리스크 관리 영역에 도달

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

반도체 earnings는 긍정적이나, 리스크 관리를 고려해야 할 시점

4Q25 삼성전자 영업이익이 20조원으로 급증하면서 반도체 중심의 시장 흐름이 유지 중이다. 미국 AI투자를 주도하고 있는 기업은 Amazon, Google, Meta, Microsoft다. 이런 관점에서 DJI에 포함된 30개 기업과 Google, Meta를 포함한(DJI+로 표기) Capex와 반도체 3사 Capex를 비교할 필요가 있다. 분기별 Capex를 살펴보면 AI투자는 3Q24부터 급증했으나, 반도체 Capex는 이보다 5분기나 늦은 4Q25부터 증가 중인 것으로 나타난다.

반도체 Capex가 지연되면서 현물가격 급등으로 이어졌는데, 이는 일반적인 commodities 시장과 유사하다. 비탄력적인 공급곡선으로 인해 일시적으로 반도체 가격 급등이 진행되는 것으로 볼 수 있는데, 2Q26~3Q26년부터 반도체 공급이 증가하면서 하반기부터는 수급 불균형이 완화될 것으로 예상한다. 비탄력적인 공급곡선에서는 수요와 공급 변화에 따라서 가격이 급등락할 수 있다는 점을 고려해야 할 것이다.

12월 미국 고용시장은 실업률 하락에도 불구하고 비농업취업자수가 5만 명 증가에 그치면서 부진한 흐름을 이어갔다. 다만 소비자물가 안정으로 실질소득증가율은 소폭 개선될 전망이다. 3Q25 미가계부채비율은 11.7%를 기록하면서 1970년 이후 최저치를 경신했다. 다만 미가계순자산 증가가 대부분 주가상승에서 비롯됐다는 점은 주의할 부분이다. 만일 주가하락이 진행된다면 소비 둔화를 야기할 수 있기 때문이다.

반도체 실적상향으로 KOSPI 12MF PER에는 큰 변화가 없으나, 12MF PBR은 K-IFRS 도입 이후 가장 높은 수준까지 상승했다. 명목GDP대비 시가총액을 나타내는 한국 Buffett지수는 158.4%로 세계평균보다 30.5%p나 높은 수준까지 상승했다. 현재 KOSPI는 1999년과 2007년 최고치를 연결한 장기 추세선을 넘어선 상황이다. 미국 IT버블과 중국 산업재, 소재 버블 영역을 넘어선 것으로 볼 수 있다. 긍정적인 반도체 실적전망에도 불구하고 리스크 관리를 고려할 수밖에 없는 이유다.

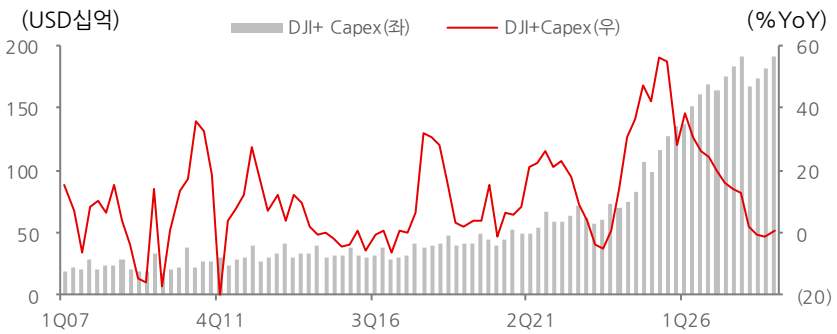
Ⅰ. 리스크 관리 영역에 도달

반도체 Capex 지연이 가격 급등을 초래

4Q25 삼성전자 영업이익이 20조원을 기록하면서 시장 예상치를 상회했다. 우리는 DRAM ASP가 22%QoQ 증가했을 것으로 추정하는데, 1Q26에도 유사한 가격상승이 진행될 가능성이 높다. 이로 인해 2026년 삼성전자, SK하이닉스 영업이익이 100조원을 훌쩍 넘어설 것이라는 전망이 우세한 상황이다.

우리는 '2026 macro key-words'을 통해 DJI에 포함된 30개 기업들을 대상으로 연도별 Capex 투자와 반도체 3사의 Capex를 비교한 바가 있다. 이를 기준으로 2026년 상반기까지는 반도체 공급부족이 지속될 가능성을 언급한 바가 있다. 이번 자료에서는 DJI에 포함된 30개 기업과 AI투자가 많은 Google, Meta를 포함해(DJI+로 표기) 분기별 Capex를 살펴보고자 한다.

