

Momentum —————

Top-down vs. Bottom-up momentum

Top-down, Bottom-up 총돌로
외국인 유동성이 중요



Top-down vs. Bottom-up momentum

Top-down, Bottom-up 충돌로 외국인 유동성이 중요

4월부터 OECD G20 경기선행지수가 소폭 둔화되는 것으로 수정됐다. OECD 경기선행지수 그 자체가 경기(Top-down) 모멘텀으로 작용해왔다는 점을 고려하면 부정적이다. 여기에 주요국이 하반기에 1~2차례 금리인상을 단행할 것으로 예상된다는 점도 부담이다. 6월 미국 Head-line 소비자물가는 둔화되면서 peak-out에 대한 기대감이 조성될 수 있다. 그러나 core CPI는 여전히 높은 수준을 유지할 것으로 예상되고 있다. 금주 한국은행이 금리인상에 나설 가능성이 높다. 한국 소비자물가는 8월까지 상승세를 유지할 가능성이 높기 때문이다. 현재 국제수익률이 100bp 금리인상을 선반영하고 있는 것으로 나타나, 긴축신호로 인식될 수밖에 없다.

금주부터 미국 earnings season이 본격화된다. 6월까지 S&P500 earnings surprise 비율이 높게 유지됐다는 점을 고려하면 실적(Bottom-up) 모멘텀은 유지될 전망이다. 성장주로 구성된 Nasdaq100 12MF PER이 역사적 중립 수준이라는 점을 고려하면 추가 상승을 위해서는 earnings momentum이 필요하다. 필라델피아 반도체지수는 12MF EPS 650pt까지 선반영한 상황이라 추가 상승을 위해서는 보다 놀라운 실적발표가 필요할 것이다. KOSPI200 지배주주순이익 상향 조정이 지속되고 있다는 점은 긍정적이거나, 반도체를 제외할 경우 섹터별로 earnings momentum이 차별화되고 있다.

Top-down과 Bottom-up momentum이 상충되는 구간에 진입하고 있는데, 이런 상황에서는 유동성이 중요하다. 글로벌 유동성 증가율은 역사적 평균보다 높은 수준을 유지하고 있으나, 2월을 정점으로 둔화되기 시작했다. 국내 주식시장 유동성은 6월 하순부터 주식형 펀드 환매가 크게 증가하고 있다. 외국인 매도와 주식형 펀드 환매는 개인들의 순매수로 이어졌는데, 이로 인해 고객예탁금이 뚜렷한 감소세를 보이고 있다. 이런 까닭에 유동성을 기준으로 보면 SK하이닉스 ADR 상장 이후 외국인의 매매 방향성이 KOSPI 흐름을 좌우할 가능성이 높다.

甲論乙駁

2026/7/13

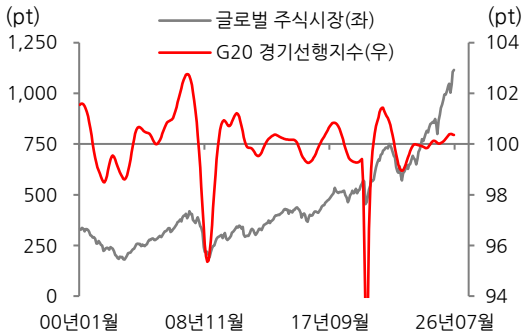
Momentum

I . Top-down vs. Bottom-up momentum

Top-down momentum은 약화 중

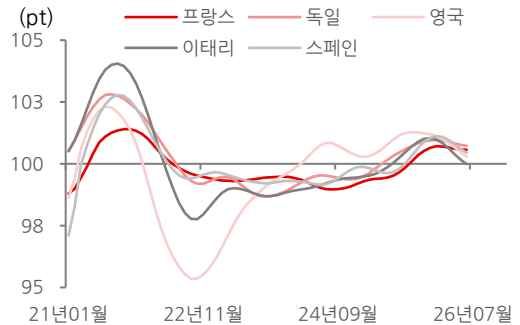
6월 OECD G20 경기선행지수가 소폭 하락한 것으로 발표됐다. 4~5월 OECD G20 경기선행지수도 소폭 하락한 것으로 수정되면서 3개월 연속 하락세를 이어갔다. 현재 OECD G20 경기선행지수는 100.36pt를 기록하고 있다는 점에서 여전히 기준선 위에서 형성되고 있다. 다만 경기선행지수 상승세가 주춤해지고 있다는 점은 글로벌 주식시장에는 부담으로 작용할 수 있다. 일반적으로 OECD G20 경기선행지수가 상승하는 국면에서 주식시장이 상승 추세를 형성해왔기 때문이다.

