Market Insight | 2025. 12. 19

김석환 seokhwan.kim@miraeasset.com

월스트리트 파인더

Ep.171 내년 최대 논쟁은 'AI 수익화'

MIRAE ASSET 미래에셋증권

주간 경제지표 & 일정

	경제 지표	일정
12/22 월	• 미국, 11월 시카고 연방 국가활동지수	• 채권: 미 국채 2년물 입찰
12/23 화	• 미국, 10월 내구재주문·11월 산업생산 12월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수 3분기 GDP(잠)	• 채권: 미 국채 5년물 입찰
12/24 수	• 한국, 12월 소비자심리지수	• 공개: BoJ 금융정책회의 의사록 • 채권: 미 국채 7년물 입찰 • 휴장: 미국 조기종료(주식 13시, 채권 14시)
12/25 목		• 휴장: 성탄절(한국, 미국, 유럽, 홍콩 등)
12/26 금	• 일본, 11월 실업률·산업생산 • 중국, 11월 공업기업이익(27일)	• 행사: Boxing Day • 휴장: 유럽, 홍콩 등

자료: 미래에셋증권 리서치센터/주:현지시각 기준

Executive Summary

1) 2025년 리뷰: 글로벌

- 선진국 웃고, 암호화폐 울다: 신흥국 +43%, 암호화폐 -12%
- 글로벌 10년 금리 상승. 미 국채 10년 기간프리미엄 이례적으로 높은 수준
- 원화 실질 가치 큰 폭 하락. 원자재 수급에 따라 가격 격차 커

2) 2025년 리뷰: 한국

- MSCI 한국지수 올해 78.6% 상승..1999년 이후 최고
- 새 정부 확장적 재정정책 속 5천p 달성 위한 정책 모멘텀 제공
- 글로벌 AI 산업 붐 속에서 반도체 수요 폭발. 양질의 성장

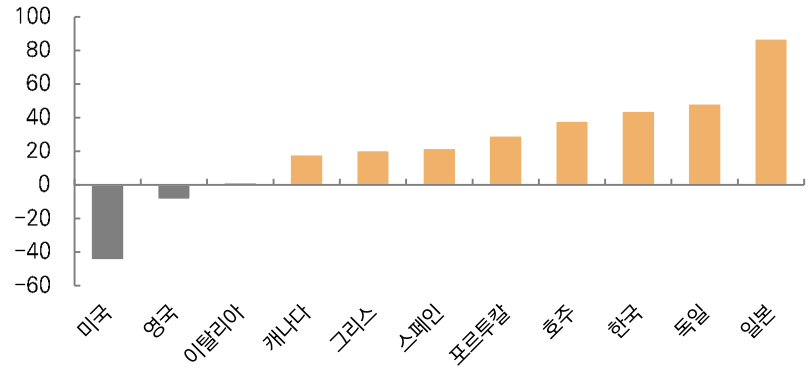
3) 2026년 이슈

- 26년 말, S&P500 목표 주가 평균 7,555p. 현재 대비 12% 넘는 상승 여력
- AI 투자와 수익 간 괴리: 투자수익률(ROI)에 대한 논쟁 지속 전망
- AI 리더십 차지 위한 경쟁 심화, 중국 AI 산업의 빠른 성장

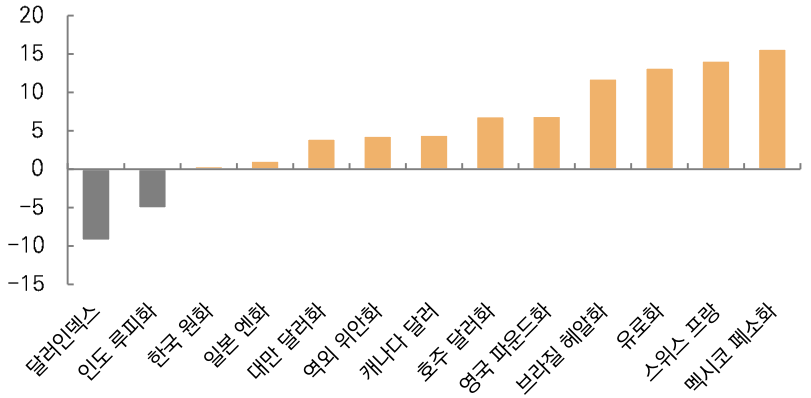
Global Market Snapshot(2025년)

10년 금리 美↓·日↑ , 달러 가치 9% 넘게 하락·유로/스위스 프랑 강세, 금속 초강세, 암호화폐 부진

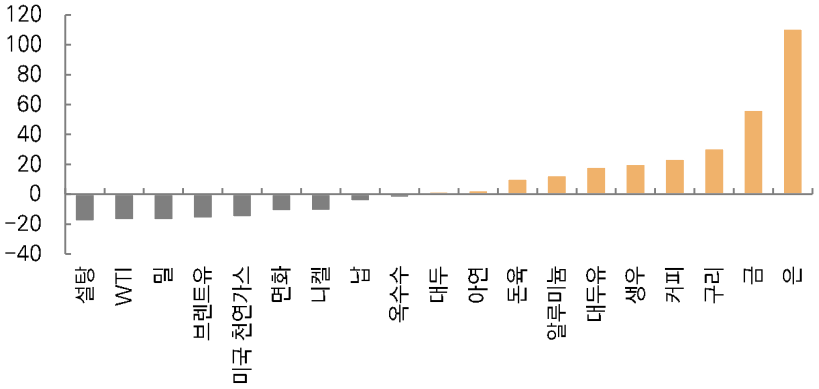
주요국 10년 국채 등락폭(bp)



주요국 통화 가치 등락률(%)

