

2026/09

LEVES

Liquidity • Economy • Valuation • Earnings • Sentiment

Triple 악재에 따른 변동성

유가, 금리, 환율 불확실성이 커지는 상황



LEVES: Triple 악재에 따른 변동성

유가, 금리, 환율 불확실성이 커지는 상황

지난주 ECB가 추가 금리인상에 나서면서 금주 FOMC, BOJ에서 금리인상을 단행할 가능성이 높아졌다. 8월 미국 소비자물가는 예상 수준이었는데, 8~9월 Taylor 준칙금리는 7%에 육박할 것으로 예상된다. 주요국의 금리인상으로 인해 글로벌 국제수익률은 3.91%까지 급등하면서 2000년대 최고 수준으로 상승했다. 이란전쟁이 재개되면서 국제유가가 USD100을 넘어섰다는 점도 경제대상이다. 세계GDP를 기준으로 평균유가가 USD100을 넘어서는 상황은 고유가 국면을 의미한다. 고유가 국면은 인플레이션 압력과 함께 소비둔화로 이어질 수 있다는 점은 부정적이다.

원/달러환율이(3Q26 평균 1,413원) 5.8%QoQ 하락할 것으로 예상된다. 원/달러환율 하락은 수출기업들의 매출액, 영업이익을 하락으로 이어질 수밖에 없는데, 최근 삼성전자, SK하이닉스 영업이익 전망이 하향 조정되는 가장 큰 이유다. 반도체 영업이익 전망치 하향으로 인해 KOSPI 12MF EPS가 둔화되기 시작했다.

World 12MF PER이 역사적 평균 이하로 하락했다는 점은 긍정적이다. 미국 Big-tech 기업을 중심으로 earnings 개선이 진행되면서 12MF EPS 상승이 지속됐으나, 주가가 횡보하면서 valuation 부담이 크게 완화됐기 때문이다. KOSPI 12MF PER도 5.6x로 낮은 상황인데, 이는 반도체 저PER 때문이다. Valuation 매력은 긍정적이나, 한국시장의 earnings 모멘텀이 약화되는 가운데 8월부터는 경기선행지수가 변곡점을 형성할 가능성이 높다는 점은 Top-down 모멘텀에도 부정적이다. 결론적으로 주가상승 모멘텀이 약화되고 있는 가운데, valuation이 하방 경직성을 유지해주는 흐름이 예상돼 trading에 주력하는 것이 타당해 보인다.

BNK리서치센터

김성노

매크로/전략

ksn0909@bnkfn.co.kr

(02)3215-7568

Chart로 보는 LEVES

LEVES: Triple 약재에 따른 변동성

이란전쟁이 재개되면서 글로벌 국제수익률이 2000년대 최고치로 상승했다. 국제유가는 USD 100을 넘나들면서 소비자물가 상승과 함께 소비둔화로 이어질 가능성이 높아졌다(USD100은 고유가 국면). 한국은 원/달러환율이 급락하면서 수출기업들의 매출성장률과 영업이익률 하락이 현실화될 가능성이 커지고 있다. 글로벌 유동성이 둔화되는 가운데 유가, 금리, 환율 등 Triple 약재가 급부상하고 있다는 점에서 금융시장 전반적으로 변동성 확대에 이어질 수 있다.

OECD G20 경기선행지수가 5개월 연속 소폭 둔화되는 가운데 8월부터 한국 경기선행지수 변곡점이 형성될 수 있는데, 이는 Top-down 모멘텀 약화를 의미한다. Big-tech 기업들의 영업이익과 투자수익이 크게 개선되면서 World, S&P500 12MF EPS 증가율이 2021년 이후 가장 높은 수준으로 상승했다. 이로 인해 글로벌 주식시장의 valuation은 중립 이하로 낮아졌다. 한국 시장은 SK하이닉스, 삼성전자 자사주 매입이 55조원 이상 진행되고 있으나, 실질고객예약금은 정체 상태를 보이고 있어 투자심리가 악화되고 있다. KOSPI는 주매수세력이 부재한 가운데, KOSDAQ은 기관투자자 매수가 유입 중이다.

