GDP, FOMC, 순환매

IT버블에 도달한 IT valuation, 순환매는 어디로 갈까?

4Q25 한국 경제성장률은 -0.28%QoQ로 예상외로 부진했다. 경제성장률 부진은 순수출과 민간투자 위축에 따른 것으로 나타난다. 4Q25 수출금액은 2.8%QoQ 증가했으나, 수출물량은 2.1%QoQ 감소했다. 이는 수출증가가 반도체 가격상승에 의존했음을 보여준다. 건설투자는 건설경기침체가 지속되고 있음을 보여줬고, 설비투자도 전년대비 감소했다. 다만 2026년 반도체를 중심으로 설비투자 증가에 대한 기대감은 유효해 보인다.

금주 FOMC에서는 2025년 75bp 금리인하를 단행한 상태라 금리동결이 유력하다. 3Q25 미국 경제성장률은 순수출 개선으로 높은 수준을 유지하고 있다. 그러나 개인소비, 민간투자, 정부지출 등이 일제히 둔화 추세를 이어가고 있다. 실업률이 높은 수준까지 상승한 상황에서 4Q25 소비자물가가 예상을 하회함에 따라 2026년 추가 금리인하 가능성은 여전히 높은 상태다. 다만 연초 물가상승에 대한 점검이 필요해 보인다.

KOSPI 5,000pt에 도달한 가운데, earnings season이 진행 중이다. 양적인 측면에서 4Q25 KOSPI200 영업이익은 47.9%YoY 증가할 것으로 예상된다. 이는 삼성전자, SK하이닉스 영업이익이 전년대비 21.8조원 증가할 것으로 추정되기 때문이다. 12월 수출물가지수가 5.5%YoY를 기록했는데, 이는 반도체 물가지수가 57.5%YoY 상승했기 때문이다. 1Q26에도 반도체 가격상승이 진행 중이라는 점에서 수출물가지수에는 긍정적이다.

그러나 KOSPI 전기전자업종 PBR이 2000년에 기록한 사상 최고치를 넘어섰다는 점은 valuation 부담으로 작용할 수 있다. 즉 반도체가 기업실적 상향을 주도하는 상황임에도 향후 valuation 부담과 충돌이 불가피할 전망이다. KOSPI 5,000pt 도달에 따른 이익실현 매물도 고려의 대상이다. 여전히 주식시장의 유동성이 풍부한 상황이라는 점에서 그동안 상대적으로 소외됐던 KOSPI 중형주, 소형주, KOSDAQ 시장에 대한 관심이 커질 수 있는 이유다.

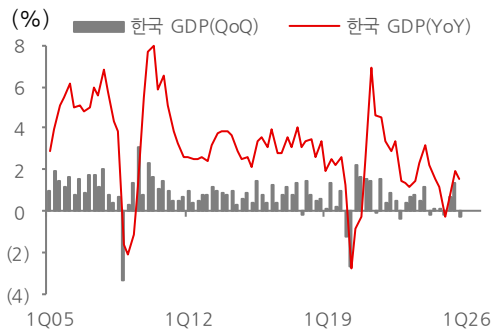
BNK리서치센터
김성노
매크로/전략
ksn0909@bnkfn.co.kr
(02)3215-7568

Ⅰ. GDP, FOMC, 순환매

경제성장률 부진은 순수출, 민간투자 때문

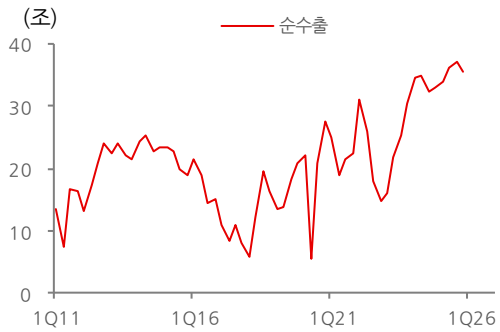
4Q25 한국 경제성장률은 -0.28%QoQ, 1.5%YoY로 예상보다 부진한 모습을 보였다. 4Q25 부진으로 인해 2025년 경제성장률은 가까스로 1.0%YoY를 기록했다. 우리는 2026년 경제성장률이 2.0%YoY를 달성하기 위해서는 1Q26 경제성장률이 극적인 반전을 보여야 할 것으로 판단한다.

