

Defense & Dilemma

방산, ESG 금기를 깨다



Contents

서문	3
Key Chart	4
<hr/>	
Part 1 방산 리레이팅의 서막: 글로벌 정책 변화와 자금 유입	7
<hr/>	
Part 2 글로벌 연기금·운용사의 방산 투자제한 정책	20
<hr/>	
Part 3 방산업의 ESG 이슈 및 리스크	34
<hr/>	
Part 4 지속가능성과 지정학 사이, 방산업의 ESG 투자전략은?	44

The ESGverse

리서치센터 투자전략팀

서문

Defense & Dilemma 방산, ESG 금기를 깨다

냉전 종식 이후 30년간 지속된 ‘Peace Dividend’는 사실상 종료됐다. GDP 대비 국방비 비중은 줄곧 하향 곡선을 그려왔지만, 지정학 리스크가 구조화되며 다시 상승세로 전환되고 있다.

2022년 러시아-우크라이나 전쟁이 기점이다. 세계는 다시 ‘신냉전시대(New Cold War)’로 접어들고 있다.

방산업으로의 벤처캐피탈(VC)과 사모펀드(PE) 자금 유입은 기존 ESG 흐름과는 반대되는 방향성을 보이고 있다. 이는 기존의 ‘무기=배제’라는 도덕적 가치에서 벗어나, ‘지속가능한 안보’라는 리프레이밍이 글로벌 자본시장 내에서 시작되고 있음을 시사한다. 그 배경에는 고조되는 지정학적 리스크 속에서 군수품에 대한 수요 증가, 국방 예산의 증가, 방위산업의 첨단·우주분야 진출이 복합적으로 작용하고 있다.

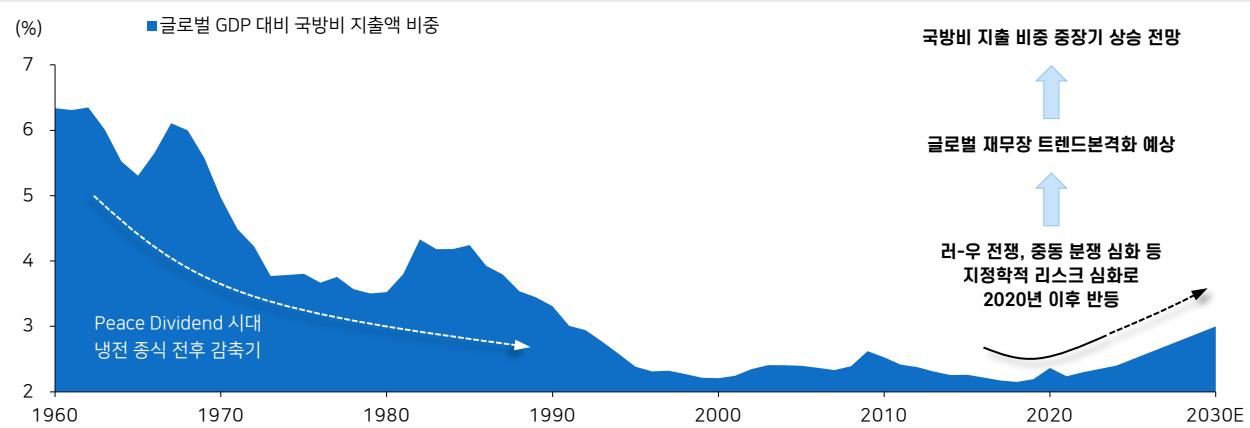
2025년 5월, 유로넥스트는 ESG를 에너지(E)·안보(S)·지정학(G)으로 재정의했다. 주목해야 할 변화는 방위산업에 대한 관점의 전환이다. 기존에는 방산 기업을 ESG 지수에서 원칙적으로 배제해왔다. 국제협약 기반의 금지 리스트가 과거 방산 투자의 벽이었다면, 이제는 방산기업의 편입을 적극적으로 검토하는 흐름이 등장하고 있다.

핵심은 바로 안보도 지속가능성이라는 것이다. 글로벌 공급망 재편과 함께 커지는 지정학 리스크는 국내 방산기업의 재평가 기회로 이어질 수 있다. 최근 단기 주가 조정은 오히려 매수 기회일 가능성이 크다. 안보 환경이 안정되지 않는 한 업황둔화 가능성은 낮기 때문이다. ESG 규제 속에서도 ‘에너지·안보·지정학’ 측면에서 필수 산업으로 자리잡은 방산업은 새로운 투자 섹터로 부상하고 있다. ESG 스크리닝 완화와 지정학적 불안은 국내 방산주 리레이팅 모멘텀을 한층 강화할 것이다.

이제 우리는 ‘Defense & Dilemma’의 지점에서 방산업의 ESG 전략을 새롭게 바라볼 필요가 있다. 이에 본 보고서를 통해 방산업에 적용 가능한 ESG 투자전략을 점검하고, 글로벌 자금 흐름의 변화 속에서 새로운 리레이팅 기회를 제시하고자 한다.

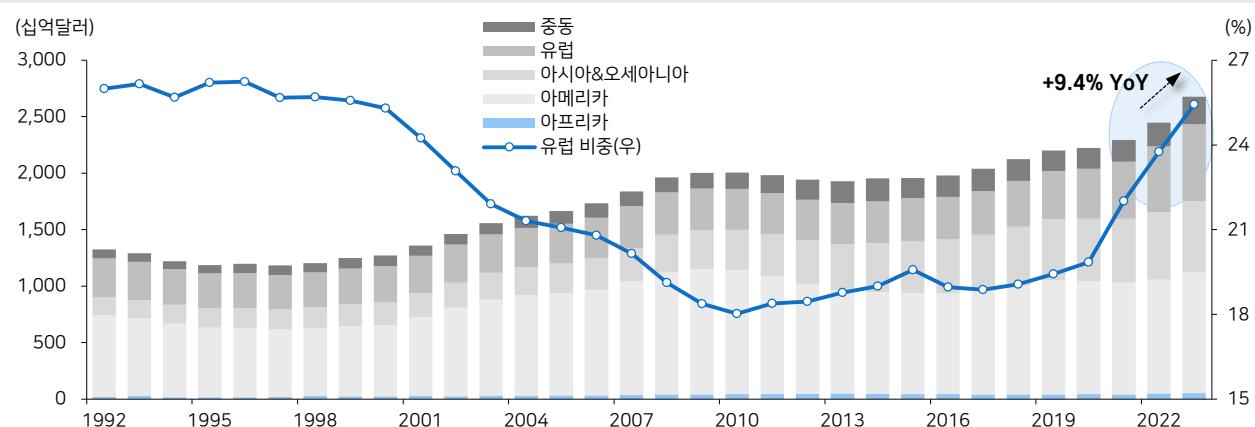
Key Chart

그림1 글로벌 GDP 대비 국방비 지출 비중 추이: 2020년대 이후 반등세, 장기 구조적 재무장 흐름 본격화 전망



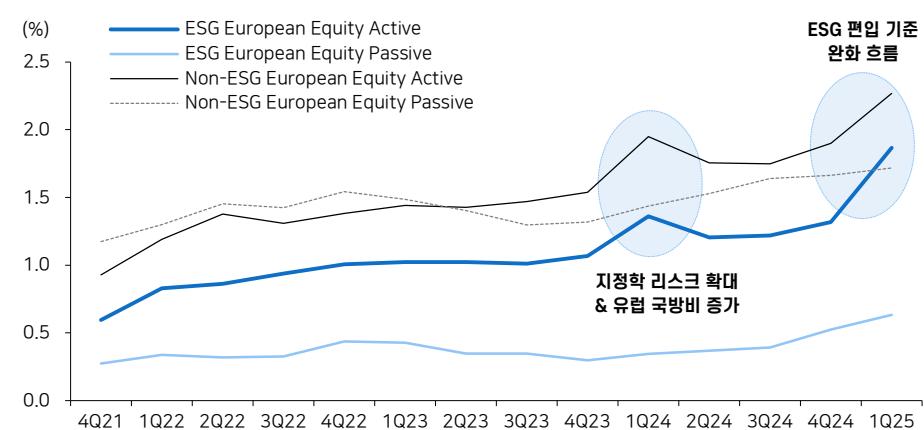
자료: SIPRI, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2014년 이후 글로벌 국방비 지출 상승 & 유럽 비중 증가 추세



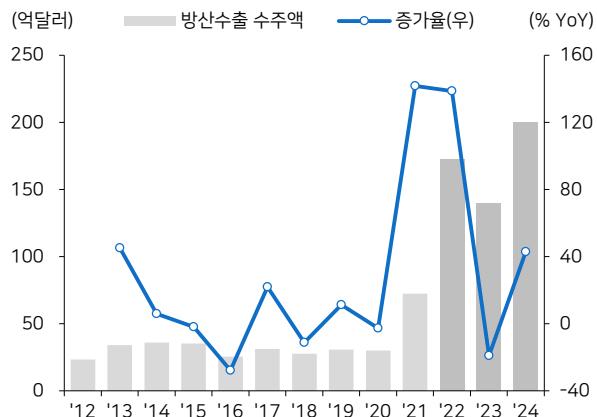
자료: SIPRI Military Expenditure Database, 메리츠증권 리서치센터

그림3 ESG/Non-ESG 펀드 모두 방산주 편입 비중 상승 흐름



자료: Morningstar, 메리츠증권 리서치센터

그림4 한국 방산 수출 추이 및 증감률: 방산 수주 확대



자료: 방위사업청, 메리츠증권 리서치센터

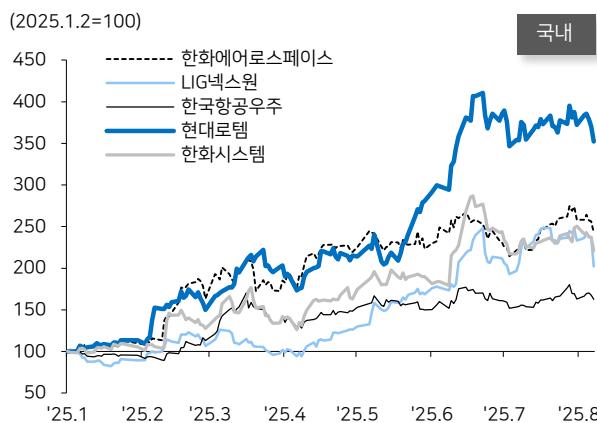
그림5 한국 방위산업 전망: 2027년 매출 30조원에 이를 것



주: 내수·수출 합산 기준

자료: 산업연구원, 메리츠증권 리서치센터

그림6 주요 방산주 YTD 수익률 비교



자료: Quantiwise, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

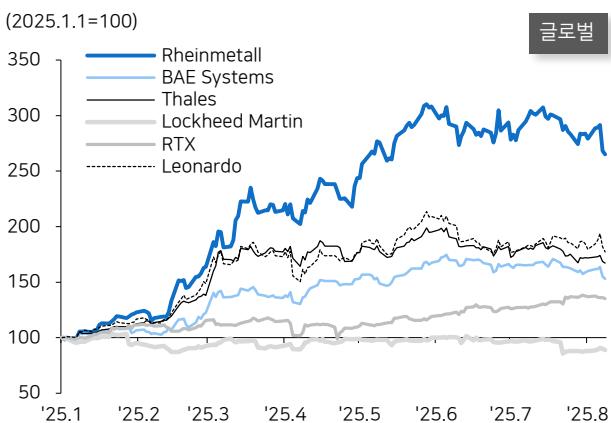
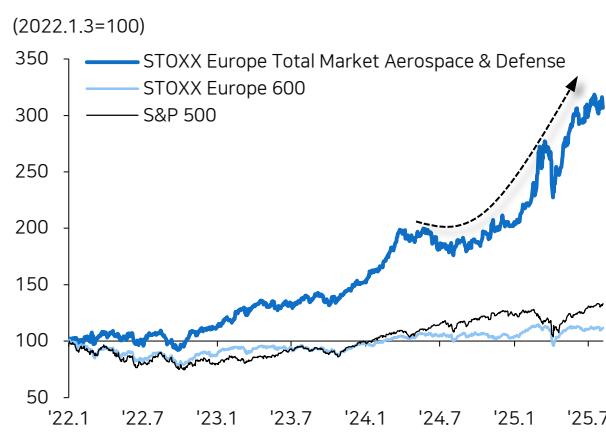


그림7 MSCI 유럽 방산지수 성과: 벤치마크 대비 아웃퍼폼



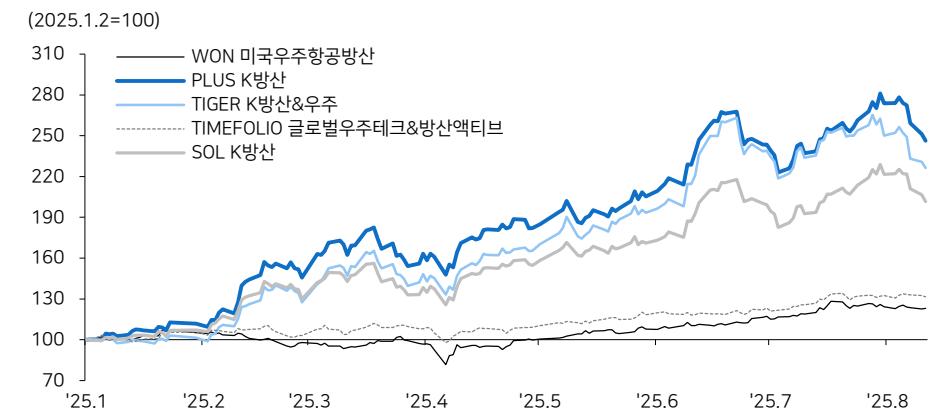
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 STOXX 방산지수 성과: 벤치마크 대비 아웃퍼폼



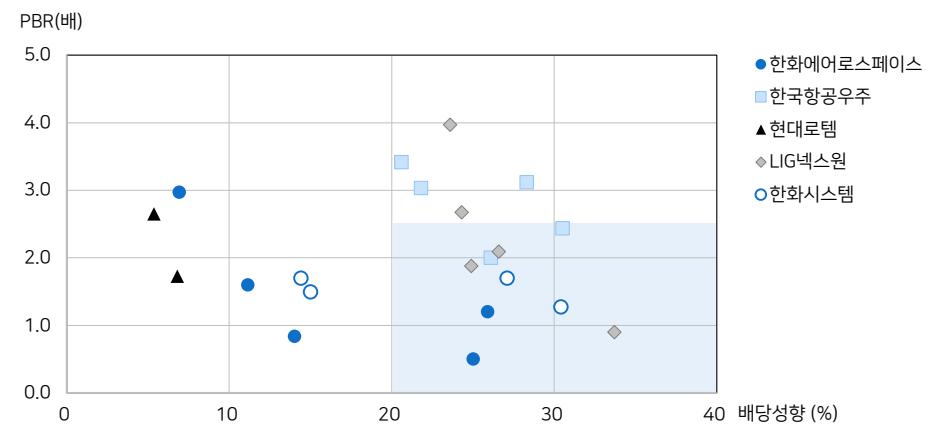
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 국내 주요 방산 ETF 성과 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림10 고배당 & 저PBR 포지셔닝 맵



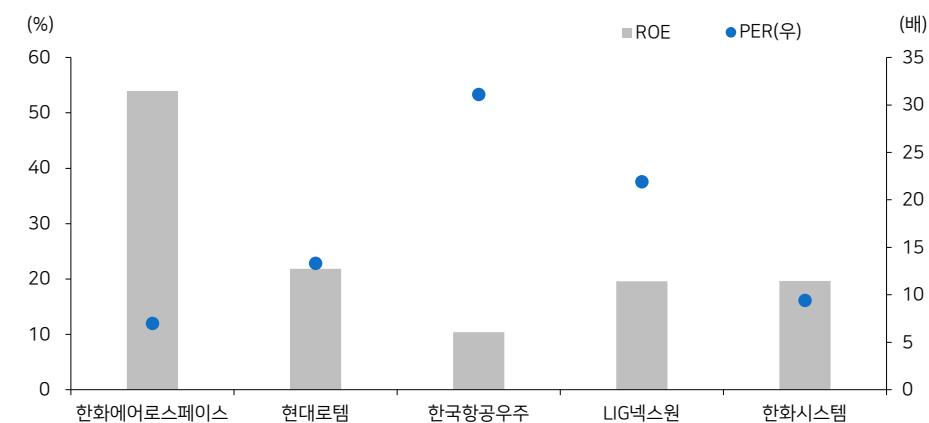
주: 1) 대표 기업군은 당사 방산 유니버스 종목임.

2) 각 사 5개년도(2020~24년) PBR과 배당성향의 연도별 수치를 매핑하였음

3) 단, 한화시스템의 2022년 배당성향은 (-)값인 관계로 제외함

자료: Bloomberg, 각 사 자료, 메리츠증권 리서치센터

그림11 국내 방산주 ROE & PER



주: 대표 기업군은 당사 방산 유니버스 종목임. ROE와 PER은 2024년 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Part 1

방산 리레이팅의 서막: 글로벌 정책 변화와 자금 유입

The ‘Peace Dividend’ is Over

지정학 리스크 심화 속, 글로벌
국방 재무장 시대의 복귀

냉전 종식 이후 30년간 지속된 ‘Peace Dividend’ 시대가 사실상 막을 내렸다.

GDP 대비 국방비 비중은 줄곧 하향 곡선을 그려왔지만, 지정학 리스크가 구조화되며 다시 상승세로 전환되고 있다.

2022년 러시아-우크라이나 전쟁이 결정적 전환점이었다. 30여 년간 이어져 온 탈냉전 시대는 이 침공을 기점으로 무너졌다. 세계는 다시 새로운 ‘신냉전(New Cold War) 시대’로 접어들고 있다. NATO 회원국을 비롯해 독일, 폴란드 등은 수십 년 만에 재무장 계획을 본격화했다.

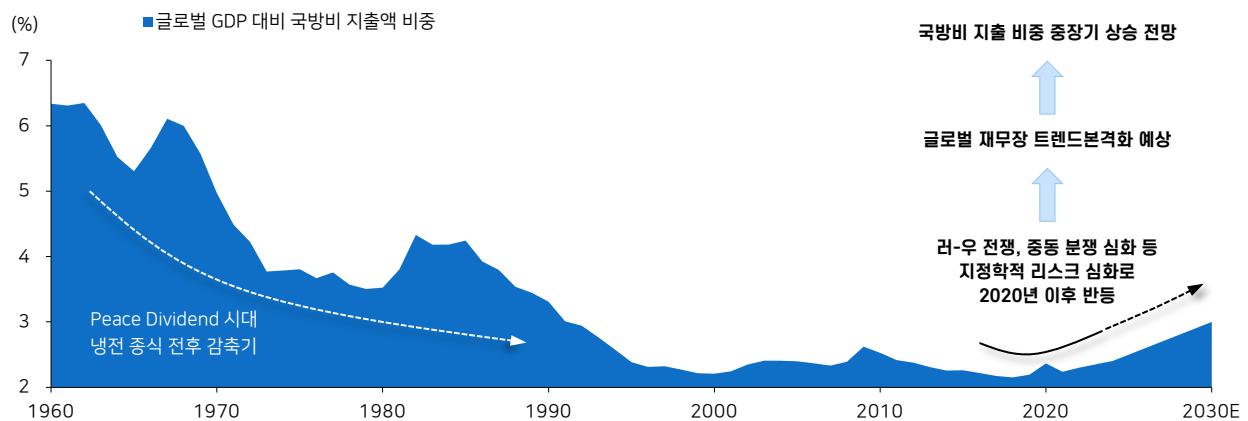
자금 흐름의 방향 전환:
국방 ETF와 펀드로의 자금 유입

정책이 바뀌면, 자금도 움직인다. 글로벌 국방 ETF와 관련 펀드로의 자금 유입이 이어지고 있다. ESG 스크리닝 기준도 무기 생산을 전면 배제해오다 ‘지속가능한 안보(Sustainable Security)’로 재해석하는 흐름이 확산되고 있다.

ESG 관점에서의 재해석

그동안 ESG 배제 대상이었던 방산 섹터에 대해, 일부 기관투자자들은 지정학과 에너지 안보를 이유로 투자 허용 여지를 검토하며 ESG 기준의 재정립을 시도하고 있다. 이제는 방위산업도 ESG 프레임 안에서 재조명해야 할 시점이다.

그림1 글로벌 GDP 대비 국방비 지출 비중 추이: 2020년대 이후 반등 및 구조적 상승 전망



자료: SIPRI, 메리츠증권 리서치센터

역대 최저 평화지수: 지정학 리스크 장기화 신호

지정학 리스크 확산 →
무역·공급망 불확실성 확대

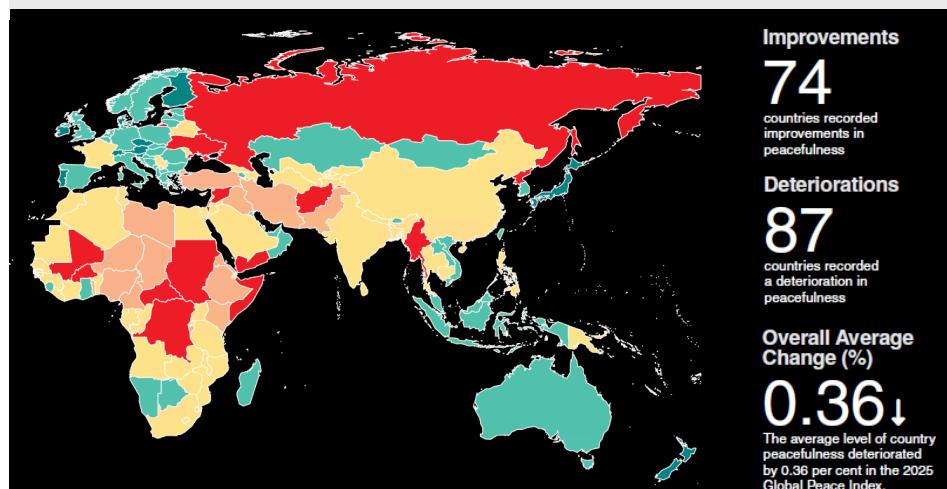
ESG 투자 흐름 변화:
투자 배제에서 안보 인프라로
방산업 재인식

2025년 세계평화지수(GPI)는 역대 최저 수준을 기록했다. 최근 이란과 이스라엘 간 무력 충돌까지 발생하며, 지정학적 긴장은 2차 세계대전 이후 가장 심각한 수준에 이르렀다. 미·중 경쟁, 중동 불안정 등 지정학 리스크는 무역과 공급망 불확실성을 확대하며 글로벌 경제 전반으로 확산되고 있다.

이러한 리스크 심화는 방산업에 대한 인식을 변화시키고 있다. 평화지수 하락은 단순한 지표가 아니다. 각국의 국방 예산 확대와 첨단 무기 투자 가속화를 정당화하는 근거가 되고 있다. 과거에는 배제 대상이었던 방산업이 이제는 불가피한 안보 인프라로 재인식되고 있다.

