

PORTFOLIO

Portfolio 재편이 본격화되나?

반도체, fundamentals보다는
Re-balancing 영향



Portfolio 재편이 본격화되나?

반도체, fundamentals보다는 Re-balancing 영향

2Q26 earnings season이 시작되면서 반도체 주가가 급락하고 있다. 글로벌 주식시장의 12MF EPS가 상승 추세를 이어가고 있는데, 이는 반도체를 중심으로 한 IT 섹터의 강력한 earnings momentum이 존재하기 때문이다. 반도체 이외에는 금융, 커뮤니케이션 섹터가 안정적인 실적전망이 유지되고 있다. KOSPI는 글로벌시장에서 가장 강력한 earnings momentum을 기록 중인데, 이는 반도체가 주도하고 있는 상황이다. 그러므로 최근 반도체를 중심으로 한 주가급락은 fundamentals 훼손 때문은 아니다.

7월 들어서면서 글로벌 주식시장의 흐름은 IT비중이 줄어들고, 금융업종비중이 늘어나는 상황이다. 글로벌 주식시장에서 IT비중이 30% 수준까지 확대된 이후 갑자기 IT비중을 축소하고 있는 흐름이다. 미국시장에서 반도체가 차지하는 비중은 역사적으로 가장 높은 수준까지 상승한 이후 반락 중이다. AI투자 사이클이 시작된 2023년 5월부터 IT 비중이 월등히 높아졌는데, 최근 과잉투자에 대한 우려가 제기되면서 Portfolio Re-balancing에 들어간 모습이다. 만일 Re-balancing이 IT투자비중 축소로 이어질 경우 IT 시가총액비중이 높은 한국, 대만 주식시장에는 부정적이다.

KOSPI200 12MF PER이 6.4x까지 하락해 저평가에 대한 시각이 우세하다. KOSPI PER이 낮아진 것은 반도체가 4.7x까지 하락했기 때문인데, 반도체를 제외한 업종들은 10.7x에 거래되고 있다. 그러므로 현재 KOSPI 저평가 논리는 반도체의 저PER에 국한된 문제다. 역사적으로 보면 반도체 경기가 정점으로 향해갈 때, PER은 항상 낮은 수준으로 하락했다. 반도체는 earnings 전망이 유지되고 있어 fundamentals 훼손은 아니나, 경기고점에 대한 우려는 수급측면에서의 불이익을(Re-balancing) 감수해야 하는 상황이다.

甲論乙駁

2026/7/20

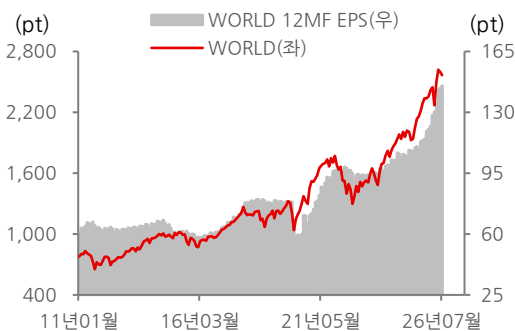
Portfolio

I. Portfolio 재편이 본격화되나?

IT가 주도한 earnings momentum

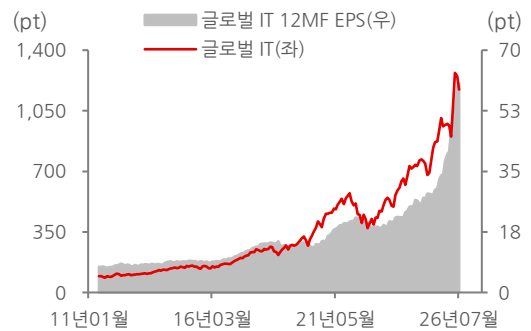
2026년 4~5월 이란전쟁 종전 기대감으로 상승했던 글로벌 주식시장은 6~7월에는 등락과정이 반복되고 있다. 2Q26 earnings season이 시작되면서 예상치를 상회하는 기업실적이 발표되고 있다는 점은 긍정적이다. 이러한 실적개선으로 인해 글로벌 주식시장 12MF EPS는 상승 추세를 유지하고 있다.

