LEVES: 유동성, 지정학적 리스크에 따른 변동성 확대

유가상승의 도미노 우려, 한국 fund-flow는 단기매매

이란전쟁으로 인해 국제유가가 USD90을 넘어섰는데, 이는 2월 평균 WTI대비 40%MoM 상승한 것이다. 가솔린 등 연료비중 3.12%를 적용하면 미국 소비자물가 1.2~1.3%MoM 상승 요인이다. 원유가격이 전력가격 상승으로 직결되면서 전체 에너지가격(비중 6.383%) 상승으로 이어진다면 소비자물가 상승률은 2.5~2.6%MoM로 높아진다. 1월 미국 실질소득증가율은 1.3%YoY를 기록 중인데, 3월에 원유가격이 평균 USD90을 유지한다면 소비자물가 상승으로 실질소득증가율이 마이너스로 하락할 위험이 커진다는 의미다.

2022년 러시아, 우크라이나 전쟁으로 WTI가격이 60%HoH(21년말에서 22년 6월까지) 상승하면서 미국 소비자물가 원지수는 6.3%HoH 상승한 바가 있다. 러시아, 우크라이나 전쟁이 장기화 조짐을 보이면서 원유, 천연가스 가격상승을 촉발했다. 2022년과 달리 현재 원유시장은 초과공급 상태가 심화된 상황이라 이란전쟁이 단기간에 끝날 경우에 원유가격 하락으로 이어질 수 있다. 그러나 예상외로 장기전으로 이어진다면 원유가격 상승을 부추길 수 있어 stagflation에 대한 우려를 자극할 수 있다. 원유가격 상승은 소비자기대지수 하락으로 직결되고, 현재 미국 고용시장이 위축된 상황이라는 점에서 소비둔화로 인한 경기하강 위험을 키울 수 있다.

글로벌 주식시장의 기간조정이 길어지는 가운데 12MF EPS 상승으로 인해 valuation 부담은 완화된 상황이다. KOSPI는 반도체 기업실적 상향 조정으로 인해 PER이 9.2x까지 하락했다. 다만 반도체 PBR 3.6x는 2000년 IT버블 최고치보다 훨씬 높은 수준이다. 지난주 KOSPI 급등락 과정에서 ETF를 중심으로 사흘동안 일평균 15조원의 자금 순유출입이 진행됐다. 그동안 KOSPI 상승으로 인해 ETF를 중심으로 자금유입이 활발히 진행됐는데, 주가가 급락한 이틀동안 29.5조원이나 유출된 상황이다. 이런 현상은 fund-flow가 단기매매 위주로 진행되면서 KOSPI 변동성을 역사적으로 가장 높은 수준으로 끌어올린 배경으로 자리한다.

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

Chart로 보는 LEVES

LEVES: 유동성, 지정학적 리스크에 따른 변동성 확대

2025년 금리인하에도 불구하고 주요국의 M2증가율은 정체상태를 이어가고 있다. 반면에 한국은 주식시장으로의 자금유입이 진행되면서 주식시장 급등으로 이어졌다. 한국시장의 유동성 확대는 긍정적이나, 변동성이 역사적으로 가장 높은 수준까지 상승한 점은 주의해야 할 부분이다. 특히 ETF로 자금유입이 진행되면서 기관투자자가 주매수세력으로 부각된 점은 긍정적이나, 펀드투자도 단기매매 중심으로 진행되고 있다는 점은 변수다. 세계경제성장률은 미국, 중국을 중심으로 소폭 상향 중인데, 이란전쟁 상황에 따라서 인플레이션에 대한 우려가 존재한다.

원유시장의 초과공급을 고려할 때, 이란전쟁이 단기에 그친다면 물가나 세계경제에 큰 영향이 없을 것으로 예상된다. 다만 호르무즈 해협 봉쇄 등으로 장기화될 경우 산유국들의 수출제한으로 인한 부작용까지 고려해야 할 것이다. World, S&P500, H-share 12MF PER이 +2σ에 도달한 이후 조정국면이 이어지는 가운데, 12MF EPS 상향으로 valuation 부담은 완화되고 있다. KOSPI earnings 상향 조정되면서 PER 부담은 완화됐다. 그러나 실적개선이 반도체에 집중되고 있는 상황에서 반도체 PBR은 IT버블 수준을 크게 넘어섰다. 최근 미국 Big-tech CDS premium이 2025년 최고치를 넘어선 점도 체크해야 할 사항이다.

