한화투자증권

경제분석

2026년 3월 30일

Macro Issue

유형자산의 부활

▶경제 임혜윤 | hylim@hanwha.com | 3772-7728

목 차

03 Summary & Key chart

09 I. 버틸만한 인플레이션

26 II. 유형자산의 부활

Summary

2009년 주요국 GDP 대비 유형자산 투자와 무형자산 투자 비중은 역전됐고, 격차는 지속적으로 커졌습니다. 적은 자본비용, 확장성 등 무형자산의 강점이 부각되면서 투자가 확대됐고, 이것이 성장에 상당부분 기여했습니다. 금융위기 이후 무형자산과 유형자산 투자의 연평균성장률은 각각 4.1%, 1.1%입니다. 무형자산 투자가 유형자산 투자 대비 약 4배 빠르게 늘었다는 의미입니다.

앞으로는 유형자산 투자가 강해질 것으로 예상합니다. 관세는 더 이상 미국과 중국만의 문제가 아니고, 미국-이란 충돌은 공급망 차질이 생존의 문제라는 인식을 강화시키고 있습니다. 자국 우선주의가 확산되고 보호무역정책이 강화될수록, 제조업 육성 기조와 안정적인 공급망 확보 노력도 강해질 것입니다. 이미 수요가 늘고 있습니다. 미국과 유럽의 금속/화학제품 신규주문 증가세 강화, IT 이외 기계 수주 증가 등은 유형자산 수요 회복을 반영합니다.

공급 측면에서는 중국發 부담이 완화되고 있습니다. 지난해 중국 수출단가 하락 폭은 축소됐고, 물량 증가세는 약해졌습니다. 철강 및 석유제품 생산과 내수 격차 축소, 2차전지와 태양광 제품 수출단가 반등은 밀어내기 수출 약화 전망을 뒷받침합니다. 중국의 정책기조와 재고 수준을 감안하면, 초과공급이 점차 해소될 가능성이 높습니다. 수요가 늘고 공급 과잉이 완화되면, 가격 결정력이 강해지면서 마진이 늘어납니다.

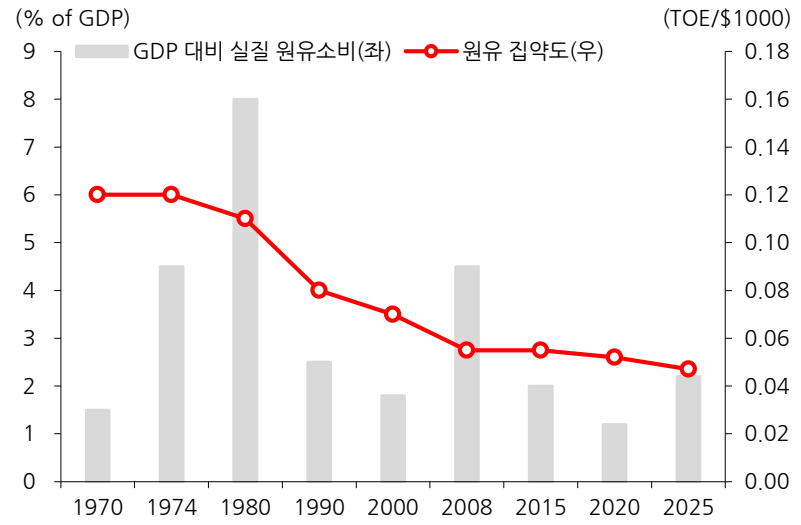
물론 이는 **국제유가 상승이 스태그플레이션을 야기하지 않을 것이라는 전망을 전제로 합니다. 원유 소비 비중과 원유 집약도를 감안한 적정유가 상단은 100달러 내외입니다.** 원유 의존도가 줄고 효율성이 개선되면서 감내할 수 있는 유가 수준도 높아졌습니다. 공급 충격에 대한 연준 대응은 상황에 따라 달랐지만, 기대인플레이션과 근원 물가가 안정적이라면 금리 인상으로 대응할 가능성은 낮습니다. 미국 CPI 3% 초반, Core CPI 2% 중후반 수준이라면, 기준금리 동결 또는 1차례 인하가 유력합니다.

한국은 전쟁 충격에 상대적으로 더 크게 노출돼 있기 때문에 잠재 리스크를 염두에 둬야 합니다. 국제유가와 원/달러 환율의 상관관계가 높아 석유류 이외 물가까지 강해질 수 있고, 원유 수요 통제가 경제활동 위축으로 이어질 수도 있습니다. 다만, **전쟁이 최악으로 흘러가지 않는다면, 유형자산 투자는 지속될 것입니다. 이는 소재와 산업재, 그리고 우리나라와 같이 제조업 경쟁력을 갖춘 국가에 유리한 국면입니다.**

Key Chart ① 버틸만한 유가

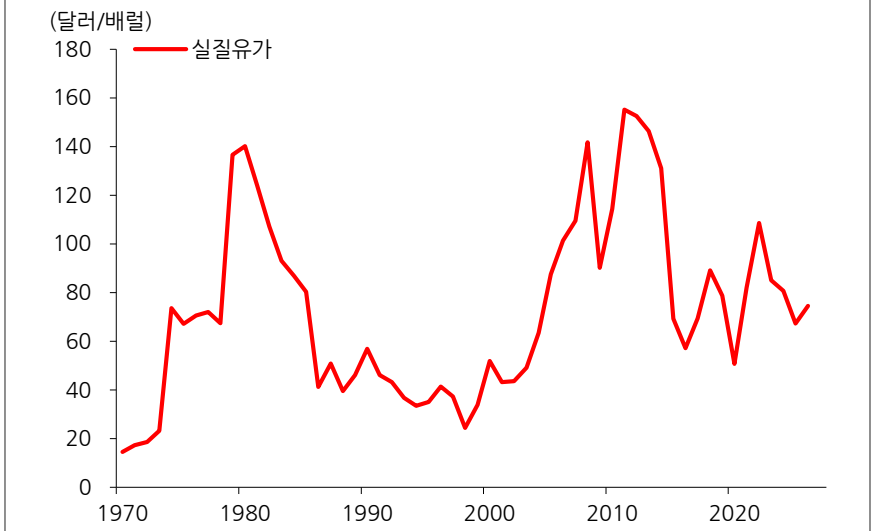
- ❖ 국제유가 상승이 스태그플레이션과 통화 긴축으로 이어질 가능성 높지 않음
- ❖ 원유 의존도가 꾸준히 낮아지고 있고, 효율성이 개선되면서 동일한 가치의 제품을 만드는 데 필요한 원유가 줄었기 때문
- ❖ 과거 두 차례 오일쇼크 당시 GDP 대비 원유 지출 비중은 6% 내외. 해당 비중은 2020년대 2% 내외로 하락
- ❖ IMF, IEA 등은 원유 지출 비중 3.5%를 적정유가(성장과 물가 측면에서 감당할 수 있는 수준)의 임계점으로 제시
- ❖ 이를 감안한 적정유가 상단은 100~110달러

GDP 대비 원유 소비 비중 하락, 에너지 효율성 향상



주: 원유 집약도(Oil intensity)는 실질기준 GDP 1,000달러를 창출하는데 필요한 원유를 의미
자료: Energy Institute, World Bank, 한화투자증권 리서치센터

유가가 추세적으로 100달러를 넘어서지 않는다면, 경기와 물가 충격 제한



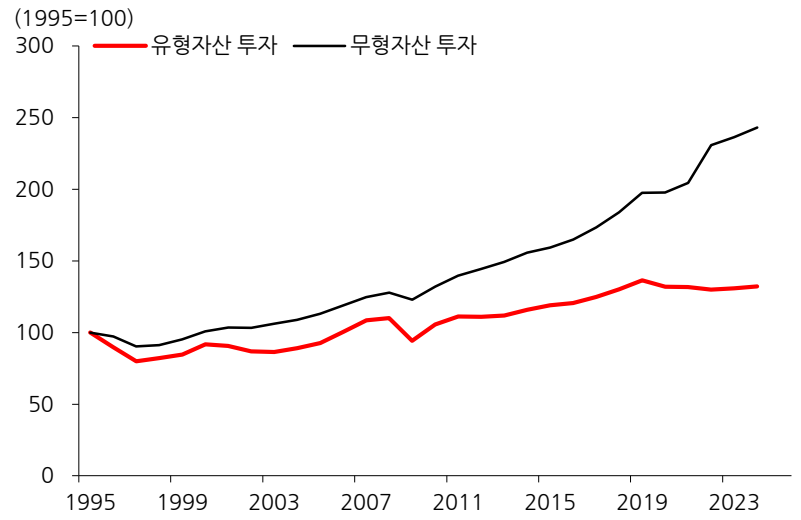
자료: Energy Institute, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

Key Chart ② 정체됐던 유형자산 투자

- ❖ 유형자산(Tangible asset)* 투자는 금융위기 이후 정체. 반면, 무형자산(Intangible asset)** 투자는 꾸준히 증가
- ❖ 2008년 이후 무형자산 투자가 유형자산 투자 대비 약 4배 빠르게 증가(무형자산과 유형자산 연평균성장률: +4.1%, +1.1%)
- ❖ 적은 자본비용, 확장성 등 무형자산의 강점이 부각되면서 선진국 중심으로 투자가 확대됐고, 이는 성장에 상당부분 기여

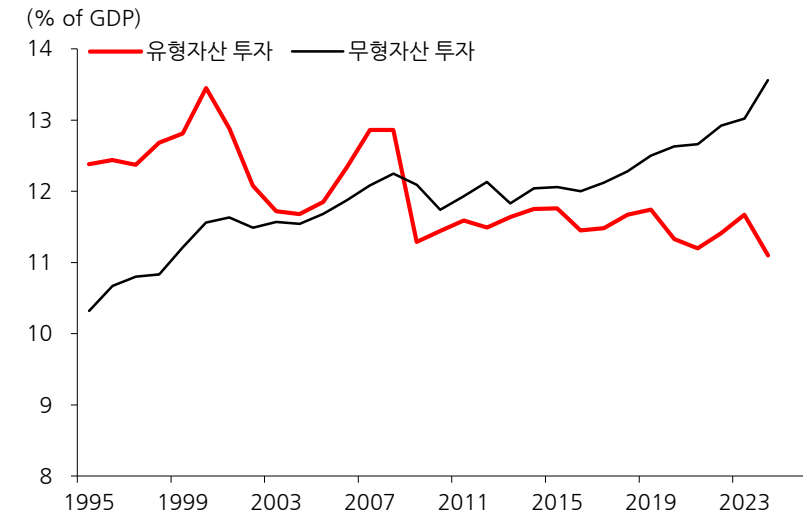
* 유형자산: 기계, 장비, 건물 등 실체가 있는 자산 / ** 무형자산: 특허, 저작권, 기술력 등 물리적 실체가 없는 자산

금융위기 이후 무형자산 투자가 유형자산 투자 대비 약 4배 빠르게 증가



주: 미국, EU 주요국, 영국, 브라질, 인도의 물량 기준 투자를 구매력평가지수로 조정
자료: World Intellectual Property Organization, 한화투자증권 리서치센터

유형자산 투자 비중 축소

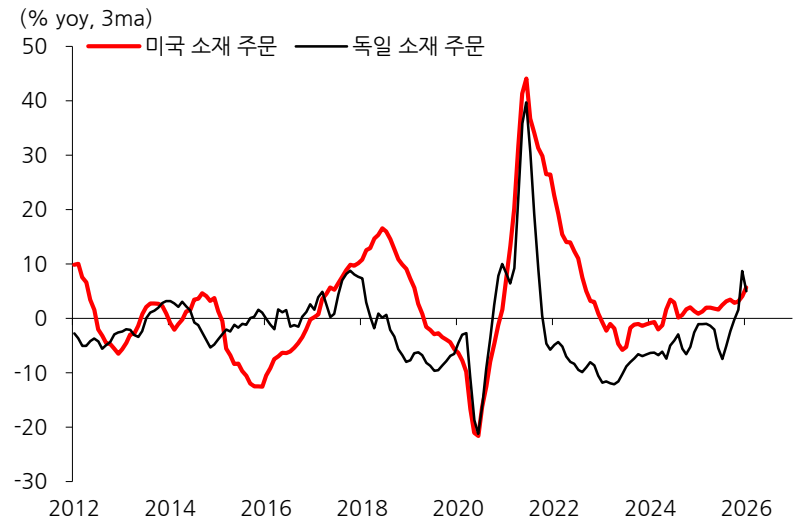


주: 미국, EU 주요국, 일본, 영국, 브라질, 인도의 GDP 대비 투자 비중
자료: World Intellectual Property Organization, 한화투자증권 리서치센터

Key Chart ③ 늘어나는 수요

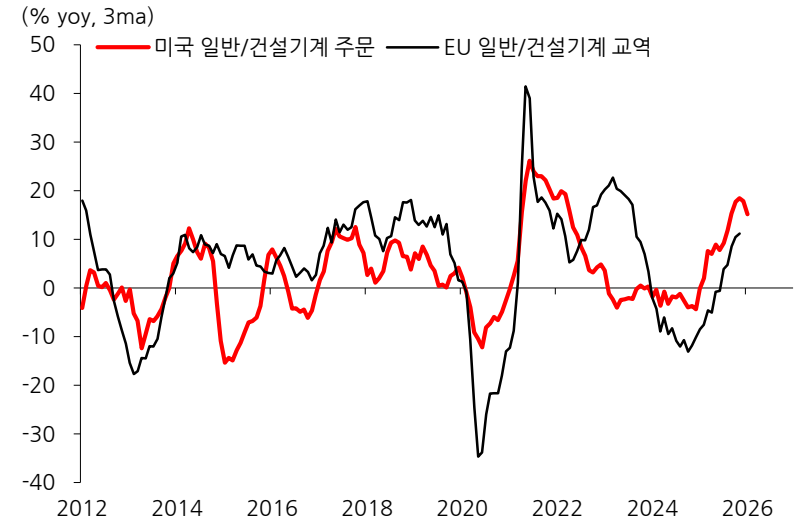
- 2025년 이후 유형자산 투자 수요 회복 조짐 확인
- 미국과 유럽 금속 및 화학제품 주문 증가세 강화
- 반도체 장비 등 IT 관련 기계를 제외한 일반 및 건설기계 수요도 증가
- 제조업 강화, 안정적인 공급망 확보 등이 부각된 결과일 것

선진국 소재 수요 증가세 강화



주: 미국은 1차금속/금속가공 신규주문, 독일은 내수용 1차금속/금속가공/화학제품 실질 주문물량
자료: U.S. Census Bureau, Statistisches Bundesamt, 한화투자증권 리서치센터

선진국 산업재 수요 증가세 강화

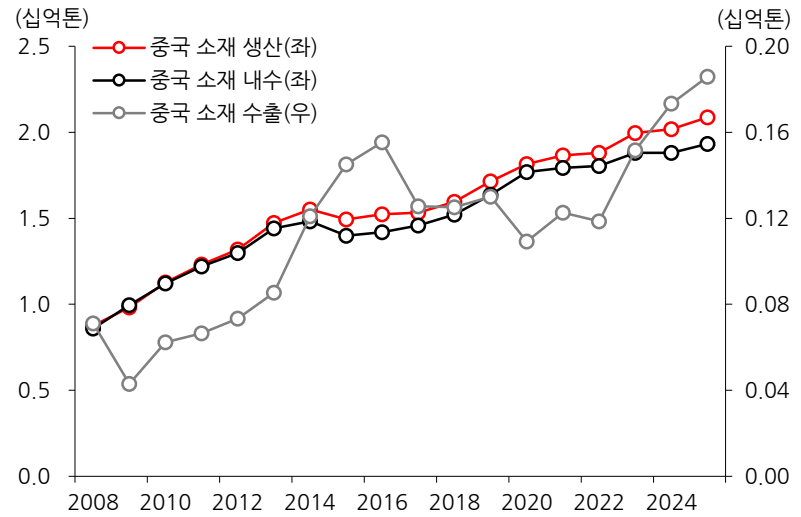


자료: U.S. Census Bureau, 한국무역협회, 한화투자증권 리서치센터

Key Chart ④ 줄어드는 공급 부담

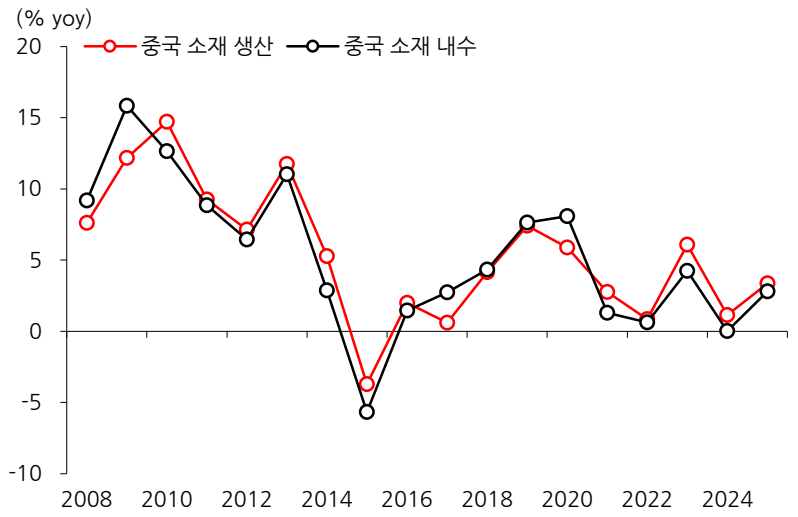
- ❖ 중국發 공급 부담이 글로벌 제조업 하방 압력으로 작용할 가능성 낮음
- ❖ 철강, 석유제품, 2차전지, 태양광 등 중국이 전세계 공급을 주도하는 품목들의 밀어내기 수출 압력 완화
- ❖ 무리한 가격 경쟁을 제한하는 반내권 정책, 낮아진 재고 수준 등을 감안하면, 초과공급(=생산과 내수의 격차) 축소 전망

중국發 공급 부담 완화 전망



주: 철강, 석유제품, 합성수지, 합성섬유 물량 기준
자료: National Bureau of Statistics, General Administration of Customs,
China National Chemical Economic and Technical Development Centre, 한화투자증권 리서치센터

주요 소재 생산과 소비 격차 크지 않음



주: 철강, 석유제품, 합성수지, 합성섬유 물량 기준
자료: National Bureau of Statistics, General Administration of Customs,
China National Chemical Economic and Technical Development Centre, 한화투자증권 리서치센터

