

2026/08

LEVES

Liquidity • Economy • Valuation • Earnings • Sentiment



기업실적은 양호, 모멘텀과 유동성은 악화

INVESTMENT STRATEGY
REPORT



LEVES: 기업실적은 양호, 모멘텀과 유동성은 악화

기업실적 개선에도 경기 모멘텀 둔화와 유동성 악화

이란전쟁을 계기로 소폭 하향 조정된 세계경제성장률 전망은 그대로 유지되는 가운데, 큰 변화는 없다. 그럼에도 불구하고 기업실적은 뚜렷하게 상향 조정 중이다. AI 투자증가가 지속되면서 Big-tech 중심으로 earnings 전망이 상향 조정되고 있기 때문이다. World, S&P500 12MF EPS는 2021년 이후 가장 높은 증가율을 기록 중이다. 2Q26 미국과 한국 earnings surprise 비율은 1Q21 이후 가장 높다.

기업실적 개선으로 인해 valuation 부담은 높지 않은 상황이다. 글로벌과 S&P500 12MF PER은 역사적 평균을 상회하고 있으나, 연초대비 낮아진 상황이다. 반도체 호황으로 KOSPI 12MF PER은 5.2x까지 하락했는데, 이는 반도체 12MF PER이 3.9x까지 낮아졌기 때문이다. 최근 반도체 추가급락은 일차적으로 수급에서 그 원인을 찾아야 할 것이나, 굳이 fundamentals에서 찾자면 7월부터 12MF ROE 둔화가 시작되면서 PBR, PER이 낮은 수준으로 하락한 것으로 볼 수 있다.

Earnings, valuation이 Bottom-up 측면에서의 긍정적인 소식이라면, OECD G20 경기선행지수 둔화와 향후 금리인상 우려에 따른 유동성증가를 둔화는 Top-down 측면에서 부정적이다. 6월 글로벌 유동성증가율이 5.8%YoY로 둔화됐는데, 이는 역사적 평균을(6.5%YoY) 하회하기 시작한 것이다. 향후 주요국의 금리인상이 단행될 경우 글로벌 유동성에는 부정적일 수밖에 없다. KOSPI는 6월 하순부터 급락세로 전환했는데, 외국인 매도에 이어서 국내 주식형펀드, 고객예탁금도 빠르게 감소하고 있다. 낮아진 valuation에도 불구하고 국내수급 악화는 KOSPI 반등을 제한할 수 있는 요인이다. 그러므로 당분간 외국인 매수가 전제돼야 의미 있는 반등을 기대할 수 있을 것이다.

BNK리서치센터

김성노

매크로/전략

ksn0909@bnkfn.co.kr

(02)3215-7568

Chart로 보는 LEVES

LEVES: 기업실적 개선에도 경기 모멘텀 둔화와 유동성 악화

2026년 이란전쟁을 계기로 주요국의 소비자물가가 상승하면서 하반기에도 금리인상 우려가 이어지고 있다. 글로벌 유동성증가율은 2월 고점을 확인한 이후에 6월에는 5.8%YoY로 과거 평균을 하회하기 시작했는데, 향후 주요국의 금리인상이 단행될 경우 유동성에는 부정적이다. 세계경제성장률에는 큰 변화가 없으나, OECD G20 경기선행지수가 소폭 둔화되면서 경기 모멘텀 약화가 진행 중이다. 반면에 World, S&P500 12MF EPS 증가율은 2021년 이후 가장 높은 수준을 유지하면서 valuation 부담은 완화된 상황이다.

6월 하순부터 진행된 KOSPI 급락은 유동성에서 그 이유를 찾을 수 있다. 외국인이 한국시장 비중을 축소하면서 대규모 순매도를(IT 비중축소를 위한 Re-balancing) 기록했는데, 주가급락이 진행되면서 주식형펀드, 고객예탁금이 뚜렷하게 감소하고 있다. KOSPI200 기업실적이 개선되면서 KOSPI 12MF PER이 5.2x까지 낮아졌는데, 이는 반도체 호황에 따른 저PER 국면 진입을 의미한다(과거 12MF ROE 둔화국면에서 PBR, PER이 하락한 사례가 많음). 미국 Big-tech 실적이 개선된 점은 긍정적이나, AI투자를 위한 Free Cash-flow 악화로 CDS premium이 급등했다. 이런 까닭에 Big-tech 주가는 채권수익률 변동에 민감하게 반응하고 있다.

