경제성장률, 통화정책, 반도체 변수

BNK투자증권

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

경제성장률, 통화정책, 반도체 변수

甲論乙駁

2026/4/27

GDP

반도체 호황에 따른 경제성장률 상향, 반도체 재고에 주목해야

1Q26 한국 경제성장률이 1.7%QoQ, 3.6%YoY로 시장 예상치를 크게 상회했다. 지출항목별로 보면 개인소비, 민간투자, 정부 지출 등이 일제히 개선되는 흐름이나, 경제성장률을 끌어올린 것은 순수출이다. 순수출 성장기여도가 1.1%p로 전체 성장률의 2/3을 차지했다. 민간투자도 뚜렷한 회복세를 보였는데, 반도체를 중심으로 설비투자가 크게 개선됐으며 그동안 부진했던 건설투자도 반등세를 보였다. 1Q26 결과를 반영해 2026년 경제성장률 전망치를 2.5%YoY로 상향 조정한다. 2Q26에는 글로벌 공급망 이슈가 변수로 작용할 가능성이 크다.

금주 BOJ, ECB, FOMC가 예정돼 있다. 3월부터 유로존 경제지표가 뚜렷하게 악화되는 가운데, 미국 경제지표도 4월부터 예상치를 하회하기 시작했다. 이는 에너지 가격상승에 따른 소비자물가 상승을 반영하기 시작했다는 의미다. 이란전쟁의 협상 결과를 지켜봐야 하는 입장이기 때문에 주요국이 당장에 기준금리인상을 단행하지는 않을 것으로 예상된다. 다만 원유, 가스 시설에 대한 공격으로 인해 글로벌 공급망 우려가 지속될 수 있다는 점에서 중앙은행은 매파적 신호를 보낼 가능성이 높다.

우리는 1Q26 KOSPI200 영업이익을 150조원(129.0%YoY) 이상으로 전망한 바가 있다. 삼성전자와 SK하이닉스 영업이익이 94.8조원으로 전년대비 80.7조원이나 증가했기 때문이다. 반도체와 증권 업종을 제외할 경우 earnings surprise보다 shock 비율이 높은 것은 의외다. 왜냐하면 1/4분기에는 최대한의 이익을 발표하는 것이 일반적이기 때문이다. Bottom-up 측면에서 한국과 미국 earnings 상향 조정을 견인하는 것은 반도체다. 그러나 Top-down 측면에서는 3월부터 반도체 재고증가율이 플러스로 전환할 가능성이 높다는 점은 부정적이다. 재고증가율이 높아지는 국면에서 재고순환지표가 악화되면서 주가조정이 진행되는 것이 과거의 패턴이기 때문이다.

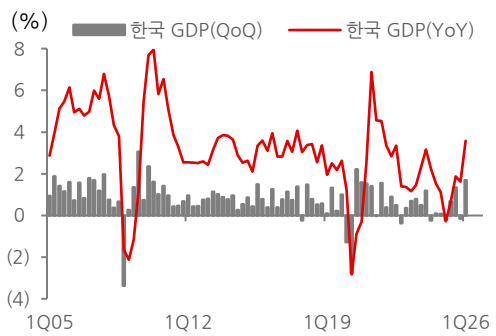
Ⅰ. 경제성장률, 통화정책, 반도체 변수

경제성장률 상회에 따라 2026년 2.5%YoY로 상향 조정

1Q26 한국 경제성장률은 1.7%QoQ, 3.6%YoY를 기록하면서 시장 예상치를 크게 상회했다. 지출항목별로 보면 개인소비는 시장 예상 수준이었으나, 민간투자가 예상치를 상회한 것으로 나타난다. 우리는 1Q26 예상치를 상회한 성장률을 반영해 2026년 한국 경제성장률 전망을 2.5%YoY로 상향 조정한다. 글로벌 공급망 훼손으로 인해 일시적으로 2Q26 경제성장률이 부진할 수 있으나, 4Q26부터는 글로벌 공급망이 정상 수준으로 회귀할 것으로 예상하기 때문이다.

