甲論乙駁 : 2026 매크로 전망과 위험요인

2025. 11. 10

매크로/투자전략 **김성노** / 02.3215.7568 / ksn0909@bnkfn.co.kr

BNK 투자증권

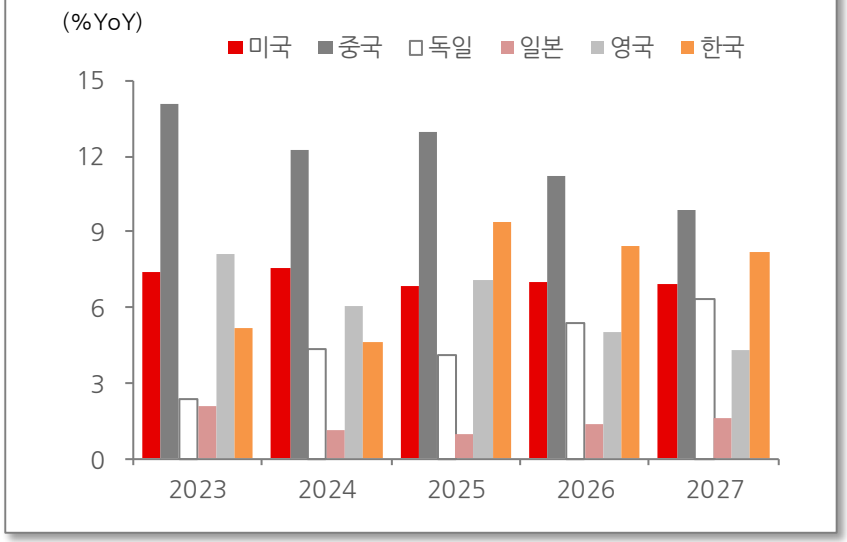
2026 매크로 전망과 위험요인

- 2026년 세계경제의 가장 큰 특징은 정부 주도의 경제성장 제고에 있다. 2025년 미국 관세 충격에 따른 내수부양과 국방비 증액 요구로 재정지출 증가가 불가피한 상황이다. 이러한 재정지출 확대가 당장에 재정위기를 초래하지는 않으나, 국가채무비율이 2020년을 넘어선 국가는 경계대상이다. 최근 국가신용등급이 하향 중인 프랑스에 주목해야 하는 이유다.
- 2025년 순수출에 따른 경제성장률 왜곡을 고려하면 2026년에는 국가별로 차별적인 경제성장률을 보일 전망이다. 미국은 이미 실질소득이 둔화되기 시작했는데, 상반기까지 물가 상승이 예상된다. 하반기부터 물가가 완만하게 안정될 것으로 예상한다. FRB 의장 교체가 진행될 경우 금리인하 속도가 빨라지면서 외환시장과 주택시장에 영향을 줄 수 있다. 금리인하로 인한 주거투자 증가는 경제성장에 긍정적이다.
- 2026년 한국 경제성장률은 2.0%YoY를 회복할 것으로 예상한다. 다만 1Q26을 정점으로 경제성장률이 낮아지는 뚜렷한 상고하저 패턴이 불가피하다. 정부는 급등한 아파트가격과 건설경기침체 사이에서 돌파구를 찾아야 할 것이다. 높은 민간부채비율로 인해 민생지원금 효과는 단발성에 그친 상황에서 상대적으로 여유가 있는 국가부채는 향후 5년간 연평균 123조원씩 증가할 전망이다.
- 향후 세계경제에서 가장 큰 위험은 2025년에 급등한 자산가치다. 주식, 금, 암호화폐 등이 일제히 급등했는데, 가격하락이 나타난다면 소비둔화로 이어질 수 있다. 미국 가계의 주식/금융자산 비중이 역사적으로 가장 높은데, 주식시장 valuation은 이미 IT버블 영역에 위치해 있다. IT버블 영역이 유지된다면 큰 우려가 없을 것이나, 주식시장이 급락할 경우 소비위축으로 이어질 수 있다.

정부부채 주도의 경제성장이 대세

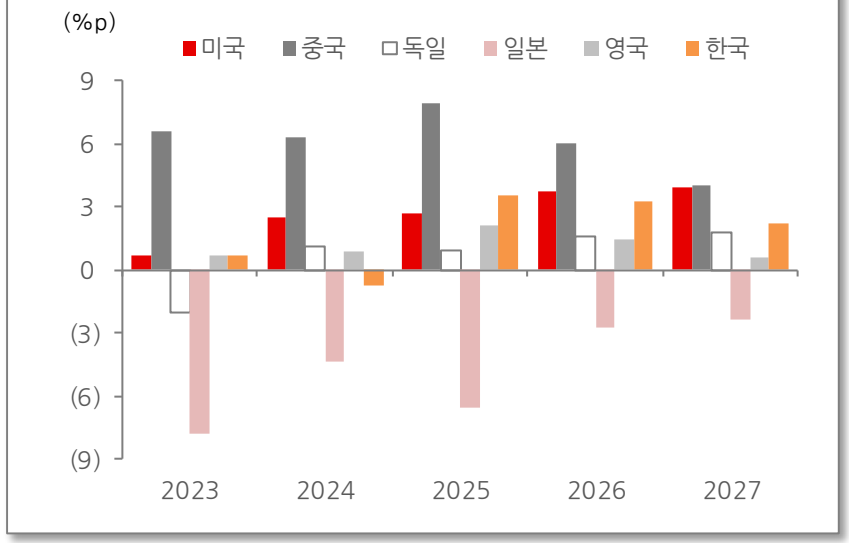
- 2025년 트럼프 행정부의 관세 부과로 인해 민간부문의 경제성장이 위축되면서 2026년 주요국은 정부 주도의 경제성장정책에 집중할 것으로 예상. 정부 주도의 경제성장은 결국 정부부채 증가로 이어질 수밖에 없는 상황
- 2026년 주요국 정부부채 증가율은 미국 7.0%YoY, 중국 11.2%YoY, 독일 5.4%YoY, 일본 1.4%YoY, 영국 5.0%YoY, 한국 8.4%YoY로 예상되고 있는데, 일본을 제외하고는 명목GDP성장률을 크게 상회하는 수준
- 명목GDP대비 정부부채가 빠르게 증가하면서 2026년 국채채무비율은 미국 3.7%p, 중국 6.1%p, 독일 1.6%p, 영국 1.4%p, 한국 3.3%p 증가할 것으로 예상 → 2025~30년 미국, 중국 국가채무비율은 각각 18.3%p, 19.9%p 증가 예상

높은 수준을 유지하고 있는 국가부채 증가율



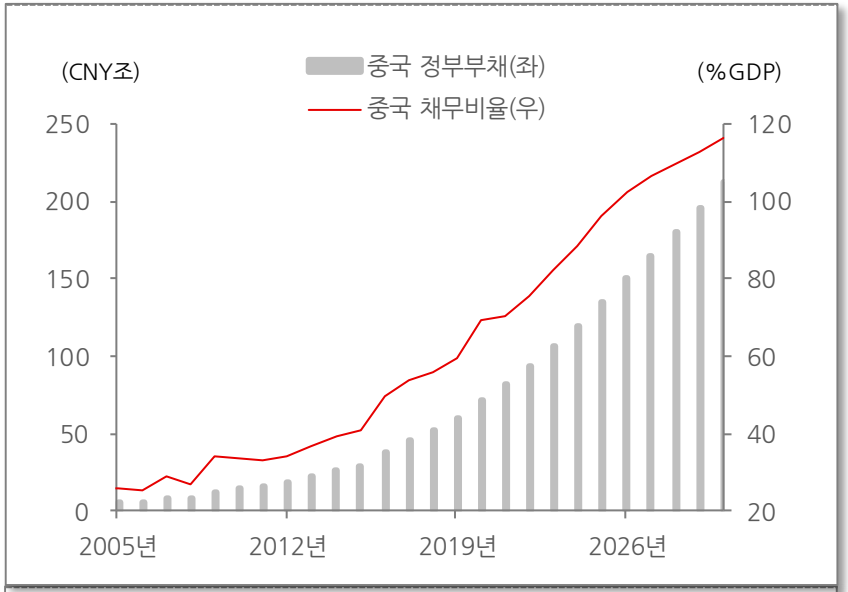
자료: IMF, BNK투자증권

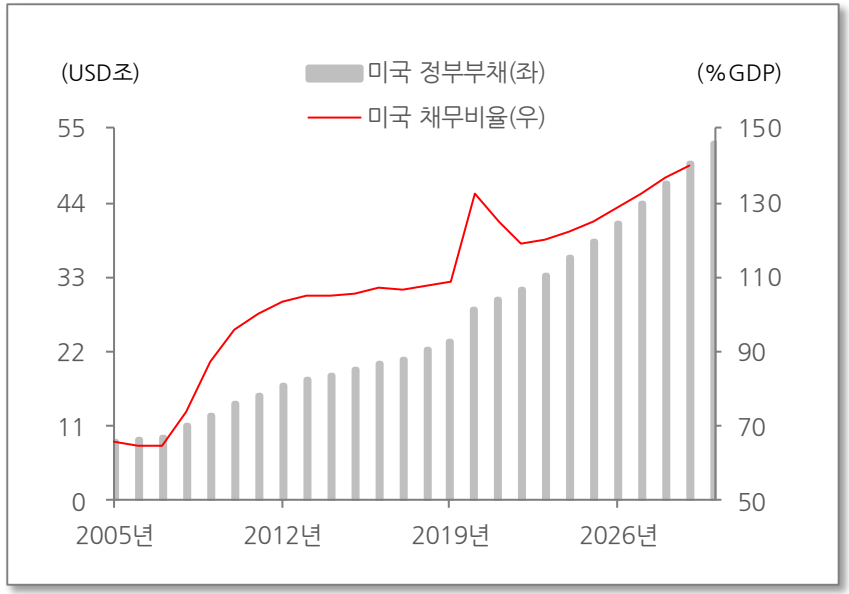
명목GDP 대비 국가채무비율도 꾸준히 증가



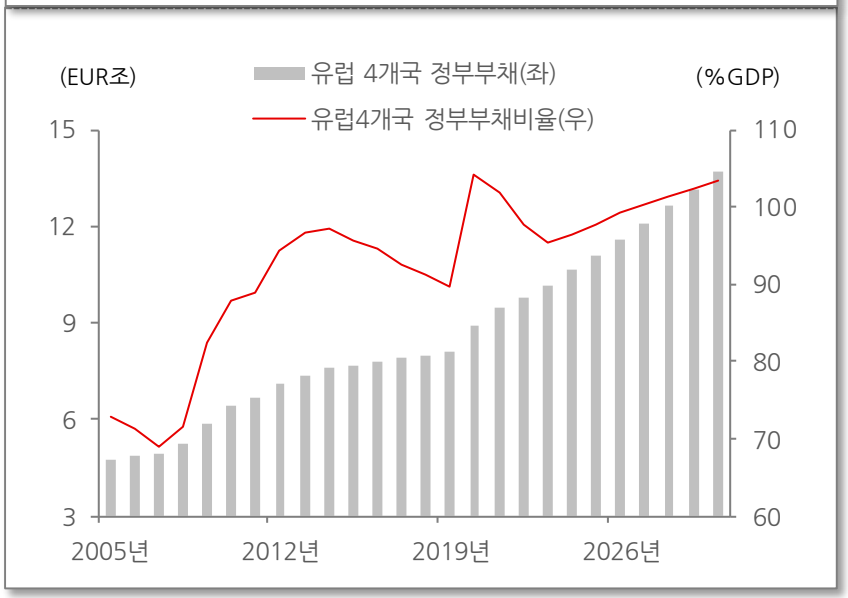
자료: IMF, BNK투자증권

- 미국 명목GDP대비 국가채무비율은 2025년 125.0%에서 2027년에는 132.7%로 사상 최고치를 기록한 이후 2030년 143.4%까지 상승할 전망
- 중국은 수출시장 불확실성을 해소하기 위해 내수부양정책을 시행하면서 2026년 국가채무비율이 102.3%로 증가한 이후 2030년에는 116.1%까지 상승 전망
- 유럽 4개국은 상대적으로 국가채무비율이 100% 수준에서 유지되고 있으나, 국방지출확대 등으로 꾸준히 상승세를 유지할 전망
- 2026년까지 주요국 국가채무비율은 2020년 수준을 하회할 것이나, 2027년부터 일부 국가들이 이를 넘어설 전망





