제한적인 유동성은 어디로 움직일까?

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

흔들리는 글로벌 유동성, 안정적인 선택이 진행

캐빈 워시에 대한 매파적인 인식으로 인해 투기 상품가격이 요동치고 있다. 비트코인은 50% 급락했으며, 금과 은 가격도 변동성이 크게 확대되고 있다. 2025년 하반기부터 미국, 중국, EU 등 주요국의 M2증가율 상승 추세가 마무리되고 정체상태에 진입한 상황에서 연준 의장에 대한 평가가 투기 상품에 대한 가격 변동성 확대로 이어진 것이다.

한국 주식시장은 개인자금 유입이 진행되면서 유동성이 크게 확대된 상황이다. 유동성 유입으로 한국 시가총액이 5,000조원을 넘어서기도 했다. 반면에 외국인은 2월에만 11조원을 순매도했다. 연기금이 중립적인 스탠스를 유지할 경우 개인 유동성 유입은 반대로 외국인 매도로 귀결될 수밖에 없는 상황이다. 과거 KOSPI 상승국면에서 외국인 매도 추세가 이어졌다는 점을 고려하면 당분간 개인과 외국인의 매매 방향성은 뚜렷하게 엇갈릴 것이다.

알파벳에 이어 아마존도 2026년 AI투자를 크게 확대할 것으로 밝힘에 따라 엔비디아 등이 일제히 반등에 성공했다. 엔비디아는 이익전망이 상향 조정 중이나, 2025년 7월부터 주가가 정체되면서 12MF PER은 2023년 이후 가장 낮은 수준까지 하락했다. 지난주 반등은 valuation 매력이 부각된 것으로 볼 수 있다. 그러나 2월 들어서면서 일부 종목들의 이익전망 하향으로 필라델피아 반도체 12MF EPS는 소폭 감소 중이다.

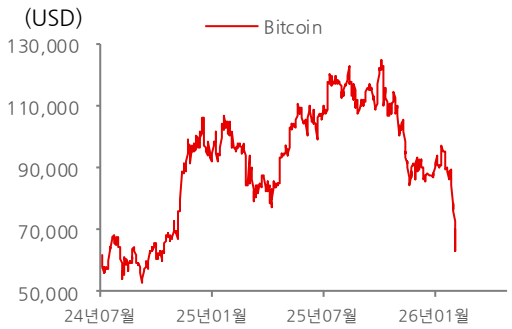
한국 전기전자, 반도체 업종 PBR은 2000년에 기록한 최고치를 넘어서면서 주가 변동성이 커지고 있다. 개인들의 매수세가 지속 중이나, 외국인 매도가 커진 것이 사실이다. 반도체에 대한 매매 공방이 이어지는 가운데, 글로벌 주식시장은 2025년 11월부터 성장주보다는 가치주가 outperform 중이다. 2023년부터 3년 동안 성장주가 outperform하면서 valuation 부담이 커졌기 때문이다. 이런 국면에서 상대적으로 저평가된 가치주로의 관심 이동이 진행 중인 것이다.

Ⅰ. 제한적인 유동성은 어디로 갈까?

흔들리는 글로벌 유동성, 개인 vs. 외국인 공방

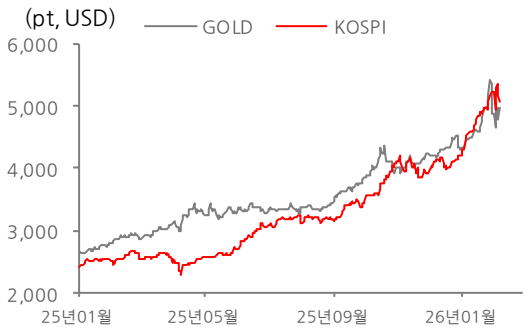
트럼프가 차기 FRB 의장으로 캐빈 워시를 지명한 이후 투기 자산으로 분류되던 시장이 급락하고 있다. 대표적인 투기 자산인 비트코인은 2025년 10월 고점대비 50% 급락했으며, 금과은 가격도 급락하고 있는 상황이다. 금리인하를 요구하는 트럼프 기대에도 불구하고 캐빈 워시 지명자의 성향이 매파적으로 평가되기 때문이다. KOSPI는 최근 1년간 금 가격과 비슷한 흐름을 보이면서 상승 속도가 가파르게 진행됐는데, 글로벌 유동성에 대한 우려가 외국인 매도로 이어지고 있다.

