

#04

2025년 12월 30일



2025년 나의 실수

신영증권 리서치센터

김학균, 이경록, 서정연, 오광영, 정유경, 성연주
엄경아, 문용권, 조용구, 강석용, 박세라, 박진수
강기훈, 신흥주, 정원석, 김지현



Content

2025년 한국투자자 무엇을 이야기했나	3
2025년 나의 실수.....	4
시장 분석 - 원화 약세와 주가 강세라는 기이한 조합 (김학균).....	4
건설/건자재/리츠 - 불장도 불신했다 (박세라).....	10
자동차/부품/타이어 - 기술과 환경 변화에 따른 고민이 충분했는가(문용권).....	12
유통/섬유의복/인터넷 - 단기 우려와 장기 전망 사이에서의 갈등(서정연).....	15
반도체 테크전략 - 주인공 뒤편에서 벌어지던 변화들(강석용).....	17
게임/엔터테인먼트 - 담당 섹터와 사랑에 빠지지 않기(김지현).....	19
이차전지 - 관성적인 불신에서 잠시 벗어날 필요(박진수).....	23
제약/바이오 - 상류로 거슬러 올라가는 언어의 마음으로(정유경).....	25
운송/조선/기계 - SK오션플랜트, 매물은 팔자 마음인데(엄경아).....	27
에너지/화학 - 회복의 방향성은 맞았으나...(신홍주).....	29
소프트웨어/통신 - 생각보다 컸던 관성의 힘(정원석).....	31
퀀트/자산배분솔루션 - 다변화된 전략 운용이 부재했다(강기훈).....	33
채권/FX전략 - 비대칭적인 요인과 구조적 변화, 시장의 기대 변화에 유의(조용구).....	35
크레딧 - 증시호황과 저금리로 인한 채권 발행 급증을 예상하지 못해(이경록).....	38
중국 전략 - 기업의 약진과 내수 지표의 괴리(성연주).....	39
ESG/글로벌 유동성 - 유럽 너마져..유럽 지역에서도 ESG 후퇴?(오광영).....	41
KOSPI Cycle.....	43

2025년의 한국투자자 무엇을 이야기했나

신영증권이 뽑은 증시 10대 뉴스

1. 코스피 4000p대 도달

보호무역의 파고를 넘어 새로운 역사를 썼다

2. 지배구조 개선 가시화

1, 2차 상법 개정, 비가역적 변화의 길에 들어서다

3. 한국 반도체의 힘

SK하이닉스는 비약했고, 삼성전자는 부활했다

4. 경기 비관론 심화

2025년 한국 GDP성장률 전망치(1.0% 내외)는 역대 다섯 번째로 낮은 성장률

5. 트럼프 행정부의 보호무역

관세부과에도 불구하고 글로벌 교역은 위축되지 않았다

6. 극심한 주가 양극화

내 주식은 왜 안 오를까? 전체 상장 주식의 1/3이 마이너스 수익률을 기록

7. 원화 약세와 코스피 상승이라는 낯선 조합

원화가 약세를 나타내는 가운데 코스피가 급등했던 경우는 과거에 없었다

8. AI 버블 논란

결정적인 균열은 없었지만 오라클과 오픈AI에 대한 우려는 커지고 있다

9. 서학개미의 꺾이지 않는 미국 주식 매수 열기

개인투자자들의 2025년 미국 주식 순매수 규모 사상 최대치(326억 달러, ~12월24일) 경신

10. 중앙은행 피봇

한국은행의 기준금리 인하 사이클 종결, 미국도 추가 금리 인하 만만치 않다

원화 약세와 주가 강세라는 기이한 조합

강세장을 전망했지만
코스피 4000p는
생각도 못해

원화 약세와 주가 강세가 동시에 나타나

코스피가 4000p대에 올라섰다. 2025년 한국 증시의 강세를 전망했지만, 예상보다 훨씬 강력한 상승세가 나타났다. 인간은 경험한 사실을 반영해 미래에 대한 전망을 수정해 나가는 ‘적응적 기대(adaptive expectations)’의 동물인지라 이젠 ‘5000p’ 또는 ‘6000p’ 도달도 불가능해 보이지 않지만, 적어도 작년 이맘때쯤에는 코스피가 4000p대까지 초기에 상승하는 시나리오를 상상도 하지 못했다.

주가 운동의 종착점을
예상하는 것은 능력 밖

크게 자책하지는 않는다. 주가의 운동 강도를 가늠하는 일은 필자의 능력 밖의 문제다. ‘관성과 가속도’라는 유기체의 운동 법칙은 주가에도 내재돼 있어 상승이든 하락이든 일단 방향을 잡으면 격렬하게 움직이는 경향이 있다. 그래서 주가의 운동이 최종적으로 도달하는 종착점을 예상하는 것은 불가능에 가깝다.

저평가된 종목의 리레이팅은 ‘적정가격(fair value)’ 부근에서 끝나기 보다는 ‘고평가’ 또는 ‘버블’로 치닫는 경우가 흔하고, 고평가된 주식의 조정 과정도 적정가치를 훨씬 하회하는 수준까지 추락하는 ‘오버킬(overkill)’의 모습으로 나타나곤 한다. 또한 ‘버블’이나 ‘극심한 저평가’와 같은 불균형은 다수의 생각보다 훨씬 길게 지속되는 경향이 있지만, 일단 변화가 시작되면 불균형은 매우 빠른 속도로 해소되는 경우가 많다. 올해 한국 증시의 극적인 도약이 그랬던 것처럼 말이다.

원화 약세와
코스피 상승이라는
낯선 조합

올해를 되돌아보면 주가가 예상보다 많이 올랐다는 사실보다는 ‘원화 약세’와 ‘코스피 상승’이라는 조합이 당혹스러웠다. 필자가 2025년 강세장을 전망했던 논거는 ‘지배구조 개선’과 ‘달러 약세’에 따른 비달러 자산으로서의 한국 주식에 대한 선호 개선이었는데, 지배구조 개선은 예상대로 진행됐지만, 환율 전망은 크게 어긋났다. 역사적으로도 코스피의 추세적 상승 국면에서 원화가 약세를 나타냈던 경우는 없었기에 더 곤혹스러웠다.

원화 약세의 이유 복기

달러 약세를
전망했던 이유

세 가지 이유에서 달러 약세를 전망했다. ‘연준의 공격적인 기준금리 인하’, ‘트럼프 행정부의 감세정책에서 비롯될 재정적자’, ‘미국의 대외불균형(무역수지 적자)을 완화하기 위한 약달러 유도’ 등이 그것들이다. 실제로 연준은 한국은행보다 공격적으로 기준금리를 낮췄고, 트럼프 행정부의 재정수지 적자는 GDP의 6%에 달할 것으로 전망되고, 2025년 4분기 위안화의 급속한 절상세가 나타나는 등 글로벌 불균형 완화를 위한 의미있는 변화가 나타나기도 했다. 그 결과 달러 인덱스는 연초 고점 대비 11% 내외의 하락세를 나타내면서 2025년을 마무리하고 있다.

달러 약세가 나타났지만
원화는 더 약해

전반적인 달러 약세 흐름 속에서도 원화는 달러 대비 약했다. 원/달러 환율이 지난주 급락세를 나타내면서 2024년 말에 기록됐던 1,470원대 밑으로 내려앉기는 했지만, 2025년 연평균 환율은 사상 최고치였기 때문에 ‘원화 약세’라는 표현을 써도 무방할 듯하다.

원화 약세 탓에
코스피 급등에도
한국 경제에 대한
부정적 서사가 힘을 얻어

원/달러 환율은 올라도 걱정이고, 떨어져도 걱정이지만, 그래도 한 쪽을 고르자면 떨어지는 편이 더 낫다. 다른 나라와의 교류에 필수적인 달러는 한국에서 만들어낼 수 없고, 여러 활동을 통해서야 획득할 수 있다. 수출, 해외투자를 통한 배당금 유입, 외국자본의 한국 유치 등 각고의 노력을 기울여야 달러를 얻을 수 있다. 원/달러 환율의 하락은 외환시장에서 달러를 구하기 어렵지 않을 때 나타나는 현상이니 기본적으로는 반길 일이다.

역사적으로 보더라도 한국경제의 심각한 위기는 달러 유동성이 희소해질 때, 즉 이 땅에서 달러를 구하기 힘들 때 나타났다. 외환보유고가 바닥을 드러냈던 IMF 외환위기, 미국 대형금융기관들의 파산으로 글로벌 달러 순환에 문제가 생겼던 2008년 금융위기 때 한국 경제는 심각한 위기로 내몰렸다. 올해 코스피가 4,000p대에 도달했지만, 한국 경제에 대한 비관론을 설파하는 서사가 힘을 얻었던 이유도 두드러진 ‘원화 약세’와 무관하지 않을 것이다.

하반기 들어
유로와 파운드의
달러 대비
강세 요인 약화

올해 원화가 약세를 나타냈던 이유들을 복기해 보면 다음과 같다. 먼저 상반기보다 하반기에 달러 약세를 이끌었던 대외적 요인들이 약해졌다. 미국의 재정적자가 부각되는 국면에서 프랑스와 영국의 재정 건전성에 대한 우려가 동시에 부각되면서 유로화와 파운드화의 강세 기조가 주춤해졌다.

다카이치 내각의 출범도 엔화 약세를 자극

또한 10월에 출범한 일본 다카이치 내각이 아베노믹스를 계승할 것이라고 천명하면서 엔화가 급격한 약세로 돌아섰다. 일본은행(BOJ)이 기준금리를 30년 만에 최고치인 0.75%까지 인상했지만, 일본의 소비자물가지수 상승률이 전년 동기비 3%에 달하면서 실질금리가 마이너스라는 점도 엔화 약세를 자극했다. 4분기에 위안화가 미국 달러 대비 급격한 강세를 나타냈지만 원화는 유로와 파운드, 엔화의 움직임에 동조화되는 경향을 나타냈다.

한국인들의 공격적인 미국 주식
순매수도 원화 약세로
귀결

대내적 요인으로서는 대미 무역협상의 결과 향후 10년 간 연간 최대 200억 달러를 미국에 투자해야 한다는 부담과 한국인들의 미국주식 투자 확대가 원화 약세를 부추겼다. 대미 투자 200억 달러는 미래의 달러 유출에 대한 우려였고, 미국주식 투자 확대는 당장의 부담으로 작용했다. 한국 가계의 미국주식 투자는 코로나 팬데믹 국면이었던 2020년부터 본격화됐는데, 2025년의 순매수 규모가 가장 컸다. 한국예탁결제원에 따르면 2025년(~12월26일) 한국 가계의 미국 주식 순매수 금액은 326억 달러에 달하는데, 직전 최대치였던 2021년의 208억 달러보다 56.7%나 큰 규모였다.

기관투자가까지 포함하면 대미 주식투자 규모는 훨씬 더 커진다. 기관투자자의 미국 주식 매매는 한국예탁결제원을 거치지 않는 경우가 일반적이는데, 미국 재무부에서 집계한 한국 국적 투자자들의 2025년 미국 주식 순매수는 9월 말까지 532억 달러로, 일본의 282억 달러와 대만의 115억 달러보다 훨씬 규모가 컸다.

한국인들의 자발적
포트폴리오 다변화가
과거 원화 약세 국면과
다른 점

과거 원/달러 환율이 급등하는 국면에서는 한국경제에 심각한 문제가 발생하면서 외국인투자자들이 한국주식을 공격적으로 순매도하는 모습이 공통적으로 나타났는데, 올해는 한국 투자자들의 자발적 포트폴리오 다변화의 결과로 대미 주식투자가 급증했기 때문에 원화 약세와 코스피 상승이 동시에 나타날 수 있었다는 생각이다. 미국으로 향한 투자자금은 한국주식을 매도함으로써 조달됐다가 보다는 안전자산에 쏠려있던 5,472조원(2025년 6월말 기준)의 가계금융자산 중 일부가 미국주식으로 방향을 튼 결과로 해석하는 편이 타당할 것이다.

환율 전망에 실패한 이유

결과적으로 유럽과 일본의 재정 및 정책변화가 가져올 파급효과를 간과했고, 한국인들의 미국주식 편애가 환율에 미친 영향도 예상보다 컸다. 반도체·자동차 등과 같은 수출주 대비 내수주들의 성과 부진도 원화 약세에서 파생된 결과로 볼 수 있는데, 이 역시 당초 전망과 어긋난 점이다.

2026년 전망도 다시 달러 약세

2026년
다시 달러 약세를
전망한다

올해의 원/달러 환율 전망은 크게 어긋났지만, 내년에도 비슷한 의견을 견지하려고 한다. 코로나 팬데믹 이전 1080~1240원에서 움직여왔던 원/달러 환율의 등락 레벨이 한 단계 높아졌을 개연성은 크다. 원/달러 환율 상승은 한국과 미국 경제의 구조적인 경쟁력 차이가 반영된 결과다. 일반적으로 경제 성장률이 높고, 금리가 높고, 물가가 안정적인 국가의 통화 가치가 강해지는 경우가 많다.

코로나 팬데믹 이전 대비
원/달러 환율 레벨업

2023~24년 미국의 GDP 성장률은 각각 2.9%와 2.8%였고, 한국은 1.6%와 2.0%였다. 2025년 성장률 전망치도 미국은 1.8%인 반면 한국은 1.0%에 그치고 있다. 3년 연속 미국의 성장률이 한국을 웃도는 것은 사상 초유의 일이다. 2022년 7월부터 시작된 한미 기준금리 역전도 지속되고 있는 현상이다. 현재 미국의 기준금리는 3.50~3.75%인 반면, 한국 기준금리는 2.5%로 양국의 금리 격차가 크다. 한편 원/달러 환율 상승은 수입물가를 자극해 한국의 인플레이션 압력을 높이게 된다. 두루두루 한국 원화 대비 미국 달러의 가치가 높아질 수밖에 없는 환경이다.

안정적인
경상수지 흑자국의
통화가 어디까지
약해질 수 있을까

다만 한국이 달러를 벌어들이는 기초체력은 과거 어느 때보다 강해졌다. 특정 국가가 달러를 벌어들일 수 있는 본질적 역량을 측정할 수 있는 잣대는 경상수지다. 최근 한국의 경상수지는 안정적인 흑자 기초를 유지하고 있다.

한국의 경상수지가 흑자에 안착한 것은 불과 십여년 전부터의 일이다. 과거 개발연대 시기 한국은 투자에 필요한 국내저축이 부족해 만성적으로 해외차입에 의존했고, 이는 구조적 경상수지 적자로 나타났다. 1997년 IMF외환위기 국면에서 한국의 GDP대비 경상수지는 -4%~-3%대의 만성적 적자를 나타내고 있었고, 2008년 글로벌 금융위기 국면에서는 -0.5%~0.8%대의 경상수지가 기록되고 있었다. 반면 최근 한국의 경상수지는 확연히 개선되고 있다. 2024년에는 GDP 대비 4%대, 2025년 들어서는 5%대의 경상흑자가 누적되고 있다.