자료: BEA, BNK투자증권



자료: IMF, BNK투자증권
주: 유럽 4개국은 독일, 프랑스, 이탈리아, 스페인

국가신용등급 조정에 대한 위험은 부담

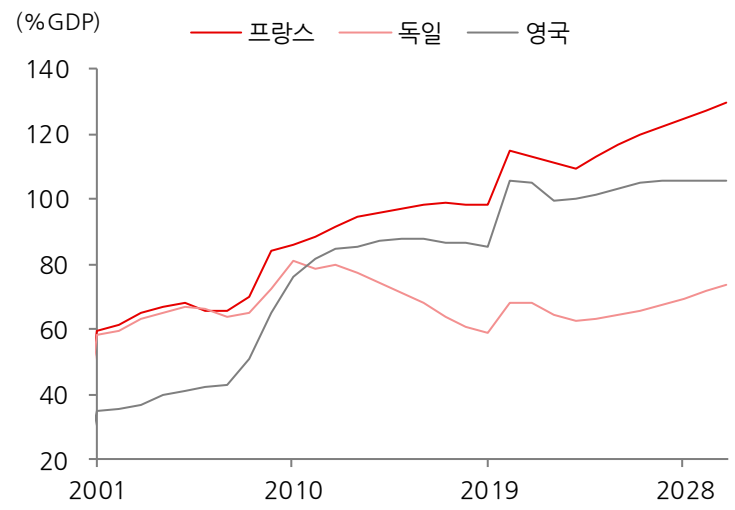
- 2024년부터 주요국의 국가 채무비율이 급등한 상황에서 재정 중심의 경기부양으로 인해 국가신용등급 강등에 대한 위험이 존재할 것으로 예상. 최근 프랑스 국가신용등급이 A+ 수준으로 강등된 사례가 발생
- 2025년 프랑스 명목GDP대비 국가채무비율은 116.5%로 상승해 2020년 114.9%를 넘어서고 있음. EU는 국방비 예산 증액과 경기부양을 함께 병행하고 있는데, 프랑스 국가채무비율이 상대적으로 높아지는 국면
- 금융위기로 인한 대규모 경기부양대책 이후에 2011년 유럽국가들이(PIIGS) 재정위기를 경험한 바가 있음. 2024년부터 재정지출 확대에도 불구하고 경기회복이 지연될 경우 국가신용등급이 강등되면서 재정위기에 노출될 위험이 존재

주요국 신용등급 현황

국가	무디스	S&P	피치	R&I
스위스	Aaa	AAA	AAA	AAA
영국	Aa3	AA	AA-	AAA
프랑스	Aa3	A+	A+	AAA
스페인	A3	A+	A	A+
그리스	Baa3	BBB	BBB	BBB
일본	A1	A+	A	AA+
이탈리아	Baa3	BBB+	BBB+	BBB+
독일	Aaa	AAA	AAA	AAA
아일랜드	Aa3	AA	AA	AA
미국	Aa1	AA+	AA+	AAA
한국	Aa2	AA	AA-	AA-
싱가포르	Aaa	AAA	AAA	AAA
덴마크	Aaa	AAA	AAA	AAA
스웨덴	Aaa	AAA	AAA	AAA
호주	Aaa	AAA	AAA	AAA
이스라엘	Baa1	A	A	NR
홍콩	Aa3	AA+	AA-	AA+
뉴질랜드	Aaa	AA+	AA+	NR
캐나다	Aaa	AAA	AA+	NR

자료: 신용평가회사, BNK투자증권

2020년 국가채무비율을 넘어선 프랑스



자료: IMF, BNK투자증권

2026년 저성장 속에 기저효과에 따른 차별화

- 주요국의 재정지출 확대에도 불구하고 2026년에도 세계경제성장률은 낮은 수준을 유지할 것으로 예상. 2025년 관세 부과를 전후로 순수출에 따른 주요국 경제성장률 왜곡이 심화됐는데, 2026년에는 이러한 왜곡이 정상화되는 과정으로 이해
- 미국은 1Q25 마이너스 성장에 따라 1Q26에는 경제성장률이 일시적으로 회복될 전망. 반면에 중국은 2025년 상반기 밀어내기 수출로 높은 경제성장률을 기록했으나, 2026년에는 경제성장률 둔화가 불가피할 전망
- 유로존도 1Q25 순수출 개선으로 2025년 예상보다 높은 경제성장률을 기록했으나, 2026년에는 경제성장률 둔화가 예상. 한국은 정부지출 증가와 기저효과로 인해 2026년 경제성장률 개선이 예상되나, 뚜렷한 상고하저 패턴이 불가피할 전망

주요국 2026년 경제성장률은 기저효과에 따른 차별화 과정

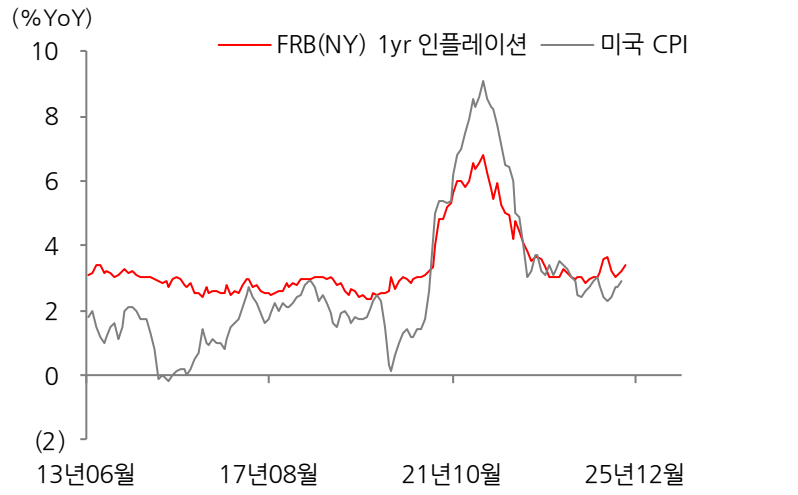
(%YoY)	2024	2025	2026	2027	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27
G20	3.0	2.4	2.5	2.6	2.7	2.1	2.2	2.4	2.6	2.7	2.7
선진국	1.9	1.6	1.6	1.9	1.8	1.2	1.4	1.6	1.7	1.8	1.8
신흥국	4.8	4.1	4.0	4.0	4.3	3.9	3.8	3.8	4.1	4.3	4.3
미국	2.8	1.9	1.8	2.0	1.9	1.7	2.2	1.8	1.7	1.9	2.0
유로존	0.9	1.3	1.1	1.5	1.3	1.0	0.8	1.0	1.2	1.4	1.5
일본	0.1	1.1	0.7	0.8	0.8	0.4	0.6	0.4	0.8	0.9	0.8
영국	1.1	1.4	1.2	1.5	1.4	1.3	1.0	1.0	1.2	1.3	1.4
중국	5.0	4.9	4.3	4.1	4.8	4.4	4.2	4.3	4.4	4.6	4.5
브라질	3.4	2.2	1.7	2.0	1.8	1.8	1.5	1.5	1.8	2.0	2.0
인도	9.2	7.1	6.7	6.5	7.0	6.2	6.0	5.9	6.4	6.6	6.8
인니	5.0	4.9	4.9	5.0	5.0	4.8	4.8	4.8	5.0	5.0	5.0
한국	2.0	1.0	1.8	1.9	1.7	1.9	2.4	2.1	1.5	1.5	1.7

자료: Bloomberg consensus, BNK투자증권

1H26 제한적인 소비자물가 상승, 실질소득은 이미 둔화

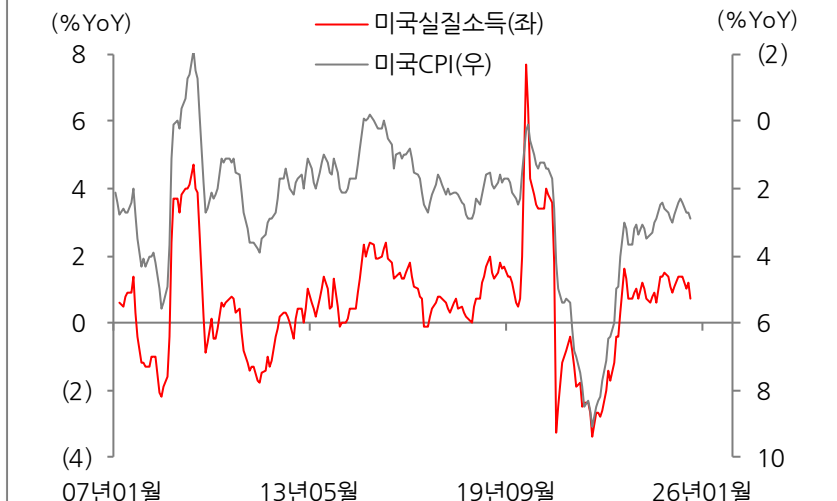
- 관세 부과에도 불구하고 미국 소비자물가는 3Q25 3.0%YoY까지 상승하는 수준에 그침. 그러나 연말 연초에 소비자물가 상승 압력이 커질 수 있다는 점에서 관세 불확실성은 여전히 존재하는 상황
- 연말에는 전기차 보조금 축소, 2026년 신차 출시에 따른 자연스런 가격인상 가능성이 존재함. 연초에는 상품 물가와 서비스 물가가 동시에 인상되는 점을 고려하면 4Q25~1Q26에 2026년 소비자물가 수준이 결정될 전망
- 2026년 상반기 소비자물가는 3.1~3.2%YoY에서 결정될 가능성이 높은데, 2Q25부터 고용시장 부진이 이어지고 있다는 점에서 1H26까지 실질소득증가율은 낮은 수준에서 유지될 전망

미국 소비자물가는 3% 초반까지 상승 전망



자료: FRB(NY), 미노동통계국, BNK투자증권

소비자물가 상승에 따른 실질소득 둔화가 진행

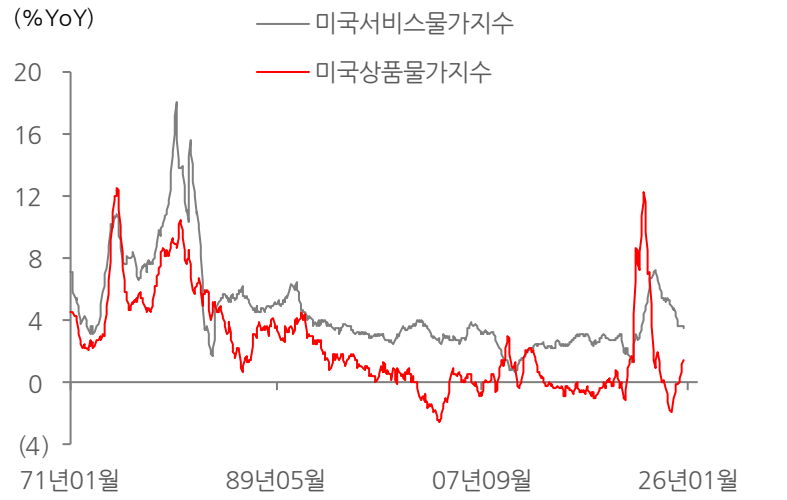


자료: 미 노동부, BNK투자증권

2H26 소비자물가 둔화는 완만하게 진행될 전망

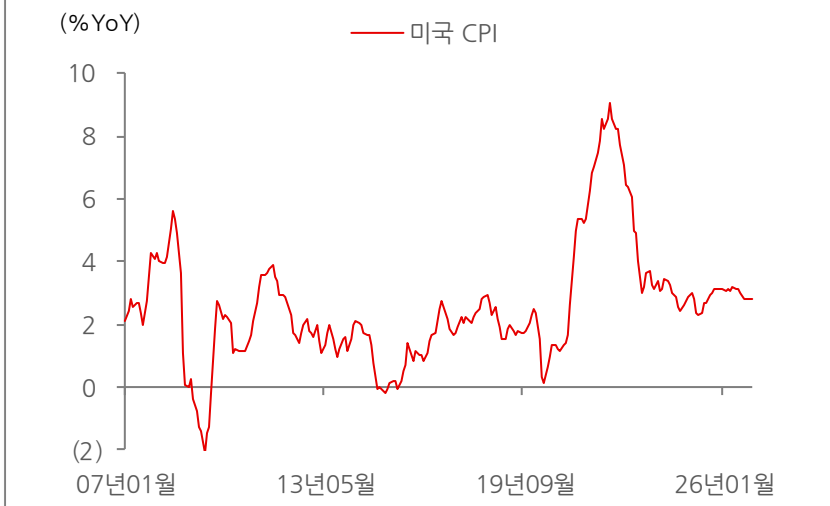
- 1H26 미국 소비자물가가 제한적인 상승에 머무는 이유는 서비스물가지수 둔화가 진행 중이기 때문. 즉 현재 소비자물가 상승은 상품물가지수에 의해서 주도하고 있는데, 서비스물가지수 둔화로 인해 물가상승률을 제한하고 있음
- 1H26 관세에 따른 상품물가지수 상승이 일단락되면 2H26에는 소비자물가 둔화가 진행될 가능성이 높음. 다만 2000년대 서비스물가지수는 평균 3.1%YoY 수준에 머물렀다는 점을 고려하면 2H26 소비자물가 둔화는 완만하게 진행될 전망
- 2026년 미국 소비자물가는 평균 3.0%YoY로 2025년 2.8%YoY보다 높은 수준으로 전망. 2026년말 소비자물가는 2.8%YoY로 하향 안정을 예상 → 미국 소비자물가는 완만한 상고하저 패턴을 보일 전망

