LEVES: Valuation 부담을 인식하기 시작한 주식시장

BNK리서치센터
김성노
매크로/전략
ksn0909@bnkfn.co.kr
(02)3215-7568

글로벌 valuation 부담 지속, Big-tech CDS에 주목

Powell의 주식시장 고평가 발언 이후 AI 거품 논란이 커지면서 Big-tech에 대한 이익실현 매물이 증가하고 있다. AI 투자를 위한 대규모 자금조달이 진행되면서 상대적으로 신용등급이 낮은 기업들의 CDS premium이 급등세를 보이기 시작했다. 2023년 이후 AI가 글로벌 주식시장 상승의 핵심 변수라는 점에서 주의가 필요한 상황이다.

AI 거품 논란은 글로벌 주식시장의 높은 valuation에 대한 우려에서 발생했다. S&P500 12MF PER이 1999~2000년 수준까지 상승한 이후에 조정국면에 진입하고 있다. 2000년 닷컴 버블과의 공통점이 높아진 소비자물가와 valuation이라면, 차이점은 금리인하와 Big-tech 기업들의 탁월한 재무안정성과 수익성에서 찾을 수 있다. 우리는 닷컴 버블과 같이 쉽게 무너질 수 있는 상황은 아니지만, 높아진 valuation에 대한 시정 과정으로 판단한다.

3Q25 KOSPI200 영업이익이 78.9조원으로(23.2%YoY) 사상 최대치를 기록했다. 반도체와 한국전력(계절성) 기업실적 개선이 가장 두드러졌다. 그럼에도 불구하고 외국인은 반도체를 중심으로 11월에만 13조원 가량 순매도를 기록 중이다. 이는 AI 투자의 수혜를 받고 있는 반도체에 대한 이익실현으로 볼 수 있다. 한국시장이 상대적으로 저평가된 상황이나, AI 거품 논란을 피해갈 수는 없는 상황이다.

10월부터 DRAM 가격인상과 유가하락, 원/달러환율 상승으로 수출입물가지수가(상품교역조건지수) 크게 개선된 점은 기업실적에 긍정적이다. 반면에 4분기마다 대규모 일회성 비용이(2020~24년 3분기 대비 평균 18.6조원) 발생한다는 점은 부정적이다.

Chart로 보는 LEVES

LEVES: Valuation 부담을 인식하기 시작한 주식시장

12월 미국 금리인하 여부가 외환시장과 유동성에 큰 영향을 미칠 수 있다. 9월 미국 실업률이 4.44%까지 급등한 상황에서 소비자물가 동향이 중요하다(연말 연초에 소비자물가 상승 요인이 많은 상황). 미국 금리동결 가능성으로 인해 엔화, 원화 가치하락이 두드러지게 진행되고 있다는 점도 중요하다. 2025년 기저효과로(순수출에 따른 차별화) 인해 2026년 주요국의 경제성장률은 엇갈리는 모습을 보일 전망이다. 즉 관세 충격에 따른 정상화 과정으로 예상한다. 2026년 한국 경제성장률은 2.0%YoY로 정상 수준에 도달할 전망인데, 뚜렷한 상고하저 패턴이 불가피하다.

글로벌 주식시장이 사상 최고치를 경신한 이후에 valuation 부담을 인식하기 시작했다. 11월 World, S&P500, H-share 12MF PER이 +2σ에 도달한 이후 급락세를 보였기 때문이다. Valuation 측면에서 KOSPI 12MF PER이 10.7x로 상대적인 매력을 가질 수 있으나, 반도체에 대한 의존도가 크다는 점에서 AI 거품 논란을 비껴갈 수 없는 상황이다. 3Q25 KOSPI200 사상 최대 영업이익과 순이익은 반도체에 전적으로 의존한 결과물이다. 10월 수출입물가지수 반등은 기업실적에 긍정적이나, 4분기에는 일회성 비용이 평균 18.6조원(2020~24년) 가까이 계상됐다.