Fig. 1: Bitcoin 50% 급락한 이후 반등



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 2: 금값과 KOSPI는 동행 중

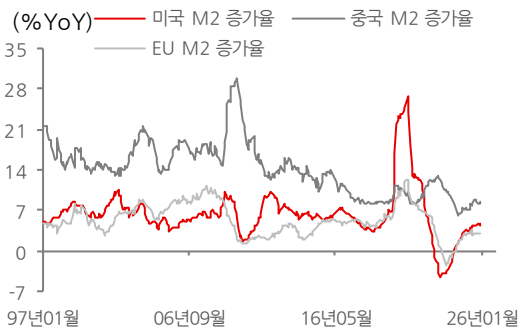


자료: Bloomberg, BNK투자증권

현재 주요국의 유동성 증가율은 정체 상태를 유지하고 있다. 미국은 2025년 9월부터 3차례 금리인하를 단행했으나, M2증가율은 4.6%YoY에서 정체 상태를 유지하고 있다. 중국은 상대적으로 높은 8.5%YoY를 기록 중이나, 이 또한 2025년 하반기부터는 정체 상태다. 유로존은 금리인하가 마무리된 이후에 M2 증가율이 정체 상태를 유지하고 있다.

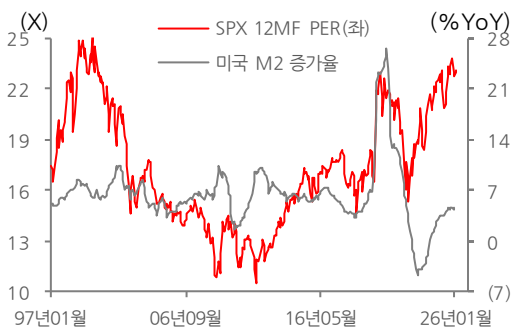
그림4는 미국 M2증가율과 S&P500 12MF PER을 나타낸 것이다. 2025년 하반기부터 S&P500 12MF PER은 23.0x 전후에서 형성되고 있다. 과거 S&P500 12MF PER은 M2증가율이 상승하는 국면에서 높아졌고, M2증가율이 둔화되는 국면에서 낮아지는 모습을 보였다. 우리는 2026년에도 FRB가 2차례 정도 금리인하를 단행할 것으로 전망되고 있다는 점에서 급격한 유동성 둔화는 없을 것이나, 유동성 증가율이 현재 수준보다 높아질 가능성 또한 제한적인 것으로 판단한다.

Fig. 3: 주춤해지는 주요국 유동성 증가율



자료: 각국 중앙은행, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 4: 미국 유동성 증가율과 PER



자료: FRB, Bloomberg, BNK투자증권

한국 주식시장의 유동성은 급격하게 팽창해 온 것으로 나타난다. 이는 실질고객예탁금과(고객예탁금에서 미수금, 신용융자를 제외한 금액) 주식형 펀드로의 자금이동이 활발하게 진행된 결과다. 이런 까닭에 당장에 주식시장 유동성 감소에 대한 우려는 제한적인 상황이다. 그러나 신용융자금액이 사상 최고치로 증가했다는 점은 주식시장이 하락국면으로 전환할 경우 반대매매를 야기할 수도 있다. 즉 당장의 유동성 증가는 긍정적이나, 주가하락이 이어진다면 오히려 부메랑이 될 수 있다는 점을 간과해서는 안될 것이다.

