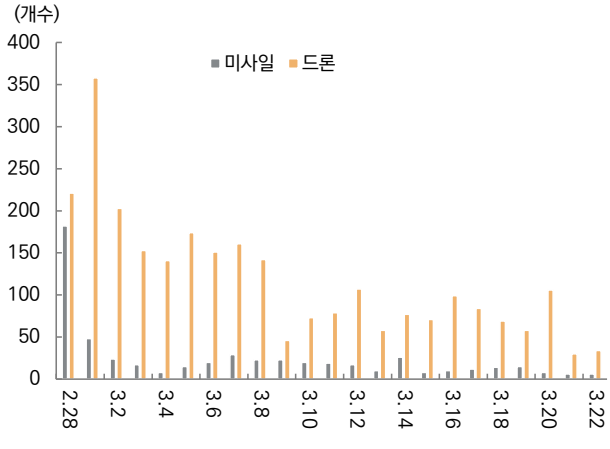
문제는 이란 전쟁으로 인한 피해가 더 발생할 가능성이 높아졌다는 점이다. 트럼프 행정부는 이란에서의 작전 규모를 줄이겠다는(winding-down) 입장을 표명하면서도 이란과의 휴전할 생각은 없다는 의사를 내비쳤고, 이란도 아직 물러설 기미가 보이지 않는 상황이다. 지난 21일 저녁에는 트럼프 대통령이 이란에 대해 48시간의 데드라인을 제시하면서 긴장감이 더욱 높아졌다. 트럼프 대통령은 해협을 48시간 내 개방하지 않으면 이란의 발전소를 파괴하겠다고 경고했고, 이란은 공격을 받을 경우 해협을 완전히 봉쇄하겠다고 답변했다.

그림 1. 중간선거에서 민주당 상하원 장악 확률 50% 도달



자료: Bloomberg, Polymarket, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. UAE, 사우디, 바레인 대상 이란의 공격 빈도수



자료: Institute of War, 미래에셋증권 리서치센터

Base 시나리오: 미국과 이란 모두 협상의 필요성 인식

전쟁 관련 변동성은 더 이어지겠지만 양측은 결국 협상에 돌입할 것으로 판단된다. 트럼프는 여전히 전쟁을 최대한 빠르게 마무리 지어야 하는 인센티브가 높다. 최근 여론조사(Politico, 3/18)에 의하면 현재 트럼프의 핵심 MAGA 지지층은 전쟁을 지지하고 있지만 이 지지도 전쟁이 단기간내 끝난다는 기대에 기반하고 있고, 추가 미군 사상자의 발생에도 반대하고 있다. 배럴당 4.5달러까지 상승한 휘발유 가격도 중간선거를 앞둔 트럼프 행정부로서는 부담되는 요인이다. 이미 중간선거에서 민주당이 하원에 이어 상원까지 장악할 확률은 50% 수준까지 높아진 상황이다. 트럼프 대통령은 5월초로 미룬 중국과의 정상회담 전까지 전쟁을 마무리 짓고 싶어하는 모습이다.

이란 지도부도 대외적으로는 강경한 스탠스를 유지하고 있지만 현존하는 인프라를 지키는 상황을 선호할 것으로 보인다. 이란은 유가 상승을 야기해 트럼프를 압박 하고 있지만 전쟁 이후의 상황도 신경 써야 한다. 이와 관련해 이란의 하르그(Kharg) 섬이 주목 받고 있다. 하르그 섬 내에서 이란 원유 수출의 90%가 섬 내 인프라를 통해 이루어지는 만큼, 이란 정권에게는 상당히 중요한 장소다. 미국이 이 섬을 장악하면 이란도 협상할 요인이 높아진다. 원유 수입 없이는 정권 안보 시설과 인프라를 재건하기 상당히 힘들어지기 때문이다.

