공급망과 통화정책 불확실성이 변수

2026.04.06

매크로/투자전략 **김성노** / 02.3215.7568 / ksn0909@bnkfn.co.kr

Summary: 이란전쟁은 공급망에 대한 불확실성, 통화정책은 변수

주요 이슈 및 전망

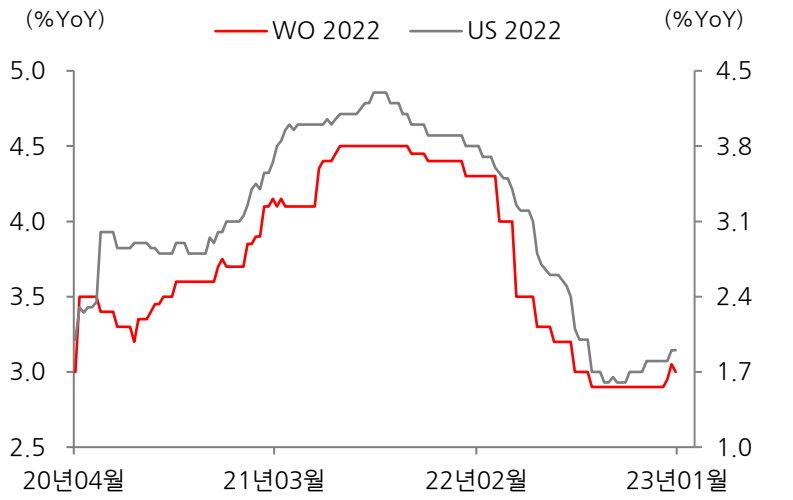
- 이란 전쟁 장기화 여부가 최대 변수. 전쟁이 단기간에 마무리되면 세계경제에 미치는 영향은 제한적일 것. 그러나 장기화된다면 에너지 가격상승으로 이어져 실질소득증가율 둔화, 세계경제성장률은 하향 조정될 것으로 예상(2022년 러우전쟁으로 세계경제성장률은 4.3%YoY에서 2.9%YoY로 하향). 주요국 통화정책도 변화 가능성이 진행 중인데, 당장 금리인상에 나서지는 않지만 일제히 물가전망을 상향했다는 점에서 금리동결 기조가 유지될 전망
- 미국도 금리인하 기대감 하락. 이란 전쟁으로 인한 에너지 가격 상승 압력 고려하면 소비자물가가 3%대 중반까지 상승할 가능성이 높기 때문. 미국 경제성장률은 2.3%YoY 수준을 유지할 것으로 예상되나, 고용시장이 위축된 상황에서 실질소득증가율이 마이너스 전환하게 되면 경기하강 위험을 키울 수 있음
- 한국 경제성장률 전망치 2.0%YoY 유지. 반도체 특수에 따른 수출 호조는 설비투자와 민간소비에 긍정적이며 건설투자도 최악의 상황에서는 탈피하고 있는 중. 한편 국제유가 상승은 무역수지·환율·주식시장에 동시에 부담을 주는 요인(1Q26 반도체 특수와 원자재 가격상승에 따른 재고평가이익이 기업실적에 긍정적이나, 유가상승으로 수출입물가지수가 둔화되면서 향후 실적에는 부정적)
- 글로벌 주식시장은 valuation multiple이 낮아지는 국면에 진입. 연초 AI Capex 투자가 상향 조정된 상황에서 반도체 3사의 Capex도 동반 상향 조정 중. 반도체 실적 상향에도 SK하이닉스, 마이크론 테크놀로지의 12MF PER이 4.0x로 하락하면서 저PER 국면에 진입 → 과거 반도체 저PER 국면은 6~15개월 진행된 이후 실적둔화가 본격화
- 가치주에 대한 관심 필요. 2025년 10월 이후 글로벌 주식시장은 성장주에서 가치주로 선호도가 이동하는 흐름. 국내시장은 대형 성장주가 시장을 주도해왔으나, 한국시장이 outperform하면서 외국인의 차익 실현 매도세가 지속되고 있음. 2000년 IT투자가 둔화되면서 안정성장을 보이던 가치주가 outperform했던 사례를 고려해야 할 것

전쟁으로 인한 공급망 충격이 진행

2022년, 2026년 전쟁에 따른 경제성장률 변동

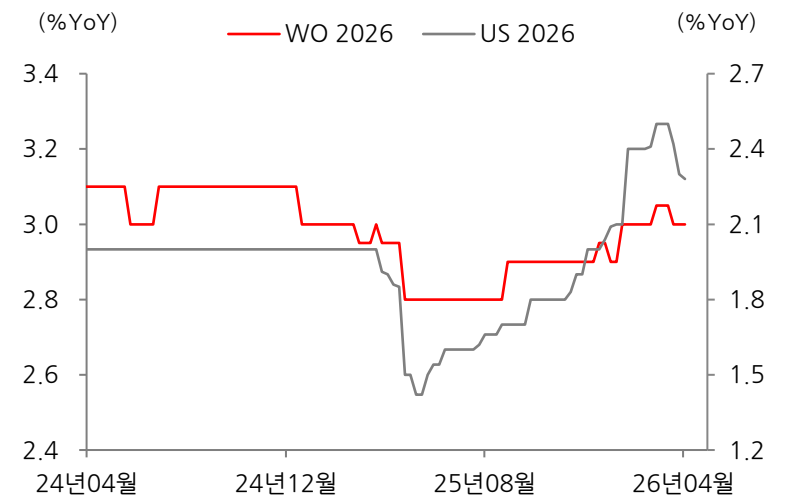
- 2026년 이란전쟁으로 호르무즈 해협이 봉쇄되면서 국제유가가 급등하고 있음. 2022년 러시아, 우크라이나 전쟁으로 인해 국제유가, 천연가스 가격이 급등하면서 인플레이션 압력에 노출(미국 소비자물가 9.1%YoY까지 급등)
- 2022년 러시아, 우크라이나 전쟁으로 세계경제성장률 전망치는 4.3%YoY에서 2.9%YoY까지 하향, 미국 경제성장률도 3.8%YoY에서 1.6%YoY까지 하향 조정된 바가 있음. 이란전쟁이 장기화되면 세계경제성장률에 부정적으로 작용할 전망
- 2022년 고물가에도 불구하고 세계경제는 경기침체를 경험하지 않았는데, 이는 Pandemic 이후 고용시장이 빠르게 회복되면서 가계소득이 감소하지 않았기 때문(2022년 미국 비농업취업자수 452.6만 명 증가) → 현재는 고용 정체 상태

2022년 인플레이션에 따른 세계경제성장률 급락



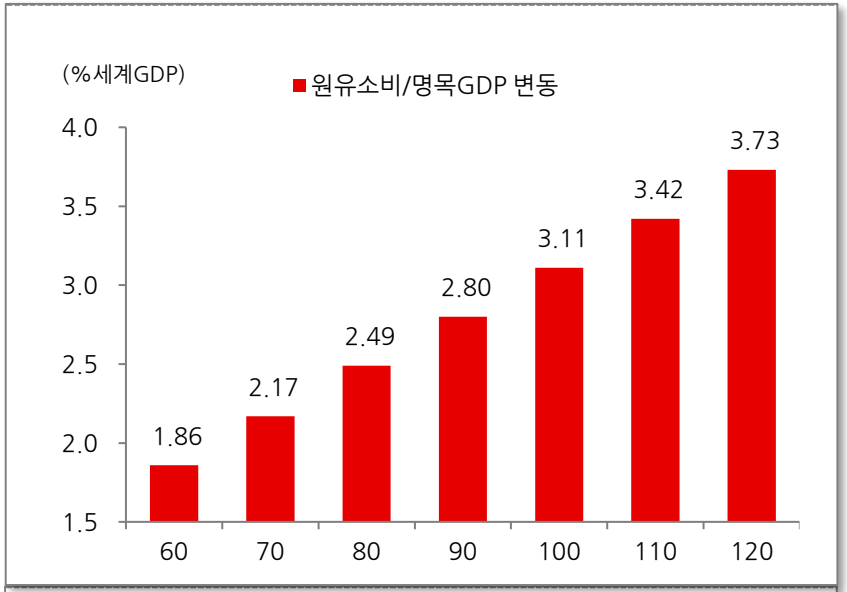
자료: Bloomberg, BNK투자증권

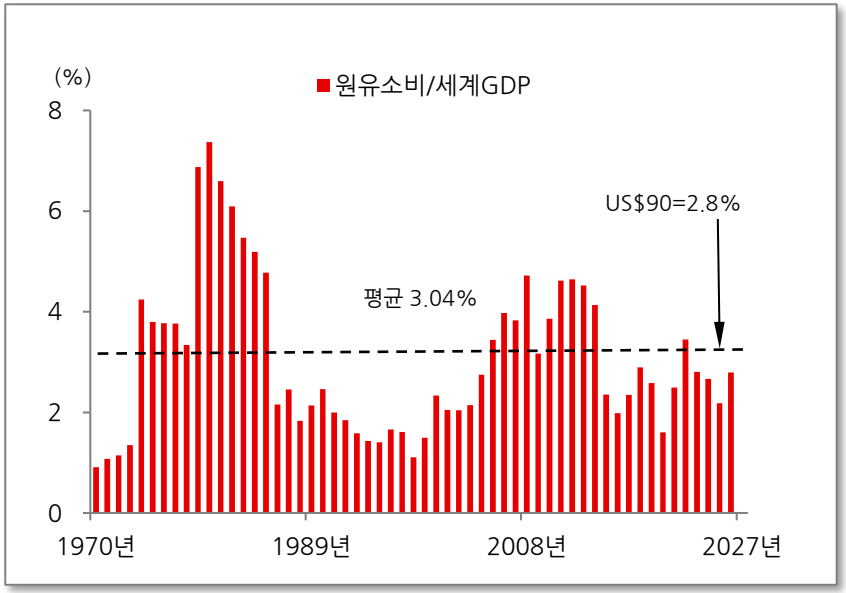
2026년 세계경제성장률은 전쟁기간에 따라 결정될 전망



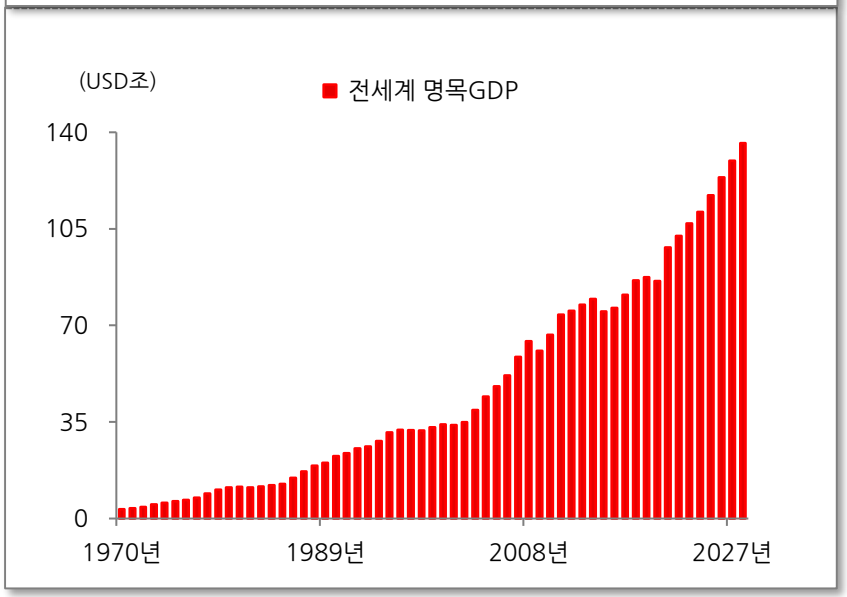
자료: Bloomberg, BNK투자증권

- 2026년 3월 평균 유가가 USD90을 넘어선 상황. 현재 유가가 유지된다면 세계 명목GDP대비 원유소비비중은 2.8%로 상승하게 되는데, 이는 역사적 평균인 3.04%보다는 낮을 것으로 추정
- 세계GDP대비 원유소비비중이 3.04% 이상으로 상승할 경우 고유가국면으로 이해할 수 있는데, 2026년 평균 유가가 USD100 전후에서 형성될 경우 고유가로 이해할 수 있음
- 2015년 이후 국제유가는 USD60~80에서 형성돼 왔다는 점에서 현재 유가수준이 부담스러울 수 있는 상황. 그러나 2015년 이후 세계명목GDP가 CAGR4.6% 증가하면서 유가부담은 완화되는 추세