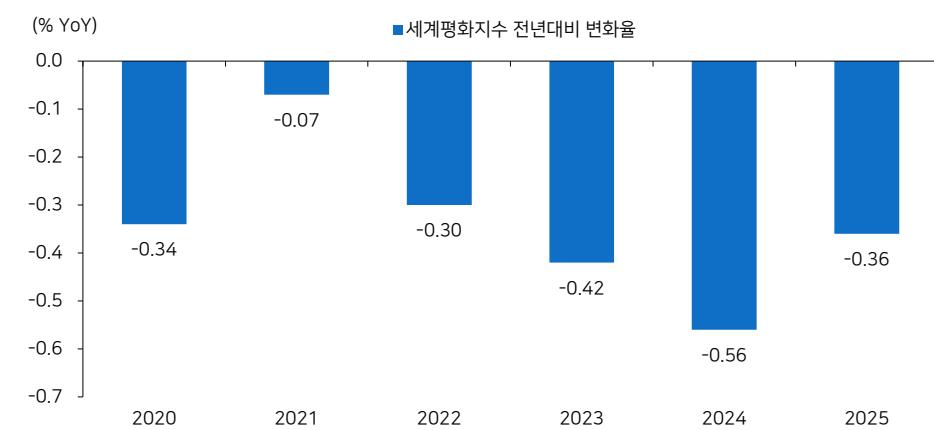
이에 따라 정책, 예산, 투자 차원에서 방산업으로의 자금 유입이 증가하는 추세다. ESG 투자에서도 국가 안보를 고려한 방산 허용 논의가 확산되며, 스크리닝 기준을 조정하는 움직임이 나타나고 있다.

그림2 2025년 세계평화지수(GPI) 역대 최저 수준 기록



자료: IEP, 메리츠증권 리서치센터

그림3 GPI, 최근 6년 연속 하락



자료: IEP, 메리츠증권 리서치센터

유럽·중동발 군비 확대, 글로벌 국방비 상승 가속화

지정학 리스크가 장기화되는 가운데, 글로벌 국방비는 다시 한번 정점 수준을 향해가고 있다. NATO, 미국, 아시아 주요국 모두 병위비를 늘리고 있으며 2024년 세계 국방비는 약 2조 7천억 달러를 기록했다(+9.4% YoY). 냉전 종식 이후 최대 폭의 증가세다. 이는 지정학 리스크가 군비 확대로 전이되는 흐름을 명확히 보여 준다.

중동·유럽의 재무장 확대가
글로벌 군비 흐름을 견인

최근 10년간 글로벌 국방비는 연속 증가세를 이어왔다. 2015~2024년 누적 증가율은 37%에 달한다. 특히 유럽과 중동 지역이 국방비 상승을 주도하고 있다. 러시아-우크라이나 전쟁과 이스라엘-이란 갈등 등 지역 분쟁이 군비 확장의 핵심 배경이다.

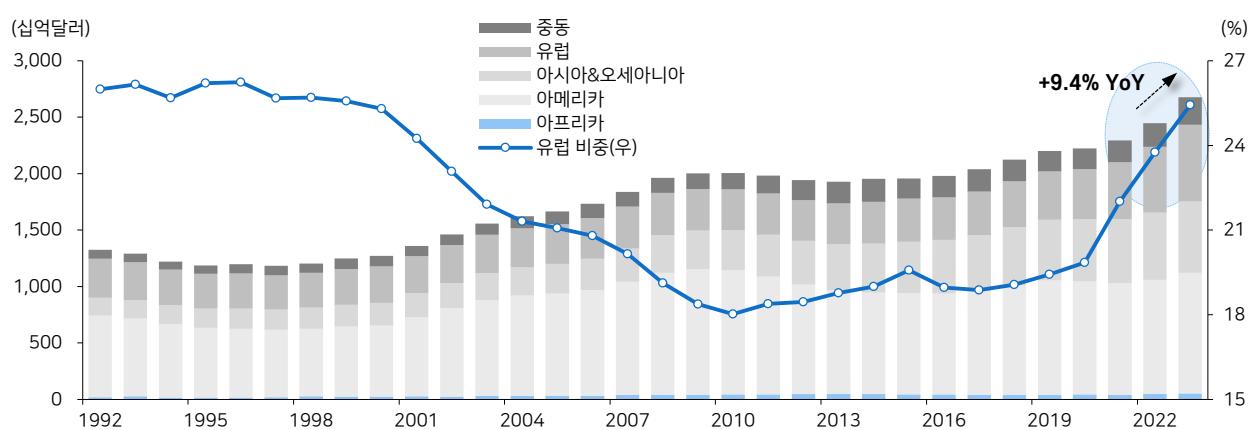
GDP 대비 국방비 비중 ≈
지정학 리스크의 지표

GDP 대비 군사비 비중은 단순한 지출 규모를 넘어, 국가의 지정학적 리스크와 재정 건전성을 가늠하는 참고 지표가 될 수 있다. 이 비율이 높은 국가 중 상당수는 정치 불안정, 무력 분쟁, 권위주의 정권과 맞물려 있는 경우가 많다. 이로 인해 인권 침해, 장기적인 재정 불안정성 등의 리스크를 수반하기도 한다.

국방비 비중은 방산 수요 전망과
리스크 스크리닝 지표로 활용 가능

따라서 국방비 비중은 한 국가의 방산 수요 수준과 지정학 리스크 수준을 동시에 반영하는 지표로, 글로벌 방위산업 수요 전망과 국가별 리스크 분석에 중요한 역할을 한다. 일부 투자기관은 군사비 과다국을 국가 리스크 평가에 반영해 해당 국가와의 연계노출이 큰 기업을 관찰 대상에 올리기도 한다.

그림4 2014년 이후 글로벌 국방비 반등, 유럽 비중 급등



자료: SIPRI Military Expenditure Database, 메리츠증권 리서치센터

국방비 비중으로 본 안보 리스크 지도

국방비 비중:
방산 수요 예측의 근거

GDP 대비 국방비 비중은 단순한 지출 비율이 아니다. 지정학 리스크와 국가의 장기 전략을 보여주는 핵심 지표다. 따라서 방산 수요를 예측할 수 있는 단서가 된다.

지정학 리스크가 고조되면서 국방비 지출은 단순한 방위를 넘어 경제, 안보 수단으로 작동하고 있다. 특히 미국은 안보 협력을 경제적 이익을 관철하기 위한 수단으로 활용하며 비군사 영역까지 영향력을 확장하고 있다. 동맹국들 또한 이에 대응해 자주적 안보 역량 강화와 재무장에 나서고 있다.

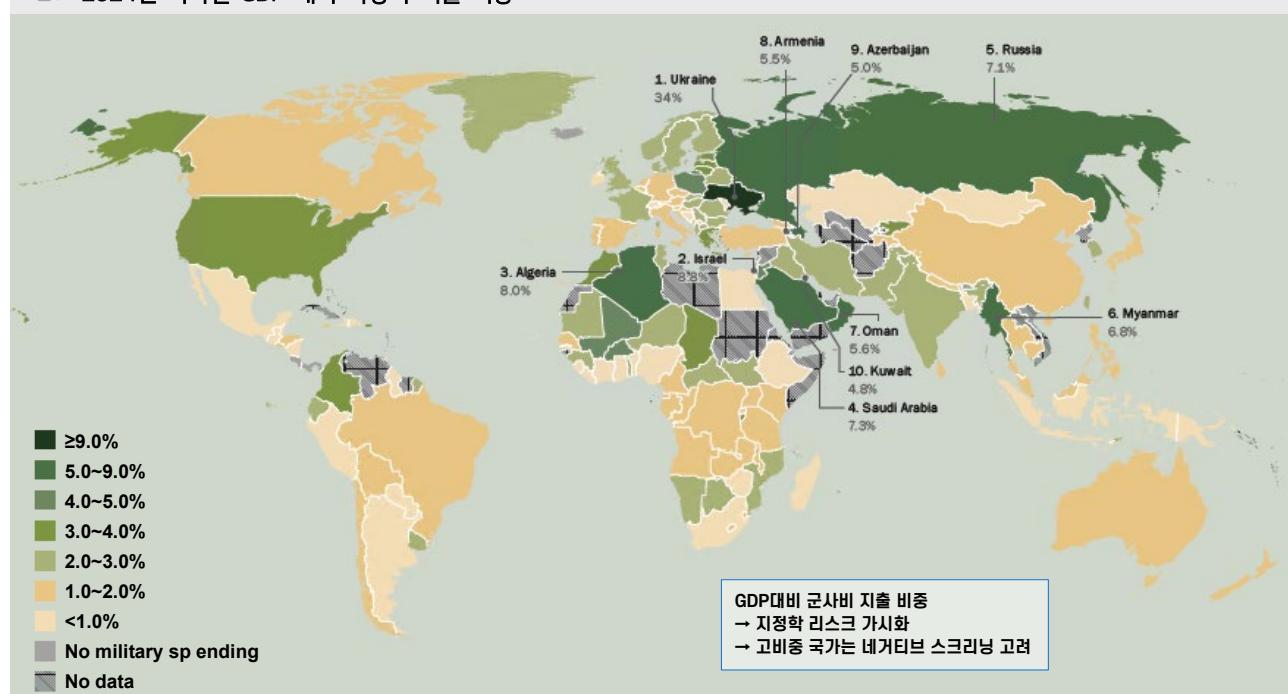
GDP 대비 국방비 비중: 지정학 리스크의 열지도(heat-map)

2024년 기준, 우크라이나의 국방비 비중은 GDP 대비 34%에 달하며 이스라엘(8.8%), 알제리(8.0%), 사우디아라비아(7.3%) 등 지정학적 위협이 높은 국가를 중심으로 군사비 비중이 높게 나타났다.

GDP 대비 국방비 비중이 5%를 초과하는 국가는 대부분 지정학 리스크가 높은 지역에 집중되어 있다. 이들 국가는 무력 충돌, 정치적 불안, 권위주의 체제와 결합되어 있는 경우가 많다. 따라서 이들 국가의 국방비 증대는 장기적인 무력 확장과 안보 생태계 강화 신호로 해석할 수 있다.

따라서 높은 국방비 비중은 단순한 예산 확대를 넘어, 분쟁 가능성과 방산 수요 확대 가능성을 나타내는 정량적 지표다. 따라서 ESG 투자자는 이를 방산 수요 모멘텀과 수출 대상국의 리스크를 평가하는 기준으로 활용할 수 있다.

그림5 2024년 국가별 GDP 대비 국방비 지출 비중



주: 1~10번은 GDP 대비 군사비 지출 비중이 가장 높은 순서대로 10개국

자료: SIPRI "TRENDS IN WORLD MILITARY EXPENDITURE 2024", SIPRI Military Expenditure Database

NATO 재무장 본격화: 'GDP 2% Rule'과 방산 리레이팅

NATO 회원국 다수, 국방비 지출 목표 GDP 대비 2% 기준 초과

NATO의 재무장은 더 이상 선언적 목표가 아니다. GDP 대비 2%라는 기준선을 넘어서는 국가가 다수 등장했다.

2024년 기준 NATO 회원국 중 18개국이 이 기준을 달성했으며, 이 중 상당수는 역대 최고 수준을 기록했다. NATO 전체 국방비는 약 1조 5천억 달러로, 이는 전 세계 군사비의 55% 이상을 차지한다.

'GDP 2% Rule'의 의미:
글로벌 방산 수요의 proxy

GDP 2% Rule은 단순한 국방비 지출을 넘어 글로벌 방산 수요를 가늠할 수 있는 결정적 proxy다. 특히 동유럽과 북유럽의 재무장 움직임은 군사 재정 패러다임의 전환을 시사한다.

국방지 지출 확대의 지정학적 배경

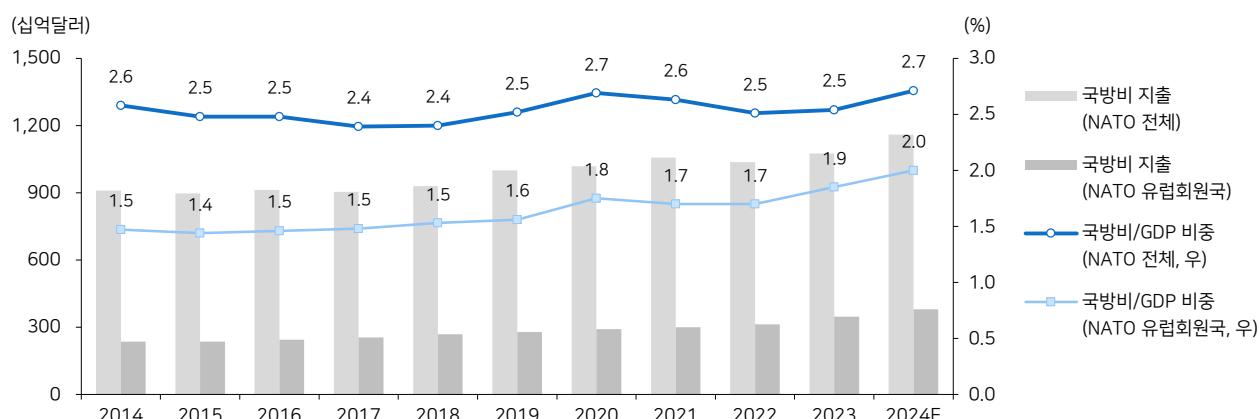
러시아의 위협이 상시화되고, 미국의 전략 초점이 인도·태평양으로 이동하면서 유럽 국가들은 독자적인 안보 책임 분담에 나서고 있다. 폴란드, 에스토니아, 라트비아 등은 GDP의 3~4% 이상을 국방비에 투입하고 있다. 이는 장기적으로 글로벌 방산주와 관련 ETF의 벤류에이션 상향을 지지한다.

이러한 정책 변화는 국내 방산주에 중요한 시사점을 던진다. 유럽 내 공급망 재편 및 자국 중심 무기 조달 움직임은 한국 방산 기업의 수출 기회와 벤류에이션 리레이팅 요인으로 연결될 수 있다.

방산업 리레이팅: 단기 일회성 테마가 아닌 중장기 사이클 진입

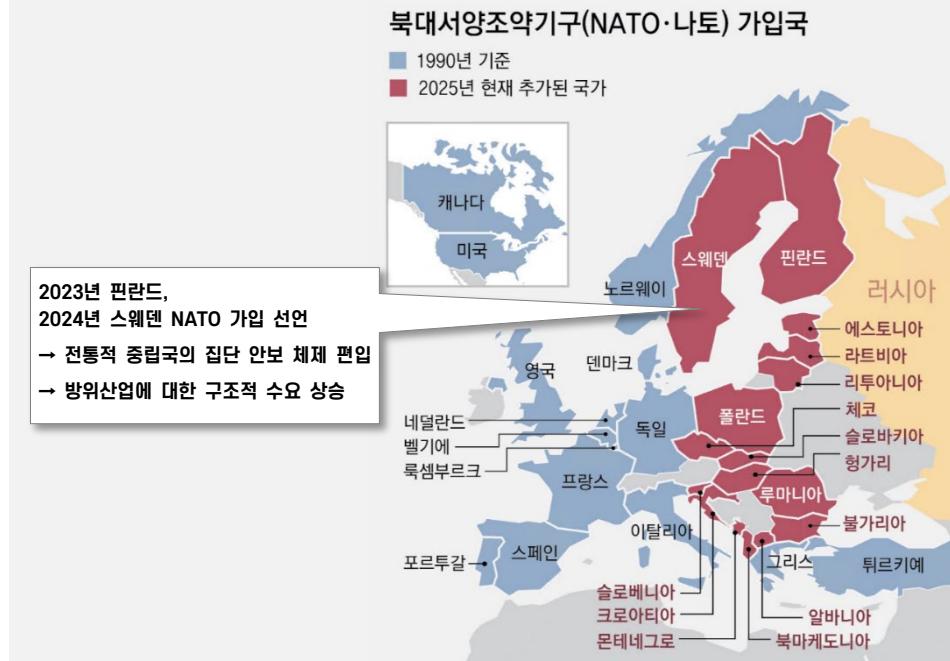
NATO 국가의 지출 흐름은 구조적 전환이 이루어지고 있음을 보여준다. 방위산업의 리레이팅이 일회성 테마가 아니라 지정학과 정책이 맞물리면서 중장기 사이클로 진입하고 있는 것으로 판단된다.

그림6 NATO 회원국의 GDP 대비 국방비 지출 추이 (2014~2024년)



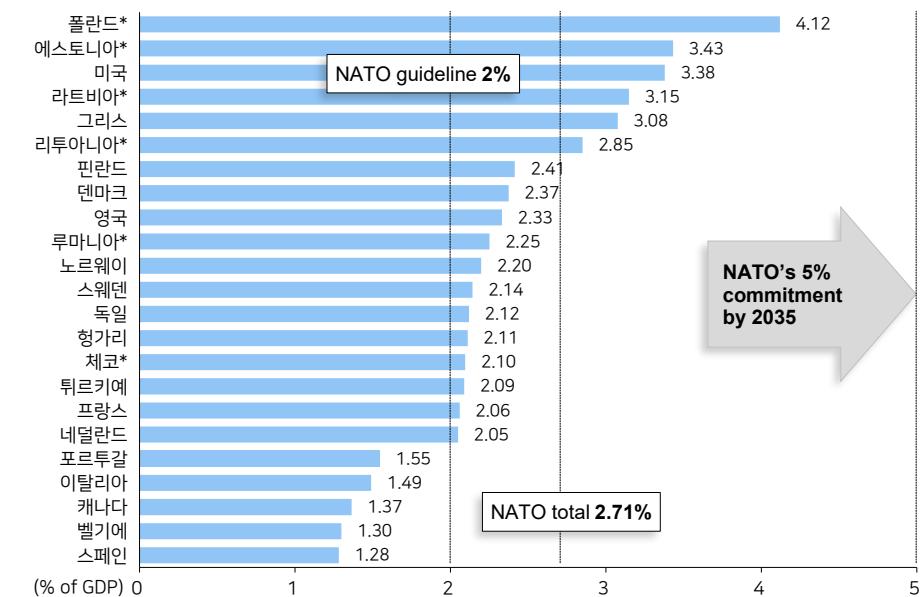
자료: Allies Annual National Reports 2023, OECD Economic Outlook, 메리츠증권 리서치센터

그림7 NATO 가입국 확대 추이



자료: 동아일보(2025.6.12일자), 메리츠증권 리서치센터

그림8 NATO 회원국별 GDP 대비 군사비 지출 분포: NATO 2% 를 확산



주: 2024년 수치는 전망치(E)임.

*는 GDP 대비 2% 이상 국방비 지출을 규정한 법률이나 정치적 합의가 존재하는 국가를 의미
자료: NATO "Defence Expenditure of NATO Countries, 2014~2024", 메리츠증권 리서치센터

지정학 리스크가 가져온 수요 재편과 K-방산의 부상

글로벌 무기 수입 수요의 집중 지역: 유럽, 중동, 아시아 83%

2023년 전 세계 무기 수입의 83%가 유럽(34%), 중동(27%), 아시아(22%) 등 세 지역에 집중됐다. 이들 지역은 공통적으로 지정학 리스크가 상시화된 곳으로, 단 발성 분쟁이 아닌 장기적인 안보 수요가 지속될 전망이다.

지역별 수요 확대 배경: 전쟁, 분쟁, 군사 경쟁 심화

유럽은 러시아-우크라이나 전쟁 이후 안보 불안, 무기 재고 고갈, NATO 분담금 증가 압력 등이 겹치며 수입 비중을 급격히 끌어올리고 있다. 중동은 이란-이스라엘 간 충돌, 물류 불안, 무장세력 확산 등으로 방위력 강화에 서두르고 있다.

지정학 리스크가 이끄는 국제 무기 수요 ↑ = 한국 방산 수출 기업의 중장기적 수요 기반

앞서 언급했듯이 글로벌 방산 수요는 단기 이벤트를 넘어 구조적 성장 국면으로 전환되고 있다. 유럽, 중동, 아시아 지역의 방산 구매는 지정학 리스크뿐 아니라 NATO 내 분담 책임 강화에 따른 정책적 수요까지 반영하며 확대되고 있다.

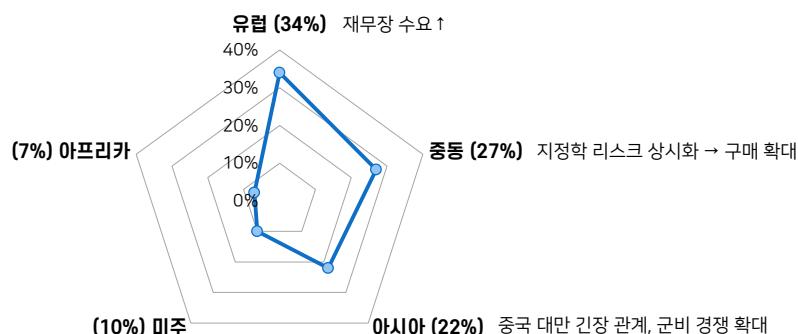
이러한 글로벌 수요 재편은 방산 수출 기업에 추가 수주와 실적 성장의 기회를 제공한다. 한국 방위산업에도 새로운 기회로 이어지고 있다. K-방산은 가격 경쟁력, 신속한 납기, 겸종된 품질을 바탕으로 글로벌 공급망 리스크를 회피하려는 국가들 사이에서 실용적 대안으로 부상하고 있다.

표1 국제 무기 거래 확산의 주요 지정학적 계기

연도	주요 사건 및 영향
2014	러시아의 크림반도 병합 ⇒ 유럽 내 안보 우려 확산 시작
2016-2019	유럽 내 국방예산 점진적 증가 ⇒ NATO 방위비 2% 논쟁 시작
2022	러시아의 우크라이나 침공 ⇒ 글로벌 무기 수요 급등의 분기점
2022-2023	우크라이나 지원에 따른 군수물자 부족, 미국의 방위비 분담 압박 본격화
2023	전 세계 국방비 지출 2.44조달러 돌파 ⇒ 국제 무기 거래 규모 재급등

자료: SIPRI Military Expenditure Database, NATO, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

그림9 글로벌 무기 수입 집중 지역 (2023년)



자료: SIPRI 2023 Arms Transfer Database, 메리츠증권 리서치센터

K-방산, 신흥 강국으로 도약 중

K-방산의 글로벌 입지 확대

'20~'24년, 한국 세계 10위 방산 수출국 진입

글로벌 공급망 내 K-방산 영향력
강화 기반: 품질 및 가격 경쟁력

대형 수출계약은 중장기 산업·수
익 기반으로 연결

2022년 폴란드항 대규모 계약 체결 이후, 한국 방산 수출은 양과 질 모두에서 신흥 강국으로 도약 중이다. 특히 고성능 무기를 신속하게 납품하면서 신흥 무기 수입국들의 신뢰를 얻고 있다. 세계 4위의 기술 경쟁력과 국제적으로 인정받는 품질, 높은 가격 경쟁력을 바탕으로 시장 입지를 확대 중이다. 이로써 가격 대비 우수한 성능이라는 K-방산의 브랜드 이미지를 구축해가고 있다.