표1. LEVES 주요 이슈와 평가

구분	주요 이슈와 평가
Liquidity	소비자물가 상승이 금리인상 가능성을 높이면서 글로벌 유동성 증가율은 둔화되기 시작. 글로벌 국제수익률은 2000년대 최고치로 상승한 상태 KOSPI는 자사주 매입 증가에도 주매수세력이 부재. KOSDAQ은 국내 기관투자자 매수가 유입 중. 자사주 매입에도 고객예약금은 정체 상태를 지속
Economy	순수출 증가로 인해 유로존 경제성장률 전망이 상향되면서 세계경제성장률 3% 회복 OECD G20 경기선행지수 5개월 연속으로 소폭 둔화되면서 경기 모멘텀 약화 한국 경기선행지수는 제조업 재고순환지표, 8월부터 KOSPI 하락으로 변곡점에 위치
Valuation	글로벌 12MF PER은 2015년 이후 평균 이하로 하락해 valuation 부담 완화 Big-tech 투자평가이익 증가로 인한 실적개선에도 PER은 낮아지는 상황 KOSPI 12MF PER은 반도체 저PER 영향으로 인해 역사적인 저평가 영역에 도달
Earnings	S&P500과 글로벌 12MF EPS는 2021년 이후 가장 빠르게 증가 중 KOSPI 12MF EPS는 원/달러환율 하락으로 반도체 12MF EPS가 2개월 연속 하락하면서 earnings 모멘텀이 악화되는 국면
Sentiment	이란전쟁 재개로 유가가 급등하는 가운데, 구리와 아연 등 비철금속 가격이 급등하면서 인플레이션 압력으로 작용. 국제유가 USD100 이상은 세계경제에 부정적 원/달러환율 하락으로 주요 수출업종 중심 earnings 하향 조정이 시작

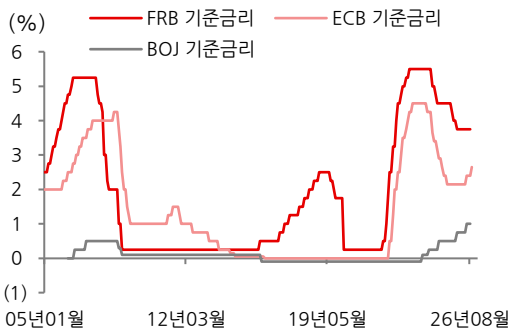
자료: BNK투자증권

Liquidity: 글로벌 금리상승 부담, 한국 자사주가 주매수세력

6월 소비자물가 peak-out에 대한 기대감에도 불구하고 핵심물가 상승에 대한 부담으로 주요국들이 금리인상 추세를 이어가고 있다. 지난주 유로존 금리인상에 이어서 금주에는 FRB, BOJ 금리인상 가능성이 높기 때문이다. 글로벌 유동성증가율은 2월 10.1%YoY 정점을 기록한 이후에 6월에는 5.8%YoY로 크게 둔화됐다(2011년 이후 월평균은 6.5%YoY). 글로벌 국채수익률이 2000년대 최고 수준으로 상승했다는 점은 주식시장에도 나쁜 소식이다.

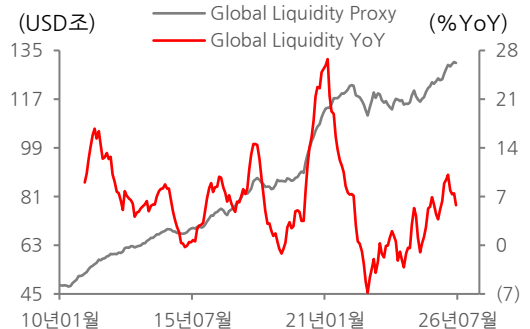
8월부터 SK하이닉스, 삼성전자가 55조원 규모의 자사주 매입을 진행 중이다. KOSPI가 급락하기 시작한 6월 하순부터는 주식형펀드 환매 압력도 완화된 상황이다. 그러나 자사주 매입에도 불구하고 고객예탁금이 제자리에 머물고 있다는 점은 자금이탈이 지속되고 있음을 보여 준다. 일반법인을 제외할 경우 KOSPI는 주매수세력이 부재한 상황인 반면에 KOSDAQ은 기관 매수가 점진적으로 증가하고 있다.