표1. LEVES 주요 이슈와 평가

구분	주요 이슈와 평가
Liquidity	미국 금리인하에도 불구하고 주요국의 M2증가율은 정체상태를 유지 중 주식형펀드, 실질고객예탁금이 사상 최대로 증가하면서 KOSPI 상승을 주도한 상황 ETF를 중심으로 한 기관투자자가 주매수세력으로 부상한 가운데, 외국인 매도 강화
Economy	2026년 미국, 중국을 중심으로 세계경제성장률은 소폭 상향 조정 중. 1~2월 미국 소비자물가가 2.4%YoY로 낮아졌으나, 이란전쟁으로 인한 물가부담이 커질 전망 한국 경제성장률은 2.0%YoY로 정상수준으로 회귀. 뚜렷한 상고하저 패턴을 예상
Valuation	미국과 글로벌 12MF PER이 +2σ에 도달한 이후에 valuation이 낮아지면서 +1σ로 하향된 상황. 한국시장은 반도체 이익전망 상향으로 PER이 역사적 평균 이하로 하락한 상황이나, PBR은 여전히 높은 수준을 유지 중
Earnings	S&P500과 글로벌 12MF EPS가 상향 추세를 유지 2025년 KOSPI200 순이익 210조원으로 사상 최대. 2026년에는 반도체 특수로 인해 114%YoY 증가할 전망(반도체 중심의 earnings 상향 조정)
Sentiment	이란전쟁으로 인한 지정학적 리스크가 대두. 원유시장이 초과공급 상태를 유지하고 있다는 점에서 이란전쟁이 단기간에 그칠 경우 영향은 제한적. 다만 장기화되고 산유국들의 원유수출에 차질이 발생할 경우 원유가격에 따른 부담이 커질 수 있음 AI 투자에 따른 자금조달 증가로 인해 주요 Big-tech 기업들의 CDS premium 상승

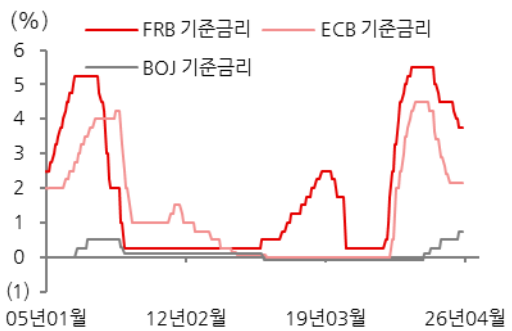
자료: BNK투자증권

Liquidity: 글로벌 유동성은 정체, 한국은 ETF가 단기매매의 수단

2025년 하반기 미국이 3차례 금리인하를 단행했으나, 주요국의 유동성 증가율은 정체상태다. 중국 M2증가율이 9.0%YoY로 높아진 반면에 미국과 유로존, 일본은 정체상태를 보이고 있기 때문이다. 2026년에도 미국이 2차례 금리인하를 단행할 가능성이 높다는 점은 긍정적이나, 금리인하가 유동성 증가로 이어질 지는 미지수다. 1~2월 미국 소비자물가가 2.4%YoY로 하향 안정된 점은 긍정적이나, 이란전쟁으로 인해 원자재 가격상승이 진행 중이라는 점에서 물가안정을 속단하기는 이른 시점이다.

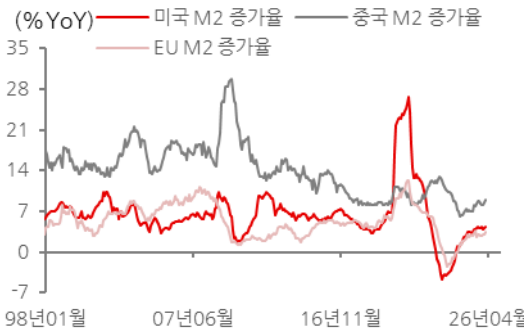
한국 주식시장의 유동성은 여전히 높은 수준을 유지하고 있다. 다만 지난주 주가가 급락하면서 이틀동안 ETF를 중심으로 대규모 환매가 발생한 점은(29.5조원) 주목해야 할 부분이다. 과거와 달리 개인들의 매매 방향성이 일시에 바뀔 가능성도 존재하기 때문이다. ETF를 중심으로 KOSPI, KOSDAQ 시장에서 기관투자자가 주매수세력으로 부각된 상황이다.