Fig. 1: OECD 경기선행지수 둔화세로 전환



자료: OECD, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 2: 유럽 경기선행지수 부진이 이어지는 상황

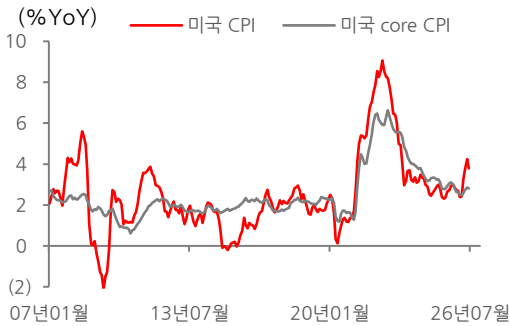


자료: OECD, BNK투자증권

OECD G20 경기선행지수가 4월부터 하락세로 전환한 것은 유럽국가들의 경기선행지수 부진에서 그 이유를 찾을 수 있다. 이란전쟁이 시작되면서 유럽 경제지표들이 일제히 둔화되면서 경기선행지수에 부정적인 영향을 미친 것이다. 6월부터 국제유가가 급락한 점은 향후 유로존 경제지표에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상되나, 6월에 유로존이 금리인상에 나섰다다는 점은 향후 경기전망에는 부정적일 수 있다.

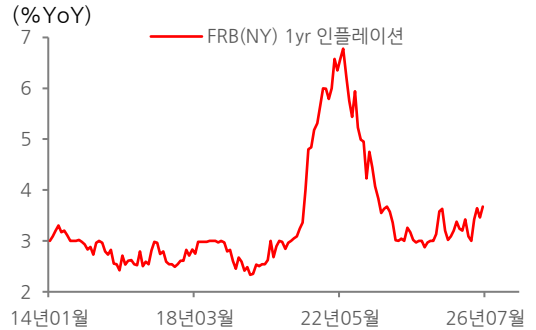
금주에는 미국 소비자물가 발표가 예정돼 있다. 6월 에너지 가격하락을 고려해 소비자물가 상승률이 3.8%YoY로 둔화될 것으로 예상되면서 Head-line 물가 peak-out에 대한 기대감이 높아질 수 있다는 점은 긍정적이다. 그러나 core CPI는 5월과 동일한 수준을 유지할 것으로 예상된다는 점에서 물가안정에 대한 기대감은 높지 않을 수 있다.

Fig. 3: 미국 소비자물가 둔화, 핵심물가는 회복 전망



자료: 미 노동통계국, BNK투자증권
 주: 6월은 시장 컨센서스

Fig. 4: FRB 1년 인플레이션 전망치는 오히려 상향



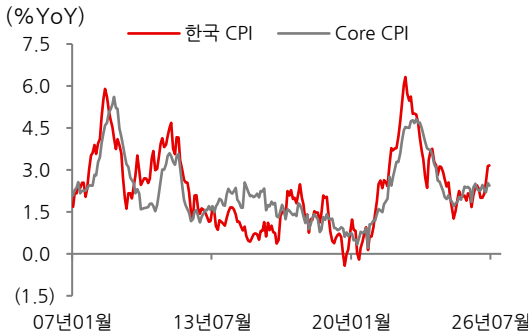
자료: NY FRB, BNK투자증권

6월 FOMC에서 연말 core PCE 전망치가 3.3%YoY로 상향 조정되면서 연말까지 현재의 고물가가 지속될 것이라는 우려가 발생했다. 지난주에는 뉴욕 FRB가 향후 1년 기대인플레이션을 발표했는데, 6월 3.67%로 상승하면서 2023년 9월 수준으로 높아졌다. 6월 기대인플레이션 상승은 메디컬 케어, 주택임대료 등이 상승한 결과인데, 이는 핵심물가 안정에는 시간이 필요하다는 의미다. 최근 국제유가 하락으로 인한 향후 물가안정에 대한 기대감이 훼손될 수 있는 상황이다.

