

주식전략

전쟁이 가져온 변동성은 전쟁이 끝나야...

분석의 기본 가정

- 변동성 장세 하에 1)일정 수준의 현금 보유 2)낙폭 과대 대형주 중심의 대응 필요
- 외국인 순매도 흐름 자체 보다는 외국인 자금의 로테이션 방향이 더 중요

주식전략 이상연

T.02)2004-9045

lee.sang-yeon@shinyoung.com

트럼프의 변덕에 높아질 증시 변동성

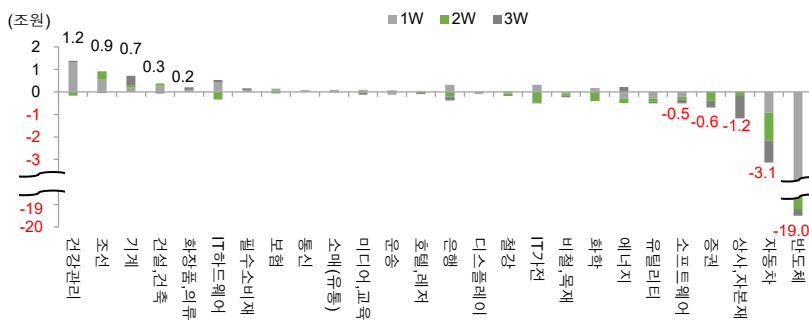
트럼프 대통령이 제시한 타임라인(4주~6주)이 다가오고 있음에도 불구하고 전쟁은 종식보다는 확전의 방향으로 흘러가고 있다. 게다가 주말 사이 트럼프 대통령이 속도전으로의 전환을 준비하고 있다는 점이 변동성을 더욱더 확대시킬 전망이다. 다만, 주요국 통화 정책의 경우 현재의 인플레이션 상승 압력은 공급 측 요인에 해당하고 경기 둔화 우려가 해소되지 않았다는 점에서 공격적인 금리 인상으로 대응하기에는 정책적 부담이 적지 않을 것으로 보인다.

KOSPI는 현재 저점 대비 +13.5%까지 반등해 단기간 내에 상당한 리스크 프리미엄이 되돌려져 타국 증시 대비 높은 변동성을 주의해야 한다. 이에 리스크 관리 차원에서 1)일정 수준의 현금 보유 전략과 2) 펀더멘탈 대비 낙폭이 과대한 대형주 중심의 선별적 접근이 유효할 것으로 판단한다. 긍정적인 점은 KOSPI 12개월 선행 EPS 추정치가 상향 조정이 지속되고 있고 어닝 시즌을 앞두고 있다는 점이다.

수급에 대한 고민: 외국인은 리스크 관리 중

외국인의 국내증시 매도는 1)연초 이후 높은 수익률로 증가한 차익실현 압력과 2) 최근 글로벌 지정학 위기 고조에 따른 신흥국 및 테크 비중 축소를 통한 리스크 관리의 영향으로 해석하는 것이 합리적이라고 생각한다. 최근 외국인 수급은 기존 주도주의 차익실현과 동시에 새로운 업종으로의 포지션 재배치가 병행되는 국면에 해당한다. 따라서 단기적으로 외국인 순매도 흐름 자체 보다는 외국인 자금이 어떤 업종으로 재배치되고 있는지에 대한 관찰이 보다 중요해질 것으로 판단된다.

도표 1. 3월 업종별 외국인 수급 추이: 반도체, 자동차, 상사/자본재 중심의 매도



자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

트럼프의 변덕에 높아질 증시 변동성

결국 핵심은 전쟁의 장기화 여부인데

지난 28일 미국의 공격으로 시작된 중동 전쟁이 4주차에 돌입한다. 참고로 백악관은 개전 1주일 후 이번 작전은 4~6주 내에 완료될 것으로 예상한다고 언급한 바 있다. 이에 글로벌 증시도 초기에는 중동 전쟁 리스크를 가파르게 반영했으나 점차 회복하는 모습을 보여줬다. 다만, 여전히 관건은 이 전쟁이 정말 미국의 입장대로 빠르게 정리 될 수 있는가에 대한 의문이다(2026.03.05, “이란 공습, 핵심은 장기화 여부”).

