Market Insight | 2025. 11. 21

김석환 seokhwan.kim@miraeasset.com

월스트리트 파인더

Ep.167 Me Then, Me Now

MIRAE ASSET
미래에셋증권

주간 경제지표 & 일정

	경제 지표	일정
11/24 월	• 독일, 11월 Ifo 기업환경지수 • 미국, 10월 시카고 연방 국가활동지수 11월 댈러스 연은 제조업 지수	• 휴장: 일본 • 채권: 미 국채 2년물 입찰
11/25 화	• 한국, 11월 소비자신뢰지수 • 미국, 11월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수 9월 소매판매·생산자물가지수·주택가격지수	• 채권: 미 국채 5년물 입찰 • 실적: 베스트바이, 아날로그 디바이스, J.M.스머커
11/26 수	• 한국, 11월 기업경기실사지수 • 미국, 9월 내구재 주문·11월 시카고 PMI	• 공개: Fed, 베이지북·영국 예산안 공개 • 채권: 미 국채 7년물 입찰 • 실적: 델, 지스케일러, 오토데스크,워크데이, 넷앱
11/27 목	• 독일, 12월 GfK 소비자신뢰지수 • 유로존, 11월 소비자신뢰지수	• 휴장: 미국(추수감사절) • 회의: 한국 금융통화위원회(이전 2.5%)
11/28 금	• 한국, 10월 산업생산·소매판매 • 일본, 11월 도쿄 소비자물가지수·10월 소매판매 • 독일, 11월 소비자물가지수(잠)	• 휴장: 미국(13시 조기종료) • 행사: 미국 블랙프라이데이

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Executive Summary

1) 커진 조정 압력

- S&P 500 등 주요 지수 100일 이동평균선까지 하락...VIX, 4월 이후 최고
- 엔비디아 등 AI 붐 주도주의 약세...46개 기업 중 단 2개 기업만 11월 상승
- 마이클 버리 'Me Then, Me Now': 2025년 AI버블 ≒ 2008년 서브프라임

2) 관세: 물가↓, 실업률↑

- 관세와 경기 순환 사이클 간 체계적 관계 없지만, 실업률 높이고 물가를 낮춤
- 불확실성 증가에 따른 경제활동 위축, 자산 가격 하락에 따른 실업률 상승
- 관세 정책(보호무역)은 경기 부양책이 아니라, 오히려 경기 둔화를 앞당기는 요인

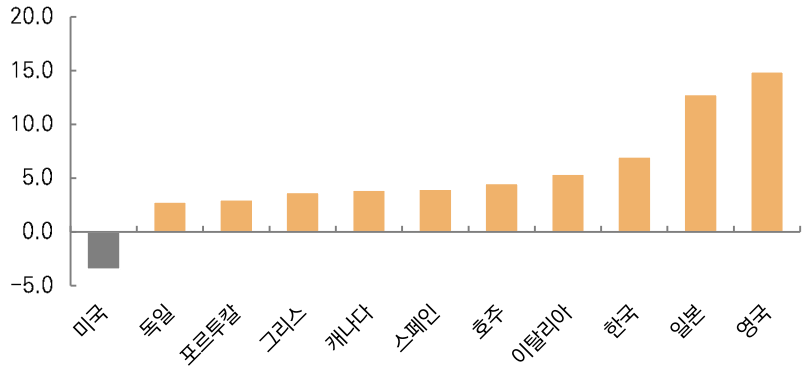
3) 주간이슈: 예산, 소비, 한국

- 예산: 일본 슈퍼 부양책, 영국 예산안 발표 등 재정 확대 박차...장기금리↑
- 소비: 미국 시즌 고용 2011년 이후 최저(9월). 미국 가계 신용 접근성 악화 → 소비 위축 우려
- 한국: 27일 금통위 예정. '금리 동결' 전망 우세. 반면, 연준 금리인하 기대 후퇴

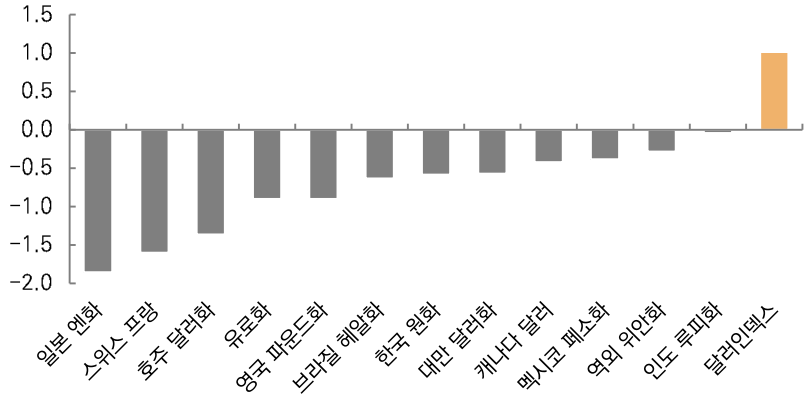
Global Market Snapshot(11.14-11.20)

영국·일본 10년 국채 금리 급등, 불확실성 확대 속 미 국채 가격·달러 강세, 귀금속 및 암호화폐 약세

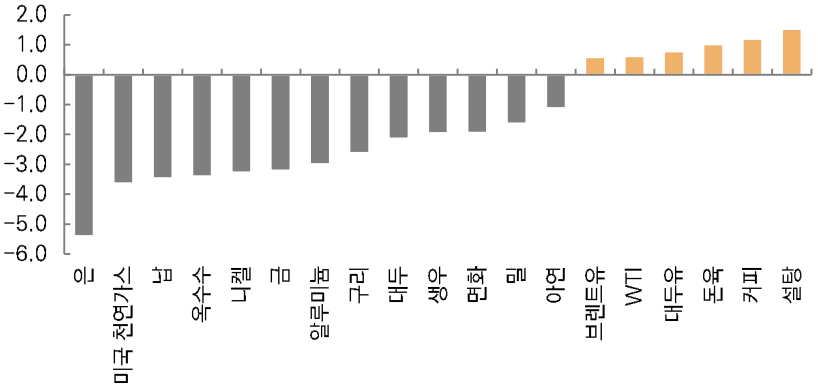
주요국 10년 국채 등락폭(bp)