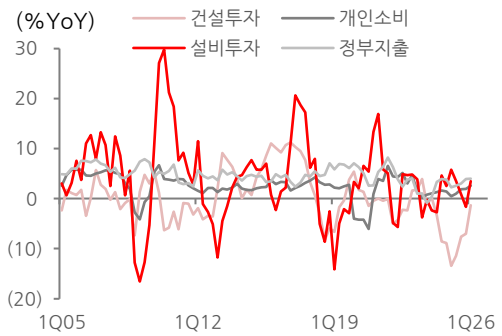
1Q26 개인소비, 민간투자, 정부지출 등이 전반적으로 양호한 흐름을 보였다. 설비투자는 4.8%QoQ(3.6%YoY) 증가하면서 시장 예상치를 크게 상회했다. 또한 3Q22부터 장기적으로 경기침체국면을 지속하던 건설투자도 2.8%QoQ로(-1.4%YoY) 반등했는데, 2월에 이어 3월에도 건설기성액이 증가세를 유지했을 가능성이 크다.

Fig. 1: 1Q26 한국 경제성장률 3.6%YoY



자료: 한국은행, BNK투자증권

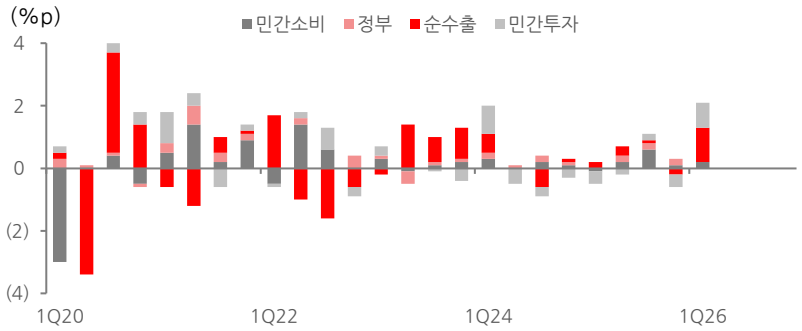
Fig. 2: 지출항목별 GDP도 전반적으로 양호



자료: 한국은행, BNK투자증권

1Q26 한국 경제성장률 개선에는 무엇보다 순수출 개선에 따른 영향이 크다. 수출은 5.1%QoQ(10.3%YoY) 증가한 반면에 수입은 3.0%QoQ(7.7%YoY) 증가했다. 반도체를 중심으로 한 수출 증가로 인해 순수출의 성장기여도가 1.1%p로 경제성장률 1.7%QoQ의 2/3를 차지했다. 1Q26 반도체 수출호황을 고려할 경우 설비투자(4Q25 대비 2.6조원) 증가도 반도체가 주도했을 것으로 보인다.

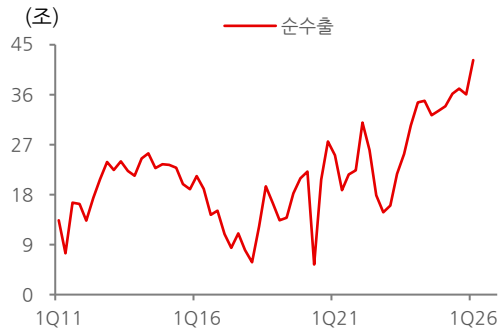
Fig. 3: 반도체 호황에 따른 순수출, 민간투자 회복으로 경제성장률 개선



자료: 한국은행, BNK투자증권

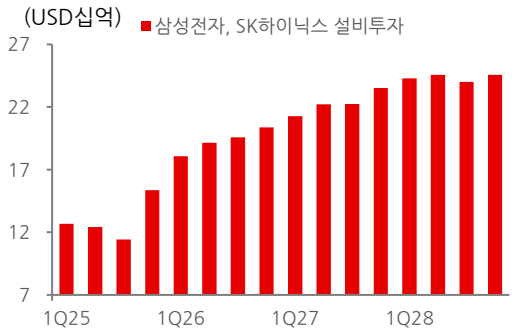
1Q26 순수출이 42.2조원으로 증가했는데, 이는 실질GDP의 7.1%에 해당한다. 이는 2000년대 들어서 GDP대비 순수출비중이 가장 높다. 1Q26 경상수지가 USD700억에 달할 것으로 예상되는데, 4월까지는 배당금 송금으로 인해 원/달러환율이 높은 수준을 유지했다. 그러나 향후에는 배당금 송금이 일단락되면서 수출 호조로 인해 외환시장 안정에 기여할 수 있을 것으로 예상한다.

