2025년 11월 19일

시황분석

주식시황

▶Market Analyst 김수연
sooyeon.k@hanwha.com 3772-7628

한화투자증권

수요 액티브 전술지

2025-20: AI가 버블이라고?

18 일 KOSPI 가 3.3% 빠지면서 20 일선을 하회했다. 지금 판단해야 할 건 시장이 강세장에서 약세장으로 추세가 바뀌는지, 아니면 주도주가 반도체에서 다른 업종으로 바뀌는지 여부다. 필자는 추세도 바뀌지 않았고 주도주도 바뀌지 않았다고 생각한다.

AI가 버블이라고?

시장에서 우려하는 건 AI 버블 논란과 이에 맞물려 20일 새벽 예정된 엔비디아 실적발표에 대한 부담일 것이다. 여기에 12월 FOMC에서 기준금리 동결 가능성이 높아진 점도 시장 변동성을 키웠다.

인플레 부담 때문에 다음달 기준금리 동결 가능성이 높아졌지만 미국 경기가 둔화되는 국면에서 금리 인하를 계속 미루긴 어려울 것이다. 내년말 기준금리 예상치는 여전히 3.25%로 유지되고 있다.

20일 새벽 엔비디아의 8~10월 분기 실적발표가 예정돼 있다. 엔비디아는 2023년 AI 사이클 이후 한 번도 가이던스를 하회하는 실적을 발표한 적이 없다. 국내 반도체 이익 모멘텀도 유지되고 있다. 반도체 대형주에서 중소형 소부장으로 비중을 늘리는 것이 좋아보인다.

Featured Charts

국내 주식의 채권대비 상대수익률이 올해 85%p까지 벌어졌다. 중국, 일본, 유럽 등 미국을 제외한 주요 지역들이 올해 주가가 많이 올라 주식-채권 상대수익률 격차가 모두 벌어져 있다. 혹시 내년에 이 격차가 다시 뒤집어지지 않을지 고민해봐야 한다.

목 차

I. AI가 버블이라고? 2
II. Featured Charts 5

I. AI 가 버블이라고?

KOSPI 4,000 하회

18일 KOSPI가 3.3% 빠지면서 20일선을 하회했다. 시장에서 우려하는 건 AI 버블 논란과 이에 맞물려 내일 예정된 엔비디아 실적발표에 대한 부담일 것이다. 여기에 12월 FOMC에서 기준금리 동결 가능성이 높아진 점도 시장 변동성을 키웠다.

지금 판단해야 할 건 시장이 강세장에서 약세장으로 추세가 바뀌는지, 아니면 주도주가 반도체에서 다른 업종으로 바뀌는지 여부다. 필자는 추세도 바뀌지 않았고 주도주도 바뀌지 않았다고 생각한다.

추세 유지

지난주 12월 FOMC에 대한 시장 컨센서스가 기준금리 인하에서 동결로 바뀌었다. 17일 기준 12월 FOMC 금리 동결 확률은 57.6%로 10월 FOMC 때 예상했던 확률 30.5%보다 배 가까이 올랐다. 미 연준이 금리 인하를 미루면 유동성이 영향 받을 것이란 우려가 생겼다.

중요한 건 2026년 12월 FOMC를 기준으로 보면 여전히 시장은 내년 말까지 기준금리가 지금 수준에서 세 차례 더 인하돼 3.25%가 될 것으로 보고있다는 점이다. 인플레이션 때문에 한두달 정도의 기간 차이가 생길 순 있겠지만 미국 경기가 둔화되는 국면에서 금리 인하를 계속 미루긴 어려울 것이다. 다음 달 연준이 금리를 동결하더라도 유동성 방향은 바뀌지 않는다.

주도주 유지

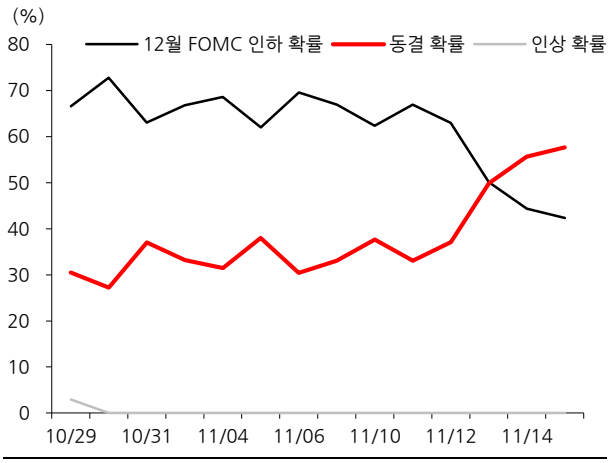
한국 시간 20일 새벽 발표되는 엔비디아 8~10월 분기 실적을 앞두고 엔비디아의 매출 컨센서스는 꾸준히 상향되고 있다. 엔비디아가 지난 8월말 제시한 8~10월 매출 가이던스는 543.6억달러인데, 5~7월 매출에서 14% 상향됐다.

직전 분기 매출대비 다음 분기 가이던스 상향률이 10%를 넘어선 건 2023년 8~10월 가이던스 이후 2년만에 처음이었다. 2023년 이후 매 분기마다 가이던스를 상회하는 실적을 내고 있고 이번 분기는 추세를 웃도는 가이던스를 제시한 것이어서 AI 버블을 우려할 시기는 아니라고 생각한다.

국내 주식시장에서도 반도체 업종의 영업익 컨센서스가 꺾이지 않고 있다. 11월 들어 2026년 KOSPI 영업익 컨센서스가 402조원에서 410조원으로 8조원 상향됐는데 그 중 5조원을 반도체가 올렸다. 여전히 반도체가 다른 업종에 비해 이익 모멘텀이 강하다.

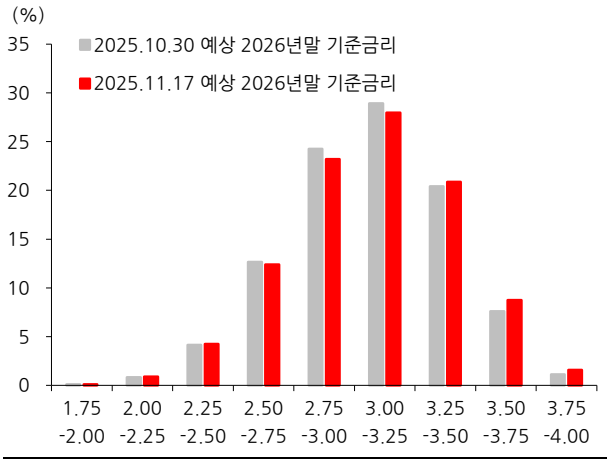
반도체의 이익 모멘텀이 유지되고 있고 유동성도 늘어나는 추세다. 반도체 대형주에서 중소형 소부장으로 비중을 늘리는 것이 좋아보인다.