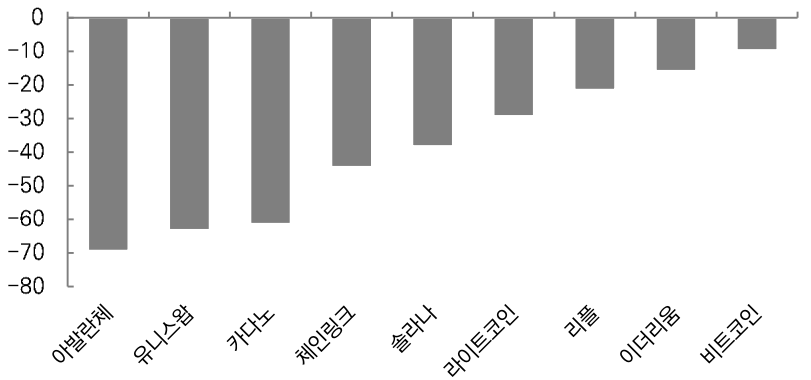


블룸버그 상품지수 품목별 등락률(%)



주) 12월 18일 기준

나스닥 크립토 지수 항목별 등락률(%)

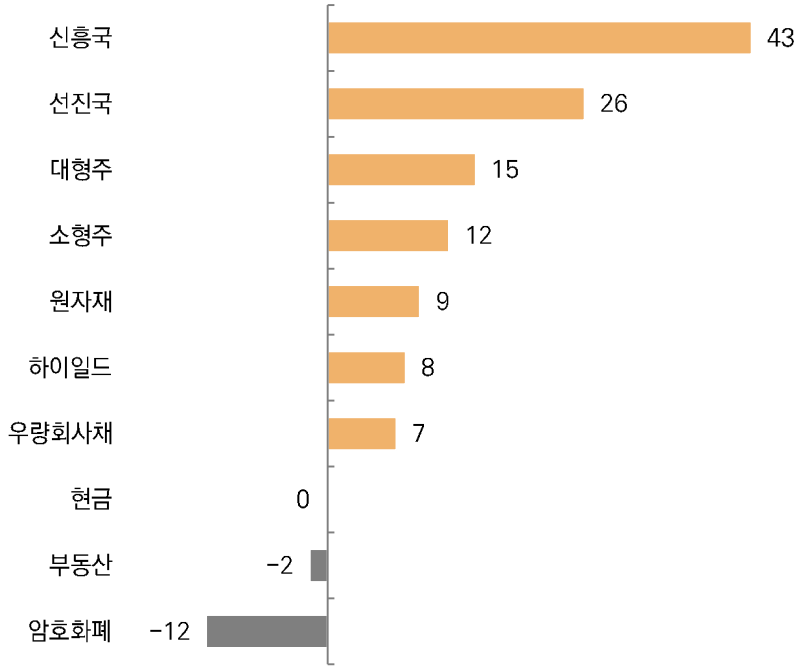


2025 Market Recap

신흥국 웃고, 암호화폐 울다

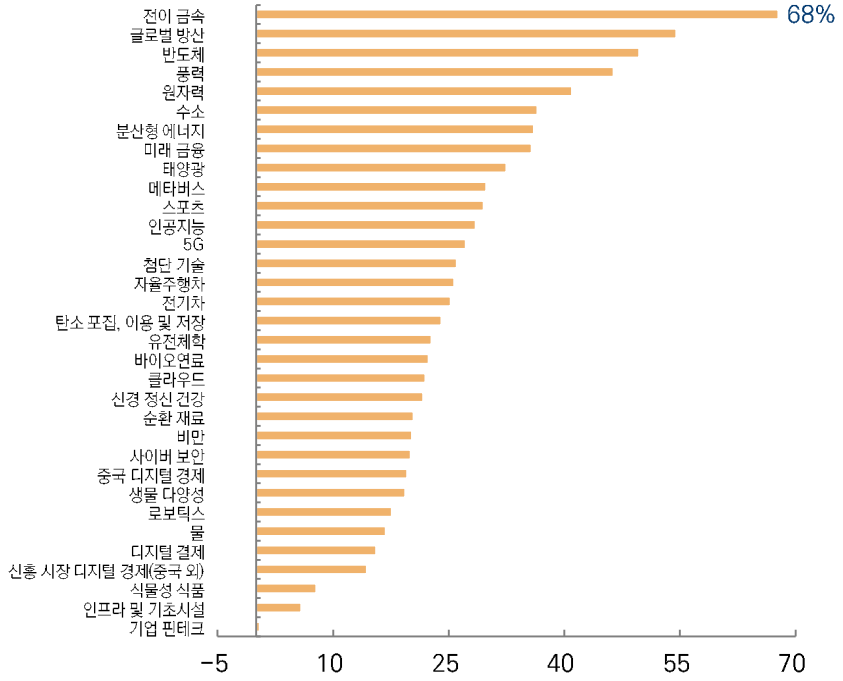
- 유리한 거시경제 환경: 미국의 달러 약세와 통화정책 완화는 신흥 시장에 상당한 호재로 작용. 신흥 시장 수출 경쟁력 강화로 펀더멘털 개선
- 미국 대형주(S&P500)는 높은 밸류에이션과 기술주에 대한 지나친 편중에 대한 우려로 신흥국, 선진국 대비 부진한 모습을 보임
- 금은 사상 최고치를 50회 경신하였고 은은 공급 제약 속에서 산업 및 투자 수요 증가에 110% 상승. 블룸버그 금속 테마지수 68% 상승
- BIS는 주식과 금의 동시 급등을 보고 '50년 만의' 동시 과열로 평가. 반면, 암호화폐는 높은 변동성 속에 주요 자산 중 가장 부진
  (국제결제은행)