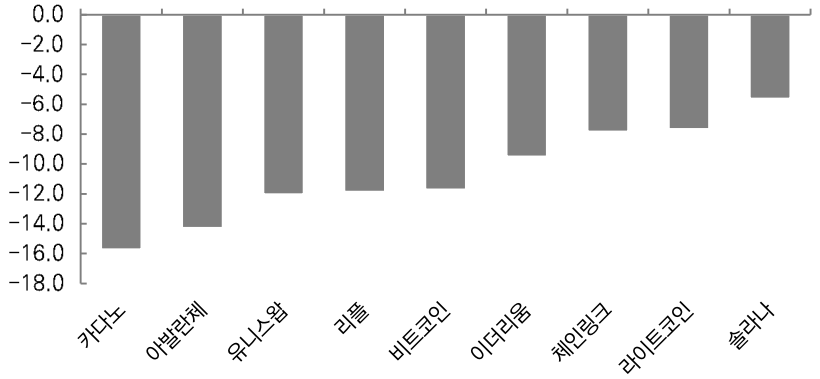
주요국 통화 가치 등락률(%)



블룸버그 상품지수 품목별 등락률(%)



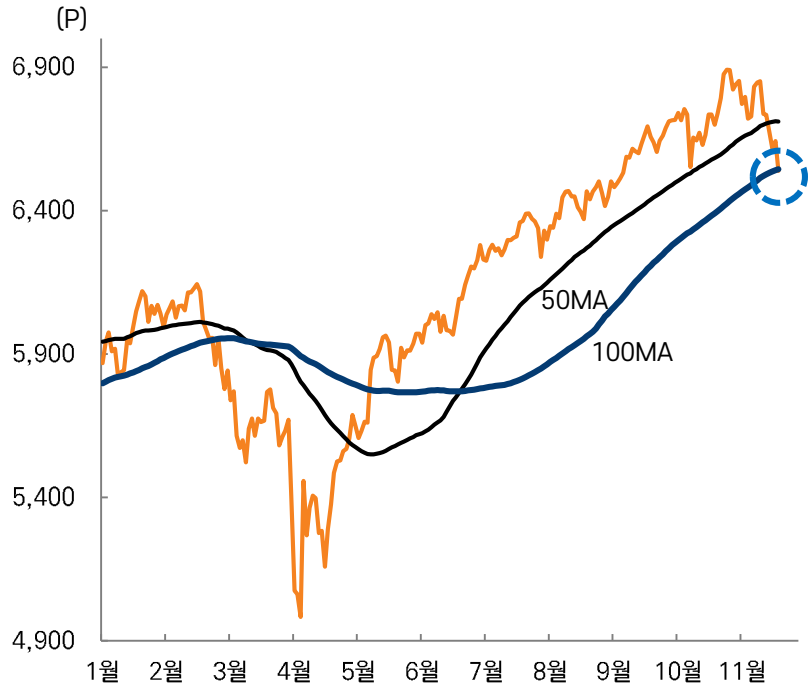
나스닥 크립토 지수 항목별 등락률(%)



커진 조정 압력 – 단기 or 중기?

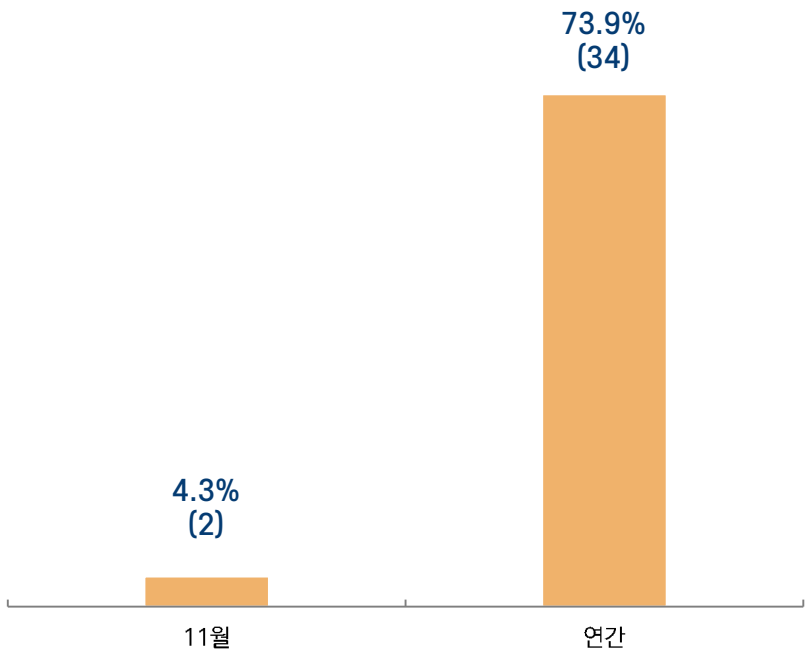
- S&P 500 지수를 비롯한 주요 지수가 50일, 100일 이동평균선을 차례대로 이탈하며 조정 압력이 커지는 모습을 보임
- 특히, 증시 상승을 견인하고 있는 AI 관련주들의 주가 부진이 11월 들어 커지며 증시 전반의 성과가 부진한 모습을 보임
- UBS AI 위너 지수를 구성하는 46개 기업 중 11월에 상승한 기업은 알파벳(+2.9%)과 퍼플릭 서비스 엔터프라이즈(+0.2%)뿐
- 증시 조정과 함께 시장의 투심은 빠르게 냉각되며 공포와 탐욕 지수는 '극도 공포' 수준이고 VIX 지수는 4월 말 이후 최고를 기록

S&P 500 지수 추이



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

UBS AI 위너 지수 구성 기업 성과



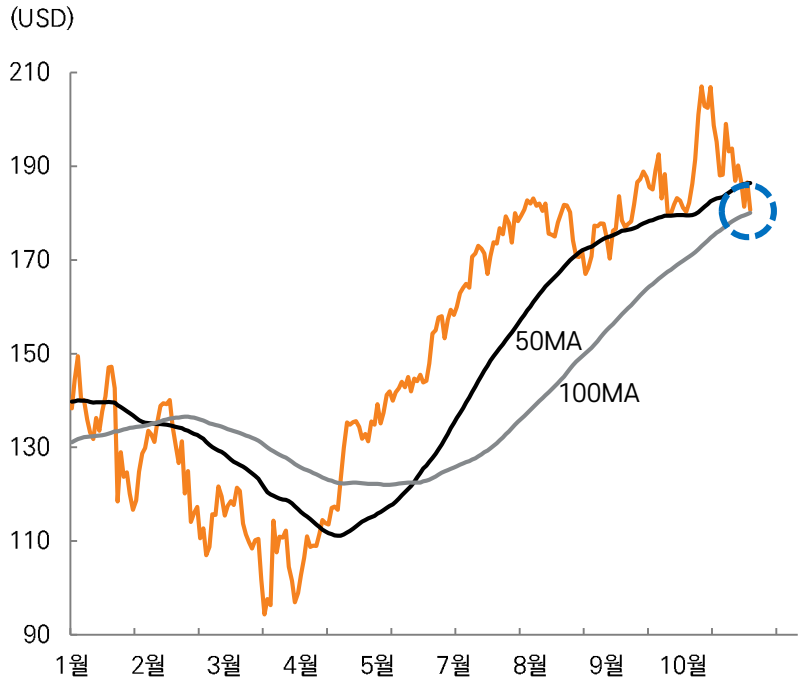
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터/주:구성 기업 수는 46개