상품물가지수가 소비자물가에 영향



자료: 미노동통계국, BNK투자증권

2H26 소비자물가 둔화는 완만하게 진행될 전망



자료: 미노동통계국, BNK투자증권

미국 금리인하가 유동적인 이유

- Bloomberg consensus를(미국 실업률, core PCE 전망치) 기준으로 Taylor 준칙금리는 4Q25 6.4%까지 상승한 이후에 2026년말에는 5.4%까지 하락할 것으로 예상. 이런 까닭에 2025년 9월부터 진행 중인 금리인하는 고용시장 부진에 따른 선제적인 금리인하 조치로 해석할 수 있음
- 우리는 1H26까지 50~75bp 금리인하가 진행될 것으로 예상하는데, FRB 의장이 교체될 경우 추가 금리인하 압력이 발생할 수 있을 전망. 참고로 현재 Taylor 준칙금리와 FED금리차는 205bp로 2014~2017년 평균 252bp보다 낮은 수준을 유지하고 있음 → FRB 의장의 성향에 따라서 50bp 수준의 추가 금리인하 여력이 존재

9월 FOMC, 물가보다는 고용시장 부진으로 금리인하

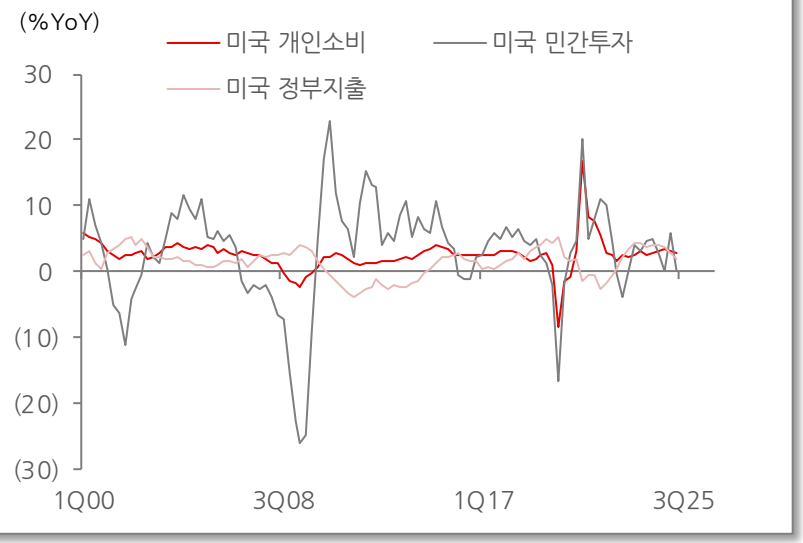
변수(단위)	중간값				집중분포도				분포범위			
	2025	2026	2027	장기	2025	2026	2027	장기	2025	2026	2027	장기
실질GDP 변화율(%YoY)	1.6	1.8	1.9	1.8	1.4-1.7	1.7-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.3-2.0	1.5-2.6	1.7-2.7	1.7-2.5
6월 관측치(%YoY)	1.4	1.6	1.8	1.8	1.2-1.5	1.5-1.8	1.7-2.0	1.7-2.0	1.1-2.1	0.6-2.5	0.6-2.5	1.5-2.5
실업률(%)	4.5	4.4	4.3	4.2	4.4-4.5	4.4-4.5	4.2-4.4	4.0-4.3	4.2-4.6	4.0-4.6	4.0-4.5	3.8-4.5
6월 관측치(%)	4.5	4.5	4.4	4.2	4.4-4.5	4.3-4.6	4.2-4.6	4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.7	4.0-4.7	3.5-4.5
PCE 인플레이션(%YoY)	3.0	2.6	2.1	2.0	2.9-3.0	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0	2.5-3.2	2.2-2.8	2.0-2.4	2.0
6월 관측치(%YoY)	3.0	2.4	2.1	2.0	2.8-3.2	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.5-3.3	2.1-3.1	2.0-2.8	2.0
Core PCE 인플레이션(%YoY)	3.1	2.6	2.1		3.0-3.2	2.5-2.7	2.0-2.2		2.7-3.4	2.2-2.9	2.0-2.4	
6월 관측치(%YoY)	3.1	2.4	2.1		2.9-3.4	2.3-2.7	2.0-2.2		2.5-3.5	2.1-3.2	2.0-2.9	
FED금리(%)	3.6	3.4	3.1	3.0	3.6-4.1	2.9-3.6	2.9-3.6	2.8-3.5	2.9-4.4	2.6-3.9	2.4-3.9	2.6-3.9
6월 관측치(%)	3.9	3.6	3.4	3.0	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6	2.6-3.6	3.6-4.4	2.6-4.1	2.6-3.9	2.5-3.9

자료: FOMC, BNK투자증권

민간투자 부진은 주거투자회복이 변수

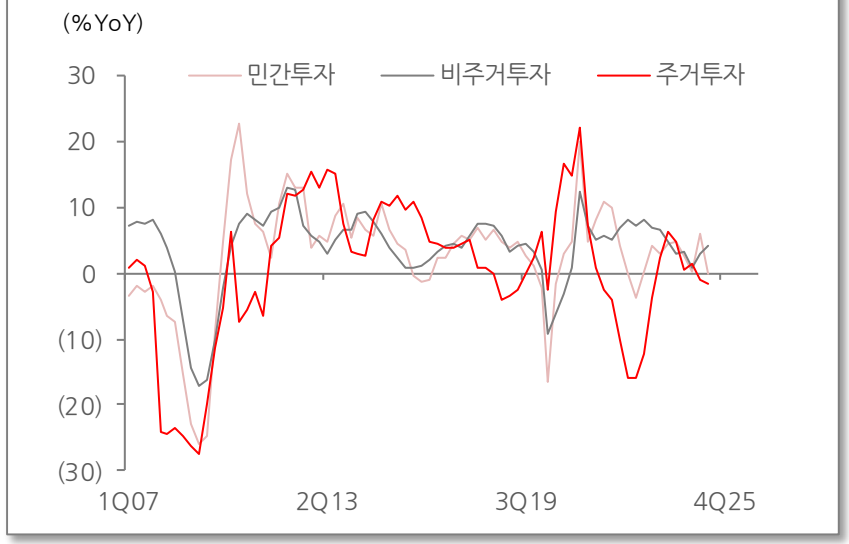
- 2Q25 미국 경제성장률은 0.95%QoQ 성장하면서 시장 예상치를 크게 상회한 상황. 그러나 이러한 경제성장률 개선은 핵심 지출보다는 순수출 개선에 따른 일시적인 효과 때문. 관세 부과로 인해 2Q25 순수출이 USD3,227억 개선된 반면에 소비, 민간투자, 정부 등 핵심 지출항목은 오히려 USD661억 감소했기 때문에 내용면에서는 경제지표 부진이 이어지고 있음
- 특히 민간투자는 전분기대비 USD1,651억 감소하면서 0.0%YoY로 둔화됨. 민간투자는 비주거투자가 증가세를 유지한 반면에 주거투자는 부진한 흐름을 이어가고 있음. 미국 금리인하가 재개되면서 2026년 주거투자회복 여부가 경제성장률을 좌우할 가능성이 높은데, 금리인하는 주거투자에 긍정적인 변수