Fig. 1: 유로존 금리인상 재개



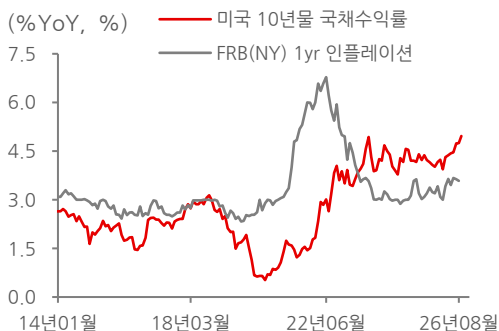
자료: 각국 중앙은행, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 2: 글로벌 유동성은 둔화 국면으로 진입



자료: MacroMicro, BNK투자증권

Fig. 3: 미국 기대인플레이션과 10년 국채수익률



자료: FRB, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 4: 2000년대 최고 수준인 글로벌 국채수익률



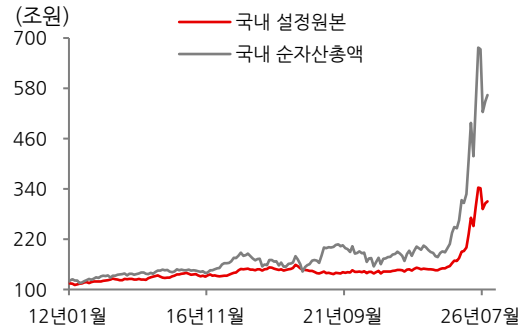
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 5: 대규모 자사주 매입에도 고객예탁금은 정체



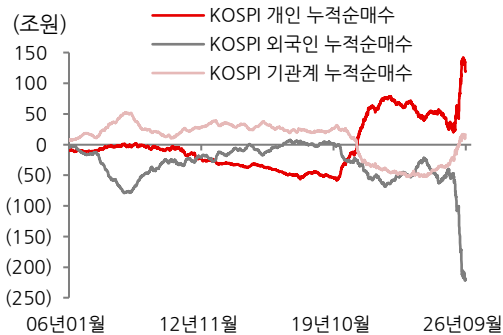
자료: 금융투자협회, BNK투자증권
 주: 실질고객예탁금-신용용자

Fig. 6: 주식형펀드 환매는 주춤한 상황



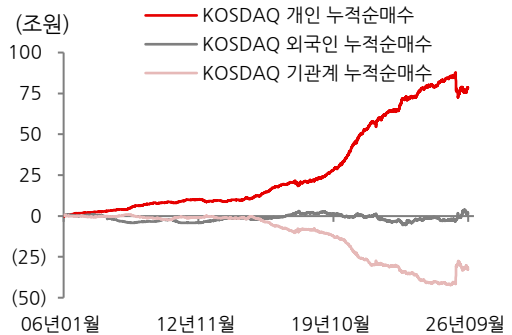
자료: 금융투자협회, Dataguide, BNK투자증권

Fig. 7: KOSPI 누적 순매수: 주매수세력 부재



자료: 금융투자협회, Dataguide, BNK투자증권

Fig. 8: KOSDAQ 누적 순매수: 기관 매수세 증가 중



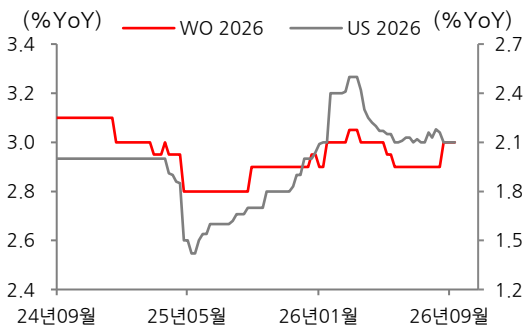
자료: 금융투자협회, Dataguide, BNK투자증권

Economy: 경제성장률은 3%, Top-down 모멘텀은 둔화 예상

2Q26 순수출 개선으로 유로존 경제성장률이 예상치를 상회하면서 세계경제성장률 전망이 3.0%YoY를 회복했다(미국은 순수출 악화로 부진). 미국 경제성장률은 민간투자과 개인소비지출 증가로 양호한 모습을 보였으나, 실질임금상승률이 악화되고 있다는 점이 부담이다. 한국과 미국 민간투자 증가는 AI투자 증가에 기인하고 있다.

