

글로벌 전략

호르무즈 해협 너머의 세상



TABLE OF CONTENTS

01	전쟁과 유가의 임계점	05
02	사모대출 위기는 2008년과 달라	13
03	아직은 반도체 천하	23
04	기술, 군사, 에너지, 금융 독립	35

SUMMARY

1~2월 非미국(신흥국), 전통산업 중심의 금융시장은 이란 전쟁 이후 달러와 미국 증시, 에너지 중심으로 반전되었다. 전쟁이 장기화되지는 않을 것이다. 과거 유가가 2년 평균보다 50%를 상회하면 경제적 충격이 나타났다는 점을 감안하면(브렌트 120달러), 스태그플레이션을 걱정할 시점은 아니다. 그러나 에너지 공급 충격으로 각국 중앙은행들의 매파 본능이 깨어나고 있다. **미국 연준은 인플레이 트라우마가 큰 ECB와는 다르다.** 2분기 성장 충격이 나타나면, 하반기 금리인하 기대가 높아질 수 있다. **주식시장에서 다시 성장주 비중을 늘릴 시점이다.**

유가 급등만으로 글로벌 경제와 금융시장이 충격을 받지 않았다. 다른 요인들이 겹칠 때 위기가 발생했다. 현 시점에서 가장 불안한 것은 사모대출 시장이다. **하지만 2008년 서브프라임 위기와 비교하면 현재 사모대출 시장은 레버리지, 전체 시장 규모, 은행의 직접 개입 측면에서 차이가 있다.** AI 파괴론과 함께 향후 레버리지론, 하이일드 시장의 균열로 이어지는 지에 주목할 필요가 있다.

전쟁 이전까지 글로벌 경제는 양호했다. 주요국 수출은 증가 추세였다. 국내 수출도 반도체 중심으로 괜찮다. 그러나 국내 반도체 수출 편중 문제는 해소되지 않고 있다. 유가 급등은 국내 교역조건 모멘텀을 정체시키고, 내수 회복 시점을 지연시킬 가능성이 높다. 전쟁이 끝나도 국내 증시 상승 범위가 확대되는데 한계가 있을 전망이다. 다행히 3월 주가 조정을 통해 올해 1~2월 월간 반도체 수출 금액에 비해 코스피가 다소 과대평가된 것이 꽤 해소되었다. **향후 국내 증시에서는 반도체 수출 증가율이 전년대비 150~200% 이상을 유지하는지가 관건이다.**

미국-이란 전쟁이 어떻게 마무리되든, 군사적, 기술적, 에너지 자립이 절실했다. **군사적, 기술적으로는 방위산업과 AI 인프라가, 에너지 독립 측면에서는 LNG, 신재생에너지 산업에 주목할 필요가 있다.** 에너지 위기가 높아질 때마다 흔들리는 자본시장을 안정시키기 위해서는 **자국 금융시장 발전(코스닥 등)에도 주목할 필요가 있다(증권, 은행).** 한편, 2월 이후 나타난 외국인 투자자들의 매도 압박 속에서도 **조선/기계/IT하드웨어/화장품/제약바이오** 산업에 대해 순매수가 유입되었다.

01

전쟁과 유가의 임계점

이란 전쟁의 장기화 가능성은 낮아, 그러나 브렌트 유가 120달러 선 이상은 위험
단기 성장 충격은 역으로 금리인하 시점을 다시 앞당길 듯, 非미국과 성장주 관심

퇴로가 불확실한 미국/이란 전쟁

호르무즈 해협을 통과하는 선박 수 급감

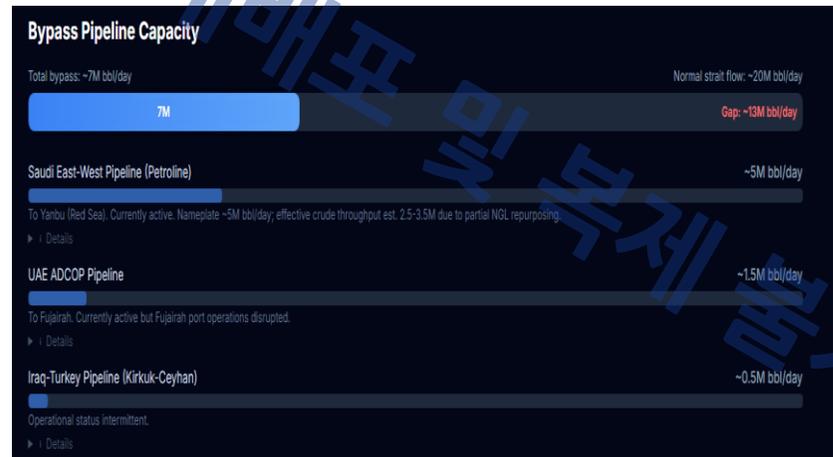
- HormuzTracker.com에 따르면 이란 전쟁 이전 통상 138대가 호르무즈 해협을 통과했으나, 최근 5대에 불과함 (3/25일).
- 우회 대체 육상 파이프라인(Bypass Pipeline Capacity) 사용률도 35%에 불과함.
- 3/23일 트럼프 대통령은 48시간 최후통첩으로 위협했던 이란 발전소 공격을 연기함. 전쟁이 길어지지 않을 듯 하나, 트럼프 대통령의 퇴로가 명확하지 않음.

이란 전쟁 후 호르무즈 해협 일별 선박 수는 -96% 감소



자료: HormuzTracker.com

우회 대체 육상 파이프라인 사용률도 1/3 정도에 불과



자료: HormuzTracker.com

브렌트 유가 기준 임계치는 120~130달러로 추정

과거 유가 충격은 2년 평균의 50%를 넘어갈 때 발생

- 70년대 이후 유가 충격이 나타난 것은 6회였음.
- 73년 욱키프루 전쟁, 79년 이란 혁명, 90년 걸프전쟁, 99년 OPEC 감산, 2008년 신흥국 수요, 2022년 러우 전쟁임.
- 국제유가가 2년 평균의 50% 이상 높아질 때 경제적 타격이 나타남. 유가 충격만은 아니었고, 다른 불안 요인과 유가 급등이 겹칠 때 위기가 가중됨.
- 이번 국면에서는 브렌트 유가 기준(24~25년 평균 74~75달러)으로 120~130달러가 임계점이 될 것으로 추정됨.

대체로 2년 평균 대비 50% 이상 유가 상승 시 충격 시작



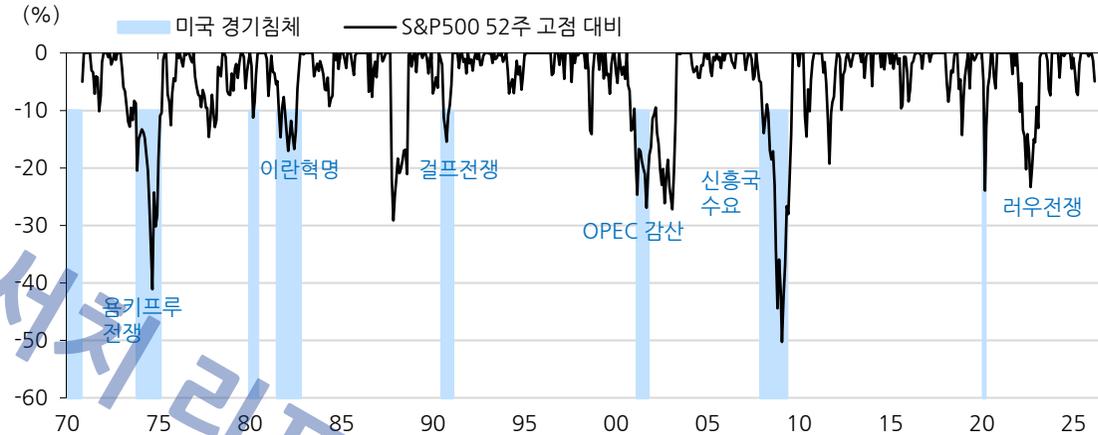
자료: Refinitiv, 유진투자증권

아직 글로벌 증시는 '단기 전'을 반영 중

안심하기는 이른 시점

- 유가 충격이 있었던 6회 가운데 5회는 미국 경기 침체를 동반함. 유가 충격과 더불어 다른 악재가 있었음. 미국 주가는 20% 이상 하락함. 국내 증시 하락 폭은 미국보다 더 가팔랐음.
- S&P500은 1월 고점 이후 -7.2%, 나스닥은 -10% 하락함. 아직 글로벌 증시는 전쟁이 빨리 마무리된다는 것을 가정하고 있음.
- 미국 증시가 대략 -10~15% 하락 후가 전쟁 위험을 상당부분 반영한 수준으로 판단됨.

과거 유가 충격이 있었던 5회 동안 미국 증시는 20% 이상 하락



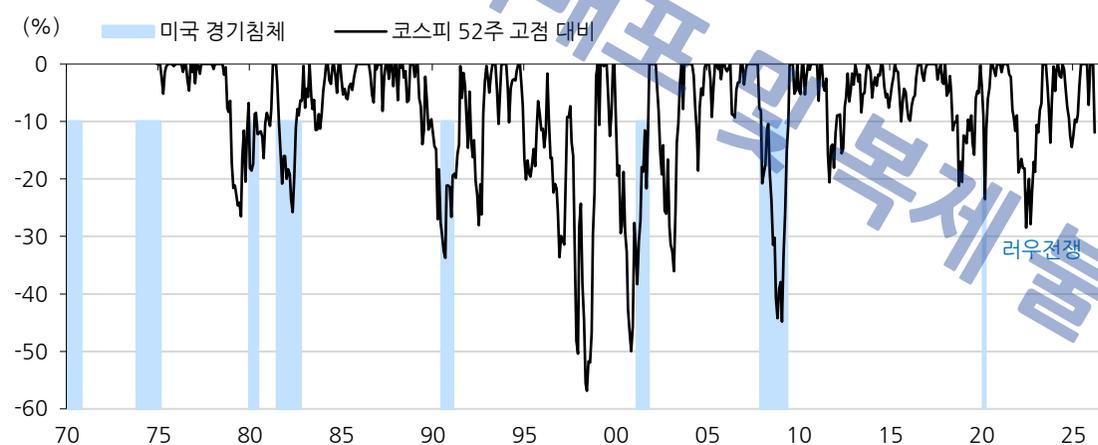
자료: Refinitiv, 유진투자증권

유가 충격 때는 미국 달러 강세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

유가 충격 때는 국내 증시 하락 폭이 미국보다 더 확대



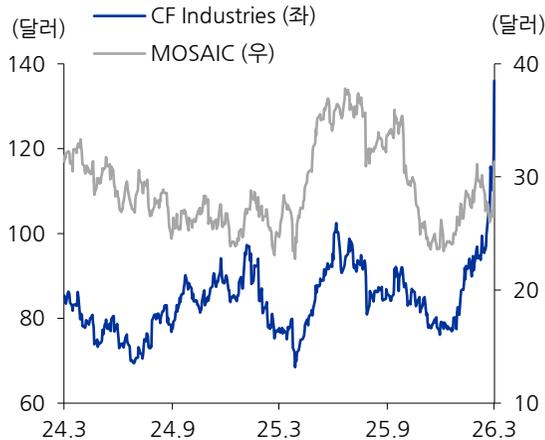
자료: Refinitiv, 유진투자증권

이란 전쟁의 승자는 원유와 미국 달러

반면 신흥국, 금, 채권 가격 부진

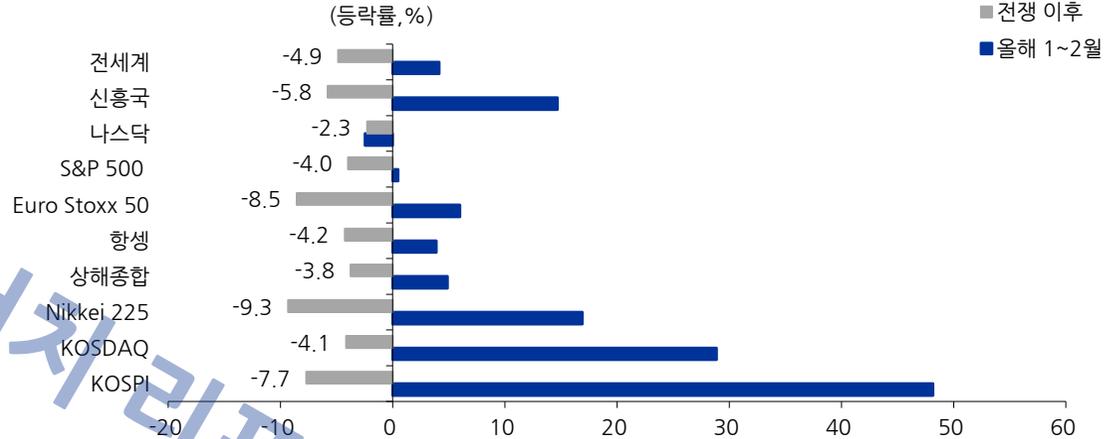
- 2/27일 전쟁 후 글로벌 증시에서는 1~2월에 강했던 신흥국 증시가 부진함. 원유가스를 수입하는 유로존, 일본, 국내 증시 상승 폭이 축소됨.
- 반면 올해 부진했던 중국과 미국 증시가 상대적으로 덜 하락함.
- 원유, 가스 등 에너지 원자재 가격과 미국 달러가 가장 강세를 보임. 비료업체 주가도 급등함.
- 반면 비트코인을 제외한 거의 대부분 자산가격이 부진함 (채권, 신흥국 주식, 경기민감 산업 등). 특히 금 가격이 큰 폭으로 하락함.

