meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

2025. 12. 4 (목)

Strategy Idea

2026 Outlook #9 [전기전자/IT부품] AI 질주 vs IT세트 절치부심

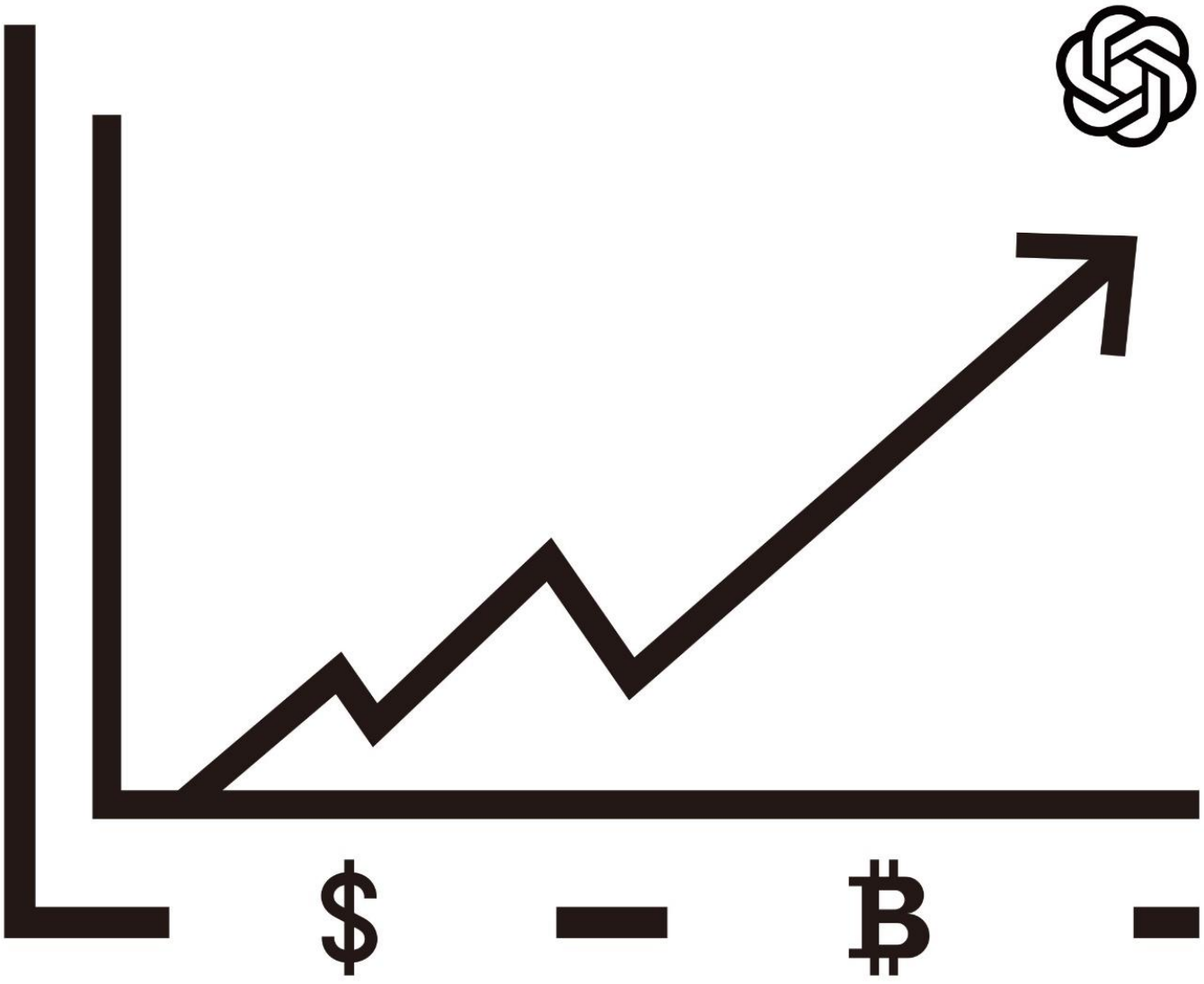
2026 Outlook #10 [통신/미디어] STABILIZER

오늘의 차트

올해 원자재 대장은 Silver

칼럼의 재해석

리스크는 죽지 않는다, 다만 재활용될 뿐이다



본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

meritz 메리츠증권

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2025년 11월 7일 발간된
[2026 Outlook #9- 전기전자/IT부품: AI 질주 vs IT세트 절치부심] 임

전기전자/IT 부품
Analyst **양승수**
seungsoo.yang@meritz.co.kr

2026 Outlook #9 (해설판)

[전기전자/IT 부품] AI 질주 vs IT 세트 절치부심

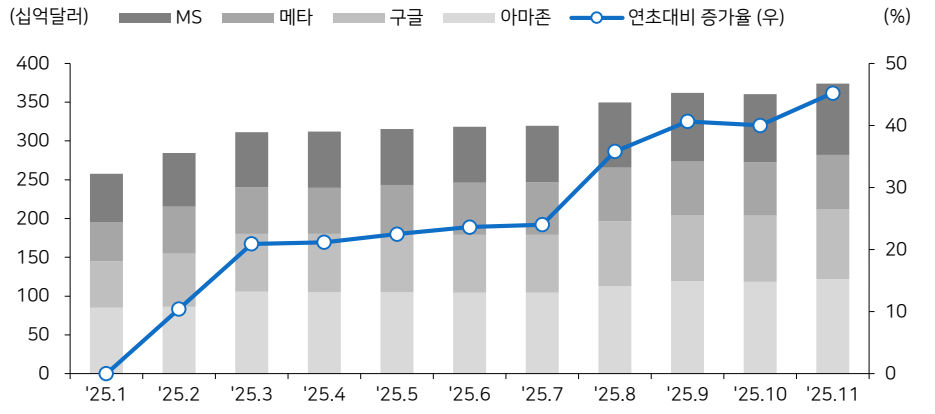
- ✓ 연초 딥시크(DeepSeek) 우려와 달리 주요 CSP들의 AI Capex는 오히려 가속화
- ✓ '26년 다수의 ASIC 출시가 예정되어 있으며, 외부 판매 확대를 통해 수요 눈높이가 올라갈 TPU 밸류체인에 주목
- ✓ '26년 IT 세트 시장 주요 변화: 1) 애플의 라인업 변경 + 폴더블 스마트폰 출시
  2) IT OLED 라인업 확장(iPad Mini OLED, MacBook OLED) 3) 스마트글래스 시장 개화

Part 1 AI 하드웨어 동향

연초 딥시크 우려와 달리 AI Capex는 분기를 거듭할수록 가팔라지고 있다. 북미 M4(MS/메타/구글/아마존)의 25년 Capex 성장률 전망치는 연초 20%에서 현시점 61%를 기록 중이다. 이는 AI 데이터센터 인프라의 장기 투자 사이클이 가속화되고 있음을 시사한다.

현재의 AI 랠리에 닷컴 버블을 우려하는 시각 또한 존재하나, 당사는 1) 주도주의 수익성 여부, 2) ROI(Return on Investment) 가시성 확보, 3) 빅테크의 투자 여력은 여전히 충분하기에 단기간 내 AI Capex 둔화 가능성은 낮다고 판단한다.

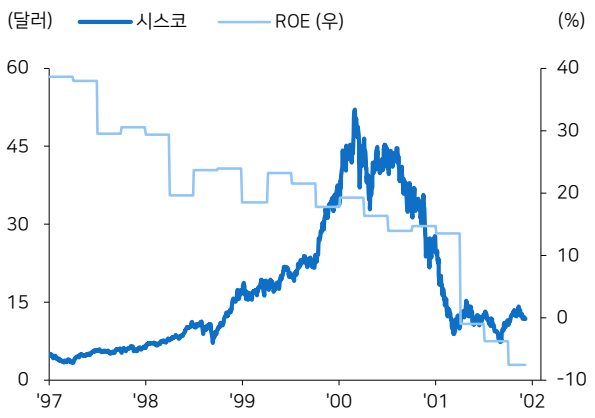
그림1 M4, 연초 대비 Capex 45.2% 상향 조정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

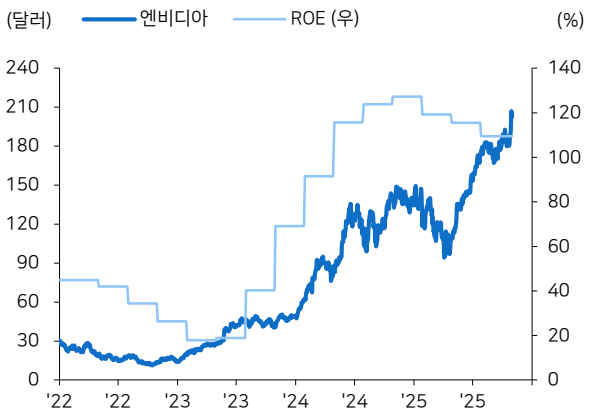
1) **주도주의 수익성 여부**: 90년대 버블 직전 시스코의 ROE는 추세적 하락세를 보였다. 반면 현재 대장주인 엔비디아는 수익 기반의 랠리가 진행 중이며, PER 기여는 제한적인 상황이다. 따라서, 자본 효율성 관점에서 닷컴 버블과는 명확한 차이를 보인다.

그림2 1990년대 시스코 주가와 ROE



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

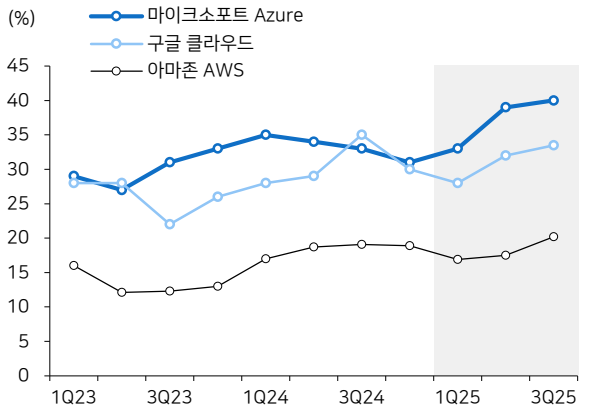
그림3 2022년 이후 엔비디아 주가와 ROE



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

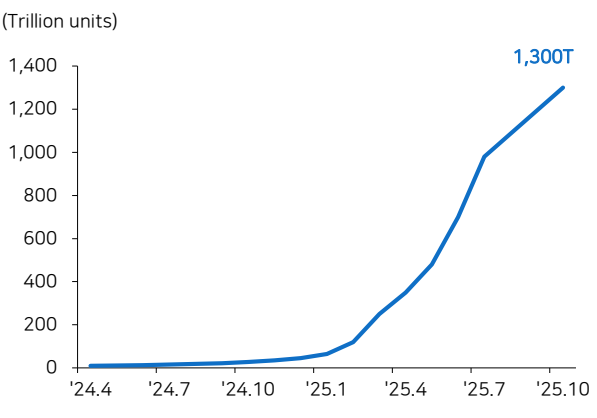
2) **ROI(Return on Investment) 가시성 확보**: AI 투자 확대의 주요 과제 중 하나는 ROI 확보이다. 최근 추론 수요의 급격한 증가로 빅테크 클라우드 성장이 가속화되고 있으며, 급등하는 AI 토큰 사용량은 GPU 초과 수요 지속성에 힘을 보태고 있다. Capex 효율성(ROI)의 가시성이 상승하고 있는 현시점, 과소투자 리스크보다는 과잉투자 리스크가 여전히 우세한 구간이다.

그림4 CSP 3사 클라우드 YoY 매출액 성장률 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림5 구글 토큰 생성 수 추이 (5월 480T → 10월 1,300T)



자료: Google, 메리츠증권 리서치센터

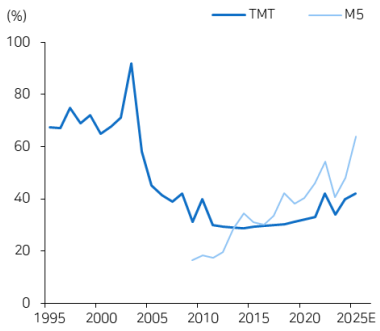
3) **빅테크의 투자 여력은 여전히 충분**: 빅테크 기업들의 영업현금흐름 대비 Capex 비중은 60% 전후로 닷컴버블 대비 현저히 낮은 수준이다. 또한, OBBBA 법안이 통과되어 북미 기업들은 설비 취득 1년 차에 모두 상각이 가능하며, 사업 이자비용 공제 한도 산정 기준이 기존 EBIT에서 EBITDA로 변경할 수 있게 되었다. 즉, 대출을 통한 Capex 확대는 법인세 감소 효과를 동반하여 FCF 증가로 연결되기 때문에 투자를 촉진한다.