Fig. 1: 4Q25 GDP -0.28%QoQ로 부진



자료: 한국은행, BNK투자증권

Fig. 2: 4Q25 순수출 전분기 대비 1.5조원 감소

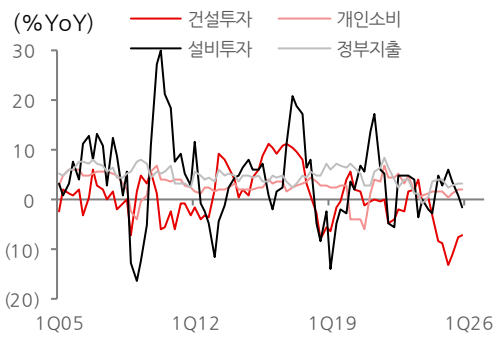


자료: 한국은행, BNK투자증권

4Q25 경제성장률 부진은 크게 두가지 때문이다. 첫째, 순수출이 전분기 대비 1.5조원 감소하면서 예상외로 부진했기 때문이다. 4Q25 수출은 2.1%QoQ 감소한 반면에 수입 감소율은 1.7%QoQ에 머무르면서 순수출이 악화된 것이다. 수출과 수입이 동반 감소한 것은 추석연휴가 10월에 집중됐기 때문으로 해석할 수 있을 것이다. 금액기준으로 보면 4Q25 수출은 2.8%QoQ 증가한 반면에 수입은 0.2%QoQ 감소했다. 실질 수출물량이 감소한 반면에 반도체 가격상승으로 인해 명목 수출금액이 증가한 것으로 볼 수 있다.

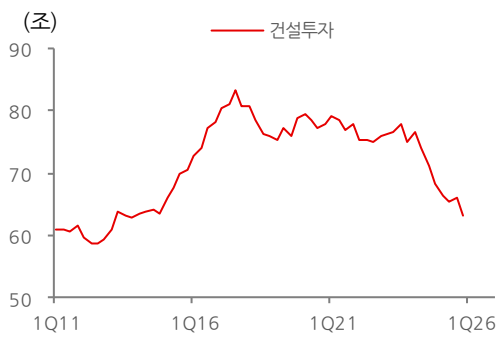
둘째, 건설투자 침체가 지속되는 가운데, 설비투자마저 감소세로 전환했기 때문이다. 건설투자 증가율은 -7.4%YoY로 감소세가 줄어들고 있으나, 실질 건설투자는 지속적으로 감소 중이다. 건설투자 감소율 둔화는 기저효과에 따른 것일 뿐, 건설투자 부진은 지속되고 있는 것을 알 수 있다.

Fig. 3: 설비투자와 건설투자가 동반 부진



자료: 한국은행, BNK투자증권

Fig. 4: 건설투자 부진이 이어지고 있는 상황



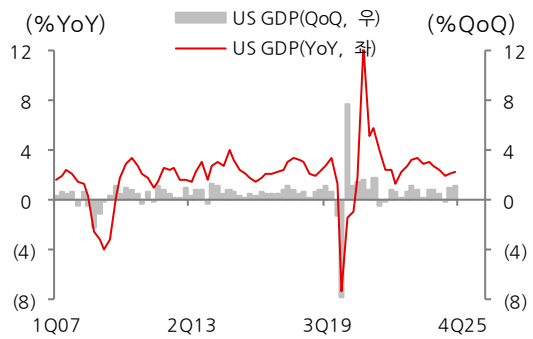
자료: 한국은행, BNK투자증권

설비투자도 전분기 대비 1조원(-1.8%QoQ, -1.7%YoY) 감소한 것으로 나타난다. 반도체 경기호황에도 불구하고 2025년까지는 설비투자가 부진한 상태다. 그러나 2026년 삼성전자와 SK하이닉스 capex가 각각 9조원, 8조원 증가할 것으로 추정되는 만큼 향후 설비투자가 회복될 것으로 기대할 수 있을 전망이다. 또한 1월에 반도체 장비 수입이 크게 증가하고 있다는 점도 긍정적이다.