한국은행은 2024년 10월부터 2025년 5월까지 4차례에 걸쳐 100bp 금리인하를 단행했는데, 금주 한국은행이 기준금리를 0.25%p 인상할 것으로 예상된다. 6월 소비자물가가 3.2%YoY까지 높아진 상황에서 8월까지 추가 상승에 대한 우려가 크다. 왜냐하면 원/달러환율이 1,500원 이상에서 지속적으로 유지되면서 인플레이션 우려가 지속되고 있기 때문이다. 또한 서울을 중심으로 부동산(매매, 전세, 월세 동반 상승) 가격상승을 제어하기 위해서라도 금리인상 카드를 사용할 가능성이 높다.

6월 한국 core CPI는 2.4%YoY로 상대적으로 안정세를 보이고 있으나, 8월까지 빠른 상승세를 보일 가능성이 높다. 왜냐하면 2025년 8월 SK텔레콤 개인정보 유출로 인해 일시적으로 통신요금에 13.3%YoY 감소하면서 CPI, core CPI가 동반 하락했는데, 2026년에는 이러한 효과가 제거되기 때문이다. 결론적으로 한국 소비자물가는 8월까지 상승한 이후에 peak-out에 대한 기대감이 생길 것으로 예상된다.

Fig. 5: 한국 소비자물가는 8월까지 상승 추세



자료: 국가데이터처, BNK투자증권

Fig. 6: 국채수익률은 100bp 금리인상을 선반영한 상황



자료: 한국은행, 금융투자협회, BNK투자증권

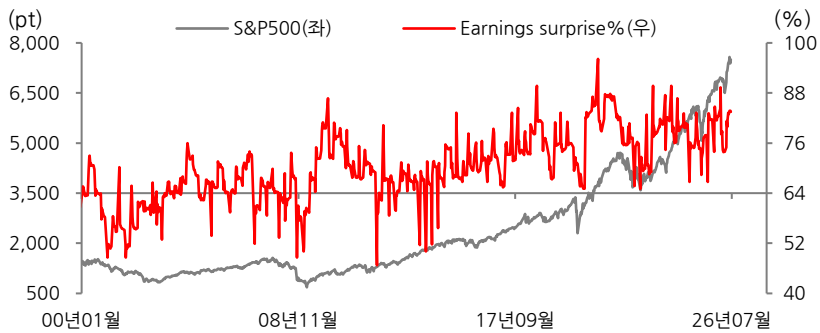
한국 국채수익률은 이미 금리인상에 대한 우려를 충분히 반영했다는 게 중론이다. 왜냐하면 3년 국채수익률이 3.77%까지 상승했는데, 이는 현재 기준금리 2.50%보다 127bp 높은 수준이기 때문이다. 참고로 기준금리 3.50%가 유지됐던 2023년 1월부터 2024년 9월까지 3년 국채수익률은 평균 3.51%를 기록했다. 이런 까닭에 현재 국채수익률은 100bp 금리인상을 충분히 반영한 수준으로 평가할 수 있다.

전술한 내용은 Top-down momentum 약화 가능성을 언급한 것이다. OECD G20 경기선행지수가 둔화되는 것 자체만으로도 Top-down momentum 약화를 의미한다. 여기에 주요국이 금리인상에 나설 경우 유동성 둔화를 초래할 수 있다는 점도 부정적이다. 여러 번 언급했지만 금리선물시장은 미국, 유로존, 일본 등 주요국들이 연내 1~2차례 금리인상에 나설 것을 반영하고 있는 상황이다.

Bottom-up momentum은 유지

Top-down momentum 약화에도 불구하고 글로벌 12MF EPS가 상승 추세를 유지하면서 Bottom-up momentum은 안정적인 흐름을 보이고 있다. 금주부터 미국시장은 2Q26 earnings season에 돌입하는데, 기업실적은 안정적인 흐름을 유지할 것으로 예상된다. 아래 그림은 S&P500 earnings surprise 비율을 나타낸 것이다. S&P500 기준으로 6월 중순까지 earnings surprise 비율이 83.5%인 반면에, earnings shock 비율은 10.8%에 불과했다.

