

2026.04.03
Econ Issue

DS 현미경



김현지 연구원
02-709-2663
guswl4461@ds-sec.co.kr

정형기 경제
02-709-2651
jhk2036@ds-sec.co.kr

에너지 취약 구조로부터 온 인플레이션 초대장

수출 호조 이면에 가려진 수입물가 비용 충격

실물 경제의 충격을 파악하기 위해 수입 지표를 면밀히 모니터링 할 시기라고 판단한다. 수입물가의 상승은 기업의 영업이익률(OPM) 둔화로 직결되는 만큼 비용 측면에서 향후 기업의 실적에 미칠 영향을 가늠할 수 있는 매크로 지표이다. 반도체 중심의 견조한 수출 성장과 대규모 무역수지 흑자에 가려져 수입 데이터의 질적 악화와 에너지 안보 위협이 과소평가될 우려가 있다.

3월 수출은 861.3억 달러(+48.3% YoY), 수입은 604.0억 달러(+13.2% YoY)를 기록했다. 무역수지는 반도체 DRAM과 NAND의 가파른 수출가격 상승과 공급망 차질로 인한 원유 수입액이 줄어들면서 전년 동기 대비 210.1억 달러 증가해 대규모 흑자를 기록했다.

3월의 양호한 무역수지는 지정학적 리스크가 반영되기 전의 과거 계약 물량이 포함되어 있어 향후 수입물가 상승에 따라 무역수지 흑자 폭은 점진적으로 축소될 수 있다. 여기에 최근 원화 약세는 국내 기업의 실질 원가 부담을 추가로 가중시키는 '환율 프리미엄' 비용을 발생시키고 있다. 3월의 원유 수입가 급등분은 시차를 두고 4~5월 수입물가지수에 본격적으로 반영될 예정이다.

인플레 리스크 확산으로 인한 수요 위축 및 경기 둔화 우려가 커진 상황에서 국내 기업들이 원가 상승분을 최종 제품 가격에 적극적으로 전가하지 못할 경우 2분기 영업이익 컨센서스가 하향 조정될 가능성도 열어둘 필요가 있다. 특히 화학, 운송 서비스, 음식료 등 원자재 투입 비중과 물류비 부담이 큰 업종 중심으로 K자형 성장은 더욱 심화될 전망이다. 상대적으로 매출원가율과 판매관리비가 하향 안정화 추세에 있고 강력한 이익 모멘텀을 보유한 반도체, 조선, 상사·자본재, 유틸리티, 증권 업종의 대응 여력이 높다고 판단한다.

당사는 한국은행이 하반기 기준금리 인상 기조로 전환할 가능성이 크다고 판단한다. 수입물가의 비용 상승은 한국은행의 기준금리 인상 시점을 앞당기는 트리거가 될 수 있다. 내수 경기 침체와 국채 금리의 추가 상승 압력이 맞물리는 악순환을 만들 우려가 있다.



수출에 가려진 수입 데이터가 보내는 인플레이션 경고

3월 수출은 반도체 가격 상승에 힘입어 건조

3월 수출은 글로벌 인플레이션 상방 압력 확대에 따른 수요 둔화 국면 속에서도 강했다. 3월 수출은 861.3억 달러(+48.3% YoY), 수입은 604.0억 달러(+13.2% YoY)를 기록했다. 무역수지는 반도체 DRAM과 NAND의 가파른 수출가격 상승과 공급망 차질로 인한 원유 수입액이 줄어들면서 전년 동기 대비 210.1억 달러 증가해 대규모 흑자를 기록했다. 여기에는 전쟁이 발생하기 1~2개월 전에 체결된 계약 물량이 포함되어 있어 지정학적 리스크에 따른 충격을 온전히 반영하지 못하고 있어 시간이 경과함에 따라 무역수지 흑자 폭은 점진적으로 축소될 가능성이 있다. 이 경우 원화 가치의 추가적인 하락과 수입물가발 인플레이션 압력을 더욱 가중시킨다. 이는 한국은행의 금리 인상 시점을 앞당기는 트리거로 작용해 내수 경기 침체와 국제 금리의 추가 상승 압력이 맞물리는 악순환의 지름길이 될 수 있다.