표 1. 미국, 이스라엘의 이란 공습 관련 금융시장 시나리오 점검(26.3.23 update)

시나리오	전개 방향	주식	금리	달러환율	경기, 인플레
미중 정상회담 전 종식 (Base)	- 이란의 간헐적 공격으로 호르무즈 통과에 선박들이 계속 어려움을 겪음 - 미국이 군사적으로 호르무즈 해협을 열거나 현 정권과의 합의에 도달	- 합의 전까지 간헐적 변동성 발생. 그러나 이란의 군사적 역량 저하로 점진적 회복 시도	- 연초 유가 급등에 따른 2Q 인플레 경계심 지속. 물가 지표 확인할 때까지 금리 인상 우려 상존, 고금리 고착화 예상	- 지정학 리스크, 미국 금리 인상 우려 등으로 원화 약세 예상 - 달러환율 1,480~1,530원 내 등락	- 상반기 미국 인플레 3%대 고착화 전망 - 전쟁 단기간 내 종료 시 미국 경제 연간 2%대 성장 이어질 전망
군사적 충돌 장기화 (Bear)	- 미국이 군사적으로 호르무즈 해협을 개방하는데 실패 - 합의를 하지 않는 이란 정권에 대응하기 위해 지상군을 대대적으로 투입	- 유가 상승으로 스태그플레이션 우려 강화 - 주식 시장 하방 압력 상승	- 스태그플레이션 및 금리 인상 우려에 미 국채 장기금리 4%대 후반까지 상승 전망	- 달러화 강세 지속, 달러환율 1,500원 위에서 고착화	- 고유가 고착화로 스태그플레이션 우려 심화 - 연준 금리 인상 경계심 강화

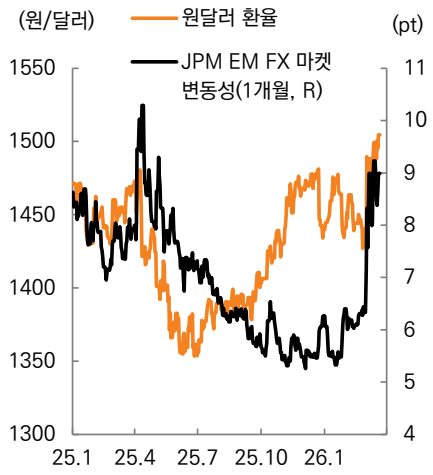
자료: 미래에셋증권 리서치센터

또한 미국이 군사적으로 호르무즈 해협을 열 가능성도 잔존해 있다. 미국은 호르무즈 해협의 호위작전을 준비하고 있는데, 과거에 유사한 호위 작전을 성공 시킨 사례가 있다. 호르무즈 해협을 성공적으로 개방할 경우에도 이란을 공식 협상 테이블로 이끌어낼 수 있다. 현대 이란이 지진 가장 핵심적인 레버리지인 해협 통제권을 잃었기 때문이다.

Bear 시나리오: 이란을 협상 테이블로 끌어내는데 실패

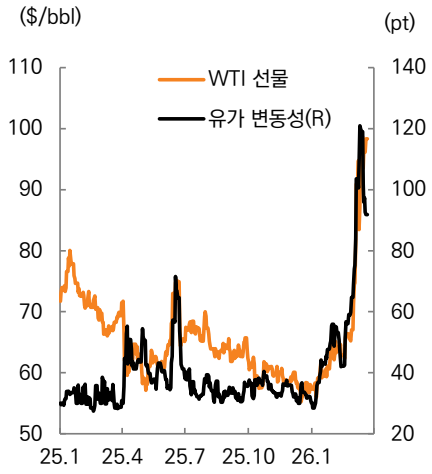
반면 이란을 협상 테이블로 끌어 들이는데 계속 어려움을 겪을 경우에는 전쟁이 더 장기화 될 가능성이 높아진다. 최악의 경우 이라크 전쟁과 유사한 형태로 미군의 전면적인 개입이 필요해질 수 있다. 전쟁이 장기화될 경우 유가 상승세가 더 진행되면서 금융 시장도 본격적으로 스태그플레이션을 반영할 전망이다.

