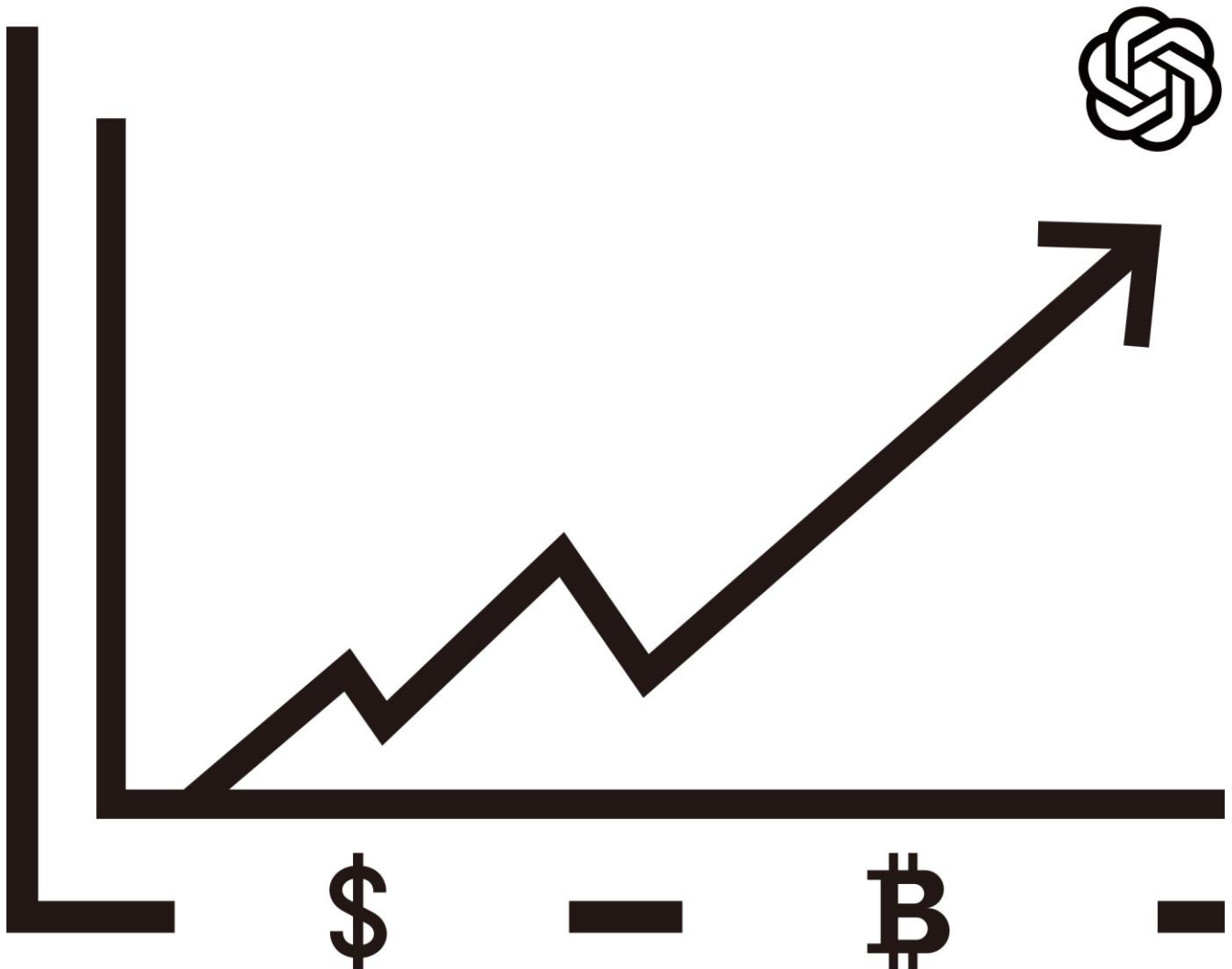


전략공감 2.0

Strategy Idea
한국 AI CapEx Rush?

오늘의 차트
국채당국의 강도높은 시장안정 의지 확인

칼럼의 재해석
호르무즈 이후 해운은 어디로 가는가



본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea

한국 AI CapEx Rush?



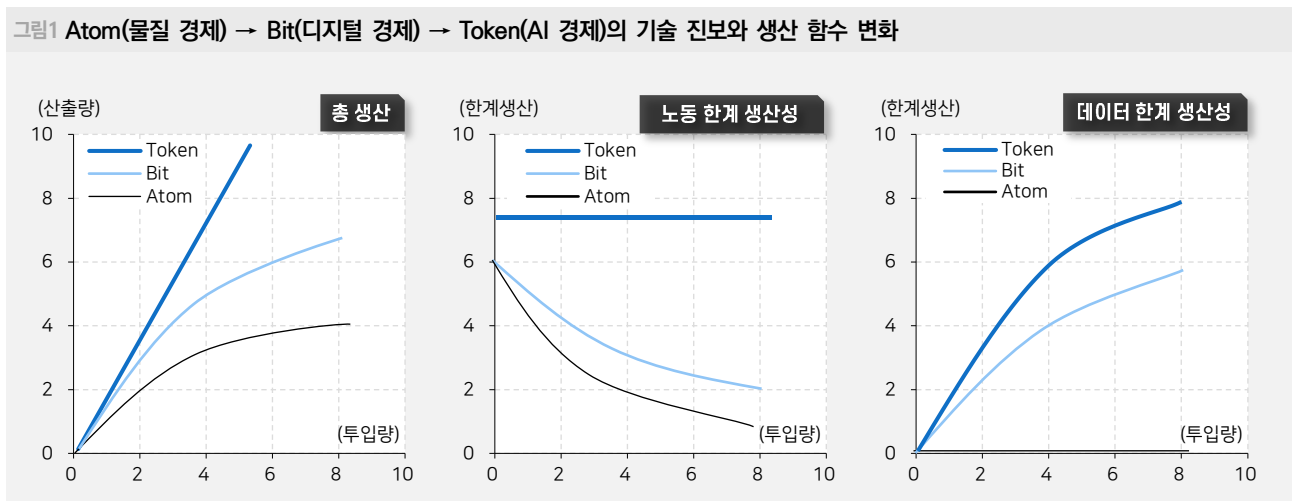
투자전략
Analyst 황수욱
soowook.hwang@meritz.co.kr

- ✓ 경제 구조 전환과 대규모 인프라 사이클에서 반복되던 '플랫폼-인프라-제조' 기업 주가 랠리
- ✓ 젠슨황 미팅 기대 반응은 '피지컬 AI'에 더해 '한국형 AI 인프라 생태계 조성' 기대라는 시각
- ✓ 만약 맞다면 한국은 '플랫폼' 랠리부터 시작하는 그림. 6/5 젠슨황 방한 이벤트의 초점
- ✓ 한국 AI '플랫폼/인프라' 운영 관련 새 주도주 발굴 기대. 사이클의 종점인 '제조' 또한 수혜

경제 구조 전환과 대규모 인프라 사이클

지금은 글로벌 경제의 구조 전환기다. 20세기 초 대량생산으로 시작된 풍요로운 물질 경제(Atom)에서 20세기 말 디지털 경제(Bit)로, 그 이후 30년만에 AI 경제(Token)로 경제 구조가 바뀌는 전환기의 초입이다. 거대한 경제 구조 전환의 기준은 생산함수 변화다.

<그림 1>처럼 생산함수가 변했던 Atom(물질 경제), Bit(디지털 경제)로의 전환은 '산업 혁명 이후 가장 거대한 설비투자'를 수반해왔다(5/28 전략 인텔스 Atom to Bit to Token 참고). Token(AI 경제)도 마찬가지다. AI로 인해 생산함수는 한 번 더 진보하고 있다. 그리고 현재 눈에 보이는 AI 팩토리, 데이터센터 투자는 또 한 번의 경제 패러다임 전환을 위한 대규모 설비투자다.