FOMC, 큰 변화는 없을 전망

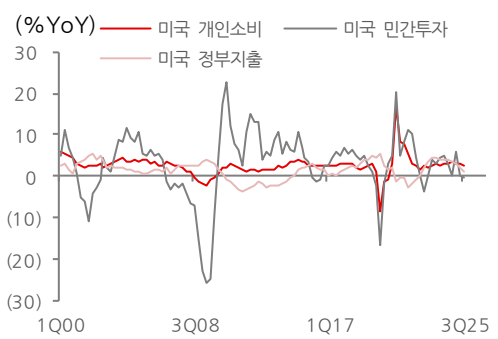
3Q25 미국 경제성장률이 속보치보다 개선된 4.4%QoQ연율로 발표됐다. 그러나 개인소비, 민간투자, 정부지출 등 지출항목별로 보면 일제히 둔화되는 추세가 유지 중이다. 특히 민간투자증가율은 -0.2%YoY를 기록하는 등 미국도 민간투자 부진이 이어지고 있는 상태다. 민간투자 부진은 곧바로 고용시장에 부정적으로 작용할 수밖에 없다. 지출항목별로 부진한 경제성장에도 불구하고 관세에 따른 수입 감소가 순수출 개선으로 이어지는 상태다.

Fig. 5: 미국 경제성장률 개선됐으나



자료: BEA, BNK투자증권

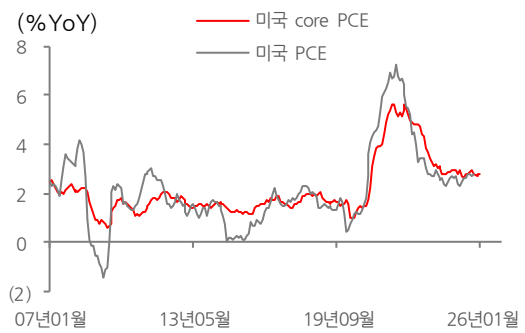
Fig. 6: 미국 지출항목별 성장률은 둔화 중



자료: BEA, BNK투자증권

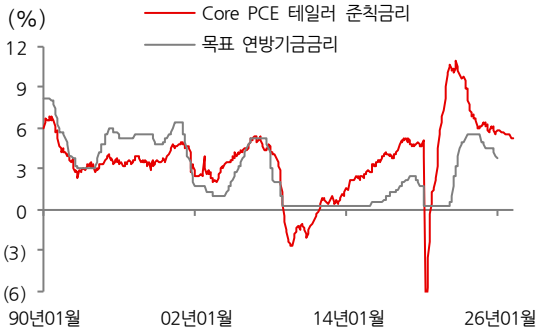
2025년 10~11월 PCE가 발표됐는데, 소비자물가와 유사한 패턴을 보이고 있다. 11월 core PCE는 2.8%YoY를 기록했는데, 2026년 상반기까지는 현재 상황에서 큰 변화가 없을 것으로 예상된다. 실업률과 core PCE를 기준으로 2025년 11월 Taylor 준칙금리는 5.69%까지 하락했는데, 12월에는 5.80%로(12월 실업률 하락을 기준으로) 추정된다.

Fig. 7: 미국 core PCE 2.8%YoY



자료: BEA, BNK투자증권

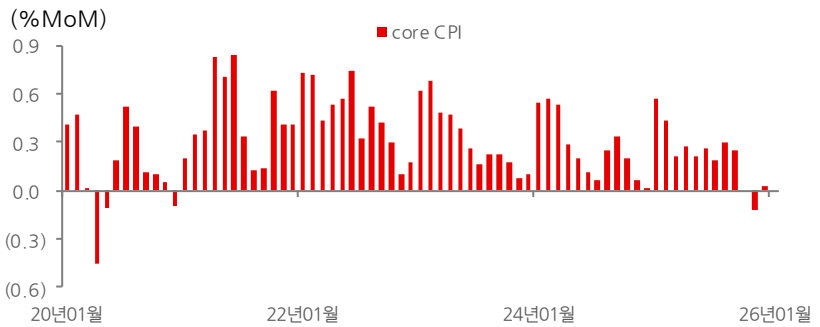
Fig. 8: 2025년 Taylor 준칙금리는 5.8%로 추정



자료: FRB, BEA, BNK투자증권
주: 2026년 Taylor 준칙금리는 시장 consensus를 기준으로 추정

2025년말 Taylor 준칙금리가 기존 예상치인 6.00%보다 낮은 5.80%를 기록할 것으로 예상되나, 금주 FOMC에서 당장 금리인하를 단행할 가능성이 낮은 상태다. 이론금리 하락이 진행중이나, 연초에 소비자물가가 상승하는 것이 일반적이기 때문에 물가 수준에 대한 점검이 필요하기 때문이다.