표1. LEVES 주요 이슈와 평가

구분	주요 이슈와 평가
Liquidity	소비자물가가 완만하게 상승하는 가운데, 고용시장 부진이 이어지면서 미국이 금리 인하 가능성은 유효. 2026년까지 3차례 추가 금리인하 가능성 주식형펀드, 실질고객예탁금이 사상 최대까지 증가한 이후에 주춤해진 상황
Economy	2025년 관세 충격으로 주요국 경제성장률은 순수출에 의해 결정. 2026년에는 기저효과로 인해 경제성장률 방향성은 상이할 전망 2026년 한국 경제성장률은 2.0%YoY로 정상화. 뚜렷한 상고하저 패턴을 예상
Valuation	미국과 글로벌 12MF PER이 +2σ에 도달한 이후에 valuation 부담을 인식 S&P500 12MF PER은 2000년 IT버블보다 높은 수준까지 상승한 이후에 조정 → Powell 주식시장 고평가 우려를 제기한 이후에 AI 버블에 대한 우려 확산
Earnings	S&P500과 글로벌 12MF EPS가 상향 추세를 유지 9월부터 KOSPI 12MF EPS도 강한 상승세를 보이고 있는데, 이는 반도체 실적 상향 조정에 따른 결과 → 3Q25 사상 최대 영업이익, 순이익은 반도체에 전적으로 의존
Sentiment	미국 금리인하 기대감 약화로 달러화 강세. 특히 엔화, 원화 가치하락이 두드러짐 AI 투자에 따른 자금조달 증가로 인해 주요 Big-tech 기업들의 CDS premium 상승 10월 DRAM 가격상승과 유가하락, 그리고 원/달러환율 상승으로 수출입물가지수가 개선된 점은 기업실적에 긍정적. 다만 4분기에는 일회성비용 부담이 커질 전망

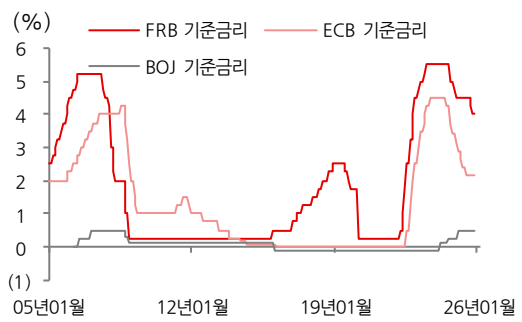
자료: BNK투자증권

Liquidity: 주식시장 유동성 증가는 주춤

12월 FOMC에서 25bp 금리인하를 단행할 가능성이 점차 줄어들고 있다. 고용시장 부진이 이어지고 있다는 점은(미국 실업률 4.44%) 금리인하 기대감으로 작용하고 있으나, 연말 연초에 소비자물가 상승 가능성은 높기 때문이다. 우리는 4Q25 전기차 보조금 축소, 2026년식 신규차량 가격상승, 1Q26 서비스물가상승 등을 고려할 때, 2월까지의 소비자물가가 금리결정에 중요한 변수로 판단한다. 한국은 아파트와 환율상승으로 당분간 금리인하 가능성은 낮다.

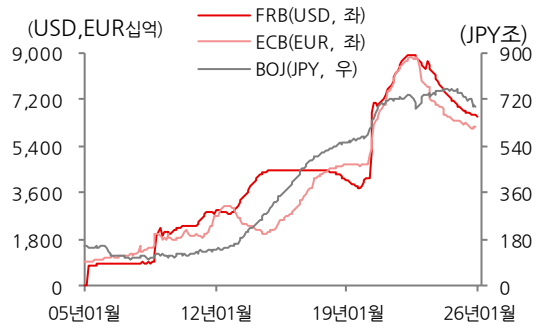
10월까지 국내외 주식형 펀드가 사상 최고치를 기록하는 가운데, 외국인 매수에 힘입어 실질고객예탁금도 역사적 최고치를 기록했다. 그러나 11월에는 외국인이 반도체를 중심으로 대량 매도에 나서면서 실질고객예탁금이 빠르게 감소한 상황이다. 12월에는 미국 금리인하와 배당분리과세에 대한 기대감이 나타날 수 있다는 점은 주식시장 유동성에 긍정적이다. 또한 기업실적 개선으로 인한 현금배당 증가 기대감도 높아질 수 있다.