표1. LEVES 주요 이슈와 평가

구분	주요 이슈와 평가
Liquidity	이란전쟁을 기점으로 소비자물가 상승이 주요국의 금리인상 가능성을 높이고 있는 가운데, 글로벌 유동성증가율은 둔화 국면에 진입 5월부터 외국인 매도가 지속되는 가운데, 6월 하순부터 KOSPI 하락이 진행되면서 주식형펀드, 고객예탁금이 급감하면서 한국시장 유동성이 악화 중
Economy	이란전쟁 이후 세계경제성장률이 하향 조정된 이후 정체상태를 유지하고 있는 중 2Q26 한국, 유로존 경제성장률은 예상치 상회, 미국은 하회했으나 내용은 양호 OECD G20 경기선행지수 둔화로 경기 모멘텀 둔화, 한국은 KOSPI 하락이 변수
Valuation	미국과 글로벌 12MF PER은 $+1\sigma$ 이하에서 등락과정을 반복 중. 주가상승이 이어졌으나, 기업실적 전망이 더 빠르게 진행된 상황 한국시장은 반도체 이익 급증으로 PER이 역사적으로 낮은 수준으로 떨어짐
Earnings	S&P500과 글로벌 12MF EPS는 2021년 이후 가장 빠르게 증가 중 2026년 KOSPI200 지배주주순이익이 780조원으로 261.3%YoY 증가할 전망. 반도체 호황으로 인해 순이익 비중이 73.1%로 높아질 전망(2025년 37.7%)
Sentiment	2Q26 S&P500, KOSPI200 earnings surprise 비율이 1Q21 이후 가장 높은 수준 반도체 실적개선에도 12MF ROE가 둔화되기 시작하면서 주가가 급락한 상황 AI 투자에 따른 자금조달 증가로 Big-tech 주가가 채권수익률에 민감하게 반응 중

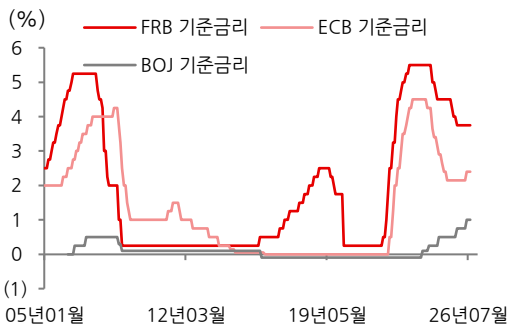
자료: BNK투자증권

Liquidity: 글로벌 유동성 둔화와 한국 증시자금 이탈

6월 소비자물가 peak-out에 대한 기대감에도 불구하고 핵심물가 상승에 대한 부담으로 주요국들이 금리인상 추세를 이어갈 것으로 예상된다. 글로벌 유동성증가율은 2월 10.1%YoY 정점을 기록한 이후에 6월에는 5.8%YoY로 크게 둔화했다(2011년 이후 월평균은 6.5%YoY). 과거 경험상 금리인상은 M2증가율 둔화로 이어졌다는 점에서 주요국 금리인상은 글로벌 유동성에 부정적이다.