Fig. 1: 미국 Capex는 3Q24부터 급증, 증가율은 4Q25년부터 둔화 중

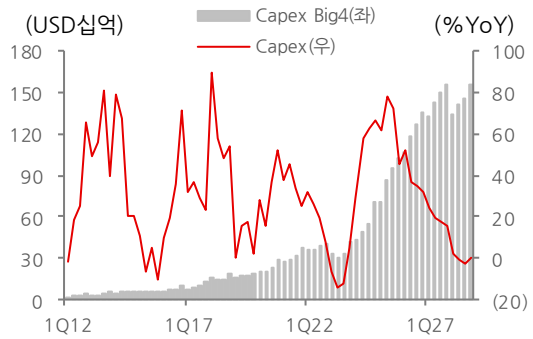


자료: Bloomberg, BNK투자증권
주: DJI+는 Dow 30개 종목에 Google, Meta를 합산

DJI+ Capex는 2Q24 USD743억에서 3Q24 USD821억으로 급증한 이후에 가파른 증가세를 보이면서 4Q25에는 USD1,362억으로 급증했다. 전년대비 Capex증가율을 기준으로 보면 2Q25 56.4%YoY, 3Q25 55.2%YoY를 기록한 이후에 4Q25에는 28.1%YoY로 둔화된 상태다. 1Q26에는 38.5%YoY까지 반등한 이후에 4Q26에는 24.5%YoY로 둔화될 것으로 예상된다. 4Q27년까지 DJI+ Capex는 USD1,910억까지 증가한 이후에 2028년부터는 소폭 감소할 것으로 전망된다.

DJI+ 기업 중에서 Capex가 빠르게 증가한 기업은 Amazon, Google, Meta, MSFT 순이다. 이들 Big4의 Capex는 2Q24 USD487억에서 4Q24 USD704억으로 증가했고, 4Q25 USD1,021억으로 증가했을 것으로 추정된다. 4Q26과 4Q27에는 각각 USD1,350억, USD1,564억까지 증가한 이후에 2028년부터는 정체될 것으로 전망된다.

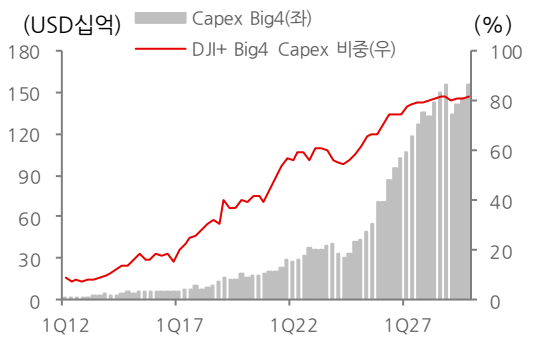
Fig. 2: Big4 Capex는 높으나, 증가율은 둔화



자료: Bloomberg, BNK투자증권

주: Big4는 MSFT, AMZN, Google, Meta

Fig. 3: Big4 Capex가 80%에 달할 전망



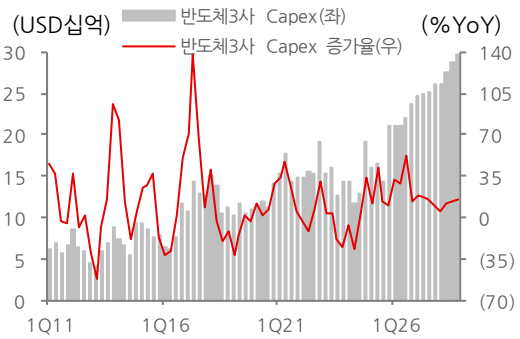
자료: Bloomberg, BNK투자증권

DJI+와 Big4의 Capex 흐름이 거의 동일한 것으로 나타나는데, 이는 AI를 중심으로 한 투자 증가를 그대로 반영한 것이다. 실제로 Big4의 Capex가 DJI+ 전체 Capex에서 차지하는 비중은 4Q25 74.9%까지 상승했는데 2026년에는 78.7%, 2027년에는 81.3%로 높아질 전망이다. 이러한 숫자들을 기반으로 할 경우 현재 DJI+ Capex 투자 증가가 AI에 국한된 것으로 볼 수 밖에 없다.

반면에 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론 테크놀로지 반도체3사의 Capex는 4Q25부터 본격적으로 늘어나기 시작했다(Big4를 중심으로 DJI+ Capex 투자가 3Q24부터 증가한 점을 고려하면 5분기 시차가 발생). 반도체3사의 Capex는 2024년 -0.8%YoY로 부진했고 2025년에는 17.4%YoY 증가에 그쳤으나, 2026년에는 29.5%YoY를 기록할 전망이다. 2027년과 2028년에도 각각 14.7%YoY, 11.3%YoY 증가할 것으로 추정된다.