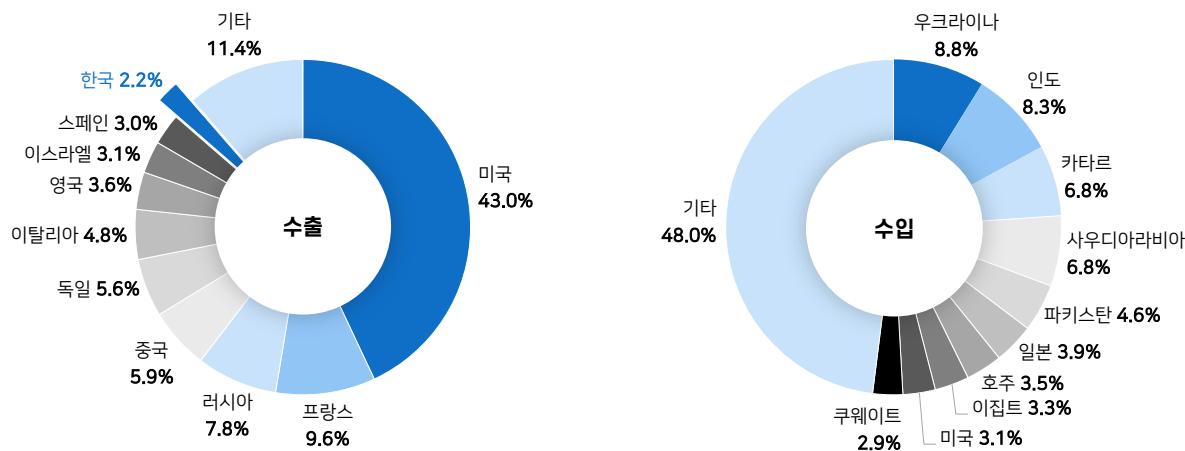
2020~2024년 기준 한국은 세계 10위 방산 수출국(수출 비중 2.2%)에 진입했다. 2015~2019년 대비 수출 증가율은 +4.9%를 기록했다. 러시아, 중국 등 경쟁국의 감소세와 대비되는 상승세를 보였다.

전통 방산 강국인 미국(1위), 프랑스(2위), 러시아(3위)가 여전히 전체 수출의 60% 이상을 차지하지만, 한국도 공급 다변화를 위한 파트너로 떠오르고 있다. K-방산은 우수한 품질과 가격 경쟁력을 바탕으로 맞춤형 무기체계 수출과 중장기 공급 안정성 측면에서 경쟁 우위를 확보해가고 있다.

러시아-우크라이나 전쟁 이후 유럽 내 무기 재고 보충 수요와 공급망 대체 수요가 증가하면서 한국 방산 기업의 현지 조립 및 파트너십 기회도 확대되었다.

폴란드, UAE, 인도 등과 체결된 정책 연계형 대형 방산 계약은 단순한 일회성 수주를 넘어선다. 이들 계약은 상대국 정부의 중장기 국방전략 및 예산 기조와 맞물려 있다. 이러한 대형 계약은 단순 수주를 넘어 중장기 산업 기반과 안정적 수익 기반 확보로 이어질 수 있다.

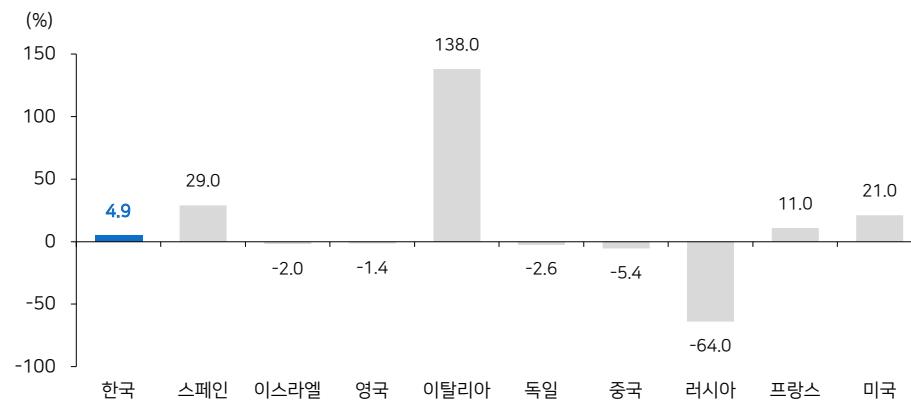
그림10 2020~2024년 글로벌 무기 수출입 점유율 Top 10



주: 2020~2024년 세계 주요 방산 수출·수입국 순위 및 점유율

자료: SIPRI "Trends in International Arms Transfers 2024", SIPRI Arms Transfers Database, 메리츠증권 리서치센터

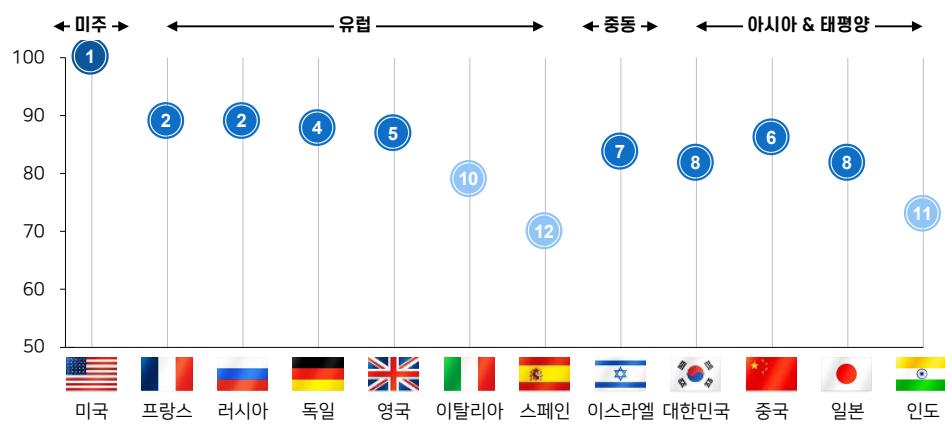
그림11 상위 10대 수출국의 수출 변화율 (2015~2019년 vs. 2020~2024년)



주: SIPRI 기준 2015~2019년 대비 2020~2024년의 무기 수출량(Arms Transfers) 증감률임

자료: SIPRI "Trends in International Arms Transfers 2024", SIPRI Arms Transfers Database, 메리츠증권 리서치센터

그림12 글로벌 방산 기술 경쟁력 순위: 국방과학기술 종합수준에서 한국은 공동 8위



주: 2024년 기준

자료: KRICT "국방과학기술 수준조사서(2024.12)", 메리츠증권 리서치센터

표2 글로벌 주요 12개국 기술수준 순위

무기체계	2018		2021		2024		비고*
	기술수준	순위	기술수준	순위	기술수준	순위	
미국	100	1	100	1	100	1	최고선진국
프랑스	90	2	89	2	89	2	
러시아	90	2	89	2	89	2	
독일	89	4	87	4	88	4	
영국	89	4	87	4	87	5	
중국	85	6	85	6	86	6	
이스라엘	84	7	83	7	84	7	
일본	84	7	81	8	82	8	
한국	80	9	79	9	82	8	
이탈리아	80	9	78	10	79	10	
인도	73	11	71	11	73	11	중진권
스페인	70	12	68	12	70	12	

* 기술수준(%)은 100을 기준으로 다음과 같음

100 (최고선진국, 신개념 기술선도)

90~99 (최고선진권, 기술선도 및 완전자립)

80~89 (선진권, 추격형 기술개발 및 기술자립도 높음)

70~79 (중진권, 추격형 기술개발 및 기술자립도 낮음)

60~69 (하위권, 기술자립도 낮음,
주로 기술협력 및 기술도입)

자료: KRICT, "국방과학기술 수준조사서(2024.12)", 메리츠증권 리서치센터

K-방산, 수출 및 품목 다변화로 실적 안정성 강화

과거 단일 품목 수출 →
복수 품목으로 전환

한국 방위산업은 단일 품목 중심에서 벗어나 복수 품목, 다수 국가로 수출 범위를 넓히고 있다. 2020년 K9 자주포 수출을 시작으로, 최근에는 K9 자주포, FA-50, K2 전차 등 다양한 무기 체계가 동시에 수출되며 계약 품목이 다변화되었다.

수출 포트폴리오 다변화의 효과

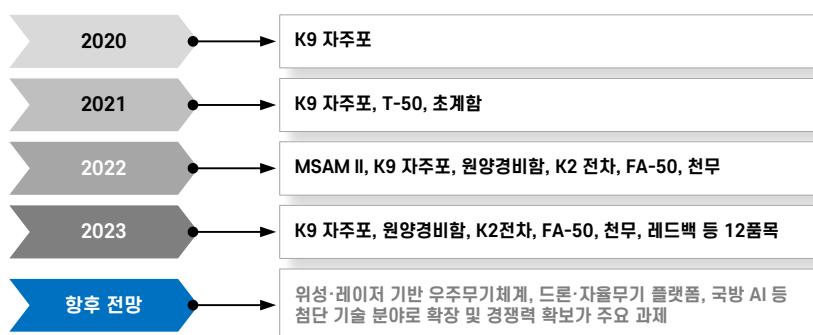
무기 체계는 한 번 수출되면 장기간(통상 20~40년) 사용되는 일명 ‘Lock-in 효과’를 지닌다. 따라서 단일 품목에만 의존할 경우 수출을 장기적으로 유지하기가 어렵다. 하지만 현재는 복수 품목을 수출하고, 수출 대상국도 다양해지면서 실적 안정성이 제고되고 있다. 특히 폴란드, UAE 등 주요 수입국과 중장기 안보 협력을 병행하며 한국 방산은 중요한 공급 파트너로 자리잡고 있다.

무기는 초기 구입 및 생산비용 못지않게 장기간 성능 유지에도 상당한 비용이 소요된다. 이에 방산 기업들은 안정적인 장기 수익원 확보를 위해 MRO 사업과 첨단 무기 개발에도 드라이브를 걸고 있다.

MRO, 첨단분야 확장 등 → 지속 가능한 수익 구조 구축

장기 공급 기반을 확보하고 지속 가능한 수익 구조를 만드는 것이 향후 방산 산업의 핵심 성장 동력 중 하나가 될 전망이다. 이에 한화에어로스페이스, 한국항공우주 등 주요 기업은 완제품 수출에 그치지 않고, 유지보수(MRO)계약과 핵심 부품 생산 확대를 통해 글로벌 방산 공급망에 본격적으로 진입하고 있다. 이와 더불어 우주 무기체계, 드론 및 자율무기 체계 등 첨단 기술 분야로 진출하며 미래 성장 기반을 넓히고 있다.

그림13 2020년 이후 K-방산 수출 연혁과 계약 품목 다변화 추이



자료: 국방부 “2022 국방백서”, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

표3 2010~2023년 국내 방산 수출 현황: 무기 체계 수출 품목 및 수출국

구분	주요 수출 품목	주요 수출국
화력	레드백 장갑차, K-9 자주포, 권총탄, 탄약류	미국, 폴란드, 핀란드, 인도, 에스토니아, 호주, 이집트
항공	KT-1 기본훈련기, KA-1, T-50 고등훈련기, FA-50 경공격기	인도네시아, 튀르키예, 페루, 태국, 이라크, 세네갈, 필리핀, 폴란드
함정	1,400톤급 잠수함, 전투함, 호위함, 군수지원함, 해안경비정, 함정전투체계	인도네시아, 방글라데시, 태국, 영국, 노르웨이, 필리핀, 페루
유도	천궁-II, 현궁, 해성, 천무	UAE, 사우디아라비아
기동	장갑차, K-2전차, 군용차, 파워팩	인도네시아, 말레이시아, 튀르키예, 필리핀, 폴란드

자료: 산업연구원, 메리츠증권 리서치센터

K-방산, 수출 기대감으로 인한 리레이팅

방산주 주가 상승 동력: 수출, 공급 계약 체결, 수주잔고 증가

국내 방산기업들은 견조한 실적을 보이며서 이를바 K-방산 ‘빅4’의 수주잔고는 100조원을 넘어섰다. 한국 방산주는 공급 계약 체결과 지정학 수요 증가로 인한 수출 기대감에 힘입어 2025년 상반기에도 강세를 이어왔다. 수출 모멘텀이 뚜렷한 종목일수록 주가 성과도 가팔랐다.

국내 주요 방산주별 주가 상승 모멘텀 요인

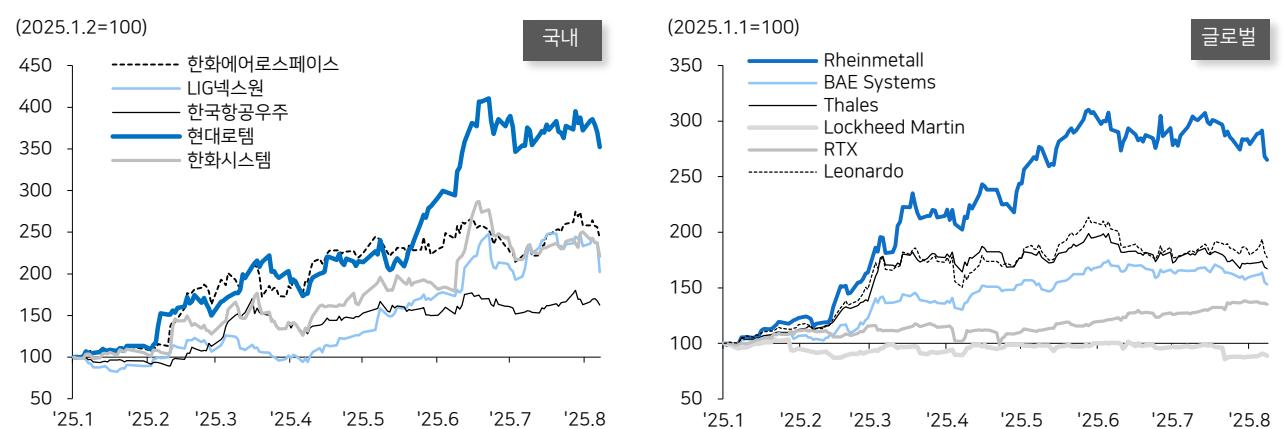
한화에어로스페이스는 유럽과 중동을 대상으로 한 대규모 공급 계약과 독일 공장 설립 계획 발표, 폴란드 WB그룹과의 합작법인 설립 계약 발표, 폴란드향 K9 자주포 및 다연장로켓 천무 수출 계약 체결이 주가 상승을 이끌었다. 중동 3개국에 K 방공망 벨트를 실현하고 있는 LIG넥스원은 이라크에 수출한 천궁II 사업 실적이 반영되면서 주가가 빠르게 반응했다. 현대로템은 폴란드향 K2 전차 2차 계약에 대한 기대감과 확정 발표에 따라 수주 잔고가 확대되면서 주가 상승을 견인했다.

글로벌 방산 리더주, 성과 격차 부각

글로벌 방산 리더 기업들은 전반적으로 실적 개선을 보이고 있으나, 주가 반영 속도에는 차이가 나타났다. Rheinmetall은 유럽 군비 증강 수혜로 가장 높은 실적 개선 폭을 보였고, BAE Systems와 Leonardo는 양호한 흐름을 유지했다. 반면 RTX와 Lockheed Martin은 제한적인 상승에 머물며 상대적 부진을 보였다.

방산업종 내에서도 수출과 실적이 입증된 종목이 빠르게 리레이팅되고 있다. 단순한 지정학 노출만으로는 차별화가 어렵다. 지정학 리스크가 업종 전반의 프리미엄 요인이라면, 그 안에서의 차별화는 실적 모멘텀, 수출 실현 및 수출 지역 다변화 여부 등에 따라 달라진다고 볼 수 있다.

그림14 주요 방산주 YTD 수익률 비교



자료: Quantwise, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

정부, “방산 4대 강국” 선언

정부, 방산을 국가전략산업으로
지정 & 방산 4대 강국 목표

정부는 방산을 국가전략산업으로 지정했다. 이재명 대통령은 후보 시절, ‘방산 4대 강국’ 목표를 공약했다. 2025년 7월 국무회의에서는 이 목표 달성을 위한 컨트롤타워 신설과 수출진흥전략회의 정례화를 검토하도록 지시했다. 이러한 제도적 지원은 방산업이 군수 내수산업에서 넘어 글로벌 공급망의 핵심 플레이어로 자리매김하는 발판이 될 수 있다.

방산 정책 지원 강화 → 산업 구조
고도화 및 수출 확대의 촉매제

정부는 정책금융 지원, R&D 투자세액 감면 혜택 등을 통해 방산기업의 첨단 무기 체계 개발, MRO 산업 기반 강화를 지원할 것으로 예상된다. 특히 방산 정책금융 확대와 관련하여 2026년 4조원 이상 공급 목표를 설정하고 있다. 이를 통해 산업 구조 고도화와 수출 확대의 촉매 역할을 할 것으로 예상한다.

그림15 이재명 정부, ‘방산 4대 강국’ 목표로 범정부 지원 강화 언급



'방산기업' 만난李대통령 "미래 먹거리로

임철영 기자

입력 2025.07.08 17:25 | ④ 01분 40초 소요

李대통령, '제1회 방위산업의 날' 맞아 토론회 개최

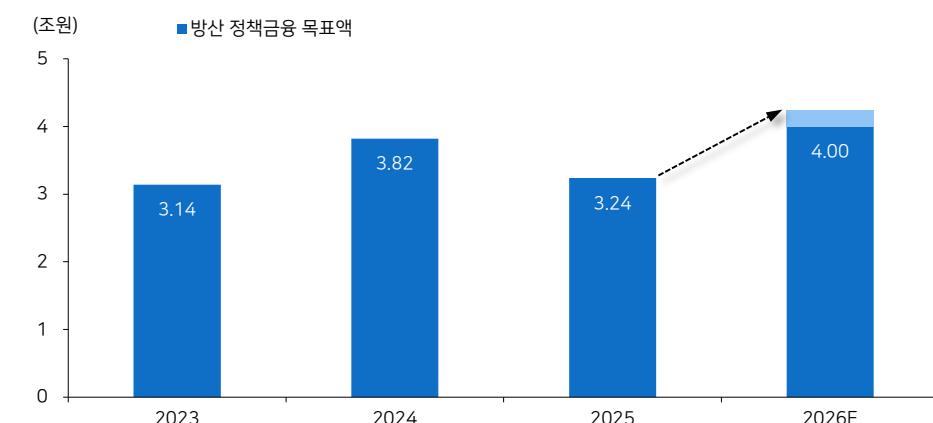
방산 4대 강국 도약 목표…“정부가 투자하고 지원하고 관심 기울일 것”

제품의 경쟁력을 강화·방위산업 생태계 구축 등 언급

참가자들, AI기술 중요성 한 목소리…국방 데이터 통합관리체계도 제안

자료: 대한민국 정책브리핑(2025.7.8일자), 아시아경제(2025.7.8일자)

그림16 방산 정책금융 확대 계획 및 목표치 (2023~2026년)



자료: 금융위원회, 이데일리(2025.6.23일자), 메리츠증권 리서치센터

K-방산, 구조적 성장세 진입

정책·수요 확대에 따른 성장 전환

수출, 매출, 밸류에이션 동반 상승 여력

K-방산은 양적 수출 확대를 넘어, 기술·정책·재정을 기반으로 한 구조적 성장 국면에 진입하고 있다. 기업들은 이에 발맞춰 생산능력 확충, 기술 고도화, 수출 품목 다변화에 속도를 내고 있다.

실제 방산 수출액은 2021년 이후 가파른 성장세를 보이고 있다. 향후 연평균 10% 이상의 매출 증가가 지속된다고 가정할 경우, 2027년 방산 산업의 매출은 30조원에 달할 것으로 전망된다.

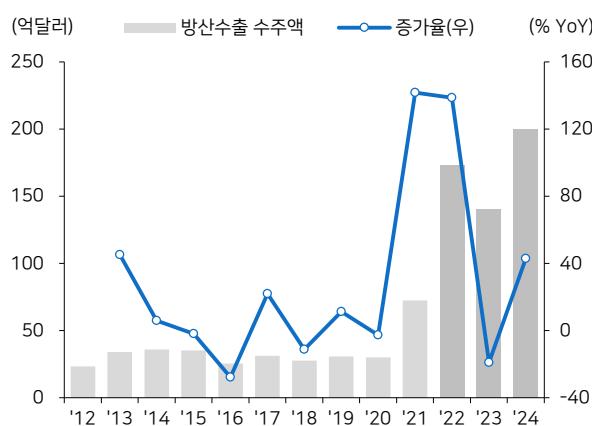
단순한 수주 확대를 넘어 밸류에이션 상승 여력도 크다. 장기적인 수주 파이프라인, 공급 역량, MRO 등 추가 수익원이 지속되면, 추가적인 이익률 개선과 주가 프리미엄으로 이어질 것이다.

지정학 리스크와 리레이팅 기회

글로벌 공급망의 재편과 함께 커지는 지정학 리스크는 국내 방산기업의 리레이팅 기회로 작용할 수 있다. 최근 단기 주가 조정은 오히려 매수 기회가 될 수 있다. 방산 업황이 꺾이려면 국제 안보 환경이 안정되어야 하지만, 앞에서 살펴본 바와 같이 현실적으로 그 가능성은 낮다.

ESG 규제환경 속에서도 ‘에너지·안보·지정학’ 측면에서 필수 산업으로 손꼽히는 방산업은 새로운 투자 섹터로 부상하고 있다. 방산업을 향한 ESG 스크리닝 완화 흐름과 지정학 불안 증대는 국내 방산기업의 리레이팅 모멘텀을 강화시킬 것으로 예상한다.

그림17 한국 방산 수출 추이 및 증감률



자료: 방위사업청, 메리츠증권 리서치센터

그림18 한국 방위산업 매출 전망: 2027년 30조원에 이를 것



Part 2

글로벌 연기금·운용사의 방산 투자제한 정책

방산업에 대한 책임투자 스크리닝 전략

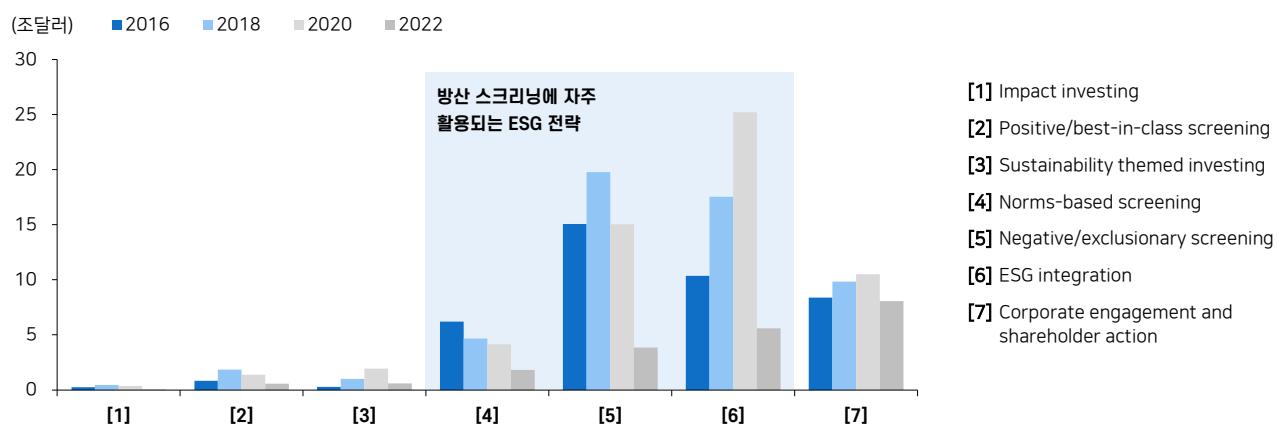
방산업에 적용되는 책임투자 전략
방산업 편입 여부를 좌우하는 책임투자 전략은 크게 세 가지다. [5]네거티브 스크리닝, [4]규범 기반 스크리닝, [6]ESG 통합 전략이다. 이 중에서 특히 ‘네거티브 스크리닝’이 가장 엄격하며, ESG 통합 전략에 비해 실질적인 투자 배제 효과가 크다.