Fig. 1: 미국 금리인하, 일본 금리인상 시점은?



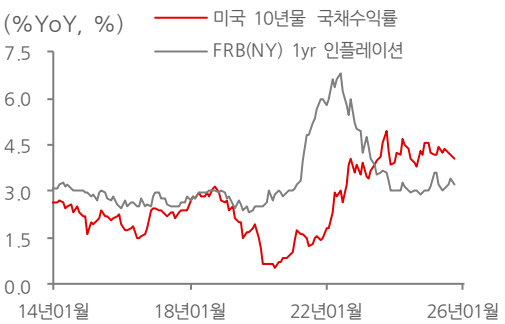
자료: 각국 중앙은행, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 2: 중앙은행 자산축소는 마무리 국면



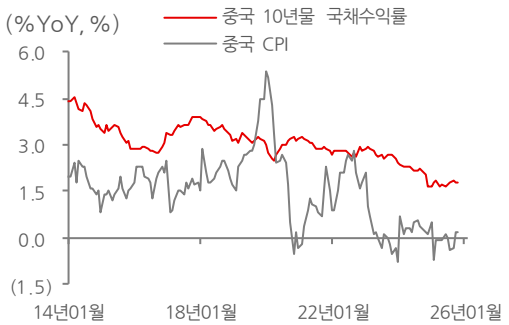
자료: 각국 중앙은행, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 3: 미국 기대인플레이션과 10년 국채수익률



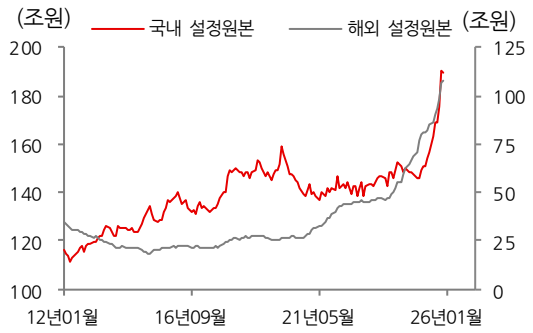
자료: FRB, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 4: 중국 CPI와 10년 국채수익률



자료: 중국국가통계국, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 5: 주식형 펀드: 국내외 주식펀드는 사상 최대

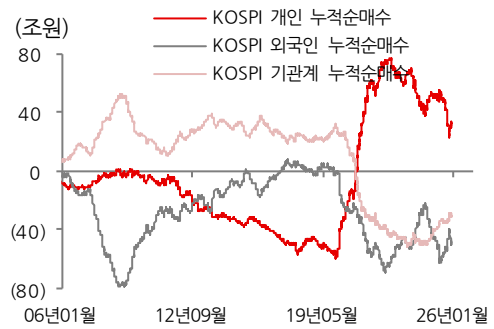


자료: 금융투자협회, BNK투자증권

Fig. 6: 외국인 매도로 실질고객예탁금 증가세 주춤

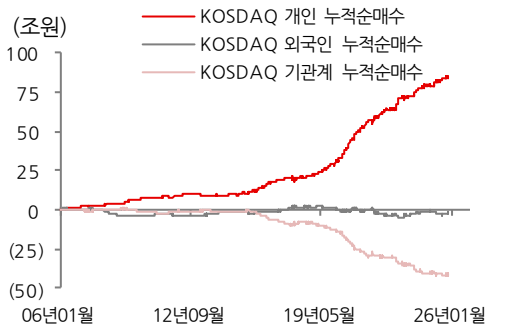
자료: 금융투자협회, Dataguide, BNK투자증권
주: 실질고객예탁금은 미수금, 신용융자를 제외한 금액

