Heungkuk Securities

2026-04-27

전쟁 이후 시장

장기화되는 전쟁과 한국 제조업의 기회

투자전략
이영원
02) 739-5848
youngwon@heungkuksec.co.kr

Executive Summary

장기화되는 전쟁, 확대되는 경제적 피해

지난 2/28일 개시된 미국-이란 전쟁이 좀처럼 탈출구를 찾지 못하고 있다. 두 차례에 걸친 휴전협상은 아무런 성과를 찾지 못하고 무산되었으며 호르무즈 해협에 대한 이란의 봉쇄와 미국의 재봉쇄가 겹쳐 있는 가운데 다시 무력 충돌이 재발할 가능성을 높이고 있는 상황이다. 미국의 의회승인 필요기한인 2개월을 넘기고 양자간의 협상에 새로운 돌파구가 찾아지지 않는다면 추가 무력충돌이 발생하지 않아도 호르무즈 해협 봉쇄가 장기화되는 경제적 압박 수위는 올라갈 것으로 예상된다.

이번 전쟁으로 인한 경제적 압박은 예상외로 클 수 있다. 전세계 석유 소비량의 20%를 차지하는 호르무즈 해협이 봉쇄되면서 석유 수급에 본격적인 차질이 불가피하기 때문이다. 과거 1, 2차 석유 파동에 비해 차질을 빚는 공급량도 훨씬 큰 상황이다. 다만 석유 파동 당시에 비해 각국의 전략비축유 등 공급 차질에 대비하기 위한 준비가 되어 있으며 한국 정부처럼 휘발유 등 제품가격 급등을 통제하는 정책대응을 통해 충격을 완화하고 있어 체감하는 정도는 크지 않아 보인다.

하지만 호르무즈 해협의 봉쇄가 장기화되면서 피해는 누적되며 체감의 충격도 급증할 수 있다. 2개월 이상의 공급 중단으로 해당 걸프만 지역 유정의 생산시설은 중단 상태가 불가피해 지며, 이후 통행 재개시에도 재가동까지 상당한 시일이 소요될 수 있기 뚜문이다. 필요한 설비 보수 기간을 1~2개월 감안할 경우 실질적인 생산차질은 배증될 수 있기 때문이다. 석유, 정제유제품, 나프타, 에틸렌 등 기초 유분은 물론 요소, 황, 헬륨 등 호르무즈 해협을 통과하는 핵심 물질의 공급 차질은 에너지 시장 뿐 아니라 각종 석유화학 제품의 생산, 비료 생산과 농업 생산, 반도체 공정 등 다방면으로 부작용을 초래할 수 있다. 봉쇄가 장기화될 경우, 글로벌 공급망 전반의 혼란이 불가피해 보인다.

전쟁이 단기간 마무리 될 것을 전제로 한 세계경제 전망 등 주요 기관의 주요 예상을 넘어서는 피해에 대비해야 할 상황이다.

Executive Summary

제조업 강국, 한국의 입지

전쟁의 여파는 한국, 일본, 대만, 중국 등 에너지의 중동 의존도가 높은 국가에서 크게 나타날 것으로 예상된다. IMF, OECD 등 국제기구에서 전쟁의 피해를 추정하면서 한국은 상대적으로 높은 성장률 타격을 예상하고 있다.

하지만 필요 원유의 대체 공급처와 우회수송로 등을 통해 현재까지 피해가 본격화되지 않고 있는 가운데 제조업 강국이라는 한국이 입지로 전쟁 이후 긍정적인 영향도 구체화하고 있다. 석유 수급 차질로 인한 가격 변화가 다운스트림 제품으로 갈수록 증폭되어 나타나면서 정유산업에서는 제트유, 휘발유 등 제품가격 상승으로 인한 마진 확대 기회가 발생할 수 있으며 글로벌 방위전략의 변화는 방산/조선 산업의 기회로 이어지고 있다. 전쟁으로 가시화되는 에너지 전환 정책은 한국 배터리, 신재생에너지 산업에 긍정적일 것으로 예상된다. 전쟁에도 불구하고 급증하는 AI투자는 반도체 등 관련 산업의 폭발적인 성장으로 이어지고 있다.

한국 경제, 한국 시장

1분기 한국 GDP가 예상보다 높은 1.7% 성장을 기록했다. 수출의 급격한 증가와 견조한 내수 성장에 기인한 결과다. 전쟁으로 인한 생산 차질과 물가 상승 압력의 증가, 소비 심리 악화 등 향후 경제 성장에 장애도 클 것으로 예상되나 반도체를 비롯한 핵심 제조업의 수출 등을 바탕으로 전쟁으로 인한 차질을 넘어서는 성장이 가능해 보인다.

한국 주식시장 역시 경쟁력 있는 제조업을 바탕으로 이익 증가가 견인하는 성장이 이어지고 있다. 폭발적인 반도체의 이익증가는 시장 밸류에이션을 금융위기 이후 최저 수준까지 떨어뜨렸다. 이익의 지속가능성에 대한 신뢰가 축적됨에 따라 P/E 배율의 회복과정이 뒤따를 전망이며 2026년 중 KOSPI시장은 7000대 중반까지의 추가 성장을 허락할 것으로 기대된다.

차례

1. 장기화하는 전쟁, 증가하는 전쟁 리스크 – p.5

2. 전쟁과 공급망 위기 – p.15

3. 제조업 강국, 한국의 기회 – p.26

4. AI투자와 반도체 – p.40

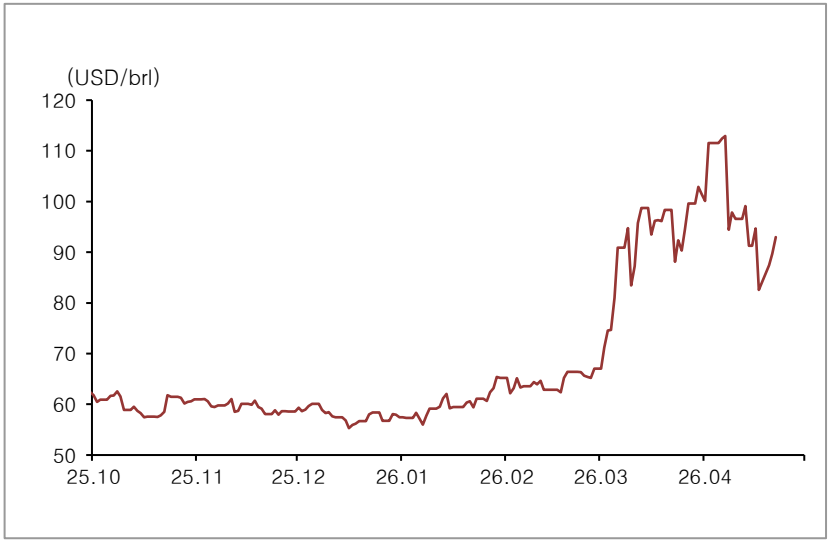
5. 전쟁 전후, 한국 경제, 한국 시장 – p.43

2개월 이상 이어지는 이란 전쟁

휴전협상이 결렬, 장기화 가능성을 높이는 이란 전쟁

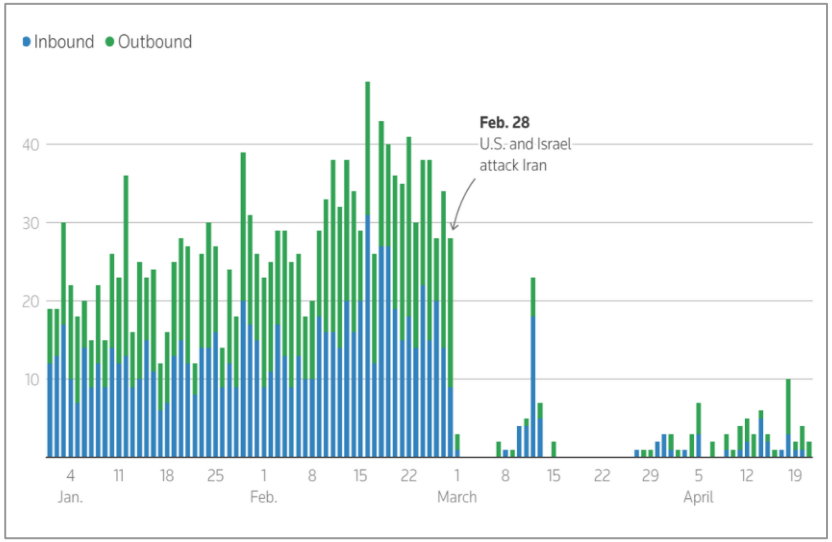
- 두 차례 시도되었던 미국과 이란의 휴전 협상이 결국 무산되었음. 양측 모두 자신의 승리를 주장하는 가운데 2차 협상 시도는 회의 자체가 성립되지 못한 채 결렬
- 2/28일 전쟁 개시 이후 2개월이 지나고 있음에도 호르무즈 해협의 봉쇄는 이어지고 있으며 이란 선박에 대한 미국의 봉쇄까지 더해지며 석유 수송은 개선되지 못하고 있음
- 휴전, 종전에 대한 기대 속에 WTI유가가 배럴당 80달러대 초반까지 하락했으나 재차 상승, 90달러 중반으로 복귀
- 미국의 의회승인 기한 2개월(5/1일) 이후 타결에 도달하지 못할 경우, 무력충돌 재개, 해협 봉쇄 장기화 등 악화된 상황 발생가능

배럴당 90달러대로 회귀한 WTI유가



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

호르무즈 해협 통과 유조선



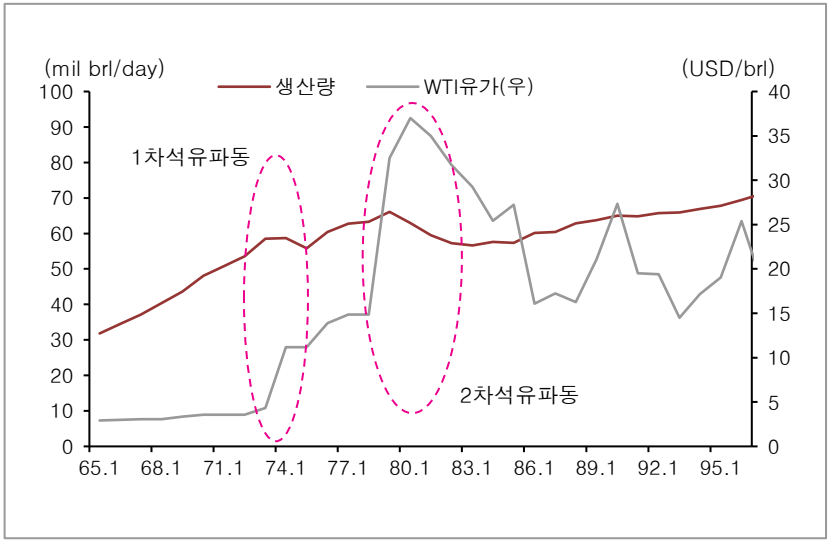
자료: Reuters, LSEG, 흥국증권 리서치센터

장기화되는 전쟁으로 인한 피해

1, 2차 석유 파동의 사례

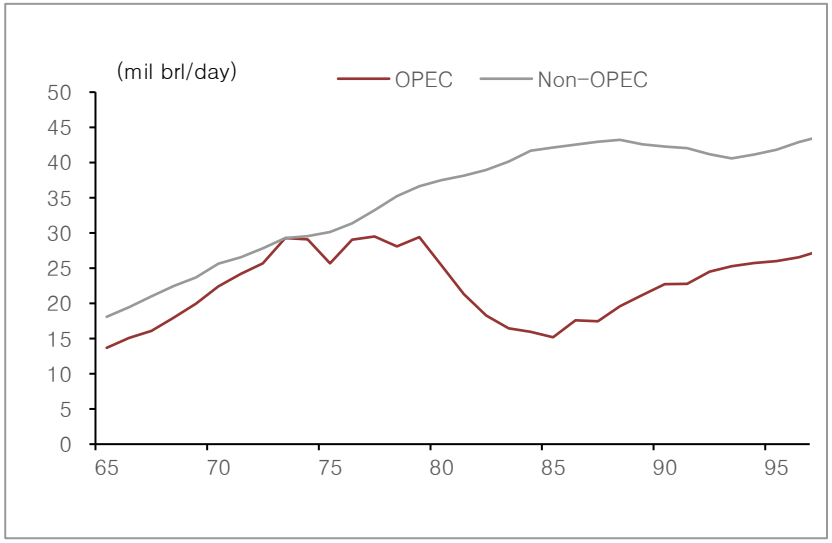
- 1, 2차 석유파동 당시 생산 차질은 전세계 석유 공급의 7~8% 수준에 그쳤으나 가격은 1차 석유파동 당시 배럴당 3달러에서 13달러까지 4배 이상 폭등을 경험했으며, 2차 석유파동 당시에는 15달러에서 39달러까지 2.6배 상승을 경험
- 중동 지역의 생산 차질은 1차 파동 당시에는 2년 이내 이전 수준으로 복귀했으나 2차 파동 당시는 생산 위축이 오랜기간 이어지면서 이전 수준 복귀까지 상당 시간이 소요됨
- 이번 이란 전쟁으로 인한 호르무즈 봉쇄기간이 장기화되면서 생산시설의 차질 여부가 중요한 변수로 부각. 임시 저장 시설을 소진한 이후에는 생산 중단이 불가피하며, 중단 이후 재개에는 수개월 이상의 시간이 소요되기 때문

전세계 석유 생산량과 WTI유가



자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

전세계 석유 생산량, OPEC과 non-OPEC



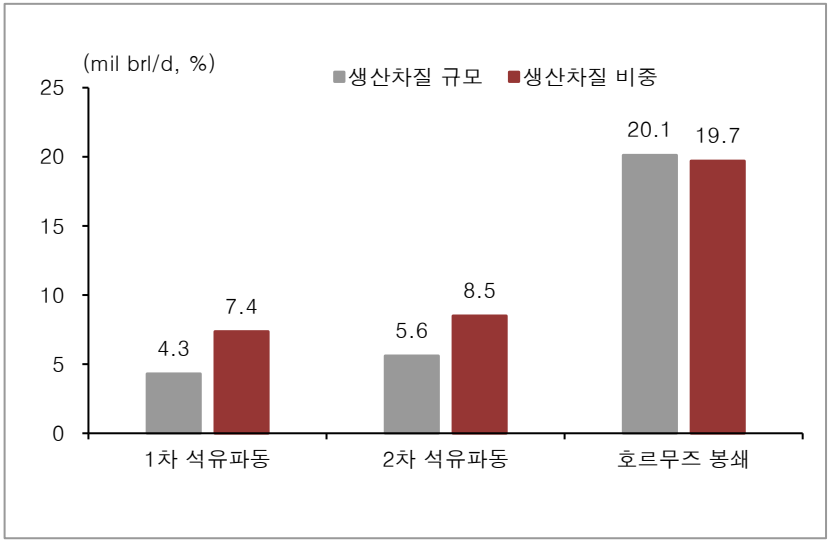
자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

장기화되는 전쟁으로 인한 피해

호르무즈 봉쇄 영향은 1, 2차 석유파동을 넘어설 수도

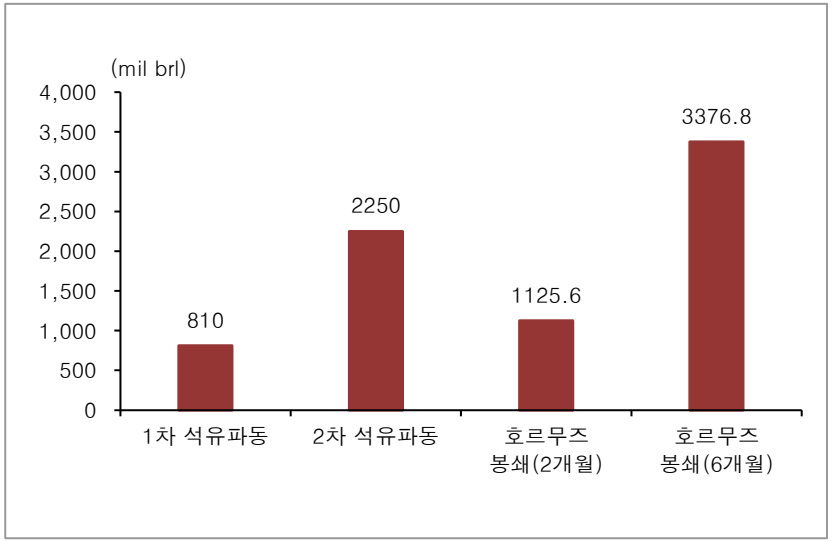
- 전쟁이 예상보다 장기화될 조짐이 높아지고 있음. 전쟁 발발 2개월에 육박하는 동안 휴전협정에 진전이 없는 상황
- 2개월 이상의 전쟁에 미국 의회의 승인이 필요한 상황이나, 승인을 이유로 급작스러운 종전 가능성도 높지 않은 상황
- 호르무즈 봉쇄에 따른 석유공급 차질은 지난 1, 2차 석유 파동 당시를 초월하고 있음. 1차 석유파동 당시에는 중동 산유국의 감산으로 전체 공급량의 7%대 공급 감소, 2차 석유파동 당시에는 이란의 수출 중단으로 8%대 감소
- 이번 호르무즈 봉쇄로 인한 공급 감소는 20%에 육박함. 2개월 봉쇄로 인한 공급차질 물량은 1차 석유파동 당시를 초과하고 있으며 6개월 지속될 경우 2차 석유파동 당시 총 공급 차질물량을 넘어서게 됨

1, 2차 석유파동과 현재 호르무즈 봉쇄의 석유 생산차질 규모



자료: KIEP, EIA, 흥국증권 리서치센터

차질 기간을 감안한 총 석유 생산차질 규모 비교



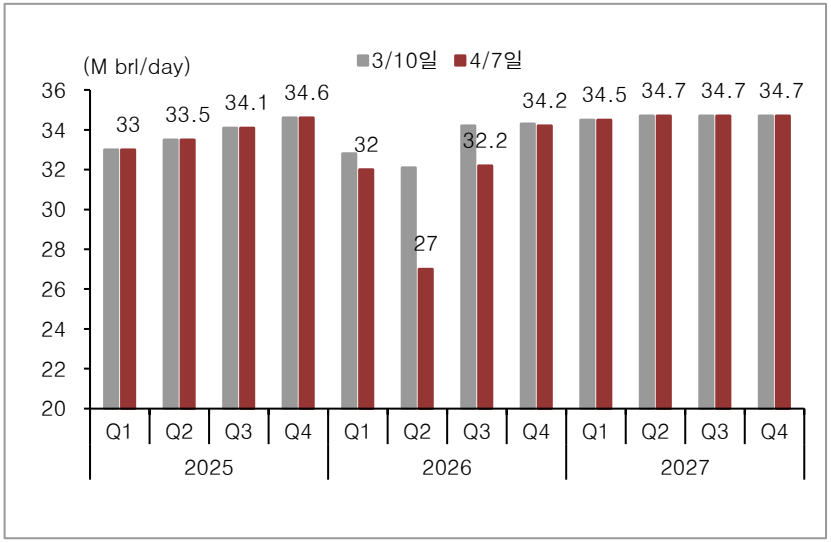
자료: KIEP, EIA, 흥국증권 리서치센터

전쟁에 대한 표준 시나리오는 단기 종전

EIA의 유가 시나리오

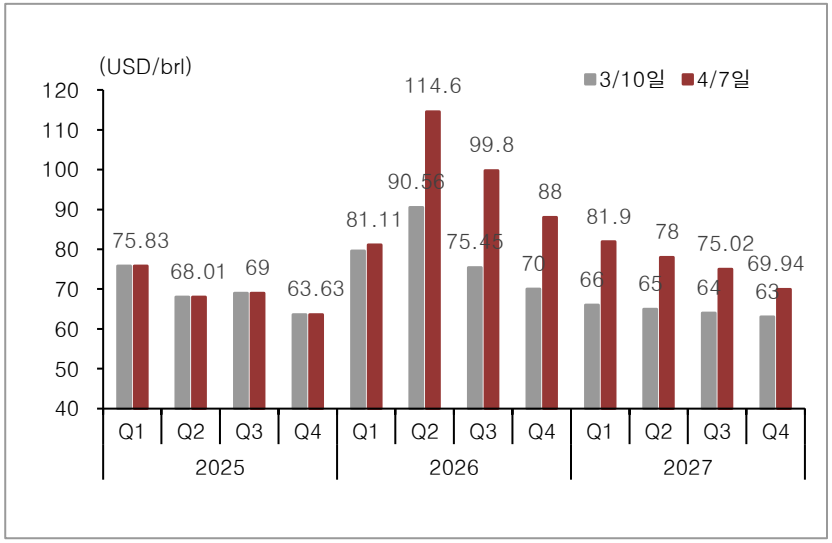
- 전쟁 발발 이후 EIA(미국 에너지 관리청)에서 단기 석유시장 전망을 수정 발표함. 3/10일 예상에 비해 4/7일 예상을 통해 전쟁의 영향을 보다 크게 반영. 4/7일 반영된 OPEC의 전망에 따르면 전쟁으로 인한 OPEC의 석유 생산량 감축 규모는 1분기 5.3%, 2분기 20%, 3분기 4.7%에 불과하며 4분기 이후 정상수준 회복을 예상하고 있음
- 그러나 호르무즈 해협의 봉쇄로 인해 이를 우회하는 사우디 아라비아 최대 700배럴, UAE 최대 180만배럴의 송유관을 제외하면 잔여물량의 생산 차질 불가피. 최대 1300만배럴, OPEC생산의 38% 감산 현실화 가능성
- 휴전협상 무산되고 전쟁 장기화 될 경우 생산 차질은 EIA 전망에 비해 더 큰 규모로 더 장기간 발생할 수 있음