한국 경제에 대한 과도한
비관론을 경계
한국 원화보다 더 약한
대만 달러화

최근의 원화 약세를 과거 외환위기 국면과 동일선상에서 해석하는 것은 무리다. 한국 경제가 내수의 만성적 침체 등과 같은 구조적 문제를 안고 있는 것은 사실이지만, 이를 근거로 ‘한국경제 폭망론’까지 확장하는 데에는 동의하기 어렵다

원화 약세가 한국 경제 고유의 취약성을 반영한 결과라면, 성장률(2025년 성장률 컨센서스 5.8%)·경상수지(2025년 3분기 GDP대비 흑자 16%)·외환보유액(한국보다 39% 많은 6002억 달러) 등 여러 지표가 한국보다 훨씬 우수한 대만의 통화가 원화보다 더 약세를 보이고 있는 현상은 설명하기 어렵다. 2025년 하반기 대만 달러는 미국 달러 대비 7.4% 절하돼 원화(6.4% 절하)보다 더 약했고, 엔화 역시 8.5%나 하락했다. 올해의 원/달러 환율 상승은 원화만의 문제가 아니라 동북아 통화 동반 약세의 일환으로 보는 것이 타당하다.

위안화 강세의 시사점

한편 중국 위안화의 움직임은 주목할 필요가 있다. 2025년 하반기부터 원화와 위안화의 동조화가 깨졌다. 연초 달러당 7.36까지 상승했던 위안/달러 환율은 최근 7.00대까지 내려왔다. 이는 미국의 관세 부과로 격화됐던 미·중 갈등이 완화 국면에 접어들고 있음을 시사한다. 특히 10월 말 경주 APEC을 계기로 미·중 무역전쟁 1년 유예 합의가 이뤄졌고, 이후 미국의 첨단 칩 수출 허용과 중국의 희토류 수출 제한 완화가 이어졌다. 관세를 통한 압박이 인플레이션을 자극하고, 인위적인 공급망 재편 과정에서 노동력 부족이라는 한계가 드러나자 미국이 한 발 물러선 것이다.

위안화가 동아시아 통화의 선행지표일 수도

역사적으로 전면적 관세를 통해 무역 불균형을 해소하려는 시도는 1930년대 스무트-홀리 관세법으로 거슬러 올라가야 한다. 반면 대미 무역수지 흑자국들의 통화 가치 절상을 통해 불균형을 조정했던 사례는 1970년대 이후 수차례 반복돼 왔던 익숙한 일이다. 글로벌 불균형을 완화하기 위해서는 대미 무역수지 흑자국들이 내수 부양과 자국통화 강세를 수용해야 하는데, 위안화의 두드러진 강세는 동아시아 통화의 중장기 방향을 가늠하는 선행적 신호일 수 있다.

엔화의 추가 약세와 인플레이션을 수용하기 힘든 일본

원화 강세 전환의 걸림돌은 엔화의 약세지만, 이 역시 장기화되지는 않을 전망이다. 일본의 신정부는 엔화 약세를 용인하고 있는 듯하지만 지속가능한 정책 방향이 아니다. 소비자물가지수 상승률이 이미 3% 수준에 이른 일본은 물가 상승에 취약한 고령 연금생활자 비중이 높아 인플레이션을 자극하는 엔화 약세를 감내하기 어렵다. 과거 디플레이션 국면에서 효과적이었던 아베의 리플레이션 정책을 현재 환경에 그대로 적용하기는 힘들다.

원화의 약세는 한국 고유의 특수성이 반영된 결과라기 보다는 동아시아 통화의 보편성이 발현된 것으로 해석하고 싶다. 이미 위안화가 강세로 돌아섰고, 엔화 역시 반전 가능성이 커진다면 원화의 추가 약세에 베팅하는 전략은 위험해 보인다.

달러가 구조적 약세로
반전되는 변곡점

특히 미국의 대외불균형 완화를 위한 도구가 ‘관세’에서 ‘환율’로 바뀌게 된다면 글로벌 금융위기 이후 10년 넘게 강세를 나타냈던 달러화는 장기 약세로 반전되는 변곡점에 도달하지 않았나 싶다.

한미 성장률과 금리
격차도 축소

순환적인 요인을 고려해도 원/달러 환율은 하락할 가능성이 높다. 2026년에는 지난 3년 간 확대됐던 한국과 미국의 성장률 격차가 확연히 축소(현재 양국의 성장률 전망 컨센서스는 1.9%로 동일)될 가능성이 높고, 한미 금리차 역시 축소(2025년 6월 이후 한국 기준금리 동결, 미국은 3회 인하)되고 있다.

장기적으로
비달러 자산으로서
한국주식의 매력
커질 수 있는 시기

또한 올해 한국 증시가 미국 대비 큰 폭의 초과수익을 기록한 데서 볼 수 있는 것처럼, 장기 박스권에 머물렀던 한국증시를 떠나 미국으로 향했던 ‘국장 탈출은 지능순’이었던 시대가 끝나가고 있다는 점도 원/달러 환율의 하락 반전 가능성을 높이는 요인이다. 코로나 팬데믹 이후 나타난 구조적 변화는 원/달러 환율의 등락 범위를 넓였지만, 최근 경험했던 환율의 레벨은 이 변화를 충분히 반영한 수준이라는 생각이다. 원/달러 환율 하락 국면에서는 비달러 자산으로서 한국 주식의 상대적 매력이 부각될 수 있을 것이다.

불장도 불신했다

1년 동안
천지개벽한 건설업

끝내 믿지 못했다

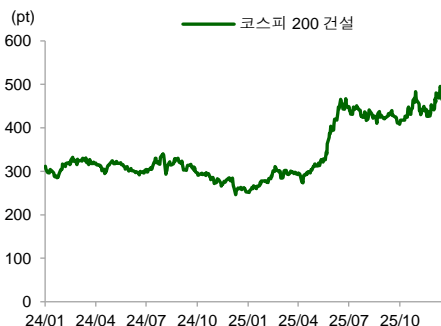
습관적 회의감에 대하여

1년 전 필자가 작성한 ‘2024 나의 실수-불신, 극복하기 위해 나는 무슨 노력을 했는가’를 다시 읽어보니 새삼 이렇게 낮설 수가 없다. 당시 필자는 부진한 주가 흐름에 건설사의 생존을 걱정하며 희망 고문을 당했던 괴로움을 토로했다. 어려운 업황이지만 그럼에도 불구하고 ‘저성장’이라는 새로운 국면에서의 돌파구를 찾아보자는 다짐으로 글을 맺었다.

그런데 웬걸, 1년이 지나고 보니 같은 기간 KOSPI200 건설업 지수 연초 대비 수익률은 2024년 -15.7%에서 2025년 84.9%으로, 무려 코스피(67.6%)를 뛰어넘었다. 천지개벽이 1년 안에 일어나는 기적을, 그것도 담당 섹터에서 보게 된 것이다. 그리고 2025년 ‘나의 실수’는 바로 이 지점에서 발생했다.

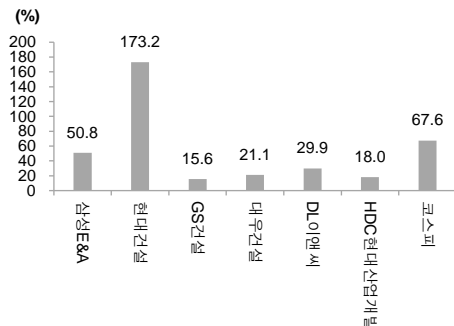
필자는 끝내 이 상승을 온전히 믿지 못했다.

KOSP200 건설업 YTD 85% 상승



자료 : FnGuide, 신영증권 리서치센터

대형건설사 연초대비 절대 수익률



자료 : FnGuide, 신영증권 리서치센터

습관적 회의주의가
남긴 고착화된 시선

주가가 오를 때마다 ‘이게 맞나’라는 생각에 긍정적인 뉴스가 나와도 그 이면의 리스크를 찾는 데 더 많은 시간을 썼다. 10여년의 분석 기간동안 쌓인 건설업에 대한 뿌리깊은 불신은, 쉬이 주가의 변화를 인정할 수 없게 만들었다. 변명을 하자면 2025년 건설업의 현실은 그 연장선에서 크게 달라지지 않았다. 오히려 최악의 시기를 지나고 있었다. 과거의 경험이 만들어 낸 ‘습관적 회의주의’는 비판적인 태도를 넘어 하나의 고착된 시선을 만들어냈다.

앞서 변한 건 시장의 시선
왜곡된 해석이
외면한 현실

시장은 이미 많은 리스크를 충분히 인지한 상태에서 합리적인 평가를 내리고 있었다. ‘몰라서’가 아니라, ‘그럼에도 불구하고’ 새로운 기회에 주가를 재평가했던 것이다. 결과적으로 올해 필자의 실수는 시장이 만들어낸 이러한 시각의 변화를 받아들이지 못한 태도에 있었다고 생각한다. 비판적 태도와 확인은 필요했지만, 과거에 고정된 프레임에 왜곡된 해석이 상승을 설명하기보다 상승을 의심하는 데 더 익숙한 자세를 만들어냈다.

변화를
얼마나 빠르게
인정할 수 있는가

애널리스트에게 경계심은 중요한 자산이다. 하지만 경계심이 습관이 되는 순간, 그것은 판단을 늦추는 요인이 될 수도 있다. 필자는 올해 더없이 뜨거웠던 증시 상승 속에서조차 기존의 부정적 시나리오를 먼저 꺼내 들었다. 올해의 경험을 통해 이제 새로운 질문을 스스로에게 던지게 되었다. 시장이 바뀌었을 때, 그 변화를 얼마나 빠르게 인정할 수 있는가. 과거의 경험과 현재의 데이터를 어디까지 분리해서 볼 수 있는가. 그리고 ‘늘 그랬다’는 말이 판단을 대신하고 있지는 않은가.

변덕스러운 시장은 내년에는 또 다른 방식으로 필자를 시험에 들게 할 것이다. 아마도 여전히 조심스럽겠지만, 올해의 실수를 기억한다면, 적어도 한 가지는 분명해질 것이다. 비판적으로 의심해야 할 것은, 기업과 산업뿐 아니라 ‘의심하는 나 자신의 시선’일 수 있다는 것을.

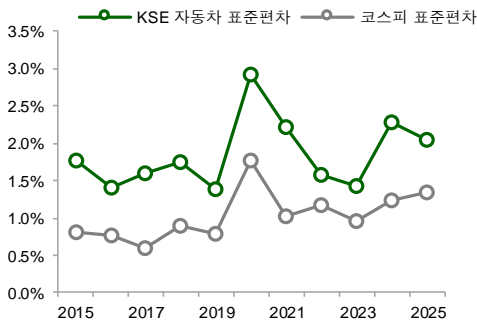
기술과 환경 변화에 따른 고민이 충분했는가

‘25년 최신후주로 제시했던 현대차가 43%(12/12) 상승하긴 했으나, 주가 상승, 하락 원인과 타이밍이 기존 예상과 다른 경우도 많았고, 큰 변동성과 KOSPI를 밀든 섹터 주가 수익률로 자책감과 역부족에 따른 무력감을 크게 느꼈던 한 해였다. 미국 관세 인하 가능성과 견고한 배당 수익률, 일본 군소 업체 대비 경쟁 우위를 예상한 투자 포인트였지 현대차 주가를 +9%(10/31), +11%(12/5) 급등시킨 이벤트는 상상도 못했다.

2025년
현대차 변동성 2.3% 중
체계적 변동성(근사)는
1.1%로
개별 이슈에 더욱 더
민감했던 한 해

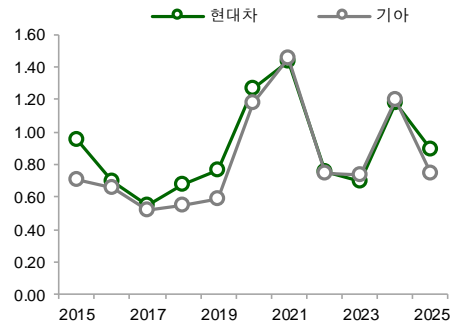
2022~23년 기간 현대차의 베타는 0.8, 0.7, 표준편차는 1.6%, 1.4%로 ‘방어적 개별 주’ 모습을 보였지만, 2024~25년의 현대차는 ‘시장과 개별 이벤트가 뒤섞인 변동성 자산’으로 성격이 바뀐 흐름을 나타냈다. 현대차 베타가 2024년 1.2까지 상승한 후 2025년 0.9까지 축소되었으나, 표준편차는 2024년 2.5%에서 2025년 2.3%로 소폭 감소하는 데 그치며, 코스피보다 1%p 높은 수준을 보였다. 2025년 들어 현대차 주가에 대한 코스피 체계적 리스크가 줄어든 반면, 개별 이슈로 인해 현대차 주가가 시장보다 더 큰 변동성을 보인 한 해였던 것이다. 현대차 주가가 2025년에 하루에 무려 +5%/-5% 급상승, 또는 급락한 날은 총 12일로 2020년(23일) 이후 최대치를 기록했다. 2025년에만 무려 12일이나 현대차 주가가 +5%/-5%를 초과해서 변동했는데, 이러한 변동성을 예상했는가 하고 자문하면 아쉽게도 스스로의 가정과 숫자에 묶여 그렇지 못했고, 오히려 변동성 앞에 무력감에 빠지곤 했다.

연도별 KSE 자동차와 코스피 표준편차



자료 : Quantwise, 신영증권 리서치센터

현대차, 기아 주가 베타 추이



자료 : Quantwise, 신영증권 리서치센터

다소 궁색한 해명이지만 뒤돌아보면 말로는 자율주행, 로봇 등 미래 기술 변화를 얘기하면서도 정작 제가 속해있는 자본 시장의 투자 환경도 기술 발전과 함께 변화하다는 것을 간과했다. 다양한 정보 매체의 확산으로 투자 정보의 비대칭성이 빠르게 축소된 환경 속에서 유가증권시장 거래대금 중 ETF 비중이 절반 수준까지 확대된 투자 환경 변화를 주가 변동성의 요소로 고려하지 못했다.

지난 11월, 한국거래소는 ‘AI 기술이 자본시장에 가져올 변화’와 ‘자산 운용과 트레이딩에서 AI 기술의 영향과 리스크’라는 주제로 ‘2025년 건전 증시 포럼’을 개최했다. 여러 내용 중 그동안은 공시 중심의 과거 지표를 해석하고, 이를 바탕으로 미래 손익을 추정하고 보고서로 작성하는 것이 분석의 중심이었으나 이제는 이러한 방식의 예측 시대는 끝났다는 내용이 필자에게는 비수처럼 느껴졌다. 이러한 변화에 대해 여성경제신문의 이상현 기자는 “정기 보고서는 형식적 문서가 되고, 실시간 관측, 정보 체계가 경쟁력 핵심이 된다..중략..주식시장은 ‘차를 세워 점검’하는 곳에서 ‘달리며 엔진과 타이어를 교체’하는 세계로 전환된다”라고 평가했다.

기술과 투자 환경
변화에 따른
리서치 방식
고민 필요

글로벌 증시가 열광하고 있는 AI처럼 기술 발전에 따라 자본시장, 그리고 투자/분석 방식도 빠르게 변화하고 있음을 체감하게 됐다. 유튜브, 텔레그램 등 다양한 정보 전달 매체의 등장으로 정보 전달 속도는 도저히 따라 잡을 수 없는 전광석화와 같아졌다. 그러나 이러한 변화에도 불구하고 필자의 리서치 방법과 고민이 과거에 멈추어 있는 것은 아닌지 반성하고 있는 2025년 연말이다. 올해의 부족함을 되짚어보면서 오늘날 당연하다고 여기는 투자 환경이나, 투자 이론 등도 과거의 혁신적인 기술 발전이 일으킨, 당시에는 동서고금 전례 없던 것들이었다는 점을 떠올리게 된다.

