Equity

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

국내외 주식시황 김두언 kimdooun@hanafn.com
RA 안범수 beomsooahn@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 12월 16일 | Global Asset Research

DIN (Doo It Now)

연말 3가지 의구심

(결론적으로) 산타 랠리는 이미 개시되었다. 금리 인하 국면에서 미국과 한국의 공통된 상승 업종은 반도체와 유통으로 귀결된다. 패러다임의 전환을 상징하는 1,400원대 달러-원 환율은 한국 경제에 구조적 변화가 절박함을 경고한다. 주변국에서 이미 구조적인 변화가 일고 있다. 중국은 저금리 체제가 고착화되고 있으며, 일본은 금리 정상화를 본격화한다. 이에 따라 한국 통화정책은 중국과 일본의 영향권에 들어갈 것이다(26년 2회 인하 전망). 12월 FOMC에서 확인된 것처럼 AI 효과는 이제 미국 경제 전망에 본격 반영되고 있다. AI 인프라 투자를 통해 제조업 생산성 증가가 가속화되고 있으며, HBM을 중심으로 한 한국 반도체 수출 호조는 지속될 전망이다. 2026년도 올해만큼 뜨거운 주식시장을 기대해 본다.

첫째, 산타 랠리를 기대한다. 산타 랠리는 연말·연초 주가가 상승하는 계절적 현상으로 인식하고 있지만 보다 엄밀히 말하면, 마지막 5거래일과 1월의 첫 2거래일(총 7거래일)동안 주가가 평균적으로 상승하는 경향을 말한다. 2000년 이후 주요국(미국/중국/일본/한국)에서 산타 랠리는 높은 확률로 나타났다. 특히, 한국은 코스피보다 코스닥 지수가 더 높은 상승 확률과 상승폭을 보였다. 연내 코스닥 활성화 대책이 예정돼 있다. 150조원 규모의 국민성장 펀드가 출범했다(12/2, 하이브리드 전환 전략으로 바라본 구글과 코스닥). 연말·연초 미국과 한국 주식시장 상관관계가 높아지는 시기이다. 과거 지금과 같은 금리인하 국면에서 산타 랠리로 높은 상승을 보인 업종은 미국은 유통/정보통신서비스/에너지/자동차/반도체 등이다. 한국은 반도체/유통/보험/은행/IT가전 등이다. 공통적으로 반도체와 유통으로 귀결된다.

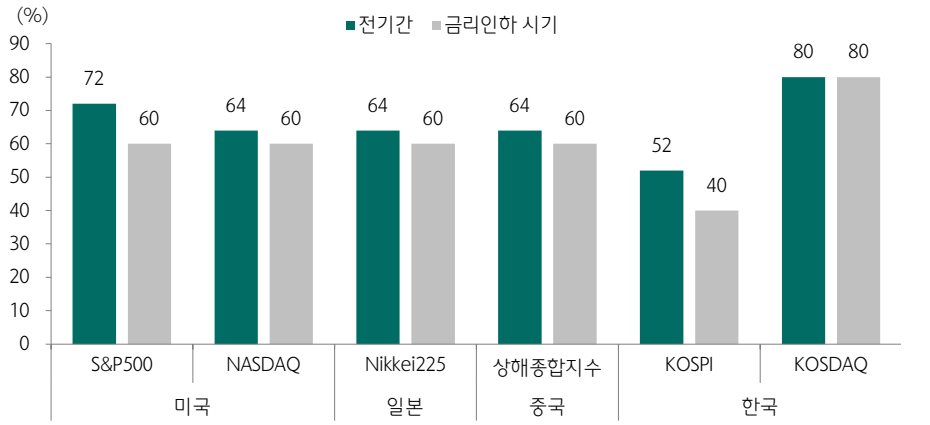
둘째, 1,400원대 달러-원 환율은 패러다임 변화의 산물이다. 단순히 수준이 높아졌다고 과거 IMF, GFC(금융위기) 등과 같은 경제 위기의 신호로 간주하는 것은 무리가 있다. 한 국가의 통화는 그 국가의 경기 펀더멘털을 반영한다는 점에서 가계, 정부, 기업 등 전부 한 국가 안에서의 동일 그룹으로 인식한다. 정부 부채가 많고 경제 성장률이 부진하면 통화 약세 압력이다. 하지만 시대가 변화하고 있다. 양극화가 심화되는 국면에서 통화 약세 압력이 상존하지만 기업의 매출과 영업이익 등이 큰 폭으로 증가한다면, 외국인들은 그 국가의 주식을 매수할 가능성이 높다(10/28, 다 같은 한국이 아닙니다). 한국과 일본 등과 같이 수출 중심 경제 구조에서 통화 약세는 주가 상승과 정(+)의 상관관계를 보여왔다. 이는 수출 기업의 해외 수익을 국내 통화로 환산할 때 이익이 증가하기 때문이다. 반면, 내수 중심에 부동산 비중이 크고 원자재 수입과 자본 유입 등이 성장 동인인 중국의 경우 자국 통화 강세가 주가 상승과 상관관계가 높다.

