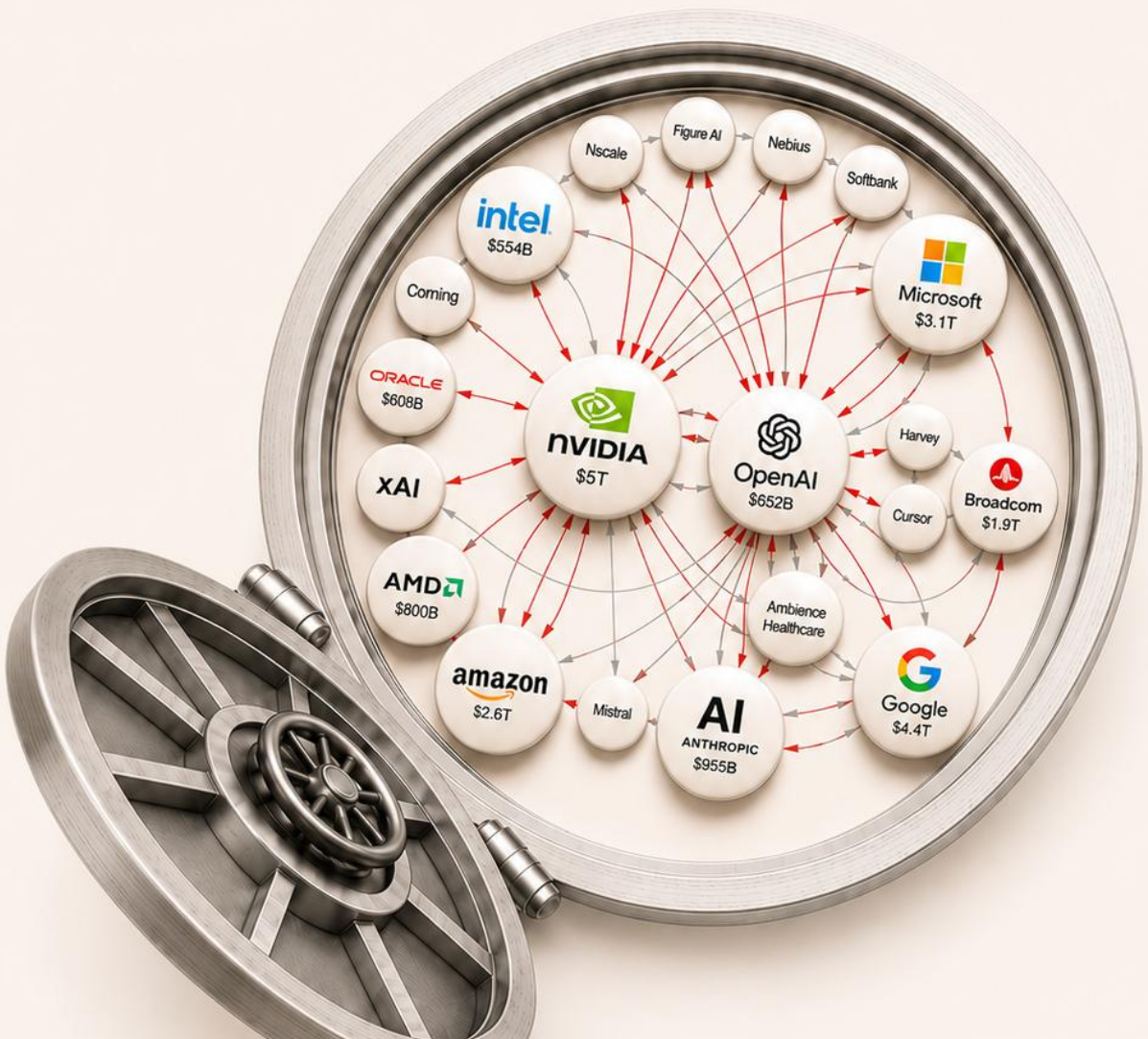


순환금융의 마법에 빠진 미국시장

순환금융이 호재로 작용했으나, 향후 실적에는 불확실성 요인



순환금융의 마법에 빠진 미국시장

순환금융이 호재로 작용했으나, 향후 실적에는 불확실성 요인

2Q26 S&P500 분기 순이익이 사상 최대치를 경신했다. 현재까지 실적을 발표한 기업 중에서 85.9%가 earnings surprise를 기록했고, earnings shock를 기록한 기업은 10.3%에 불과했다. 이러한 기업실적으로 인해 S&P500, Nasdaq100, 필라델피아 반도체 12MF EPS가 빠르게 상향 조정 중이다. 최근 주가상승에도 불구하고 EPS 상향으로 인해 12MF PER은 역사적 중립을 소폭 상회하면서 아직까지 부담스러운 valuation은 아니다.

미국 기업실적 개선은 Big-tech가 주도하고 있다. 특히 최근 1년간 순환금융을 통해 투자자산관련 손익이 크게 증가한 기업은 마이크로소프트, 알파벳, 엔비디아, 아마존으로 나타난다. 