자료: 메리츠증권 리서치센터

초대형 인프라 투자 사이클에서 반복되는 주가 패턴

(1) 플랫폼 → 인프라 → “제조”

기술진보가 생산함수를 변화시켰던 과거 사례에서 유사한 주가 패턴이 반복되었다. 이때 주가 랠리는 대체로 1) 최종 수요를 포착하는 투자 주체인 플랫폼 기업에서 시작해, 2) 이를 제공하기 위한 인프라 기업으로 확산되고, 3) 여기에 필요한 생산능력을 가진, 혹은 이를 확충하기 위한 제조기업으로 전이되었다. 수요의 확인, 병목의 노출, 증설 및 수주의 순서로 이익 가시성이 이동하기 때문이다.

다만 이런 거대한 패턴은 조건이 필요한데, 1) 기술 변화의 생산성 향상에 대한 영향력이 충분한지, 2) 일회성이 아닌 구조적 수요인지, 3) 공급 병목이 존재했는지가 중요하다. 기업들의 생산방식과 비용 구조를 바꿔야 하고, 장기간의 CapEx를 정당화할 수 있어야 하며, 생산 Capacity가 빠르게 따라오지 못해야 후행 주가 랠리가 발생할 수 있기 때문이다.

표1 생산함수 변화 국면에서 반복되는 주가 랠리 패턴			
단계	시장이 확인하는 것	주가가 반응하는 기업	주가가 반응하는 주요 지표
1단계: 새로운 수요	“이 기술이 실제로 쓰이는가?”	수요를 직접 포착하는 기업, 완제품, 플랫폼 개발사	매출 성장, 사용자 증가, TAM/수요 전망
2단계: 인프라 제공	“수요를 처리할 capacity가 부족한가?”	인프라 제공 기업	임대료, 수주잔고, 가동률
3단계: 병목 발견과 제조	“인프라를 더 만들 수 있는가?”	제조, 장비, 부품 기업	수주, lead time, 공급 부족

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 위 패턴이 반복되기 위한 조건	
조건	의미
기술 변화의 생산성 향상에 대한 영향력	단순 테마가 아니라 기업의 매출/비용/생산방식을 바꿔야 함
일회성이 아닌 구조적 수요	수년간 CapEx를 정당화해야 함
공급 병목의 존재	인프라, 제조 Capacity가 빠르게 따라오지 못해야 후행 랠리 발생

자료: 메리츠증권 리서치센터

기술 랠리 역사에서 가장 늦게까지 이어진 '제조' 기업들의 주가 랠리

우리가 현재 목도하는 AI 랠리는 위 조건에 부합한다. AI가 기업뿐만 아니라 개인들의 생산 방식, 비용 지불처에도 구조적으로 영향을 미치고 있다. 2023년 이후 이어지던 수년 간의 선제 투자는 2026년에 와서 수익화가 확인되며 그 정당성을 부여받기 시작했다. AI 인프라 투자 관련 기업들의 거대한 주가 랠리 배경도 결국 병목이 확인되고 있기 때문이다.

AI 사이클도 마찬가지로, 초기 주가 랠리를 주도했던 기업들은 엔비디아와 CSP였다. 이들은 AI 수요를 가장 먼저 누릴 것으로 예상되었다. 이번 AI 랠리는 CSP들이 스스로 AI 인프라를 제공하는 기업이기도 했는데, 이후 네오클라우드와 같은 새로운 AI 인프라 퓨어 플레이어들의 주가 랠리가 이어졌다. 이후 메모리, 네트워크, 전력 인프라 등 AI 인프라 병목이 확인되고 나서부터는 이를 제조하는 기업들의 주가 랠리가 강하게 이어지고 있는 것이다.

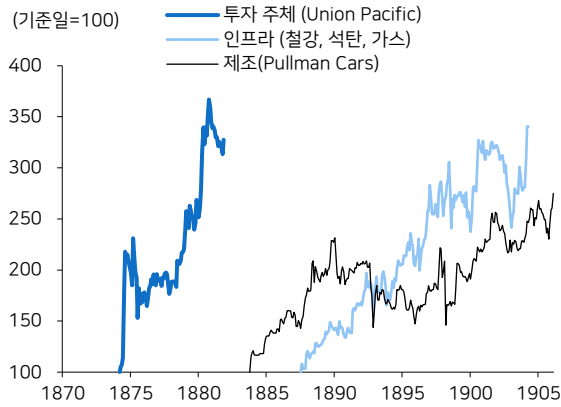
19세기 철도부터 2000년대 에너지까지, 철도회사나 통신사업자, 오일메이저 등 해당 기술을 운영하는 기업이 가장 먼저 랠리를 시작했다. 이후에는 해당 인프라를 제공하는 기업, 인프라 제조에 필요한 기업들의 랠리로 이어졌다.

AI 랠리에서는 위의 3가지 주가 상승이 거의 동시에 나타난 것처럼 보이지만, 각 기술 사이클 역사에서 대체로 가장 늦게 시작해 길게 랠리가 이어진 것(IT 버블 제외)이 '제조업'인 점이 과거 사례가 주는 시사점이라고 생각한다.

구분	철도 (19C)	전기/기계화 (1920s)	PC (1990s)	인터넷 (1990s)	에너지 (2000s)	AI (2020s)	
생산함수 변화	생산함수에서 거리와 운송비를 낮춘 기술	공장에서 전기 기반 대량생산 체제 등장	사무·설계·회계·개인 생산성의 디지털화	정보·상거래·통신의 온라인화	중국 수요·글로벌 경기 확장에 따른 에너지 공급 부족	지능·추론·코딩·자동화	
단계	1단계: 새로운 수요 등장	철도 운영, 터미널	전기 기반 대량생산 공장 운영	PC 완제품, 기업 IT 투자	통신사업자	E&P, 메이저, 자원개발 기업	AI 플랫폼, AI 모델, CSP
	2단계: 인프라 제공	철강, 전신, 가스	전력회사, 전력망	OS, CPU, LAN, 서버, DB, 스토리지	서버, 네트워크	시추, 유전서비스, 해양플랜트, 파이프라인	GPU cloud, 데이터센터
	3단계: 병목 발견과 제조	레일, 기관차, 철강, 객차·화차 제조	전기장비, 구리, 모터, 기계	반도체, 메모리, HDD, 반도체 장비	광부품, 통신장비 부품, 반도체, EMS	굴착장비, subsea 장비, 조선, 강관, 산업기계	HBM, 파운드리, CoWoS, 장비, 전력기기, 서버 제조
주요 기업	1단계 (투자 주체)	Pennsylvania Railroad, Union Pacific, Atchison	GM, US Steel	DELL, CPQ, GTW, HPQ, IBM 등	WorldCom, DELL, NOKIA	XOM, COP	하이퍼스케일러, NVDA
	2단계 (인프라)	US Steel, Consol Gas	Commonwealth Edison, American Power & Light	MSFT, INTC, ORCL, CSCO, EMC 등	ORACLE, NTAP, MSI	SLB, HAL, BKR	하이퍼스케일러, 네오클라우드
	3단계 (제조)	Baldwin Locomotive, Pullman	GE, Westinghouse, Anaconda Copper	AMAT, KLAC, LRCX, TER 등	GLW, AMAT, TXN	NOV, RIG, FTI	반도체, 전력인프라, 네트워크 등