Fig. 7: KOSPI 누적 순매수: 외국인 매도 전환



자료: 금융투자협회, Dataguide, BNK투자증권

Fig. 8: KOSDAQ 누적 순매수: 개인 중심의 순매수



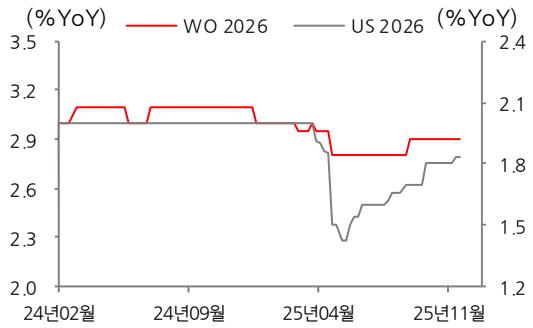
자료: 금융투자협회, Dataguide, BNK투자증권

Economy: 2026년 세계경제성장률은 횡보

3Q25 유로존, 중국, 한국 등 주요국들의 경제성장률은 시장 예상치를 상회했으나, 2026년 경제성장률 전망은 그대로 유지 중이다. 2025년 관세 충격으로 인해 주요국이 재정지출을 통한 경기부양에 나섰는데, 2026년에도 이러한 상황은 크게 변하지 않을 전망이다. 분기별 경제성장률은 국가별로 극심한 차별화가 예상되는데, 이는 순수출의 성장기여도가 달랐기 때문이다. 즉 2026년은 관세 충격에 따른 경제성장률 정상화 과정으로 이해할 수 있을 것이다.

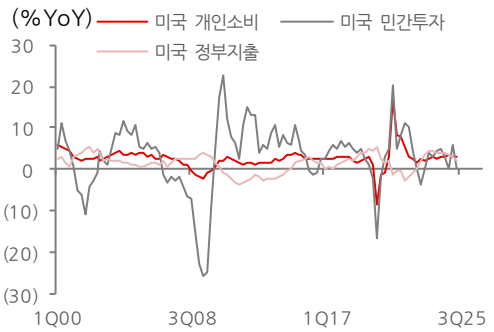
여전히 미국, 중국 기업활동은 뚜렷한 방향성을 보이지 않는 가운데, 정체 상태를 이어가고 있다. 한국은 재정지출 확대 영향으로 2026년 경제성장률이 2.0%YoY로 정상 수준을 회복할 것으로 예상한다. 2025년까지 한국 경제성장률 둔화의 주요 원인인 건설투자회복이 필요해 보인다. 2026년 한국 경제성장률은 뚜렷한 상고하저 패턴을 보일 것으로 예상한다.

Fig. 9: 2026년 경제성장률 전망은 횡보



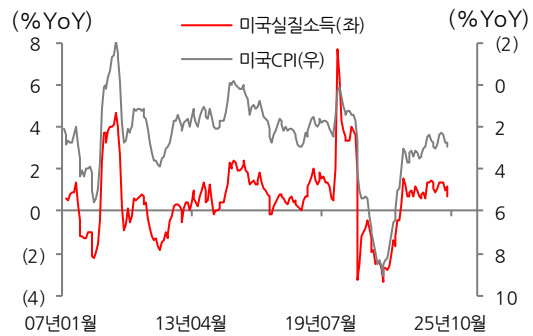
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 10: 미국 핵심 지출항목은 둔화