Fig. 1: 미국 금리인하, 일본 금리인상



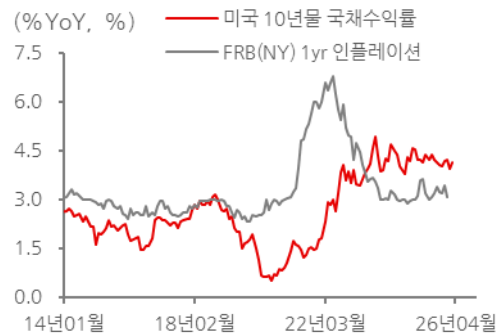
자료: 각국 중앙은행, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 2: 선진국 유동성은 정체상태로 진입



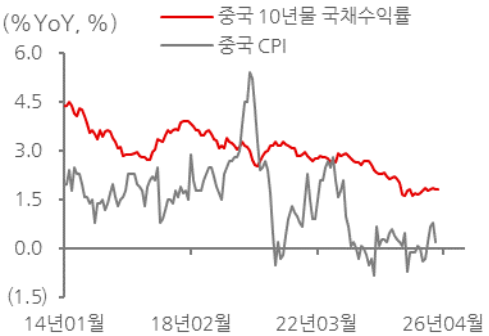
자료: 각국 중앙은행, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 3: 미국 기대인플레이션과 10년 국채수익률



자료: FRB, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 4: 중국 CPI와 10년 국채수익률



자료: 중국국가통계국, Bloomberg, BNK투자증권

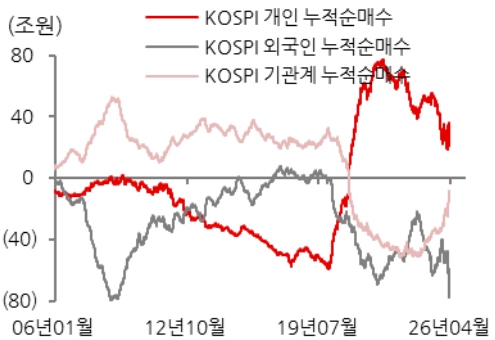
Fig. 5: 유동성 유입이 주가상승을 주도한 상황

자료: 금융투자협회, BNK투자증권
주: 주식형 수익증권과 실질고객예탁금

Fig. 6: 주식형 수익증권 급증 이후 유출입 변동이 커져

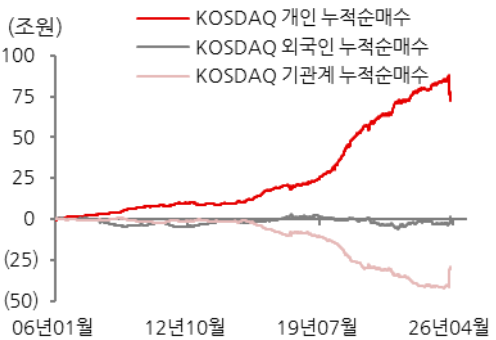
자료: 금융투자협회, Dataguide, BNK투자증권

Fig. 7: KOSPI 누적 순매수: ETF의 역습



자료: 금융투자협회, Dataguide, BNK투자증권

Fig. 8: KOSDAQ 누적 순매수: 기관 매수는 ETF



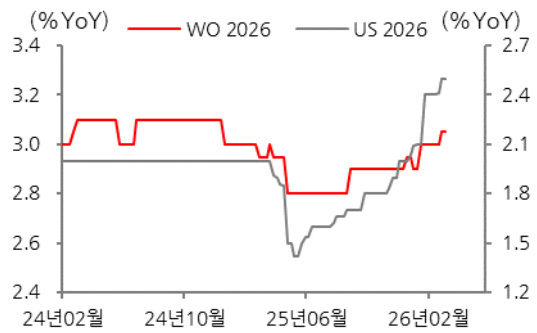
자료: 금융투자협회, Dataguide, BNK투자증권

Economy: 2026년 세계경제성장률은 상향되나, 물가부담이 커질 전망

2026년 미국과(2.5%YoY) 중국(4.6%YoY) 경제성장률이 상향 조정되면서 세계경제성장률 전망치도 소폭 상향 조정 중이다(3.05%YoY). 우리는 한국 경제성장률 전망치 2.0%YoY를 유지한다. 4Q25 주요국의 경제성장률은 엇갈린 모습을 보였는데, 미국은 소비와 정부지출이 둔화된 반면에 그동안 부진했던 민간투자가 반짝 회복세를 보였다. 그러나 국제유가가 현재 수준인 USD90을 유지할 경우 실질소득증가율은 마이너스로 추락할 위험이 존재한다.