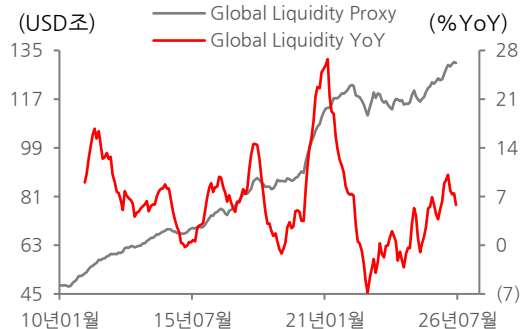
한국 주식시장 유동성은 크게 위축되는 상황이다. 5월부터 외국인이 USD697억 순매도를 기록하면서 개인 유동성 증가가 정체되기 시작했다. 6월 하순부터는 KOSPI가 급락하기 시작하면서 주식형펀드에서 자금이탈이 진행됐고, 개인 유동성 유입이 정체되면서 고객예탁금도 동반 감소하고 있다. 국내 기관투자자들의 매수여력이 제한적일 것으로 예상되는 만큼 한국시장의 유동성은 당분간 정체와 감소를 반복할 가능성이 높아 보인다.

Fig. 1: 이란전쟁으로 인한 금리인상 기초 유지



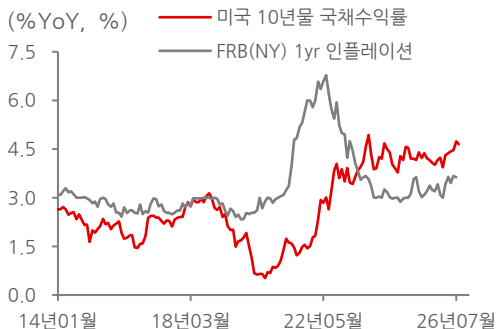
자료: 각국 중앙은행, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 2: 글로벌 유동성은 둔화 국면으로 진입



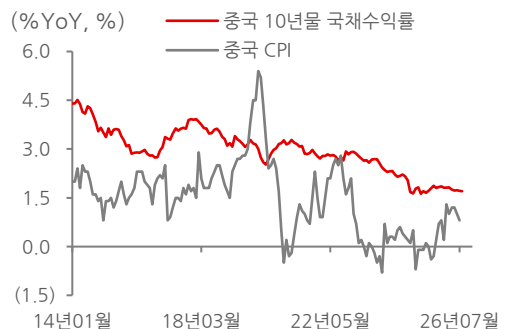
자료: MacroMicro, BNK투자증권

Fig. 3: 미국 기대인플레이션과 10년 국채수익률



자료: FRB, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 4: 중국 CPI와 10년 국채수익률