그림 3. 원달러 환율과 EM FX 변동성



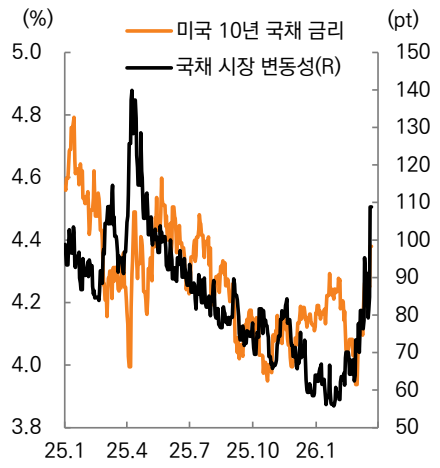
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. WTI와 유가 변동성



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 금리와 국채 시장 변동성(MOVE)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

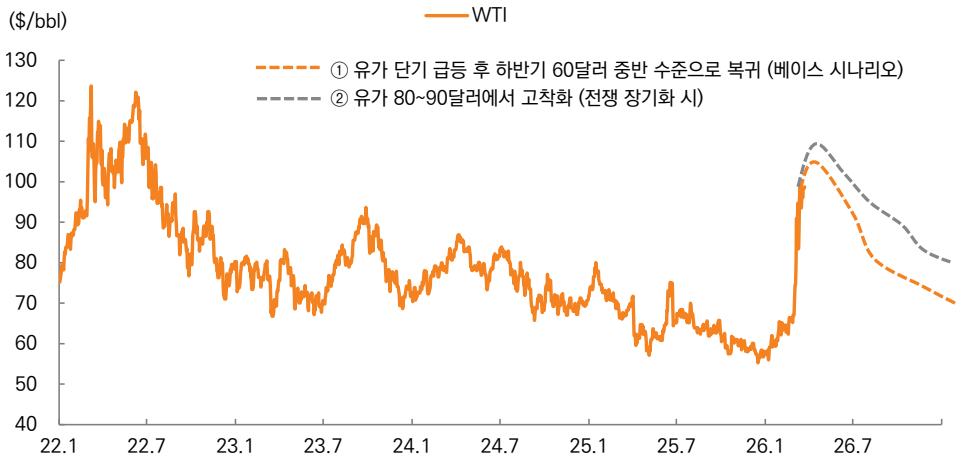
고인플레, 고금리 고착화 위험

다시 부각된 글로벌 금리 인상 우려

전쟁 장기화 가능성이 높아지자 WTI는 장 중 100달러를 상회하며 급등했다. 3월 FOMC에서 대다수의 연준 위원들도 이란 전쟁, 관세로 인한 인플레 리스크를 언급했다. 유가 상승에 따른 인플레 우려에 시장의 연내 금리 인상 예상 확률도 30%대로 올라왔다.

호르무즈 해협을 둘러싼 긴장감은 지속 중이다. 이란 전쟁이 장기화되면서 주요 기관들은 2Q 중 WTI 가격을 배럴당 80달러 수준으로 상향 조정했다. 이는 1Q 평균(68달러) 대비 15% 정도 높아진 레벨이다. 전쟁 불확실성이 이어지면서 원유 공급도 차질을 겪고 있기 때문이다. 단기간 내 전쟁이 마무리될 경우 유가는 하반기 다시 60달러 중반 수준을 향해 안정될 가능성이 높다.

그림 6. 시나리오별 유가 전망



자료: Bloomberg, 주요 기관 유가 전망, 언론 참고, 미래에셋증권 리서치센터

연간 및 월간전망에서 논의한대로 미국 인플레 고착화 우려는 지속될 전망이다. 연초 유가 급등과 PPI 상승을 고려하면 2Q 미국 코어 PCE 인플레는 전월비 +0.3%대로 가속화되는 흐름이 예상된다. 에너지 가격 상승은 항공 운임 등의 운송서비스를 비롯해 전반적인 서비스 물가의 상승 요인이다.

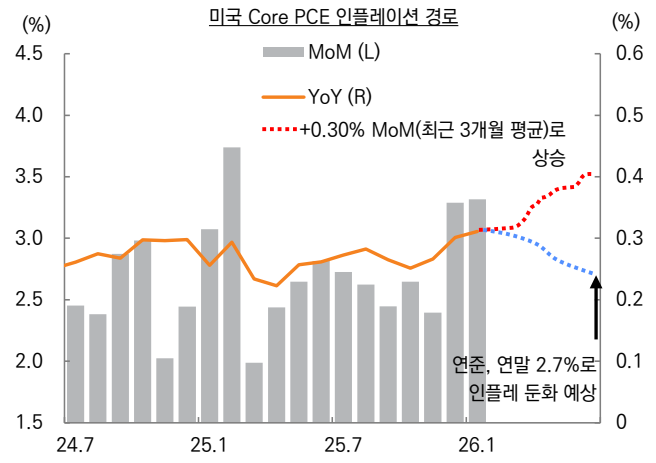
코어 PCE 인플레가 상반기 중 3%대에서 고착화될 경우 기대 인플레이션이 다시 불안정해질 위험이 있다. 인플레가 장기간 2%를 크게 상회하고 있는 국면에서 기대 인플레이션 반등은 연준이 통화정책 운용에서 가장 경계하는 리스크 요인이다. 2Q 인플레 지표를 확인할 때까지 금리 인상 경계심은 지속될 가능성이 높다.