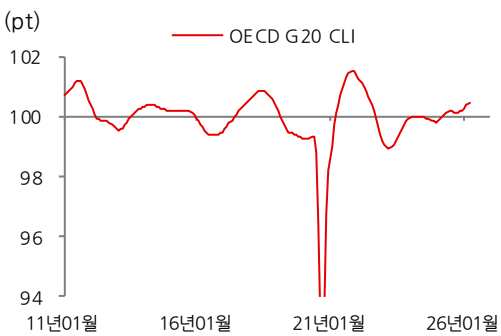
자료: BEA, BNK투자증권

Fig. 11: 미국 완만한 물가상승에도 실질소득 둔화



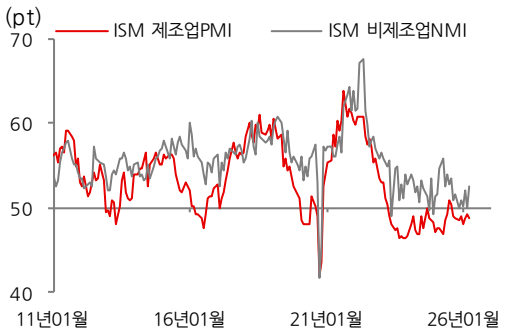
자료: 미 노동통계국, BNK투자증권

Fig. 12: G20 경기선행지수 완만한 상승 흐름



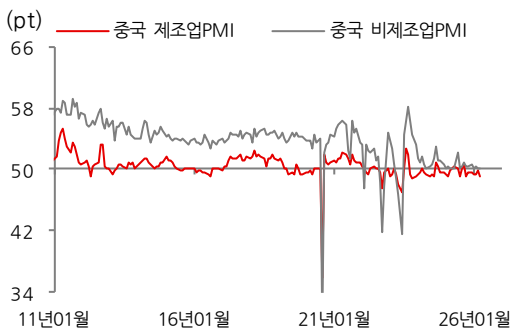
자료: OECD, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 13: 미국 ISM지수는 중립 수준



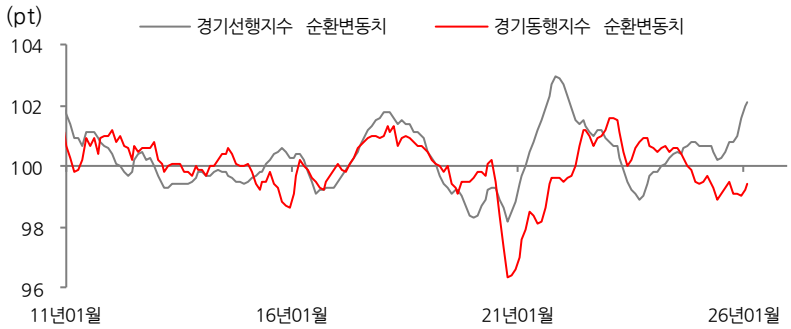
자료: ISM, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 14: 중국 PMI, 중립 수준에서 등락



자료: 중국 물류 및 구매 연합, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 15: 한국 경기종합지수: 역사적으로 볼 수 없었던 선행지수와 동행지수의 장기간 괴리



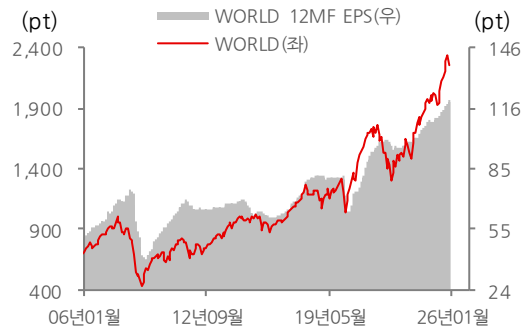
자료: 통계청, BNK투자증권

Valuation & Earnings: Valuation을 인식하기 시작한 주식시장

3Q25 S&P500과 글로벌 12MF EPS가 상승세를 유지하면서 earnings momentum이 개선됐으며, KOSPI 12MF EPS는 9월부터 가파른 상승세를 기록 중이다. 3Q25 KOSPI200 영업이익은 78.9조원으로(23.2%YoY) 사상 최고치를 경신했다. 이는 삼성전자, SK하이닉스(SK스퀘어, SK 포함), 한국전력의 영업이익 증가에 따른 것이다. 4Q25에도 반도체 가격상승이 지속 중이라는 점은 실적전망에 긍정적이나, 일회성 비용이 대폭 증가할 것으로 예상한다.