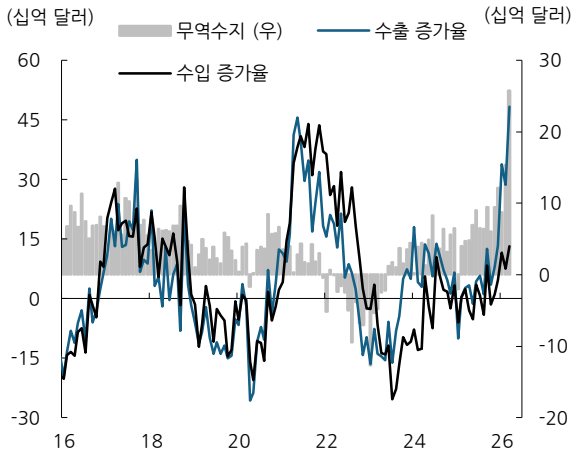
실물 공급의 정상화 전까지는 단기적인 인플레이션 압력 불가피

결국 현 시점에서 투자 심리를 결정짓는 핵심 요인은 에너지 공급망 훼손에 따른 가격 충격이다. 전쟁 이해관계자들의 발언에 따라 시장의 일회일비가 지속되고 종전 가능성이 언급되고 있으나 설령 호르무즈 해협이 즉각 개방된다 하더라도 국내에 도달하기까지는 약 25일이 소요된다. 이러한 물리적 운송 시차를 고려할 때 협상이 이뤄지더라도 실물 공급의 정상화 전까지는 단기적인 인플레이션 압력을 피하기는 어려워 보인다.

에너지 수입물가와 생산자 소비자물가는 높은 상관관계

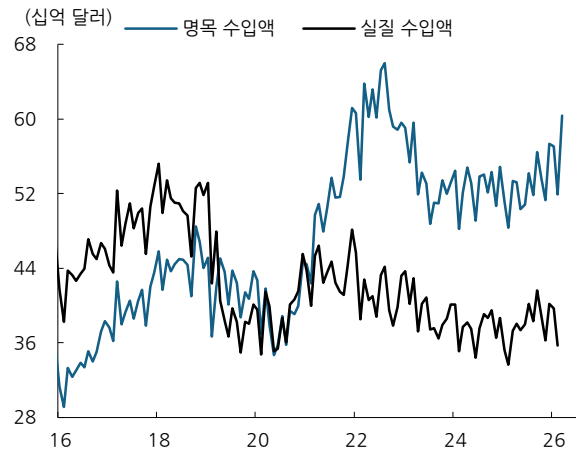
석유, 화학제품 등 원자재 수입 의존도가 높은 한국 경제의 특성상 전체 수입물가는 원유 및 천연가스 수입물가와 높은 상관관계를 가지고 있으며 생산자물가와 동행하는 구조를 보인다. 이러한 비용 측면의 압력은 일반적으로 3~5개월의 시차를 두고 소비자물가로 후행 전이된다. 이번에 발표된 3월 원유의 평균 수입 가격은 배럴당 77.2달러로 전월 대비 16.8% 급등했다. 이는 단기적으로 수입물가와 생산자 물가의 가파른 오름세로 이어질 전망이다. 소비자물가에는 매크로 지표의 성격과 6월 지방선거 등의 이벤트를 고려해 시차를 두고 강력한 상방 압력을 가할 것으로 예상된다.

그림1 3월 수출은 반도체 수출 모멘텀에 힘 입어 강했음



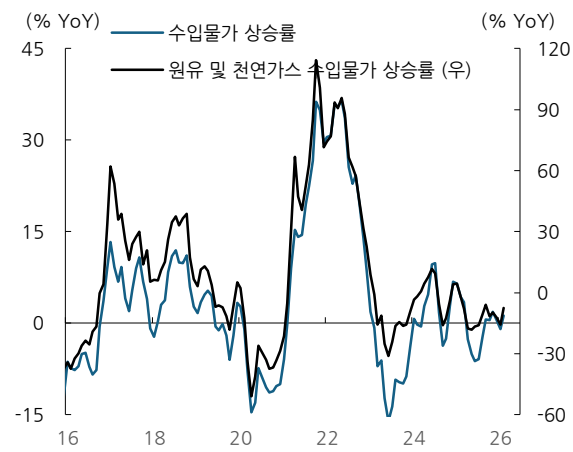
자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