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

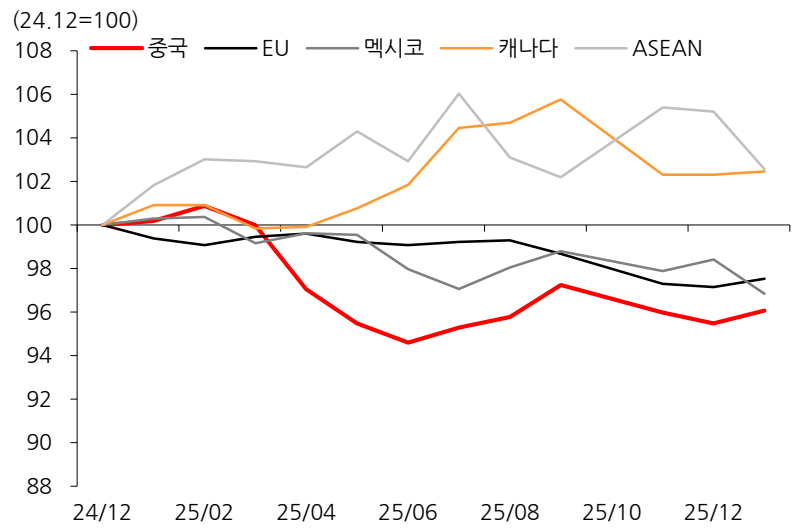
I

버틸만한 인플레이션

분산되는 관세 여파

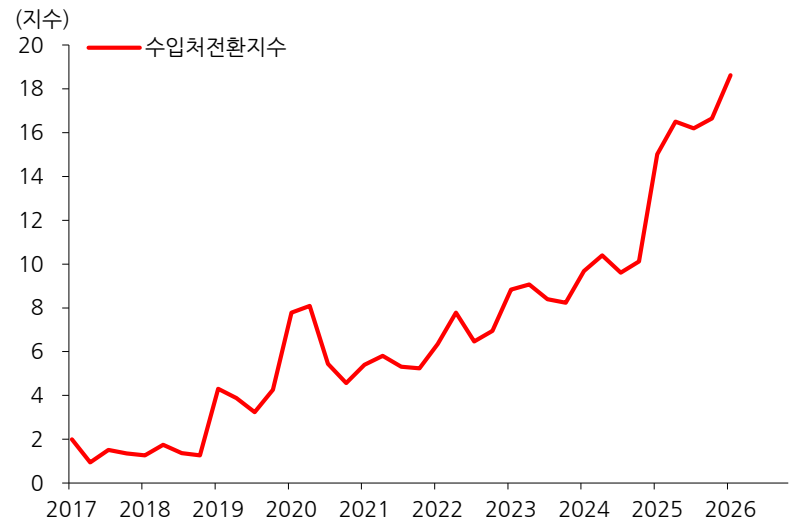
- 미국 관세 여파가 당초 예상보다 덜한 것은 그 영향이 분산됐기 때문
- 우선 수출기업이 관세 일부를 부담. 미국의 對중국, EU, 멕시코 수입물가 하락
- 미국 시장 점유율을 유지하기 위해 수출기업이 관세를 일부 분담
- 수입국가 다변화도 부담 완화 요인. 2025년 들어 기업들은 수입국 전환에 적극 나서 충격을 덜고 있음

중국, 유럽, 멕시코 등이 관세 일부 부담



주: 미국의 수입물가
자료: U.S. Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

트럼프 2기 수입국 다변화 적극적으로 진행

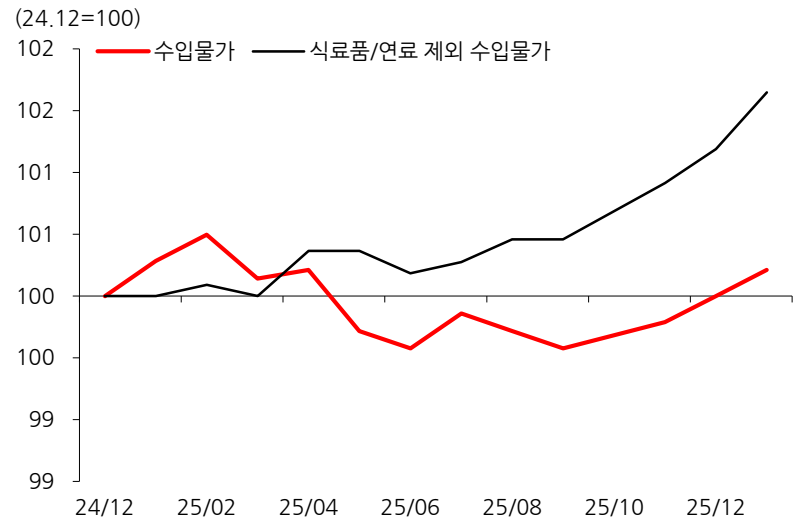


주: 미국의 10대 수입국 대상 수입비중이 기준시점(2017년)과 달라진 정도를 지수화
자료: U.S. Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

물론 영향이 아예 없진 않음

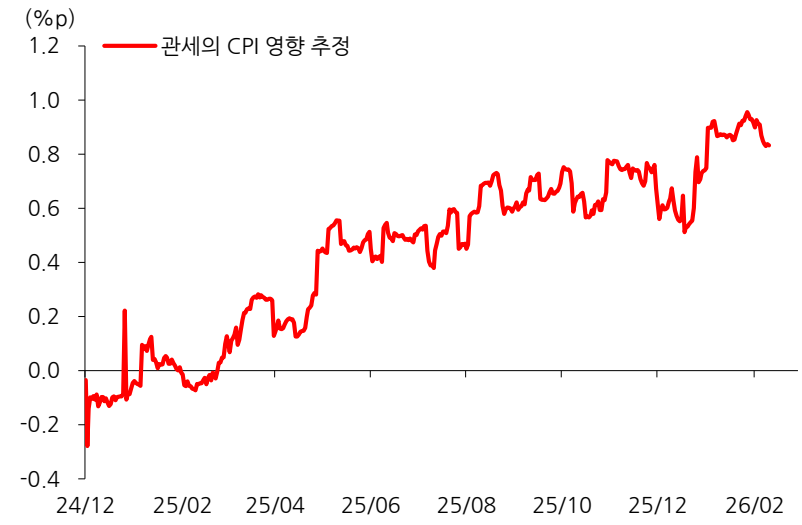
- 관세 여파가 분산돼도 일정수준의 물가 상승 압력 존재
- 지난해 미국 식료품과 연료 제외 수입물가는 1.1% 상승. 온전히 관세 영향으로 볼 수는 없지만, 트럼프 상호관세 발효 후 상승세 강화
- 관세가 정해지고 기업들이 신속하게 대응하고 있다면, 관세 영향은 이번 상반기에 정점에 도달할 수 있음

지난 분기부터 수입물가 상승세 강화



자료: U.S. Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

관세에 따른 물가 상승 압력 누적

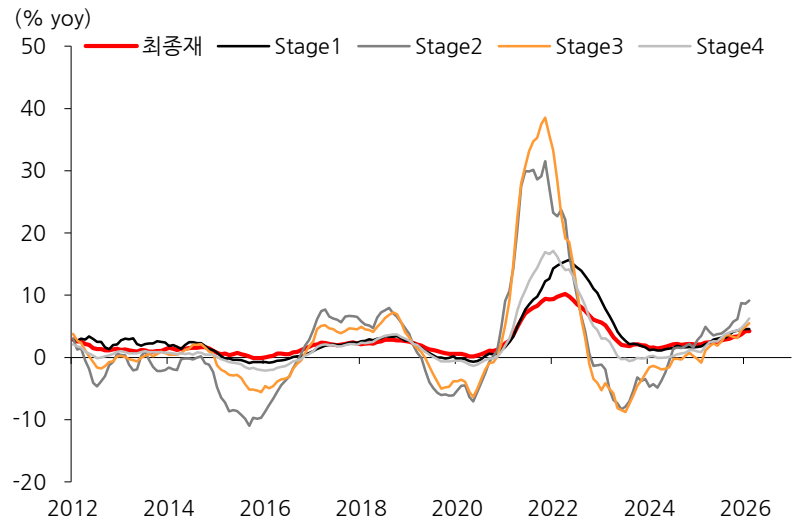


주: Cumulative Impact on all-items CPI
자료: HBS Pricing Lab, 한화투자증권 리서치센터

관세의 경로 ① 수입물가와 생산자물가

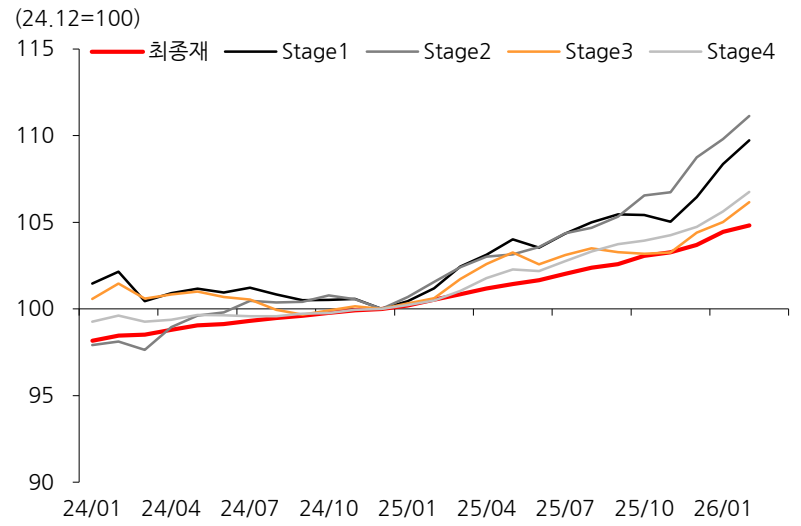
- ❖ 수입물가와 생산자물가 상승세 강화는 관세가 시차를 두고 물가에 반영되고 있음을 시사
- ❖ 중간재와 최종재 PPI 전반적으로 강해지고 있음
- ❖ 관세 전달경로를 감안하면, 생산 초기단계 중간재 PPI 상승은 최종재 PPI 상승세 강화 요인으로 작용할 가능성 높음

중간재와 최종재 전반적으로 생산자물가 상승세 강화



주: 식료품과 에너지를 제외한 재화 PPI. Stage 1~4는 중간재를 가공단계별로 구분한 것
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

생산 초기단계 중간재 물가 상승은 시차를 두고 최종재에 영향

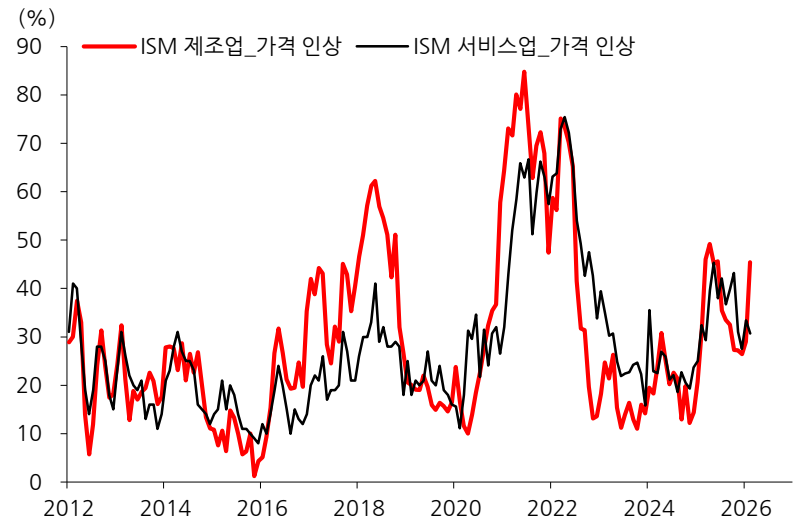


주: 식료품과 에너지를 제외한 재화 PPI. Stage 1~4는 중간재를 가공단계별로 구분한 것
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

가격 전가 또는 마진 축소

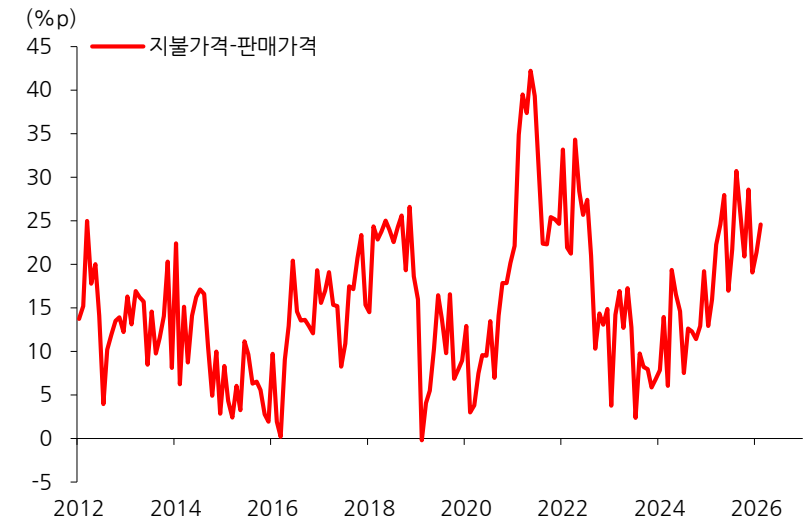
- 늘어난 비용을 전가하는 기업들이 늘어날 전망
- 기업들은 생산자물가(비용)가 오르면, 마진 축소 또는 판매가격 인상으로 대응해야 함
- 서베이지표는 가격 인상으로 대응하는 기업이 늘고 있음을 시사

제조업 부문에서 가격을 인상했다는 응답 증가



자료: Institute for Supply Management, 한화투자증권 리서치센터

판매가격을 인상하는 기업들이 늘고 있음

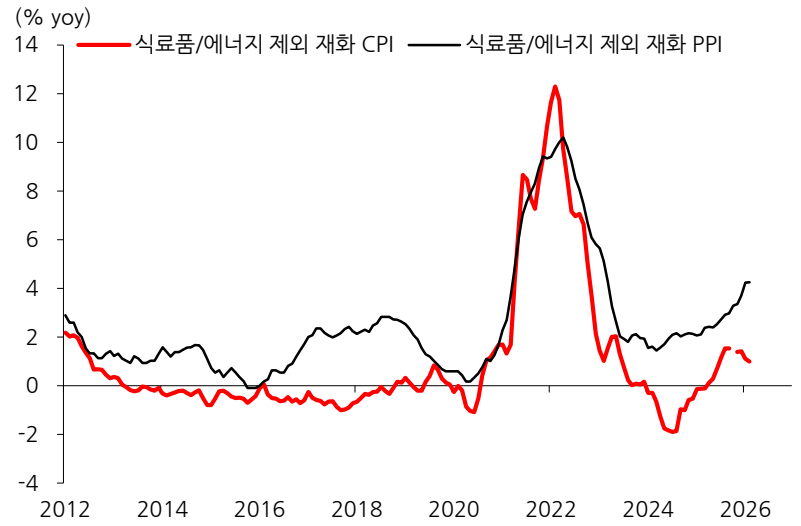


주: 지역 연은 제조업지수 Prices paid와 Prices received의 격차
자료: FRB of New York, FRB of Philadelphia, 한화투자증권 리서치센터

관세의 경로 ② 가격 전가 시나리오

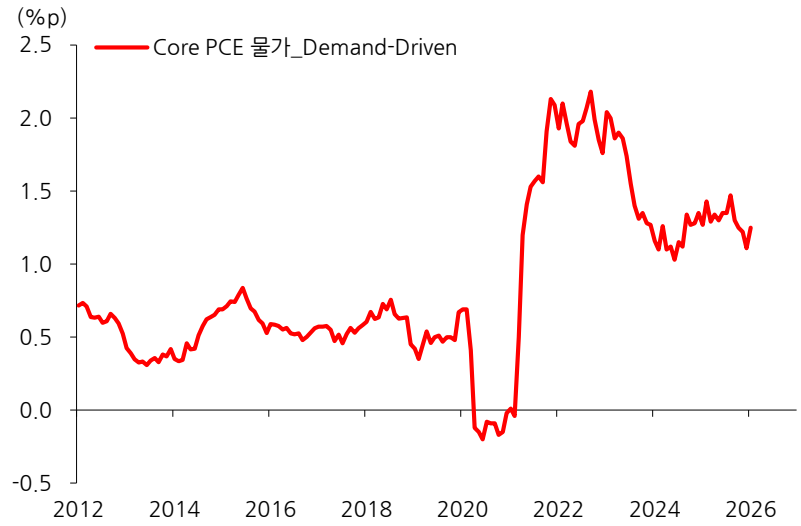
- ❖ 서비스보다는 재화(goods), 재량소비재보다는 필수소비재 중심으로 가격 전가 진행될 전망
- ❖ 미국 경기가 둔화되고 있는 국면이기 때문에 재량소비 성향이 강한 서비스 가격 인상은 쉽지 않음
- ❖ 제조업(투자) 반등 전망을 감안하면, 완만한 재화 물가 상승 예상