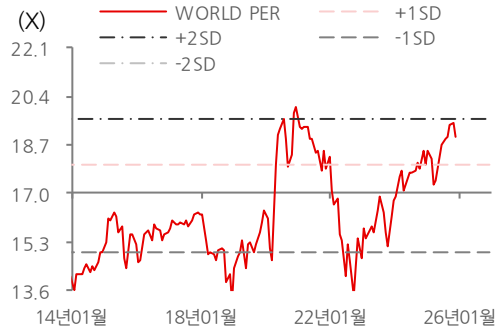
World Index, S&P500 12MF PER이 +2σ를 넘어선 이후에 AI 거품 논란이 나타나면서 일시적으로 글로벌 주식시장이 급락한 상황이다. 특히 S&P500 12MF PER이 2000년보다 높아진 이후에 급락한 상황이다. 물론 2000년 IT버블과 비교했을 때(금리인상을 계기로 버블 붕괴), 2025년에는 금리인하와 Big-tech earnings가 증가하고 있다는 점은 차별적이다. 그럼에도 불구하고 시장참여자들은 높아진 valuation을 인식하기 시작한 것으로 볼 수 있다.

Fig. 16: 글로벌 12MF EPS 상승세 유지



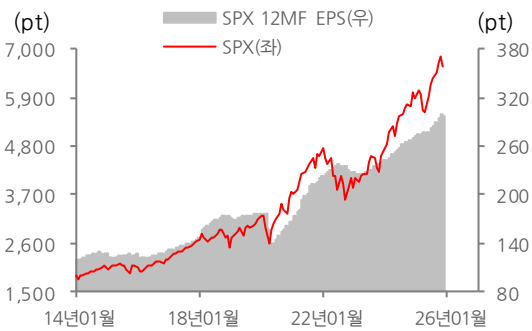
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 17: 글로벌 12MF PER 19.0x



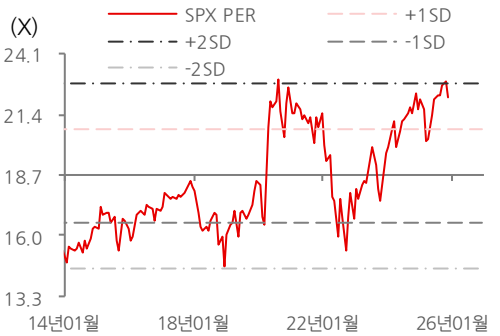
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 18: S&P500 earnings도 상향 조정



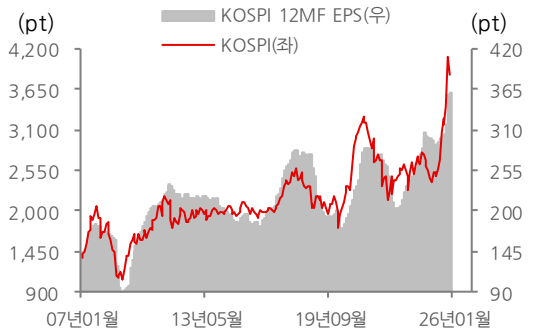
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 19: S&P500 12MF PER 22.2x



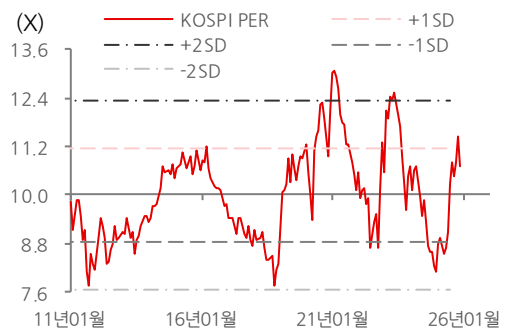
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 20: KOSPI 12MF EPS, 반도체 상향 조정 중