표1 One Big Beautiful Bill Act 법안에 포함된 주요 산업 관련 어젠다 정리

의제 분야	주요 내용	관련 산업	시사점
투자 · 설비	- §100% 보너스 감가상각(즉시 expensing) 복원 - R&D 비용의 즉시 공제 허용(연구개발 인센티브)	제조 · 기술, 중소기업	기업의 CAPEX · R&D 투자 촉진 **→ 설비 확대, 혁신 가속 기대**
에너지	바이든 정부 IRA의 청정에너지 세액공제 대거 축소	전력 · 재생에너지, 화석연료	청정에너지 프로젝트 수익성 하락, 전통 에너지 경쟁력 상대적 강화
인공지능(AI)	향후 10년간 주(州) 차원의 AI 규제 전면 금지	IT · AI, 컴플라이언스	연방 주도 일관적인 규제 환경 조성, 불필요한 규제 혼선 방지 통한 AI 산업 지원
국방	방위비 추가 $150B 증액 (드론 · 무인시스템 중심 투자)	방위산업, 항공우주 · 무인체계	무인전력 수요 급증 → 드론 · 자율무인체계 개발 · 생산 확대 기대
국경 보안	$70B 투입 (장벽, CBP 시설 개선, 인력 · 감시기술 확충)	건설 · 보안장비, 감시기술	국경 보안 관련 인프라 · 장비 수요 급증 → 건설 · 보안 솔루션 기업 수혜

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 Capex 대비 영업현금흐름 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

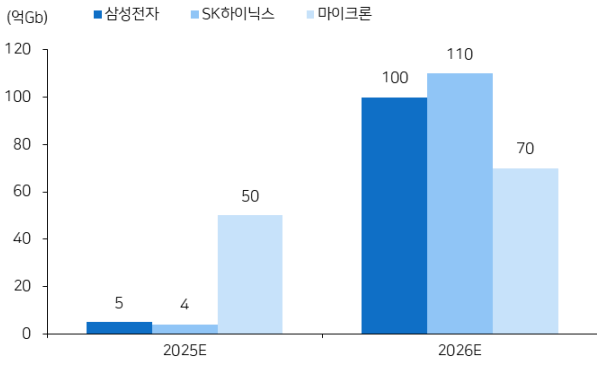
올해 엔비디아는 자체적인 풀스택 구현 역량을 기반으로 첫 서버랙 제품을 공개하며 독보적인 경쟁 우위를 명확히 증명했다. 내년에는 Rubin CPX 칩 도입, Kyber 서버랙 출시, SoCAMM 등 차세대 하드웨어 플랫폼 확장을 통해 시장 지배력을 한 단계 더 강화할 것으로 기대된다. 특히 Rubin CPX 도입 과정에서 VR200 NVL144 ,VR200 NVL144 CPX, VR Rubin CPX Only로 이어지는 하드웨어의 다변화는 PCB·CCL 신규 수요를 유발하며, 하이엔드 제품 중심으로 수급 타이트닝을 더욱 심화시키는 촉매로 작용할 전망이다.
또한 NVL288/576에서 적용될 Kyber 랙 아키텍처의 경우, 기존 Oberon 랙 아키텍처와 달리 4개의 캐니스터를 통한 수평적 확장 개념을 적용하며 서로다른 캐니스터를 Switch Blade를 통해 연결한다. 이 과정에서 신규로 도입되는 PCB가 Midplane PCB로 서로 다른 데이터간의 신호 연결 역할로 PCB가 새롭게 활용될 전망이다..

표2 Midplane PCB/CCL 스펙 (NVL 576 = 144 GPU)

	M9	PTFE	PCB
Layer	41	36	78
Size	18U * 47U(TBD)		
CCL size (m²)	72	63	
Content ($)	36,000	31,680	100,080
Content/GPU ($)	250	220	700

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 SOCAMM 출하 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

또한 추론시장의 본격적인 확산에 따라 고객 니즈가 세분화되고 있으며, 엔비디아에 대한 협상력 강화를 위한 빅테크 기업들의 ASIC 개발 의지가 강화되고 있다. Google TPU, AWS Tranium의 세대 전환과 Meta, Microsoft, OpenAI 등 주요 CSP들은 자체 설계 ASIC의 대량 양산을 준비 중이며, 중장기적으로 ASIC 공급망은 지속적인 신제품 출시 모멘텀과 안정적인 실적 우상향 흐름이 기대된다.

표3 ASIC 출시 타임라인 비교

	TPUv7	TPU v7p	TPU v7e	TPU v8p	TPU v8e	MTIA v2 (Athena)	MTIA v3 (Iris)	MTIA (ARKE)	MTIA v4 (Olympus)	OpenAI (Titan)	AWS			MSFT		
											R2	T3	T4	M200	M280	M400
Time	2Q25	2Q26	4Q26	3Q27	3Q27	1Q26	3Q26	1H27	2028	End-26	4Q25	2Q26	2027	4Q25	2H26	End-26
Design Service	BRCM	BRCM	GOOG, MTK	BRCM	GOOG, MTK	BRCM	BRCM	MRVL (I/O)	BRCM	BRCM	MRVL	Annapura → Alchip, MRVL	/	MSFT, GUC	MSFT, GUC	MSFT, MRVL
Front-end	2*N3	2*N3P	1*N3E	2-4*N2	1-2*N2	1*N3	2*N3	N2 (I/O)	16*N2	2×N2	2*N5	2*N3	4*N2P	N3	N3	2×N2
Memory	8*HBM3E 12hi	8*HBM3E 12hi	6*HBM3E 12hi	8*HBM4 12Hi	6*HBM4 12Hi	8*HBM3E 12Hi	8*HBM3E 12Hi	HBM4	12*HBM4e 12Hi	12*HBM4e 12Hi	HBM3E 12hi	6*HBM3E 12hi	8*HBM4 12hi	HBM3E	HBM3E	HBM4
Back-end	L	L	S	S/SOIC	S	S	L	L	L/SOIC	S	R	R	R	S	S	S

자료: 메리츠증권 리서치센터

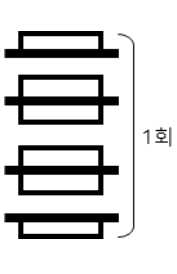
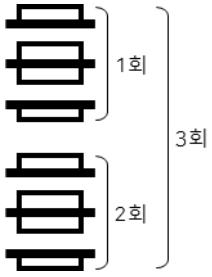
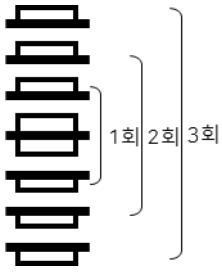
Part 2 AI 하드웨어 주요 변화

빅테크 기업들의 견조한 투자 여력과 그에 대응하고자 하는 엔비디아의 제품 포트폴리오 다변화 및 ASIC 시장의 본격적인 개화로 2026년 AI 하드웨어는 다양한 변화가 예상된다. 특히, AI 기반 구조적인 가격(P)과 물량(Q) 상승이 예상되는 MLB와 MLB 제조에 필수적인 CCL 밸류체인에 주목한다.

AI 시대에서 PCB의 역할은 단순한 '신호 연결'에서 '시스템 전체를 지탱하는 플랫폼'으로의 전환을 의미하여, 이는 곧 구조 설계와 배선 정밀도 측면에서 과거보다 훨씬 높은 난이도의 기술이 요구된다. 또한 데이터 전송 속도를 높임과 동시에 전력 소모를 줄이기 위해서는 칩 간 거리를 줄이는 것이 필수적이며, MLB 기판 내 고밀도 회로 구현을 위한 Sequential/HDI와 같은 다중적층 구조 확대가 진행 중이다. Sequential/HDI와 같은 다중적층 구조는 동일한 층수와 동일한 크기의 보드를 생산하더라도 공정 단계가 크게 증가 때문에, 구조적인 수율 저하가 발생한다.

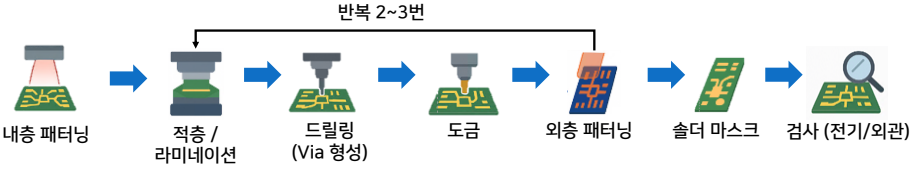
MLB 기판 수요는 과거 다른 기판의 업사이클과 다르게 AI 서버 인프라 투자 확대를 중심으로 확대되고 있으며, 공격적인 증설이 진행 중이나 수급 불균형은 지속될 것으로 예상된다. 또한 ① 구조적인 수요 확대 흐름과 ② 고난이도 공정 적용에 따른 생산 난이도 상승이 지속되기 때문에, MLB 기판의 가격 프리미엄은 안정적으로 유지될 것으로 판단된다.

표4 일반 MLB vs 다중적층 MLB 비교

구분	일반 MLB	다중적층	
		Sequential	HDI
PCB 구조			
APP	Server	Server / Data center	

자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

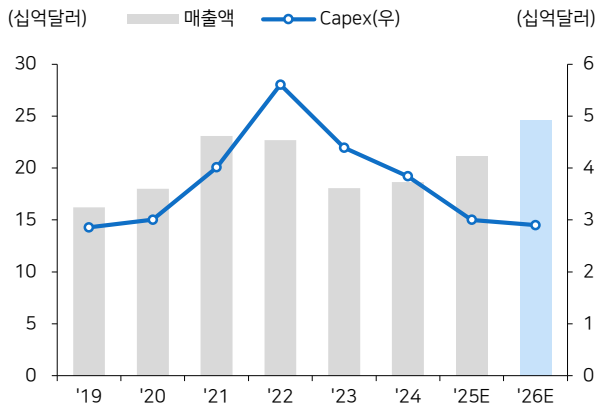
그림8 다중적층 MLB 제조 공정



자료: 메리츠증권 리서치센터

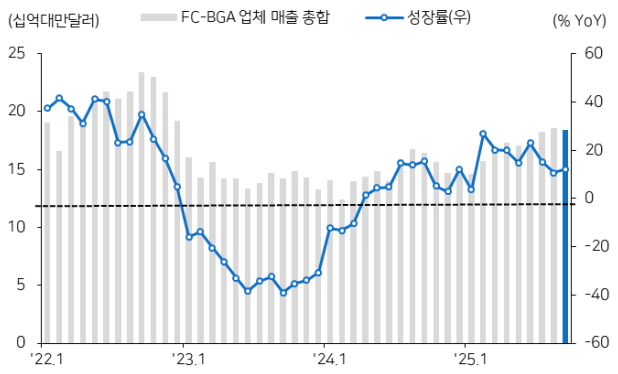
AI용 FC-BGA(ABF) 기판의 턴어라운드 또한 기대되는 시점이다. FC-BGA 시장은 과거 공격적인 증설과 코로나 종료 이후 비대면 수요 급감의 영향으로 공급 과잉 상태가 지속되어 왔으나, AI 수요를 기반으로 올해보다 큰 폭의 개선이 가시화된다. 실제로 대만 FC-BGA 업체 합산 매출액은 2022년 상반기 수준으로 회복하였다. FC-BGA 시장은 AI 수요 기반 CoWoS 및 Advanced Packaging 수요가 빠르게 확대 중이며, 2026년부터는 전체 FC-BGA 시장의 절반 이상이 Advanced Packaging 용도로 전환될 전망이다.

그림9 글로벌 ABF 업체 합산 매출액 및 Capex 추이



주: Ibiden, Shinko, Unimicron, Nanya PCB, Kinsus, 삼성전기, AT&S 합산
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 대만 FC-BGA 업체 합산 매출액 추이



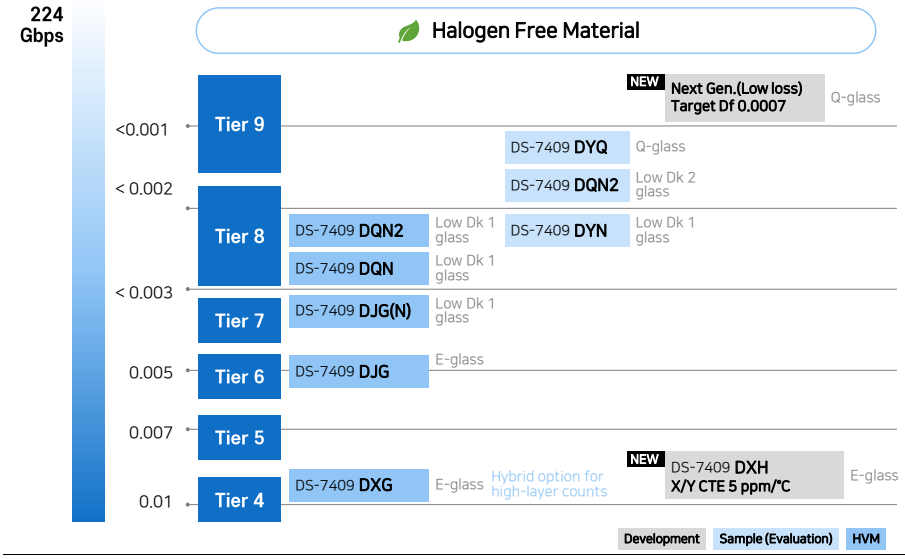
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

아울러, 기판의 주요 원재료인 CCL과 T-Glass의 구조적인 성장 Cycle도 지속될 것으로 예상한다. CCL은 전기장이 작용할 때 일정한 에너지 손실이 발생하기 때문에 신호 전송 과정 중 손실 및 왜곡을 줄이기 위해 전기적 특성을 최우선적으로 고려해야한다. 현재, AI 기반 고속 연산 수요가 늘어남에 따라, 저손실·저유전 특성을 갖춘 고품질 고속 CCL에 대한 수요 급증하고 있다. CCL의 최고 등급은 M8이나 차세대 M9등급 CCL이 2026년 하반기에 본격적으로 양산에 들어갈 예정이다.