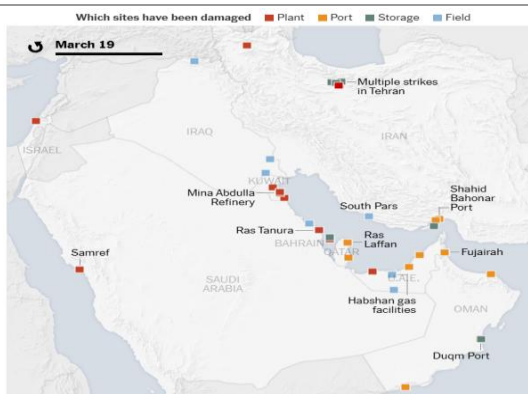
개전 4~6주 이후의 시간이 가까워지면서 조금해진 트럼프 대통령

게다가 스스로 제시한 타임라인이 다가오면서 트럼프 대통령이 속도전으로의 전환을 준비하고 있다는 점이 이번주 증시 변동성을 더욱더 확대시킬 전망이다. 트럼프 대통령은 국제유가 불안정성을 경계해 공식적으로 이스라엘에 에너지 시설 추가 공격 중단을 요구하고 군사 작전을 단계적으로 축소하겠다고 언급하기도 했었다. 그런데 주말 사이에 48시간 내로 호르무즈 해협 개방 조치가 이루어지지 않는다면 이란의 부셰르 원전 공격을 감행하겠다고 강경한 조치로 선화한 상황이다. 전쟁 확전의 바로미터로 여겨지고 있는 지상군 파견에 대해서는 일부 선을 긋고 있지만 해병대를 추가 파병한 사실이 확인되었다.

이란도 20일 처음으로 사거리 4,000km에 해당하는 중거리 탄도미사일을 발사해 인도양 차고스제도의 디에고 가르시아 섬에 위치한 영국·미국 공동 군사기지를 공격하기도 했다. 그리고 트럼프 대통령의 48시간 발언 이후 적대국을 제외하고는 호르무즈 해협을 통과할 수 있다고 언급했으나 군사 정책에 대해서는 강한 수위로 보복에 나설 것이라는 입장을 표명하면서 강경한 태도를 취하고 있다.

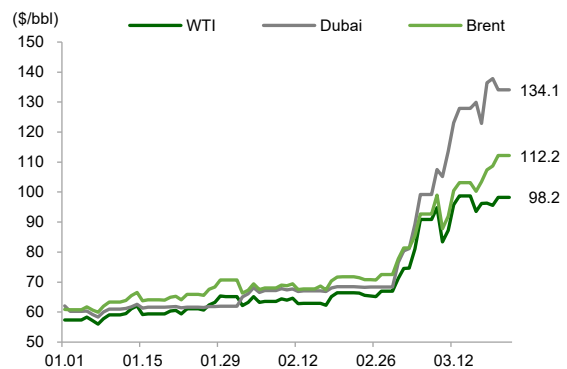
협상의 가능성이 아예 사라진 것은 아니나 양국이 종전 조건을 두고도 큰 입장차이를 보이고 있는 만큼 현실적으로 극적인 타결은 군사적 충돌 확대 이후의 단계로 봐야 할 것 같다. 참고로 이란은 전쟁 배상금과 중동내 미군 철수를 조건으로 제시했고 미국은 5년간 미사일 프로그램 중단, 주요 핵 시설 폐쇄, 우라늄 농축 금지 등을 요구하고 있어 대화를 통해 빠르게 간극을 좁히긴 어려울 것으로 보인다.

도표 2. 이번 중동 전쟁으로 타격을 입은 중동 내 에너지 관련 시설



자료: The New York Times

도표 3. 두바이유의 급등은 아시아 증시의 부담요인



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

증시의 최대 약재는
긴축 전환

전쟁이 장기화되면서 2022년 당시의 공포가 재차 소환되고 있다. 그러나 당시 글로벌 증시 부진의 본격적인 출발점은 전쟁으로 인한 인플레이션 압력 상승에 대응하기 위한 미 연준의 긴축 전환이었다는 점을 기억할 필요가 있다.