약 10년 전, 이세돌 국수와 대결에서 알파고가 승리한 것이 당시 여의도에 상당한 충격을 주었던 것으로 기억한다. 당시 인간 고수라면 두지 않을 ‘악수’를 알파고가 간혹 두었다며, 아직은 멀었다는 해석들도 있었지만, 10여 수 내외의 앞까지만 수읽기를 할 수 있는 인간이 AI의 행마를 평가하는 것도 이제는 어려워졌다는 얘기를 최근 들었다. 필자는 올해 변동성을 보며 증시가 지금 합리적인가? 비이성적 패닉과 과열이 아니냐고 치부했던 것 같다. 글로벌 증시의 화두인 인공지능이 투자 환경과 자본 시장에 어떤 영향을 야기할지 더욱 고민해 보고 숙고해야 한다는 화두를 스스로에게 던지고 싶다.

기술 변화에 따른 금융 & 투자 환경과 투자 이론 변화

시기별 변화	주요 내용
1980년대 중반 기술 변화	* 1837년 새뮤얼 모스가 모스 전신기와 부호를 발명하여 전신 시스템 개발
금융 & 투자 환경 변화	* 주요 도시 거래소별로 상이했던 주식 가격 차이가 축소
	* 1850년대 말, 월가는 미국의 모든 주요 도시 거래소와 연결
	* 1863년 에드워드 캘러핸이 주식 시세 표시기 개발 & 1969년 토머스 에디슨이 상용화 모델 출시
	* 전신선을 이용하여 거의 실시간으로 거래 내역을 보고 & 약어로 테이프 롤에 출력
	* 전신국에서 시세를 전달하던 사람들을 대체 & 실시간에 가까운 주식 시장 가격 공시 시대
1880~1900년대 중반 기술 변화	1876년 그레이엄 벨이 전화기 특허 획득 & 1878년 뉴욕 증권거래소에 최초 전화기 설치
금융 & 투자 환경 변화	* 정보 전달, 확산 시차가 추가 축소 & 시장 반응의 속도와 변동성 확대
	* 1920년까지 금융 지구에 8만 8천 대의 전화기가 설치 & 거래소로 주문을 전달하던 사람들을 대체
	* 1934년 벤자민 그레이엄과 데이비드 도드의 '증권분석' 초판 발행
	* PER 등 전통적 밸류에이션 개념 등장
	* 1938년 존 버 윌리엄스가 '투자가치이론'을 통해 '미래 배당금의 현재가치 할인법' 제시
1960~1980년대 중반 기술 변화	* 1960년 Quotron 단말기 보급 개시 & 1970년대 온라인 거래 기술 등장
금융 & 투자 환경 변화	* 1971년 최초의 전자주식 시장 NASDAQ 출범되며 온라인 거래가 일반화 됨
	* 1952년 발표된 마코위츠의 '포트폴리오 이론' 실용화 확대
	* 1956년 고든과 사피가 자산 가치 평가를 위한 '항상 성장 배당모형' 제시
	* 1970년 유진 파마가 '효율적 시장 가설' 제시
1990년대 이래 기술 변화	* 1989년 월드와이드웹(WWW) 개념 등장
금융 & 투자 환경 변화	* 1990년대 온라인 투자 플랫폼 등장 & 세계최초의 스마트폰 IBM SPC 출시
	* 1996년 E*Trade Securities가 파격적인 온라인 거래 수수료 제시
	* 뉴욕거래소에서 최대 5,000주까지 거래 시 건당 \$14.95 제시(당시 브로커를 통할 경우 통상 \$25)
	* 이후 Charles Schwab, TD Ameritrade에 이어 Robinhood 등의 등장으로 '주식 무료 거래 수수료' & '비대면 주식 거래' 시대 도래
	* 1990년, 팀 콜러, 마크 구드하트, 데이비드 웨셀스 등을 통해 FCF 기반 DCF, WACC 시대 도래
	* 2000년대 고빈도 알고리즘 거래 탄생 & 2024년 \$104억 달러 수익 창출

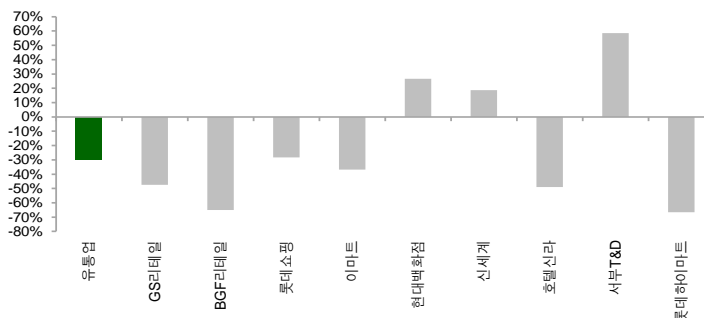
자료: Financial Market History, Forbes, WSJ, 신영증권 리서치센터

단기 우려와 장기 전망 사이에서의 갈등

백화점과 호텔업
아웃퍼폼 눈에 띄어

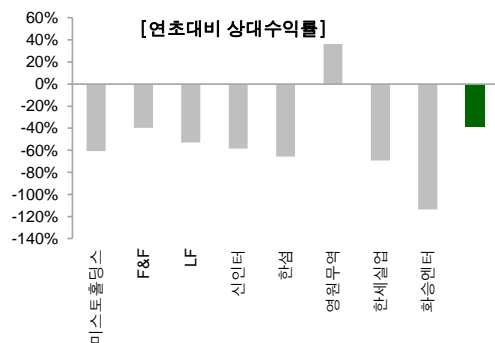
올해는 소비재에서 백화점과 호텔업의 퍼포먼스가 빛난 한 해였다. 소비 경기 부진을 이유로 백화점에 대한 우려가 컸었지만, 애초에 국내 백화점 실적을 좌우하는 소비는 일반적인 소비 경기와 거리가 있고 밸류업과 상법개정 등 영향으로 자본 효율성 개선 기대감을 당사에서는 지속적으로 언급해 왔었고 이러한 분석이 나름 잘 맞아 떨어졌다는 판단이다. 한편, 경기 부진을 그대로 반영한 업종은 패션 브랜드업이었다. 코스피 지수를 상회하는 수익률을 달성한 종목이 거의 전무했다[도표 2].

도표 1. 주요 유통업체 2025년 연초대비 상대수익률



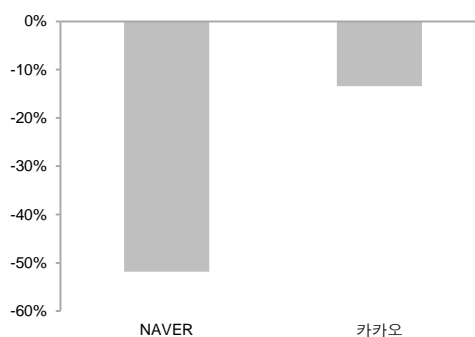
자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

도표 2. 주요 섬유·의복업체 연초대비 상대수익률



자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

도표 3. 네이버 & 카카오 연초대비 상대수익률



자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

네이버, 기대와 달리
부진한 주가 흐름 기록

올해 예상과 달리 부진한 주가 흐름을 지속한 기업은 네이버(035420)였다. 네이버는 자체 개발한 생성형 AI 모델인 하이퍼클로바X를 활용하여 광고, 커머스, 콘텐츠 등에서 성장과 수익성을 새롭게 확보하며 성과를 보였다. 견조한 광고 수익에 더해 커머스 중개 및 판매 수익 증가로 성장과 수익성 모두 개선되는 모습을 보였다. 잔잔한 회복세에 마중물 역할을 할 것으로 기대했던 이벤트는 역시 네이버파이낸셜과 두나무와의 합병 건이었다. 두 회사의 만남은 AI 기술 경쟁력 발전과 맞물려 디지털 금융 산업의 강자로서 국내는 물론이고 해외에서도 성장 동력을 확보할 수 있는 길이 열리는 기회가 될 수 있다는 점에서 큰 반향을 불러 일으킨 것은 사실이다.

네이버파이낸셜과 두나무
합병에 대한 냉담한 반응,
왜?

문제는 ‘분할 상장, 중복 상장’으로 인한 기존 주주의 부 훼손’에 대한 투자자들의 아픈 기억과 이에 따른 냉담한 반응이었다. 추후 네이버파이낸셜과 두나무 합병법인이 상장을 한다면 이 가치를 긍정적으로 평가했던 네이버의 주주들은 그야말로 낙동강 오리알 신세가 되는 것 아니냐는 우려가 강하게 제기되었다. 물론 복잡한 합병 과정의 순조로운 진행, 합병 후 법인의 추후 성장 전략, 재무제표 연결 여부와 시점 등 고려해야 할 요인이 많다는 점도 주가 부진에 한 몫 했을 것이다.

단기 우려와 장기 전망
사이에서의 갈등

시장은 늘 합리적이라는 명제를 존중하지만, 단기적으로는 그렇지 않은 경우도 종종 보아 왔다. 네이버파이낸셜은 이미 2019년 네이버로부터 물적 분할하여 69% 종속회사로서 수익을 꾸준히 창출해 온 우량 자회사다. 이번 합병 건을 위해 사업부가 분할을 하는 것이 아니라는 뜻이다. AI와 웹3.0의 융합과 시너지로 네이버가 장기적으로 더 크고 넓은 생태계에서 경쟁력을 강화할 수 있는 서막을 우리가 경험하는 순간이라는 생각이 있다. 하지만, 시장의 많은 우려들과 기다림에 대한 기회비용의 계산도 그 자체로 매우 합리적인 의견이다. 2026년에는 합병 진행 과정에서 성장 전략이 구체화되면서 네이버 주주들이 다시금 장기 성장에 대한 긍정적인 회로를 가동시킬 수 있길 기대해 본다.

주인공 뒤편에서 벌어지던 변화들

엔비디아의 전략에
집중한 분석

“엔비디아는 AI 반도체의 성능뿐 아니라, 그 시스템 아키텍처와 인터커넥트 기술의 미래를 가장 먼저 예측하고 대응하는 기업이다. 이번 CPO 기반 스위치 발표는 단순한 기술 채택이 아니라, 컴퓨팅 시스템 전체의 성능 향상이 결국 인터페이스 전송 속도와 전력 소모에 의해 제한될 것이라는 예측에 근거한 전략적 판단이다.”

- 반도보감4, AI 데이터센터의 미래(‘25.07.23)

2024년부터 ‘반도보감’ 자료를 통해 최신 기술 동향을 파악하고 이를 전달하며, 그 과정에서 투자 아이디어를 발굴하는 것을 목표로 해왔다. 반도체 기술을 분석하면서 주로 가장 강한 플레이어의 기술과 전략을 중심으로 사고해 왔다. 이런 접근 방식은 빠르고 효율적이었고, 대부분의 경우 결과적으로 틀리지도 않았다. 그러나 시간이 지나 다시 돌아보니, 그 익숙한 방식 때문에 중요한 변화의 조짐을 몇 차례 놓쳤다는 사실을 발견하게 되었다.

나의 실수는 산업을 항상 ‘경쟁’의 관점에서만 바라보고, 서로 다른 선택지가 공존하는 ‘병존’의 관점에서는 충분히 보지 못했다는 점이다.

엔비디아에 집중하다
간과했던 구글 TPU

첫 번째 사례는 구글의 TPU였다. 오랫동안 AI 가속기 시장을 엔비디아의 전략 변화와 제품 로드맵을 중심으로 해석해 왔다. CUDA 생태계를 축으로 한 소프트웨어 전략, NVIDIA Photonics와 NVLink Fusion등의 네트워크 확장 방식, 그리고 GPU 중심의 데이터센터 아키텍처까지—이 흐름은 분명 시장의 핵심이었고, 관련 밸류체인에 속한 기업들은 결과적으로 압도적인 성과를 만들어냈다.

하지만 문제는 그 과정에서 TPU를 ‘위협보다는 예외’로 간주했다는 점이다. TPU를 특수한 내부용 ASIC, 혹은 범용성이 떨어지는 폐쇄적 시스템으로 치부하면서, 클라우드 사업자가 직접 하드웨어를 설계하고 통제하려

는 구조적 움직임과 그에 따른 이점을 가볍게 생각했다. 나아가 이러한 인프라를 외부 고객에게까지 적극적으로 제공하며 확장을 본격화하려는 의도 역시 충분히 예상하지 못했다.

메모리 반도체에 집중하다
간과했던 HDD

두번째 사례는 HDD 수요의 증가였다. AI 시대의 도래와 함께 자연스럽게 HBM, DDR5, SSD 등 첨단 메모리 반도체와 고부가 제품군의 기술 변화에 시선을 고정했다. 메모리 산업의 미래는 고대역폭, 저지연, 고집적을 향하고 있다는 기본 전제 자체는 틀리지 않았다. 그러나 이런 시선이 오히려 기존 스토리지 영역에서 조용히 진행되고 있던 변화들을 간과하게 만들었다는 사실을 뒤늦게 깨닫게 되었다.

그 결과, HDD 기업들의 실적에 대해 상대적으로 보수적인 전망을 내리게 되었다. 반도체 기술의 변화에 좀 더 집중한 나머지, 콜드 데이터와 아카이빙, 그리고 AI 학습 이후 축적되는 데이터의 장기 보존처럼 속도보다 비용과 용량이 더 중요하게 작용하는 영역에서의 수요를 충분히 고려하지 못했고, 그에 따른 반도체 이외의 선택지인 HDD 역시 과소평가했던 것이다.

단순한 승자독식이 아닌
역할 분화와 용도 최적화에
따른 기술과 산업의 변화에
주목할 것

이 두 사례의 공통점은 명확하다. 가장 빠른 것, 가장 비싼 것, 가장 주목받는 것을 중심으로 산업을 해석했고, 그 과정에서 덜 화려하지만 합리적인 선택들이 만들어내는 흐름을 상대적으로 가볍게 생각했다. 이는 정보 부족의 문제가 아니라, 시선의 우선순위 문제였다.

앞으로는, “잘나가는 기업의 전략이 무엇인가”뿐 아니라 “왜 다른 선택이 살아남는가”를 함께 묻는 분석을 하고자 한다. GPU와 TPU는 경쟁하면서도 공존할 수 있고, HBM과 HDD 역시 서로 다른 문제를 각자의 방식으로 해결한다. 기술과 산업은 언제나 하나의 정답만을 향해 움직이지 않는다는 것을 다시 경험하게 만든 한 해였다.

담당 섹터와 사랑에 빠지지 않기

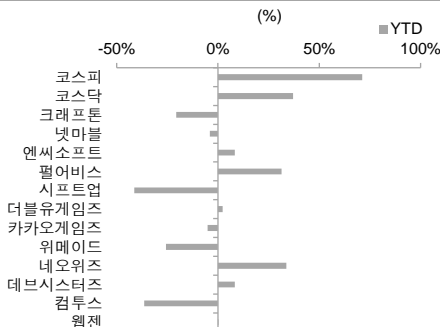
구조적 변화와
구체적 성과의 간극이 커

게임 - 긍정 편향

올해 게임산업을 바라보며 제시했던 키워드는 ‘유저 중심 구조로의 전환’이었다. 글로벌 게임산업이 플랫폼이나 메가 IP 중심의 경쟁에서 점차 유저 참여와 커뮤니티가 핵심이 되는 구조로 재편되고 이러한 변화는 국내 게임사에게 새로운 기회 요인이 될 수 있다는 판단이었다. 특히 하드웨어 변화나 초대형 IP 경쟁에서는 상대적으로 약한 모습을 보여왔던 국내 게임사들이 유저 참여형 커뮤니티를 설계하고 운영하는 역량을 갖춘다면 글로벌 게임사와의 격차를 좁힐 수 있을 것으로 보았다.