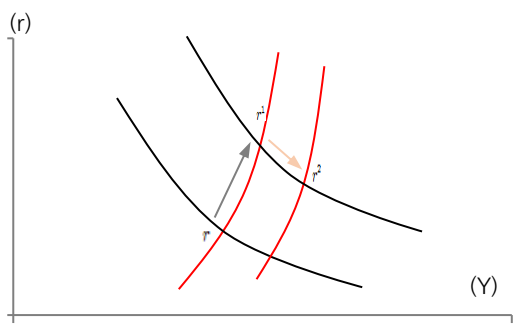
2025년 8월 DRAM 현물가격은 USD6 초반에서 형성됐으나, 현재는 USD32까지 급등한 상황이다. 불과 4~5개월만에 현물가격이 5배 수준으로 급등한 것인데, 이는 반도체시장이 commodities의 성격이 강하다는 점을 반증한다. 그림5에서 보는 바와 같이 commodities 시장은 수요 증가가 빠르게 진행될 경우 비탄력적인 공급곡선으로 인해 일시적으로 가격이 급등하고($r^1 \uparrow$), 이후에 공급이 증가하기 시작하면서 하향 안정화되는($r^2 \downarrow$) 속성이 있다.

Fig. 4: 반도체 Capex는 4Q25부터 본격 증가 중



자료: Bloomberg, BNK투자증권
주: 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론 테크놀로지 합산

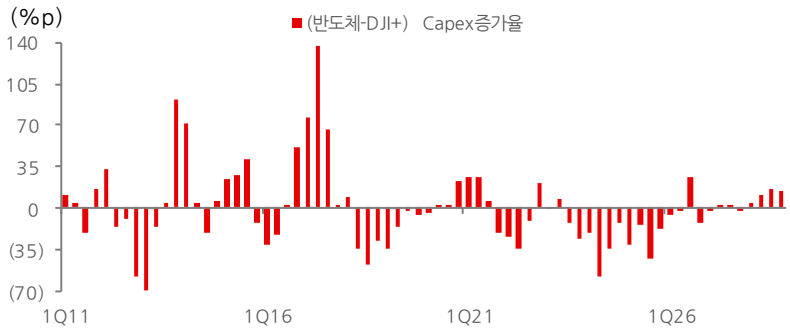
Fig. 5: 비탄력적 공급곡선이 반도체가격 급등을 초래



자료: BNK투자증권

DJI+와 반도체 3사의 Capex가 5분기 시차를 두고서 진행되면서 공급 부족이 지속되는 상황이다. 분기별 Capex 투자증가율을 기준으로 할 경우 3Q25에 반도체 공급 부족이 가장 두드러졌으며, 4Q25부터는 공급 부족이 다소 완화되는 상황이다. 예상대로 Capex 투자가 진행될 경우 2Q26부터는 반도체 공급 부족이 크게 완화되고 3Q26에는 일시적으로 공급 증가가 수요 증가를 앞지를 것으로 예상된다. 2027년에는 반도체 수요와 공급이 균형을 맞추는 가운데, 2028년부터는 수요가 정체되면서 공급이 더 빠르게 증가할 것으로 예상된다.

