Morning Meeting Notes

2026-02-23

내일의 차이 현대차증권

What's Inside

SNT모티브(BUY/48,000원) 부품에서 로봇까지, 美 공급망 재구축 수혜
[ESG] ESG Report - 2월 KSSB 최종안과 K-GX 추진단 출범
[경제] Macro Comment - 트럼프 IEEPA 관세 위헌 판결, 상징적 의미 있으나 실질적 의미는 약해
[주식] 2026년 머니 무브 시리즈 (1) - 일본의 자본시장 개혁 정책과 시사점
[미국주식] 월마트 - 이익의 질이 달라졌다

주식시장

국내 증시는 혼조 마감. 코스피는 글로벌 증시 약세에도 상승. 3차 상법개정 통과 기대감에 증권주 강세 이어졌으며, 미-일 투자협상 이후 한국 대미투자 본격화 기대감에 원전, 조선 등 상승. 방산주는 미국-이란 갈등 지속됨에 따라 강세 시현
미국 증시는 상승 마감. 4분기 GDP 성장률 부진과 예상치를 웃돈 PCE 물가 지표라는 악재에도 불구하고, 대법원의 상호 관세 위법 판결에 따른 불확실성 해소에 힘입어 투자심리 호조. 업종별로는 의료건강과 에너지를 제외한 모든 업종이 상승. 특징 종목으로 아마존은 이번 상호관세 판결의 수혜가 예상되자 주가가 +2.56% 상승

금리&환율

국고채 금리는 하락 마감. 국고채는 미국-이란 분쟁 우려감 확대에 위험회피 심리 촉발되며 강세. 트럼프 대통령은 이란과 대화 의지를 강조하며 앞으로 15일 정도는 더 대화할 수 있다고 여지를 두었지만, 미국 병력이 이란을 사정권에 둠에 따라 즉각 타격에 나설 가능성도 제기되는 모습
미국채 금리는 상승 마감. IEEPA에 근거한 트럼프발 관세가 위법이라는 미국 대법원의 판결이 나오게 되자 재정 악화 가능성에 국채금리는 일제히 상승
원/달러 환율은 전장 대비 1.10원 오른 1,446.60원에 마감. 미국-이란 지정학적 불확실성에도 불구하고 원/달러는 수출업체 네고물량의 지속적인 출회로 인해 상단이 제한됨
달러인덱스는 97.75로 하락. 달러는 예상치를 상회한 PCE 데이터에 강세 양상을 보였으나, 트럼프발 상화관세의 위법 판결에 따른 미국 재정 우려에 하락 반전

주요뉴스

트럼프, 상호관세 위법 판결 후에도 전세계에 15% 관세
미국 연방 대법원이 상호관세 정책에 위법 판결을 내린 후 트럼프 대통령은 무역법 122조에 의거하여 전 세계를 상대로 10%의 관세를 부과하는 행정명령(유효 기간이 150일)에 서명. 이후 하루 만에 해당 관세율을 15%로 변경. 트럼프 대통령은 150일 동안 무역확장법 232조와 무역법 301조에 근거하여 새로운 관세를 물릴 계획

New Publications

[자동차/모빌리티] Freedom for Robots, Intelligence for Factories(2026-02-20)
[조선] 식지 않을 기대감으로(2026-02-20)
[경제] 2026년 경제전망 업데이트: United and Divided States of America(2026-02-11)
[미국주식] 미국 장단기 전략 - 지쳐있는 미국 증시(2026-02-06)
[유통] "In"과 "OUT"의 환상의 콜라보(2026-01-29)
[미국주식] AI 인프라의 승부처 - 전력·냉각 통합 역량(2026-01-27)
[전기전자/디스플레이] 기판 New Normal Era: 구조적 Up-Cycle 진입(2026-01-20)
[반도체/자동차/2차전지] CES 2026 - 방문 후기 및 투자 활용법(2026-01-14)
[자산배분] 대체투자 비중확대와 자산배분 - 대체투자 벤치마크 한계와 TPA의 대안(2025-01-07)

Rating, Target Price Changes

HD현대중공업	신규	▷	BUY	820,000 원	(2026-02-20)
한화오션	신규	▷	BUY	172,000 원	(2026-02-20)
삼성중공업	신규	▷	BUY	35,000 원	(2026-02-20)
포스코퓨처엠	BUY	140,551 원 ▷	BUY	274,000 원	(2026-02-20)
롯데웰푸드	BUY	150,000 원 ▷	BUY	160,000 원	(2026-02-20)
클래시스	BUY	70,000 원 ▷	BUY	89,000 원	(2026-02-19)
한샘	M.PERFORM	45,000 원 ▷	M.PERFORM	54,000 원	(2026-02-19)
세아베스틸지주	BUY	59,000 원 ▷	BUY	88,500 원	(2026-02-12)
풍산	BUY	165,000 원 ▷	BUY	154,000 원	(2026-02-12)
롯데렌탈	M.PERFORM	36,000 원 ▷	BUY	46,000 원	(2026-02-11)
대우건설	BUY	6,000 원 ▷	BUY	7,400 원	(2026-02-10)
덕산하이메탈	신규	▷	BUY	16,500 원	(2026-02-09)
금호타이어	M.PERFORM	6,000 원 ▷	BUY	7,700 원	(2026-02-09)