연초에 미국 ISM지수가 동반 상승했다. 연초 효과와 소비자물가가 예상보다 낮은 수준을 유지하고 있다는 점이 긍정적으로 작용했을 가능성이 높다. 중국 기업활동은 뚜렷한 방향성을 보이지 않는 가운데 정체 상태를 이어가고 있는데, 차이신 기업활동은 의외의 반등을 기록했다. 한국 경기선행지수는 주가상승이 가장 긍정적인 변수인 반면에 경기동행지수는 건설기성액 부진으로 인해 회복세로 이어지지는 않고 있다.

Fig. 9: 2026년 경제성장률 전망은 소폭 상향

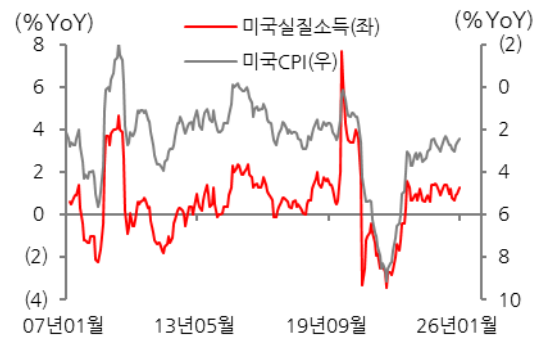


자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 10: 미국 핵심 지출항목은 둔화, 민간투자는 반등

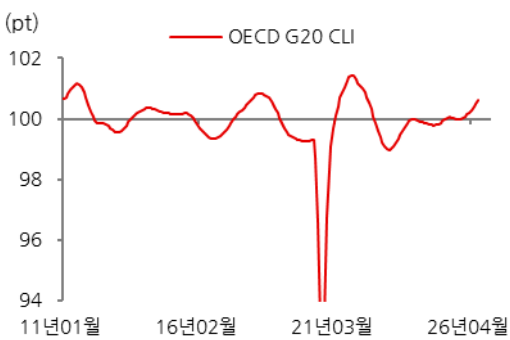
자료: BEA, BNK투자증권

Fig. 11: 유가상승만으로 실질소득 마이너스 우려



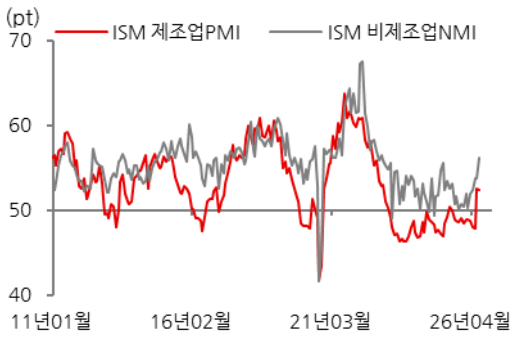
자료: 미 노동통계국, BNK투자증권

Fig. 12: G20 경기선행지수 완만한 상승 흐름



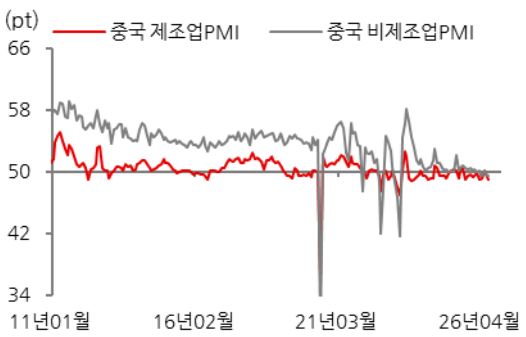
자료: OECD, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 13: 미국 ISM지수는 연초부터 예상 상회