호르무즈 해협 봉쇄로 비료업체 주가 급등



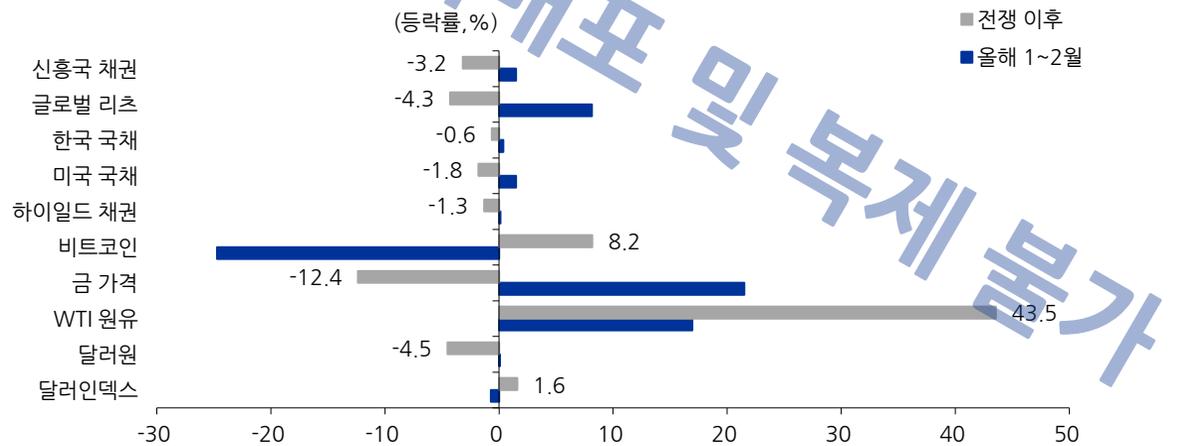
자료: Refinitiv, 유진투자증권

전쟁 이후 글로벌 증시에서는 신흥국 부진, 중국과 미국 증시가 상대적으로 덜 하락



주: 전쟁 이후 2/28일 이후 3/25일까지, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

자산가격 측면에서는 단연 원유와 달러가 강세



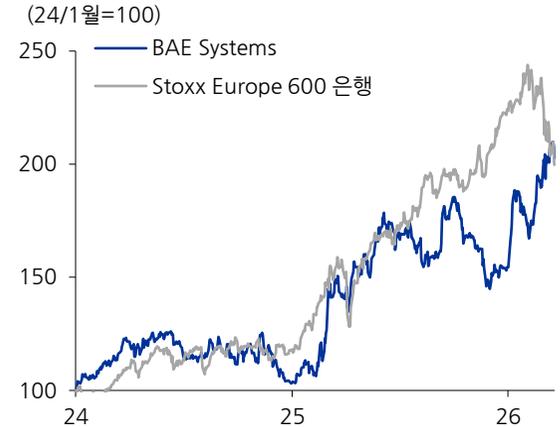
주: 전쟁 이후 2/28일 이후 3/25일까지, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

ECB의 매파 본능 재발

통화정책이 매파적으로 전환될 우려가 높아져

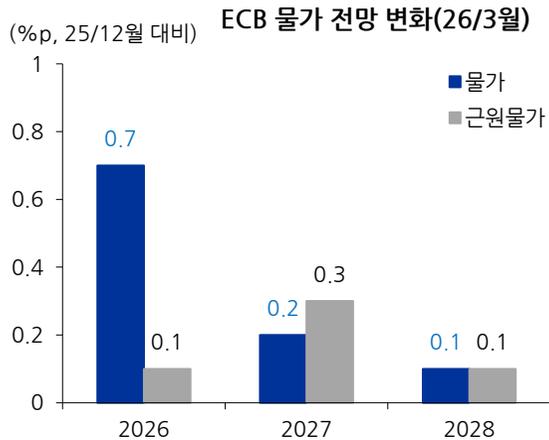
- 지난 3/19일 ECB 통화정책회의에서 ECB는 물가 전망치를 크게 상향함. 올해 물가 상승률을 1.9%에서 +0.7%p 상향(2.6%)했고, 2027~28년 물가도 상향함.
- 이란 전쟁 후 미국, 일본에 비해 영국, 독일 단기금리(2년물)가 50~90bp 이상 상승함. 물가 상승 기대를 억제하기 위해 2분기 금리인상이 예상됨.
- 유로화와 유럽 증시에 부정적일 전망. 경기에 민감한 유럽 은행주들이 급락함. 유가 상승이 통화정책 반전(긴축)과 경기 모멘텀 악화로 이어질 것이라는 우려를 반영함.

방산업체들에 비해 유럽 은행주 급락 반전



자료: Refinitiv, 유진투자증권

이란 전쟁 후 ECB의 물가 전망 큰 폭 상향



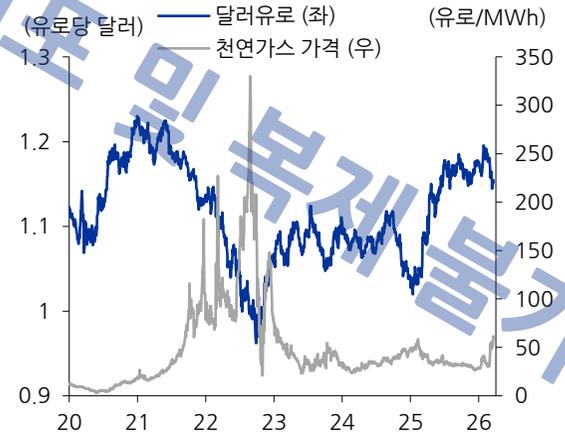
자료: Refinitiv, 유진투자증권

독일과 영국 등 유럽지역 단기 금리 급등



자료: Refinitiv, 유진투자증권

천연가스 가격 상승 국면에서 유로화 약세



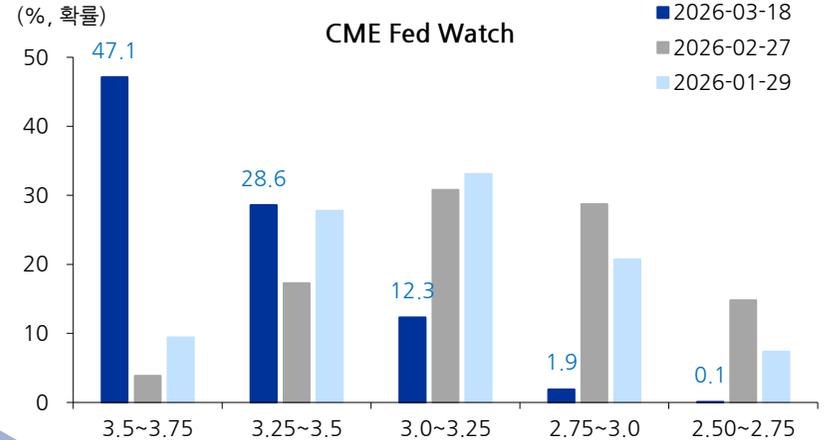
자료: Refinitiv, 유진투자증권

그러나 미국 연준과 ECB는 달라

이란 전쟁에도 미국 금리인상 가능성은 높지 않아

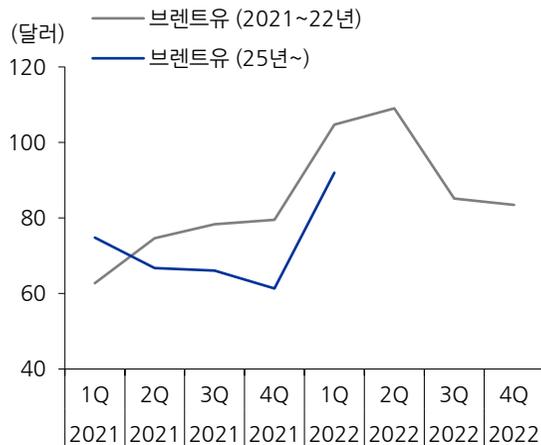
- 3월 FOMC회의 이후 올해 미국 연준의 동결 전망이 우세해졌고, 심지어 인상 가능성도 높아짐.
- 그러나 70년대와 같은 스태그플레이션 위험은 낮음. 예컨대 러우 전쟁 당시에는 팬데믹 이후 보복 소비/인력 부족으로 임금과 서비스 물가가 상승 중이었음 (22/1월 서비스물가 4.5% vs. 현재 3.1%yoy).
- 단기 성장 충격이 발생하면 미국 연준은 결국 금리를 내릴 것으로 예상됨.
- 다시 금리인하 기대가 높아지는 3분기 이후 주식시장에서 성장주로 관심이 높아질 전망.