자료: 중국국가통계국, Bloomberg, BNK투자증권

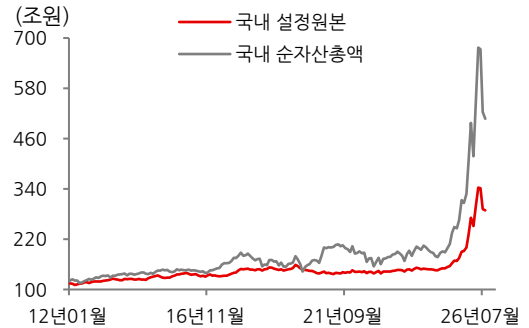
Fig. 5: 개인매수로 인한 증시자금 감소세로 전환



자료: 금융투자협회, BNK투자증권

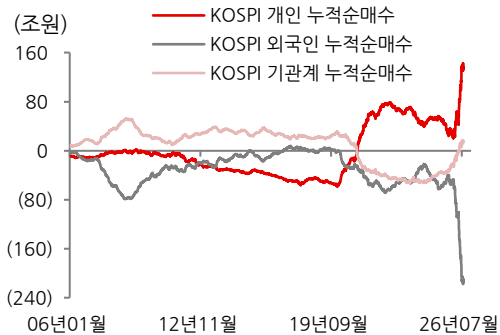
주: 실질고객예탁금-신용용자

Fig. 6: 주식형펀드 환매 압력에 노출된 상황



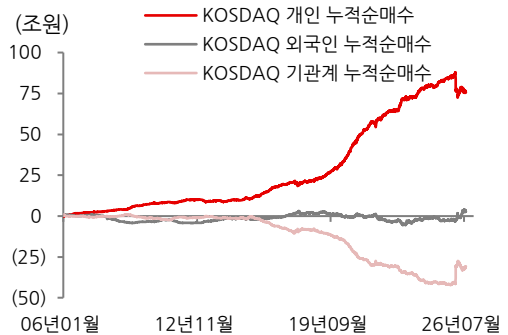
자료: 금융투자협회, Dataguide, BNK투자증권

Fig. 7: KOSPI 누적 순매수: 외국인 이탈이 지속



자료: 금융투자협회, Dataguide, BNK투자증권

Fig. 8: KOSDAQ 누적 순매수: 뚜렷한 매수주체는 없어



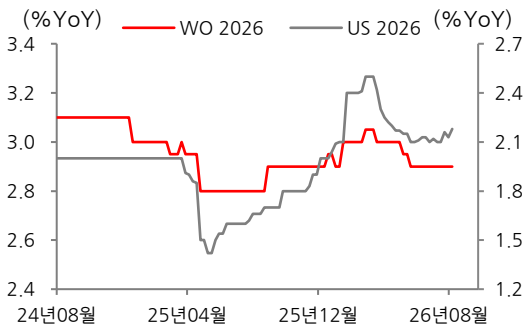
자료: 금융투자협회, Dataguide, BNK투자증권

Economy: 경제성장률은 유지, Top-down 모멘텀은 둔화 우려

2Q26 유로존과 한국은 경제성장률이 예상치를 상회했으나, 미국과 중국은 하회했다. 미국 경제성장률은 재고감소와 순수출 악화로 예상치를 하회했으나, 지출항목별로 보면 개인소비와 민간투자가 회복돼 내용면에서는 양호했다. 물가상승에 따른 실질소득 둔화에도 불구하고 세계경제성장률은 2.9%YoY에서 정체 상태를 유지하고 있다. 한국과 미국 경제성장률에서는 AI투자 증가에 따른 영향이 긍정적으로 작용하고 있다.

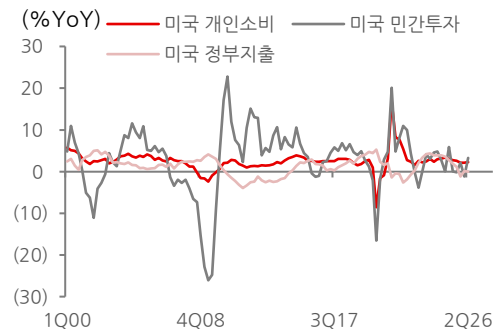
세계경제성장률 전망이 크게 변하지 않았음에도 불구하고 이란전쟁과 소비자물가 상승으로 인해 Top-down 모멘텀은 둔화되기 시작했다. 왜냐하면 OECD G20 경기선행지수가 4월부터 소폭 둔화되기 시작했기 때문이다. 한국 경기선행지수는 KOSPI와 수출입물가지수 상승이 긍정적으로 작용해왔는데, 현재 상황이 이어질 경우 8월부터는 KOSPI가 경기선행지수에 부정적인 변수로 바뀔 가능성이 높다.

Fig. 9: 2026년 경제성장률 전망은 정체상태



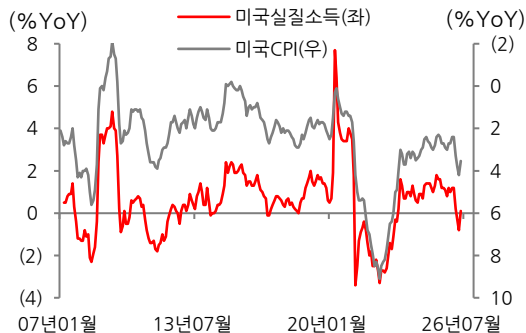
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 10: 미국 지출항목은 양호, 재고와 순수출은 부진