한국 주변 국가들에서 구조적 변화가 일고 있다. 중국은 더 이상 고성장/고금리 국가가 아니다. 일본은 더 이상 마이너스 금리 국가가 아니다. 정책금리는 중국과 한국, 일본 순

이 25년 넘게 이어져 오고 있지만, 시장 금리는 변화가 크다. 장기 성장성을 반영하는 10년 국채 시장에서 일본 금리가 중국 금리를 넘어섰다. 통화정책에 민감한 단기 국채 시장에서도 머지 않아 일본 금리가 중국 금리를 넘어설 것이라는 전망이 확대되고 있다. 주변국들의 변화 속에서 한국은 여전히 제자리 걸음 중이다. 중국의 완화 정책과 일본의 긴축 정책 사이에 한국 통화정책은 영향을 받을 것이다. 하나증권은 2026년 한국은행이 2번(5월, 11월) 금리를 인하할 것으로 전망한다. 환율은 금리차, 물가차, 주가 상대강도, 성장률 차이 등 상대적 비율의 결과물이다. 원화의 약세와 강세 압력이 혼재된 구조적 변화 속에서 달러-원 환율 1,400원이 새로운 기준이 되고 있다. 새로운 원화 수준을 전략의 기본 가정으로 적용할 시기이다.

셋째, AI 효과가 미국 경제 전망에 반영되기 시작했다. 12월 FOMC에서 연준 위원들의 기준금리 향방에 대한 이견이 컸지만 미국 경제의 견고함에 대해서는 이견이 없었다. 미 연준은 미국 경제가 올해 1.7% 성장(기존 전망보다 0.1%p 상향) 전망에 이어서 2026년과 2027년 그리고 2028년에도 전망을 상향 조정했다. 근간에는 AI 효과가 자리하고 있다. AI 투자가 제조업 생산성을 증가시켜 소비 증대와 함께 미국 경제를 이끈다는 가정이다. 미국 제조업 노동 생산성은 전년동분기대비 1분기 1.1%에서 2분기 1.6%로 상승했다. 과거 90년대 중반 IT 혁명 시기와 같이 설비투자 확대로 제조업 생산성이 10% 이상 상승하고 실업률이 하락하며 성장을 견인할 것이라는 기대가 일고 있다. 2026년 11월 중간 선거를 앞두고 미·중 패권 경쟁 불확실성이 불거질 개연성이 있지만, AI 효과가 미국 제조업 재건을 견인하고 있다는 점에서 HBM, D램 등을 위시한 한국 반도체 수출 호조는 지속될 전망이다. AI 투자가 미국 경제 성장의 동인이라면, 2025년 하반기 한국 증시를 이끈 반도체 업종의 2026년도 기대를 가질 만하다. 바야흐로 지금은 반도체 산업이 본격적으로 새로운 성장 국면에 들어선다는 의미의 반도체 뉴 에라(New Era)이다.