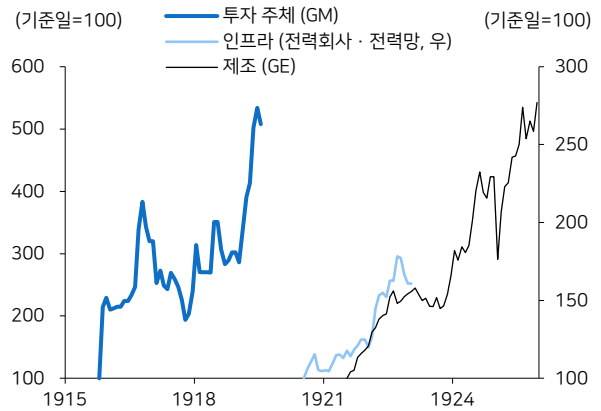
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 철도 사이클(19C)



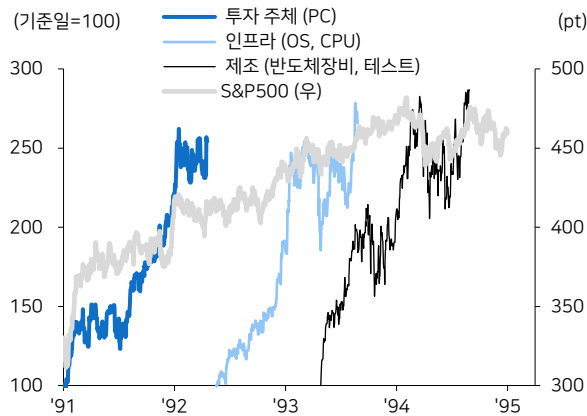
자료: Yale ICF, 메리츠증권 리서치센터

그림3 전기/자동화설비 사이클(1920s)



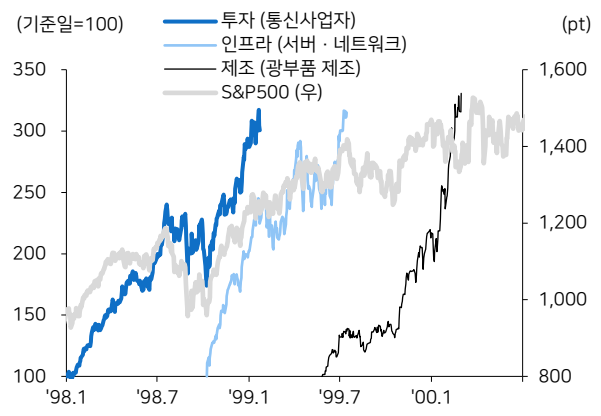
자료: Yale ICF, 메리츠증권 리서치센터

그림4 PC 사이클(1990s)



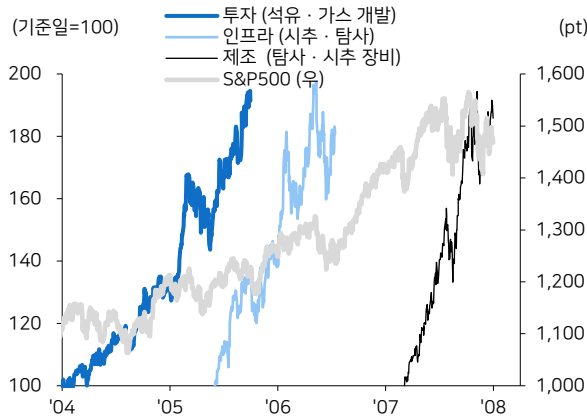
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 인터넷 사이클(1990s)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 에너지 사이클(2000s)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 AI 사이클(2020s)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

5/29 주가 반응에 대한 해석과 한국 AI CapEx 가능성에 대한 생각 AI H/W, 인프라는 모두 미국 중심 투자였음. 한국에서도 시작된다면?

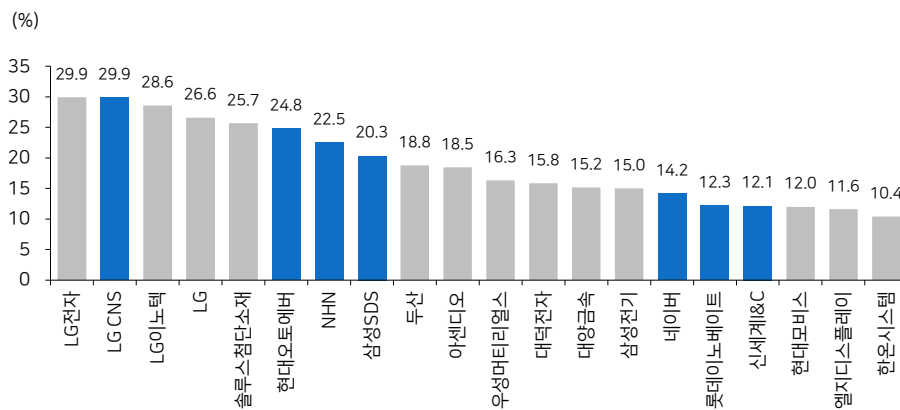
지금까지 AI 인프라 투자 사이클은 모두 미국 중심이었다. 그래서 미국의 AI 플랫폼, 인프라(하이퍼스케일러)가 먼저 주가 랠리가 나타나고, 이후에 이들에게 필요한 기자재 제조 산업이 병목을 따라 부흥하기 시작했다.

지난주 금요일 한국의 대기업 계열사 SI, 네이버 같은 기업들의 주가가 움직인 것은, 위와 같은 ‘AI 인프라-플랫폼-제조 패턴’이 한국에서도 시작될 수 있지 않겠냐는 반응이었다고 생각한다. 시장 전체의 흐름은 표면적으로 피지컬 AI, 로봇, AI 소프트웨어 테마로 해석된다. 젠슨황 엔비디아 CEO의 방한 가능성, 그리고 LG·네이버 등 국내 주요 기업과의 회동 기대감이 맞물리면서 시장은 관련 기업군에 빠르게 반응했다. 그러나 이 움직임을 단순히 “로봇 테마” 또는 “AI 소프트웨어 테마”로만 해석하기에는 반응의 범위가 넓었다고 본다. 보다 본질적인 해석은 한국 내 AI 인프라 구축과 운영 생태계에 대한 기대감이라는 것이다.

엔비디아의 전략은 GPU 클러스터, AI 데이터센터, Sovereign AI, AI factory를 각국 산업 구조 안에 심는 것이다. 이는 국가별·산업별 AI 인프라를 구축하고, 그 위에서 제조·통신·클라우드·로봇·소프트웨어가 결합되는 구조다. 따라서 젠슨황 CEO의 방한은 특정 기업과의 단발성 미팅이라기보다, 한국이 엔비디아의 글로벌 AI 인프라 확장 전략 안에서 어떤 역할을 맡게 될지를 확인하는 이벤트로 봐야 한다.

이 관점에서 보면 지난 금요일의 주가 반응은 피지컬 AI라는 헤드라인보다 더 넓은 의미를 갖는다. 시장이 반응한 대상은 “AI 서비스를 누가 만들 것인가”가 아니라, “한국에서 AI를 돌릴 물리적 기반을 누가 구축하고, 누가 운영하며, 어떤 산업 생태계가 그 위에 올라갈 것인가”에 가까웠다. 즉 GPU 클러스터, AI 데이터센터, 전력·냉각 인프라, 클라우드 운영, 통신망, 제조 데이터, 로봇·자동화, DX 솔루션이 하나의 밸류체인으로 묶이는 기대가 주가에 반영된 것이다.