자료: EIA, IMF, BNK투자증권



자료: EIA, IMF, BNK투자증권

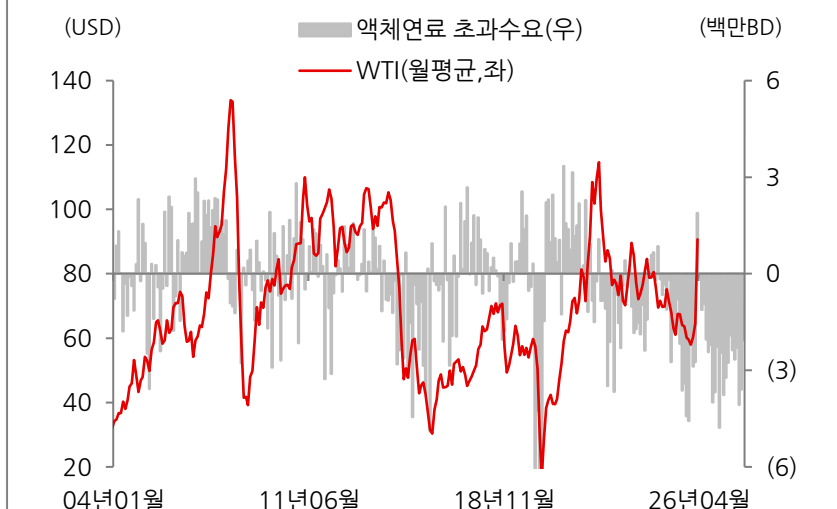
원유시장은 공급망이 변수, 장기적으로는 공급 우위

- 원유시장은 2025년부터 OPEC을 중심으로 산유량이 증가하면서 월평균 241만 배럴/일 초과 공급상태를 유지해 옴. 특히 2025년 하반기부터 원유 공급이 급속도로 증가한 상태로 초과 공급상태가 유지 중
- 2025년부터 전세계 원유소비는 월평균 1.2%YoY에 그쳤으나, 원유공급은 월평균 3.0%YoY를 기록하면서 원유 초과공급 상태가 유지됨 → 이란전쟁으로 인해 3월에는 일시적인 공급부족 사태. 전쟁이 종료되더라도 공급망 이슈는 변수
- 당장에 전략비축유 방출 등으로 일시적인 공급부족에 대처할 수 있으나, 호르무즈 해협 봉쇄로 인해 공급차질이 장기화될 위험성이 발생 → 원유시장의 비탄력적 공급, 수요 곡선으로 인해 가격 변동성이 커지는 국면

이란전쟁 이전 초과공급상태를 유지한 원유시장

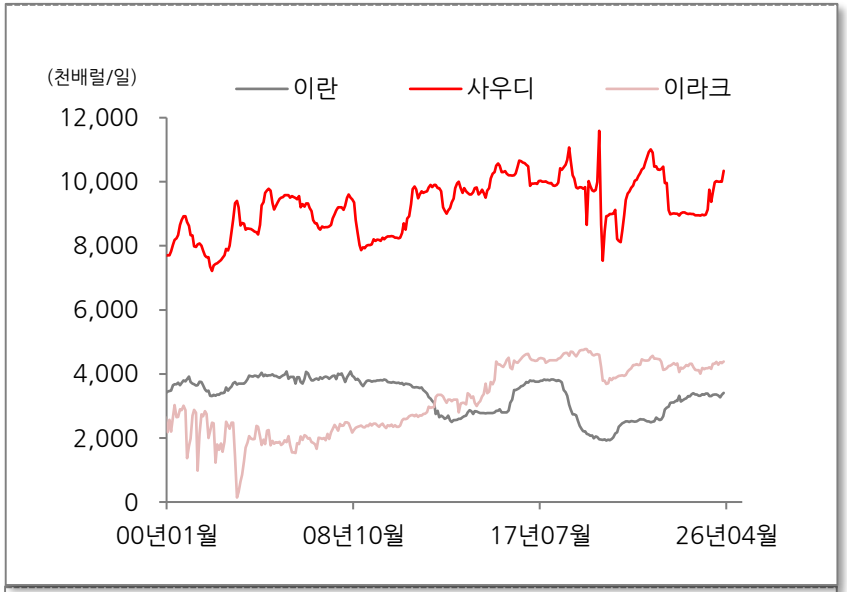
자료: EIA, BNK투자증권

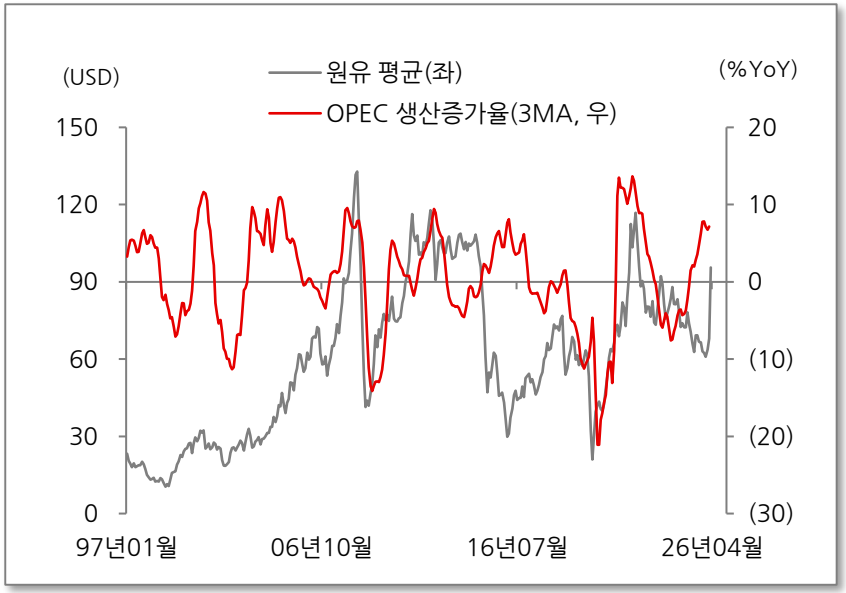
공급차질에 따른 일시적인 공급부족 사태에 직면



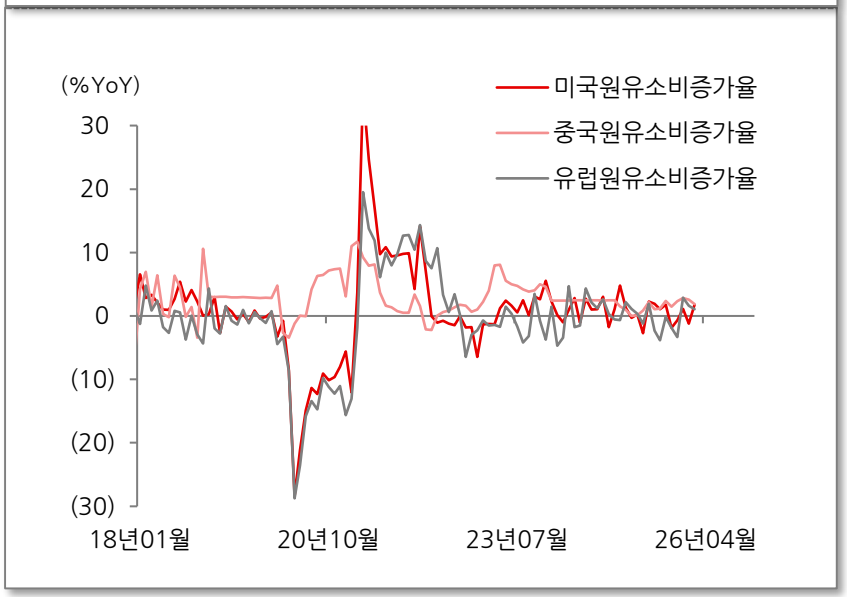
자료: EIA, BNK투자증권

- 2025년 5월부터 OPEC이 증산에 나서면서 원유시장 초과 공급이 심화된 상황. 특히 사우디아라비아 주도의 증산이 원유가격 하향 안정에 기여
- 전쟁 이전 이란의 원유생산량은 341만 배럴/일 수준에서 큰 변화가 없었음. OPEC은 전세계 원유생산량의 32.6%를 담당하고 있다는 점에서 호르무즈 해협 봉쇄에 따른 공급 차질이 현실화되고 있음
- 수요측면에서 보면 미국, EU, 중국의 소비증가율이 2025년부터 월평균 0.7%YoY에 그치면서 낮은 수준을 유지하고 있음. 이란전쟁의 장기화 여부에 따라서 국제유가 변동성이 확대될 것으로 예상