방산업 편입/배제 여부는 주로
네거티브 스크리닝과 규범 기반
스크리닝에 근거

글로벌 기관투자자는 네거티브 스크리닝 기준을 주로 기업이 생산하는 제품이나 산업군 자체에 적용한다. 규범 기반 스크리닝은 국제 규범이나 협약 위반 여부를 판단 기준으로 삼는다. 방산업의 경우, 네거티브 스크리닝과 규범 기반 스크리닝이 실질적으로 투자 편입 여부를 결정짓는 데 핵심적인 역할을 한다.

반면 ESG 통합 전략은 ESG 점수나 등급 등을 이용해 재무와 비재무 정보를 모두 반영하여 투자 결정을 내리는 방식이다. 방산업에서는 상대적으로 그 활용 빈도가 낮다. 대부분의 기관은 방산업의 편입 또는 배제 여부를 주로 규범에 기반한 네거티브 스크리닝으로 결정하기 때문에 ESG 통합 전략은 부수적 역할에 그친다고 볼 수 있다.

그림19 전략별 책임투자 운용자산 규모 (2016~2022년)



자료: GSIA, 메리츠증권 리서치센터

EU SFDR Article 기준에 따른 방산기업 편입 여부

SFDR과 방산 편입 규제:
ESG 전략 수준에 따른 차이

Article 6: 핵무기 포함 전방위
편입으로, 제한을 두지 않는
비중 높음

Article 8: 전통무기·탄약 기업에
대한 조건부 허용

Article 9: 가장 엄격한 편입 제한

규제 강도와 편입 비율 간
상관관계: 지속가능성 요구가
높을수록 편입 비중 ↓

EU의 지속가능금융공시규제(SFDR)는 펀드를 Article 6, 8, 9로 구분한다. Article 6, 8, 9 펀드는 방산기업 및 핵무기 보유 허용 기준에서 차이를 보인다.

Article 6 펀드 (Grey)

지속가능성 요소를 고려하지 않는 펀드로, 전체 펀드의 95%가 방산기업 편입에 아무런 제한을 두지 않는다. 핵무기를 보유하거나 거래하는 기업도 자유롭게 포함된다.

Article 8 펀드 (Light Green)

환경적, 사회적 가치를 지지하지만, 전통무기·탄약 기업에 대해 조건부 편입이 가능하다. 실제로 전체 Article 8 펀드의 79% 중 방산기업에 제한을 두지 않고 전면 배제는 16%에 그친다.

Article 9 펀드 (Dark Green)

가장 엄격한 펀드는 Article 9이지만, 다수 펀드가 여전히 제한을 두지 않는다. Article 9 펀드의 69%는 핵무기 보유 허용 비중에 제한이 없으며, 27%만 전면 배제한다.

전반적으로, 지속가능성 요구 수준이 높아질수록(Article 6→8→9) 전면 배제 비중은 4% → 16% → 27%로 높아진다. 이에 따라 방산기업 편입 비율은 낮아지고 핵무기 허용 범위는 축소된다.

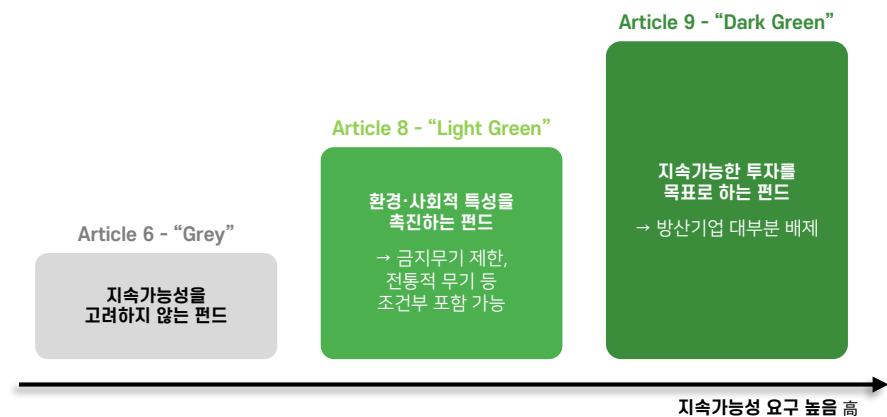
핵무기 관련 스크리닝에서 Article 6는 대부분 제한이 없지만, Article 9는 27%가 핵무기 보유 비중과 무관하게 투자 금지 기준을 적용한다. 기준이 엄격한 펀드 순서와 일관되게 핵무기 보유 기업의 편입에 제한을 두지 않는 비중도 Article 6(95%) → Article 8(79%) → Article 9(69%) 순으로 낮아진다.

최근에는 Article 8, 9 펀드 중 일부에서도 방산기업 편입 규제를 완화하는 움직임이 나타난다. 예를 들어, 독일 AllianzGI는 Article 8 펀드에서 다음 두 가지 방산 관련 제외 조항을 철회했다.

- (1) 군사 장비 및 서비스 매출이 10% 이상인 기업 제외
- (2) 핵무기 핵산금지협약(NPT) 범위 내 핵무기 관련 활동 제외

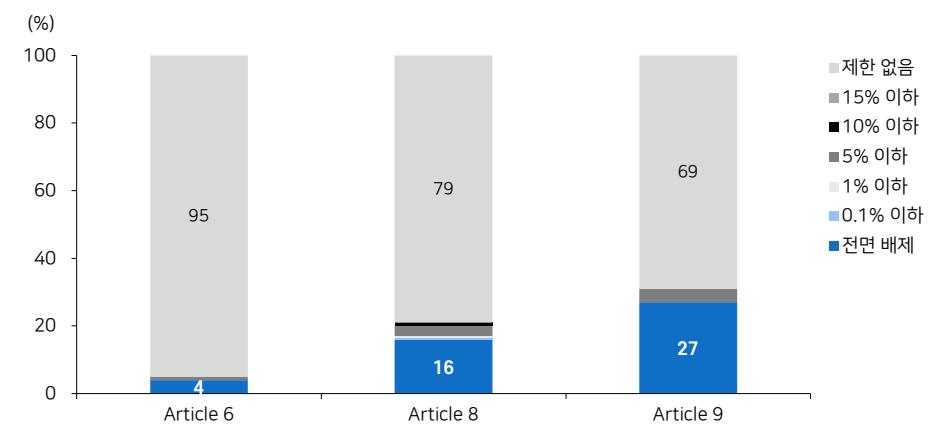
AllianzGI는 철회 사유로 군사 장비와 서비스는 안정적인 국방 유지에 필수적이며, NPT 범위 내 핵무기 활동은 국가 안보를 위한 중요한 수단이라는 점을 들었다. 이에 따라 Article 8 뮤추얼 펀드를 통한 방산기업 투자가 가능해졌다. 다만, 여전히 금지무기와 NPT 외 핵무기 등은 투자 배제 대상이다.

그림20 SFDR 펀드 유형별 방산기업 편입 기준



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림21 핵무기 보유 허용 비중에 따른 SFDR 펀드 분포



주: 2025년 3월 기준

자료: Bruegel, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

국제협약이 만든 무기 투자제한, 네거티브 스크리닝의 시작점

방위산업은 지정학과 안보, 산업 정책이 맞물리며 전략산업으로 부상하고 있다. 그리고 ESG 투자 관점에서도 방산업은 기회와 리스크가 공존한다.

금지무기는 국제법·인도주의 원칙에 따라 전면 배제

방위산업에 대한 ESG 스크리닝은 단순한 윤리 판단이 아니다. 방산업을 평가할 때 가장 먼저 적용하는 기준은 금지무기와 관련된 국제협약이다. 핵무기, 생화학무기, 화학무기, 대인지뢰, 집속탄 등이 이에 해당한다. 이에 대한 협약은 국제법적 구속력과 인도주의 원칙에 따라 무기 생산, 보유, 이전 자체를 금지한다.

따라서 클러스터탄, 대인지뢰, 생화학무기, 핵무기 등을 취급하는 기업은 무기 매출 비중과는 무관하게 전면 배제되는 경우가 대부분이다.

ESG 글로벌 표준에 따라
인권·노동·부패 여부로 투자
배제·감점·관여 여부를 결정

반면, UN Global Compact, OECD 다국적기업 가이드라인, ILO 협약 등 ESG 글로벌 표준은 기업의 경영 원칙에 대한 평가 기준이다. 무기 수출로 인해 인권침해가 발생했거나, 생산 공정에서 강제노동이나 부패가 있었는지 여부에 따라 감점, 배제, 적극적 관여(Engagement) 조치 등이 이뤄진다.

무기 투자 배제, 스크리닝 기준의
뿌리는 국제협약과 ESG 글로벌
스탠다드

결국 ESG 스크리닝의 출발점은 국가 간 합의에 기반한 국제협약과 글로벌 표준에 있다. 글로벌 ESG 평가기관과 자산운용사 등은 이를 근거로 무기 관련 기업을 전면 배제하거나, 매출 비중에 따라 편입을 제한한다.

표4 방위산업 투자 스크리닝에 적용되는 국제 협약과 글로벌 ESG 스탠다드

구분	국제협약 및 기준	내용	투자 스크리닝 적용 기관	방산업 적용 시
금지무기 관련 국제협약 → 무조건 투자 배제	집속탄금지협약	클러스터탄 무기 제조, 사용, 이전 전면 금지	GPGF, CPPIB, ABP, AP3, Sustainalytics, Allianz, Axa, Aviva 등	무기종 자체가 금지 대상이므로 매출 비중과 무관하게 전면 배제
	오타와협약 (대인지뢰)	대인지뢰 생산, 보유, 사용 전면 금지	CPPIB, ABP, MSCI, FTSE Russell, Allianz, Axa, Aviva 등	협약 위반 기업은 투자 및 편입 불가
	생화학무기금지협약 (CWC/BWC)	화학·생물무기 개발, 보유, 사용 금지	ABP, BNP Paribas, Robeco 등	해당 무기 취급 시 전면 배제
	핵확산금지협약 (NPT)	핵무기 확산 및 제조 금지	CalPERS, APG, ABP, Allianz, Axa 등	핵무기 핵심 부품 및 서비스 제공 기업도 배제 가능
글로벌 ESG 표준 → 매출 비중에 따라 편입 제한	UN Global Compact 10대 원칙	인권·노동·환경·반부패 원칙 준수	FTSE4Good, ABP, AP3, Aviva, BNP Paribas, Fidelity, Robeco 등	무기 수출국에서 인권 침해, 노동권 침해, 환경 문제, 부패 발생 시 위반으로 간주되어 제외
	UN 기업과 인권 이행원칙	기업의 인권 존중 및 구제 의무	Aviva, BNP Paribas 등	분쟁 지역에 무기 공급으로 민간 피해 발생 시 배제 및 관찰 대상
	OECD 다국적기업 가이드라인	무기 수출 시 인권·환경 책임 요구	네덜란드 APG, Aviva, BNP Paribas, Robeco 등	무기 수출 후 민간 피해 발생 시 공급기업도 책임 → 배제 또는 관여
	ILO 협약	강제·아동 노동 금지, 결사의 자유 보호	UN PRI, AP3, Aviva, BNP Paribas, Robeco 등	방산 생산 및 하청 공정에서 노동권 침해 발생 시 스크리닝
	UN 부패방지협약	부패·뇌물 방지 및 투명성 확보	BNP Paribas, Fidelity 등	방산 B2G, G2G 계약에서 부패나 리베이트 발생 시 배제 및 관찰 가능

주: 금지무기(Prohibited weapons)는 핵·생화학무기 등 국제협약으로 금지된 무기를 의미

자료: UN PRI, 각국 연기금 및 ESG 평가기관, 한국ESG기준원, 메리츠증권 리서치센터

무기 스크리닝 기준의 기원: 금지무기 국제협약의 형성과 확산

국제협약과 ESG 스크리닝의 출발점은 ESG 무기 스크리닝의 출발점은 국제협약이자 금지무기에 대한 국가 간 합의다. 1968년 핵확산금지협약(NPT)을 시작으로 생물·화학무기금지협약(BWC/CWC), 대인지뢰금지협약(오타와협약), 집속탄금지협약에 이르기까지 주요 금지무기 국제협약이 순차적으로 체결되었다. 이들 협약은 ESG 스크리닝 기준의 법적 기반으로 확산되었다.

국가별 투자 배제 확산

이후 유럽 주요국과 연기금은 이러한 국제 협약을 투자 기준으로 반영했다. 2000년대 들어 벨기에, 룩셈부르크, 스위스 등은 협약에 기반하여 무기 보유 기업에 대한 공식적인 투자 배제를 제도화했다.

국제협약과 법률에 근거한, 단순화된 강력한 배제 매커니즘

금지무기 스크리닝은 윤리 감정이 아닌 협약에 근거한 법적 판단이다. 이 무기가 국제협약 상 금지되어 있는가? 그렇다면 ‘투자에서 제외’라는 단순하고 강력한 구조다.

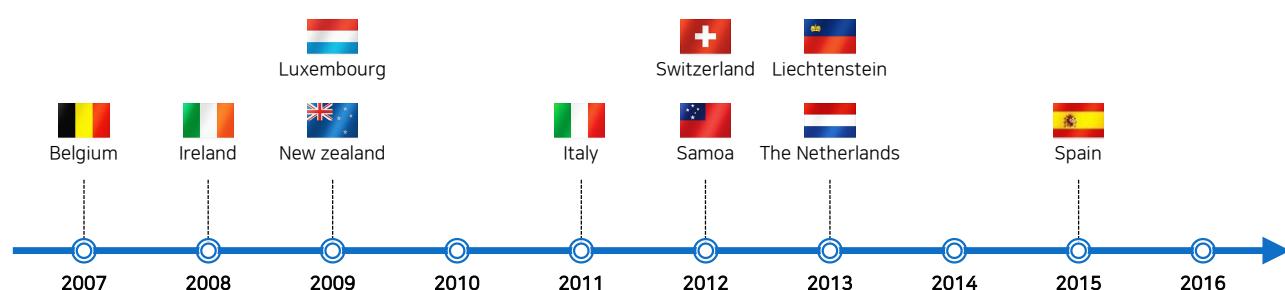
국제 합의가 기준인 만큼 정세가 바뀌면 스크리닝 기준도 바뀔 수 있다.

표5 무기 관련 국제협약의 확산

협약명	연도	무기 유형	ESG 스크리닝 영향
핵확산금지협약 (NPT, Non-proliferation Treaty)	1968	핵무기	핵무기 보유 및 개발 기업 전면 배제 기준
생물무기금지협약 (BWC, Biological Weapons Convention)	1972	생물무기	생물무기 제조기업 글로벌 배제 표준
화학무기금지협약 (CWC, Chemical Weapons Convention)	1992	화학무기	화학무기 제조 연루 기업 대부분 스크리닝 제외
오타와협약, 대인지뢰금지협약 (Anti-Personnel Mine Ban Convention)	1997	재래식무기	대인지뢰 제조 연루 기업 배제의 주요 근거
집속탄금지협약 (CCM, Convention on Cluster Munitions)	2008	재래식무기	Sustainalytics, NBIM 클러스터탄 기준 핵심 협약

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림22 금지무기 투자 금지 법률 도입 국가 및 연혁



자료: Sustainalytics, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 연기금은 국제협약 기반 무기 스크리닝 제도화

국제협약 기반 스크리닝의 확립

글로벌 연기금은 국제협약을 기준으로 금지무기 보유 기업에 대한 명확한 스크리닝 기준을 마련하고 있다. 화학무기(CWC), 핵무기(NPT), 생물무기(BWC), 대인지뢰(오타와협약), 집속탄(CCM) 등은 제조·보유·이전이 금지되며, 생산·보유뿐 아니라 부품 제조도 제재 대상에 포함된다.

유럽 연기금의 제도화 사례

유럽 주요 연기금은 이를 법제화해 매출 규모가 아닌 무기 유형을 기준으로 투자 제외 여부를 판단하는 ESG 스크리닝 체계를 운영한다. 노르웨이, 네덜란드, 스웨덴 등은 해당 협약을 적용해 투자 제한 및 배제 근거로 사용하고 있으며, 일부 국가는 ‘배제 리스트(Exclusion List)’나 ‘관찰 리스트(Watch List)’를 공개한다. 예를 들어, NBIM, PGGM, APG, 스웨덴 AP1~AP4 등은 금지무기, 인권침해, 부패 등을 근거로 배제하고 있다.

한국의 현황

한편, 한국은 CWC, NPT, BWC 등 관련 협약에 가입한 상태다. 국민연금은 2019년 투자배제 전략 검토를 시작했으나, 현재는 책임투자 전략 중 ESG 통합 전략과 주주권 행사를 이행하고 있다. 투자 배제 전략은 선언만 한 상태다. 협약 기반 스크리닝의 법제화 및 실행 수준, 배제 리스트 공시, 정기적 리뷰 체계는 아직 제도 정비가 필요해 보인다.

그림23 노르웨이 국부펀드(GPFG)의 투자 배제 프로세스



자료: Council on Ethics for the Norwegian Government Pension Fund Global, 메리츠증권 리서치센터

표6 글로벌 연기금별 투자제한 스크리닝 매트릭스

구분	NBIM (노르웨이)	PGGM (네덜란드)	AP1 ~ AP4 (스웨덴)	APG (네덜란드)	협약 성격	협약 명칭	한국 비준 여부
화학무기	○	○	○	○	금지협약	화학무기 금지협약(CWC)	○ (1997)
핵무기	○	○	○	○		핵무기 비확산 협약(NPT)	○ (1975)
생화학무기	○	○	○	○		생물무기 금지협약(BWC)	○ (1987)
집속탄	○	○*	○	○*		집속탄 금지협약(CCM)	X
대인지뢰	○	○	○	○		오타와 협약(대인지뢰 금지)	X

주: 1) ○는 스크리닝 반영을 의미함

2) *는 해당 국가 국내법상 투자를 금지하는 경우임

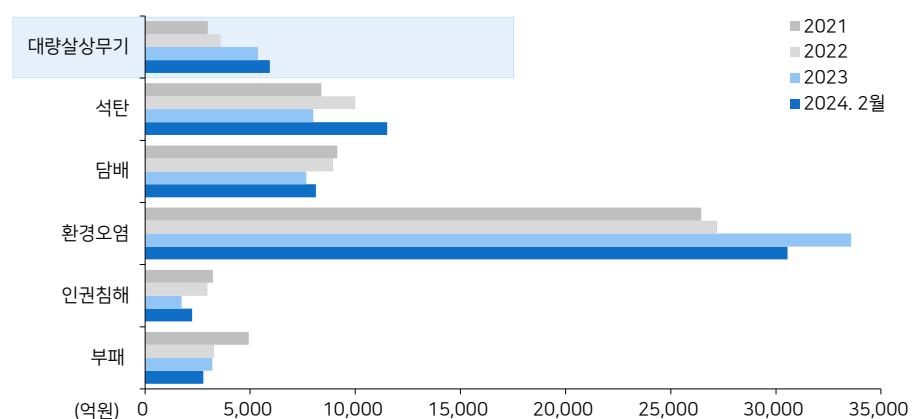
자료: 각국 연기금 공시자료, 보건복지부, 국민연금공단, 메리츠증권 리서치센터

표7 글로벌 주요 연기금의 한국 방산기업 투자배제 사례

연기금	주요 배제 기준	배제 방식	국내 방산기업 투자 배제 여부
노르웨이 GPGF	핵무기, 군사용 로봇, 클러스터탄 등 비인도무기	연례 심사, 공시	▶ 풍산, 한화 (한화는 집속탄, 대인지뢰 등을 생산한다는 이유로 투자 대상에서 제외 → 이후 집속탄 사업 중단하자 블랙리스트에서 제외)
스웨덴 AP7	클러스터탄, 인권침해 기업	블랙리스트 명시	
네덜란드 PGGM, ABP, APG	국제법 위반 무기 제조, 인권 침해	투자 제한 스크리닝, 블랙리스트 공개	▶ 풍산, 한화, LIG넥스원 (과거 클러스터탄 이슈로 배제)

자료: 각 연기금 공시자료 및 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

그림24 국민연금의 해외 연기금 투자배제 분야별 투자 규모



자료: 국민연금공단, 전진숙 의원실 재구성(2024), 메리츠증권 리서치센터

ESG 인덱스 및 데이터 제공 기관의 스크리닝 기준

ESG 인덱스 및 데이터 제공 기관의 스크리닝 방식은 국제 협약 기반의 연기금 기준과 유사한 방향성을 보인다. 그러나 실질적인 적용 방식과 허용 기준에서는 기관 간 차이가 있다.

금지무기 유형에 대해서는
모두 전면 배제

MSCI, FTSE Russell, Sustainalytics, S&P Global 등 주요 ESG 데이터 제공기관은 핵무기, 클러스터탄, 대인지뢰, 생화학무기 등 국제협약이 금지하는 무기 유형에 대해 공통적으로 전면 배제 원칙을 적용한다. 그러나 전통무기, 소형무기, 군용기·함정 등 일반 방산 항목은 매출 비중 5~10% 등을 기준으로 허용하는 등 기관별로 차이가 있다.

기관별 배제 강도 차이

S&P Global은 가장 보수적인 기준을 적용한다. ESG Exclusion Index는 금지무기뿐 아니라 관련 제품·서비스 매출 비중이 0%를 초과하면 배제하며, 군사 계약 매출이 5%를 넘는 기업도 제외한다. 반면 MSCI는 전통무기 매출 비중 5% 이상, 군용장비 15% 이상인 경우에만 배제하는 등 상대적으로 완화된 기준을 둔다.

이처럼 ESG 인덱스의 스크리닝 강도 차이는 동일 기업이라도 지수 편입 여부를 달리할 수 있다. 따라서 투자자는 자산배분과 벤치마크 구성 시, 각 인덱스별 기준과 허용 범위를 비교해 전략적으로 활용할 필요가 있다.