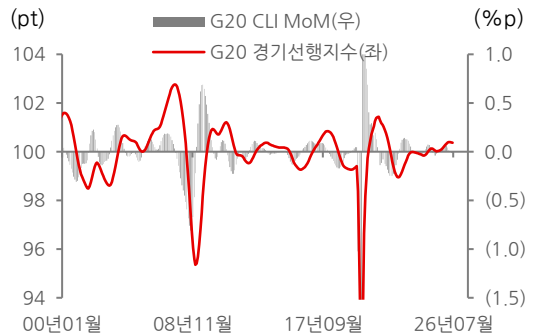
자료: BEA, BNK투자증권

Fig. 11: 물가 영향으로 실질소득은 악화



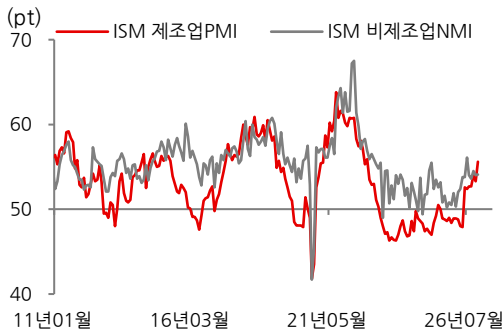
자료: 미 노동통계국, BNK투자증권

Fig. 12: G20 경기선행지수 3개월 연속 소폭 둔화



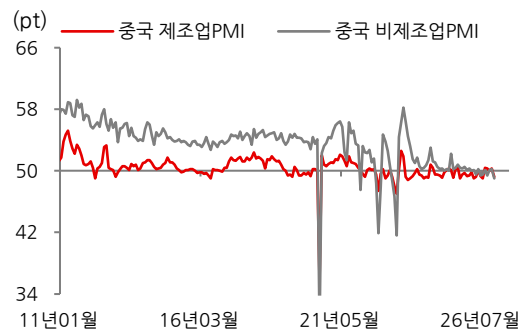
자료: OECD, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 13: 미국 ISM지수는 양호한 흐름을 유지



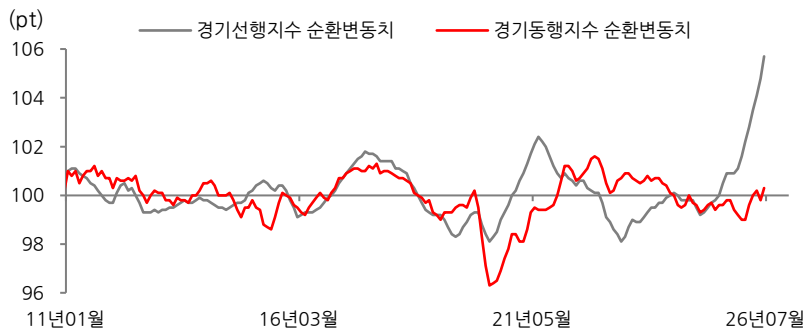
자료: ISM, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 14: 중국 PMI, 중립 이하로 둔화



자료: 중국 물류 및 구매 연합, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 15: 한국 경기종합지수: 경기선행지수가 둔화될 가능성이 높아지고 있다



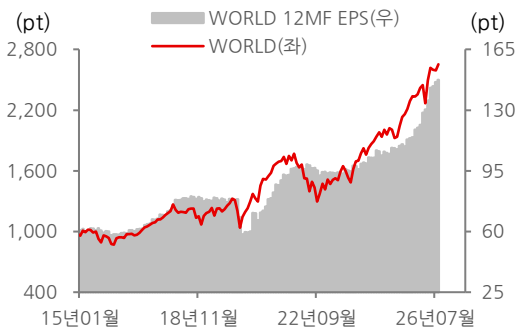
자료: 통계청, BNK투자증권

Valuation & Earnings: 실적은 양호, 한국은 반도체 저PER 영향

2026년에도 글로벌 기업실적 전망이 개선 중으로 World 12MF EPS는 35.2%YoY 증가했다. 미국시장은 AI 기업들의 실적개선에 힘입어 S&P500 12MF EPS가 33.1%YoY 개선됐다. 2026년 KOSPI200 순이익은 780조원 수준으로 261.3%YoY 급증할 것으로 예상된다. 이는 삼성전자, SK하이닉스 이익전망이 개선됐기 때문인데, 반도체업종 지배주주순이익이 570.4조원으로 KOSPI200 전체 순이익의 73.1%를 차지할 전망이다.