자료: OPEC, Bloomberg, BNK투자증권
주: 원유평균은 WTI, Brent, Dubai 월평균 가격

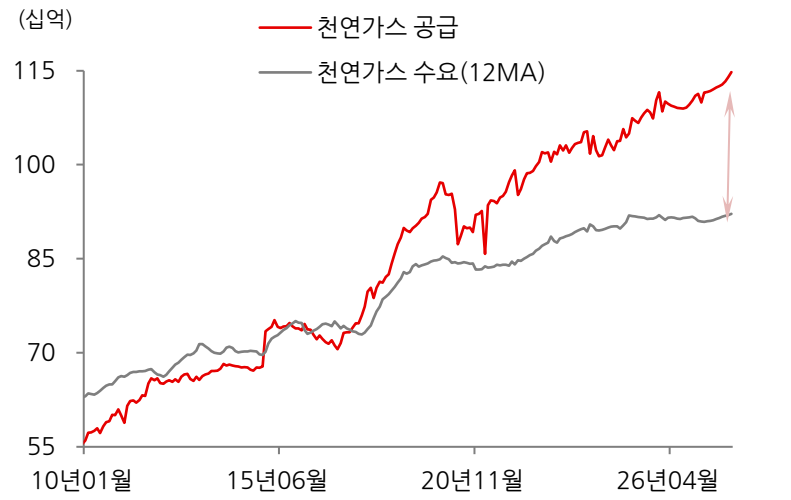


자료: OPEC, EIA, BNK투자증권

천연가스는 비교적 안정적이나, 지역별로 차별화

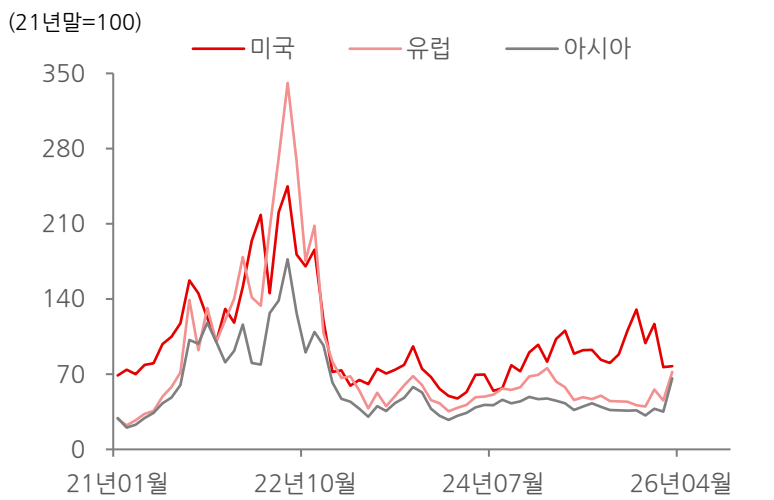
- 이란전쟁에도 불구하고 전쟁 영향이 없었던 북미지역의 천연가스 가격은 안정세를 유지하고 있음. EIA 전망에 따르면 천연가스 시장은 공급 우위가 지속되면서 초과 공급상태가 지속될 것으로 전망
- 2026~27년 천연가스 수요가 정체될 것으로 예상되는 가운데, 공급증가가 지속되면서 초과 공급상태가 유지될 전망. 다만 이란전쟁으로 인한 지역별 천연가스 가격 차별화는 불가피할 것으로 예상
- 북미지역의 천연가스 가격 안정에도 불구하고 유로존은 이란전쟁으로 공급차질이 현실화되면서 70% 가까이 단기 급등한 상태. 아시아지역도 지정학적 리스크에 노출되면서 천연가스 가격이 100% 가까이 상승한 상태

천연가스는 장기적으로 공급증가가 진행 중



자료: EIA, Bloomberg, BNK투자증권

지역별로 차별화가 진행 중인 천연가스 가격

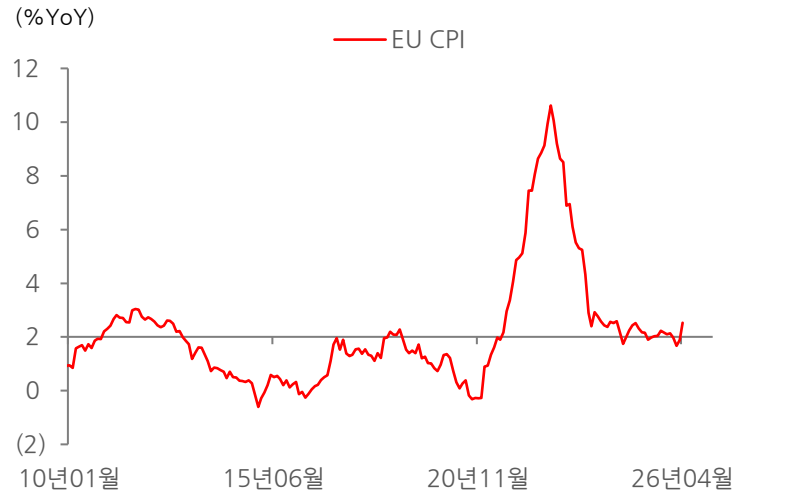


자료: Bloomberg, BNK투자증권

에너지 가격상승으로 물가불안이 재현되나?

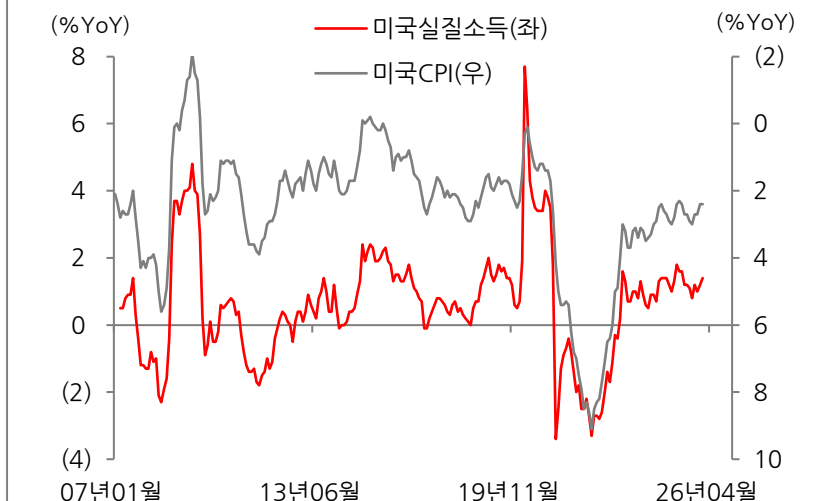
- 3월 원유, 천연가스 가격 영향으로 유로존 소비자물가가 2.5%YoY로(1.24%MoM) 상승. ECB는 2026년 소비자물가 전망치를 기존 1.9%YoY에서 2.6%YoY로 상향 조정한 바가 있는데, 이는 2022년 러시아, 우크라이나 전쟁으로 인한 소비자물가 급등에 대한 우려를 반영한 것
- 미국은 가솔린 가격이 USD4를 넘어선 상황이라 3~4월에 걸쳐서 소비자물가에 영향을 줄 수밖에 없는 상황. 소비자물가가 3%대 중반까지 상승할 경우 실질소득이 0에 수렴할 전망. 2022년에는 실질소득이 마이너스를 기록했으나, 비농업취업자수가 빠르게 증가하면서 소득감소를 상쇄시켰으나, 2025년부터 고용시장이 정체 상태에 빠져 있어 소비에는 부정적

이란전쟁으로 유로존 소비자물가 급등



자료: Eurostat, BNK투자증권

미국 소비자물가 상승으로 실질소득 둔화 불가피

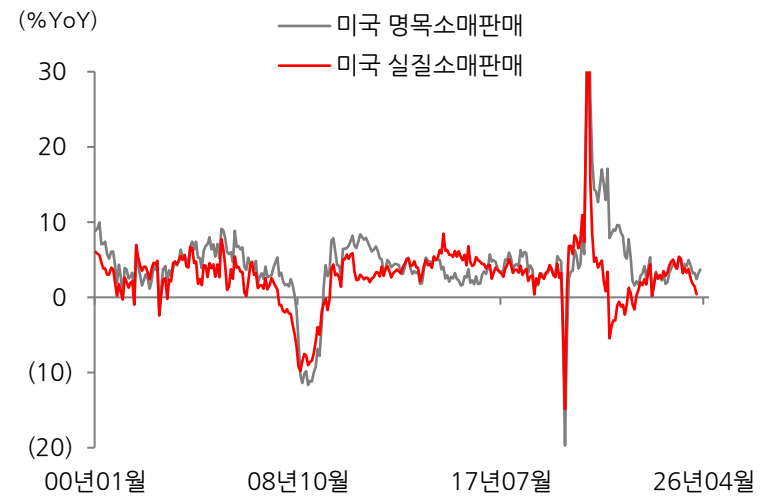


자료: 미 노동부, BNK투자증권

미국 경제성장률 전망은 유지

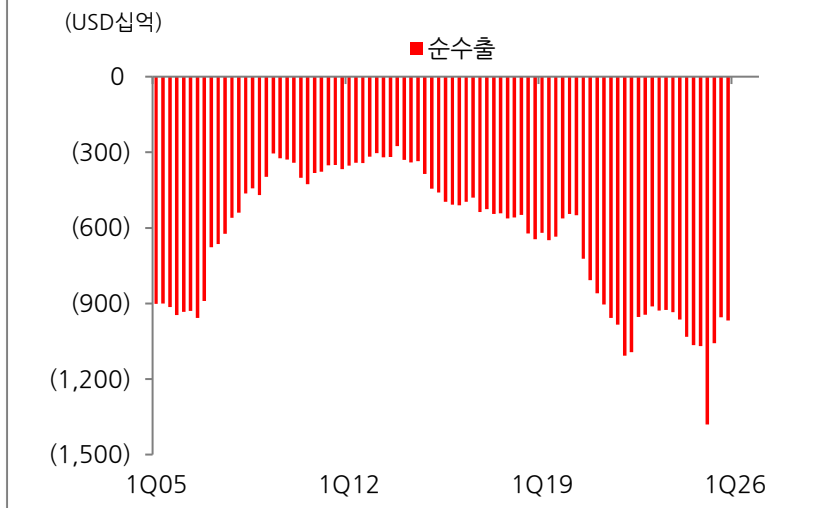
- FRB가 미국 경제성장률 전망치를 소폭 상향했으나, 우리는 2.3%YoY를 그대로 유지. 4Q25부터 미국 실질소매판매가 뚜렷하게 하향 조정되는 가운데, 3월부터 소비자물가 상승이 본격화되면 소비둔화로 이어질 수밖에 없는 상황
- 관세부과로 인해 1Q26까지는 순수출이 개선되면서 경제성장률에 긍정적으로 작용할 것으로 전망되나, 4Q25부터 순수출 개선효과가 뚜렷하게 사라지고 있다는 점에서 2Q26부터 경제성장률 기여도가 줄어들 것으로 예상
- 민간투자는 AI투자가(정보처리기기, 소프트웨어 포함) 11.4%YoY 증가한 반면에 구조물과 주거투자가 부진을 이어가고 있음. 최근 물가상승에 따른 시중금리상승을 고려하면 주택시장 회복에는 시간이 필요할 것으로 전망

