

# 방위산업 (Overweight)

## 러시아의 방산경제: 전쟁은 계속되어야 한다

Issue Comment

[조선/방산] 변용진 2122-9181 [yongjin.byun@imfnsec.com](mailto:yongjin.byun@imfnsec.com)

### 러시아, 군수산업으로 지탱하는 내수 경제

개전 후 만 3년이 지난 현재, 점점 더 강력해지는 미국 및 유럽의 제재로 러시아의 경제는 정상적인 수출/수입이 어려운 상황이지만 군수산업은 오히려 러시아 경제의 많은 부분을 차지하게 되었다. 러시아의 군수산업은 타 산업 대비 20~60% (평균적으로 월 +40,000루블 수준) 높은 임금을 지급하여 사람들을 끌어모으고 있다. 현재 군수산업에 종사하는 인구는 전체 제조업의 20%에 달하는 380~450만명으로, 군수산업에 힘입어 러시아는 2024년에 역대 최저치의 실업률인 2.53%를 기록하였다. 서방의 제재로 러시아는 주요 외화벌이 수단인 원유 수출은 물론 군수산업에 필요한 반도체나 핵심 부품들의 수입도 어려워졌지만, 그림자 선단 및 제3국 우회 등 여러 회피수단을 통해 제재에 적응해나가고 있다. 생산품의 질은 다소 하락했다더라도 양적 측면에서 군수산업은 오히려 전쟁 발발 이전보다도 성장했으며 경제의 중요한 축이 되어 다른 민간산업이 대체할 수 없는 수준에 도달하였다. 러시아의 국방비 지출은 매년 증가하고 있으며 24년에는 역대 최대인 GDP의 7.1%이자 1,450억 달러에 이른 것으로 추정된다.

### 우크라이나, 전쟁의 끝이 아니라 시작일 수도

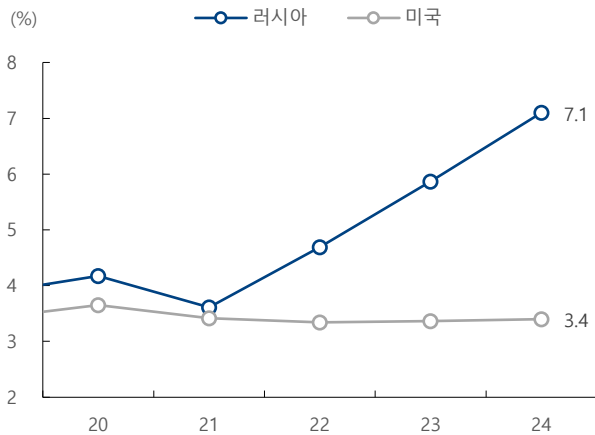
러시아가 우크라이나 전쟁을 끝으로 전쟁을 멈추지는 않을 것이라는 정황은 더 있다. 궤도에 오른 군수산업으로 인해 러시아는 전차를 연간 1,500대 이상 생산/개조할 수 있는 것으로 알려졌으며, 이는 러-우 전쟁 이후 우크라이나 지원으로 큰 전력 공백이 발생한 유럽 전역이 보충해야 하는 수량(약 1,400대)보다도 많은 수준이다. 높아진 생산능력과 내수 경제에 대한 기여도는 자연스럽게 전쟁 지속의지로 연결된다. 경제 제재가 해제되지 않는 이상 현재의 경제 구조를 유지하는 것은 러시아로서 나쁘지 않은 선택이며 푸틴은 최근 미국 중재로 제시된 휴전안을 거부했다. 물론 트럼프가 휴전을 지속 압박하고 있으며 언제까지고 전쟁을 지속할 수는 없으므로 휴전은 언제나 이뤄질 수 있다. 그러나 문제는 그 다음이다. 유럽과의 전력 격차를 벌린 러시아는 얼마든지 추가적인 분쟁을 일으킬 수 있으며 실제로 독일 국방부 및 정보국, NATO 사무총장 등 유럽의 고위 채널에서는 러시아가 4~5년 내 NATO를 침공할 가능성이 크며, 우크라이나는 끝이 아니라 서방으로 진출하기 위한 길목일 뿐이라고 지속 경고하고 있다.

