Daishin 증권

2025년 11월 28일 금요일

Morning Meeting Brief

Fixed Income

여전히 인하 가능성은 있지만, 마치 인하가 끝난 것처럼..

- 11월 한은 금통위 기준금리 2.50% 동결. 4회 연속 현 수준 유지
- 환율, 금융안정 대응 위해 또 동결. 인하 1인 소수의견에 만장일치는 불발
- 여전히 기준금리 인하 가능성 남겼지만, 시장 불안감 해소에는 역부족

공동락. dongrak.kong@daishin.com

Strategy

[퀀틴전시 플랜] 통화정책 기대, 연준 UP – 한국은행 DOWN

- 뉴욕증시 투자심리 회복. 유동성 불확실성 정점 통과?
- 한국은행의 매파적 금통위, 금리인하 종료 우려
- 미국 AI 기술주 반등 / 종목장세: 로봇, NAVER, 고려아연 등

정해창. haechang.chung@daishin.com

Strategy

[다음주 시장은?] 보릿고개를 지날 것

- 금리인하 전망에 따른 변동성 불가피, 단기 유동성 스트레스는 정점 통과
- 한국 GDP 성장률 상향 전망, 경제 펀더멘털과 기업이익 성장은 견조할 것
- 중장기 방향성(대세 상승) 유효, 변동성을 활용한 비중확대 전략

정해창. haechang.chung@daishin.com

Global Strategy

[더 글로벌 레이더 / 12 월 1 주차 전략] 12 월, 기대해도 좋다(美 금리 인하 현실화+AI 낙관론 확산)

- 12월 글로벌 투자환경, 위험 선호 심리를 이끌 4가지 요인
- 美 금리 인하, 차기 연준 의장 선임(성탄절 이전) 등 향후 적극적 통화완화 기대 부각
- 구글, 제미나이 3.0 공개. AGI 타임라인 앞당기며 AI 낙관론 확산 기대

문남중. namjoong.moon@daishin.com

Commodity

중국의 감산과 물가 상승 유발할 러-우 전쟁 종식

- 평화 협정 추진 의사 밝힌 우크라이나 대통령, 러시아에 대한 제재 해제 기대감 Up
- 중국으로 염가에 팔리는 러시아산 원자재, 러-우 전쟁 종식은 중국의 감산(비용 상승) 유발
- 즉, 장기간 진행된 중국의 디플레이션이 반전될 수 있다는 것, 종전 여부와 이에 따른 나비 효과 주목

최진영. jinyoing.choi@daishin.com

일본 부동산

[Market Review] 9 월 도쿄 맨션(아파트) 시장과 오피스 시장 여전히 맑음

- 11/17일 내각부 발표, 25년 3분기(7-9월) GDP 성장률(속보치) 전분기 대비 -0.4% (연율 환산치 -1.8%)
- 9월 도쿄 23구 신축 맨션 공급량 전년비 -12% 감소. 평균 공급가는 13,764만엔으로 전년비 +28% 상승
- 9월 도쿄 도심 5구 오피스 공실률 2.7%로 7개월 연속 하락. 평당 임대료는 21,092엔으로 20개월 연속 상승

나미선. misun.na@daishin.com

산업 및 종목 분석

[Issue Comment] NAVER: 두나무로 채워진 숫자, 그 이상의 서사는 장기적 관점으로

- 네이버파이낸셜, 두나무 주식 교환 결정. 거래 성사 시, 네이버 연결 실적 편입
- 이번 거래는 글로벌 디지털자산 산업의 주도권 확보 위한 결합, 신성장 동력 확보
- 파이낸셜 가치는 장기적 리레이팅 가능하나, 아직 규제 미비로 단기 모멘텀 제한적

이지은. jeeeun.lee@daishin.com

Fixed Income

여전히 인하 가능성은 있지만, 마치 인하가 끝난 것처럼..

- 11월 한은 금통위 기준금리 2.50% 동결. 4회 연속 현 수준 유지
- 환율, 금융안정 대응 위해 또 동결. 인하 1인 소수의견에 만장일치는 불발
- 여전히 기준금리 인하 가능성 남겼지만, 시장 불안감 해소에는 역부족

Fixed Income Strategist 공동락
dongrak.kong@daishin.com

2025년 11월 한은 금통위 기준금리 2.50%로 동결

11월 한국은행 금융통화위원회가 기준금리를 기존 수준인 2.50%로 동결했다.