4Q25부터 실질소매판매 둔화가 가시화



자료: US Census, BNK투자증권

관세부과에 따른 순수출 개선효과도 약화



자료: BEA, BNK투자증권

물가전망 상향에도 금리인하는 유지

- 2026년 3월 FOMC 경제전망에서는 2025년 12월과 큰 변화가 없었음. 경제성장률과 PCE 전망이 각각 0.1%p, 0.3%p 상향 조정됐으나, 연말 FED 금리는 그대로 유지됨 → 큰 변화가 없었으나, 점도표 등에서 다소 매파적으로 평가
- 우리는 2026년 미국 경제성장률 전망치를 유지하나, 향후 물가수준에 따라 변경될 수 있음. 소비자물가는 에너지가격에 따라 가변적인데, 이란전쟁이 조기에 종식되더라도 원유공급이 정상화되는 데에는 시간이 필요할 것으로 예상
- FED금리에 대한 전망은 가변적인 상황. 에너지가격에 따라 소비자물가 상승이 금리인하에는 부정적이나, 실질소득 둔화가 현실화될 경우 경기부양 차원에서의 금리인하 기대감도 존재할 수 있기 때문

3월 FOMC, 금리전망은 유지했으나 물가전망은 상향 조정

변수(단위)	중간값				집중분포도				분포범위			
	2026	2027	2028	장기	2026	2027	2028	장기	2026	2027	2028	장기
실질GDP 변화율(%YoY)	2.4	2.3	2.1	2.0	2.2-2.5	2.0-2.4	2.0-2.3	1.8-2.0	2.1-2.7	2.0-2.7	1.8-2.7	1.7-2.5
12월 관측치(%YoY)	2.3	2.0	1.9	1.8	2.1-2.5	1.9-2.3	1.8-2.1	1.8-2.0	2.0-2.6	1.8-2.6	1.7-2.6	1.7-2.5
실업률(%)	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3-4.5	4.2-4.4	4.0-4.4	4.0-4.3	4.3-4.6	4.0-4.5	4.0-4.5	3.8-4.5
12월 관측치(%)	4.4	4.2	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.3	4.0-4.3	4.0-4.3	4.2-4.6	4.0-4.5	4.0-4.5	3.8-4.5
PCE 인플레이션(%YoY)	2.7	2.2	2.0	2.0	2.6-3.1	2.0-2.3	2.0	2.0	2.3-3.3	1.8-2.4	1.9-2.2	2.0
12월 관측치(%YoY)	2.4	2.1	2.0	2.0	2.3-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.2-2.7	2.0-2.3	2.0	2.0
Core PCE 인플레이션(%YoY)	2.7	2.2	2.0	n/a	2.5-2.8	2.0-2.4	2.0	n/a	2.2-3.0	2.0-2.5	2.0-2.2	n/a
12월 관측치(%YoY)	2.5	2.1	2.0	n/a	2.4-2.6	2.0-2.2	2.0	n/a	2.2-2.7	2.0-2.5	2.0	n/a
FED금리(%)	3.4	3.1	3.1	3.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.9-3.6	2.9-3.5	2.6-3.6	2.4-3.9	2.6-3.9	2.6-3.9
12월 관측치(%)	3.4	3.1	3.1	3.0	2.9-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	2.8-3.5	2.1-3.9	2.4-3.9	2.6-3.9	2.6-3.9

자료: FRB, BNK투자증권

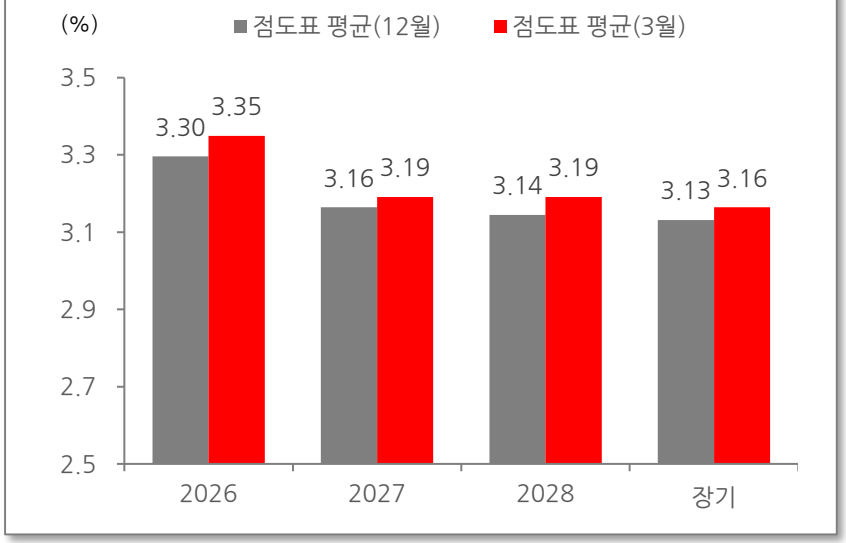
그러나 금리인하 기대감은 약화된 것이 사실

- FOMC 점도표에서 2026년 금리인하에 대한 기대감은 다소 약화된 것으로 나타남. 금리동결과 25bp 금리인하 의견이 각각 7표를 기록하면서 동률을 기록했기 때문. 또한 점도표 평균값을 기준으로 하면 2026년 연말 FED금리가 기존 3.30%에서 3.35%로 5bp 상향 조정됨 → FRB 의장 교체에도 불구하고 당분간 금리동결이 유지될 전망
- 2026년 이후 FED금리 전망에서는 3.00~3.25% 내에서 형성되고 있다는 점에서 장기적으로 금리인하는 50bp 내외에서 결정될 것으로 예상. 2022년 러시아, 우크라이나 전쟁으로 에너지가격이 급등하면서 미국 금리인상이 25bp, 50bp, 75bp로 확대된 점을 고려하면 향후 금리인하는 물가안정이 선행되는 시점에서 가시화될 전망

2026년 3월 점도표, 금리동결과 25bp 인하가 동일

자료: FRB, BNK투자증권

점도표 평균값은 소폭 상향 조정

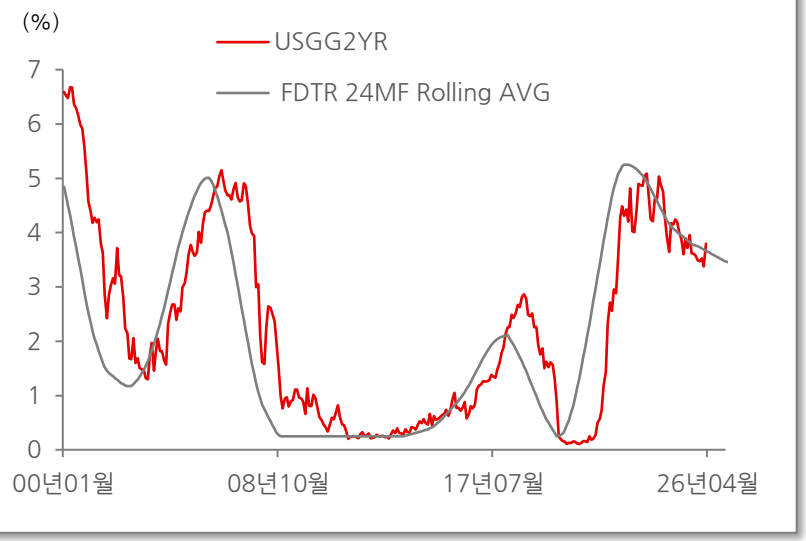


자료: FRB, BNK투자증권

국채는 금리동결을 반영, 자산매입은 단기국채 중심

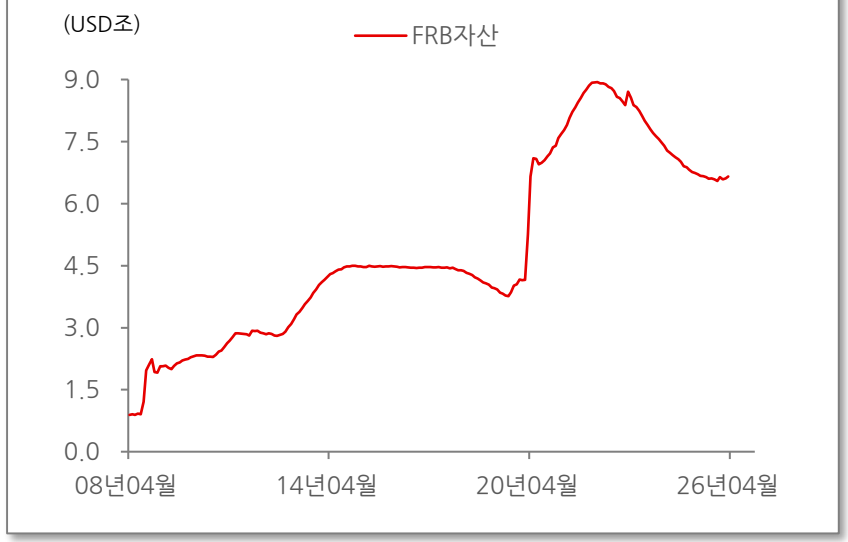
- FED금리를 반영하는 2년 국채수익률은 연내 금리동결에 무게를 두고 있는 수준으로 평가. 이란전쟁과 매파적인 FRB 반응 등으로 인해 금리인하 기대감이 후퇴한 것으로 볼 수 있음
- 2025년 11월 이후 FRB자산은 USD1,047억 증가해 자산매입이 진행 중. 최근 4개월 동안 국채는 USD1,838억 증가한 반면에 MBS는 USD570억 감소한 상태. 국채매입은 1년 미만의 T-Bill에(USD1,861억 증가) 국한되는 상황
- 금리인하에 대한 기대감이 약화되면서 시중금리가 상승하는 상황에서 장단기 스프레드는 오히려 축소되고 있음. BBB 이상의 credit 스프레드는 큰 변화가 없으나, High-yield 스프레드는 크게 확대되는 모습