Fig. 4: 순수출 42.2조원, GDP대비 7.1%



자료: 한국은행, BNK투자증권

Fig. 5: 반도체 Capex 증가가 지속될 전망



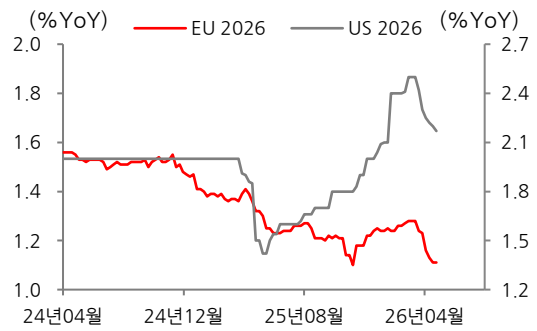
자료: Bloomberg, BNK투자증권
주: Bloomberg consensus

2Q26 글로벌 공급망 훼손에 따른 영향이 불가피하지만, 민간투자 회복세는 이어질 것으로 예상한다. 특히 4Q25부터 삼성전자, SK하이닉스 설비투자가 빠르게 증가하기 시작했다는 사실이 이를 뒷받침하고 있다. Bloomberg consensus를 기준으로 할 경우 삼성전자, SK하이닉스 설비투자는 2028년까지 증가할 것으로 예상된다.

통화정책에 대한 불확실성은 지속될 전망

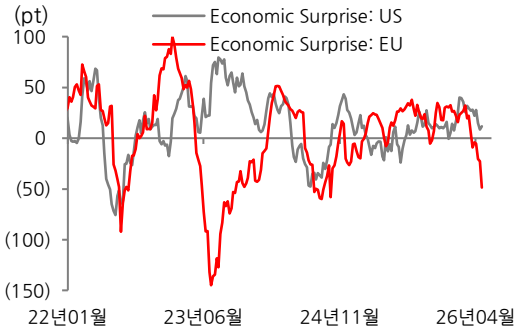
중국에 이어 한국 경제성장률도 시장 예상치를 크게 상회한 가운데, 금주부터는 주요국들의 경제성장률 발표를 앞두고 있다. 3월 이란전쟁이라는 변수가 발생하면서 주요국의 경제성장률 전망치는 하향 조정 중이다. 국제유가, 천연가스 가격상승으로 소비자물가가 상승하면서 선진국들의 경제성장률 하향으로 이어지고 있다.

Fig. 6: 미국, 유로존 경제성장률 하향 조정 중



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 7: 유로존 경제지표 부진이 뚜렷하게 진행



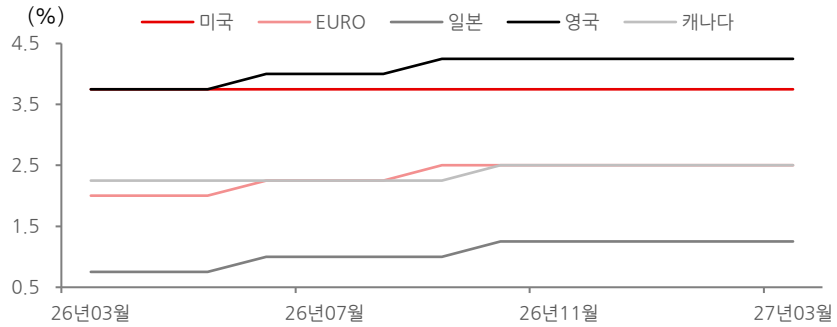
자료: Citigroup, Bloomberg, BNK투자증권

이란전쟁으로 인한 영향은 미국보다 유로존에 더 큰 타격을 입히고 있다. 유로존의 경기침체 확률은 2월 15.0%에서 4월에는 22.5%로 소폭 상승했다. 이란전쟁이 발발한 2월말을 정점으로 유로존 economic surprise index가 급격하게 추락하고 있는데, 이는 경제지표가 시장 예상치를 크게 하회하고 있다는 의미다. 미국은 3월까지 경제지표가 긍정적으로 나왔으나, 4월부터는 예상치를 하회하기 시작했다.

이런 까닭에 금주 발표 예정인 1Q26 경제성장률에서 미국보다는 유로존이 더 악화될 가능성이 높다. 유로존은 국제유가와 천연가스 가격이 급등했다는 점에서 소비자물가가 빠르게 상승 중이기 때문이다(미국 천연가스 가격은 오히려 하락). 3월 유로존 소비자물가는 2.6%YoY로 상승했는데, 4월 예상치는 2.9%YoY로(0.9%MoM) 더 높아질 전망이다. 3월 미국 소비자물가는 3.3%YoY로 높아졌는데, 우리는 4월에는 3.5~3.6%YoY로 추가 상승할 것으로 예상한다.