순환금융과 관련된 9개 기업을 대상으로 할 경우 2Q26 세전이익에서 투자관련 손익이 차지하는 비중이 46.4%로 높아진 상황이다. Anthropic, OpenAI 등의 Pre-IPO 가치가 상승하면서 막대한 평가차익이 발생한 것으로 볼 수 있다. 현재까지 투자자산의 가치가 상승하는 국면에서 순이익에 긍정적으로 작용해 온 것이 사실인데, 막상 상장이 된 이후에는 투자기업의 주가에 따라서 투자관련손익이 크게 변할 수 있다는 점을 고려해야 할 것이다.

순환금융기업들의 시가총액비중이 크게 증가함에 따라서 투자관련손익이 크게 변할 경우 미국 주식시장 전체 12MF EPS, PER에 대한 혼란을 야기할 수 있다. 아직까지는 선순환이라는 점에서 크게 우려할 필요가 없었으나, 막상 상장이 이루어진 이후에는 earnings visibility에 문제가 발생할 수 있다는 의미다. 12MF PER을 대체할 수 있는 것은 PBR, PSR, P/EBITDA 등을 고려할 수 있는데, 역사적으로 보면 가장 높은 valuation에 위치해 있다. 순환금융이 기업실적을 끌어올리는 마법을 부린 상황인데, 언젠가는 마법에서 깨어날 수밖에 없다는 것도 고민해야 할 것이다.