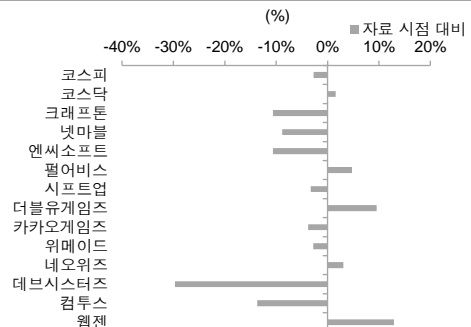
이러한 관점에서 당사는 UGC를 기반으로 유저 참여형 게임 커뮤니티를 구축하고, 언리얼엔진5를 활용한 차세대 PUBG 개발이라는 장기 계획을 보유한 크래프톤을 국내 게임기업 최선호주로 제시했다. 당시에 제시한 구조적 변화의 방향성 역시 크게 틀리지 않았다고 생각한다. 다만, 구조의 변화 가능성에 집중했지만 그 변화가 실제 성과로 연결되기까지 필요한 시간과 리스크를 충분히 고려하지 못했다. 유저 중심 구조, 커뮤니티, UGC라는 키워드는 매우 매력적이지만 단기간에 실적이나 주가로 검증되기보다는 장기적인 시행착오를 전제로 한다. 당시 보고서에서는 이러한 불확실성을 충분히 강조하기보다 변화의 방향성 자체에 대한 확신을 다소 앞세운 측면이 있었다.

국내 게임 기업의 연초대비 수익률



자료: 에프앤가이드, 신영증권 리서치센터

국내 게임 기업의 보고서 시점 대비 수익률

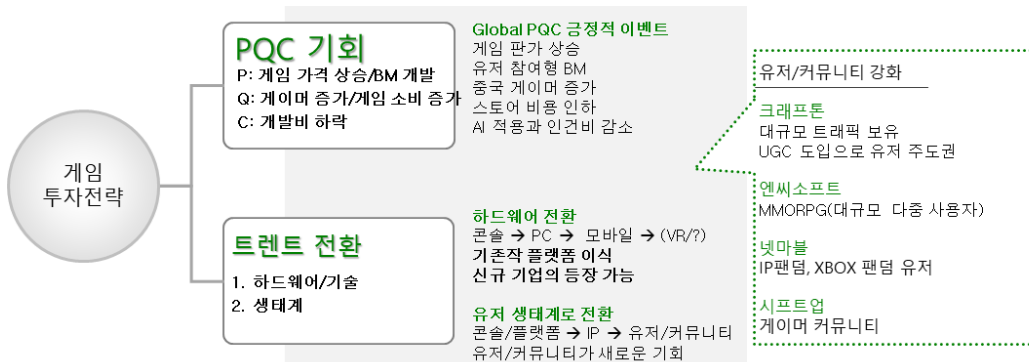


자료: 에프앤가이드, 신영증권 리서치센터

또 한가지 더 반성해야 할 점은 글로벌 게임사와 국내 게임사 간의 격차를 다소 낙관적으로 평가했다는 점이다. 커뮤니티 설계 능력은 단순히 의지나 기획력만으로 확보되는 것이 아니라 이미 축적된 유저 풀, 운영 경험, 실패의 역사까지 포함하는 영역이다. 국내 게임사가 따라잡을 수 있는 가능성과, 실제로 따라잡고 있는지 현실 사이의 간극을 보다 냉정하게 구분했어야 했다.

그럼에도 불구하고 유저 중심 구조로의 전환은 여전히 유효한 산업 방향이며, 장기적으로는 국내 게임사에게 선택지가 될 수 있는 몇 안 되는 돌파구라고 생각한다. 다만 앞으로는 그 변화의 속도와 현실성, 그리고 시장이 요구하는 시기에 집중해야겠다. 2026년은 산업의 변화에 대한 확신을 의심하는 질문을 많이 하며 현실에 대한 냉정한 판단과 함께 조금 더 시의적절한 종목에 대한 리서치를 하고자 한다.

게임 업종 투자전략



자료 : 신영증권 리서치센터

전망은 구체적인 숫자를
통해 피드백 받아야 한다는
반성

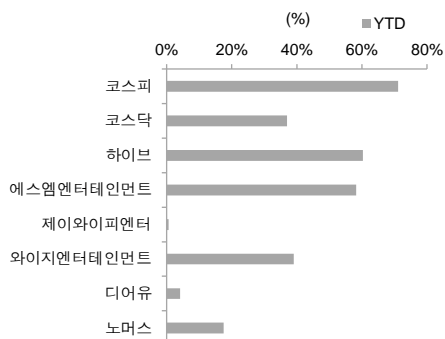
엔터테인먼트 - 시장 피로도 간과

올해 엔터테인먼트 업종을 바라보며 나는 상반기와 하반기의 주가 흐름을 ‘메가 IP 기대감’과 ‘중국 개방 지연’이라는 두 축으로 설명했다. 상반기에는 메가 IP의 활동 재개 기대감이 주가를 견인했지만 하반기에는 신규 아티스트 데뷔에 따른 비용 증가, 중국 개방 속도의 둔화로 업종 매력에 낮아지며 조정 국면에 진입했다는 해석이었다. 이러한 흐름 속에서 BTS의 완전체 컴백이 3월로 확정되며 글로벌 투어 규모 확대와 K팝 전반의 팬덤 유입 효과에 대한 기대가 다시 형성될 것으로 판단했다.

장기간 공백기를 가진 메가 IP의 복귀는 단순한 아티스트 활동 재개를 넘어 산업 전반의 투자 심리를 긍정적으로 변화시킬 것이며 팬덤의 영향력이 구조적으로 확대되는 음악 산업의 특성상 BTS의 컴백은 여전히 의미 있는 변수라고 판단했다. 또한 중국향 매출이 추정치에 반영되지 않은 상황에서 중국 문화 개방 가능성은 업종 밸류에이션의 옵션으로 남아 있다고 판단했다.

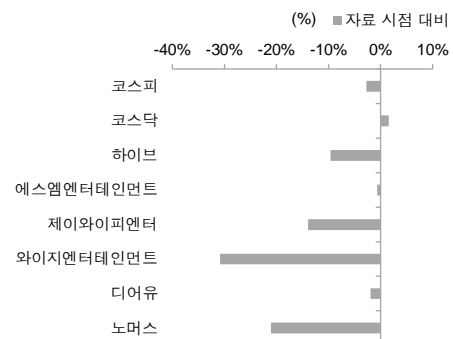
그러나 이 판단에는 기대감의 반복 효과가 과소평가되었다. 메가 IP의 복귀는 분명 강력한 이벤트이지만 시장은 이미 여러 차례 이를 학습해왔고 기대감이 실적으로 전이되기까지의 시간과 강도에 대해서는 훨씬 냉정해져 있었다. BTS 컴백이라는 사실 자체보다 그 컴백이 기존 팬덤을 얼마나 확장시키고 신규 수요를 얼마나 창출할 수 있는지에 대한 구체적인 숫자로의 검증이 더 중요해진 국면이었음을 충분히 반영하지 못했다.

국내 엔터테인먼트 기업의 연초대비 수익률



자료: 에프앤가이드, 신영증권 리서치센터

국내 엔터테인먼트 기업의 보고서 시점 대비 수익률



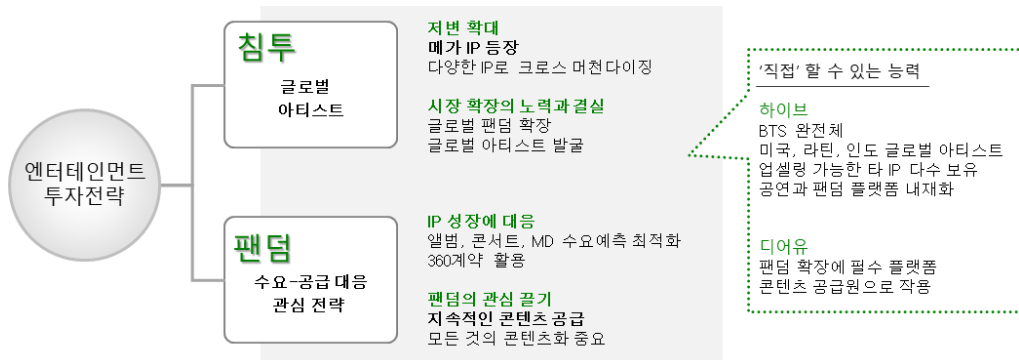
자료: 에프앤가이드, 신영증권 리서치센터

또 하나 반성할 부분은 중국 변수에 대한 접근 방식이다. ‘추정치에 반영되지 않았다’는 논리는 언제나 안전해 보이지만 실제로는 가장 위험한 전제가 될 수 있다. 중국 개방 가능성을 옵션으로 남겨두었지만, 그 옵션이 언제, 어떤 형태로, 어느 기업에, 어느 정도의 매출이 될지를 판단하는 것이 어려워진 상황이었다. 가능성에만 초점을 맞추어 명료한 숫자를 제시하지 못해 시장이 느낄 피로감과 할인 요인을 충분히 고려하지 못했던 상황이었다고 반성한다.

그럼에도 불구하고 팬덤의 구조적 중요성에 대한 판단 자체는 여전히 유효하다고 생각한다. 다만 이제는 ‘팬덤이 강하다’는 서술만으로는 부족하다는 것을 깨달았다. 그 팬덤이 얼마나 자주 참여하고, 얼마나 오래 머물며, 어떤 방식으로 수익화되는지를 훨씬 더 정교하게 구분해야 하는 단계라고 판단한다.

이번 반성을 통해 2026년은 엔터테인먼트 업종을 바라볼 때 이벤트 중심이 아닌 이벤트를 통한 실질적 숫자에 집중하려 한다. 그 일이 시장에 얼마나 새롭게 인식되는지를, 그리고 새로운 일이 아니라면 정확한 숫자를 보다 더 중요하게 고민하고자 한다.

엔터테인먼트 업종 투자전략



자료 : 신영증권 리서치센터

관성적인 불신에서 잠시 벗어날 필요

새로운 성장의 축을 간과

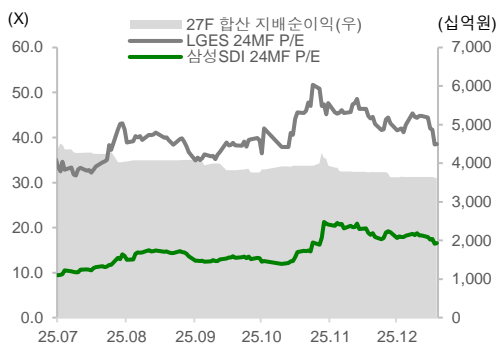
배터리 수요 구조의 대체
축으로 ESS 시장을 간과

필자는 2025년 배터리 시장을 전망하는 과정에서 배터리 수요 구조의 대체 축으로서 ESS의 가능성을 충분히 반영하지 못하였다. 이는 미국 트럼프 대통령 당선 시나리오를 전제로 배터리 시장 전반의 투자 심리 약세를 예상했기 때문이다. 결과적으로 EV 중심의 단선적인 전망에 머문 한계가 있었다.

미국의 AI 데이터센터발
전력 수요가 급증하는 과정
에서 PFE 기준 도입으로
ESS 배터리 탈중국 공급
망 구축 기조 강화

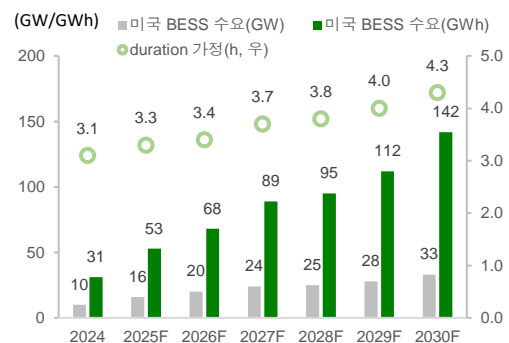
이후 감세 법안(OBBBA) 통과로 미국 EV 구매 보조금이 폐지되고 연비 규제가 완화되면서, 주요 전기차 업체들의 전동화 전략에 대한 롤백 가능성이 부각되었다. 다만 한편으로는 PFE(Prohibited Foreign Entity) 기준이 도입되며 전략 물자에 대해 비중국 공급망 재편을 강제하는 정책 환경이 조성되었다. 결과적으로 기존과는 다르게 ESS 배터리에 대해서도 탈중국 공급망 구축 필요성이 확산되었다. 미국 AI 데이터센터발 전력 수요가 확대되는 과정에서 재생에너지 연계 수요 증가로 ESS의 구조적 필요성이 부각되었다. 다만 당시에는 이를 단기적이거나 보조적인 수요로 판단했다. EV 시장 위축에 대한 기존의 부정적 인식에 매여 ESS를 독립적인 성장 축으로 충분히 인식하지 못했던 점이 아쉬움으로 남는다.

배터리 업체 24MF P/E, 합산 지배순이익 추이



자료 : Quantwise, 신영증권 리서치센터

미국 ESS/ESS 배터리 시장 전망(GW/GWh)



자료 : 신영증권 리서치센터

미국 ESS 시장 기대감이 형성되며 하반기 배터리 섹터 밸류에이션이 50% 상승하며 리레이팅

연말에는 부정적인 뉴스플로우들이 섹터 주가 하방 압력으로 작용

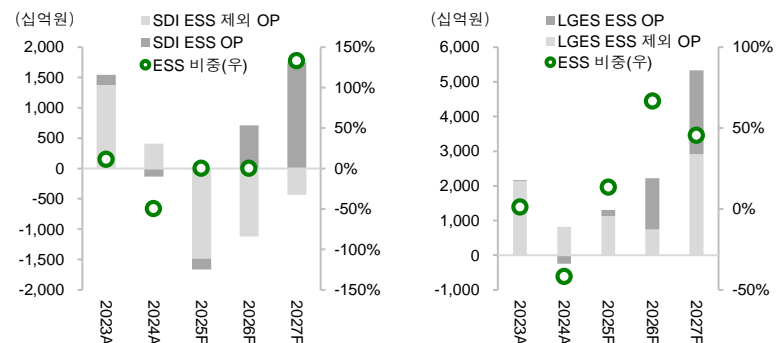
배터리 저변 및 수요 구조 변화는 밸류에이션 프레임을 재편할 수 있는 요인

ESS 배터리 신규 수주 기대감이 확산되며 2025년 하반기 섹터 전반의 투자 심리 역시 반전되었다. 이러한 점이 반영되며 하반기 주요 기업들의 24MF P/E는 평균 50% 상승하며 밸류에이션 리레이팅 구간에 접어들었다. 미국 배터리 시장의 무게 중심은 EV에서 ESS로 이동했으며 이는 단순한 믹스 변화가 아닌 구조적 전환에 해당한다.

한편 연말로 갈수록 부정적인 뉴스 플로우가 재차 섹터 주가에 반영되는 국면이다. AI 투자 경계 심리 확산과 데이터센터 투자 지연 가능성이 대두되며 ESS에 대한 기대감도 고점 대비 희석되었다. 전기차 배터리 부문에서는 주요 OEM의 핵심 차종 단종 계획과 신차 출시 취소 등 전동화 전략 조정 움직임이 실질적으로 가시화되며, 주요 공급 계약 취소로도 이어지고 있다. EU에서는 2035년 내연기관 판매 금지 계획(신차 Co2 배출 기준 0g/km) 목표를 일부 완화하려는 등 정책 측면에서도 일부 비우호적인 환경이 조성되고 있다.