전쟁이 빠르게 종료되더라도 3월 중 급등한 에너지 가격, 미국 PPI 오름세, 견고한 임금 상승률 등은 인플레 경계심을 강화시키는 요인이다. 글로벌 중앙은행이 에너지 가격 상승과 인플레 추이를 모니터링하겠다고 언급한 만큼 당분간 조기 긴축 우려는 지속될 전망이다. 미 국채 10년 금리는 추가 상승 전망, 미 국채 듀레이션 중립 의견을 유지한다.

국내 채권시장에서도 달러환율 상승, 인플레 오버슈팅 가능성, 신임 총재 후보자의 과거 매파적 발언 및 연구 실적 등에 통화정책 긴축 우려가 심화됐다. 연준 내부에서도 금리 인상 옵션이 언급된 만큼, 국내 채권시장에서도 당분간 금리 인상 경계심이 지속될 수 있겠다. 한국 국채 듀레이션 중립 의견을 유지하며, 금리 반락 시 일부 차익실현 전략이 필요하다고 판단한다.

미국 고인플레 고착화 위험, 연준 금리 인상 경계심, 지정학 리스크 불확실성, 고유가 장기화로 인한 국내 경기 부담 등은 원화 약세 요인으로 판단된다. 달러환율은 1,400원대 후반에서 1,500원 초반 내 등락 흐름이 예상된다.

그림 7. 미국 인플레 3%대 고착화 위험



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 연준 금리 인상 전망 확률 등장

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Buy Company, Not Economy

기업 실적 + 머니 무브 + 정부 정책

트럼프의 48시간 최후통첩 선언(한국시간 기준 화요일 오전)에 따른 중동지역 지정학적 리스크가 확대되면서 주식 시장 변동성이 확대됐다. 금일 코스피, 코스닥은 각각 6.5%, 5.6% 하락 마감했고, 장중에는 매도 사이드카가 발동됐다.

코스피의 3월 23일 종가 기준(5,406p) 12개월 선행 PER은 8.3배로 과거 5년 평균인 10.5배를 20% 하회하고 있다. 또한, 전쟁 발발 당시 변동성이 극에 달했을 때에도 코스피 PER도 8배를 하회하지 않았다(3/4 장중 저점 기준 5,059p). 현재 실적 추정치 기준 12개월 선행 PER 8배 코스피는 5,200p 수준이다(3/23 종가 대비 -3.8%).

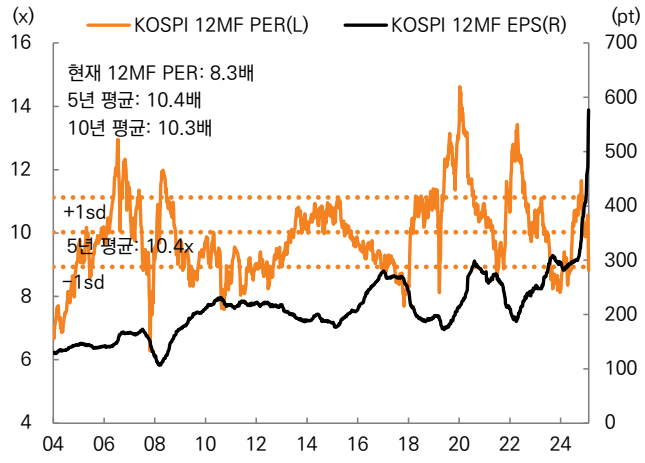
탑 다운(Top-Down) 불확실성에도 바텀 업(Bottom-Up)으로 보면, 기업들의 펀더멘탈은 매우 긍정적인 상황이다. 여전히 글로벌 시장 내에서 압도적인 이익모멘텀, 이익증가율을 기록 중이고, 밸류에이션 매력도 높아졌다(그림9 참조).