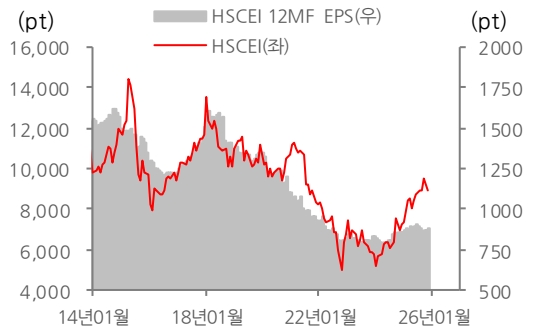
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 21: KOSPI 12MF PER 10.7x



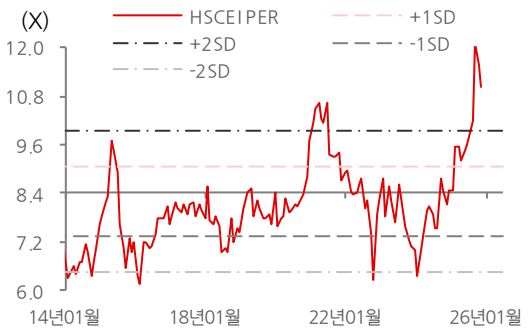
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 22: HSCEI 12MF EPS 정체가 지속



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 23: HSCEI 12MF PER 11.0x



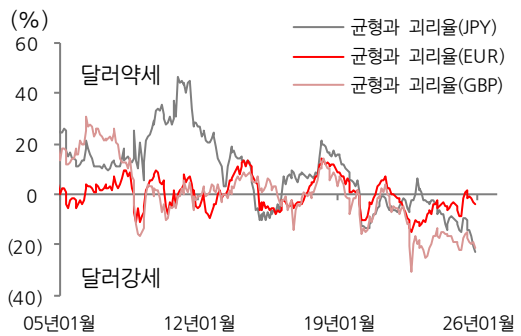
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Sentiment: 환율, Big-tech 거품에 대한 우려

12월 미국 금리인하 여부는 외환시장에 중요한 변수로 작용할 전망이다. 금리인하 가능성이 약화되면서 달러화 강세가 진행 중
인데, 특히 엔화와 원화의 가치하락이 두드러지게 진행 중이다. 상대적으로 유로화, 위안화 등은 안정적으로 유지되고 있다. 일본 엔화는 금리인상이 지연될 가능성이 높아지고, 일본정부가 엔화약세를 유도하고 있다는 점이 차별적이다. 미국과 중국 경제지표는 시장 예상치 수준에서 큰 변화가 없는 상황이다.

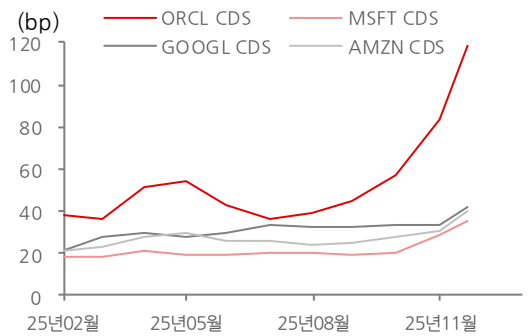
한국은 3Q25 earnings가 반도체 실적개선에 힘입어 시장 예상치를 크게 상회한 상황이다. 10월에는 반도체 가격인상과 원유가격하락, 원/달러환율 상승 영향으로 교역조건이(수출입물가지수) 크게 개선된 점이 기업실적에 우호적인 환경이다. 다만 실적개선이 반도체에 의존하는 가운데, AI투자를 위한 자금조달이 늘어나면서 미국 Big-tech에 대한 우려로 나타나고 있다는 점이 변수다(신용등급이 낮은 기업의 CDS premium 상승).