EIA의 OPEC 석유생산량 전망의 변경



자료: EIA, 흥국증권 리서치센터

EIA의 Brent유 가격 전망의 변경



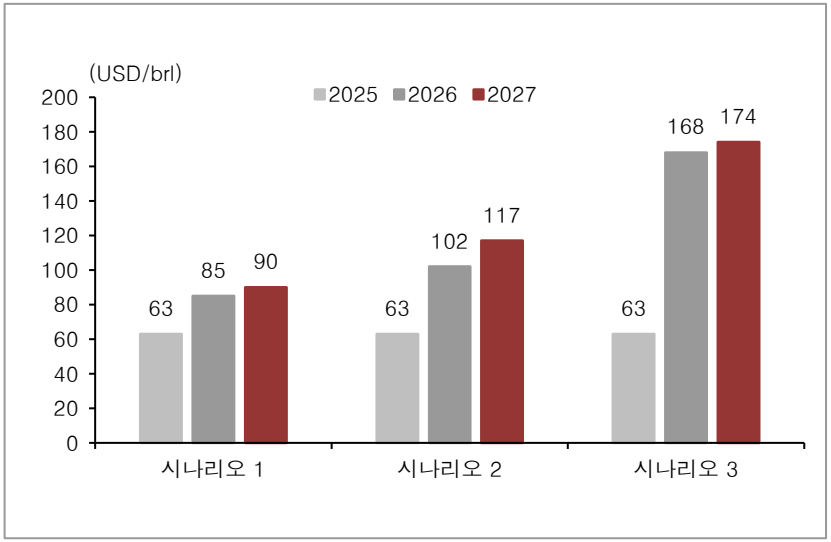
자료: EIA, 흥국증권 리서치센터

비관적인 시나리오에도 대비해야

전쟁기간, 유가 상승 수준에 따른 다양한 시나리오 검토 필요

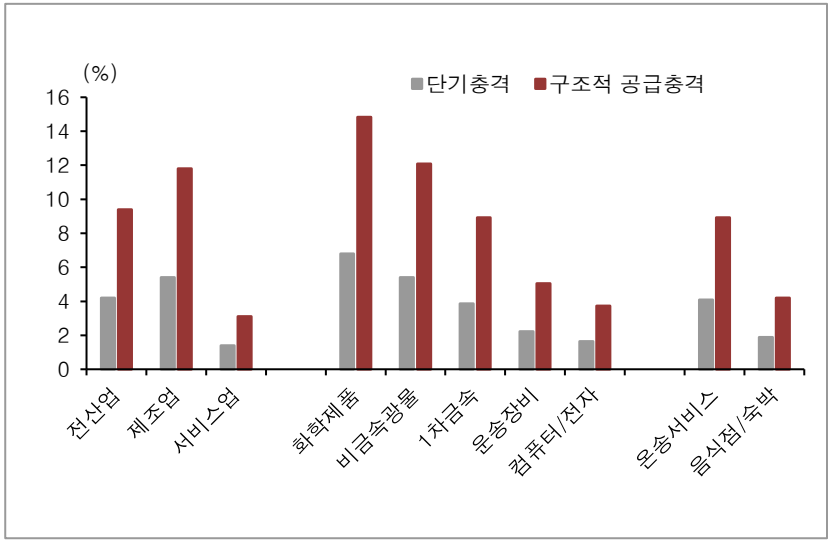
- 현재 전쟁의 영향에 대한 분석은 대부분 전쟁이 단기에 종료되는 시나리오를 기준으로 진행되고 있음. IMF의 세계경제 전망에서도 유가가 2026년 평균 82달러를 기록한 이후 2027년 정상 수준으로 복귀하는 시나리오를 기준으로 채택하고 있음
- 하지만 현실적으로 종전 시점이 상당 기간 미뤄질 가능성이 높아지고, 호르무즈 봉쇄가 장기간 지속될 가능성이 제기되고 있음
- 기준 시나리오 이상의 악화된 상황을 가정하는 시나리오의 경우 2027년까지 긴장이 심화되는 상황도 고려될 수 있음
- 연구기관 별로 상이한 시나리오를 가정하고 있으나 단기 안정을 찾는 기준 시나리오 이상의 상황이 도래할 경우 경제 전반에 영향이 확산될 수 있음. 생산 측면에서는 생산비 상승의 형태로 산업별 상이한 영향이 나타날 수 있음

KIEP의 전쟁 이후 유가전망 시나리오



자료: KIEP, 흥국증권 리서치센터

KIET의 호르무즈 봉쇄 이후 산업 생산비 상승률 추정



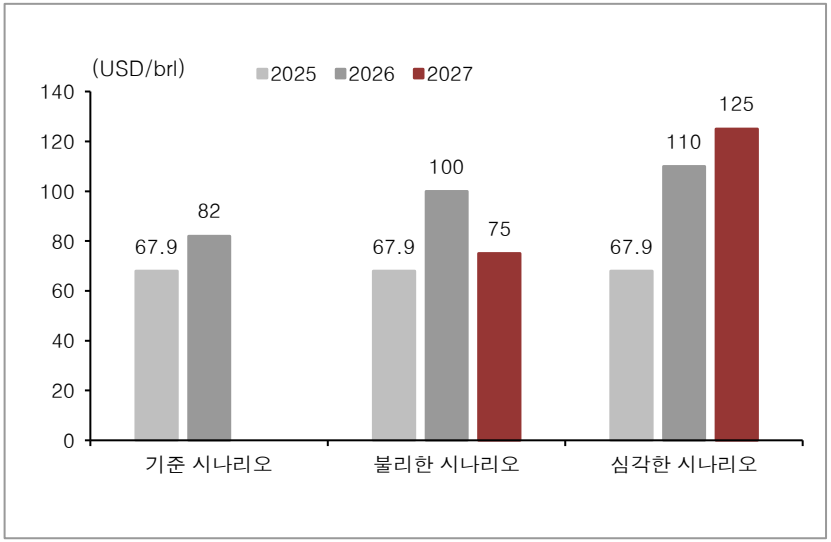
자료: KIET, 흥국증권 리서치센터

전쟁의 경제적 영향

IMF의 전쟁 시나리오와 경제적 영향 추정

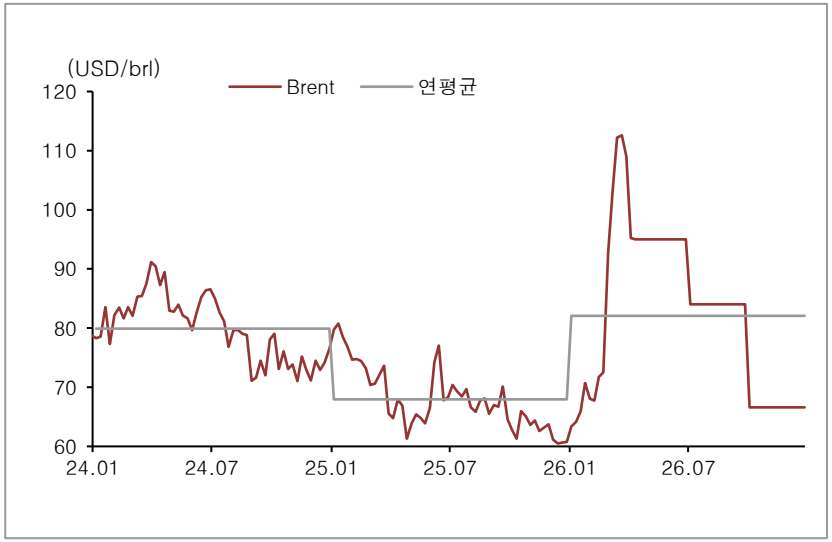
- 4/14일(현지시간) IMF의 세계경제전망(WEO)이 발표됨. 전쟁으로 인한 영향을 반영하기 위해 시나리오별 분석을 전제
- 전쟁의 진행에 따라 2026년 평균 유가가 82달러에 이르는 기준 시나리오와 2026년 100달러, 2027년 75달러에 달하는 불리한 시나리오, 2026년 110달러, 2027년 125달러까지 상승하는 심각한 시나리오 제시
- 기준 시나리오의 경우 유가 고점을 통과했을 경우 4분기 2025년 평균 가격 으로 수렴하는 궤적으로 안정을 찾게 됨
- 그러나 전쟁이 장기화되고 기준 시나리오에서 벗어나게 될 경우 경제적 영향을 확대가 불가피한 상황

IMF의 전쟁 양상에 따른 경제전망 시나리오



자료: IMF, 흥국증권 리서치센터

IMF 기준 시나리오 유가 전망



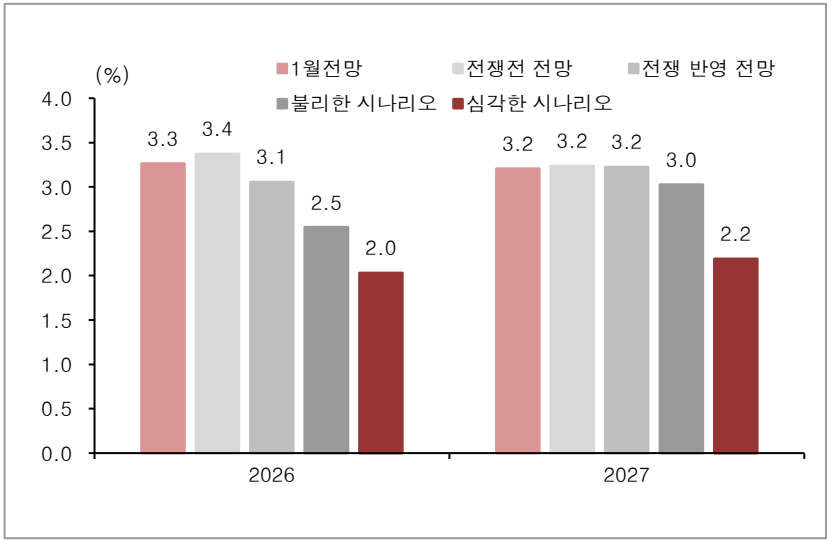
자료: IMF, 흥국증권 리서치센터

전쟁의 경제적 영향

시나리오에 따른 세계 경제성장률, 물가상승률 전망

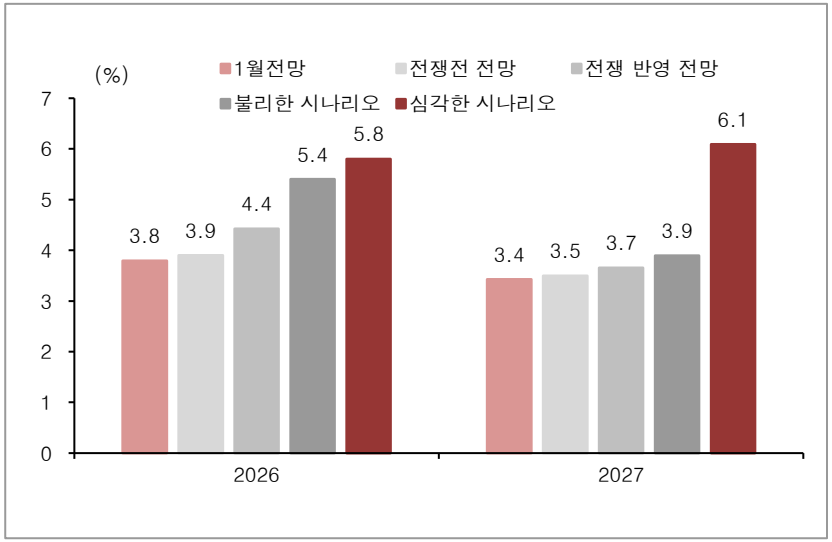
- 시나리오별로 세계 경제성장률, 세계 물가상승률 전망은 상이하게 나타남
- 전쟁을 예상하지 못한 상태에서 2026년 성장률 전망은 지난 1월 전망에 비해 상향 조정되고 있었음. 상향 조정 이유는 각 국 정부의 재정정책 집행, AI투자로 인한 생산성 향상 등이 주 원인
- 전쟁요인이 반영된 세가지 시나리오에 따라 성장률 전망은 2026, 2027년에 걸쳐 반영됨. 기준 시나리오의 경우 전쟁 없는 경우에 비해 2026년 0.3%p, 불리한 시나리오 -0.9%p, 심각한 시나리오 -1.4%p 하향
- 물가는 성장률 보다 더 큰 폭으로 반영됨. 기존 전망에서도 관세 영향 등으로 1월 전망에 비해 상향, 전쟁영향으로 상향 폭 확대

전쟁 발발로 인한 세계 경제 성장률 전망의 변화



자료: IMF, 흥국증권 리서치센터

전쟁 발발로 인한 세계 물가상승률 전망의 변화



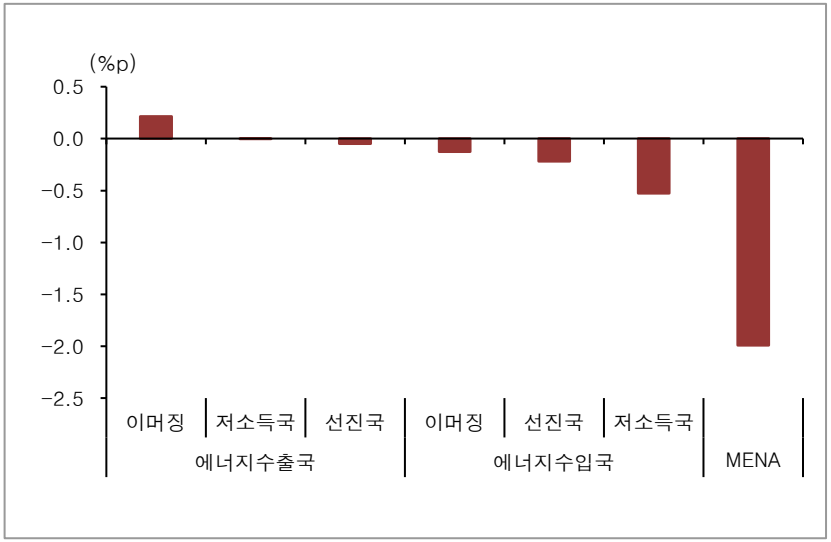
자료: IMF, 흥국증권 리서치센터

전쟁의 경제적 영향

전쟁의 지역별 영향, 한국의 성장률

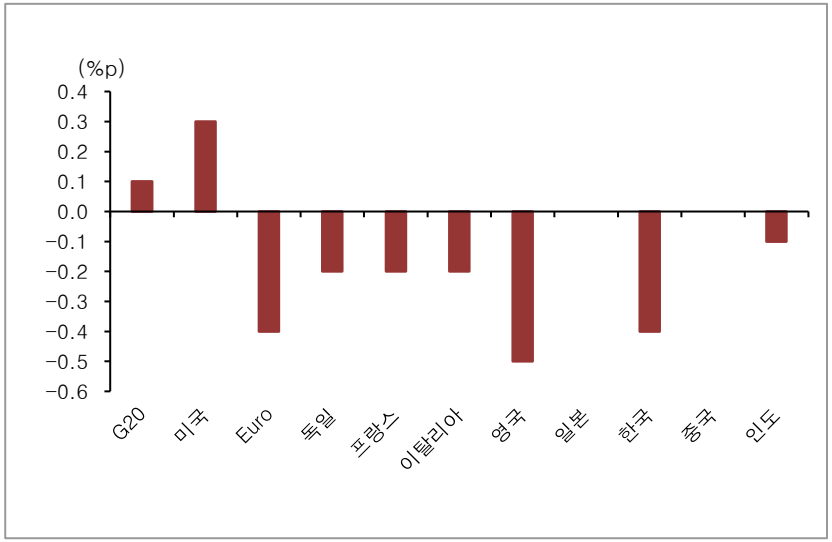
- 전쟁의 영향은 지역별로 상이하게 반영됨. 직접적인 생산 차질을 빚는 MENA(중동및 북아프리카) 지역의 성장률 하향 폭이 가장 크게 나타나며, 전쟁 해당지역 외 에너지 수출국, 에너지 수입국 여부에 따라 상이한 영향 나타남
- 에너지 수출국의 경우 이머징 국가의 성장에는 긍정적 영향 나타남. 그러나 미국 등 에너지 생산 선진국의 경우는 공급망 교란과 물가 부담 등으로 소폭 하향 조정됨. 에너지 수입국의 경우 성장률 전망 하향 조정 불가피. 저소득국의 부담이 가장 크게 나타남
- 국가별로 에너지 수입 여부에 따라 상이한 결과 불가피. OECD의 경우 1월 전망에 비해 미국의 성장률 전망은 상향, 유럽, 아시아 국가 성장률 전망은 하향. 한국은 0.4%p 하향

경제권별 성장률 전망의 변화



자료: IMF, 흥국증권 리서치센터

OECD 지역별 경제성장률 전망 변화(1월 전망 대비 4월 전망의 변화)



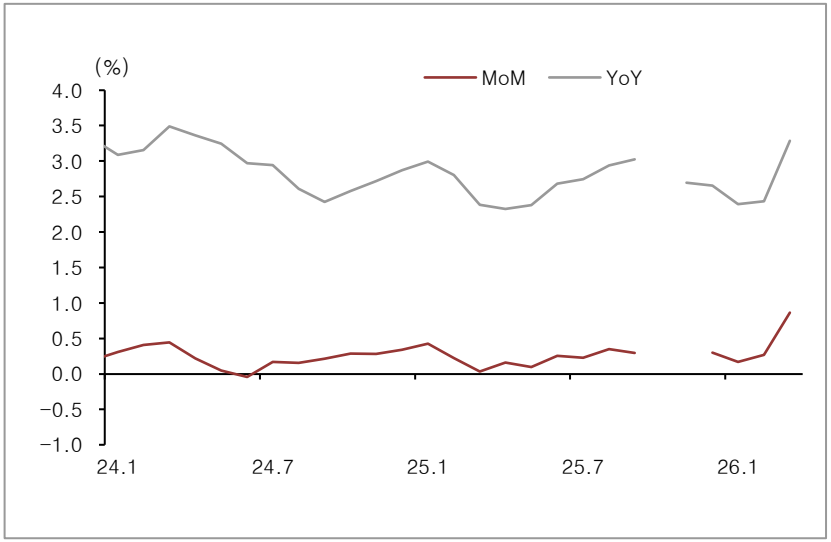
자료: OECD, 흥국증권 리서치센터

석유 수출국인 미국의 물가상승 압력

에너지 가격 상승으로 가중되는 미국 인플레이션 압력

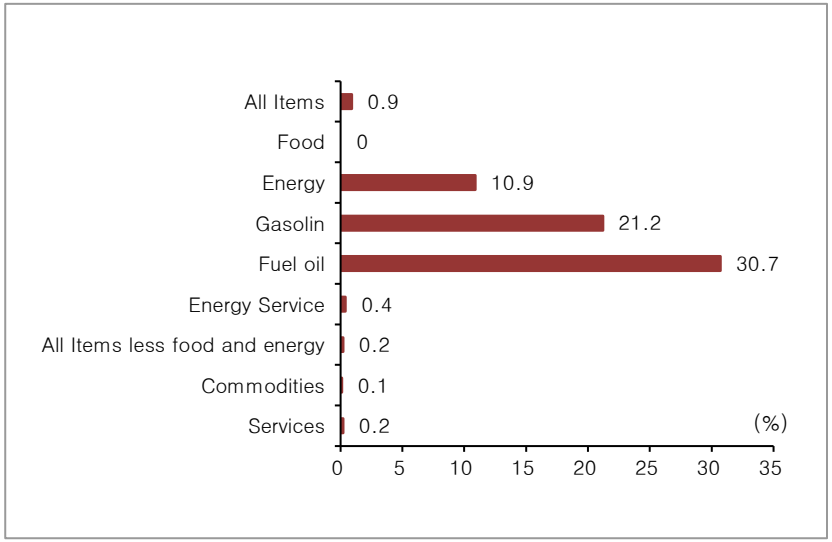
- 미국은 호르무즈 해협 인근 GCC국가로부터의 석유 의존도가 없음. 한국, 일본, 대만, 중국 등 아시아 국가와 달리 석유공급 차질의 문제로 인한 경제적 손실은 발생하지 않음
- 그러나 호르무즈 해협 봉쇄로 인한 글로벌 유가 상승은 미국 물가에 상당한 부담이 될 수 있음. 전쟁이 장기화 될 경우 2분기 이후 물가 부담 가중 불가피. 미국 소비자물가에 에너지가 차지하는 비중은 6.4%, 에너지 가격 상승률이 50%일 경우 미국 전체 물가에 3%p이상의 상승을 야기할 수 있음
- 에너지 뿐 아니라 비료, 헬륨 등 핵심 물질의 공급망 차질도 추가되면서 물가 부담 현실화될 전망