예측하기 어렵겠지만 최후통첩이 무산되면서 전쟁의 장기화가 이어지면 주식 시장은 하방 압력이 노출이 불가피 할 수 있다. 유가, 환율, 금리의 상승 부담으로 기업, 개인들의 비용 부담이 증가하고, 근본적으로는 주식 시장 할인율 상승에 모두 부정적인 영향을 주는 변수들이다.

그러나 앞서 논의한 대로 당사는 장기화보다는 미국과 이란의 협상 가능성을 기본 시나리오로 판단하고 있다. 트럼프도 중간선거에 대한 부담이 남아있고, 이런 입장에서도 전쟁 장기화에 대한 비용 부담을 감당하기 어려운 상황이다.

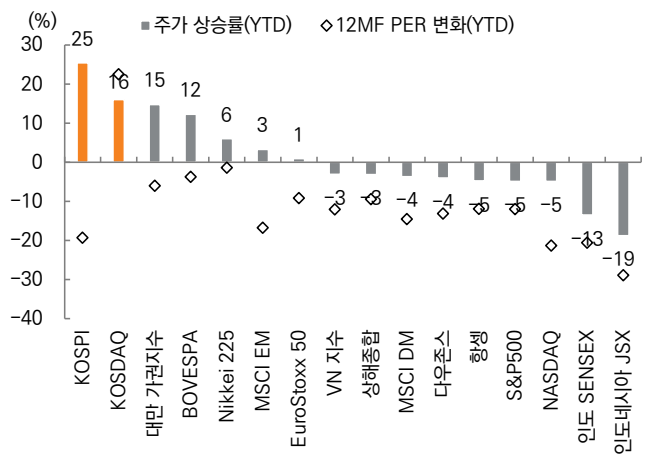
미국과 이란의 협상이 진행된다면 글로벌 증시 내에서도 국내 증시의 회복세가 가장 가파를 것으로 기대한다. 1) 기업 실적이 여전히 견고하고, 2) 증시 친화적인 정부정책 기조가 이어지고 있으며, 개인들의 머니 무브 여력도 크다고 판단하기 때문이다.

그림 9. 코스피 12개월 선행 PER: 3/23 종가 기준 8.3배



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 주요국 주가 상승률과 PER 변화(YTD)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

1) 반도체 실적 개선 지속

이번 이슈가 한국 기업들의 실적 상향 사이클을 훼손할 가능성은 낮다. 실적 개선의 핵심인 반도체 업종에 미치는 영향이 제한적이기 때문이다. 메모리 수요의 60% 이상이 데이터센터향(대부분 미국)이며, 이란 인접 지역에서 직접 조달하는 반도체 원재료도 제한적이다. 공급자의 보수적인 설비투자 기조로 메모리 가격 유지에 긍정적으로 작용하고 있다.

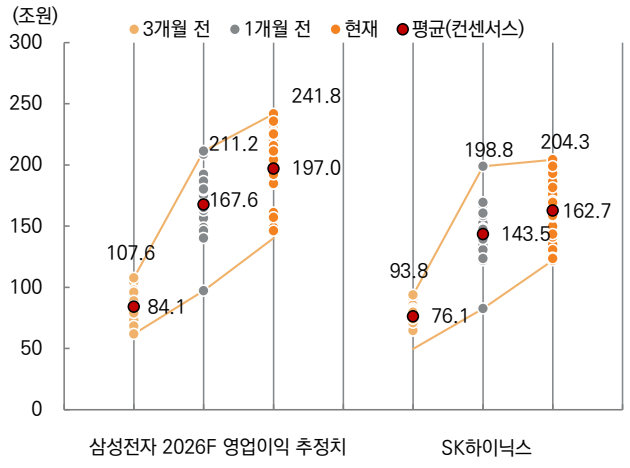
이익모멘텀 개선도 이어지고 있다. 삼성전자, SK하이닉스의 2026년 영업이익 컨센서스는 각각 197조원, 163조원으로 전쟁 전인 2월말 컨센서스 대비 +14조원, +8조원 상향 조정됐다. 연초 대비로는 111조원, 87조원 상향 조정됐다. 추가적인 실적 상향 조정 가능성도 크다. 삼성전자, SK하이닉스의 컨센서스 평균값과 상단값을 감안하면 추가 상향 여력이 남아있고, 원/달러 환율 상승도 메모리 가격이 유지되는 한 실적 상향 요인이다.