가격 전가가 진행되면, 재화 물가 상승 압력 높아질 전망



자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

수요 측면 물가 반등 가능성

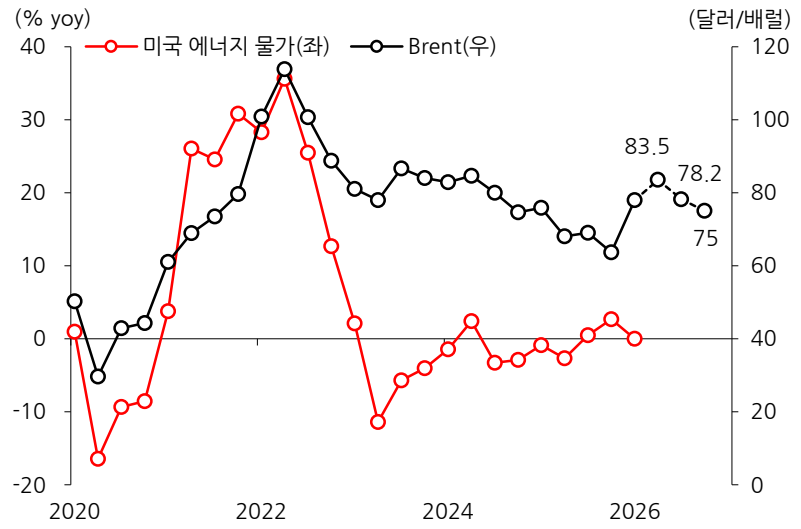


자료: FRB of San Francisco, 한화투자증권 리서치센터

유가 상승과 CPI 3%

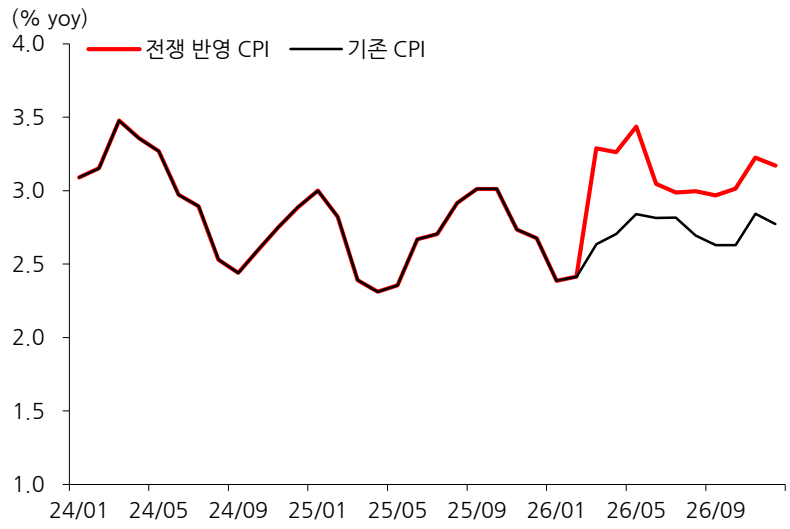
- ❖ 미국-이란 충돌에 따른 국제유가 상승 영향으로 미국 소비자물가 3%대로 반등 전망
- ❖ 전쟁이 4월 중 소강국면에 들어서도 유가는 완만하게 하락할 전망. Bloomberg Economics는 2/4분기 85달러 내외, 하반기 75달러 내외 예상. 호르무즈 해협 통행 재개, 원유 생산 정상화 등에 시간이 필요하기 때문
- ❖ 이를 감안한 Headline CPI는 2.8~3.5% 수준. 관세 영향 더해진다면, 3월 이후 CPI는 3%대에서 머물 가능성 높음

호르무즈 해협 통제가 1개월 정도 유지될 경우, 2/4분기 유가 80달러대 전망



주: 올해 브렌트유 전망은 Bloomberg Economics 시나리오 적용
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

유가 상승 반영하면 Headline CPI 3% 상회

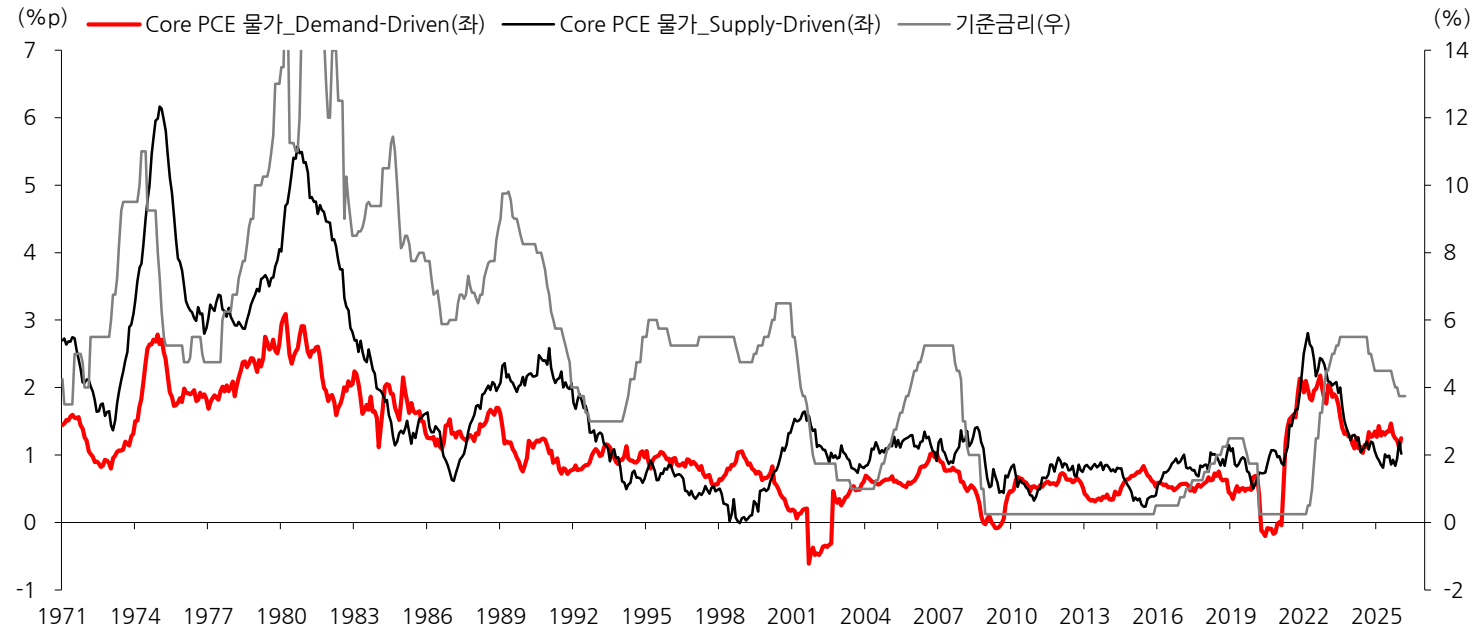


주: 3월 이후는 전망
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

CPI 3%와 금리 인상

- 연준이 유가 충격에 따른 물가 상승에 금리 인상으로 대응할 가능성 낮음. 유가가 근원(Core) 물가에 미치는 영향은 미미하기 때문
- 연준 등에 따르면, 유가가 근원 물가에 미치는 영향은 적고, 통계적으로 유의미하지 않다는 연구도 있음
- 유가 상승에 대한 연준 대응은 상황에 따라 달랐음. 기대인플레이션이 상승하면 금리 인상으로 대응했고(1979, 2022년), 수요 위축이 두드러지면 완화 기조 강화(1974~75년, 1990~91년, 2001년)

연준이 공급 측면 물가 상승 압력에 항상 긴축으로 대응했던 것은 아님

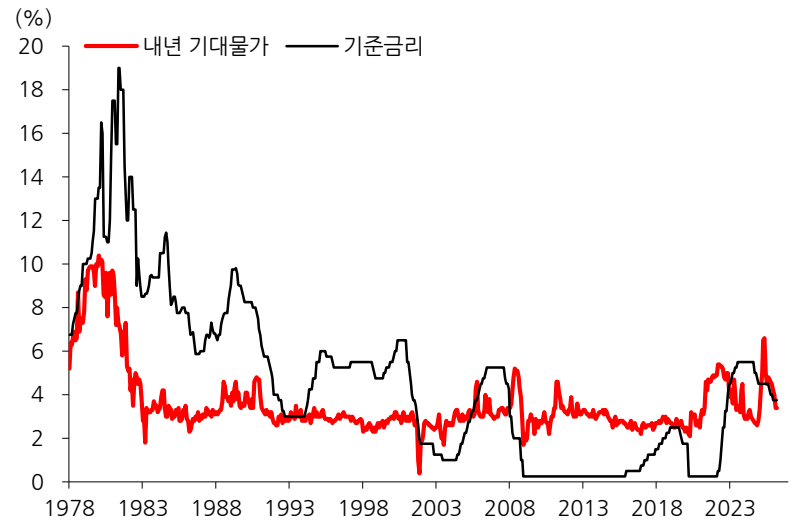


자료: FRB of San Francisco, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

핵심은 근원 물가와 기대인플레이션

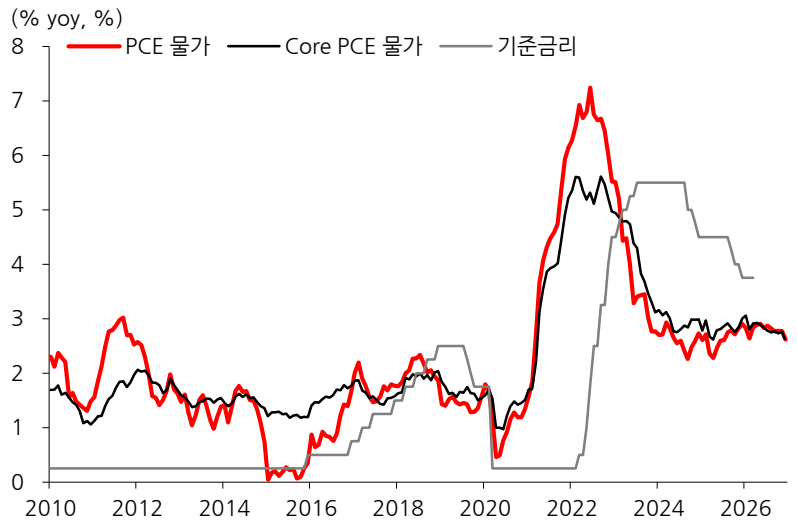
- 연준 정책 결정은 유가보다는 기대인플레이션과 근원 물가 흐름에 달려있음
- 기대인플레이션 상승 시, 시차를 두고 실제 물가 오름세 강화로 이어질 수 있어 금리 인상으로 대응 가능
- 근원 물가 상승은 수요 측면 물가 압력 강화를 의미하기 때문에 금리 인상이 적절한 대응
- 지금은 기대인플레이션과 근원 물가가 금리 인상 요인으로 작용하는 상황 아님
- 하반기 유가가 지난해보다 높은 수준(80달러 내외)에서 유지된다면, 금리 인상보다는 인하 또는 동결 가능성 높음

1979년이나 2022년과 달리 기대인플레이션 안정



자료: University of Michigan, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

3월 연준 전망을 토대로 보면, 금리 인하가 무리한 전제는 아님

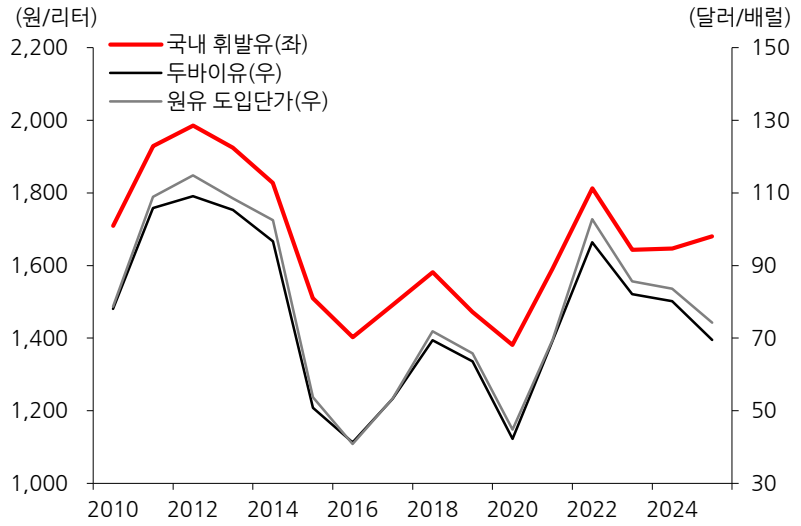


주: 2월 이후 물가는 이번 달 SEP(Summary of Economic Projections) 토대로 산출
자료: Bureau of Economic Analysis, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

석유 최고가격제 효과

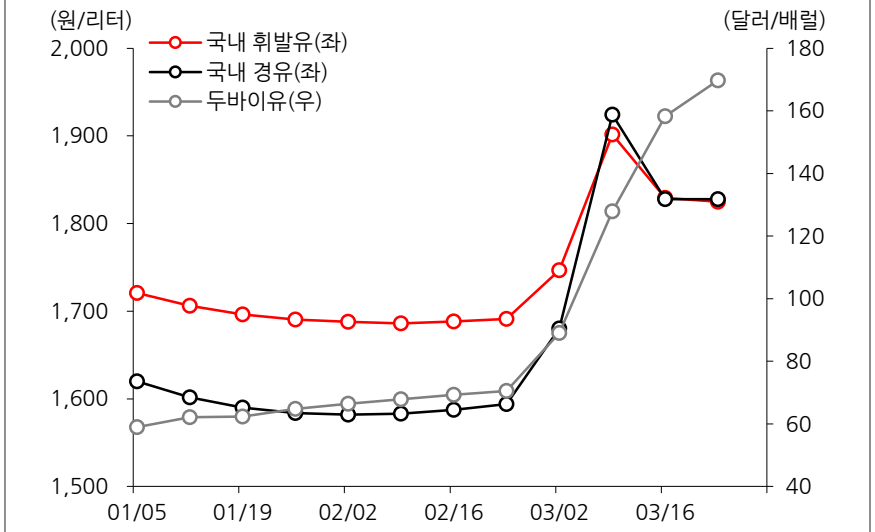
- ❖ 정부가 석유 최고가격제를 시행하면서 국제유가 급등에도 국내 석유제품 가격 상승 폭 제한
- ❖ 두바이유는 2월 대비 89.5% 급등. 국내 휘발유와 경유 소매가격은 각각 8.5%, 14.9% 상승(3/24일 기준)
- ❖ 유가 상승이 지속되면서 최고가격도 상향조정됐지만, 국제유가 대비 상승 폭 크지 않음

원유 도입단가는 두바이유에 연동



자료: 한국석유공사, 산업통상부, 한화투자증권 리서치센터

석유 최고가격제 시행으로 국내 판매가격 상승세 둔화

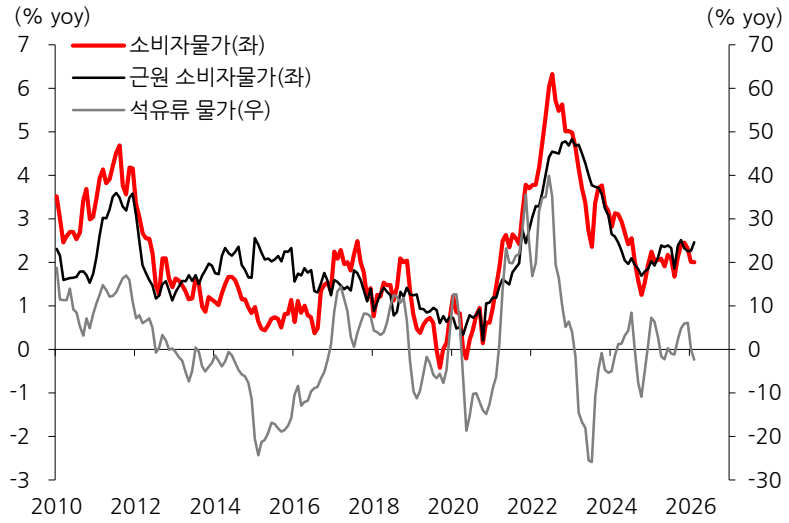


자료: 한국석유공사, 한화투자증권 리서치센터

한국, 유가 상승 직접효과 +0.3%p

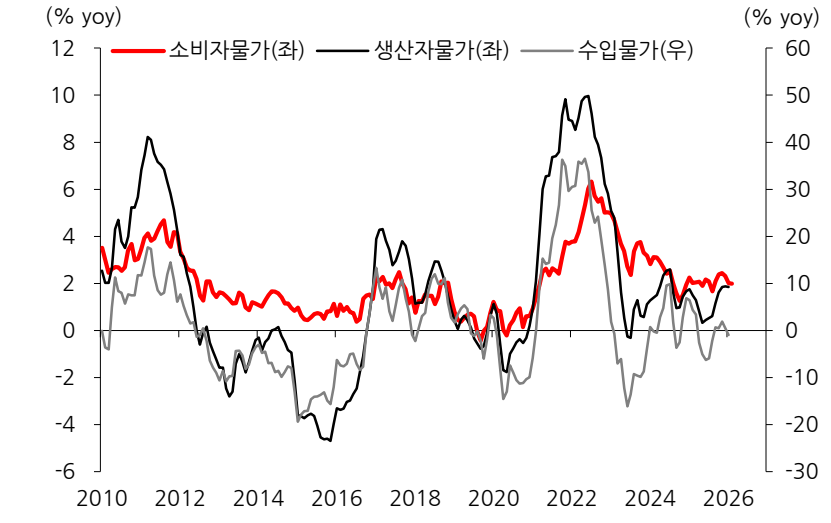
- 석유류 소매가격 상승률을 감안하면, 3월 소비자물가는 전년동월대비 2.3% 내외 상승 전망
- 유가 급등 대비 물가 상승 폭이 적은 이유는 석유 최고가격제와 더불어 가공식품 가격 인하 등 여타 품목 물가 하방 압력이 존재하기 때문
- 유가 영향에 따른 물가 상승(직접효과)이 제한적이라도 수입물가와 생산자물가 상승(간접효과)은 잠재 리스크

석유류 가격 상승은 3월 소비자물가에 0.3%p 기여할 전망



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

수입물가는 시차를 두고 소비자물가에 반영

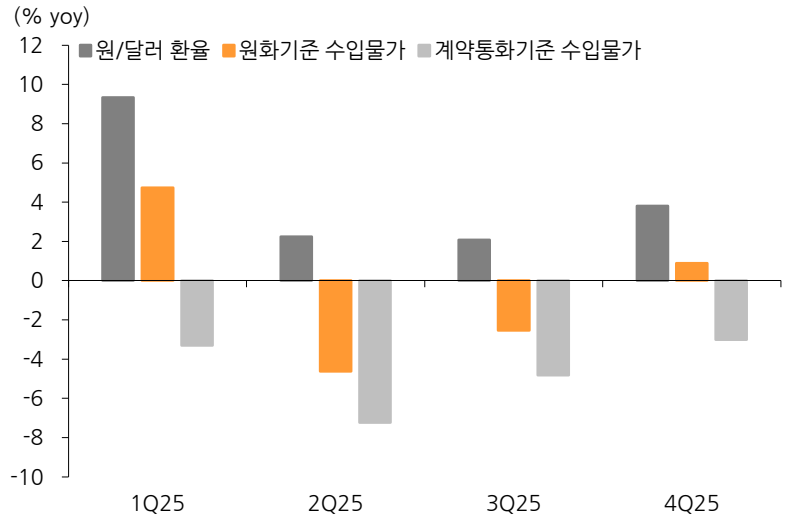


자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

지난해 환율은 수입물가 상승 요인이었지만

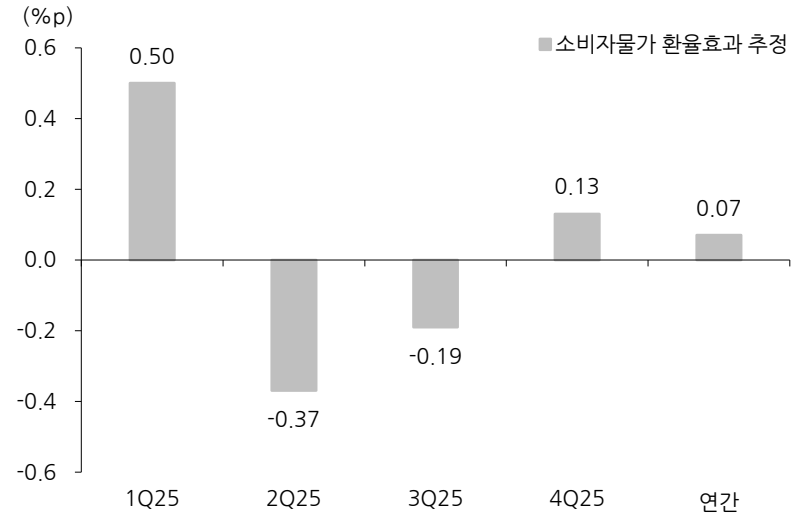
- 2025년 원/달러 환율 상승은 물가 상승 요인으로 작용
- 지난해 원화기준 및 계약통화기준 수입물가는 각각 0.4%, 4.6% 하락
- 수입물가에 대한 환율효과(=원화기준 수입물가 변동률-계약통화기준 수입물가 변동률) 4.2%. 원화 약세가 수입물가 하락을 제한
- 이를 토대로 보면, 지난해 환율은 소비자물가에 약 0.1%p 기여한 것으로 추정