그러나, 지금은 2022년과 달리 공급 측 인플레이션에 해당하고 경기둔화 우려도 상존하는 상황

그런데 주요 중앙은행들이 물가 상승 압력 우려를 공격적인 금리 인상으로 대응하기에는 정책적 부담이 적지 않을 것으로 보인다. 최근 시장이 우려하는 인플레이션 압력은 전쟁으로 인한 물리적 봉쇄와 공급 차질에서 발생하는 공급 측 인플레이션에 해당하는데 이는 수요 과열에 기반한 인플레이션과 달리 통화정책만으로 대응하기 어려운 측면이 있다. 실제로 2022년 당시에는 공급망 교란과 함께 팬데믹 이후 누적된 이연 수요, 대규모 재정정책 등이 동시에 작용하며 수요 측 인플레이션 압력도 함께 존재했다는 점에서 현재와 구조적인 차이가 존재한다. 또한, 경기 둔화에 대한 우려도 온전히 해소되지는 않았다는 점도 부담요인이다.

학습효과로 금융시장이
전망 리스크를 제한적으로
반영한 것은 사실

그럼에도 불구하고 단기적인 시장 변동성 확대 가능성은 경계할 필요가 있다. 이번 전쟁 초기에 글로벌 금융시장이 비교적 제한적인 반응을 보였던 것은 과거 지정학 리스크 대두 시기의 경험의 영향이 있었기 때문이다. 즉, 지정학 리스크가 실제 금융시장 충격으로 확산되기까지는 일정한 시간이 필요하다는 학습효과가 투자자 심리에 반영되었을 수 있다. 지정학 리스크가 기업 실적에 실질적으로 충격을 주기 위해서는 원자재 가격, 운송 비용, 기대 인플레이션 경로 등에서의 유의미한 변화가 실제로 확인되어야 한다는 것을 이미 투자자들이 알고 있기 때문이다. 그렇기 때문에 당초 예상보다 전쟁이 장기화되거나 확전 가능성이 부각될 경우 뒤늦은 리스크 프라이싱 과정에서 시장 충격이 예상보다 크게 나타날 가능성도 배제하기 어렵다.

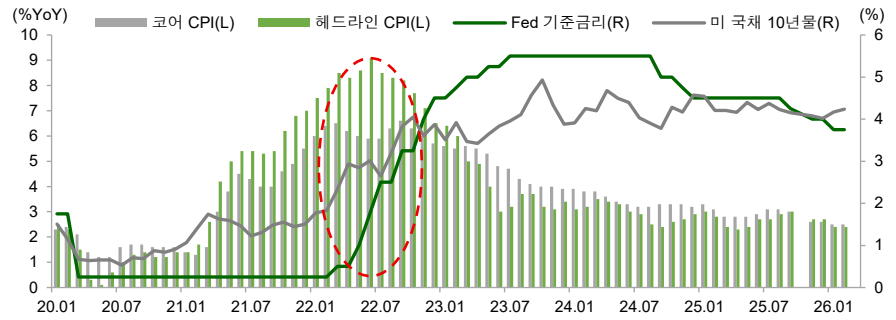
특히 KOSPI는 단기간 내
상당한 리스크 프리미엄이
되돌려져 타국 증시 대비
높은 변동성 주의 필요

특히 KOSPI는 개전 직후 증가 기준 -18.4%까지 하락했다가 낙관적 시나리오를 반영하며 현재 저점 대비 +13.5%까지 반등한 상황이다. 이에 단기간 내에 상당한 리스크 프리미엄이 되돌렸다는 점을 고려하면 추가적인 지정학 리스크가 부각될 경우 타국 증시 대비 높은 변동성을 보일 가능성이 있다. 이에 향후 국내 증시의 조정 발생 구간에서 단순한 추격 매수보다는 전쟁 상황에 따른 단계적인 접근 전략이 필요하다. 구체적으로 리스크 관리 차원에서 1)포트폴리오 내 일정 수준의 현금 보유 전략과 2)시장 전반에 대한 공격적인 비중 확대보다는 펀더멘탈 대비 낙폭이 과도한 대형주 중심의 선별적 접근이 유효할 것으로 판단한다.