업종 전반에 대해서는 보수적 시각을 유지하되, 이후 나타날 수 있는 구조적 변화 가능성까지 제한할 필요는 없다고 판단한다. 배터리 산업은 ESS, 휴머노이드 등 적용 영역과 사용 목적이 확장되는 국면에 진입하고 있으며, 이는 중장기적으로 수요 구조와 밸류에이션 프레임 자체를 재편할 수 있는 요인이다. 단기적으로는 EV 시장 약세에 따른 변동성이 불가피하나, 새로운 수요처의 부상과 기술 및 정책 환경 변화에 선제적으로 대응 가능한 기업은 투자 매력도가 부각될 가능성이 높다. 따라서 기존 프레임에 충분히 반영되지 않았던 새로운 성장 축에 대해서는 유연한 관점에서의 선별적 접근이 필요하다고 판단한다.

배터리 업체 ESS 사업 부문 영업이익 기여도 전망



자료 : 신영증권 리서치센터

상류로 거슬러 올라가는 연어의 마음으로

트럼프 헬스케어 정책 리스크로
연초부터 둔화된 투심

국내 바이오텍의 포텐셜에 더 집중했어야

올 한해 제약바이오 섹터는 트럼프의 취임과 함께 혼란 속에 시작하였다. 트럼프는 약가인하-의약품 관세-리쇼어링이라는 3가지 정책을 취임 직후부터 내세우며 제약바이오 업계를 강하게 압박하였고, 이로 인해 약가 인하 압력을 받는 빅파마와 관세 리스크에 노출된 국내 대형주에 대한 투심이 악화되었다. 상반기를 지나며 이 같은 리스크가 당분간은 계속되어 연내 투심 회복은 사실상 어려워보였다.

국내 바이오텍의 기술계약 성과
및 성장성 부각은 예년대비
나쁘지 않았음

그러나 연말에 접어들어 개별 기업의 수익성을 살펴보면 연초대비 나쁘지 않았으며, 도리어 사업성과 혹은 높은 성장성이 부각되며 높은 주가 상승률을 보인 기업들이 많았다. 트럼프 정책으로 약가인하를 해야만 하는 글로벌 제약사들이 미래 먹거리 확보에 사활을 걸 것이라 생각은 되었으나, 예상보다 빠르게 성장성 있는 에셋 확보에 나서고 있었다. 이에 따라 실제 조 단위 대형 계약을 체결하며 성과를 낸 기업들(에이비엘바이오, 알테오젠, 알지노믹스, 에임드바이오 등) 뿐 아니라 빅파마의 관심이 집중되는 영역(i.e. 비만 치료제)에 R&D를 영위중인 바이오텍 중심으로 사업성이 부각되는 종목들도(디앤디파마텍, 한미약품, 올릭스 등) 있었다.

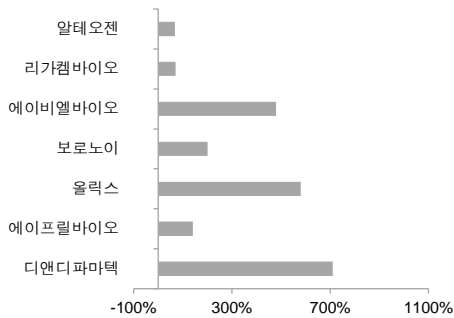
2022년 대비 애자일한
글로벌 제약사의 에셋 확보
움직임에 따른 수혜

2022년 IRA가 발표되며 2026년부터 시행될 약가인하에 대한 압박이 표면으로 드러났으나 이때 글로벌 제약사는 예상보다 애자일(agile)한 움직임을 보여주지 못하였다. 매출감소와 수익성 악화가 가시화되는 시기가 눈앞에 보였으나, 이를 극복하는데 있어 대세로 부각된 ADC 에셋을 너도나도 확보하는 것 외에는 뚜렷한 전략을 수립하지 못하는 모습이 두드러졌다. 그러나 트럼프 취임 후 트럼프의 헬스케어 정책이 약가인하라는 큰 줄기에서 벗어날 수 없다는 것이 자명해지고, 도리어 리쇼어링과 관세라는 숙제가 따라오며 지난 3년간 고민해 온 성장전략을 과감히 실행하고 있었다. 글로벌 제약사는 중국 바이오텍과 그 어느때보다 과감히 M&A 및 기술도입을 진행하고 있으며, 이 같은 행보가 국내 바이오텍에도 예년

대비 영향을 미쳤던 것이다. 높은 기술력과 잠재력 있는 파이프라인을 갖고 있는 국내 바이오텍에도 빅파마의 관심은 꾸준했으며, 예년대비 빠른 실행력이 다수의 기술계약으로 이어지게 되었다.

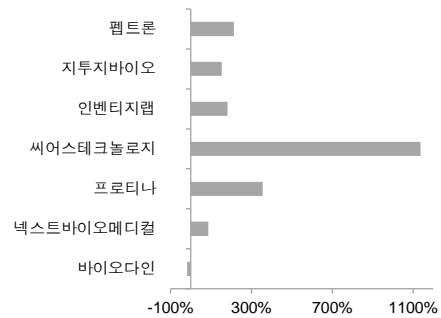
중국 바이오텍에 대한 빅파마의 리브콜에 감탄과 질시를 보내며 정작 못지않은 포텐셜을 갖고 있는 국내 바이오텍에 집중하지 않은 것을 반성한다. 2026년은 글로벌 제약사가 정책 불확실성에서 벗어나며 성장성을 확보하고자 하는 노력이 더욱 가속화될 전망이어서 이에 대한 수혜를 기대할 수 있는 국내 유망 바이오텍 발굴에 힘써보고자 한다.

국내 바이오텍 YTD 수익률 (1)



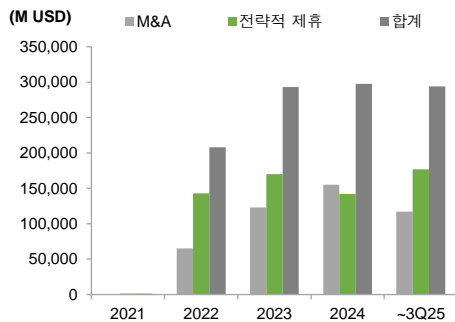
자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

국내 바이오텍 YTD 수익률 (2)



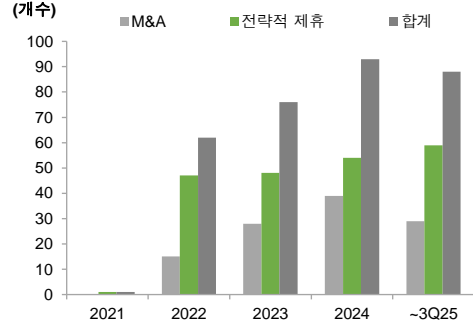
자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

글로벌 헬스케어 딜 규모 (금액)



자료: Global Data, 신영증권 리서치센터

글로벌 헬스케어 딜 규모 (\$1B 이상 딜 개수)



자료: Global Data, 신영증권 리서치센터

SK오션플랜트, 매물은 팔자 마음인데

2025년 9월 시작된
SK플랜트 매각 건
마무리날짜 계속 조정 중

제 생각이 실수였네요.

지난 9월 1일 SK오션플랜트(주) 최대주주 지분매각 관련 우선협상대상자선정공시가 있었다. 우선협상대상자는 디오션 컨소시엄으로 결정되었다. 매각협상 최초 종료일은 10월 27일로 정해졌다가 협의기간 4주 연장으로 11월 말로 변경되었다. 11월 말이었던 협의종료 시한은 한 차례 더 2개월 연장되며, 2026년 1월 말로 협의조정기간이 또 미뤄졌다.

매각여부 장담할 수 없는데
긍정 시각 선불렸음

아직 매각 절차가 우선협상대상자를 상대로 진행이 될지 되지 않을지 결정된 바는 없다. 하지만 매각 진행을 전제로 하여 동사에 대한 긍정적인 시각을 제시한 필자의 의견은 선불렸던 것으로 판단된다.

해상풍력사업과 시너지
꿈꿨던 SK그룹

기존 대주주의 산하에 있는 현상태에서 동사의 주력사업 수주에 변곡점을 만들기는 어렵다. 처음 인수할 당시 SK에코플랜트는 해상풍력 발전을 기반으로 하는 그린수소 밸류체인 구성에서의 시너지를 이야기했다. 하지만 최근 AI와 반도체 중심으로 체질개선을 진행하고 있어 대주주와의 사업 시너지를 기대할 수 있는 부분이 없어졌다.

해양방산 사업도
SK그룹 편입이전에
적극적으로 진행한 것

SK그룹으로 매각되기 이전 동사는 국내 대형 방산조선업체들이 참여하는 입찰에서 호위함 수주를 따낸 바 있다. 수주 당시 저가수주라는 이야기도 많이 있었지만, 방산 수주의 사이즈를 높이기 위한 초심자의 무리수도 섞여 있었다. 현재 해당 물량을 건조하고 있으며, 해상풍력하부구조물 매출이 다소 감소한 가운데 매출액 사이즈를 지켜주는 역할도 하고 있다.

현상황에서
풍력 신아드투자 진행속도
높일 수 있나?

동사는 2022년 하반기 SK그룹에 편입 이후 부유식해상풍력하부구조물 건조를 위한 신아드 투자를 진행했다. 신아드 부지매립은 진행되었으나, 추가적인 상부 설비투자가 필요하다. 오너십 변경 가능성을 감안하면서 국내 해양방산 입찰에 참여하는 것은 어렵다.

매각이 전제가
되어야 하는데
결과 먼저 그려본
나의 실수

매각이 진행되지 않는다는 것은 주력사업에 대한 중장기적인 전략수립과 투자진행이 어렵다는 것을 의미한다. 하지만 매물은 팔자(seller)의 영역이다. 매수 대상자의 대주주 적격성만 문제 없다면, 팔자에게 중요한 것은 가격이지 매각대상의 밝은 미래가 아니다. 매각 진행의 시급성이 완화된 상황에서 과정 없는 결과를 먼저 예상한 나의 보고서 위에 이 반성문을 놓는다.

회복의 방향성은 맞았으나..

업황 회복은 예상대로
진행

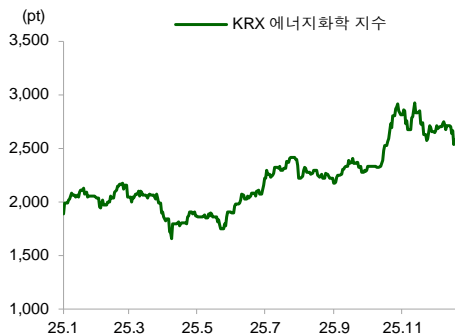
회복의 방향성은 맞았으나, 매크로 변동성 확대로 폭은 예상대비 부진

2025년 3월 발간한 자료에서 올해 정유/화학 산업의 회복을 전망했다. 정유 산업 회복의 근거는 유가의 하향 안정화와 제한된 정제설비 증설에 따른 정제마진 회복이었다. 화학 산업 회복의 근거는 러시아-우크라이나 종전, 미국 천연가스 가격 상승에 따른 국내 화학 업체의 불리한 원가 구조 탈피와 중국의 대규모 경기부양책에 따른 수요 회복이었다. 2025년 3월 7.7\$/bbl이었던 정제마진이 11월 평균 17\$/bbl 까지 2배 이상 확대된 점, 국내 주요 NCC 업체들의 적자 폭이 전년 대비 축소된 점등을 감안해 보면 회복의 방향성은 맞았다. 그러나, 회복의 폭은 예상 대비 부진했다. 그 이유는 여느때보다 높았던 지정학적 변동성에 기인한다.

지정학 급변에 따른 유가
급등락

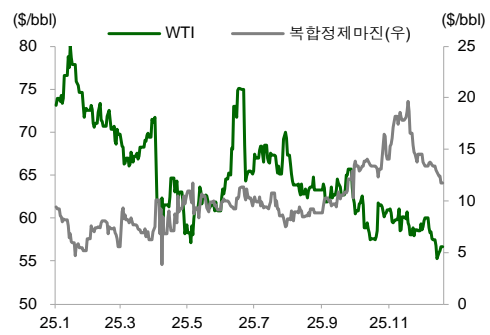
실제 2025년 3월 26일 연간 전망 자료에서 예상했던 국제 유가는 65~75\$/bbl이었으며, 당시 WTI 유가는 70\$/bbl이었다. 그러나 불과 10일 뒤 4월 초 트럼프의 상호관세 발표로 유가는 59\$/bbl 까지 급락했다. 2달 뒤인 6월 초에는 이란-이스라엘 전쟁이 격화되면서 유가는 다시 70\$/bbl을 넘어섰다. 이후 OPEC+의 단계적 감산 철회 결정, 미국의 러시아 원유 수입 제재 등이 더해지며 유가 변동성이 확대됐다.

KRX에너지화학 YTD 36% 상승



자료 : Quantiwise, 신영증권 리서치센터

국제유가와 복합정제마진 추이



자료 : fnguide, 신영증권 리서치센터

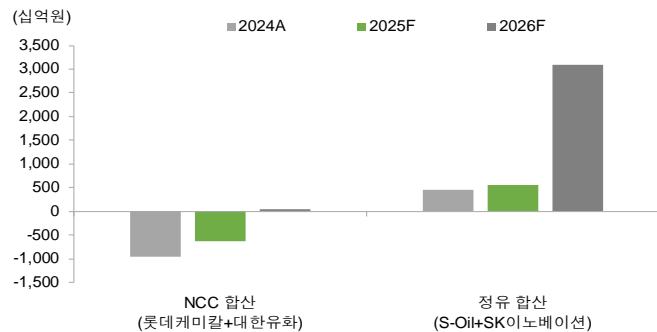
지경학적 불확실성
완화로 본격적인
업황 회복 전망

최근 지속적으로 논의되고 있는 러시아-우크라이나 간 평화 협정, 대부분 합의가 완료된 미국의 상호관세 등을 감안해보면 2026년에는 올해보다는 지정학적 리스크가 다소 잠잠해지지 않겠나 조심스럽게 예상해본다. 해당 요인들에서 파생된 매크로 변동성이 많았던 점을 감안해보면, 해당 요인들이 해소된 뒤 정유/화학 업황 역시 본격적인 회복을 기대해 볼 수 있다는 판단이다.

석유화학 산업의 경우 올해 하반기부터 추가적인 회복 가능성이 확대되고 있다. 연초 전망에서 언급했던 것처럼 유가와 천연가스 가격의 방향성이 엇갈리며 ECC 대비 NCC의 경쟁력이 제고될 것으로 전망한다. 실제 천연가스 가격이 상승하며 미국 업체들은 PE 등 제품 가격을 인상하고 있다. 이에 더해 국내 업체들의 자구 노력도 더해지고 있다. 지난 8월 정부와의 협약에서 약속했던 대로 12월 19일 국내 NCC 업체들은 설비 감축 방안을 정부에 제출했다. 설비 감축 이후 고정비 절감, 가동률 상향 등을 통해 어느 정도의 실적 개선을 이뤄낼 수 있을 전망이다.

업황 회복이 가시화되고 있는 상황에서 2026년은 변화의 폭에 대한 보다 깊은 고민이 필요한 해라고 판단한다. 필자는 다양한 데이터를 바탕으로 보다 면밀한 분석을 통해 시장에 산업의 변화에 대한 인사이트를 제공할 수 있도록 노력할 예정이다.