2025년 주요 자산별 연간 상승률



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터/주: 12월 18일 기준

블룸버그 테마 지수 연간 상승률



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

2025 Market Recap

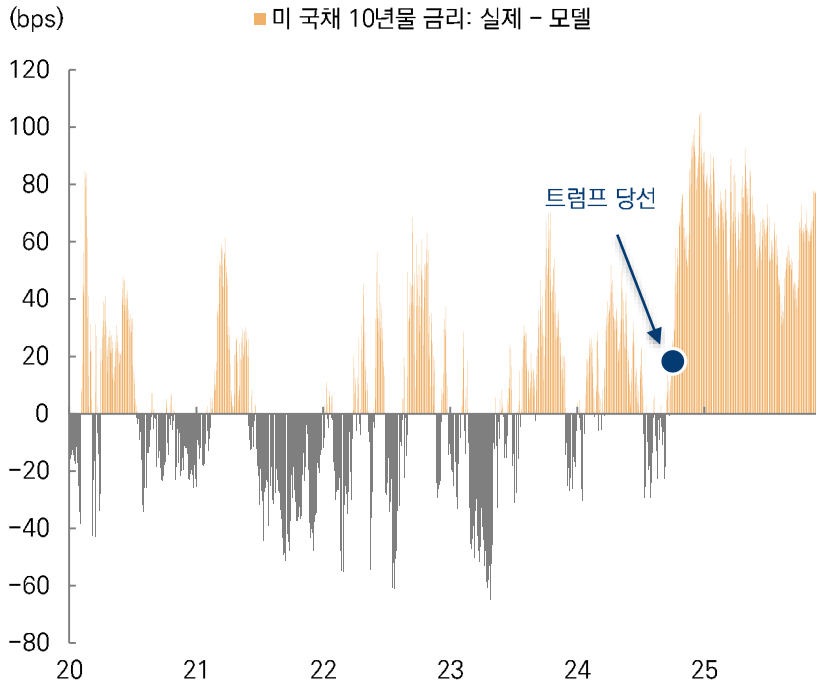
장기금리 상승은 '기간 프리미엄' 때문

- 미 연준 올해 3회 금리 인하(75bp)에도 불구하고 10년(-45bp), 30년(+2.2bp) 등 장기 금리는 하락폭이 제한적이거나 오히려 상승
- 전 세계 채권 시장의 벤치마크인 미 국채 10년물 금리를 결정하는 요소는 ① 실질금리 ② 기대인플레이션 ③ 기간프리미엄으로 구성
- 트럼프 대통령 당선 이후, 미 국채 10년물의 기간 프리미엄은 이례적으로 높은 수준을 유지 → 투자자들의 위험 보상 요구 ↑
- 한국·일본의 장기 금리도 최근 가파른 상승세를 보임. 이는 재정적자 확대·국채 공급 증가·인플레이션 불확실성 등 요인을 반영

주요국 10년 국채 금리

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터/주: 12월 18일 기준

미국 10년 국채 기간 프리미엄



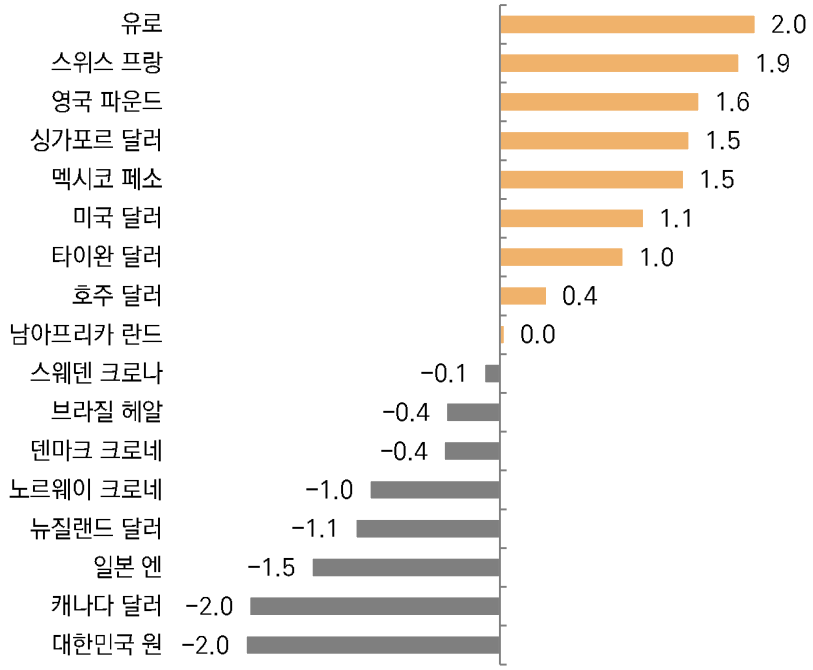
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

2025 Market Recap

주요국 중 원화 실질 가치 가장 크게 하락

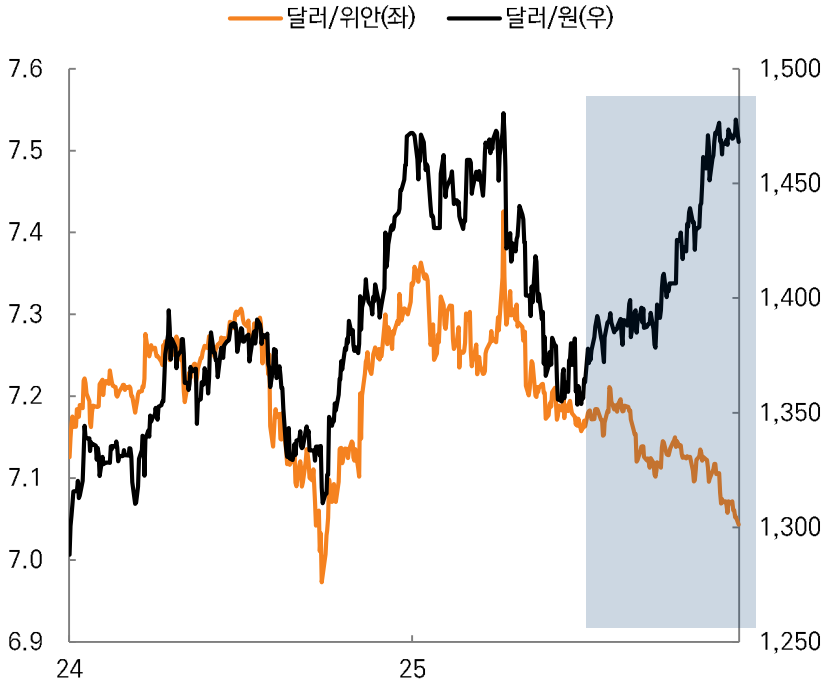
- 미국 달러의 명목 가치가 연간 10% 가까이 하락한 가운데 유로·스위스 프랑·영국 파운드 등 유럽 통화가 (상대적) 강세를 보임
- 달러가 약세를 보인 이유는 ① 미 연준의 완화적 통화정책 ② 재정적 우려 ③ 정치적 리더십 약화 등으로 탈(脫) 달러 현상 강화
- 한국 원화의 실질실효환율은 11월 말 기준 87.05로 2009년 5월 이후 최저 수준을 기록. BIS 64개국 중 세 번째로 낮은 수준
- 일반적으로 달러 대비 위안-원 환율은 높은 상관관계를 보이나 25년 9월 이후 디커플링이 더욱 심화(위안 강세, 원화 약세)