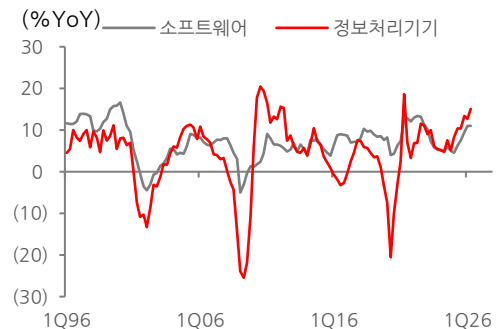
이란전쟁이 지속되면서 OECD G20 경기선행지수가 4월부터 소폭 둔화되기 시작했다. 미국 경기선행지수 개선에도 불구하고 OECD 경기선행지수 둔화는 중국과 유로존이 부진하기 때문이다. 한국 경기선행지수는 KOSPI와 수출입물가지수 상승이 긍정적으로 작용해왔는데, 8월부터는 KOSPI가 경기선행지수에 부정적인 변수로 바뀔 것이다. 제조업 재고순환지표가 부진한 가운데, 유가상승으로 수출입물가지수 상승세도 주춤해질 가능성이 높다.

Fig. 9: 2026년 경제성장률 전망은 3%YoY 회복



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 10: 미국 민간투자 증가는 AI가 주도



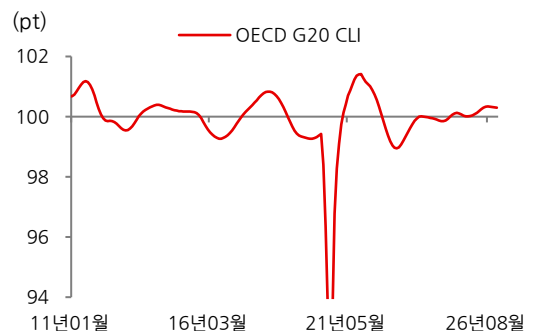
자료: BEA, BNK투자증권

Fig. 11: 물가상승, 임금둔화로 실질소득은 악화



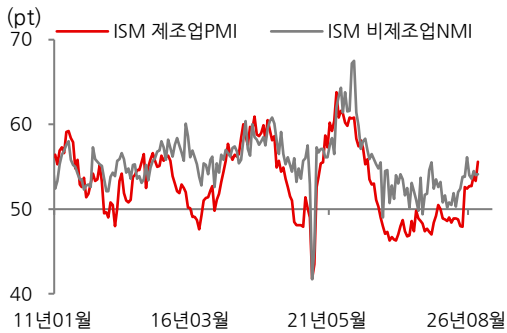
자료: 미 노동통계국, BNK투자증권

Fig. 12: G20 경기선행지수 5개월 연속 소폭 둔화



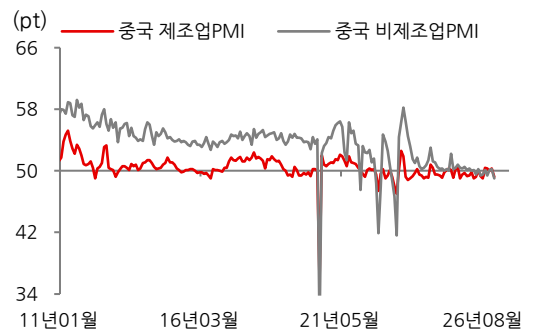
자료: OECD, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 13: 미국 ISM지수는 양호한 흐름을 유지



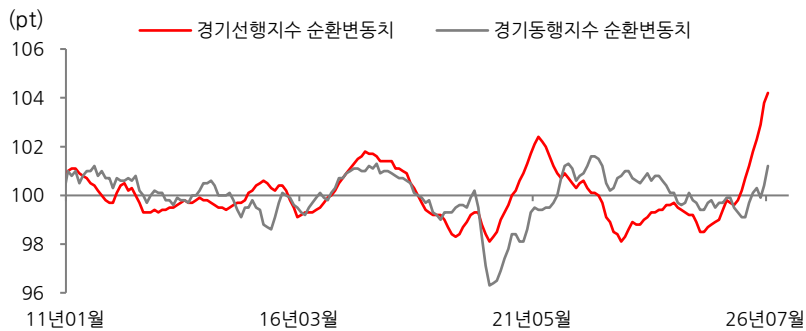
자료: ISM, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 14: 중국 PMI, 중립 이하에서 정체