국내 NCC 및 정유사 영업이익의 추이 및 전망



자료 : Quantwise, 신영증권 리서치센터
주: 2025, 2026년 영업이익은 컨센서스 기준

생각보다 컸던 관성의 힘

2025년 무선통신 시장
경쟁 심화 예상했음

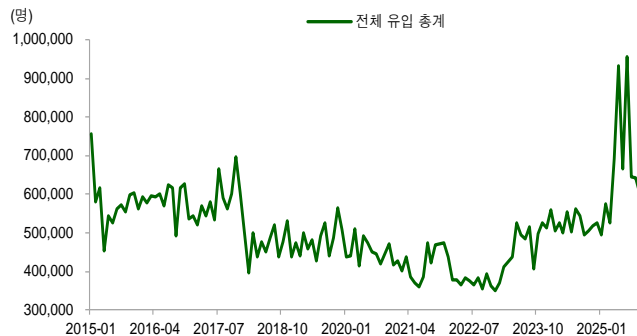
관성의 힘이 강한 무선 통신 시장

단말기 유통구조 개선법(이하 단통법)이 10년간 유지되면서, 무선통신 시장은 경쟁이 둔화된 안정적인 시장이 되었다. 매출액 대비 21%에 달했던 마케팅 비용은 16%로 감소하였고, 100만건에 달하던 번호이동 시장규모는 50만건으로 축소되었다. 그러나 필자는 올해 하반기부터 무선통신 시장의 경쟁이 다시금 심화될 수 있을 것으로 판단하였다. 7월에 단말기 유통구조 개선법이 폐지되는 동시에, 정보유출 사태로 인해 신규 가입자 모집이 중단되었던 SK텔레콤의 영업 재개가 이루어졌기 때문이다. SK텔레콤이 빼앗긴 가입자를 일부 회복하고자 하는 의지를 보였고, 단통법 폐지로 인해 대리점을 통해 가입자 지원금을 확대하는 것이 용이해진 것이다.

예상과 다르게 통신시장
경쟁 안정화

그러나 하반기 무선통신 시장의 경쟁은 심화되지 않았다. 기존 상한선(15%)이상의 추가지원금은 제한적으로 지급되었고, 3분기 통신사들의 가입자 획득비용 또한 전년 동기 대비 큰 변화가 없었던 것으로 파악된다. 번호이동 건수 또한 8월 이후 60만건 정도로 안정화되었다. 시장의 경쟁이 예상과 다르게 심화되지 않았던 가장 큰 이유는 가입자 모집 경쟁의 효과에 대한 통신사들의 회의론이라고 판단한다. 보조금을 확대하며 가입자 모집에 힘을 경우, 경쟁사들도 같은 방식으로 대응할 수 있어 매출 증가 효과가 없다는 것을 지난 10년간 체감했기 때문이다.

번호이동 가입자 추이



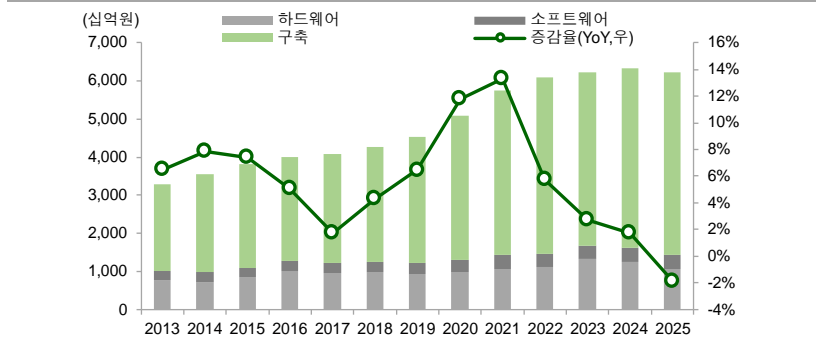
자료 : KTOA, 신영증권 리서치센터

2025년 공공 SW 예산도
빠르게 회복되지 못함

생각보다 느렸던 소프트웨어 예산 확대

한편 2025년 소프트웨어 섹터에서는 정치적 불확실성 해소에 따른 신속한 예산 확대를 기대하였다. 국내 소프트웨어 기업들의 경우, 정부 혹은 공공기관이 주요 고객인 만큼 정부의 예산 확대가 매우 중요한 투자 포인트가 된다. 2024년은 균형 예산 기조 및 정치적 불확실성 확대에 따라 소프트웨어 기업들의 매출 성장세가 둔화되었지만, 신정부가 들어선 올해 하반기부터는 추가경정을 통한 예산 확대가 이루어질 것으로 예상했다. 신정부의 경우 예산 확대 및 AI 산업 육성에 대한 의지가 확고했기 때문이다. 그러나 2025년은 신정부가 AI 산업에 대한 전략적 방향성을 설계하는 시기였고, 추가경정 예산은 우선 인프라(GPU) 확보에 사용하면서 올해 공공 소프트웨어 예산은 결국 작년 대비 감소하게 되었다.

공공 소프트웨어 예산 추이



자료 : SWIT, 신영증권 리서치센터

변화의 시계열을
길게 바라볼 필요가
있음을 느낀 2025년

결국 공공 영역, 그리고 기간산업인 통신산업에서 전망을 할 때는 항상 변화의 시계열을 길게 가져가는 것이 더욱 바람직하다는 것을 다시금 느꼈다. 큰 틀에서의 방향성이 맞다고 하더라도, 그 시기를 너무 성급하게 예단할 경우 잘못된 투자 판단을 내릴 수 있는 것이다. 실제로 국내 소프트웨어 기업들의 주가는 AI 육성 정책에 대한 기대감으로 상승했다가, 실적 부진에 따라 다시 하락하는 현상을 반복하곤 하였다. 예산이 실질적으로 확대되는 데 소요되는 시간을 더욱 길게 보고, 실적 개선에 대한 기대감을 조금 더 보수적으로 바라보지 못했다는 점이 아쉬움으로 남는다. 다만 2026년은 이미 중앙정부의 확대된 예산이 발표된 만큼, 전체 공공 소프트웨어 예산의 증가가 가시적이다. 통신 시장의 경우에도 단통법 폐지 후 최초로 갤럭시 플래그십 모델(갤럭시 S시리즈)이 본격 출시되며 다시 한번 무선 시장에서의 경쟁이 점화될 가능성이 존재한다. 2026년 상반기는 기존에 예상했던 변화들이 얼마나 크고 빠르게 다가올지를 좀 더 기민하게 살펴보는 시기로 삼고자 한다.

다변화된 전략 운용이 부재했다.

2024년의 나의 실수 되돌아보기

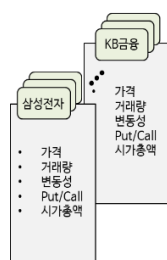
2024년 나의 실수:
정성적 리스크를 반영하
지 못하는 퀀트모델 한계
를 간과

지난 2024년, 정량적 모델에 매몰되어 정성적 리스크를 간과했음을 자성
한 바 있다. 당시 밸류업 프로그램 등 정부 주도 과제가 정치적 불확실성
으로 인해 소강상태에 접어들면서, 주주환원 프리미엄은 물론 전반적인
스타일 팩터의 성과까지 동반 하락하는 결과를 초래했다. 기존 퀀트 모델
이 정치·경제적 변동성이라는 비정형 리스크를 감지하지 못한다는 한계
를 노출했기에, 가격 데이터에 반영되는 시장의 선행성을 포착할 수 있는
모멘텀 및 타이밍 전략이 유효한 대안이 될 것이라 확신했다.

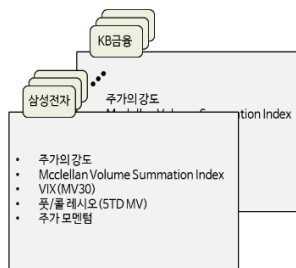
이를 보완하고자 2025년 한 해 동안 시장의 서사(Narrative) 변화에 선
제적으로 반응할 수 있는 가격 지표와センチメント(Sentiment) 데이터 분석
에 집중했다. 특히 가격 움직임 속에 내재된 국면 전환의 시그널을 감지
할 수 있는 모델 구축에 주력했다. ‘공포와 탐욕 지수(Fear and Greed)’를
활용한 리스크 관리를 시작으로, 업종 및 스타일 로테이션 모델, 저평가
구간에서의 타이밍 전략 등 모멘텀 측면의 다양한 시그널 모델을 시도했
다. 그 결과, 일부 전략은 시장의 변곡점을 시의 적절하게 포착하며 유의
미한 초과 수익을 기록하기도 했다

Fear and Greed를 활용한 종목 타이밍 전략(저평가 구간에 투자)

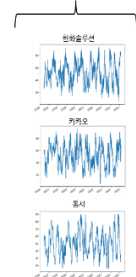
(1) 종목별 기초 데이터 수집



(2) 종목별 '공포와 탐욕' 세부지표 산출



(3) 최종 결과물 : 종목별 공포와 탐욕 Score



자료 : 신영증권 리서치센터

2025년 나의 실수:
다변화되지 못한
전략으로 쏠림에 대응

2025년의 실수, 쏠림의 발생과 지속성을 예상하지 못했다.

2025년 퀀트 전략에 있어 가장 아쉬운 점은 시장의 '쏠림 현상'이 가진 강도와 지속성을 과소평가했다는 것이다. 특히 다변화되지 못한 전략 풀(Pool)로 쏠림 국면에 대응했다는 점이 큰 아쉬움을 남긴다. 생성형 AI 산업의 가파른 확장세 속에 HBM과 GPU 공급망을 점유한 특정 반도체 종목의 강세가 장기화되었다. 하반기 업종 강세 자체는 예상 범위 내에 있었으나, 밸류에이션이 특정 소수 종목에만 극단적으로 집중되고 이러한 고착화가 상당기간 이어질 것이라 예측하지 못했다.

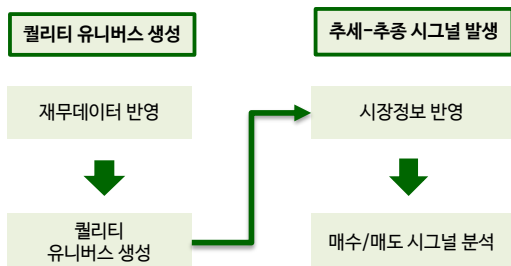
당사의 퀀트 모델도 업종 로테이션과 스타일 배분을 핵심 동력으로 삼고 있다. 이는 시장의 순환매와 종목별 리레이팅(Re-rating)을 전제로 설계된 모델이기에, 지금과 같은 이례적인 쏠림 장세에서는 성과의 괴리가 발생할 수밖에 없었다. 실제로 순환매가 활발했던 7~8월에는 시장 수익률을 상회했으나, 특정 종목으로 수급 쏠림이 가중된 9월 이후부터는 모델의 유효성이 급격히 저하되며 고전하는 모습을 보이기 시작했다.

2025년의 깨달음: 다변화된 전략 운용의 필요성

2025년의 깨달음:
다양한 국면에 맞춰
다변화된 전략
유니버스가 필요

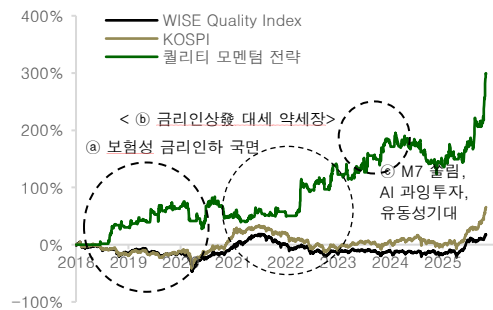
시장 국면에 따라 주도 업종과 스타일이 변하듯, 각 전략의 유효성 또한 국면마다 상이하다. 당사는 쏠림 장세에서도 작동하는 퀀트 전략을 발굴하며 기존 모델을 보완해 왔으나, 시장의 불균형적 쏠림 가능성을 선제적으로 포착하는 '국면 판단 모델'은 여전히 보완이 필요한 단계로 판단된다. 향후에는 증시 흐름을 더욱 세부적으로 정의하고, 각 국면에 최적화된 전략을 정교하게 매칭하는 과정을 거칠 예정이다. 이를 통해 다이내믹한 시장 변화에 유연하게 대응할 수 있는 '다각화된 전략 유니버스'를 구축하고 보다 시의적절한 퀀트 전략을 발굴하고자 한다.

모멘텀 시그널과 타이밍 전략 예시



자료 : 신영증권 리서치센터

타이밍 모델은 약세장에서도 좋은 성과



자료 : fnguide, 신영증권 리서치센터

비대칭적인 요인과 구조적 변화, 시장의 기대 변화에 유의

올해 정책금리 인하 횟수
전망에 부합, 인하 시점은
다소 엇갈리게 나타나

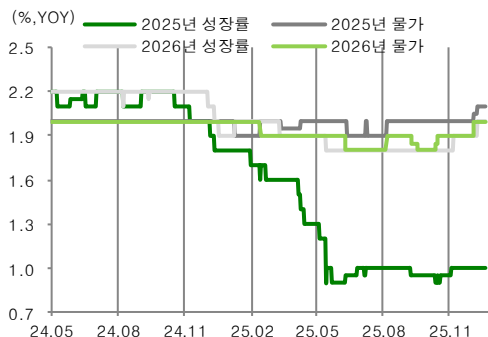
2025년 채권 전망 리뷰: 정책금리 전망 부합, 시장금리 경로 아쉬움

지난해 채권시장 전망을 되돌아보면, 연준 3회(75bp) 및 한은 2회(50bp) 인하 등 정책금리 전망은 부합했다. 그러나 연준의 인하 시점은 하반기로 지연되었고 한은은 상반기로 앞당겨진 점은 정확하게 예상하지 못했다. 국내의 경우 비상계엄과 같은 부정적 이벤트의 영향이 있었고 연준은 트럼프 관세정책에 따른 인플레이션을 우려했던 측면이 강하게 나타났다.

전망의 리스크 판단 적절,
4Q 국내 금리 급등 경계
크게 하지 못한 점 아쉬움

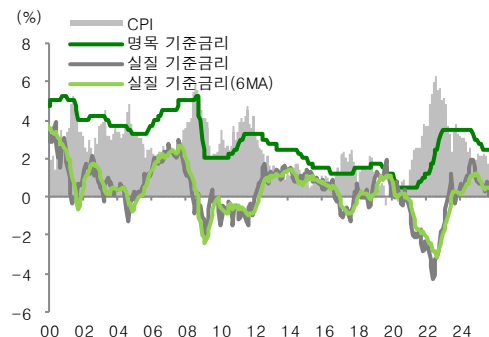
한편 4분기 국내 시장금리 급등에 대한 경계를 크게 하지 못했던 점은 아쉬움이 남는다. 1분기 경기가 실질적인 침체 수준이었음을 감안하면 기준금리가 2.25%까지 낮아질 것으로 전망을 수정했지만 리스크는 2.50%에서 추가 인하가 지연되거나 인하 사이클 종결에 초점을 맞췄다. 무엇보다 금융안정 측면의 논거들(가계부채, 수도권 부동산시장, 환율)이 추가 인하를 어렵게 하는 가운데 경제전망은 점차 개선될 것이라는 생각이었다.