KOSPI 12개월 선행
EPS 추정치 상향 조정이
지속되고 있고 어닝 시즌을
앞두고 있다는 것은 긍정적

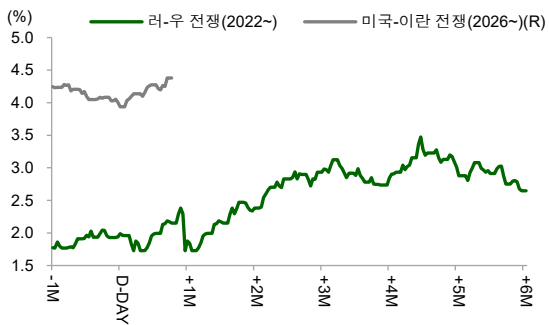
긍정적인 점은 KOSPI 12개월 선행 EPS 추정치의 상승 추세가 꺾이지 않고 계속 해서 상향 조정이 되고 있다는 점이다. 시기적으로도 시장의 관심은 점차 기업 실적적으로 이동할 가능성이 높다. 어닝 시즌은 통상적으로 거시 변수에 의해 확대된 변동성이 기업 펀더멘탈 중심으로 재편되는 계기가 되었다. 다만 지금과 같이 투자 심리가 위축된 환경에서는 승자와 패자에 대한 시장 반응이 평소보다 더욱 극명하게 나타날 가능성이 높아 주의가 필요하다.

도표 4. 2022 년과 현재의 매크로 상황 비교



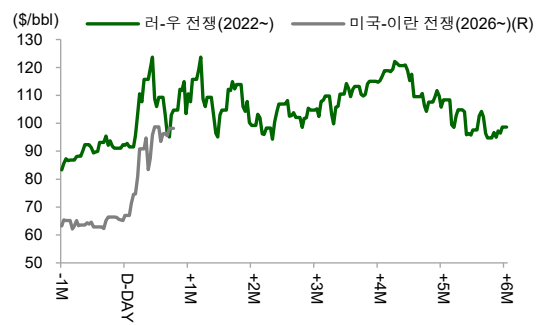
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 5. 미 국채 10년물은 인플레이션 상승 가능성을 반영 중



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 6. WTI 상승폭 둔화되었으나 장기화 시 추가 타격 불가피



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 7. S&P500은 개전 이후 -5.4% 하락



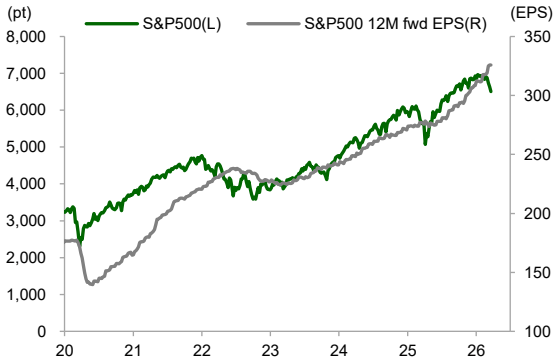
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 8. KOSPI는 개전 이후 -7.4%, 저점 대비 +13.5%



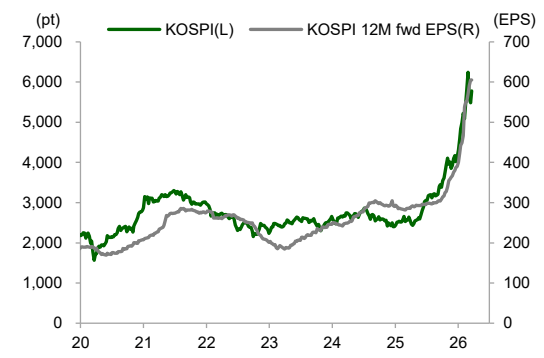
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 9. S&P500 EPS 추정치는 우상향 중



자료: LSEG, 신영증권 리서치센터

도표 10. KOSPI EPS 추정치도 상승 추세가 꺾이지 않은 상황



자료: LSEG, 신영증권 리서치센터

수급에 대한 고민: 외국인은 리스크 관리 중

달러 인덱스 상승폭이나
타국 통화의 절하폭과
비교해도 큰
원화의 가치 하락

미국-이란전쟁 발발 이후 미국 달러 인덱스는 +2.1% 상승했다. 이에 한국 원화가 4.2%, 유로는 2.0%, 일본 엔화는 2.0% 절하된 상황이다. 원화의 절하폭이 달러 인덱스의 상승폭보다 크고 타국 통화와 비교해서도 큰 이유 중 하나는 에너지 수급 구조의 취약성 때문이다. 석유의 경우 70%, LNG의 경우 20%가 중동지역에서 수입되고 있다. 참고로 우리나라는 OECD 회원국 중 1인당 원유소비량이 룩셈부르크, 캐나다에 이어서 3위에 해당해 경제 구조 자체도 원유 의존도가 높다. 이에 최근의 원달러 환율 상승은 달러 인덱스 강세 뿐만이 아니라 국제유가 상승에도 연동되어있어 국제 유가의 하향 안정세를 확인하기 전까지 당분간 높은 레벨 내에서 등락하는 것이 불가피할 것으로 보인다.