한편, 지난주 목요일 마이크론의 수익성 피크아웃 논란이 있었지만, 삼성전자와 SK하이닉스의 영업이익률 개선 여력은 남아있다는 판단이다. 삼성전자와 SK하이닉스의 영업이익률은 올해 상반기 중 최대 영업이익률을 달성할 예정이고, 하반기에도 개선세가 이어질 가능성이 크다.

실적으로 보면, 반도체 중심의 비중 확대 전략이 가장 나은 선택이다. 반도체의 코스피의 시가총액 비중은 40%, 영업이익 비중은 63% 수준이다. 1분기 이익모멘텀도 연중으로 보면 가장 강할 전망이다.

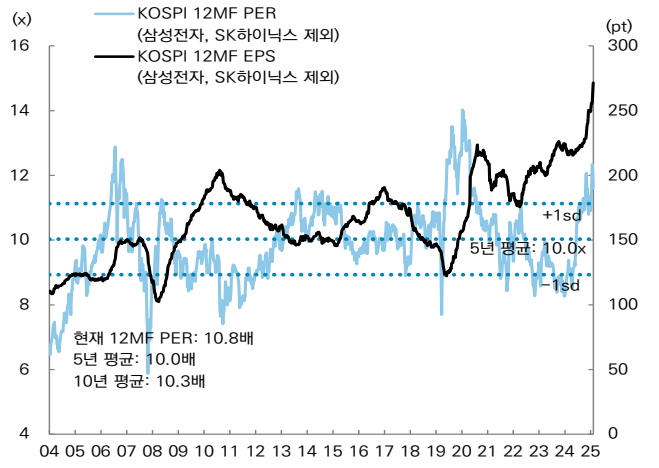
다만, 반도체와 지주(SK스퀘어)를 제외하면 이익모멘텀 개선이 뚜렷한 업종이 제한적이다. 1분기 실적 시즌(4~5월)을 앞두고 이익모멘텀이 개선되는 업종들은 비중 확대에 기회로 삼을 필요가 있다. 또한, 증시 하락 국면이었지만 삼성전자와 SK하이닉스를 제외하면 시장 전반적으로 밸류에이션은 여전히 과거 평균 대비 높은 상황이다. 그러나 실적 비중이 높은 삼성전자, SK하이닉스를 제외하면 12MF PER은 10.8배로 과거 평균 10.0배를 상회하고 있고, PBR 수준도 ROE 수준을 감안한 적정 PBR 대비 약 20% 높다.

그림 11. 반도체 이익모멘텀 개선 지속



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 삼성전자, SK하이닉스 제외 12개월 선행 PER



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

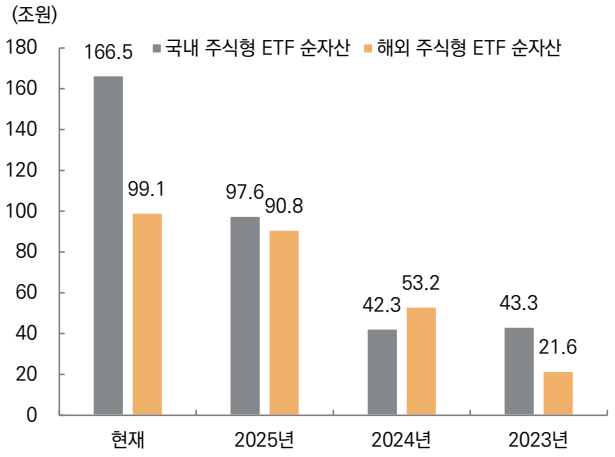
2) 머니무브와 증시 친화적 정책으로 밸류에이션 업그레이드

주식 시장으로의 머니무브는 구조적 흐름이다. 지정학적 리스크가 이러한 흐름을 되돌릴 가능성은 낮다는 판단이다.