미국 소비자물가 상승률



자료: BLS, 흥국증권 리서치센터

2026년 3월 부문별 미국 소비자물가 상승률



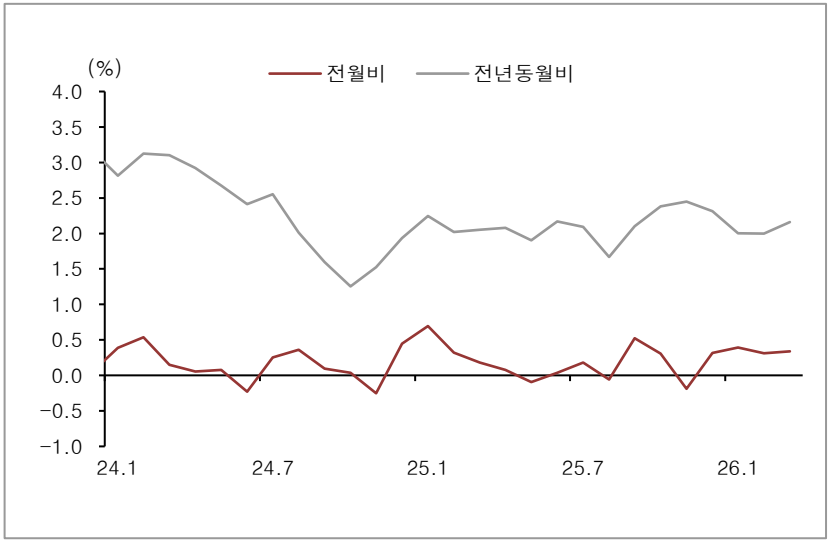
자료: BLS, 흥국증권 리서치센터

호르무즈 의존도 높은 한국의 물가 압력

3월까지 제한되고 있는 한국 인플레이션

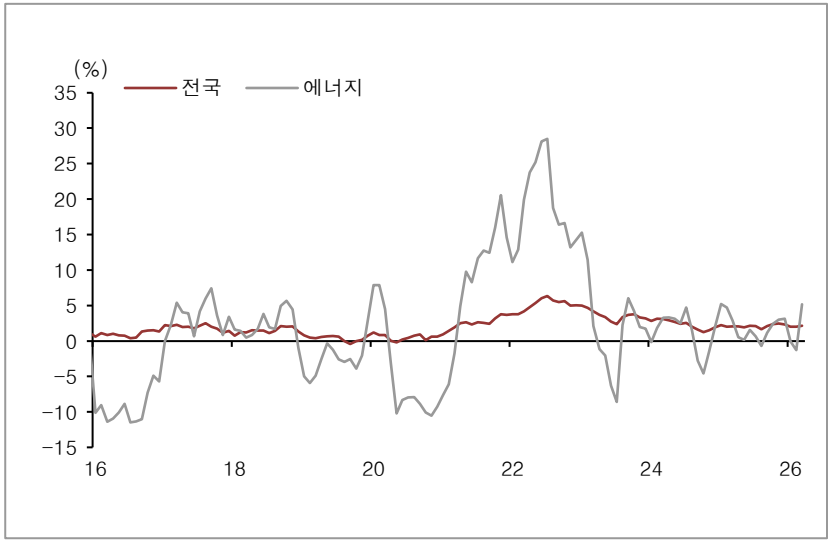
- 한국 소비자물가 상승률 역시 3월까지는 비교적 안정적은 흐름을 유지. 그러나 향후 호르무즈 해협 봉쇄에 다른 물가 상승압력은 점차 현실화될 전망
- 휘발유, 디젤 등 석유제품 소비자 판매가격 제한 등 정책 수단을 통해 물가 상승 압력의 상당분 흡수하며 상대적인 안정성 확보 중
- 석유, 나프타, 기초유분과 핵심 광물의 호르무즈 해협 의존도를 감안할 때, 수입물가와 생산비 증가를 통한 물가 압력은 시간이 지날 수록 점차 가중될 전망

한국 소비자물가 상승률



자료: KOSIS, 흥국증권 리서치센터

한국 전년동월대비 소비자물가 상승률, 전체와 에너지



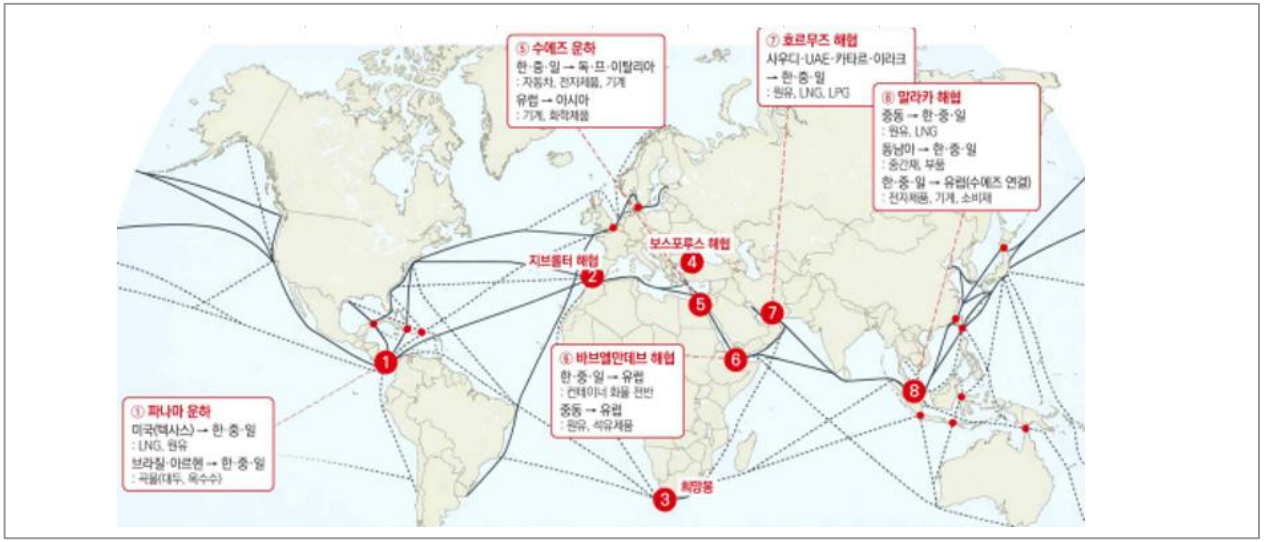
자료: KOSIS, 흥국증권 리서치센터

공급망의 위협

전쟁으로 인한 초크 포인트 봉쇄, 공급망 위기

- 이번 이란 전쟁은 전쟁으로 인한 생산시설 파괴보다 호르무즈 해협 봉쇄로 인한 공급망 위기가 핵심 쟁점
- 국제 선박 항행로 가운데 호르무즈 해협은 수에즈, 파나마 운하 등과 함께 세계 7대 초크 포인트로 분류되고 있음
- 호르무즈 해협 뿐 아니라 홍해 입구의 바브 엘만데브 해협의 봉쇄 시도까지 감안하면 중동 석유 산출지의 대외 수송로가 거의 전면적인 영향을 받게되는 최악의 공급망 위기로 비화할 수 있음

국제 항행로 초크 포인트



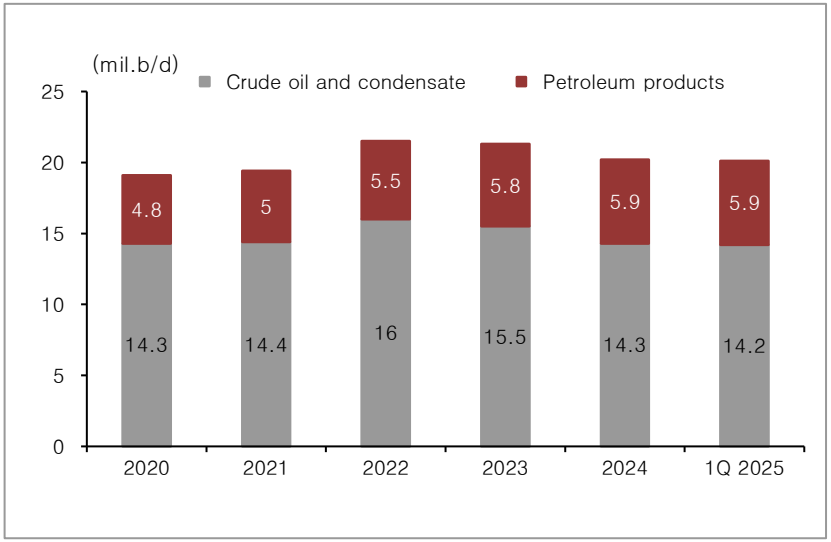
자료: KIET, 흥국증권 리서치센터

호르무즈 해협에 의존하는 세계 에너지 공급망

호르무즈 해협의 세계 에너지 시장 의존도

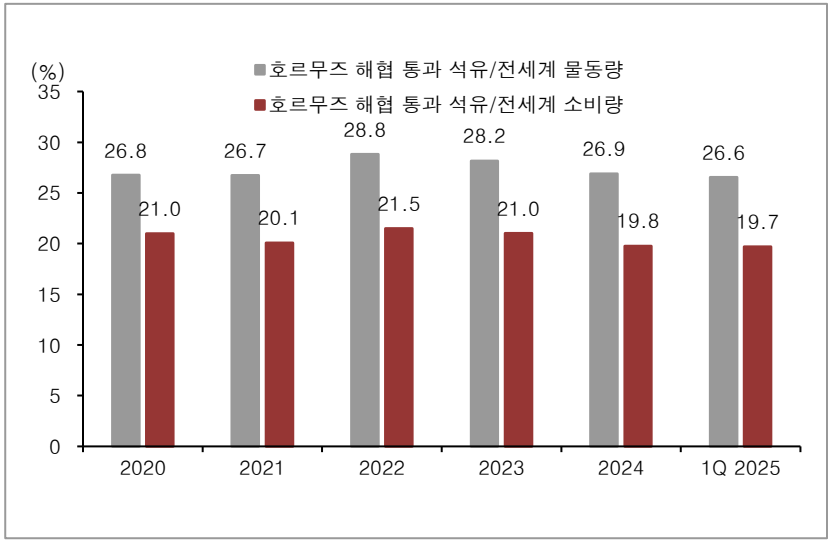
- 호르무즈 해협은 페르시아만(걸프만) 연안의 사우디 아라비아, UAE, 쿠웨이트, 이라크, 바레인, 카타르와 이란에서 생산된 석유의 핵심 수송로로 2025년 1분기 기준 일평균 1420만 배럴의 원유와 590만 배럴의 석유제품이 해협을 통과하고 있음
- 호르무즈 해협을 통과해 수송되는 석유량은 전세계 석유 물동량의 26.6%, 전세계 소비량의 19.7%에 해당하며 2022년에는 각각 28.8%, 21.5%를 기록한 바 있음
- 이란의 호르무즈 해협 봉쇄와 이란 선박에 대한 미국의 봉쇄로 현실적인 석유 공급은 차단된 상태이며 수송 봉쇄 장기화 여파로 생산시설의 가동중단에 돌입할 경우 재가동까지 상당기일의 보수작업이 필요할 수 있음

호르무즈 해협 통과 원유와 석유제품



자료: EIA, 흥국증권 리서치센터

전세계 석유소비와 석유 물동량 대비 호르무즈 통과 비중



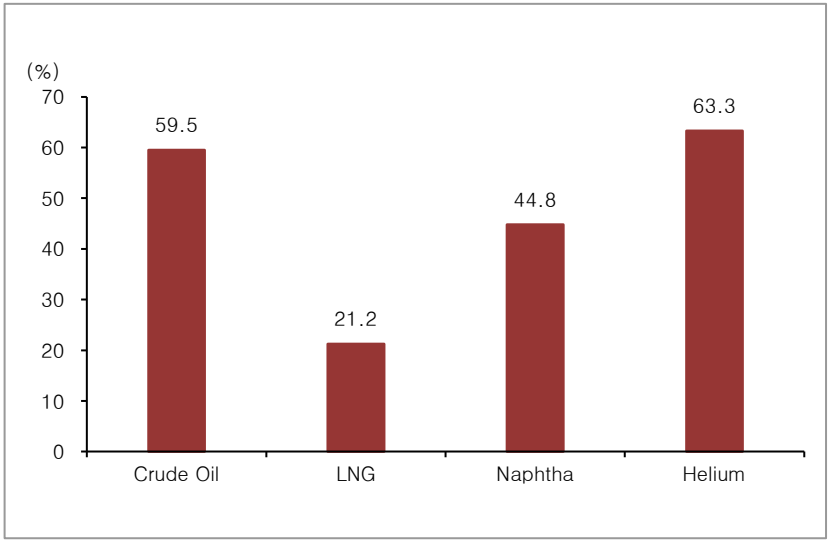
자료: EIA, 흥국증권 리서치센터

동아시아의 호르무즈 해협 에너지 의존

한국의 호르무즈 해협 의존도

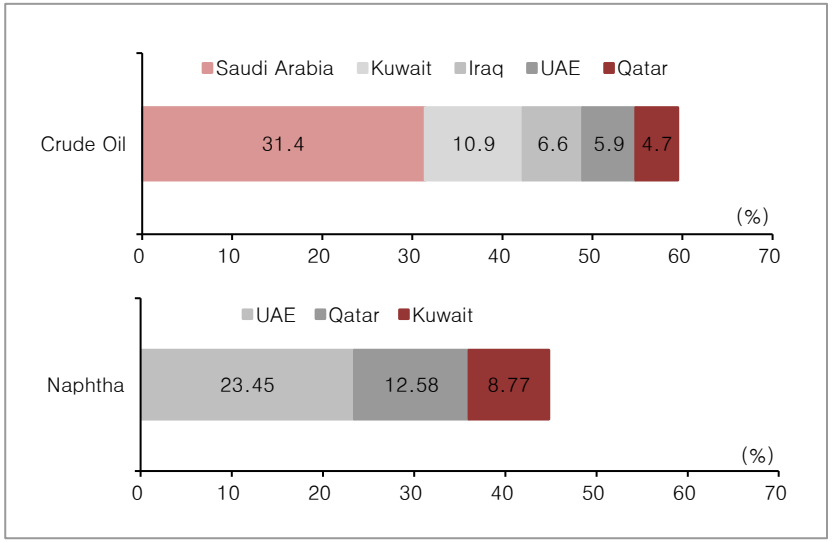
- 원유의 경우 전체 수입의 59.5%가 호르무즈 해협을 통과, LNG 21.2%, 나프타 44.8%, 헬륨 63.3%
- 원유는 사우디 아라비아, 쿠웨이트, 이라크, UAE 순으로 수입비중이 높으며 나프타는 UAE, 카타르, 쿠웨이트 순
- LNG와 헬륨은 호르무즈 해협을 통한 수입국은 카타르 1개국
- 해협 봉쇄가 장기화될 경우 공급망 유지에 필요한 대체 수입선 확보가 관건. 원유는 러시아, 미국 등에서 대체 공급처를, LNG는 호르무즈 의존도가 상대적으로 낮은 상황이며 나프타는 국내 생산분의 전용 등으로 대책을 모색. 헬륨은 세계 1위 생산국인 미국으로 수입선 대체 모색(2024년 생산비중 미국 44%, 카타르 35%)

한국 주요 공급망의 호르무즈 해협 의존도



자료: EIA, KITA, 흥국증권 리서치센터

원유, 나프타의 호르무즈 통과 공급국가 비중



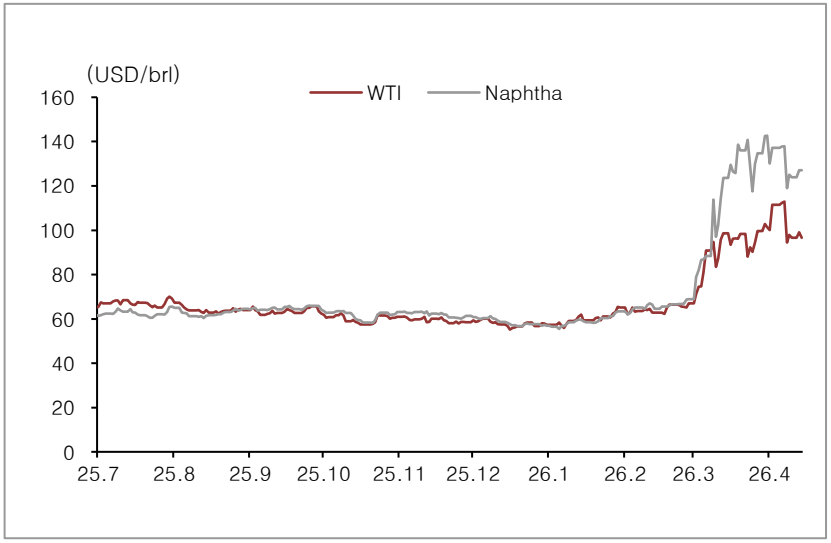
자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

에너지 공급망 제한과 한국의 영향

석유와 공급망, 다운스트림의 영향

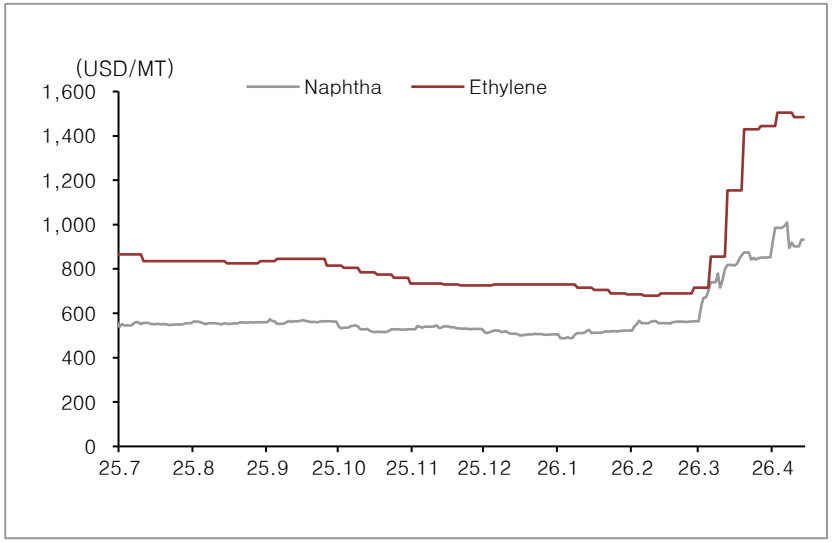
- 공급망 제한의 영향은 해당 상품 가격 뿐 아니라 공급망 사슬에 존재하는 여러 다운스트림 품목 가격에 반영됨. 석유의 경우 원유 가격 상승 뿐 아니라 원유를 정제한 제품 가격, 1차 제품을 이용한 2차 제품 등 다운스트림 전반에 영향을 미치게 됨
- 이번 전쟁으로 인해 WTI기준 원유가는 최대 68.5% 상승. 가솔린과 난방유는 각각 44.1%, 76.9% 상승. 가솔린의 가격은 비교적 억제된 모습이나 난방유 등 제품가격은 원유 상승폭을 상회. 석유화학의 원료로 사용되는 나프타의 경우 전쟁으로 최대 80% 상승
- 나프타 가격의 상승은 에틸렌 가격의 상승을 초래, 에틸렌은 최대 110% 상승
- 에틸렌을 원료로 하는 비닐 등 제품의 가격 상승 압력도 가중

WTI유가와 나프타 가격



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

나프타 가격과 에틸렌 가격



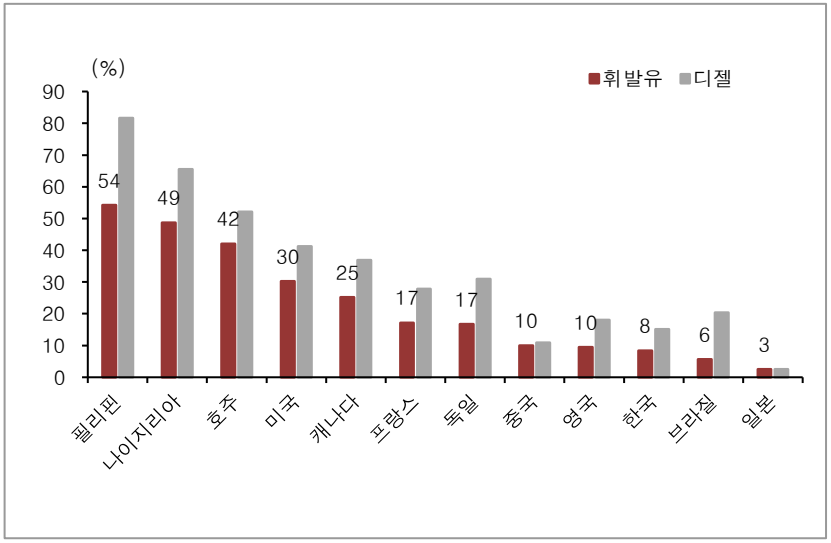
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

국가별 석유제품 가격 반영

호르무즈 봉쇄의 영향과 각국의 대응

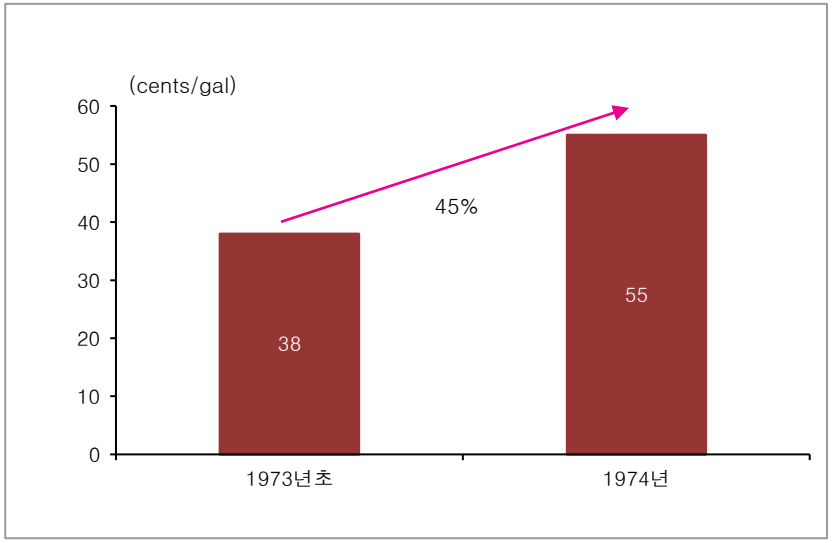
- 이번 전쟁으로 인한 원유 수급 차질은 최종 소비자에게 휘발유, 디젤 등 정제유 가격 인상의 형태로 반영되고 있음
- 국가별로 정제유 제품의 가격 인상률은 상이하게 반영되고 있음. 휘발유의 경우 최대 50%, 디젤의 경우 최대 80%까지 가격 상승이 나타나고 있음. 한국의 경우 휘발유 가격 인상율이 한 자리수로 억제되며 상대적으로 안정적인 가격 동향을 유지 중
- 호르무즈 해협을 통한 원유 의존도가 60%에 육박하는 상황에서 가격 인상 압력은 매우 높은 편이나 UAE, 사우디 아라비아 등 호르무즈 해협을 우회할 수 있는 공급선 확보와 중동 외 지역 원유 확보 등을 통해 수급의 안정성을 높이고 정부의 제품 유통과정 지원을 통해 소비자 가격을 통제하고 있기 때문.