금주에는 BOJ, ECB, FOMC가 개최될 예정이다. 시장 컨센서스를 기준으로 보면 당장에 금리인상 가능성은 낮은 것으로 나타난다. 그러나 6월 BOJ, ECB가 각각 25bp 금리인상을 단행할 것이라는 전망이 우세해졌다. 이런 까닭에 금리결정보다는 6월에 금리인상 여부에 관심이 더 집중될 것으로 예상한다.

Fig. 8: 금리동결 예상에도 불구하고 매파적 분위기는 이어질 전망

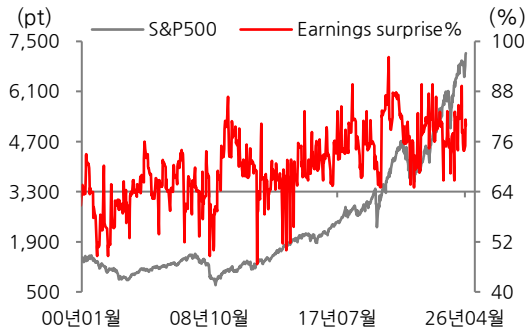


자료: Bloomberg, BNK투자증권
주: 기준금리를 금리선물시장에서 추정

반도체 실적호전에도 재고지수를 봐야 하는 이유

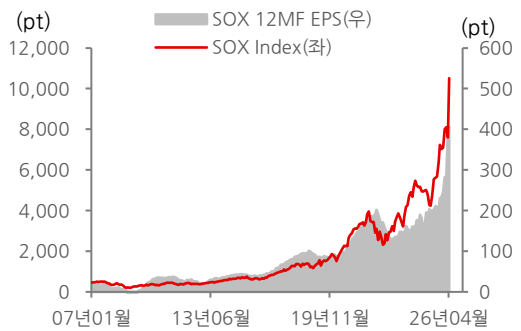
1Q26 S&P500 earnings surprise 비율은 79.9%를 기록 중이다. 단순하게 earnings surprise 비율 80%는 상당히 우수한 실적이다. 그러나 과거에도 80% 이상의 earnings surprise가 발생해 왔다는 점에서 놀라운 수준은 아니고, 예년 수준으로 평가할 수 있다. S&P500 12MF EPS가 상승 추세를 유지하면서 최근 주가상승 기폭제로 작용하고 있다. 그러나 미국시장도 earnings 상향 조정이 반도체에 집중되고 있는 것이 사실이다. 최근 2개월간 반도체 12MF EPS는 42.8%나 상향 조정되고 있다.

Fig. 9: 미국 earnings surprise는 예년 수준



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 10: 미국도 반도체 중심의 earnings 상향 조정

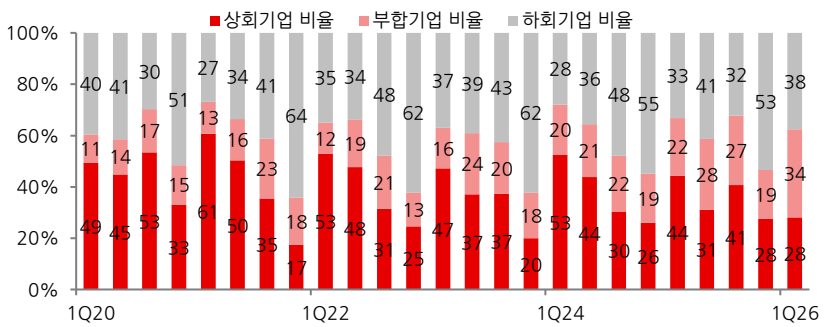


자료: Bloomberg, BNK투자증권

우리는 1Q26 KOSPI200 영업이익이 150조원을(1Q25 65.5조원대비 129.0%YoY 증가) 넘어설 것으로 예상한 바가 있다. 이는 1Q26 삼성전자, SK하이닉스 영업이익이 94.8조원으로 전년대비 80.7조원이나 증가했기 때문이다. 즉 반도체 실적개선이 KOSPI200 영업이익 개선을 주도한 것으로 볼 수 있다. 반도체를 제외할 경우 증권업종이 예상을 상회하고 있으나, 다른 업종들은 현재까지 1Q25대비 영업이익 개선이 없는 상황이다.