3월 FOMC회의 이후 올해 동결 전망이 우세해져



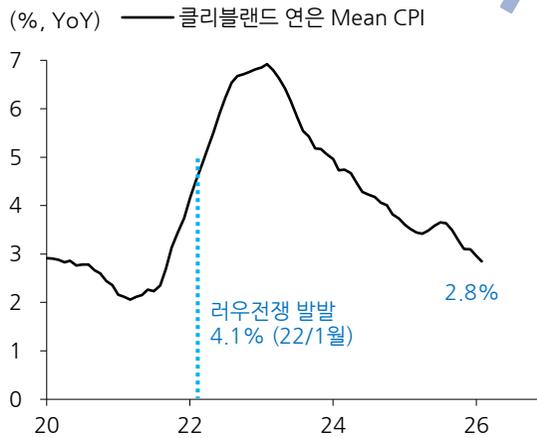
자료: CME Fed Watch, 유진투자증권

러우 전쟁 당시 유가 급등 2분기 지속 후 하락



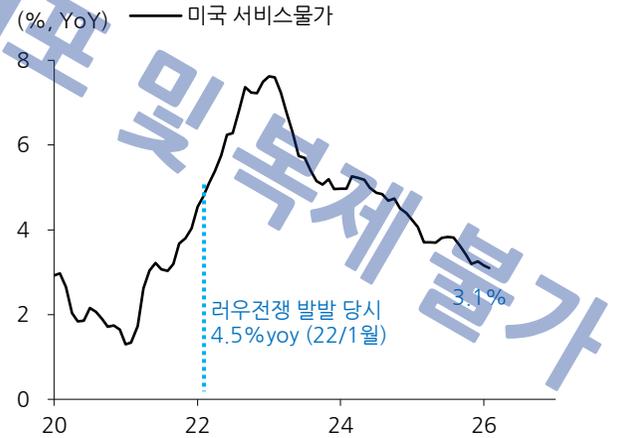
자료: Refinitiv, 유진투자증권

클리블랜드 연은 물가 중간값은 둔화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

러우 전쟁 당시와는 달리 서비스 물가 둔화



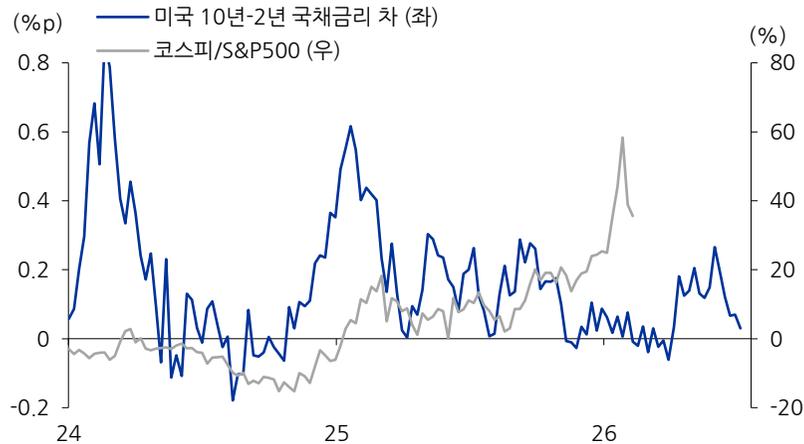
자료: Refinitiv, 유진투자증권

2분기 이후 성장주에 대한 관심

짧은 전쟁 충격, 금리 인하 → 기존 Rebalancing 재현 가능성

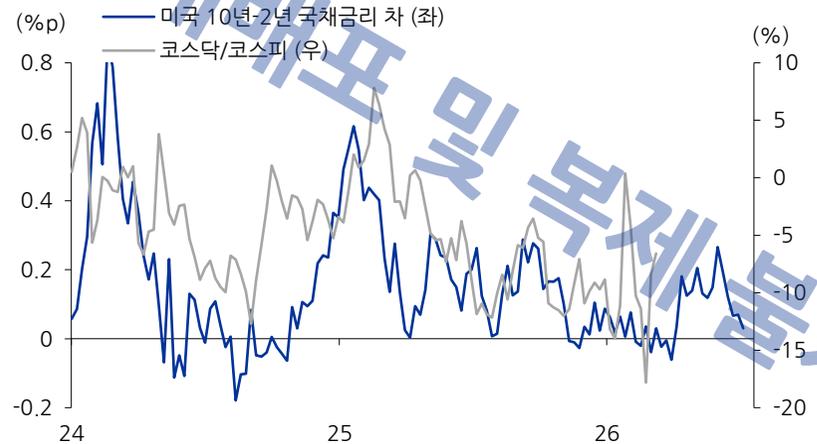
- 전쟁에 따른 에너지 가격 상승 압력이 러우전쟁 당시처럼 두 분기 이상 장기화되지 않는다면, 성장 충격은 짧게 끝날 듯
- 짧은 성장 충격으로 미국 금리인하 기대가 높아지는 상황에서 미국 대비 非미국과 국내 주식시장은 재차 힘을 낼 것으로 전망됨.
- 금리인하 기대는 장단기 금리 차 확대로 이어질 것. 이는 미국 대비 국내 증시, 코스피 대비 코스닥 시장의 상대적인 강세 국면으로 이어진 바 있음.

금리 인하 기대 = 장단기 금리 차 확대 = 코스피 강세에 우호적 환경



자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 장단기 금리 확대 국면에서 코스닥 우세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

02

사모대출 위기는 2008년과 달라

사모대출 위기는 유가 및 금리 불안과 겹칠 때 잠재 위협 요인

레버리지, 절대 시장 규모 측면에서 달라, 반면 빅테크 위험은 완화 중

사모 대출 펀드란?

비은행 금융기관의 직접 대출

- 사모대출(Private Credit)은 은행이나 자본시장을 거치지 않고, 자산운용사가 기업에 직접 대출하는 것을 의미함.
- 신용등급이 없거나 낮은 중소기업들이 주 대상임. BIS는 AI 기업들이 사모대출 시장에서 1/3 정도인 2천억 달러로 추정함.
- 주요 특징: 고위험 고수익 구조 (8~12%), 환매가 쉽지 않음. 전통자산과의 낮은 상관관계

직접 대출 (Direct Lending)

- 가장 큰 비중(~66%)
- 중소·중견기업에 직접 자금 공급
- 변동금리 구조

부실채권 (Distressed Debt)

- 재무위기 기업 채권을 매입
- 도산 후 회수한 다음 수익 추구
- 경기하강 국면에서 기회 증가

메자닌 (Mezzanine)

- 선순위 대출과 주식 사이
- 전환사채·우선주 혼합 구조
- 높은 수익, 그러나 위험도 높아

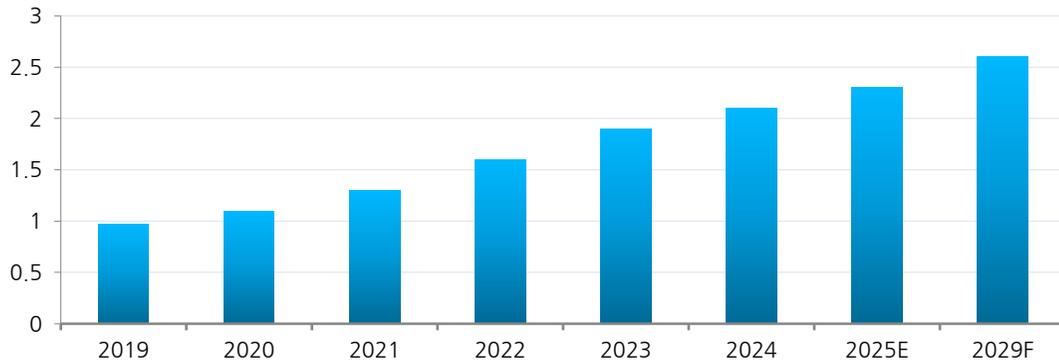
사모 대출 시장의 성장



구조적 성장 동인

<h3>은행 공백</h3> <p>Basel III·IV 강화로 중소기업 대출 시장에 지속적인 공백 발생</p>	<h3>수익률 매력</h3> <p>전통 채권 대비 300~500bp 프리미엄, 변동금리로 금리 리스크 헤지</p>	<h3>포트폴리오 다각화</h3> <p>주식·채권과의 낮은 상관 관계 기관·개인 수요 동반 확대</p>
---	---	---

글로벌 사모대출 자산 규모 (2025년말 2.1조 달러, 미국이 70%)



주요 참여자

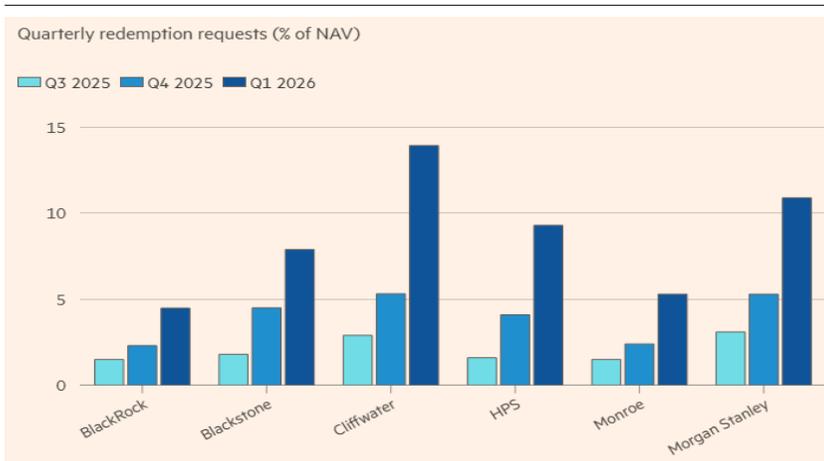
블랙스톤(Blackstone)	업계 최대 규모
아폴로(Apollo)	보험자본 연계, AI·소프트웨어 집중
아레스(Ares)	최장 업력, 낮은 부실화율
블루아울(Blue Owl)	기술섹터 특화, 유동성 이슈
KKR·칼라일 등	PE 겸업형 종합 운용사

서서히 드러나고 있는 위험

일부 기업 파산과 환매 급증, 그리고 담보가치 하락

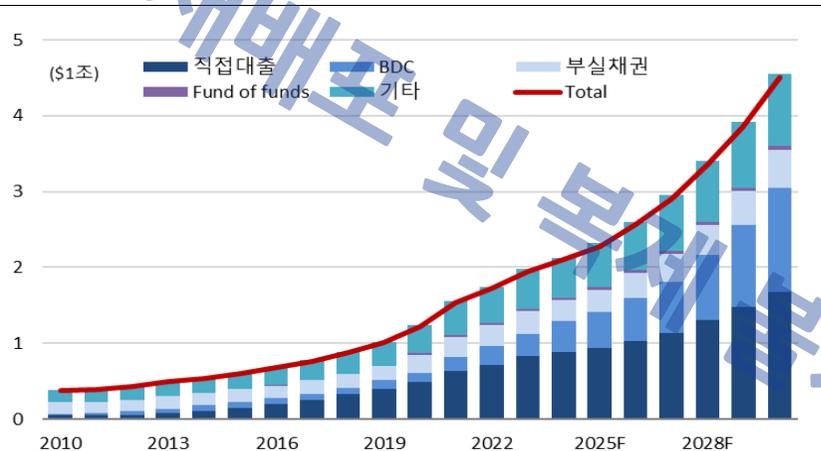
- 25/9월 Tricolors (자동차대출업체), First Brands (자동차 부품업체) 사기 및 파산, 26/1월 BlackRock, Apollo 등 사모대출 운용사들이 대출 부실 (Razor 전자상거래, Renovo 주택개조업체)로 손실.
- 26/2월 영국 핀테크 회사 MFS는 20억 파운드 규모 이중 담보 대출 사기로 법정관리 신청, 바클레이즈, 웰스파고, 아폴로 등 피해 발생함.
- 26/3월 JP모건은 내부적으로 담보가치를 하향 조정해, 신용/유동성 제공 규모를 축소함.
- 26/3월 블랙록, 모건스탠리, 클리프워터 등 환매를 중단함. → 2007년 BNP파리바 펀드 환매 중단을 연상시킴.

주요 사모대출 펀드에서 환매 급증



자료: FT (Mar 13, 2026)

글로벌 사모대출 시장 규모는 25년말 2.1~2.3조로 추정



자료: 국제금융센터

AI 거품 붕괴 + 신용 위험 + 유가 급등 = 2008년 데자뷰?

부도 위험 과소평가

- 내부 모델 기반 자산가치 산정 → 투명성 부족
- 이자 대신 채권, 주식 등을 지급 → 부도위험을 회피
- 실제 부실 발견 지연 가능성

유동성 위기

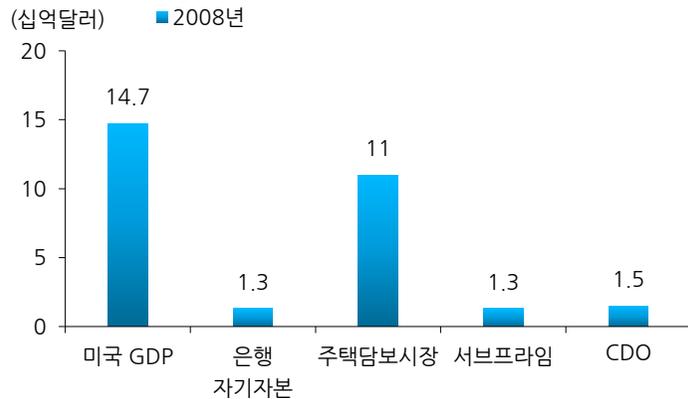
- 분기당 5% 환매 한도 제약
- 블랙스톤 BCRED: 1Q26 \$38억 환매 요청
- 블루아울: 기술 섹터 펀드 환매 중단 사례

시스템 전이 위험

- AI기업들이 사모대출의 20~30%
- 은행·보험/연기금 자금도 관여
- AI 및 SW업체들의 신규 자금 조달 난항 가능성

2008년 서브프라임 vs. 2026년 사모대출

	2008년 서브프라임	2026년 사모대출
기반 가정	주택가격 상승	기업 현금흐름 안정·차환 지속
블투명성	CDO라는 파생상품의 복잡한 구조	내부 가치평가가 자의적이고, 고평가될 가능성
레버리지	자기자본 대비 자산 30배+ 이상	BDC (사모대출) 레버리지(부채/자기자본)는 2배 한도
규모	주택담보대출 잔액 기준, 미국 GDP 대비 73%	미국 GDP의 8%, 글로벌 하이일드 5.3조 달러의 43%
전염 경로	은행이 직접 보유, 자기자본 비율 5% 미만	은행은 간접 보유 (은행은 펀드에 신용 제공), 2025년 자기자본 비율 11%
위기 발견	CDO 붕괴 시 금융기관이 손실을 동시 인식	폐쇄형, 환매 제한으로 속도 조절 가능