2년 국채수익률은 금리동결을 반영 중



자료: FRB, Bloomberg, BNK투자증권

FRB 자산매입은 1년 미만의 국채에 한정

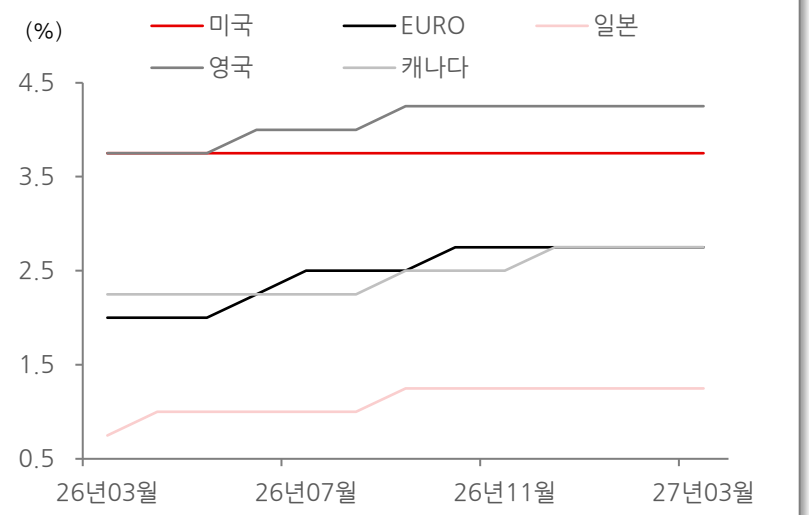


자료: FRB, BNK투자증권

금리선물은 통화정책 변화를 반영 중

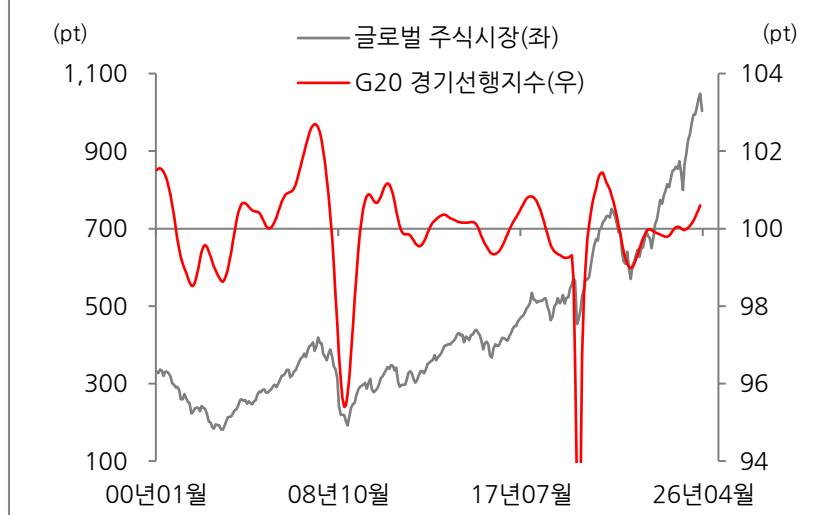
- 2026년 미국 금리동결 가능성이 높아지는 가운데, 유로존과 일본, 영국, 캐나다 등은 금리인상 우려가 대두되기 시작하고 있음. 금리선물시장은 유로존 3차례 금리인상을 반영하고 있으며 일본, 영국, 캐나다는 2차례 금리인상을 반영하는 중인데, 이는 주요국의 통화정책이 긴축으로 선회할 가능성을 높이고 있음 → 실제 금리인상으로 나아갈 지는 미지수
- OECD 경기선행지수는 실물지표들이 부진한 상황에서도 주가, 장단기 스프레드 등 금융지표 개선에 힘입어 상승세를 유지하고 있음. 특히 2024년 하반기부터 유로존과 미국의 금리인하 사이클 진입이 OECD 경기선행지수에 긍정적으로 작용한 것이 사실 → 최근 글로벌 주식시장 조정, 장단기 스프레드 축소, 주요국의 금리인상 우려 등은 경기선행지수에 부정적

금리선물은 금리인상 우려를 반영 중



자료: Bloomberg, BNK투자증권

주가, 금리스프레드, 금리인상은 경기선행지수에 부정적

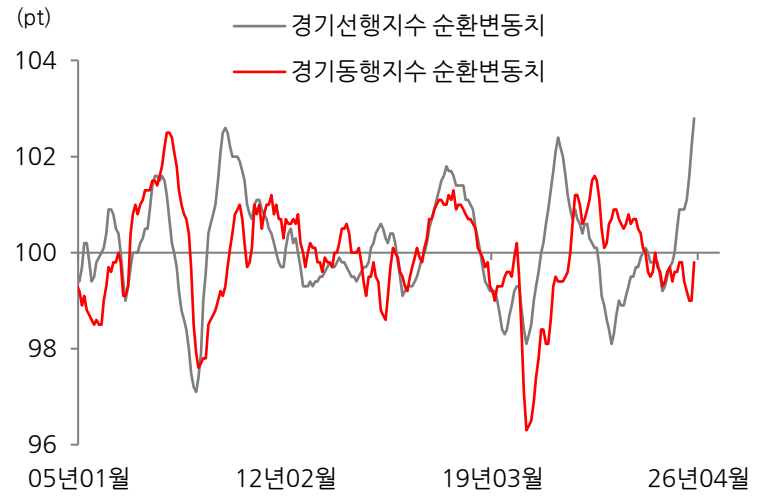


자료: OECD, Bloomberg, BNK투자증권

드디어 저점을 확인한 한국경제

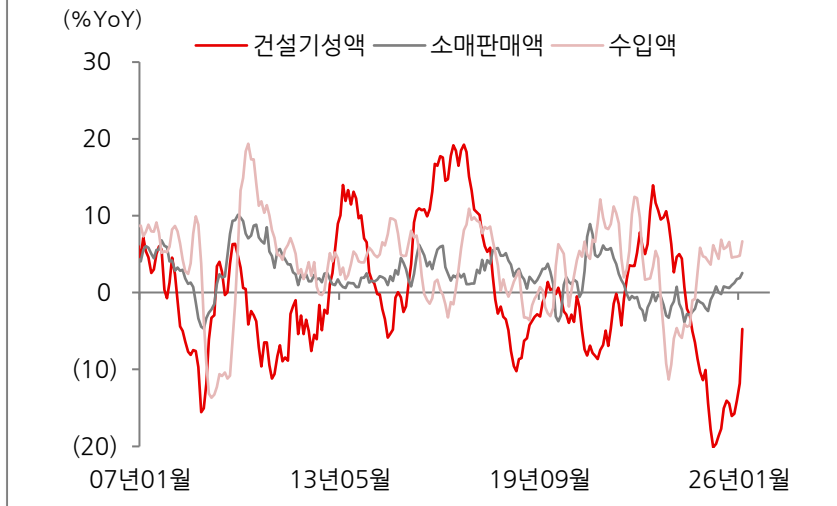
- 2026년 2월 경기상황을 나타내는 경기동행지수 순환변동치가 전월대비 0.8%p 상승하면서 경기저점을 확인한 것으로 판단. 경기선행지수는 KOSPI, 수출입물가지수 등이 긍정적으로 작용한 반면에 제조업 재고순환지표는 둔화세를 지속 중
- 경기동행지수 반등에는 소매판매액, 수입액이 견조한 상승 흐름을 이어가는 가운데, 건설기성액 감소가 대폭적으로 축소된 것이 원인. 경기선행지수가 3년 가까이 상승하는 동안 경기동행지수 부진은 건설경기침체가 가장 큰 원인
- 경기동행지수 반등은 긍정적이나, 이란전쟁으로 인해 경제심리지수, 수출입물가지수 등에서 경기선행지수에는 부정적으로 작용할 가능성이 높음 → 경기선행지수와 경기동행지수 엇박자가 지속될 가능성이 높아지고 있음

처음으로 반등에 성공한 경기동행지수



자료: 통계청, BNK투자증권

건설기성, 소매판매, 수입액 증가가 긍정적으로 작용

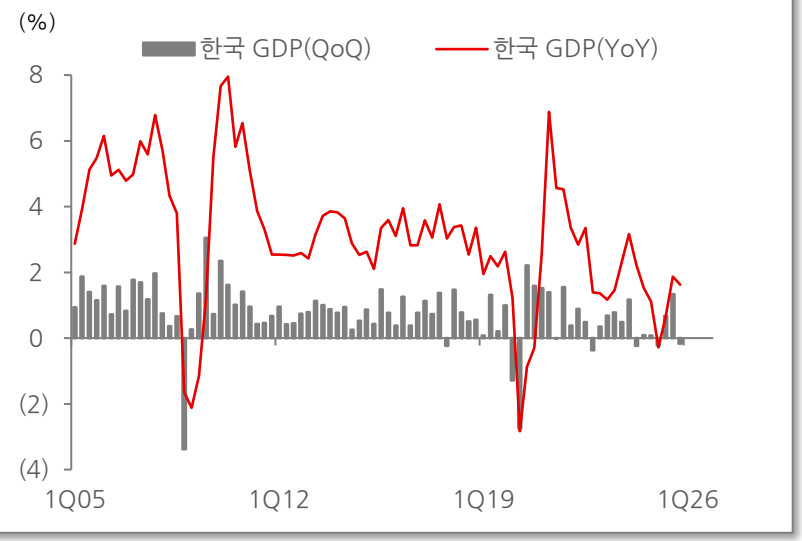


자료: 통계청, BNK투자증권

1Q26 개선은 긍정적이나, 2Q26부터 불확실성 존재

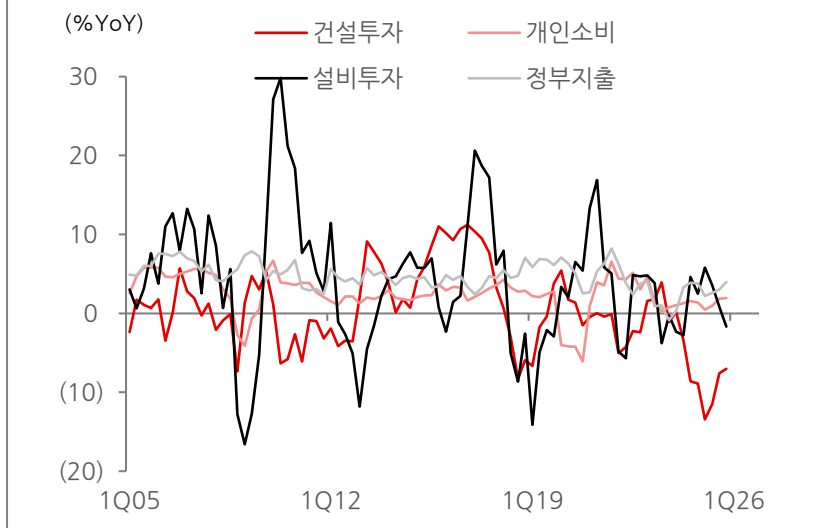
- 소비회복 추세, 반도체를 중심으로 한 설비투자와 제조업 재고증가세로 전환, 저점을 확인한 것으로 보이는 건설기성액 반등, 수출 개선 등을 고려하면 1Q26 한국 경제성장률은 양호한 흐름을 예상
- 그러나 2Q26 이란전쟁이 실물경제에 본격적으로 영향을 미칠 것으로 예상되는 만큼 추경에도 불구하고 향후 공급망 이슈가 지속될 수 있다는 점은 향후 한국경제에 부정적으로 작용할 수밖에 없을 전망
- 이런 까닭에 2026년 경제성장률 전망치 2.0%YoY를 그대로 유지함. 분기별로 보면 이란전쟁에 따른 공급망 이슈로 인해 1Q26을 정점으로 한 상고하저 경제성장률 패턴이 더욱 뚜렷하게 나타날 가능성이 높음