그림8 5/29 일간 KOSPI 수익률 상위 20개 종목과 SI 기업들



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

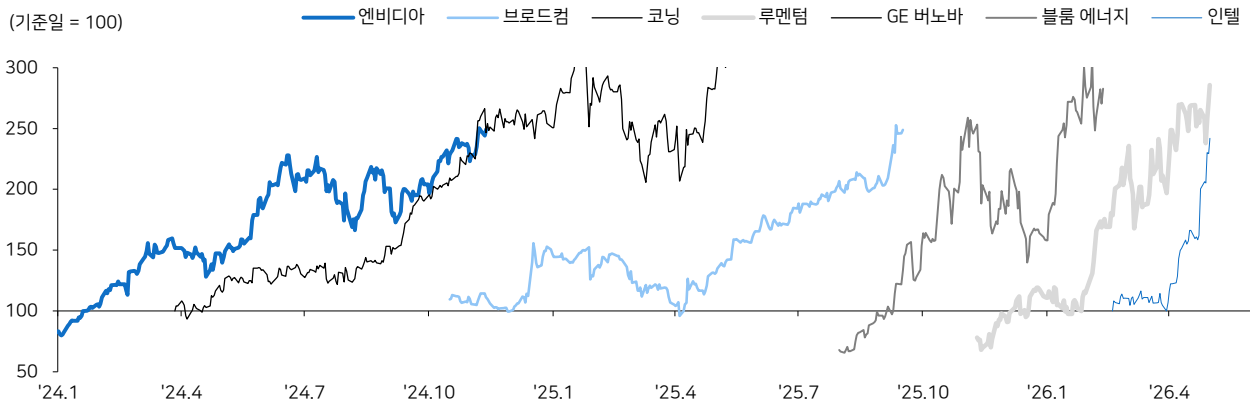
따라서 이번 시장 반응은 “AI가 좋아진다”는 추상적 기대보다, 한국의 산업 구조가 엔비디아의 AI 인프라 전략과 연결될 수 있다는 기대에 가깝다고 본다. SK, LG, 현대차, 네이버, 통신사업자 등 다양한 기업군이 동시에 주가 반응이 나오며 거론되는 이유도 여기에 있을 것이다. 시장이 이들을 한국형 AI 인프라 생태계의 잠재 구성원으로 인식하기 시작했다는 점이 중요하다고 생각한다. GPU를 공급받고, 데이터센터를 짓고, 전력을 조달하고, 클라우드를 운영하고, 제조 현장과 로봇에 AI를 적용하는 전체 구조가 하나의 투자 테마로 재구성되고 있는 것이다.

결론적으로 젠슨황 CEO의 방한에서 확인해야 할 것은 피지컬 AI보다 확장해서 봐야 한다. 핵심은 세 가지로 보는데 1) 한국 내 GPU 클러스터와 AI 데이터센터 확장 계획이 얼마나 구체화되는지, 2) Sovereign Cloud와 AI factory가 한국 산업 구조 안에서 어떤 방식으로 구현되는지, 3) 이 과정에서 클라우드, 통신, 제조, 전력·냉각, 로봇·자동화가 하나의 운영 생태계로 연결되는지일 것이다.

‘한국 내 AI 데이터센터 건설 및 운영’이라는 어젠다가 새로운 테마로 떠오른다면, 대규모 클라우드 운영 경험을 가진 대기업 계열사 SI, 인터넷/플랫폼 기업, 통신사업자 등이 1차적인 후보군이 되겠다. 이후 체크해야 할 것은 이들의 AI 데이터센터의 건설 관련 실질적인 병목인 1) 전력 수전, 2) GPU 조달계약, 3) Anchor Tenant 문제 해결 가능성이 체크되어야 할 것이다.

한편 Sovereign AI라는 키워드가 중요하다. AI 인프라가 단순히 글로벌 클라우드 사업자의 데이터센터 안에서만 운영되는 것이 아니라, 각국 정부와 주요 산업 주체가 자국 내 데이터, 자국 내 컴퓨팅 인프라, 자국 산업에 특화된 AI 모델을 확보하려는 방향으로 진화하고 있기 때문이다. 한국 역시 반도체, 배터리, 자동차, 조선, 전자, 통신, 인터넷 플랫폼 등 고부가가치 제조·디지털 산업 기반을 보유하고 있다. 이러한 산업 구조는 AI factory 개념의 확장 가능성과 맞닿아 있다. 6/5 이후 기대대로 주가 흐름이 이어진다면 투자 사이클 초기 개념인 플랫폼/인프라 기업이 주목을 받았는데, 지금 주도주인 ‘제조’에게도 궁극적으로 호재인 이유다.

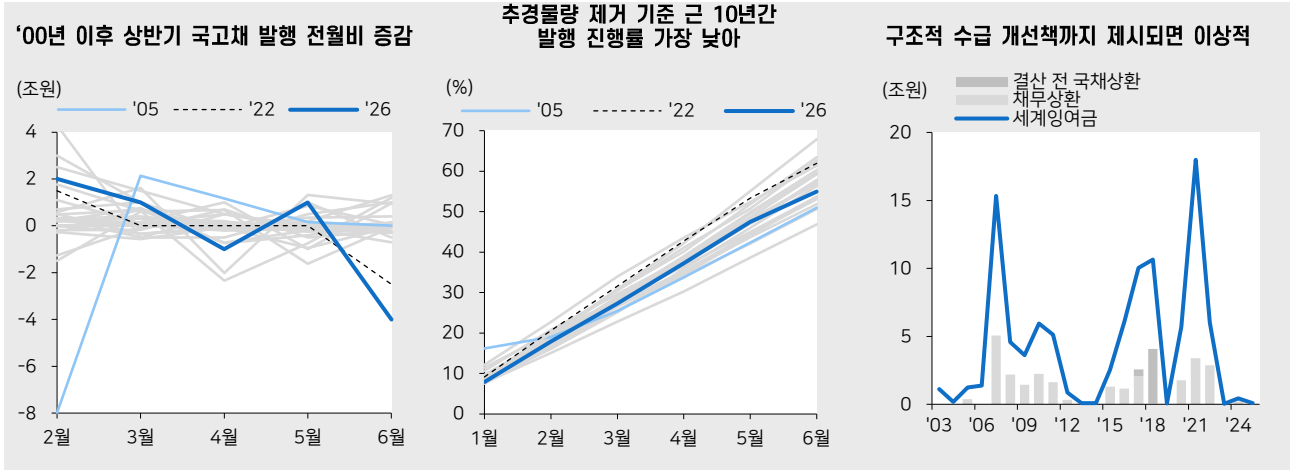
그림9 GPU - ASIC - 메모리 - 네트워크(광케이블/모듈) - 전력 인프라 - 대체 전력원 - CPU/파운드리로 이어졌던 투자 시퀀스



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 김영준 연구원

국채당국의 강도높은 시장안정 의지 확인



주: (좌, 중) 회색선은 '00년부터 '26년까지 기간 중 국고채 발행 감축 규모가 컸던 3개년도('05, '22, '26)를 제외한 나머지 연도, (중) 경쟁입찰 외 비경쟁 물량을 포함한 진행률이며 추가경정예산 효과를 제외하고 비교하기 위해 당초 연간 국고채 발행목표액 대비 진행률로 재산출. '26년 6월은 당사의 추정치
 자료: 기획예산처, 재정경제부, 메리츠증권 리서치센터

중동 사태를 비롯해 통화정책 긴축기에서 금리 변동성이 확대되자 재정경제부에서는 지난 3월 긴급 바이백 이후 추가조치를 단행했다. 6월 국고채 발행을 전월보다 4조원을 줄이겠다고 발표했으며, 그 결과 다음날 장초반부터 채권시장은 전일의 통화정책 충격을 만회하며 강세로 돌아섰다. 상반기 기준 '05년 이후로 가장 큰 감축 규모였으며, 특히 수요가 위축된 30년물 중심으로 전개되었다는 점에서 시장 안정의지를 강력하게 피력했다.