T-Glass의 경우 올해 하반기 들어 본격적인 공급 부족이 업종 전반으로 확대되기 시작했다. 이는 일본의 니토보(Nittobo)가 AI 수요 급증을 예상하지 못한 채 보수적으로 증설을 진행해왔기 때문이다. ABF(FC-BGA)와 BT(고사양 제품)는 모두 코어층용 CCL에 T-Glass를 필수 소재로 사용하고 있다. AI 수요 급등으로 ABF용 T-Glass 소비가 급증하면서 BT용 T-Glass 공급도 덩달아 타이트해진 상황이다. 니토보의 신규 T-Glass 일부 생산능력은 빠르면 2026년 2분기부터 가동할 계획이나 단기간 내 공급 부족을 완화하기 어려우며, 향후 몇 분기 동안 T-Glass 공급난은 한층 심화될 것으로 예상된다.

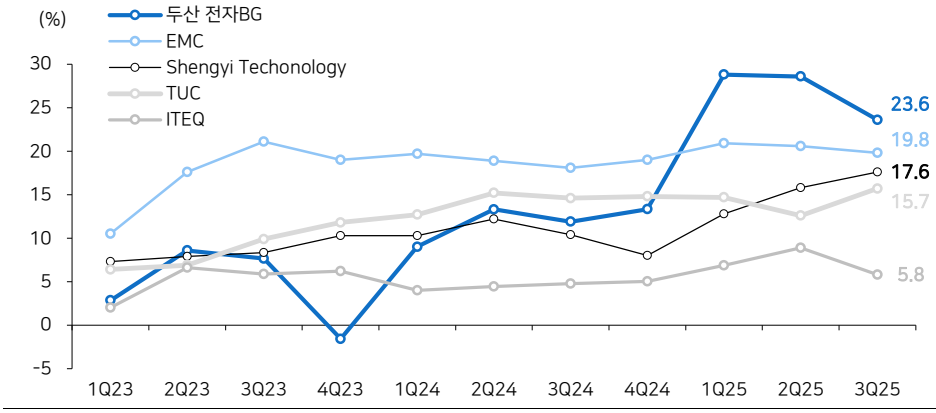
그림11 두산 전자BG 네트워크용 CCL 제품 구성

어플리케이션 · 스위치/라우터 (800G, 1600G), AI 서버 (PCIe 6.0-7.0), AI 가속기



자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림12 주요 CCL 업체들 영업이익률 비교

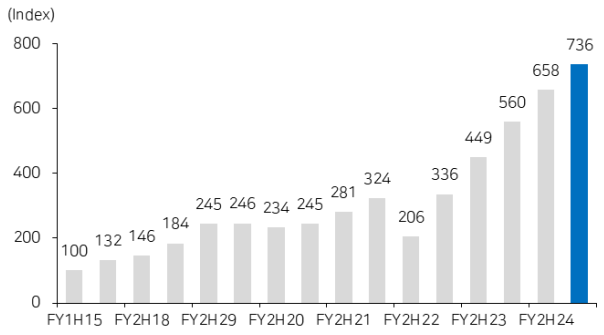


자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림13 제목 ABF/BT 밸류체인 비교

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 Nitto Boseki Special Glass Yarn/Cloth 매출액 추이



자료: Nitto Boseki, 메리츠증권 리서치센터

Part 3 [세트] 2025년 리뷰 / 2026년 전망

올해 스마트폰 출하량은 관세 영향에 따른 소비 심리 위축에도 불구하고 상대적으로 견조한 흐름을 기록하였다. 구체적으로, 1Q25 3.0억대(+0.4% YoY), 2Q25 2.96억대(+1.4% YoY), 3Q25 3.26억대(+3.5% YoY)으로 관세 우려 해소와 함께 YoY 성장폭이 확대되었다. 특히, 애플이 1) 신모델 판매 흥행 2) 신흥시장 성장 3) 중국내 M/S 방어로 연초 우려를 크게 상회하는 출하 성장세 기록한 것이 고무적이다.

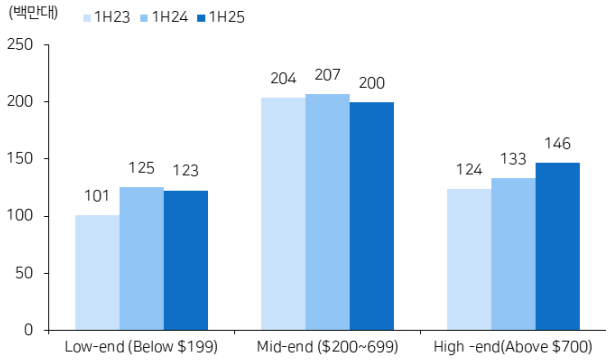
삼성은 Galaxy S25 출시 후 누적 판매량 3,010만대(Edge 모델 반영, vs S24 2,630만대), Galaxy Z7 출시 후 누적 판매량 411만대(vs 갤럭시 Z6 339만대), Z Fold7 누적 판매량 275만대(vs Z Fold6 143만대), Z Flip 7 누적 판매량 136만대(vs Z Flip 6 196만대)를 기록하며 플래그십 중심의 반등에 성공하였다.

연초 중국 정부의 이구환신 정책에 따른 세트 시장 개선 기대감이 존재하였으나, 제한적인 효과에도 불구 재고 소진에는 크게 기여한 것으로 파악된다. 건전한 재고 수준을 기반으로, 광군제 등 주요 프로모션 시즌을 앞두고 부품 주문량이 기대 이상으로 회복되는 흐름이 목격되고 있다.

3Q25 누적 PC(노트북+데스크탑) 출하량 2억 75만대(+7.4% YoY) 기록하였다. 북미 관세 역풍에도 Windows 11 전환으로 인한 교체 수요 강세 지속되었으며, 2026년에도 Windows 11 전환으로 인한 교체 수요 지속될 것으로 전망된다.

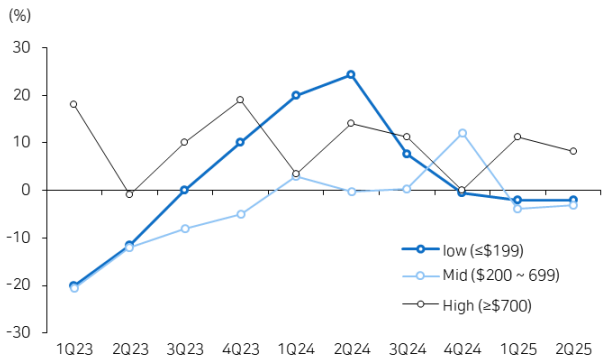
3Q25 누적 태블릿 출하량 1.11억대(+1.8% YoY) 기록하였다. 관세로 인한 미국 재고 축적 + 중국 보조금·프로모션 효과로 높은 기저에도 수요 강세가 확인되었다. 다만 2026년은 기저효과로 소폭 역성장 예상된다.

그림15 가격대별 스마트폰 출하량 비교



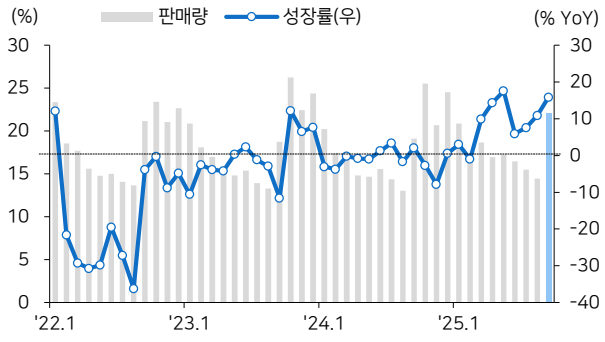
자료: IDC, 메리츠증권 리서치센터

그림16 가격대별 스마트폰 출하량 YoY 성장률 비교



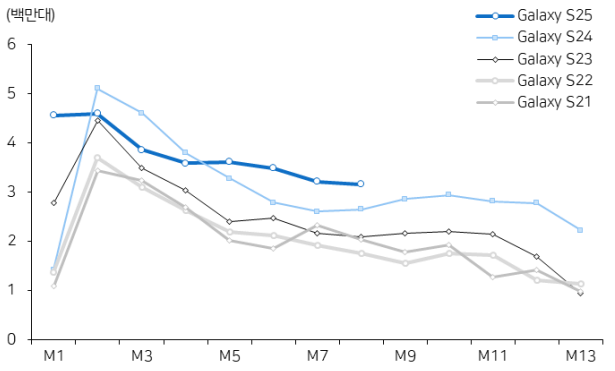
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림17 애플 월별 판매량 추이



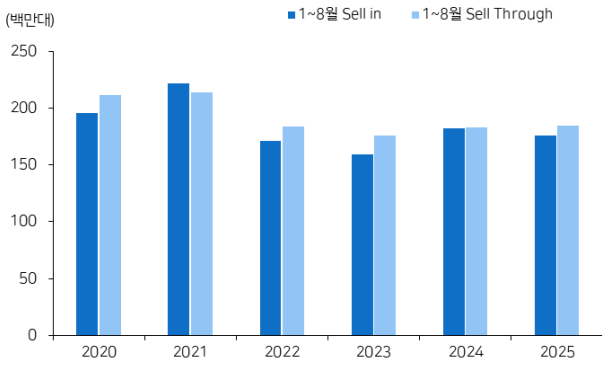
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림18 삼성전자 Galaxy S시리즈 출시 후 월별 판매량



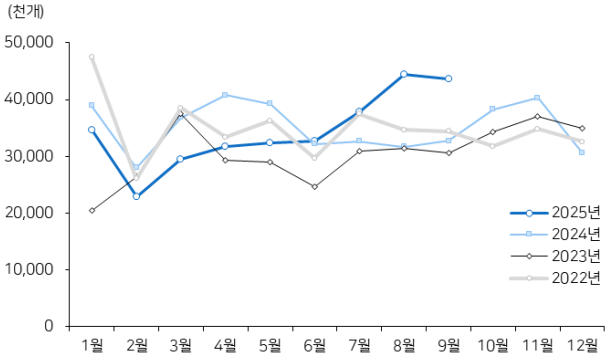
자료: CAICT, 메리츠증권 리서치센터

그림19 중국 스마트폰 Sell in vs Sell Through 비교



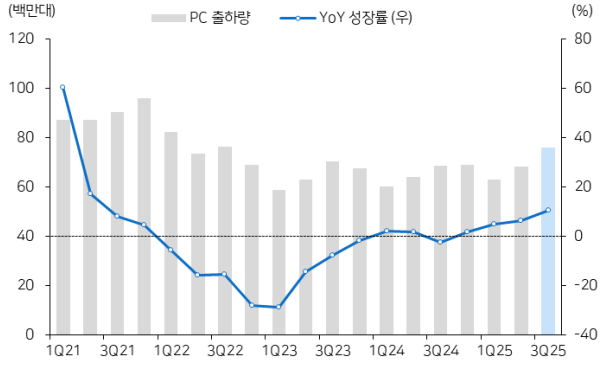
자료: CAICT, 메리츠증권 리서치센터

그림20 중국 Q Tech 카메라모듈 출하량 추이



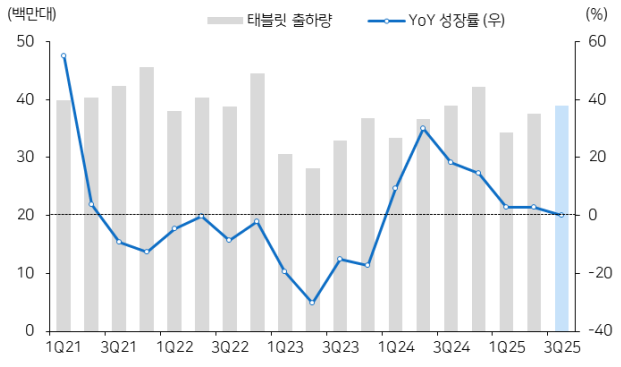
자료: Q Tech, 메리츠증권 리서치센터

그림21 분기별 PC 출하량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림22 분기별 태블릿 스마트폰 출하량 추이



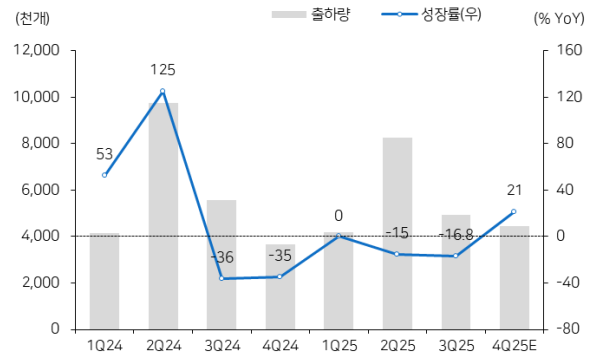
자료: 메리츠증권 리서치센터

2026년 글로벌 스마트폰 출하는 올해 수준에서 보합세를 전망한다. 메모리 공급사들이 수익성이 높은 서버향 메모리 제품에 Capa를 우선 할당함에 따라 모바일 메모리 가격이 급등하였다. 메모리는 스마트폰 Bom Cost의 20 ~ 25%를 차지하기 때문에, 세트업체들의 수익성 압박이 심화되고 있다. 세트업체들은 일정 부분 가격 인상으로 부담을 전가할 수 밖에 없으며, 프리미엄 모델을 중심으로 출고가 인상 압력이 높아질 것으로 예상된다.