그림2 명목 수입액 및 실질 수입액



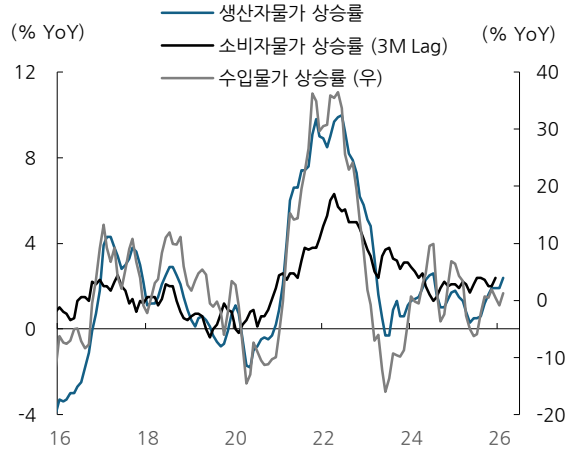
자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

그림3 수입물가와 원유 및 천연가스 수입물가 상승률



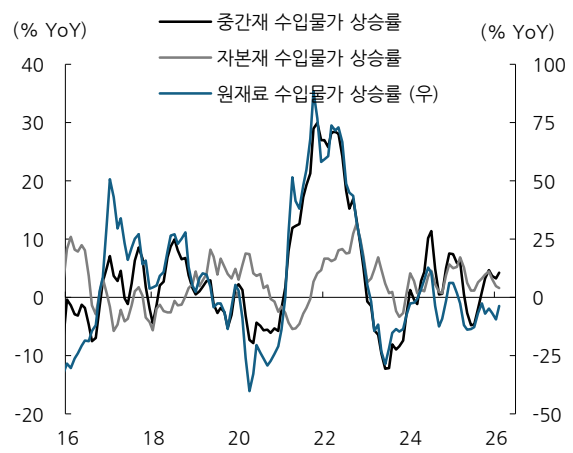
자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

그림4 소비자물가, 생산자물가 및 수입물가 상승률



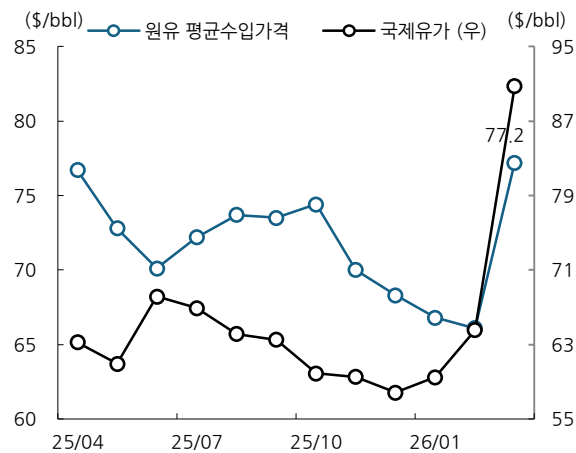
자료: 관세청, 한국은행, DS투자증권 리서치센터

그림5 원재료, 중간재 및 자본재 수입물가 상승률



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

그림6 원유 평균수입가격 및 유가



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

주: 국제유가는 WTI 월 평균 기준

고유가·고환율이 기업 영업이익에 주는 매운 맛

에너지 수급 구조의 취약성
은 원화 가치 하락 폭 확대

이번 국면에서는 에너지 수급의 구조적 취약성으로 인해 글로벌 주요국 통화 대비 원화 가치의 하락 폭이 컸다. 한국은 글로벌 주요국 중 압도적인 석유 의존도를 보인다. GDP 10억 달러를 생산하기 위해 소요되는 일평균 원유 소비량은 1.5조 달러로 평균(0.7조 달러) 대비 2배 가량 높은 수치이다(그림8). 일본, 대만 등 아시아 주요국과 비교해도 높은 이유는 한국은 에너지 집약도가 매우 높고 제조업에 과도하게 치중된 산업 구조를 가지고 있기 때문이다.