작년부터 계속되는 가파른 금리 상승세에 국채당국은 시장 여건을 반영하며 허용되는 범위 내에서 속도 조절을 하고 있다. 올해 상반기 국고채 발행 목표치는 연간 발행량의 55% ~ 60%인데, 당사가 예상하는 6월 진행률은 54.9%로 밴드의 하단에 밀접하다. 과거 '00년대 초반을 제외하고는 현재 진행률을 하회했던 연도가 많지 않다. 이러한 조치가 상반기 발행 축소분이 하반기 발행 증가로 이어질 수 있다는 점에서 미봉책으로 평가받기도 하지만, 금리 상승세에 제동을 걸어 충격을 분산시킬 수 있다는 관점에서 실익이 있다.

다만 브레이크의 효과를 극대화하기 위해서는 단기적인 발행량 조절을 넘어 한 단계 더 나아간 수단이 동원될 필요가 있다. 예시로 '17년 ~ '18년 반도체 호황기 때처럼 초과세수를 이용한 국가채무의 조기 상환과 적자국채 축소 발행이 검토되거나, 향후 증권거래세와 법인세 기반으로 늘어나게 될 세계잉여금 일부를 채무상에 투입하여 미래 적자국채 발행량을 조절하는 것이다. 지방교부세가 예년과 같은 수준을 유지한다는 전제하에서 세계잉여금이 70조원을 기록한다면 부채관리에 30조원 가량 투입될 가능성이 있다는 계산이다. 재정은 통화정책 대비 추세적인 금리 하락을 이끌 재료는 아니지만, 구조적으로 통제되고 있다는 모습이 보인다면 금리 상단을 제약하는 요인으로서 기여할 것이라는 생각이다.

칼럼의 재해석 김현비 연구원

호르무즈 이후 해운은 어디로 가는가 (TradeWinds)

지난 2월 말 전쟁이 발발한 이후 호르무즈 해협의 선박 운항은 심각한 차질을 빚어왔다. 초기에는 이란이 이 길목을 사실상 막아섰고, 이후에는 미국이 이란의 에너지 수출을 저지하기 위해 자체적인 해상 봉쇄에 나섰다.

이러한 상황에서 시장은 극심한 선박 공급 부족 압박을 받고 있다. 아시아 등 원유 수요처들은 중동 걸프만에서 잃어버린 수입 물량을 미국, 브라질, 서아프리카, 베네수엘라산 화물로 대체했다. 이에 중동 지역 선박들은 화물을 실기 위해 오만이나 사우디아라비아 홍해 연안의 안부 항구로 향하고 있으나, 이러한 계약들만으로는 대서양 시장의 대체 화물들에 가해지는 압박을 완화하기에 역부족이다. 공급 부족은 운임 상승을 촉발한다. 미국 걸프만에서 중국으로 가는 VLCC 운임은 전월 대비 11.5% 상승한 일당 98,500달러로 집계되었으며, 조만간 하루 10만 달러 이상의 운임을 확보할 가능성도 있다.

정유사와 트레이더 등 구매자들이 가격 하락을 기다리며 지난해 쌓아둔 재고로 버티는 이른바 '구매 파업'을 벌이고 있어 중국 석유 수입량이 최저치를 기록 중임을 고려하면, 현재 유조선들이 거두고 있는 수익은 더욱 증가할 전망이다. 다만 향후 재고가 최소 수준까지 떨어져 구매자들이 시장으로 복귀하게 되면, 실제 공급 부족의 규모가 전면에 드러나며 시장 동향이 더욱 급변할 수 있다.

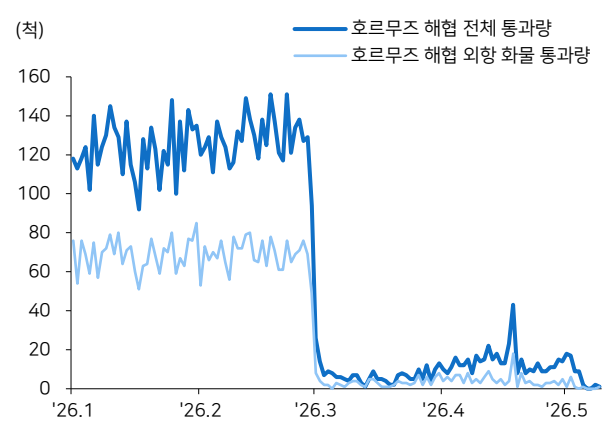
글로벌 해상 동맥경화의 시작

2026년 2월 28일, 미국과 이스라엘의 대이란 공습이 시작됐다. 호르무즈 해협은 사흘 만에 사실상 봉쇄됐고, 같은 날 후티 반군은 홍해 공격을 재개했다. 인류 역사상 처음으로 글로벌 해상 교역의 두 대동맥이 동시에 막혔다. VLCC 운임은 하루 42만 달러를 돌파해 사상 최고치를 경신했고 2,000척이 넘는 선박이 걸프 안에 갇혔다.

이후 협상 국면이 반복됐다. 4월 17일 해협이 잠시 재개방되는 듯했으나 이란이 봉쇄를 복원했고, 4월 19일에는 미국이 이란 컨테이너선을 나포했다. 일일 선박 통과 횟수는 4월 18일 43척에서 하루 만에 8척으로 급감했다.

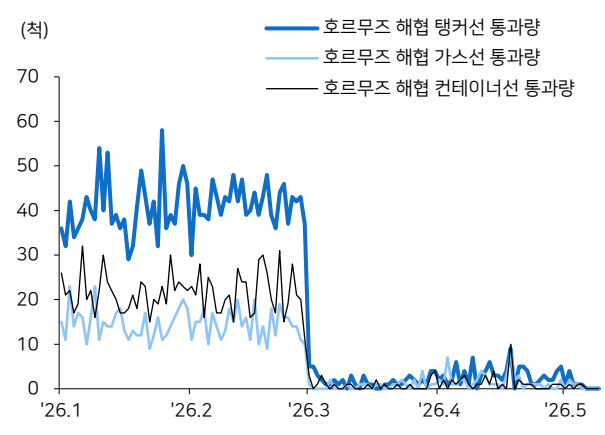
최근 트럼프 행정부와 이란 간 협상이 재개되며 호르무즈 해협의 재개방 가능성이 시장의 새로운 화두로 부상하고 있다. 이에 따라 본문에서는 분쟁 이후 선종별 운임 변화를 점검하고, 해협 재개방 시 예상되는 선종별 수급 영향을 전망한다.