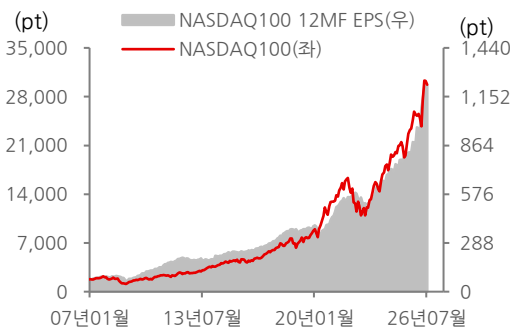
Fig. 7: 2Q26 earnings season에 돌입하는 미국시장



자료: Bloomberg, BNK투자증권

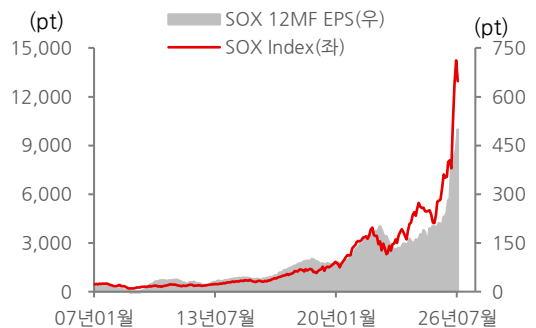
미국 기업실적 중에서는 성장주들에 주목해야 할 시점이다. DJI30, S&P500의 12MF PER이 역사적인 평균보다 훨씬 높은 수준에서 형성 중인데, 이는 성장주들이 주요 지수에 편입되면서 나타나는 현상이다. Nasdaq100 12MF PER은 24.5x로 역사적 중립 수준에 놓여 있는데, 추가적인 주가상승을 위해서는 earnings momentum이 필요하다. 즉 12MF EPS 상승을 전제로 해야 주가상승이 가능하다는 의미다.

Fig. 8: 미국 성장주 earnings momentum이 필요



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 9: 미국 반도체 12MF EPS 650pt까지 선반영

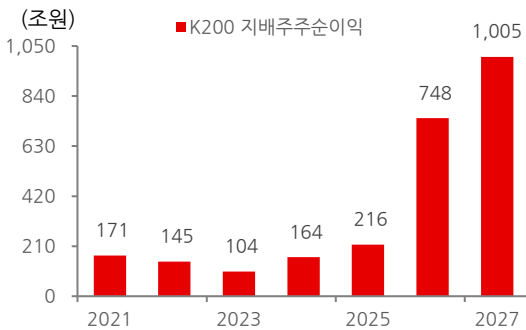


자료: Bloomberg, BNK투자증권

필라델피아 반도체지수는 12MF PER은 26.0x로 역사적인 중립 수준을(20.5x) 크게 상회하는 상황이다. 이로 인해 그림9에서 보는 바와 같이 주가와 12MF EPS와의 괴리가 크게 확대된 것으로 나타난다. 현재 필라델피아 반도체지수가 유지되기 위해서는 12MF EPS가 650pt 수준까지(현재 12MF EPS 500pt) 상향 조정될 필요가 있다. 반도체지수는 AI투자과 별도로 생각할 수 없는 상황이기 때문에 주요기업들의 AI투자관련 뉴스에 민감해질 수밖에 없는 상황이다.

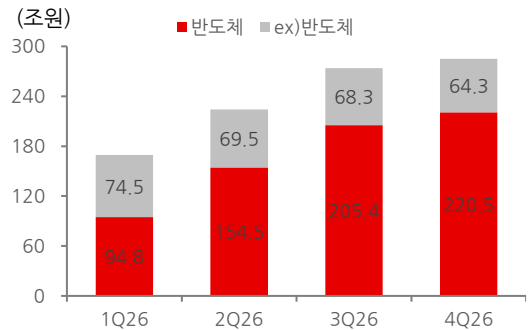
한국시장은 KOSPI200 지배주주순이익이 지속적으로 상향 조정 중이다. 2026년 KOSPI200 지배주주순이익이 748조원으로 상향 조정됐으며, 2027년에는 무려 1,000조원을 넘어설 것으로 전망되고 있다. 한국시장의 높은 earnings momentum은 반도체업종에 의해 주도되고 있는 것으로 나타난다. 삼성전자와 SK하이닉스 영업이익이 상향 조정되면서 KOSPI200 분기별 영업이익이 증가세를 이어가고 있기 때문이다.