외국인의 국내 증시 매도는
1)차익실현, 2)신흥국
테크에 대한 리스크 관리

다만 최근 외국인의 국내증시 매도는 단순히 환율보다는 1)연초 이후 높은 수익률로 증가한 차익실현 압력과 2)최근 글로벌 지정학 위기 고조에 따른 신흥국 및 테크 비중 축소를 통한 리스크 관리의 영향으로 해석하는 것이 합리적이라고 생각한다.

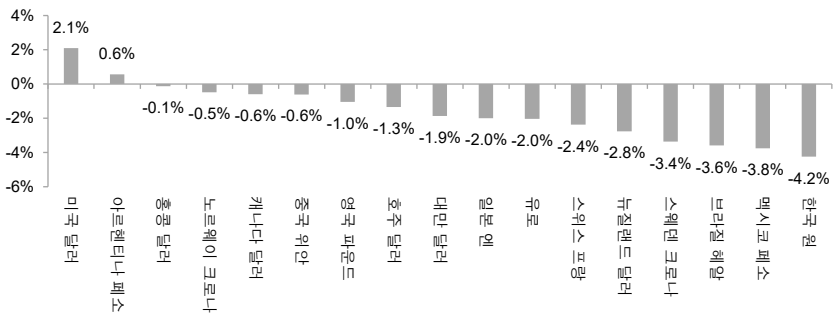
외국인의 순매도는
소수 대형주에 대한
차익실현도 존재

연초부터 외국인의 KOSPI 순매도가 이어지고 있는 것과 달리 3월 20일 기준 KOSPI 전체 외국인 지분율은 37.5%로 연초 36.3% 대비 상승한 상황이다. 같은 기간 KOSPI 전체 시가총액이 3,377조원에서 4,620조원으로 확대되었다는 점을 고려하면 단순히 시장 규모 축소에 따른 착시로 보기는 어렵다. 이는 외국인의 매도 물량이 시장 상승 과정에서 발생한 차익실현 성격이 강했음을 시사한다. 실제로 글로벌 AI 투자 사이클 기대감 속에서 연초이후 외국인 보유 비중이 높은 대형주 중심으로 주가 상승폭이 확대되었고 이에 따른 외국인의 기존 보유 물량 정리가 전체 순매도 흐름의 상당 부분을 차지하고 있는 것이다

중요한 것은 외국인 자금의
로테이션 방향

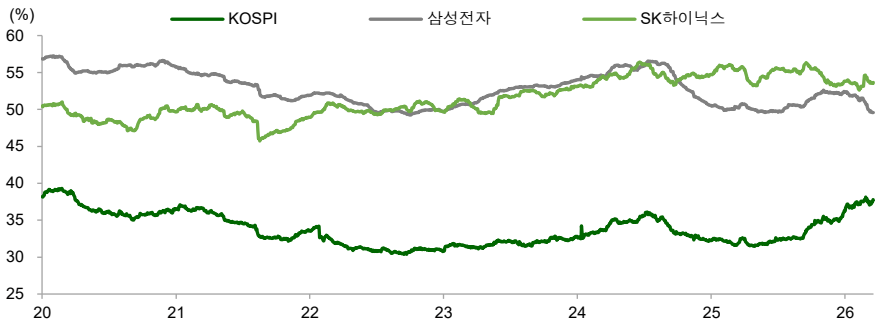
한편 3월 들어서는 중동 전쟁에 따른 지정학 리스크 확대가 더해지며 외국인의 업종 로테이션도 일부 관측되고 있다. 3월 업종별 외국인 수급을 살펴보면 기계, 화장품·의류, 통신 업종에는 3주 연속 외국인 자금이 유입된 것으로 나타난다. 이는 최근 외국인 수급이 단순한 시장 이탈이라기보다는 기존 주도주의 차익실현과 동시에 새로운 업종으로의 포지션 재배치가 병행되는 국면임을 시사한다. 따라서 단기적으로 외국인 순매도 흐름 자체에 과도하게 의미를 부여하기보다는 외국인 자금이 어떤 업종으로 재배치되고 있는지에 대한 관찰이 보다 중요해질 것으로 판단된다.