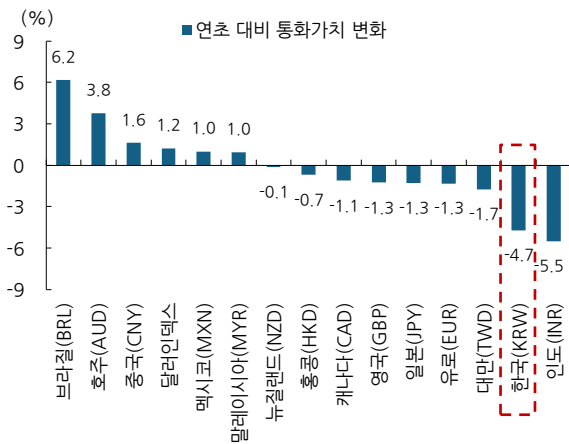
에너지 가격 상승과 원화 약세는 국내 기업의 비용 부담을 가중

이러한 에너지 취약 구조 하에서 한국은 원화 약세에 따른 비용 부담이 클 수밖에 없다. 따라서 국내 생산자 및 소비자물가에 실질적인 영향을 미치는 핵심 변수는 국제 원자재 가격보다도 원화로 환산된 수입물가의 변동률이다. 달러화 기준 수입물가와 환율 상승분을 통해 수입물가의 실질적인 영향력을 확인할 필요가 있다.

3월 국내 기업의 실질적인 원화 기준 원가 부담은 +20.3% MoM

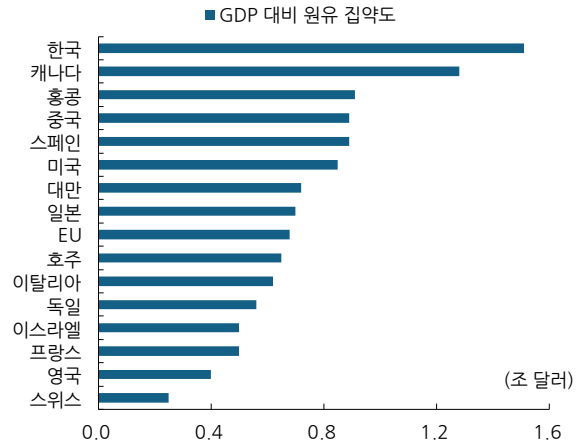
2월 원유 수입물가지수는 원화 기준 199.84, 달러 기준 161.98이다. 전월 대비 3월 유가는 WTI 기준 약 42%, 원유수입가격은 약 17%, 원/달러 환율은 약 3% 상승했는데 이를 반영할 경우 3월 원유 수입물가지수는 원화 기준 240.50, 달러 기준 189.18로 추정된다. 원화 기준 지수가 달러 기준 지수 대비 가파르게 상승했다. 결과적으로 국내 기업은 원유 수입가 상승분(16.8%)에 환율 상승 부담(3.0%)이 가중되면서 실질적인 원화 기준 원가 부담이 전월 대비 20.3% 늘어나게 된다. 이는 달러 결제권 국가의 기업 대비 약 3.6%의 추가적인 환율 프리미엄 비용이 더해진 결과이다. 즉, 원화 약세로 인해 국내 기업이 체감하는 실질 원가는 시장의 가격 지표보다 가파르게 상승하고 있음을 뜻한다.

그림7 연초 대비 원화의 절하 폭이 매우 컸음



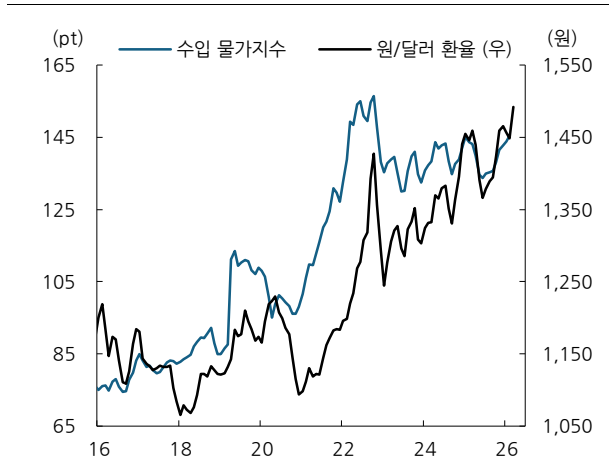
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림8 GDP 대비 원유 집약도 : 수치 높을수록 에너지 효율성 낮음



자료: IEA, DS투자증권 리서치센터

그림9 수입물가지수 및 원/달러 환율



자료: 관세청, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림10 원유 수입물가지수: 원화와 달러 기준 간 격차 확대



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

수입물가 상승
→ 2분기 영업이익의 컨센서스
하향 조정 가능성

수입물가지수는 통관 시점의 가격을 기준으로 산출된다. 즉, 3월 수입물가지수가 전월 대비 큰 폭으로 상승하더라도 1~2개월 전 체결된 계약 물량의 도입 가격을 반영하고 있어 3월의 스팟(Spot) 가격 급등분은 4~5월의 수입물가지수에 강하게 반영될 것으로 예상된다. 이러한 원가 상승분을 최종 제품 가격에 적극적으로 전가하지 못할 경우 경우 2분기 영업이익의 컨센서스가 하향 조정될 가능성도 열어둘 필요가 있다.