원/달러 환율 상승은 수입물가 하락 폭을 제한



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

지난해 환율은 소비자물가에 상승 기여한 것으로 추정

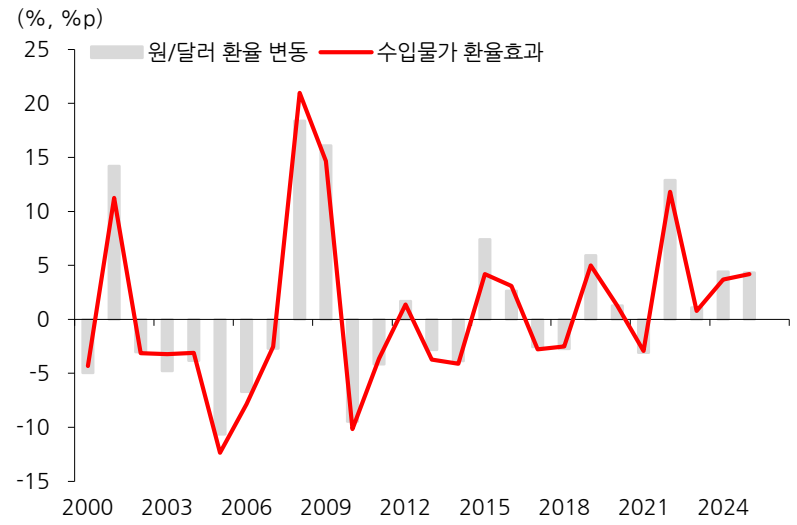


자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

원자재 가격이 하락하면서 수입물가 안정

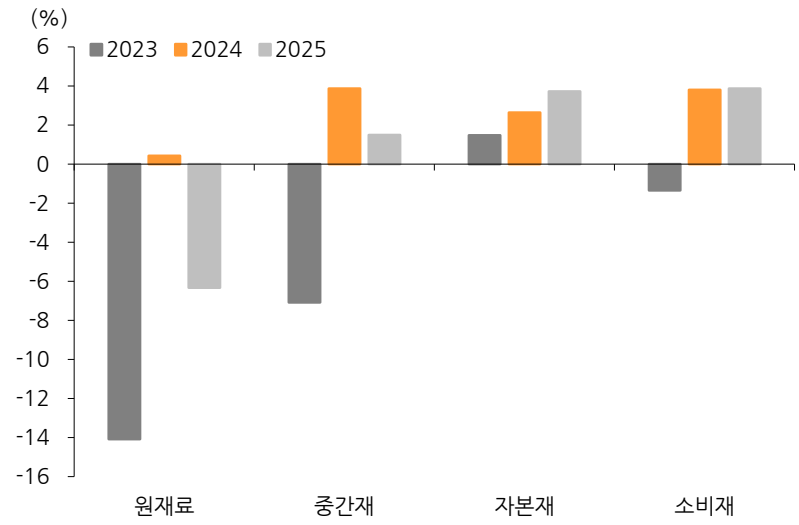
- ❖ 원/달러 환율 상승에도 수입물가 부담이 적었던 이유는 원재료 수입물가가 하락 전환했기 때문
- ❖ 지난해 원유 등 광산품이 원재료 수입물가 하락(-6.3%)을 주도했고, 중간재 또한 석탄/석유제품 가격이 하락하면서 상승세 둔화
- ❖ 1~2월 원재료 및 중간재 수입물가는 각각 전년동기대비 2.5%, 6.2% 상승
- ❖ 올해 원자재 가격이 전반적으로 상승한다면, 지난해와 달리 수입물가 상승 압력으로 작용할 것

원화 약세가 수입물가 상승 압력으로 작용했으나



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

지난해 국제유가 안정되면서 원재료 수입물가 하락

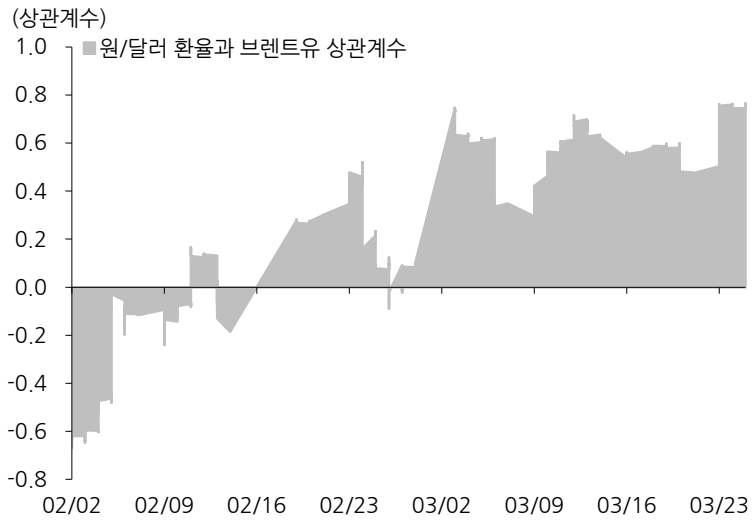


자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

리스크 ① 유가와 환율 동반 상승

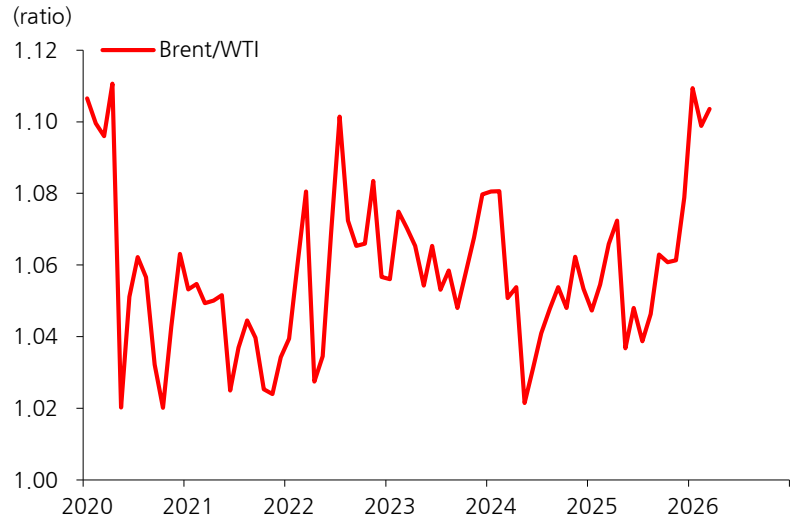
- ❖ 원/달러 환율과 국제유가 상관관계가 높아졌기 때문에 유가 수준이 높아지면 환율 하락 폭도 제한될 수 있음
- ❖ 유가와 환율 수준이 모두 올라가면, 수입물가와 생산자물가 상승 압력 확대
- ❖ 수입물가와 생산자물가 상승세 강화는 유가 상승에 따른 직접효과 이외에 소비자물가 상승 압력이 더해진다는 의미
- ❖ 미국과 달리 유가 상승 여파가 근원 물가로 확산되는 시나리오
- ❖ 하반기 국제유가가 80달러 내외로 유지된다면, 올해 한국 소비자물가와 근원 소비자물가는 2.5% 내외로 높아질 수 있음

원/달러 환율과 유가 상관관계 강화



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

Brent/WTI 스프레드 확대는 원유 공급 차질 전망을 반영

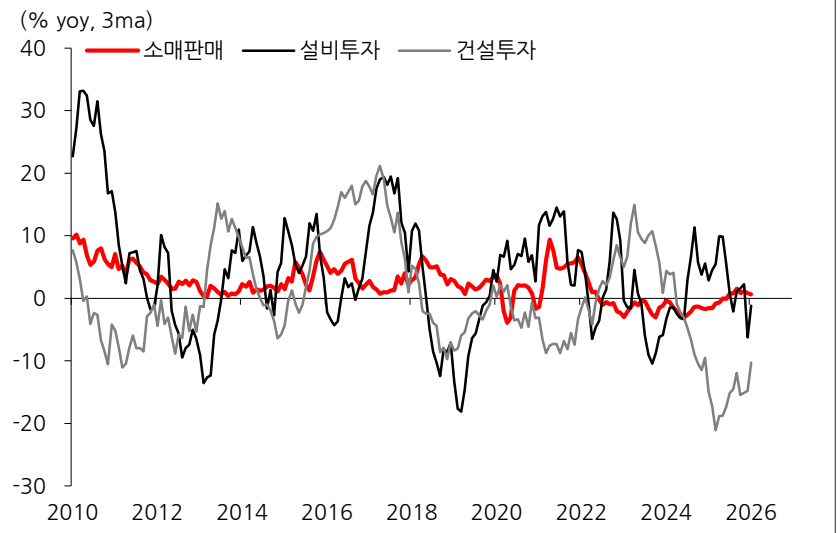


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

리스크 ② 수요 위축

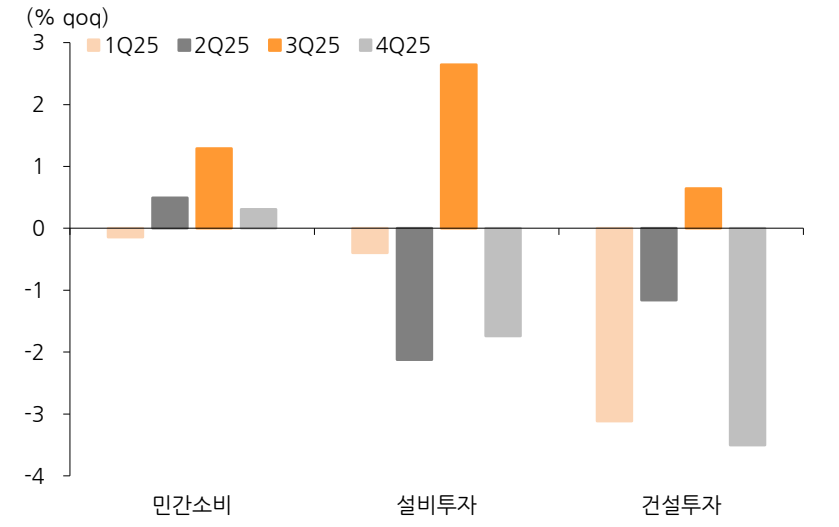
- ❖ 자동차 5부제, 재택근무와 같은 수요 통제 정책의 리스크는 수요 부진 장기화
- ❖ 통제가 길어지면, 이후 정책이 정상화돼도 회복이 더디거나 수요 자체가 줄어들 가능성(수요 파괴; Demand destruction)
- ❖ 원유 재고에 여유가 있기 때문에 당장 수요 위축을 우려할 정도는 아님
- ❖ 다만, 상황이 장기화되면 민간소비나 기업투자 심리가 꺾일 수 있고, 이는 성장에 부정적으로 작용할 수 있음

원유 공급 차질이 장기화되면 경제활동에 제약이 생길 수 있음



주: 건설투자는 불변가격 기준 건설기성액
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

경제활동 제약이 경기 하방 리스크로 작용할 가능성

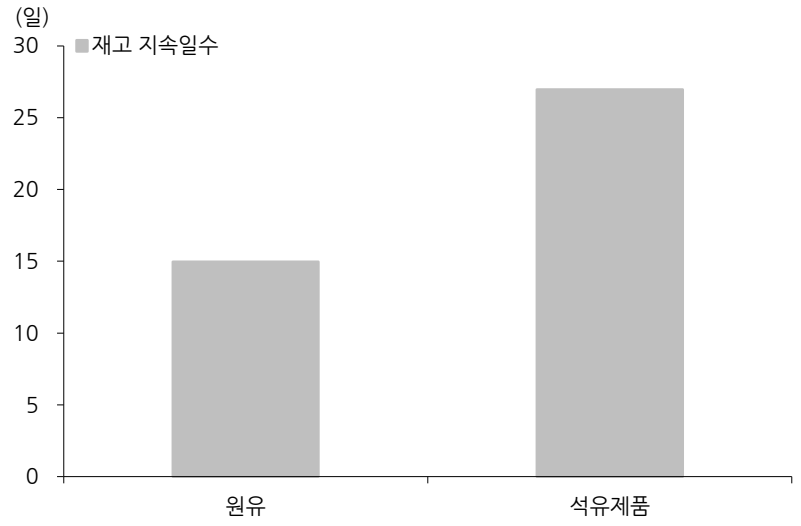


자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

당장 원유가 부족하진 않지만

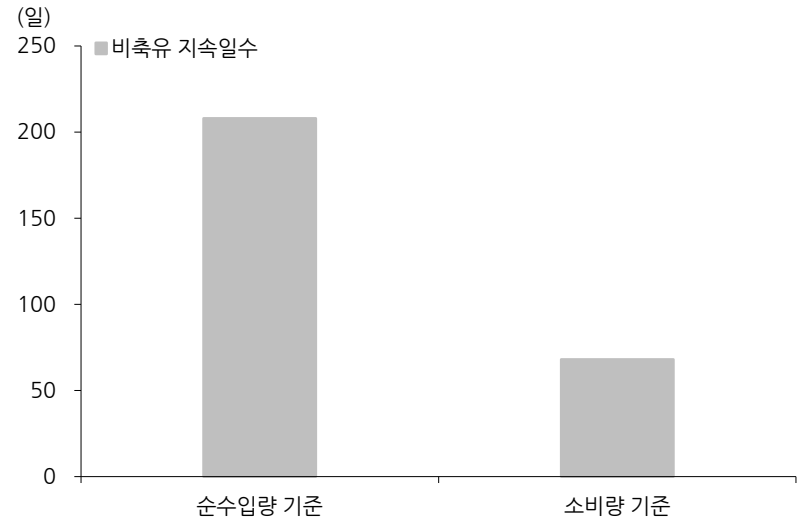
- 국내 정유사 재고와 비축유를 감안하면, 보수적으로 추정해도 3개월 정도는 수입 없이도 버틸 수 있을 것
- 비축유(약 2억 배럴) 지속일수는 일일 사용량 기준에 따라 차이. IEA 기준인 순수입량(=전체 수입량-석유제품 수출량) 기준으로는 208일, 국내 일일 사용량(=내수 및 수출량) 기준으로는 68일
- 원유 수입이 불가능한 상황이 3~4개월 지속돼도 셧다운과 같은 급격한 경기 위축은 피할 수 있다는 의미

민간은 약 1개월 정도 사용 가능한 재고 보유



주: 지난해 일평균 내수 사용량 기준
자료: 한국석유공사, 한화투자증권 리서치센터

비축유 지속일수는 기준에 따라 차이

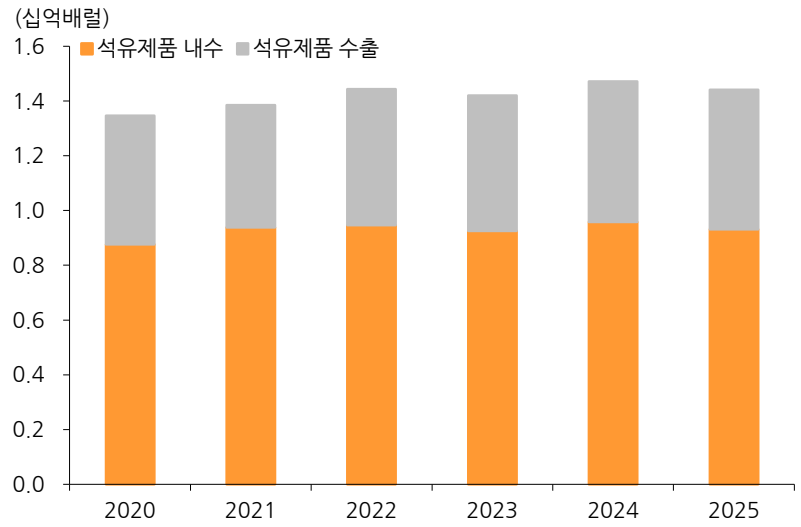


자료: 한국석유공사, 한화투자증권 리서치센터

공급 차질 장기화되면 경제활동 제약

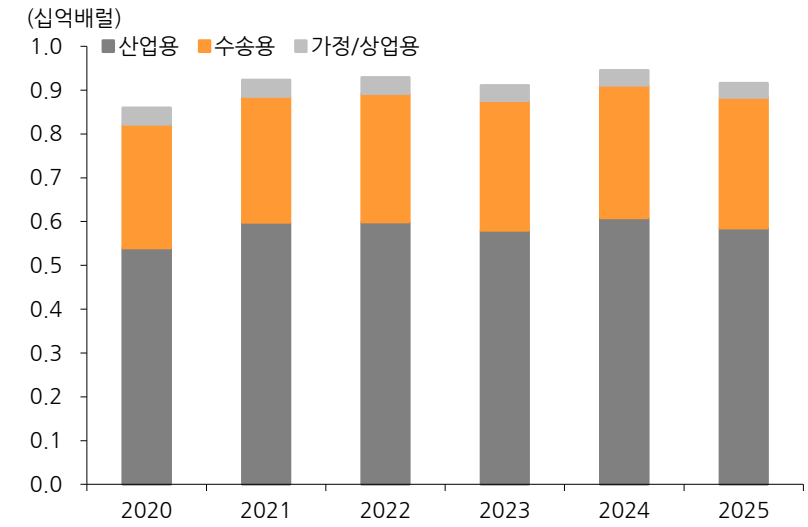
- 3개월 이상 버틸 수 있다는 분석을 전쟁 장기화 충격 제한으로 해석하기는 어려움
- 공급 차질 장기화되면 경제활동에 제약이 생길 전망
- 우선적으로 수출을 제한하면 전체 소비의 약 35%에 차질. 내수 또한 기업활동과 수송 수요 둔화 불가피