2026년 경제성장률 전망치는 그대로 유지



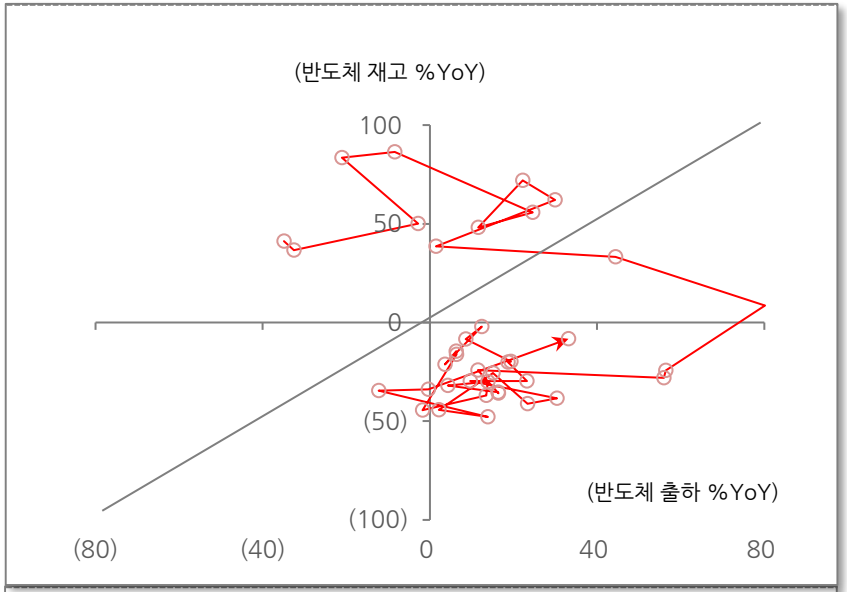
자료: 한국은행, BNK투자증권

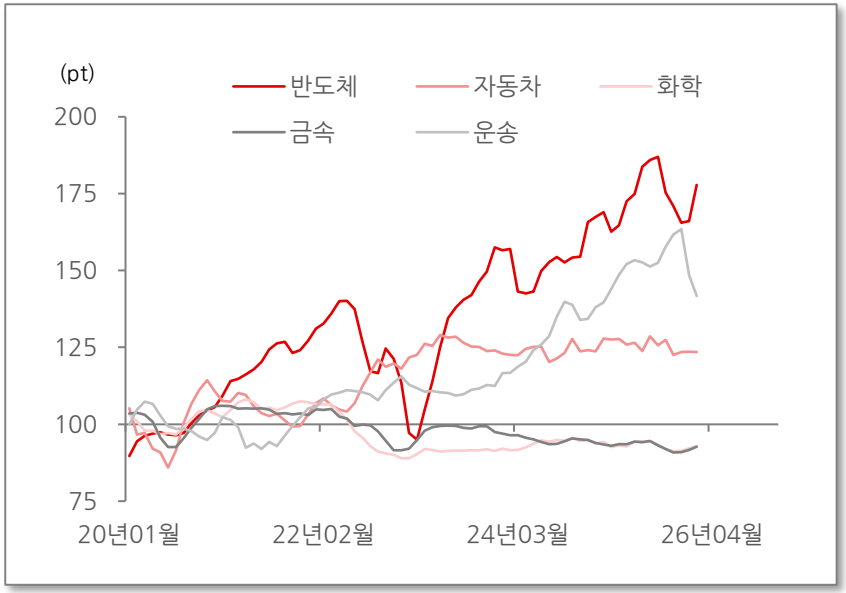
소비지출, 설비투자, 건설투자 등이 전반적으로 양호할 전망



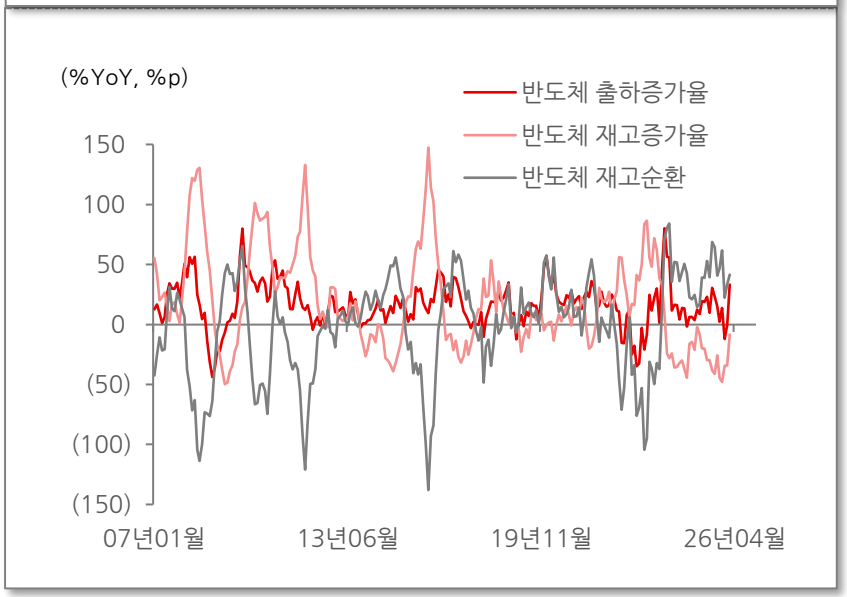
자료: 한국은행, BNK투자증권

- 산업별로 보면 한국경제는 반도체에 전적으로 의존하는 흐름이 유지되고 있음. 1Q26 들어서면서 운송(조선) 출하지수가 둔화되는 반면에 화학, 금속은 소폭 반등 중이나 아직 의미 있는 수준은 아님
- 반도체는 2월 출하지수가 33.2%YoY(37.8%MoM) 증가세를 기록했으며, 재고지수도 -8.3%YoY(26.7%MoM) 반등세로 전환한 상태 → 출하와 재고가 큰 폭으로 증가했다는 점은 신규설비 가동이나 수율개선이 진행돼야 가능
- 2월 출하증가율이 재고증가율보다 높으면서 반도체 재고순환지표는 개선된 상황 → 최근 DRAM 현물가격이 조정국면에 진입했다는 점을 고려하면 출하지수보다는 재고지수에 관심이 필요한 시기





자료: 통계청, BNK투자증권
주: 3개월 이동평균

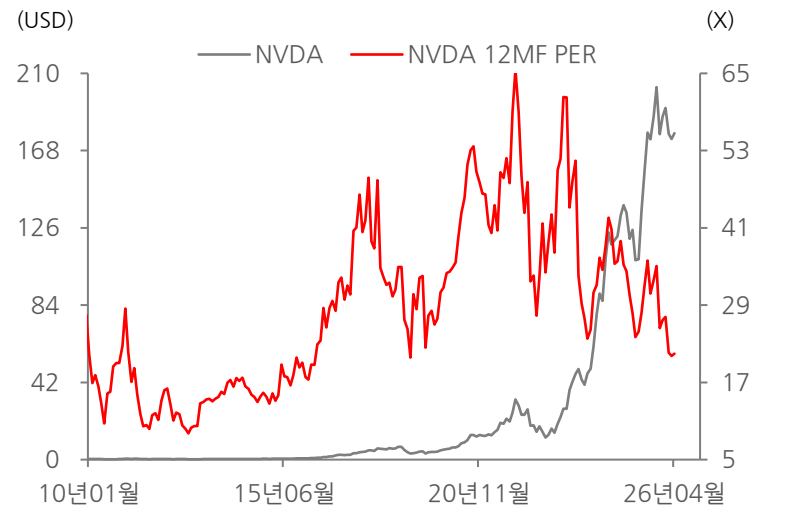


자료: 통계청, BNK투자증권
주: 월간 재고조정 출하재고지수

AI vs. 반도체 Capex 상향으로 valuation 하향

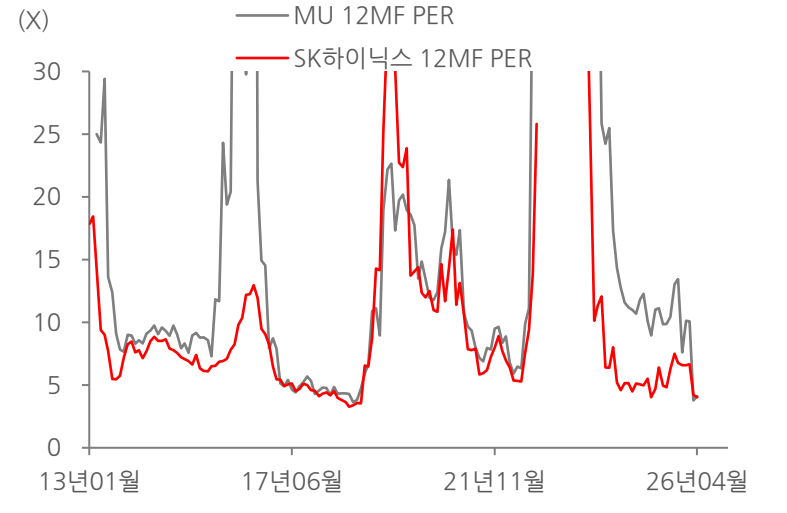
- 1Q26 아마존, 구글의 AI투자 확대와 마이크론과 삼성전자의 설비투자 확대가 진행되는 과정에서 엔비디아, 마이크론, 삼성전자, SK하이닉스 12MF PER이 역사적 저점 수준까지 하락하고 있는 상황
- 주요기업들의 AI투자 확대는 엔비디아 등의 실적에 우호적으로 작용할 것으로 전망되면서 earnings 상향 조정이 진행 중이고, 반도체 3사 실적도 뚜렷하게 상향 조정되는 추세임. 그럼에도 불구하고 주가조정이 길어지면서 valuation 하향이 진행
- 특히 SK하이닉스와 마이크론의 12MF PER이 4.0x까지 하락하면서 2018년 최저치에 근접 중(엔비디아도 2018년 수준으로 하락). 과거 반도체 저PER 국면은 6~15개월 가량 지속된 이후에 고PER 국면으로(실적악화 때문) 진입한 사례가 많음