표8 무기 유형별 투자 배제 기준

무기 유형	MSCI	FTSE RUSSELL An LSEG Business	SUSTAINALYTICS	S&P Global	요약
핵무기		전면 배제 ¹⁾			배제
클러스터탄		전면 배제			배제
대인지뢰		전면 배제			배제
생화학무기		전면 배제			배제
전통무기	매출 ≥ 5% 배제, 군용장비·서비스 ≥ 15% 배제	매출 ≥ 5% 배제	매출 ≥ 5% 배제	매출 ≥ 5% 배제	조건부 허용 ²⁾
소형무기	매출 ≥ 5% 배제	매출 ≥ 5% 배제	매출 ≥ 5% 배제	매출 ≥ 0% 배제	
군용기·군수품 등	매출 ≥ 5~15% 배제	매출 ≥ 5~10% 배제	매출 ≥ 5~10% 배제	매출 ≥ 5% 배제	
드론·위성·사이버 등 이중용도 기술	용도 기준 ³⁾ 에 따라 허용				기술목적, 매출비중에 따라 허용 가능

주: 매출 비중 기준은 해당 무기 관련 매출이 전체 매출에서 차지하는 비율을 의미함

1) '전면 배제'는 해당 무기 관련 매출이 조금이라도 있는 경우 투자에서 완전히 제외

2) '조건부 허용'은 매출 비중 내에서 투자 가능

3) '용도 기준'은 군사용/민간용 등 사용목적에 따라 달라지는 경우를 말함

자료: MSCI, FTSE RUSSELL, SUSTAINALYTICS, S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

표9 MSCI 사회책임투자 기준 상 무기별 배제 기준

구분	배제 기준 설명
전통무기 (Conventional Weapons)	- 무기 및 부품 생산 매출 비중이 5% 이상인 기업 - 무기 시스템, 부품, 지원 서비스 총매출 비중이 15% 이상인 기업
민수용 소형무기 (Civilian Firearms)	- 민수용 총기 또는 탄약 생산 기업 - 민수용 총기, 탄약 유통 기업 중 매출 비중 5% 이상
핵무기 (Nuclear Weapons)	- 핵탄두 또는 핵미사일 생산 기업 - 핵무기 전용 부품 생산 기업 - 핵무기 운송 플랫폼 제조, 조립 기업 - 핵무기 관련 보조 서비스 제공 기업
금지무기 (Controversial Weapons)	- 집속탄 (Cluster Munitions) - 지뢰 (Landmines) - 열화우라늄무기 (Depleted Uranium) - 생화학무기 (Biological/Chemical Weapons) - 실명 레이저 (Blinding Lasers) - 탐지 불가 파편무기 (Non-detectable Fragments) - 소이무기 (Incendiary Weapons)

주: 1) 전통무기·민수용 소형무기는 매출 비중(5% 또는 15%) 적용

2) 핵무기는 직접 제조·운용 분 아니라 부품·서비스 제공까지 포함

3) 금지무기 범위는 국제협약(오타와 협약, CWC 등)에 근거

자료: MSCI, 메리츠증권 리서치센터

표10 S&P Global 무기 유형별 투자 배제 기준

비즈니스 유형	세부 분류 및 설명	배제 기준 (Level of Involvement)	중요 지분 보유 기준 (Ownership Threshold)
Controversial Weapons	금지무기 관련 부품 생산 (지뢰, 집속탄, 핵무기 등)	> 0%	≥ 25%
Related Products & Services	금지무기 관련 저장, 수송, 서비스 제공	> 0%	≥ 25%
Small Arms	민간용 소형무기 생산	> 0%	≥ 25%
	비민간용 소형무기 생산	≥ 0%	≥ 25%
	소총 부품 등 핵심 부품 생산	> 0%	≥ 25%
Military Contracting	소형무기 유통 및 소매	≥ 5%	N/A
	무기 제조·조립·운송 등 통합 군수사업	≥ 5%	N/A
	정부와 직접 군사 계약을 체결한 기업	≥ 5%	N/A

주: 1) 'Level of Involvement > 0%'는 매출 기여도가 미미하더라도 조금이라도 관여되어 있으면 배제함을 의미

2) 'Ownership Threshold'는 주요 지분 보유 기준으로, 해당 지분 이상 보유 시 배제 대상 포함

3) Small Arms 범주는 민간·군용 구분 없이 소형무기 및 관련 부품 제조 포함

4) Military Contracting은 정부와 직접 군사 계약을 체결한 기업을 지칭하며, 계약 규모와 관계없이 기준 충족 시 배제

자료: S&P Global "S&P Dow Jones Indices: S&P ESG Exclusion Indices Methodology", 메리츠증권 리서치센터

국내 방산기업, 무기 관련 투자 배제 사례

투자 배제 사유 및 현황: 무기는 두 번째로 높은 투자 배제 사유

금융기관의 투자 배제 사유 중 기후(47%) 다음으로 높은 비중을 차지하는 것은 ‘무기’다. 특히 핵무기, 집속탄, 대인지뢰 등 금지무기 생산 및 판매 이력이 있는 기업은 명확히 배제되고 있다. 무기 항목만으로도 전체 배제 사유의 14%를 차지 한다.

배제 기준은 단순한 업종 구분을 넘어 국제협약, 무기 구성 비율, 매출 비중, 수출 국과의 관계, 민간 전용 기술 여부 등 ESG 세부 지표에 따라 세분화할 수 있다.

네덜란드 연기금 APG, ABP, PGGM 등은 금지무기 생산 또는 관련 부품 제조 기업을 블랙리스트에 올리고 있다. 예를 들어, LIG넥스원은 클러스터 부품 생산, 풍산은 대인지뢰 관련 이력으로 제외됐다.

국내 기업 투자 배제 사례:

풍산·LIG넥스원, 글로벌 수준의 배제 빈도

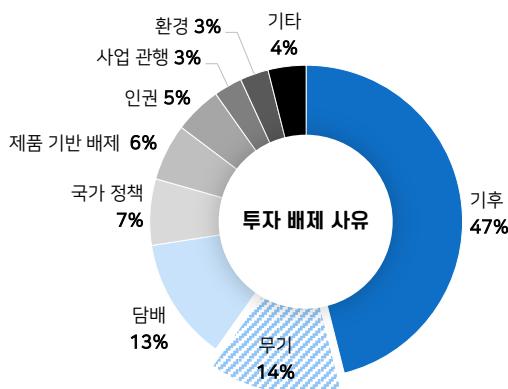
풍산, LIG넥스원, 한화 등은 비인도적 살상무기 보유나 관련 사업 이력으로 다수의 해외 연기금 및 민간 금융기관으로부터 제외되었다. 특히 풍산은 76개, LIG넥스원은 70개 이상의 금융기관에서 투자 배제된 이력이 있다. Lockheed Martin, Larsen & Toubro 등 글로벌 방산 대기업보다 높은 수준이다. 핵심 사유는 국제협약으로 금지된 무기 생산·판매 연루 여부다. 기관별로는 영국 AVIVA(대인지뢰), 프랑스 BPCE(집속탄) 등의 배제 사례가 대표적이다.

국제 블랙리스트와 기준 변화:

리스크 해소로 재편입된 한화 사례

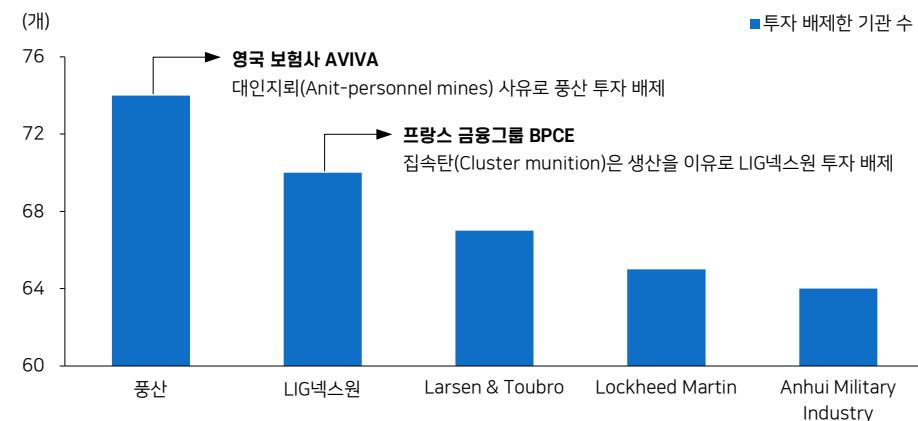
한화는 과거 집속탄 사업을 근거로 노르웨이 연기금(NGPF), 스웨덴 연금펀드(Swedish Pension Fund), 네덜란드 공무원연금(APB), 덴마크 공적연금(ATP), 호주 퇴직연금(Future Fund)을 비롯한 다수의 연기금과 기관투자자들이 투자 배제해 왔다. 다만 최근 한화는 집속탄 사업 매각 이후 일부 연기금에서 블랙리스트에서 제외되었는데, 이는 ESG 기준 완화보다는 리스크 해소로 인한 재편입 사례라고 할 수 있다.

그림25 2024년 금융기관의 투자 배제 사유: 기후(47%)에 이어 ‘무기’가 두 번째로 높아



자료: Financial Exclusions Tracker, 메리츠증권 리서치센터

그림26 글로벌 방산 기업의 '무기' 사유 배제 건수: 풍산과 LIG넥스원이 1, 2위 차지



주: 2024년 기준

자료: Financial Exclusions Tracker, 메리츠증권 리서치센터

표11 블랙리스트 지정 이유: 비인도적 실상무기 생산 및 판매 관여

기업명	배제 사유	배제 기관
풍산	Controversial weapons (Anti-personnel mines, Cluster munitions, Nuclear weapons), Human rights	영국 AVIVA, 노르웨이 GPF, 네덜란드 Robeco, 덴마크 AP Pension, 스위스 National Accident Insurance Fund, Pensionskasse Post 등
LIG넥스원	Controversial weapons (Cluster munitions, Nuclear weapons), Human rights	네덜란드 ABP, APG, 덴마크 BankInvest, 스위스 Swiss National Accident Insurance Fund 등
한화	Controversial weapons (Anti-personnel mines, Cluster munitions, Nuclear weapons), Human rights	영국 AVIVA, 스페인 Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA), 네덜란드 Van Lanschot Kempen 등
Lockheed Martin	Controversial behavior, Anti-personnel mines, Military contracting, Human rights	스위스 Swiss National Accident Insurance Fund, Pensionskasse Post, 뉴질랜드 National Provident Fund, 벨기에 KBC Group, 노르웨이 GPF 등
Larsen & Toubro	Cluster munitions, Nuclear weapons, Human rights	네덜란드 ABP, Pension Fund ING Group, 영국 AVIVA, 덴마크 AP Pension 등

자료: Financial Exclusions Tracker, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

그림27 네덜란드 금융기관 VAN LANSCHOT KEMPEN 투자 배제 리스트 예

Exclusion List – Controversial Weapons

KR Korea Aerospace Industries		
LIG Nex1 Co.		
Poongsan		
Poongsan holdings		
Hanwha Corp		
Lockheed Martin US "cluster munitions, nuclear weapons"		
Metavisha Plants JSC RU Cluster munitions		
Naha Rover IN Cluster munitions		
National Pendo Industries US Anti-personnel landmines		
Northrop Grumman US Nuclear weapons		
Northrop Grumman Systems Corp. US Nuclear weapons		
Poongsan KR Cluster munitions		
Poongsan holdings KR Cluster munitions		
Rakutan Rakut Sunay Ve Ticaret Anonim Sirketi TR Cluster munitions		
Solar Industries India Limited IN Cluster munitions		
The Boeing Company US Cluster munitions		

자료: VAN LANSCHOT KEMPEN, 메리츠증권 리서치센터

그림28 한화 집속탄 매각 후 스웨덴 AP7 블랙리스트서 제외

한화, 스웨덴 연기금 AP7 '블랙리스트'서 빠져...집속탄 매각

출처: 기자 kalahong@theguru.co.kr | 등록 2023.12.04 10:07:47



자료: THE GURU(2023.12.4일자)

유로넥스트, ESG를 에너지-안보-지정학으로 재정의

유로넥스트의 ESG 재정의

2025년 5월, 유로넥스트는 ESG를 ‘에너지·안보·지정학’으로 재정의했다. 주목해야 할 변화는 방위산업에 대한 관점의 전환이다.

기존에는 방산 기업을 ESG 지수에서 원칙적으로 배제해왔다. 그러나 이제는 국제 협약 위반이 없는 한, 방산기업도 편입이 가능해졌다. CAC 40 ESG, MIB ESG 지수 개편은 이러한 변화의 대표 사례다.

방산업 재평가: 안보를 통한 사회 안전망 강화 기능

핵심은 ‘지속가능한 안보’를 인정하는 것이다. 안보를 통한 사회 안전망 강화라는 기능이 강조되면서 방산의 사회적(S) 측면에서의 역할이 재평가되고 있다. 무기 제조도 자국 방어와 사회 안정에 기여한다면 긍정적으로 평가하는 방식이다.

‘공공재 공급자’ 역할로 확장되는 방산업

방산 기술은 국방뿐 아니라 재난 대응, 인프라 보호, 위성 기반 기후 모니터링 등 비상상 분야로 확장되고 있다. 이에 따라 전통적인 무기 제조업도 ESG 투자 범위 안에서 재평가될 수 있는 환경이 조성되고 있다.

다만, 그렇다고 해서 ESG 리스크가 사라진 것은 아니다. 인권, 무기 수출, 공급망 관리 등은 여전히 평가 요소이며, 각국의 지정학적 상황에 따라 적용 강도는 달라질 수 있다. ESG와 안보의 경계가 재조정되고 있는 시점이다.

그림29 유로넥스트의 ‘지정학 기반 ESG’ 재편 선언

Euronext rebrands ESG in drive to help European defence firms

By Alban Kacher
May 7, 2025 12:48 AM GMT+9 · Updated May 7, 2025



In a statement renaming **ESG**

- the acronym given to Environmental, Social and Governance-driven investing -
as **Energy, Security and Geostrategy**,
Euronext's CEO and Chairman Stephane Boujnah said it was responding to
a "new geopolitical order"

자료: Reuters(2025.5.7일자)

표12 유로넥스트 지수 구성

테마	지수명	주요 편입 분야	정책 목적 및 전략 방향
Energy (에너지)	Euronext European Energy Security Index	전통적 에너지, 원자력, 재생에너지, 에너지 인프라	유럽 에너지 안보 확보, 공급망 다변화
Security (안보)	Euronext European Aerospace & Defence Index	항공우주, 방위산업 , 첨단제조기술	방산 혁신기업 투자기회 제공
Geostrategy (지정학)	Euronext European Strategic Autonomy Index	방위산업 , 에너지, 기술 등	유럽의 산업주권 및 공급망 회복탄력성 강화

자료: Euronext, 메리츠증권 리서치센터

유럽 연기금, 방산 투자 규제 완화 흐름

안보 패러다임 변화와 ESG 측면에서의 재해석

엄격한 투자 배제 기준을 적용해왔던 노르웨이 GPFG

방산에 대한 ESG 투자 허용 확대 움직임

글로벌 연기금들의 방산 투자 금지 조항 철회 사례

'안보 ESG'로의 투자 프레임 전환

우크라이나 전쟁 이후 유럽 공적 자금의 시각도 달라졌다. ESG 스크리닝은 고정된 기준이 아니다. 안보 패러다임이 변화함에 따라 글로벌 연기금 역시 지정학적 스탠스와 안보 리스크를 고려해 배제 기준을 점진적으로 조정하고 있다.

세계 최대 규모의 연기금 중 하나인 노르웨이 GPFG는 핵, 클러스터탄 등 국제협약 기반 금지무기에 대해 엄격한 투자 배제를 시행해왔다. 스크리닝 기준은 윤리 위원회(Ethical Council)가 주도하며, 국제법 위반 및 인권 침해 여부를 주요 판단 기준으로 삼는다. 이 기준에 따라 Boeing, Lockheed Martin, Airbus 등은 투자제외 리스트에 포함되어 있다.

그러나 최근 유럽에서 방산 수요가 급증하면서 투자 규제 완화 흐름이 포착되고 있다. 예를 들면 덴마크 연기금 PFA Pension은 방산 업종에 대한 기존의 투자 규제를 완화했다. Boeing, Airbus, Thales, BAE Systems 등 이전에는 제외되었던 방산기업에도 투자를 허용하는 방식으로 책임투자 정책을 수정했다.

덴마크의 AkademikerPension 또한 유럽 안보 위기 상황을 이유로 책임투자 정책을 재정비했다. 핵 관련 활동과 연관된 소규모 매출만으로도 투자 배제가 이루어지던 기준을 철회했다. 이에 따라 Airbus, Dassault Aviation, Leonardo, Safran, Thales 등 주요 유럽 방산기업에 대한 투자를 재개했다.

EU 집행위는 허가 절차를 단축하는 '패스트트랙' 제도인 'Defence Readiness Omnibus'를 제안했다. 방산 투자 확대를 위해 규제를 간소화하겠다는 것이다.

유럽 연기금과 EU의 메시지는 분명하다. 방산은 더 이상 ESG와 대립되는 개념이 아니라, 지속가능성을 담보하는 공공재로 재해석 되고 있다. 이제 '안보 ESG'라는 새로운 투자 프레임이 형성되고 있다. 이는 유로넥스트가 제시한 '지정학 기반 ESG'와 맞닿아 있다.

그림30 덴마크 연기금, 방산 투자 제한 해제 발표

Danish pension fund lifts ban on investments in European defence stocks

By Reuters
June 26, 2025 5:24 PM GMT+9 · Updated June 26, 2025



기관	전략 변화 시점	주요 내용
덴마크 PFA	2025년 5월	방산 주식에만 투자하는 전용 펀드 2개 출시 → 연금 고객 대상 2억 1,200만 DKK (약 2,840만 유로) 투자
AkademikerPension	2025년 5월	방산 포트폴리오 확대 공식 발표 → 기존 배제했던 유럽 주요 방산기업 6곳 및 중소 방산기업 투자 제한 철회

자료: Reuters(2025.6.26일자), 메리츠증권 리서치센터

우주산업, ESG 리브랜딩의 통로: '우주+방산'

우주산업 부상과 방산업 ESG 리브랜딩

전통적으로 방산업은 ESG '금기' 영역에 속했지만, 최근 지정학 리스크 확대로 그 경계가 완화되고 있다. 특히 우주산업은 방산업의 ESG 리브랜딩을 가능하게 하는 채널이 될 수 있다.

방산업들의 우주 산업 진출은 인공위성, 위성통신, 기후 모니터링 및 재난 대응 등 비상상 영역을 중심으로 확장되고 있다. 우주산업의 가치가 부각되면서, 우주 관련 방산업으로 진출하는 기업들을 네거티브 스크리닝의 예외 또는 조건부 편입 대상으로 고려하는 흐름을 보이고 있다.

방산업 우주산업 진출: ESG 'E', 'S' 테마와 접점 형성

위성 기반 기후 모니터링, 정찰, 위성 항법 기술은 군사 목적에만 국한되지 않는다. 이러한 기술은 기후위기 대응과 재난 관리 같은 ESG 이슈에 직접적으로 기여할 수 있는 기술로, ESG의 'E'와 'S' 테마와 접점을 형성할 수 있다.

국내 방산업 우주 사업 확장

국내 기업들도 이 흐름에 적극 동참하고 있다. 한화에어로스페이스, LIG넥스원, 한국항공우주 등은 우주 방산 복합 기술을 보유한 대표적 기업들이다. 이러한 흐름은 실제 사업 포트폴리오에서도 확인되고 있다. 위성 개발, 발사체, 우주항법 등에서 기술력을 기반으로 한 실적 확장이 기대된다.

우주사업 진출은 지속가능 인프라 구축 측면에서 ESG 투자 진입점

우주산업은 방산업이 기존의 투자 배제 프레임에서 벗어나, 지속가능한 인프라라는 이름으로 재편입되는 ESG 투자의 진입점으로 작용할 수 있다.

표13 국내 방산업 우주 사업 포트폴리오

기업명	우주사업 영역	주요 프로젝트 및 기술
한화에어로스페이스	발사체 엔진, 위성추진체, 누리호 KSLV-II	누리호 발사체 기술 고도화, 엔진 제작, KSLV-II 개발 참여, 한국형 발사체 핵심 기술
LIG넥스원	위성항법시스템, 우주 감시, C41STAR사업	초소형위성 탑재체계, 한국형 위성항법시스템 구축, 정밀유도무기, 위성 통신 융합 기술
한국항공우주	위성 개발, 우주 수송 탐사, 위성 플랫폼	차세대 중형위성 체계 개발, 위성 및 발사체 제작, 위성 플랫폼 개발 기술

자료: 각 사 자료, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

그림31 한화에어로스페이스 우주 발사 서비스



자료: 한화에어로스페이스 지속가능경영보고서 2025

그림32 한국항공우주 위성 및 발사체



자료: 2024 한국항공우주 지속가능성보고서

Part 3

방산업의 ESG 이슈 및 리스크

방산업 ESG 리스크와 지정학적 재조명

방산업, ESG 금기 산업에서
회색지대로 이동 중

군수 무기에 얹힌 인권, 부패,
환경 영향 → 방위산업 ESG
리스크 요인

방위산업은 오랫동안 ESG 스크리닝에서 ‘금기 산업’으로 분류되어 왔다. 그러나 최근 글로벌 지정학 리스크의 확산, 국방력 강화 정책, 방산 수출 확대 흐름 속에서 방위산업은 점차 ‘회색지대’로 이동하고 있다. Part 1에서 살펴본 재무장 기조, Part 2에서 정리한 스크리닝 완화 추세는 이러한 흐름을 여실히 보여준다.

ESG 평가에서 방위산업은 특히 사회적 책임(S) 항목에서 낮은 점수를 받아 왔다. 그리고 이는 주요 연기금의 투자 배제 사유로 이어졌다. 인권, 부패, 정치적 불안정, 환경오염 등의 리스크가 복합적으로 얹혀 있는 대표적인 산업이기 때문이다.

예를 들면 무기의 최종 사용처에 따라 인권 침해 가능성이 존재한다. 수출 대상국의 정치 불안 역시 리스크 요인으로 꼽힌다. 또한 무기의 생산 및 사용 과정은 토양 및 수자원 오염, 유해화학물질 노출, 중금속 방출 등 다양한 환경 문제와 직결된다. 방위산업이 유발하는 탄소배출 역시 무시할 수 없다.

그러나 최근 들어 지정학 리스크가 고조되면서, 방위산업에 대한 사회적 인식이 변화하고 있다. 안보를 ‘지속가능성의 필수 조건’으로 인식하기 시작했다. ESG 원칙에도 이를 반영해야 한다는 주장이 제기되고 있다.

안보 관점의 재평가 흐름

이는 기존의 네거티브 스크리닝에 막혔던 K-방산 투자에 중대한 시사점을 준다. 안보를 기반으로 ESG 전략의 수혜 섹터로 방위산업이 재조명될 가능성이 커지고 있다. 글로벌 지정학 환경이 변화함에 따라 방위산업에 대한 ESG 리스크 평가도 재구성되어야 할 것이다. ESG 항목별로 수용 가능한 리스크와 기업 가치에 실질적 영향을 미치는 리스크를 구분하고 전략적인 해석이 필요한 시점이다.

표14 UN PRI가 제시한 방위산업 ESG 리스크

구분	세부 내용
인권에 대한 영향	민간 피해, 국제인도법 위반 리스크
정치적 불안정	정치적 불안정성이 높은 분쟁지역과의 거래
부패	방산 계약 과정에서의 리베이트
금속 오염	무기 사용으로 인한 금속 배출, 이와 관련된 환경 및 건강 악영향
유기적 오염	독성 물질 사용으로 인한 군사기지 유해물질 오염, 무력 충돌로 인한 토지 오염
탄소 배출	전 세계 군대와 무기 공급업체가 글로벌 이산화탄소 배출량의 약 5% 차지

자료: UN PRI, 메리츠증권 리서치센터

SASB 기준에 따른 방산기업 ESG 핵심 이슈

방산업의 ESG 핵심 이슈(SASB):
에너지 관리, 폐기물 및 유해물질
관리, 데이터 보안, 제품 안전,
공급망, 윤리

방산업에 해당하는 ESG 리스크
및 공시 항목

SASB(Sustainability Accounting Standards Board)는 방산업을 ‘항공우주·방산(Aerospace & Defense)’로 분류하고, 이 산업에 특화된 ESG 공시 기준을 제시한다. SASB 기준은 탄소배출, 수자원 사용, 폐기물 처리, 사이버 보안 등 환경·사회·지배구조 전 영역에 걸친 리스크를 다룬다. 특히, 방산업에 특화된 고유 리스크로 명시한 것은 에너지 관리, 폐기물 및 유해물질 관리, 데이터 보안, 제품 안전, 공급망, 윤리와 관련된 리스크다.