[그림1] 12 월 FOMC 기준금리 동결 확률 높아졌지만



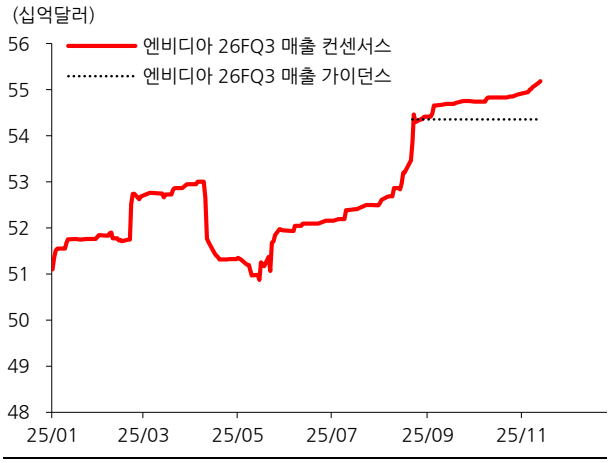
자료: CME FedWatch, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 내년 말 기준금리 예상엔 변화 없음



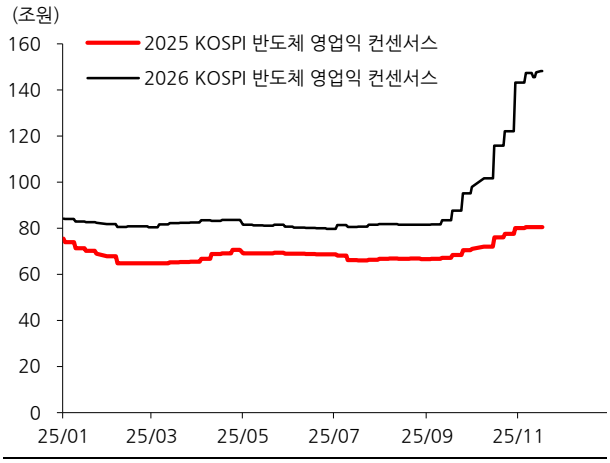
자료: CME FedWatch, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 엔비디아 매출 컨센서스 상향 지속



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 국내 반도체 이익 모멘텀 지속



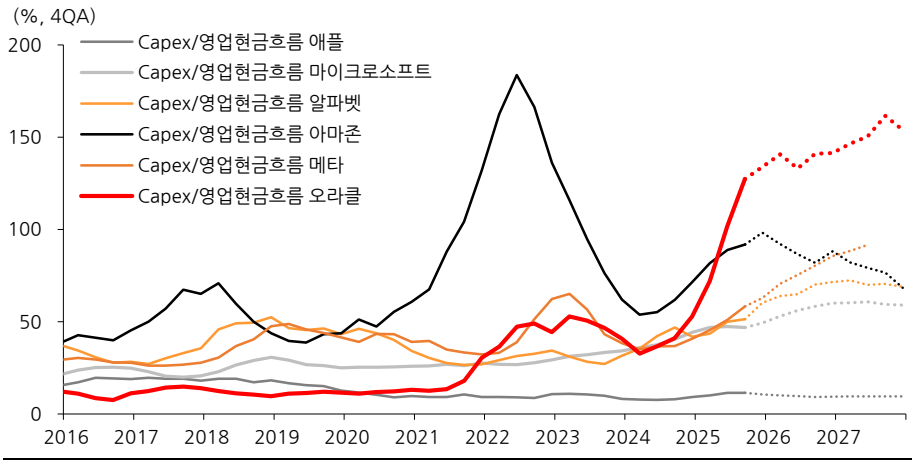
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

투자 지속

한 가지 염두에 둬야할 건 기업들의 투자 부담이 조금씩 가중되고 있다는 점이다. 지난 9월 이후 오라클 180억달러, 메타 300억달러, 아마존 150억달러 등 미 주요 기업들의 회사채 발행이 있었다. 3분기 기준 오라클과 아마존은 영업현금흐름대비 Capex 비율이 1배를 넘거나 근접했고 메타도 영업현금흐름대비 Capex 비율이 0.6배로 과거보다 높아졌다.

빅테크들은 현금이 있어도 낮은 금리로 부채를 조달해 자사주 매입을 하거나 배당을 주는 경우들이 있었다. 여기서 시중금리가 튀는 게 아니라면 회사채 발행이 주가에 미치는 영향은 제한적일 것이라 생각한다.

[그림5] 일부 기업 투자 부담 쌓이는 중

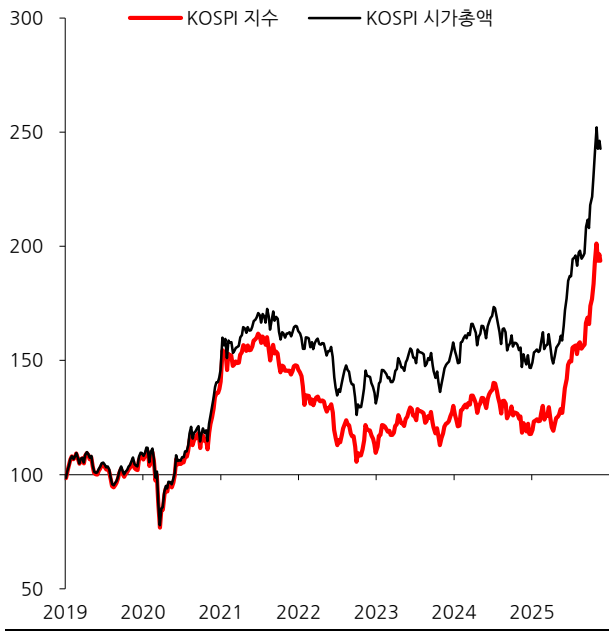


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

II. Featured Charts

[그림6] KOSPI 지수 및 시가총액

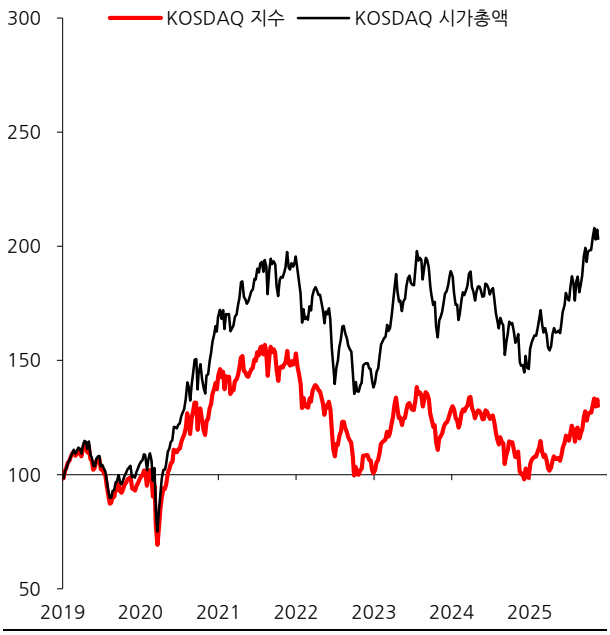
(2019/01=100)



