종전에도
매크로 불확실성
vs. earnings season

BNK투자증권

BNK리서치센터 | **김성노** | 매크로/전략 | ksn0909@bnkfn.co.kr | (02)3215-7568

종전에도 매크로 불확실성 vs. earnings season

매크로 불확실성은 지속, 반도체 중심의 실적개선

이란전쟁 종전 기대감으로 금융시장이 안정세를 되찾는 모습이다. 국제유가가 급락하면서 채권시장 불안이 진정되고, 주가상승이 진행되고 있다. 그러나 종전 이후에도 글로벌 공급망이 정상화되는 데에는 6개월 정도의 시간이 필요할 것으로 예상한다. 러시아, 우크라이나 전쟁과는 달리 실제로 원유와 천연가스 시설에 대한 공격이 진행됐기 때문이다. 호르무즈 해협 봉쇄가 완전히 해제되더라도 시설복구를 통해 글로벌 공급망이 완전히 정상화되는 데에는 시간이 필요하다는 의미다.

매크로 불확실성은 2Q26이 가장 클 것으로 예상된다. 3월부터 에너지 가격상승으로 이미 소비자물가가 상승했고, 에너지 공급망이 정상화되는 데에 시간이 필요하기 때문이다. 우리는 이란전쟁 충격은 4Q26에 해소될 것으로 예상한다. 종전이 확정될 경우 일시적인 소비자물가 상승에도 불구하고 주요국의 금리인상 우려는 완화될 것으로 예상한다. 다만 이미 높아진 소비자물가 수준을 고려하면 경제성장률 전망 하향은 이어질 것으로 예상한다.

2026년 KOSPI200 지배주주순이익은 580조원으로 174.9%YoY 증가할 전망이다. 삼성전자, SK하이닉스 지배주주순이익이 403조원으로 KOSPI200에서 69.5%를 차지할 전망이다. 1Q26 KOSPI200 영업이익은 150조원을 넘어설 것으로 예상되는데, 이는 1Q25 65.5조원보다 129.0%YoY 증가한 수준이다. 반도체 영업이익과 함께 정유, 화학 등에서 재고평가이익이 급증할 가능성이 높기 때문이다(반면에 2Q26에는 재고평가손실로 전환). KOSPI 12MF EPS는 162.2%YoY 증가한 상황인데, 현재 KOSPI 상승률은 earnings 개선을 선반영한 수준이다.

Ⅰ. 종전에도 매크로 불확실성 vs. earnings season

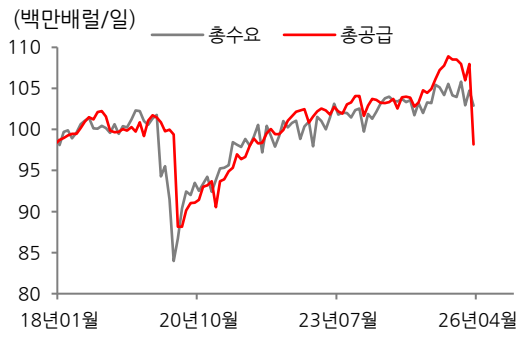
종전 이후에도 3Q26까지는 공급망 우려

이란전쟁 종결을 위한 협상이 진행되면서 국제유가가 USD90 이하로 하락했다. 만일 종전이 된다면 국제유가 하락에 대한 기대감이 커질 수 있는 상황이다. 그러나 원유시장의 공급차질이 크게 발생했다는 점에서 국제유가가 USD80 이하로 하락하는 데에는 시간이 필요할 것으로 예상된다.

2022년 러시아, 우크라이나 전쟁 당시 원유시장의 총수요, 총공급에 영향이 없었던 반면에 이란전쟁은 원유시장의 수급을 크게 왜곡시키고 있는 것으로 나타난다. 우선 3월 전세계 원유공급량이 981만 배럴/일 감소한 것으로 나타난다. 이는 2월대비 9.1%MoM 감소한 것으로 호르무즈 봉쇄로 인해 원유 공급차질이 심각했음을 보여 준다. 이러한 공급차질은 2020년 5월 Pandemic으로 인해 1,121만 배럴/일 공급이 감소한 이후 가장 높은 것이다.