### 내수에 집중할 독일, 유럽의 수요를 채워줄 수 있는 것은 한국뿐

최근 NATO는 2035년까지 회원국의 국방비를 GDP대비 5%(직접군사비 3.5%+간접비 1.5%)까지 늘리기로 합의했으며 EU는 회원국 15개국(벨기에·불가리아·크로아티아·체코·덴마크·에스토니아·핀란드·그리스·헝가리·라트비아·리투아니아·폴란드·포르투갈·슬로바키아·슬로베니아)에 재정준칙 예외를 적용해 국방비 증액에 GDP의 1.5%까지 부채를 사용할 수 있게 했다. 향후 유럽은 막대한 방위비를 지출할 예정이지만 현재 방산 자생능력이 부족한 바, 열강이라고 할 수 있는 국가들도 그나마 명맥을 유지 중인 독일의 군수산업에 의지하고 있다. 러시아가 군수물자 생산능력을 크게 증대한 반면 유럽의 생산능력은 제자리 걸음 수준이다. 유럽 최대의 전자 생산업체인 독일 KMW는 최근 스웨덴과 계약한 Leopard 전차 44대를 2031년이 되어서야 납품 완료할 예정이며, 연간 생산능력은 여전히 40~60대 수준에 머무르고 있다. 이는 현재 사실상 유럽의 유일한 생산 라인이며 프랑스의 Nexter, 영국의 BAE, 이탈리아의 Leonardo 등이 전차 생산라인을 재가동할 계획이지만 자체적인 생산이 어려워 모두 독일 업체인 KMW 및 Rheinmetall과의 JV 및 협력을 전제로 하고 있다.

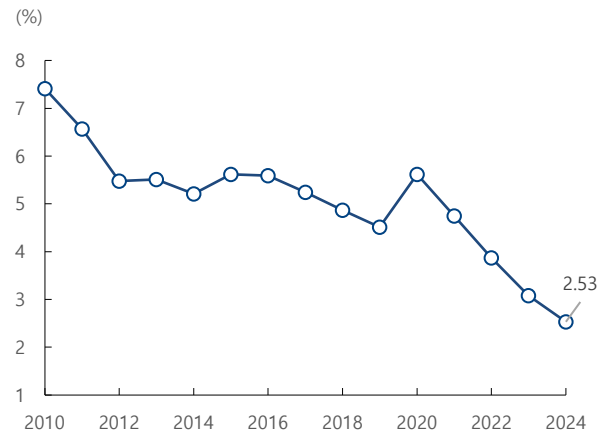
그러나 유럽 군수산업의 중추이자 유일한 희망에 가까운 독일은 향후 자국의 무장 강화에 집중할 계획이며 독일 업체들은 이에 따라 자연스럽게 수출보다는 내수에 우선순위를 둘 전망이다. 독일은 25년 3월 헌법 개정을 통해 GDP 1%를 초과하는 국방비를 부채한도에서 제외하여 사실상 무제한의 국방비 지출이 가능하도록 했으며, 동시에 현재 950억 유로(GDP의 2.4%)인 국방비를 2029년까지 1,529억 유로(GDP의 3.5%)까지 늘리기로 했다. 독일 Rheinmetall이 25년 1분기 확보 중인 수주 잔고 325억 유로 중 70.6%인 230억 유로는 프레임 계약이며, 이중 90%이상은 독일 국방부의 발주이다. 독일 정부는 지속적으로 프레임 계약의 실계약 전환 의지를 밝히고 있으며, 자연스럽게 독일의 대표 방산업체인 Rheinmetall 과 KMW등은 점차 수출보다는 독일 내부 수요를 우선시할 것으로 전망된다. 따라서 수요와 공급 사이의 간극이 커지고 있는 유럽 시장으로, 점차 탄탄한 공급망을 바탕으로 한 한국 방산업체들의 침투가 강화될 예정이다.