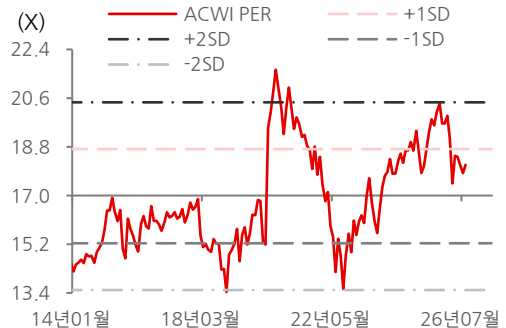
World Index, S&P500 12MF PER은 $+1\sigma$ 이하에서 형성되고 있다. 주가상승 추세가 이어지고 있으나, 12MF EPS 상승이 지속되면서 valuation 부담은 완화되는 추세다. 반면에 KOSPI 12MF PER은 5.2x 수준으로 급격하게 낮아졌다. 최근 반도체 실적전망 상향 조정에도 불구하고 주가하락이 가파르게 진행됐기 때문이다. 반도체를 제외한 KOSPI200 12MF PER은 10.6x에 달하고 있으나, 반도체 12MF PER은 3.9x로 저PER 국면에 진입한 상태다.

Fig. 16: 글로벌 12MF EPS 상승세 유지



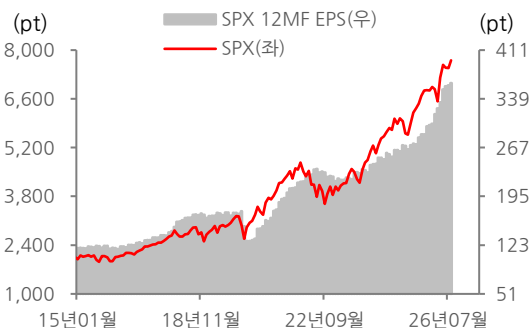
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 17: 글로벌 12MF PER 18.1x



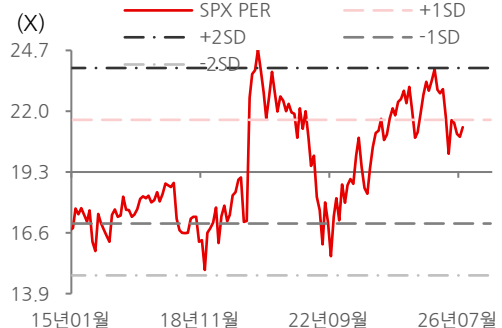
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 18: S&P500 earnings도 상향 조정



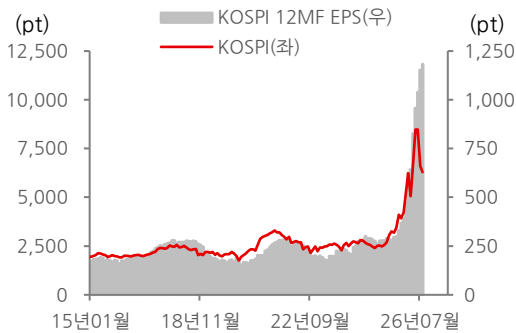
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 19: S&P500 12MF PER 21.4x



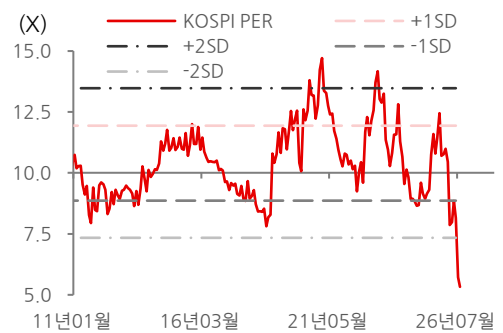
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 20: KOSPI 12MF EPS와 주가 괴리확대