이란 전쟁 발발 후 주요국 휘발유, 디젤 가격 상승률(2/23 ~ 3/23)



자료: Statista, Global Petrol Prices, 흥국증권 리서치센터

1차 석유파동 당시 미국 가솔린 판매가



자료: Al Jazeera, 흥국증권 리서치센터

한국의 석유수급 개선 노력

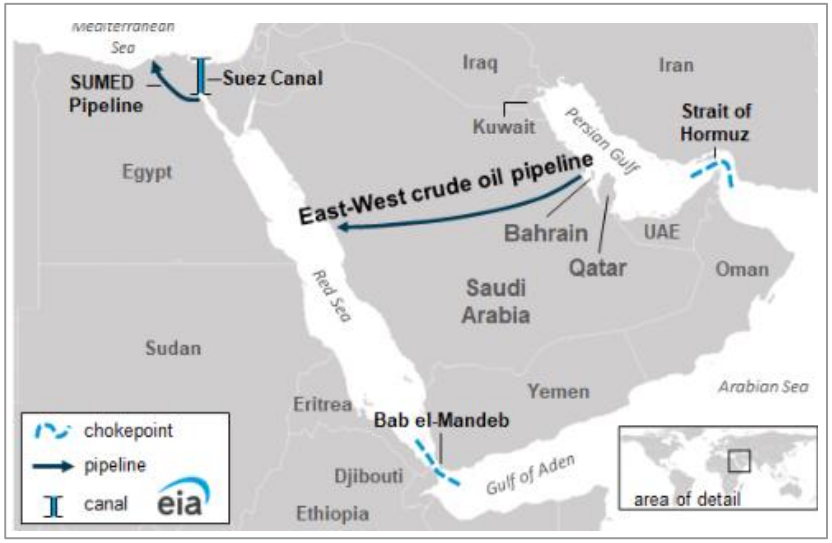
공급망 제한을 타개하려는 노력

- 한국의 높은 에너지 수입의존도, 특히 호르무즈 해협 의존도를 감안할 때, 수급 차질로 인한 생산 피해가 폭증할 수 있음
- 석유이 경우 비축유 208일 분량(IEA 기준, 국가 및 민간 보유분 합계)과 대체 공급처를 통한 확보 물량 등으로 수급 안정에 기여
- UAE로부터 긴급 원유도입 2400만 배럴에 이어 카자흐스탄 원유 1800만배럴 도입, 호르무즈를 우회하는 사우디 아라비아 석유 2억5천만배럴(5천만배럴 선적 확약, 2억배럴 하반기 우선배정), 오만 원유 500만 배럴 도입 예정
- **5월 원유 7400만배럴 확보, 작년 평균 87% 수준**

카자흐스탄 석유 파이프라인

자료: EIA, 흥국증권 리서치센터

호르무즈해협, SUMED 파이프라인, 바브 엘만데브 해협



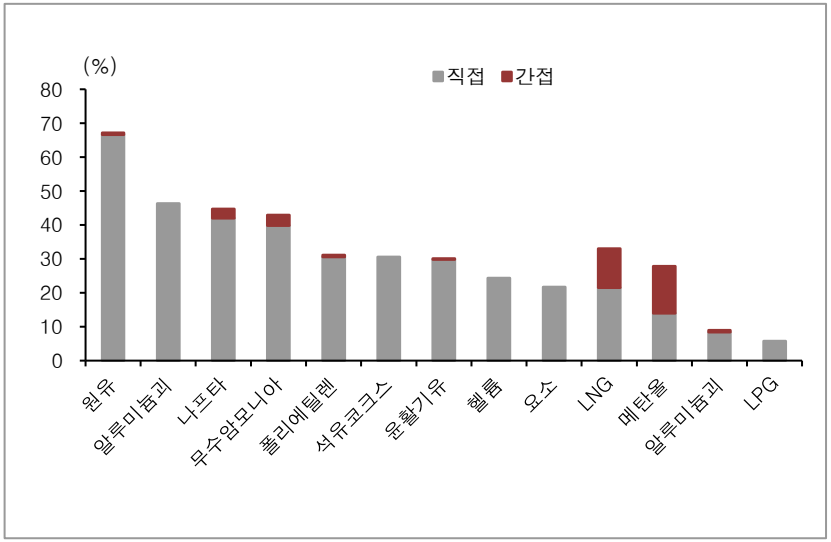
자료: EIA, 흥국증권 리서치센터

석유 외 중동 의존 공급망

한국경제의 석유와 석유 외 원자재의 중동 의존

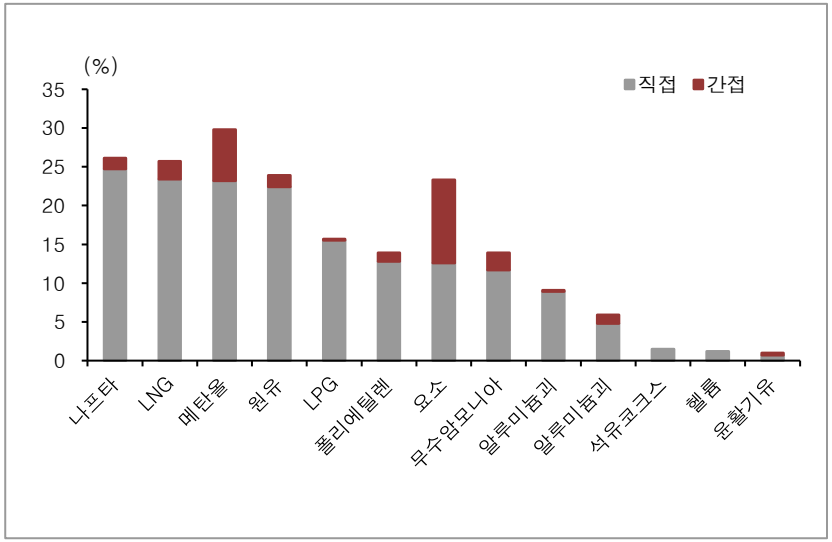
- 호르무즈 봉쇄로 인한 한국 경제 영향은 석유 뿐 아니라 중동에 의존하는 각종 자원의 수급에 영향을 미치고 있음
- 한국 경제는 석유(원유) 이외에도 알루미늄, 나프타, 암모니아, 에틸렌, 코크스, 헬륨, 요소, 천연가스 등 많은 품목의 중동 의존도가 30% 이상을 기록하고 있음
- 이들 품목 중 상당수가 전세계 교역에서 중동이 30% 이상의 점유율을 기록하고 있으며, 따라서 호르무즈 해협 봉쇄로 인한 영향은 대체 공급처 발굴이 원활하게 이루어지기 어려운 구조를 보이고 있음

한국의 대 중동 수입 의존도 높은 품목



자료: UN Comtrade, KIET, 흥국증권 리서치센터

중동의 대 세계 수출 비중이 높은 품목



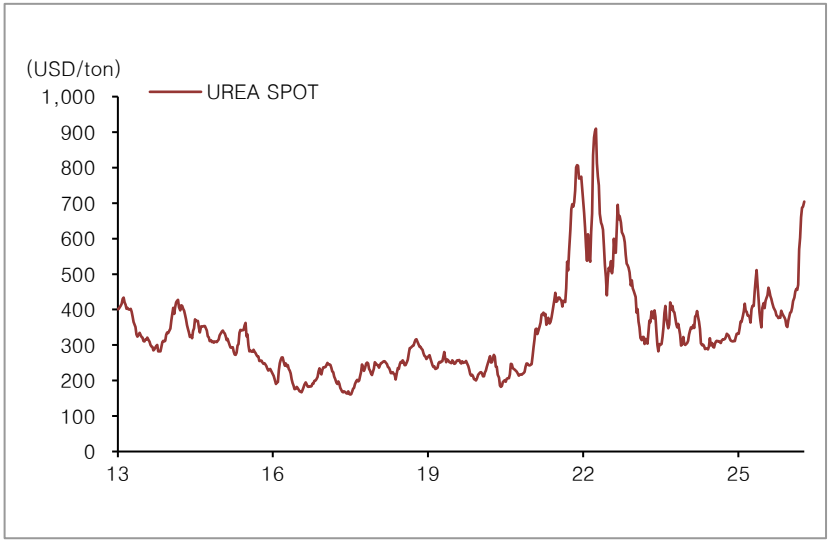
자료: UN Comtrade, KIET, 흥국증권 리서치센터

석유 외 중동 의존 공급망

또 다른 공급망 이슈

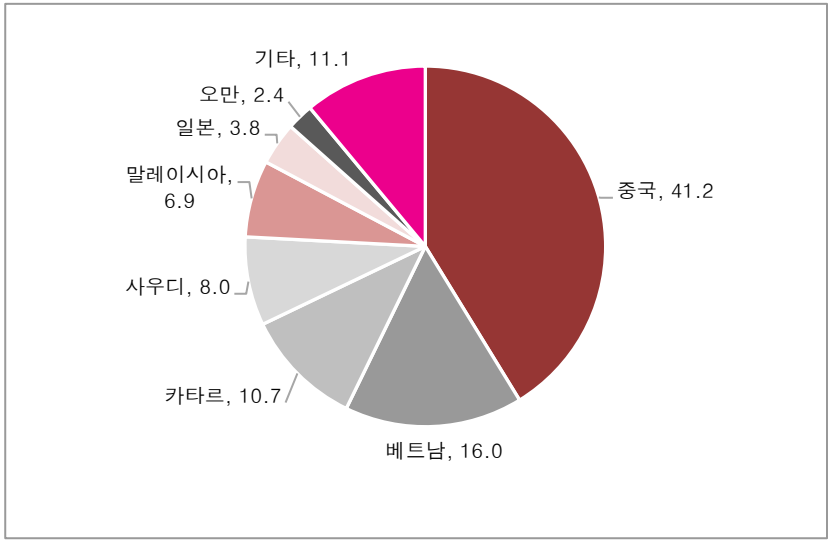
- 전쟁으로 인한 호르무즈 봉쇄 상태는 석유 뿐 아니라 여타 핵심 물질 공급에도 차질을 초래하고 있음. 카타르 선적시설의 피해로 인해 발생한 LNG 공급 차질은 '불가항력'에 이르렀고 부수적으로 생산되는 헬륨 수출에도 차질이 발생함
- 글로벌 공급망의 또 다른 핵심 물질인 요소비료의 경우도 사우디아라비아, 카타르 등 핵심 생산 물량의 공급 제한에 직면. 요소 가격은 전쟁 이전 대비 50% 상승
- 한국의 요소 수입 중 호르무즈 통과 비중은 20% 미만에 그치고 있으나 요소생산에 석유에서 추출된 암모니아가 투입되는 점을 감안할 때, 여타 지역으로부터 수입도 제한될 수 있음

요소가격



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

한국 국가별 요수 수입 비중(2025년)



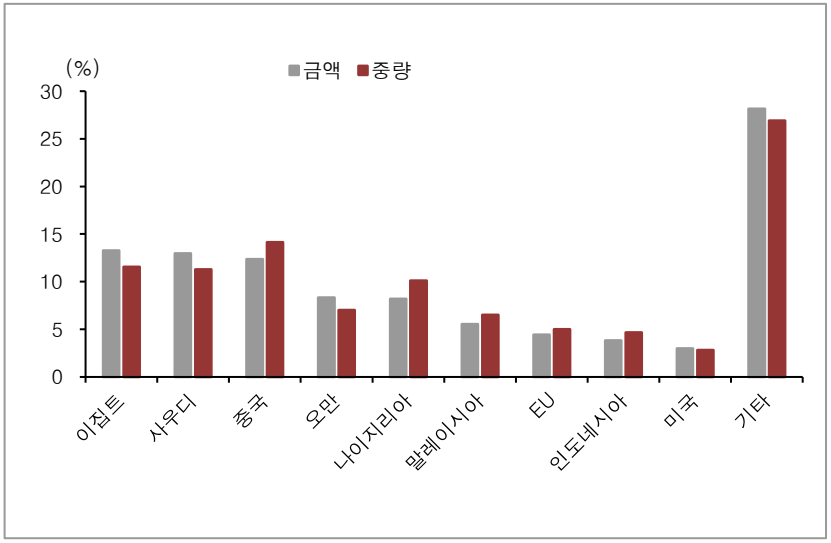
자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

석유 외 중동 의존 공급망

호르무즈 해협 봉쇄와 비료, 식량 문제

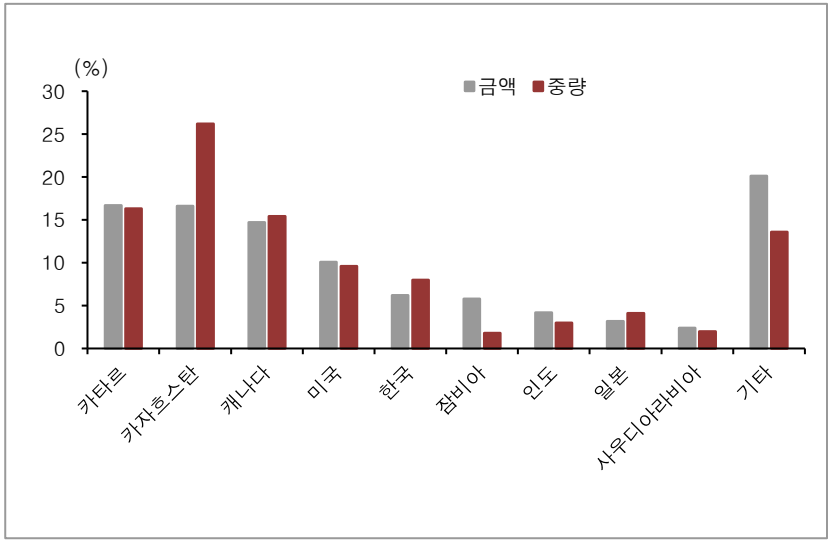
- 호르무즈 해협 봉쇄로 인한 공급망 문제는 석유, 정유제품, 나프타, 기초 유분 공급망 뿐 아니라 비료 와 식량 공급망에도 영향을 미칠 것으로 예상됨
- 사우디, 오만의 생산/수출 비중이 높은 요소와 카타르, 사우디 아라비아의 생산/수출비중이 높은 황이 대표적 비료 공급망 물질
- 우크라이나 전쟁 당시와 경험했듯, 비료 생산/유통의 장에는 일정 시간 이후 농산물 가격 상승으로 이어질 수 있음

전세계 요소 수출 국가별 비중



자료: WITS, 흥국증권 리서치센터

전세계 황 수출 국가별 비중



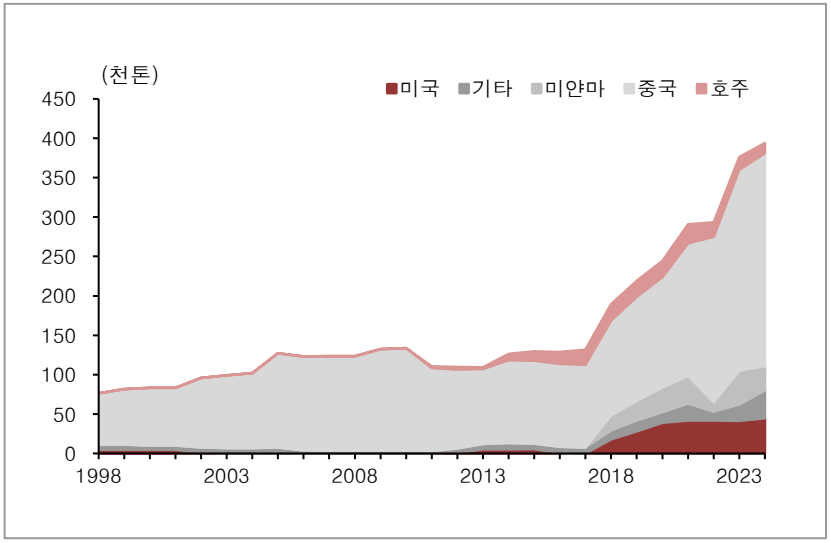
자료: WITS, 흥국증권 리서치센터

희토류 등 공급망 관리 문제

호르무즈 해협 봉쇄로 부각되는 공급망 취약성, 희토류 문제

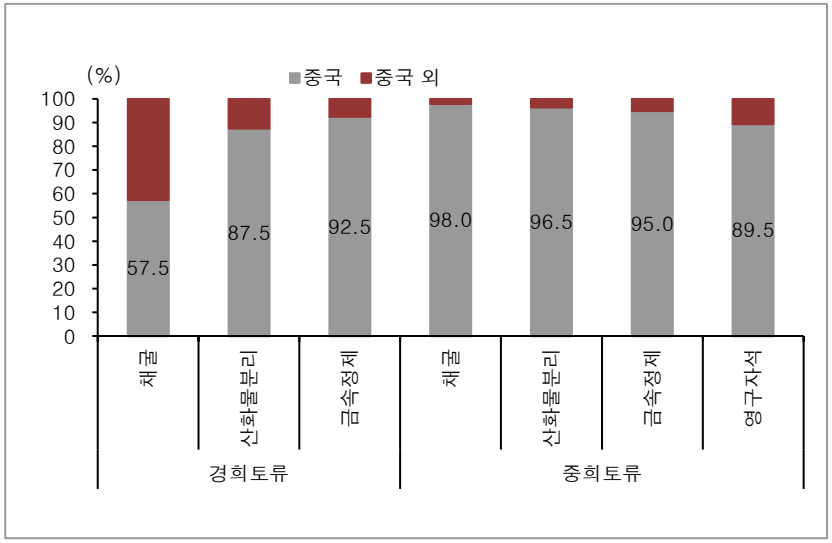
- 호르무즈 해협 봉쇄로 인한 황 공급 제한조치 이후, 중국의 황산 수출 전면 보류 조치 시행
- 한국도 원유 수입 차질 속 제트유, 휘발유 등 정제 제품의 수출 제한으로 국내 수급 우선 해소
- 전쟁으로 인한 공급망 제한이 현실화하는 가운데 희토류 등, 중국 의존적 공급망 상황에 대한 우려도 증폭
- 경희토류, 중희토류는 물론 영구자석 등 중국이 공급망을 장악하고 있는 핵심 물질에 대한 대체 공급선 확보 문제가 제기

전세계 희토류 채굴량



자료: IMF, 흥국증권 리서치센터

경희토류와 중희토류, 영구자석의 중국 비중



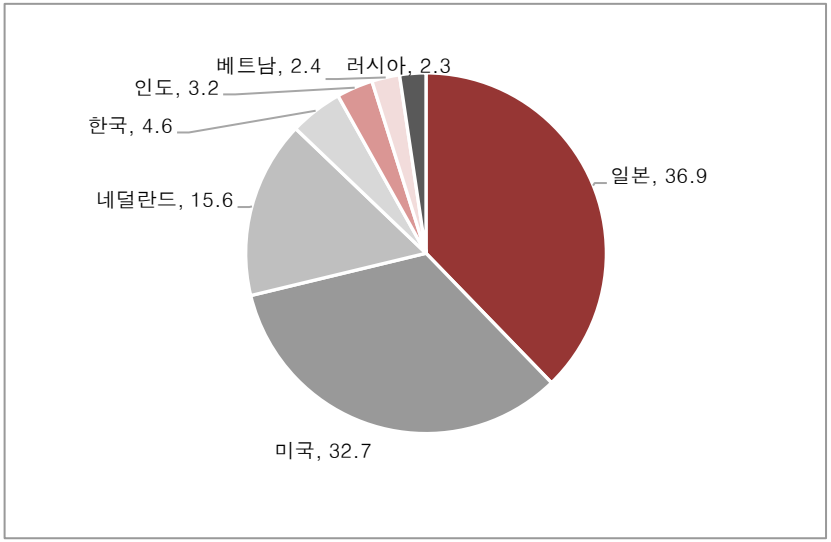
자료: IMF, 흥국증권 리서치센터

희토류 등 공급망 관리 문제

중국 희토류 공급에 의존적인 서방 국가

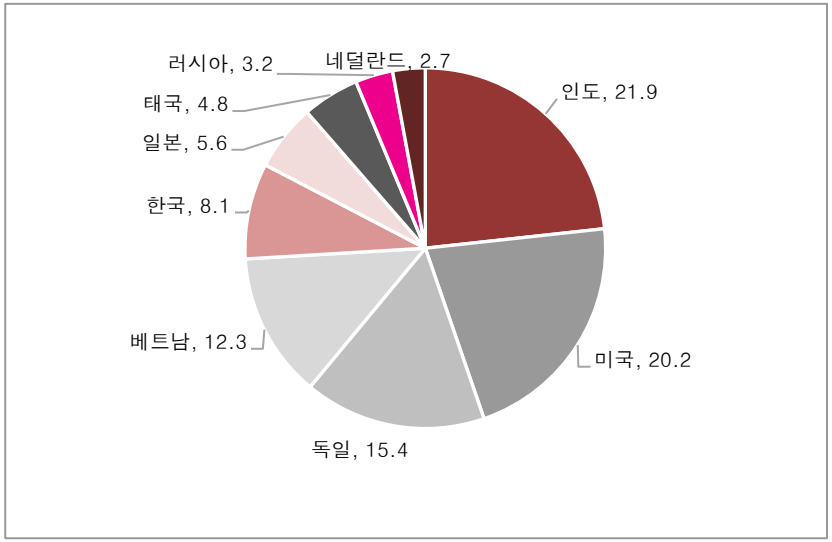
- 희토류, 영구자석에 대한 중국 의존은 일본, 미국, 한국 등 주요 서방 국가가 모두 해당
- 중국 이외 희토류 공급 가능지역과의 협력이 중요한 과제로 부각되는 가운데 정부는 희토류 17종에 대한 공급망 종합대책을 시행
- 인도, 브라질, 베트남 등 희토류 공급 가능 국가들과의 외교적 교섭 확대