2026년 민간투자회복이 관건



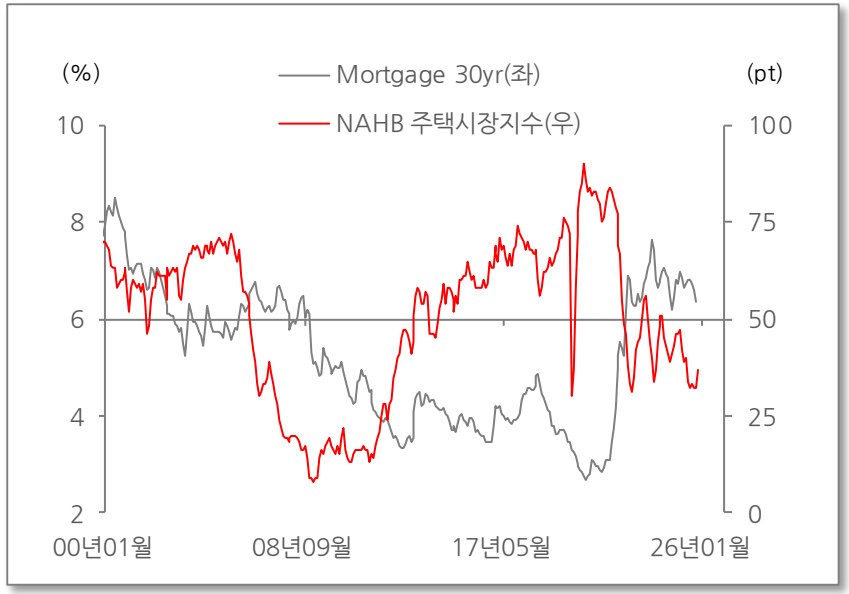
자료: BEA, BNK투자증권

민간투자 회복은 주거투자가 변수

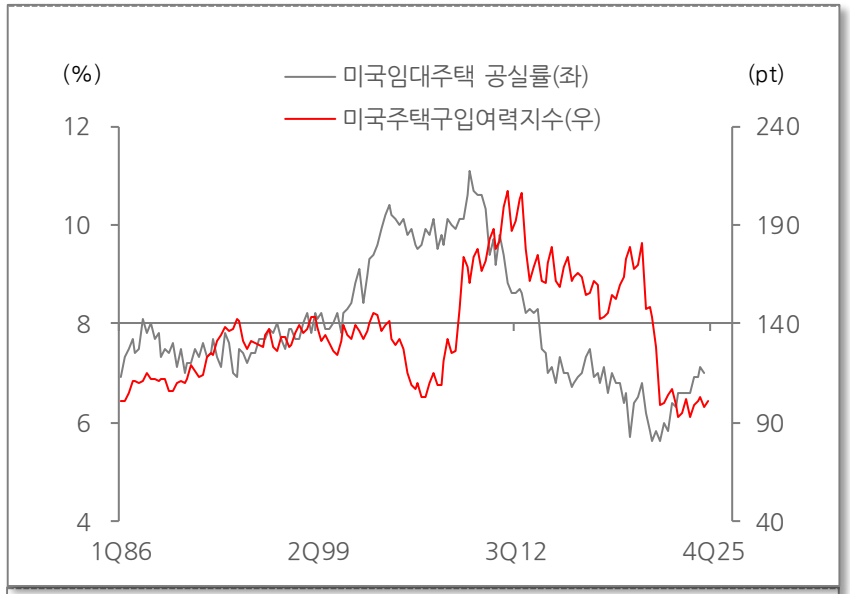


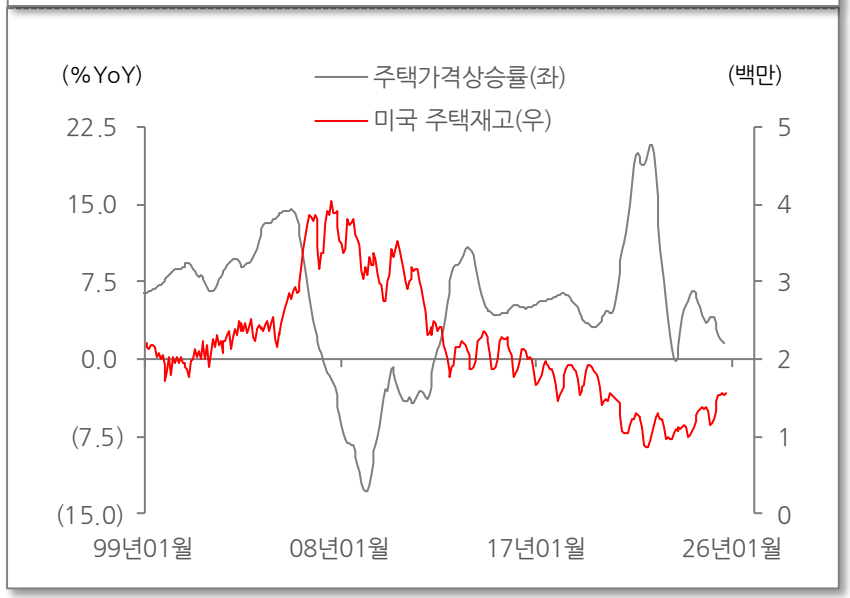
자료: BEA, BNK투자증권

- 미국 주택시장지수는 금리와 뚜렷한 역의 관계를 형성해 오고 있음. 2025년 하반기부터 진행 중인 금리인하 추세가 이어질 경우 모기지 금리하락 요인으로 작용하면서 주택시장에는 긍정적으로 작용할 전망
- 미국 주택시장은 2H22부터 모기지 금리상승으로 인해 주택구입여력이 급락하면서 임대주택 공실률과 주택 재고가 증가한 상황. 다만 공실률과 주택 재고가 역사적으로 보면 높지 않은 수준에서 형성되고 있음
- 2026년 금리인하로 모기지 금리하락이 진행될 경우 주택구입여력이 개선되면서 주택시장 회복에 긍정적으로 작용할 가능성이 높음 → 주택시장지수 개선으로 이어질 가능성



자료: NAHB, Bloomberg, BNK투자증권



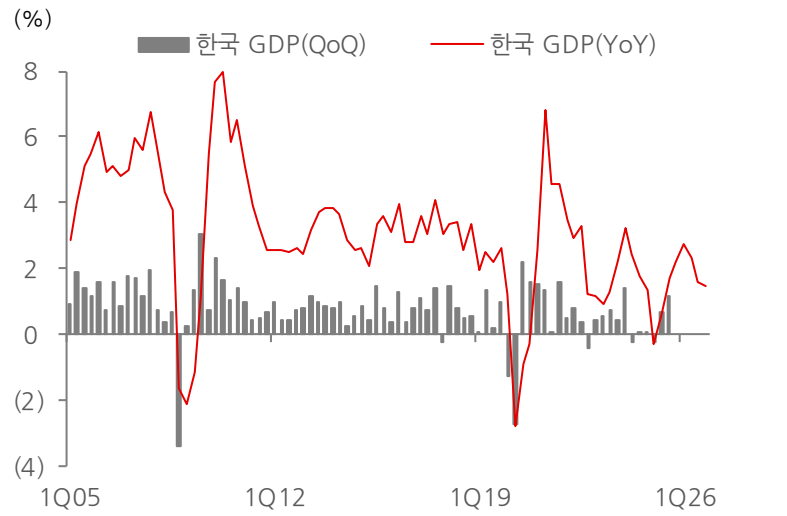


자료: SPCS, NAR, US census, BNK투자증권

한국경제는 뚜렷한 상고하저

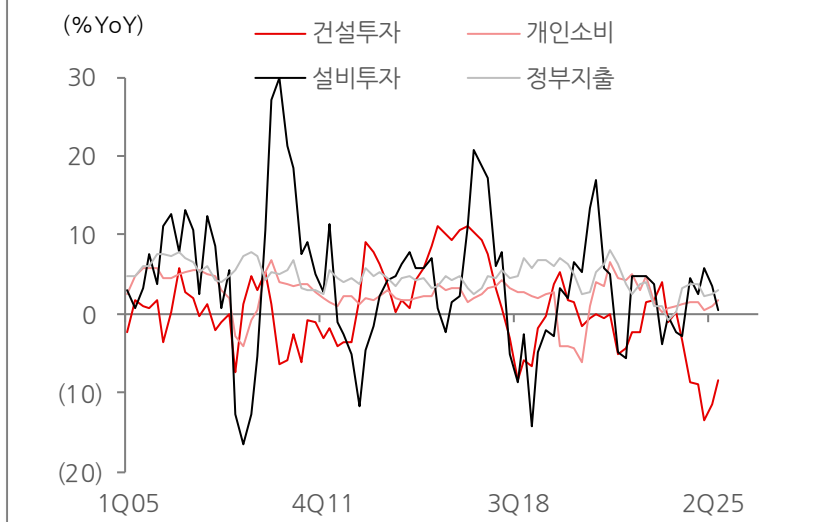
- 한국 경제성장률은 2025년 1.1%YoY로 예상치를 상회하고, 2026년에는 2.0%YoY로 개선될 전망. 그러나 분기별로 보면 1Q26 2.7%YoY를 정점으로 둔화되면서 뚜렷한 상고하저 패턴이 예상
- 2025년 민생회복 쿠폰, 2026년 정부 예산 증액은 경제성장률에 긍정적이나, 민간투자 회복 여부는 아직 미지수. 특히 건설투자 부진이 경제성장률 둔화를 설명하고 있다는 점에서 향후 건설투자가 실질적으로 회복될 지가 변수
- 2025년 반도체 호황에도 불구하고 설비투자 증가율은 2.5%YoY 수준에 머물 것으로 예상되는 가운데, 2026년부터 대미투자가 본격화될 경우 국내투자에는 부정적으로 작용할 가능성 → 민간투자회복을 위한 해법 찾기에 몰두해야 할 시기

1Q26을 정점으로 경제성장률은 상고하저 패턴



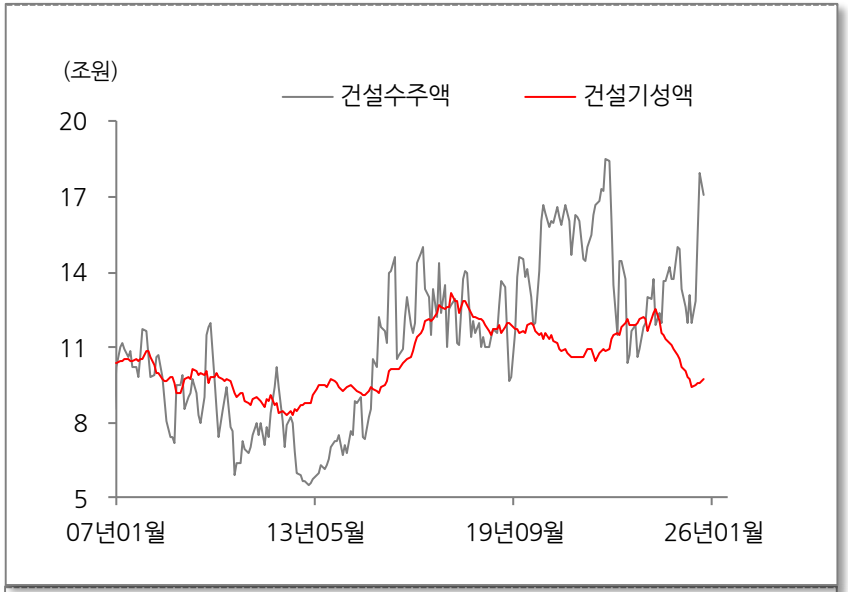
자료: 한국은행, BNK투자증권

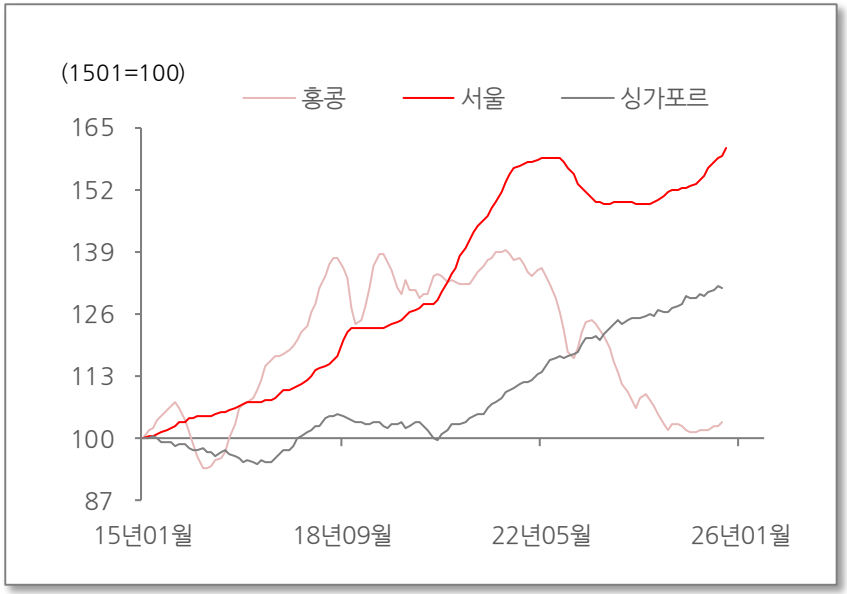
민간투자 부진은 건설투자가 변수



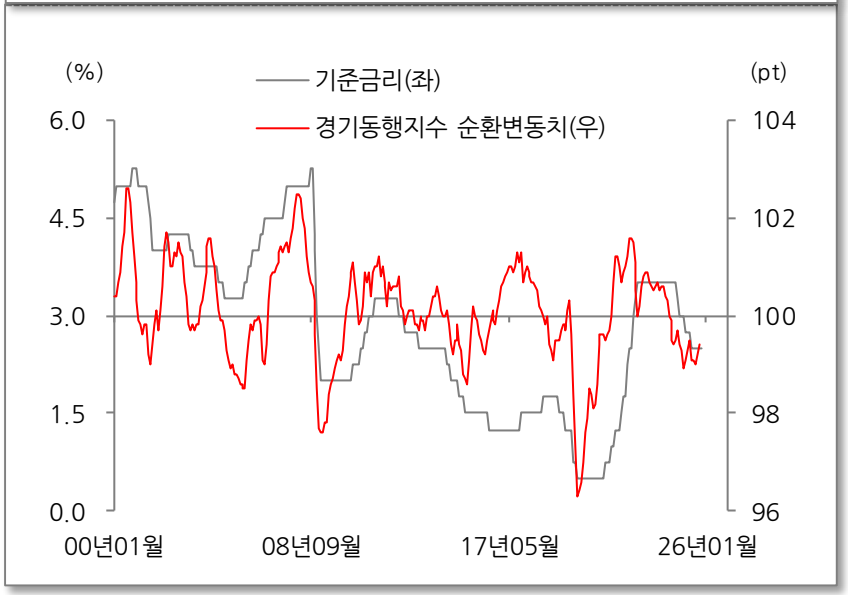
자료: 한국은행, BNK투자증권

- 한국 부동산 시장은 한마디로 '가격은 천정부지, 주택경기는 금융위기'로 표현할 수 있음. 또한 서울과 지방의 주택시장 양극화가 심화되고 있음
- 서울아파트 가격상승이 빠르게 진행되면서 소득이 2배인 싱가포르 가격에 수렴한 상황인 반면에 건설수주액 회복에도 불구하고 건설기성액은 가파르게 감소하면서 금융위기 수준으로 회귀
- 한국 소비자물가는 2.0%YoY에서 안정세를 유지할 것으로 예상되나, 가파른 주택가격 상승으로 인해 금리인하가 늦춰질 가능성이 높아지고 있음