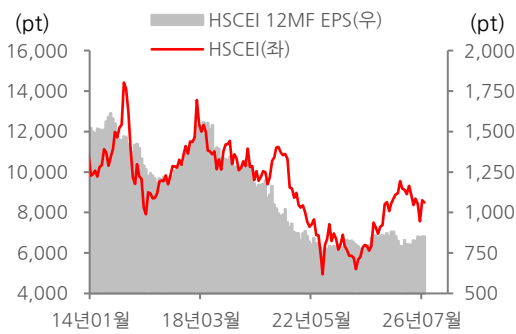
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 21: KOSPI 12MF PER 5.2x



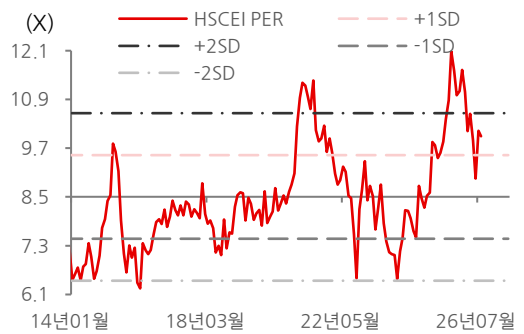
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 22: HSCEI 12MF EPS 정체가 지속



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 23: HSCEI 12MF PER 10.0x



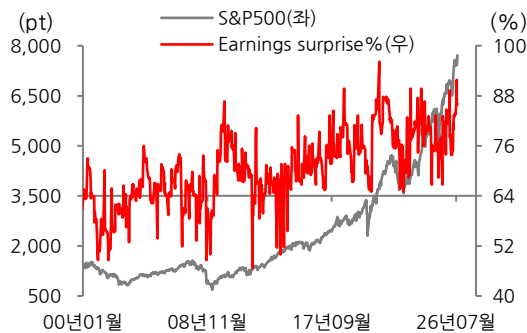
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Sentiment: 실적개선에도 반도체 ROE 둔화 영향

2Q26 S&P500 earnings surprise 비율이 85.5%를 기록 중인데, 이는 역사적으로 보더라도 상당히 높은 수준이다. KOSPI200 영업이익 surprise 비율도(컨센서스 5% 이상 상회) 56.6%인데, 이는 1Q21 60.7% 이후 가장 높다. 에너지, 헬스케어, 산업재, 소재, IT 업종에서 시장 예상을 상회한 영업이익을 달성했다. KOSPI는 반도체 주가에 따라 급등락을 반복하고 있는데, 반도체 기업들의 12MF ROE는 추세적인 하락 국면에 진입할 가능성이 높다.

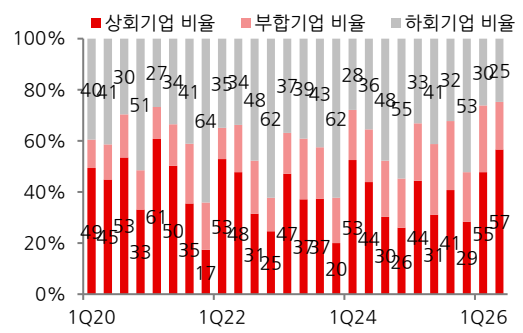
이란전쟁 종전협상 과정이 순조롭지 못하면서 원자재시장의 가격 변동성이 높아진 상황이다. 국제유가는 종전 기대에 따라 급등락을 반복 중인 반면에 구리를 비롯한 산업재 가격은 꾸준히 상승하는 상황이라 인플레이션 압력은 여전하다. AI투자를 위한 자금조달이 늘어나면서 미국 Big-tech의 Free Cash-flow가 악화되고 있는 것은 사실이다. 이런 까닭에 Big-tech 주가흐름이 채권수익률 변동에 민감하게 반응할 가능성이 높아지고 있다.