중국의 희토류 수출 대상국가



자료: IMF, 흥국증권 리서치센터

중국의 영구자석 수출 대상국가



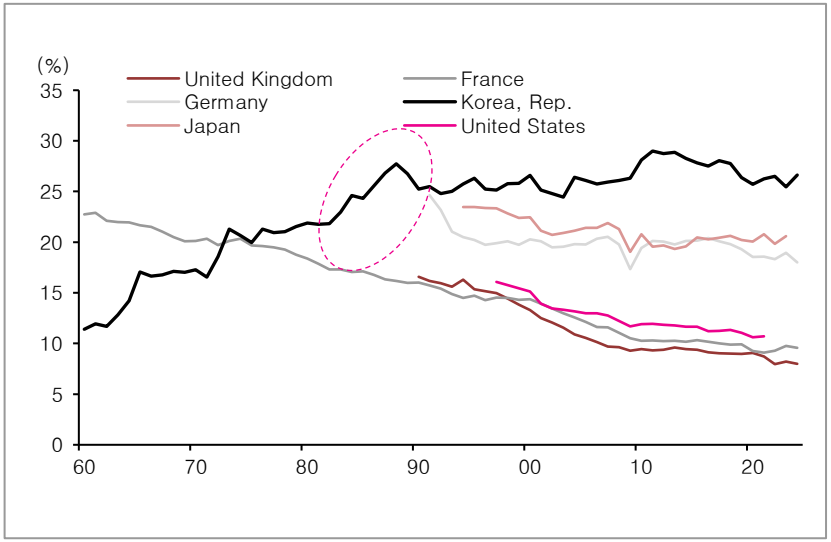
자료: IMF, 흥국증권 리서치센터

한국의 제조업 경쟁력

유니크한 제조업 강국

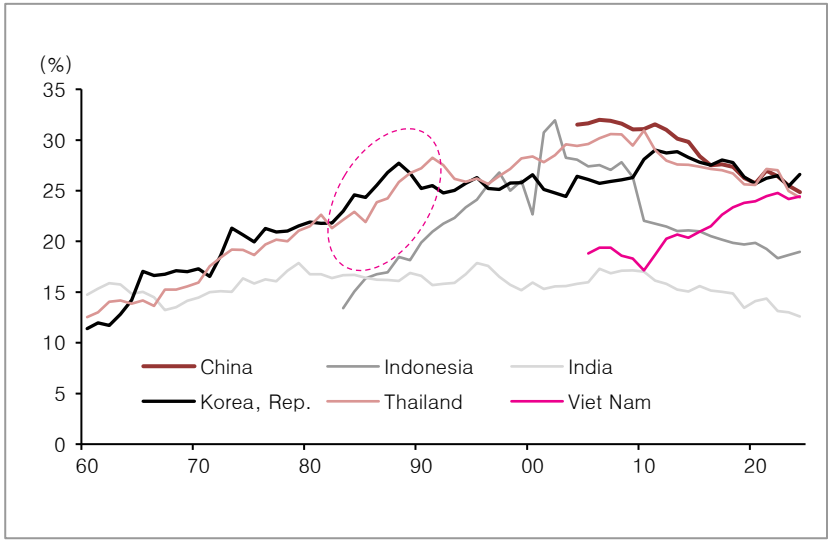
- 전쟁의 영향, 글로벌 공급망의 부담 등에도 긍정적 전망이 이어지는 산업군 존재. 한국의 제조업 경쟁력에서 기인
- 한국은 제조업 비중이 높은 국가. 선진국은 물론 후발 경제개발국가들과 비교해도 경제에서 제조업이 차지하는 비중이 높음.
- World Bank 통계에 따르면 2024년 GDP내 제조업 비중은 푸에르토리코 등 매우 작은 규모의 국가를 제외하면 중국, 아일랜드, 태국 등과 함께 세계 순위권에 속하고 있음. 특히 지난 2024년에는 한국의 제조업 비중이 26.6%로 중국의 24.9%를 앞서고 있음
- 제조업 경쟁이 격화되고 AI투자가 폭증하며 공급망이 재편되는 등 제조업 환경이 급변하면서 한국 경제의 위기와 기회가 부각

주요 선진국과 한국의 제조업/GDP 비중 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

주요 신흥국과 한국의 제조업/GDP 비중 추이



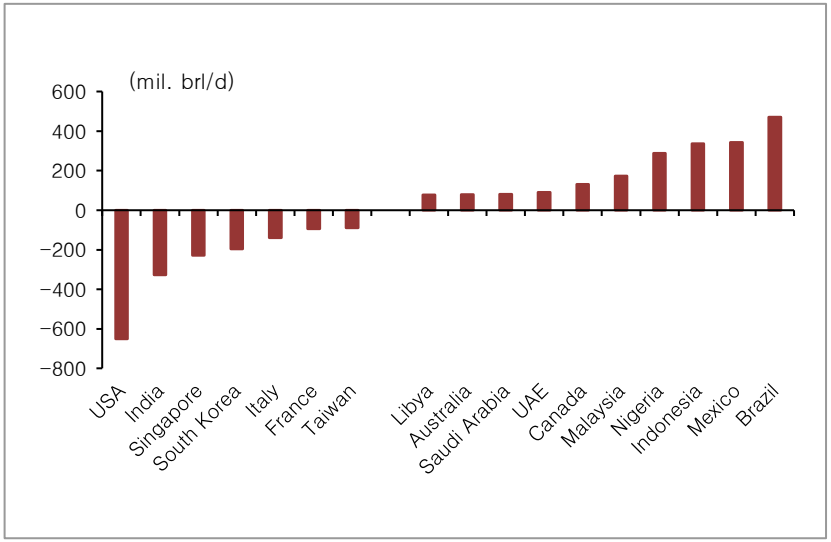
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

전쟁과 정유산업

원유 공급의 제약이 정유산업의 마진확대 기회로

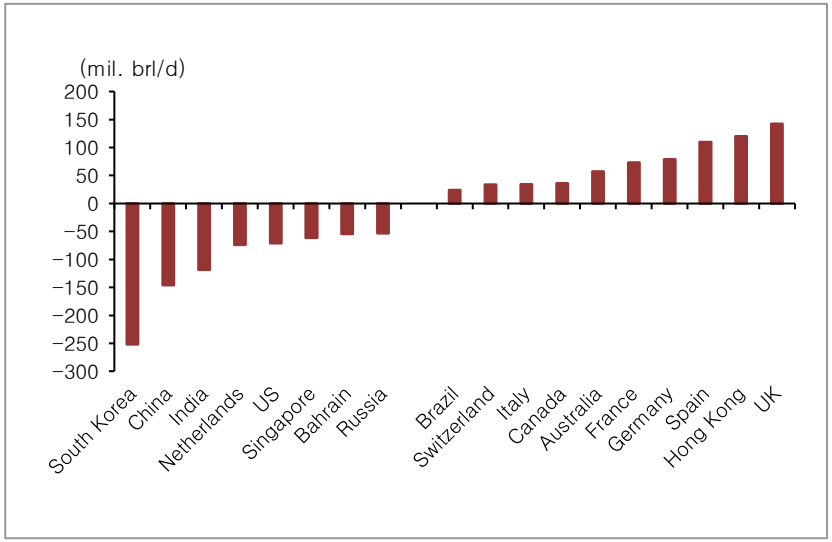
- 호르무즈 해협 봉쇄로 인한 원유 공급의 제약은 역설적으로 국내 정유산업의 마진확대 기회가 될 수 있음
- 원유 공급 제한의 효과는 다운스트림 제품의 가격을 더욱 큰 폭으로 상승시키고 있음. 원유보다는 정제유, 나프타 가격의 상승이 크게 나타나고 있으며 나프타 크래킹 이후 에틸렌 등 기초 유분과 소재 등의 가격은 더욱 큰 폭으로 상승하고 있음
- 정유제품의 경우 한국은 휘발유, 디젤, 제트유 등 주요 품목의 수출국이며, 남미, 유럽, 동남아시아, 호주 등 상당수 국가에서 정제유 수급 차질 문제에 봉착하고 있음
- 국내 수요 충족을 우선시 하겠으나 수출 여력이 확보될 경우 상당한 수익성 개선이 가능한 상황

Gasoline 국가별 수급 상황(소비량-생산량)



주: 2014년 기준
자료: EIA, 흥국증권 리서치센터

Jet fuel 국가별 수급 상황(소비량-생산량)



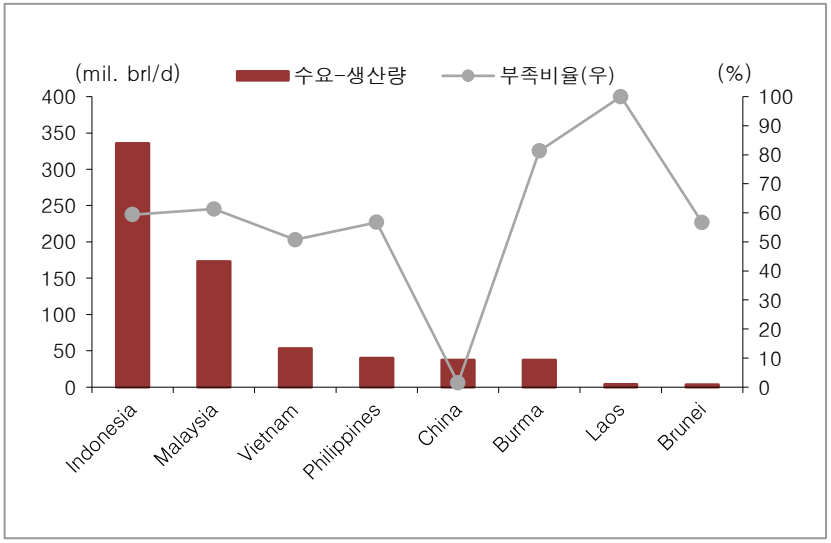
주: 2014년 기준
자료: EIA, 흥국증권 리서치센터

전쟁과 정유산업

아세안의 가솔린, 유럽의 제트유 부족

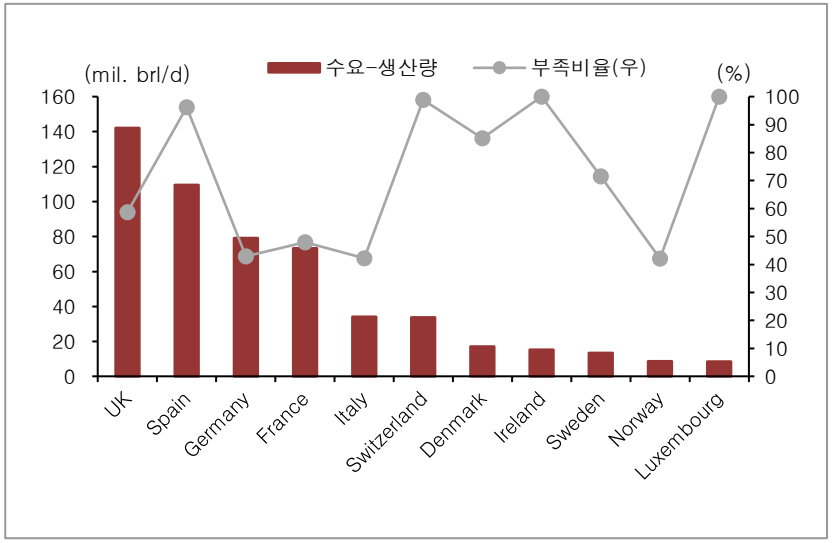
- 아세안과 유럽의 정제유 제품 수급난은 경제활동의 제한을 초래할 수 있음
- 이미 차량운행 제한은 물론 공급 부족에 따른 경제활동 제한이 현실화되고 있으며 유럽 항공편의 경우도 운항 회수 조정 등이 현실화할 우려가 높아지고 있음
- 원유는 물론 정제유 순수출국인 미국의 경우도 서부지역의 제트유 부족 등 지역에 따라 제한이 발생

Gasoline 아세안 국가별 수급 상황(소비량-생산량)



주: 2014년 기준
자료: EIA, 흥국증권 리서치센터

Jet fuel 유럽 국가별 수급 상황(소비량-생산량)



주: 2014년 기준
자료: EIA, 흥국증권 리서치센터

전쟁과 방위산업

이란 전쟁 전후 세계 전략관계의 재편

- 이란 전쟁 이전, 미국의 세계전략 변화와 더불어 세계 전략관계의 재편 본격화
- 트럼프 2기 뚜렷해 진 미국 고립주의, 국제 안보질서의 재편을 촉발. 미국의 안보 제공 축소와 더불어 안보 투자 증가
- 이란 전쟁 이후 미국과 NATO, 캐나다, 호주, 일본, 한국 등 전통 동맹국과의 협력 차질
- 호르무즈 해협 안전관리를 위한 미국 제외 국제 협의체(initiative)의 발족

미국 국가안보전략(NSS), 국가방위전략(NDS)

자료: 백악관, 흥국증권 리서치센터

프랑스 대통령실 홈페이지에 소개된 호르무즈 이니셔티브

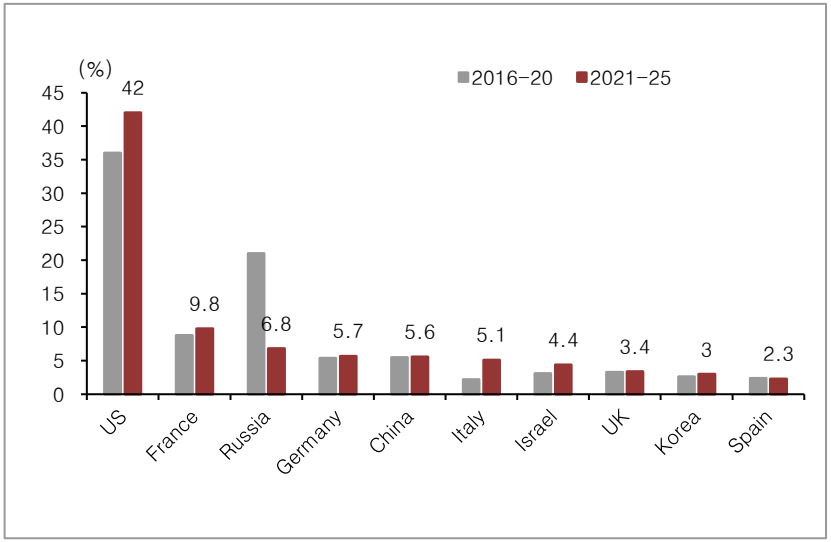
자료: 흥국증권 리서치센터

전쟁과 방위산업

전쟁 이후 한국의 방산 수출 가속화 예상

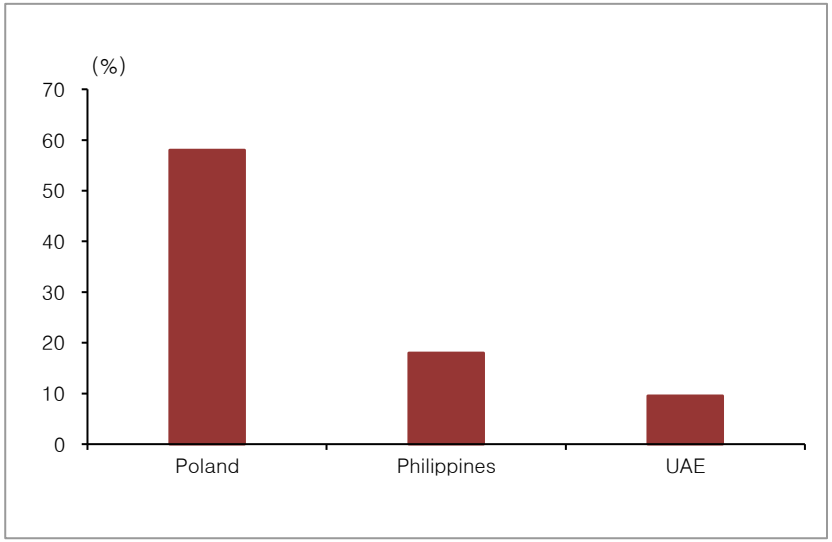
- 전쟁 이후 한국 방산의 성장이 가속화될 전망. 이미 UAE, 사우디 아라비아 등으로 방공용 무기체계의 긴급 수출이 이뤄지고 있으며 글로벌 긴장 수위가 상승할 수록 다양한 국가를 대상으로 방산 수요가 증가할 전망
- 이미 최근 5년간 수출은 2016-2020년 5년에 비해 24% 증가하며 세계무기 수출시장 점유율 3%(9위)를 기록한데 이어 전투기, 방공 미사일, 잠수함 등 수출 품목의 확대를 통해 성장 속도 배가될 전망. 2026년 이후 방산시장 순위 상승 예상
- 수출 대상 역시 폴란드를 거점으로 유럽, NATO 국가들과 UAE를 거점으로 중동 지역, 필리핀, 인도네시아 등 아시아 지역 등으로 확산되고 있으며 남미, 아프리카 등으로도 방산 수출이 진행되고 있음

세계 방산 수출 점유율 변화



자료: SIPRI, 흥국증권 리서치센터

2021-25년 한국 수출의 수요국



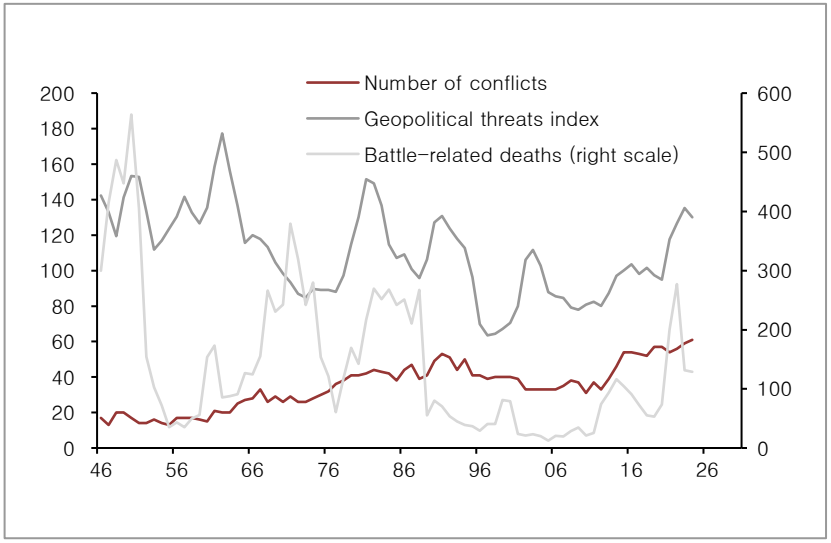
자료: SIPRI, 흥국증권 리서치센터

전쟁과 방위산업

글로벌 안보환경의 변화와 각국의 방산 투자 증가

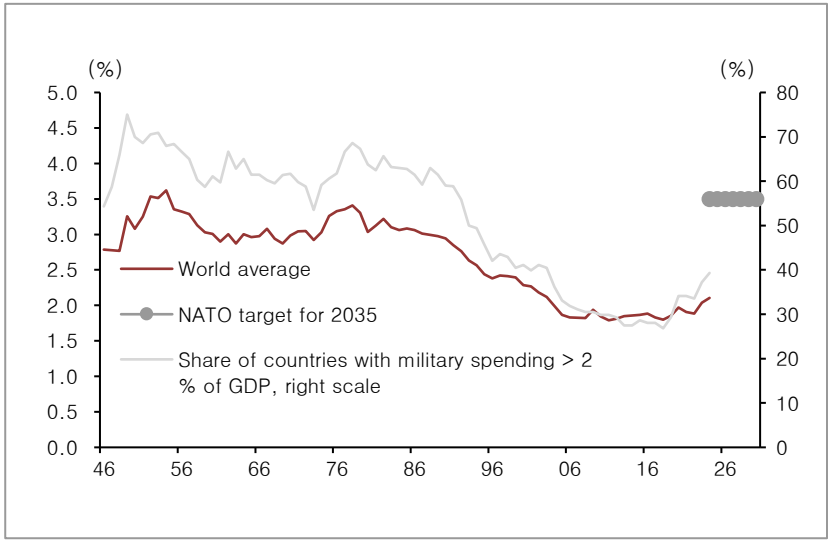
- 21세기 이후 국제적 분쟁 꾸준히 증가하는 가운데 러시아-우크라이나 전쟁, 미국-이란 전쟁 등 안보환경의 변화를 초래하는 중요 전쟁 발생
- 유럽과 아시아의 핵심 이해가 걸린 지역에서의 전쟁 발생 이후 각국의 방산투자 급격히 상향. NATO의 경우 GDP대비 방위지출 비중 3.5%까지 증대 계획
- 미국-이란 전쟁 발발 이후 걸프 연안 국가의 방위산업비 지출 급증, 유럽 NATO회원국의 방위산업 투자확대 움직임 가속화