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] KOSDAQ 지수 및 시가총액

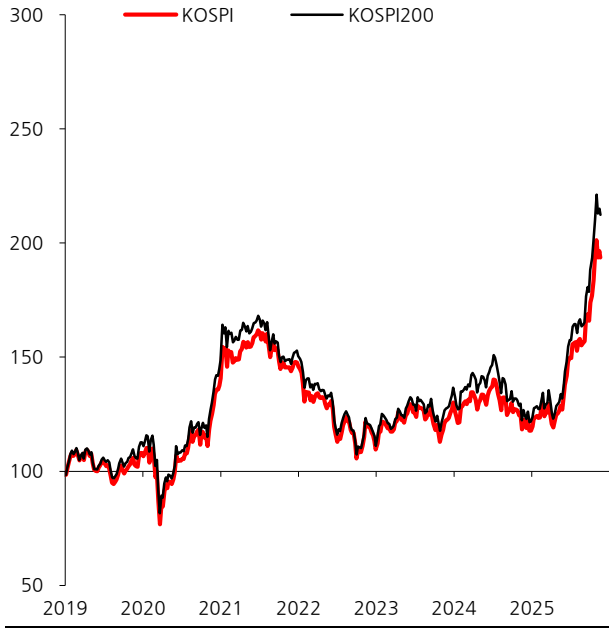
(2019/01=100)



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] KOSPI vs. KOSPI200

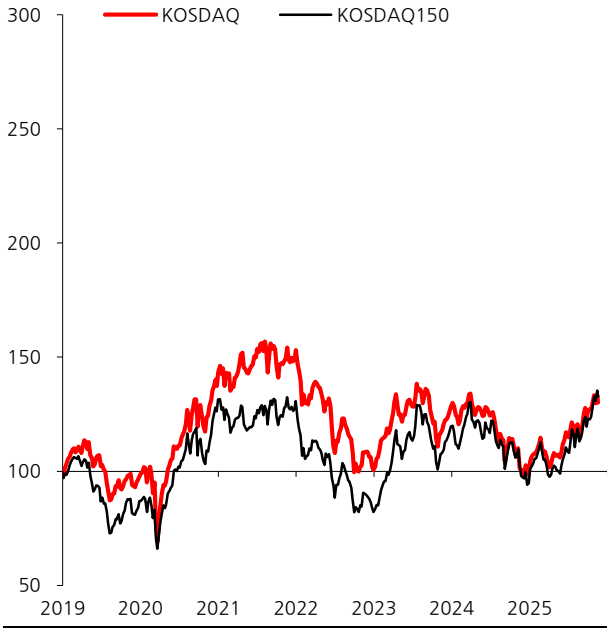
(2019/01=100)



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

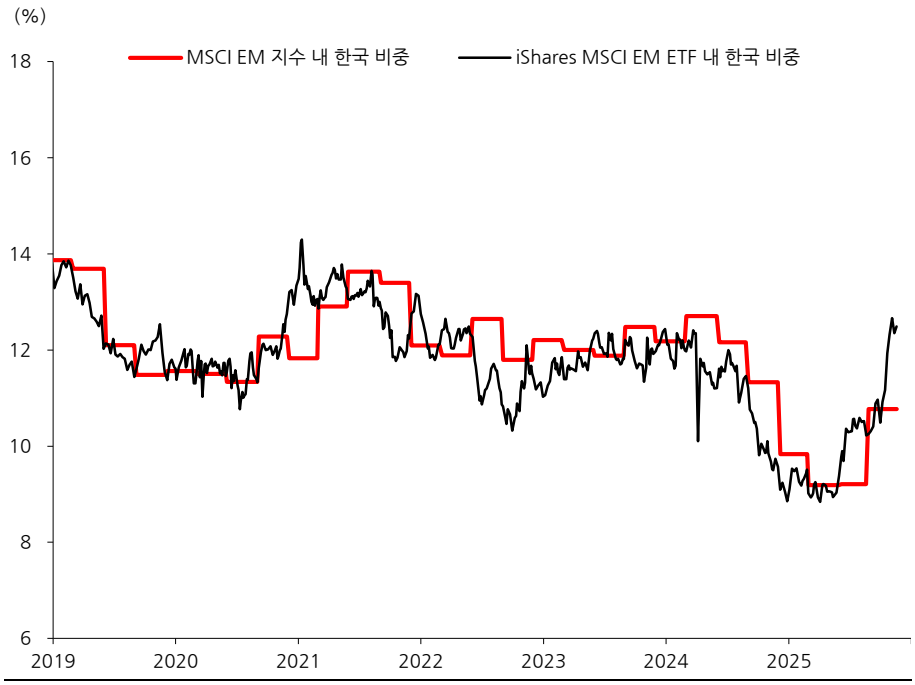
[그림9] KOSDAQ vs. KOSDAQ150

(2019/01=100)



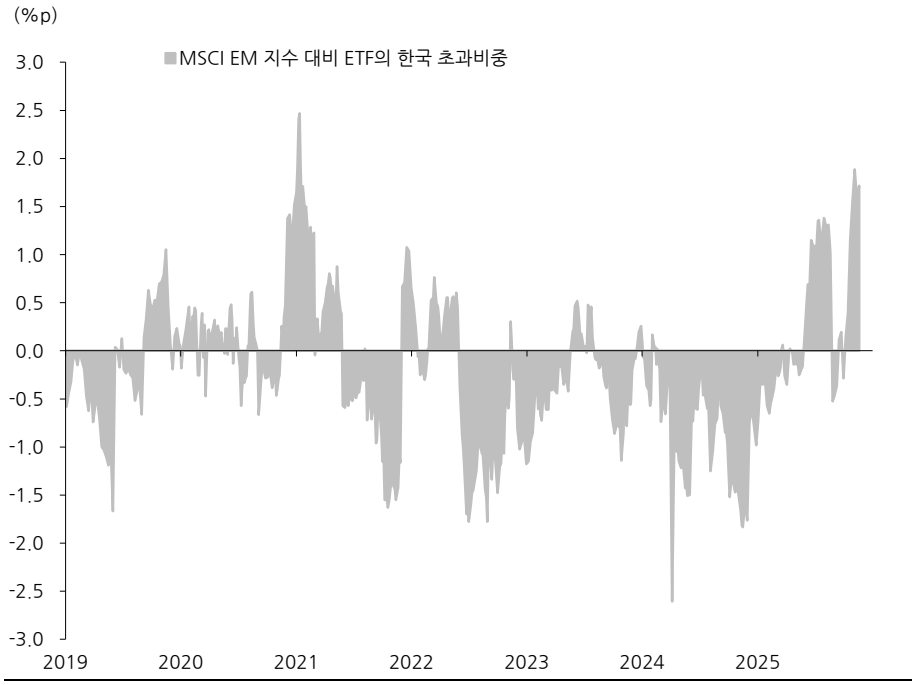
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] MSCI EM 지수와 추종 ETF의 한국 비중