2018년 수준으로 하락한 엔비디아 12MF PER



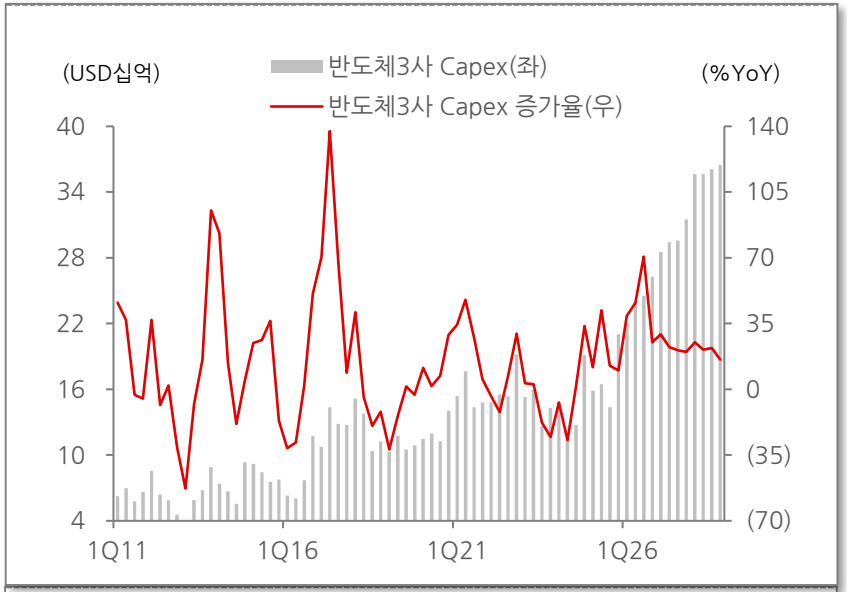
자료: Bloomberg, BNK투자증권

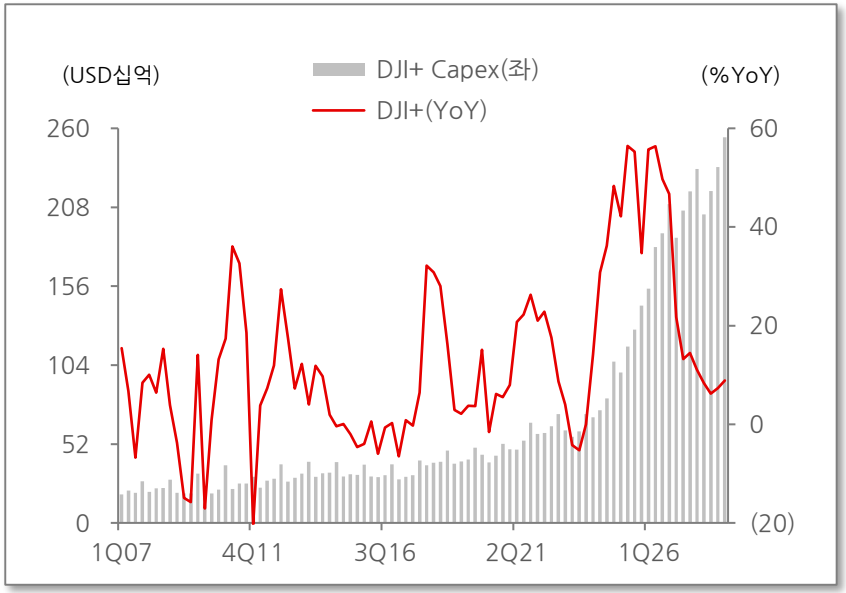
SK하이닉스, 마이크론 12MF PER 4.0x로 하향

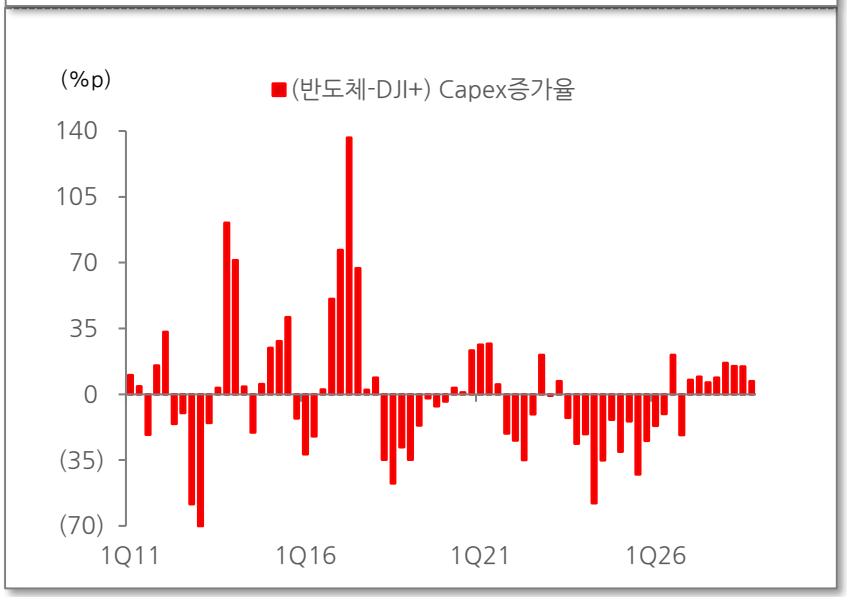


자료: Bloomberg, BNK투자증권

- 미국 AI투자는 아마존, 구글, 메타, 마이크로소프트가 주도하고 있음. DJI+에서 이들 Big4 기업들의 Capex 비중은 2025년 73.6%에서 2026년 82.2%로 증가할 전망
- DJI+ Capex는 2025년 46.2%YoY, 2026년 51.6%YoY을 기록한 이후 2027년 14.7%YoY로 둔화될 전망. 반면에 반도체 Capex는 2025년 16.4%YoY에 그쳤으나, 2026년 46.5%YoY, 2027년 22.9%YoY로 상대적으로 높을 전망
- 분기별 설비투자증가율을 비교해 보면, 2026년 상반기까지는 DJI+가 높은 반면에 하반기부터는 반도체가 더 높을 것으로 추정 → 2027~28년에도 반도체 Capex 증가율이 더 높은 수준을 유지할 전망







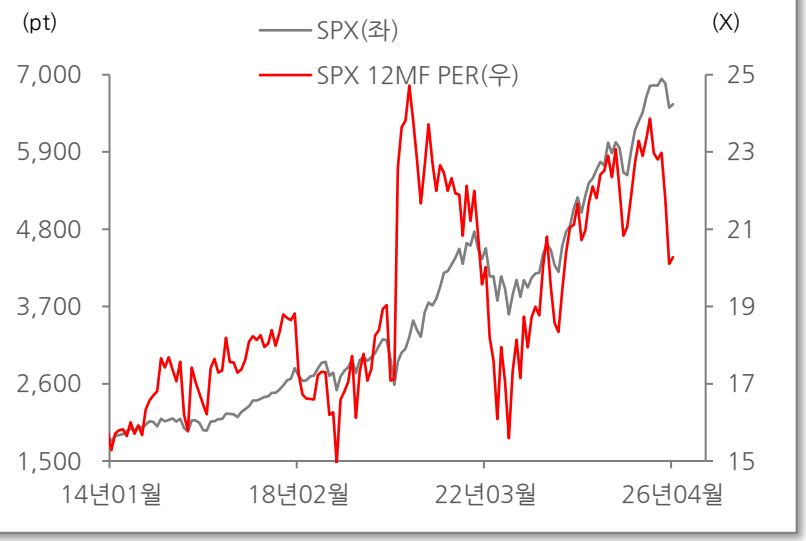
자료: Bloomberg, BNK투자증권
주: DJI 30종목에 구글,메타 포함

자료: Bloomberg, BNK투자증권

글로벌 valuation 과열해소는 긍정적

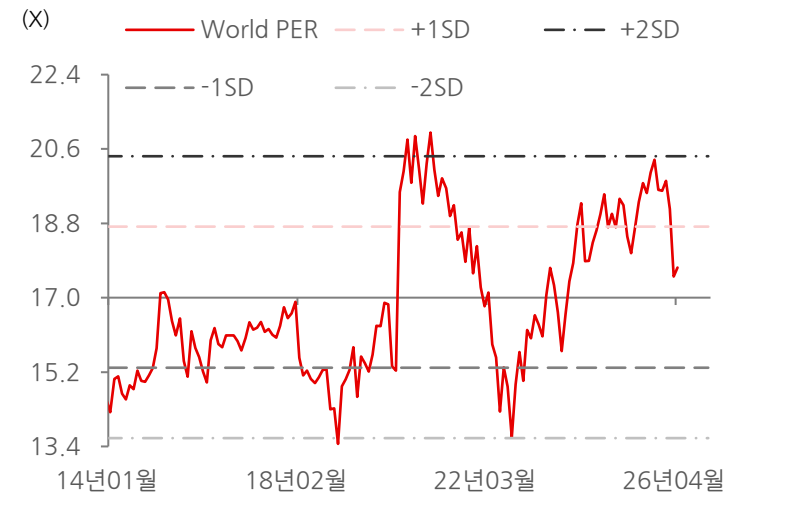
- 2025년 미국과 글로벌 주식시장의 12MF PER이 +2σ까지 상승하면서 valuation 부담에 노출됐으나, 2026년 들어서면서 12MF PER이 0~1σ로 회귀하면서 valuation 부담이 크게 완화된 것으로 나타남
- 연초 AI, 반도체 등의 실적개선과 향후 긍정적인 전망으로 인해 12MF EPS가 상향 조정됐으나, 미국과 글로벌 주식시장이 조정국면에 진입하면서 valuation 부담이 완화된 것으로 볼 수 있음
- 다만 2022년 러시아, 우크라이나 전쟁에 따른 인플레이션으로 주요국이 금리인상에 나서면서 글로벌 주식시장의 12MF PER이 역사적 평균을(17.0x) 크게 하회한 사례도(13.6x) 존재한다는 점에서 주의가 필요

S&P500 실적 상향과 주가조정으로 12MF PER 하락



자료: Bloomberg, BNK투자증권

World 12MF PER도 중립수준으로 회귀 중



자료: Bloomberg, BNK투자증권

KOSPI 낮은 valuation은 반도체 특수 때문

❖ 2026년 반도체 특수로 인해 KOSPI200 PER 8.3x로 저평가된 것으로 나타남. 반도체를 제외한 KOSPI200 ROE는 10% 전후로 PER은 13.3x → KOSPI 저평가 스토리는 반도체 valuation에 의해 결정될 전망