Ⅰ. Market Recap

일장춘몽, 엔비디아

- 서프라이즈, 서프라이즈: 엔비디아의 3분기 실적과 4분기 전망은 시장 예상을 모두 상회하며 'AI 내러티브'를 더욱 강화(시간 외 6% ↑)
- 20일 정규장 초반 까지만 해도 이 같은 분위기가 이어지며 $450B 시총 증가. 이후 AI 버블 우려 지속, 매크로 불확실성 확대에 하락 반전
- 엔비디아는 AI 인프라에 대한 수요는 공급을 지속적으로 초과하고 있으며, 주요 고객사의 CapEx 상향, 차세대 칩의 강력한 매출 가시성 소개
- 월가 컨센서스 기준, 향후 12개월 평균 목표 주가는 $249.1로 전주 대비 약 6% 상향 조정. 약 93%의 기관이 '매수' 추천

엔비디아 주가 추이



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

엔비디아 3Q26 어닝스 콜 내용 요약

- ✔ **강력한 수요 지속**: 클라우드 용량 매진 및 GPU 가동률 100% 유지
- ✔ **매출 가시성 확보**: (~26년 말) 블랙웰 및 루빈 매출 $500B 예상
- ✔ **CapEx 상향 추세**: 26년 합산 설비투자 $600B(연초 대비 +$200B)
- ✔ **파운데이션 모델 성장**
  - OpenAI: 주간 사용자 8억 명, 기업 고객 100만 돌파
  - Anthropic: 연환산 매출(ARR), 연초 $1B에서 $7B로 급증
- ✔ **신규 AI 트렌드**: Cursor, Bridge, Open Evidence 등 Agent AI 수요 ↑
- ✔ **제품 및 기술**
  - 블랙웰: 3분기 전체 매출의 약 2/3를 차지
  - 루빈: 2026년 하반기 본격 양산 준비 순항
- ✔ **전략적 파트너십**
  - OpenAI: 최소 10GW 규모의 AI 데이터센터 구축 및 지분 투자 기회
  - Anthropic: 최초로 엔비디아 솔루션 도입 결정. 최대 1GW 용량 약정
  - Uber: 레벨 4 자율주행 플릿 확장을 위한 파트너십 체결

자료: 엔비디아, 미래에셋증권 리서치센터

Me Then, Me Now

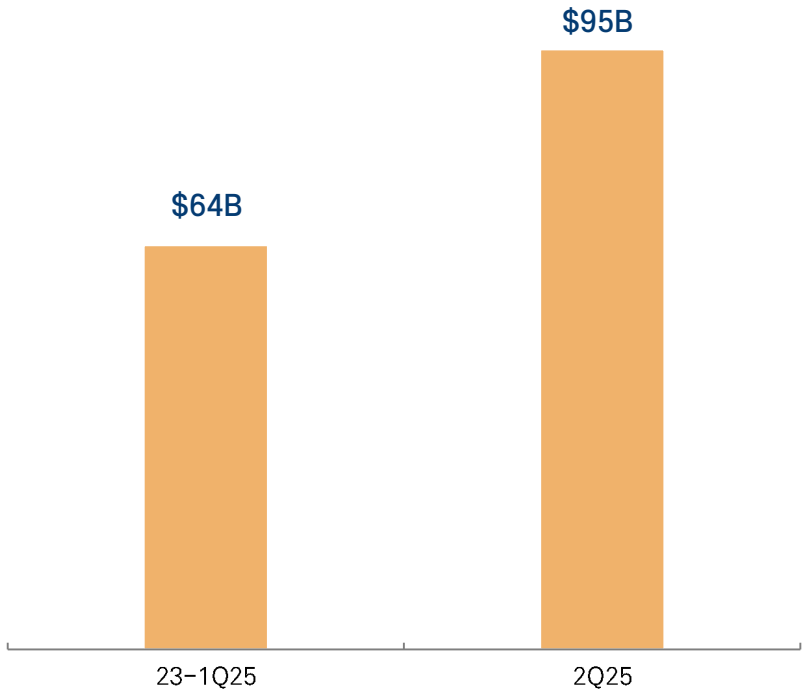
- 엔비디아 실적 발표 이후, 젠슨 황 CEO는 “A100이 출시된 지 6년이 지났음에도 불구하고 100% 가동률로 작동한다”고 언급
- 이는 Scion Asset Management의 창업자 마이클 버리가 ‘AI 칩의 내용연수 연장’에 따른 비용 축소, 이익 과대 계상 주장에 대한 반박
- 그는 2005년 서브프라임 사태와 2025년 AI 붐을 동일시. 다만, 자신이 보는 가치와 시장의 가격이 한동안 맞지 않았다면서 운용사 청산 결정
- 13F 공시 통해 다수의 스마트머니가 엔비디아 지분 청산 및 축소. 또한 데이터센터 건설 붐 속에 지역 반발에 부딪혀 중단, 지연 사례 급증.