그림10 호르무즈 해협 전체 선박 통과량 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림11 호르무즈 해협 선종별 통과량 추이

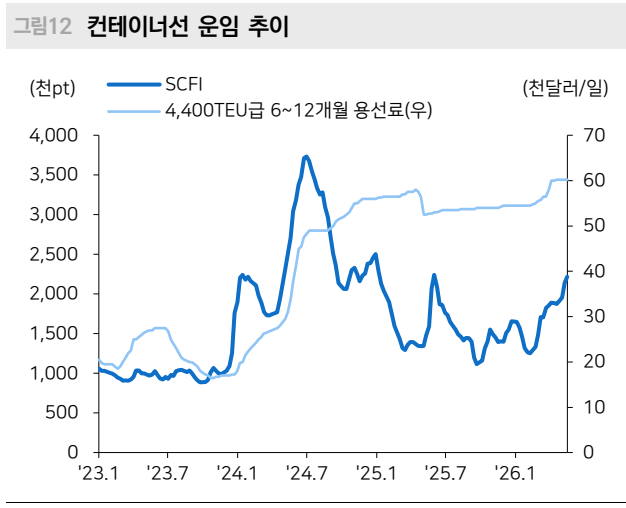


자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터
 주: 탱커선 통과량은 Crude Tanker과 Product Tanker의 합산,
 가스선 통과량은 LNG Carrier와 LPG Carrier의 합산

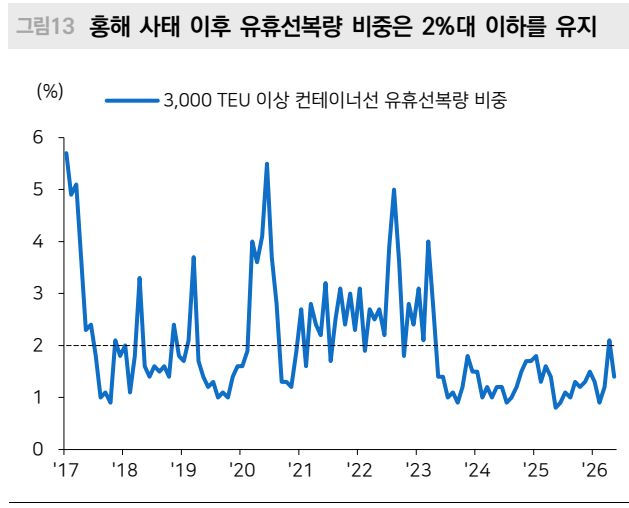
1) 컨테이너선: 공급망 병목 해소 국면 진입

이란의 호르무즈 봉쇄 위협은 통상 원유 시장의 악재다. 호르무즈 해협을 통과하는 컨테이너 물동량은 전체의 13%에 불과하기 때문이다(2025년 평균). 그러나 시장에서는 컨테이너선이 민감한 반응을 보였다. 상하이 컨테이너 운임 지수(SCFI)는 분쟁 이전 대비 75.1% 상승했고(5월 22일 기준), 일평균 증가율이 완화되며 정점은 지났으나 여전히 높은 수준이다.

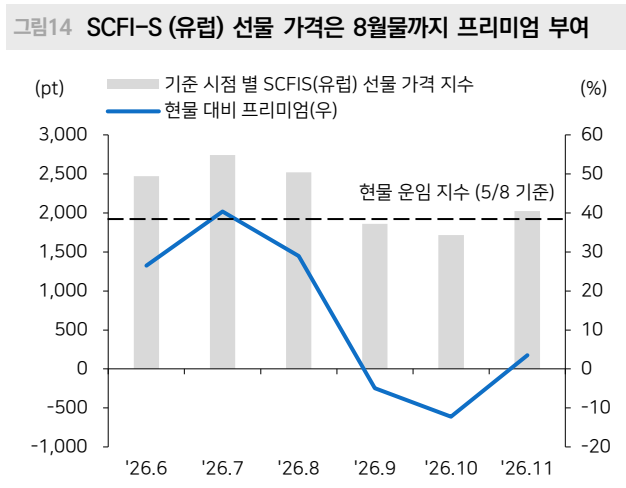
이는 공급망의 누적된 병목에서 비롯됐다. 2023년 말부터 시작된 홍해 사태로 선사들은 아프리카 남단 희망봉 우회 항로를 이용해 왔다. 우회 항로는 기존보다 거리는 25%, 시간은 최대 2주를 더 소모한다. 즉, 기존과 동일한 운송 횟수를 유지하려면 훨씬 많은 선박이 필요하다. 실제로 시장에 남은 유휴 선박은 우회 항로에 대부분 투입되어 추가 선박 확보가 쉽지 않은 상황이다. 4,400TEU급 선박 용선료는 60,250달러/일(5월 22일 기준)까지 치솟았는데, 코로나19 팬데믹 시기를 제외하면 역대 최고 수준이다.



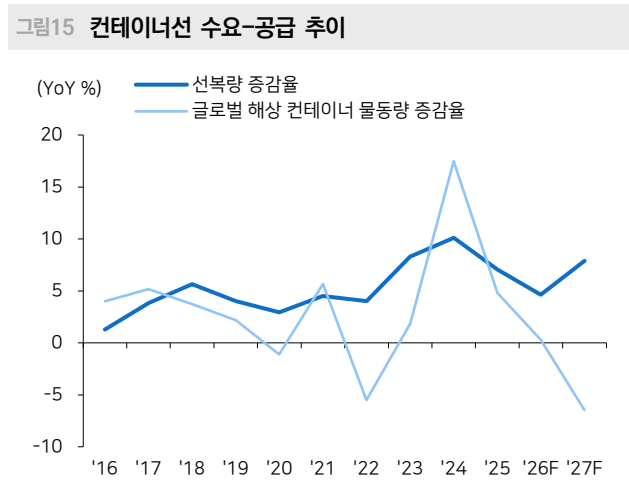
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터



자료: Bloomberg, Clarksons, 메리츠증권 리서치센터



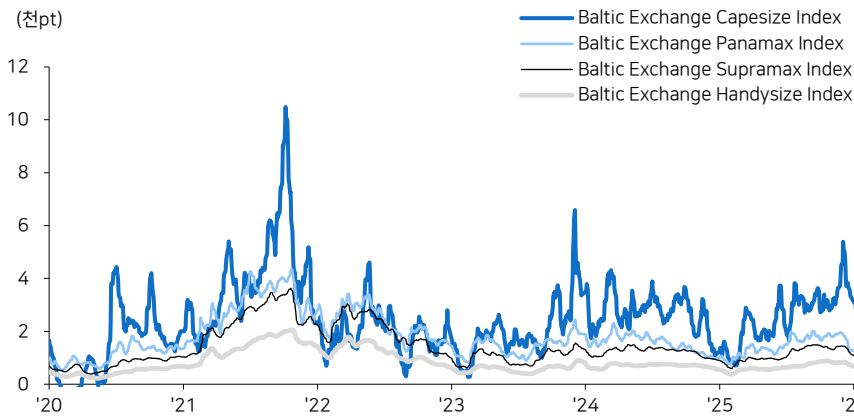
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

현재 선사들은 연말 쇼핑 시즌에 대비하는 2~3분기 계절적 성수기를 앞두고, 8월 물 선물 운임까지 현물 운임 대비 프리미엄을 부여하고 있다. 다만 수요가 둔화되는 9월부터는 디스카운트가 예상되며, 올해 하반기부터는 신조 선박이 대거 인도되면서 공급 우위 국면으로 전환될 가능성이 있다. 호르무즈 해협 재개방 자체가 미치는 영향은 제한적이나, 중장기적으로는 공급 증가에 따른 수급 역전 가능성이 주요 리스크이다.

2) 벌크선: 전쟁보다는 철광석 수요 호조가 업황을 견인

건화물 시장은 분쟁의 영향보다 철광석 등 실물 수요 호조가 업황을 주도하고 있다. 발틱운임지수(BDI)는 3월 초 호르무즈 봉쇄 직후 벙커유 가격 급등으로 화주들이 화물 고정을 주저하면서 일시 하락했으나, 이후 빠르게 반등해 5월 22일 기준 3,124pt를 기록했다. 이는 약 2.5년 만의 최고치다. 선종별로 보면 케이프사이즈 운임이 가장 강했다. 분쟁 저점 이후 케이프사이즈 발틱운임지수(BCI)는 70.0% 상승하며 5월 27일 기준 일일 5,272pt를 기록했다.