주요국 실질 실효환율(REER)



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터/주: 12월 18일 기준

달러/원, 달러/위안 환율 추이



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

2025 Market Recap

가격 결정 요인 '수급'

- 글로벌 실물자산(Commodity)은 수요와 공급에 의해 극명한 성과가 나타남. 귀금속 및 산업금속 강세, 유가·천연가스 등 에너지 약세
- 귀금속 강세: 금은 높은 인플레이션, 경제 불확실성, 중앙은행의 대규모 매입에 힘입어 60% 상승. 은 또한 강력한 산업 수요에 최고치 달성
- 산업용 금속 강세: 구리와 알루미늄 가격 각각 30%, 12% 상승. 공급 제약과 EV, 그린 에너지 인프라 등 강력한 수요
- 에너지, 농산물 약세: 공급 과잉 심화, 풍부한 재고 영향으로 가격 하방 압력 높게 나타남. 원유, 밀은 연초대비 17% 하락

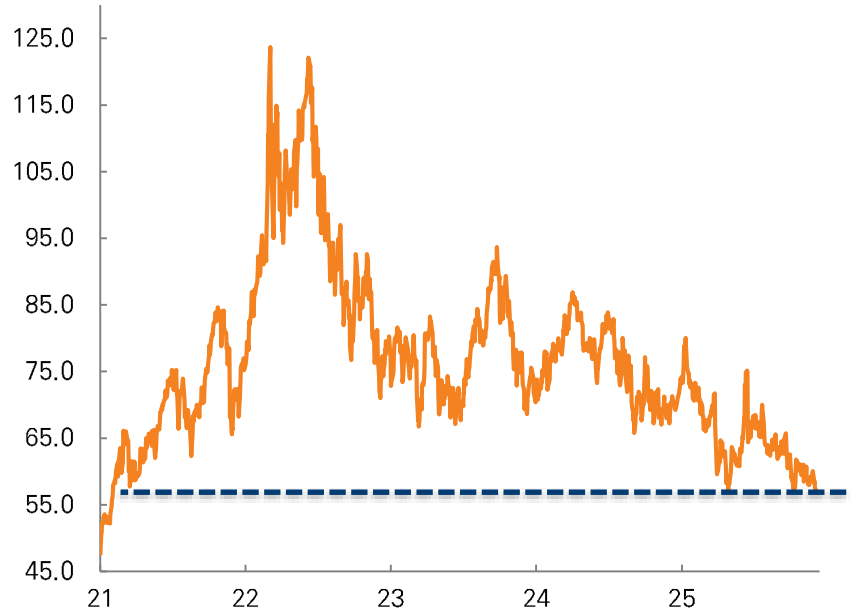
역대 최고가 기록한 구리

LME 구리 3개월 선물 가격('000, USD)

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터/주: 12월 18일 기준

2021년 이후 최저 기록한 유가

서부텍사스산중질유(WTI, USD/배럴)



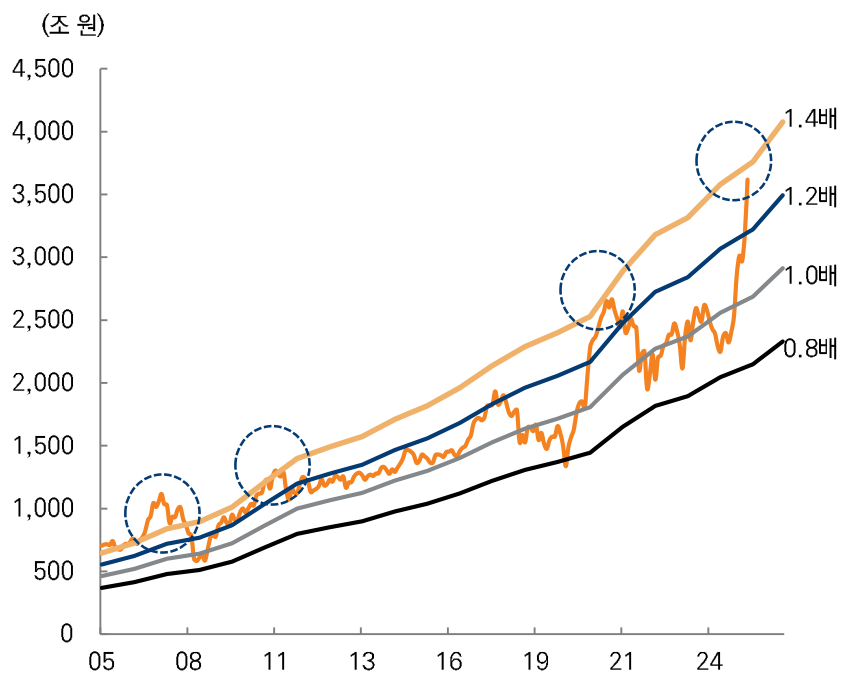
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