석유제품 소비에서 수출 비중 약 35%



자료: 한국석유공사, 한화투자증권 리서치센터

석유제품 내수는 산업용 65%, 수송용 30%



자료: 한국석유공사, 한화투자증권 리서치센터

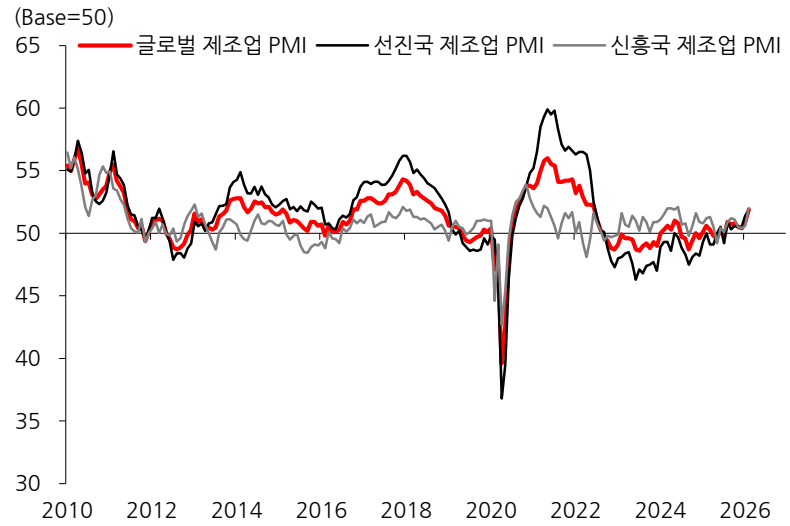
II

유형자산의 부활

제조업 회복 시그널

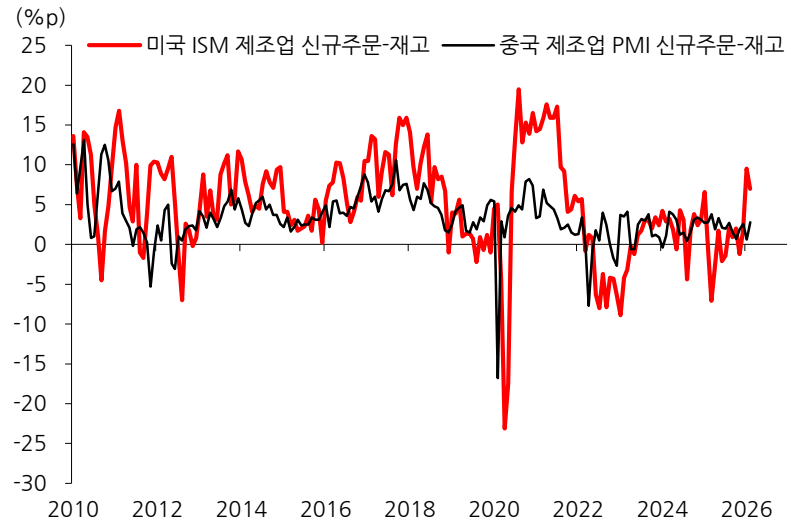
- ❖ 제조업 PMI, 미국 ISM 제조업지수 등 주요 서베이지표는 제조업 회복을 반영
- ❖ 선진국과 신흥국 제조업 PMI 동반 상승 중, 미국과 중국 제조업 PMI도 양호한 흐름
- ❖ 트럼프 관세, 미국과 이란 충돌 등 불확실성 남아있지만, 제조업 경기는 저점을 통과

글로벌 제조업 PMI 반등



자료: S&P Global, 한화투자증권 리서치센터

G2 제조업 수요 회복 조짐

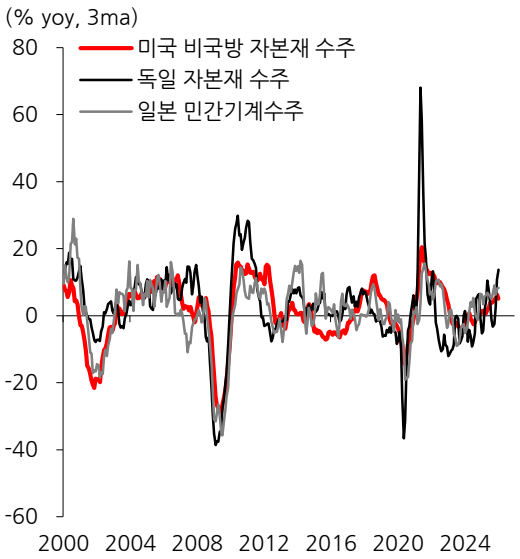


자료: Institute for Supply Management, National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

정체됐던 유형자산 투자

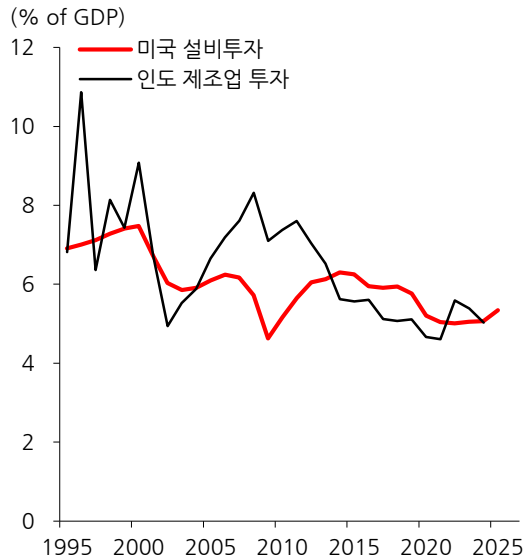
- 선진국 자본재 수주 증가율 상승은 설비투자 수요가 회복되고 있음을 시사. 미국과 독일 자본재 수주, 일본 민간기계수주 증가세 강화
- 자본 지출은 금융위기 이후 정체. 무형자산 투자와 같은 구조적인 변화도 있었지만, 선진국 디레버리징과 분업 강화 등이 핵심요인
- 지금은 제조업 투자 확대 기조 강화. 코로나19와 보호무역 강화로 공급망 확보의 중요성 부각
- 주요국 정책 기조와 정체됐던 투자를 감안하면, 설비투자 확대 흐름 지속 전망

선진국 설비투자 수요 회복 조짐



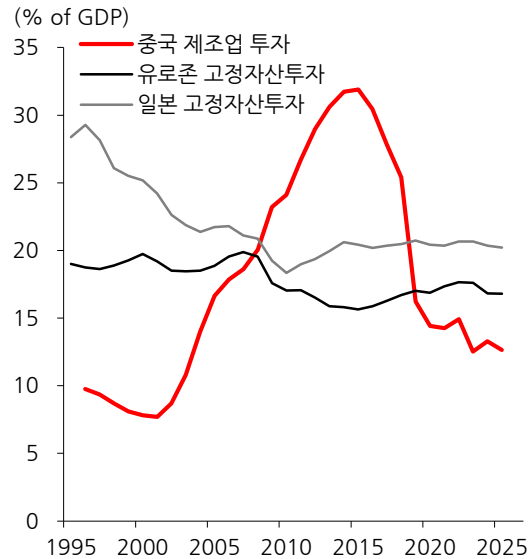
자료: U.S. Census Bureau, Statistisches Bundesamt, Economic and Social Research Institute, 한화투자증권 리서치센터

금융위기 이전 대비 낮아진 미국 설비투자 비중



주: 미국 비주거용(nonresidential) 투자 중 설비(equipment)투자
자료: Bureau of Economic Analysis, Ministry of Statistics and Programme Implementation, 한화투자증권 리서치센터

대다수 주요국 투자도 정체

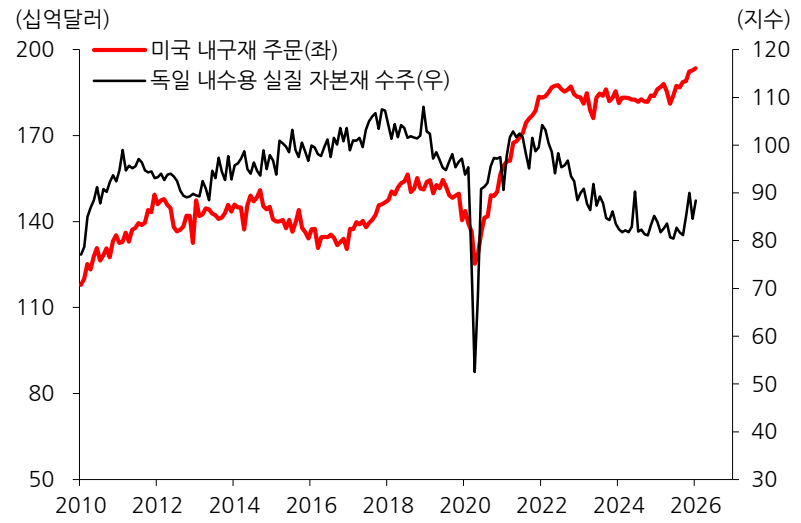


주: 유로존과 일본 지식재산권투자 제외
자료: National Bureau of Statistics, Eurostat, Economic and Social Research Institute, 한화투자증권 리서치센터

늘어나는 주문

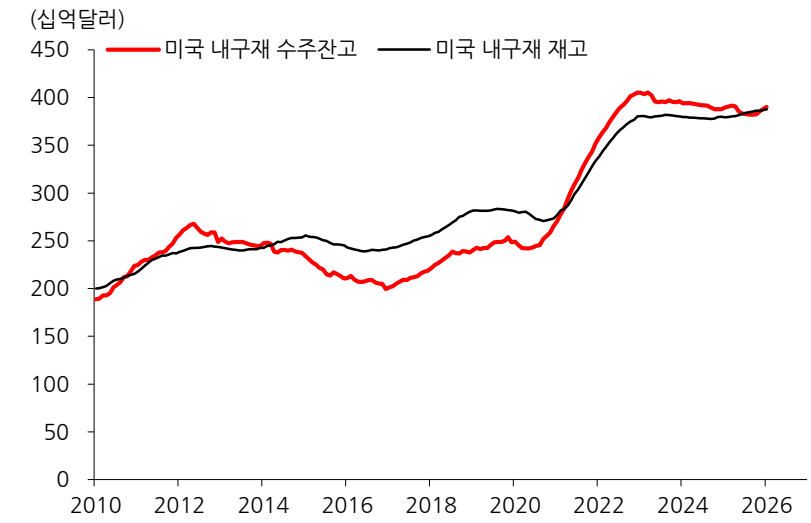
- 실물지표에서도 내구재 및 자본재 수요 회복 확인
- 미국 내구재 주문과 독일 자본재 수주 증가세 강화
- 미국 내구재 수주잔고와 재고도 수요 회복을 반영. 수주잔고와 재고 모두 완만하게 증가

미국과 독일 내구재 주문 증가



주: 미국 국방 및 운송 제외, 독일 대규모 수주 제외 실질물량 기준
자료: U.S. Census Bureau, Statistisches Bundesamt, 한화투자증권 리서치센터

미국 수주잔고 반등

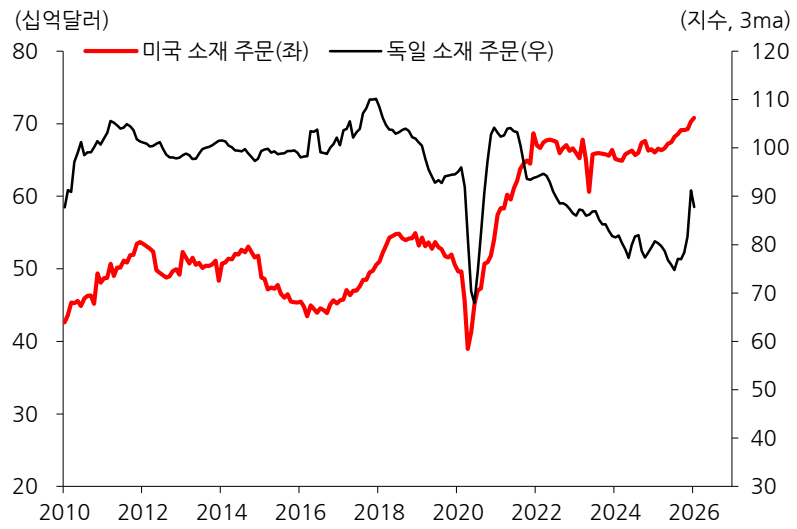


주: 국방 및 운송 제외
자료: U.S. Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

IT 이외 수요 ① 소재 주문 확대

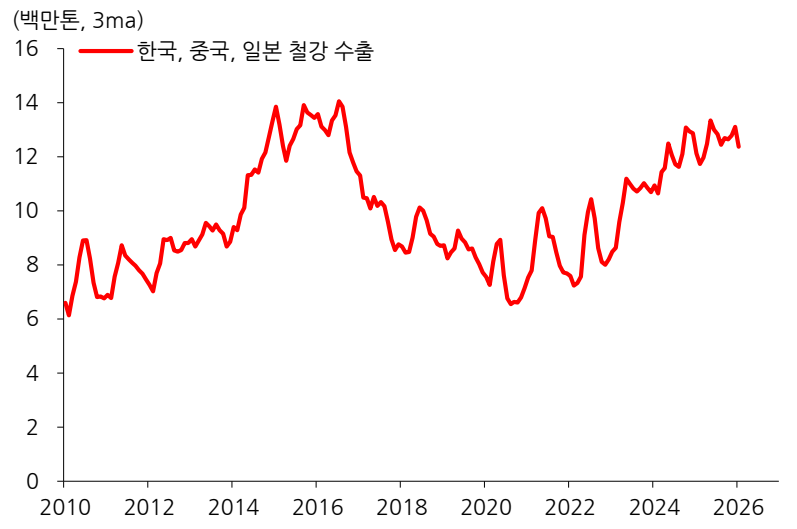
- AI를 토대로 한 IT 부문 이외의 제조업 수요도 늘고 있음
- 미국과 독일의 1차금속, 금속가공, 화학제품 등의 신규주문 증가세 강화
- 중국 등의 철강 수출물량 증가세 강화도 확인

선진국 소재 수요 확대



주: 미국 1차금속 및 금속가공 주문, 독일 내수용 1차금속 및 금속가공 실질 주문물량
자료: U.S. Census Bureau, Statistisches Bundesamt, 한화투자증권 리서치센터

동아시아 철강 수출 확대

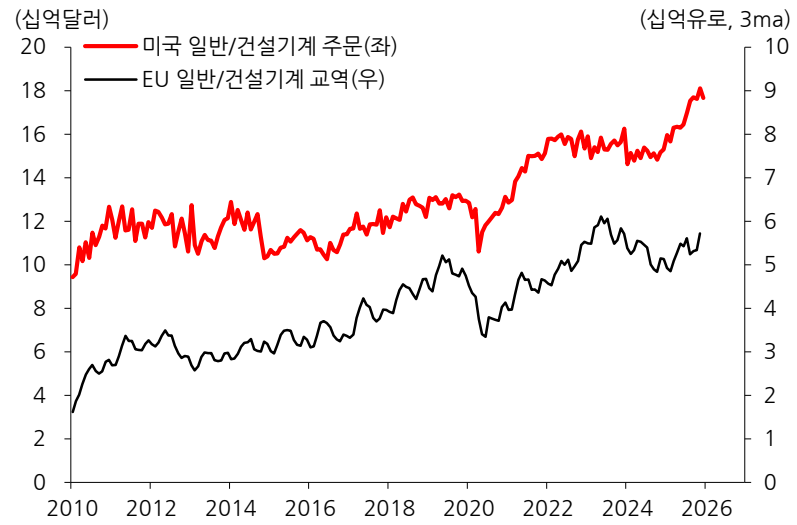


자료: 통계청, General Administration of Customs, Ministry of Finance, 한화투자증권 리서치센터

IT 이외 수요 ② 산업재 수주 증가

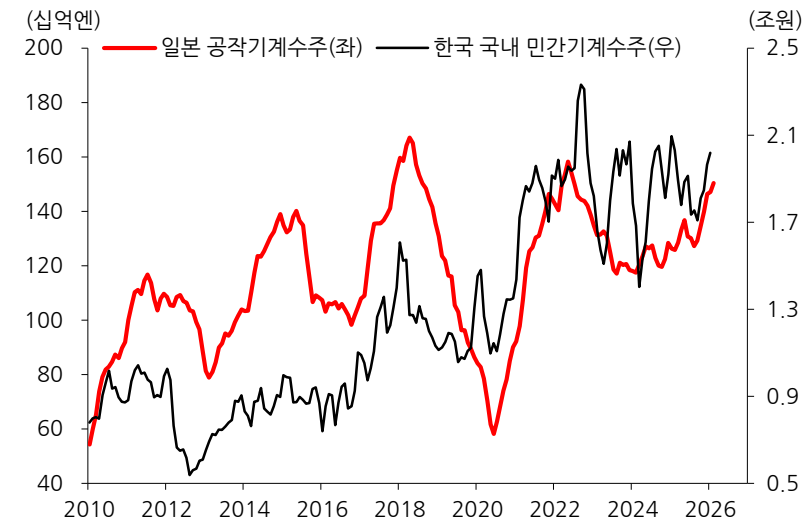
- ❖ 반도체 장비와 전력기기 이외의 산업재 주문도 증가
- ❖ 미국의 건설기계 주문과 EU 일반 및 건설기계 교역 회복은 산업재 수요가 전반적으로 개선되고 있음을 시사
- ❖ 한국과 일본 기계수주 또한 2025년 하반기부터 증가 중
- ❖ 일본 공작기계수주의 60~70%가 대외수요. 한국 민간기계수주 또한 반도체 장비를 제외해도 추세 다르지 않음