SASB는 방산 제품이 민간 피해, 무기 수출 통제, 국제협약 위반 등 윤리적 논란이 발생 가능성은 인지하고, 이를 재무 리스크와 연결해 정량적으로 공시할 것을 요구한다. 예를 들어 제품 안전성과 관련된 리콜 비용, 고장률, 품질 문제 등은 공급망 리스크와 함께 중요한 공시 항목으로 간주된다.

제품 리콜, 품질 결함, 무기 매출 비중, 금지무기 포함 여부 등은 ESG 펀드의 스크리닝 기준으로도 활용될 수 있다. 실제로 방산업들은 군사 시설로 인한 환경 오염, 무기 성능 논란, 수출 규제 위반, 공급망 내 인권 침해 등 다양한 이유로 ESG 스크리닝에서 배제된 사례가 존재한다.

글로벌 기업 사례

예를 들어, 한화에어로스페이스는 K9 자주포의 민간 피해 관련 이슈로, RTX는 분쟁 지역 내 무기 공급 문제로, Elbit Systems는 팔레스타인 민간 공격 논란으로 각각 ESG 리스크에 노출된 바 있다.

표15 SASB 방위산업 ESG 핵심 이슈 7가지

Environment	Social Capital	Human Capital	Business Model and Innovation	Leadership and Governance
GHG Emissions	Human Rights & Community Relations	Labour Practices	Product Design & Lifecycle Management	Business Ethics
Air Quality	Customer Privacy	Employee Health & Safety	Business Model Resilience	Competitive Behaviour
Energy Management	Data Security	Employee Engagement, Diversity & Inclusion	Supply Chain Management	Management of the Legal & Regulatory Environment
Water & Wastewater Management	Access & Affordability		Materials Sourcing & Efficiency	Critical Incident Risk Management
Waste & Hazardous Materials Management	Product Quality & Safety		Physical Impacts of Climate Change	Systemic Risk Management
Ecological Impacts	Customer Welfare			
	Selling Practices & Product Labeling			

주: 표에서 음영 처리된 부분은 SASB에서 제시한 공시 항목 중 방위산업에 특화된 핵심 이슈임

자료: SASB, 메리츠증권 리서치센터

표16 SASB 기준에 따른 방산업의 공시 항목

구분	주요 내용	보고 및 공시 요건
E	온실가스 배출	군수산업 탄소배출량 (Scope 1, 2, 3 포함)
	폐기물 처리	무기 제조 중 유해폐기물 및 처리 방식 (군수 폐기물 포함)
	에너지 관리	군 시설 내 구매 전력 등 에너지 관리
S	제품 안전성	무기, 항공기 등 제품 설계 및 제조상의 안전
	무기 수출 통제	수출 통제 규제 및 제재 위반 여부
	공급망 관리	무기 부품 공급망의 인권, 환경 리스크
G	비즈니스 윤리	국제협약(글러스터, 지뢰 등) 위반 여부
	데이터 보안	무기 시스템 및 항공 전자 장비의 보안

자료: SASB, 메리츠증권 리서치센터

방산업 탄소배출 인식의 지각변동, Scope 3+

방산업의 탄소배출 과소평가 문제

방산업은 전통적으로 탄소배출 산정에서 사각지대였다. 무기 제조와 운송에 한정된 Scope 1, 2 기준은 군사활동 전 과정에 걸친 배출을 과소평가해왔다.

Scope 3+ 개념의 등장

그러나 2023년 NATO를 시작으로 군사 활동의 탄소 공개가 본격화되었다. 이스라엘-하마스 전쟁, 중동 분쟁 사례를 계기로 ‘Scope 3+’ 개념이 부상하고 있다. 이는 전쟁 수행 전 과정에서 발생하는 GHG 배출을 포함한다.

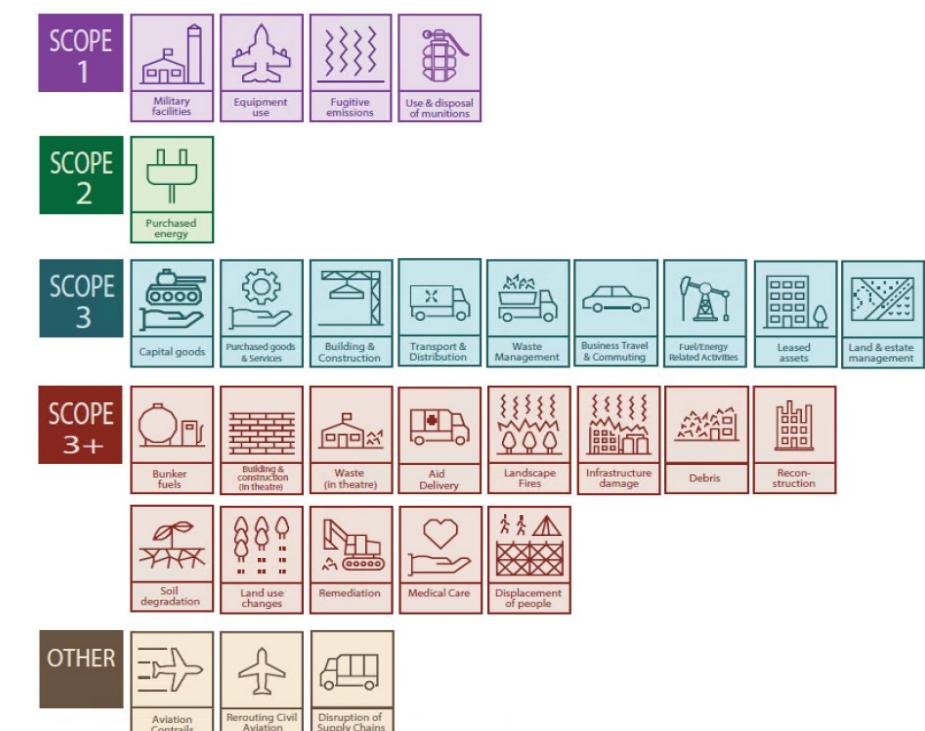
Scope 3+ 범위는 군사활동 전

과정: 무기 공급망, 재건,
인프라 복구 등 포함

Scope 3+는 무기 공급망, 병력 수송, 군수 운용, 전후 재건, 인프라 피해 복구 등 비 전투 과정의 배출까지 포함한다. 기존 ESG 공시가 놓쳤던 군사·안보 산업의 환경 리스크를 실질적으로 반영하려는 새로운 분류 체계다.

2023년 이스라엘-하마스 분쟁 사례에서 알 수 있듯이 항공 물류와 미군 수송 비중이 전체 탄소배출의 80% 이상을 차지한다. 전쟁의 탄소강도가 수치로 입증된 것이다. CEOBS(Conflict and Environment Observatory)와 학계는 ‘Scope 3+’ 개념을 제시하며 전쟁 전후의 간접적 GHG 배출까지 포괄할 것을 요구하고 있다.

그림33 군사 활동의 탄소배출 흐름과 Scope 3+ 분류 체계



주: Scope 3+는 무기 제조·수송뿐 아니라 군사행동 및 전후 복구까지 포함한 새로운 GHG 분류 체계를 의미

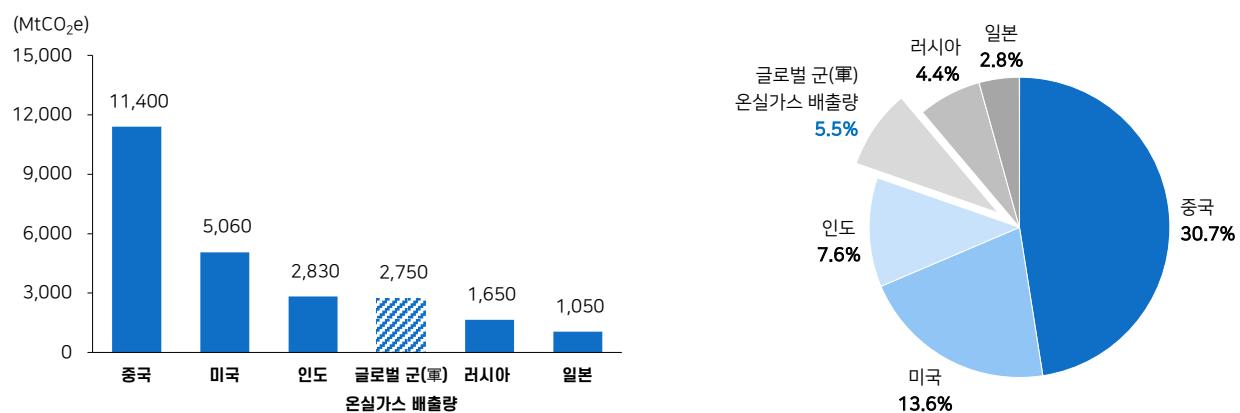
자료: Neimark, Benjamin, et al. "War on the Climate: A Multitemporal Study of Greenhouse Gas Emissions of the Israel-Gaza Conflict.", 메리츠증권 리서치센터

방위산업은 오랫동안 탄소배출의 그림자 영역에 머물러 있었다. 그러나 CEOBS에 따르면, 전 세계 군의 온실가스 배출량은 전체의 약 5.5%에 달한다. 국가 단위로 환산하면 세계 4위 규모다. 이는 러시아, 일본을 상회하는 수준으로, 기후목표 달성을 위협하는 산업 중 하나로 부상하고 있다.

2023년 NATO는 군사 장비의 탄소 집약도를 공개하며, 군사 CO₂ 배출이 전년 대비 3천만 톤 증가했다고 발표했다. 이는 승용차 800만 대의 연간 배출량에 맞먹는 수준이다. 군사적 안보를 위한 활동이 오히려 기후 안보는 해손하는 역설이 나타나고 있는 것이다.

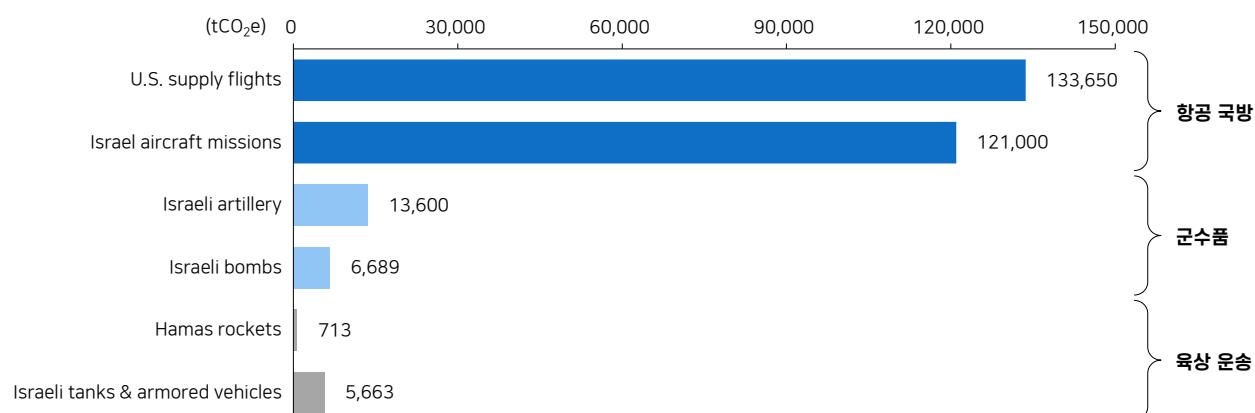
방위산업의 탄소발자국은 무기 제조와 운송에 국한되지 않는다. 병력 이동, 재건 등 전쟁 전후 과정 전반에서 지속적인 온실가스를 유발한다. 그러나 대부분 공시 대상에서 제외되어 Scope 3조차 실질적 반영이 어려운 설정이다.

그림34 국가별 군사 활동 관련 연간 온실가스 배출량 및 배출 비중



자료: Global Carbon Budget(2023), Conflict and Environment Observatory(2022), 메리츠증권 리서치센터

그림35 이스라엘-하마스 전쟁 초기 60일, 배출원별 CO₂ 배출량



주: 2023년 이스라엘-하마스 전쟁 초기 60일 동안의 탄소배출량임

자료: Neimark, Benjamin, et al.(2024), "A multitemporal snapshot of greenhouse gas emissions from the Israel-Gaza conflict.", 메리츠증권 리서치센터

글로벌 군비 지출 증가가 CO₂ 배출에 미치는 영향

기후위기와 군비증강은 맞물려 있다. 2023년 기준, NATO 군이 배출한 온실가스는 연간 약 8천만 톤에 달하며, 이는 전 세계 배출량의 약 1.5% 수준이다.

MILEX 비중과 탄소집약도 간 상관관계는 (+)

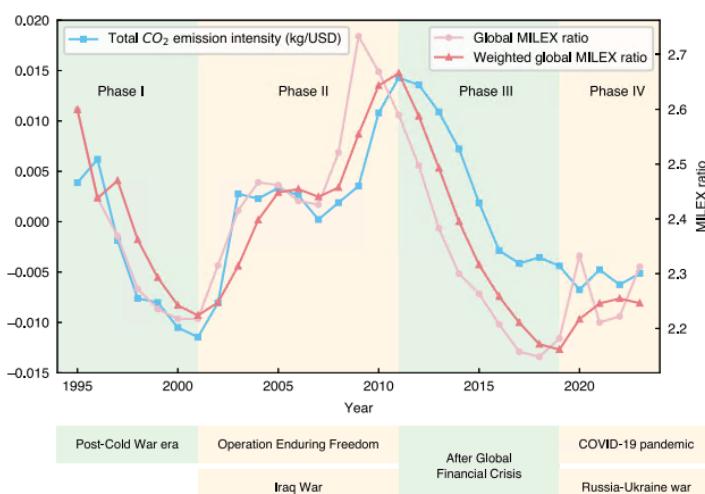
군사비 지출(MILEX)과 탄소 배출집약도(kg/USD)는 시계열 상에서 뚜렷한 양(+)의 상관관계를 보인다. 군비가 늘어날수록 온실가스 배출량도 늘어나고, 탄소중립 목표 달성을 가능성은 낮아진다.

한 연구에 따르면, MILEX 비중이 1%p 증가할 때마다 탄소집약도는 0.044kg/USD 상승하는 것으로 나타났다. MILEX 비중이 12%를 초과하면, 파리기후협정 목표 1.5°C 달성이 사실상 불가능해질 수 있다. 이는 국방 투자 확대가 기후 대응 역량을 약화시킬 수 있음을 시사한다.

분쟁 지역의 복합적 배출원

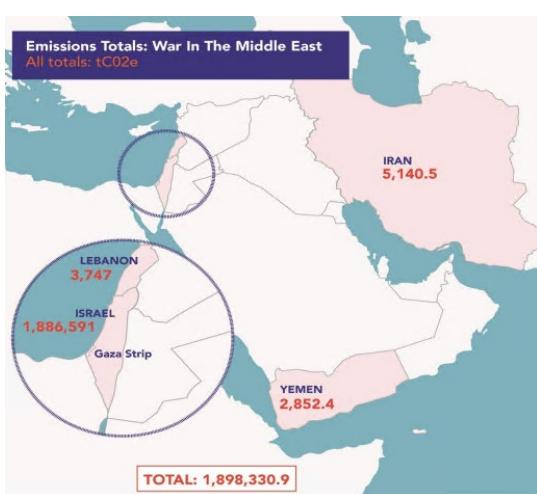
또한 분쟁 지역에서의 탄소 배출은 단순히 무기 사용에서만 발생하지 않는다. 차량 이동, 항공 훈련 등 군사 작전 전체가 고도의 에너지 집약적 활동이기 때문이다. 가자지구, 이라크, 예멘 등의 분쟁 지역에서의 탄소배출량은 기후와 안보가 서로 연결되어 있음을 대표적으로 보여준다.

그림36 MILEX 비중과 탄소집약도 간 양(+)의 상관관계



자료: Dong, Wenjie, et al. "Rising military spending jeopardizes climate targets." Nature Communications 16.1 (2025): 1-8

그림37 중동 분쟁 지역의 탄소배출량



자료: Neimark, Benjamin, et al. "War on the Climate: A Multitemporal Study of Greenhouse Gas Emissions of the Israel-Gaza Conflict." Available at SSRN (2025)

방산업의 ESG 투자 제한 요인, 사회적(S) 리스크

방산업과 사회적(S) 리스크 →
투자 배제 가능성과 직결

방위산업은 대표적인 ‘사회적 해악(Social Harm)’ 산업으로 인권 침해, 민간 피해, 아동병사 강제징집 등 ESG 스크리닝 배제 요건으로 직결된다. UN PRI는 무기 수출이 초래하는 인권 리스크를 사회적(S) 리스크로 규정하고 있다.

사회(S) 리스크는 ESG 스크리닝에서 가장 강력한 배제 기준 중 하나다. 특히, 국제 규범을 위반하거나 인권 침해 사례에 연루된 기업은 연기금 및 책임투자 기관의 투자 대상에서 제외되는 경우가 많다.

RTX, 예멘 민간인 피해와 투자 제한

대표적인 사례는 RTX이다. RTX가 생산한 정밀유도무기가 사우디 연합군의 예멘 공습에 사용되어 수십 명의 민간인이 사망했다. Amnesty International을 포함한 국제인권단체와 언론이 이를 폭로하면서, 다수의 기관 투자자는 RTX를 투자 제한 리스트에 올렸다. Elbit Systems 역시 팔레스타인 민간인 공격에 연루되었다는 의혹으로 주요 연기금의 투자 대상에서 제외된 바 있다.

그림38 RTX 무기, 예멘 내 민간인 사망 유발 사례

26 January 2022

Yemen: US-made weapon used in air strike that killed scores in escalation of Saudi-led coalition attacks

The Saudi-led coalition used a precision-guided munition made in the United States in last week's air strike on a detention centre in Sa'adah, north-western Yemen, which, according to Doctors without Borders, killed at least 80 people and injured over 200, Amnesty International said today. The laser-guided bomb used in the attack, manufactured by US defence company Raytheon, is the latest piece in a wider web of evidence of the use of US-manufactured weapons in incidents that could amount to war crimes.

자료: Amnesty International(2022.1.26일자)

표17 UN PRI 분류에 따른 방산업의 사회(S) 리스크 유형

사회(S) 리스크 유형	설명
인권 침해 (Human rights infringements)	무기 사용으로 인한 고문, 민간인 학살 등
아동병사 동원 (Child soldier use)	분쟁지역 내 아동을 병력으로 동원할 가능성
인도법 위반 (IHL violations)	무력 충돌 시 제네바 협약·국제인도법 규정 위반 위험
민간 피해 (Civilian harm)	폭격, 유도무기 등에 의한 민간 사망 및 부상
인도주의적 방해 (Obstruction to humanitarian access)	인도적 지원 활동 방해 가능성, 구호물자 차단 등
정치적 불안정 (Political instability)	군수 활동이 지역 불안을 증폭 가능

자료: UN PRI, "The defence sector in focus: common ESG risks", 메리츠증권 리서치센터

방위산업의 거버넌스(G) 리스크: 공공조달과 부패 리스크

방산업과 거버넌스(G) 리스크: 방산업이 아닌 B2G 특성에서 기인

방위산업은 국가와의 조달 계약을 전제로 운영되는 특징이 있다. 계약 상대방은 국가, 자금은 세금, 결과물은 무기다. 이러한 B2G 특성은 거버넌스(G) 리스크와 직결된다.

조달과 경영의 투명성은 ESG 평가 시 거버넌스(G) 리스크의 핵심 항목 중 하나다. 거버넌스(G) 리스크에 속하는 로비, 수의계약, 내부통제 부족, 부패 사건 등은 'Controversy' 항목으로 분류되며 글로벌 투자 제한 사유가 된다.

국내 사례: 한국항공우주
분식회계 및 납품비리 사건

국내 사례로는 한국항공우주가 대표적이다. 과거 분식회계와 납품비리 사건으로 인해 CEO가 기소되고 경영진의 법적 책임 문제가 부각됐었다. 이는 국내외 ESG 평가에서 중대 G이슈로 반영되었으며, ISS의 ESG 평가에서 'Controversy Flag' 대상 기업에 포함되었다.

해외 주요 사례: 공공조달 부패 및 FCPA 위반 사례

해외에서도 유사한 사례가 확인된다. 영국 BAE Systems, 프랑스 Thales, 독일 Rheinmetall 등은 공공조달 부패나 뇌물 수수 혐의, FCPA(미국 해외부패방지법) 위반 사례로 인해 ESG 평가에서 부패 리스크 항목에 포함되었다. 그리고 일부 기관은 공식적으로 이들 기업을 투자 제외 대상으로 분류하고 있다.

그림39 공공조달 비리와 ESG평가 G등급 하향 사례: 한국항공우주



자료: 법률신문(2025.2.23일자)

표18 방위산업에 적용되는 주요 거버넌스 리스크 유형

지배구조 리스크 유형	주요 리스크 요소	대표 기업 사례	비고
이사회 독립성 미흡	내부자 중심 이사회 구성, 감사위원회 부재, 감시 기능 미흡	-	ESG G 스코어 하락 가능
부패 및 뇌물	수출 및 수의계약 과정 상 부패, 로비 활동, 과거 형사 처벌 이력	Rheinmetall, Thales, 한화에어로스페이스, 한화시스템	'Controversy Flag' 부여 사례 존재
계약 투명성 및 규제 위반	방산 계약의 불투명성, 입찰 비리, 무기 수출 관련 국제협약 위반	Elbit Systems, RTX	사회(S)와 연결된 Governance 리스크
내부 통제 미흡	경영진 과다보상, 내부 통제 미흡	-	지배구조 미흡 시 ESG 등급 하락 위험
비즈니스 윤리 및 정책 미흡	공급망에 대한 윤리적 기준 부재, 분쟁지역 관련 윤리 리스크 미관리	Elbit Systems, RTX, 일부 중동 수출기업	ESG 투자 배제 사유

자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

ESG 점수 및 등급은 ESG 리스크 대응 역량의 정량적 Proxy

ESG 점수·등급의 의미:
ESG 리스크 관리 대응 지표

방산업 특수성: 인권, 수출국,
무기 유형과 관련된 리스크 내재

ESG 점수와 등급은 단순한 평판을 넘어, 기업의 리스크 대응 역량을 가늠하는 정량적 지표로 활용된다.

환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 항목별 평가 점수는 기업의 공시 투명성, 리스크 관리 노력, 책임경영 수준을 숫자로 보여준다. 이는 기관투자자의 포트폴리오 구성에 직접 반영된다. 특히 방산업의 경우에는 인권, 수출국 리스크, 무기 유형 등의 ESG 논란 이슈가 기업 간 점수 격차로 나타난다.