도표 11. 미국-이란 전쟁 발발 이후 글로벌 통화 가치 변화를 비교



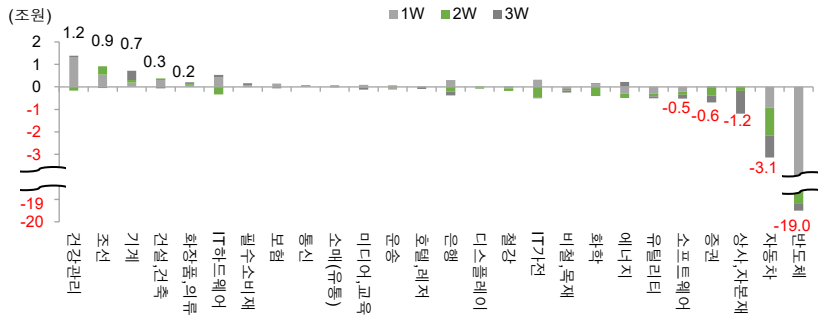
자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

도표 12. KOSPI 외국인 보유 비중



자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

도표 13. 3월 업종별 외국인 수급 추이: 반도체, 자동차, 상사/자본재 중심의 매도



한국 증시 동향

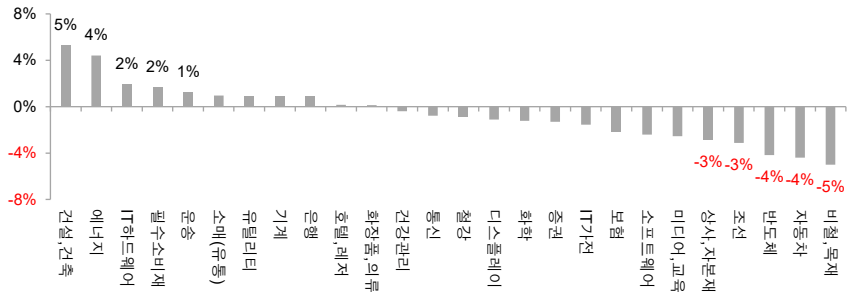
3/20 KOSPI 종가
5,781pt로
주간 수익률 +5.4% 기록

지난주 KOSPI는 5,781pt로 마감하며 주간 수익률 +5.4%를 기록했다. 업종별로는 원자력 발전 수혜 기대감과 전쟁 장기화에 따른 반사 수혜 기대 속 건설/건축, 에너지가 강세를 보였다. 반면, 자동차, 반도체와 같은 기존 주도주는 차익 실현 매물 출회에 따라 약세를 보였다. 전쟁 초기 높은 수익률을 기록했던 조선, 상사/자본재도 유사한 흐름이다.

KOSPI 이익 상향 조정
강화 및 KOSDAQ
소폭 상승

여전히 KOSPI의 12개월 선행 EPS 모멘텀은 반도체를 중심으로 강화되고 있고 KOSDAQ도 소폭 상승했다. 업종별로는 상사/자본재, 화학, 반도체, IT가전의 모멘텀이 강화되고 있는 반면 에너지, 디스플레이, 호텔/레저는 약화되고 있다.

도표 16. 한국 증시 업종별 주간 수익률(~2026.03.20)



자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

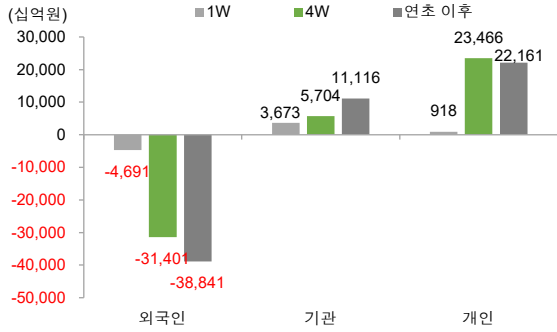
도표 17. 한국 주간 업종별 수익률 및 12MF EPS 추정치 변동 테이블(~2026.03.20)