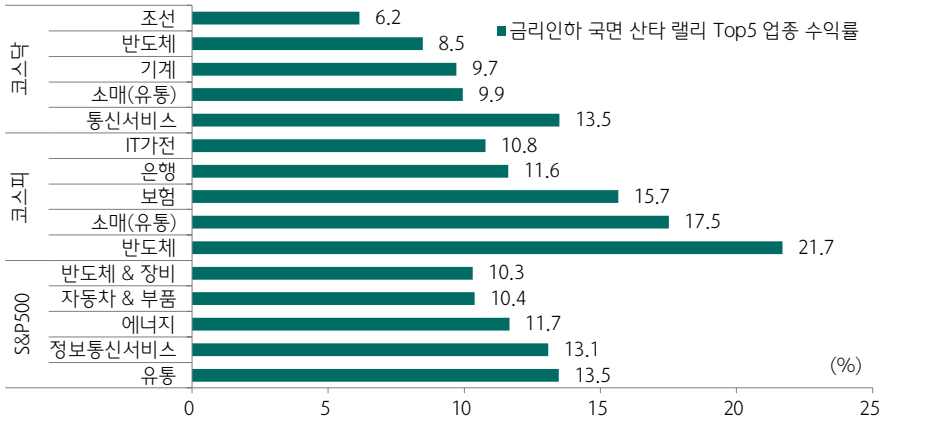
도표 1. 주요국 증시 산타 랠리 확률



주) 전기간은 2000~2025년, 금리인하 시기는 산타 랠리 시점 ±2개월 기준금리 하락을 계산하여 2000, 2001, 2007, 2008, 2024년으로 설정

자료: Bloomberg, 하나증권

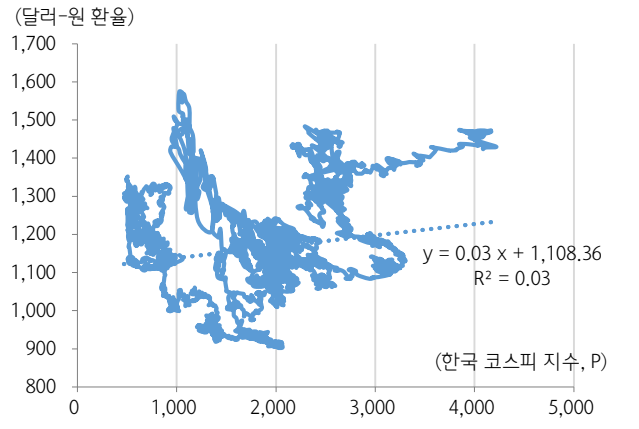
도표 2. 금리인하 국면 산타 랠리 Top5 업종 수익률



주) 금리인하 시기는 산타 랠리 시점 ±2개월 기준금리 하락을 계산하여 2000, 2001, 2007, 2008, 2024년으로 설정. 업종 수익률은 지수 상승 국면에서 반복적으로 강세를 보인 업종 상위 5개의 수익률

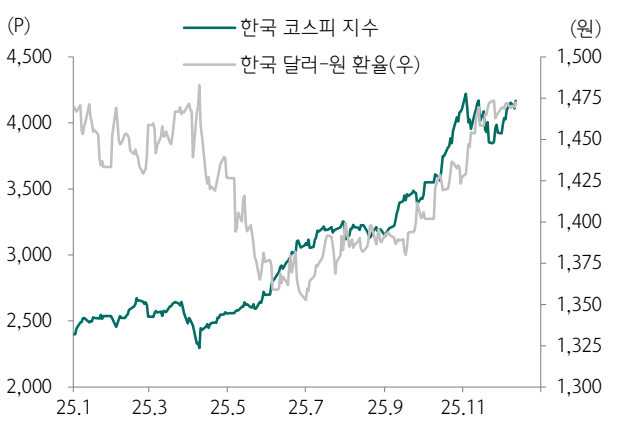
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 2000년 이후 한국 원화와 코스피 지수 상관관계