예를 들어, 한화에어로스페이스는 상대적으로 낮은 사회(S) 점수를 기록했는데, 이는 수출 논란과 ESG 공시 미흡 등 외부 요인을 반영한 결과로 보인다. 반면, General Dynamics, Lockheed Martin 등은 글로벌 평가에서는 높은 ESG 점수를 유지하며 투자대상으로 포함된 경우가 많다.

투자 지표로 이용 시 주의해야 할 점은 동일 기업이라도 평가기관 간 점수와 등급에 차이가 크다는 점이다. MSCI, Sustainalytics, KCGS, S&P Global 등이 각기 다른 스코어링 기준과 가중치가 적용되는 평가 프레임을 사용하기 때문이다. 그 결과, 한 기업이 MSCI에서 BBB등급이지만 KCGS에서는 A+를 받는 등 동일한 기업이라도 평가 결과가 다르게 나타날 수 있다.

표19 주요 방산업의 평가기관별 ESG 등급

구분	블룸버그 ESG 점수				MSCI 등급	서스테이널리티스 리스크 스코어	S&P 글로벌 ESG 순위	KCGS			
	ESG score	환경	사회	거버넌스				ESG 등급	환경	사회	지배 구조
한화에어로스페이스	4.63	1.54	6.39	4.90	A	38.70	76	A	A	A+	B+
현대로템	4.85	3.43	5.73	5.54	BBB	20.91	91	A+	A+	A+	A
한국항공우주	3.20	2.83	1.95	5.53	BB	40.44	63	A	A	A	B+
LIG넥스원	6.00	3.34	7.65	5.90	-	-	55	A	A	A+	A
한화시스템	6.66	4.03	9.12	5.58	A	-	80	A	A	A+	A
Raytheon	-	-	-	-	-	-	41	-	-	-	-
Lockheed Martin	7.33	7.51	6.50	8.40	A	26.74	99	-	-	-	-
Northrop Grumman	4.86	4.95	2.87	8.07	A	30.21	96	-	-	-	-
General Dynamics	7.70	5.69	9.05	7.38	BBB	33.17	68	-	-	-	-
L3Harris	6.81	4.98	6.91	8.02	A	24.72	92	-	-	-	-
Oshkosh	4.95	4.16	3.07	8.19	-	20.92	98	-	-	-	-
Textron	5.01	5.92	3.18	6.92	A	33.13	44	-	-	-	-
Airbus	6.43	7.44	4.96	7.57	A	24.07	95	-	-	-	-
Safran	5.52	8.10	3.24	6.57	BB	28.78	77	-	-	-	-
BAE Systems	4.73	5.62	2.19	8.53	AA	27.76	98	-	-	-	-
Thales	5.21	8.89	3.12	6.15	BBB	27.27	89	-	-	-	-
Dassault	4.20	6.06	2.18	5.57	AAA	12.84	99	-	-	-	-
Rheinmetall	3.86	4.65	2.25	5.89	A	27.65	71	-	-	-	-
Leonardo	7.46	6.44	8.11	7.31	BBB	26.21	100	-	-	-	-
Kongsberg Gruppen	5.42	4.37	5.18	6.83	AAA	25.83	81	-	-	-	-

자료: Bloomberg, MSCI, Sustainalytics, S&P Global, KCGS, 메리츠증권 리서치센터

ESG로 'A+' 받은 현대로템, 방산기업의 모범 사례인가?

ESG 등급이 높다고 해서 무조건 우량 투자처로 간주하기 어렵다.

현대로템 탄소 감축 성과 →
KCGS 환경 부문 최고 등급 획득

현대로템은 전차 사업을 중심으로 탄소배출 저감과 태양광 설치 계획 승인 등 친환경 설계에 힘써 ESG 평가기관들로부터 긍정적인 평가를 받았다. KCGS 환경 부문 A+ 등급은 이러한 탄소 감축 노력을 반영한 결과다. 현대로템은 재생에너지 도입 계획을 수립하고 제품의 사용부터 폐기까지 전 과정에서 발생하는 온실가스를 감축하기 위해 고효율 제품 설계, 수소를 기반으로 한 친환경 제품 포트폴리오 확장을 추진 중이다. 이로써 전 제품의 생애주기 저탄소화에 박차를 가하고 있다.

방위산업의 ESG 평판리스크

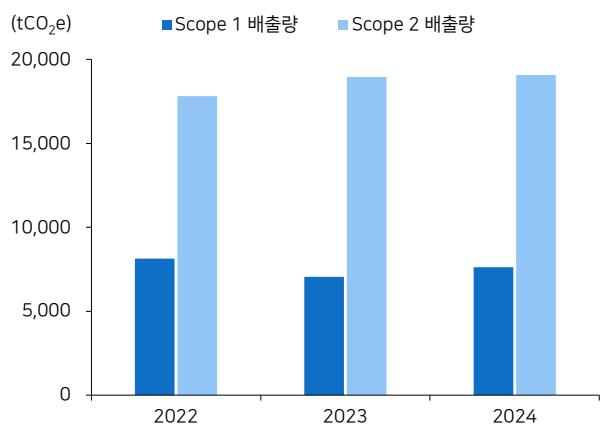
그러나 방위산업 특성상 인권, 수출 통제, 부패 리스크 이슈가 상존해 ESG 평판리스크로 이어질 수 있다. ESG 등급이 우수하더라도, 방산 부문의 사업 확대로 인한 무기 수출 논란과 윤리경영 이슈는 잠재적 리스크 요인으로 작용할 수 있다.

현대로템은 최근 고속철 수주 과정의 입찰 잡음, 반복되는 비윤리적 관행이 지적되어 왔다. 특히 2025년 6월에는 1.8조 규모 수주를 둘러싼 ‘문자청탁’ 정황이 드러나며 책임경영에 논란이 제기된 바 있다.

ESG 평가는 정량·정성적 지표
모두 고려해야

따라서 ESG 평가는 정량 지표와 함께 정성적 검토가 필요하다. 환경부문 성과가 우수하더라도 사회, 지배구조 리스크가 얼마든지 투자 매력도를 제한할 수 있음을 시사한다.

그림40 현대로템 Scope 1, 2 배출량 추이

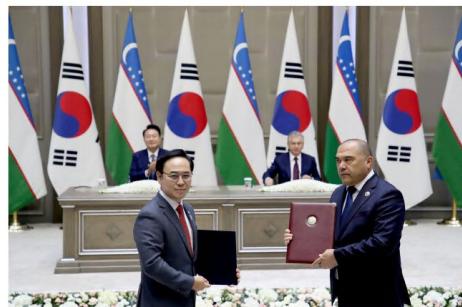


자료: 현대로템 지속가능경영보고서, 메리츠증권 리서치센터

그림41 현대로템, 책임경영 부족 논란으로 평판리스크 악화

[Honolulu Conference] 현대로템, 1.8조 고속철 수주 “꼭 좀 부탁” 명태군에게 문자...책임경영 실종 “ESG 경영 구호뿐”

김정영 기자 jeongyoung.kim.71@gmail.com | 등록 2025.06.11 17:22:52



자료: 뉴스스페이스(2025.6.11일자)

Part 4

지속가능성과 지정학 사이, 방산업의 ESG 투자전략은?

방산 지수, 리레이팅은 이미 시작됐다

방산업 재평가 시작: 지정학
리스크 확대, 구조적 수요 증가
→ 방산업 밸류에이션 ↑

MSCI 유럽 방산 지수 초과 성과

STOXX 유럽 방산 지수 초과 성과

ESG 투자 프레임 전환

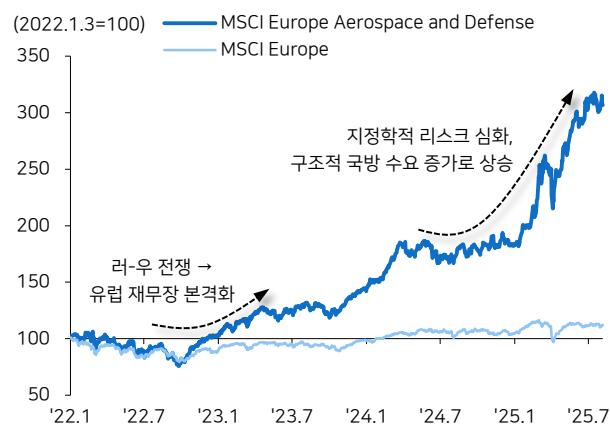
신냉전(New Cold War) 시대의 도래는 방산업의 정체성을 바꿔놓았다. 한때 ‘살상 무기’로 규정되던 방산은 이제 ‘지속가능한 국가안보 수단’으로 인식되고 있다.

이 변화는 지표 숫자에 먼저 나타났다. MSCI Europe aerospace and defence index 는 2022년 이후 3배 가까이 상승하여 급등세를 보이며 같은 기간 약 10% 상승에 그친 MSCI Europe index 대비 초과 성과를 기록했다.

같은 기간 STOXX Europe Total Market Aerospace & Defense Index 역시 꾸준한 상승세를 보였다. 벤치마크 대비 초과 성과의 핵심 요인은 지정학 갈등과 공급망 재편, 유럽 내 방산 재투자 흐름이다. 이 지수는 S&P500과 STOXX Europe 600을 모두 상회하며 글로벌 방산 섹터의 매력을 재확인 시켜줬다.

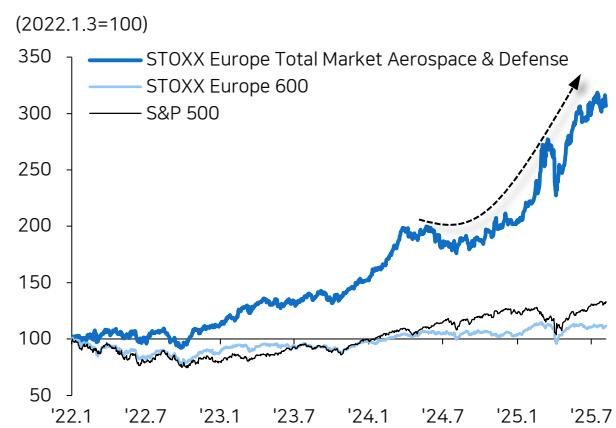
지정학적 갈등이 고조될수록 방산 섹터는 기존 가치평가 프레임에서 벗어나게 될 것이다. 과거 리스크 요인이었던 무기 산업이 오히려 안정적 수익을 제공하면서 프리미엄 요인으로 작용하는 새로운 패러다임으로 바뀌고 있는 시점이다. 따라서 ESG 투자 전략 수립 시에도 방산기업에 대한 기계적 배제를 지양하고, 구조적 수요와 실적에 기반한 리스크-리턴 프레임으로 재해석할 필요가 있겠다.

그림42 MSCI 유럽 방산지수 성과: 벤치마크 대비 아웃퍼폼



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림43 STOXX 방산지수 성과: 벤치마크 대비 아웃퍼폼



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

방산업, ESG 투자전략의 재편: 금기에서 전략적 선택지로

방위산업에 대한 인식 변화

러시아-우크라이나 전쟁 이후 방산 수요는 일시적 사이클이 아닌 구조적 수요 확대로 자리잡았다. 앞서 Part 1에서 살펴봤듯이 고조되는 지정학적 리스크로 방산에 대한 인식은 본질적으로 바뀌었다. 지속가능성을 위한 국가 안보 수단으로 말이다.

ESG 투자 전략의 전환: 절대 배제에서 조건부 편입으로

이러한 프레임의 변화는 Part 2에서 살펴본 바와 같이 ESG 투자 전략에도 반영되고 있다. 과거에는 무기 생산 여부 자체가 절대적 스크리닝 기준이었지만, 최근에는 ‘국가안보 대응’을 고려하여 일부 완화된 기준이 도입되고 있다.

이에 따라 일부 방산업은 더 이상 일괄 배제의 대상이 아니며, 펀드 편입 가능한 종목으로 재분류되고 있다. 글로벌 ESG 펀드와 ETF 구성에서도 이런 변화가 반영되고 있다. 실제로 유럽 ESG 펀드 내 방산주 편입 비중은 2022년 0.7%에서 2024년 말 1.1%까지 상승한 것으로 나타난다.

ESG 액티브 vs. 패시브: 편입 확대 차이

Morningstar에 따르면, ESG 액티브 펀드는 2025년 1분기 기준, 방산 비중을 약 1.5%까지 확대했다. 이는 방산업을 일괄 배제 대상이 아닌 회색지대 자산으로 전략적으로 수용하는 경향이 강화되고 있음을 의미한다.

반면, ESG 패시브 펀드는 약 0.3% 수준의 낮은 편입 비중을 유지하고 있다. 이는 벤치마크 지수 내 스크리닝 기준이 여전히 엄격하게 적용되고 있어, 방산업 편입 여력이 제한되고 있음을 반영한다.

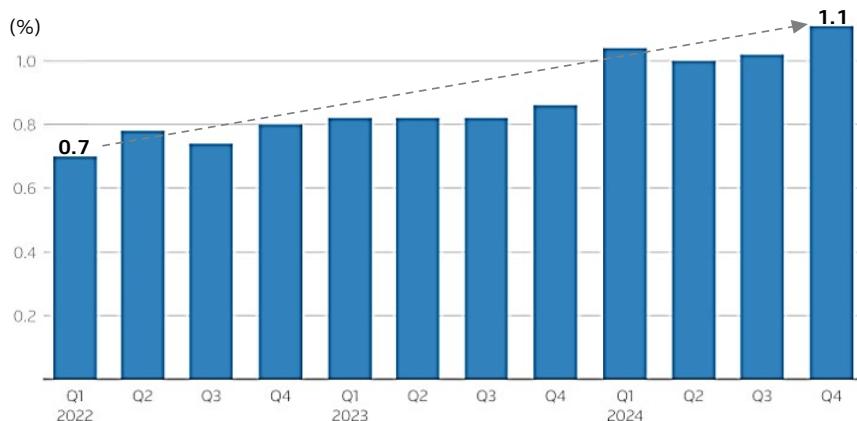
Non-ESG 펀드 동향: 적극 편입으로 구조적 수요 반영

한편, Non-ESG 펀드에서는 액티브와 패시브 모두 1.5~2.5%의 방산 비중을 유지하고 있다. 특히 패시브 펀드가 액티브 펀드보다 높은 비중을 기록하기도 한다. 이는 방산업에 대한 배제 기준이 없는 일반 펀드에서는 구조적 수요 확대에 따라 방산주를 보다 적극적으로 편입하고 있음을 시사한다.

기관투자자도 방산업 투자 확대 기조로 스텐스 변화

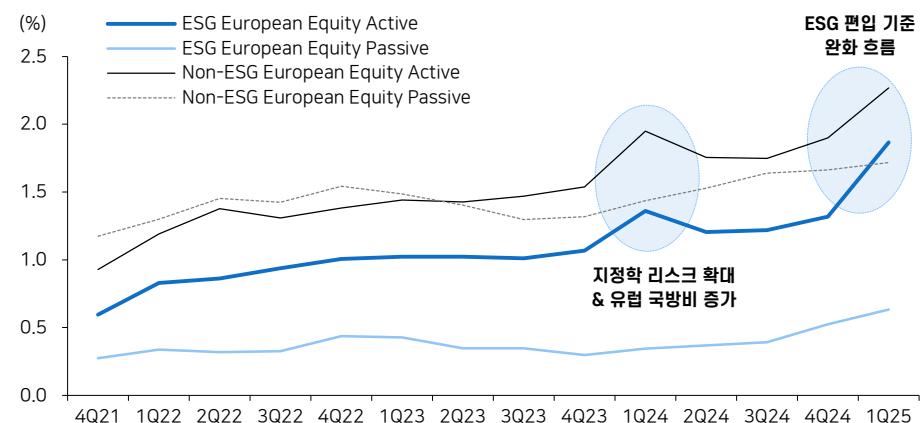
기관투자자 스템스에서도 변화가 확인된다. 방산 비중을 확대한 기관 수는 축소한 기관보다 50% 이상 많다. 이는 수출 가능성, 민간 매출 구조, 기술을 기반으로 방산업에 대한 전략적 수요와 수용이 확산되고 있는 것으로 해석된다.

그림44 유럽 ESG 펀드 방산주 편입 비중 추이: 2년간 0.7% → 1.1%로 상승



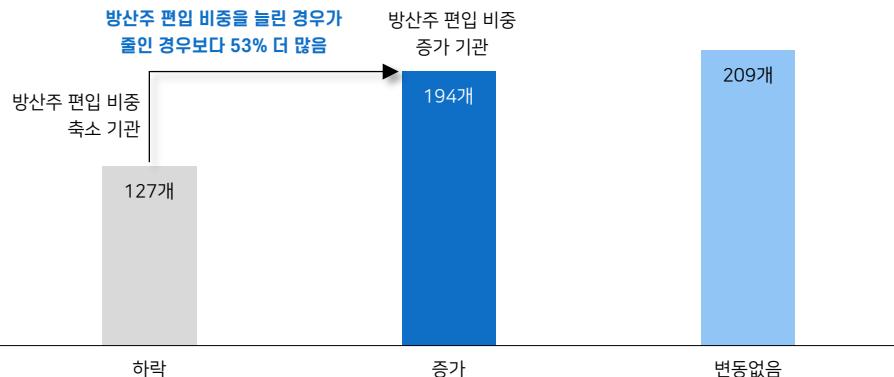
자료: Morningstar, 메리츠증권 리서치센터

그림45 펀드 유형별 방산주 편입 비중 추이: ESG vs Non-ESG, 액티브 vs 패시브 비교



자료: Morningstar, 메리츠증권 리서치센터

그림46 기관투자자 방산주 편입 전략 변화 (20Q4~22Q4): 투자 스탠스 변화



주: 방산 매출 기준치 30% 이상인 기업 중 매출 기준 상위 16개 국제 방산 기업 대상(중국 제외),
2019년 4분기부터 2023년 2분기까지 매출 기준 상위 16개 국제 방산 기업(중국 제외)에 대한 총 평균 투자액이
5천만달러 이상인 기관 투자자

자료: Strategy&, PwC, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

방산 VC 자금의 회귀

방산 산업으로 민간 자본 유입
가속

2020년대 들어 방산 산업은 민간 자본의 투자 대상으로 재부상하고 있다. 2024년 유동성 경색으로 인한 벤처투자 침체에도 불구하고, 방위산업에 대한 자금조달과 VC투자는 늘어나고 있다.

투자 흐름 변화와 시장 재편

특히 벤처캐피탈(VC)과 사모펀드(PE) 자금의 방산업으로의 유입은 ESG 흐름과는 반대되는 방향성을 드러낸다. 이는 기존의 ‘무기=배제’라는 도덕적 서사에서 벗어나, 안보와 기술혁신 테마로의 전략적 리프레이밍이 글로벌 자본시장 내에서 가속화되고 있음을 시사한다. 그 배경에는 군수품에 대한 수요 증가, 국방 예산의 증가, 방위산업의 첨단·우주분야 진출이 복합적으로 작용한다.

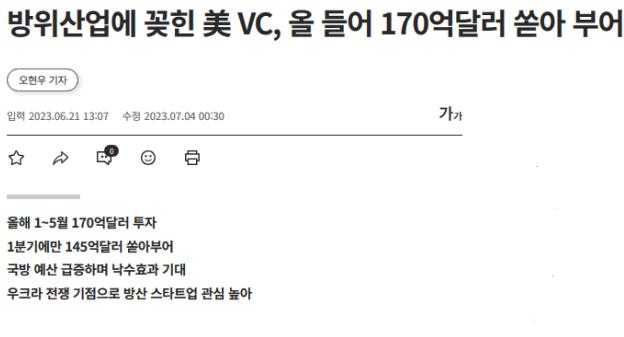
기술 결합형 방산 스타트업 부상:
AI, 우주 등 첨단 분야 결합

S&P Global에 따르면 2022~2024년 기간 중 글로벌 VC와 PE 거래 건수는 다소 감소했으나, 총 거래 규모는 오히려 확대되는 모습이다. 특히 미국과 이스라엘 중심으로 방산 기술 스타트업에 대한 자금 유입이 지속되고 있다. Anduril, SpaceX, Shield AI 등은 대표적인 수혜 기업으로 부상했다. AI, 우주, 위성, 자율무기 등 미래형 첨단 군사기술이 주요 투자 포인트로 부각되고 있다.

우주 및 첨단 기술을 보유한 방산 스타트업은 글로벌 자본은 물론, 국내외 정부와 군수 시장에서도 수요가 확대되는 중이다.

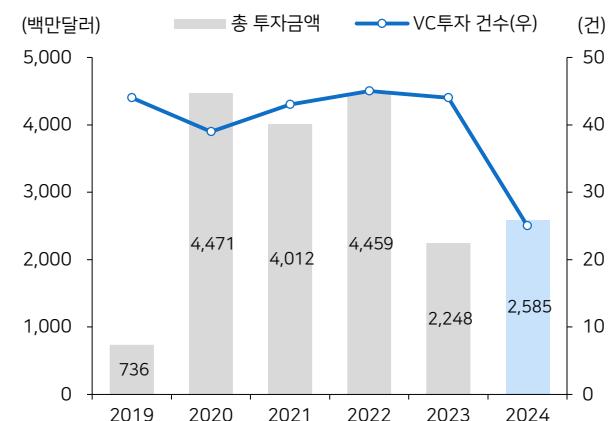
한국 방산기업에도 우호적인 환경이 조성되고 있다. 한화에어로스페이스, 한국항공우주처럼 민군 겸용 기술 기반을 갖춘 기업은 글로벌 자본의 관심 대상이 될 수 있다. 이는 방산기업의 주가가 재평가될 수 있다는 점을 합리적으로 뒷받침하는 중요한 근거다.

그림47 2024년 美 VC 방산 투자 급증: 170억달러 유입



자료: 한경글로벌마켓(2023.6.21일자)

그림48 글로벌 PE/VC 방산업 투자 금액 및 건수



자료: S&P Global Market Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

표20 주요 방산 테크 스타트업 VC투자 사례

투자 대상 기업	투자 발표일	투자자 (Buyer / Investor)	투자 금액 (백만달러)
Anduril Industries Inc. (미국, 자율무기/AI)	2024.08.07	Fidelity Management & Research Company, Sands Capital, Baillie Gifford, Founders Fund 등	1,500
SpaceX (Space Exploration Technologies) (미국, 우주)	2023.01.03	Andreessen Horowitz	750
Ontic Engineering and Manufacturing Inc. (미국, 항공부품)	2024.05.03	CVC Capital Partners 등	450
Shield AI Inc. (미국, 자율항공 드론)	2023.09.22	Disruptive Technology Advisers, Snowpoint Ventures Management 등	300
Firefly Aerospace Inc. (미국, 위성 발사체)	2023.02.16	Mitsui, AE Industrial Partners	300
Isar Aerospace Technologies GmbH (독일, 우주발사체)	2023.03.28	Porsche SE, NATO Investment Fund 등	236
Saronic Technologies Inc. (미국, 자율 수상 드론)	2024.07.19	Andreessen Horowitz 등	179
STOKE Space Technologies Inc. (미국, 재사용 우주로켓)	2023.10.05	Breakthrough Energy, Toyota AI Ventures 등	146
Beijing Deep Blue Aerospace Technology Co. Ltd. (중국, 우주발사체)	2024.08.17	Wuxi New District Venture Investment Group	140
Mach Industries Corp. (미국, 신형 무기 시스템)	2023.10.04	DCVC, Bedrock Fund Management 등	79

자료: S&P Global Market Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

방산 ETF 편입 재구성과 실적 기반 리레이팅

방산 ETF는 단순한 지정학 테마를 넘어, 공급망 재편에 따른 수주 잔고와 펀더멘털 체력까지 반영하는 종목 중심 전략이 유효할 것으로 예상한다. 방산기업의 실적 가시성과 수출 기회가 맞물리며 ETF 내 편입 비중 확대로 이어지고 있다.