Fig. 9: 연초에 서비스, 상품 물가지수 상승폭이 확대되는 것이 일반적

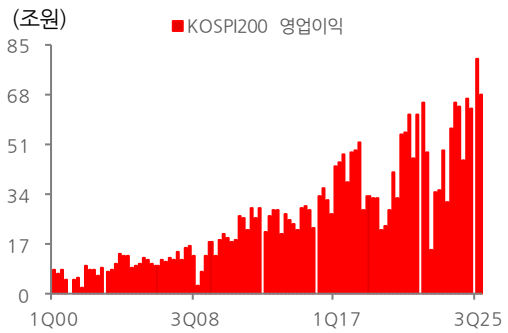


자료: 미 노동통계국, BNK투자증권

IT버블에 도달한 IT, 순환매 가능성

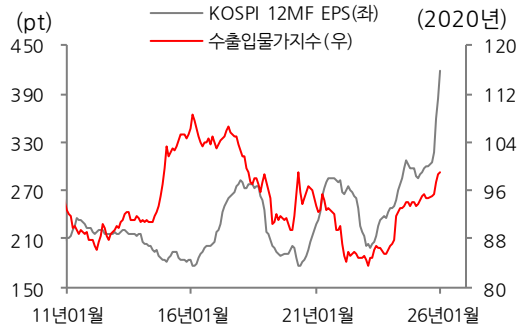
우리는 4Q25 KOSPI200 영업이익이 67.8조원으로 47.9%YoY 증가할 것으로 예상한다. 삼성전자, SK하이닉스 영업이익이 전년대비 21.8조원 증가할 것으로 추정되기 때문이다. 영업이익이 양적인 측면에서 보면 크게 증가하는데, 이는 반도체 호황에 따른 영향으로 볼 수 있을 것이다. 그러나 3Q25 영업이익 80.5조원에 비해서는 크게 줄어드는데, 이는 4분기마다 일회성 비용이 증가하기 때문이다.

Fig. 10: 반도체 효과에도 K200 영업이익 감소



자료: 전자공시시스템, BNK투자증권

Fig. 11: 반도체 가격상승으로 수출입물가 개선 중



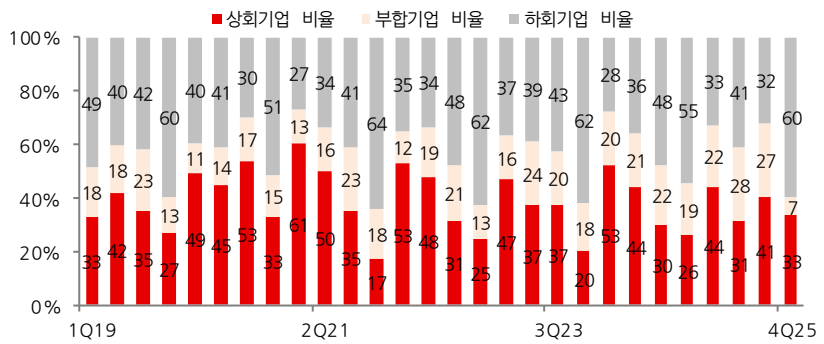
자료: 한국은행, Bloomberg, BNK투자증권

2025년 12월 수출입물가지수(수출/수입 물가지수) 상승 추세가 이어지고 있다는 점에서 1Q26에도 영업이익 개선 흐름은 유지될 것으로 예상한다. 2025년 수출물가지수 상승이(12월 기준 5.5%YoY) 반도체에 의존하고 있다는 점은 영업이익의 변동성을 키울 수 있는 요인이다. 2025년 12월 반도체 수출물가지수는 57.5%YoY 상승한 것으로 나타나는데, 이는 한국 수출물가지수 상승이 반도체에 전적으로 의존하고 있다는 의미다.