Fig. 10: 실적 상황이 지속되는 KOSPI200



자료: Quantwise, BNK투자증권

Fig. 11: 반도체 실적 모멘텀이 압도적



자료: Quantwise, BNK투자증권

주: KOSPI200 분기별 영업이익

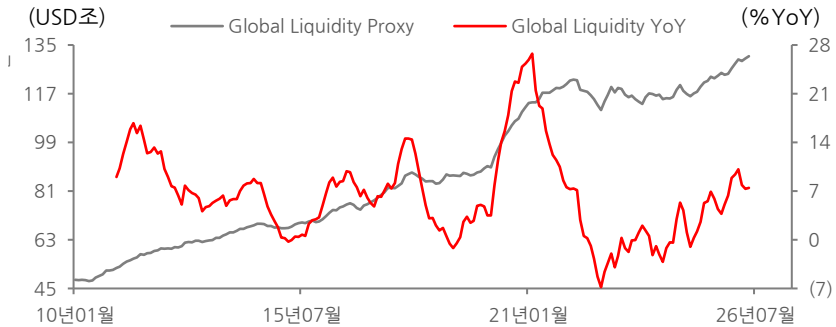
다만 그림11에서 보는 바와 같이 반도체 영업이익의 증가에도 불구하고 반도체를 제외한 업종의 영업이익 전망치는 높지 않은 수준이다. 2Q26 에너지 가격상승으로 인해 한국전력의 영업이익 훼손이 가장 큰 영향을 미치고 있는 가운데 최근에는 음식료, 방산, 전력기기 등에서도 12MF EPS 둔화가 진행 중이다. 반면에 IT업종 이외에 금융, 헬스케어, 조선, 기계 등에서는 12MF EPS 상승 추세가 이어지고 있어 earnings momentum이 개선 중이다.

Top-down, Bottom-up momentum 충돌로 외국인 유동성이 중요

Top-down momentum과 Bottom-up momentum이 충돌하는 상황에서는 유동성 흐름이 금융시장을 좌우할 가능성이 높아진다. 이런 까닭에 시중 유동성과 주식시장 유동성에 대한 점검이 중요하다. 일단 5월까지 글로벌 유동성 증가율은 7.5%YoY로 역사적 평균 6.5%YoY를 상회하고 있다는 점은 긍정적이다.

반면에 이란전쟁 이전인 2월에는 10.1%YoY까지 증가한 이후에 유동성 증가율이 둔화되고 있다는 점은 부정적이다. 여기에 주요국이 향후 1~2차례 금리인상에 나설 경우 유동성 증가율 둔화로 이어질 수 있다는 점도 부정적이다. 즉 당장에 글로벌 유동성은 여전히 풍부한 편이나, 향후 유동성 증가율이 둔화될 가능성이 높다는 점은 부정적이다.

Fig. 12: 글로벌 유동성 증가율은 주춤해진 상황



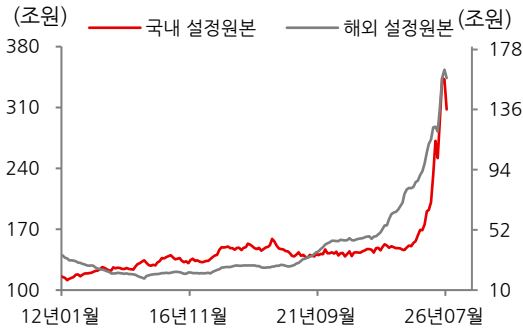
자료: MacroMicro, BNK투자증권

주식시장 유동성은 일반적으로 주가가 상승하는 국면에서 증가하고, 주가가 하락하는 국면에서 감소하는 흐름을 유지한다. 향후 주가전망이 Top-down과 Bottom-up 측면에서 상충될 수 있다는 점이 변수다. 경기 모멘텀 둔화는 위험자산인 주식비중을 줄이려고 하는 요인인 반면에 기업실적 개선은 주식비중을 확대할 수 있는 요인이다.