다만, 내년도 애플의 폴더블 시장 참여가 전망되며, 세트업체간 이중폴딩, 슬라이더블, 롤러블 등 신기술을 대거 발표할 것으로 기대된다. 이러한 세트업체간 경쟁 심화로 폴더블 밸류체인 전반의 리레이팅 가능성에 주목할 필요가 있다.

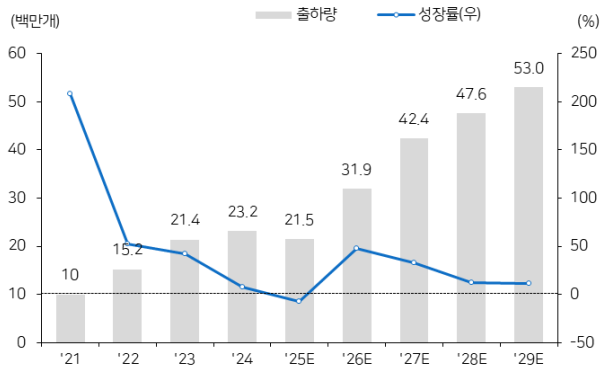
또한, 내년 iPad mini OLED, MacBook OLED 출시를 기점으로 애플의 OLED 라인업 확장이 본격적으로 진행되며, 27년 iPad Air, 2028년 iPad Pro OLED Upgrade(CoE 기술 적용), 2029년 MacBook Air OLED 출시가 전망된다. IT기기의 OLED 전환에 대응하기 위한 패널업체들의 8.6세대 추가 투자도 예상되는 대목이다.

그림23 **폴더블 패널 기준 분기 출하량 추이**



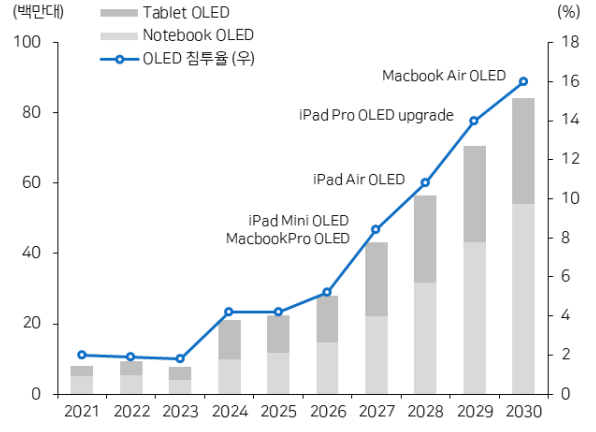
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림24 **폴더블 패널 기준 연간 출하량 전망**



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림25 **중형 OLED 출하 전망**



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림26 **8.6세대 팹 구축 현황 및 전망**

Manufacturer	Factory	Ph	Tech Main	Equip Max	Proba-bility	2026	2027	2028	2029	2030
SDC	SDC A6	1	Oxide	15	100%	351	540	540	540	540
		2	Oxide	15	100%	9	477	540	540	540
		3	Oxide	15	50%			108	540	540
		4	Oxide	15	30%					108
LGD	LGD AP6-E8	1	Oxide	15	30%				162	540
		2	Oxide	15	30%					216
BOE	BOE B16	1	LTPO	16	100%	36	486	576	576	576
		2	LTPO	16	90%		360	576	576	576
		3	LTPO	16	70%			252	576	576
		4	LTPO	16	55%			36	504	576
	BOE OLED TV/IT	1	Oxide	30	30%					1,080
Visionox	VSX V5	1	LTPO	16	90%		54	540	576	576
		2	LTPO	16	50%				252	576
China Star	CSOT T8	1	LTPS/Oxide	22	65%			1,035	1,620	1,620
		2	LTPS/Oxide	22	45%					945
					Total	396	1,917	4,203	6,462	9,585

자료: Omdia, 메리츠증권 리서치센터

메타의 AI 글래스인 '레이밴 메타'는 다수의 On-device AI가 흥행에 실패한 것과 달리 1) 메타의 자체 LLM인 라마를 활용한 멀티모달 기능 추가 2) 기존의 스마트글래스 제품들과 다르게 세련된 디자인을 보유했다는 장점으로 흥행에 성공하였다. 메타에 이어 구글은 I/O 2025에서 Android XR OS 기반 스마트글래스 시장 참여를 밝혔으며, 애플 또한 2026년 ~ 2027년 Siri와 상호작용하는 AI를 탑재한 스마트글래스를 공개할 계획이다. 그 외 알리바바, Xiaomi, TCL, Rokid, Xreal 등 다수의 중국 IT AI 기반 스마트글래스 신제품을 공개가 이어지고 있다.

메타는 2024년 Meta Connect World에서 Orion이라는 제품을 공개하며 AI+AR 글래스의 궁극적인 지향점으로 공간 컴퓨팅의 개념을 제시하였다. 공간 컴퓨팅(Spatial Computing)은 디지털 콘텐츠와 물리적 환경이 현실 공간에서 상호작용할 수 있도록 해주는 기술을 의미한다. 메타는 Orion을 스마트폰을 잇는 차세대 디바이스로 언급하고 있으며 상용화를 2027년경으로 예고하고 있다.

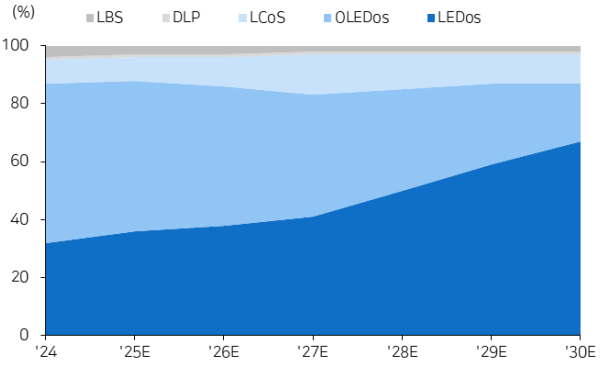
AI 글래스에 필수적인 디스플레이는 LEDoS 기술이 주를 이룰 것으로 전망한다. LEDoS는 실리콘 웨이퍼 기반의 백플레인 위에 마이크로 LED를 이용해 디스플레이 화소를 구현하는 기술로, 고휘도,저전력, 내구성, 응답속도 측면에서 차세대 AI+AR 글래스용 디스플레이로 부상하고 있다. 현재 출시된 대부분의 제품들은 디스플레이로 상대적으로 제조가 용이한 LCOS 혹은 OLEDoS(주로 Sony 공급)을 탑재하였다. 다만 LCOS는 낮은 응답속도와 디바이스 소형화의 어려움(별도의 광원 필요), OLEDoS는 낮은 휘도로 인해 실외 시인성 저하, 짧은 수명이 문제로 제기되고 있다. LEDoS는 위 단점들의 극복이 가능하며 , AR + 공간 컴퓨팅을 위한 궁극의 디스플레이 솔루션으로 평가받고 있다.

그림27 AR 디스플레이 기술별 장단점 비교

AR (Smart glasses)	LCOS	OLEDoS (Micro OLED)	LEDoS (Micro LED on Silicon)
Structure	Liquid crystal on silicon layer	OLED on CMOS silicon wafer-chip	Micro LED on CMOS silicon wafer chip
Power consumption	*	**	***
Brightness	**	*	***
Contrast	**	***	***
Lifetime	**	**	***
Response time	*	**	***
Readiness	Ready	Ready	Under development
Cost	Low	High	Very high

자료: Omdia, 메리츠증권 리서치센터

그림28 AI+AR Device 디스플레이 시장 점유율 추이



자료: TrendForce, 메리츠증권 리서치센터

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2025년 11월 10일 발간된
[2026 Outlook #10 – 통신/미디어: STABILIZER] 임

통신/우주/미디어
Analyst **정지수**
jisoo.jeong@meritz.co.kr

2026 Outlook #10 (해설판)

[통신/미디어] STABILIZER

- ✓ 통신서비스: 사이버 침해로 2025년 통신업종 내 점유율 변화, 주가 차별화가 나타났으며, 관련 이슈는 2025년 말, 2026년 초까지 영향을 미칠 전망. 2025년 통신서비스 YTD 주가 수익률은 전체 섹터 중 두 번째로 부진한 +10.0%로 KOSPI(+64.8%) 수익률을 하회. KT 외국인 지분율 한도 소진 이후 외인들의 LGU+ 매수, SKT 매도 수급이 뚜렷해지면서 SKT 외인 지분은 35.2%까지 하락. 2026년 통신업종 주가지수는 상저하고를 전망. 방어주에 대한 시장 선호와 배당소득 분리과세 관련 배당주 수요 증가 전망. 국내 통신 3사는 강도 높은 구조조정으로 2026년 임직원수 전년 대비 -1.1% 감소 전망. 마케팅 경쟁 완화와 통신 인프라 투자 축소로 2026년 판매수수료 (+0.5% YoY)와 감가상각비(+0.1% YoY) 전년 수준 유지 전망. 글로벌 통신사와 마찬가지로 국내 통신주도 증시 불확실성이 확대되는 구간에 방어주로서의 기능을 과거 여러 차례 입증. 2026년 배당소득 분리과세 시행 예정. 최고세율 등 세부 논의가 남아 있으나 통신 3사 모두 고배당 기업 기준 충족 전망. 2026년 기대 배당수익률은 SK텔레콤 6.6%, KT 4.9%, LG유플러스 4.4% (자사주 매입/소각 제외 기준). 업종 내 Top Pick으로 SK텔레콤 제시. 4Q25 배당 불확실성 해소 후 외인 수급 회복에 따른 주가 상승 전망.
- ✓ 미디어: 2026년 국내 광고 시장은 광고주들의 예산 집행 재개로 전년 대비 +3.0% 성장한 13조 317억원 전망. 넷플릭스 TV Show 부문 글로벌 Top 10 국가별 점유율에서 한국은 2021년 이후 4년 넘게 2~3위에 랭크되며 경쟁력 입증. 특히, 1H25 넷플릭스 글로벌 Top 100 중 한국 작품 비중(11.0%) 대비 높은 시청 시간 비중(21.8%)으로 높은 몰입력 확인. 정부는 한국 콘텐츠 산업의 글로벌 확장 가속화를 지원하기 위해 세제지원 확대 및 적용 기한 연장, 대규모 재정 투입 결정. 2024년 전체 극장 개봉작 1,344편 중 228편이 재개봉작으로 2020년(15.6%)보다 높은 17.0% 재개봉작 비중 기록. 신규 개봉작 부재로 2026년 국내 박스오피스는 1.22조원(+12.7% YoY), 관람객수 1.25억명(+13.5% YoY) 전망. 장기간 실적 부진의 주요인이었던 Tving과 피프스시즌의 빠른 정상화로 CJ ENM을 업종 내 Top Pick으로 제시

Part 1 통신서비스

2025 Review: 다사다난했던 통신업종

다사다난했던 2025년 통신업종

2025년 국내 통신업종을 가장 잘 설명할 수 있는 사자성어는 다사다난(多事多難)이었다. 2025년 1월 24일, KT는 22년만에 SK텔레콤 시가총액을 역전했으며, 4월에는 국내 1위 이동통신 사업자 SK텔레콤의 USIM 해킹 사태로 이동전화 가입자 시장 점유율에 큰 변화가 나타났다. 7월 22일에는 2014년 10월부터 시행됐던 단말기 유통구조개선법(이하 단통법)이 약 10년만에 폐지됐다.