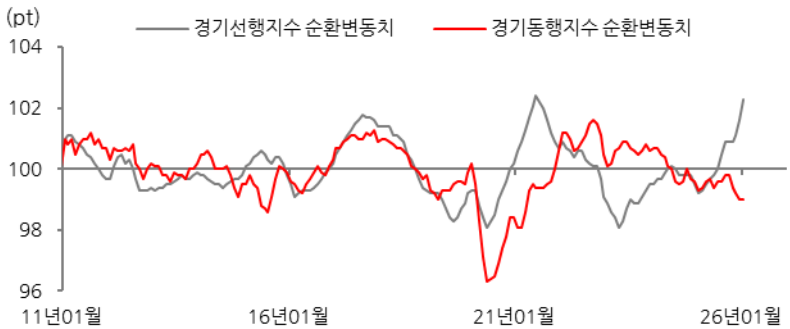
자료: ISM, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 14: 중국 PMI, 중립 수준에서 등락



자료: 중국 물류 및 구매 연합, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 15: 한국 경기종합지수: 선행지수 상승은 주가, 동행지수 부진은 건설이 주도



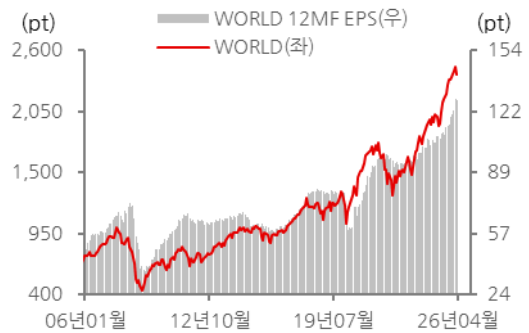
자료: 통계청, BNK투자증권

Valuation & Earnings: Valuation 조정국면

2026년에도 AI투자가 증가하면서 기업실적 전망은 개선 중이다. 미국 AI 기업들은 이익전망을 상향 조정하고 있는 상황이다. 그러나 AI투자 금액이 급증하면서 이익 상향에도 불구하고 주가는 조정국면이 이어지고 있다. 2025년 KOSPI200 순이익은 210조원 수준으로 사상 최고치를 경신했는데, 2026년에는 114%YoY 증가할 것으로 추정되고 있다. 이는 삼성전자, SK하이닉스(SK스퀘어, SK 포함) 이익전망이 가파르게 상향 중이기 때문이다.

World Index, S&P500 12MF PER이 +2σ를 넘어선 이후에 AI 거품 논란이 나타나면서 valuation multiple이 낮아지는 국면에 진입했다(현재 +1σ로 하향). 가파른 주가상승에도 불구하고 KOSPI 12MF PER은 9.2x 수준으로 오히려 낮아졌는데, 이는 반도체 실적전망이 가파르게 상향 조정되고 있기 때문이다. 반도체 산업의 cyclical 속성을 고려해 PBR을 기준으로 보면 IT버블을 넘어선 수준까지 상승했기 때문에 저평가를 논하기는 어렵다.

Fig. 16: 글로벌 12MF EPS 상승세 유지

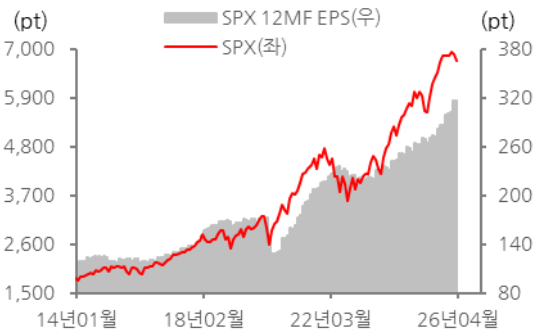


자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 17: 글로벌 12MF PER 18.7x

자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 18: S&P500 earnings도 상향 조정

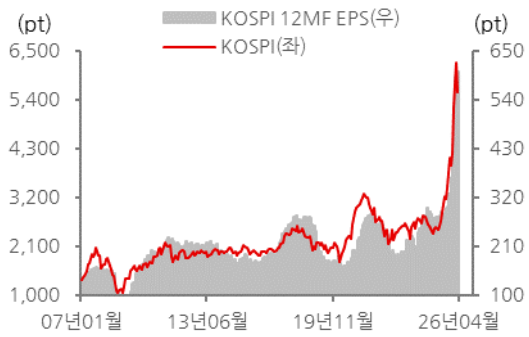


자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 19: S&P500 12MF PER 21.3x

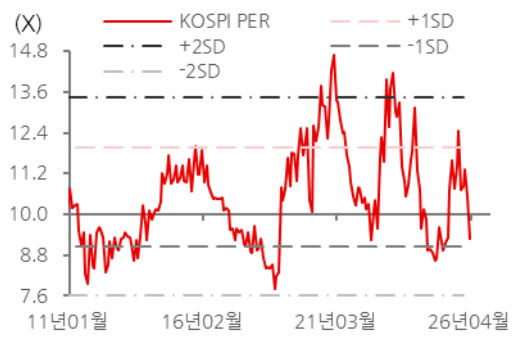
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 20: KOSPI 12MF EPS, 반도체 상향 조정 중