마이클버리 Scion Asset Management 청산

SCION ASSET MANAGEMENT®, LLC

자료: Scion Asset Management

미국 데이터센터 건설 프로젝트 중단 또는 지연 규모

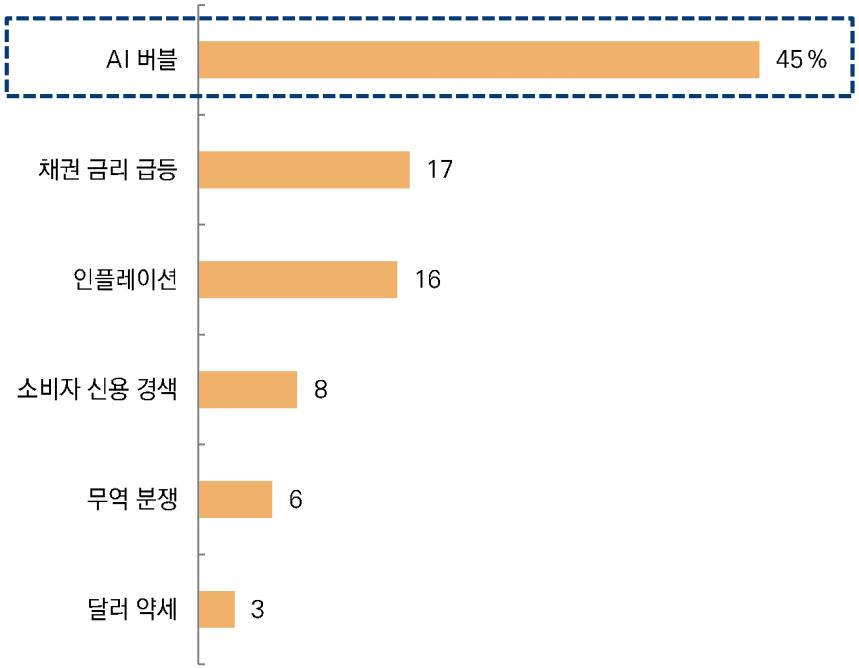


자료: 데이터센터 워치, 미래에셋증권 리서치센터

동전의 양면: AI 버블 vs. Mag 7 매수

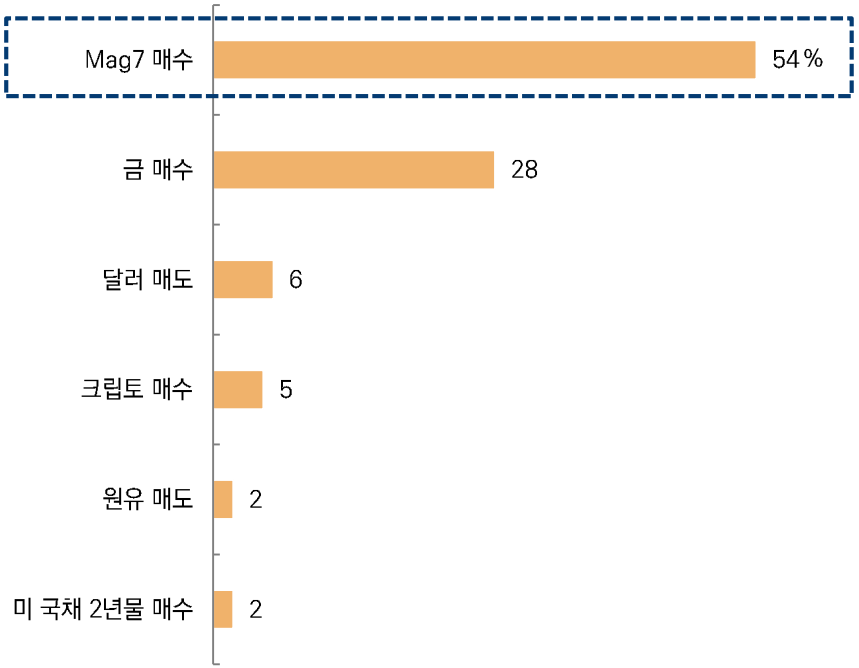
- 뱅크오브아메리카(BofA)가 글로벌 펀드매니저들을 대상으로 실시한 서베이 결과 '동전의 양면'과 같은 결과가 나옴
- 가장 큰 꼬리위험으로 글로벌 펀드매니저의 45%가 'AI 버블'을 선택한 반면, 가장 붐비는 거래로는 54%가 'Mag 7 매수'를 선택
- 이는 위험 인식과 행동 선택 간의 괴리를 반영하는 것으로 단기 성과와 장기 위험 간의 충돌로 볼 수 있음 → Top-heavy 구조 고착화
- AI 버블의 인식 변화: 엘리자베스 퀴블러 로스의 5단계 슬픔 이론처럼, '버블은없다(부정, 1단계)'에서 '버블이지만 괜찮다(수용, 5단계)'로 이동

BofA 글로벌 FMS 서베이: 꼬리위험(Tail Risk)



자료: BofA, 미래에셋증권 리서치센터

BofA 글로벌 FMS 서베이: 가장 붐비는 거래(Crowded trade)