신규 가입 중단 및 위약금 면제 등 사고 여파가 온기 반영된 5월 한 달 동안 SK텔레콤 번호이동 순감은 41만명으로 기록했으나, 단통법 폐지 이후 KT와 LG유플러스 사이버 침해 사고로 인한 눈에 띄는 점유율 변화는 미미했다. 다만, SK텔레콤과 달리 관련 이슈가 2025년 말, 2026년 초까지 지속될 전망이다.

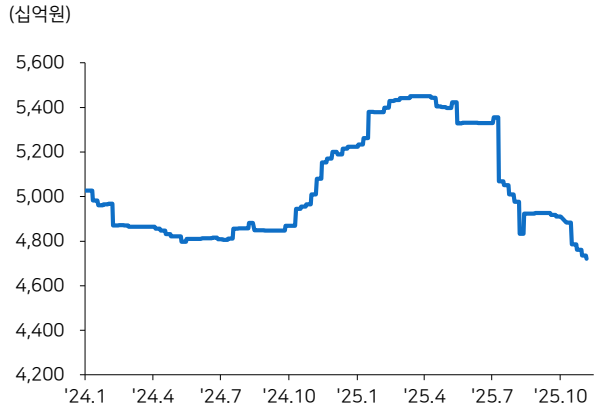
일회성이 난무하며 시장 기대치 지속 조정

2025년 영업이익 컨센서스는 일회성이 난무하며 지속적으로 조정되었다. 3Q25 누적 통신 3사 합산 연결 영업이익은 3조 9,175억원으로 시장 컨센서스 대비 +6.0% 상회했다.

KOSPI 수익률을 하회한 2025 통신업종 주가

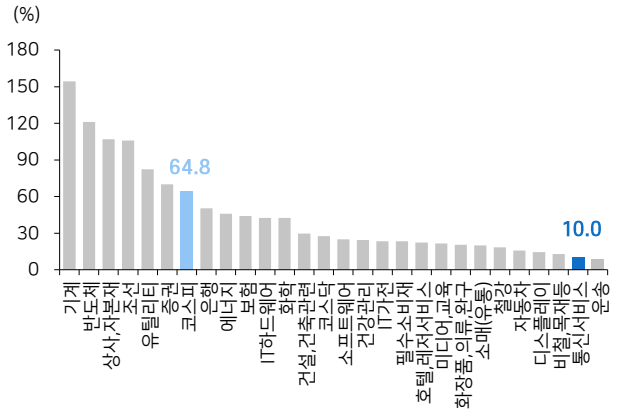
통신서비스 섹터의 연초 대비 주가 수익률은 +10.0%로 KOSPI 수익률(+ 64.8%)을 하회했다. LG유플러스는 SK텔레콤 사이버 침해 사고 이후 가입자 상승이 두드러지며 연초 대비 +51.3% 수익률을 기록했다.

그림1 **통신업종 2025년 영업이익 컨센서스 추이 변화**



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림2 **2025년 KOSPI 섹터별 YTD 주가 수익률**



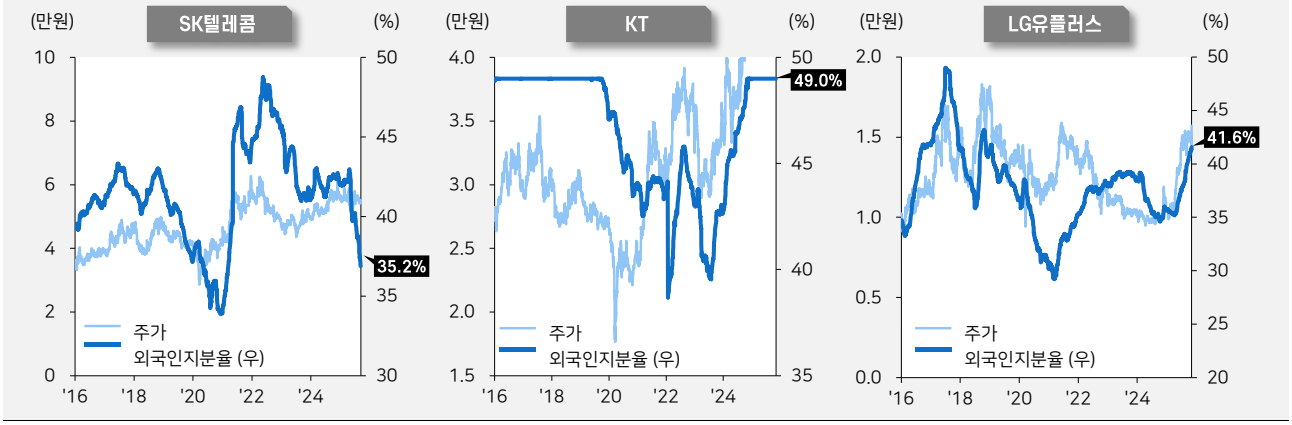
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

외국인 수급 현황 및 지분율 추이

주가와 외국인 지분율

2025년 국내 통신서비스 업종은 사이버 침해 사고 우려에도 불구하고, 양호한 외국인 매수세를 기록했다. 국내 통신업종 주가지수와 외국인 지분율은 전통적으로 높은 상관관계를 나타낸다. 이동전화 시장 점유율 변화에 따라 SK텔레콤에서 LG유플러스로 수급이 이동했다.

그림3 **통신 3사 주가 및 외국인 지분율 추이**



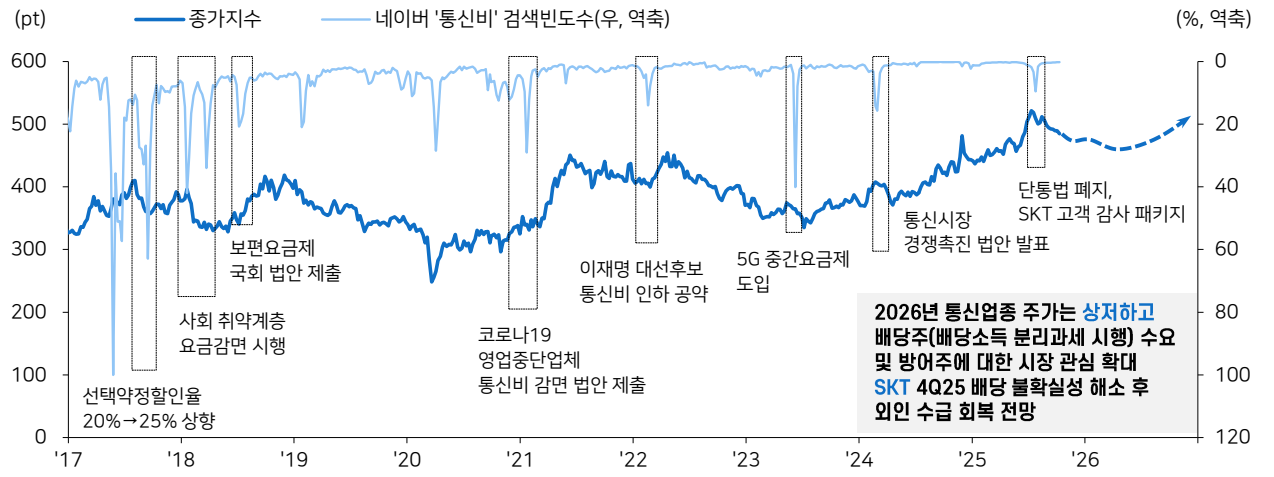
자료: FnGudie, 메리츠증권 리서치센터

2025년 국내 통신업종 투자전략

포트폴리오 관리 차원에서 방어주로서의 역할은 유효

2019년부터 2021년까지는 5G 가입자 확대에 따른 외형 성장이 실적개선을 주도했으나, 2022년부터 현재까지는 마케팅비용, 감가상각비 등 주요 비용 절감이 실적 개선의 Key Factor이다. 2026년 통신업종 주가는 배당소득 분리과세 시행으로 인한 배당주 수요 및 방어주에 대한 시장 관심이 확대되며 상저하고를 예상한다. SK 텔레콤 4Q25 배당 불확실성이 해소된 후 외인 수급 회복에 따른 주가 상승을 전망한다.

그림4 **통신서비스 2026년 주가 전망**



주: 네이버트렌드 '통신비', '요금할인', '기본료' 등 요금 인하 관련 검색빈도수 추이의 역축 그래프
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

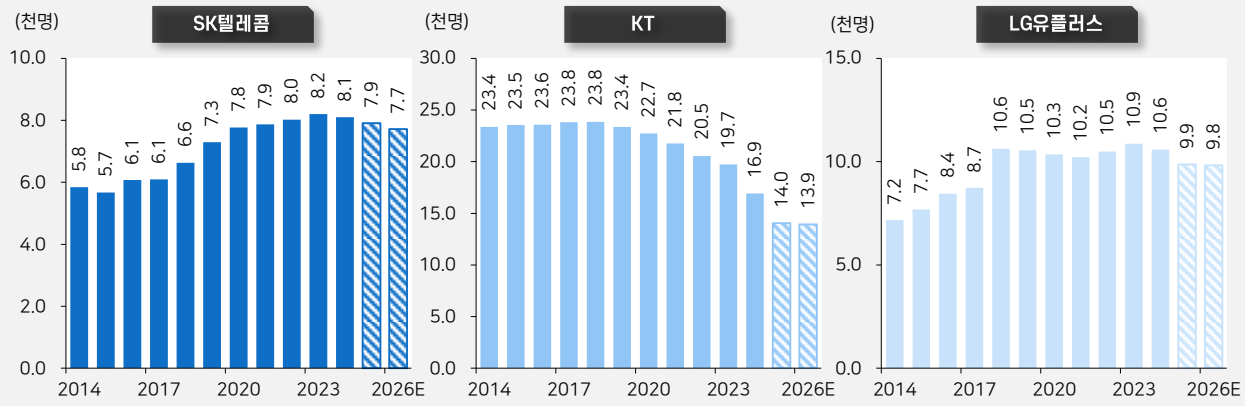
조직 슬림화는 글로벌 트렌드

글로벌 인력 감축 현상

일부 빅테크를 제외한 대부분의 글로벌 IT 기업들의 경우 수익성 정체를 타개하기 위한 비용 절감은 선택이 아닌 필수가 됐다. 2024년 이후 AI가 실무에 적극적으로 도입되며 업무 효율성이 증가하고, 일부 인력을 대체하면서 기업들의 비용 절감에 기여했다. AT&T는 2025년 초 138명의 직원을 해고한데 이어, 3월 88명의 직원을 추가 해고했으며, 현재까지 주에서 55개의 일자리를 추가 감축한 것으로 확인된다. Charter Communications는 올해 초 콜센터 폐쇄로 400여명을 정리, 전체 임직원의 약 1%에 해당하는 1,200명의 임직원을 정리할 계획이다. 특히, 최근 3Q25 실적발표에서 Verizon의 신임 CEO Dan Shulman은 운영 효율성 및 수익성 개선을 위해 비용 구조 개선을 강조했으며, AI를 활용한 맞춤형 마케팅으로 비용을 절감하고, 저수익 사업들을 간소화하거나 정리할 것이라고 언급했다.

2025년 말 기준 통신 3사 합산 인력은 3.2만명 규모로, SK텔레콤(SKT 별도 + SKB) 7,910명, KT 1만 4,035명, LG유플러스 9,870명을 전망한다. 지속적으로 조직 개편 및 인력 효율화를 단행한 KT는 2023년 1만 9,737명에서 -28.9% 감원했으며, 2025년 7월 LG유플러스와 11월 SK브로드밴드 희망퇴직 등으로 2026년 통신 3사 합산 인력은 전년 대비 -1.1% 감소할 전망이다.

그림5 통신 3사 인력 추이 및 전망



주: SK텔레콤은 SK텔레콤 별도와 SK브로드밴드 합산 인력
자료: SK텔레콤, KT, LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

방어주로서의 통신주

통신서비스 업종은 경기 침체 시에도 안정적 수요를 바탕으로 유틸리티, 필수 소비재와 더불어 대표적인 경기 방어주로 분류된다. 미국 주요 통신사인 Verizon, AT&T 등도 경기 둔화 우려 등으로 증시 불확실성이 확대될 때 방어주로서의 기능을 충실히 담당했다. 국내의 경우 과거 자이언트 스텝에 의한 외국인 이탈(2021.12~2022.07) 시기 통신주는 +0.5% 수익률로 KOSPI(-24.3%) 대비 선방했으며, 경기 둔화 및 정치 우려가 커진 시기(2024.07~2025.04)에도 통신주는 +12.7%로 KOSPI(-20.7%)를 Outperform한 바 있다.