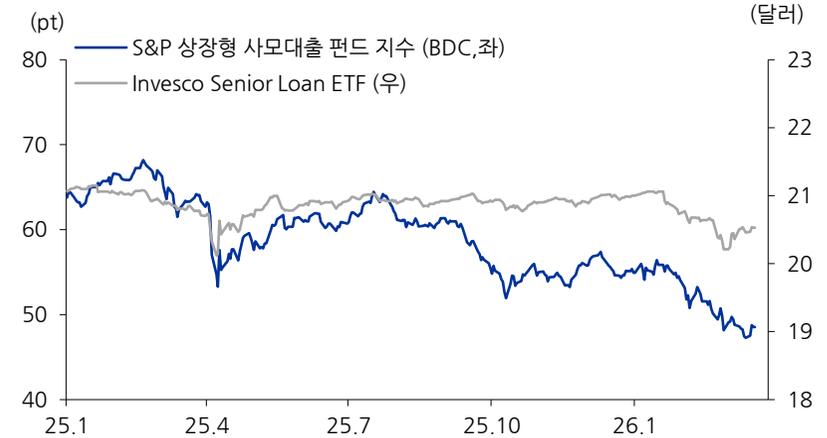
	조 달러	사모대출 비율 (2.3조 달러)
미국 GDP	29	8%
글로벌 GDP	110	2%
미국 하이일드 채권	1.45	160%
글로벌 하이일드	5.3	43%
레버리지 채권	5	30%

'심장마비'보다는 장기 치료가 필요한 '암'에 가까워

위험하나 당장 금융위기로 전이될 위험은 낮아

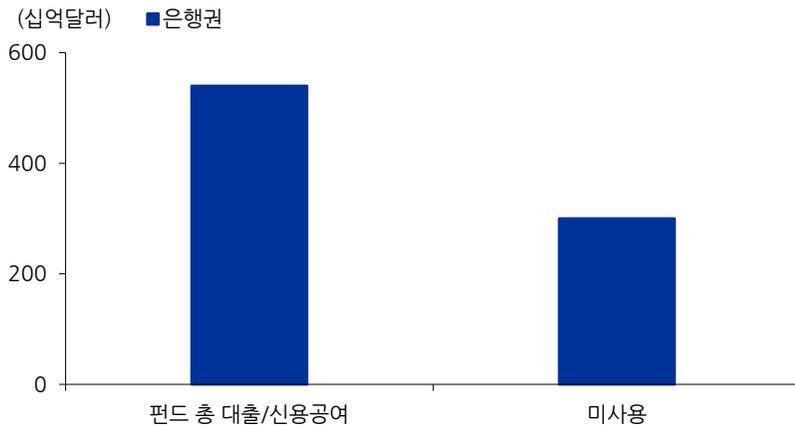
- 위험이 비교적 유사한 레버리지론(B등급)과 사모대출펀드 가격 간 괴리가 있음. 아직 경제 전반의 위험으로 확대되지는 않고 있다는 반증임.
- 무디스에 따르면, 2008년과는 달리 은행들의 사모대출 시장 노출이 간접적임. 미국 은행들이 사모펀드 또는 자산운용사에 제공한 총 대출 또는 신용보증 규모 가운데 미사용 규모가 3천억 달러로 추정함.
- 현재 환매 요청이 늘어난 사모대출 펀드 자산은 1,500억 달러임. 분기 5% 환매를 가정하면 연 300억 달러 자금 유출이 예상됨. 펀드 청산까지 4~5년간의 시간이 걸릴 것임.

위험 정도가 유사한 레버리지론과 달리, 경제 전반의 위험은 아닌 듯



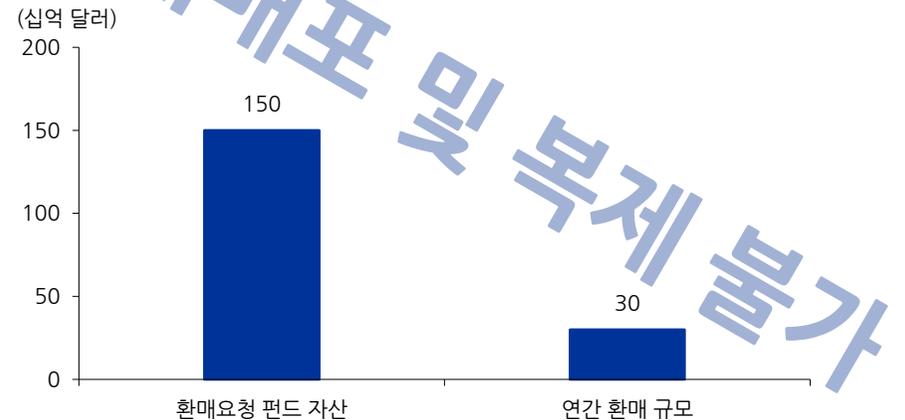
자료: Refinitiv, 유진투자증권

총 신용공여 가운데 미 사용 분 남아 있어



자료: Moody's (US Banks' Private Credit Loan Exposure)

환매 제한으로 4~5년 정도 버틸 가능성



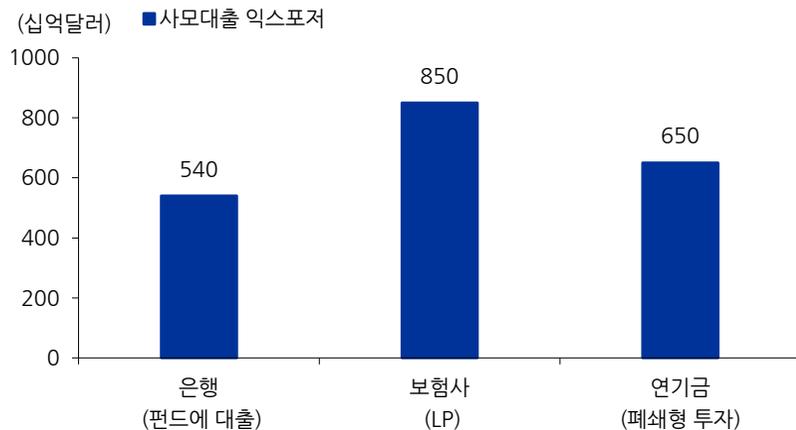
자료: 유진투자증권

주로 보험과 연기금이 피해에 노출

은행은 간접적으로 참여, 주로 보험과 연기금이 대상

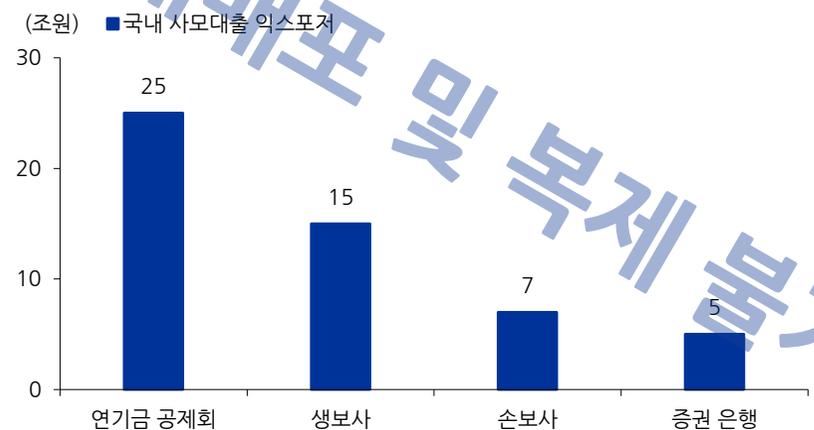
- 가장 큰 타격은 보험사임. 이들은 주된 투자자로 참여함. 연기금은 폐쇄형 펀드로 투자함.
- 은행은 사모대출 또는 사모펀드에 대출 또는 신용을 제공함으로써 참여함. 직접적으로 참여한 것은 아님.
- 국내에서는 연기금 및 공제회와 생보사 참여 및 익스포저가 각각 25조, 15조원을 차지함.

은행보다 보험사와 연기금 비중이 높아



자료: Fed, OFR

국내에서는 연기금 공제회, 생보사의 익스포저가 상대적으로 커



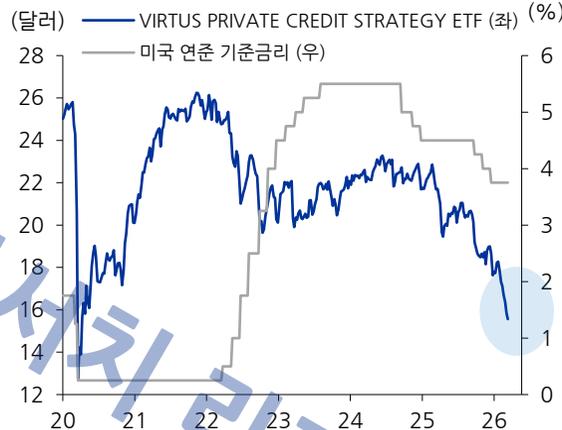
자료: 금융감독원, 유진투자증권

관건은 금리

다시 중요해지는 금리 정책

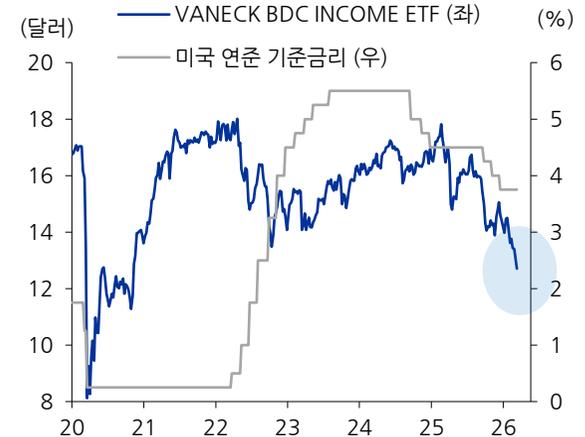
- 미국 시와 사모대출 시장이 극적으로 좋아지기는 어려워 보임. 2024년 금리인하 국면에서도 사모신용펀드 ETF 가격은 하락 반전됨.
- 그러나 금리인하가 재개되거나, 장기금리 상승세가 멈추면 미국 하이일드 또는 회사채 시장은 다시 안정을 찾을 가능성이 높음.
- 관건은 이란 전쟁 이후 미국 연준의 통화정책 경로임.
- 금리인하 기대가 재차 높아지거나, 금리시장이 안정을 빠르게 찾을 경우, 시스템 위험으로 확산되지 않을 것으로 예상됨.