**국채 가격과 원화 가치의
하방 리스크 확대**

트럼프 대통령이 과거에 취했던 ‘최대 압박(Maximum Pressure) 이후 협상’ 전략을 통해 휴전에 이르더라도 훼손된 공급망에 따른 리스크 프리미엄은 유가에 상당 부분 반영될 것으로 예상된다. 이에 따라 유가는 연초 평균 배럴당 62달러를 상회하는 높은 수준에서 하방 경직성을 보일 가능성이 크다. (당사는 2분기 WTI 기준 배럴당 80~120달러의 넓은 범위 내에서 변동성을 보일 것으로 예상된다.) 이러한 고유가 기조 속에서 연준의 기준금리 인하 기대감 축소와 한국은행의 기준금리 인상 가능성이 높아짐에 따라 국채 가격과 원화 가치의 하방 리스크는 커질 우려가 있다.

2분기 유가가 배럴당 90달러, 원/달러 환율이 1,500원 내외에서 등락을 보인다고 가정할 경우 국내 기업이 부담해야 할 추가적인 비용 충격은 3%대로 추정된다. 여기에 지정학적 리스크에 따른 물류비 상승, 운송 보험료 인상분까지 더해질 경우 공급망 유지를 위해 지불해야 하는 비용은 더욱 늘어나게 된다.

비용 전가한계
→ 국내 증시의 밸류에이션 확장을 제한하는 요인

인플레 리스크 확산으로 인한 수요 위축 및 경기 둔화 우려가 가중되면서 기업들은 가파른 원가 상승도 불구하고 비용 전가의 한계에 직면할 가능성이 크다. 이는 기업의 영업이익률 훼손으로 이어져 증시의 밸류에이션 확장을 제한하는 요인이 된다. 특히 화학, 운송서비스, 음식료 등 원자재 투입 비중과 물류비 부담이 큰 업종 중심으로 K자형 성장의 하단은 더욱 두드러질 전망이다.

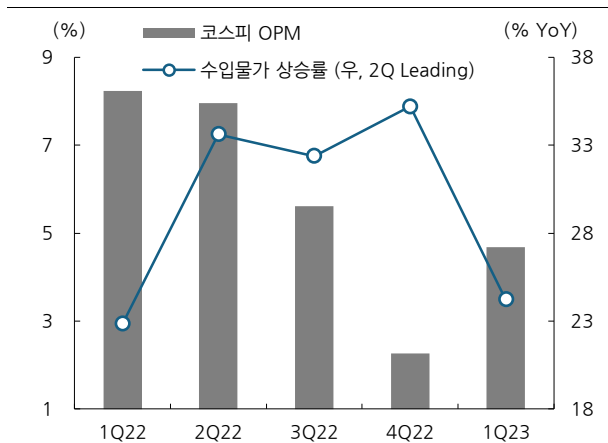
K자형 성장 감안시
코스피 전체 OPM 1~2% 감소 시나리오 열어둘 필요

과거 2022년 러시아-우크라이나 전쟁 당시 고유가·고환율 및 글로벌 인플레 리스크가 확산되던 시기와 비교해보면 에너지 가격 급등에 따른 수입물가 상승은 2~3분기 시차를 두고 국내 기업의 영업이익률 둔화로 이어지는 양상을 보였다. 2022년 4분기 코스피 전체 영업이익률은 전 분기 대비 약 3.3% 감소했다. 현 시점이 AI 반도체 사이클인 점을 감안하더라도 K자 경제 구조가 심화되고 있는 만큼 코스피 전체 영업이익률이 1~2% 수준의 감소로 이어질 수 있는 시나리오를 염두에 두어야 한다.