Fig. 1: 글로벌 earnings momentum은 유지



자료: Bloomberg, BNK투자증권

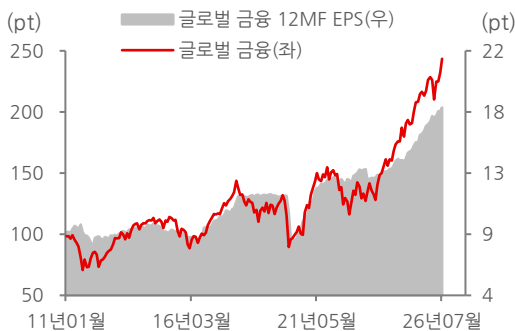
Fig. 2: 글로벌 IT 12MF PER은 중립 수준



자료: Bloomberg, BNK투자증권

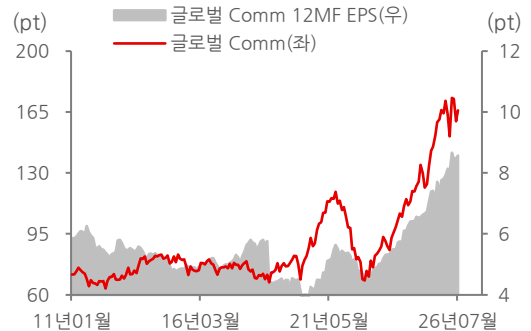
글로벌 주식시장이 earnings momentum을 유지하고 있는 배경에는 IT, 금융, 커뮤니케이션 업종의 실적개선에서 그 이유를 찾을 수 있다. 특히 반도체를 중심으로 한 IT업종의 12MF EPS는 103.3%YoY 급증한 것으로 나타난다. 금융, 커뮤니케이션 업종 12MF EPS는 각각 17.6%YoY, 15.7%YoY를 기록 중이다.

Fig. 3: 금융업종 earnings momentum은 우호적



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 4: Communication earnings momentum 유효

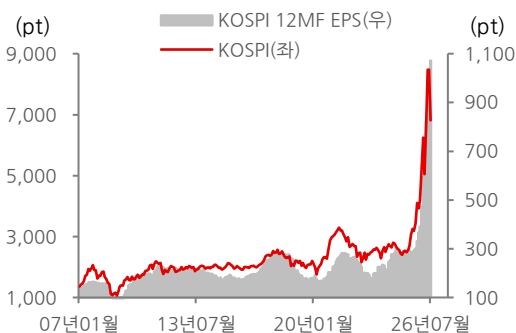


자료: Bloomberg, BNK투자증권

글로벌 주식시장의 12MF EPS는 32.4%YoY 증가한 상황인데, IT만이 이를 넘어서고 있다. 이런 까닭에 최근 12개월간 나타난 글로벌 주식시장의 강력한 earnings momentum은 IT에 전적으로 의존한다고 말해도 무방할 것이다.

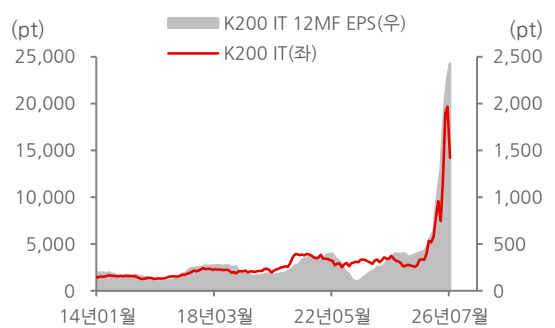
IT 섹터의 강력한 earnings momentum은 한국시장에 가장 우호적으로 작용했다. 7월 현재 KOSPI 12MF EPS는 282.1%YoY 증가한 것으로 나타나는데, 이는 IT업종의 실적 상향 조정에 따른 것이다. 왜냐하면 KOSPI200 IT업종 12MF EPS는 484.0%YoY 증가한 것으로 나타나기 때문이다.

Fig. 5: KOSPI earnings momentum도 유지



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 6: 반도체 earnings momentum이 압도적인 한국



자료: Bloomberg, BNK투자증권

KOSPI, KOSPI200 IT 업종의 earnings 상향 조정에도 불구하고 7월 들어서면서 주식시장이 급락하며 valuation 매력이 높아진 것도 사실이다. 왜냐하면 KOSPI 12MF PER은 6.4x, KOSPI200 IT 12MF PER은 5.8x로 하락한 것으로 나타나기 때문이다.

그러나 엄밀한 의미에서 KOSPI 저평가는 반도체에 국한된 것으로 볼 수 있다. KOSPI200 내에서 반도체 12MF PER이 4.7x로 하락한 반면에 전기전자 12MF PER은 26.0x에 달하기 때문이다. 반도체를 제외한 KOSPI200 12MF PER은 10.7x를 기록 중이다. 즉 KOSPI 12MF PER valuation 저평가는 반도체에 국한된 것으로 봐야 할 것이다(그림16 참고).