자료: 중국 물류 및 구매 연합, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 15: 한국 경기종합지수: 8월 경기선행지수가 둔화될 가능성



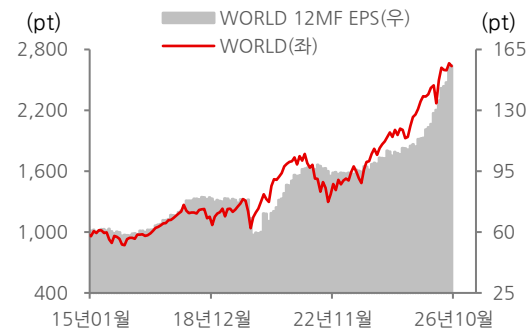
자료: 국가데이터처, BNK투자증권

Valuation & Earnings: 글로벌 PER 중립, 한국은 earnings momentum 둔화

2026년에도 글로벌 기업실적 전망이 개선 중으로 World 12MF EPS는 36.7%YoY 증가했다. 미국시장은 AI 기업들의 실적개선에 힘입어 S&P500 12MF EPS가 33.6%YoY 개선됐다. 2026년 KOSPI 12MF EPS는 308.5%YoY 개선되고 있으나, 9월부터는 12MF EPS가 소폭 둔화되기 시작했다. 이는 원/달러환율 하락으로 인해 7월부터 삼성전자, SK하이닉스 이익전망이 소폭 둔화되기 시작했기 때문이다.

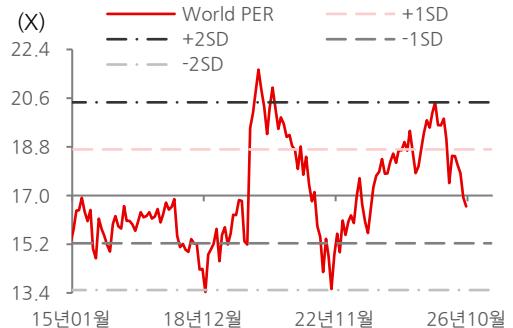
World Index 12MF PER이 2015년 이후 평균 이하로 회귀했다. 가파른 실적전망 상향에도 불구하고 세계증시 상승세가 주춤해지면서 valuation multiple이 하향 조정됐기 때문이다. S&P500 12MF PER도 20.1x로 낮아지면서 valuation 부담은 완화되는 추세다. KOSPI 12MF PER은 5.6x 수준으로 낮아졌는데, 이는 반도체가 저PER 국면에 진입했기 때문이다. 반도체를 제외한 KOSPI200 12MF PER은 10.3x 수준이다.

Fig. 16: 글로벌 12MF EPS 상승세 유지



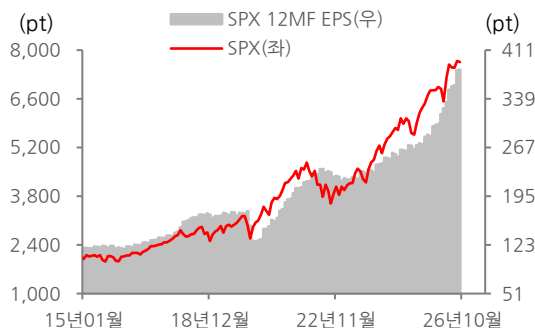
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 17: 글로벌 12MF PER 16.6x



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 18: S&P500 earnings도 상향 조정



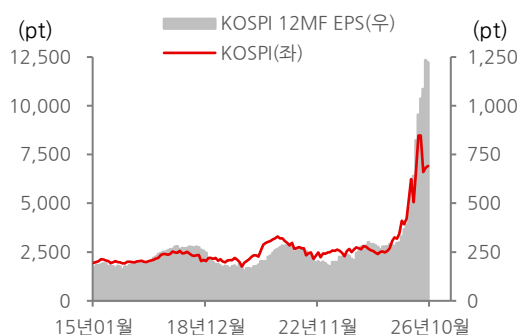
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 19: S&P500 12MF PER 20.1x