그림6 방어주로서의 통신주

자료: 메리츠증권 리서치센터

미디어

광고 2025년 Review: 국내 광고 업종 상대 주가

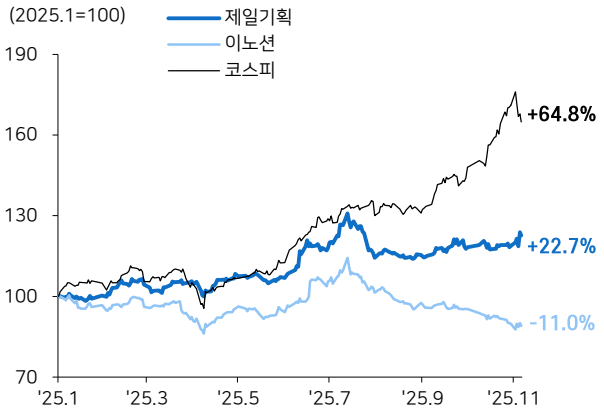
2025년 국내 광고 업종 주가는 KOSPI 주가 수익률을 하회

2024년 말 발생한 국내 정치 이슈가 2025년 상반기까지 영향을 미치면서 국내 광고 업황 회복 시기가 지연됐다. 제일기획과 이노션의 연초 대비 주가 수익률은 각각 +22.7%, -11.0%를 기록하며 KOSPI를 크게 하회했다.

2025년 글로벌 광고 시장 전망

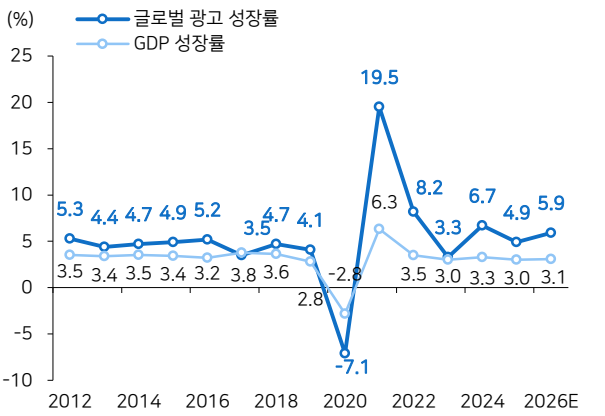
글로벌 광고시장은 2020년 코로나19로 인해 전년 대비 -7.1% 역성장을 기록했으나, 2021년에는 +19.5% 성장하며 온전히 회복했다. 2024년 글로벌 광고 시장은 파리 올림픽, 미국 대통령 선거 등 대형 이벤트로 전년 대비 +6.7% 고성장했다. 2025년 글로벌 광고 시장은 전년도 높은 기저효과와 경기 불확실성 등으로 +4.9% 성장, 2026년은 전년 대비 +5.9% 성장할 전망이다.

그림7 2024년 광고 업종 상대주가 추이



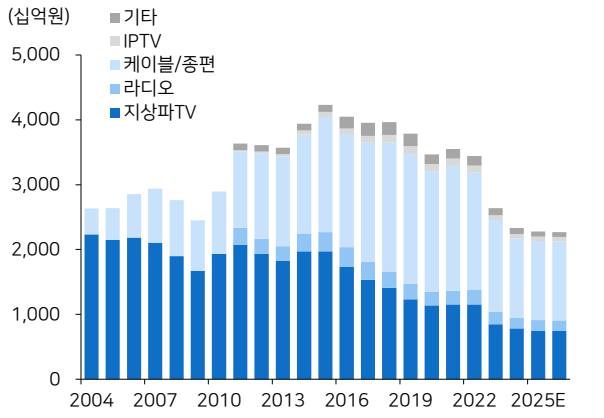
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림8 글로벌 광고 시장 및 GDP 성장률 전망



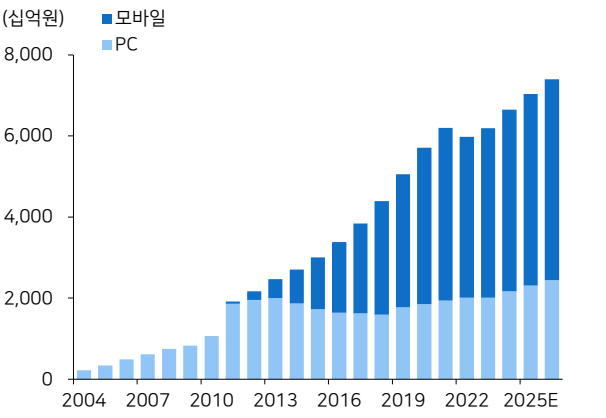
자료: Dentsu, IMF, 메리츠증권 리서치센터

그림9 방송 광고 카테고리별 시장 전망



자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

그림10 디지털 광고 카테고리별 시장 전망

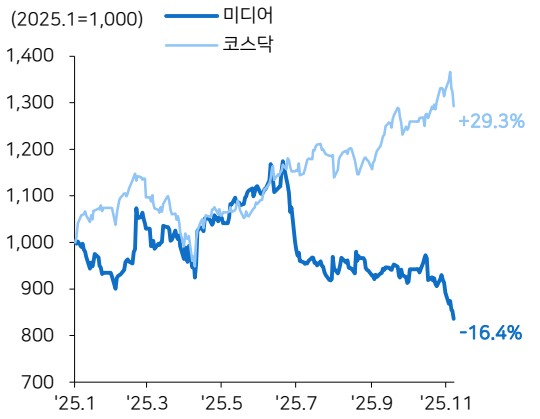


자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

방송/콘텐츠 2025년 Review: 콘텐츠 업종 상대주가

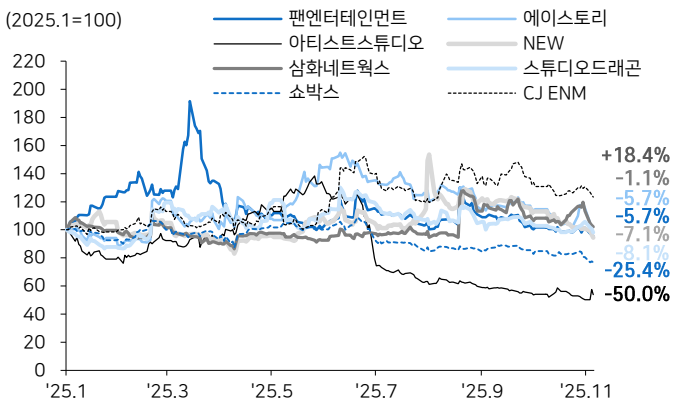
2025년 국내 콘텐츠 업종 주가는 정부 부양책 등으로 6월까지 Marketperform했으나, 〈오징어게임3〉 흥행 부진 등 모멘텀 부재 속에 연초 대비 -16.4% 수익률 기록하며 KOSDAQ(+29.3%) 대비 Underperform했다.

그림11 국내 미디어/콘텐츠 업종 주가지수



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림12 국내 중소형 콘텐츠 제작사 주가 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 K콘텐츠 소비 트렌드

넷플릭스 TV Show 부문에서 압도적 성과를 보이는 K콘텐츠

국가별 제작 역량을 확인할 수 있는 넷플릭스 TV Show 부문 글로벌 Top10 제작 국가별 점유율은 3Q25에도 18.6%로 글로벌 2위를 기록했으며, 〈다 이루어질지니〉 등 흥행에 4Q25 역시 지표가 개선될 전망이다.

표1 넷플릭스 TV Show 부문 글로벌 Top 10 제작 국가별 점유율

순위	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
1	미국 (62.1%)	미국 (58.9%)	미국 (58.9%)	미국 (36.3%)	영국 (30.9%)	미국 (37.5%)	미국 (42.1%)	미국 (58.8%)	미국 (50.0%)	미국 (38.6%)	미국 (43.9%)	미국 (40.8%)
2	영국 (9.2%)	**한국 (17.0%)**	**한국 (11.8%)**	영국 (15.6%)	미국 (24.6%)	영국 (25.2%)	영국 (18.8%)	영국 (12.3%)	**한국 (9.6%)**	**한국 (16.0%)**	영국 (15.9%)	**한국 (18.6%)**
3	독일 (9.2%)	스페인 (9.6%)	콜롬비아 (8.0%)	**한국 (13.9%)**	**한국 (13.6%)**	**한국 (11.6%)**	**한국 (14.5%)**	**한국 (10.6%)**	영국 (6.0%)	영국 (15.7%)	**한국 (13.0%)**	영국 (12.8%)
4	스페인 (7.0%)	영국 (4.0%)	영국 (6.5%)	일본 (12.5%)	프랑스 (8.2%)	스페인 (8.2%)	스페인 (10.0%)	스페인 (5.8%)	이탈리아 (4.7%)	스웨덴 (5.3%)	스페인 (7.1%)	스페인 (7.5%)
5	**한국 (4.3%)**	일본 (2.5%)	스페인 (4.5%)	독일 (6.1%)	스페인 (4.3%)	일본 (3.2%)	터키 (2.7%)	멕시코 (3.8%)	노르웨이 (4.7%)	콜롬비아 (4.8%)	덴마크 (3.6%)	일본 (4.9%)
6	일본 (1.7%)	터키 (2.4%)	터키 (1.7%)	스페인 (5.6%)	일본 (3.5%)	멕시코 (3.0%)	독일 (2.3%)	브라질 (2.2%)	독일 (4.1%)	일본 (3.5%)	프랑스 (3.1%)	프랑스 (4.5%)
7	콜롬비아 (1.6%)	프랑스 (1.4%)	멕시코 (1.4%)	남아프리카 (3.6%)	스웨덴 (3.1%)	프랑스 (2.7%)	프랑스 (1.9%)	태국 (2.0%)	일본 (3.6%)	스페인 (2.1%)	캐나다 (2.5%)	멕시코 (4.2%)
8	폴란드 (1.5%)	이탈리아 (0.9%)	독일 (1.3%)	노르웨이 (2.5%)	브라질 (2.6%)	독일 (1.8%)	노르웨이 (1.4%)	터키 (1.4%)	멕시코 (3.1%)	폴란드 (1.7%)	스웨덴 (1.9%)	남아프리카 (1.5%)
9	UAE (1.2%)	이스라엘 (0.8%)	일본 (1.2%)	터키 (1.7%)	독일 (1.9%)	요르단 (1.3%)	인도 (1.3%)	인도 (0.8%)	스페인 (2.9%)	노르웨이 (1.5%)	인도 (1.3%)	브라질 (1.4%)
10	이탈리아 (0.9%)	브라질 (0.7%)	덴마크 (0.8%)	멕시코 (1.4%)	터키 (1.9%)	폴란드 (1.2%)	콜롬비아 (1.3%)	이탈리아 (0.6%)	프랑스 (2.9%)	멕시코 (1.1%)	브라질 (0.6%)	캐나다 (0.9%)

자료: FlixPatrol, 메리츠증권 리서치센터

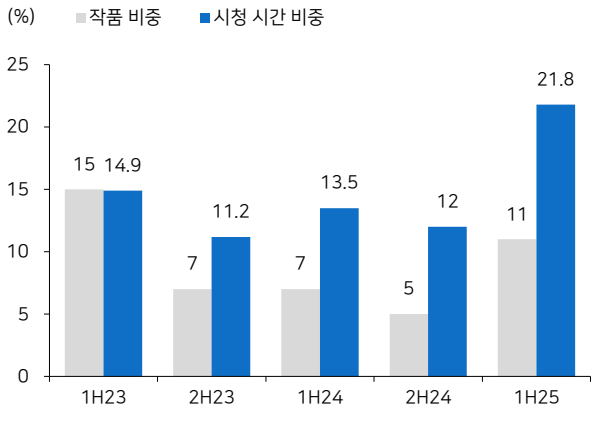
드라마는 몰입력을 기반으로 영상 콘텐츠 수출액을 견인

넷플릭스 글로벌 시청기록에 따르면 2025년 상반기 글로벌 Top 100 작품 중 한국 콘텐츠는 총 11개 작품(11.0%), 시청자수는 15.5%, 시청 시간은 21.8% 비중을 차지했다. 2023년. 최근 OTT 산업은 레거시 미디어와의 전면적 경쟁 구도로 전환되며 광고 사업에 필요한 몰입력 높은 콘텐츠 투자를 확대하고 있다. 구독자들의 OTT 플랫폼 체류 시간을 늘릴 수 있는 몰입도 높은 한국 콘텐츠에 대한 수요가 지속될 전망이다. 영상콘텐츠 수출액은 2017년부터 꾸준히 증가한 반면, 수입액은 감소하는 무역수지 흑자 산업이다. 2023년 기준 영상 콘텐츠 중 드라마 수출액은 5억 3,923만달러로 전체 수출액의 92.2%를 차지했다.

현 정부는 한국 콘텐츠 산업의 글로벌 확장 가속화를 지원하기 위해 세제지원 확대 및 적용 기한 연장, 대규모 재정 투입을 결정했다. 기존 영상 콘텐츠 제작비용 세액공제 기본 공제율 10%, 중소기업 15%, 대기업 5%에서 대기업 5% 제한을 삭제했다. 문화산업전문회사 출자에 대한 세액공제 확대 및 적용기한 연장을 통해 영상 콘텐츠 제작에 집행된 업무추진비, 광고 및 홍보비 공제를 제공한다. 또한, 문화 예산을 현재 정부 지출의 1.1%에서 2030년까지 2% 이상으로 확대, 2026년 예산안 6조원 편성 등 5년간 총 51조원을 투입할 계획이다.