2차대전 이후 전세계 분쟁, 지정학적 위협지수, 전투 중 사망자 수



자료: IMF, 흥국증권 리서치센터

2차대전 이후 전세계 평균 국방비 지출과 2%이상 지출국가 비율



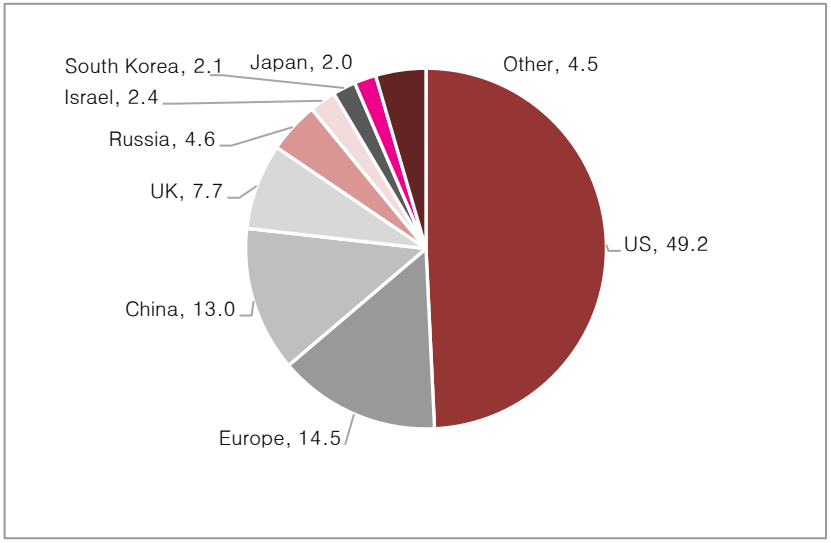
자료: IMF, 흥국증권 리서치센터

전쟁과 방위산업

한국시장 정상화와 제조업 환경변화로 KOSPI 5000

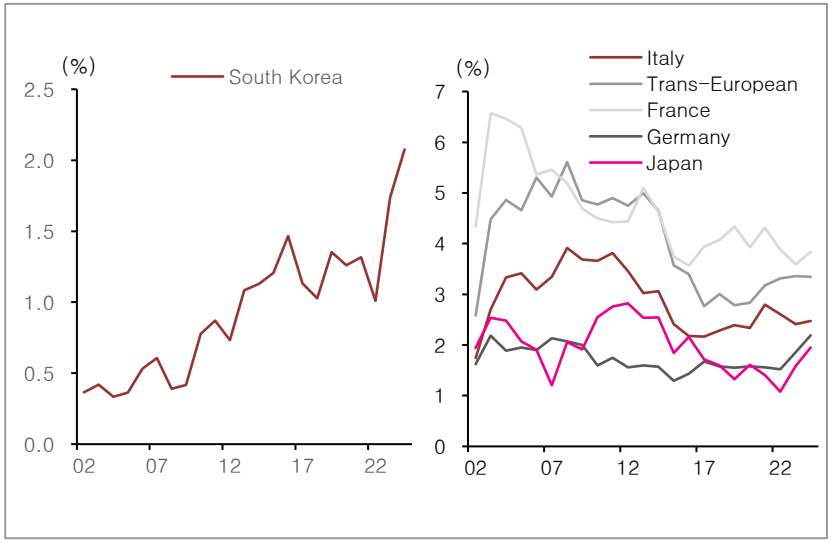
- 주요 방산기업의 매출, 한국 비중의 꾸준한 증가 이어지고 있음
- 2025년 기존 전차, 자주포, 경항공기 등 수출 포트폴리오 뿐 아니라 방공용 미사일 시스템, 잠수함, 4.5세대 전투기 등 고가 무기체계로 확산
- 미국, 중국 등 전통적인 강자에 이어 세계 5위내 방위산업 수출 국가로 도약 예상

2024년 세계 100대 방산기업 국가별 매출 비중



자료: SIPRI, 흥국증권 리서치센터

100대 방산기업 중 한국과 유럽주요국, 일본의 매출 비중 추이



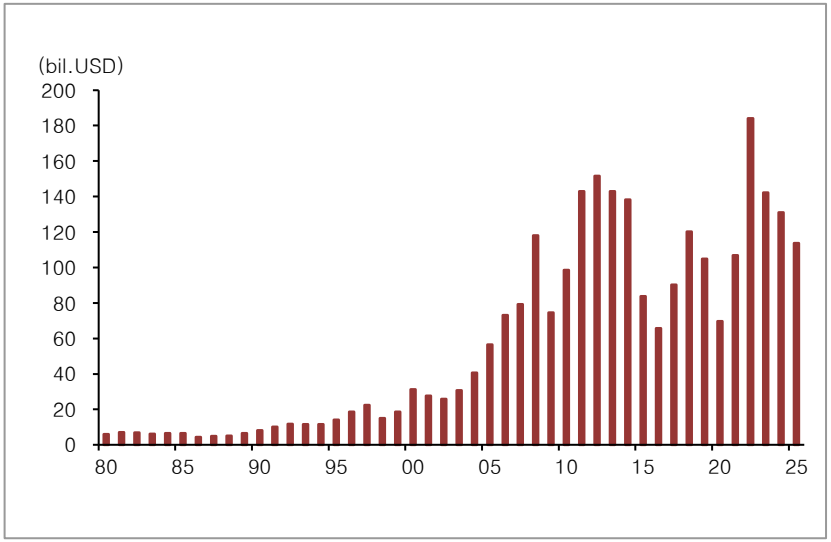
자료: SIPRI, 흥국증권 리서치센터

전쟁과 에너지 전환

에너지를 수입에 의존하는 한국경제

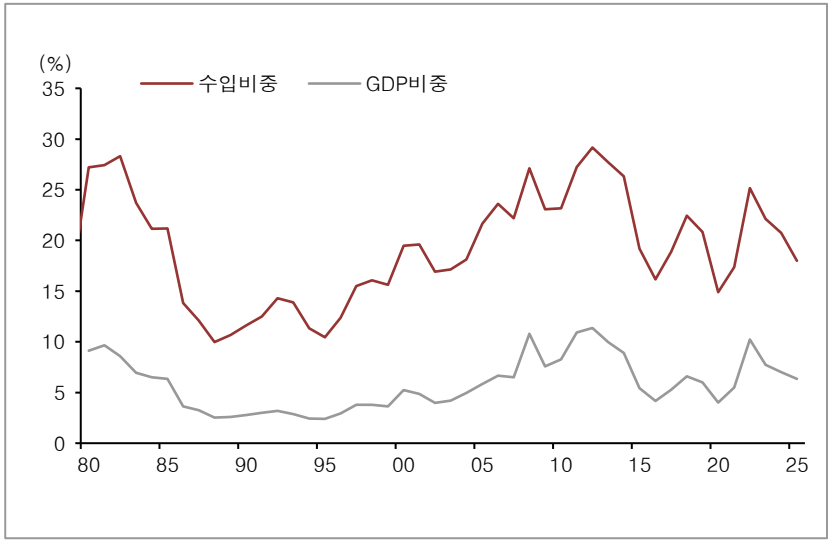
- 제조업 강국인 한국, 그러나 에너지는 전적으로 대외 수입에 의존. 에너지 가격의 등락에 따라 에너지 비용 부담 변동이 매우 큼. 수입 규모 역시 전체 수입 가운데 20%를 넘나들고 GDP대비 수입비중은 많을 때 10% 이상, 적을 때에도 5% 내외를 유지
- 향후 에너지 측면에서 두 가지 큰 변화가 불가피한 상황. 하나는 에너지 다소비 산업의 확산에 따른 에너지 소비 증가이며 다른 하나는 탄소배출 억제를 위한 재생에너지, 원자력 등 무탄소 전원의 증가임
- 반도체, AI 데이터센터 등 에너지 다소비 산업의 증가와 탄소배출의 억제를 조화시키는 것이 기회인 동시에 제약조건이 될 수 있음
- 여기에 **전쟁으로 인한 에너지 안보 관점의 에너지 전환 요구가 급격하게 대두**

에너지(석유+가스+석탄) 수입금액 추이



자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

에너지수입/전체수입 비중, 에너지수입/GDP비중



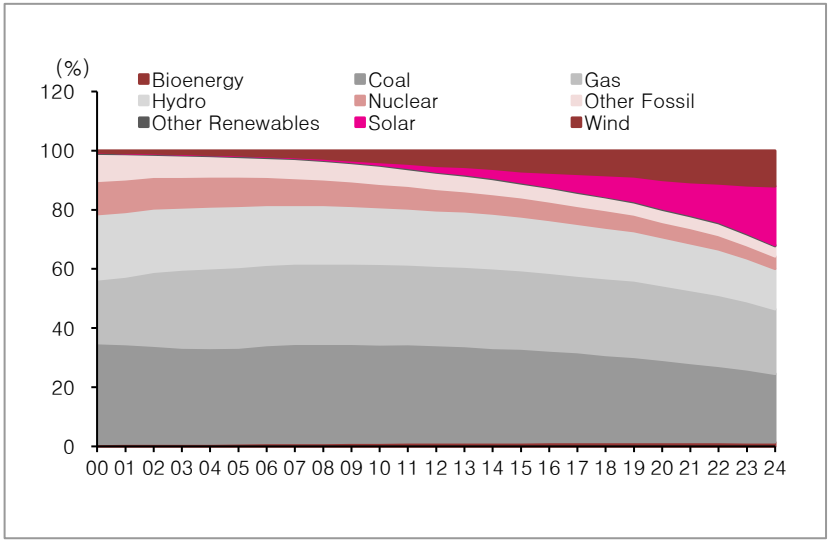
자료: KITA, IMF, 흥국증권 리서치센터

전쟁과 에너지 전환

급격한 에너지 수요 증가에 대응하는 수단으로 주목되는 태양광

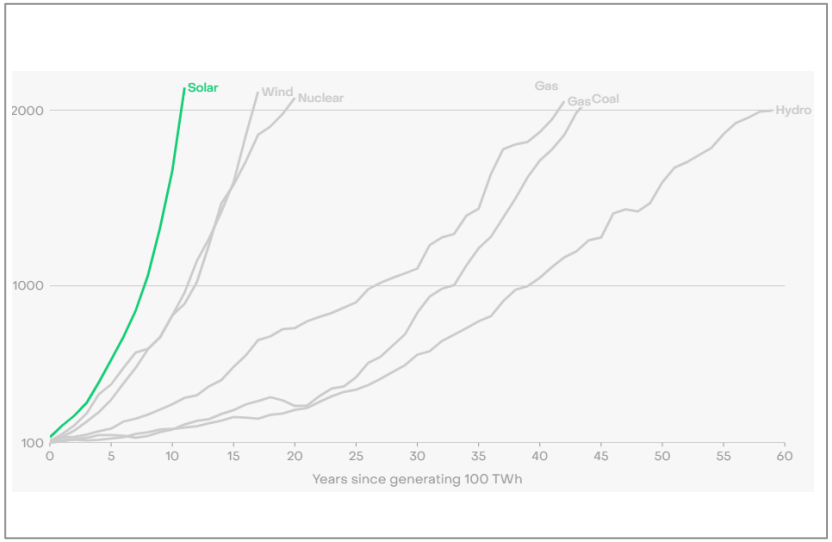
- AI 데이터 센터의 막대한 전력 수요와 맞물려 태양광 설비의 급격한 증가가 주목되고 있음
- 전세계 전력 설비에서 태양광이 차지하는 비중은 2016년 4.7%, 2020년 9.7%에 불과했으나 2024년 19.9%까지 폭발적으로 증가. 2024년 석탄 23.1%, 가스 21.9%에 육박하며 3위를 기록, 1~2년 내 역전될 것으로 예상
- 태양광의 보급 속도는 여타 전력원에 비해 매우 가파른 모습. 100TWh 발전 이후 1000TWh 발전까지 확장하는데 걸린 시간이 석탄 30년, 가스 25년, 원자력과 풍력이 10년씩 소요된 것에 비해 태양광은 8년만에 10배 발전량을 기록했고 2000TWh에 도달하는 데에는 추가 3년이 소요됨

2000년 이후 전세계 전력원별 전력 설비용량 구성비



자료: Ember, 흥국증권 리서치센터

전력원별 100TWh 발전 이후 1000TWh, 2000TWh 도달 기간



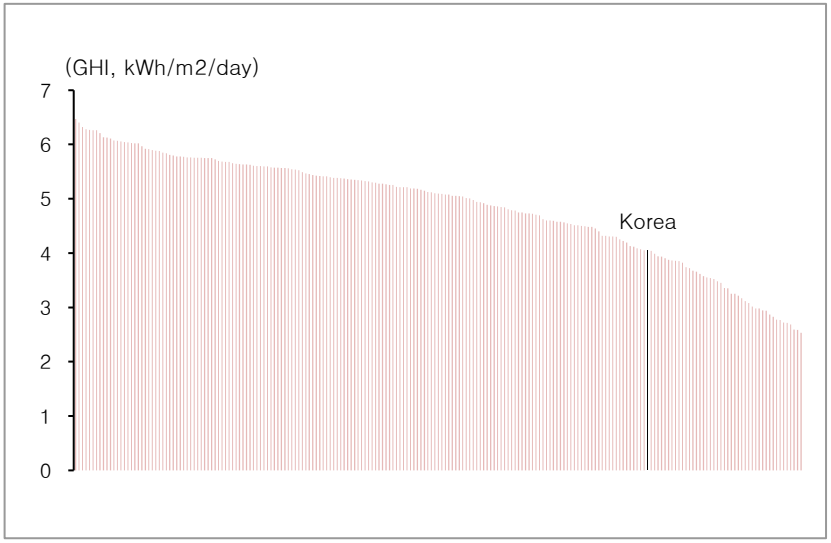
자료: Ember, 흥국증권 리서치센터

전쟁과 에너지 전환

한국의 태양과 잠재력

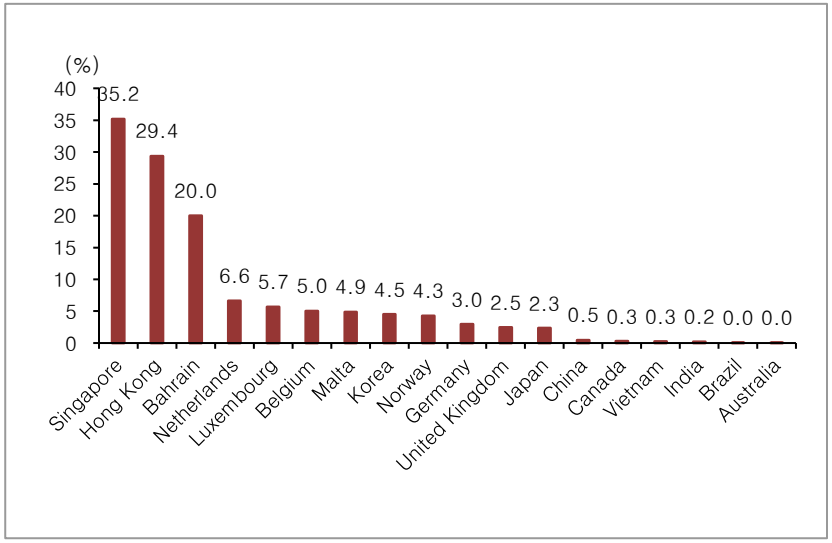
- 에너지 전환에 대한 요구가 시급하게 제기되고 있음에도 불구, 한국의 에너지 전환에는 여러 논쟁과 의견 대립 상존
- 태양광 발전 비중이 급격히 상승하고 있는 전세계 상황과 달리 한국의 경우 태양광 에너지 확산이 정체되는 모습
- 한국의 태양광 투자 정체에는 상대적인 입지 취약성 등도 부각됨. 그러나 태양광 입지 최고 지역에 비해 잠재력이 낮지만 국가 총 전력 수요를 감당하기 충분한 태양과 에너지 자원을 보유
- 한국의 경우도 연간 전력소비를 태양광으로 충당하기 위한 국토면적인 전체 4.5%에 불과

세계 국가별 이론적 태양광 잠재량



자료: Solargis, World Bank, 흥국증권 리서치센터

국가별 연간 전력 소비량을 태양광으로 생산하기 위한 국토면적 비율



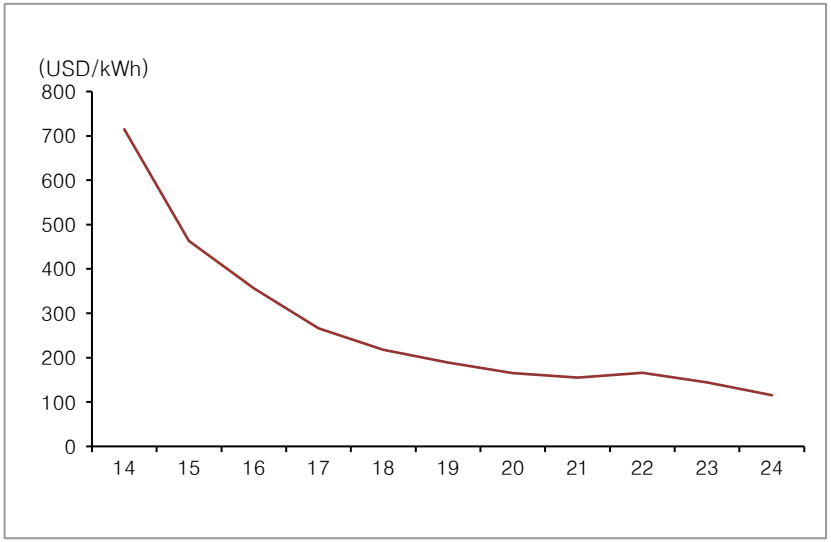
자료: Solargis, World Bank, 흥국증권 리서치센터

전쟁과 에너지 전환

태양광을 보완하는 배터리, 가격 하락과 함께 가파른 성장

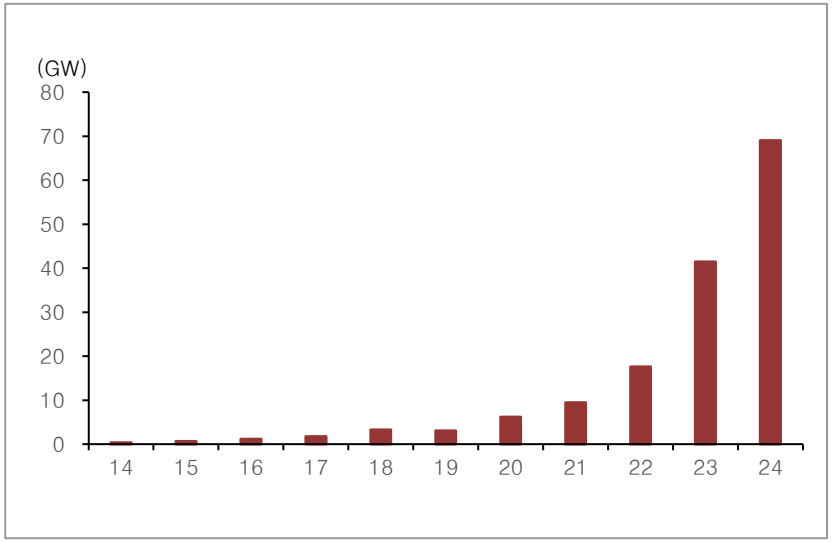
- 태양광 등 신재생에너지 발전 비중이 증가함에 따라 간헐성 문제 극복이 과제로 대두됨
- 간헐성 극복을 위해 천연가스 발전 등 부하조절이 필요한 발전원이 대안으로 자리해 왔으나 탄소배출을 자극하는 문제 노정
- BESS가 간헐성 극복을 위한 수단으로 적합하나 가격 문제로 채택이 쉽지 않았음. 그러나 2020년 이후 지속적인 가격 하락으로 BESS 설비 증설이 폭발적으로 진행