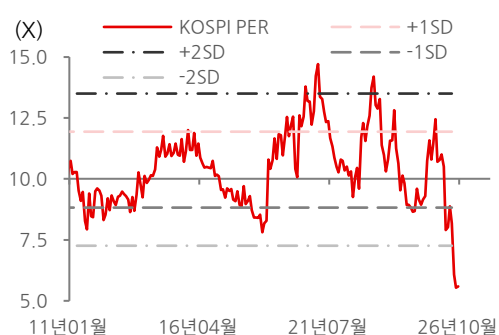
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 20: KOSPI 12MF EPS 소폭 둔화



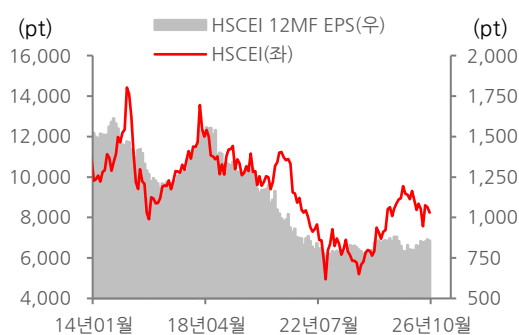
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 21: KOSPI 12MF PER 5.6x



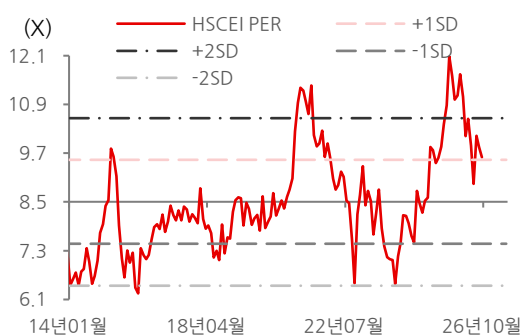
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 22: HSCEI 12MF EPS 정체가 지속



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 23: HSCEI 12MF PER 9.6x



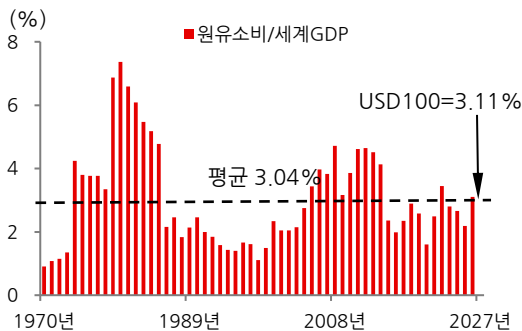
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Sentiment: 유가, 환율은 주식시장에 부정적

글로벌 국제수익률이 2000년대 최고치로 상승한 가운데, 국제유가와 원화 가치 상승이 진행 중이다. 국제유가는 USD100을 넘어서는 순간부터 고유가 체제로 진입하기 때문에 세계경제에 부정적으로 작용할 수 있다. 국제유가가 소비자물가 상승으로 이어지면서 금리인상이 빨라질 수 있다는 점도 부정적이다. 물론 유가뿐만 아니라 구리, 아연 등 비철금속과 곡물 등이 동반 상승하고 있다.

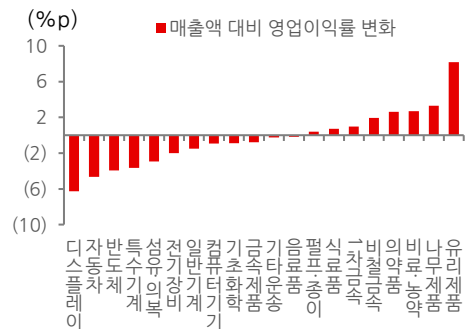
원/달러환율은 6월 고점대비 200원 하락한 상태다. 3Q26 평균 원/달러환율은 5.8%QoQ 하락할 것으로 예상되는데, 이는 수출기업들의 매출액 성장률과 영업이익률 둔화로 이어질 수밖에 없다. 7월부터 삼성전자, SK하이닉스 12MF EPS가 둔화되기 시작했는데, 이는 환율 영향으로 볼 수 있다. 여기에 3Q26 KIOXIA 평가손실을 고려하면 실적발표 전까지 SK하이닉스 이익전망 하향이 불가피한 상황이다.