높아진 반도체 비중이 Re-balancing 욕구를 자극

글로벌 IT업종의(특히 반도체) 강력한 earnings momentum에도 불구하고 7월 들어서면서 반도체를 중심으로 IT업종은 약세를 면치 못하고 있다. 반도체 실적개선에도 불구하고 주가 하락은 fundamentals보다는 수급에서 그 원인을 찾을 수밖에 없을 것이다. 우선 미국시장 내에서 필라델피아 반도체지수가(SOX) 차지하는 시가총액 비중이 역사적으로 높은 수준까지 상승했다.

S&P500대비 필라델피아 반도체 시가총액 비중은 6월 24.3%까지 상승한 이후 반락 중이다. AI 사이클이 시작된 2023년 5월(엔비디아 실적발표 이후 주가급등 시작) S&P500대비 필라델피아 반도체 시가총액비중은 7.9%에 불과했다는 점을 고려하면 시가총액비중이 3배 이상으로 커졌다.

Fig. 7: 미국 반도체 시가총액비중 감소세로 전환



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 8: 글로벌은 IT비중 축소, 금융비중 확대



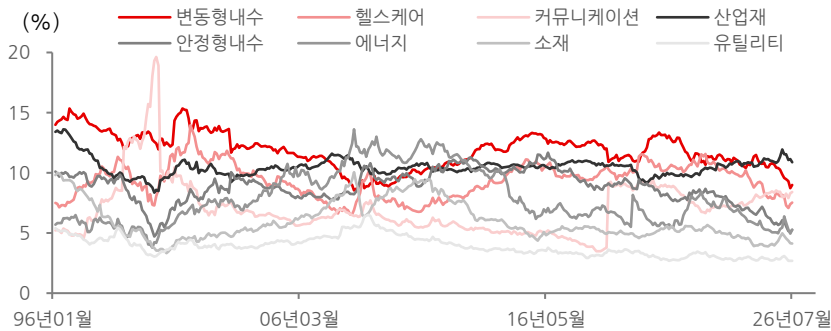
자료: Bloomberg, BNK투자증권

반도체를 중심으로 한 실적개선으로 인해 글로벌 주식시장에서 6월 IT업종의 시가총액 비중이 29.4%로 증가했는데, 이는 2023년 4월의 18.9%보다 월등히 높다(10.5%p 증가). 역사적으로 보면 2000년 IT버블 국면에서 IT업종의 시가총액비중은 23.3%까지 높아진 사례가 있는데, 현재 상황은 이보다 훨씬 높다.

반도체를 중심으로 한 IT업종의 높은 earnings momentum을 감안할 경우 최근 주가하락은 수급측면에서 반도체 비중을 줄이고자 하는 욕구가 커졌을 가능성이 높다. 7월 들어서면서 IT 시가총액비중이 줄어든 반면에 금융업종 시가총액비중이 상대적으로 높아진 것으로 나타나는데, 이는 포트폴리오 조정 가능성을 높이고 있다.

아래 그림은 1996년 이후 글로벌 주식시장에서 IT, 금융업종을 제외한 다른 업종들의 시가총액비중을 나타낸 것이다. AI투자사이클이 시작된 2023년 5월을 기준으로 할 경우 헬스케어, 안정형내수, 에너지, 변동형내수 순으로 시가총액비중이 줄어든 것으로 나타난다. 반면에 earnings momentum이 개선되고 있는 커뮤니케이션 업종의 시가총액비중은 오히려 늘었다. 결론적으로 전술한대로 earnings momentum이 개선된 IT, 금융, 커뮤니케이션 시가총액비중이 늘어난 반면에 다른 업종들의 시가총액비중은 줄었다.

Fig. 9: 2023년 5월부터 헬스케어, 안정형내수, 에너지 비중 순으로 감소



자료: Bloomberg, BNK투자증권

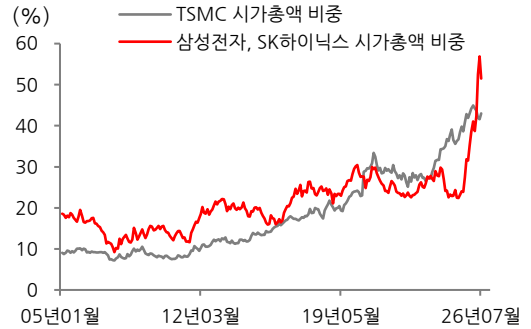
한국시장에서도 반도체 시가총액비중이 급증한 것으로 나타난다. 4월 KOSPI200 내에서 반도체 시가총액비중은 43.0%에 불과했으나, 단일종목 레버리지가 도입된 5월에는 52.8%, 6월에는 61.1%까지 높아졌다. 7월 들어서면서 필라델피아 반도체 주가하락으로 인해 반도체 시가총액비중은 55.5%로 반락했다. 반도체 시가총액비중 하락은 외국인의 누적된 매도가 가장 큰 원인이다.