고객 예탁금 증가 추세가 이어지고 있고, 개인들의 ETF 순매수가 이어지며 최근 국내 주식형 ETF 순자산 규모는 167조원을 기록 중이다. 올해들어서 개인들은 국내 주식형 ETF를 약 20조원 가량 순매수 했다. 개인들의 머니무브 여력은 충분하다고 판단된다. 개인연금과 퇴직연금이 중심이다. 개인연금+퇴직연금 합산 918조원 중 원리금 보장형 비중은 약 72%(약 500조원) 수준이다. 퇴직연금 내 DB형만 보더라도 약 210조원 규모다.

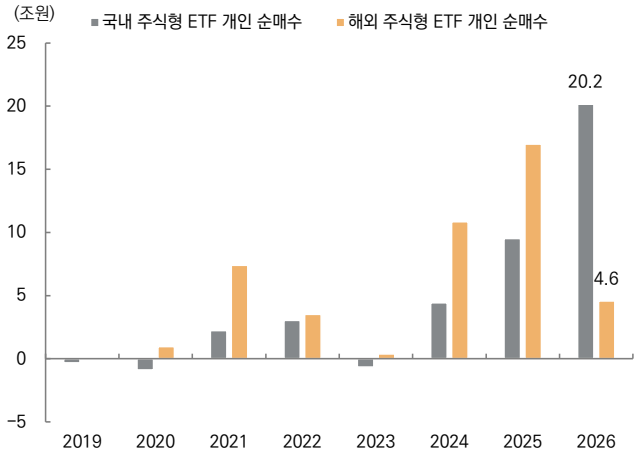
올해부터 시행된 배당소득 분리과세와 3차 상법개정안도 중장기적으로 머니무브와 밸류에이션 리레이팅에 큰 역할을 할 것이다. 배당소득 분리과세를 통해 개인들의 배당주 투자 유인을 확대될 수 있기 때문에 기업들은 주주환원 확대 노력은 이어질 수 있다. 배당성향 확대는 ROE 개선으로 이어져 밸류에이션 상승 요인이다. 또한, 3차 상법개정안(자사주 소각)이나 코스닥 개편안 등 증시 친화적인 정부 정책 기조도 이어질 전망이다.

그림 13. 국내, 해외 주식형 ETF 순자산 추이



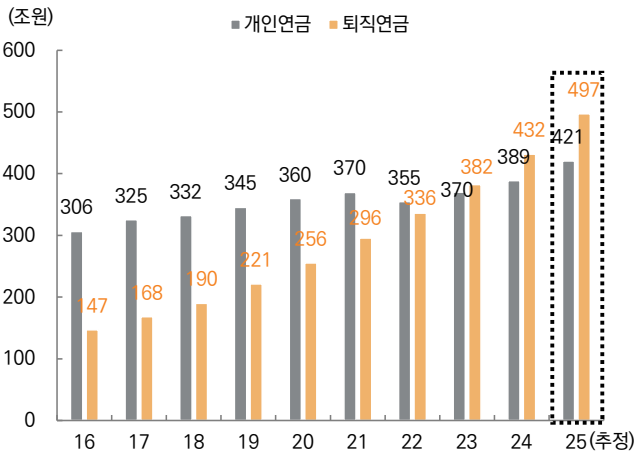
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 개인들의 ETF 순매수 흐름



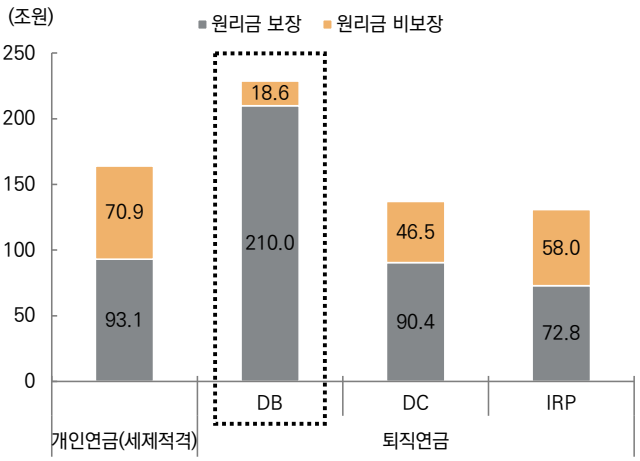
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 개인연금+퇴직연금 약 920조원