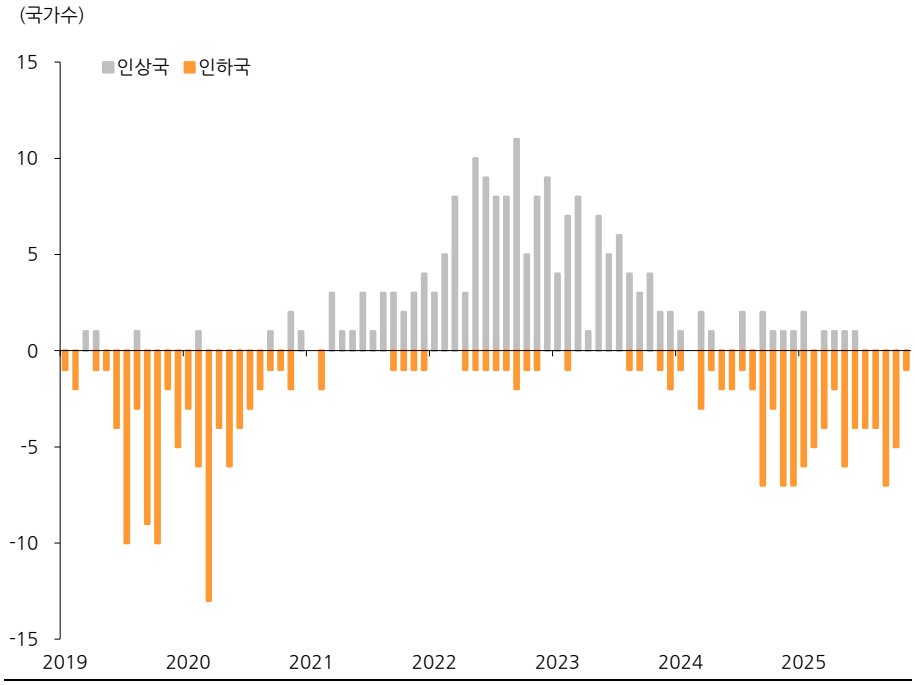
자료: MSCI, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] MSCI EM 지수 대비 ETF의 한국 OW/UW



자료: MSCI, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

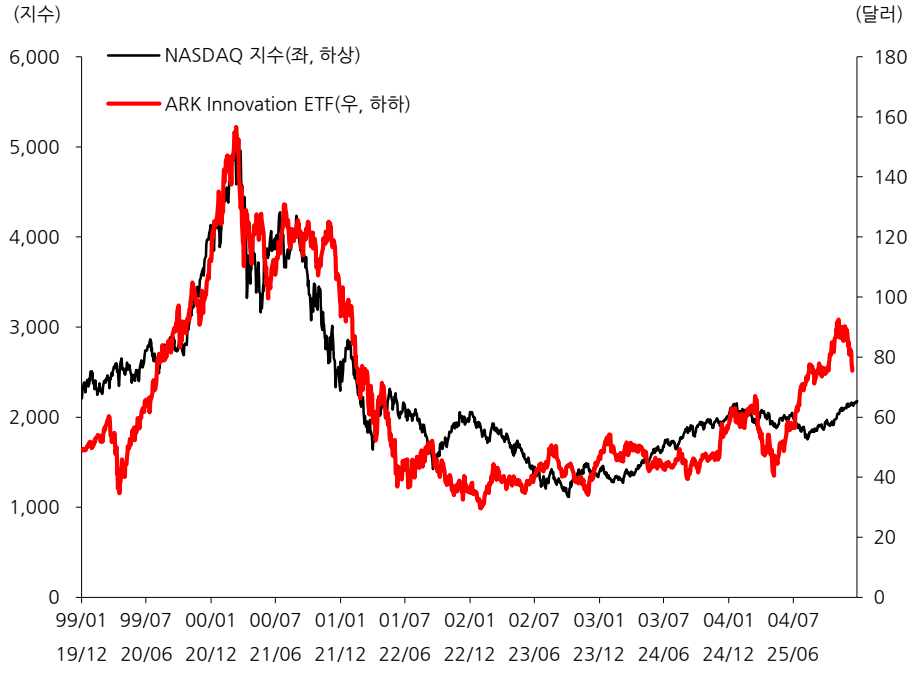
[그림12] 글로벌 정책금리 인상국/인하국 수



주: G20 국가 기준

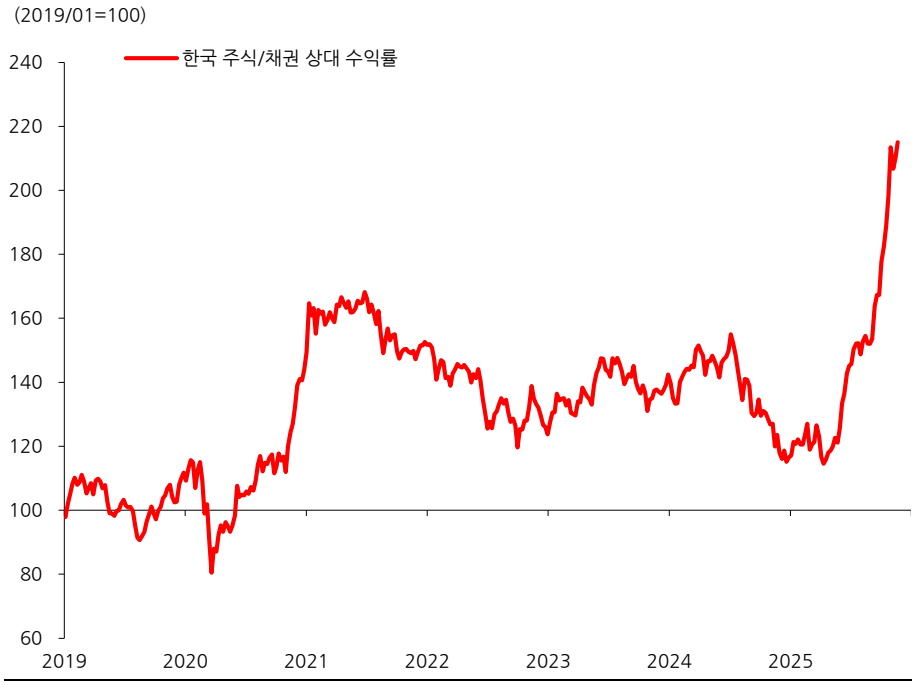
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 성장주 2000~2004 vs. 성장주 2021~2025