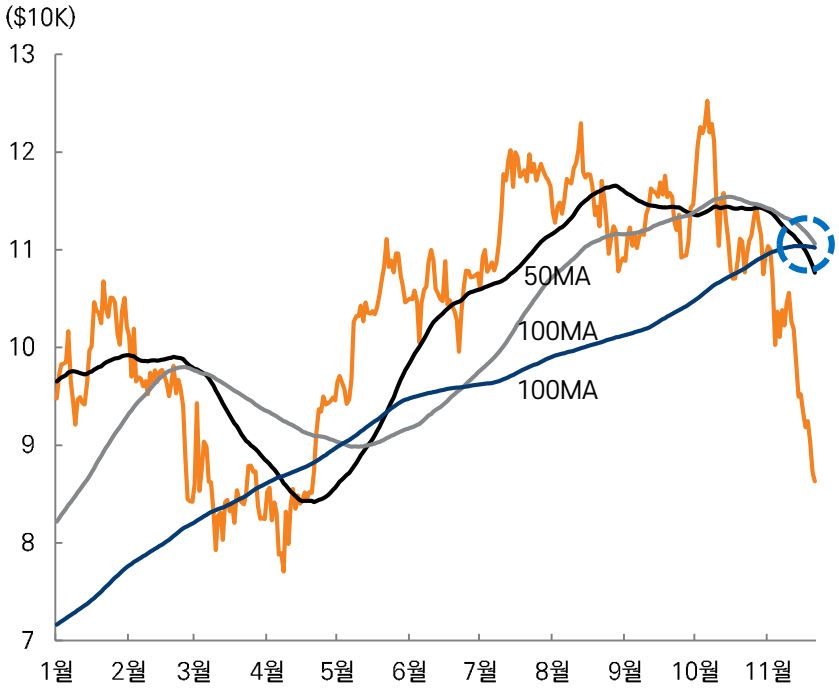


자료: BofA, 미래에셋증권 리서치센터

일찍 겨울이 찾아 온 암호화폐 시장

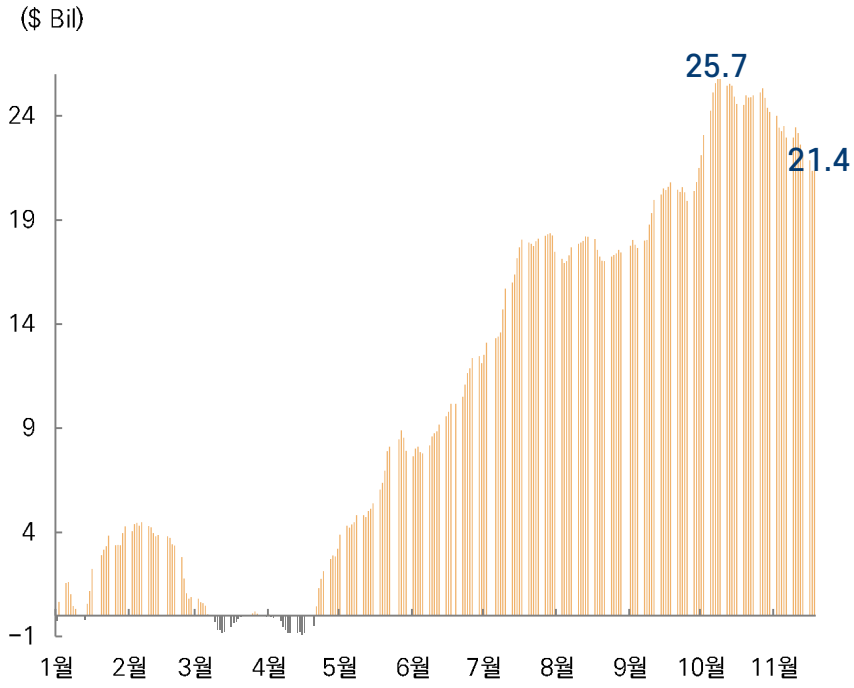
- 비트코인은 10월 고점 $126,000에서 6주 만에 30% 넘게 하락하며 연중 저점($77K)까지 약 10% 정도 남은 상황
- CoinMarketCap 공포와 탐욕 지수는 현재 11로 비트코인 가격이 연중 최저가를 기록했을 당시 25보다 더 낮은 수준을 보임
- 기술적으로는 50일 이동평균선이 100일, 200일을 차례대로 하향 돌파(Dead Cross)하며 추가 조정 압력이 높아질 수 있음을 시사
- 지난 6주간 미국에 상장된 비트코인 ETF에서 약 44억 달러의 자금이 순유출 발생. 기관 매수세 약화 속에 개인 투자자 패닉 셀링 압박 심화

비트코인, 고점 대비 30% 넘게 하락



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

비트코인 ETF 순매수 규모 추이



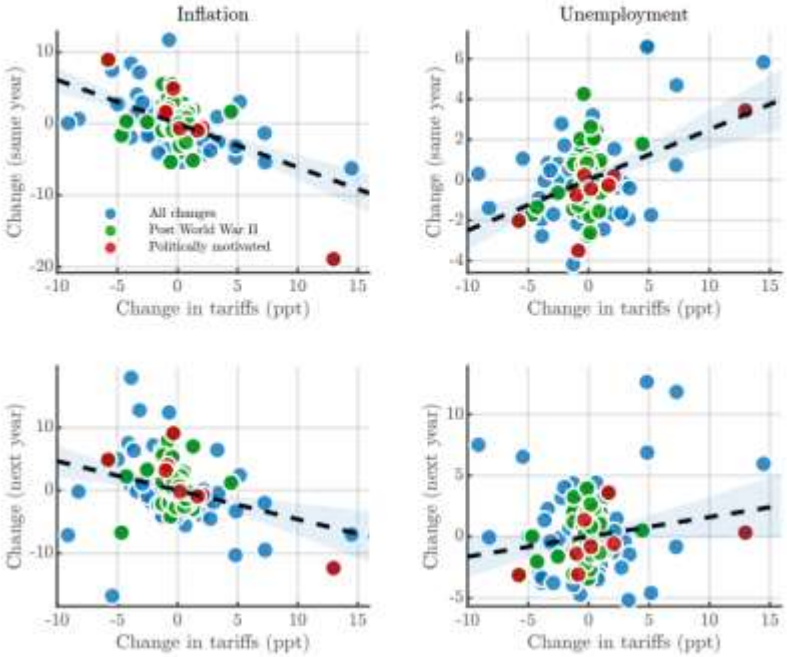
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

관세: 물가↓, 실업률↑

- 샌프란시스코 연은, 지난 150년간의 미국 관세 정책이 거시 경제이 미치는 단기적 영향을 추정
- 관세와 경기 순환 간의 체계적인 관계는 없지만, 실업률을 높이고 경제 활동을 감소시켜 물가를 낮춤
- 관세 충격이 총수요 채널을 통해 작동하며 ① 불확실성 증가와 ② 자산 가격 하락으로 설명 가능
- 불확실성 증가: 관세 충격이 경제적 불확실성을 증가시켜 가계와 기업의 신뢰 저하 → 경제활동 위축
- 자산 가격 하락: 부정적 관세 충격이 자산 가격으로 이어져 총수요를 억제하고 실업률을 높임
- 관세 정책(보호무역)은 경기 부양책이 아니라, 오히려 경기 둔화를 앞당기는 요인이라고 볼 수 있음

관세 변화가 미국 경제에 미치는 영향: 인플레이션 ↓, 실업률 ↑

Figure 4: Tariff changes and the economy, United States



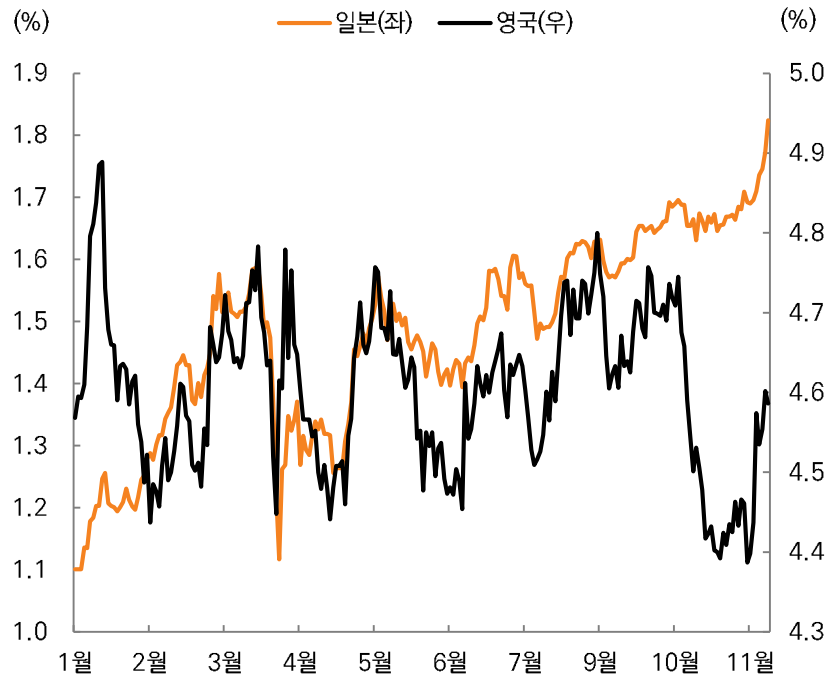
자료: 샌프란시스코 연방준비은행/주: 보고서 [바로가기]