	주간 수익률 (%)					12M fwd EPS 추정치 변동 (%MoM)				
	02.20	02.27	03.06	03.13	03.20	02.20	02.27	03.06	03.13	03.20
KOSPI	5.5	7.5	-10.6	-1.7	5.4	24.0	29.7	8.8	11.6	13.2
KOSDAQ	4.3	3.4	-3.2	-0.1	0.7	-0.9	0.5	1.6	2.4	3.1
에너지	10.7	0.3	-2.5	-5.1	8.2	33.3	18.7	6.4	3.2	-0.1
화학	5.1	9.7	-12.5	-6.7	3.6	-42.5	-41.5	-10.8	11.4	36.2
비철/금속	0.5	15.1	-10.6	-5.7	-2.6	30.1	25.0	19.3	6.7	2.5
철강	5.7	5.2	-13.4	-3.7	2.0	-0.3	-0.1	1.0	1.0	1.1
건설/건축	6.0	10.2	-8.0	5.6	9.5	5.6	2.6	4.1	1.5	1.8
기계	5.6	5.7	-9.1	2.5	4.0	9.7	4.4	1.9	3.6	3.3
조선	11.4	-1.5	-7.9	5.4	-3.7	3.3	2.9	2.4	1.9	2.2
상사/자본재	6.4	4.8	-0.9	-2.7	1.1	14.3	25.7	28.0	32.4	31.7
운송	5.6	1.2	-10.1	-3.5	4.6	-0.0	1.5	0.9	1.4	1.0
자동차	3.0	21.6	-16.7	-5.0	0.9	-0.5	-0.3	1.6	1.2	1.4
화장품/의류	0.2	0.3	-7.3	2.3	2.1	0.1	1.5	1.5	3.4	4.0
호텔/레저	-0.2	-3.5	-9.3	0.4	1.8	-0.6	-1.0	0.4	-3.8	-3.9
미디어/교육	0.9	-2.7	-7.6	0.6	-1.7	1.6	0.9	2.3	1.2	1.5
유통	-0.7	-0.8	-9.2	2.1	4.3	2.3	2.9	2.4	1.8	1.6
음식료/담배	0.6	-3.5	-7.2	-0.2	1.3	-0.2	-0.1	0.5	0.9	0.8
헬스케어	3.3	3.2	-6.6	0.1	0.8	0.9	1.5	-0.2	1.3	0.9
은행	2.4	-7.5	-7.7	-0.7	4.9	2.0	2.3	1.3	1.1	1.1
증권	13.5	-6.6	-8.9	-0.5	3.5	8.9	8.6	8.0	1.1	1.2
보험	9.2	-5.8	-5.6	-1.7	4.5	-0.8	-0.5	-0.4	-0.5	0.6
소프트웨어	1.6	2.3	-10.5	0.7	-1.4	0.2	0.6	1.2	2.1	2.1
IT하드웨어	7.8	11.5	-6.6	0.0	10.3	9.5	6.8	3.2	3.7	3.5
반도체	5.9	13.0	-12.1	-2.4	9.2	42.8	52.8	10.9	15.4	18.3
IT가전	5.2	10.1	-10.8	-3.3	1.8	-11.6	-12.1	8.2	8.5	10.2
디스플레이	7.9	5.5	-10.4	-0.9	2.3	11.3	7.5	5.6	6.2	-0.4
통신	-0.2	-4.4	-6.2	-0.7	4.0	2.3	2.7	1.6	1.4	1.4
유틸리티	6.4	-5.2	-14.1	1.4	2.9	2.3	2.7	1.6	1.4	1.4

자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

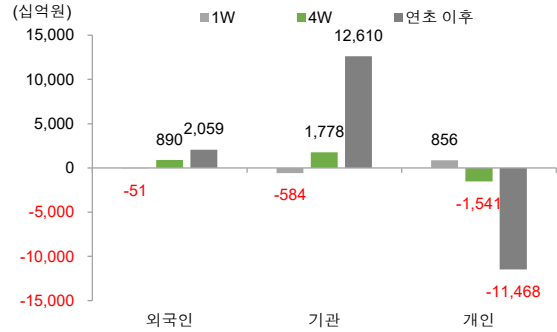
지난주 외국인은 KOSPI와 KOSDAQ 모두 순매도 했다. 업종별로는 기계, 에너지, IT하드웨어, 필수소비재, 화장품/의류를 순매수 했으나 상사/자본재는 2주 연속, 자동차는 3주 연속, 반도체는 5주 연속 순매도하고 있다. 기관의 경우 KOSPI를 순매수했으나 KOSDAQ을 순매도 했다. 업종별로는 반도체, IT하드웨어, 은행, 증권, 상사/자본재를 순매수 했다.