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 한국 채권 투자 대비 주식 투자 상대 수익률

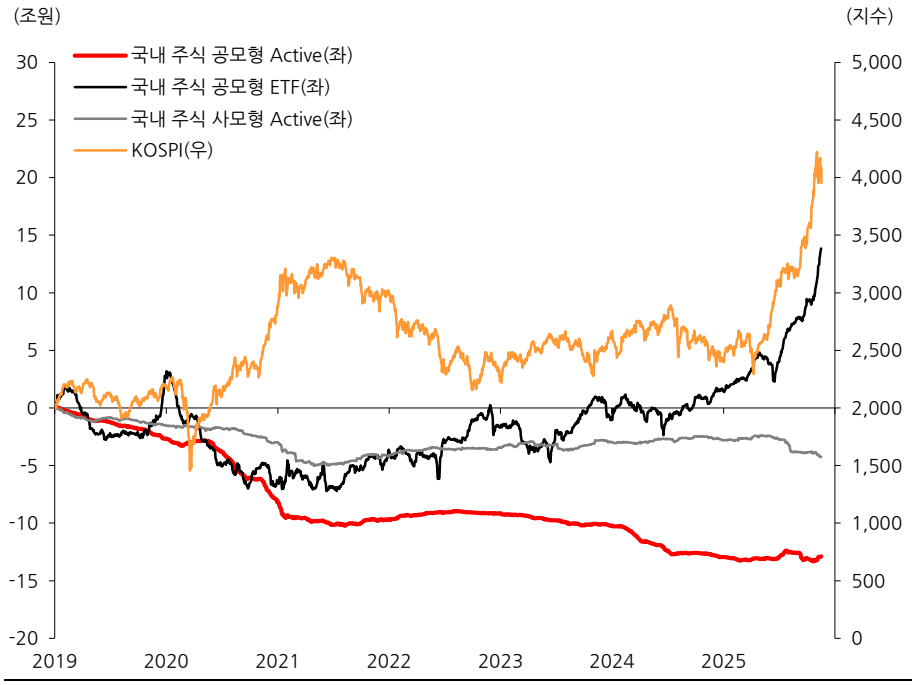


주: 주식은 MSCI Korea Total Return, 채권은 Barclays Korea Total Return
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] KOSPI 배당수익률 1.51% < 금리 3.30%