코로나 이후 해외 및 영화 사업 부진, TV 광고 업황 회복 지연으로 영업적자폭이 커졌던 CJ ENM은 4Q25부터 실적 회복이 본격화될 전망이다. CJ ENM의 2026년 매출액은 5조 2,736억원(+2.3% YoY)으로, 영업이익은 2,019억원(+94.2% YoY)으로 수익성 회복을 예상한다. 미디어플랫폼 부문 Tving과 Wavve의 OTT 시너지 확대, 영화드라마 부문 피프스시즌의 BEP 수준 딜리버리를 기록하며 전사 수익성이 개선될 전망이다.

그림13 **한국 콘텐츠 넷플릭스 Top 100 작품수 및 시청시간**



자료: Netflix, 메리츠증권 리서치센터

표2 **문화산업전문회사 출자에 대한 세액공제 확대**

	현행	개정
적용대상	중소, 중견기업	**대기업 포함**
공제대상	문화산업전문회사 출자액 중 영상콘텐츠 제작에 사용된 비용	**좌동**
	영상콘텐츠: 영화, TV프로그램, OTT 콘텐츠	
	제외비용: 기업업무추진비, 광고 및 홍보비 등	
	공제율: 3%	
적용기한	2025년 12월 31일	**2028년 12월 31일**
개정이유	영상콘텐츠 제작 지원	
적용시기	2026년 1월 1일 이후 개시하는 사업연도 출자 분부터 적용	

자료: 기획재정부, 메리츠증권 리서치센터

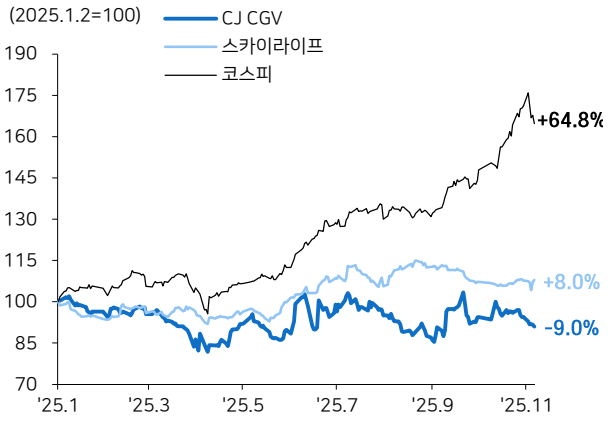
영화/유료방송 2025 Review: 시장을 대변하는 주가

국내 박스오피스의 부진이 장기화되고 흥행작 역시 부재함에 따라 CJ CGV 영업이익 컨센서스는 지속적으로 하락했다. 스카이라이프는 망 도매대가 인하, 무형자산 상각비 완화 등 수익성이 점진적으로 개선되고 있으나, 주가는 다소 부진했다.

2025년 국내 박스오피스는 1.09조원(-9.2% YoY), 영화 관람객수 1.1억명(-10.7% YoY)을 기록할 것으로 예상한다. 2025년 1~10월 누적 영화 관람객수는 8,503만명으로 전년 동기 대비 -17.5% 감소했다. 2026년 국내 박스오피스는 1.22조원(+12.7% YoY), 관람객수 1.25억명(+13.5% YoY)을 전망한다.

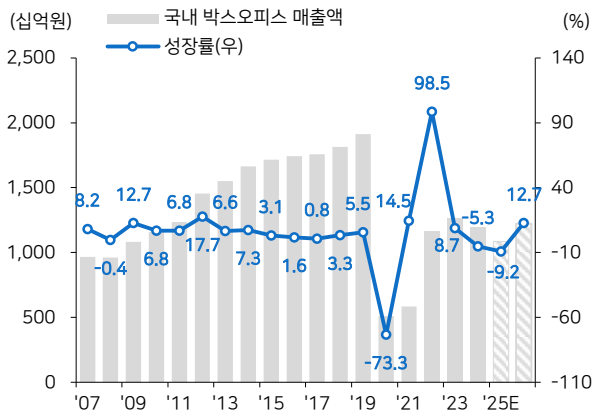
2023년 이후 극장사업자들의 ATP 하락세가 지속됐으나, 2025년 4DX, ScreenX 등 특화 상영관 중심 확장 정책을 통해 ATP 상승 전환에 성공했다. 특화관 콘텐츠가 굿즈 판매로 이어지며 SPP가 상승, BEP 달성에 유리한 구조를 확보했다.

그림14 2024년 상반기 영화/유료방송 상대주가 추이



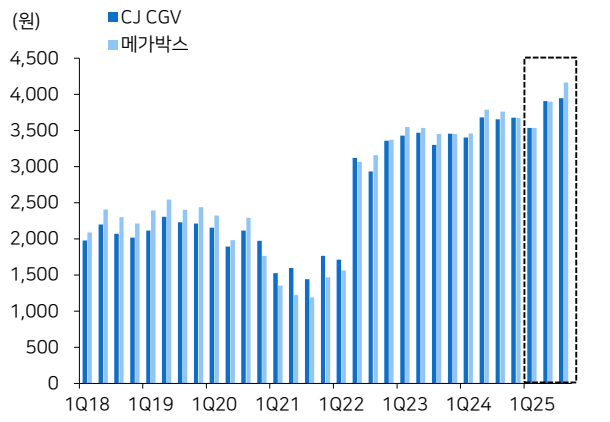
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림15 국내 박스오피스 추이 및 전망



자료: KOFIC, 메리츠증권 리서치센터

그림16 CJ CGV & 메가박스 SPP(Sales Per Person) 추이



자료: KOFIC, CJ CGV, 메리츠증권 리서치센터

표3 2026년 상반기 국내 개봉 예정 기대작

작품명	배급사	주연	장르
28년 후: 뼈의 사원	소니	랄프 파인즈	공포
악마는 프라다를 입는다 2	디즈니	메릴 스트립, 앤 해서웨이	드라마
슈퍼마리오 갤럭시	UPI	크리스 프랫, 잭 블랙	애니메이션
워더링 하이츠	워너	마고 로비	멜로
부활남	롯데	구교환, 신승호	액션
행복의 나라로	롯데	최민식, 박해일	드라마
군체	쇼박스	전지현, 지창욱	스릴러
휴민트	NEW	신세경, 조인성	액션

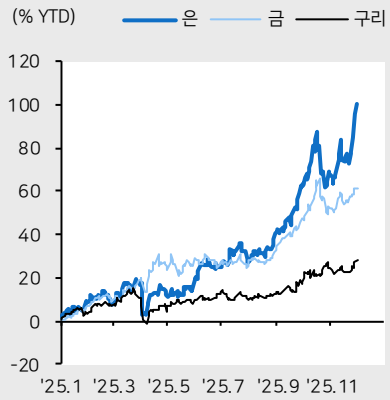
자료: 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

박민서 연구원

올해 원자재 대장은 Silver

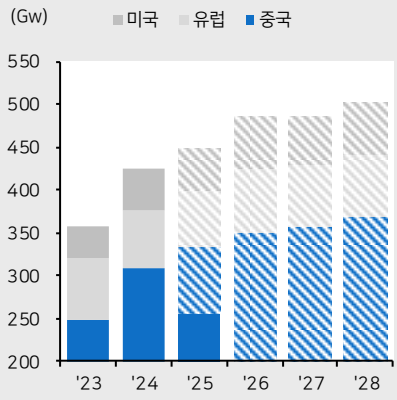
은 YTD 수익률 +102.30%



주간 수익률 상위 10개 ETF

티커	1W	1M	YTD
SLVR	19.7	22.4	152.6
SILJ	12.3	15.2	162.2
SLVP	13.0	19.9	176.6
SIL	11.2	15.9	143.1
WGMI	0.1	-23.9	96.8
DAPP	3.1	-24.9	26.3
SLV	13.8	20.7	101.8
SIVR	13.9	20.7	102.3
GDXJ	7.1	14.5	151.0
BITQ	1.9	-21.8	30.7

연간 태양광 발전 신설 규모 전망



주: 2번째 표는 순자산 총액 50억 원 이상 및 20일 평균 거래대금 10억 원 이상 종목 대상. 레버리지/인버스 제외
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

최근 은 가격 급등

최근 금,은,구리 가격의 동반 상승이 나타나고 있다. 그 중 특히 은 가격은 12월 2일 기준 58.47달러로 연초대비 102.30% 상승하며 강세가 두드러졌다. 최근 1주간 수익률(12월 2일 기준) 상위 10개 ETF 중에서 6개가 은 관련 ETF였으며, 연초대비 수익률이 모두 100%를 상회한다는 점에서 시장의 관심을 확인할 수 있다.

은 = 귀금속 + 산업금속

은 가격 급등은 귀금속 수요와 산업 수요가 동시에 발생했기 때문이다. 일반적으로 귀금속 가격은 금리/지정학적 불확실성, 비철금속은 제조업 경기/재고 현황에 연동된다. 이에 올해 미국 금리인하 기대와 지정학 리스크에 귀금속이 비철금속보다 강세였다. 또한 금 수요는 약 50%가 장신구, 20%가 중앙은행으로 구성되지만, 은 수요는 60%가 산업, 20%가 장신구라서 관련 산업 성장의 수혜까지 본 것이다.

태양광 발전 증설 → 은 수요 Up

특히 은 수요에 영향을 준 산업은 태양광 발전이다. 전체 산업용 은 수요에서 태양광 모듈 생산이 차지하는 비중은 30% 이상인데, AI 관련 전력 수요가 폭증하자 올해 상반기 중국이 256Gw 규모의 태양광 발전소를 신설하며 은 초과수요 상황을 가속화시킨 것이다. 해당 규모는 2023년 연간 증설 규모이며, 2024년 상반기 대비 2배 증가한 수치다.

태양광은 AI 관련 전력난 대응책

물론 발전 효율 측면에서는 화석연료가 유리할 수 있으나, 설치 기간이 약 1년이고 IEA에 따르면 발전단가(LCOE)도 '24년 기준 25-40달러/MWh로 석탄(90-140달러)이나 원전(120-200달러)보다 저렴해서 단기적인 전력난 대응책이 된 것이다.

은 초과수요는 지속될 것

물론 지난 몇 년간 태양광 모듈 공급 속도가 가팔랐고, 은 가격 상승에 따라 구리와 같은 대체 금속으로 전환될 수 있다는 점은 리스크다. 하지만 블룸버그에 따르면 속도가 완만하더라도 지속적으로 증설이 이루어질 것으로 보고 있으며, 구리 전환은 추가 공정이 필요하기에 전면 대체는 어려운 상황이다. 한편 태양광 이외에도 전기/전자, 자동차/항공 부품, 냉각 시스템 등의 수요 역시 25%를 차지하기에, 초과수요 구조 지속에 따라 은에 대한 긍정적 전망은 유효할 것이다.

칼럼의 재해석

김영준 연구원

리스크는 죽지 않는다, 다만 재활용될 뿐이다 (IMF)

지난 수년간 금융기관에 대한 자본규제가 강화되어 왔다. 그래서 은행은 대출자산의 신용위험을 관리하기 위해 합성 유동화 수단인 SRT(Synthetic Risk Transfer)를 발행해왔으며, 그 빈도와 규모는 계속해서 늘어나고 있다. 특히 최근 확장세는 기존 유럽 발행자와 함께 미국 은행에 의해 주도되고 있다. SRT는 대출자산에서 위험만 따로 분리해내 투자자에게 이전할 수 있도록 설계되어있다. 이는 은행의 자본부담을 줄여주고 대출 여력이 확대됨을 의미한다. SRT는 위험관리와 자본 효율성을 동시에 높인다는 이점이 존재한다. 그러나 거래에 대한 불투명성으로 인해 익스포저를 평가하기 쉽지 않으며, 데이터의 공백이 존재해 금융당국이 상호연관성이나 레버리지 추이 등을 적시에 모니터링할 수가 없다. 또한, 저자는 SRT를 통해 생겨나는 위험이 실제로는 사라지지 않고 다른 형태로 순환하면서 다시 은행에게 돌아올 수 있는 구조를 지적한다. 이에 SRT에 대한 긴밀한 모니터링과 공시의 필요성을 강조하고 있다.

미국에서 각광받기 시작한 SRT(Synthetic Risk Transfer)

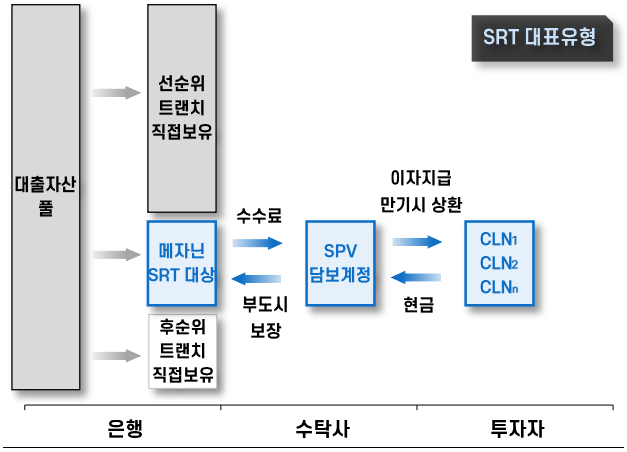
SRT란 무엇일까?