2025 Market Recap

정책과 반도체가 쏘아 올린 K-증시

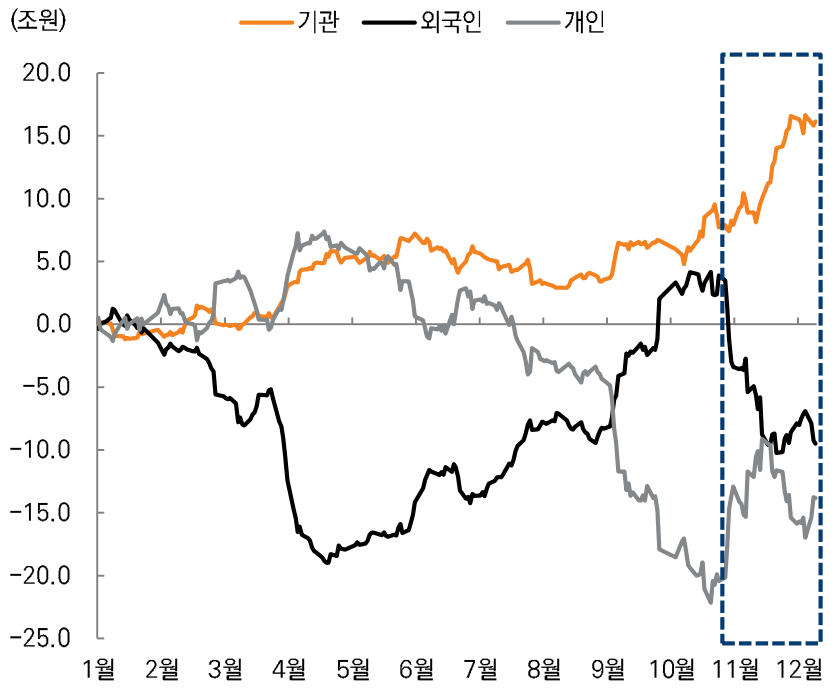
- MSCI 한국지수는 올해 78.6% *12월 18일 기준 상승하며 1999년 기록한 79.15% 이후 최고의 상승률을 기록
- 정책 모멘텀: 지난 6월 새 정부 출범 이후, 정치적 안정과 코리아 디스카운트 해소를 통한 코스피 5천p 달성 위한 다양한 정책적 지원
- AI·반도체: 글로벌 AI 산업 붐 속에서 '반도체' 수요 폭발적 성장. 올해 반도체 수출 전년대비 20% 증가한 $153B 기록*1~11월 누적 기준
- 다만, 국내 증시에서 코스피 PBR 1.4배는 기술적 저항이 크고 외국인 수급의 부재는 추가 상승 동력을 제약시키는 요인

코스피 PBR 밴드 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

주체별 연간 누적 수급 추이



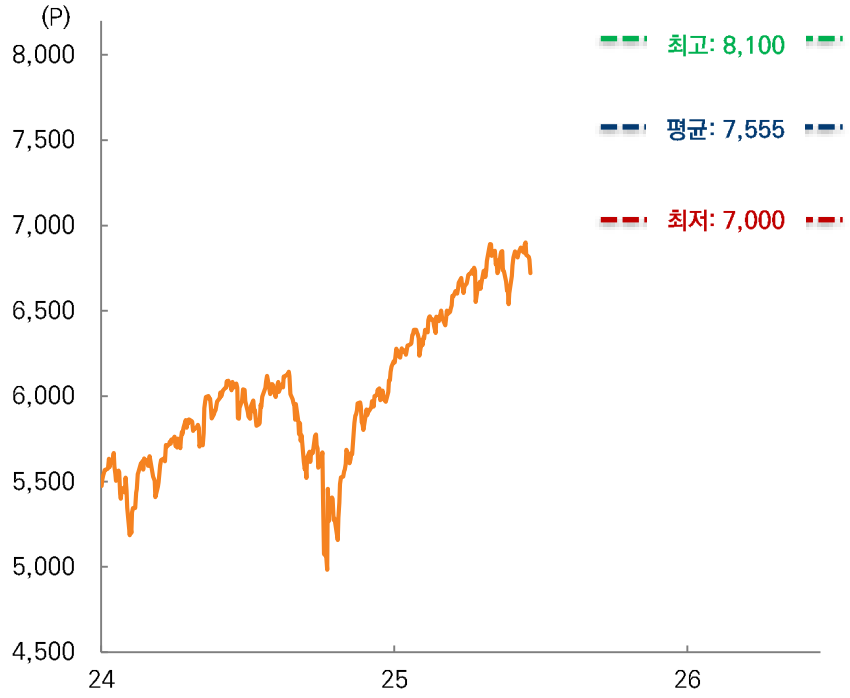
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

2026 Key Issues

S&P500 연말 목표주가: 평균 7,555(+12.4%)

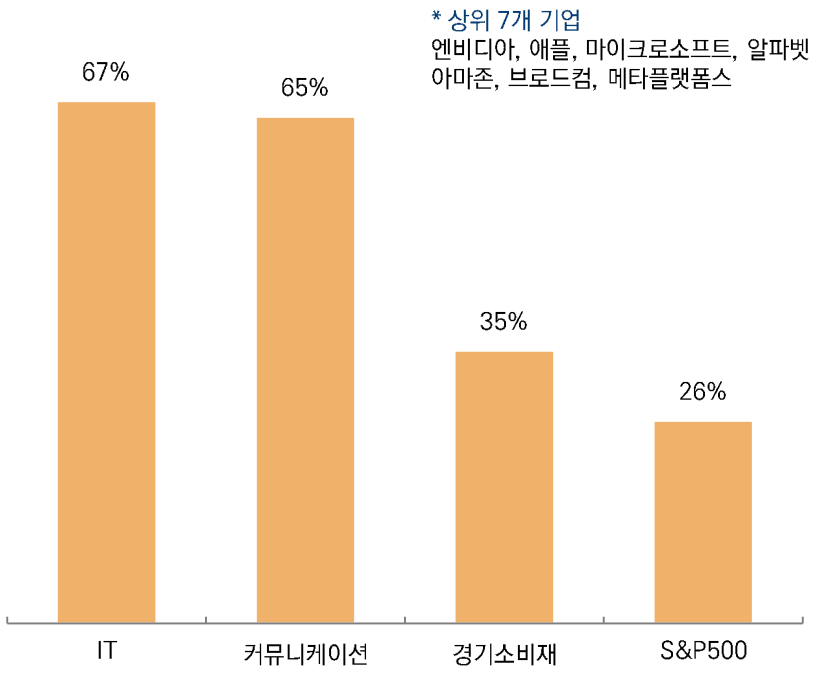
- S&P500 지수는 3년 연속 두 자릿 수 상승률 기록. 내년에도 AI 붐이 지속되며 강세장 지속될 것으로 전망
- 내년 AI 투자 규모는 전 세계적으로 2조 달러를 넘어설 것으로 전망. 이는 올해 1조 5천억 달러 대비 30% 넘게 증가
- 월가가 전망한 내년 말 S&P500 지수 목표가는 평균 7,555p로 현재 대비 12% 상승 여력 있음. 일부 IB는 8,000p 목표 제시
- 집중도 리스크: 내년에도 반복될 가능성 높음. 시총 상위 7개 기업의 이익과 시가총액, 지수 상승 기여도 등 다양한 지표에서 높은 비중 차지