이번 기준금리 동결은 수도권 부동산 문제와 외환시장의 불안이 한층 더 심화된데 따른 통화당국의 정책 대응으로 풀이된다. 또한 성장률과 물가상승률 전망을 모두 상향 조정함에 따라 신속한 경기 부양 대응의 필요성도 종전보다 크게 둔화됐다는 점도 동결 대응의 논거로 보인다.

한편 이번 기준금리 동결은 인하를 주장한 소수의견 1인(신성환 위원)으로 인해 만장일치가 아니었다.

이총재 시장 달래기에도 여전히 불안 1) 통방 문구 변화 2) 구체적 안정책 X

11월 금통위에서의 기준금리 결정을 앞두고 금융시장에서는 이미 동결을 기정사실화하는 분위기가 역력했다. 10.15 부동산 대책을 전후로 낮은 금리와 유동성 증가가 부동산 가격 상승에 일조했다는 진단들이 연달아 부각됐고, 외환시장에서 달러원 환율 역시 상승세를 이어갔기 때문이다.

따라서 금융시장에서는 통화당국이 기준금리가 동결된 배경을 어떻게 술회하고, 향후 정책 방향을 어떻게 진행해 나갈 지에 대한 언급에 보다 주목했다. 결과적으로 이창용 총재는 이러한 시장의 사전적인 분위기를 의식한 듯 딱히 매파적인 발언이나 진단을 피했고 경우에 따라서는 시장 안정을 위한 발언도 수차례 내놨다. 하지만 이미 급속도로 악화된 심리 속에 채권시장은 약세 폭을 더욱 심화했다.

당사는 이번 기준금리 결정과 이창용 총재의 회견에서 채권시장이 이처럼 무기력한 반응으로 일관했던 원인을 크게 두가지로 요약하고자 한다.

첫째, 향후 통화정책 방향에 대한 표현에서 기존 인하 '기조'가 '가능성'으로, 추가 인하 '시기'가 '여부'로 대체됐다는 점이다. 사실 이번 금통위 이전 이창용 총재는 외신과의 인터뷰를 통해 '정책 전환' 가능성이란 표현으로 인해 적잖게 시장에 충격을 미친 바 있다. 따라서 이번 회견을 통해 해당 사안에 대한 해명이 있었지만 시장은 이번 통방 문구 변화를 해당 발언과 사실상 동일시하는 반응을 보였다.

둘째, 최근 금리 급등에 따른 시장 안정화 조치에 대한 가능성은 시사했지만 최근 금리 상승을 통화정책에 대한 기대가 변화하는 과정에서 있을 수 있는 상황이란 진단과 함께 구체적인 대응 여부에 대해서는 즉답을 피했다는 점이다. 이미 단기간에 금리가 속등하면서 일종의 금리 수준의 '레짐 체인지'를 겪고 있는 시장 참가자들의 입장에서는 딱히 심리를 진정시킬 여지를 발견하지 못했다.

이에 따라 당사는 11월 금통위를 기점으로 투자심리 안정과 분위기 반전을 기대했던 상황의 역(逆) 작용까지 감안할 때 시장금리의 상승 변동성 분출이 당분간 지속될 가능성이 크다고 전망한다. *다음 페이지에서 계속됩니다.

Strategy

통화정책 기대,
연준 UP – 한국은행 DOWN

Strategist Jr. 정해창
haechang.chung@daishin.com

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

- 뉴욕증시 투자심리 회복. 유동성 불확실성 정점 통과?
- 한국은행의 매파적 금통위, 금리인하 종료 우려
- 미국 AI 기술주 반등 / 종목장세: 로봇, NAVER, 고려아연 등

뉴욕증시 투자심리 회복. 유동성 불확실성 정점 통과?