KOSPI200 업종별 valuation

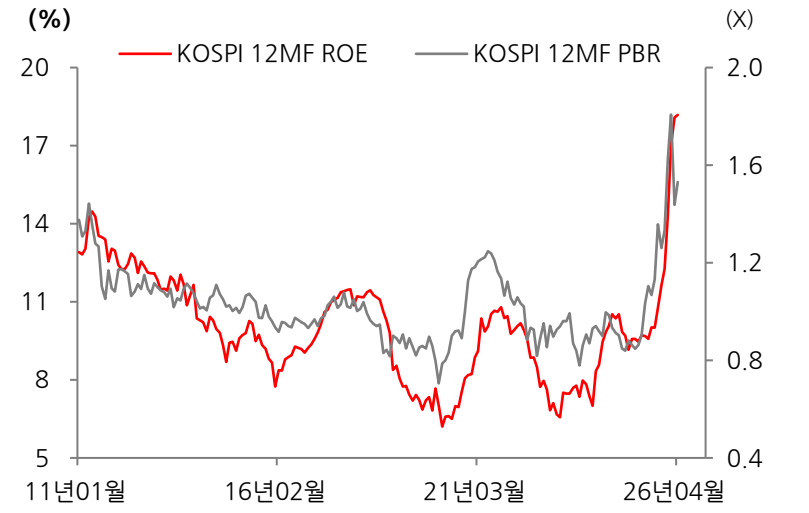
업종	시가총액 (조원)	PER			PBR			ROE	
		2025	2026	2027	2025	2026	2027	2026	2027
전기가스	39	3.8	3.4	3.2	0.61	0.53	0.46	16.8	15.3
반도체	1,751	21.6	5.6	4.8	3.28	2.08	1.46	45.9	35.5
지주회사	223	12.1	6.0	5.3	1.25	1.10	0.96	19.7	19.5
섬유의복	8	7.5	6.4	6.0	0.99	0.89	0.79	14.6	14.0
은행	182	8.0	7.6	7.2	0.71	0.68	0.65	9.2	9.2
자동차	209	8.6	7.8	7.1	0.83	0.77	0.71	10.3	10.3
증권	83	12.5	10.0	10.6	1.67	1.45	1.32	15.5	13.1
운송	48	9.9	10.8	9.7	0.84	0.79	0.74	7.5	7.9
서비스	18	13.7	11.1	9.6	1.27	1.18	1.09	11.1	11.8
통신	39	15.2	11.3	10.5	1.04	0.98	0.94	8.9	9.1
보험	90	11.8	11.6	10.9	1.10	0.76	0.76	7.7	7.0
음식료	40	14.5	12.5	10.9	1.21	1.16	1.08	9.5	10.2
유통	29	17.1	13.2	11.4	0.63	0.61	0.58	4.7	5.2
전기전자	82	17.4	14.8	12.4	1.43	1.32	1.21	9.3	10.2
인터넷게임엔터	84	19.1	16.1	14.1	1.41	1.31	1.20	8.4	8.9
건설	43	15.1	16.2	14.2	1.21	1.17	1.09	7.3	7.9
조선	154	25.7	16.5	13.4	4.56	3.67	3.00	24.6	24.7
금속	66	32.5	17.8	15.2	0.78	0.73	0.71	4.2	4.7
정유	38	na	19.7	12.7	0.79	0.78	0.73	4.0	6.0
화장품	26	35.2	23.7	18.8	2.15	2.03	1.87	8.8	10.4
제약바이오	150	45.5	34.6	28.6	3.71	3.60	3.23	10.6	11.9
전력기기	88	52.8	35.1	26.9	10.44	8.24	6.56	26.2	27.1
방산	160	52.7	36.7	27.7	8.38	7.07	5.74	20.9	22.9
기계	81	86.3	63.7	46.9	4.49	4.30	3.97	6.9	8.8
화학	45	na	112.4	13.5	0.61	0.63	0.60	0.6	4.6
2차전지	168	na	1,308.3	45.4	3.20	3.18	2.97	0.2	6.8
코스피200	4,042	18.7	8.3	7.2	1.84	1.53	1.28	20.1	19.3
ex)반도체	2,291	17.0	13.3	11.6	1.38	1.27	1.18	9.9	10.5

자료: Quantiwise, BNK투자증권

ROE-PBR 기준으로 적정 valuation에 도달

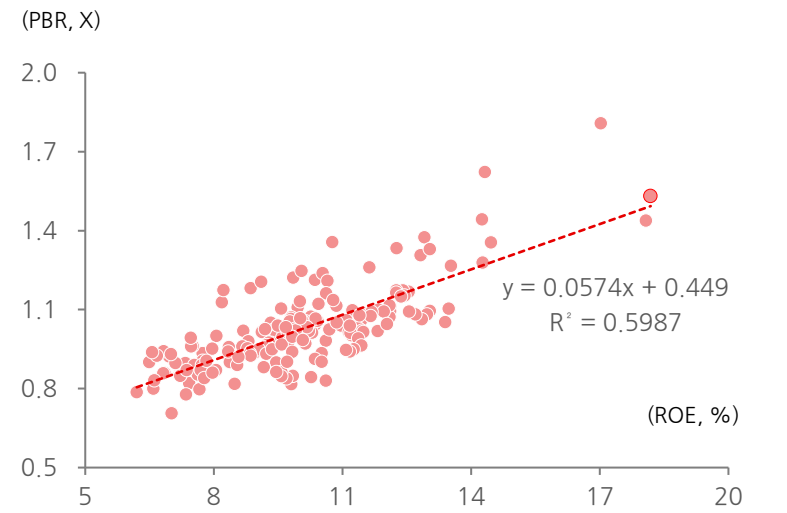
- 2026년 KOSPI200 ROE가 20.1%로 상향되면서 KOSPI 12MF ROE도 18.2%까지 상향 조정된 상황. K-IFRS가 전면 시행된 2011년부터 KOSPI 월평균 12MF ROE는 10.5%, 12MF PBR은 1.03x를 기록했음
- ROE-PBR을 기준으로 보면 2026년 12MF ROE 18.2%, 12MF PBR 1.53x는 적정수준으로 평가할 수 있음. 현재 KOSPI ROE가 지속성을 가질 경우 PBR이 완만하게 상승하는 패턴을 기대할 수 있을 전망
- KOSPI ROE가 현재 수준을 유지하기 위해서는 2026~27년 KOSPI200 순이익에서 64.7%를 설명해주는 반도체 이익증가가 지속돼야 할 전망 → 반도체 실적과 주가흐름이 KOSPI를 결정할 전망

반도체 실적개선으로 KOSPI ROE 상승 추세



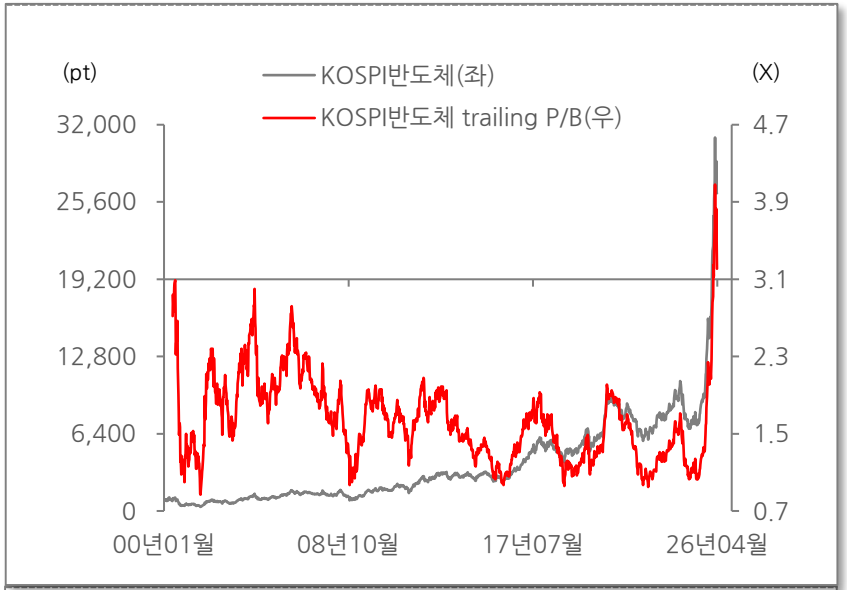
자료: Bloomberg, BNK투자증권

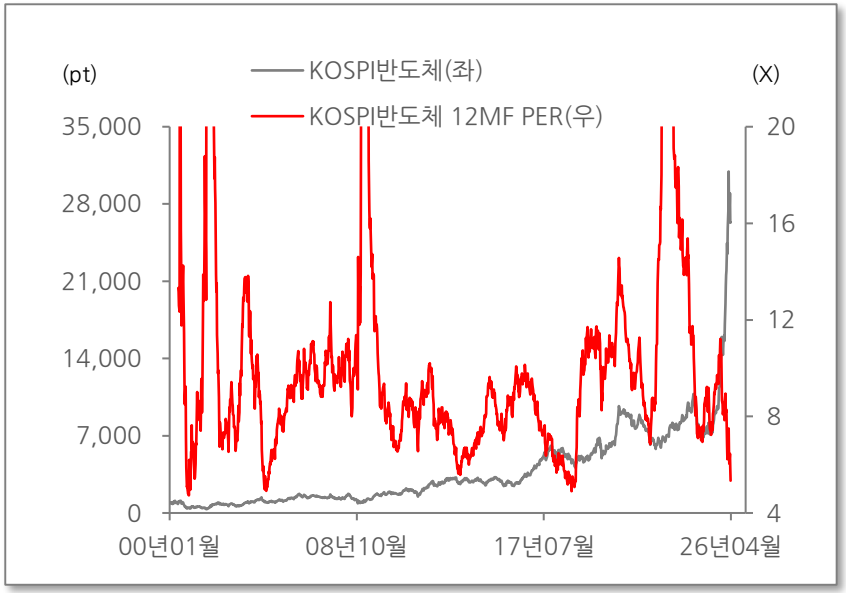
ROE-PBR을 기준으로 적정수준



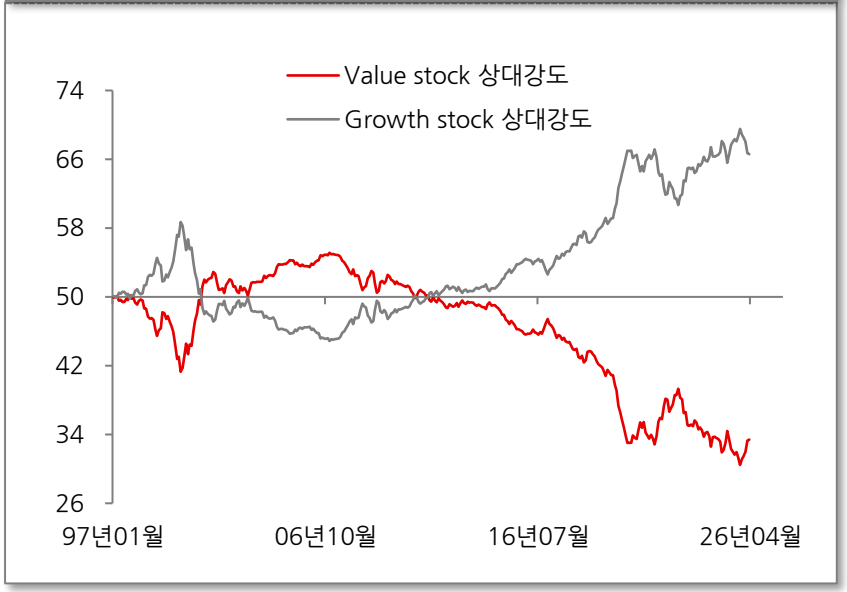
자료: Bloomberg, BNK투자증권

- KOSPI반도체 12MF PER은 5.3x까지 하락한 상황. 역사적으로 KOSPI반도체 12MF PER이 5.0x 이하로 하락한 사례는 2000년, 2004년, 2018년 3차례 존재 → 이외에도 반도체가 역사적으로 낮은 PER이 형성된 시점에서 주가는 예외 없이 조정국면에 진입
- KOSPI반도체 trailing PBR은 4.1x까지 상승한 이후 3.2x로 하향 안정화된 상황이나, 현재 수준은 2000년 IT버블 당시의 최고치보다(3.1x) 높은 상황
- 2000년 IT투자가 급증한 이후 주가조정 국면에서 가치주가 새로운 투자대안으로 부상. 현재 AI투자가 급증하고 있으나, 2027년부터 투자증가율 둔화가 진행될 경우 가치주에 대한 관심이 커질 전망





자료: Quantiwise, BNK투자증권



자료: Quantiwise, Bloomberg, BNK투자증권

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

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 국제금융로2길 (여의도동) 24, 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