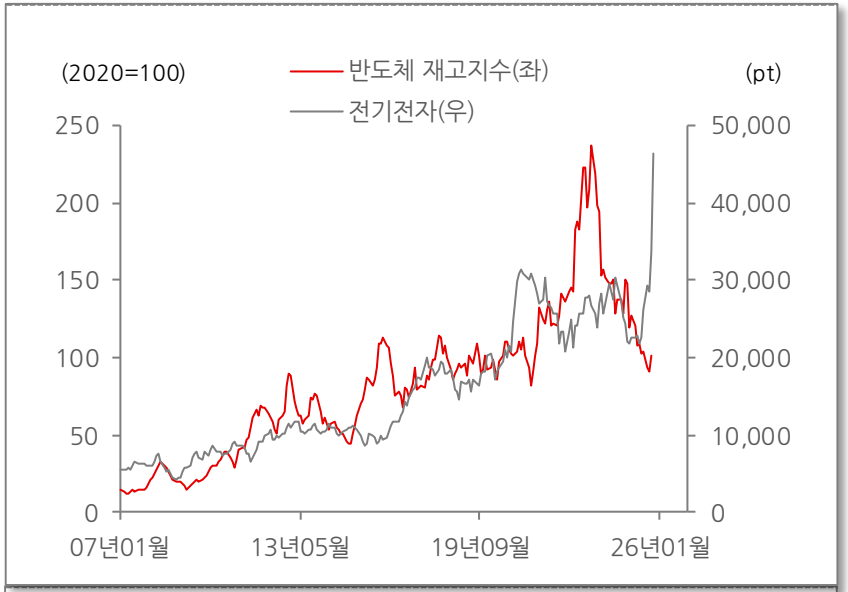


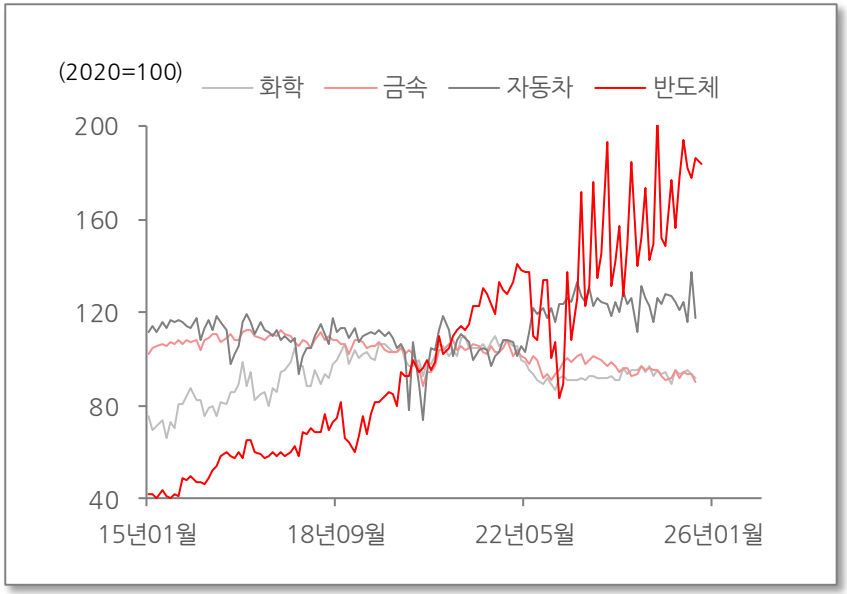
자료: KB국민은행, Bloomberg, BNK투자증권



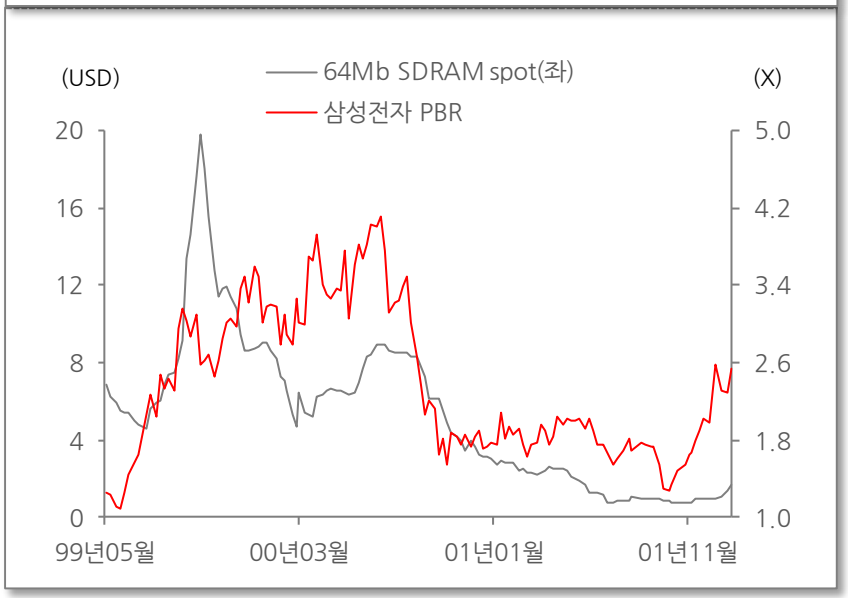
자료: 통계청, 한국은행, BNK투자증권

- 주요 산업 중에서는 반도체를 제외하고는 일제히 정체되고 있는 상황. 반도체 출하가 빠르게 증가하는 반면에 자동차는 정체 상태를 지속 중. 금속, 화학 등은 출하가 지속적으로 감소하면서 구조조정에 대한 필요성이 제기 중
- 3Q25부터 DRAM 가격상승이 빨라지면서 반도체를 중심으로 한 전기전자가 뚜렷한 주가상승을 기록 중. 다만 9월 출하증가율이 둔화되는 가운데 재고증가율이 축소되면서 재고순환지표는 다소 약화된 상황. 반도체 주가는 재고와 뚜렷한 역의 관계를 보여왔음
- 2025년 기준 SK하이닉스 PBR이 4.0x까지 상승했는데, IT 버블 당시 삼성전자 PBR은 4.1x까지 상승한 이후 하락하기 시작했다는 점에서 주의





자료: 통계청, BNK투자증권

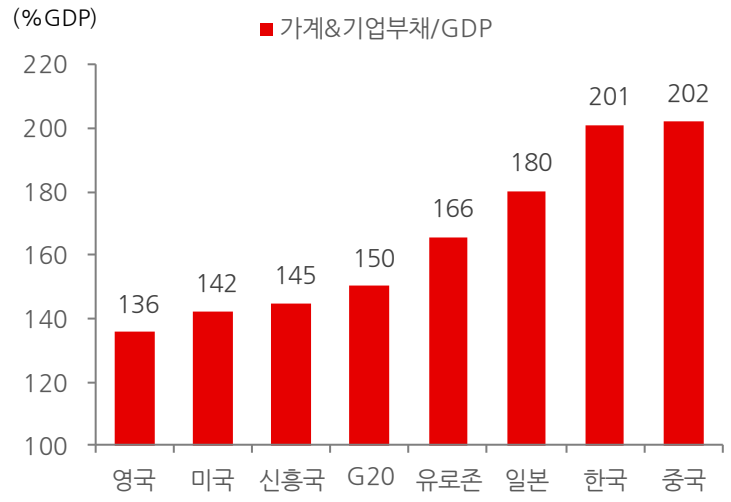


자료: 통계청, KRX, BNK투자증권
주: 2000년 전후 삼성전자 PBR은 당해년도 기준

높은 민간부채비율로 인해 경기부양 효과가 미미

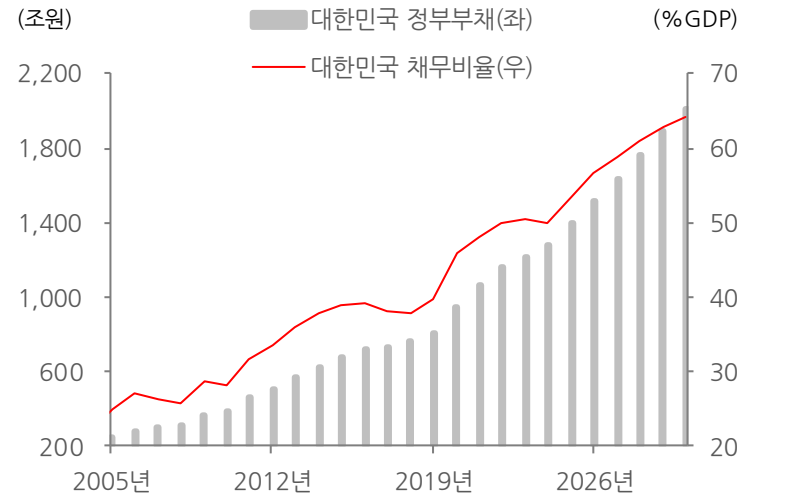
- 2025년 한국 가계와 기업 부채는 각각 명목GDP의 89.5%, 111.3%로 민간부채비율은 200.8%로 예상. 민간부채비율은 2022년 209.0%까지 상승한 이후에 완만하게 둔화되는 추세
- 그러나 G20 150.1%에(가계 58.9%, 기업 91.2%) 비해 월등히 높은 수준을 유지하고 있음. 2025년 7월부터 민생지원금에도 불구하고 일시적인 소비 회복에 그쳤는데, 이는 가계부채가 높기 때문으로 판단
- 정부부채비율은 53.4%로 상대적으로 낮은 수준을 유지하고 있다는 점에서 재정지출 여력을 보유하고 있음. 다만 향후 5년간 정부부채가 연평균 123조원 증가하면서 2030년에는 정부부채비율이 64.3%까지(2,010조원) 높아질 전망