미국 금리인하 시기에도 사모신용 펀드 약화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

금리인하 시기에도 사모신용 펀드 하락



자료: Refinitiv, 유진투자증권

금리 인하 재개되면 시스템 위험은 제한적



자료: Refinitiv, 유진투자증권

장기 금리 안정 여부가 중요



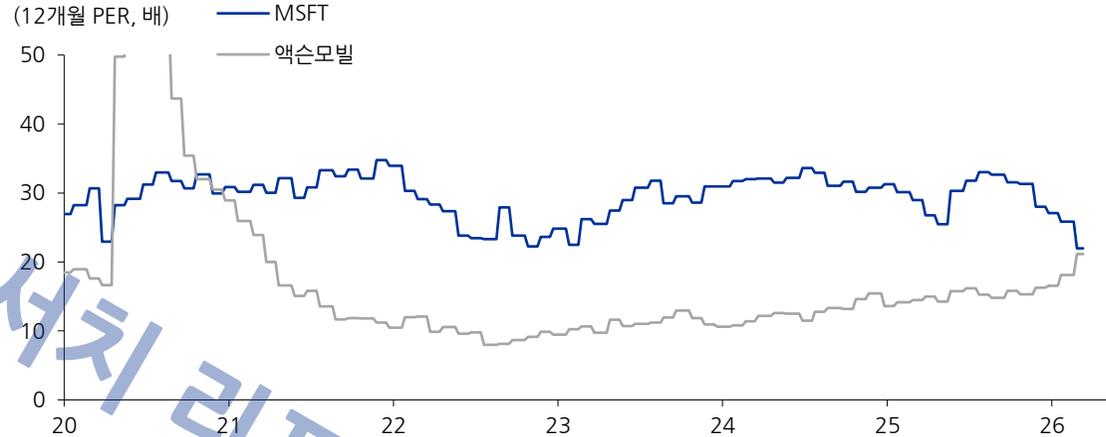
자료: Refinitiv, 유진투자증권

마이크로소프트와 엑스모빌 밸류에이션 역전

MSFT vs. XOM

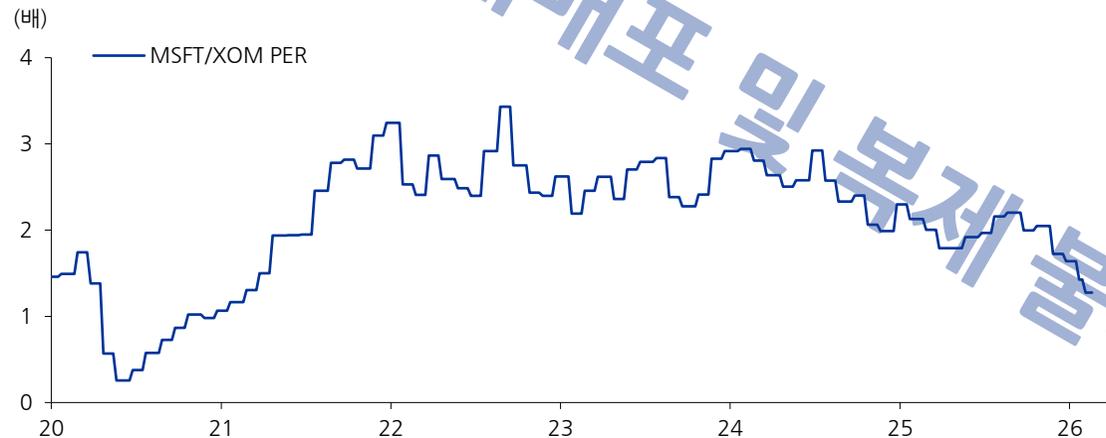
- 미국 마이크로소프트의 12개월 예상 PER은 30배에서 20.1배로 하락함(26/3월).
- 반면 가장 대표적 굴뚝 산업인 엑스모빌의 12개월 예상 PER은 25/1월 13.6배에서 26/3월 21.6배까지 상승함.
- 두 업체간 PER이 역전됨.
- 미국 증시 내 AI 파괴론으로 Tech 업종에 대한 가치평가가 과도하게 낮게 진행된 반면, 구경제 또는 전통산업들에 대한 평가가 다소 높게 진행되고 있음을 의미함.

마이크로소프트와 엑스모빌 간 PER 차이 축소



자료: Refinitiv, 유진투자증권

두 업체간 PER 차이는 2021년 이후 가장 낮은 수준까지 하락



자료: Refinitiv, 유진투자증권

03

아직은 반도체 천하

반도체 수출 편중 지속, 그렇다고 글로벌 경제가 부진하지는 않아

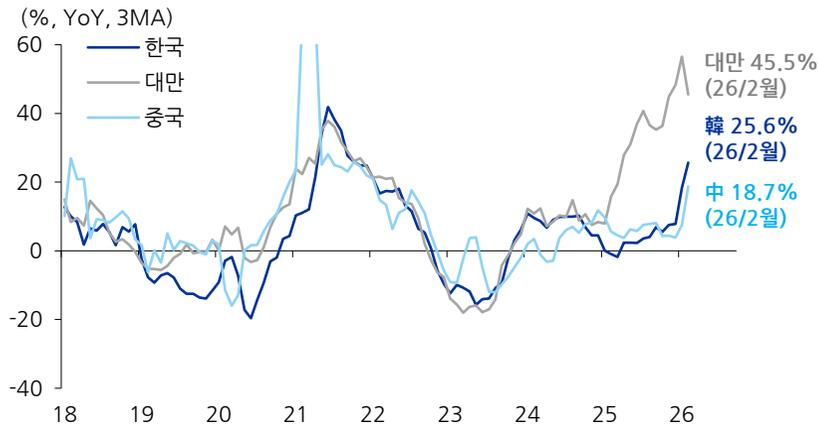
추가 주가 상승을 위해서는 반도체 수출 150% 이상 유지해야

전쟁 직전까지 글로벌 수출은 양호

Tech 산업이 있는 아시아 뿐 아니라, 그외 지역들의 수출도 증가 추세

- 아시아에서 Tech 산업 비중이 높은 한국, 대만, 중국 수출은 호황 국면임.
- 25/2월 현재 3개월 평균 기준 대만 수출은 +45.5%yoy, 한국은 +25.6%yoy, 중국은 +18.7%yoy을 기록 중임. 2021~22년 증가율 고점에 접근 중임.
- 아시아만큼은 아니지만 유럽, 신흥국 수출도 양호함. 독일 수출 증가율은 +14.6%yoy, 멕시코 +12.4%yoy, 베트남 수출은 +20.4%yoy 증가 중임.

2025년 말 이후 한국, 중국, 대만 수출 급격히 증가



자료: Refinitiv, 유진투자증권

아시아만큼은 아니지만 독일, 베트남, 멕시코 등 수출도 증가 추세



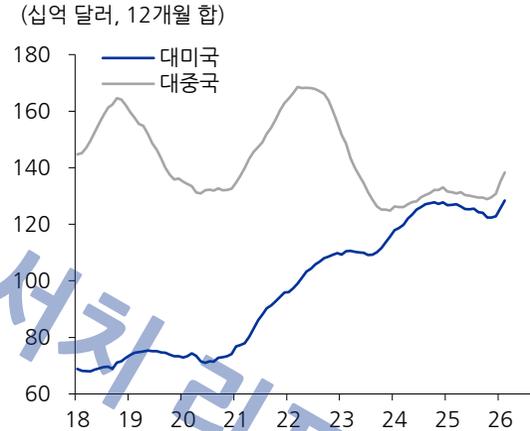
자료: Refinitiv, 유진투자증권

수출과 무역흑자 확대

수출 순항

- 한국 수출을 지역별로 보면 미국, 중국, 베트남 등 동남아, 유럽 지역 수요는 지난해 하반기 이후 재차 증가 추세임. 2025/11~12월 이후 주요 지역 수출 증가세가 기팔라 졌음.
- 국내 무역흑자 규모(12개월 누적 995억 달러)가 지속적으로 증가함.
- 대미 무역흑자(540억 달러)와 대아세안 무역흑자(447억 달러)가 확대되고, 대중 무역적자는 축소됨(-78.3억 달러).

한국의 대미, 대중 수출도 재 증가세



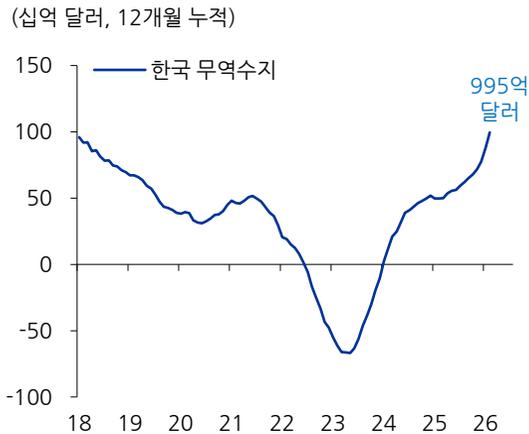
자료: Refinitiv, 유진투자증권

유럽과 베트남 등 동남아 수출도 호조



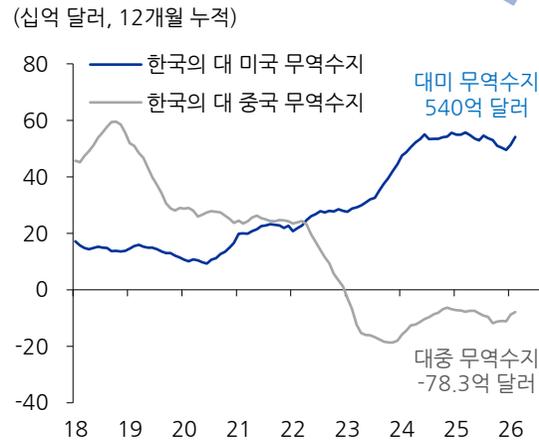
자료: Refinitiv, 유진투자증권

국내 무역흑자는 2018년 고점을 상회



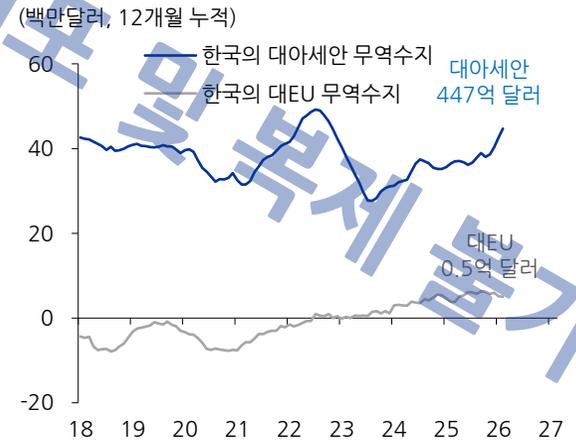
자료: Refinitiv, 유진투자증권

대미 무역흑자 견고, 대중 무역적자는 축소



자료: Refinitiv, 유진투자증권

대아시아 무역흑자 증가, 대EU 무역흑자 유지



자료: Refinitiv, 유진투자증권

반도체와 그외 업종 간 격차는 여전

반도체, 컴퓨터 제품 수출 쏠림

- 반도체 수출은 호조임. 반도체의 12개월 수출 규모는 2022년 고점보다 40% 더 많음. 지난 12개월 동안 국내 수출에서 반도체 수출 비중은 26.9%에 달함.
- 반면 반도체 제외 수출은 거의 정체 국면임. 철강, 석유화학, 기계, 2차전지 뿐 아니라, 자동차, 자동차 부품 수출도 정체됨.
- 반도체 등 Tech을 제외하면 지난 3개월 동안 수출이 늘어난 것은 화장품, 바이오헬스, 석유 제품에 불과함.

반도체 수출 급증



자료: Refinitiv, 유진투자증권

반도체 제외 수출은 정체



자료: Refinitiv, 유진투자증권

자동차 수출 정체



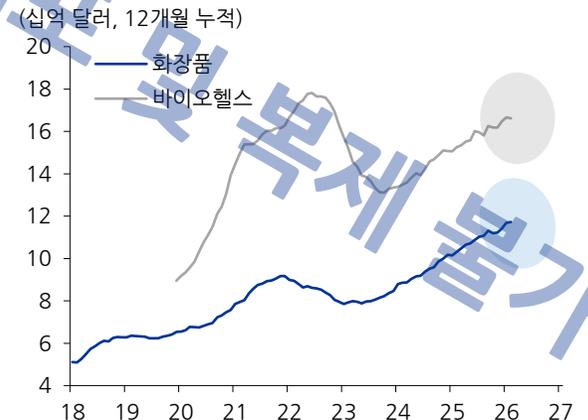
자료: Refinitiv, 유진투자증권

조선 수출 양호



자료: Refinitiv, 유진투자증권

화장품, 바이오헬스 수출은 꾸준



자료: Refinitiv, 유진투자증권

반도체 이외 산업 부진, 그러나 부분적인 개선

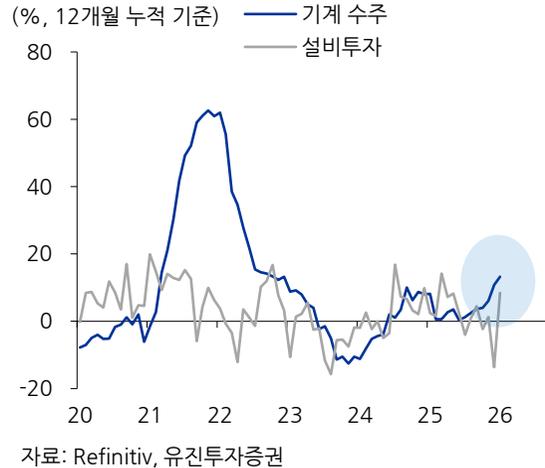
생산은 부진, 일부 선행지표 개선 조짐

- 반도체 수출 호황에도 불구하고, 국내 제조업 생산은 부진함(3개월 평균 기준 26/1월 +0%yoy).
- 그래도 다행히 투자에 선행하는 기계수주는 점차 개선 중임(12개월 누적 기준 26/1월 +13.2%).
- 전통 건설투자 부진에도 불구하고, 산업설비(삼성전자 용인 클러스터, SK하이닉스 청주/용인) 수주와 일부 공공 주택 물량은 조기 발주 중임.