Fig. 5: 아직은 강력한 한국 주식시장 유동성

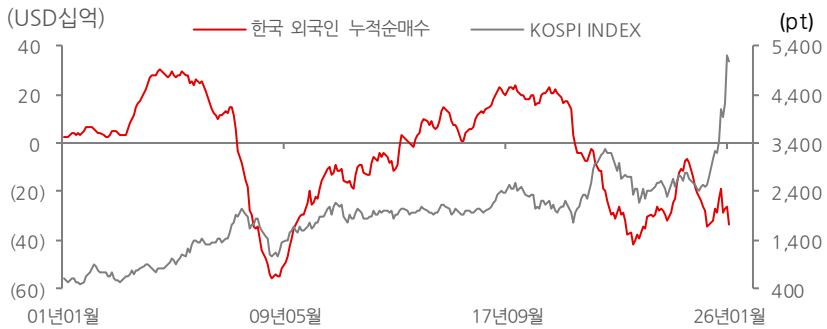
자료: 금융투자협회, BNK투자증권
주: 주식시장 유동성은 실질고객예탁금과 주식형 펀드 합계

Fig. 6: 신용잔고 급증은 잠재적인 부담 요인

자료: 금융투자협회, BNK투자증권

2월 들어서면서 한국시장에서 외국인은 11조원을 순매도한 것으로 나타난다. 개인 중심의 유동성 유입으로 인해 반대로 외국인은 매도로 대응할 수밖에 없는 상황이다(연기금은 중립적인 스탠스를 유지할 경우). 과거 경험으로 보면 KOSPI 상승 추세가 이어지는 국면에서 외국인 순매도가 추세적으로 진행됐다는 점을 고려하면 우리는 당분간 외국인 매도 추세가 이어질 것으로 예상한다.

Fig. 7: 개인 매수가 반대로 외국인 매도를 의미할 가능성이 높다

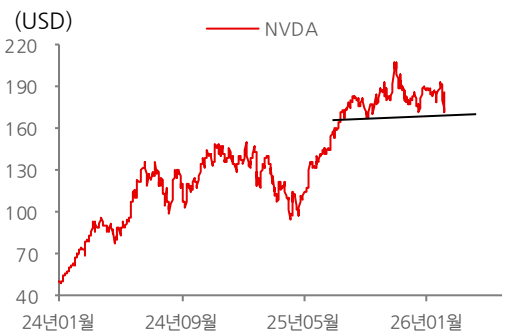


자료: Bloomberg, BNK투자증권
주: 달러기준

반도체 공방, 글로벌은 가치주가 선방 중

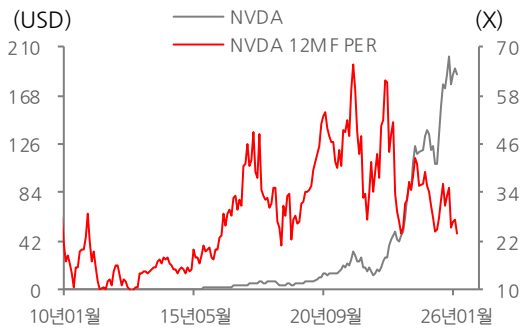
지난주 알파벳과 아마존이 실적을 발표하면서 Capex 계획을 대폭적으로 상향 조정했다(2025년 아마존, 알파벳, 메타, 마이크로소프트가 AI투자를 주도). 알파벳은 2026년 Capex를 당초 USD1,200억에서 USD1,750~1,850억으로, 아마존도 당초 USD1,500억에서 USD2,000억으로 상향 발표했다. 이러한 투자확대는 AI 관련기업에 있어서는 호재로 인식될 수 있으나, 비용증가에 대한 우려 또한 만만치 않은 상태다.