– 연방준비제도(Fed)의 완화적인 정책 기대감을 반영하면서 위험자산 선호심리 강화. 연준의 11월 베이지북에서 경제활동 둔화 신호가 관측되면서, 선물시장의 12월 기준금리 인하 가능성은 85%까지 상승. WSJ는 연준의 스탠딩 레포 제도가 며칠동안 단기자금 시장의 시험대에 오를 것으로 평가. 11월 25, 26일 레포 창구에서 246억 달러가 집행되었고 아직 시장에서 스트레스 신호는 관측되지 않는 상황

– 오늘 밤은 미국 추수감사절로 미국 증권/채권시장 휴장. 28일은 단축운영 예정. 월말 단기 유동성에 대한 불확실성은 주말 정점 통과 예상

한국은행의 매파적 금통위, 금리인하 종료 우려

– 한국은행은 금리 2.5% 동결과 함께 추가 금리인하에 대해 의결문의 '인하 기조' 표현을 '가능성'으로 조정. 경제전망에서는 올해와 내년 성장률을 0.9%, 1.6%에서 1.0%, 1.8%로 상향. 금리 인하 종료 가능성 시사까지도 해석 가능한 매파적 스탠스에 코스피는 상승 폭을 축소, 달러/원 환율은 한때 1,461원까지 하락 반전

– 한국은행의 결정은 단기적으로 성장 촉진 기대를 낮출 수 있으나, 한국 경제의 장기적 펀더멘탈과 기업 이익 성장이 견조하다면 우호적으로 작용할 수 있음. 비슷한 시각, BOJ 노구치 위원의 금리 인상 주장, 글로벌 통화 시장에 매파적으로 반영

미국 AI 기술주 반등 / 종목장세: 로봇, NAVER, 고려아연 등

– 전일 미국 뉴욕증시의 기술주 랠리 반영. 구글과의 경쟁 우려로 하락했던 엔비디아 진영의 반도체 기업 주가 반등. SK하이닉스가 KOSPI 상승 중 18.2pt 기여

반도체: SK하이닉스(+3.8%), 삼성전자(+0.6%), DB하이텍(+2.9%) 등

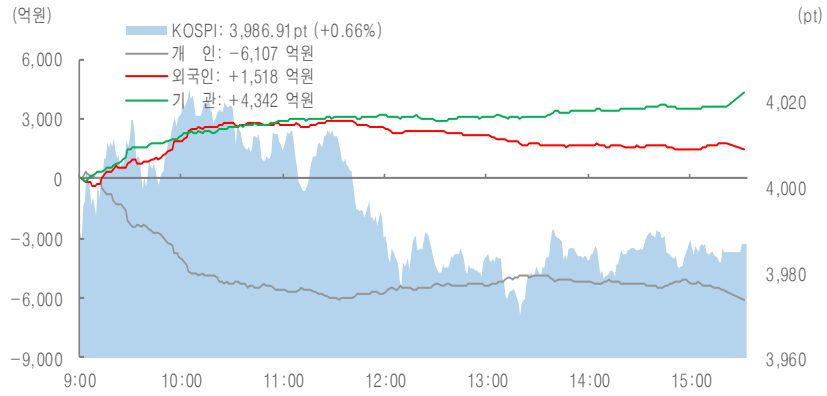
전력기기: 효성중공업(+2.5%), LS ELECTRIC(+4.1%), 산일전기(+3.9%) 등

– **로봇**: 삼현(+30.0%) 글로벌 빅테크향 수주 전망, 하이젠알앤엠(+9.8%), 레인보우로보틱스(+2.8%) 등

– **NAVER(–4.6%)**: 두나무와의 합병비율 및 10조원 규모 투자 발표. 이벤트 이후 차익매물 출회

– **고려아연(+14.6%), 영풍(+12.5%)**: 미국 이그니오 인수를 둘러싼 법적 분쟁으로 경영갈등 재점화

KOSPI 투자주체별 수급 및 장중흐름



자료: 대신증권 Research Center

Strategy

보릿고개를 지날 것

Strategist Jr. 정해창
haechang.chung@daishin.com

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

- 금리인하 전망에 따른 변동성 불가피, 단기 유동성 스트레스는 정점 통과
- 한국 GDP 성장률 상향 전망, 경제 펀더멘털과 기업이익 성장은 견조할 것
- 중장기 방향성(대세 상승) 유효, 변동성을 활용한 비중확대 전략