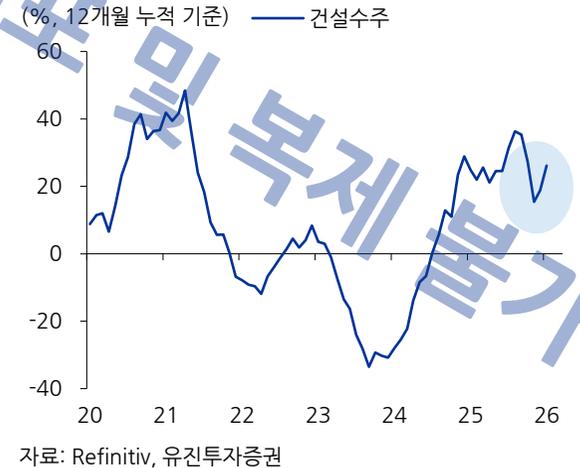
반도체 호황에도 제조업 생산 증가율 부진



다행히 투자 선행지표인 기계수주 반등



건설시장 부진에도 건설수주 개선

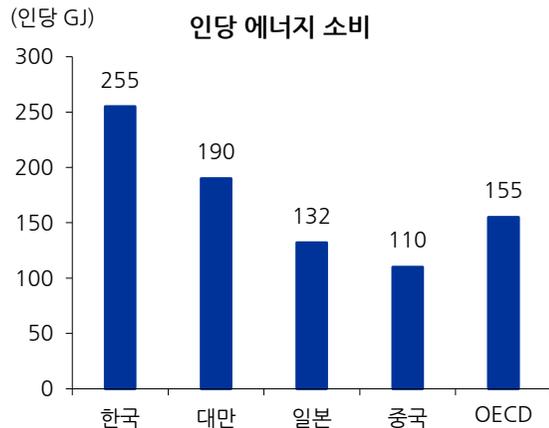


에너지 수입 의존도가 높다는 약점

불가피한 에너지 수입국의 서러움

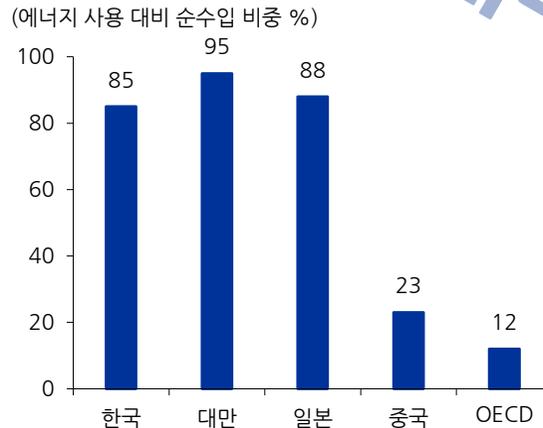
- 아시아 국가들의 1인당 에너지 소비 규모는 상대적으로 높은 편임. 특히 한국과 대만의 에너지 소비량이 많음.
- 에너지 수입 의존도 측면에서도 한국, 대만, 일본은 유사함(85~95%). 상대적으로 중국의 수입 의존도는 낮음(23%).
- 중국도 피해가 예상되나, 중국 수출 호조로 위안화는 상대적으로 견고할 전망.

아시아 국가들의 에너지 소비량은 높아



주: GJ=278kwh, 자료: WorldBank, IEA

상대적으로 에너지 의존도가 낮아



자료: WorldBank, IEA

중국 수출 호조 국면에서 위안화 강세



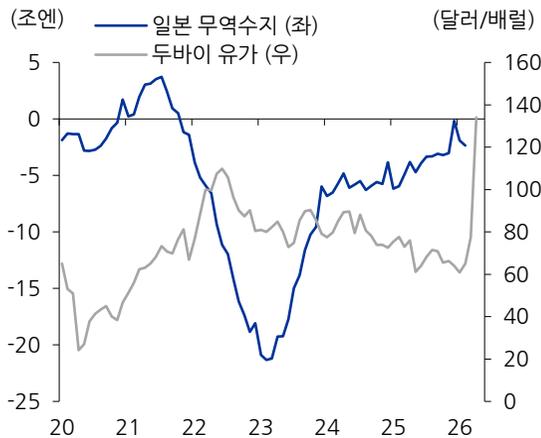
자료: Refinitiv, 유진투자증권

유가 급등은 일본 자산에도 부담

안전자산인 엔화도 유가 상승 국면에서는 취약

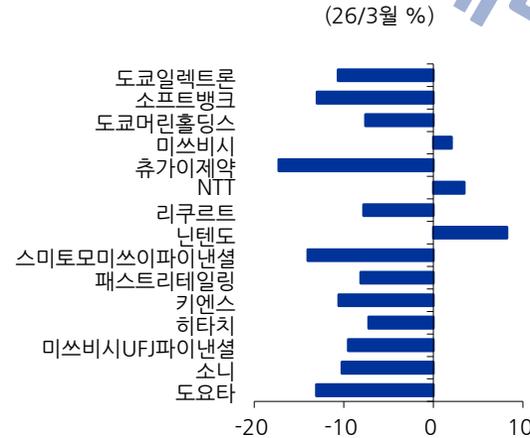
- 일본 무역수지는 유가 상승 국면에서 악화될 가능성이 높음.
- 달러엔은 160엔대까지 상승했음. 그러나 이전과 같은 엔저 수혜는 발생하지 않음. 일본 증시는 3월 들어 급락세로 반전됨.
- 일본 증시에서는 상사, 통신, 게임 등 방어적 업종을 제외한 대부분 업체들의 주가가 10% 내외 하락함.

유가 급등은 일본 무역수지에 부정적



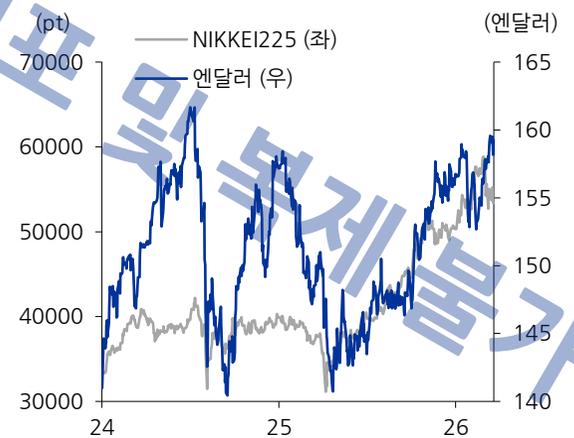
자료: Refinitiv, 유진투자증권

26/3월에는 일본 상사, 통신 업종만 생존



자료: Refinitiv, 유진투자증권

엔저에도 일본 증시 부진



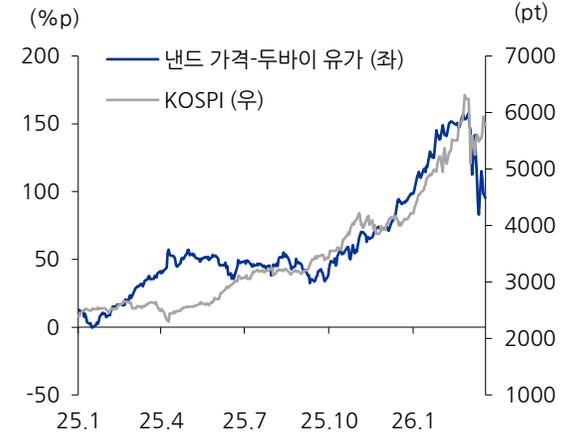
자료: Refinitiv, 유진투자증권

국내 교역조건 모멘텀도 정체

원화 자산 가치가 회복되려면 유가 안정이 필수적

- 반도체 가격 상승에 따른 교역조건 개선과 무역수지 개선 모멘텀은 유효함.
- 교역조건 개선 속도에 비해 원화 가치 하락은 다소 과도해 보임.
- 그러나 반도체 가격과 유가 상승률 간 격차는 3월초 이후 축소됨.

낸드 가격과 유가간 차이는 전쟁 이후 축소



자료: Refinitiv, 유진투자증권

교역조건은 아직 무역수지에 우호적



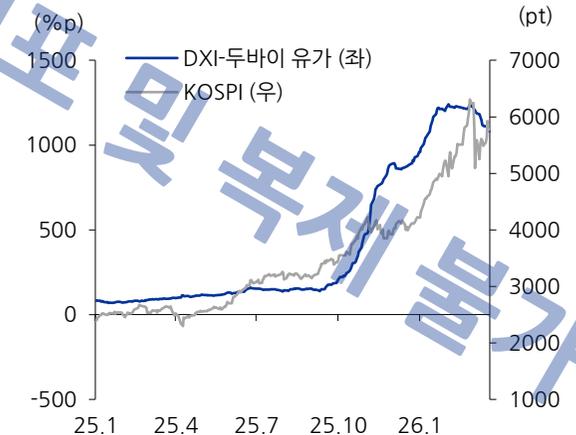
자료: Refinitiv, 유진투자증권

교역조건에 비해 원화 가치 하락은 과도



자료: Refinitiv, 유진투자증권

반도체 가격과 유가 간 격차 축소



자료: Refinitiv, 유진투자증권

전쟁 후 원화 가치 약세 압력 점차 진정

달러원 1,500원대가 지속되지는 않을 듯

- 유가 불안 국면에서 달러 강세, 원화 가치 약세는 불가피함.
- 원화 가치 하락의 주범으로 지목되던 증권투자자 자금 유출 속도는 지난 1월 이후 진정됨. 국내 주식시장 열기가 해외증시보다 더 뜨거웠던 영향임.
- 직접투자 자금 유출은 지속되나, 대미투자(3,500억 달러)에 따른 자금 유출 압박은 나타나지 않음.

유가 상승 국면에서 원화 가치 약세 불가피



자료: Refinitiv, 유진투자증권

증권(주식,채권) 투자 자금 유출 규모 진정



자료: Refinitiv, 유진투자증권

직접투자 자금 유출은 지속



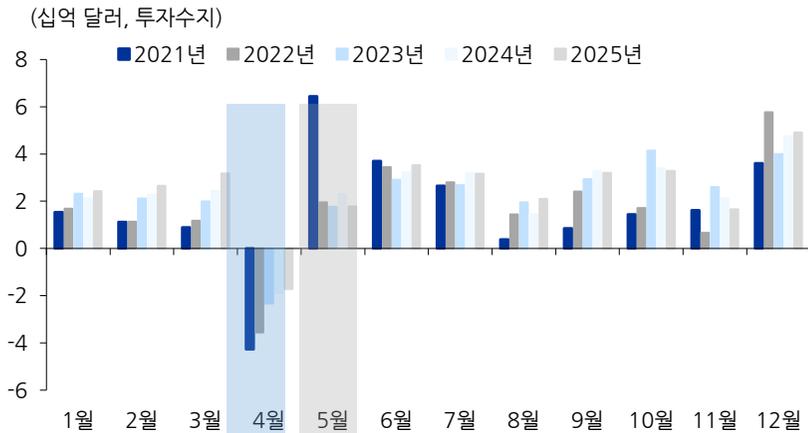
자료: Refinitiv, 유진투자증권

4월 배당 송금 시즌 이후 원화가치 회복 가능성

원화가치 하락은 4월 이후 진정될 가능성

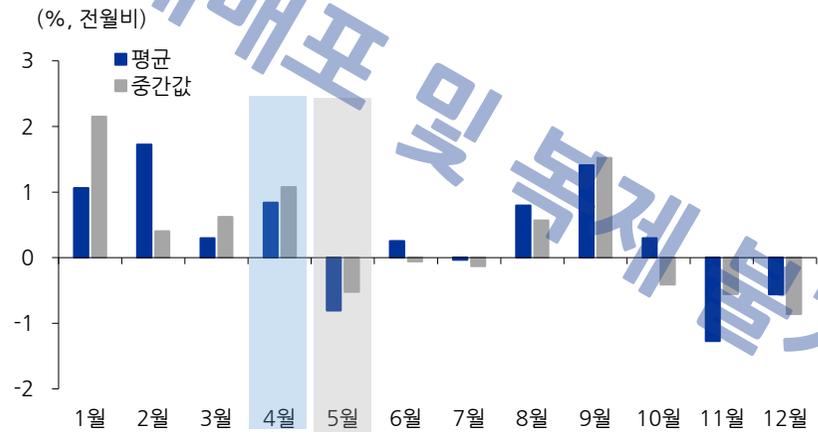
- 계절적으로 4월에는 단기 자금 유출, 즉 배당 송금이 늘어나는 시기임.
- 2020년 이후 경상수지에서 투자수지 적자가 가장 크게 확대되는 시점이 4월임. 그러나 5월에 거의 빠르게 회복됨.
- 달러원 환율 역시 3~4월에는 상승(원화가치 하락)했다가, 5~6월에는 원화가치가 회복되는 패턴이 반복됨.