매출원가율·판매관리비 하향 안정화 & 이익 모멘텀 강력한 업종 중심으로 대응

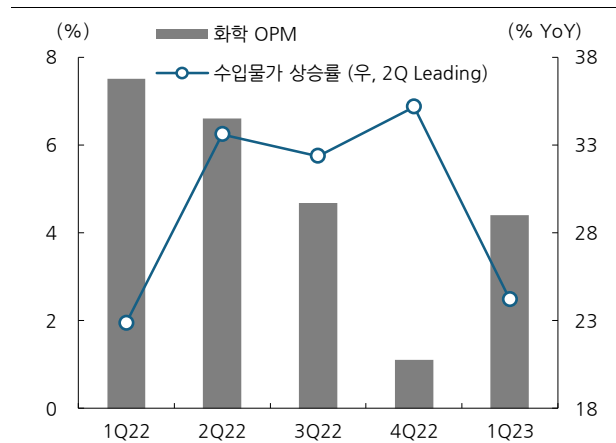
현재 매크로 환경의 불확실성으로 주식시장의 하방 리스크가 확장된 상황에서 1) 매출원가율이 하향 안정화 추세에 있거나 2) 판매관리비 비중이 낮아 비용 통제가 용이하고 3) 강력한 이익 모멘텀을 보유한 반도체, 조선, 상사·자본재, 유틸리티, 증권 업종의 대응 여력이 높다고 판단한다.

그림11 코스피 OPM 및 수입물가 상승률 (1Q22~1Q23)



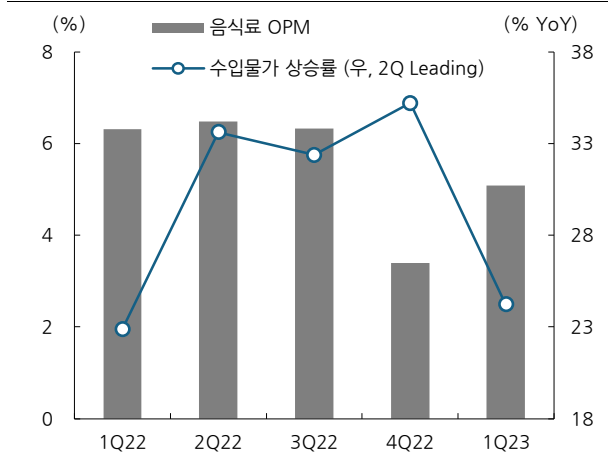
자료: Quantwise DS투자증권 리서치센터

그림12 화학 업종 OPM 및 수입물가 상승률 (1Q22~1Q23)



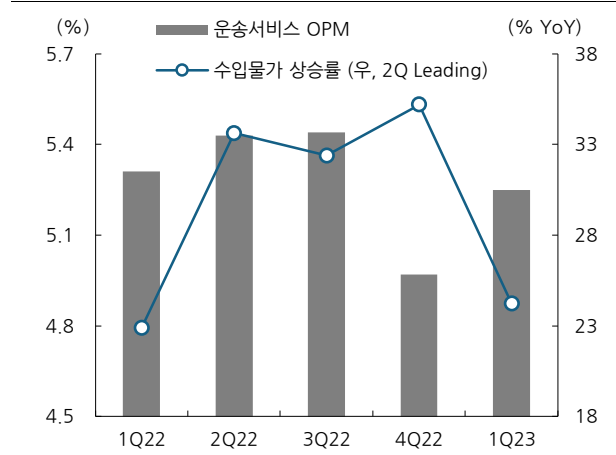
자료: Quantwise DS투자증권 리서치센터

그림13 음식료 업종 OPM 및 수입물가 상승률 (1Q22~1Q23)



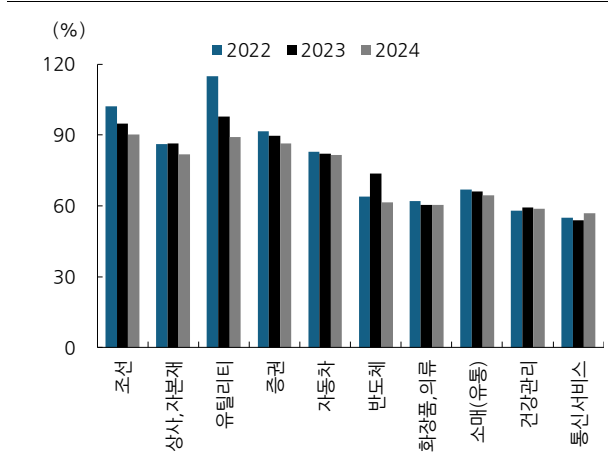
자료: Quantwise DS투자증권 리서치센터

그림14 운송서비스 업종 OPM 및 수입물가 상승률 (1Q22~1Q23)