금리인하 전망에 따른 변동성 불가피, 단기 유동성 스트레스는 정점 통과

12월 FOMC를 앞두고 통화정책에 대한 기대와 우려가 교차하는 가운데, 금리 인하 전망 상승으로 투자심리 회복. 다음 주 역시 12월 FOMC를 앞두고 통화정책 컨센서스, 유동성에 대한 투자심리 변화가 증시 등락을 결정할 전망. 다만, 셧다운 여파로 주요 지표 발표가 FOMC 이후로 연기되어 시장이 의존할 데이터는 제한적. 연준위원들은 블랙아웃 기간에 돌입하면서 관망, 경계심리가 증시를 주도할 수 있음

오는 3일 ADP 민간고용지수에 주목. 11월 공식 고용지표 지연으로 고용상황을 파악할 수 있는 대체지표. 11월 민간 일자리는 10월(4.2만 건) 대비 둔화된 2만 건 증가가 예상. 예상치를 하회하거나 마이너스를 기록한다면 금리의 명분 강화. 4일 챌린저 해고계획, 5일 9월 PCE 물가지수, 2일과 4일 제조업/서비스업 PMI 역시 통화정책 컨센서스에 변화를 줄 수 있는 주요 지표. 다만, 파월 의장이 12월 금리를 인하하더라도, 추가 인하 기준선을 높여 연준 내부 반대파를 설득하는 경우, 해당 시나리오가 시장에 우호적일지에 대한 고민은 여전. 불확실성에 따른 변동성 불가피

다음 주 단기 유동성 상황 변화에 주목할 필요. 9월부터 월말 단기 유동성 스트레스가 증가하는 패턴 반복. 연준의 상설 레포 창구 이용 규모 또한 증가 추세이며, 11월 25~26일 이틀간 246억 달러 규모 실행. 다음주 초반 유동성 발작이 나타나지 않는다면 불안심리는 빠르게 진정될 수 있음. 12월 연준의 QT 종료와 함께 단기 유동성 스트레스가 해소될 전망. 26년 1월부터 조기 적용 가능한 미국 대형은행의 eSLR 규제 완화, 재무부 TGA 방출 등 유동성 기대감 역시 점차 증가할 것으로 예상

한국 GDP 성장률 상향 전망, 경제 펀더멘털과 기업이익 성장은 견조할 것

한국은 1일 수출입 지표와 3일 3분기 GDP 속보치 발표가 예정. 견조한 수출 및 경제 펀더멘털이 확인될 경우, 최근 원화 약세 흐름의 분위기 전환과 외국인 수급에 우호적인 여건이 조성될 것으로 기대. 한국은행은 올해 성장률을 0.9%에서 1.0%로 상향 전망

중국 제조업/서비스업 PMI에서는 소비 시즌 기업들의 판매 동향이 핵심 포인트. 2026년 남은 기간 중국 정부의 부양 의지 약화로 기대감은 높지 않음

중장기 방향성(대세 상승) 유효, 변동성을 활용한 주도주 비중확대 전략

12월 FOMC 전까지 심리 변화에 따른 등락은 불가피하지만, 코스피 선행 EPS 증가 추세가 지속되는 가운데 최근 주가 조정으로 선행 P/E는 10.1배 수준까지 하락. 선행 P/B 역시 1.18배로 하락하며 밸류에이션 매력 증가. 약해졌던 투자심리 또한 저점을 다지는 중. Fear & Greed 지수는 현재 18로 여전히 '극도의 공포' 구간에 위치하지만, 11월 20일 7로 저점을 형성한 이후 반등 중. 변동성을 활용한 비중 확대 전략 유효. 특히 코스피 선행 EPS 성장이 유효하며 밸류에이션 매력이 높아진 주도주(반도체, 조선, 방산, 지주, 증권, 기계 등) 중심의 비중확대 전략 지속

Global Strategy

12월, 기대해도 좋다(美 금리 인하 현실화+AI 낙관론 확산)

Global Strategist 문남중
namjoong.moon@daishin.com

- 12월 글로벌 투자환경, 위험 선호 심리를 이끌 4가지 요인
- 美 금리 인하, 차기 연준 의장 선임 등 향후 적극적 통화완화 기대 부각
- 구글, 제미나이 3.0. AGI 타임라인 앞당기며 AI 낙관론 확산 기대