매년 4월에는 배당에 따른 자금 유출, 그러나 5월 다시 회복



자료: Refinitiv, 유진투자증권

4월 달러원 상승(원화 약세) 이후 5월에는 하락(원화가치 상승) 패턴



자료: Refinitiv, 유진투자증권

반도체 수출로 본 코스피

연말까지 반도체 수출 150% 유지해야

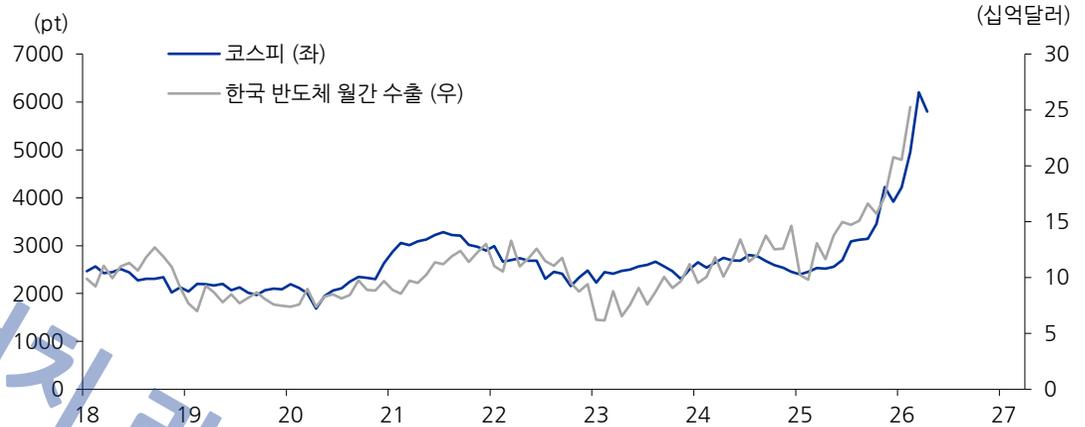
- 국내 수출로만 보면 현재 코스피는 다소 과대평가 된 것으로 보임. 그러나 최근 전체 수출보다 반도체 월간 수출과 코스피 간 상관관계가 더 높아짐.
- 예컨대, 26/2월 월간 수출(252억 달러, 37조원) 기준으로 코스피는 5천 포인트 내외가 적절한 것으로 계산됨. 3월 수출로는 5천 초중반대가 적정함.
- 컨센서스는 월 60조원 규모의 반도체 수출을 가정함(연 720조원, 영업이익 360조원), 즉, 월 60조원 대 반도체 수출이 되면, 코스피 6,600pt가 적정함.
- 향후 반도체 수출은 150~200% 이상 유지해야 함.

전체 수출로만 보면 코스피가 다소 과대평가



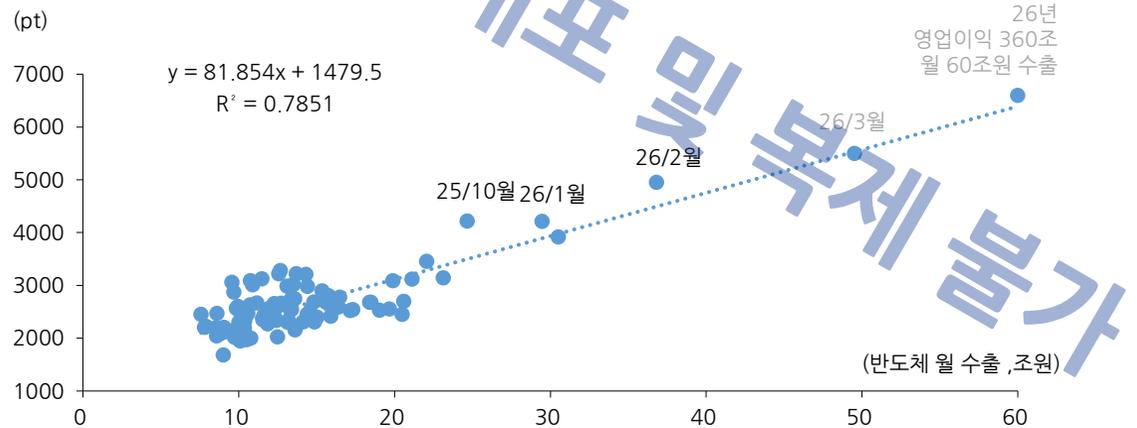
자료: Quantwise, 유진투자증권

반도체 수출과 코스피간 상관관계가 더 높아져



자료: Quantwise, 유진투자증권

월간 반도체 수출(252억 달러, 37조원)을 감안할 때 26년 1~2월은 다소 과대평가



자료: Quantwise, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가

04

기술, 군사, 에너지, 금융 독립

전쟁 후 각국들은 AI, 공급망, 군사, 에너지, 금융 측면에서 독립을 추구할 듯

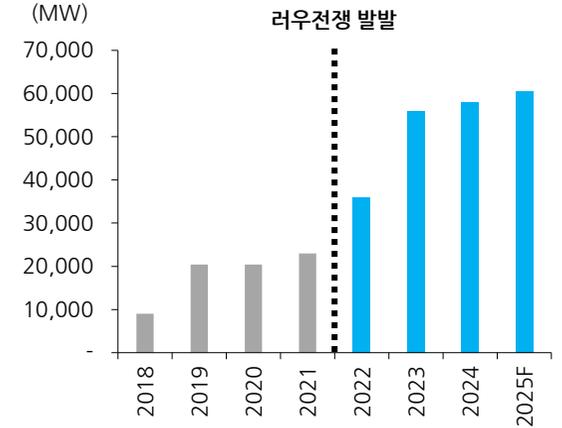
외국인 투자자들의 매도는 반도체 집중, 기계/조선/하드웨어/화장품/제약바이오 관심

전쟁이 확산(?)될수록 SI와 에너지 인프라 경쟁은 더 치열해질 듯

데이터센터 등 AI 투자 경쟁은 멈추지 않을 것

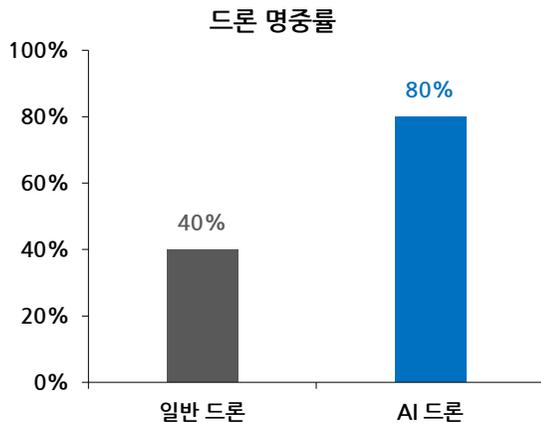
- 전략국제문제연구소(CSIS)에 따르면 일반 드론의 명중률이 30~50%인데 비해, AI를 적용한 드론 명중률은 80%대임.
- 우크라이나/중동 전쟁에서 전투 성능이 향상된 것은 팔란티어 AIP(Artificial Intelligence Platform) 등 AI 활용도가 높아졌기 때문으로 분석됨.
- 지난 3/2일 미 국방부가 무기화를 거부한 엔트로픽과의 거래를 중단함. 향후 전쟁에서 AI 역할이 중요하다는 반증임.
- 러우 전쟁 이후 유럽의 태양광 설치량은 급격히 늘어났음. 2021년 23,042MW → 22년 35,986MW, 23년 56,902MW

유럽 태양광 설치량, 러우전쟁 후 급증



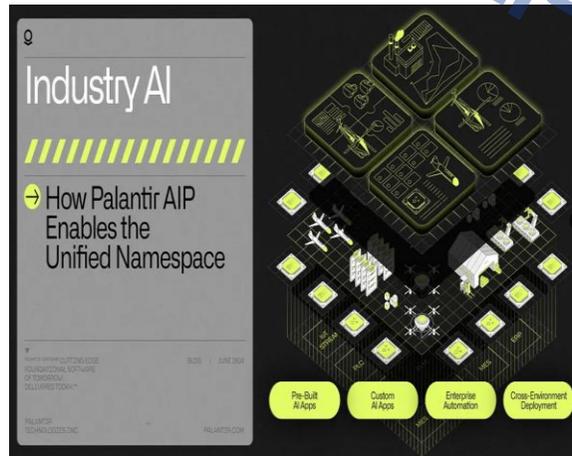
자료: 유진투자증권

전쟁에서 AI 영향력 확대



자료: 전략국제문제연구소(CSIS)

실제 전투에서 활용되는 팔란티어 AIP



자료: Palantir

미 국방부와 엔트로픽 간 갈등

美 국방부, '무기화 거부' 엔트로픽에 최후통첩...심화하는 AI 윤리 갈등

박지민 기자
업데이트 2025.02.25 15:35



같이 본 뉴스

1 美, 하에네이 암살하기 전 미란 인터넷부터 끊었다

자료: 조선일보

각국은 세 가지 독립 의지가 강화될 전망

이란 전쟁이 드러낸 구조적 문제

군사·기술 독립 방산 + AI 인프라

- **방위산업**
유럽·한국 방산주
- **AI 인프라**
비미국 반도체·팹

에너지 독립 공급·운송·전환

- **LNG 터미널**
수입·재기화 설비
- **에너지 인프라**
파이프라인·저장
- **해운·탱커**
VLCC·LNG선 운임
- **원자력·신재생**
에너지 전환
- **항만 인프라**
우회 항로 수혜

자본시장 독립 탈달러·금융 인프라

- **증권·거래소**
자국 자본시장을 통한 자본 조달
- **원자재**
달러 대안 자산

러우 전쟁 당시와 공통점과 차이점

반도체는 아직 살아 있다

- 러우 전쟁 당시와 현재 국면에서 공통적으로 강한 업종은 에너지(정유), 기계, 조선, 상사자본재임.
- 방어적인 업종 가운데서는 통신, 필수소비재, 보험 업종의 하락 폭이 덜함.
- 러우 전쟁 당시 주가 흐름과 차이가 나는 업종은 반도체, IT하드웨어, 건설, 그리고 유틸리티임.
- 러우 전쟁 당시 반도체 업종은 부진했고, 이번 이란 전쟁 후에도 조정 폭이 컸지만, 실적 상향 추세는 이어짐.
- 유틸리티 업종 주가도 유가 상승으로 실적에는 부정적이나, 러우 전쟁 당시에는 강했음.

러우 전쟁 당시와 현재 국내 증시 섹터 등락률 차이

	러우 1개월 후	러우 3개월 후	러우 6개월 후	이란 전쟁 후 (%)
에너지	4.1	6.4	11.7	-9.4
화학	-3.4	-1.2	5.7	-15.3
비철, 목재등	7.9	2.3	0.2	-21.3
철강	7.7	5.2	-10.3	-16.2
건설, 건축관련	11.7	-4.3	-13.6	-0.9
기계	11.3	8.6	14.8	--4.8
조선	-0.6	-5.0	15.3	-11.5
상사, 자본재	5.5	6.2	13.6	-5.2
운송	2.7	3.7	-15.6	-14.1
자동차	-5.4	0.0	-1.3	-24.5
화장품, 의류, 호텔, 레저	-6.9	-13.2	-22.6	-7.9
미디어, 교육	1.9	-5.0	-10.0	-10.3
3.4	-9.4	-24.7	-17.7	
소매(유통)	5.3	-1.8	-13.4	-8.1
필수소비재	-0.4	2.4	0.5	--4.4
건강관리	7.1	-2.2	2.6	-11.9
은행	-0.1	-2.7	-19.8	-6.8
증권	-2.1	-10.2	-21.8	-10.8
보험	4.4	1.0	-1.6	-7.2
소프트웨어	6.6	-13.9	-22.6	-15.9
IT하드웨어	4.1	-1.7	-14.7	+0.6
반도체	-4.9	-10.1	-20.8	-15.0
IT가전	-1.3	-1.7	-2.8	-13.2
디스플레이	6.6	-8.7	-18.5	-18.7
통신서비스	5.8	5.2	0.5	-2.9
유틸리티	5.4	5.1	0.9	-16.4
코스피	0.4	-4.2	-10.0	-12.5
코스닥	6.5	-1.4	-9.6	-4.7