그림1. 국방비가 GDP에서 차지하는 비율: 러시아 vs 미국



자료: Worldbank, iM증권 리서치본부

그림2. 러시아의 실업률 추이



자료: Macrotrends, iM증권 리서치본부

그림3. 러시아 군수산업의 경제적 효과

구분	세부내용
노동시장 구조 변화	군수산업 고용 인구 380만명~450만명 추정 (전체 제조업의 20%)
평균 임금 급등	타 산업 대비 월 40,000 루블 높음 (+20~60%)
군수산업 중심 산업지대 경기 활황 사례	쿠르간 지역 제조업 48% 성장
실업률	2.53%로 역사적 저점 기록

자료: CSIS, iM증권 리서치본부

그림4. 러시아의 군수물자 생산 능력

구분	내용	비고
전차 생산 및 정비 (연간)	1,550대	'22년 대비 +220% 증가
장갑차 생산 및 정비 (연간)	5,700대	'22년 대비 +150% 증가
포병 장비 생산 및 정비 (연간)	450문	'22년 대비 +150% 증가
장거리 드론(Lancet)	1,800기	'22년 대비 +435% 증가

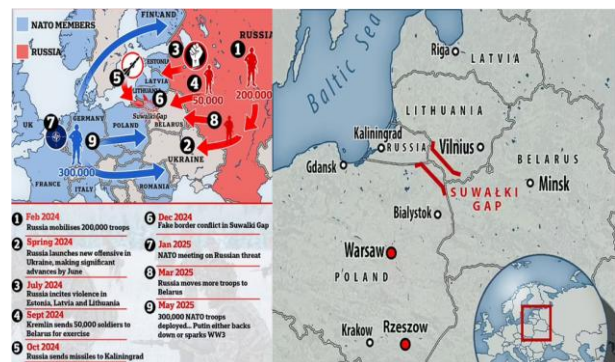
자료: Kiel, iM증권 리서치본부

그림5. 러시아의 위협에 대한 유럽 주요 인사의 발언

구분	발언내용
EU 외교안보 고위대표	러시아의 막대한 국방비 지출은 단기적 방어가 아닌 장기적 침공을 위한 계획의 일환
독일 연방정보국 국장	우크라이나는 서방으로 가는 길목일 뿐, 러시아의 최종 목적은 나토 약화와 유럽 내 영향력 확대라고 확신
독일 국방장관	러시아가 4년 내로 NATO를 침공할 것
NATO 신임 사무총장	러시아는 이미 3개월만에 나토 32개국이 1년간 생산하는 무기, 탄약을 생산하고 있음 러시아는 10년 내 NATO를 공격할 수준에 이를 것