12월 FOMC(현지시각 9~10일)가 가까워질수록, 글로벌 증시 분위기는 뜨거워질 것이다. 연준 주요 인사들의 12월 금리 인하 지지 그리고 관세로 인한 비용 부담 완화 평가, 트럼프 대통령의 내년 4월 중국 방문 확정, 엔비디아의 중국 AI 반도체 수출 허용 검토 등 위험 선호 심리를 이끌 요인이 다분하다.

CME 패드워치 툴에 따르면, 26일 12월 25bp 금리 인하 확률은 84.7%로 일주일 전(30.1%)과 비교해보면 금리 인하가 기정사실화되는 분위기이다. 9월 연준의 금리 인하 재개의 명분이 고용시장 둔화라는 점에서 9월 고용지표 결과는 재해석이 필요하다. 단순히 예상치를 상회한 비농업부문 고용자수 수치보다는 고용추세(7~9월)가 저조하고 7~8월 수치가 하향 조정된 점이다. 특히 8월 수치는 기존 2.2만 명 증가에서 4천 명 감소로 바뀐 점이다. 또한 9월 실업률은 4.4%로 전월(4.3%)을 상회했다.

연준이 10월 고용과 물가 지표를 확인하지 못하는 데이터 블랙아웃 상황이더라도 12월 금리 인하는 현실화될 것이다. 특히 성탄절 이전 차기 연준 의장 선임이 예정되어 있다면, 금융시장은 현 파월 연준의장 보다는 유력한 차기 연준 의장의 성향이 모두 금리 인하를 지지하는 인물들이라는 점에 촉각을 곤두세울 것이다. 이를 통해 향후 적극적 통화완화 기대를 주식시장에 반영해 나갈려고 할 것이다.

22년 11월 Open AI의 챗GPT 출시가 가져온 AI 혁명이, 19일 구글이 공개한 제미나이 3.0으로 인해기존 판도를 바꾸는 AI 혁명 2.0이 시작된 것으로 판단한다. 제미나이 3.0이 추론, 멀티모달, 에이전트 기능에서 주요 벤치마크 대비 압도적 리더십 증명(LM Arena, 1501 Elo 점수 기록 등), 구글의 경제성 높은 TPU 기반 훈련과 플랫폼 통합이 AGI 타임라인을 앞당길 것이다. 이는 AI 버블론을 잠재우고 AI 낙관론 확산에 불을 지피며12월 미국 지휘하 글로벌 증시가 상승하는 주춧돌이 될 것이다(비중확대).

표 1. **이번 주 중요 경제지표 및 이벤트(25.12.1~12.7)**

경제지표 & 이벤트명	국가	일정	전기치	예상치	방향성	내용 및 시사점
11월 수출 / 수입	한국	12.1	3.5 / -1.5 % YoY	5.0 / - % YoY	▲ / -	반도체 수출 증가율, 9개월 연속 증가 시 반도체 관련주 상승 모멘텀↑
11월 ISM 서비스업지수	미국	12.4	52.4 P	52.0 P	▼	경기 확장 구간. 등락은 있을 수 있지만 견고한 미국 경제 흐름 확인
12월 RBI 통화정책회의	인도	12.5	5.5 %	5.25 %	▼	10월 CPI(0.25%YoY), 중앙은행 목표(2~6%) 하한. 금리 인하 기대↑

일자	국가/지역	주요 지표	기간	단위	전기치	예상치	대비
12.1	중국	레이팅독 제조업PMI	11월	%	50.6	50.5	▼
12.2	한국	CPI / 근원	11월	% YoY	2.4 / 2.2	- / -	- / -
12.3	한국	GDP	3/4분기	% QoQ, % YoY	1.2 / 1.7	- / -	- / -
12.6	미국	미시간대 소비자신뢰지수/기대인플레이션(1년, 5-10년)	12월	P, %, %	51.0 / 4.5 / 3.4	52.0 / - / -	▲ / - / -
	미국	개인소득 / 개인소비	9월	% MoM	0.4 / 0.6	0.3 / 0.3	▼ / ▼