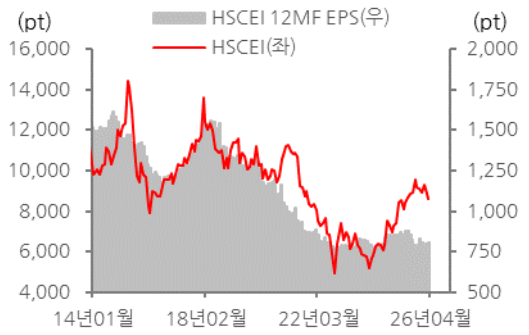
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 21: KOSPI 12MF PER 9.2x



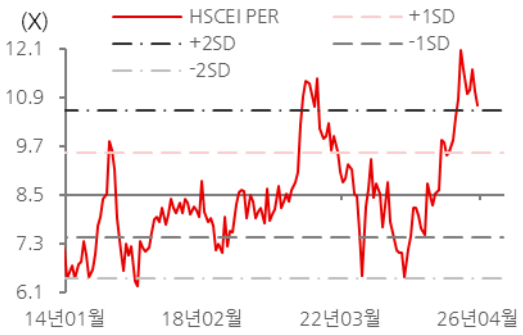
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 22: HSCEI 12MF EPS 정체가 지속



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 23: HSCEI 12MF PER 10.7x



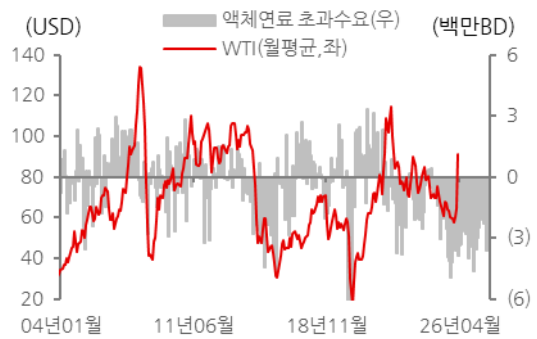
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Sentiment: 지정학적 리스크

이란전쟁으로 지정학적 리스크가 대두되면서 금융시장의 불확실성이 한층 높아졌다. 국제유가가 급등하면서 인플레이션 압력이 커지고, 이로 인해 약세를 지속하던 달러화도 반등에 성공한 상황이다. 이란의 산유량은 330만배럴/일에 머물러 있는데, 이는 전세계 원유시장의 초과공급분과 거의 유사하다. 즉 이란의 석유생산이 제로가 될 경우 원유수급은 균형 수준에 도달한다. 다만 호르무즈 해협 봉쇄에 대한 우려가 존재하기 때문에 국제유가 상승으로 귀결됐다.

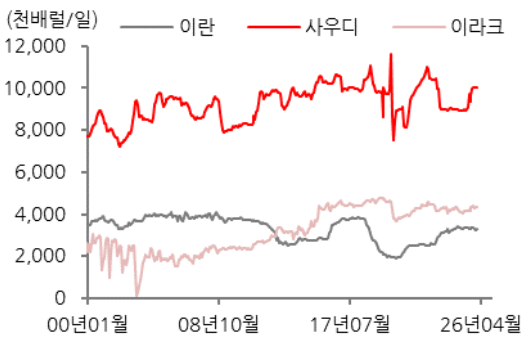
이란전쟁이 장기화될 경우 국제유가를 비롯한 원자재 가격상승이 진행되면 인플레이션 압력이 높아질 수 있다는 점은 부담이다. 한국 기업실적은 반도체 가격상승에 따른 특수를 누리고 있는 상황인데, 삼성전자와 SK하이닉스 중심의 실적 상향조정이 지속 중이다. 다만 AI투자를 위한 자금조달이 늘어나면서 미국 Big-tech에 대한 우려로 나타나고 있다는 점이 변수다(Big-tech 기업의 CDS premium이 2025년 최고치를 넘어서기 시작).