이러한 상충된 국면에서 글로벌 주식시장으로의 유동성 증가 여부는 좀 더 지켜봐야 할 부분이다. 다만 SpaceX에 이어서 SK하이닉스마저 글로벌 주식시장 유동성 흡수 요인으로 작용하고 있다는 점은 부정적이다(OpenAI, Anthropic 상장 여부도 주식시장 유동성에는 중요한 변수).

6월 중순 이후 KOSPI가 조정국면에 진입하면서 국내 주식시장 유동성이 뚜렷하게 감소하고 있다는 점은 주의해야 할 부분이다. 국내의 주식형 펀드 설정잔액이 감소세로 전환한 상황인데(6/18일 이후 46조원), 여기에 외국인 매도가 지속되는 상황이다. SK하이닉스 ADR 상장을 계기로 반도체에 대한 외국인 매도 축소 여부를 지켜봐야 할 부분이다.

Fig. 13: 국내, 해외 주식형 동반 환매



자료: 금융투자협회, BNK투자증권

Fig. 14: 외국인 매도로 인한 고객예탁금 감소



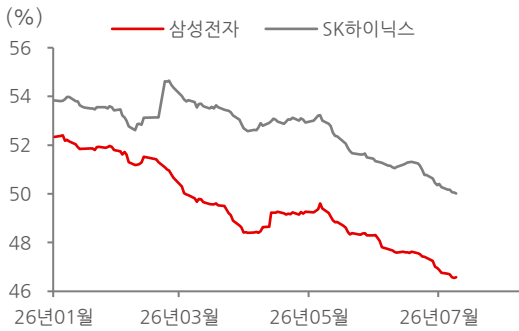
자료: 금융투자협회, BNK투자증권

외국인 매도국면에서 주식형 펀드 환매까지 겹치면서 개인투자자들이 매수세를 유지했다. 이로 인해 개인들의 매수여력을 나타내는 고객예탁금이 뚜렷하게 감소하고 있다. 이에 반해 신용융자금액은 최고치에서 1조원 감소에 그치면서 실질고객예탁금은 고점대비 29조원 가까이 감소한 상태다. 주식형 펀드 환매와 함께 고객예탁금 감소가 진행되고 있다는 점은 한국시장의 수급상황이 악화되고 있다는 의미다.

한국 주식시장 유동성이 축소되는 국면에서 유일하게 기대할 수 있는 것은 외국인의 매매 방향성이다. 외국인은 연초부터 강력한 매도세력으로 자리해 왔는데(연초부터 USD1,025억 순매도), SK하이닉스 ADR 상장을 계기로 매도세가 완화될 가능성도 존재한다. 이런 까닭에 당분간 한국시장 흐름은 외국인의 매매 방향성에 따라서 결정될 가능성이 높다. 즉 외국인이 매수세로 전환할 경우 주식시장 유동성 개선을 기대할 수 있으나, 매도세를 지속할 경우에는 수급악화가 지속될 수 있다.

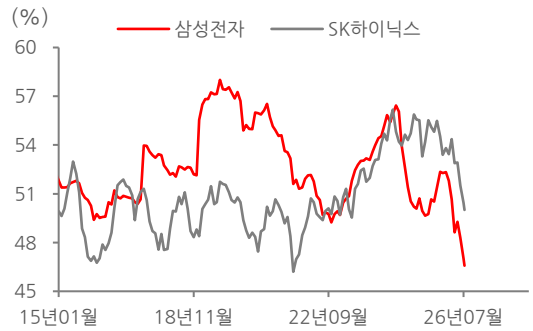
외국인 매매 방향성을 결정할 변수는 삼성전자, SK하이닉스로 볼 수 있다. 왜냐하면 외국인은 삼성전자를 연초부터 지속적으로 매도해 왔고, 3월부터는 SK하이닉스까지 동반 매도하고 있기 때문이다. 2015년 이후 외국인 지분율을 살펴보면 SK하이닉스는 평균 수준으로 축소했으며, 삼성전자는 역사적으로 낮은 수준까지 축소했다. 그러나 지난주 SK하이닉스의 성공적인(원화기준 15.6% premium) ADR 상장으로 차익거래 등을 위한 단기 매매전략이 바뀔 수 있다는 점이 변수다.

Fig. 15: 2026년 반도체 외국인 지분율 추이



자료: KRX, BNK투자증권

Fig. 16: 2015년 이후 외국인 지분율 추이



자료: KRX, 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 씬농구단