Fig. 8: Neck-line에서 반등에 성공한 엔비디아



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 9: 엔비디아 12MF PER은 23.9x

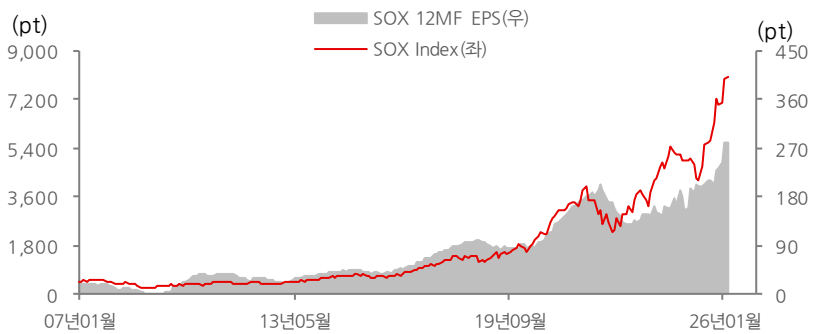


자료: Bloomberg, BNK투자증권

엔비디아 챠트를 살펴보면 2025년 7월부터 Head & Shoulder 패턴을 보이고 있다. 챠트상으로 보면 USD170이(Neck-line) 붕괴될 경우 추가 하락을 우려해야 할 시점이나, 지난주에 Neck-line에서 극적인 반등이 진행됐다. 엔비디아는 earnings 개선 추세가 이어지고 있어 valuation 매력이 부각된 것으로 판단한다. 현재 엔비디아 12MF PER은 23.9x 수준인데, 이는 AI 기대감이 반영되기 시작한 2023년 이후 가장 낮다(반면에 12MF PBR은 26.8x로 여전히 높은 수준).

알파벳과 아마존의 AI 투자확대는 반도체 업종에 긍정적인 영향을 미치는 변수다. 그럼에도 불구하고 2월 들어서면서 필라델피아 반도체지수의 12MF EPS가 소폭 하향 조정된 것으로 나타난다. 최근 인텔, 브로드컴을 중심으로 earnings 하향 조정이 진행 중이고, AMD도 실적 발표 이후 급락세를 보인 상태다.

Fig. 10: 필라델피아 반도체 12MF EPS 상승세는 주춤

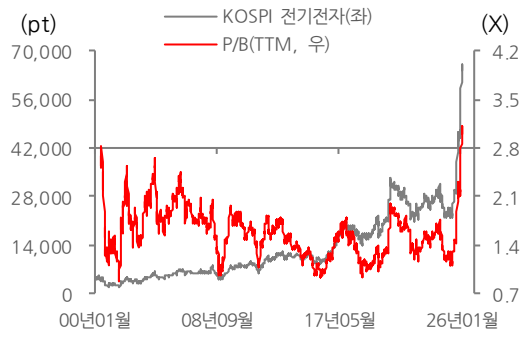


자료: Bloomberg, BNK투자증권
주: 브로드컴, 인텔 등 일부 종목을 실적 하향

반면에 한국 반도체에 가장 큰 영향을 미치는 마이크론 테크놀로지의 earnings 전망은 여전히 상향 조정 중인데, 이는 삼성전자, SK하이닉스에도 그대로 반영되고 있다. 다만 과거 경험으로 보면 earnings 정점보다 2~3분기 앞서 주가가 고점을 통과했다는 사실은 염두해 둬야 할 것이다.

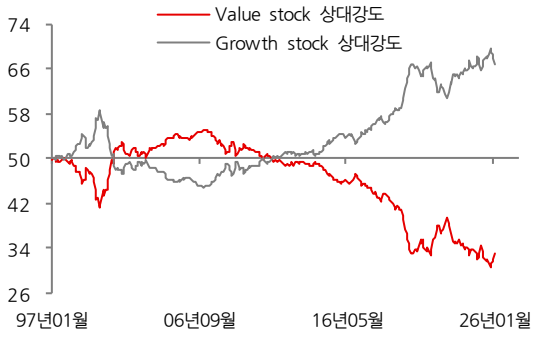
한국 전기전자, 반도체 업종의 PBR은 역사적 최고치에서 유지되고 있다. 전기전자업종 trailing PBR은 2.99x로 2000년에 기록한 최고치 2.83x를 넘어섰다. 전기전자업종 내에서 반도체의 경우 trailing PBR이 3.13x를 기록 중인데(1월에는 3.25x까지 상승), 이 또한 2000년 최고치인 3.09x를 넘어선 상황이다.

Fig. 11: IT버블을 넘어선 전기전자 PBR



자료: Quantiwise, BNK투자증권

Fig. 12: 25년 10월을 저점으로 가치주 outperform 중



자료: Bloomberg, BNK투자증권

2025년 9월부터 삼성전자, SK하이닉스 주가가 급등하면서 한국시장은 반도체를 중심으로 성장주에 대한 관심이 커진 상태다. 그러나 글로벌 주식시장은 2025년 10월을 정점으로 성장주 performance가 약화된 반면에 가치주가 오히려 outperform하는 상황이다. 전술한 대로 전기전자, 반도체 valuation이 역사적 최고치를 넘어섰다는 점을 고려하면 상대적으로 저평가된 업종으로 관심 이동을 고민해 볼 수 있다는 의미이기도 하다.

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