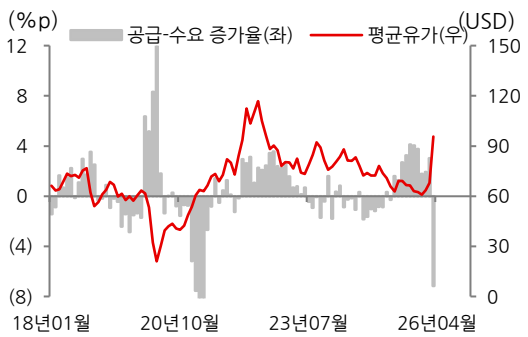
또한 이란전쟁이 마무리되더라도 원유, 가스 시설에 대한 미사일 공격이 진행됐다는 점을 고려하면 정상화되는 데에는 상당한 시간이 필요할 것이다. 3월 원유소비도 186만 배럴/일 감소한 것으로 나타나는데, 이는 계절성에 따른 자연감소와 함께 에너지 가격상승에 따른 수요 위축이 중첩됐기 때문이다.

Fig. 1: 러우전쟁과 이란전쟁의 차이: 공급망 타격



자료: OPEC, EIA, BNK투자증권

Fig. 2: Pandemic 수준의 원유공급부족 사태 발생



자료: OPEC, EIA, BNK투자증권

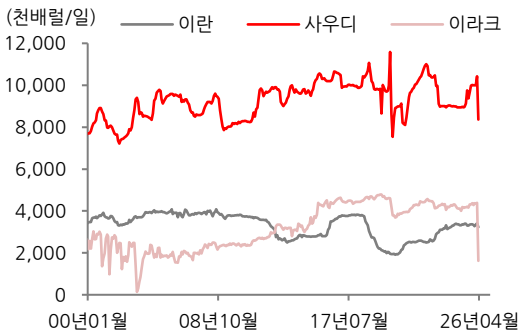
3월 OPEC 국가들의 원유공급량은 756만 배럴/일 감소한 것으로 나타난다. 호르무즈 봉쇄로 인한 수출감소에 따른 영향으로 볼 수 있는데, 4월에도 이런 현상은 지속될 수밖에 없는 상황이다. OPEC 국가들의 원유 공급비중은 27.1%로 하락했는데, 이는 2월대비 5.5%p 줄어든 것이다.

국가별로 보면 이란을 제외한 모든 중동국가들의 3월 공급량이 줄어든 것으로 나타난다. 이라크의 원유생산량 감소가 276만 배럴/일로 가장 컸고, 사우디아라비아 207만 배럴/일, UAE 144만 배럴/일, 쿠웨이트 117만 배럴/일 감소했다. 이런 이유로 인해 이란 원유수출에 대한 미국의 역봉쇄는 협상카드로 유용해진 것으로 볼 수 있다.