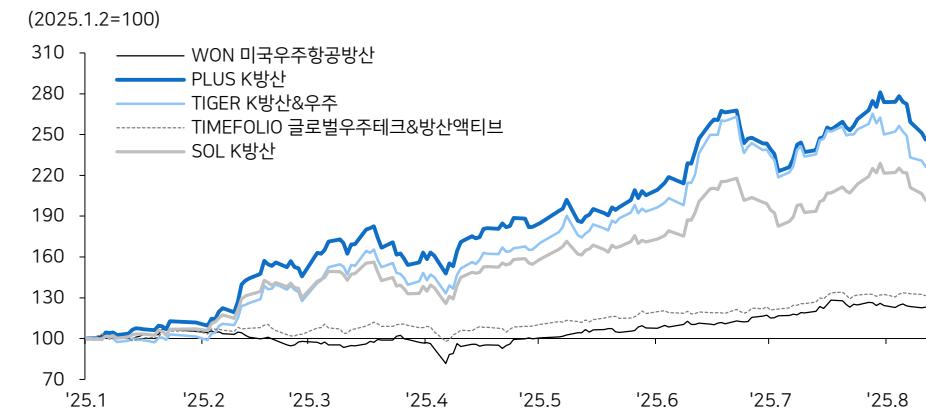
글로벌 방산주 편입 확대와 기업 경쟁력 강화

특히 우주와 첨단무기 중심의 수요 증가에 따라 RTX, Rheinmetall 등 방산주의 ETF 편입 비중은 재조정되었다. 이들 기업 중 일부는 우주항공, AI, 로보틱스를 기반으로 한 정밀 타격체계 등 차세대 안보 기술 중심의 포지셔닝을 통해 AI 기반 국방 소프트웨어와 무인전투체계 부문에서 시장 경쟁력 강화를 목표로 하고 있다. 방산 ETF 편입 비중의 확대는 엄격했던 ESG 기준의 경직성이 완화되고, 실적과 미래 기술력을 기반으로 한 종목 선별 기조가 강화되고 있음을 시사한다.

국내 방산 ETF 수익률 추세

국내 방산 ETF도 빠르게 반응하고 있다. 특히 PLUS K방산 ETF와 TIGER K방산 & 우주 ETF 수익률 증가는 수출 기대 종목군의 초과성과에서 기인한 것으로 파악된다. 향후에도 우주·방산 테마 ETF의 편입 확대와 자금 유입이 이어질 것으로 예상된다.

그림49 국내 방산 ETF 성과 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표21 국내 방산 테마 ETF

ETF명	운용사	상장일	기초지수	AUM (억원)	기간수익률(%)					총보수율 (%)
					1M	3M	6M	12M	YTD	
PLUS K방산	한화자산운용	2023.01.05	FnGuide K-방위산업 지수	11,832	3.89	32.05	76.79	174.21	160.71	0.45
PLUS 글로벌방산	한화자산운용	2024.11.12	Solactive Global Defense Index PR	410	-1.01	6.66	57.23	-	62.17	0.45
SOL K방산	신한자산운용	2024.10.02	KEDI K방산 지수	873	4.66	24.41	56.50	-	120.60	0.45
TIGER K방산&우주	미래에셋자산운용	2023.07.25	iSelect K방산&우주 지수	2,946	-3.21	28.68	82.59	153.21	141.96	0.45
TIGER 미국방산TOP10	미래에셋자산운용	2024.10.29	Mirae Asset US Defense Top 10 Index PR	212	4.57	11.71	17.31	-	14.91	0.45
TIMEFOLIO 글로벌 우주테크&방산액티브	타임풀리오 자산운용	2024.04.23	Solactive Aerospace and Defense USD Index PR	1,742	4.66	16.81	22.80	66.42	28.78	0.80
WON 미국우주항공방산	우리자산운용	2022.08.26	S&P Aerospace & Defense Select Industry Index	288	3.50	18.03	18.00	50.09	20.56	0.35
KODEX K방산TOP10	삼성자산운용	2025.07.15	iSelect K방산TOP10 지수	1,515	-	-	-	-	-	0.45
HANARO 유럽방산	NH-Amundi 자산운용	2025.07.29	STOXX Europe Total Market Defense Capped	88	-	-	-	-	-	0.35

주: 1) 2025.8.12일 기준

2) KODEX K방산TOP10 ETF는 2025.7.15일, HANARO 유럽방산 ETF는 2025.7.29일에 신규 상장하여 기간수익률 값이 공란임

자료: Quantwise, 코스콤 ETF CHECK, 메리츠증권 리서치센터

방산업의 밸류업 드라이버: 주주환원, 지배구조 개편, ESG 리스크 해소

정책 변화에 따른 방산업 수혜
포인트

방산업은 고정 수요와 안정적인 현금흐름을 기반으로, 정책 변화에 가장 민감하게 반응할 수 있는 산업이다. 최근 정부의 주주환원 기조가 강화되며, 방산업은 구조적 실적 개선과 더불어 제도 수혜의 중심에 있다.

- ① 배당소득 분리과세는 고배당 전략의 매력을 높이며 DPS 확대 유인을 강화하고,
- ② 자사주 소각 의무화 가능성은 자사주 소각으로 이어지는 주주환원 전략으로 연결될 수 있으며,
- ③ 지배구조 개편 압력은 공기업 성격이 강한 방산업체에도 리스크 요인을 기회로 전환시킨다.

실제로 한화에어로스페이스, LIG넥스원 등 주요 방산주는 DPS 확대를 이행하고 있다.

방산업체의 리레이팅은 업종 프리미엄으로 인한 가치 재평가에 머무르지 않을 것이다. 상법 개정이라는 정책 수혜를 선제적으로 포착하여 적극적으로 주주 환원 제고와 지배구조 개선을 실현하는 기업은 유리한 포지셔닝 기회를 얻게 될 것이다.

또한 SASB 기준에 따라 분류된 ESG 리스크 항목을 고려해보면, ESG 리스크의 해소 역시 방산업의 리레이팅 기회가 될 수 있다. 방위산업은 ESG 전략 차원에서 S와 G가 관리 가능한 영역으로 분류된다. 여기에 지배구조 개선 및 주주환원 이슈를 병행할 경우, 중장기 리레이팅 가능성은 충분하다고 판단된다.

표22 상법 및 세법 개정 정책 수혜 포인트 → 밸류에이션 리레이팅 기회

구분	내용
배당소득 분리과세	배당성향 40% 이상 또는 배당성향 25%이상이면서 직전 3년 평균 배당 5% 이상 증가
자사주 소각 압력	자사주 보유하고 있는 기업, 자사주 매입 및 소각을 통해 주주가치 제고를 기대할 수 있는 기업
지배구조 개선	Controversy Flag 또는 내부거래 이슈 해소 시 → CEO 리스크 해소 및 투명성 확보

자료: 메리츠증권 리서치센터

표23 SASB 기반 방산업 ESG 리스크 예시 → 해소 시 리레이팅 기회

SASB 기준 항목	주요 리스크 유형	상세 내용 요약
무기체계 안전성 (S)	제품 결함, 성능 논란	F-35 전투기 납품 지연 및 성능 논란
공급망 관리 (S)	분쟁광물, 비윤리적 조달	분쟁광물 사용 논란
고객 인권 영향 (S)	인권 침해, 시위 진압	팔레스타인 가자지구 집단 학살 무기 연루
부패방지 및 윤리경영 (G)	비리, 리베이트	하도급법 위반 의혹, 납품비리 및 뇌물 수수

자료: 메리츠증권 리서치센터

고ROE·고배당·저PBR 방산주, 가치와 안정성의 교차점

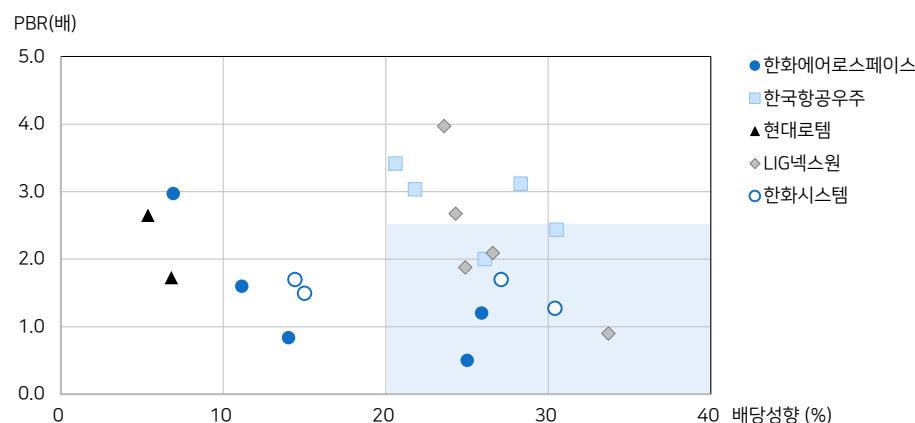
방위산업의 리스크 프리미엄 요인:
구조적 수요 확대, 수익 개선, 정책에 기반한 주주환원 강화

高ROE & 高배당 전략을 통한 기업가치 프리미엄 확보

방산업은 구조적 수요, 실적 개선, 주주환원 정책이라는 세 가지 추세가 맞물리며 리레이팅 구간에 진입하고 있다. 국방예산 확대와 수출 지원 등 정책적 수혜, 지배구조 개선과 주주환원 확대 등 ESG 측면에서의 긍정적 변화도 기대된다. ROE 개선과 저PBR 매력, 높은 배당성향이 결합할 경우, 벤류업과 재평가 가능성은 더 높아진다.

한화에어로스페이스는 고ROE & 고배당 전략을 통해 기업가치 프리미엄을 확보하고 있다. 현대로템은 상대적 PBR 할인 상태에서 실적 개선 기대가 더해져 리레이팅 여력을 키워가고 있다. ROE 개선은 수익성 개선을 반영하는 지표이며, 자사주·배당 전략은 투자자 친화적 시그널이다. 따라서 고ROE·저PBR 포지션은 가치와 수익률의 매력을 동시에 갖는 종목군으로 부각될 수 있다.

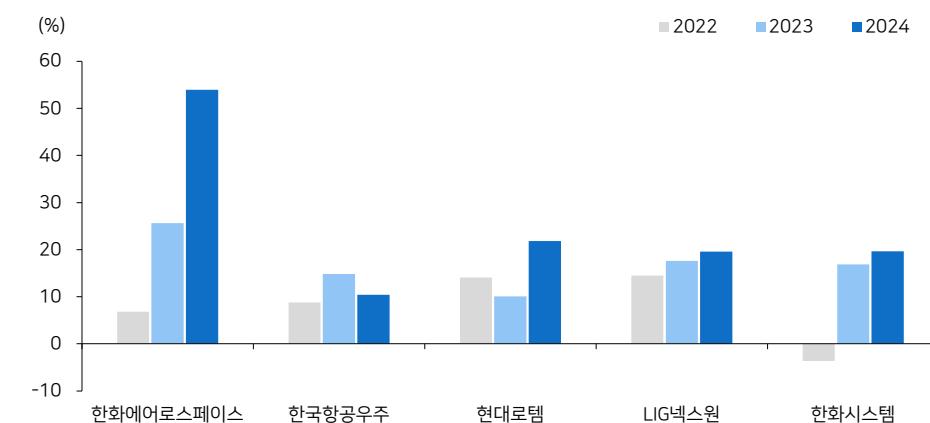
그림50 고배당 & 저PBR 포지셔닝 전략 맵: 국내 방산 5개사 배당성향 vs. PBR



주: 1) 대표 기업군은 당사 방산 유니버스 종목임
2) 각 사 5개년도(2020~24년) PBR과 배당성향의 연도별 수치를 매핑하였음
3) 단, 한화시스템의 2022년 배당성향은 (-)값인 관계로 제외함

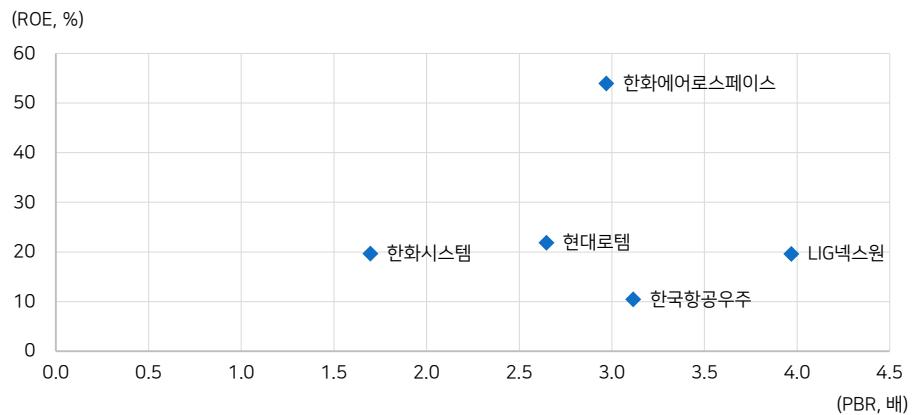
자료: Bloomberg, Quantwise, 각 사 자료, 메리츠증권 리서치센터

그림51 국내 주요 방산 5개사 ROE 추이 비교: ROE 개선 흐름



주: 대표 기업군은 당사 방산 유니버스 종목임
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

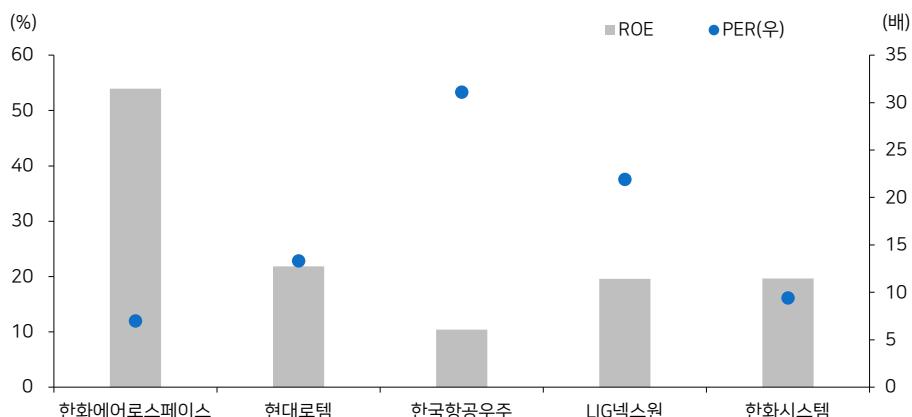
그림52 국내 주요 방산 5개사 ROE vs PBR 매트릭스 (2024년 기준)



주: 대표 기업군은 당사 방산 유니버스 종목임

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림53 국내 방산주 ROE vs. PER: 밸류에이션 비교



주: 대표 기업군은 당사 방산 유니버스 종목임. ROE와 PER은 2024년 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

자사주 전략: 실적 기반 주주환원 강화의 수단

방산업 자사주 전략 배경: 지정학 리스크와 실적 호조가 만든 환경

단순한 주가 부양을 넘어, 자사주 소각 중심의 주주환원 구조는 투자자 관점에서 신뢰를 높이는 핵심 수단으로 작동한다. 지정학 리스크의 고착화에 따른 실적 호조는 방산업의 자사주 전략 변화를 촉진하는 배경으로 작용할 수 있다.

국내 주요 방산업 중 일부는 자사주를 매입 후 보유하고 있으나, 소각까지 이행하는 사례는 제한적이다.

자사주 전략은 단기 이벤트보다는 장기적인 자본효율성 제고와 밸류에이션 리레이팅 요인으로 기능할 수 있다. 배당과 병행될 경우 방산주의 주주환원 성향을 보여주는 핵심 지표로 작용한다.

	자사주 매입은 시장에 보내는 강력한 긍정 신호다. 기업이 자사 주식을 사들이는 행위 자체가 ‘우리 주가는 저평가돼 있다’는 메시지를 담고 있기 때문이다.
ROE·EPS·BPS 등 수익성 지표 개선 수반 필요	다만 매입 자체보다 중요한 건 이후다. 단순한 유통주식수 감소가 아니라, EPS와 ROE 등 수익성 지표의 구조적 개선이 수반되어야 한다. 여기에 소각까지 병행하면 효과는 더욱 직접적이다. 이는 기업이 장기 체질 개선 의지를 명확히 보여주는 신호로 해석된다.
Governance 수준과 장기 환원정책의 지속성	이러한 자사주 전략이 단기 이벤트로 그치지 않고 지속가능한 기업가치 제고로 연결되기 위해서는 ESG 거버넌스의 질이 핵심이다. ESG 평가기관의 Governance Score가 양호한 기업일수록 자사주 정책이 일회성이 아니라 지속적이고 정교한 주주가치 제고 전략으로 작동할 가능성이 높다.

배당 확대는 지속가능성의 또 다른 이름

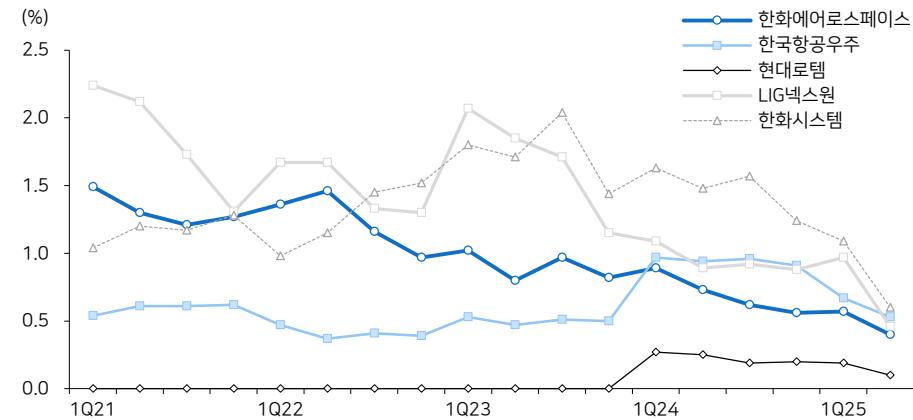
배당 확대, ESG 주주친화 전략의 또 다른 측면	ESG 관점에서 자사주와 함께 배당 확대는 주주친화 전략의 핵심 측면이다. 따라서 배당 역시 방산업의 ESG 리레이팅에 중요한 평가 기준으로 작용할 수 있다.
수출 기반 실적 안정성 개선 → 배당 여력 상승	최근 국내 주요 방산주는 실적을 기반으로 배당 여력을 확대해가고 있다. 국방 수요의 구조적 증가는 일회성 배당이 아닌 중장기 배당 확대 전략으로 이어지고 있으며, 이는 주주환원 중심의 ESG 전략과도 궤를 같이한다.
DPS 상승이 주는 신호	안정적인 실적은 배당 확대를 가능하게 한다. 특히 방산주는 장기 수주 계약을 기반으로 현금흐름 예측이 가능해 자사주 매입·소각과 함께 배당 성향을 높이는 구조적 리레이팅을 이끌 수 있다. DPS(주당배당금) 증가는 기업의 재무 건전성과 미래 자산가치에 대한 시장 신뢰를 반영한다.

	한화에어로스페이스는 2024년에 DPS를 2020년 대비 약 6배 증가시켰고, 한국항공우주와 LIG넥스원 역시 배당금 상향을 통해 투자자 신뢰를 강화했다. 이는 단순 배당액 증가를 넘어, 주가 상승 기대와 결합해 총주주수익률을 높이는 긍정적 신호로 작용한다.
--	--

단기적으로는 배당수익률이 투자 매력도를 높이고, 장기적으로는 지속적이고 안정적인 배당 지급이 ‘배당의 역사’를 쌓아간다. “[The ESGverse] K-밸류업 RE:BOOTing” 보고서를 통해 배당 블루칩, 배당 챔피언, 배당 귀족주 등을 소개한 바 있다. 미국의 대표적인 배당 블루칩(Dividend Blue Chip)¹ 기업들이 배당 확대와 산업 지배력 강화를 통해 장기 성장을 견인해온 것처럼, K-방산 역시 주주환원 확대를 지속한다면 글로벌 수출 성장을 양대 축으로 하여 블루칩 성장 경로에 진입할 수 있을 것으로 기대된다.

¹ 메리츠증권, The ESGverse “K-밸류업 RE:BOOTing 주주환원과 기업지배구조의 재구성”(2025.3.31 일자) 참조

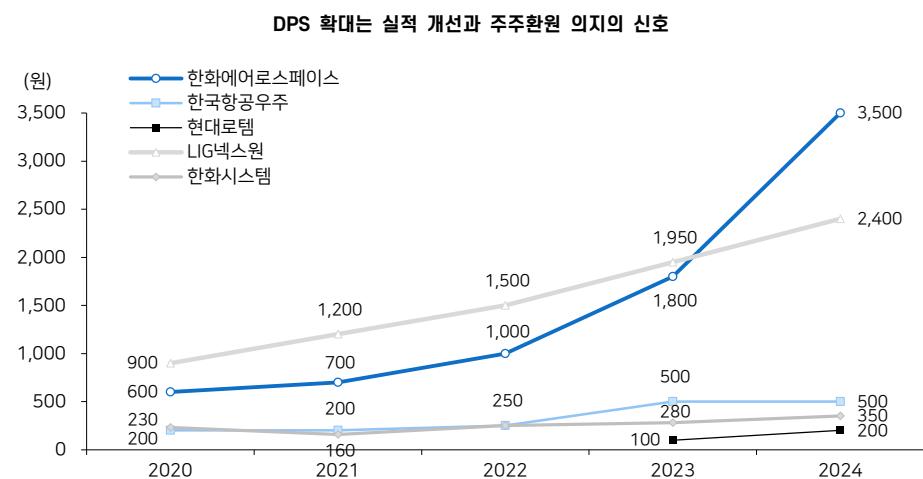
그림54 국내 주요 방산 5개사 배당수익률 추이: 배당수익률 하락은 주가 상승에서 기인



주: 배당수익률은 FY0 기준. 대표 기업군은 당사 방산 유니버스 종목임

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림55 국내 주요 방산 5개사 최근 5개년도 DPS 변화



DPS 확대는 실적 개선과 주주환원 의지의 신호

기업명	2020년 대비 2024년 DPS 변화 (원)	CAGR (%)	주요 변화 요인
한화에어로스페이스	600 → 3,500 (+2,900)	55.4	실적 및 수출 확대, 주주환원 정책 강화
LIG넥스원	900 → 2,400 (+1,500)	27.8	안정적 현금흐름 기반, 배당 기조 지속
한국항공우주	200 → 500 (+300)	25.7	낮은 수준이나 배당 확장 가능성 유효
한화시스템	230 → 350 (+120)	11.1	배당 성향 보수적, DPS 점진적 확대
현대로템	- → 200 (+200)	-	2023년 첫 배당 도입, 향후 확대 가능성

주: 대표 기업군은 당사 방산 유니버스 종목임

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

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 하시기 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.