민간부채비율이 높은 한국



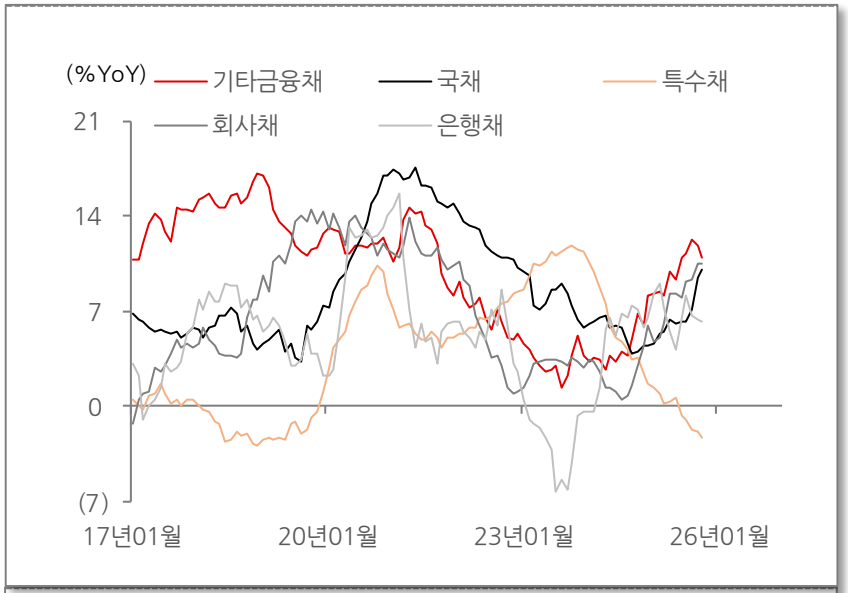
자료: IMF, BNK투자증권

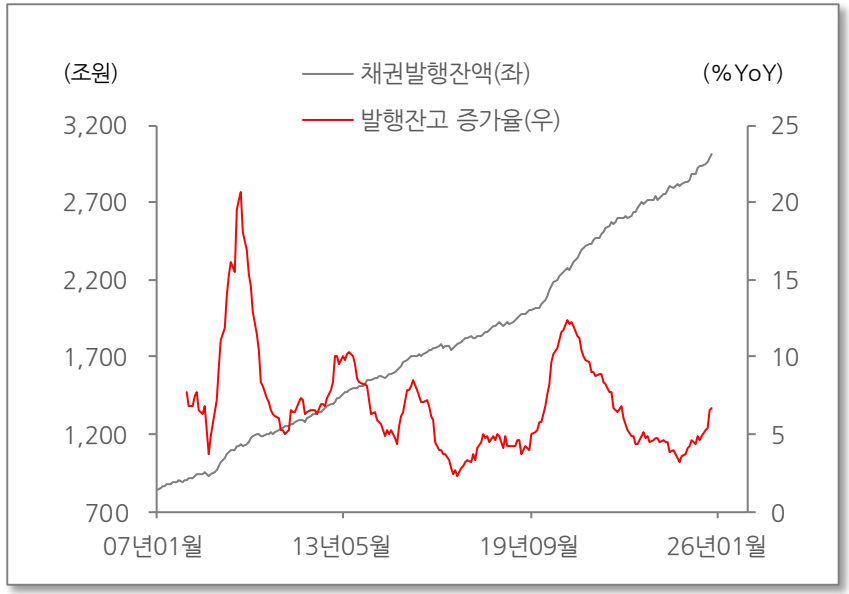
재정지출확대로 정부부채는 매년 123조원 증가 전망



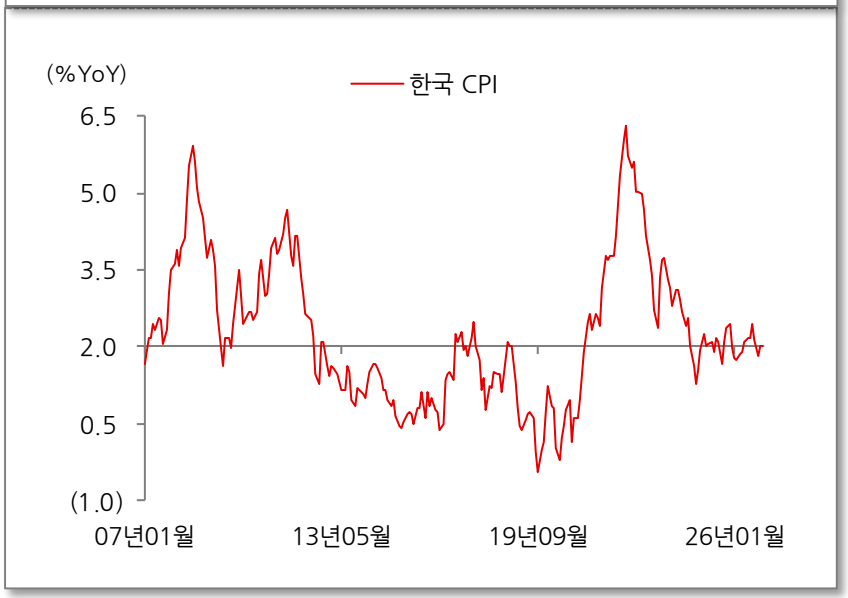
자료: IMF, BNK투자증권

- 2025년은 예년과 달리 하반기 경기부양에 따른 정부지출 확대로 인해 국채를 중심으로 채권발행잔고가 빠르게 증가한 상태(2025년 10월까지 채권발행잔고 181조원 증가)
- 2025년 채권발행액은 국채(130.5조원), 회사채(32.4조원), 기타금융채(18.8조원), 은행채가(17.1조원) 전반적으로 높은 증가율을 기록함. 2026년에는 국채발행이 증가하는 가운데, 특수채 발행이 급증할 경우 2020년 채권발행 245조원을 넘어설 가능성이 높음
- 2026년 소비자물가는 2.0%YoY 전후에서 등락 과정을 반복할 것으로 예상. 미국 금리인하로 인해 한국은행 기준금리 인하 여력은 존재할 것으로 예상





자료: 금융투자협회, BNK투자증권

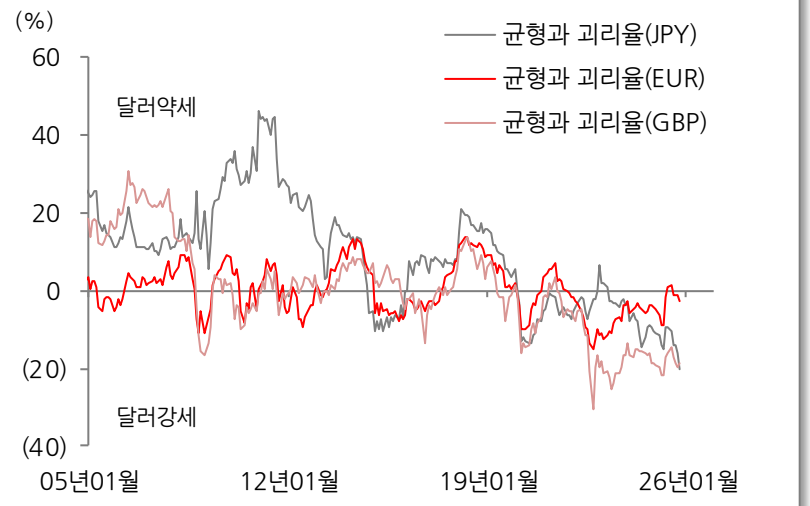


자료: 통계청, 한국은행, BNK투자증권

FRB의장 교체는 달러 약세 요인

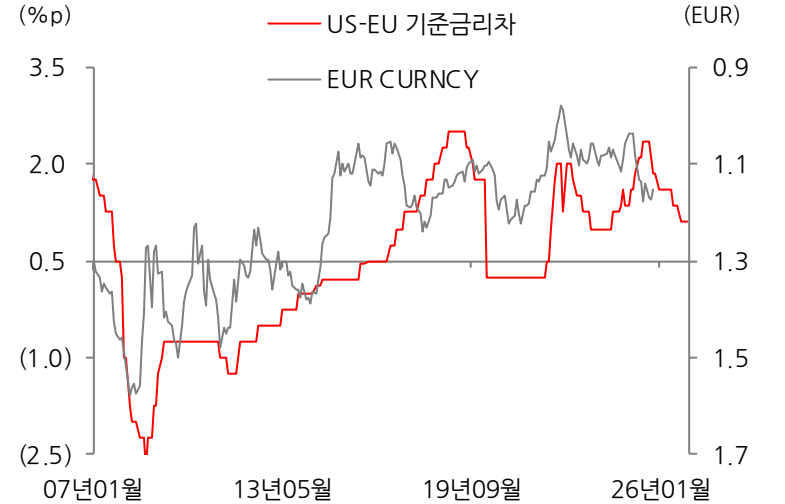
- 전통적으로 미국달러 가치는 주요국의 장기와(통상 10년 국채수익률) 단기(기준금리) 금리차를 기준으로 설명. 미국과의 금리차가 확대될 경우에는 달러화 강세, 반대로 축소될 경우에는 달러화 약세가 진행
- 트럼프 관세정책 발표 이후에 달러화는 주요국 통화가치에 대해 약세를 기록함. 물론 장기 금리차를 기준으로 여전히 달러화 강세 국면에 놓여 있다는 점을 인정해야 할 것이나, 무역적자를 줄이기 위해서는 달러화 약세를 용인할 가능성이 높음
- 미국과 유로존의 기준금리차는 3Q25까지 확대된 이후에 4Q25부터는 축소 국면에 진입할 전망(유로존 금리인하 마무리 국면에 진입하는 가운데, 미국은 금리인하 지속) → FRB의장 교체시 기준금리차 축소 흐름이 지속될 전망

장기 금리차를 기준으로 유로화 균형은 USD1.2



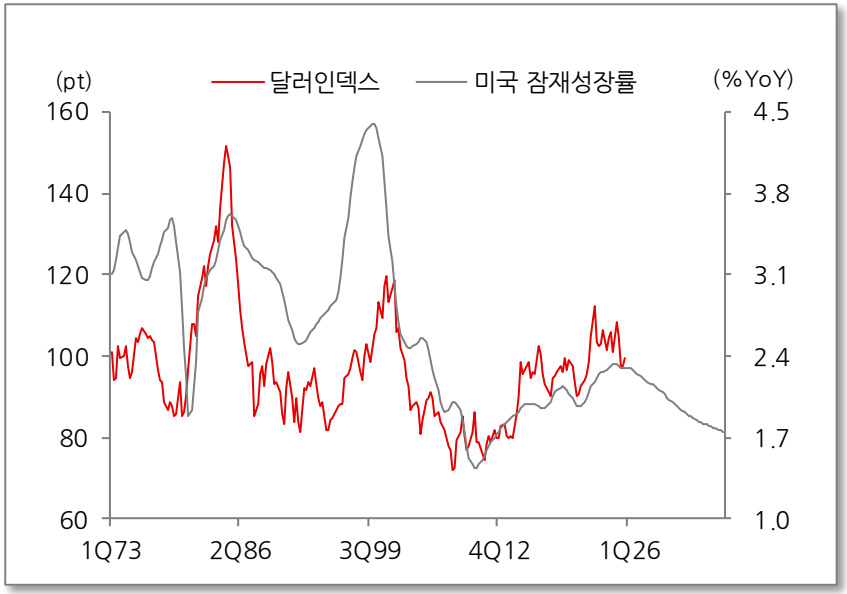
자료: Bloomberg, BNK투자증권

기준금리차는 FRB 의장이 결정할 문제

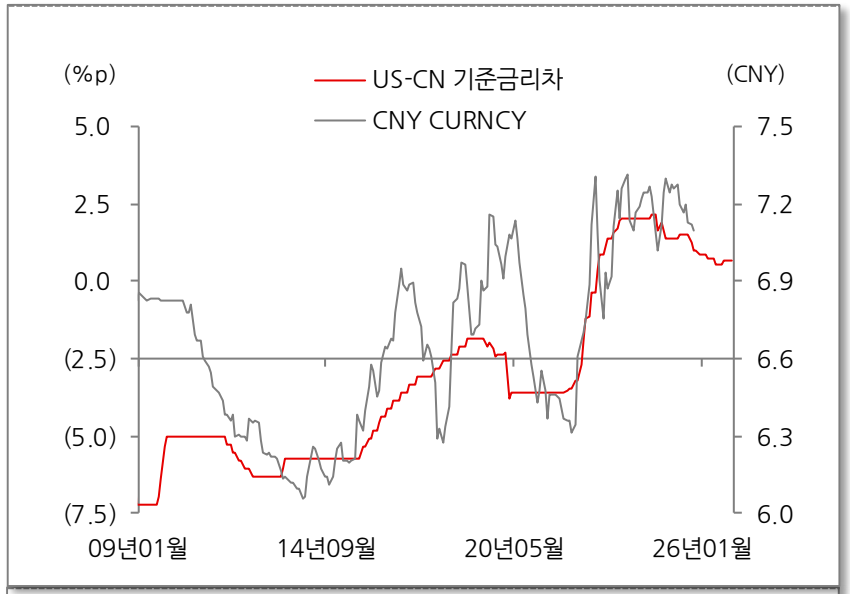


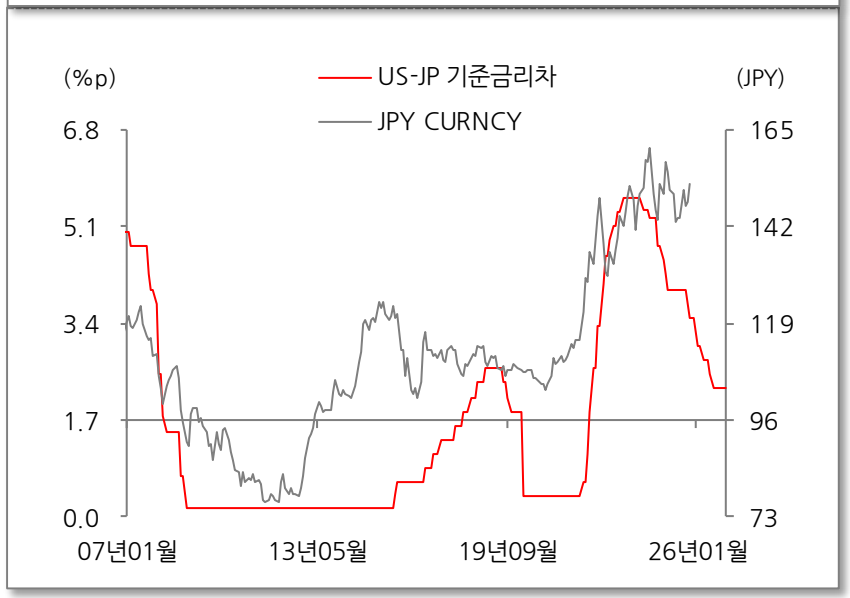
자료: Bloomberg, BNK투자증권

- 1973년 이후 미국 잠재성장률과 달러화 가치는 동일한 방향성을 보여주고 있음. 2026년부터 미국 잠재성장률 둔화가 예상된다는 점에서 달러화 약세 기조는 유지될 전망
- 미국과 중국 기준금리차 축소를 고려할 경우 CNY7이 균형 수준으로 추정돼 위안화 강세는 제한적인 수준에 머물 것으로 예상
- 일본은 2012년 아베노믹스를 통해 엔화가치가 JPY80에서 JPY120까지 급락한 바가 있음. 현재 상황에서 기준금리차 축소가 주요국 중에서 가장 빠르게 진행될 것으로 예상된다는 점은 엔화강세 요인. 그러나 신임총리가 엔화가치 하락을 유도할 것으로 예상된다는 점이 변수