1Q26에도 반도체 공급가격이 상승세를 유지함에 따라 당분간 수출입물가지수 개선 흐름은 유지될 것으로 예상한다. 그러나 4Q25 전분기 대비 수출이(GDP 항목에서) 감소했다는 점은 양적인(Volume) 성장이 없는 가운데, 반도체 가격상승에 따른 수출물가지수 상승으로 볼 수 있다. 전통적으로 양적인 성장과 가격상승이 어우러지는 것이 일반적인 경기회복 패턴인데, 현재는 양적인 성장이 없는 특정 산업의 가격상승에 의존하고 있기 때문에 글로벌 경기회복 신호로 인식하기에는 부족하다.

4Q25 KOSPI200 영업이익 개선에도 불구하고 earnings surprise보다는 earnings shock가 더 많을 것으로 예상된다. 아래 그림에서 보는 바와 같이 매년 4분기에는 earnings shock 비율이 압도적으로 높은 것으로 나타난다. 이는 기업들의 회계관행으로 인해 4분기마다 일회성 비용이 급증했기 때문이다.

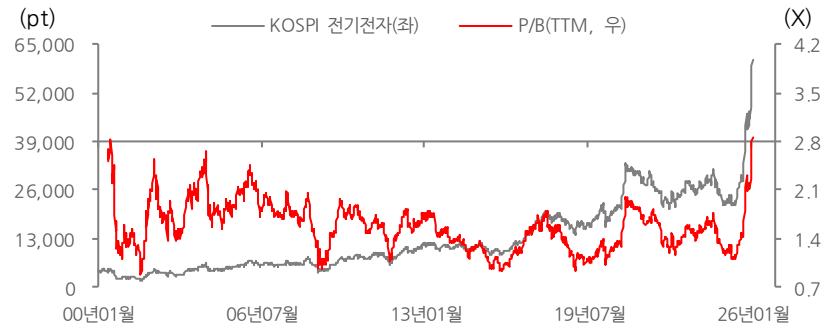
Fig. 12: 매년 4분기에는 실적이 시장 예상치를 하회하는 것이 일반적



자료: Quantiwise, BNK투자증권
주: 영업이익 ±5% 기준

삼성전자, SK하이닉스에 대한 가파른 실적 상향조정이 KOSPI PER valuation 부담을 낮춰주고 있는 것은 사실이다. 그러나 PBR을 기준으로 보면 전기전자업종은 역사적인 최고치에 도달한 상태다. 전기전자 trailing PBR은 2000년 6월부터 존재하는데, 현재 수준은 2000년 7월에 기록한 사상 최고치를 살짝 넘어서고 있다(12MF PBR은 2003년부터 존재).

Fig. 13: IT버블을 넘어선 전기전자 PBR



자료: Quantiwise, BNK투자증권

결론적으로 4Q25 양적인 영업이익 개선과 수출물가지수 상승을 주도하고 있는 것이 반도체를 중심으로 한 전기전자업종이라는 점을 부인할 수는 없다. 그러나 삼성전자, SK하이닉스에 대한 가파른 실적 상향조정에도 불구하고 PBR이 IT버블 당시의 최고치를 넘어섰다는 점에서 valuation 부담을 외면할 수도 없는 상황이다. 이러한 사실로 인해 전기전자업종은 earnings와 valuation이 충돌할 수밖에 없는 시점이다.

KOSPI 5,000pt 도달 이후 KOSDAQ 시장으로의 관심 이동에 대한 관심이 커질 수 있는 시점이다. 물론 KOSDAQ 시장은 PER, PBR valuation이 이미 2015년 이후 최고치에 도달한 상황이라는 점에서 투자매력은 크지 않은 것이 사실이다. 다만 2025년부터 KOSPI가 대형주만 상승하는 가운데, 소형주와 KOSDAQ 시장이 상대적으로 소외된 점은 사실이다. 그러므로 주식시장 유동성이 사상 최고라는 점에서 언제든지 순환매 가능성을 열어두는 것이 타당해 보인다.

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