Fig. 3: OPEC 공급량 타격이 발생

자료: OPEC, EIA, BNK투자증권

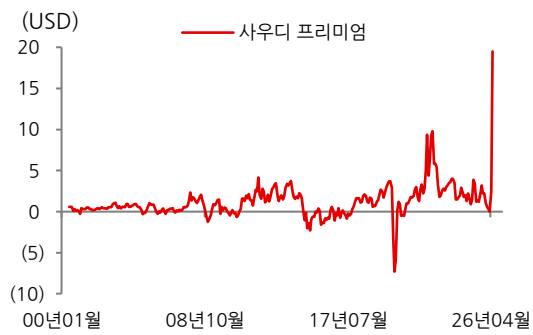
Fig. 4: 이란을 제외한 중동국가들의 산유량 급감



자료: OPEC, EIA, BNK투자증권

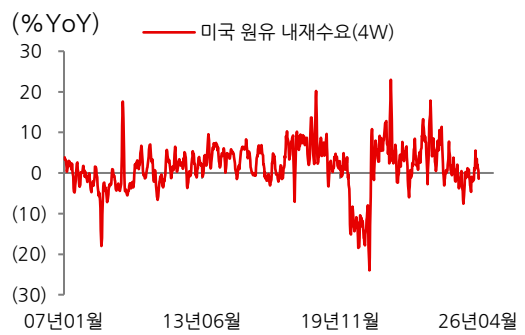
이란전쟁이 종결되더라도 당장에는 고유가 영향이 불가피한 상황이다. 5월 사우디아라비아는 아시아향 원유 프리미엄을 USD19.5까지 인상했는데, 이는 2022년 5월 러시아, 우크라이나 전쟁 당시 최고치인 USD9.35보다 2배 이상 높은 역사적 최고치다. 즉 종전으로 인해 국제유가가 USD80까지 급락하더라도 5월 수입가격은 USD100에 달한다는 의미다.

Fig. 5: 사상 최대로 상승한 사우디 프리미엄



자료: ARAMCO, BNK투자증권

Fig. 6: 미국 원유소비량 감소세로 전환

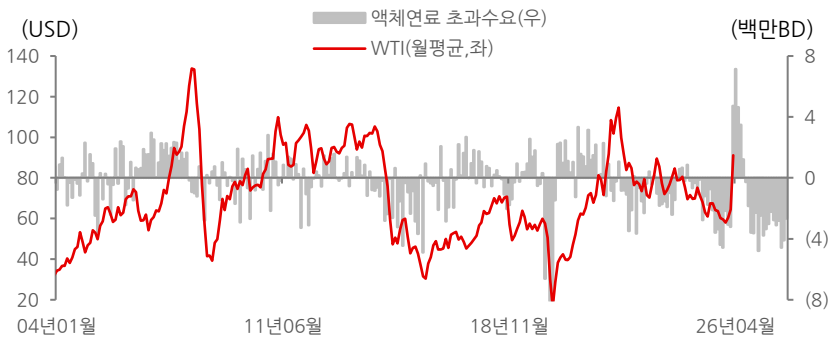


자료: OPEC, EIA, BNK투자증권

국제유가 상승으로 인해 4월부터 미국의 원유소비량이 줄어들고 있는 것으로 나타난다. 3월 미국 원유소비량은 2.0%YoY 증가했으나, 최근 4주 평균 원유소비량은 1,924만 배럴/일로 1.4%YoY 감소한 것으로 나타나기 때문이다. 고유가로 인한 원유 수요감소와 함께 소비자물가 상승에 따른 소비감소가 진행될 수 있다는 점에서 주의가 필요하다.

EIA가 4월에 발표한 원유 총공급, 총수요 데이터를 근거로 할 경우 원유시장은 7월까지 공급부족이 지속될 것으로 예상된다. 이란전쟁 이전에 300만 배럴/일 초과 공급상태가 유지됐다는 점을 고려하면 공급부족으로 인해 당분간 고유가가 유지될 가능성이 높다. 원유시장 수요와 공급이 이란전쟁 이전으로 회귀하는 시점은 4Q26이 유력해 보이는데, 이는 3Q26까지는 국제유가가 높은 수준을 유지할 수 있다는 의미다.