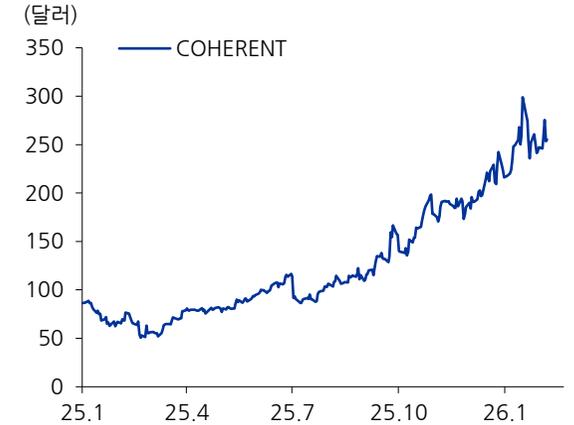
주: 3/26일 기준, 자료: Quantiwise, 유진투자증권

메모리에 이어 미국 광학기술 업체 강세

데이터센터 내 병목이 있는 품목들에 대한 관심은 여전

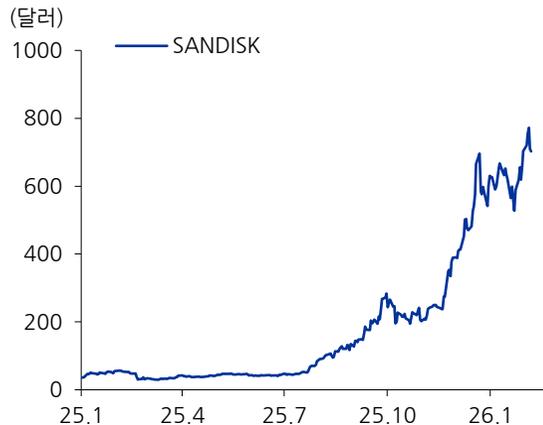
- HBM과 D램에 이어 광학기술 업체들의 주가도 급등하고 있음.
- AXT는 고통 데이터 전송과 광통신에 필수적인 인화인동과 갈륨비소 기판을 공급함(연초 후 +294% 상승, 전쟁 후에도 +70% 급등).
- 루멘텀은 광학부품 전문기업으로, 엔비디아가 20억 달러 투자함. 연초 98% 상승(전쟁 후 +4%).
- 코히런트는 레이저솔루션과 화학물 반도체 소재를 아우리는 복합광업 기업(연초 후 +38%).

복합광학기업 코히런트 주가



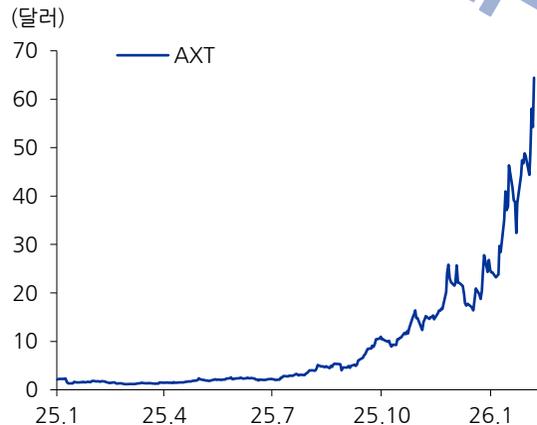
자료: Refinitiv, 유진투자증권

초고공행진 중인 샌디스크 주가



자료: Refinitiv, 유진투자증권

비실리콘 웨이퍼 제조업체 AXT주가 급등



자료: Refinitiv, 유진투자증권

광학부품 전문기업 루멘텀



자료: Refinitiv, 유진투자증권

외국인들의 매도는 보유율이 이미 높은 반도체에 집중

반도체 제외하면 매도 압력 미미

- 반도체 업종에 대한 낙관론과 주가 상승에도, 외국인 투자자들은 25/11월 이후 반도체 업종에 대해 매도우위임(25/11월 이후 -45조원).
- 2월말 전쟁 이후 외국인 투자자들은 매도우위 이긴 해도 반도체 제외 업종에 대해서는 매수 우위임.
- 외국인 투자자들의 코스피 지분율은 2/25일까지 높아짐(2/24일 37.84%, 3/18일 37.8%).
- 반면 반도체 업종에 대한 외국인 지분율은 25/11월 이후 하락함(11/3일 51.83% → 26/3/18일 49.96%).

외국인은 25/11월 이후 반도체 대규모 매도

(2020/1월 이후 누적, 조원)



자료: Quantiverse, 유진투자증권

외국인 반도체 제외 업종은 오히려 순매수

(2020/1월 이후 누적, 조원)



자료: Quantiverse, 유진투자증권

외국인 보유 비중은 우상향, 전쟁 후 주춤

외국인 전체 지분율



자료: Quantiverse, 유진투자증권

외국인 반도체 지분율은 25/11월 이후 축소

외국인 전체 지분율



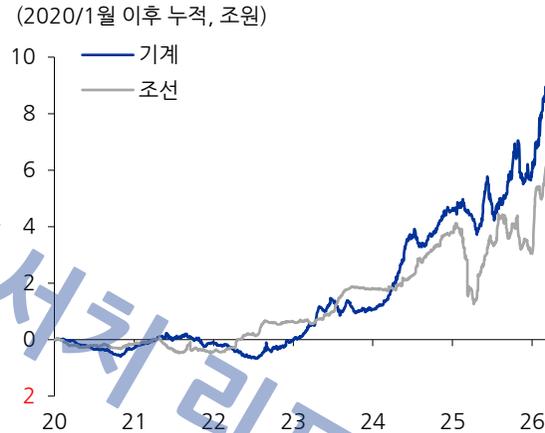
자료: Quantiverse, 유진투자증권

기계/조선과 함께 건설, IT하드웨어, 제약바이오, 화장품

산업재와 일부 소비재

- 차익 실현과 변동성 확대에 따른 반도체 매도를 제외하면, 외국인 투자자들은 기계, 조선 업종에 대해서는 꾸준히 매수우위를 지속함
- 26년 들어 매수세를 보인 업종으로는 **건설, 화장품, 건강관리, 통신 업종** 등이 있음.

외국인은 기계, 조선 업종을 꾸준히 순매수



자료: Quantwise, 유진투자증권

올해 들어 외국인은 건설업종 순매수 중



자료: Quantwise, 유진투자증권

26년 들어 건강관리 업종도 매수우위



자료: Quantwise, 유진투자증권

25년 하반기 이후 IT하드웨어도 매수우위



자료: Quantwise, 유진투자증권

26/1월 이후 화장품도 순매수



자료: Quantwise, 유진투자증권

자국인에 의한 안정적인 자금조달이 중요

자국 금융시장을 통한 자금조달 중요

- 2020년 코로나19 이후 외국인 투자자들은 대체로 매도우위에 그치고 있음.
- 2026/2월 이후 코스피시장에서 외국인 매도세가 가파르게 진행됨.
- 2025년 이후 국내 주가 상승을 주도하는 것은 내국인, 그 중에서도 금융투자(ETF자금)임.
- 26/1월 코스피 5천pt 도달 이후에는 금융투자 자금은 코스닥시장에 집중됨.

해외 변수가 생기면 외국인 수급 불안

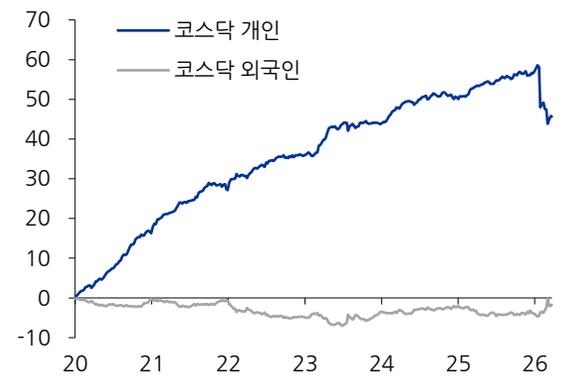
(2020년 1월 이후, 누적, 조원)



자료: Quantiwis, 유진투자증권

코스닥 시장에서 외국인 투자자들은 매수우위

(2020년 1월 이후, 누적, 조원)



자료: Quantiwis, 유진투자증권

코스피시장을 주도하는 것은 금융투자

(2020년 1월 이후, 누적, 조원)



자료: Quantiwis, 유진투자증권

코스닥시장에서도 금융투자 영향력 확대

(2020년 1월 이후, 누적, 조원)



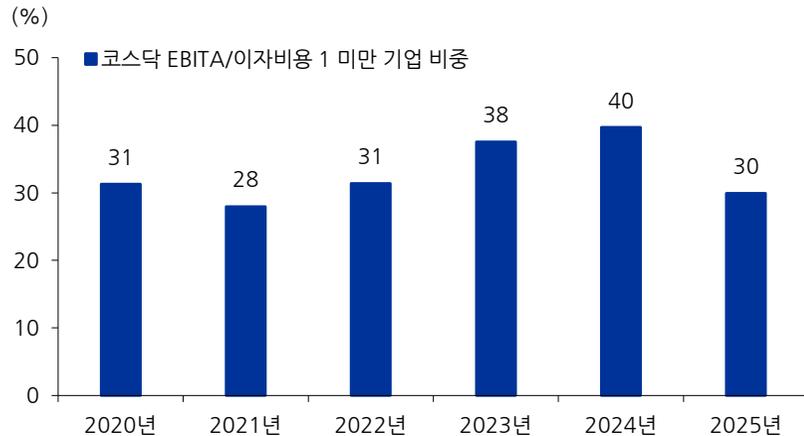
자료: Quantiwis, 유진투자증권

코스닥 2부 리그 체계로 개편 효과

코스닥 부실기업 정리 시동

- 3/16일 정부는 저 PBR 기업 리스트를 공개하고, 중복 상장을 원칙적으로 제한하며, 자본시장 안정과 정상화를 위한 정책을 제시함. 코스닥시장에 대해서는 '성숙한 혁신 기업'과 '성장 중인 기업'으로 구분해, 2개 리그 체계로 개편할 방침을 밝힘. 코스닥 시장 선진화에 기여할 것으로 예상됨.
- 코스닥 기업 가운데 영업이익이 이자비용보다 적은 기업 비중은 1/3 이상이며, PBR 1배 미만 기업 비중도 40% 이상임.
- 그러나 일본정부는 도쿄증권거래소를 중심으로 PBR 1배 미만 기업들을 직접 정조준해, 강도 높게 정리해 나섬.
- 반면 국내 정책은 권고와 자율 원칙임. 코스닥 시장 수준이 개선되기 보다 시총 상위 기업들에 대한 관심이 강화될 전망.

영업이익이 이자비용보다 적은 기업들이 30% 이상



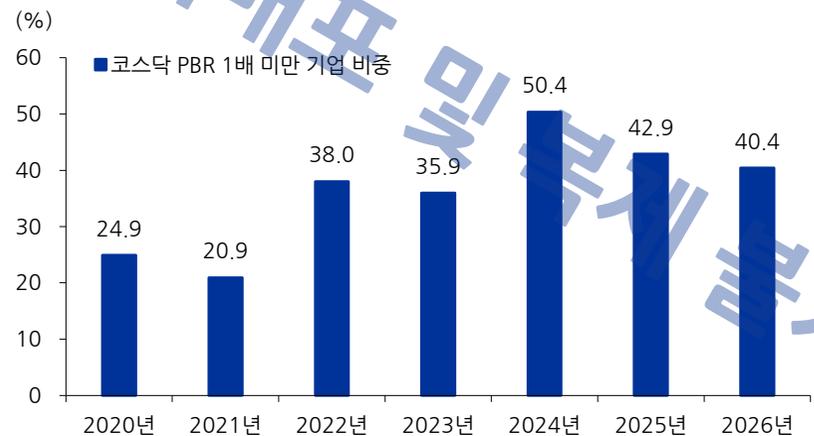
자료: Quantwise, 유진투자증권

일본과 국내 저 PBR 기업 정리 정책 효과 차이

	일본	한국
저 PBR 기업 정리	TSE 주도, PBR 1배 미만 기업 직접적으로 압박	KRX 주도, 저 PBR 기업 리스트 공개, 그러나 사실상 권고와 자율 원칙
부실기업 정리	기준 미달 시 상장 폐지	점진적으로 부실기업 정리 방침
주가 영향	미이행 기업 추가 소외	밸류업 지수 편입 효과

자료: 유진투자증권

코스닥 PBR 1배 미만 기업 비중 40%대



자료: Quantwise, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

유가증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가