도표 18. KOSPI 투자주체별 누적 순매수 현황



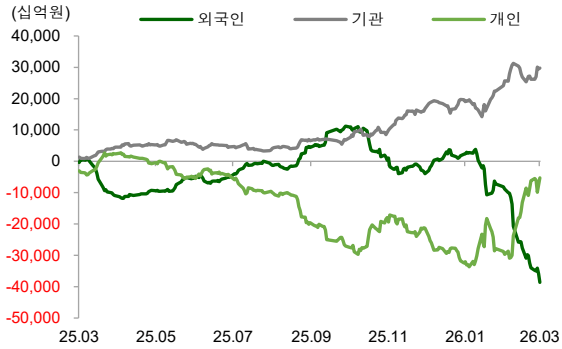
주) 2026.03.20 기준
자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

도표 19. KOSDAQ 투자주체별 누적 순매수 현황



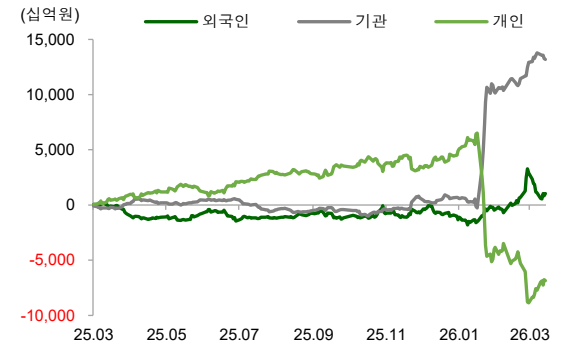
주) 2026.03.20 기준
자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

도표 20. KOSPI 투자주체별 누적 순매수 추이



주) 2026.03.20 기준
자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

도표 21. KOSDAQ 투자주체별 누적 순매수 추이



주) 2026.03.20 기준
자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

도표 22. 주간 외국인 순매수/순매도 상위 업종

업종	순매수/매도 대금(십억원)
기계	412.6
에너지	219.3
IT하드웨어	112.2
필수소비재	81.5
화장품, 의류	69.6
상사, 자본재	-997.8
자동차	-978.1
반도체	-819.8
증권	-292.3
은행	-177.5

주) 2026.03.20 기준
자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

도표 23. 주간 기관 순매수/순매도 상위 업종

업종	순매수/매도 대금(십억원)
반도체	335.8
IT하드웨어	306.1
은행	190.9
증권	161.2
상사, 자본재	139.6
화학	-210.7
필수소비재	-180.2
미디어, 교육	-125.6
소프트웨어	-121.6
조선	-69.1

주) 2026.03.20 기준
자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

이벤트 캘린더

월	화	수	목	금
3/2 미 2월 ISM 제조업지수	3/3 CRWI, TGT	3/4 중국 양회 미 2월 ADP 취업자 변동 미 2월 ISM 서비스지수 AVGO	3/5 COST	3/6 미 2월 고용보고서
3/9 ORCL	3/10 TGT	3/11	3/12 ADBE	3/13
3/16 GTC(~3/19)	3/17 FOMC(~3/18) RBA 통화정책 회의(~3/17)	3/18 BOJ 금정위(~3/19) ECB 통화정책회의(~3/19) 삼성전자(주총)	3/19 BOE 통화정책회의 MU, FDX	3/20 미 선물/옵션 동시 만기일
3/23	3/24 고려아연(주총)	3/25 PDD SK하이닉스(주총)	3/26 한국은행 금융안정회의 현대차(주총)	3/27 미시간대 소비자신뢰지수
3/30	3/31 미 3월 CB 소비자기대지수 미 2월 JOLTS 보고서 NKE			

주) 기업 실적 발표일은 추후 변동 가능, 각국 일정은 현지시간 기준
 자료 : 신영증권 리서치센터 정리

Compliance Notice

이 조사항목은 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사항목은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사항목은 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.