외국인 순매수 / 국내기관 순매수

외국인 순매수	금액(백만)	국내기관 순매수	금액(백만)
SK하이닉스	702,965	삼성전자	1,301,414
두산에너빌리티	218,030	현대차	174,690
한화오션	177,644	한화오션	146,041
한화에어로스페이스	102,153	SK하이닉스	132,355
효성중공업	82,822	두산에너빌리티	120,192

외국인 순매도 / 국내기관 순매도

외국인 순매도	금액(백만)	국내기관 순매도	금액(백만)
삼성전자	-2,060,043	KODEX 200	-99,676
삼성전자우	-146,783	한화솔루션	-90,119
현대차	-112,098	KODEX 코스닥150	-87,901
한온시스템	-66,068	미래에셋증권	-77,992
SK스퀘어	-63,745	KODEX 200선물인버스2X	-75,275

국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	5,808.53	+2.31	+16.40
대형주	6,148.60	+2.45	+16.87
중형주	4,620.73	+1.42	+13.77
소형주	2,907.87	+1.15	+12.59
KOSDAQ	1,154.00	-0.58	+16.10

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	-9,873	-7,441	16,150
누적순매수(D-20)	32,099	-115,289	65,069

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	445,329	422,623	498,935

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	146.85	+2.43	+19.36
금융	1,100.18	+3.91	+27.47
운수장비	6,415.85	+2.86	+1.28
유통	633.13	+2.97	+12.29
음식료	5,094.31	+0.58	+12.17
의약품	19,532.40	-0.10	+4.66
전기전자	73,863.88	+2.21	+21.69
철강금속	8,083.49	+1.68	+4.44
화학	5,107.83	+1.13	+10.67
유틸리티	1,821.65	+1.85	+4.25
통신	662.41	+1.70	+24.99

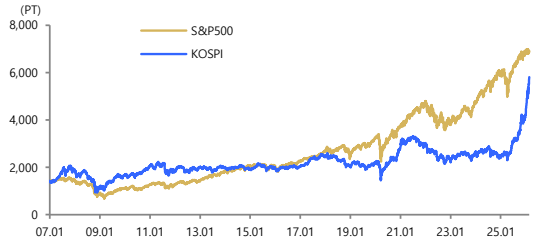
해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	6,909.51	+0.69	-0.09
NASDAQ	22,886.07	+0.90	-2.62
일본	56,825.70	-1.12	+5.53
중국	4,082.07	휴장	-1.31
독일	25,260.69	+0.87	+1.45

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.14	-3.50	+0.60
국고채 (10년)	3.54	-4.80	-5.00
은행채AAA (3년)	3.47	-3.60	+7.10
미국국채 (2년)	3.48	+1.85	-11.50
미국국채 (10년)	4.08	+1.60	-14.15

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,446.60	+0.08	-1.31
원/백 엔	932.88	+0.09	-0.83
원/위안	209.41	+0.09	-0.52
달러/유로	1.18	+0.15	-0.30
위안/달러	6.91	-0.01	-0.79
엔/달러	155.07	-0.01	-0.49
Dollar Index	97.75	-0.13	+0.24

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	66.39	-0.06	+8.71
금 (usd/oz)	5,080.90	+1.67	+2.03
BDI	2,043.00	+1.19	+16.01
천연가스(NYMEX)	3.05	+1.70	-42.24

KOSPI, S&P 추이



본 조사지표는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 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.

SNT모티브 (064960)

Analyst 장문수 joseph@hmsec.com

부품에서 로봇까지, 美 공급망 재구축 수혜

BUY **TP 48,000원**

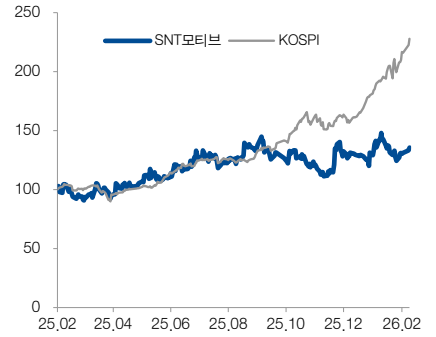
현재주가 (2/20)	36,150원
상승여력	32.8%
시가총액	959십억원
발행주식수	26,540천주
자본금/액면가	133십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	39,450원/24,250원
일평균 거래대금 (60일)	4십억원
외국인 지분율	17.85%
주요주주 지분율	
SNT홀딩스외1인	46.29%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-4.4	17.9	11.2
상대주가(%p)	-19.6	-18.7	-40.1