자료: 금융감독원, 미래에셋증권 리서치센터

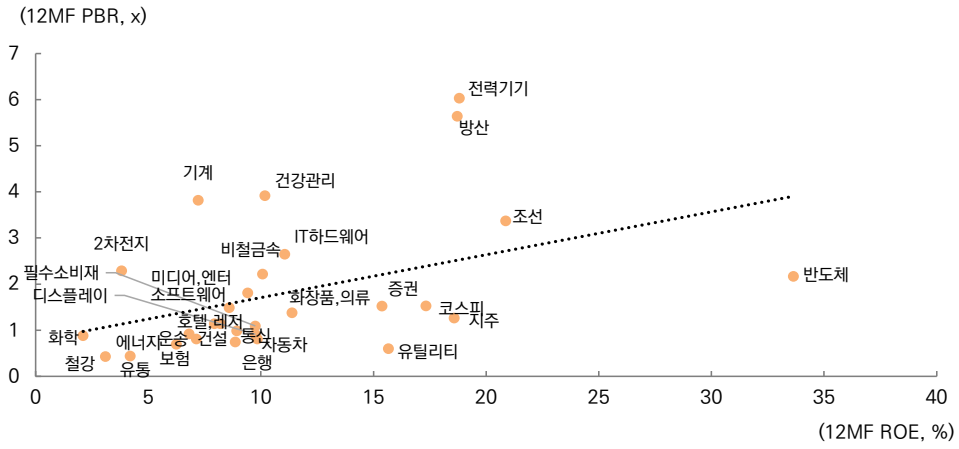
그림 16. 개인연금+퇴직연금 내 원리금 비보장형 28% 수준



자료: 금융감독원, 미래에셋증권 리서치센터

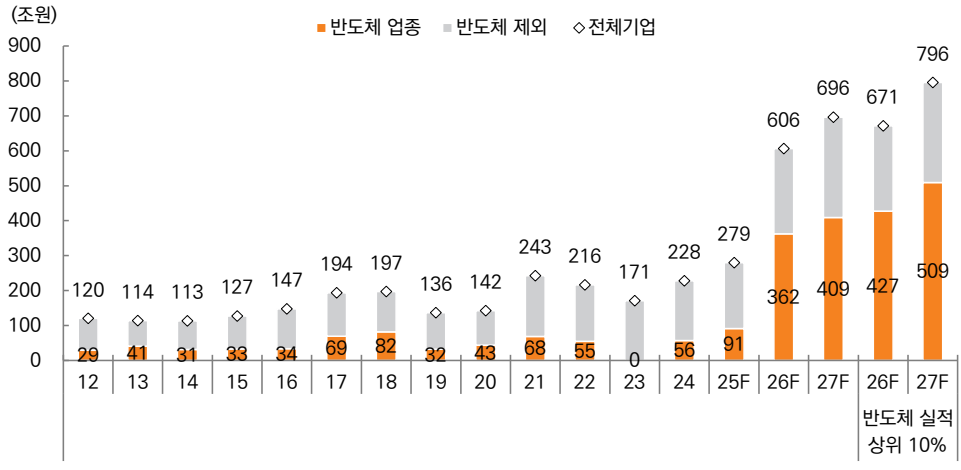
결론적으로 현재 12개월 선행 PER 기준으로 8배 초중반 까지 내려온 코스피 수준에서는 매도로 대응하기 보다 이익 모멘텀(반도체)이 강하고, 정책 모멘텀(금융, 지주)을 보유한 업종에 비중 확대 기회로 삼는 전략이 나은 선택이다. 다만, 매크로 지표에 대한 불확실성으로(=할인율 상승→고밸류 종목 부담) 실적 뿐만 아니라 밸류에이션 지표에 중요성이 높아질 수 있다.(아래 그림17 참조)

그림 17. 업종별 12개월 선행 ROE와 PBR: 반도체, 지주, 증권, 은행 등이 유리



주: 컨센서스가 존재하는 코스피 247개 기업 합산. 삼성전자, SK하이닉스의 컨센서스 상위 10% 영업이익은 각각 210조원, 180조원.
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 코스피 연도별 영업이익: 반도체 실적 상향 지속



주: 컨센서스가 존재하는 코스피 247개 기업 합산. 삼성전자, SK하이닉스의 컨센서스 상위 10% 영업이익은 각각 210조원, 180조원.
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.