2026년 연말 S&P500 목표 주가



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

상위 7개 기업이 이익에서 차지하는 비중



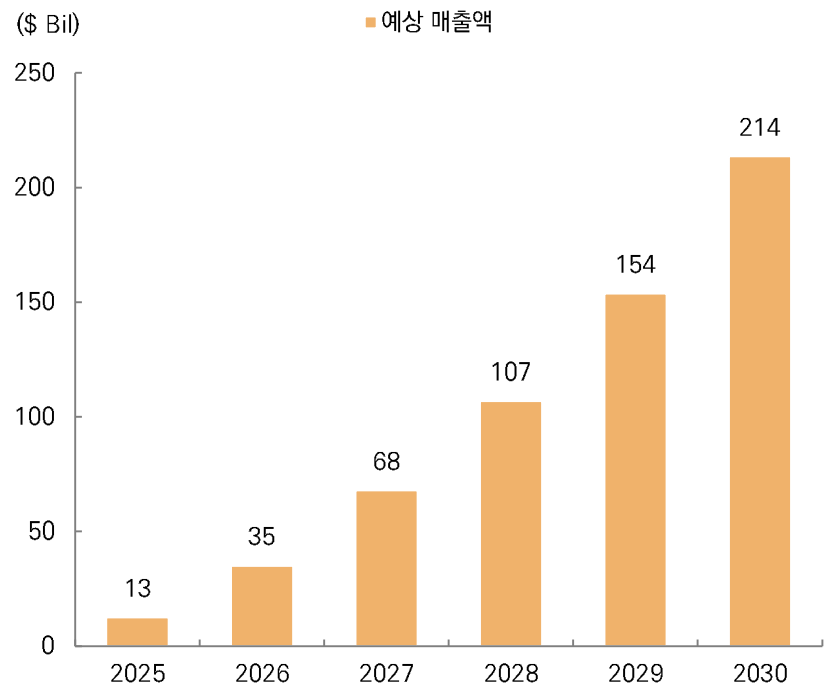
자료: 골드만삭스, 미래에셋증권 리서치센터

2026 Key Issues

2026년 최대 논쟁: AI 수익화

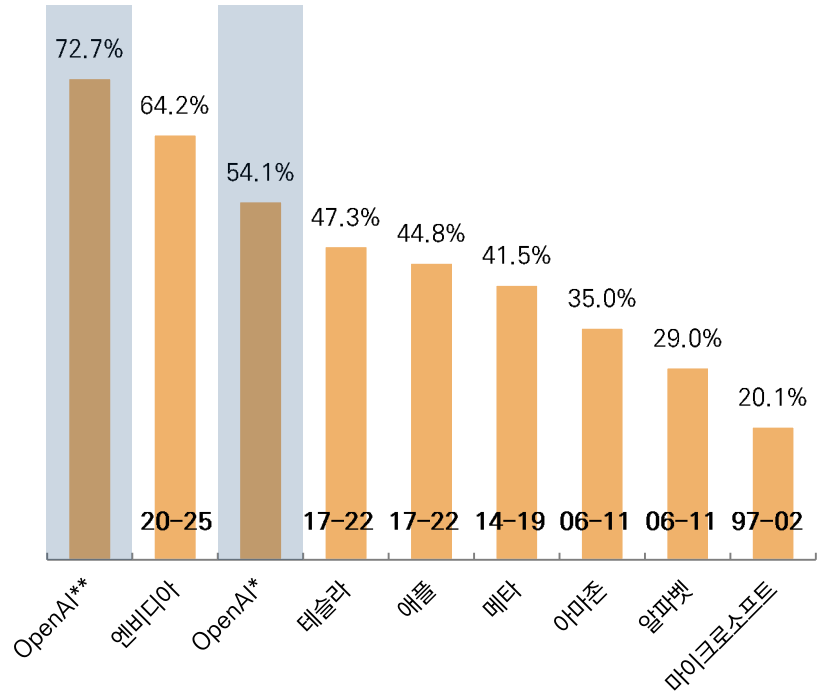
- 2022년 말, OpenAI 의 ChatGPT 출시 이후 글로벌 생성형 AI 시장은 폭발적 성장을 경험하고 있음
- 막대한 투자, 불확실한 수익: AI 인프라 확충을 위해 막대한 자본투자 집행. 25년 하반기부터 '투자수익률(ROI)'에 대한 시장 관심 ↑
- OpenAI의 2030년 예상 매출 전망은 $214B으로 향후 5년간 73%의 연평균 매출 성장률 필요. 이는 주요 빅테크 황금기 성장률을 초과
- HSBC는 OpenAI의 매출이 급성장해도 비용도 함께 급증할 것으로 전망. 올해부터 2030년까지 누적 $792B, 2033년까지 $1,400B 예상