Fig. 24: 미국 금리인하가 외환시장 변수



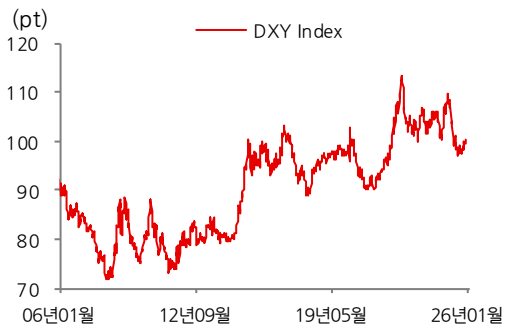
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 25: Big-tech CDS premium 상승 중



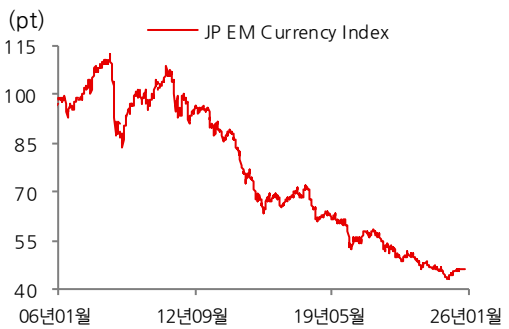
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 26: 미국 금리인하에도 달러가치 상승 전환



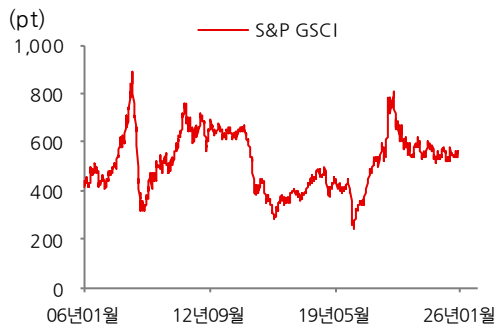
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 27: 신흥국 통화가치는 반등 이후에 소강국면



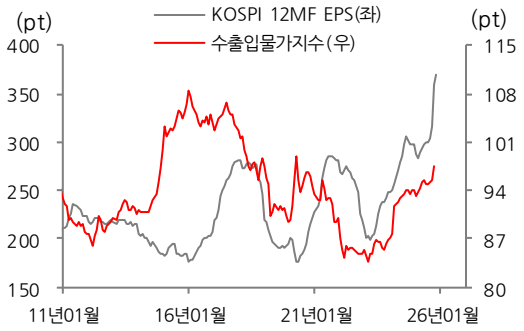
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 28: S&P Goldman Sachs Commodity Index



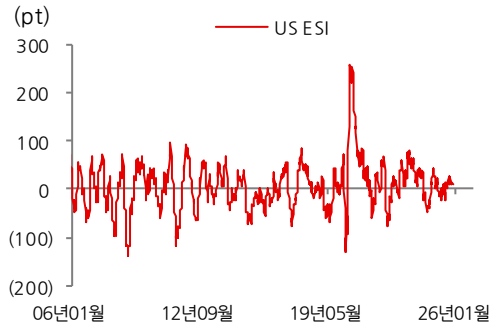
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 29: 반도체, 원유, 환율로 수출입물가지수 상승



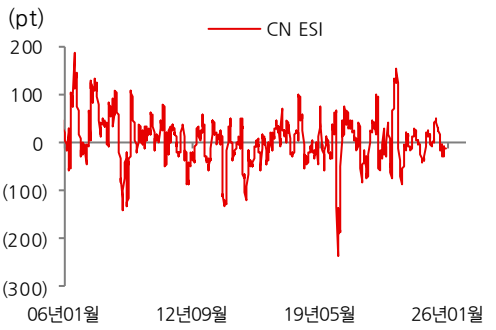
자료: 관세청, 한국은행, BNK투자증권

Fig. 30: 미국 ESI 낮아진 예상치를 충족



자료: Citigroup, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 31: 중국 ESI는 시장 예상치를 소폭 하회



자료: Citigroup, Bloomberg, BNK투자증권

이 자료에 게재된 내용들은 본인들의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 조사분석 자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정으로 실제와 차이가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포할 수 없습니다. 이 자료는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

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 국제금융로 2길 24 (여의도동) 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

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