기준일: 25. 11. 27
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Commodity

중국의 감산과 물가 상승 유발할 러-우 전쟁 종식

Commodity Analyst 최진영
jinyoing.choi@daishin.com

- 평화 협정 추진 의사 밝힌 우크라이나, 러시아에 대한 제재 해제 기대감↑
- 중국으로 염가에 팔린 러시아산 원자재, 종전은 중국의 감산(비용↑) 유발
- 즉, 장기간 진행된 디플레이션이 반전될 수 있다는 의미, 나비 효과에 주목

평화 협정 추진 의사 밝힌 우크라이나, 러시아에 대한 제재 해제 기대감↑

러시아-우크라이나 전쟁 종식 기대감이 재고조되고 있다. 11월 25일 우크라이나 정부는 트럼프 미 행정부가 제안한 평화 협정을 추진할 의향이 있다고 응답했다. 러시아 측은 이번 협상안이 기존 28개 조항에서 19개로 수정(우크라이나군 규모 제한 완화(60만명 → 80만명), 모호한 NATO 추가 확장 금지 표현 등)됐다며 불만을 드러냈으나 협상 테이블에서 이탈할 생각은 없다고 강조했다. 영토(돈바스 지역) 할양 문제만큼은 유리하다는 판단이다. 트럼프 미 대통령은 추가 조율이 필요하지만 종전 합의에 가까워졌다고 언급했다. 지정학 리스크의 종식을 앞둔 것이다.

이는 협상안에 명문화된 것처럼 러시아에 대한 제재 해제 기대로 연결된다. 그 동안 러시아는 미국과 EU의 제재 탓에 원자재를 우회(환적)하여 수출했지만 결과는 그리 좋지 않다. 러시아산 우랄유/ESPO유는 중국과 인도 덕에 안정적으로 수출할 수 있었지만 수출 대상이 한정적이었기에 국제 가격보다 낮은 수준(배럴당 3~6달러)으로만 판매됐다. 러시아산 산업금속 역시 지난해 LME와 CME 거래소에서 전량 퇴출되면서 중국으로 헐값에 수출되고 있다. 그런 러시아가 정상화된다면 우랄유 가격은 국제 가격(예: 두바이유)과 스프레드가 축소될 것이며 원유/천연가스를 통한 재정 수입은 35%에서 40~45%로 회복이 가능하다.

대러 제재 해제, 이는 중국의 감산 가속화+물가 상승 유발시킬 것이란 사실

중요한 점은 이것이 중국의 감산을 가속화시킬 것이란 사실이다. 지난 자료 〈금에서 에너지로, 유동성 뒤쫓을 원자재(11/11)〉에서 살펴본 바와 같이 지금 중국 정부는 향후 5년 동안 수출 주도형에서 내수 중심으로, 저가 생산(공급 과잉)에서 체질 개선(감산)으로 전환을 준비 중이다. 트럼프 미 행정부에 의해 한국, 인니, 베트남 등 중국의 우회 수출 루트들이 차단(제3국의 미국향 우회 수출 제품에 대한 40% 고율 관세 부과)되면서 나온 고육지책이라 볼 수 있다. 이 같은 상황에서 러시아에 대한 제재 해제(원자재 수입 가격의 정상화)는 중국계 기업들로 하여금 비용 압박을 일으켜 감산 속도를 가속화시킬 수 있다.

그렇다면 중국의 장기간 진행된 디플레이션은 반전될 수 있다. 중국의 디플레이션은 러시아-우크라이나 전쟁 발발(중국의 러시아산 원자재 수입 확대) 시점으로부터 1년이 지난 2023년 4월에 시작됐다. 역기저 효과이다. 지금도 중국의 CPI와 PPI는 대규모 유동성이 투입됐음에도 바닥에서 벗어나지 못한 상태이다. 여기서 염가에 사들였던 러시아산 원자재 가격이 정상화 된다면 중국의 물가 상승을 유발할 수 있다. 물론 신뢰성이 결여된 부동산은 물가 회복에 저해 요인이다. 그러나 디플레이션의 원인 중 하나가 해결된다는 것은 최악은 면했다로 해석이 가능하다. 그러한 점에서 러시아-우크라이나 전쟁 종식 여부와 이것이 가져올 나비 효과에 주목해야 될 때이다.