그림16 벌크선 선종별 발틱 운임지수 추이

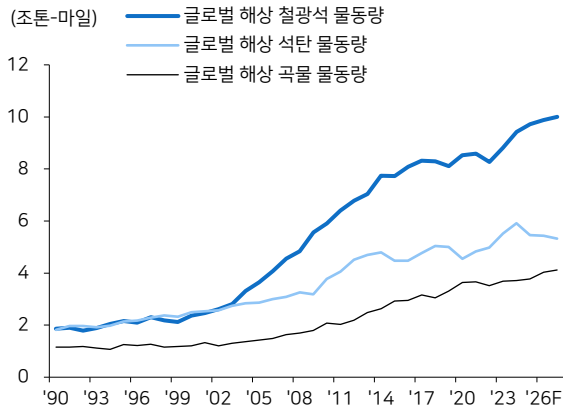


자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

건화물 시장을 지탱하는 핵심 변수는 중국의 철광석 수입이다. 2026년 3월 기준 중국의 철광석 수입은 전년 동월 대비 10% 증가했고, 이는 전체 글로벌 벌크 해상 물동량에 고스란히 반영됐다. 다만 중국 철광석 항만 재고가 5월 22일 현재 기준 1억 60만 톤으로 역사적 평균을 상회하고, 2026년 중국 철강 수요 둔화가 전망됨에 따라 리스크가 존재한다.

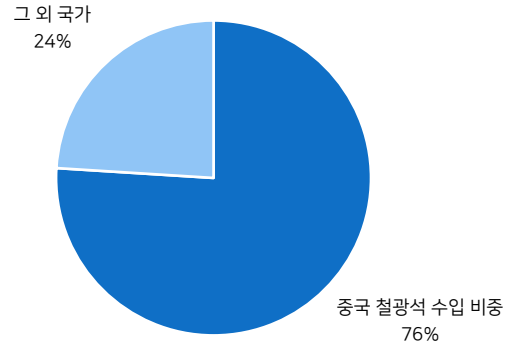
현재 업황을 이끄는 수요 동인이 분쟁이 아닌 실물 경기에서 기인하는 만큼, 호르무즈 재개방이 벌크선 시장에 미치는 직접 영향은 크지 않다고 판단한다. 단, 분쟁이 장기화되어 고유가와 가스 공급 차질이 지속될 경우 석탄의 해상 수요가 늘어날 수 있으며, 이는 수프라막스와 파나막스 운임에 상승 압력 요인이다.

그림17 주요 건화물 해상 물동량 중 가장 크게 상승한 철광석



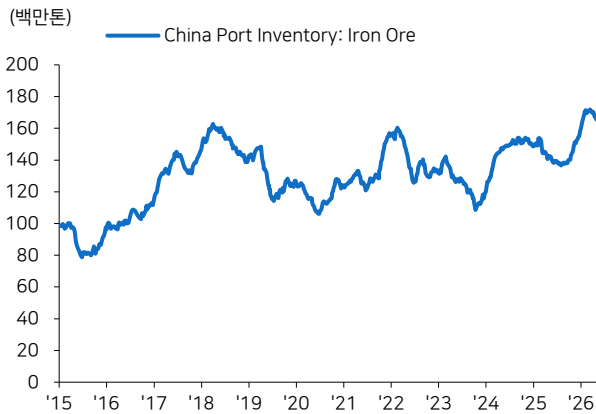
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림18 전체 철광석 해상 물동량 중 중국 수입 비중



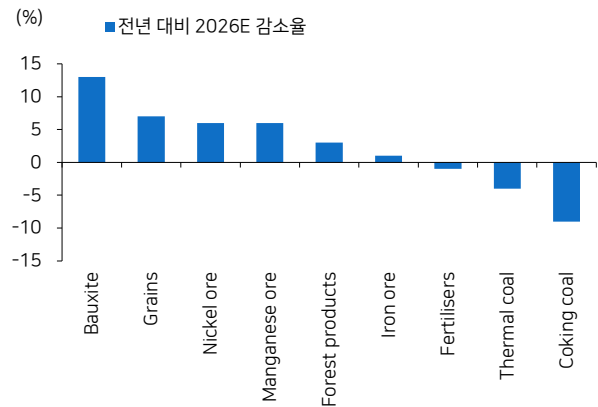
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림19 중국 항만 철광석 재고는 증가 추세



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림20 주요 건화물 품목별 중국 해상 수입량 변화율



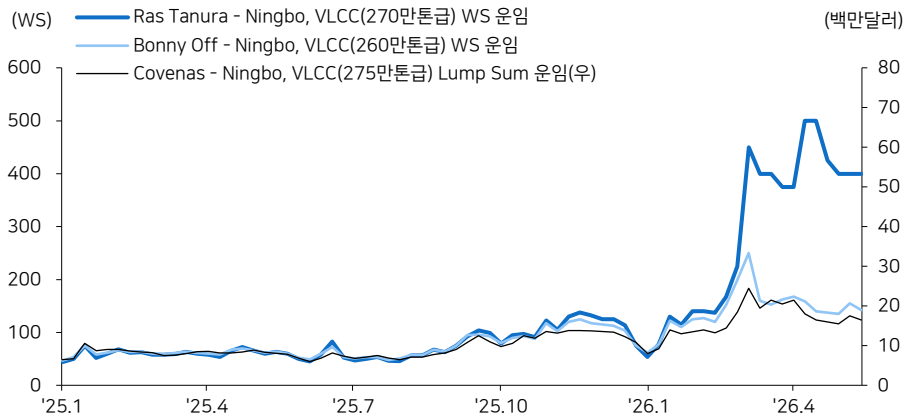
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

3) 탱커선: 극단의 운임과 구조적 불균형

탱커 시장은 가장 극단적인 반응을 보였다. 분쟁 직후인 3월 중순, TD3C(중동-중국) 기준 VLCC 운임은 사상 최고치인 일일 60만 달러를 돌파했다. 분쟁 이전 약 10만 달러였던 수준에서 불과 2~3주 만에 6배를 넘는 수준으로 치솟았다. 이후 조정을 거쳤지만, 분쟁 이전 대비로는 여전히 4~5배 수준이다.

운임 수준이 높게 유지되는 이유는 두 가지다. 첫째, 선박 재배치에 따른 유효 선복 감소다. 중동을 피해 대서양으로 이동한 VLCC가 전체 선복의 24%로 역대 최고에 달한 반면, 원유 탱커 선복의 6%, 제품 탱커 선복의 3%는 여전히 걸프만에 묶여 있다. 선박이 수요가 없는 곳에 쌓이고, 수요가 있는 곳엔 부족한 상태다.