Fig. 10: 한국도 반도체 시가총액 비중이 축소



자료: Quantiwise, BNK투자증권
주: KOSPI200 기준

Fig. 11: 대만과 한국의 반도체 대표종목 시가총액 비중

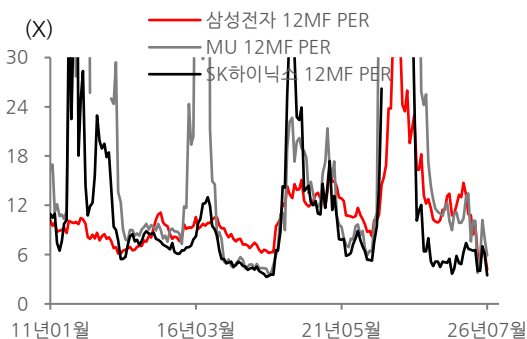


자료: Bloomberg, BNK투자증권
주: 대만가권지수, KOSPI 기준

Re-balancing은 모멘텀이 변수

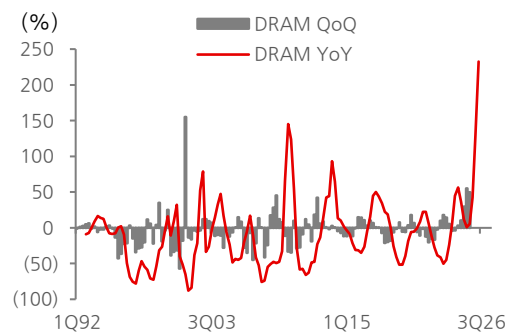
KOSPI200 반도체 12MF PER이 4.7x까지 하락했다는 점에서 삼성전자, SK하이닉스 저평가에 대한 논란이 커지고 있다. 다만 여러 번에 걸쳐서 언급했듯이 과거 반도체 주가는 경기고점에 근접할수록 저PER국면이 이어질 수 있다는 점을 간과해서는 안될 것이다. 물론 2Q26 한국 DRAM 수출물가는 달러기준으로 49.9%QoQ, 232.8%YoY 급등세를 이어간 것으로 나타나는데, 이는 기업실적에 우호적이다. 또한 실적시즌에 진입하면서 자사주 매입이나 업그레이드된 배당정책에 대한 기대감이 주가반동의 신호로 인식될 수도 있는 상황이다.

Fig. 12: 반도체 3사 저PER 국면으로 진입



자료: Bloomberg, BNK투자증권

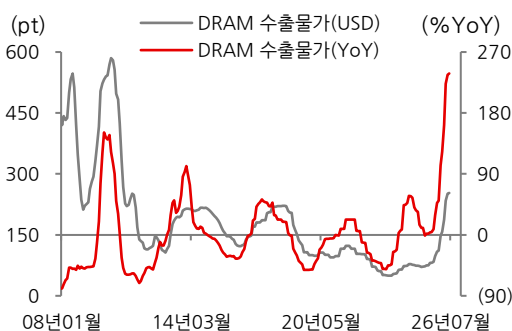
Fig. 13: 한국 2Q26 DRAM 수출물가 49.9%QoQ



자료: 한국은행, BNK투자증권

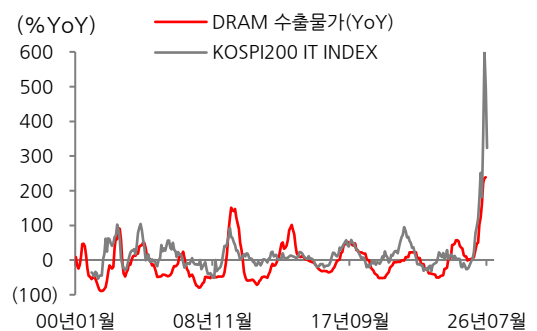
2Q26 DRAM 수출물가가 49.9%QoQ 상승했음에도 불구하고 6월에는 0.6%MoM 상승에 그친 것으로 나타난다. 최근 애플, 마이크로소프트 등이 반도체 가격상승으로 인해 가격인상을 준비하고 있다는 점은 향후 DRAM 수요에도 영향을 미칠 수 있는 변수다. 아직까지 DRAM 가격상승세가 유지되고 있으나, 상승폭이 둔화된다면 모멘텀 약화로 이어질 수 있다.