도표 1. 2025~2026년 성장률과 물가 컨센서스



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 2. 국내 실질 기준금리 추이



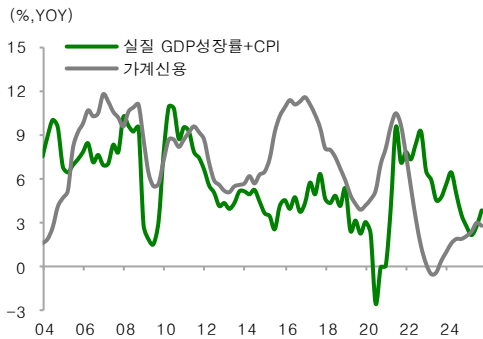
주 : 실질 기준금리는 명목 기준금리에서 CPI 차감

자료 : 한국은행, 통계청, 신영증권 리서치센터

11월초 한은 스탠스 변화
통화정책 완화적 기대 후퇴
예상보다 컸던 가격 조정

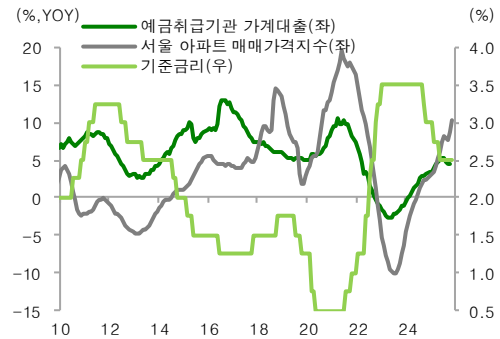
대체로 이러한 생각에 맞는 흐름이 나타났지만 11월초 한국은행이 매파적인 스탠스로 전환하면서 시장금리는 급등했다. 채권시장에서 오래된 격언 중 “Don’t fight the Fed(연준에 맞서지 말라)”라는 말이 있다. 그만큼 중앙은행이 채권시장에 미치는 영향이 크다는 의미다. 또한 예상했던 것보다 채권시장의 기대 변화는 크게 나타났다. 완화적인 기대는 우리의 생각보다 컸고, 그 후퇴와 소멸에 따른 프라이싱도 격하게 나타났다.

도표 3. 명목 GDP성장률과 가계신용 증가율 추이



자료 : 한국은행, Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 4. 가계대출 증가율과 서울 아파트매매가격지수



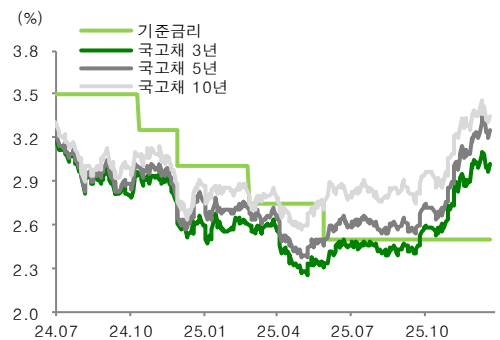
자료 : 한국은행, KB부동산, 신영증권 리서치센터

도표 5. 국내 주간 아파트 매매가격지수 추이



자료 : 한국부동산원, 신영증권 리서치센터

도표 6. 기준금리와 국고채 주요 만기 금리 추이



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

내년 인상 전환 현실화
까지는 어렵다는 판단 유지

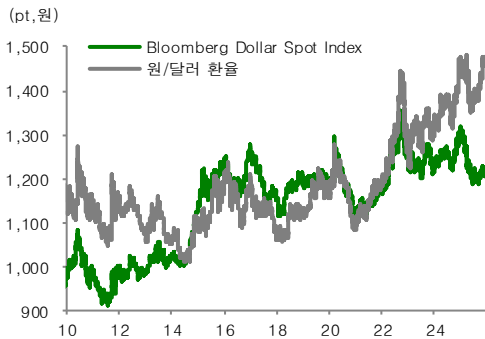
그럼에도 내년 금리 인상 전환까지는 다소 과도한 우려라는 판단에는 변함이 없다. 금융안정 측면의 논거들은 인하를 제약하는 반면 인상을 주도하기는 어려운 비대칭적인 요인이다. 내년 기준금리 인상이 실현되기 위해서는 GDP 아웃풋갭의 (-) 폭을 소멸시킬 만한 강한 경제 성장세 또는 2%대 중반의 추세적인 인플레이션이 확인되어야 할 것으로 전망한다.

외환시장: 펀더멘탈과 괴리 심화, 기대와 수급이 주도하는 원화 약세

외환시장 구조적인 변화
: 경제 성장세, 대미 투자
펀드, 주요 주체들의 수급

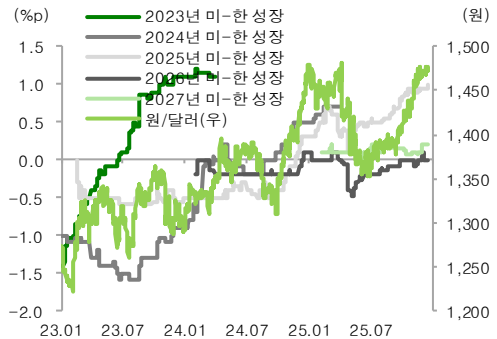
외환시장에서는 구조적인 변화가 반영되고 있음을 앞으로도 유의해야 하겠다. 무엇보다 잠재성장률 등 경제의 기초체력 측면에서 우리가 더 이상 미국보다 높은 성장세를 기대하기 어려운 국가이며, 향후 최장 10년간 대미 투자펀드 조달 부담, 가장 가까운 이웃 국가인 일본의 '와타나베 부인'과 같은 개인들의 해외투자 확대, 순채무국에서 순채권국으로의 변화가 기대와 수급 측면에서 원화 약세를 주도하고 있는 상황이다.

도표 7. 블룸버그 달러현물지수와 원/달러 환율



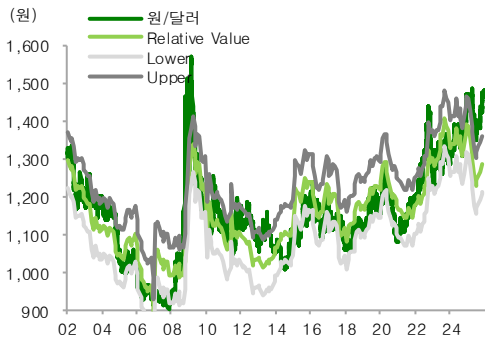
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 8. 미국과 한국 성장을 컨센서스 차이와 원/달러 환율



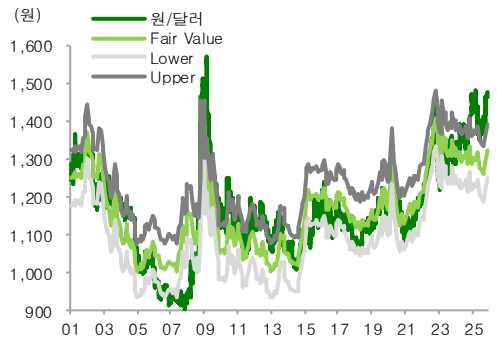
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 9. 주요국 환율을 통한 원/달러 환율 적정 상대가치 추정



주 : 달러인덱스 6개국 + 호주, 멕시코, 중국, 대만, 싱가포르, 홍콩
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 10. 주요 금융변수를 통한 원/달러 환율 적정레벨 추정



주 : 달러인덱스, 한미금리차, KOSPI지수, WTI, MOVE지수, BEI 10년
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

원화 가치, 펀더멘탈과
상대적인 측면 괴리 심화
내년 환율 다소 안정 기대

그 동안 주로 참고할 수 있었던 대부분의 펀더멘탈 지표들이나 상대적인 측면에서 현재 환율과 이론적인 원화 가치의 괴리는 크게 확대되었다. 구조적인 부분은 분명히 인정해야겠으나 이러한 괴리가 앞으로 계속 확대되거나 장기간 지속될 것이라고 예상하기에도 고민이 많은 시점이다. 외환당국의 전방위적인 정책적 노력까지 감안하면 내년 환율은 조금 더 적정 가치 수준을 반영하는 레벨로 낮아질 것으로 예상된다.

증시호황과 저금리로 인한 채권 발행 급증을 예상하지 못해

예상보다 훨씬 컸던 은행채와 회사채의 순발행 규모

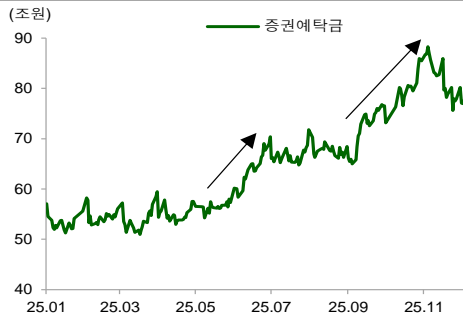
은행채와 회사채
대규모 순발행 기록

2025년 은행채와 회사채는 각각 20조원이 넘는 대규모 순발행을 기록했다. 은행채의 경우 국내 증시 호황과 해외주식 투자열기가 확대되면서 은행자금이 증권사로 급격히 이동한 탓에 대규모 순발행이 나타났다. 회사채의 경우에는 2024년 하반기부터 금리가 크게 낮아지자 자금을 선제적으로 확보하기 위한 발행수요가 집중되었다.

수급에 영향을 주는 외부변
수의 영향력을 실감

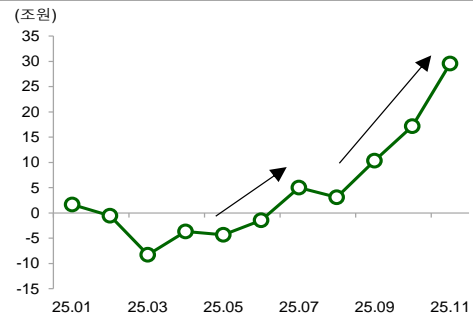
2025년을 시작하면서 애초에 예상하기를, 은행채와 회사채는 소폭 순발행에 그칠 것으로 보았다. 국내 증시의 갑작스런 상승과 해외주식 매수열기, 지표금리의 급격한 하락을 예상하는 것이 크레딧의 영역은 아니지만 외부 변수들이 크레딧 수급에도 영향을 주는 변수라는 점을 실감했다.

2025년 증권예탁금 추이



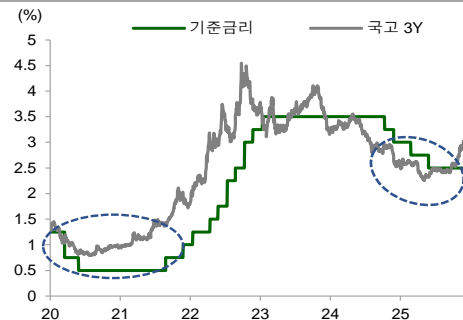
자료: 금융투자협회, 신영증권 리서치센터

2025년 은행채 월별 순발행 투적 추이



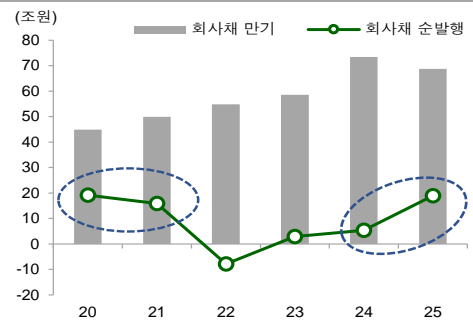
자료: 인포맥스, 신영증권 리서치센터

국채금리와 기준금리 추이



자료: 인포맥스, 신영증권 리서치센터

회사채 연도별 순발행 추이



자료: 인포맥스, 신영증권 리서치센터

기업의 약진과 내수 지표의 괴리

2025년 연간/하반기 전망 자료 점검

2025년 나의 실수,
‘AI혁명’ 이면의 문제점
간과

2025년을 돌아보면, 중국 증시를 지탱했던 가장 큰 이슈는 ‘딥시크’로 시작된 중국 AI기술 혁명이었다. 상반기 미·중 상호관세율은 롤러코스터였지만, ‘딥시크/휴머노이드 로봇/캠브리콘’+희토류 카드가 ‘관세전쟁’을 잠재웠다. 사실상 연간전망 자료를 작성할 당시, 중국 AI 기술력 수준에 대한 전망은 없었다. 그러다 보니 하반기 전망자료에서는 중국 AI 등 첨단 산업 발전에 좀 더 집중했다. 단 문제는 그 이면에 묵혀 있는 중국 경제 리스크(부동산)에 소홀했다. 이것이 2026년 전망에 노정됐던 실수였다.

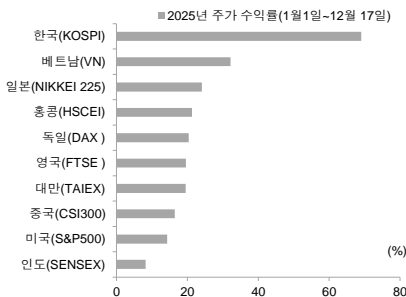
2025년 연간전망
미·중 관세전쟁 시나리오별
증시/매크로 예상치는
실제치 근접(환율 제외)

2024년 12월 5일 발표한 2025년 연간 전망 자료의 골자는 미·중 관세전쟁(관세율) 시나리오별로 재정적자율/환율/CIS300지수를 전망했다. 결과적으로 (전망치 : 추가 관세율 +20%, 재정적자율 3.5%~4%, 환율은 달러당 7.6위안 정도, CSI300지수 +10%~+15%)환율을 제외하고는 대체로 전망에 부합했다(12월 17일 기준, 추가 관세율 +20%[펜타닐 10%+상호관세 10%], 재정적자율 +4%, 환율 달러당 7.04위안, CSI300지수 +16%).

2025년 하반기 전망
중국판 밸류업 정책
강화 전망

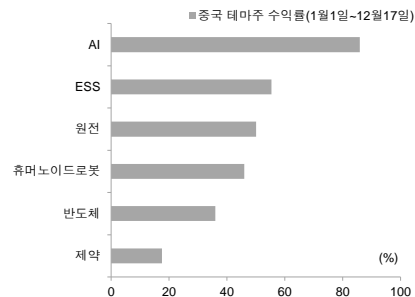
2025년 6월 26일 발표한 2025년 하반기 전망 자료의 골자는 2026년 ‘15차5개년(2026년~2030년)’을 앞두고 정부가 주도하고 있는 산업 모멘텀을 강조했다. ‘AI/휴머노이드 로봇’과 미·중 관세전쟁에 민감하고 정부 주도하에 빠르게 성장하고 있는 ‘반도체/제약(혁신신약)’ 및 탄소중립을 목표로 ‘ESS/원전’ 건설에 주목하자는 것이었다.

2025년 ‘관세전쟁’ 에도 글로벌 증시 호조



자료 : Wind, 신영증권 리서치센터

2025년 중국 증시 테마주 수익률



자료 : Wind, 신영증권 리서치센터

나의 실수는 중국 경제 리스크(부동산)에 대해 소홀

2025년 중국 경제 리스크
보다 산업정책에 집중

지난 2년~3년 동안 중국 내수경기 부양을 위한 중국 정부의 노력에 집중하여 보고서를 작성하기도 했고, 기대되거나 예상되는 정책에 대해 분석을 하기도 했다. 그럼에도 불구하고 중국 가계소비 진작은 매우 더디고 답답하게 진행되고 있다. 한편으로는 이해가 되는 부분이기도 하다. 그러다 보니 2025년에는 이러한 문제점을 덮어두고 그나마 중국이 잘하고 있는 산업정책에 좀더 집중했다.