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

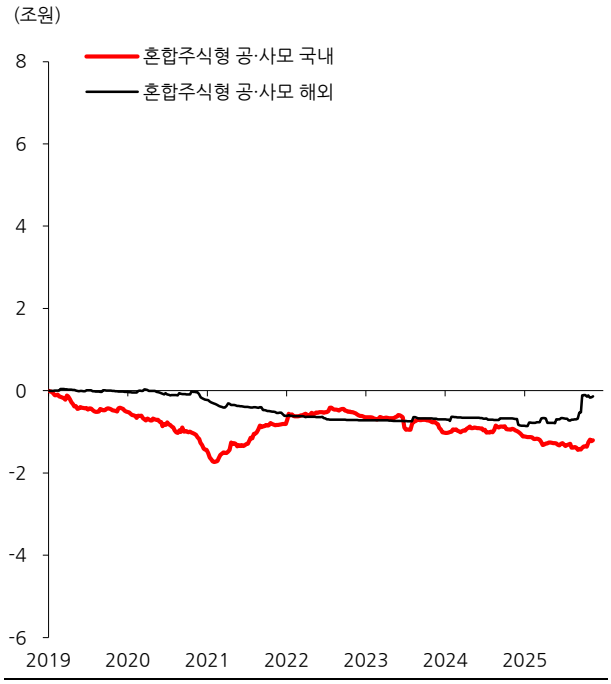
[그림16] 국내 주식형펀드 자금 흐름



주: 2019년 이후 누적

자료: 금융투자협회, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

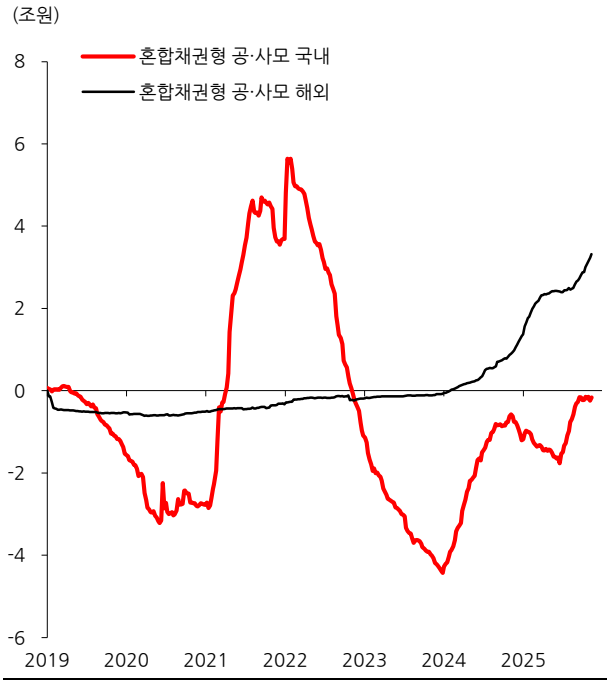
[그림17] 국내 혼합주식형 펀드 자금 흐름



주: 2019년 이후 누적

자료: 금융투자협회, 한화투자증권 리서치센터

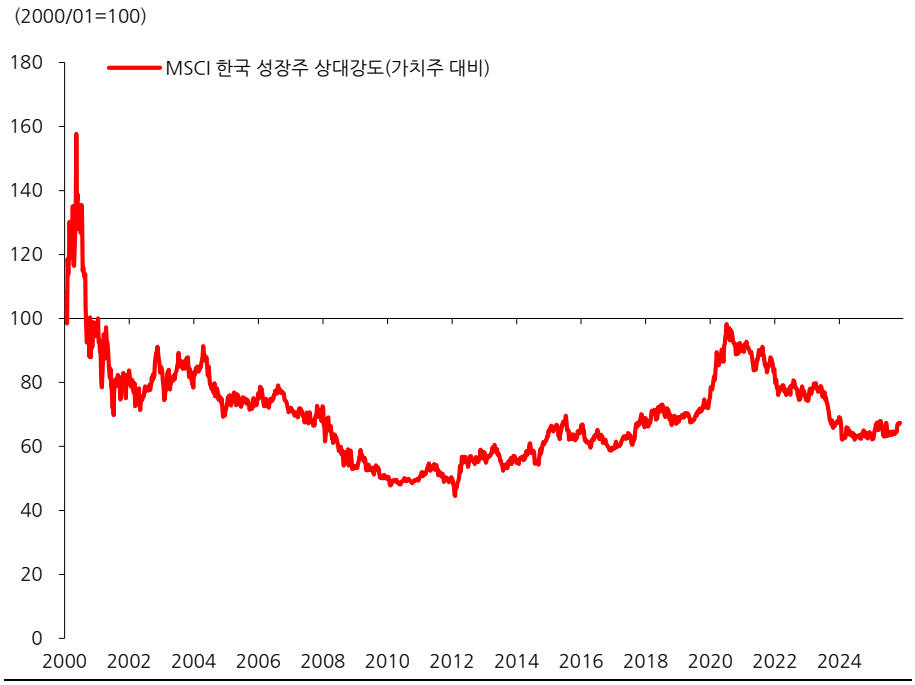
[그림18] 국내 혼합채권형 펀드 자금 흐름



주: 2019년 이후 누적

자료: 금융투자협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 한국 가치주 대비 성장주 상대 수익률

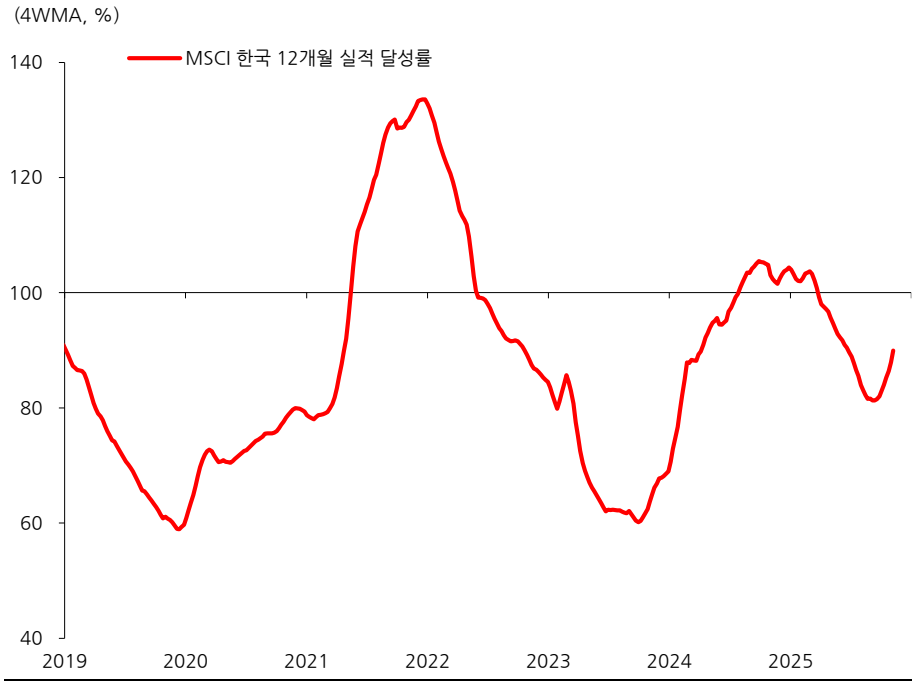


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 심천 대비 상해 종합주가지수

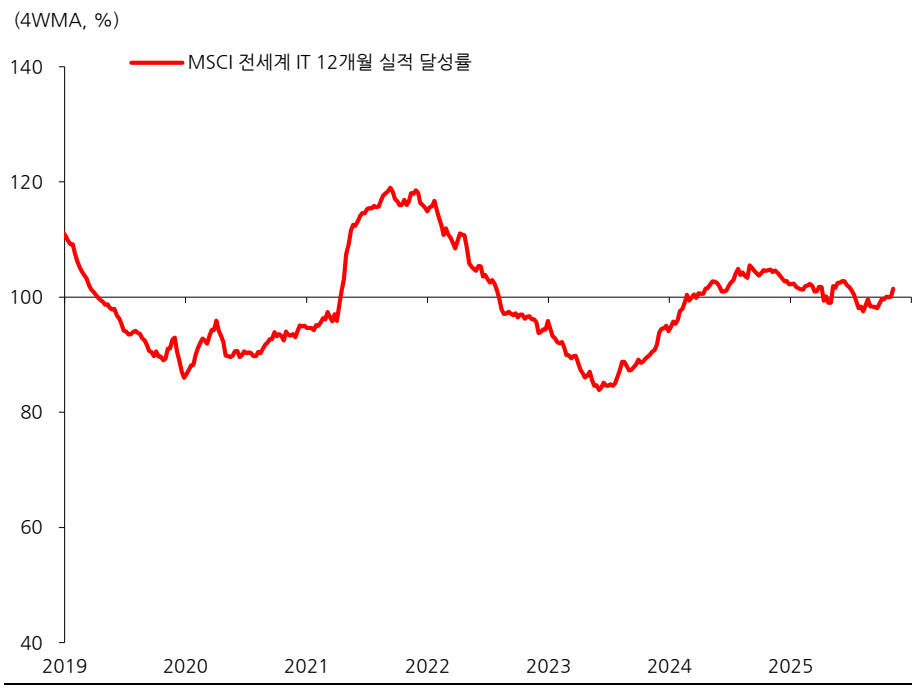
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] MSCI 한국 12 개월 실적 달성률 89.9%



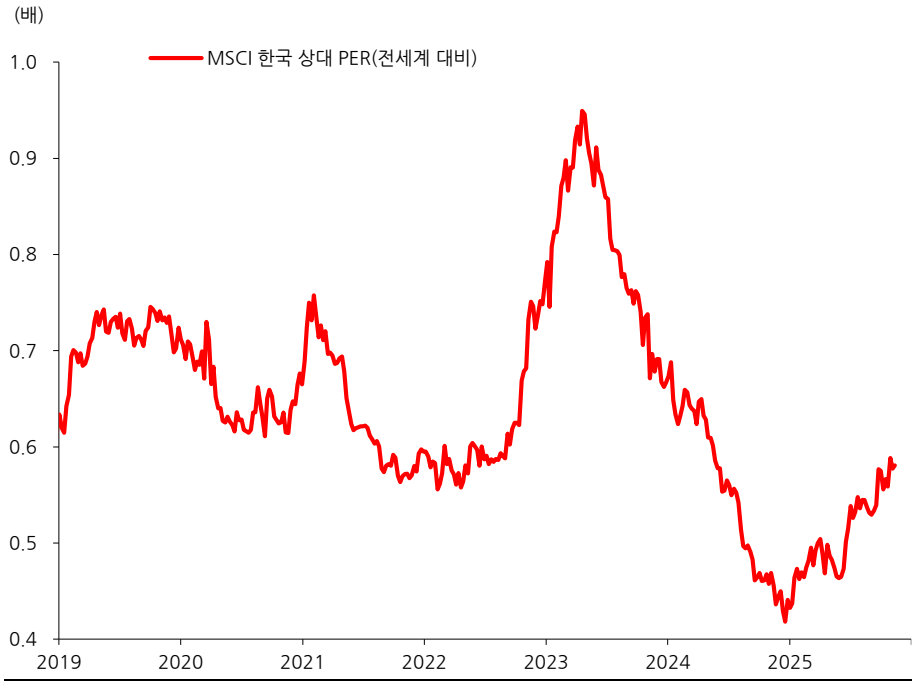
주: 1년 전 12개월 선행 EPS 대비 현재 12개월 후행 EPS 비율
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] MSCI IT 12 개월 실적 달성률 101.5%