평균 배터리팩 비용 추이



자료: Ember, 흥국증권 리서치센터

배터리 저장장치 설비 증설 추이



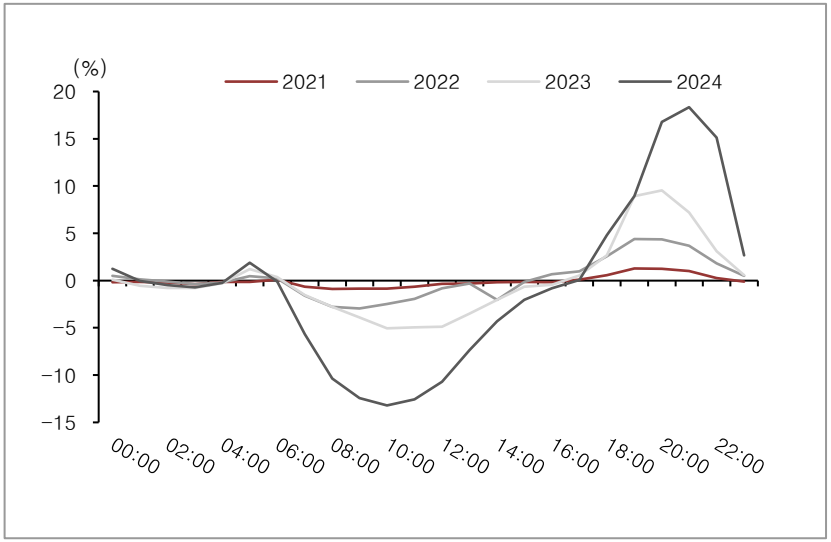
자료: Ember, 흥국증권 리서치센터

전쟁과 에너지 전환

배터리 채용 확대로 전력망내 재생에너지 비중 증가

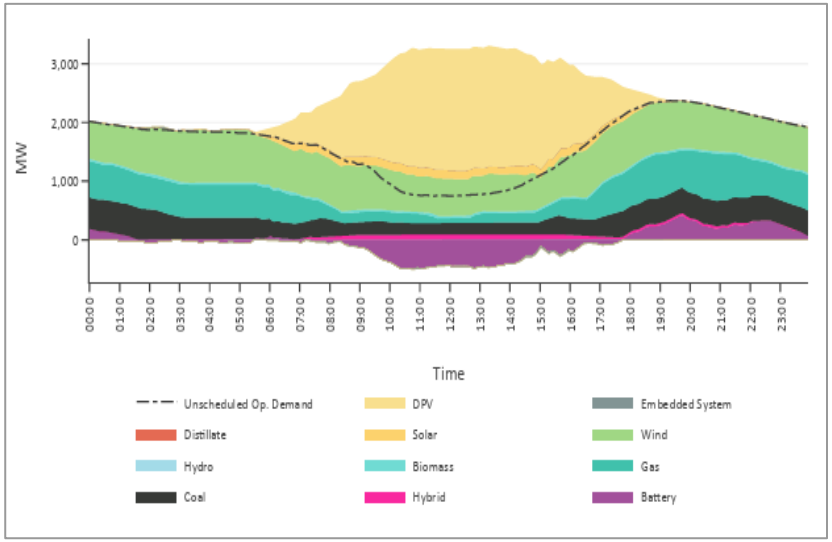
- 미국 캘리포니아주, 호주의 서호주 등에서 BESS 채택으로 태양광의 간헐성을 극복하는 사례 만들어지고 있음
- 캘리포니아주의 경우 2024년 여름 배터리의 전력공급 점유율이 저녁 피크 시간대에 20%에 육박할 정도로 확대됨. 2026년 3월 말 배터리 전력공급 점유율은 최대 44%까지 상승 기록(Renew Economy)
- 실질적인 고립형 전력망을 유지하고 있는 서호주의 경우 배터리 채택으로 신재생에너지 발전 담당 비율이 91.1%를 기록
- 간헐성 문제로 신재생에너지 비중확대의 부담을 지적하는 경우 많으나 가격 하락이 빠르게 진행되는 BESS와의 연계로 신재생에너지 전력공급 확대가 가능

미국 캘리포니아 여름철 배터리 전력공급 시간대별 변화



자료: Ember, 흥국증권 리서치센터

서호주 전력망, 재생에너지 발전비중 기록 2025.12.20일 91.1%



자료: AEMO, 흥국증권 리서치센터

전쟁과 에너지 전환

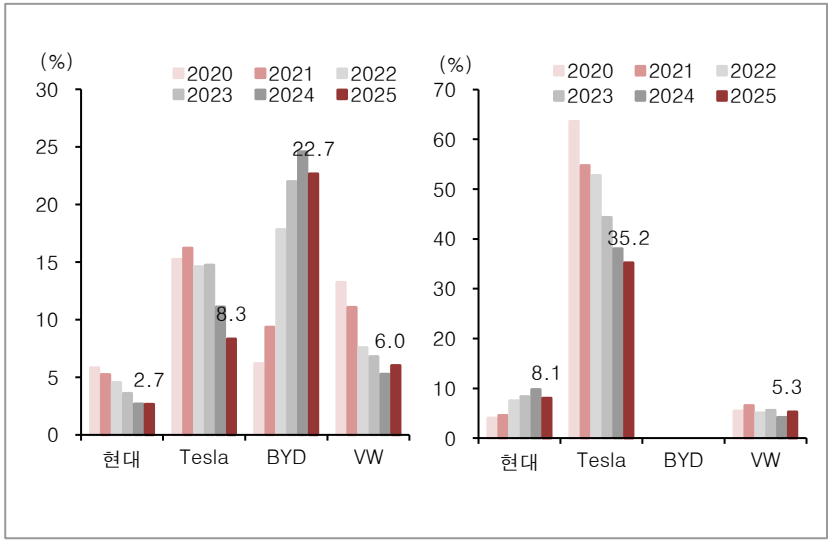
BESS시장 중국의 압도적 우위 지속, 그러나 한국 기업의 투자도 증가

- 현 국제 BESS시장은 중국의 압도적인 우위 구도가 정착되어있음
- 상대적으로 저렴한 LFP계열 배터리를 활용한 BESS로 2025년 전세계 점유율 80% 이상을 장악. 한국 업체의 점유율은 2025년 4%로 하락
- 전기차 시장에서 북미 시장이 점유율 확대가 가능한 것처럼 BESS시장에서도 중국 공급망 배제를 위한 정책 대응이 구체화되면 한국의 BESS 시장 확대의 계기가 될 수 있음

BESS 업체별 전세계 시장 점유율

자료: SNE Research, 흥국증권 리서치센터

주요 EV 4사의 전세계, 북미시장 점유율



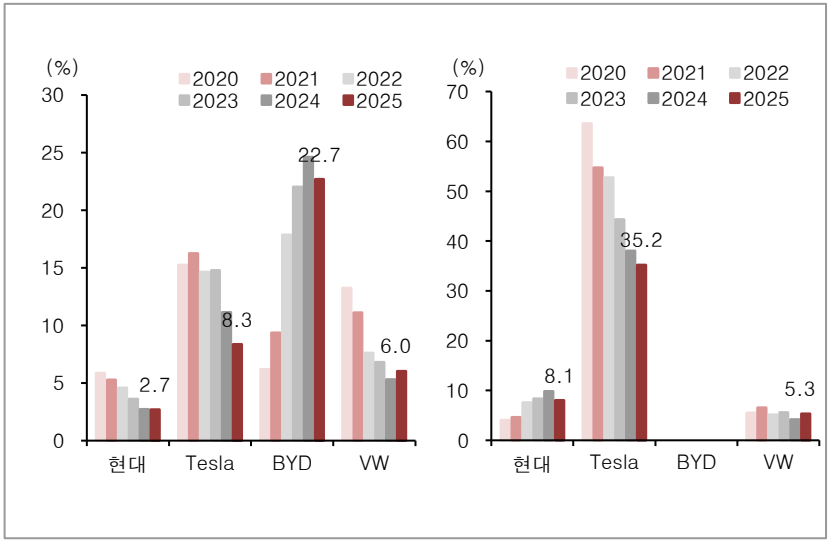
자료: Mark Lines, Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

공급망 분절의 영향

기회와 위기가 공존하는 전기차 산업의 공급망 단절

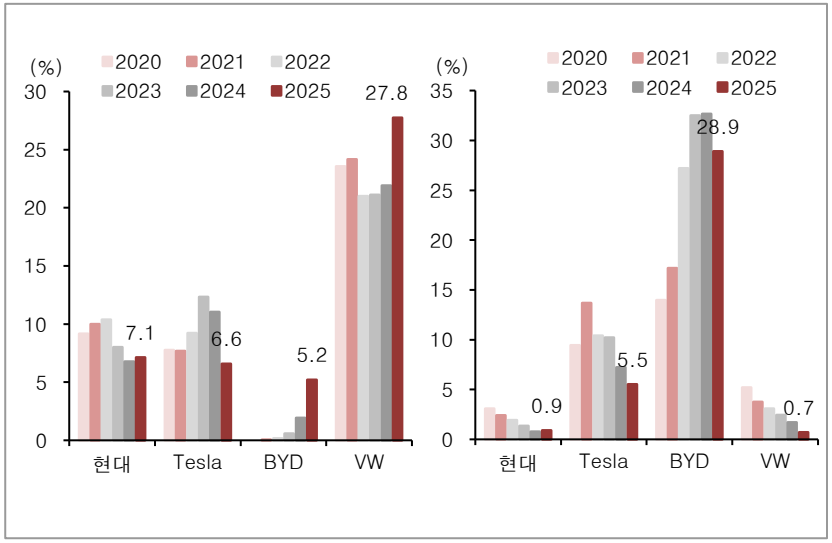
- 전기차의 경우, 공급망 단절에 따른 수혜와 위험을 모두 겪은 산업. 미국-중국 무역 분쟁이 격화된 이후 민주당 바이든 행정부 내에서 전기차의 공급망을 중국과 철저하게 분리하는 정책을 시행
- 전기차-배터리-핵심광물에 이르는 전기차 공급망 전체에서 중국을 분리해 내면서 한국 전기차, 배터리 등의 기회가 부각, IRA법 시행 등으로 미국 내 점유율 확대
- 트럼프 2기 출범 이후 전기차 지원정책 폐기로 미국 시장 공략 제한. 아시아 등 분절된 다른 시장 내 경쟁력 상실

주요 EV 4사의 전세계, 북미시장 점유율



자료: Mark Lines, Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

주요 EV 4사의 유럽, 아시아시장 점유율



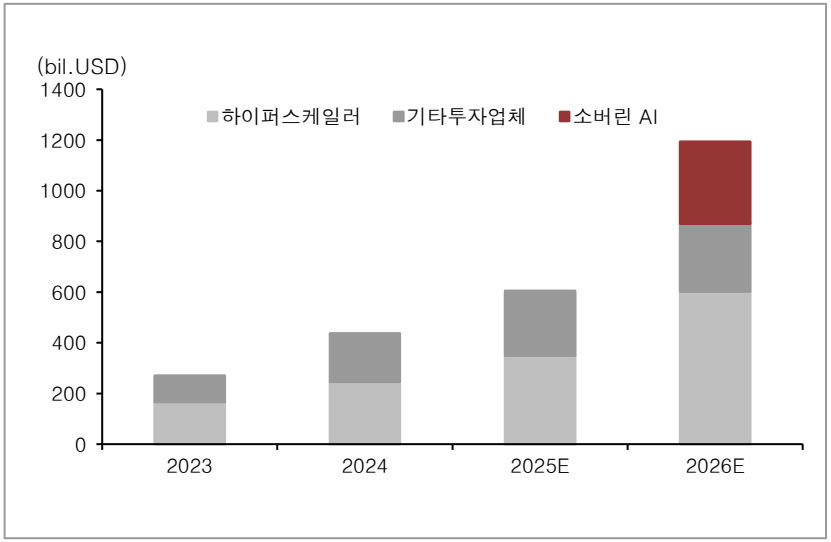
자료: Mark Lines, Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

AI가 주도하는 반도체 성장

AI투자가 주도하는 반도체 사이클: 급증하는 데이터센터 투자

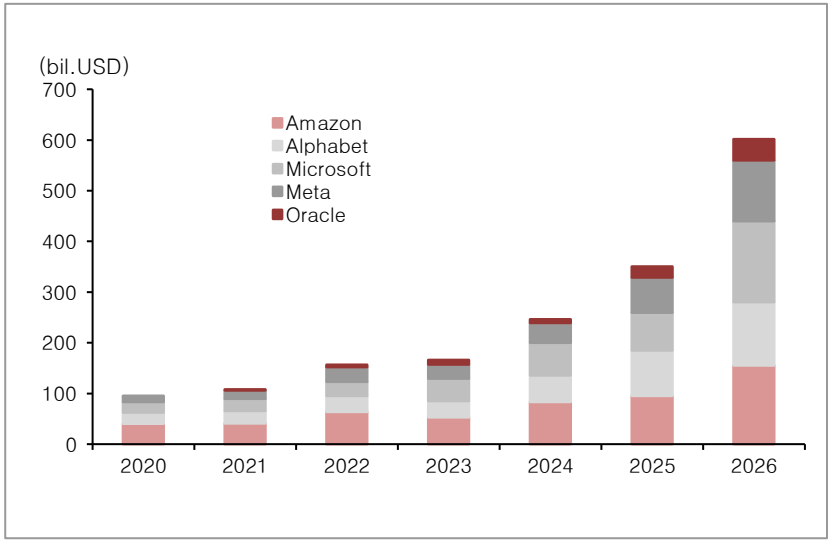
- AI시대를 주도하기 위한 경쟁이 격화되면서 데이터센터 투자도 가파르게 증가하고 있음. 2025년은 물론 2026년 하이퍼 스케일러의 투자 경쟁은 투자 규모 전망을 지속적으로 상향조정케 하고 있으며 하이퍼 스케일러 외 기타 투자업체, 소버린 AI 등도 가세하며 데이터 센터 전체 투자 규모는 급격한 증가세 유지
- 한국의 경우도 하이퍼 스케일러의 데이터 센터 유치는 물론 자산운용사 블랙록의 데이터센터 투자, 국가대표 AI 등 소버린 AI 투자가 계획, 집행 중

AI투자 추이와 예상



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

하이퍼스케일러 Capex 추이와 예상



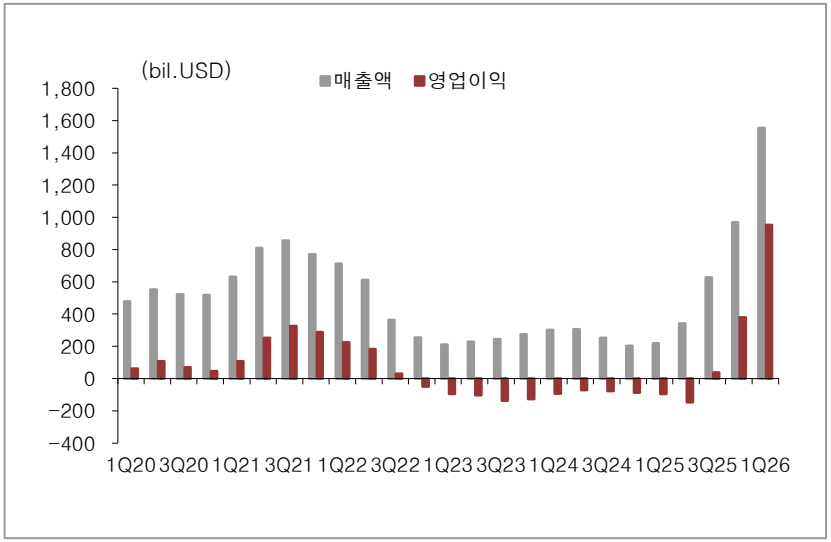
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

AI가 주도하는 반도체 성장

반도체 사이클, 신뢰할 수준인가?

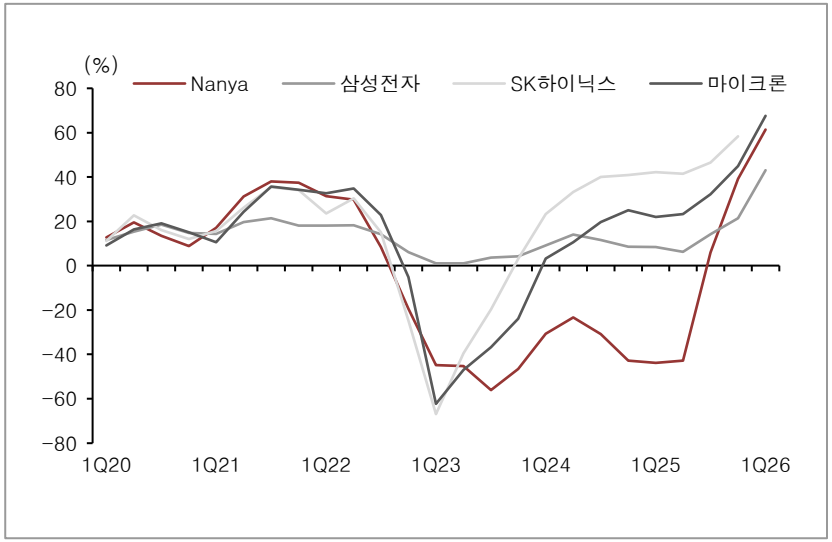
- 1분기 한국 삼성전자와 SK하이닉스의 영업이익은 각각 57.2조 37.6조로 폭발적 성장 기록. AI투자 증가로 인한 메모리 수요의 급증이 HBM메모리를 비롯 기존 디램과 NAND 플래시 메모리의 수요를 크게 견인한 결과
- 반도체 실적 개선은 한국 반도체 기업에 국한된 사안이 아니며 글로벌 메모리 반도체 기업 전반에서 관찰되는 현상
- 1분기 대만 난야의 실적은 반도체 경기의 상황을 보여줌. 난야는 삼성, 하이닉스, 마이크론에 이어 디램메모리 분야 4위 업체이나 점유율은 지난 4분기 1.8%에 불과. 그러나 1분기 폭발적인 실적 개선과 60%대 영업이익률 기록, 메모리 전산업의 호조를 증명

대만 난야 테크놀로지 분기별 실적



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

메모리 4사의 영업이익률 추이



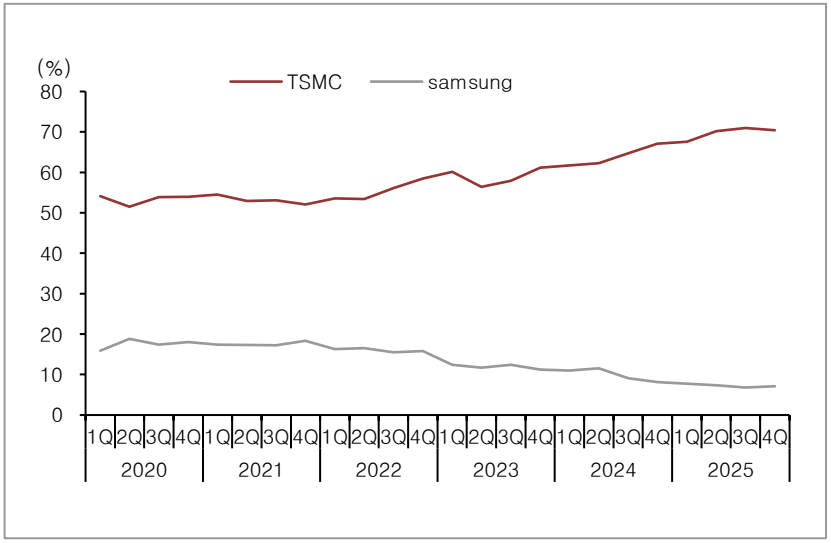
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

AI가 주도하는 반도체 성장

메모리를 넘어서는 성장이 시작되면

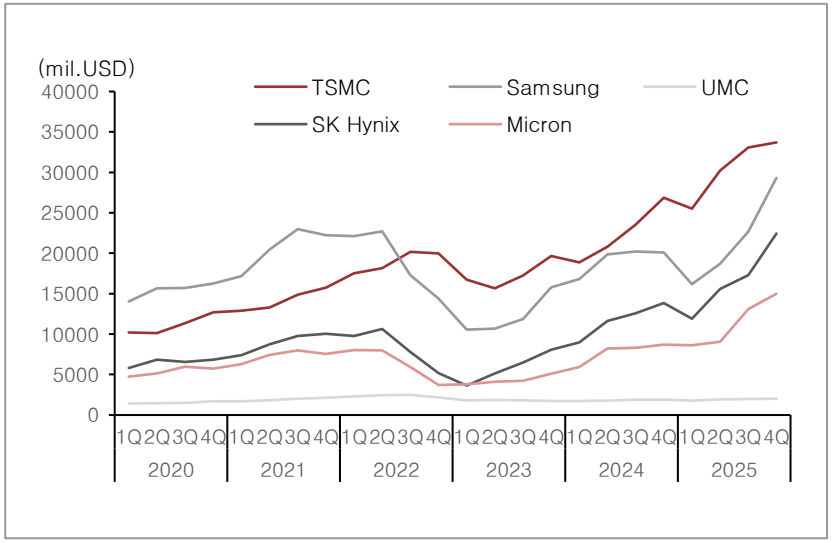
- 현재 KOSPI상승을 주도하고 있는 반도체 사이클은 그러나 큰 진폭의 상승-하강이 연속적으로 이어지며 하강 사이클이 본격화되면 한국 기업 전체의 이익 추세에도 부정적 영향을 미치게 됨.
- 전체 반도체 매출을 비교하면 2025년 4분기까지 사이클 진폭이 상대적으로 작은 파운드리에 집중하는 TSMC가 삼성전자를 넘어서 세계 반도체 매출 선두를 유지하고 있음
- 2026년 1분기 메모리의 폭발적인 성장으로 순위 바뀜이 현실화할 예정이며 삼성전자의 테슬라 AI칩 수주, 생산을 계기로 파운드리 격차를 축소할 경우 보다 안정적인 성장을 기대할 수 있음

TSMC와 삼성전자의 파운드리 점유율 추이



자료: Trendforce, 흥국증권 리서치센터

글로벌 반도체 5사의 반도체 매출 추이



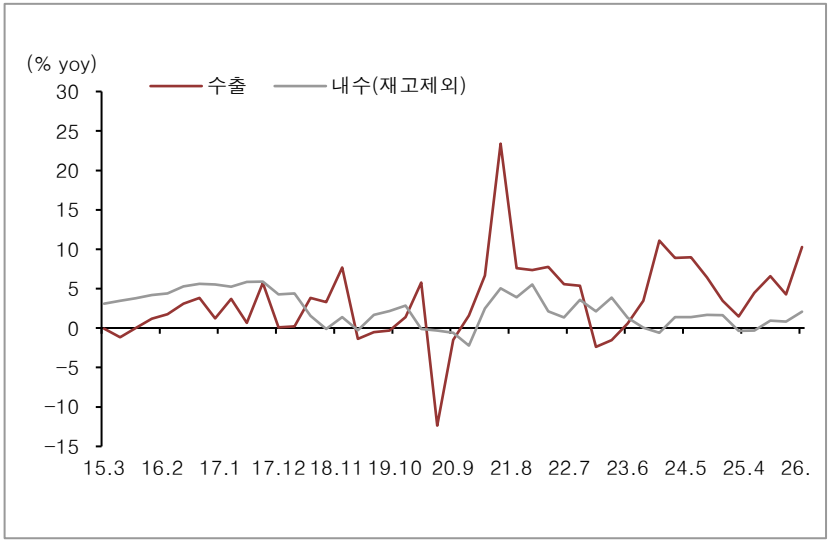
주: 각 사 반도체 매출은 파운드리, Dram, NAND 매출의 합계
자료: Trendforce, 흥국증권 리서치센터