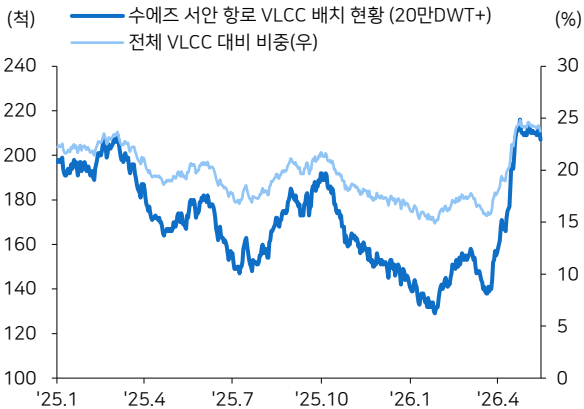
그림21 주요 항로별 VLCC 운임 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

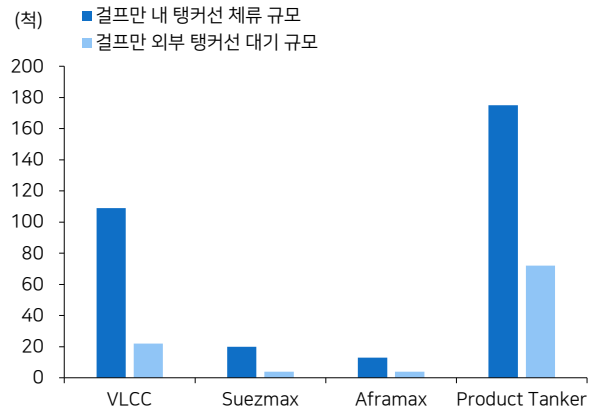
둘째, 장거리 항로 전환에 따른 톤마일 수요 확대다. 중동 원유가 막히자 아시아 수입국들은 미국, 서아프리카, 남미로 조달처를 바꿨다. 미국 원유 수출은 4월 말 기준 역대 최고인 약 600만bpd를 기록했고, 희망봉 우회 통항량(서향)도 4월 신 기록을 세웠다. 중동에서 아시아까지는 약 6,500해리지만, 미국 멕시코만에서 아시아까지는 약 14,000해리로 늘어난다. 수송 배럴 수는 줄었지만 배럴당 이동 거리가 두 배 이상 늘면서 유효 선복은 더욱 줄어든다.

그림22 대서양으로 이동한 VLCC 현황



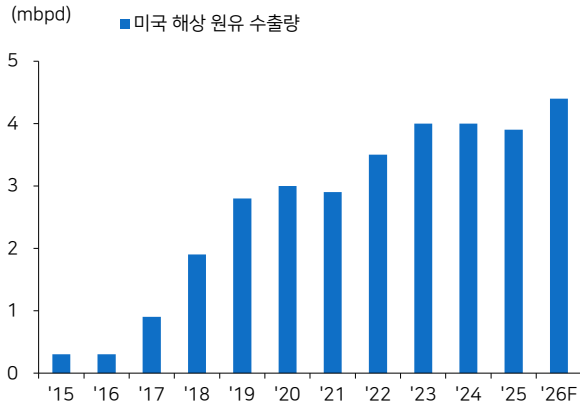
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림23 호르무즈 인근 탱커선 병목 현황



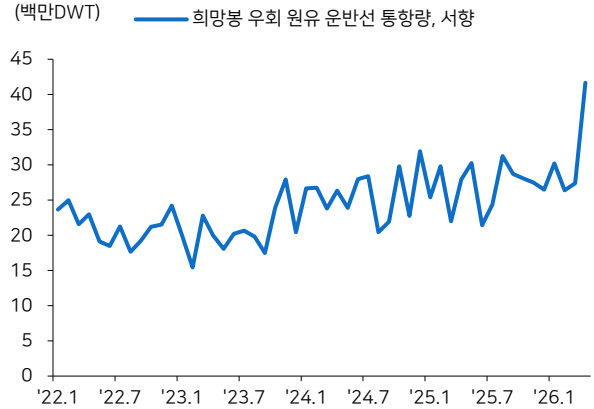
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림24 미국 원유 수출량의 증가 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림25 그에 따른 희망봉 우회 통항량 증가

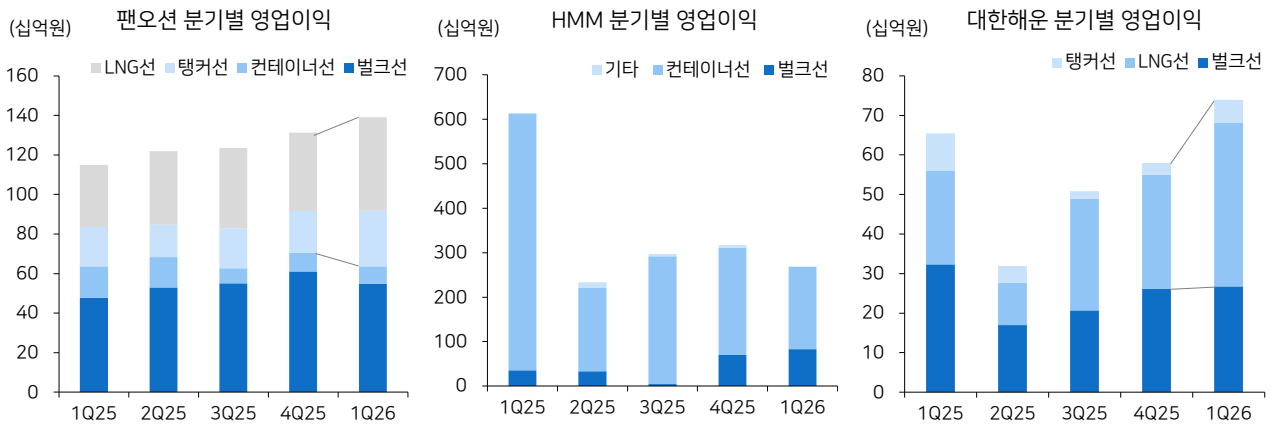


자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

탱커업황의 강세는 실제 해운사들의 1분기 실적으로도 확인되고 있다. 해운사들 중 탱커선 익스포저가 높은 기업들의 경우 지난 1분기 높은 영업이익을 기록한 바 있다.

이러한 탱커선사들의 수혜는 호르무즈 해협이 열리는 시나리오에서 보다 확대될 수 있다. 해협 개방 직후에는 걸프만 우회 항로 정상화로, 억류되어 있던 약 92mb 상당(VLCC 기준 약 46척)에 달하는 추가 선박 공급 효과가 발생하며 단기 운임 조정 가능성이 존재한다. 그러나 동시에 중동산 원유 수출이 재개될 경우 신규 수송 수요 역시 빠르게 회복될 수 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

그림26 해운사별 1Q26 영업이익은 탱커선과 가스선 익스포저에 비례



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

실제로 분쟁 기간인 3~5월 3개월간의 분쟁 전 누적 수출 부족분을 계산하고, 그동안 미국·캐나다 등 대체 공급처로 전환된 물량을 차감하면 약 618mmbbl 규모의

잠재 추가 수요가 발생한다. 이는 2025년 연간 중동발 원유 해상 수출량의 약 7.8%에 해당하는 물량이다. 해당 물량이 해협 재개방 후 6개월에 걸쳐 점진적으로 소화된다고 가정하더라도, 월 100mmbbl 수준의 추가 수송 수요가 발생한다. 이는 중동발 VLCC 월간 운송 수요를 통상 대비 약 17~23% 끌어올리는 규모이다. 여기에 봉쇄 기간 중 누적된 수출국들의 재고 방출 또는 수입국들의 재축적 (restocking) 효과까지 더해진다면 탱커 수요는 이보다 더 커질 가능성이 있다.

물론 항구 인프라 복구 속도, 수입국의 대체 공급처 의존도, OPEC의 유가 방어 정책 등 변수에 따라 운임 회복 강도는 달라질 수 있다. 그러나 방향성 측면에서는, 해협 재개방 이후에도 탱커 시장의 강세 기조는 유효할 전망이다.

(mmbbl)	수출량					누적 공급 공백	평균 대체 공급 증가분
	1월	2월	3월	4월	5월		
사우디아라비아	216	211	142	115	117	259	
UAE	137	132	82	55	74	185	
이라크	111	102	23	4	5	274	
북아메리카-아시아	147	142	159	195	230		53
중앙·남아메리카	177	155	185	194	228		47
해협 개방 후 추가 발생 예정 물량 (누적 공급 공백 - 평균 대체 공급 증가분)							618

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주: 누적 공급공백 물량은 2월 수출량 대비 3~5월 누적 감소분

원문: Atlantic VLCC market remains strong even amid Middle East loadings (TradeWinds)