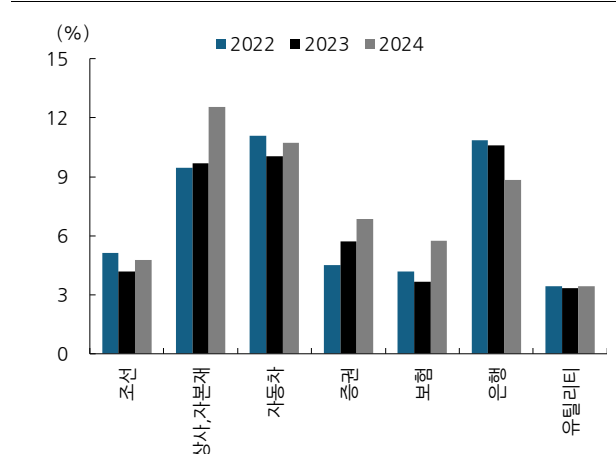
자료: Quantwise DS투자증권 리서치센터

그림15 매출 원가율이 하향 안정화 추세에 있거나



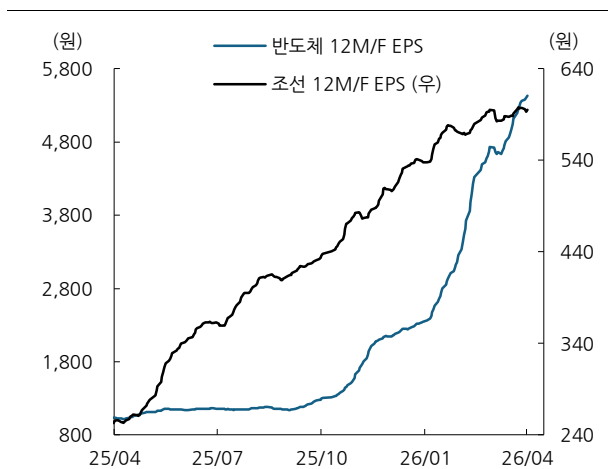
자료: Quantwise DS투자증권 리서치센터

그림16 판매관리비율이 낮아 비용 통제가 용이한 업종



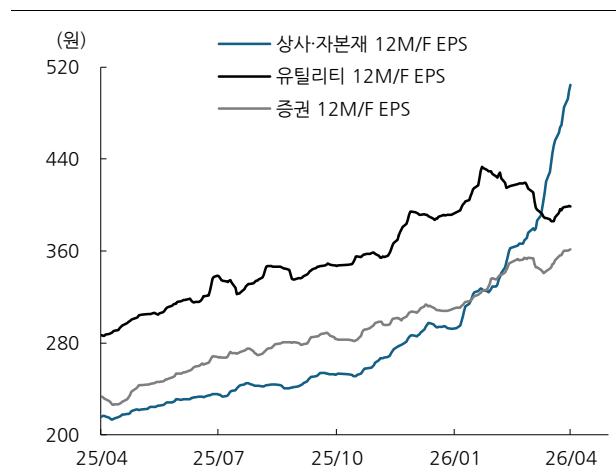
자료: Quantwise DS투자증권 리서치센터

그림17 반도체 및 조선 12개월 선행 EPS



자료: Quantwise DS투자증권 리서치센터

그림18 상사·자본재, 유틸리티, 증권 12개월 선행 EPS



자료: Quantwise DS투자증권 리서치센터

추가적인 인플레이션 변수: 제 3국으로의 에너지 수입 비중 변화

이번 사태로 국내 자산 가격에 에너지 취약 구조에 따른 리스크 프리미엄 가중

향후 수입 지표의 핵심적인 관전 포인트는 한국의 공급망 리스크 대응 여부이다. 고유가 충격 완화를 위해 정부는 26조원 규모의 추경과 차량 5부제 등 에너지 절감 대책을 발표했다. 그러나 이는 단기적인 해결책에 불과하다. 결국 이번 사태를 통해 한국의 에너지 취약 구조에 따른 리스크 프리미엄이 국내 자산 가격 전반에 가중되었다. 따라서 비중동 국가로부터의 에너지 수입 비중이 얼마나 유의미하게 늘어나고 있는지를 통해 공급망 체질 개선 능력을 모니터링 할 필요가 있다.