BNK리서치센터

김성노

매크로/전략

ksn0909@bnkfn.co.kr

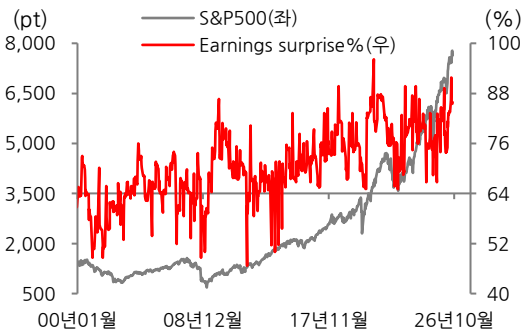
(02)3215-7568

I. 순환금융의 마법에 빠진 미국시장

2Q26 S&P500 예상을 상회한 기업실적

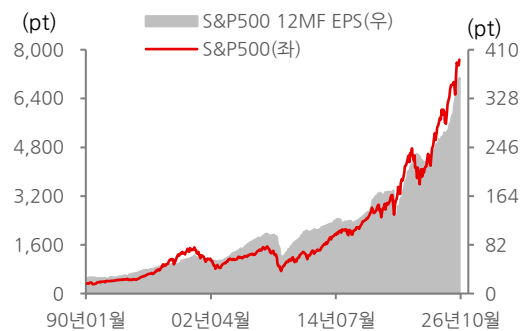
2Q26 S&P500 기업들은 시장 예상치를 상회하는 실적을 발표했다. 현재까지 실적을 발표한 기업 중에서 85.9%가 예상치를 상회한 순이익을 발표했으며, 10.3%만이 예상치를 하회한 순이익을 발표했다. 역사적으로 보더라도 earnings surprise 비율이 높은 수준을 형성한 것으로 나타난다. S&P500 기업실적이 예상치를 상회하면서 12MF EPS가 상향 조정되고, 이 결과로 주가상승이 진행 중이다.

Fig. 1: 예상치를 상회한 미국 earnings



자료: Bloomberg, BNK투자증권

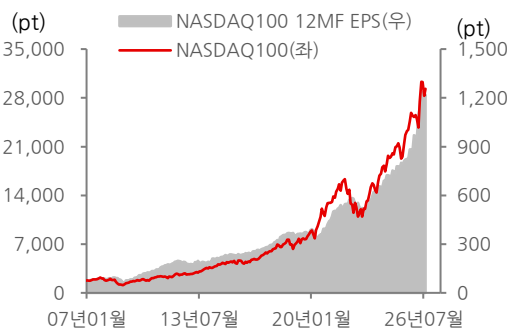
Fig. 2: 12MF EPS 상승이 주가상승을 견인



자료: Bloomberg, BNK투자증권

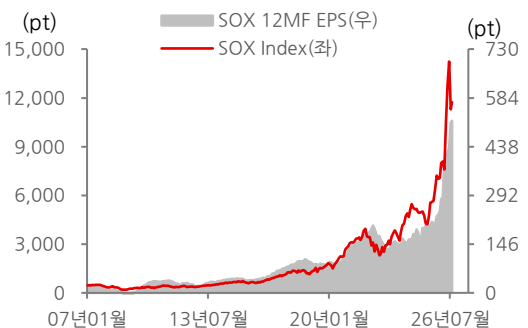
SpaceX 상장으로 인해 주춤했던 Nasdaq100 12MF EPS도 8월부터는 재차 상향 조정되면서 주가상승으로 이어지고 있다. Nasdaq100 12MF PER은 24.0x를 기록 중인데, 이는 2015년 이후 평균인 23.4x를 소폭 상회하고 있으나, 그렇다고 해서 높다고도 볼 수 없는 수준이다.

Fig. 3: 역사적 중립수준의 Big-tech PER



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 4: 반도체는 중립을 상회하나, 12MF EPS 상승세



자료: Bloomberg, BNK투자증권

한국시장과 가장 높은 상관관계를 형성하고 있는 필라델피아 반도체지수도 12MF EPS가 상향 조정되고 있는 추세다. 필라델피아 반도체 12MF EPS는 3월 마이크론 테크놀로지 실적발표 이후에 가파른 상승세를 기록하고 있다. 다만 반도체지수 12MF PER은 22.8x로 2015년 이후 평균 20.5x보다는 높은 수준이다.

순환금융이 마법을 부리고 있는 중

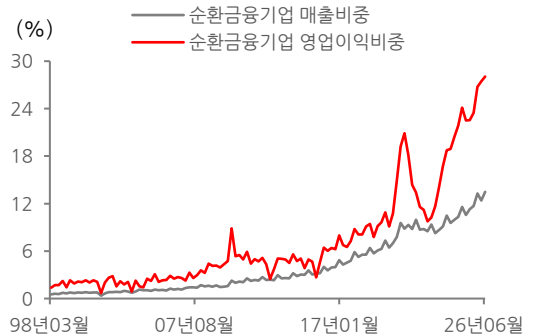
2Q26 S&P500 분기 EPS는 294.35pt로(15.4%YoY) 증가한 것으로 나타난다. 이러한 분기별 EPS 증가는 사상 최대이익을 경신하고 있다는 의미인데, 2024년 하반기부터 가파른 상승세를 유지하고 있다. S&P500 기업실적 개선은 Big-tech가 주도하고 있는 것으로 나타나는데, 주요 9개 기업의(그림7에서 S&P500에 편입된 순환금융 관련 기업대상) 매출액 비중은 13.5%를 차지하고 있는 반면에 영업이익 비중은 28.2%로 크게 높아진 상황이다.