Fig. 7: 원유수급이 2025년으로 회귀하는 시점은 4Q26으로 추정



자료: EIA, Bloomberg, BNK투자증권

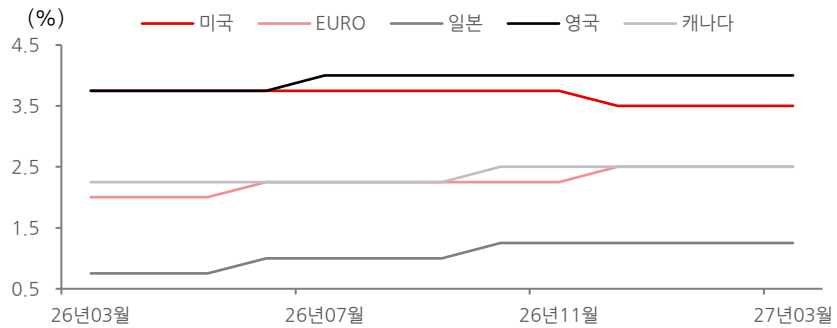
2022년 러시아, 우크라이나 전쟁 이전에는 Pandemic으로 인한 공급차질이 지속되면서 원유시장은 초과 수요상태를 유지했다. 전술한대로 실제 전쟁 발발에도 총수요, 총공급에 큰 변화가 없었으나, 원유가격이 급등한 데에는 초과 수요상태가 영향을 미쳤을 가능성이 크다. 그러나 2022년 하반기부터 글로벌 제조업 둔화가 빠르게 진행되면서 원유시장은 초과 공급상태에 진입하면서 저유가 체제가 유지됐다. 그러나 2026년 이란전쟁은 비교적 빠른 시점에 종전협상이 진전되고 있으나, 원유 총공급 감소 영향은 당분간 이어질 수 있다는 의미다.

매크로 불확실성 vs. 폭발적인 earnings 개선

3월 미국과 유로존 소비자물가가 각각 3.4%YoY, 2.6%YoY로 급등했다. 이란전쟁에 따른 고유가가 소비자물가 상승을 주도했다. 미국 가솔린 가격이 4월에도 상승세를 유지하고 있다는 점에서 추가상승 가능성이 높다. 그러나 이란전쟁 종전에 대한 기대감으로 인해 국제유가가 조정국면에 진입하면서 금리인상에 대한 우려는 완화된 것으로 나타난다.

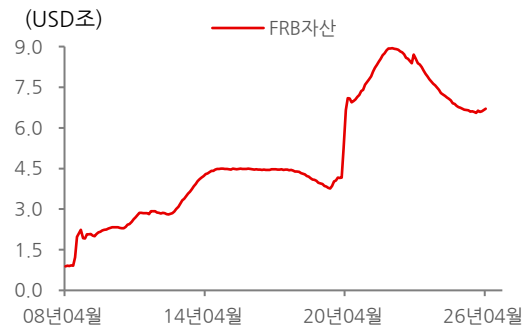
4월초에 금리선물시장은 주요국이 올해 2~3차례 금리인상에 나설 것을 반영했으나, 현재는 1~2차례 금리인상으로 완화됐다. 우리는 소비자물가 상승에도 불구하고 경제에 미치는 영향을 고려할 경우 주요국들이 당장에 금리인상을 단행하지는 않을 것으로 예상한다. 미국은 종전 기대감으로 인해 12월에 25bp 금리인하 가능성이 제기되고 있다.

Fig. 8: 금리선물은 금리인상에 대한 우려가 완화 중



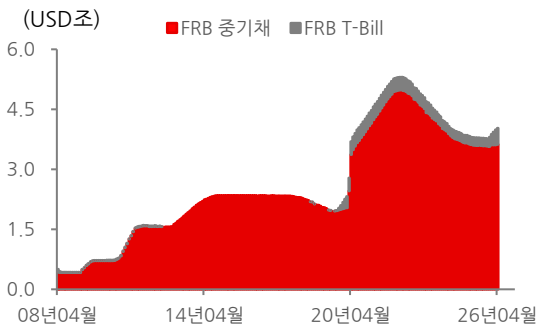
자료: Bloomberg, BNK투자증권
주: 2026년 2~3차례 금리인상에서 1~2차례로 완화