자료: CBO, Bloomberg, BNK투자증권





자료: BE, Bloomberg, BNK투자증권

원자재는 수급에 따른 차별화 예상

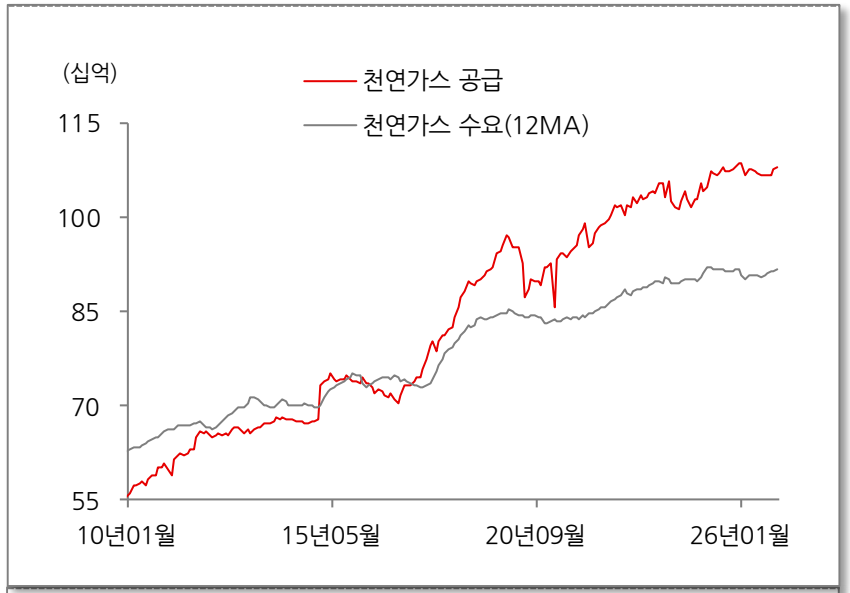
- 2025년 원자재는 금, 은 등 귀금속을 중심으로 급등세를 기록했는데, 이는 귀금속이 달러 약세에 따른 대체재로 간주됐기 때문. 2026년 세계경제성장률을 고려할 경우 원자재 가격은 현재 수준에서 큰 변화가 없을 것으로 전망되고 있음
- 원유가격은 OPEC의 증산으로 인해 초과공급이 지속되면서 하향 안정화 추세가 이어질 전망. 천연가스는 계절성이 강하지만, 2026년까지는 초과공급 상태가 지속될 것으로 예상돼 하향 안정이 유지될 전망
- 반면에 구리, 알루미늄, 아연 등 비철금속은 재고가 빠르게 소진되고 있다는 점에서 최근 가격상승이 진행 중인데, 상대적으로 현재 가격보다는 상승할 가능성이 존재

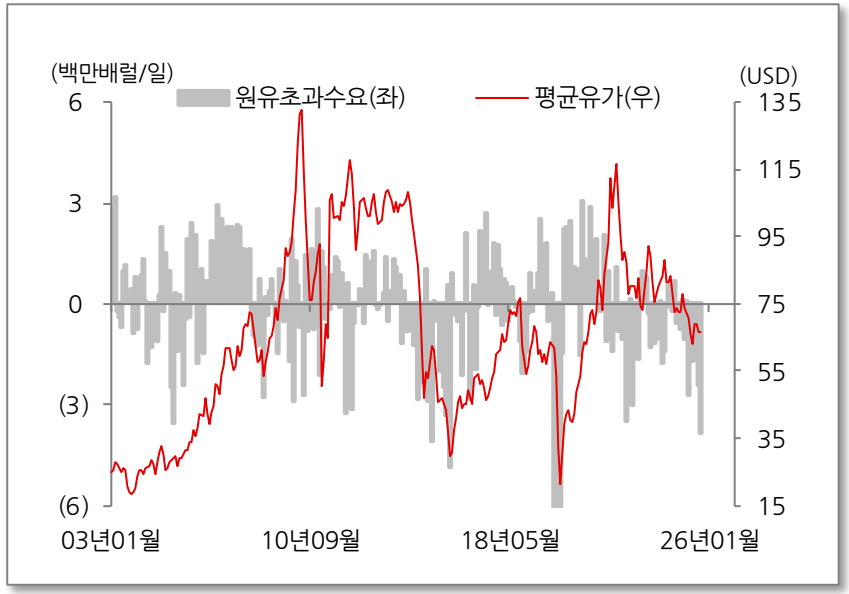
2026년 원자재 가격은 차별화 예상

(USD)	현재	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	2025	2026	2027	26년 상승률
WTI	59.7	59.0	59.1	59.4	59.5	65.1	59.4	60.0	(8.8)
DUBAI	64.1	64.4	63.2	63.0	63.0	69.5	63.1	66.5	(9.3)
금	3,990	3,986	4,026	4,070	4,114	3,442	4,092	4,262	18.9
은	48.2	47.8	48.4	48.9	49.4	39.1	49.2	51.2	25.7
구리	10,683	10,719	10,688	10,693	10,674	9,920	10,675	10,568	7.6
철광석	105	105	100	98	97	102	98	93	(4.3)
아연	3,047	3,119	3,045	3,030	3,021	2,877	3,027	2,963	5.2
알루미늄	2,845	2,828	2,850	2,862	2,869	2,644	2,864	2,883	8.3
소맥	536	538	552	564	582	528	574	616	8.8
옥수수	429	432	445	455	457	427	456	478	6.8

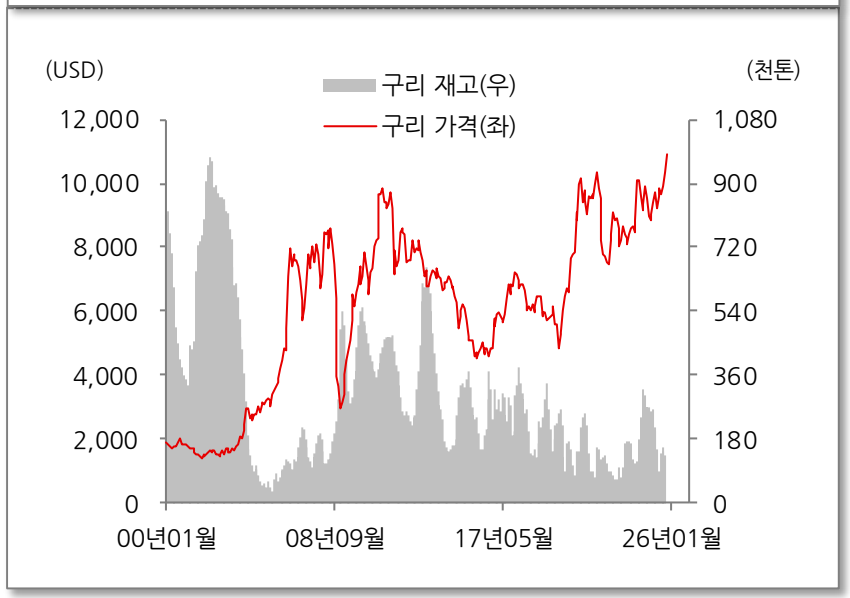
자료: Bloomberg, BNK투자증권

- 3Q25 사우디를 중심으로 한 OPEC의 원유생산이 크게 증가하면서 초과공급이 심화된 상황. 2026년까지 원유 수요증가율은 1.1%YoY에 그치나, 공급증가율은 1.7%YoY로 초과공급 상태가 유지될 전망
- 천연가스 시장도 수요보다는 공급이 높은 수준을 유지하고 있어 천연가스 가격은 전반적으로 하향 안정될 전망(최근 상승은 계절적 요인으로 판단)
- 2Q25를 전후로 구리, 알루미늄, 아연, 주석 등의 재고가 급격하게 줄어들었는데, 이는 미국 관세부과에 따른 영향으로 판단. 비철금속 재고가 현재처럼 낮은 수준을 유지된다면 향후 가격에도 영향을 미칠 것으로 예상





자료: EIA, Bloomberg, BNK투자증권

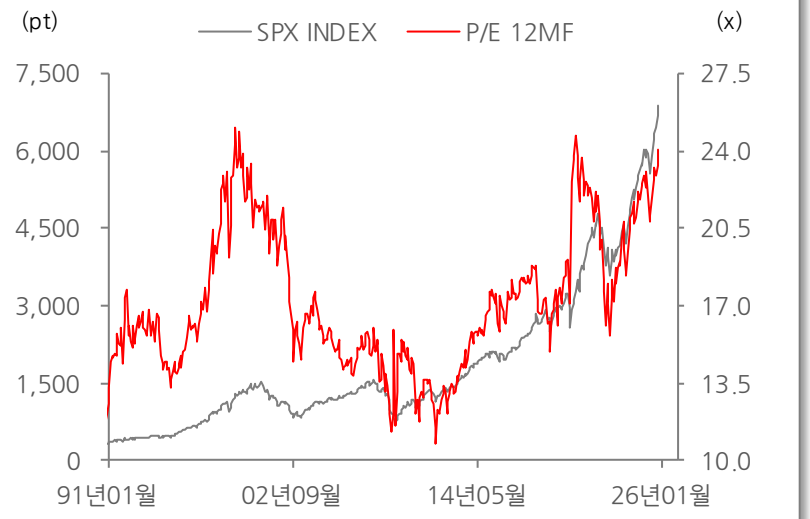


자료: EIA, Bloomberg, BNK투자증권

주식시장의 높은 valuation은 위험 요인

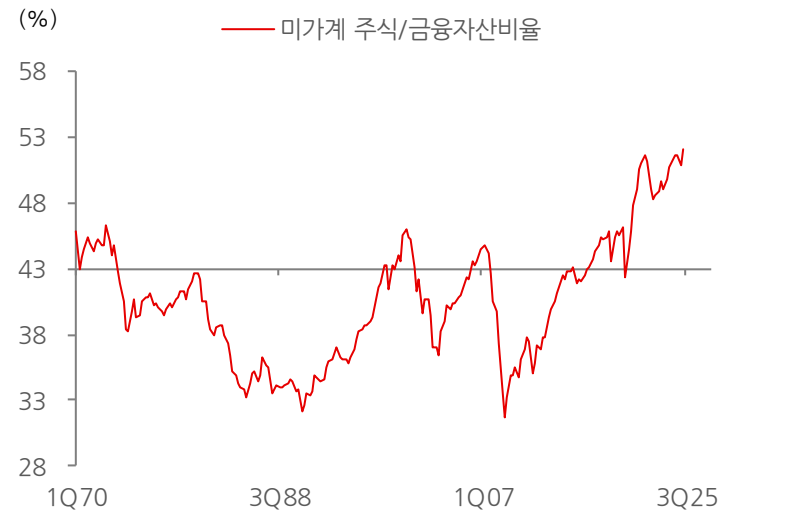
- 미국을 중심으로 글로벌 주식시장이 사상 최고치를 기록하고 있는데, valuation은 IT버블과 Pandemic 수준까지 상승함. IT 버블은 '물가상승 없는 경제성장(New economy)'에 대한 기대를 반영했음. 그러나 2000년 초반 소비자물가가 3.8%YoY로 급등한 이후 공격적인 금리인상으로 주식시장이 붕괴됨. Pandemic 국면에서는 제로금리와 공격적인 재정지출로 인해 주가가 급등하면서 일시적으로 valuation이 높아진 사례
- 주가상승으로 인해 금융자산 내에서 주식이 차지하는 비중이 역사적인 최고치를 기록 중임. 3Q25 주가상승을 고려하면 금융자산 내 주식비중이 54%에 육박할 것으로 예상 → 고용시장 부진에 주가하락이 겹치면 소비위축으로 이어질 수 있음