Fig. 6: 반도체 Capex가 증가하면서 공급부족 사태는 완화될 전망

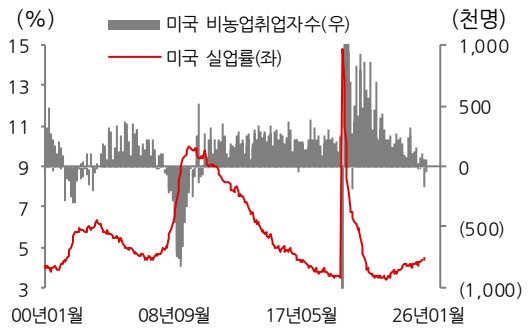


자료: Bloomberg, BNK투자증권
주: 반도체 Capex 증가율 – DJI+ Capex 증가율

고용 부진을 주가상승으로 메꾸는 미국

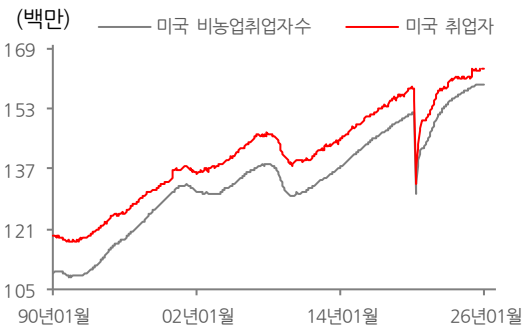
12월에도 미국 고용시장 부진은 지속됐다. 실업률이 4.4%로 전월대비 0.1%p 하락했으나, 비농업취업자수는 5만 명에 그쳤다. 2025년 미국 비농업취업자수는 58.4만 명에 그치면서 2024년 201.2만 명의 29% 수준으로 하락했다. 2025년 미국 비농업취업자수 급감은 관세에 따른 불확실성, AI투자 확대에 따른 신규 채용 부진에 따른 것으로 해석된다. 비농업을 제외한 취업자수는(농림어업) 182.2만 명 증가한 것으로 나타난다.

Fig. 7: 비농업 부진에도 실업률은 하락



자료: 미 노동부, BNK투자증권

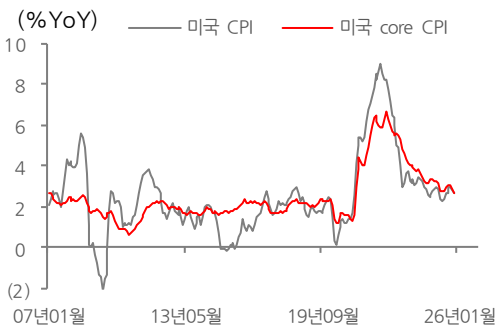
Fig. 8: 2025년 비농업취업자수 58.4만 명에 그쳐



자료: 미 노동부, BNK투자증권

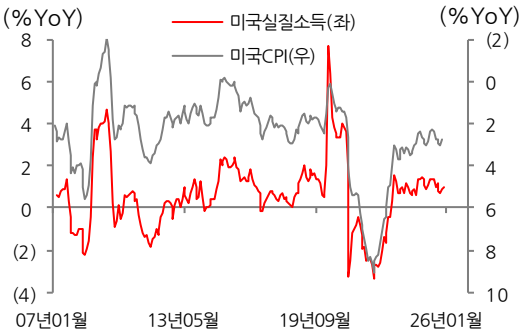
금주에는 12월 미국 소비자물가 발표가 예상돼 있는데, 시장 consensus는 2.8%YoY로 예상되고 있다. 11월 예상외로 소비자물가가 2.7%YoY로 둔화됐는데, 큰 변화가 없을 것으로 보인다. 12월 소비자물가와 임금상승률을 고려한 실질소득증가율은 1.0%YoY로 소폭 개선될 가능성이 크다.

Fig. 9: 12월 소비자물가 2.8%YoY로 예상



자료: 미 노동통계국, BNK투자증권

Fig. 10: 실질소득 1.0%YoY로 소폭 반등 예상



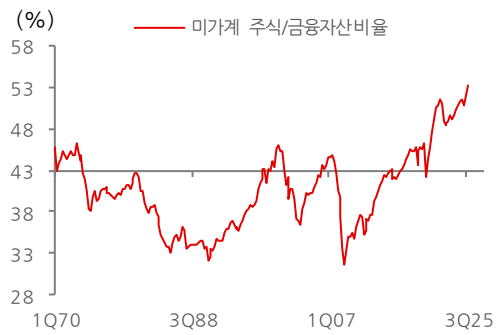
자료: 미 노동통계국, BNK투자증권

3Q25 미국 가계순자산은 USD181.63조 2Q25대비 USD6.06조 증가하면서 사상 최대치 흐름을 이어갔다. 가계순자산이 증가하면서 가계부채비율은 11.7%로 1970년 이후 가장 낮은 수준까지 하락했다. 가계순자산 증가와 가계부채비율 하락은 미국 가계의 재무상태가 역사적으로 가장 건전한 상태를 유지하고 있다는 의미다.