일본 부동산

나미선 misun.na@daishin.com

[Market Review] 9월 도쿄 맨션(아파트) 시장과 오피스 시장 여전히 맑음

[경제]:

– 11/17일 내각부, 25년 3분기 GDP 성장률(속보치) 미국의 고관세 조치에 따른 수출 감소와 주택 투자 급감으로 6분기 만에 마이너스 성장(전분기 대비 –0.4%, 연율 환산치 –1.8%)

– 일본 GDP의 과반 이상을 차지하는 [개인소비]는 하절기 음료 및 외식 수요 증가로 6분기 연속 증가 (전분기 대비 +1.0%).

– [기업 설비투자]는 전기 대비 +1.0%로 4분기 연속 증가

[통화정책과 유동성]:

– 10/30 BOJ 금융통화정책, 6회 연속 기준금리 동결(현행 0.5%). 2026년 핵심 물가 전망치는 1.9%에서 2.0%로 상향 조정

– 11/21일 BOJ 우에다 총재, 중원재무금융위원회에서 "경제·물가에 대한 중심적인 전망의 실현 정확도가 높아지고 있다"고 말하며, "다양한 데이터와 정보를 점검하여 금리 인상에 대해 적절히 판단하겠다"고 발언

– 9월 M3 평균 잔고(총 통화량) 전월대비 +0.2%, 전년대비 +0.6%

[부동산 업황]:

– 9월 일본 부동산업 경기동향지수 2개월 연속 상승 (전월비 +1.2p)

[토지 시장]:

– 9월 수도권 토지 거래건수 전년비 +86%, 평균 거래가 전년비 +6%

[주택 시장]:

– 9월(YTD) 전국 누적 신규 주택착공수 54만 6,784호 (전년비 –8.0%)

– 9월 수도권 신축 맨션 공급량, 전월비 +47% 전년비 +4.3% 증가한 1,908호. 평균 공급가는 9,956만엔으로 전월비 –4%, 전년비 +28.6% 상승 (도쿄 23구: 13,764만엔, 전월비 –0.3% 전년비 +28%)

– 9월 수도권 기존 맨션 거래량, 전월비 +27% 전년비 +47% 증가한 4,514건. 평균 거래가는 5,352만엔으로 전월비 +1%, 전년비 +10% 상승 (도쿄 23구: 7,485만엔, 전월비 +2% 전년비 +33% 상승하며 2017년 1월 이후 최고치)

[오피스 시장]:

– 2025년 3분기 도쿄 도심 5구 오피스 거래량 전년비 –54% 감소, 단 거래규모는 전년비 +10% 증가한 3,151억엔

– 9월 도쿄 도심 5구 오피스 평균 공실률 2.7%로 전월비 –0.2%p 하락. 평당 임대료는 전월비 +0.3% 상승한 21,092엔으로 20개월 연속 상승

NAVER (035420)

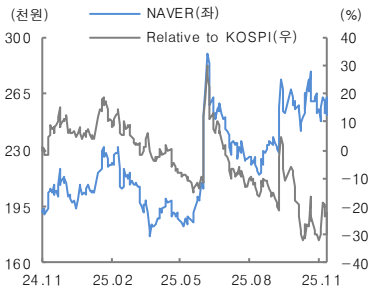
이지은

jeeeun.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	330,000 유지
현재주가 (25.11.27)	251,500
	인터넷업종

KOSPI	3,986.91
시가총액	39,448십억원
시가총액비중	1.19%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	290,500원 / 176,900원
120일 평균거래대금	3,792억원
외국인지분율	39.48%
주요주주	국민연금공단 9.33% BlackRock Fund Advisors 외 13 인 6.12%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.2	15.4	36.8	23.9
상대수익률	1.6	-7.8	-9.5	-22.2



Issue Comment

두나무로 채워진 숫자, 그 이상의 서사는 장기적 관점으로

- 네이버파이낸셜, 두나무 주식 교환 결정. 거래 성사 시, 네이버 연결 실적 편입
- 이번 거래는 글로벌 디지털자산 산업의 주도권 확보 위한 결합, 신성장 동력 확보
- 파이낸셜 가치는 장기적 리레이팅 가능하나, 아직 규제 미비로 단기 모멘텀 제한적