Fig. 24: 유가 USD100 이상은 세계경제에 부담



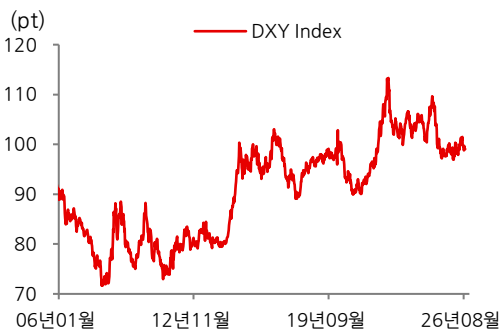
자료: EIA, IMF, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 25: 원/달러 10% 하락할 경우 영업이익률 변화



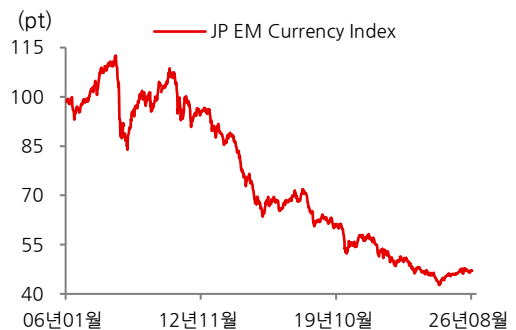
자료: Quantiwise, BNK투자증권

Fig. 26: 기준금리차 축소에 따른 달러 소폭 약세



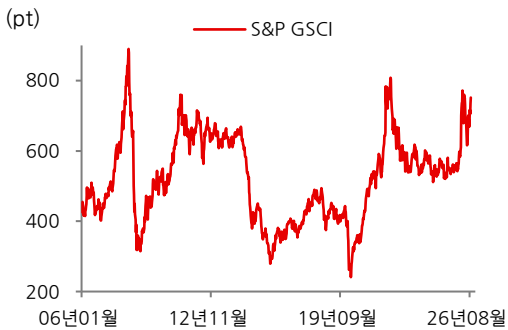
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 27: 신흥국 통화가치는 횡보 중



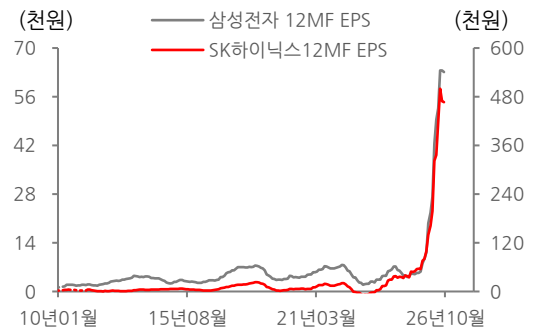
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 28: S&P Goldman Sachs Commodity Index



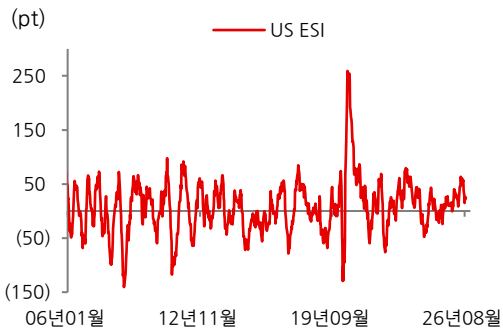
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 29: 환율 영향으로 반도체 12MF EPS 둔화



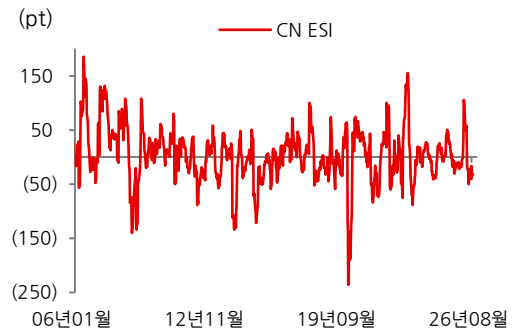
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 30: 미국 ESI 예상 수준으로 회귀 중



자료: Citigroup, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 31: 경제지표 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 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