Fig. 9: FED 자산매입은 증가세



자료: FRB, BNK투자증권

Fig. 10: 단기 위주에서 중기 국채도 일부 편입

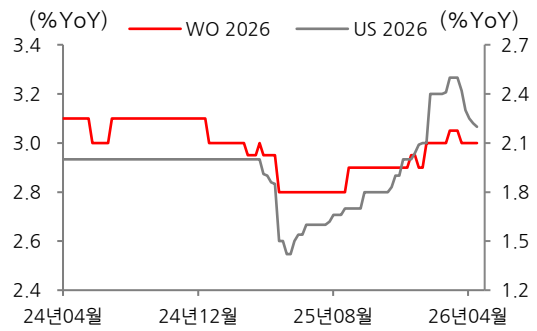


자료: FRB, BNK투자증권

3~4월 미국 금리인하에 대한 기대감이 후퇴하면서 시중금리상승이 진행됐다. 국채금리가 빠르게 상승하면서 금융시장 불안요인으로 작용했는데, FRB는 금리상승 국면에서 국채를 중심으로 자산매입에 나서고 있다. 특히 3~4월에 자산매입 규모가 확대되는 상황인데, 기존에 만기 1년 미만의 T-Bill에 국한되던 국채매입이 4월부터는 1년 이상의 중기채까지 확대되고 있다. 현재 미국 국채수익률은 연말 금리인하 기대감을 반영하기 시작했는데, 중기채까지 자산매입이 확대된다면 시중금리 안정에 기여할 수 있을 것이다.

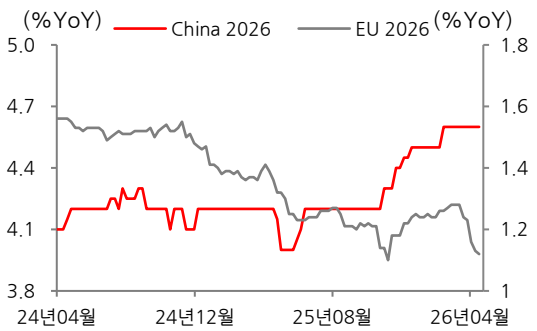
IMF는 세계경제성장률 전망치를 3.1%YoY로 0.2%p 하향 조정했다. 국제유가 상승에 따라 소비자물가를 상향 조정하면서 자연스럽게 소비둔화로 이어질 수 있기 때문이다. 주요 글로벌 IB들이 제시하는 Bloomberg 세계경제성장률은 3.0%YoY를 기록 중인데, 향후 하향 조정 가능성이 높아질 것으로 예상된다.

Fig. 11: 미국 경제성장률 하향 조정이 진행



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 12: 유로존 경제성장률도 하향 조정



자료: Bloomberg, BNK투자증권

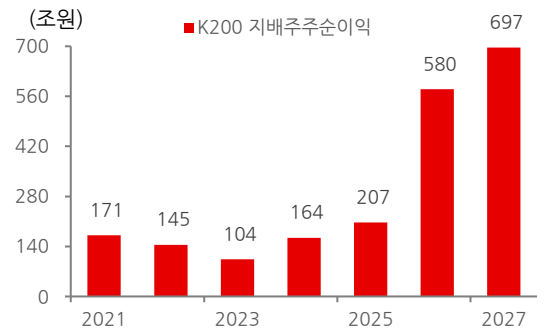
2026년 미국 경제성장률 전망치는 2월말에 2.5%YoY까지 상향 조정됐으나, 3월부터는 하향 조정이 진행되면서 현재 2.2%YoY까지 낮아진 상황이다. 우리는 4Q25 미국 경제성장률이 속보치, 잠정치가 모두 하향 조정되면서 기저효과에 따른 영향으로 판단한다. 유로존 경제성장률 전망치도 2월 1.3%YoY에서 현재 1.1%YoY로 하향 조정됐다. 3월 ECB에서 소비자물가 전망치를 0.7%p 상향 조정하면서 경제성장률 전망치를 0.9%YoY로 하향 조정했기 때문이다.

중국은 1Q26 경제성장률이 예상치를 상회하는 5.0%YoY로 발표했다. 그러나 내수시장 성장이 정체되고 있다는 점과 고용시장 불안이(실업률은 5.4%로 오히려 상승) 지속되고 있다는 점을 고려하면 큰 의미를 두기는 어렵다. 2월 중국 수출이 크게 증가했으나, 3월에 예상치를 크게 하회했다는 점을 고려해야 할 것이다. 우리는 2Q26 공급망에 대한 우려를 반영해 당장에 중국 경제성장률에는 큰 변화가 없을 것으로 예상한다.