미국과 유럽 일반기계 수요 회복



자료: U.S. Census Bureau, 한국무역협회, 한화투자증권 리서치센터

한국과 일본의 기계수주 증가

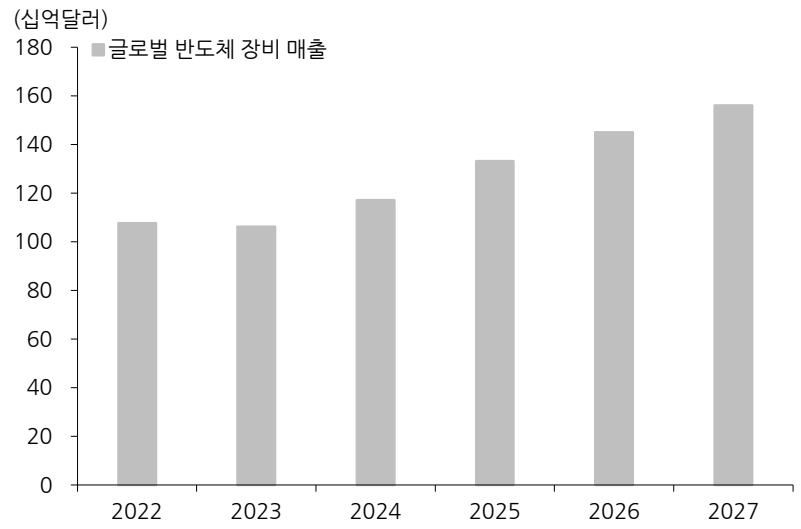


주: 3개월 이동평균. 한국은 선박 제외 제조업 기준
자료: Japan Machine Tool Builders' Association, 통계청, 한화투자증권 리서치센터

IT 수요 ① 견조한 반도체 장비

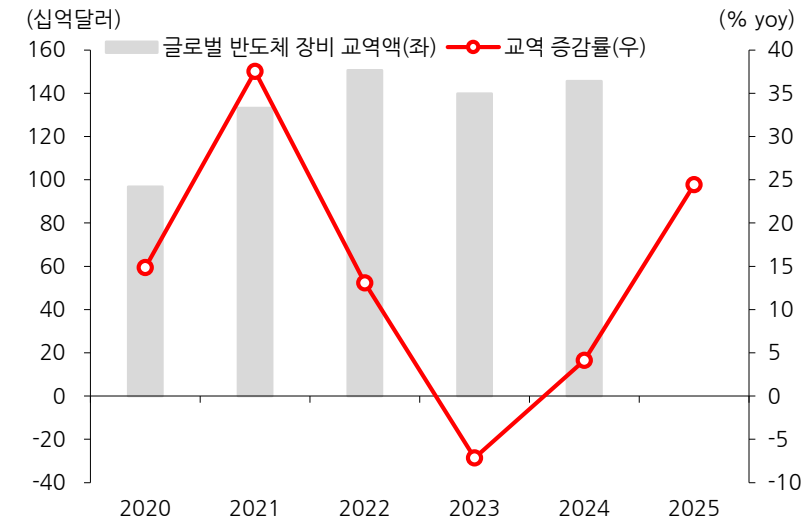
- ❖ 반도체 관련 투자 양호한 흐름 지속
- ❖ SEMI(Semiconductor Equipment and Material International)는 2027년까지 반도체 장비 매출 증가율 상승 전망
- ❖ 전 세계 반도체 장비 수입도 2024년 증가 전환, 지난해 증가율도 상승 유력
- ❖ AI 수요가 지속된다는 전제로 보면, IT 부문 투자 호조 이어질 전망

반도체 장비 투자는 연평균 8% 이상 증가 전망



주: 2025~27년은 SEMI 전망
자료: Semiconductor Equipment and Material International, 한화투자증권 리서치센터

반도체 소부장 수요 증가세 강화

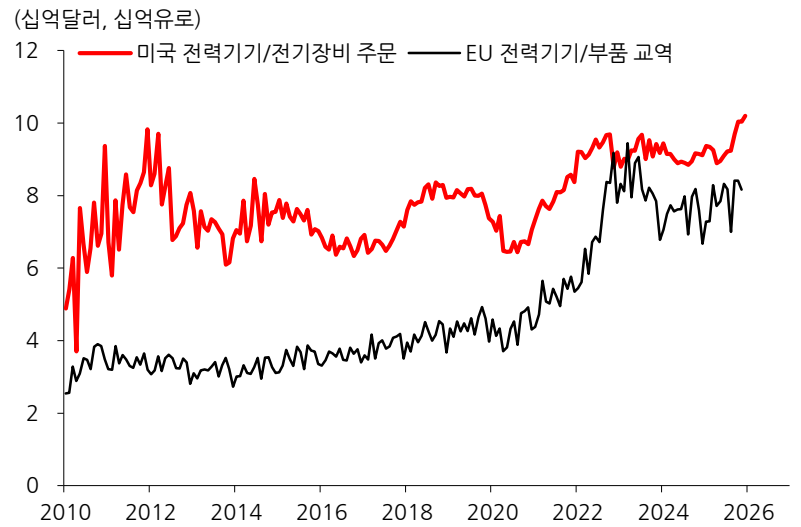


주: 2020~24년은 글로벌 수입 기준. 2025년 증감률은 한국, 중국, 대만 수입 기준
자료: UN Comtrade, 한국무역협회, 한화투자증권 리서치센터

IT 수요 ② 꾸준한 전력기기

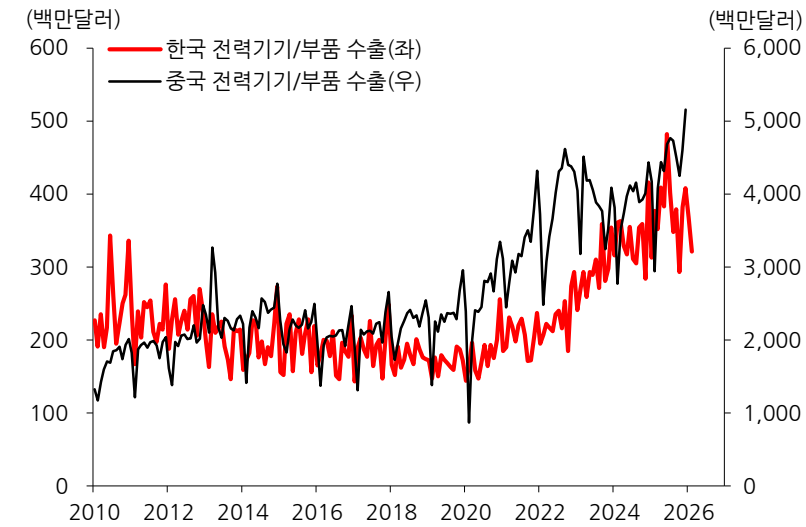
- AI 투자와 더불어 전력의 중요성이 부각되면서 관련 장비 수요 확대
- 미국, 변압기와 발전기 등을 포함하는 전력기기 및 전기장비 신규주문 증가세 강화. 유럽 또한 2024년 이후 관련 수요 반등
- 한국과 중국 전력기기 수출도 꾸준히 늘고 있음

미국과 유럽의 전력기기 수요 양호



자료: U.S. Census Bureau, 한국무역협회, 한화투자증권 리서치센터

중국과 한국 전력기기/부품 수출 증가

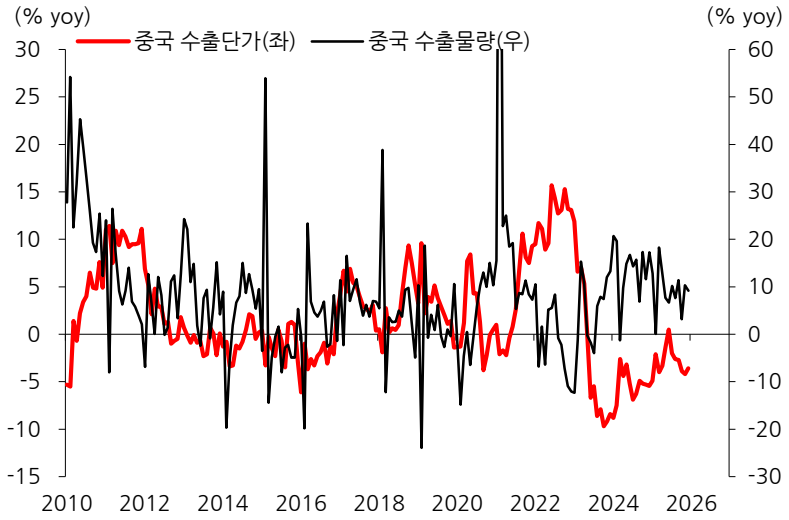


자료: 관세청, General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

중국 밀어내기 피크아웃

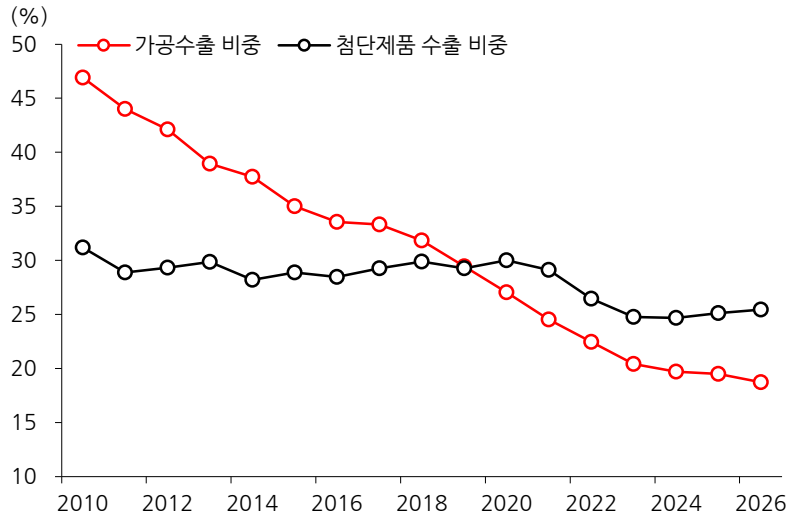
- ❖ 중국發 공급 부담 완화. 수출단가 하락 폭 축소와 물량 증가세 둔화는 글로벌 제조업에 우호적인 변화
- ❖ 지난해 순수출 성장기여도는 1.6%p로 2022년 이후 가장 높았는데, 이를 밀어내기 수출 효과로 보기는 어려움
- ❖ 가공수출 비중 축소, 非미국 수출과 첨단제품 수출 증가세 강화. 이는 질적인 부분이 개선된 것으로 해석 가능
- ❖ 과도한 경쟁을 제한하는 당국의 정책기조도 공급과잉 완화에 기여

중국 수출단가 하락세 및 물량 증가세 둔화



자료: General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

중국 수출 호조를 단순히 가격 경쟁만으로 설명하기는 어려움

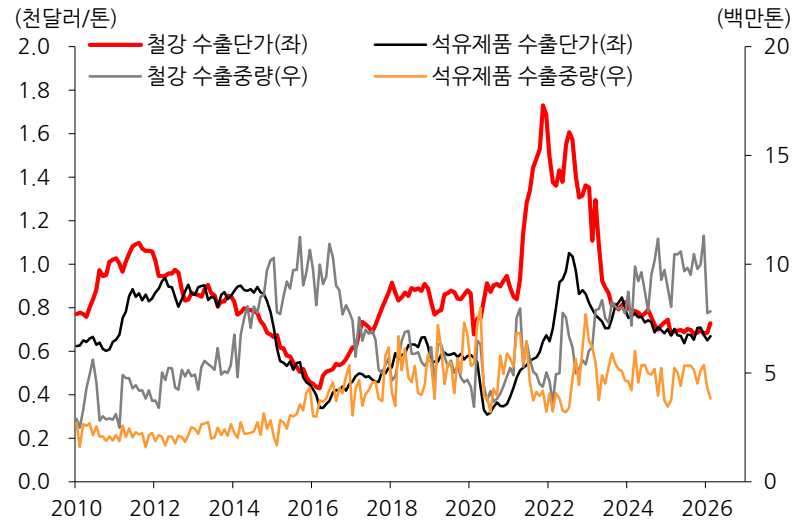


자료: General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

반등하는 P, 안정적인 Q

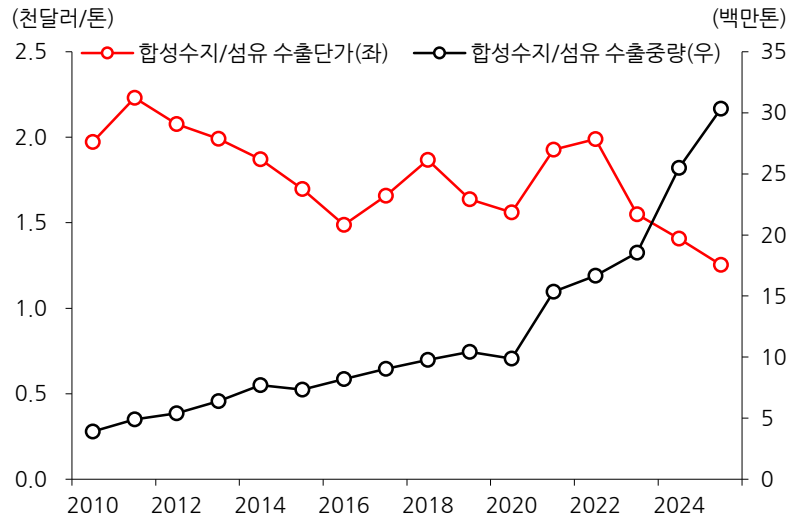
- ❖ 중국의 주요 수출품목 단가 하락세는 진정됐고, 물량 증가도 가파르지 않음
- ❖ 이는 초과공급 부담이 줄고 있는 것으로 해석 가능. 내수보다 공급이 많으면 가격을 낮춰 수출할 가능성이 높아지기 때문
- ❖ 화학제품(합성수지/섬유)을 제외하면, 대체로 공급 부담이 완화되고 있음

철강과 석유제품 수출단가 하락 제한



자료: General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

화학제품은 물량 부담 여전

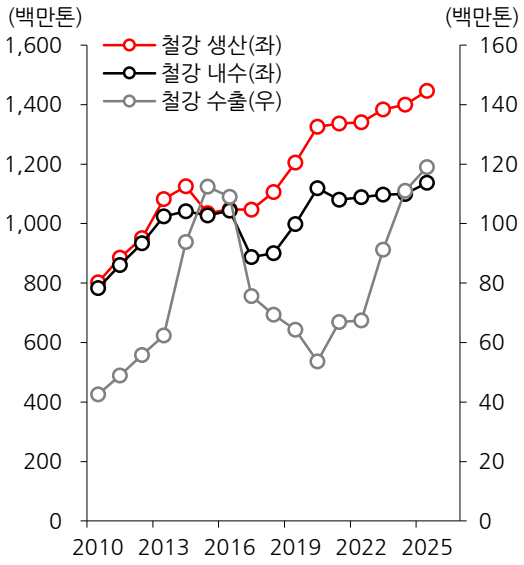


자료: General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

중국發 부담 완화 ① 수급 불균형 개선

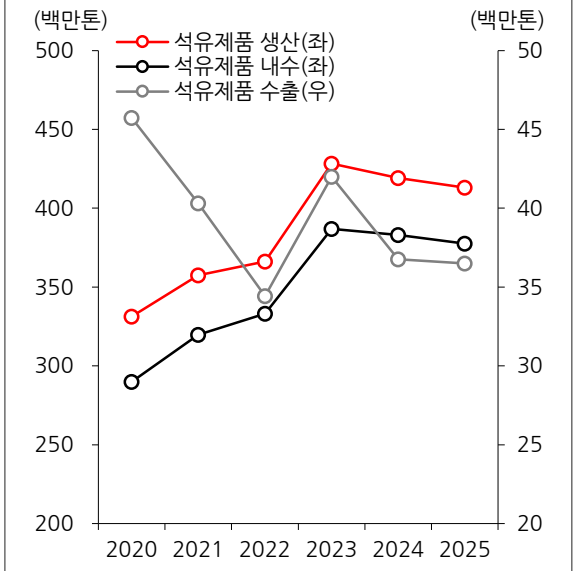
- ❖ 중국의 주요 소재 수급 불균형 개선은 중국發 공급 부담 완화 요인
- ❖ 철강과 석유제품 생산(공급)과 내수(수요) 격차는 축소되거나 유지. 반내권 기조를 감안하면, 앞으로도 공급 부담은 완화될 전망
- ❖ 중국發 공급 부담이 글로벌 제조업 하방 압력으로 작용할 가능성 낮음

철강: 수요와 공급 증가



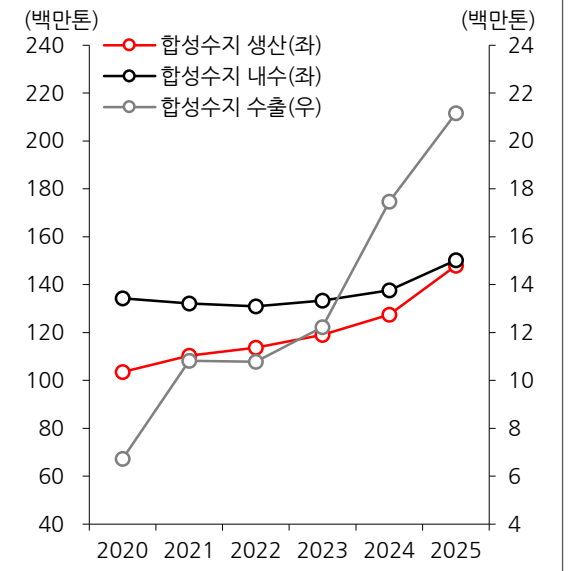
자료: National Bureau of Statistics, Shandong Longzhong Information Technology, General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

석유제품: 수요와 공급 감소



자료: General Administration of Customs, China National Chemical Economic and Technical Development Centre, 한화투자증권 리서치센터

합성수지: 내수 상대적으로 약화되면서 수출 확대

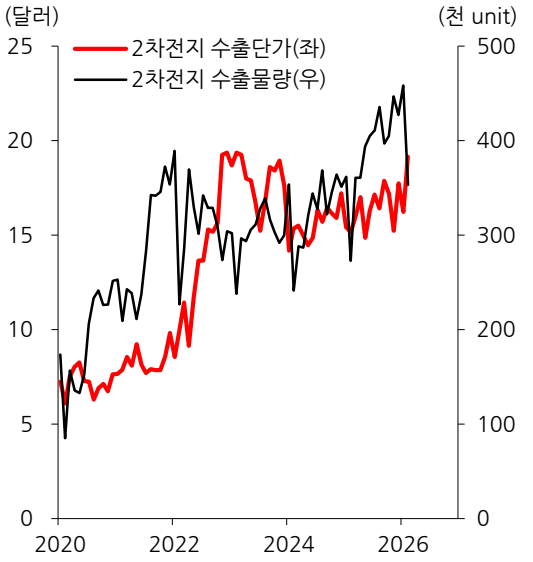


자료: China National Chemical Economic and Technical Development Centre, General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