Fig. 24: 2026년 304만B/D 초과공급 전망



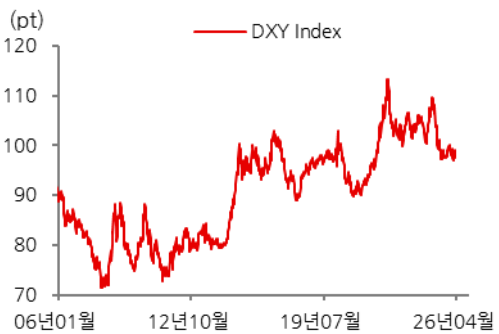
자료: EIA, OPEC, BNK투자증권

Fig. 25: 이란 원유생산은 330만B/D를 유지



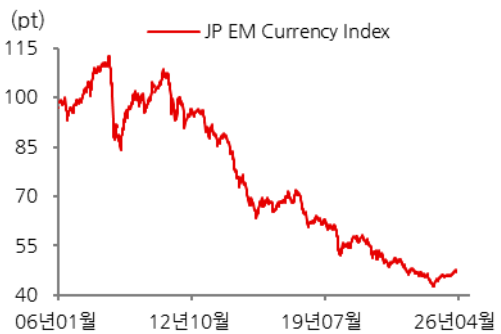
자료: OPEC, BNK투자증권

Fig. 26: 지정학적 리스크로 인한 달러 반등



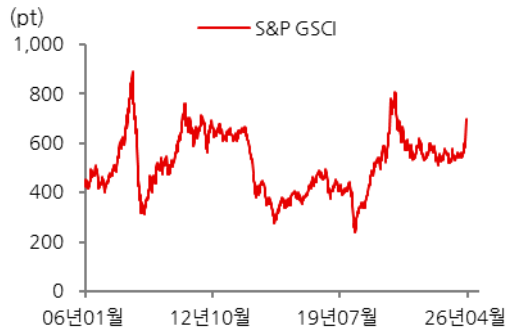
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 27: 신흥국 통화가치는 반등이 주춤해진 상황



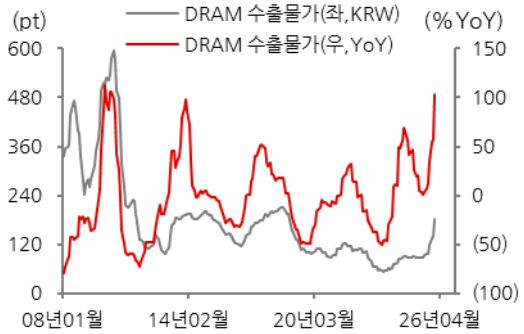
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 28: S&P Goldman Sachs Commodity Index



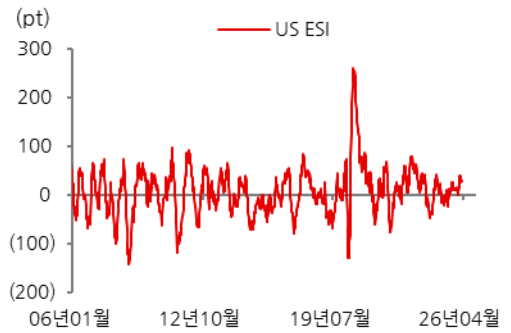
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 29: 반도체 가격상승이 기업실적 개선의 원동력



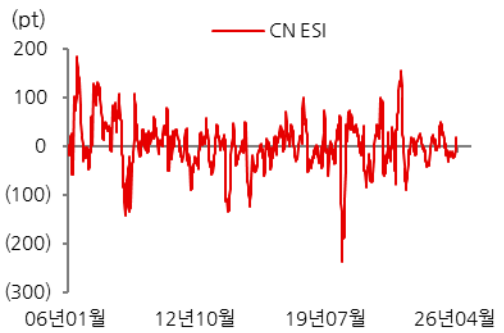
자료: 관세청, 한국은행, BNK투자증권

Fig. 30: 미국 ESI 낮아진 예상치를 충족



자료: Citigroup, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 31: 중국 ESI도 시장 예상치를 충족



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