전략적인 공급망 다변화를 통해 비중동산 에너지 수입 비중은 점진적으로 확대될 가능성이 크다. 유가 상승에 따른 인플레이션을 원치 않는 트럼프 대통령의 입장에서 현 시점에서 러시아, 중국 등 해당 국가의 에너지에 대한 전방위적인 제재를 지속적으로 강행하기는 어려워 보인다. 실제로 최근 트럼프 대통령은 러시아산 원유의 일부 거래와 쿠바향 러시아 유조선의 입항 허용 등 일시적인 제재 완화 카드를 꺼냈다.

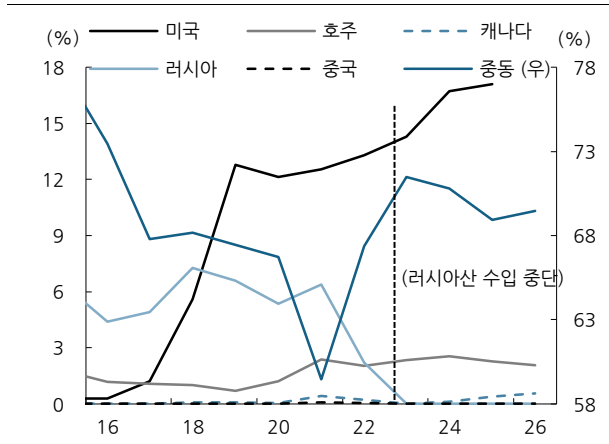
2022년 러시아산 원유 수입 중단 이후 대체 수입선 확보

최근 러시아의 아시아향 원유 수출 규모가 2022년 러시아-우크라이나 전쟁 이후 최대 수준을 기록하고 있다. 2022년 하반기부터 러시아산 석유제품 수입을 전면 중단한 한국의 입장에서 향후 비중동 국가산 석유제품 수입 비중의 반등은 공급망 체질을 개선해나가는 전략적 전환 과정이다. 당시 러시아산 에너지 수입을 중단했음에도 중동, 미국 등 제3국으로부터의 수입 비중을 크게 늘리면서 대체 수입선을 확보한 바 있다. 2023년 이후에는 고금리 기조에 따른 수요 둔화와 환율 하향 안정화, 기저 효과가 맞물리면서 물가 상승률은 안정화되었다.

에너지 공급원 다변화는 인플레이션을 완화할 수 있는 요인

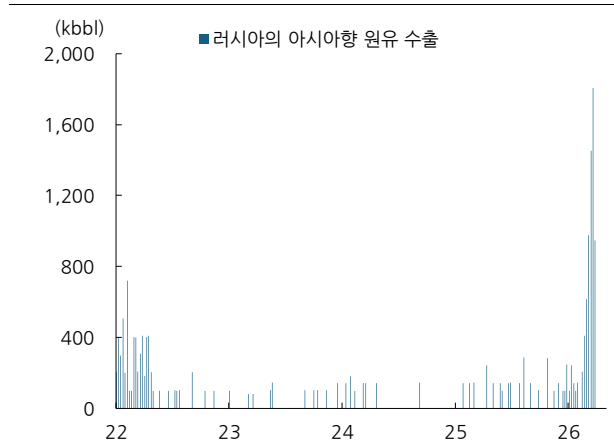
현재 국면은 기준금리와 환율 등 매크로 환경이 과거와 다르지만 국내 자산 가격의 리스크 프리미엄 해소를 가능할 수 있다는 점에서 매크로 지표 상의 흥미로운 관전 포인트가 될 것으로 판단한다. 점진적인 에너지 대체 공급원의 다변화는 인플레이션을 완화할 수 있는 요인으로 작용할 수 있다.

그림19 한국 국가별 원유 수입 비중



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

그림20 2022년 이후 러시아의 아시아향 원유 수출 최대 수준



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김현지, 정형기)
 - 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
 - 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.
-