중국發 부담 완화 ② 수출단가 반등

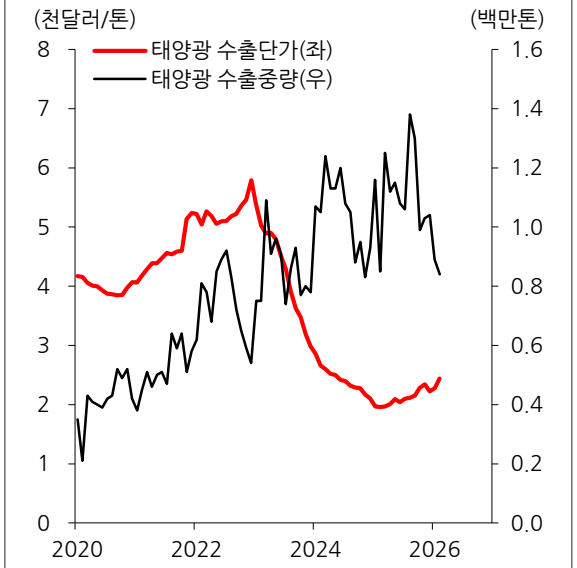
- ❖ 중국이 공급을 주도하고 있는 첨단 제조업 품목 수출단가도 반등
- ❖ 2차전지와 태양광 제품 수출단가 저점 통과 흐름 확인
- ❖ 급격한 내수 위축이나 공급 확대 같은 공급과잉 우려가 높아질 가능성 낮음

2차전지: 수출단가 하락 제한



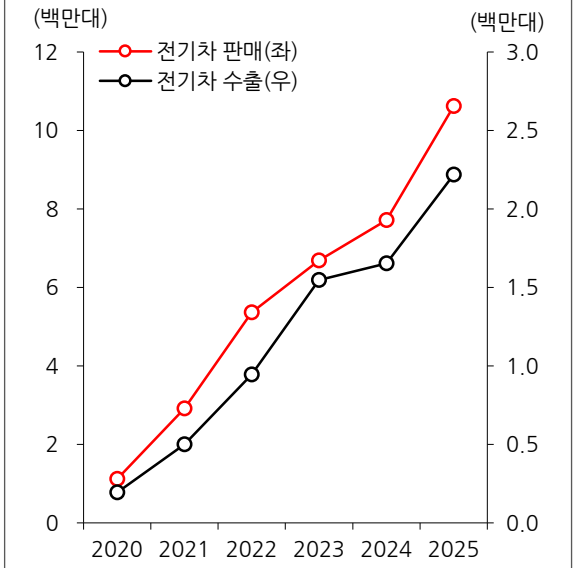
자료: General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

태양광: 수출단가 저점 통과



자료: General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

전기차: 내수와 수출 모두 완만하게 증가

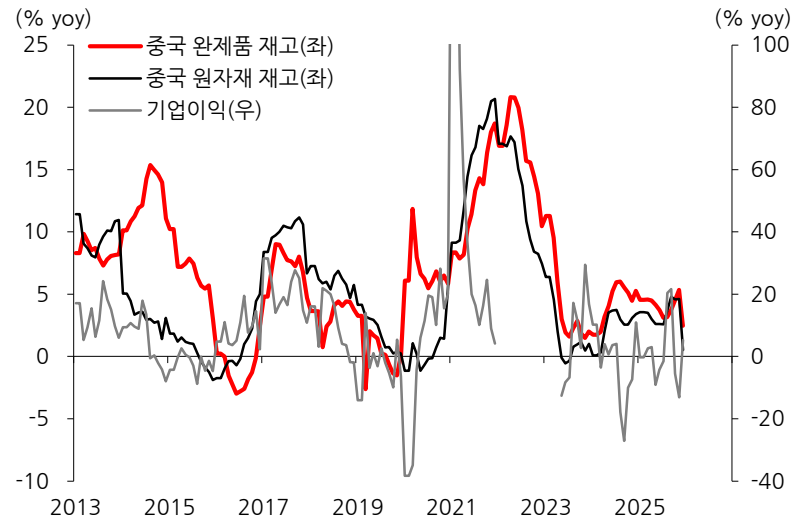


자료: China Association of Automobile Manufacturers, General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

중국發 부담 완화 ③ 안정적인 재고 수준

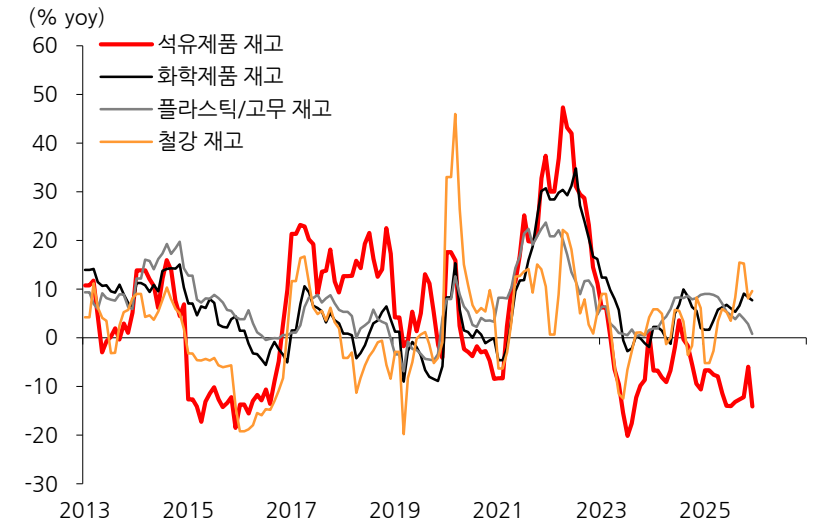
- ❖ 중국 재고 사이클도 회복 국면에 진입했을 가능성 높음
- ❖ 재고, 기업이익, 생산자물가 반등은 수요 부진과 비자발적인 재고 소진 국면을 통과했다는 의미로 받아들일 수 있음
- ❖ 공급 측면에서는 반내권 정책과 재고 소진, 수요 측면에서는 글로벌 제조업 회복이 긍정적으로 작용할 전망

원자재 및 완제품 재고와 기업이익 증가율 반등



자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

소재 재고 부담 크지 않음

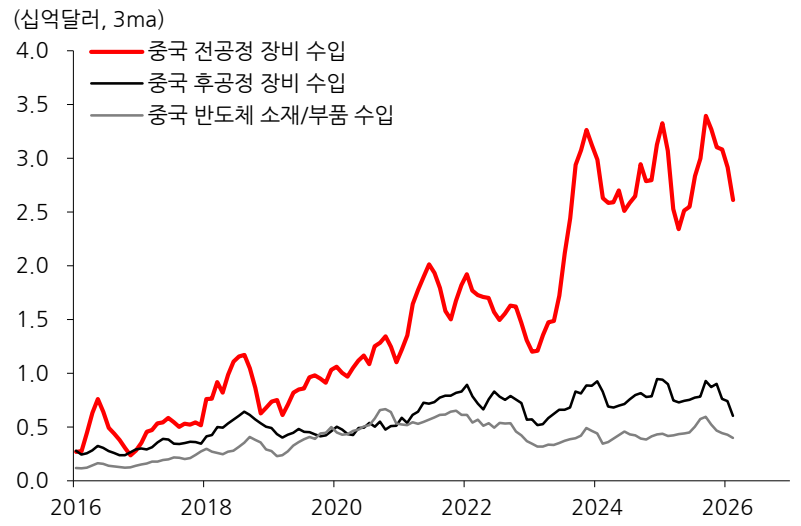


자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

중국發 부담 완화 ④ 첨단산업 강화 기조

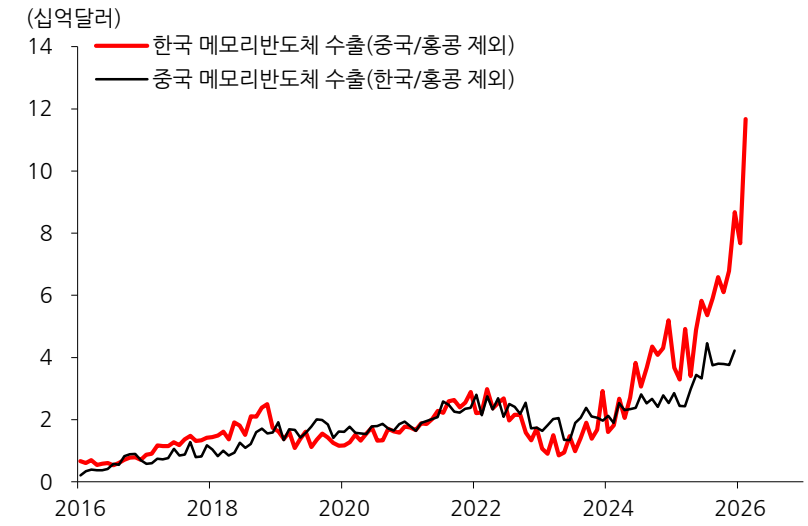
- ❖ 중국은 과거 성장을 주도했던 전통 제조업보다 첨단 제조업에 집중
- ❖ 양회에서는 단기 성장보다 질적 개선 강조. 정책여력을 단기 성장보다 중장기 성장동력 확보에 집중할 것
- ❖ 반도체, AI, 자율주행 등 고부가가치 제조업 강화 기조 지속
- ❖ 전통 제조업은 체질 개선 진행되면서 초과공급 부담 완화 전망

반도체 부문은 전공정 장비 위주로 수요 확대



자료: General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

아직 국내 반도체 기업들과는 격차가 큼

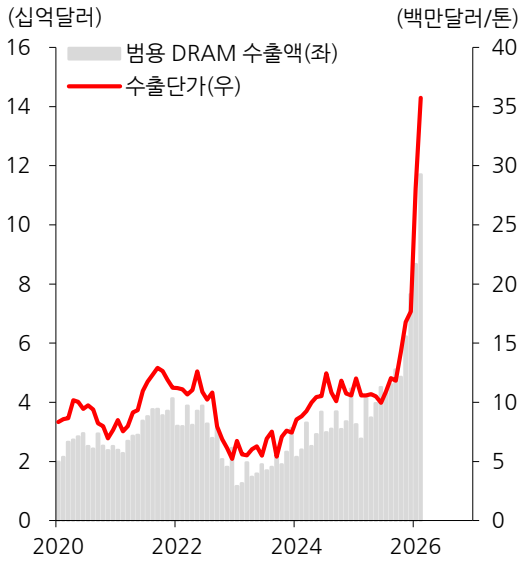


주: 중국 내 생산공장과 홍콩 재수출 요인을 감안해 양국 간 교역과 대홍콩 수출은 제외
자료: 한국무역협회, General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

투자 사이클을 주도하는 메모리반도체

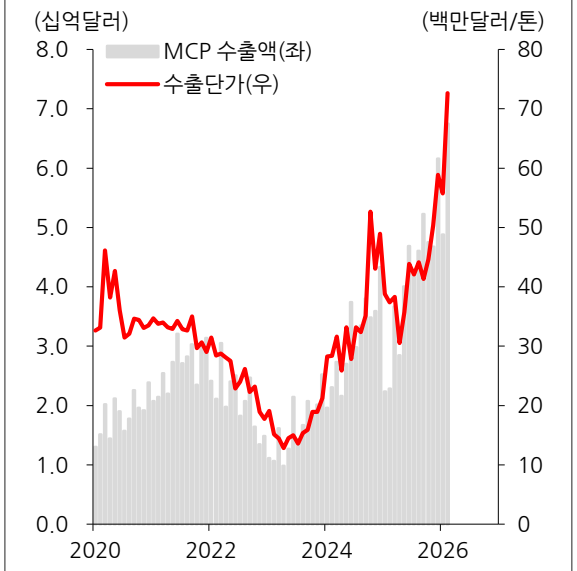
- ❖ 연초 한국 반도체 수출은 전체 수출 증가에 80% 이상 기여. 2025년 반도체 수출 22.2% 증가, 1~2월 수출 131.1% 급증
- ❖ 범용 DRAM, HBM, NAND과 같은 메모리반도체 수출단가가 상승했기 때문
- ❖ 범용 DRAM과 고부가/고용량 메모리(Multi Chip Package; MCP) 수출단가는 지난해 하반기부터 급등
- ❖ NAND 단가도 지난 분기부터 상승세가 가팔라졌음

범용 DRAM, 작년 하반기부터 수출단가 급등



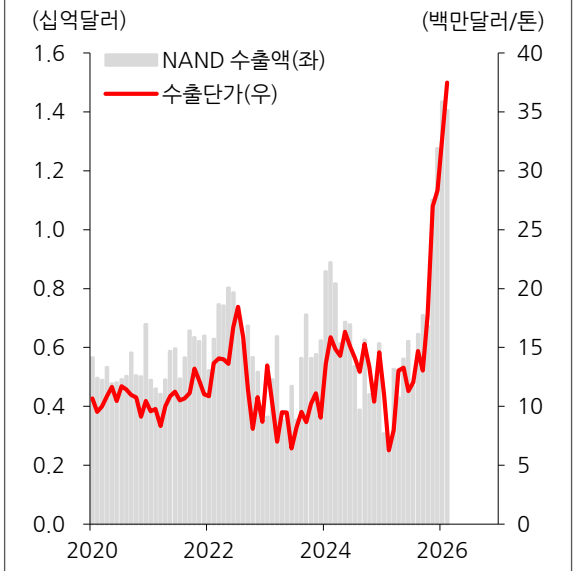
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

고부가/고용량 메모리, 수출단가 상승세 지속



주: MCP(Multi Chip Package)는 HBM를 포함한 고부가/고용량 메모리
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

NAND, 작년 하반기부터 수출단가 급등

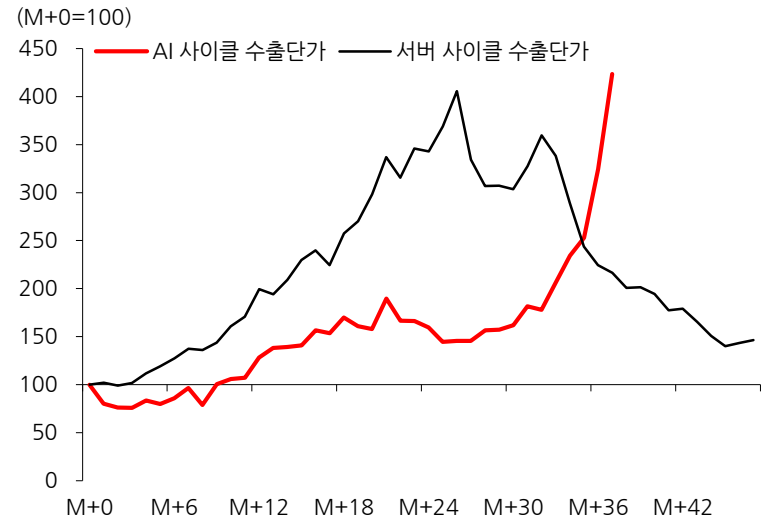


자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

반도체 롱사이클(Long-cycle)

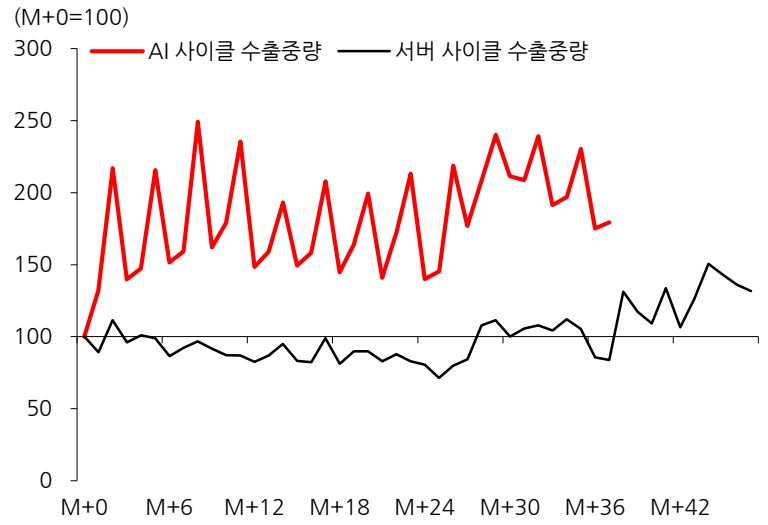
- 이번 반도체 사이클은 2017~18년 사이클보다 견조. 수요와 공급이 안정적인 상황에서 초과수요가 유지
- 강세 초기에 단가 상승세는 지난 사이클이 더 강했음. 마이크론-엘피다 합병 이후 줄어든 설비투자가 공급 차질로 이어졌기 때문
- SEMI(Semiconductor Equipment and Material International)에 따르면, 엘피다가 파산 후 마이크론에 매각됐던 2012~13년 반도체 설비투자 약 27% 감소. 합병 이후 재정여건 악화로 마이크론 투자 부진 지속(전세계 반도체 설비투자에서 마이크론 비중: 2012년 22.1% → 2017년 9.9%)
- 지난 사이클에서는 설비투자 부진이 장기화되면서 수요 대비 공급이 부족한 상황에 직면했고, 그 결과 단가가 급등

단가 상승 흐름이 더 길게 이어지고 있는 이번 사이클



주: AI 사이클은 2023년 이후, 서버 사이클은 2016~19년
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

지난 사이클과 달리 안정적인 물량

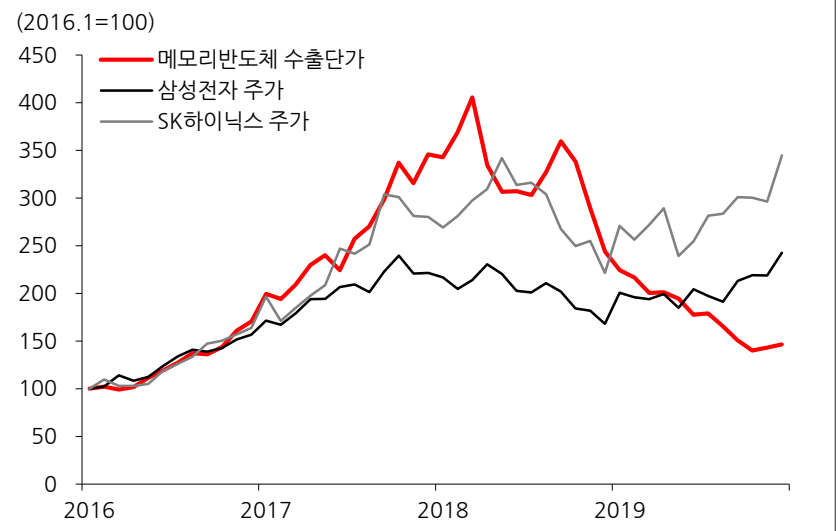


주: AI 사이클은 2023년 이후, 서버 사이클은 2016~19년
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