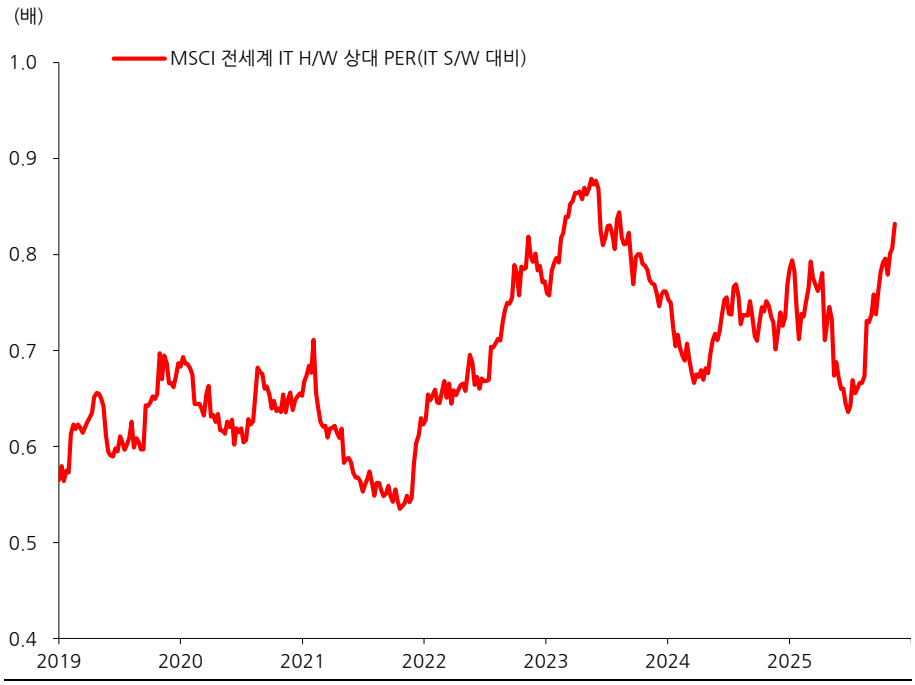
주: 1년 전 12개월 선행 EPS 대비 현재 12개월 후행 EPS 비율
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] MSCI 전세계 대비 한국 상대 PER 0.58 배



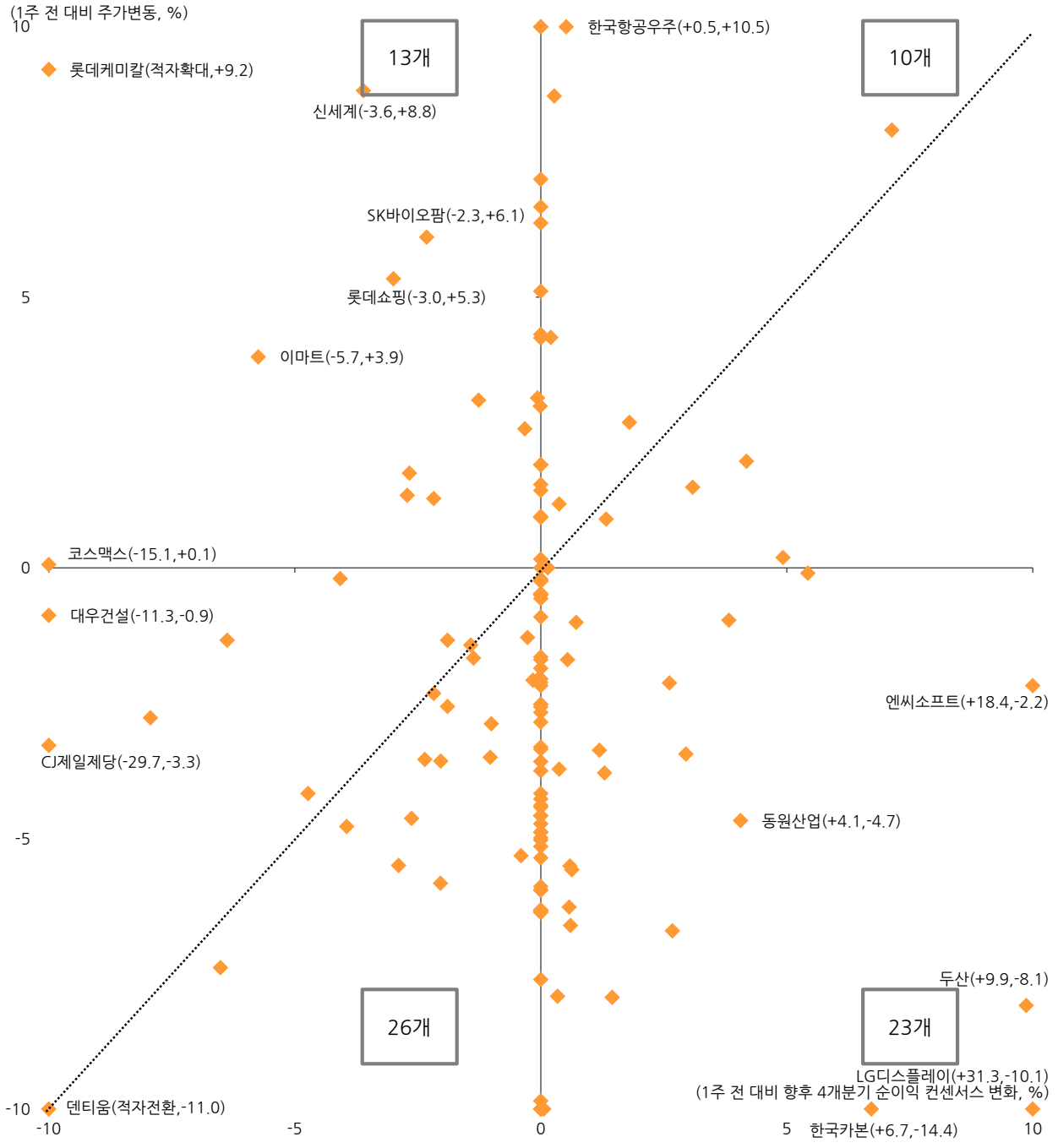
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] MSCI IT S/W 대비 IT H/W 상대 PER 0.83 배