SRT란 일종의 신용연계채권으로 은행이 집행한 대출에서 해당 자산에 연계된 신용위험 일부를(최대 15% 손실 흡수) 비은행 크레딧 투자자에게 이전하는 금융상품이다〈그림 1〉. 원래 SRT는 유럽 은행의 주된 자본 확충 수단이었다. 그러나 SVB사태, 바젤Ⅲ 최종규제 도입, 연준의 구조화 부채의 자본경감 인정 등으로 미국 은행도 SRT를 활용하기 시작했고 지금까지 이어지고 있다〈그림 2〉.

SRT 발행을 통해 얻을 수 있는 실익과 예상 파급효과

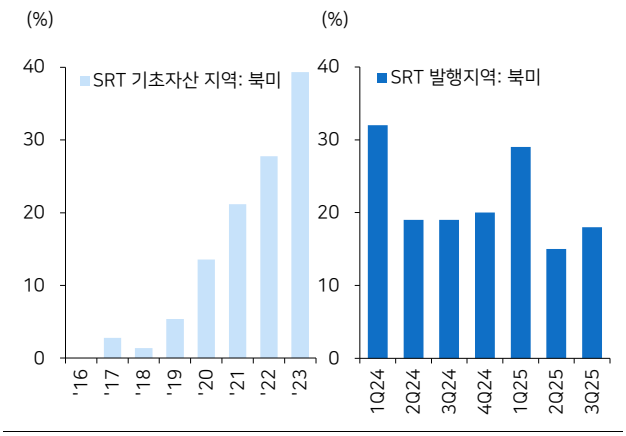
투자자는 만기 전까지(평균적으로 3~5년) 10%대의 높은 이자를 수취하는 대신 손실 보호액을 담보로 맡겨둔 뒤 정상 상환 될 때 비로소 회수할 수 있게 된다. 신용등급이 높은 투자자는 무담보 거래도 진행할 수 있다. 다시 정리해보자면 SRT를 통해 은행은 특정 대출 포트폴리오의 신용위험을 외부 투자자에게 이전함으로써 위험가중자산을 줄이고 자본 배분을 최적화할 수 있다. 이 과정에서 대출여력이 확보되면서 실물경제로 더 많은 자금을 공급해줄 수 있게 된다. 한편 SRT 기초자산의 약 50% 이상은 기업대출로 편성되어 있으며 나머지는 오토론, 상업용 부동산, 소매대출 등으로 구성되어있다.

그림1 대출부도에 대해 보험을 사는 것과 본질적으로 동일



자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

그림2 북미에서 발행되는 SRT, 전체 20~30%까지 확대



자료: IACPM, SCI, 메리츠증권 리서치센터

SRT 시장의 확대 속 위험성 부각

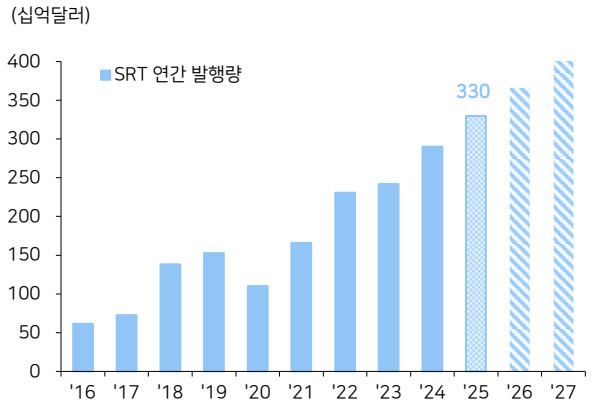
SRT, 기초 위험은 동일한데 자본 완충력은 낮아지는 구조

높은 수익률을 제공할 수 있어 시장에서도 인기가 많은 SRT는 글로벌 전체 규모가 '25년 약 330억달러로 추정되며 꾸준하게 증가하고 있는 흐름이다〈그림 3, 4〉. 이러한 신장세에도 불구하고 IMF는 SRT를 경계해야 한다고 주장한다. SRT는 규제상 RWA를 줄이지만 기초위험은 변함이 없으며, 투자자들은 은행으로부터 레포 대출 등을 통해 레버리지를 일으켜 SRT를 매수한다고 알려져 있다. 그래서 만기가 도래하지 않는 이상 모양만 바뀐채 은행 시스템 안에서 순환하게 된다. 만일 발행추세가 계속될 경우 잠재적 위험이 축적될 수밖에 없다.

레버리지 활용 자유도 높은 사모신용의 SRT 투자, 순환구조 우려

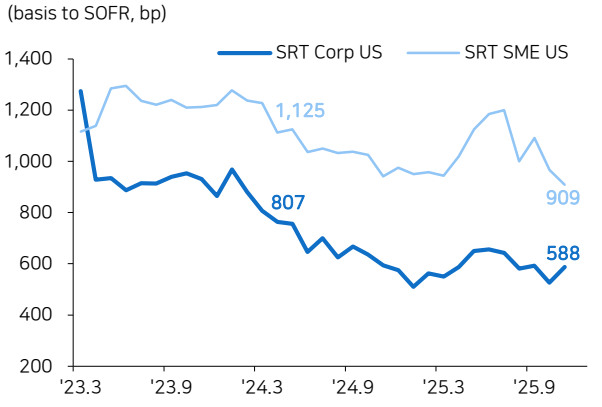
실제 NDFI에 대한 은행의 대출액이 가파르게 늘어나고 있는데, 그 중에서 특히 SRT의 주요 투자자인 사모신용사에 많이 빌려줬다는 점이 우려스럽다〈그림 5, 6〉. 은행이 위험을 팔고, 그 위험을 사는 투자자는 다시 은행에서 돈을 빌려 구매하는 모양새다. 예를들어 최근 데이터 센터 확장을 위해서 자금조달할 때 사모대출을 활용하고 있는데, 이때 은행이 AI 대출 위험을 SRT로 내놓으면 사모펀드사가 재매입할 수 있는 개연성이 존재한다.

그림3 SRT 시장, 블룸버그 추정 '27년까지 11%씩 성장



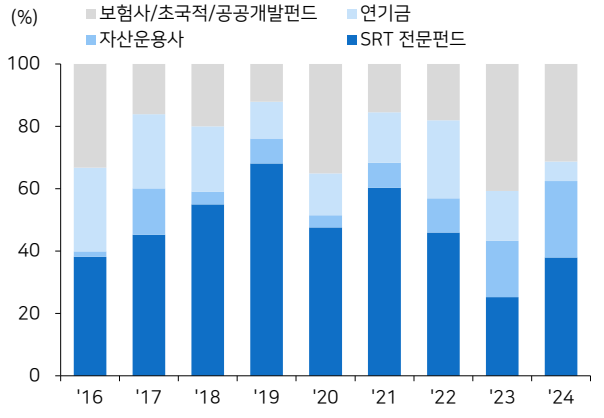
자료: Bloomberg, IACPM, SCI, 메리츠증권 리서치센터

그림4 전통 ABS(CLO BB +560bp)보다 높은 수익률 제공



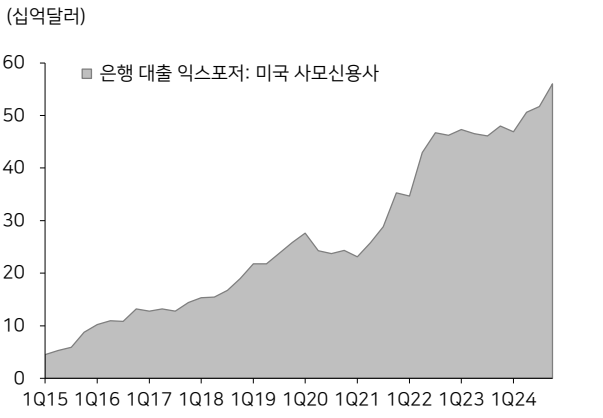
자료: SCI, 메리츠증권 리서치센터

그림5 소수의 투자자에 한정된 SRT, 주로 사모신용사



자료: IACPM, 메리츠증권 리서치센터

그림6 사모신용 관련 여신 취급액 증가 추세



자료: FEDS Notes, 메리츠증권 리서치센터

충격이 전이될 가능성은 점차 높아져만 가고

크레딧 비중 높은 보험사 사모채권 많이 담고 있어

비은행기관끼리도 서로 깊게 얽혀있다. 일부 미국 보험사는 확정급여형 등 보험연금 지급을 위해 고수익 금융상품에 대한 투자를 늘리고 있는데 그 과정에서 사모채권에 대한 비중을 확대해왔다. 특히 사모펀드의 지분이 높은 보험사가 이를 주도하고 있다〈그림 7〉.

무디스는 올해 상반기 미국 보험사들이 매입한 채권 중 23%가 사모대출 상품이었다고 발표했으며, 보험 특화 신용평가사인 AM 베스트는 '24년 기준 미국 보험산업의 채권 보유액 중 45%가 사모채권에 해당한다고 추산했다(10년전 25%). 보험사 포트폴리오에 사모자산이 핵심 자산군으로 자리잡아가는 가운데 골드만삭스 설문에서 보험사는 사모신용에 더 투자하겠다고 밝혔다〈그림 8〉. 사모신용을 포트폴리오에 담는 이유는 경쟁력 때문이다. 공모채권 대비 약 80bp 이상의 높은 수익률을 제공해주는 사모채권은 보험사의 연금 경쟁력으로도 직결될 수 있다.

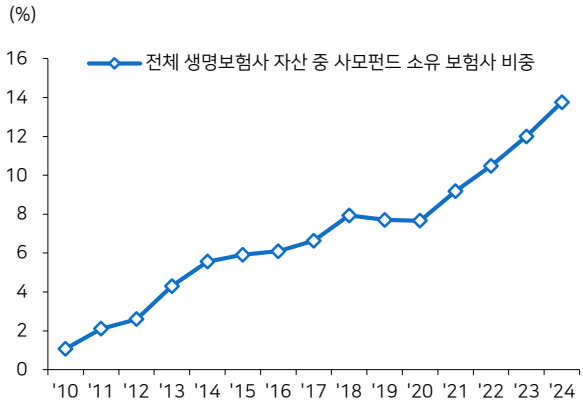
잠재적 전염 가능성이 높아 제대로 된 리스크 평가 어려워

그렇다면 SRT에서 부실이 발생했을 때 보험사와 사모자산 간 충격이 전이되는 부분은 충분히 예측 가능하다. 블룸버그 설문에서 시장 참가자 상당 수는 향후 금융위기가 발생한다면 사모신용에서 발생할 것으로 점치고 있다. 또한, BIS는 북미 상장 생명보험사들이 경기침체를 겪게 될 경우 약 1,500억달러 규모의 자본이 부족할 수 있다고 평가하고 있다.

재배치로 보이지 않는 것에 불과 금융시장 불안정 트리거 요소

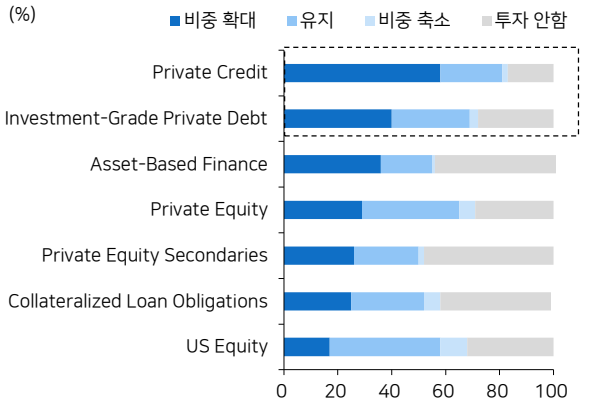
그럼에도 오히려 알려진 리스크는 리스크가 아니라는 안일함 때문에 상황에 온전히 대응하지 못하고 있다는 생각이다. 결정적으로 트럼프 행정부의 금융규제 완화 프레임을 역행하는 일은 쉽지 않아 보인다. 유동성과 투명성을 희생해서 얻은 고수익은 무에서 유를 만들고 있다는 착각을 만들고 있다. 보이지 않는 이상 끝날 때까지 불안은 계속해서 수면 위로 떠오를 것이다.

그림7 **보험사에 대한 사모펀드의 영향력 확대**



자료: Fed of Chicago, NAIC, S%P Capital IQ Pro, 메리츠증권 리서치센터

그림8 **글로벌 보험사 사모신용에 투자 비중을 늘릴 계획**



자료: Goldman Sachs Asset Management, 메리츠증권 리서치센터

원문: *Recycling Risk: Synthetic Risk Transfers (IMF)*