Fig. 5: 2024년 하반기부터 순이익이 급증하는 추세



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 6: 순환금융기업이 차지하는 매출, 영업이익 증가



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 7: 순환금융과 관련된 Big-tech 기업현황

기업	분류	순환금융 관련도	시기	주요 대상기업
Microsoft	핵심 순환금융	높음	2019	OpenAI
			2023	OpenAI
			2025	OpenAI
NVIDIA	핵심 순환금융	높음	2026	CoreWeave
			2026	OpenAI
Alphabet	핵심 순환금융	높음	2023	Anthropic
			2026	Marvell
Amazon	핵심 순환금융	높음	2024	Anthropic
			2026	OpenAI
Meta	전략투자-수요자	중간	2025	Scale AI
			2026	AMD
AMD	공급망 계약형	중간~낮음	2025	OpenAI
			2026	Meta
Oracle	핵심 순환금융	높음	2025	Stargate
Broadcom	공급망 계약형	낮음	2025	OpenAI
Marvell	공급망 계약형	중간~낮음	2026	Google
CoreWeave	핵심 순환금융	매우 높음	2026	NVIDIA
Nebius	Neocloud 금융 연계	중간~높음	2024~2026	Hyperscalers / AI customers

주: CoreWeave-Nebius는 S&P500 비편입

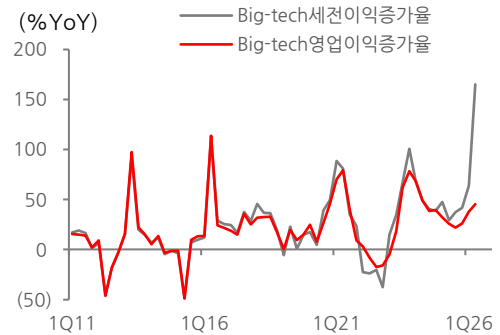
순환금융과 관련된 기업들의 매출액과 영업이익 비중이 증가하면서 시가총액 비중도 증가하는 추세다. 2Q26 영업이익 비중이 28.2%까지 증가하면서 시가총액 비중도 28.9%까지 상승한 것으로 나타난다. 순환금융관련 기업들의 손익계산서에서 가장 특징적인 현상은 영업이익보다 세전이익 증가율이 특출하게 높다는 사실이다. 2Q26 순환금융관련 기업들의 영업이익 증가율은 45.3%YoY인 반면에 세전이익 증가율은 166.1%YoY에 달하는 것으로 나타난다.

Fig. 8: 순환금융관련 기업 시가총액비중 추이



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 9: 순환금융기업 영업이익과 세전이익 증가율



자료: Bloomberg, BNK투자증권

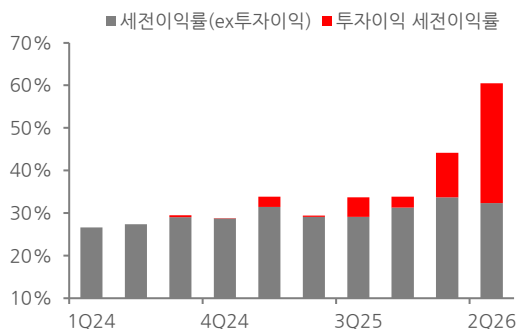
순환금융관련 기업들의 세전이익 증가율이 높은 이유는 영업외적으로 투자관련 손익이 가파르게 증가했기 때문이다. 2Q26 순환금융관련 기업들의 세전이익은 USD3,705억에 달하는데, 투자관련 손익이 USD1,719억에 달하는 것으로 나타난다. 투자관련 손익을 제외한 영업활동에 의한 세전이익은 USD1,986억이다. 즉 전체 세전이익에서 투자관련 손익이 차지하는 비중이 46.4%에 달한다.