II. 주간 이슈: 재정(예산)

예산안: 재정 건전성 우려

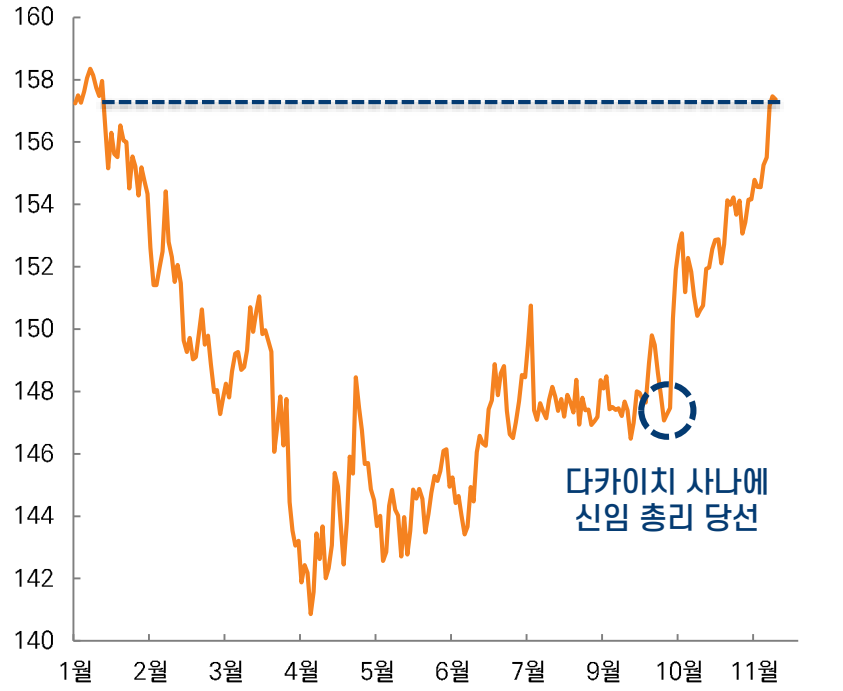
- 슈퍼 경기 부양책: 일본 다카이치 내각은 21조엔 규모의 경기 부양책 패키지 결정. 고물가 대응, 위기 관리 및 성장 투자, 국가 안보 강화 중점
- 다카이치 내각은 '기초재정수지(채무 이자 제외한 수입-지출)' 목표를 폐지하고 '책임 있는 재정'으로 전환해 재정 정책 유연성을 확대
- 일본 정부 부채는 GDP 대비 263%로 세계 최고 수준. 일본 국채 10년물 금리는 2008년 6월 이후 최고, 엔화 가치 약세 심화
- 영국 역시 26일 예산안을 발표할 예정. 스타머 총리가 '긴축 재정'을 하지 않겠다고 밝히면서 영국 10년 국채 금리는 5주 만에 최고 기록

10년물 국채 금리 추이



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

달러/엔 환율 추이



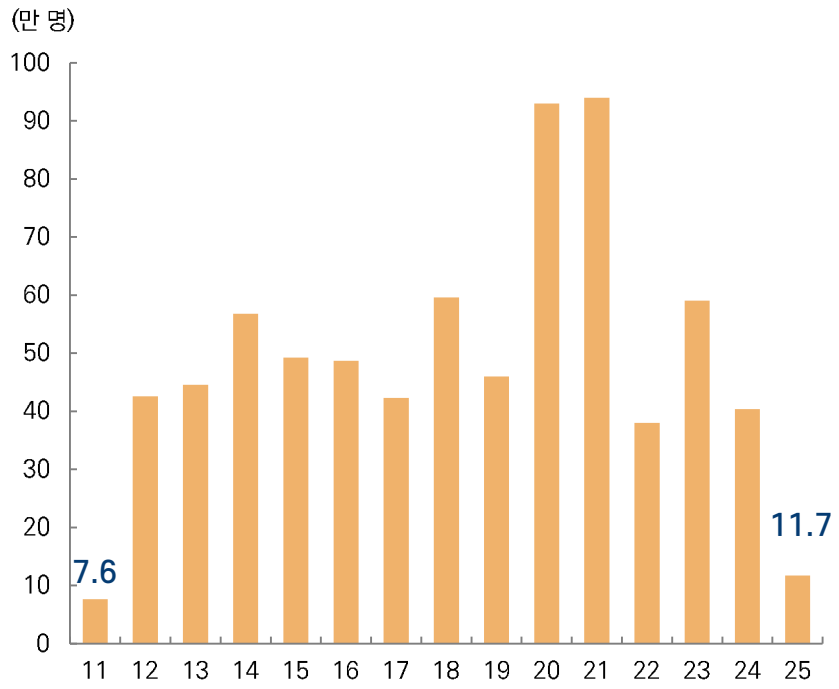
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

II. 주간 이슈: 소비

시즌 고용 2011년 이후 최저

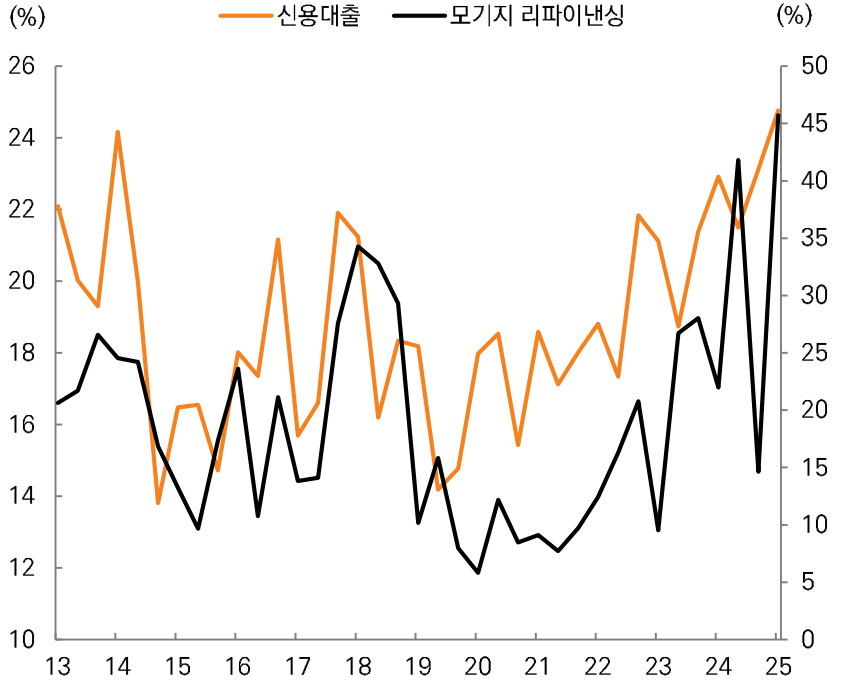
- 미국 고용시장은 일반적으로 연말연시 쇼핑시즌을 앞두고 9월에 대규모 '시즌 고용(채용)' 발생 → 올해는 2011년 이후 최저 기록
- 인디드에 따르면, 10월 소매업 관련 구인 공고가 전년 대비 16% 감소한 반면 구직자는 27% 증가. 연말 쇼핑 시즌 수요 부진 우려 확대
- PwC는 올해 홀리데이 평균 지출이 전년 대비 약 5% 감소, 딜로이트와 세일즈포스는 매출 성장이 작년보다 더디게 성장할 것으로 전망
- 미국 가계의 신용 접근성 악화: 모든 종류의 신용 대출에 대한 거부율(24.8%)과 모기지 리파이낸싱 거부율(45.7%) '역대 최고' 기록