Fig. 14: 6월 반도체 수출물가는 0.6%MoM으로 축소



자료: 한국은행, BNK투자증권

Fig. 15: 주가는 DRAM 수출물가보다 선행



자료: 한국은행, BNK투자증권

그림15는 DRAM 가격상승률과 KOSPI200 IT업종의 주가상승률을 나타낸 것이다. 전반적으로 DRAM 가격과 주가상승률이 동행하는 흐름을 보이는 것은 사실이다. 다만 엄밀한 의미에서 보면 DRAM 가격보다는 주가가 더 선행해서 움직이는 것을 확인할 수가 있다. 당장에 fundamentals 훼손이 없더라도 DRAM 가격상승률이 둔화된다면 주가는 선행해서 조정국면에 진입한 사례도 빈번하게 목격된다.

지난주 우리는 OECD G20 경기선행지수가 4월부터 소폭 둔화되고 있다고 밝힌 바가 있다. OECD 경기선행지수는 강력한 Top-down momentum으로 자리하고 있다는 점에서 일시적인 둔화라고 할지라도 주의 깊게 살펴봐야 할 부분이다. Top-down과 Bottom-up 모멘텀이 충돌하는 경우 수급이(유동성) 중요한데, 글로벌 Re-balancing이 진행될 경우 반도체 시가총액비중이 높은 한국시장에는 부정적인 영향을 미칠 수밖에 없다. 7월 들어서 반도체 주가가 급락한 상태라는 점에서 KOSPI가 언제든지 반등을 시도할 수는 있다. 그러나 외국인 매매 방향성이 Re-balancing으로 흘러간다면 변동성 확대가 지속될 수밖에 없다는 점에서 신중하게 접근할 필요가 있다.

Fig. 16: KOSPI200 업종별 valuation

업종	시가총액 (조원)	PER			PBR			ROE	
		2025	2026	2027	2025	2026	2027	2026	2027
전기가스	31	3.0	4.2	3.2	0.49	0.45	0.40	11.1	13.4
반도체	2,969	36.5	5.5	3.9	5.54	2.78	1.68	67.2	53.5
지주회사	376	19.9	6.3	5.1	1.95	1.38	1.14	25.8	24.3
섬유의복	9	8.8	7.0	6.8	1.16	1.04	0.93	15.8	14.5
증권	93	10.2	6.7	7.7	1.59	1.32	1.20	21.4	16.3
자동차	224	9.2	8.7	7.8	0.89	0.81	0.75	9.8	10.1
은행	218	9.6	8.8	8.4	0.85	0.80	0.76	9.4	9.4
유통	38	13.0	10.0	8.6	0.68	0.64	0.60	6.6	7.2
통신	39	15.0	11.4	10.4	1.03	0.93	0.89	8.6	8.7
음식료	43	13.6	11.7	10.6	1.18	1.20	1.11	10.1	10.9
운송	30	10.6	14.7	10.7	0.73	0.70	0.67	4.9	6.4
화학	48	na	28.9	11.1	0.62	0.60	0.58	2.1	5.3
보험	117	16.3	14.3	11.1	1.70	0.77	0.70	7.4	6.6
조선	138	23.1	13.6	11.2	4.10	3.11	2.54	25.9	25.0
정유	37	na	8.0	11.8	1.11	1.03	0.96	13.3	8.4
금속	61	22.9	14.0	12.0	0.66	0.61	0.59	4.5	5.0
건설	36	13.1	9.4	12.8	1.16	1.04	0.96	11.7	7.8
인터넷게임엔터	75	17.0	15.2	12.9	1.26	1.16	1.07	8.0	8.7
서비스	49	17.5	16.9	14.4	1.80	1.67	1.55	10.3	11.1
화장품	33	36.5	21.4	17.0	2.56	2.37	2.14	11.5	13.2
방산	109	36.0	27.2	20.1	5.73	4.36	3.61	18.2	19.7
전기전자	148	42.0	31.2	20.8	3.31	2.90	2.54	9.9	13.0
제약바이오	135	42.1	30.6	26.5	3.39	3.52	3.17	11.3	12.6
전력기기	94	56.1	36.6	27.2	11.10	8.46	6.69	26.2	27.4
기계	66	71.7	42.9	31.4	3.79	2.88	2.66	7.6	8.8
2차전지	145	na	6,871.0	48.0	2.95	2.83	2.65	0.0	5.7
코스피200	5,369	24.9	7.2	5.4	2.45	1.78	1.38	28.7	29.0
ex)반도체	2,399	17.8	11.6	9.9	1.45	1.24	1.12	11.5	11.9

자료: Quantwise, BNK투자증권

주: 시가총액은 우선주 포함

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 시점에서 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 조사 분석자료는 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