Fig. 11: 3Q25 미국 가계부채비율 11.7%로 하락

자료: FRB, BNK투자증권

Fig. 12: 주가상승이 가계순자산 개선을 설명



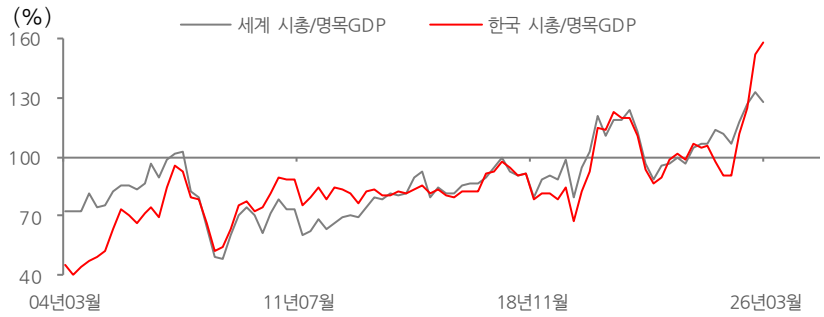
자료: FRB, BNK투자증권
주: (뮤추얼펀드+기업+비즈니스 주식)/가계금융자산

그러나 3Q25 가계순자산 USD6.06조 증가 중에서 금융자산이 USD6.44조를(주식평가금액 USD5.12조 증가) 차지한 점은 주목해야 할 부분이다. 왜냐하면 금융자산 증가를 제외할 경우 가계순자산이 오히려 줄어들었다는 의미이기 때문이다. 특히 미국 가계순자산 증가가 주가상승에 따른 결과다. 전술한 대로 미국 고용시장 부진이 이어지고 있으나, 금리인하에 대한 기대감으로 인해 주가상승이 가계순자산을 지탱해주고 있다는 것이다. 향후에도 고용시장 부진이 이어질 가능성이 높은 만큼 주가상승이 지속돼야 현재의 소비 수준이 유지될 수 있다는 전제조건이 필요한 상황이다.

리스크 관리를 고려해야 할 시점

4Q25 삼성전자 영업이익이 20조원을 기록한 상태에서 연초에도 반도체 고정거래가격 상승이 지속되면서 실적전망이 상향 조정 중이다. 반도체 실적 상향으로 인해 KOSPI 12MF PER은 10.5x 수준에 머물러 있다. 그러나 KOSPI 12MF PBR이 1.40x를 넘어서면서 2011년 K-IFRS 도입 이후 최고치에 도달했으며, KOSPI와 KOSDAQ 시가총액이 4,300조원까지 급증했다는(2026년 예상 명목GDP 2,715조원을 기준으로 하더라도 158.4%로 사상 최고치를 경신) 점은 부담이다. 현재 세계 시가총액/명목GDP 비중(Buffett Index) 127.8%이라는 점을 고려하면 한국시장은 이보다 30.5%p 높은 수준이다.

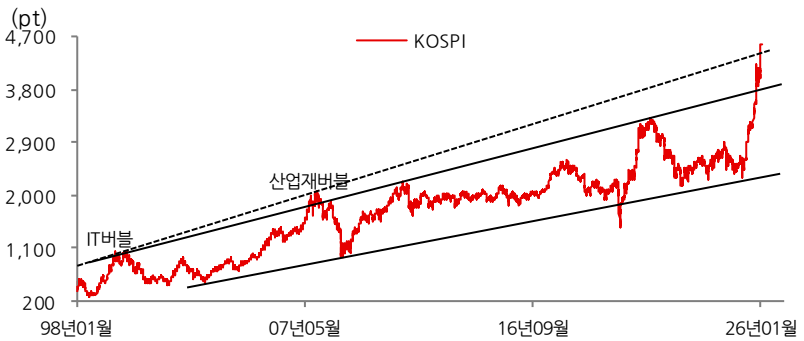
Fig. 13: 한국 Buffett 지수는 세계평균보다 30.5%p 높은 수준까지 상승



자료: IMF, Bloomberg, BNK투자증권

아래 그림은 1998년 이후 KOSPI 장기 추세를 나타낸 것이다. 실선으로 표기된 추세선은 일반적인 경기변동에서의 저점과 고점을 나타낸 것이고, 사선으로 표기된 추세선은 비정상적인 주가상승 국면에서의 장기 추세선을 나타낸 것이다. 현재 KOSPI는 2000년 미국 IT버블과 (KOSPI 고점은 1999년말) 2007년 중국 산업재, 소재 버블을 기준으로 한 장기 추세선을 넘어선 상황이다.

Fig. 14: KOSPI 장기 추세는 1999년, 2007년의 최고치를 연결한 영역



자료: KRX, BNK투자증권

비록 반도체 earnings 상향 조정이 가파르게 진행되는 국면이나, 현재 KOSPI 수준은 장기 추세를 고려하면 부담스러울 수밖에 없는 상황이다(KOSPI 12MF PBR, Buffett 지수도 마찬가지). 이런 까닭에 현재 시점에서는 주가상승에 편승하기보다는 리스크 관리를 병행해야 할 것으로 판단한다.

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