분기별로 보면 매크로 불확실성이 가장 크게 작용하는 시기는 2Q26이다. 종전 기대감에도 불구하고 높아진 소비자물가와 글로벌 공급망이 정상화되기에는 시간이 필요하기 때문이다. EIA 원유 수요, 공급 전망을 토대로 할 경우 2Q26 경제성장률 하향이 가장 뚜렷하고, 4Q26부터는 정상 궤도에 진입할 것으로 예상해 볼 수 있다.

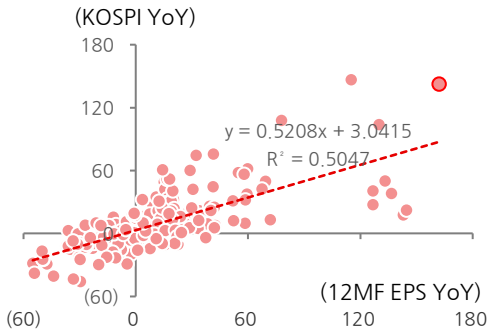
1Q26 KOSPI200 영업이익은 150조원을 넘어설 것으로 예상되는데, 이는 1Q25 65.5조원보다 129.0%YoY 증가한 수준이다. 2026년 KOSPI200 지배주주순이익은 580조원에(174.9%YoY) 이를 것으로 예상되는데, 이 중에서 삼성전자와 SK하이닉스 지배주주순이익이 403조원에(전체의 69.5%) 달할 전망이다.

Fig. 13: KOSPI200 지배주주순이익 174.9%YoY



자료: Quantiwise, BNK투자증권

Fig. 14: KOSPI 12MF EPS와 KOSPI 상승률



자료: Bloomberg, BNK투자증권

1Q26 KOSPI200 영업이익은 반도체 실적개선이 주도하는 흐름이지만, 일회성이익도 크게 증가할 가능성이 높다. 왜냐하면 이란전쟁에 따른 에너지 가격상승이 정유, 화학 등 산업에도 막대한 재고평가이익을 안겨줄 수 있기 때문이다. 그림14에서 보는 바와 같이 현재 KOSPI 12MF EPS는 162.2%YoY 증가하면서 역사적인 최고치를 기록하고 있다. 금주부터 본격화되는 earnings season을 기대할 수 있게 만드는 요인이다. 다만 최근 1년 동안 KOSPI 상승률도 142.2%YoY에 달한다는 점에서 기업실적 개선에 대한 기대감은 상당부분 반영돼 있는 것으로 해석할 수 있다.

이 자료에 게재된 내용들은 본인들의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 조사분석 자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정으로 실제와 차이가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포할 수 없습니다. 이 자료는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

BNK 투자증권

고객지원센터 1577-2601 www.bnkfn.co.kr

〈본사/영업부〉
부산시 부산진구 새싹로1(부전동) 부산은행 부전동별관 3층, 4층 / [본사] **T** 051-669-8000 / **F** 051-669-8009
[영업부] **T** 051-669-8080 / **F** 051-669-8099

〈서울영업부〉
서울시 영등포구 국제금융로 2길 24 (여의도동) BNK금융타워 6층 / **T** 02-3215-1500 / **F** 02-786-2998

〈경남영업부〉
경상남도 창원시 마산회원구 3.15대로 642 BNK경남은행본점 1층 / **T** 055-290-7100 / **F** 055-290-7199

〈울산영업부〉
울산시 남구 중앙로 202 BNK경남은행 울산영업부 1층 / **T** 052-210-6900 / **F** 052-271-6111

BNK

BNK 부산은행 BNK 경남은행 BNK 캐 피 탈 BNK 투자증권 BNK 저축은행
BNK 자산운용 BNK 신용정보 BNK 시 스 템 BNK 벤처투자 BNK 썸농구단