OpenAI 예상 매출 추이



자료: HSBC, FTAV, 미래에셋증권 리서치센터

주요 빅테크 '황금기' 5년 동안 연평균 매출 성장률

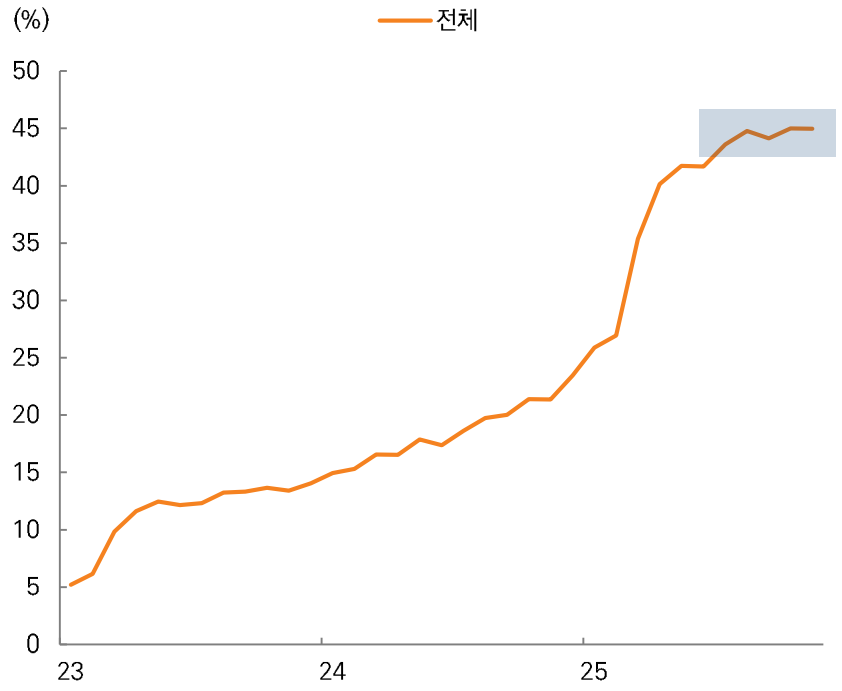


자료: 블룸버그, OpenAI, 미래에셋증권 리서치센터/주: *구독($87B) 매출 기준 **전체 매출 기준

AI 도입 정체 및 리더십 경쟁

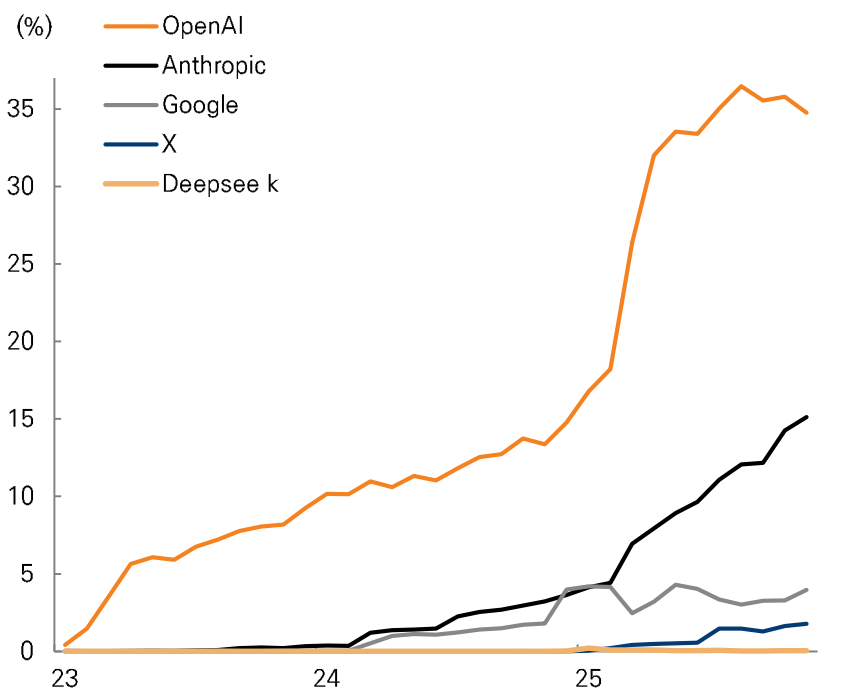
- RampAI 데이터에 따르면, 미국 기업들의 AI 도입율은 지난 8월 이후 정체 국면(도입율 44~45%)
- 미국 인구조사국에 따르면 대기업(직원 250명+)의 AI 활용은 2023년 후반에서 2025년 중반까지 증가했지만, 이후 소폭 감소 또는 정체
- 주요 생성형 AI 모델별 도입율은 OpenAI가 8월 36.48%에서 11월 34.77%로 하락. Anthropic·Gemini·X의 점유율 유의미하게 상승.
- AI 리더십 경쟁: AI 산업의 개척자인 OpenAI는 '추격자'와의 경쟁 심화 예상. 결국, 고객 충성도와 대체가능성이 중요할 전망