전쟁과 한국경제

예상을 넘어서는 1분기 경제성장률

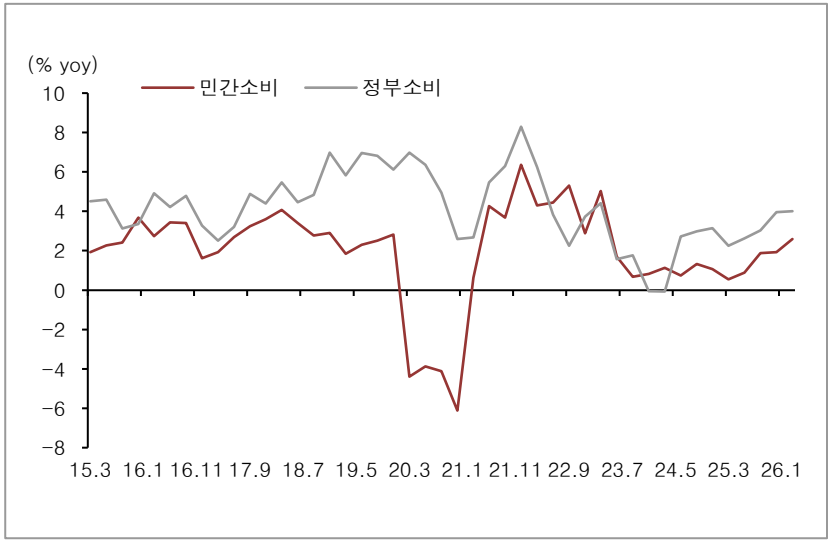
- 이란 전쟁이 발발했음에도 불구하고 지난 1분기 한국 경제는 전분기 대비 1.7%의 성장으로 예상을 넘어서는 강한 상승 기록
- 수출이 성장을 주도한 가운데 민간소비/정부소비 모두 상승세가 이어지며 2026년 강한 성장에 대한 기대 확산
- 수출은 반도체가 전년동기대비 100% 이상의 성장을 시현한 가운데 선박, 무선통신기기, 컴퓨터 주변기기 등 품목에서 성장이 가속화한 결과 전년대비 37% 성장
- 수출과 내수의 견조한 성장이 결합될 경우 2026년 한국경제 성장은 이란 전쟁의 혼란 속에서도 기존 전망 대시 상향된 2%대 성장이 가능할 것으로 예상(당사 전망 2.5%내외로 상향 예정)

수출이 주도하는 한국 경제성장



자료: KOSIS, 흥국증권 리서치센터

내수 역시 견조한 성장 이어가고 있는 중



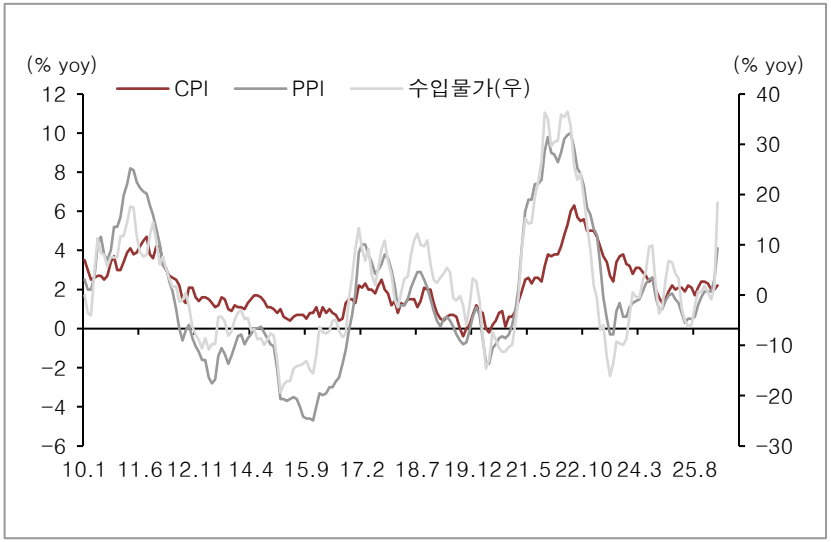
자료: KOSIS, 흥국증권 리서치센터

전쟁과 한국경제

물가 상승 압력과 소비심리 위축

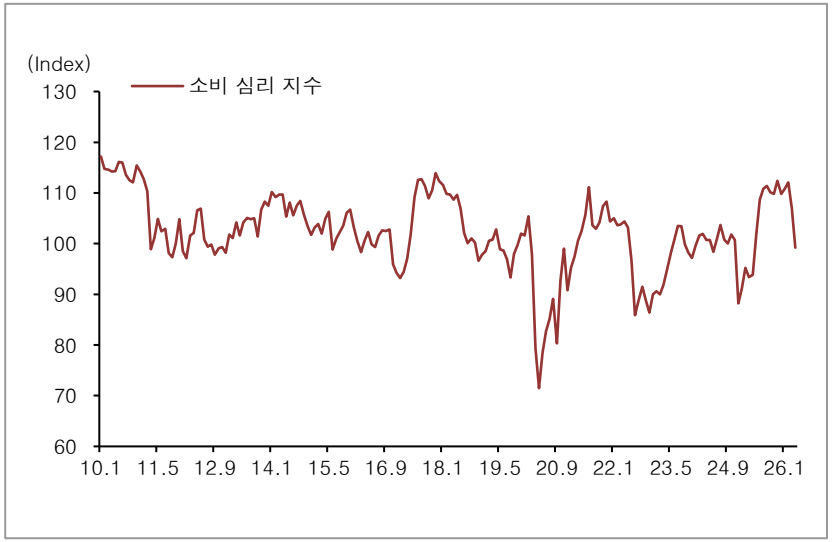
- 예상을 넘어서는 1분기 경제성장률과 달리 물가와 소비심리 등은 전쟁의 영향으로 빠르게 악화될 여지가 상존
- 물가의 경우 수입물가, 생산자 물가가 전쟁의 영향으로 가파른 상승세를 보이고 있는 가운데 점진적으로 소비자 물가에 전이될 것으로 예상됨
- 물가에 대한 불안은 소비심리의 위축으로 초래, 향후 전쟁의 양상에 따라 한국경제 성장은 물론 주식시장의 성장 추세에도 부정적 영향을 미치는 리스크로 작용할 가능성 큼

수입물가, 생산자물가, 소비자물가 순으로 인플레 압력 점증



자료: KOSIS, 흥국증권 리서치센터

대외여건 악화, 물가 불안은 소비심리 악화의 원인



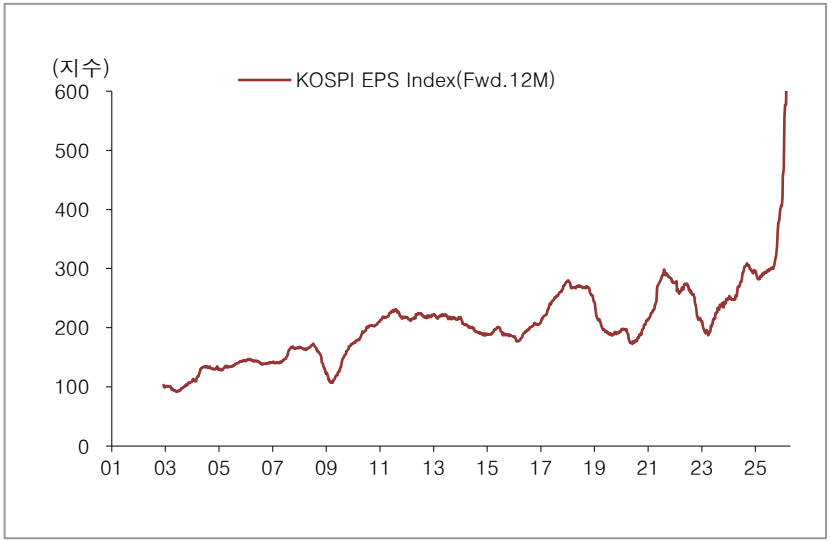
자료: KOSIS, 흥국증권 리서치센터

반도체 이익 폭증, 낮아진 P/E 배율

한국시장 P/E 배율 10년 평균을 크게 하회

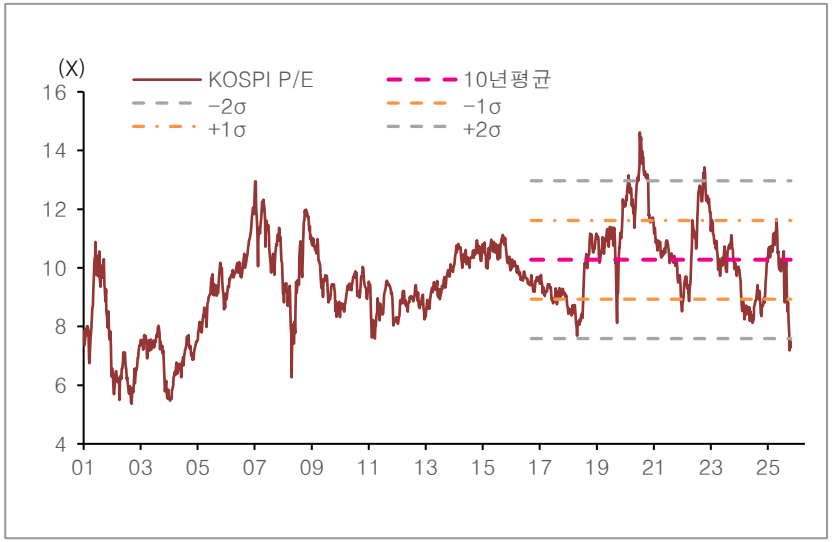
- 삼성전자와 SK하이닉스가 1분기 잠정실적과 실적 발표를 각각 마친 이후, 한국시장의 12개월 선행 EPS 추정치는 폭등함. 지난 3월말 대비 33%, 2025년말 대비로는 118% 상승
- KOSPI지수가 6000을 넘어서 사상최고가를 경신하고 있으나 폭증한 이익의 영향으로 P/E 배율은 오히려 급락, 10년 평균 10.3배에 크게 미치지 못하는 7.3배를 기록하고 있음. 미국과 이란 전쟁 발발 직전 10.21배에서 큰 폭으로 후퇴한 상황
- 2026년 시장 전체 영업이익 예상은 806조원. 지난 연말 예상 410조원의 두 배에 가까운 수준. 전체 영업이익 전망 가운데 삼성전자 306조, SK하이닉스 239조의 비중은 67.6%, 두 종목을 제외한 영업이익은 261조원, 32.4%

KOSPI 상승 구간별 삼성전자, SK하이닉스 상승기여



자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

KOSPI 상승 구간별 삼성전자, SK하이닉스 영업이익 증가기여



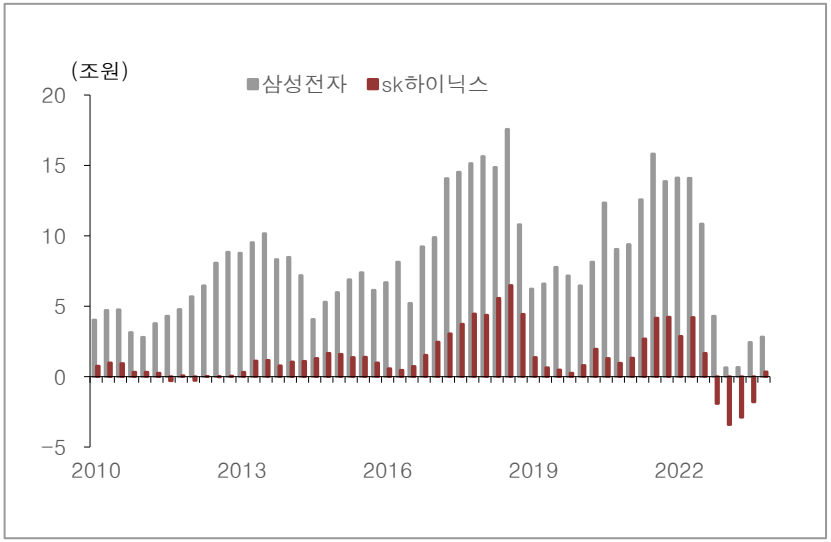
자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

반도체 이익, 지속가능한가?

사이클로 특징되었던 반도체산업 이익 추이

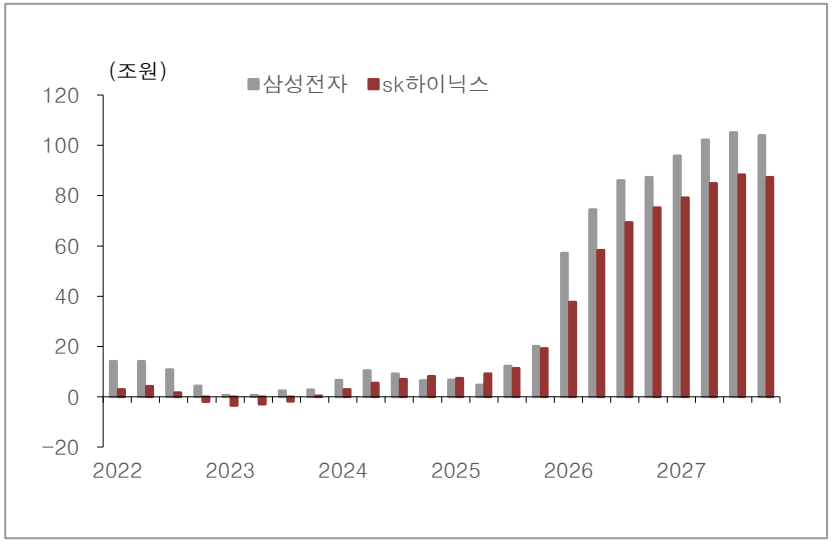
- 과거 반도체 산업은 큰 진폭을 보이는 사이클을 나타냄. 거대 장치산업의 특성으로 호황기 가격 폭등과 더불어 이익 정점을 기록한 이후 대규모 투자와 증가한 생산량으로 인한 가격 하락으로 적자 전환까지 우려되는 급격한 사이클을 반복함
- 그러나 지난 2025년 이후 폭발적으로 증가하는 이익은 기존 사이클을 넘어설 것이라는 기대가 팽배. 이익 전망 역시 2027년까지 꾸준한 성장세가 이어질 것으로 나타남
- 최근 반도체 이익전망의 개선은 AI 투자가 주도하는 글로벌 반도체 산업의 구조적인 호황을 반영하는 것. 메모리 반도체의 장기 계약 비중이 증가하면서 과거와 차별화되는 지속가능한 이익 구조 예상 확산

사이클이 뚜렷했던 삼성전자, SK하이닉스 영업이익 추이



자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

사이클을 넘어서는 삼성전자, SK하이닉스 영업이익 전망



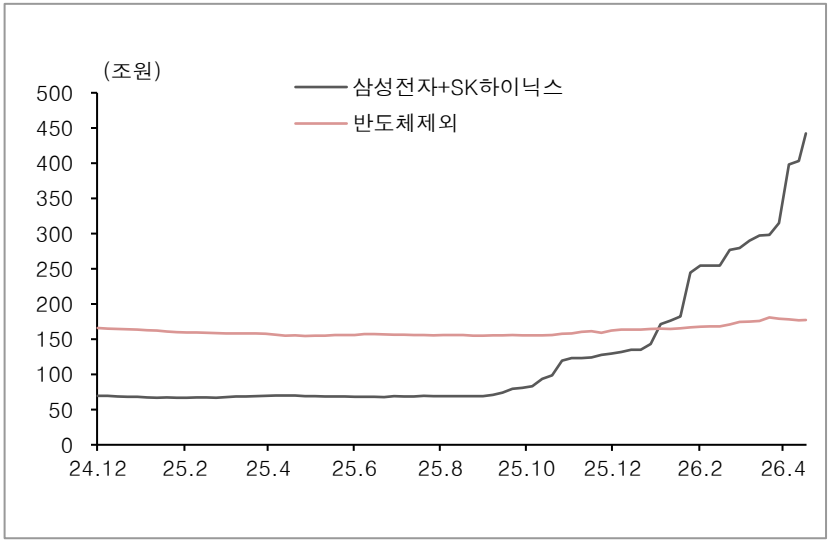
자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

반도체 이익 폭증과 밸류에이션

전쟁 장기화 부담에도 불구하고 밸류에이션 개선 여력 증가

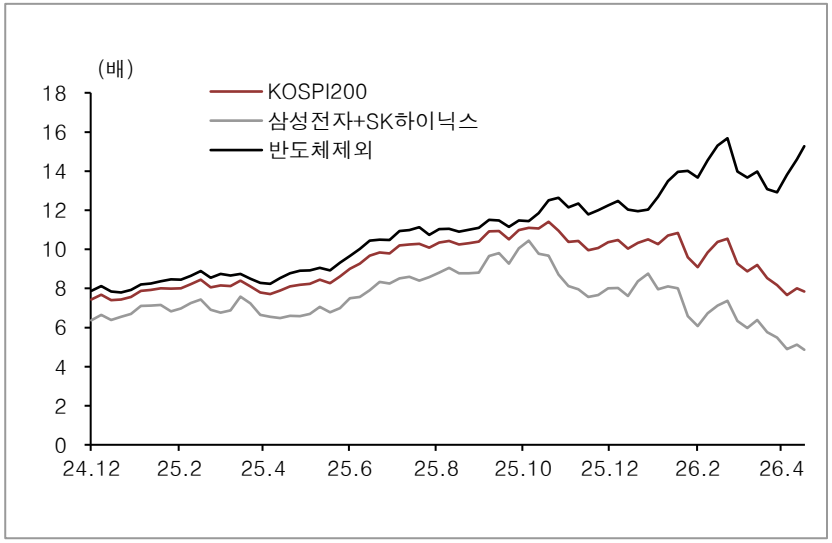
- 2월말 이후 전쟁의 부담으로 주식시장이 조정 과정을 거쳤으나 최근 전고점을 회복하며 상승 추세 복귀
- 전쟁의 부담은 장기화 조짐을 보이고 있음. 글로벌 경제 전반에 걸쳐 물가 상승 압력이 증가하고 소비위축 등 경기 충격이 불가피한 상황이나 한국 주식시장의 경우 이익 대비 저평가된 상태가 심화되고 있음
- 12개월 선행 EPS를 기준으로 한국 시장 P/E 배율은 현재 7.3배까지 하락, 글로벌 금융위기 시점 이후 최저 수준 기록 중
- 2026년말 이익을 기준으로 반도체 기업의 강력한 이익 증가는 한국시장의 상승 여력을 확보해주고 있음. 다만 반도체 이외 종목의 경우 전고점 이상의 추가 상승 여력이 제한될 가능성에 대비할 필요 있음

KOSPI200 기업 2026년 순이익 전망, 반도체와 반도체 제외



주: KOSPI200 지배주주순이익 전망 기준
자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

KOSPI 200 P/E 배율, 2026년 예상 순이익 기준



주: KOSPI200 지배주주순이익 전망 기준
자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

KOSPI시장의 이익 반영

상반된 두 흐름이 충돌하는 한국 KOSPI 시장

- 전쟁 장기화, 공급망 교란 현실화, 수입물가 상승과 인플레이션 압력 가중, 외환시장의 변동성 증가와 금리 상승 압력 등은 한국 주식시장의 조정 압력을 높이는 요인인 반면 반도체를 중심으로 급증하고 있는 이익 흐름은 KOSPI지수의 상승을 직접적으로 견인
- 이익 전망을 과거 평균 밸류에이션에 대입하는 전통적인 지수전망에 기초할 경우 상승여력은 매우 크게 남아있는 상황
- 그러나 전쟁 등 외부적인 할인 요인과, 반도체 기업 밸류에이션에 대한 보수적인 태도 등을 감안할 때, 평균에 못미치는 현 밸류에이션 흐름 당분간 지속 예상. 전쟁 리스크 감소, 반도체 이익 지속가능성 확증에 따라 점진적 개선 예상
- 이익전망의 꾸준한 상승을 기초로 벨류에이션 개선 수준에 따라 향후 KOSPI 등락이 좌우되며 2026년 중 7000대 중반 상승 예상

2026년 한국 KOSPI시장 예상 밸류에이션 테이블

	-2.5 σ	-2.0 σ	-1.5 σ	-1.0 σ	-0.5 σ	10년 평균
+15%	7052	7738	8424	9110	9797	10483
+10%	6745	7402	8058	8714	9371	10027
+5%	6439	7065	7692	8318	8945	9571
현재 EPS	6132	6729	7325	7922	8519	9116
-5%	5825	6392	6959	7526	8099	8660
-10%	5519	6056	6593	7130	7667	8204
-15%	5212	5719	6227	6734	7241	7748

자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

Thank you

http://www.heungkuksec.co.kr

본 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다.
본 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
(사무소) 서울시 영등포구 국제금융로2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02)6742-3600
□ 팩스 영업부 대표 02)6742-3629