IT버블에 도달한 S&P500 12MF PER



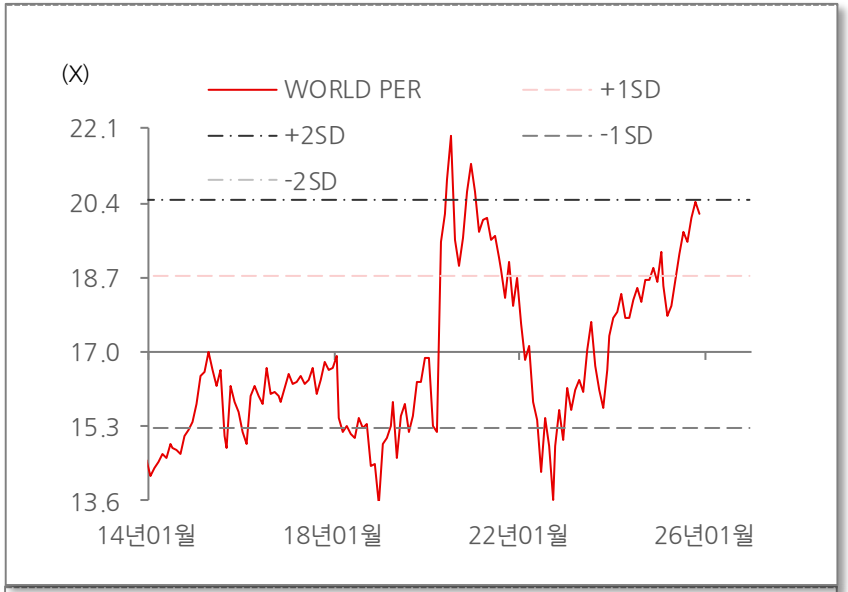
자료: Bloomberg, BNK투자증권

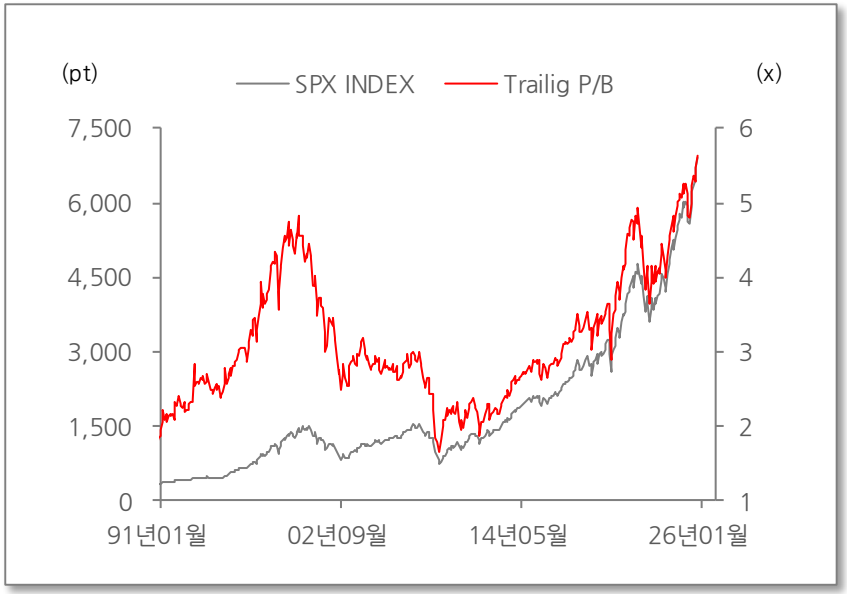
사상 최대치를 기록 중인 가계 주식/금융자산 비율



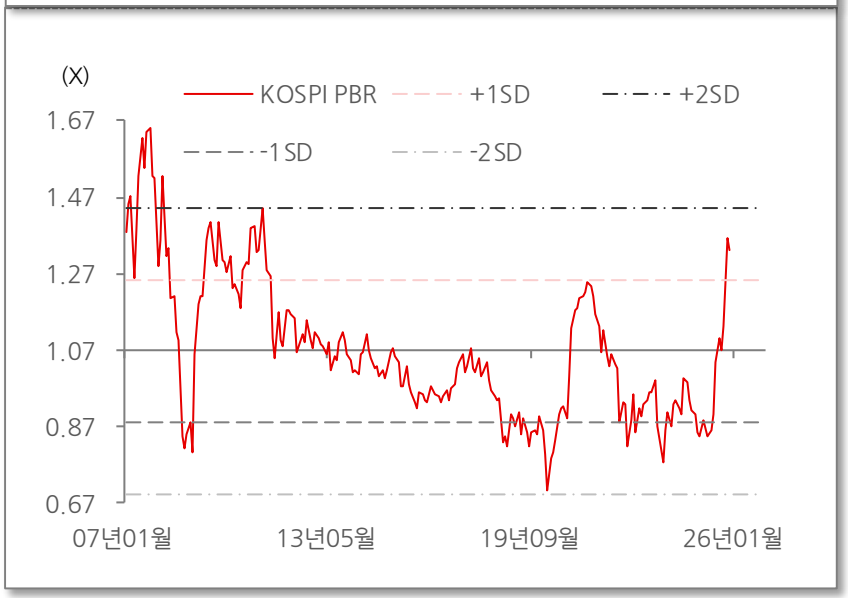
자료: FRB, BNK투자증권
주: 가계 직접, 주식 뮤추얼펀드, 비즈니스 주식을 포함

- S&P500 12MF PER이 사상 최고치에 근접한 상황에서 PSR, trailing PBR도 역사적 최고치를 넘어서고 있음. 이런 까닭에 현재 미국시장의 valuation은 역사적 최고로 평가
- 미국 주식시장의 높은 valuation으로 인해 글로벌 주식시장도 역사적으로 높은 수준까지 상승한 상황(미국 시가총액 비중이 50%에 육박). World Index 12MF PER은 +2σ에 근접한 상태
- KOSPI 12MF PBR도 1.3x를 넘어섰는데, 이는 K-IFRS가 전면 시행된 2011년 이후 가장 높은 수준에 해당. 2011년은 일본 대지진 영향으로 자동차, 화학, 정유(차화정) 주가 급등에 따른 쏠림 현상이 진행됨



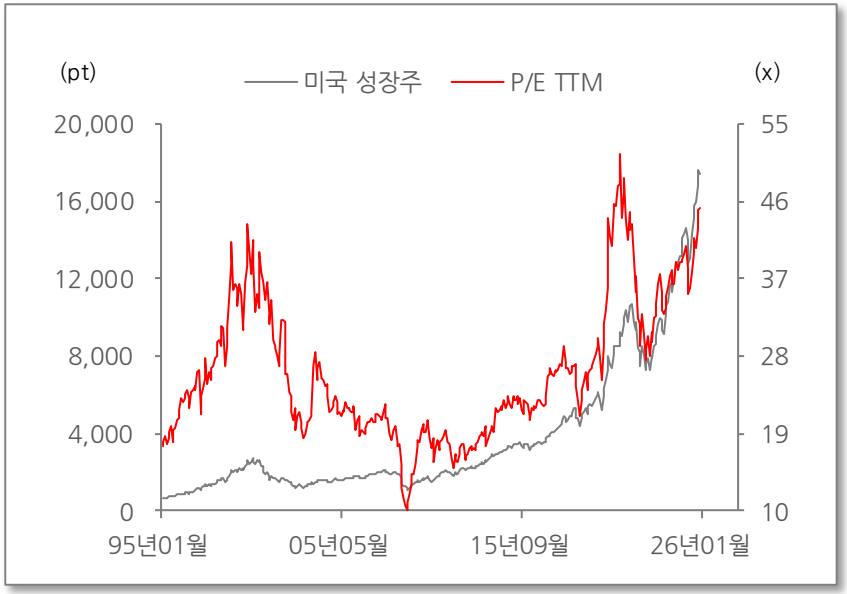


자료: Bloomberg, BNK투자증권

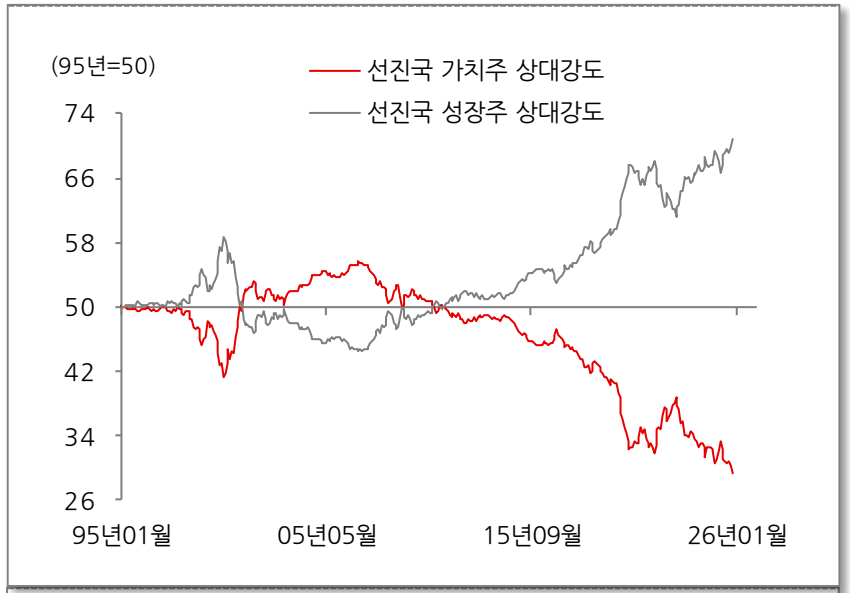


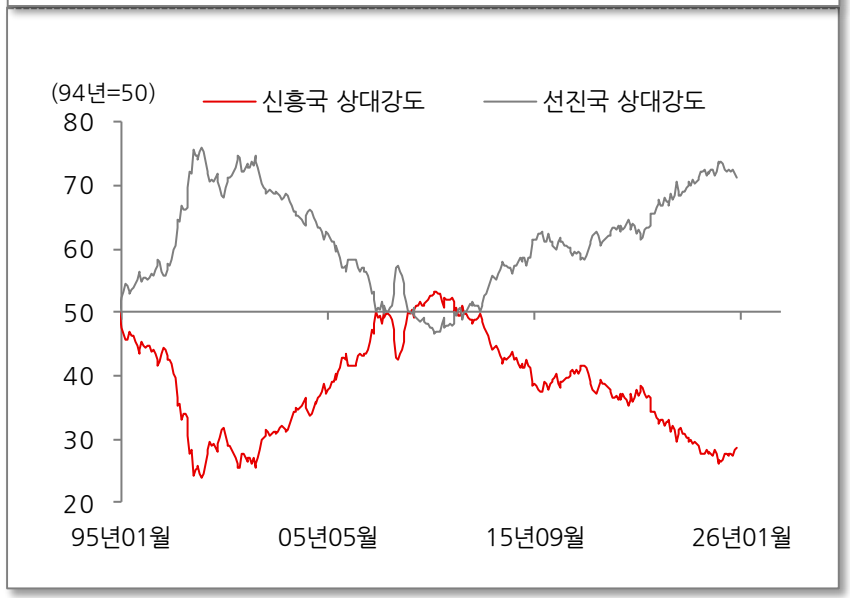
자료: Bloomberg, BNK투자증권
주: 2011년 K-IFRS 전면 시행으로 차이가 있음

- 미국시장은 성장주 중심으로 가파른 상승세가 유지되고 있는데, trailing PER이 45.0x를 넘어서면서 2000년 수준을 상회(2020년은 pandemic으로 일시적인 실적악화가 반영된 결과로 비교대상이 아님)
- 2015년부터 최근 10년간 세계주식시장은 미국 영향으로 인해 성장주의 outperform 국면이 진행 중. 2015년말부터 선진국 성장주는 264.5% 상승한 반면에 가치주는 82.2% 상승에 그침
- 2013년부터 신흥시장은 선진시장 대비 낮은 주가상승률을 기록했으나, 2025년에는 선진시장 대비 outperform 국면으로 진입. 선진시장 성장주 중심의 흐름에서 신흥시장 가치주가 새로운 투자대안이 될 수 있을 지가 변수



자료: Bloomberg, BNK투자증권





자료: Bloomberg, BNK투자증권

BNK

BNK 부산은행 BNK 경남은행 BNK 캐 피 탈 BNK 투자증권 BNK 저축은행
BNK 자산운용 BNK 신용정보 BNK 시 스 템 BNK 벤처투자 BNK 썸농구단

BNK 투자증권

고객지원센터 1577-2601 www.bnkfn.co.kr

<본사/영업부>
부산시 부산진구 새싹로1(부전동) 부산은행 부전동별관 3층, 4층 / [본사] **T** 051-669-8000 / **F** 051-669-8009
[영업부] **T** 051-669-8080 / **F** 051-669-8099

<서울영업부>
서울시 영등포구 국제금융로2길 (여의도동) 24, BNK금융타워 6층 / **T** 02-3215-1500 / **F** 02-786-2998

<경남영업부>
경상남도 창원시 마산회원구 3.15대로 642 BNK경남은행본점 1층 / **T** 055-290-7100 / **F** 055-290-7199

<울산영업부>
울산시 남구 중앙로 202 BNK경남은행 울산영업부 1층 / **T** 052-210-6900 / **F** 052-271-6111