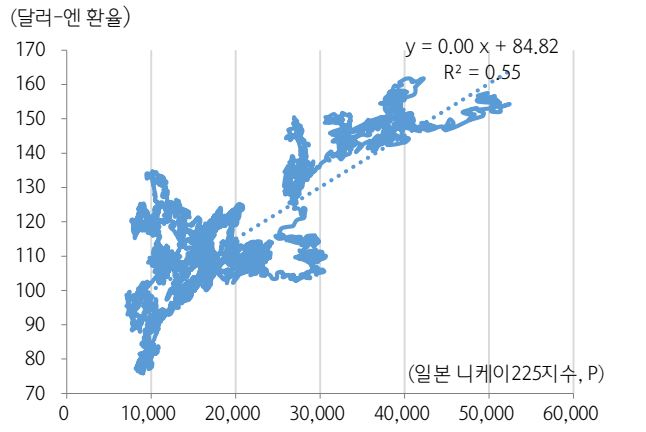
자료: Refinitiv, 하나증권

도표 4. 2025년 달러-원 환율 상승과 한국 코스피 지수 상승



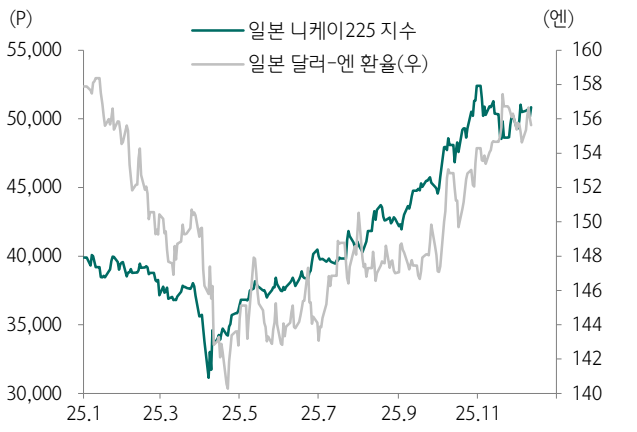
자료: Refinitiv, 하나증권

도표 5. 2000년 이후 일본 엔화와 니케이225 지수 상관관계



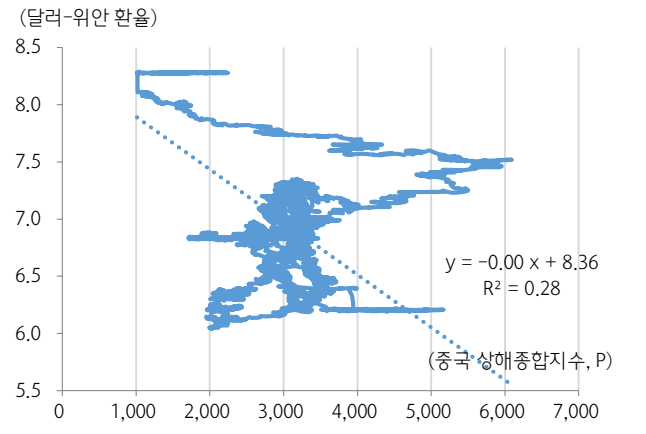
자료: Refinitiv, 하나증권

도표 6. 2025년 달러-엔 환율 상승과 일본 니케이225 지수 상승



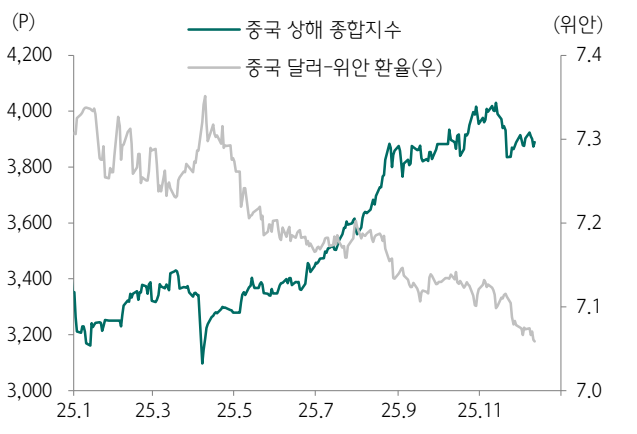
자료: Refinitiv, 하나증권

도표 7. 2000년 이후 중국 위안화와 상해종합지수 상관관계