아래 그림은 지난주까지 실적을 발표한 32개 기업 중에서 예상치 대비 영업이익 ±5%를 기준으로 earnings surprise, shock 비율을 나타낸 것이다. 32개 기업 중에서 earnings surprise를 기록한 기업은 9개에 그친 반면에 shock를 기록한 기업은 12개에 달한다. 역사적으로 1/4분기에는 기업들이 최대한의 이익을 발표하기 때문에 earnings surprise 비율이 높았는데, 1Q26에는 예상외로 earnings shock 비율이 높다.

Fig. 11: KOSPI200 earnings surprise 비율은 예년보다 낮은 수준

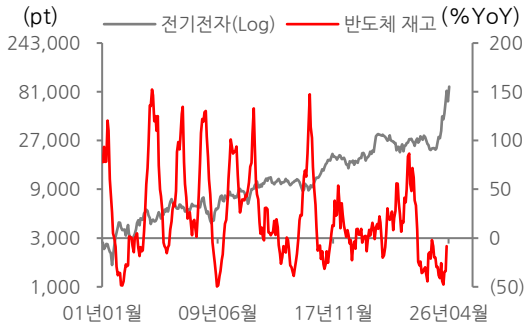


자료: Quantiwise, BNK투자증권
주: 영업이익 ±5% 기준

금주 발표되는 '3월 산업활동동향'이 반도체에는 중요한 지표로 판단된다. 2026년 1월까지 반도체 출하증가가 없는 상황에서 재고증가율은 감소세를 이어갔다. 그러나 2월에 반도체 출하증가율이 33.2%YoY로(37.8%MoM) 크게 상승했고, 반도체 재고증가율도 -8.3%YoY로(26.7%MoM) 높아졌다.

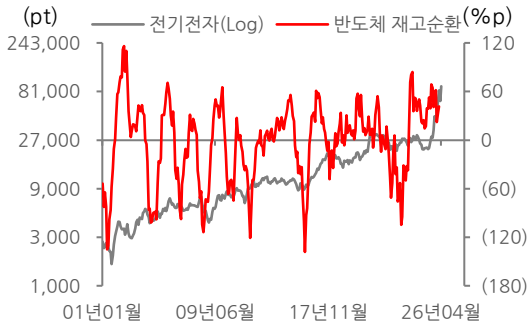
2월 반도체 출하증가율이 크게 높아지는 가운데, 재고증가율이 마이너스를 지속하면서 재고순환지표는 개선됐다. 그러나 반도체 재고지수가(기업, 유통 재고를 포함) 2025년말까지 지속적으로 감소하다가 2026년 들어서면서 증가하기 시작했다는 점은 중요하다. 왜냐하면 통상적으로 반도체 재고가 증가하는 국면에서 DRAM 현물가격에 영향을 줄 수 있다는 점이 sentiment 측면에서 부정적일 수 있기 때문이다.

Fig. 12: 반도체 재고 증가세로 전환할 전망



자료: 통계청, KRX, BNK투자증권

Fig. 13: 반도체 재고순환지표도 둔화될 전망



자료: 통계청, KRX, BNK투자증권
주: 재고순환은 (출하증가율-재고증가율)

그림12, 13은 반도체 재고증가율과 재고순환지표, 그리고 전기전자업종 주가흐름을 나타낸 것이다. 과거 경험으로 보면 반도체 재고증가율이 플러스로 전환하는 시점에서 주가에 부정적으로 작용한 사실을 알 수 있다. 그림12에서 보는 바와 같이 반도체 재고증가율이 감소하는 국면에서 주가상승, 재고증가율이 플러스로 전환하는 국면에서는 주가조정이 본격화됐다. 2월부터 반도체 재고지수가 빠르게 증가했다는 점을 고려하면 3월부터는 재고증가율이 플러스로 전환할 가능성이 높다(반도체 재고지수가 2월과 동일하더라도 재고증가율은 플러스 전환이 예상).

또한 반도체 출하증가율이 높은 수준을 유지하더라도 재고증가율이 상승하게 되면 재고순환지표도 둔화될 수밖에 없는 국면이다. 과거 반도체 재고순환지표가 둔화되는 국면에서 일제히 주가조정이 진행된 점도 사실이다. Bottom-up 측면에서 미국과 한국 반도체 earnings 전망이 가파르게 상향 조정되고 있는 것은 긍정적이나, 반도체 재고가 증가하는 국면에 진입하면 Top-down 측면에서 주가조정 압력 또한 커질 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