자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

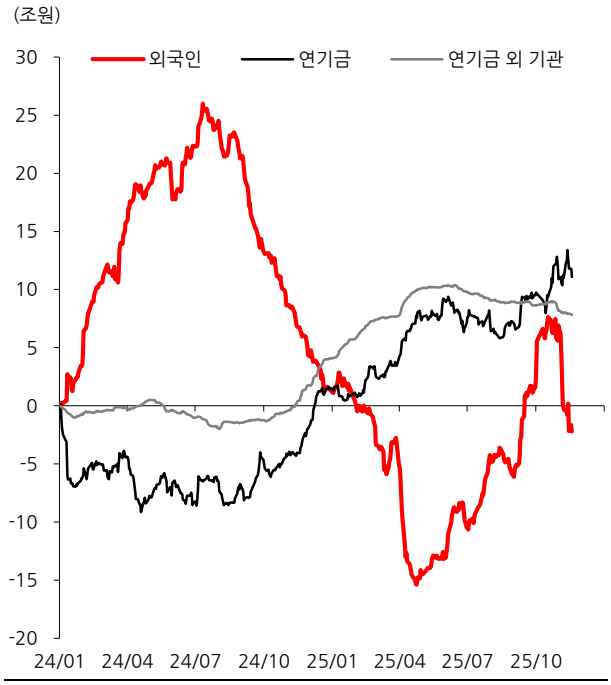
[그림25] KOSPI200 순이익 컨센서스 vs. 주식수익률



주: KOSPI200에서 향후 4개분기 컨센서스가 존재하는 136개 종목 대상

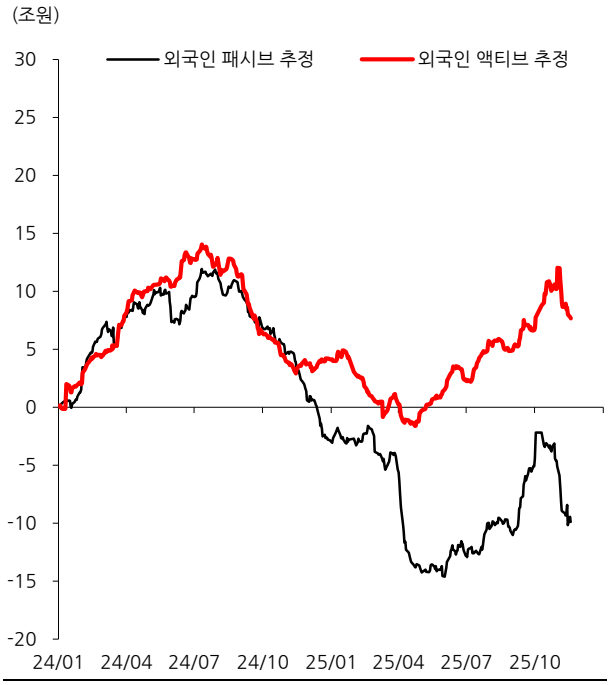
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] KOSPI 수급주체별 투자동향



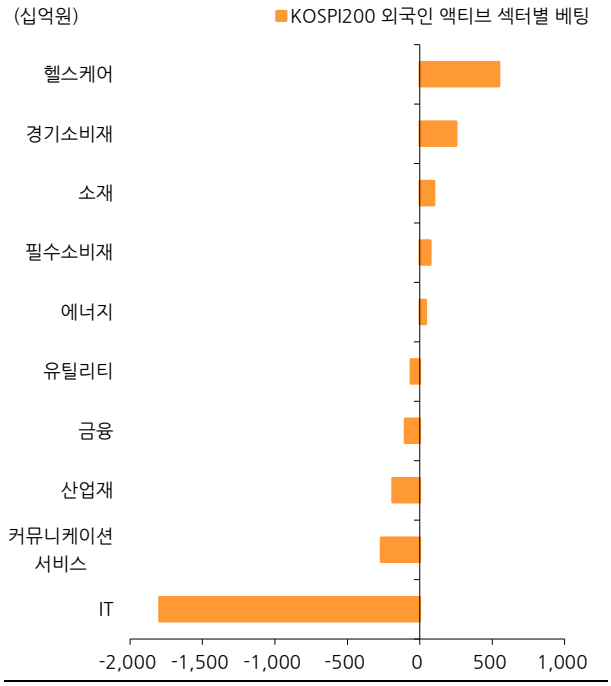
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] KOSPI 외국인 패시브/액티브 추정



자료: WISEfn, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

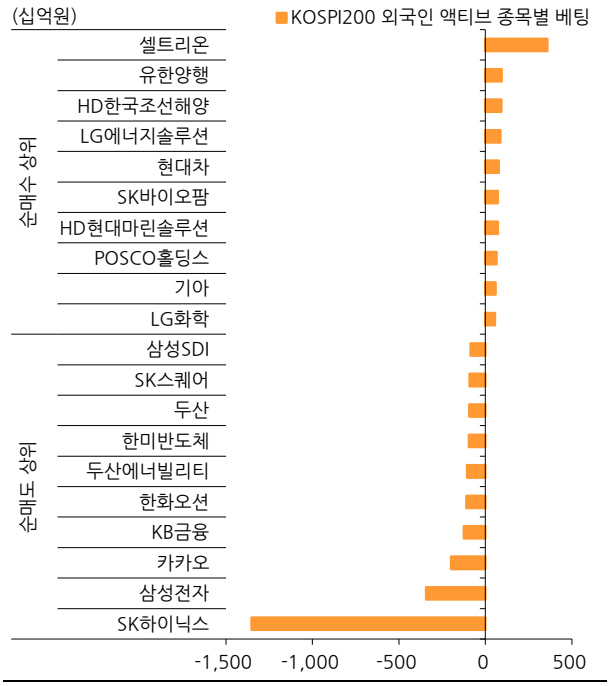
[그림28] 외국인 액티브 최근 1 주 섹터 베팅



주: 11월 12일부터 11월 18일까지

자료: WISEfn, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 외국인 액티브 최근 1 주 종목 베팅



주: 11월 12일부터 11월 18일까지

자료: WISEfn, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice] (공표일: 2025 년 11 월 19 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김수연)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

⊙ MSCI
The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, redisseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an “as is” basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

⊙ GICS
The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor’s. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by Hanwha Investment & Securities.