투자의견 매수, 목표주가 330,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 부문별 적정가치는 1) 서치 플랫폼 21.9조원, 2) 커머스 18.1조원, 3) 파이낸셜 3.4조원, 4) 웹툰 1.0조원, 5) 엔터프라이즈 2.4조원, 6) LY 지분가치 5.3조원 등

참고) SOTP로 방식으로 추정한 총 기업가치는 2026 EPS 기준 23배 수준

네이버파이낸셜 – 두나무 포괄적 주식 교환 결정

11/26 네이버는 두나무와 네이버파이낸셜의 포괄적 주식 교환을 공시 발표, 두나무가 네이버파이낸셜의 100% 자회사로 편입될 예정. 이후11/27 기자 간담회를 통해 관련 내용 발표

두나무와 네이버파이낸셜의 기업가치비율은 1:3.06으로 산정. 두나무의 기업가치 약 15.3조원, 네이버파이낸셜의 기업가치 약 4.9조원. 이에 따라 합병 법인의 최대 주주는 송치형 회장(지분율 19.25%)이며, 네이버가 보유하게 되는 합병 법인의 지분율은 17%(표1 참고). 네이버는 2대 주주이나, 송치형 회장, 김형년 부회장의 의결권을 확보하여 네이버파이낸셜을 연결 종속 법인으로 유지. 주식 교환이 빠르게 진행된다면 2026년 3분기부터 연결 실적 편입 예정이며, 이렇게 된다면, 네이버의 2026년 매출 약 2.4조원, 영업이익 약 2.9조원, 지배지분순이익 약 2.45조원 예상. 참고) 두나무의 2025년 3분기 누적 매출 1조 1,878억원(YoY 22%), 누적 영업이익 7,844억원(YoY 36%), 당기순이익 6,572억원(YoY 44%)

채워진 숫자, 그 이상의 성장 서사는 장기적인 관점으로

이번 거래의 핵심 목표는 네이버–네이버파이낸셜–두나무 3사가 웹3 기술을 기반으로 글로벌 시장에서 디지털 자산 산업의 주도권을 확보하는 것. 네이버는 컨텐츠, 커머스 전반에 AI를 결합하며, 대규모 유저 기반, 데이터, 그리고 AI 인프라 등을 확보. 또한 네이버파이낸셜은 국내 최대 규모의 결제, 핀테크 플랫폼이며, 두나무는 글로벌 수준의 블록체인 인프라와 기술 역량을 기반으로 웹3 생태계 구축. 세 회사가 그리는 청사진은, 1) 글로벌 디지털 자산(스테이블코인, RWA 등)에서의 주도권 확보, 2) 블록체인 기반의 결제 혁신 가속화, 3) 웹3 서비스의 글로벌 확장 등임

네이버의 2026년 광고, 커머스 등 기존 본업 성장의 둔화가 예상되는 가운데, 두나무와의 결합은 장기 성장 동력을 확보했다는 점에서 긍정적. 다만 양사의 통합 이후 디지털 금융 사업을 확대하기 위해서는 규제 정비 등 해결해야 할 과제가 여전히 많으며, 주식 교환 공시 직후 기자회견에서 발표된 내용 역시 규제가 미비한 현 시점에서 가능한 범위의 원론적 수준에 머무를 수밖에 없었던 것으로 판단. 국내 디지털자산 법제화 속도가 더딘 상황이지만, 제도 환경이 우호적으로 전환될 경우 세 회사가 추진할 수 있는 사업 기회는 확대될 것으로 전망. 이번 거래 완료 시, 네이버에 반영될 네이버파이낸셜의 가치는 약 20조원 수준이지만, 장기적으로 사업 확장이 현실화될 경우 기업가치의 구조적 리레이팅 가능할 것으로 판단. 단기적으로는 네이버 연결 실적의 개선 효과가 현 주가에 일정 부분 반영된 것으로 판단, 주가 측면의 추가 모멘텀 제한적 판단

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.