Fig. 24: 미국 earnings surprise은 양호



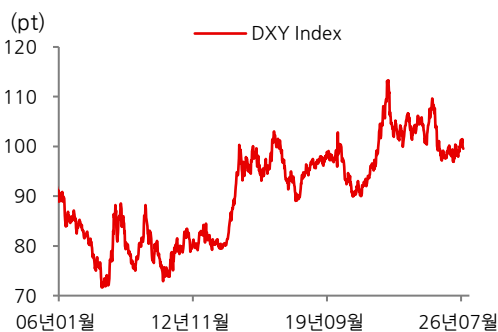
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 25: KOSPI200 earnings surprise 비율도 양호



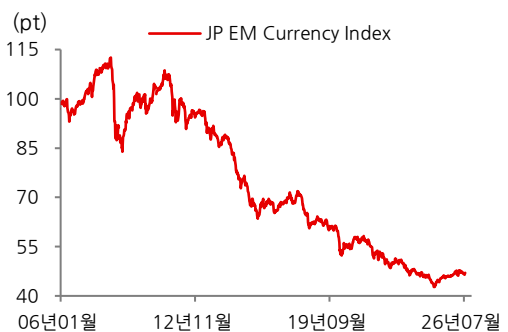
자료: Quantiwise, BNK투자증권

Fig. 26: 지정학적 리스크로 인한 달러 반등



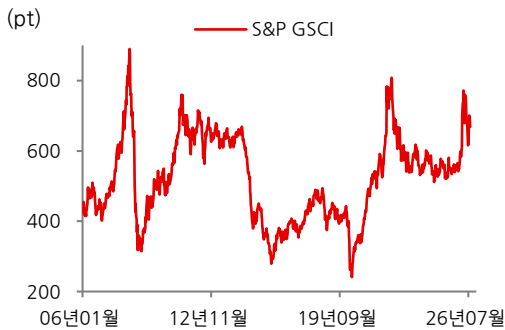
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 27: 신흥국 통화가치는 횡보 중



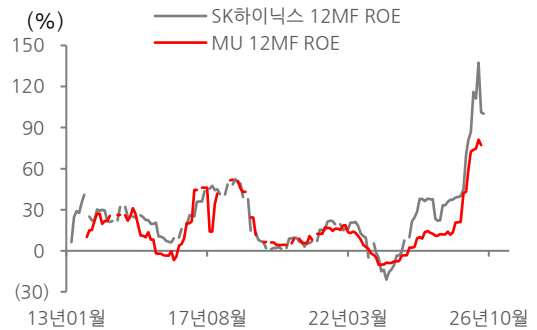
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 28: S&P Goldman Sachs Commodity Index



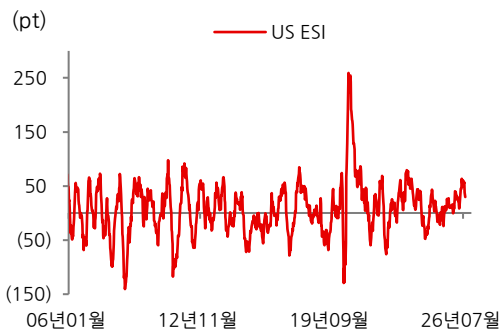
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 29: 반도체 12MF ROE 둔화를 계기로 주가급락



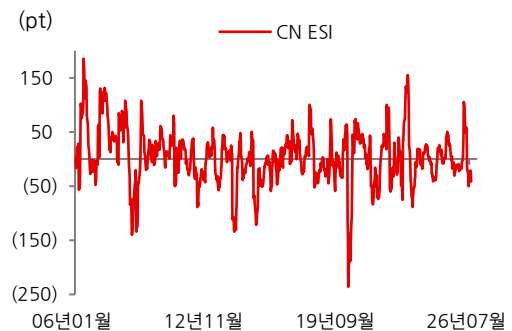
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 30: 2Q26 성장률 부진에도 미국 ESI 예상치 상회



자료: Citigroup, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 31: 2Q26 성장률 부진으로 중국 ESI 예상 하회



자료: Citigroup, Bloomberg, BNK투자증권

이 자료에 게재된 내용들은 본인들의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정으로서 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