미국 기업 AI 도입율



자료: RampAI, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

생성형 AI 모델별 도입율



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

2026 Key Issues

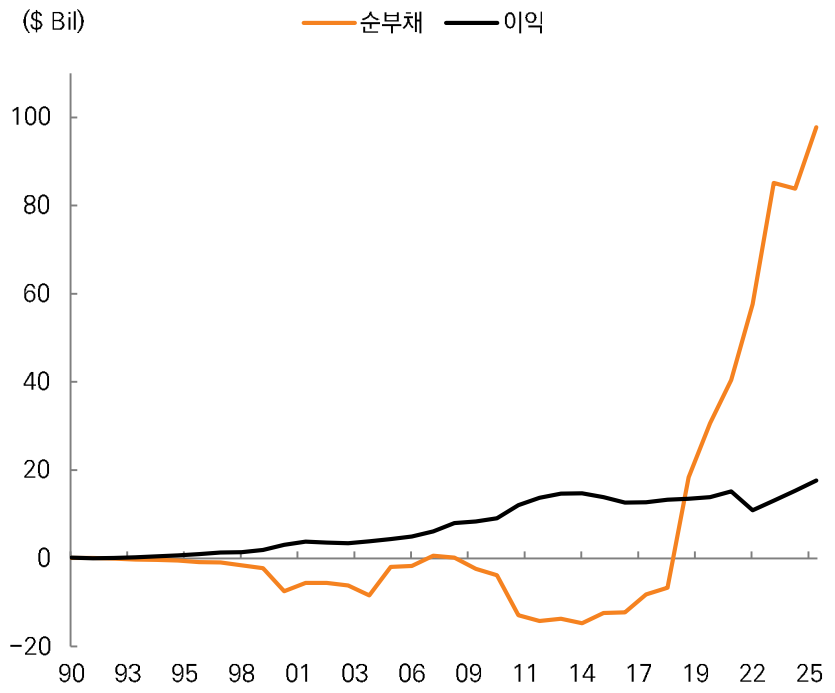
차입 증가에 재무적 부담 확대

- 오라클은 지난 9월 $300B 규모의 잔여 계약 의무(RPO)를 발표. 이후 주가는 30% 넘게 급등했지만, 현재는 9월 고점 대비 40%넘게 하락
- 오라클은 데이터 센터 임대 계약에 11월 말까지 $248B 투자하며 주요 빅테크를 압도. 이에 오라클 재무구조 악화 우려 확산
- 시장에서는 오라클의 신용부도스왑(CDS) 5년물 프리미엄이 2009년 1월 이후 최고인 156bp까지 상승. 5년 내 부도확률 2%→12% *회수율 40% 가정
- 오라클의 순부채는 현재 $105B에서 2028년 $290B로 급증 전망. AI 인프라 투자 급증에 따른 부채 확대로 금융 리스크·수익성 악화 우려

오라클 CDS 프리미엄

자료: 블룸버그

오라클 순부채 및 EBIT 추이



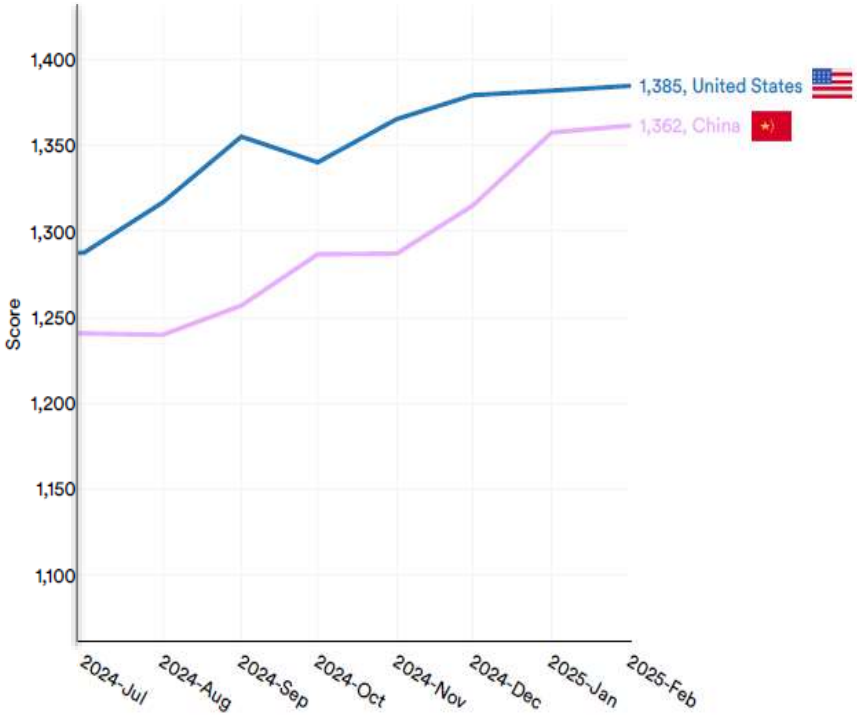
자료: 블룸버그,오라클, 미래에셋증권 리서치센터

2026 Key Issues

중국의 빠른 추격 – 제2, 3의 딥시크 모먼트

- 월가 구루 Ray Dalio는 미중 AI 경쟁에서 "미국이 발명에서 앞서 나간다면, 중국은 응용에서 강세를 보일 것"이라고 밝혀
- 스탠포드 AI 인덱스 레포트에 따르면, 중국과 미국 간의 AI 모델 성능 격차가 2024년 1월 9.3%에서 2025년 2월 1.7%로 크게 감소
- 중국 오픈소스 AI 모델이 전 세계 사용량의 약 30%를 차지하며 영향력 확대. 알리바바 Qwen, DeepSeek V3, Kimi K2 등 빠른 확산
- 미국의 기술 수출 규제로 자국 GPU·AI 가속기 기업에 유리한 환경 조성. 제2의 캠브리콘을 꿈꾸는 유망 기업 차례대로 증시 상장

좁혀지는 미국과 중국 간 AI 갭



자료: LMSYS Chatbot Arena, HAI/주: 〈The 2025 AI Index Report〉

제2의 캠브리콘으로 불리는 4소룡(小龍)

구분	무어스레드	메타X	Biren	Enflame
설립일	2020년	2020년	2019년	2018년
핵심기술	범용GPU	범용GPU	범용GPU	ASIC
주요제품	MTT S2000	MetaX N	BR100	L600
주요특징	빠른 제품 개발, MUSA 아키텍처 기반	다양한 GPU 라인업, MXMACA 아키텍처 기반	LLM, AI 추론 최적화	AI 훈련 칩에 집중, 자체 SW 스택 개발
상장여부	과창판 (688795.CH)	과창판 (688802.CH)	26년 상반기 홍콩 상장 추진	26년 상반기 과창판 상장 추진

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Best AI 2025

- 2025년 말 최고의 AI를 묻는 질문에 Google의 Gemini가 95%의 높은 확률로 1위에 선정됨. 이는 Gemini가 2025년 AI 경쟁 구도에서 우위를 점했다고 평가할 수 있음.
- 구글의 Gemini는 구글 생태계 통합, 강력한 멀티모달 기능 및 최상위 수준의 추론 및 벤치마크로 ChatGPT가 지배하고 있는 생성형 AI 시장의 강력한 경쟁 상대로 부각.

마진 부채 비율

- 미국 M2 통화 공급량 대비 마진 부채 비율이 글로벌 금융 위기 이후 최고 수준을 기록. 미국의 M2가 역대 최고수준인 점을 감안하면 '빚투' 증가 속도가 더 빠른 상황.
- 투자에 대한 높은 자신감은 주가 상승의 피드백 루프를 만들기도 하지만, 갑작스러운 충격으로 하락하게 되면 대규모 마진콜이 연쇄적으로 발생해 시장 하락을 가속화 시킬 수 있음.

Best AI 2025

자료: Kalshi

미국 M2 대비 마진 부채 비율

자료: X

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.