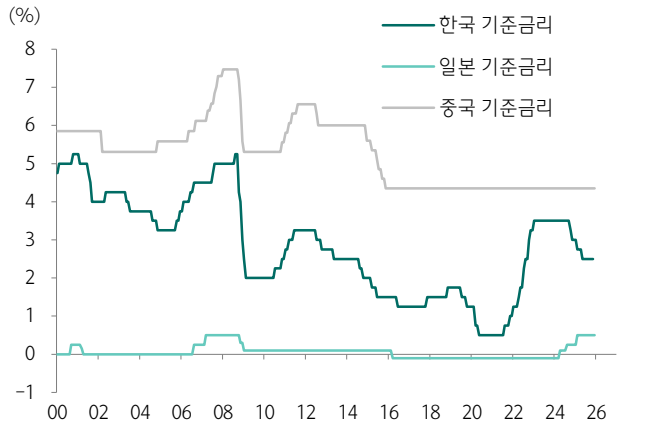
자료: Refinitiv, 하나증권

도표 8. 2025년 달러-위안 환율 하락과 상해종합지수 상승



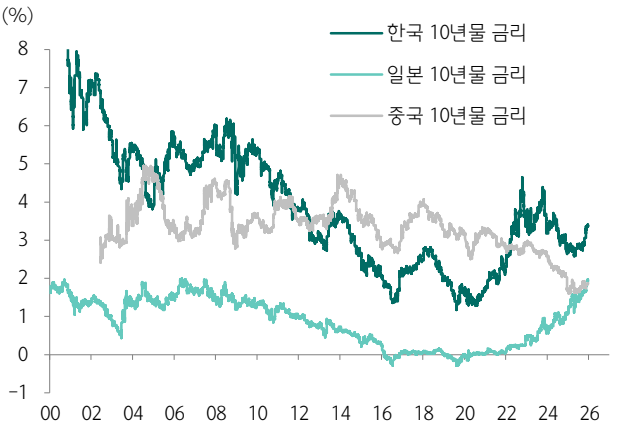
자료: Refinitiv, 하나증권

도표 9. 25년 넘게 이어지고 있는 중국, 한국, 일본 정책금리 수준



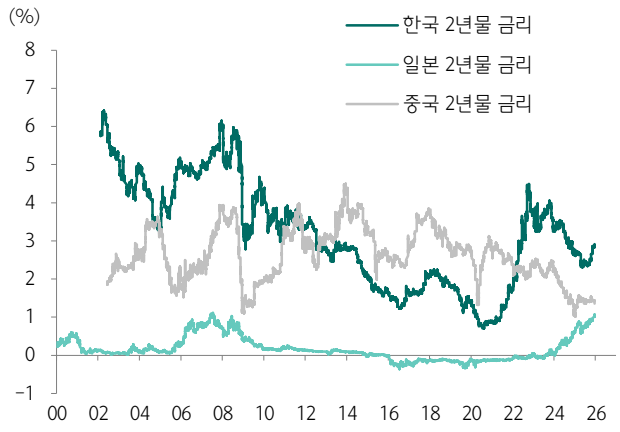
자료: Refinitiv, 하나증권

도표 10. 장기 금리 시장에서 일본 금리가 중국 금리를 넘어서



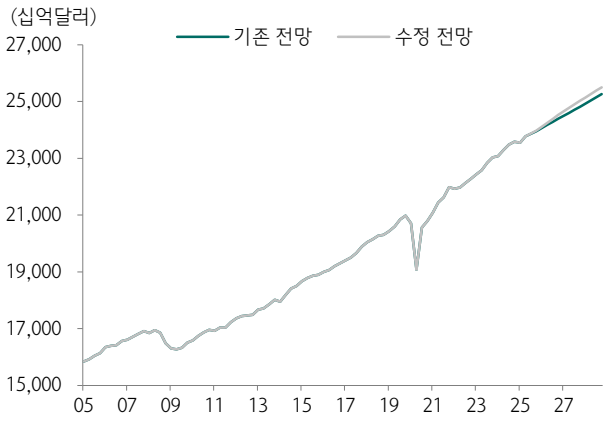
자료: Refinitiv, 하나증권

도표 11. 단기 금리 시장에서 일본과 중국간의 격차가 급격하게 축소 중