미국 기업 채용 계획



자료: Challenger, Gray & Christmas, 미래에셋증권 리서치센터/주: 매년 9월 기준

미국 가계 신용 접근성 악화



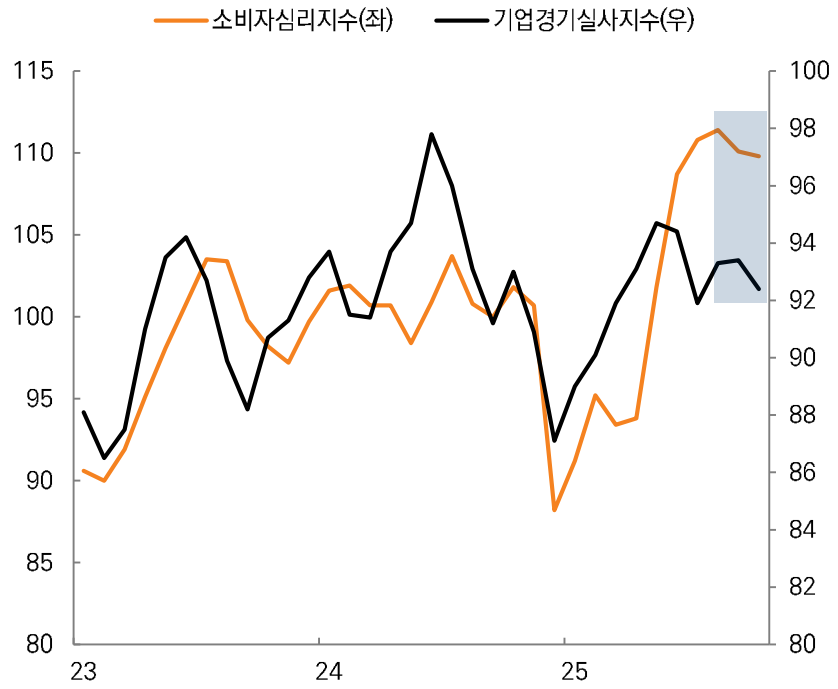
자료: 뉴욕연방준비은행, 미래에셋증권 리서치센터

Ⅱ. 주간 이슈: 한국

한국 금통위(27일)과 원화 약세

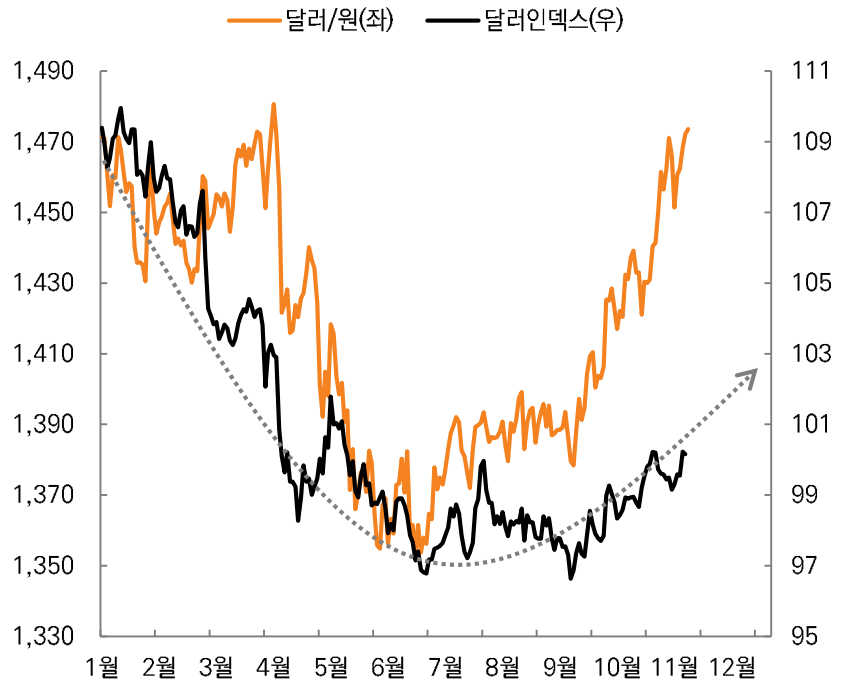
- 27일(목) 올해 마지막 금융통화정책위원회 예정. 시장에서는 동결과 인하 의견이 팽팽히 맞서는 가운데 당사는 '동결(2.5%)'을 예상
- 지난 12일 이창용 한국은행 총재의 외신 인터뷰 이후 채권시장의 긴장감 상승. 국고채 금리는 상승하고 원화 약세 폭은 확대
- 새 정부의 확장적 재정 정책 기조 속에 내년 GDP 성장률 전망치 잇따라 상향되고 있지만 소비자 및 기업의 체감은 둔화
- 25년 3분기까지 법원에 접수된 개인회생 신청 건수는 '역대 최대치'를 기록. 국내 건설·석유화학 업황 악화에 따른 파산 및 구조조정 압력 ↑