수출단가 하락이 조정 시그널이지만

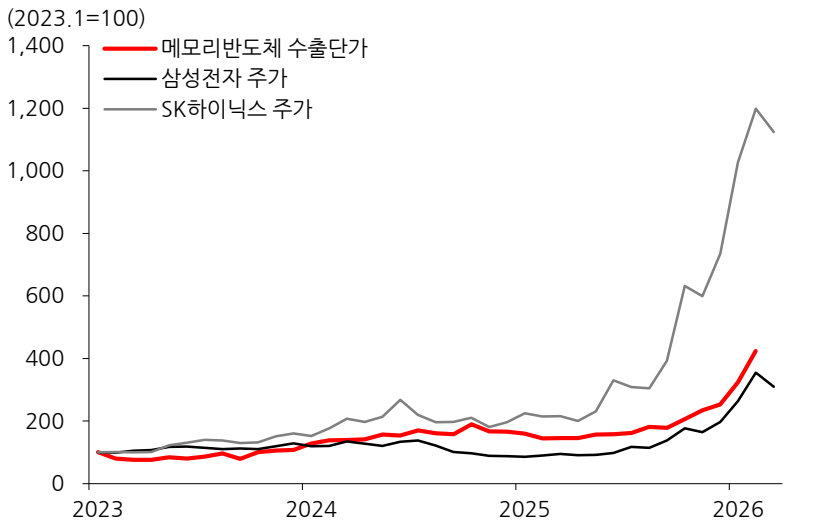
- 지난 사이클에서 단가 하락이 주가 조정의 계기였지만, 이번 사이클에서는 아직 단가 하락 조짐 찾기 어려움
- 2017~18년: 설비투자 부진 장기화 → 생산 둔화 → 단가 급등 → 투자 및 생산 확대 → 단가 하락 및 주가 조정
- 2023년 이후: 투자와 생산 추세 유지 → 수요 확대 → 단가 상승 지속
- 수요가 급감하는 시나리오가 아니라면, 단가 상승세는 당분간 이어질 전망
- 다만, 높아진 시장 기대를 감안하면, 단가 상승세 둔화가 단기적으로 조정 계기가 될 가능성 있음

지난 사이클에서는 단가 하락을 계기로 주가 조정



자료: 한국무역협회, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

아직 단가 하락 조짐 찾기 어려움

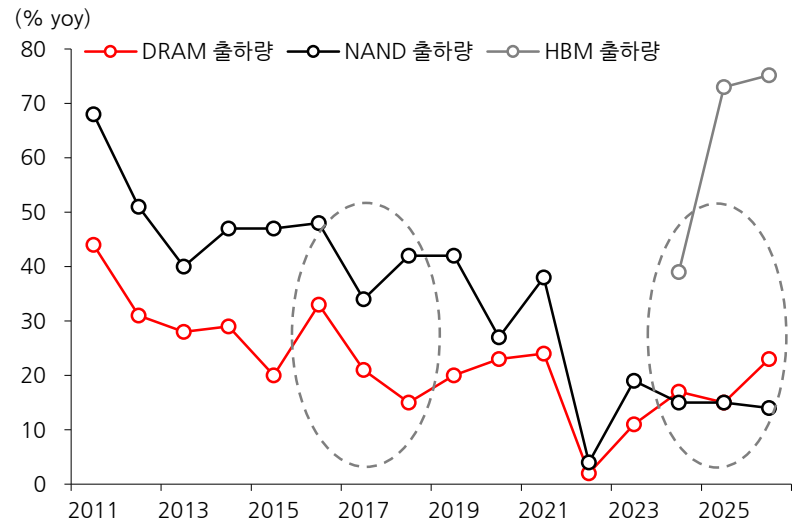


자료: 한국무역협회, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

지난 사이클보다 수급이 안정적이라면

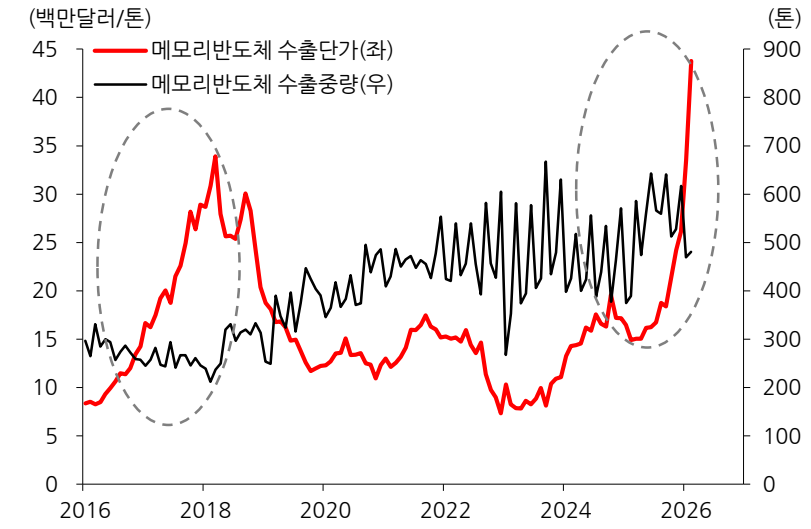
- 2017~18년과 달리 메모리반도체 출하 증가율 유지되는 가운데 단가 상승
- 2017~18년이 공급 감소 및 완만한 수요 증가 사이클이라면, 2023년 이후는 공급 유지 및 탄력적인 수요 증가 사이클
- 공급능력 확대가 제한적인 상황에서 메모리반도체 전반적으로 수요가 늘고 있다는 점도 사이클 지속 전망의 근거

2017~18년 일시적인 공급 공백 vs. 25~26년 꾸준한 공급



주: 1Gb equivalent 기준 출하량. 2026년은 예상
자료: Omdia, 한화투자증권 리서치센터

2017~18년 단가 급등 후 하락 vs. 25~26년 수요 유지되면서 단가 상승 지속

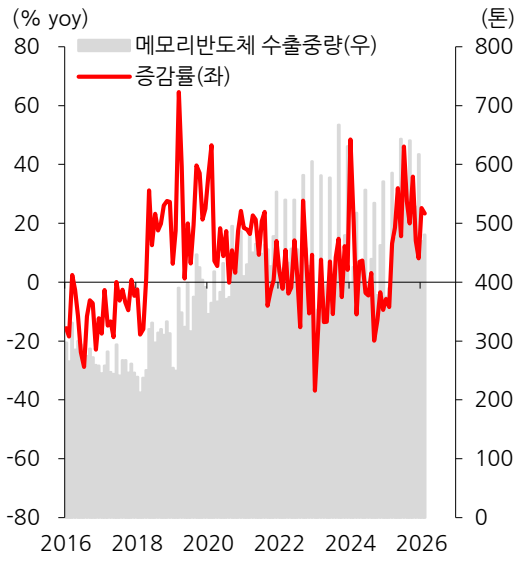


자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

단가 상승 더 길게 지속 가능

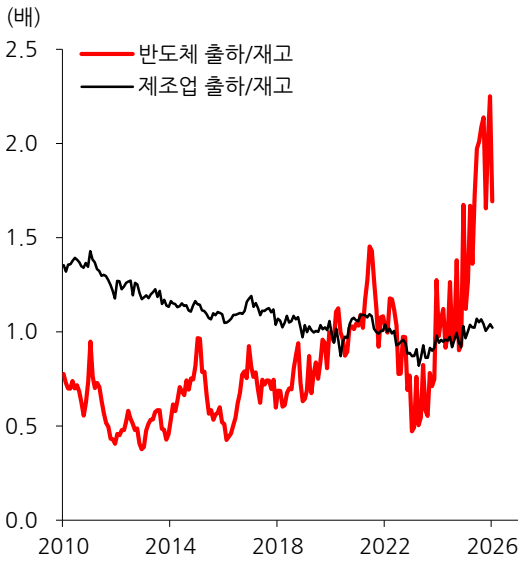
- 수요가 줄거나 공급이 늘면 가격은 하락하는데(=초과수요 해소), 수요와 공급 요인 모두 초과수요 상태가 유지될 가능성을 반영
- 우선 DRAM 산업 공급 능력이 단기에 확장되기 어려움. 당사 반도체 애널리스트에 따르면, 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론 모두 적어도 2027년까지는 공급 능력을 추가할 수 있는 사이트가 제한. 또한, 증설하더라도 HBM에 집중할 가능성 높음
- 수요 또한 꾸준히 늘어나는 흐름 지속. AI 투자에 대한 부담이 부각되기도 했으나, 엔비디아, 오라클 등의 실적 발표 후 해당 우려 완화

공급 늘고 있으나 생산능력 확대 제한



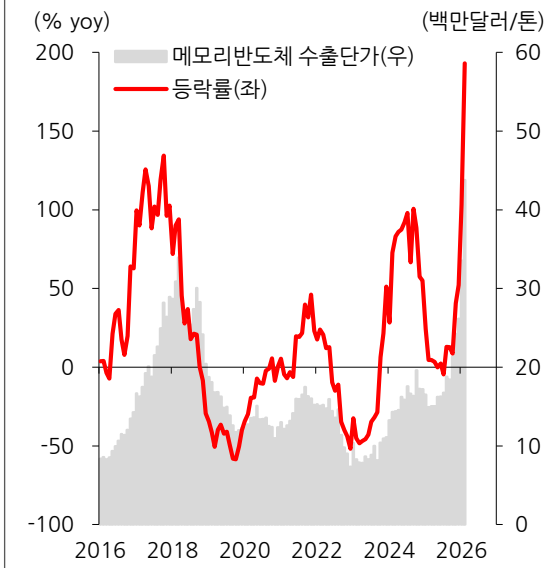
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

공급보다 수요가 더 탄력적으로 증가하면



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

단가 상승 흐름 유지 가능성 높음

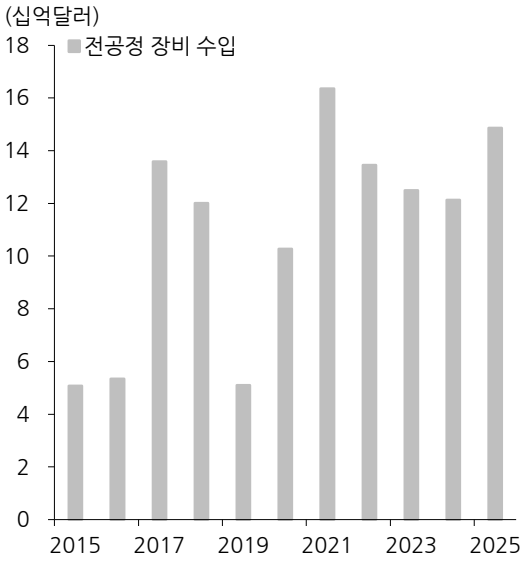


자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

꾸준한 HBM 소부장

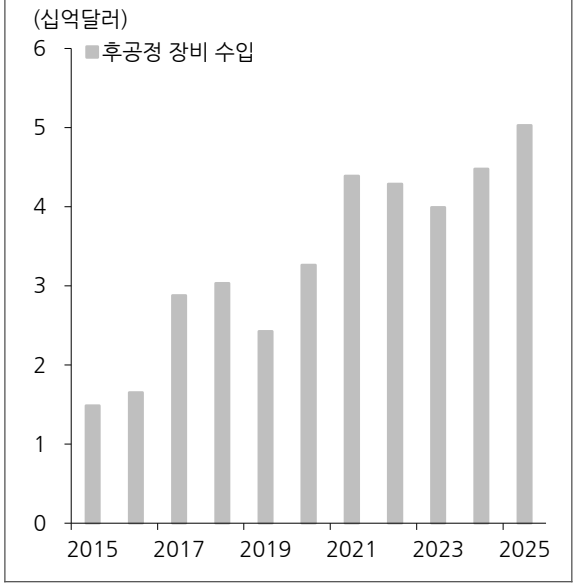
- ❖ 반도체 소부장 중에서는 HBM 관련 수요가 상대적으로 강할 전망
- ❖ HBM 관련 후공정(패키징) 장비와 소재/부품 수입은 2023년부터 꾸준히 늘고 있음
- ❖ 실제로 전공정 장비보다 후공정 장비 수입이 안정적
- ❖ 앞으로도 생산여력이 HBM에 집중된다면, 범용보다는 HBM 소부장 수요가 더 양호할 것

지난해 전공정 장비 수입 반등



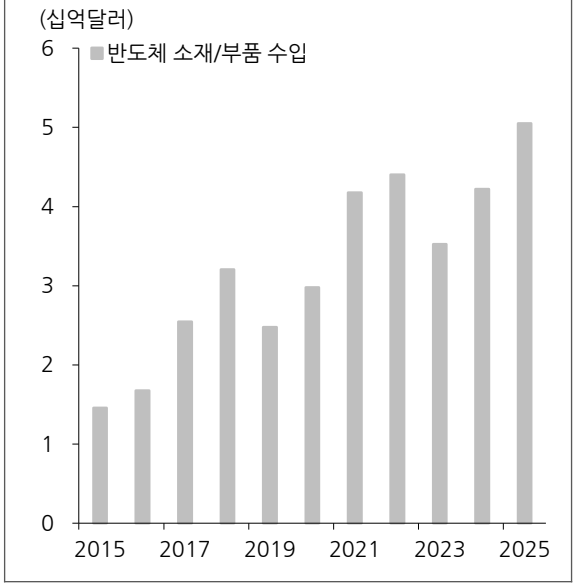
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

후공정 장비 수요가 더 꾸준함



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

소재/부품 수요도 안정적으로 증가

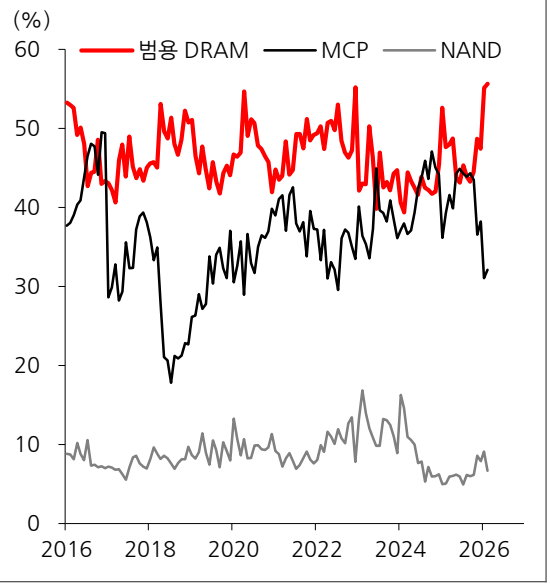


자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

단기 모멘텀은 범용 소부장

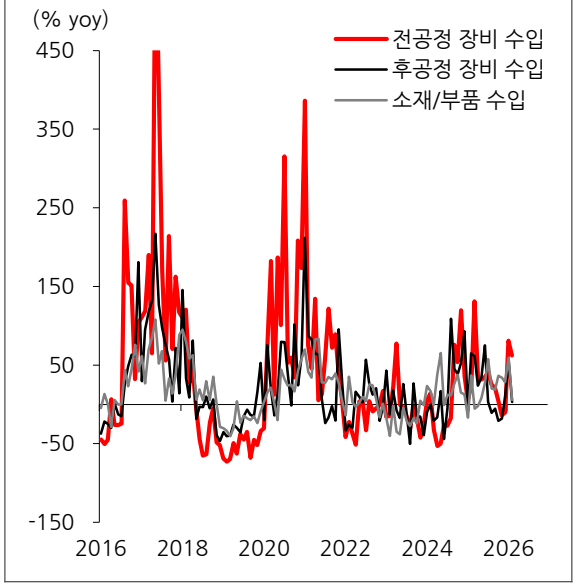
- 단기적으로는 범용 메모리 관련 소부장 수요가 더 강할 가능성
- 2023년 이후 HBM 생산에 집중하면서 범용 DRAM 감산 기조가 이어졌고, 그 결과 작년 하반기부터 범용 DRAM 단가 급등
- 웨이퍼 제조 및 가공에 필요한 전공정 장비 수입도 급증(1~2월 수입: 전공정 +70.4%, 후공정 +28.3%, 소재/부품 +27.8%)
- 당분간은 범용 DRAM과 NAND 관련 소부장 수요에 주목

지난해 하반기부터 범용 메모리 수요 강하게 반등



주: 메모리반도체 수출에서 각 품목의 비중
자료: 한국무역협회, 한화투자증권 리서치센터

최근 전공정 장비 수입 증가세가 상대적으로 강함



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

단기 모멘텀은 전공정 관련 기업들이 강할 수 있음

자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

⊙MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, redisseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

⊙GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by Hanwha Investment & Securities.

본 · 지점망

본사 02)3772-7000(代)
서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)
고객지원센터 080-851-8282
주문전용 080-851-8200
ARS 080-852-1234

서울

본 사	02) 3772-7000	영 업 부	02) 3775-0775
강남WM센터	02) 6975-2000	노 원 지 점	02) 931-2711
갤러리아WM센터	02) 3445-8700	목동WM센터	02) 2654-2300
금융플라자63지점	02) 308-6363	송파WM센터	02) 449-3677
금융플라자시청지점	02) 2021-6900	강북WM센터	02) 743-7311

인천/경기

분당WM센터	031) 707-7114	일 산 지 점	031) 929-1313
송도IFEZ지점	032) 851-7233	평 촌 지 점	031) 381-6004
신 갈 지 점	031) 285-7233	평 택 지 점	031) 652-8668
안 성 지 점	031) 677-0233		

부산/울산/경남

부산WM센터	051) 465-7533	울산WM센터	052) 265-0505
마린시티지점	055) 943-3000	언 양 지 점	052) 262-9300
거제브랜치	055) 730-0400		

대구/경북

대구WM센터	053) 741-3211	영 주 지 점	054) 633-8811
문 경 지 점	054) 550-3500	영 천 지 점	054) 331-5000
거 창 지 점	051) 751-8321		

대전/충청

대전WM센터	042) 488-7233	청 주 지 점	043) 224-3300
천 안 지 점	041) 563-2001	홍 성 지 점	041) 631-2200

광주/전라

광주WM센터	062) 713-5700	전 주 지 점	063) 710-1000

한화투자증권

[Compliance Notice]
이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보 출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.