Fig. 10: 순환금융기업 세전이익은 투자손익이 좌우



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 11: 2Q26 투자손익이 세전이익의 46.4%



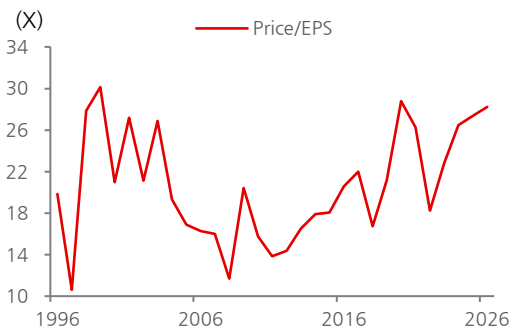
자료: Bloomberg, BNK투자증권

최근 1년간 투자관련이익을 가장 많이 기록한 기업들은 마이크로소프트, 알파벳, 엔비디아, 아마존으로 나타난다. 이들 기업들이 순환금융을 토대로 투자한 대표기업이 Anthropic, OpenAI라는 점을 고려하면 Pre-IPO를 통한 기업가치 증가를 투자관련 손익에(투자증권 처분이익과 미실현투자 손익을 포함) 반영한 것으로 볼 수 있다.

우리는 지난주에 KIOXIA 지분가치에 따라서 SK하이닉스(SK스퀘어, SK에도 순차적으로 영향) 순이익이 크게 변할 수 있다는 사실을 언급한 바가 있다. 이러한 사실은 Anthropic, OpenAI가 상장하는 시점에서 미국 순환금융관련 기업에도 그대로 적용될 가능성이 높다. 아직까지는 Pre-IPO 단계에서 기업가치를 끌어올릴 수 있었다는 점이 긍정적이나, 막상 상장이 이루어질 경우 주가에 따라서 순환금융관련 기업들의 손익이 크게 변할 수 있다는 점을 고려해야 할 것이다.

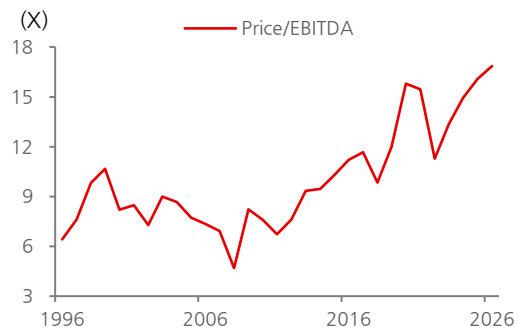
전술한 내용은 순환금융관련 기업들의 순이익에서 투자관련손익이 차지하는 비중이 크게 증가했기 때문에 향후 earnings visibility에 영향을 줄 수 있다. 미국 주식시장이 상승세를 유지할 경우에는 기업실적에 긍정적으로 작용하지만, 예상치 못하게 하락할 경우 기업실적에 부정적일 수 있다는 의미다. 이런 까닭에 향후 12MF PER에 대한 신뢰성에 문제가 발생할 수 있는데, 이를 대체할 필요성도 존재한다. 12MF PER을 대체할 수 있는 valuation은 trailing PER과 PBR, PSR, P/EBITDA 등을 들 수 있는데, 모두 역사적 최고치에 근접하게 위치하고 있다는 점에는 변함이 없다(참고로 S&P500 배당수익률은 1.06%로 역사적 최저치를 기록 중).

Fig. 12: S&P500 trailing PER 28.2x



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 13: P/EBITDA는 16.85x로 사상 최대



자료: 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 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