중국 '부동산' 리스크는
여전히 진행중

그렇다고 중국이 직면하고 있는 경제적인 문제점들이 시간이 지난다고, 첨단기술산업 수준이 제고되더라도 쉽게 해결되지는 않을 것이다. 중국 정부도 인지하고 있기 때문에 과잉공급(반내권), 부동산(지방정부 음성부채 상환) 등 일련의 정책들을 지속적으로 실시하고 있다. 그럼에도 불구하고 최근까지 증시 변동성을 키우고 있는 산업은 '부동산'이다.

중국 부동산 기업들의
채무 리스크 분석 필요

지난 18일 중국 대형 부동산 개발업체인 완커(본토/홍콩 증시 상장한 대형기업)가 20억 위안 규모의 채무상환 기일 연장을 요청한 데 이어서 은행권 이자 지급 유예를 요청하는 등 채무 조정 협상에 돌입했다. 헝다, 비구이위안 등 중국 대형 부동산 개발업체들이 디폴트에 직면한 상황에서 부동산 판매 부진이 지속되다 보니 업체들의 재무 상황이 좋지 않다. 향후 부동산 경기/기업 재무상황 등에 좀더 구체적인 자료를 작성할 예정이다.

유럽 너마저..유럽 지역에서도 ESG 후퇴?

2025년 ESG 시장은
여러 우려에도 불구하고 상
대적으로 양호한
성과를 거둬

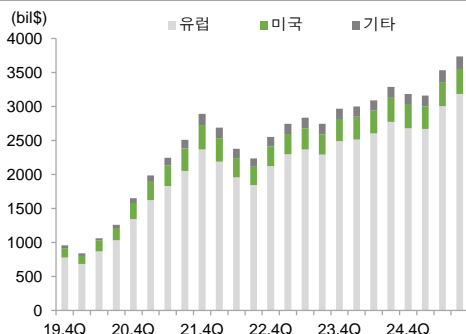
유럽 지역에서 ESG 규제 완화와 ESG 투자 자금 순유출 나타나

2025년 ESG 시장은 트럼프 2기 행정부 시작과 함께 여러 역풍에도 불구하고 상대적으로 양호한 성과를 거둔 것으로 나타났다. 이 배경에는 글로벌 자산 시장의 강세가 있지만 좀 더 자세히 살펴보면 그동안 상대적으로 부진했던 청정에너지 분야조차도 AI를 중심으로 한 에너지 수요 급증 등으로 ESS를 비롯한 청정에너지 분야가 주목 받으면서 양호한 모습을 보였기 때문이다. 이는 단순히 AI가 촉발한 에너지 수요 증가 때문만이 아니라 청정에너지 산업 등이 그동안 여러 어려움에도 불구하고 기술 발전에 매진해 점점 더 경쟁력을 높여왔기 때문에 가능했다.

2025년 ESG 시장은
양호한 성과에도 신규
투자자금은 오히려
순유출

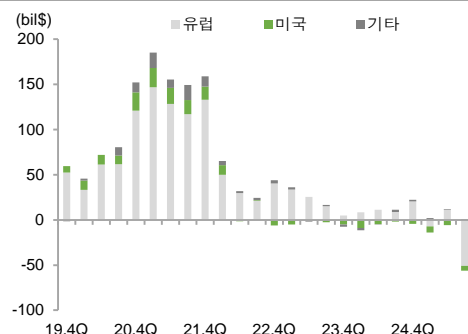
필자는 지난 해 트럼프 2기 행정부 출범으로 대표되는 역풍에도 불구하고 2025년에도 ESG 시장은 신규 투자자금이 유럽 지역 등을 중심으로 꾸준히 유입되면서 성장을 이어갈 것으로 전망한 바 있다. 실제 2025년 ESG 시장은 상대적으로 양호한 성과를 거두면서 시장 규모 자체는 성장세를 보이며 사상 최대 규모를 기록했다. 하지만 투자자금 흐름은 대규모 순유출을 기록하는 상반된 모습을 보였다. 특히 ESG 투자 시장을 이끌어온 유럽 지역에서조차 투자자금이 감소하며 순유출을 보일 것으로는 미처 예상하지 못했다.

분기별 글로벌 ESG펀드 규모 추이



자료 : 모닝스타, 신영증권 리서치센터

분기별 글로벌 ESG 펀드로의 자금 흐름 추이



자료 : 모닝스타, 신영증권 리서치센터

유럽에서의 정책 불확실성과
미국에서의 정치적 역풍이
ESG 투자 위축으로 귀결

올해 유럽지역에서는 경제 성장, 경쟁력 강화, 자주 국방 등과 같은 아젠다가 부각되면서 지속가능성의 우선 순위가 밀려 투자자들의 태도에 변화가 생긴 것으로 판단된다. 이 과정에서 ESG 관련 규제 완화가 담긴 옴니버스 패키지 도입과 지속가능 금융 공시 규정(SFDR)의 개정 검토 등 정책 불확실성이 지속되자 투자자들이 보수적인 태도를 보인 것이다. 또한 미국의 ESG 투자에 대한 정치적 반발도 운용사들로 하여금 ESG 이니셔티브에 대해 더욱 신중한 입장을 취하게 만들었다. 또한 글로벌 지정학 리스크 지속으로 방위산업 관련주가 강세를 보이는 가운데, 방위산업에 대해 배제 전략을 취하고 있는 전통적인 유럽의 ESG 펀드들이 상대적으로 부진한 성과를 기록하자 유럽 내에서 투자대상 자산에 대해 새로운 접근 방법을 가져가야 한다는 등의 논란이 발생하기도 했다. 이러한 복잡한 환경 속에서 유럽의 투자자들이 ESG 투자에 대해 더욱 신중한 접근 방식을 취하게 된 것으로 보인다.

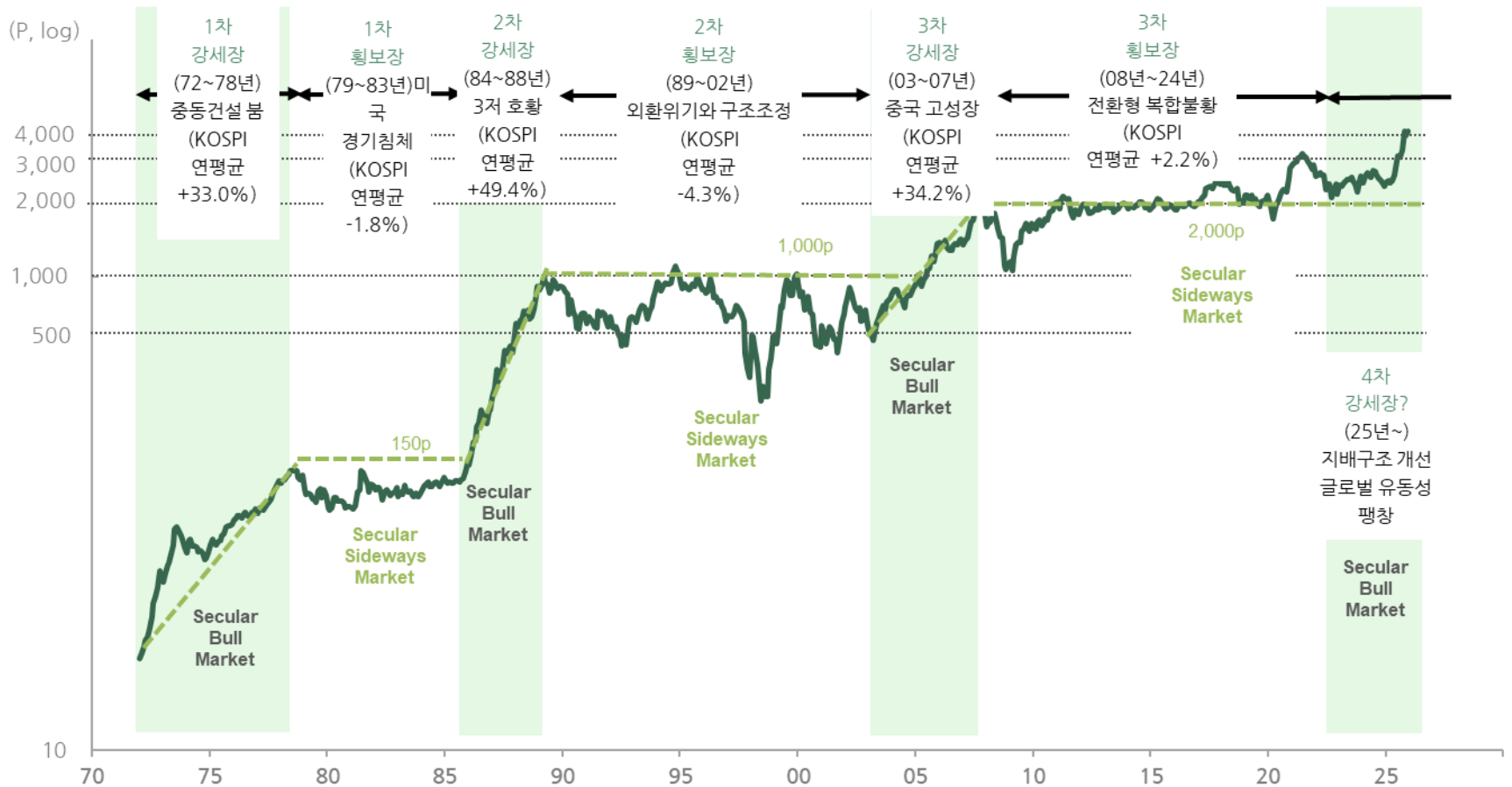
내년에는 ESG 투자가
살아날 전망
국내에서는 거버넌스 모멘텀
지속될 것으로 예상

하지만 내년부터는 오히려 규제 덕에 ESG 투자가 살아날 것으로 예상된다. 옴니버스 패키지 규제안이 확정되면서 규제 불확실성이 사라졌고, 주요국이 2035 국가온실가스 감축목표(NDC) 목표를 상향했으며 내년부터 CBAM과 같이 탄소배출량을 바탕으로 한 보호무역주의, 캘리포니아의 기후 기업 데이터 책임법(SB253) 시행 등으로 ESG 투자에 대한 관심이 다시 살아날 것으로 전망된다. 한편, 국내에서는 2025년 한국 증시의 랠리를 이끈 ‘거버넌스 모멘텀’이 2026년에도 지속되며 시장을 이끌 것으로 전망한다. 특히 정부의 지배구조 개선 노력과 올해 상법 개정과 여러 제도적 변화 이후 처음 맞는 2025-26 주주총회 시즌을 거치면서 주주행동주의 펀드나 주주관여를 표방하는 펀드들의 활동이 활발해지면서 거버넌스 모멘텀은 더욱 강화될 것으로 예상된다. 더 나아가 중대재해에 대한 대응을 비롯한 직원 안전 및 근무 환경과 같은 사회적 요인이 투자자들에게 점점 더 중요한 비재무적 요소로 다가설 것이다.

기후 변화와
생물다양성 등의 환경 이슈
와 중대재해, 인적자본 관
리와 같은 사회적 이슈에
대한 관심도 높아질 전망

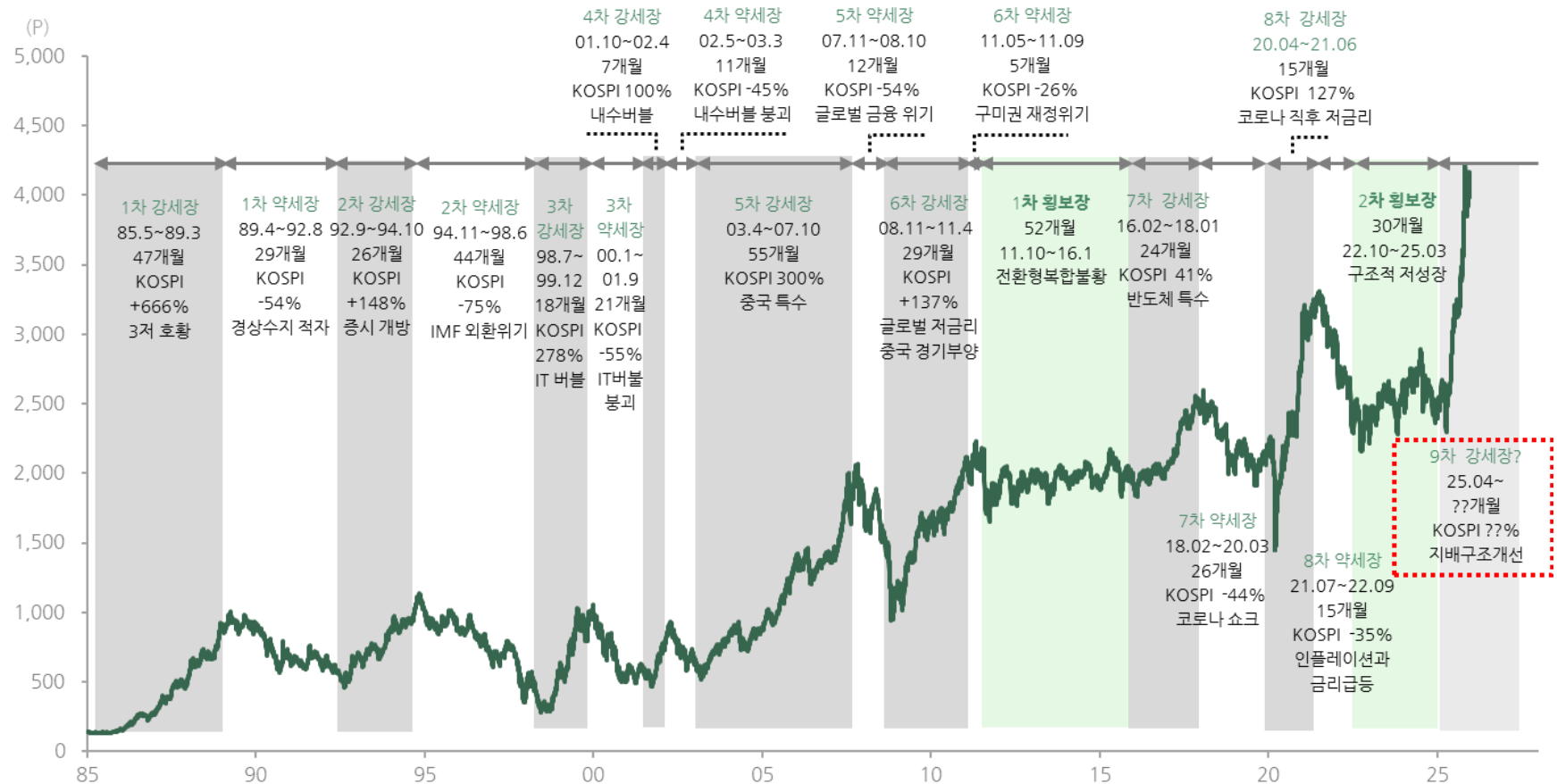
이외에도 2026년에는 기업들이 기후 변화로 인한 물리적 위험 및 전환 관련 문제에 대해 보다 적극적으로 대응할 것이며, 이외에도 자연과 생물 다양성, 그리고 전력망 인프라를 통한 에너지의 조달 및 공급 방식 등에 대해서도 점점 더 대응 수위를 높일 것으로 보인다. 또한 많은 국가들에서 인공지능이 노동 및 인적 자본에 미치는 영향이 ESG의 사회(social) 요인의 하나로 주목받을 것으로 예상된다. 결론적으로 2026년에는 ESG에 대한 관심이 되살아나며 ESG 시장은 다시 성장세를 이어갈 것으로 기대된다.

KOSPI Secular Cycle



자료 : 신영증권 리서치센터

KOSPI Cyclical Cycle



자료 : 신영증권 리서치센터

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.