한국 소비자 및 기업 심리지수



자료: 한국은행, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

달러/원 환율과 달러인덱스



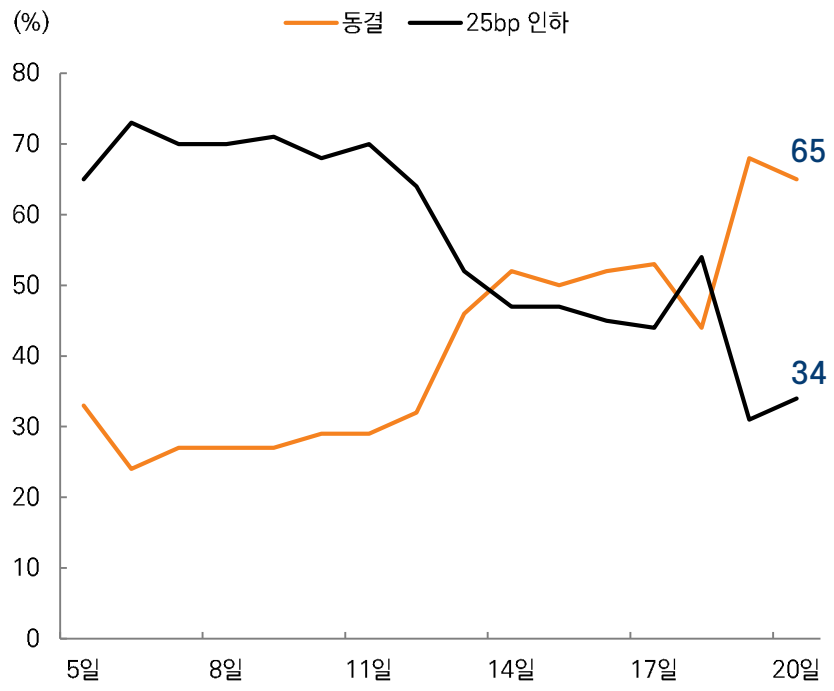
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

II. 주간 이슈: 연준

연준의 금리 인하 기대 후퇴

- 올해 마지막 FOMC 회의(12/9~10)를 앞두고 연준 위원들은 합리적 판단의 근거가 될 '논리적 데이터' 부족 현상에 직면
- 11월 FOMC 회의 이후, 파월 의장은 "12월 추가 금리 인하가 기정사실이 아니다"라고 강조하며 시장의 금리 인하 기대감 일축
- 최근 다수의 연준 위원들은 ① 추가 금리 인하 지지 어려움 ③ 3% 인플레이션은 높음 ③ 노동시장 비교적 균형적이라는 공통 의견을 보임
- 20일 기준, 폴리마켓에 따르면 12월 FOMC 회의에서 '금리 동결'을 65%로 전망. 이는 CME FedWatch와 동일한 수준

12월 FOMC 회의 금리 전망



자료: 폴리마켓, 미래에셋증권 리서치센터/주:11월 20일 기준

최근 연준 위원 발언 내용

1. 오스탄 굴스비(시카고) - Hawkish
9월 금리 인하 이후, 연말까지 1회 추가 인하면 충분하다고 생각. 10월에는 노동시장이 점직적으로 식고 있다고 판단. 반면 최근 3개월 인플레이션은 잘해야 '제자리수준'

2. 엘리자베스 해맥(클리블랜드) - Hawkish
인플레가 여전히 너무 높고, 잘못된 방향으로 움직이고 있음. 어느 정도 제약적인 수준으로 유지할 필요. 노동시장 균형을 이루고 있는 것으로 보이지만, 우려할만한 이유들이 존재.

3. 제프리 슈미드(캔자스시티) - Hwakish
추가 금리 인하는 인플레이션에 해를 끼칠 수 있음. 추가 금리 인하로 노동시장 내 금이 간 부분을 메울 수 없음. 통화정책은 수요 성장에 역행(lean against) 해야 함.

4. 크리스토퍼 월러 연준 이사 - Dovish
인플레이션 위험은 사실상 진정됐고, 고용·소비 둔화가 더 큰 리스크로 부상. 따라서 연준은 경기 침체가 공식화되기 전에 선제적으로 금리를 더 인하 해야함.

5. 안나 폴슨(필라델피아) - Dovish
9월 고용 지표는 전체적으로 고무적이었지만, 여전히 인플레보다 노동시장 쪽을 더 우려하고 있음. 물가는 '상방', 고용은 '하방' 위험이 있기 때문에 미세한 균형 유지 필요.

자료: 미래에셋증권 리서치센터

역발상

- 공포와 탐욕 지수가 급락하며 '극도의 공포(Extreme Fear)' 수준까지 하락한 상황. 과거 이 같은 수준은 2022년 약세장과 지난 4월 해방의 날 밖에 없었음. 과거와 비교하면 지금 지수의 조정폭은 5% 밖에 되지 않음.
- 이는 개인 투자자들의 'BUY THE FEAR'라는 역발상 메커니즘이 작동했기 때문. 미국 가계의 주식 소유 비중은 52%로 역대 최고 수준을 기록하고 있음.

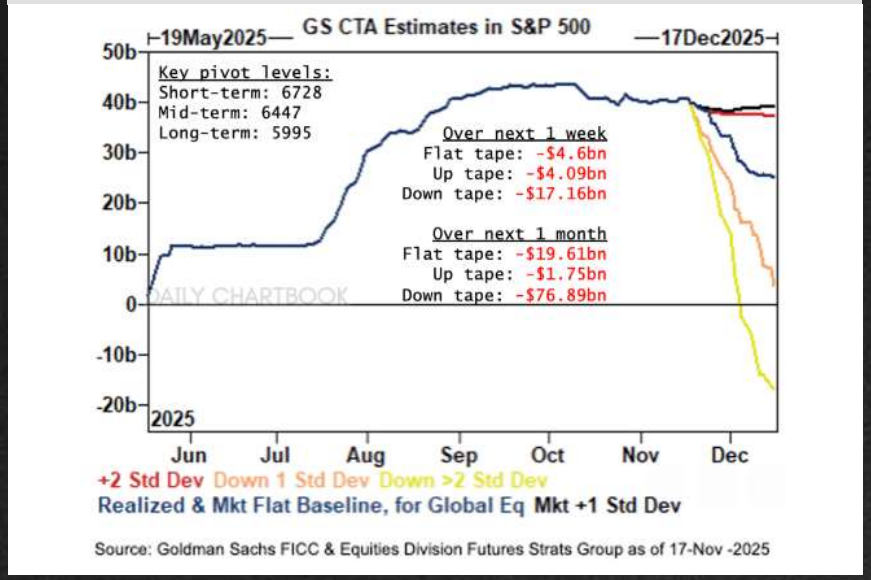
추세 추종 매매

- 지난 17일 골드만삭스 FICC & Equities가 발표한 자료에 따르면, CTA(추세 추종 매매)는 향후 1주일 과 1개월 동안 모든 시나리오에서 주식을 매각할 것이라고 밝힘. 매도 가능 총 규모는 최대 $75B를 상회할 것으로 예상.
- 현재와 같은 하락세 속에서 조정 압력이 커진다면 매도 압력은 더욱 커질 수 있음. 이에 따른 리스크 관리 필요성 증가.

CNN 공포와 탐욕 지수

자료: MacroMicro

골드만삭스 CTA 추정치



자료: Barchart

Compliance

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.