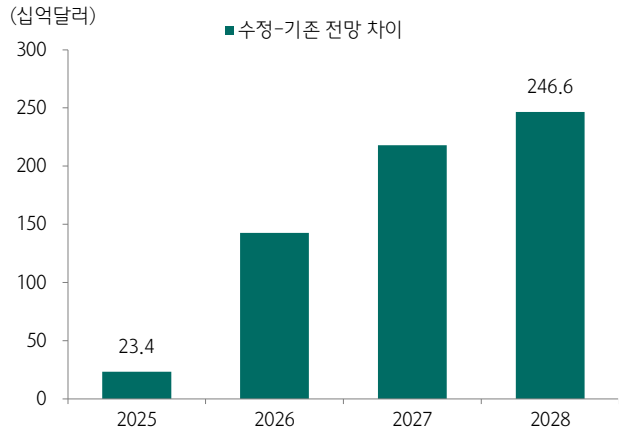
자료: Refinitiv, 하나증권

도표 12. 12월 FOMC 이후 미국 경제 성장률 상향 조정



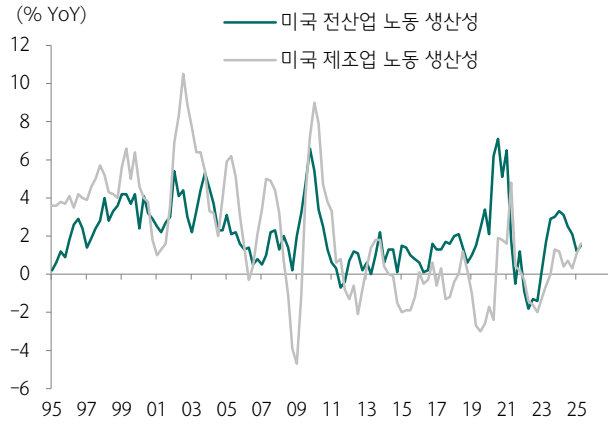
자료: Refinitiv, 하나증권

도표 13. 기존 전망보다 2028년까지 약 6,300억 달러 증가



자료: Refinitiv, 하나증권

도표 14. 미국 제조업 생산성 상승 추세

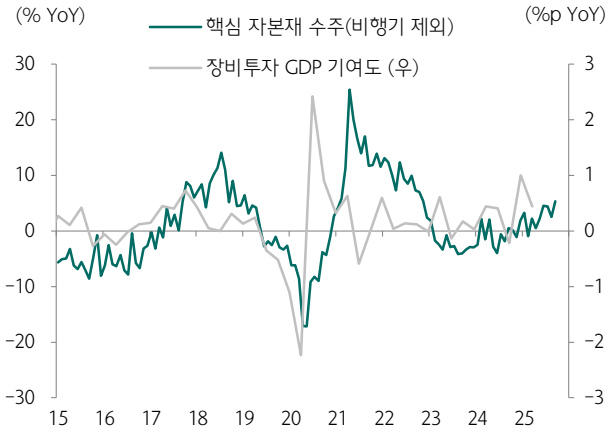


자료: Refinitiv, 하나증권

도표 15. IT 혁명 시기 실업률 하락하며 미국 성장을 견인

자료: Refinitiv, 하나증권

도표 16. AI 투자가 미국 성장의 원동력



자료: Refinitiv, 하나증권