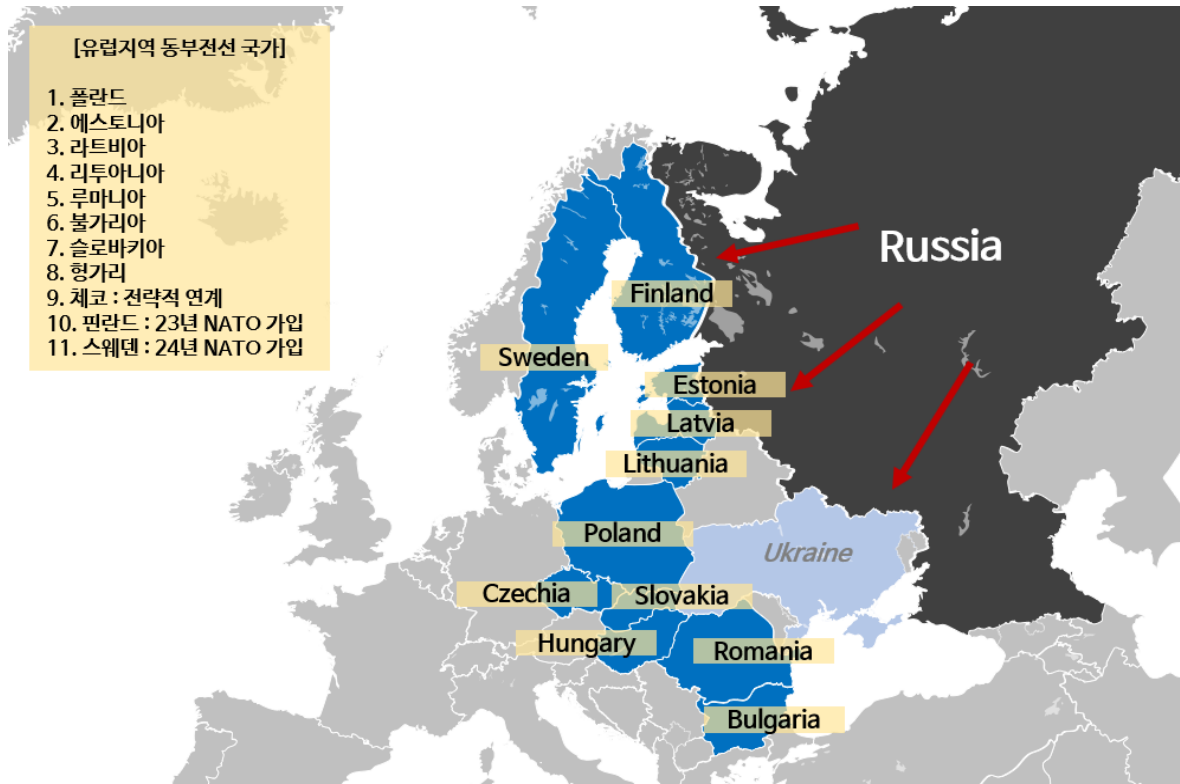
자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림6. 독일 국방부 비공개 시나리오 문건에서 유출된 가상의 러시아 군사충돌(폴란드 수발키 회랑 침공) 시나리오



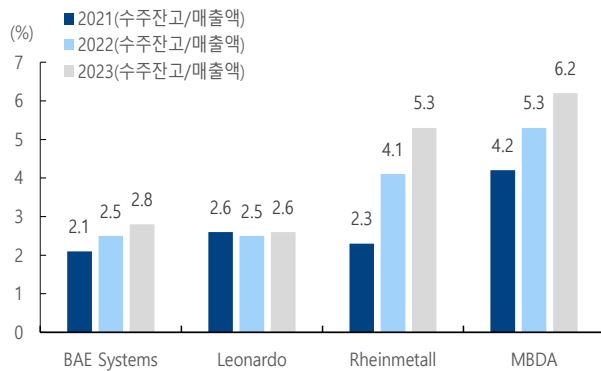
자료: Mailonline, iM증권 리서치본부

그림7. 유럽 동부전선 국가(NATO회원국 기준): 러시아의 위협에 직접적 노출 가능성 ↑



자료: iM증권 리서치본부

그림8. 유럽 방산업체 수주잔고/매출액:  
주문량 증가로 잔고는 늘었으나 생산능력 문제로 예정 프로그램의 75%이상이 납기지연, 40%이상이 예산 초과



자료: 각사, EDR News, BCG, iM증권 리서치본부

그림9. 독일 KMW vs 현대로템 전차 생산능력 비교:  
KMW는 사실상 유럽의 유일한 전차 생산회사

구분	KMW의 Leopard	현대로템의 K2
전차 1대 생산기간	평균 4.5년 (최소 3년, 최대 6년)	약 1.5년 소요
월간 생산가능 전차대수	약 4대 (개량: 약 5~6대)	-
연간 생산가능 전차대수	약 48~50대 (개량: 약 60~70대)	100~120대
CAPA 증설관련 계획	연간 100대 생산 목표	연간 200대 이상 생산 목표

자료: 미국 국방무기 조달보고서, Kiel, iM증권 리서치본부

## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

### [투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

### [투자등급 비율 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%~