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	3,105	4,618	48,000
After	2,623	4,335	48,000
Consensus	3,307	3,921	49,000
Cons. 차이	-20.7%	10.6%	-2.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 동사는 기존 하이브리드 성장에 편승하는 투자포인트를 넘어 미국 내 신공장 이전에 따라 공급망 재구축 요구가 높은 기존 고객의 수주 확대가 이어질 것으로 기대. 또한, 자회사 이전에 따라 방산 사업 강점을 살려 로봇향 액츄에이터 기업으로 확장 전망
- 투자의견 BUY, 목표주가 48,000원 유지
  목표주가 산출근거는 기존과 동일한 목표 PE 11.3배(과거 3년 P/E 밴드 평균)에 2026년 EPS 4,335원(기존 4,402원) 적용(기존 목표가와 2.1% 차이로 크지 않아 유지)

주요이슈 및 실적전망

- 2026-2027년 높은 매출 성장 기대: 2026년은 현대차 인도법인, 현대모비스 제동 모터 등 500억원 이상 매출 순증과 하이브리드 모터 매출 성장 기대, 2027년은 현대 트랜시스향 EV 구동모터/인버터로 추가 2,000억원(연 13만대)의 매출 순증 기대
- SNT로보틱스 이전 효과: 4족 보행로봇 개발 완료된 자회사를 홀딩스로 이전(2025년 12월)하며 액츄에이터 납품시 제거되었던 연결 매출이 정상화. 방산 사업 영위하는 그룹 사업 특성 상 확장 가능성 높아 모터/인버터(감속기 SNT다이내믹스) 사업 및 레퍼런스 기반 수주 확대 기대
- 미국 루이지애나 신공장 수주 확대 기대: 법인 설립 이후로 미국 내 현지 공급망 확대를 계획 중인 기존 고객의 발주 논의가 기대
- 기존 성장 요인은 유효: GM 볼트 EV 재개로 기존 공급망 활용 시 '23년 말 이후 감소한 매출('22년 1,000억원, '23년 1,400억원 추정)은 회복 전환. GM 내연기관 오일펌프가 2017~18년 2,400억 수준으로 회복(팬데믹 시기 1,400억원대 저점으로, 2022년 1,700억원, 2023년 1,900억원, 2024-25 2,000~2,400억원) 중이며, 현대트랜시스 EV용 전동식 오일펌프(연 400억원), 현대차 상용 EV 구동(연 100억원), 방산 소총 교체 사이클 및 로보틱스 신규 투자

주가전망 및 Valuation

- 2025년 매출액이 다시 성장 전환되며 HEV 확대, 미국 투자, 로봇 사업 재편으로 기대감 고조. 고수익 방산 확대와 선수주 매출 실현으로 수익 개선, 특히, 1) 미국 루이지애나 공장 투자(인수 후 부산 설비 이관 조정, 2Q26 가동, 모티브 90%, 에너지 10% 비율 2,600만달러 투자)해 미국 직수출(연결 매출액 20%) 리스크 완화, 공급망 현지화 및 2) 로봇사업 강화(자회사 SNT로보틱스의 SNT홀딩스 이전으로 로봇 액츄에이터 대응 양산(2027년))로 장기 성장 편승 기대

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	1,136	117	87	147	3,277	-0.6	7.3	0.7	1.3	9.5	3.7
2024	969	98	104	127	3,932	20.0	5.6	0.6	0.8	10.8	4.2
2025F	1,006	103	70	132	2,623	-33.3	13.2	0.9	3.3	7.0	4.6
2026F	1,102	109	115	138	4,335	65.2	8.3	0.9	2.7	11.0	4.8
2027F	1,248	126	126	153	4,754	9.7	7.6	0.8	1.8	11.2	5.1

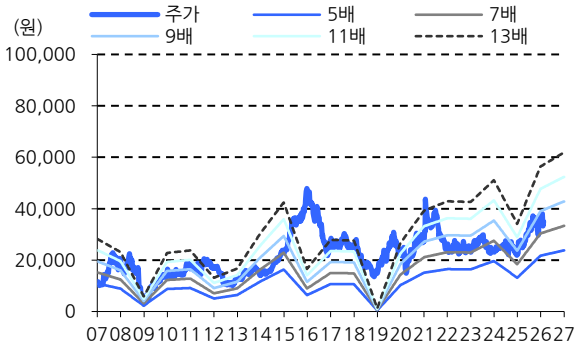
* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 목표주가 산정

목표 P/E(배)	11.3	①, 과거 3년 P/E 밴드 평균 (6.8배~17.2배)
적용 EPS(원)	4,335	②, 12개월 선행 EPS, 현대차증권 추정치
목표 주가(원)	48,000	① X ②
전일 종가(원)	36,150	기준 주가 (2026.02.20)
Upside Potential(%)	32.8%	
투자의견	BUY	

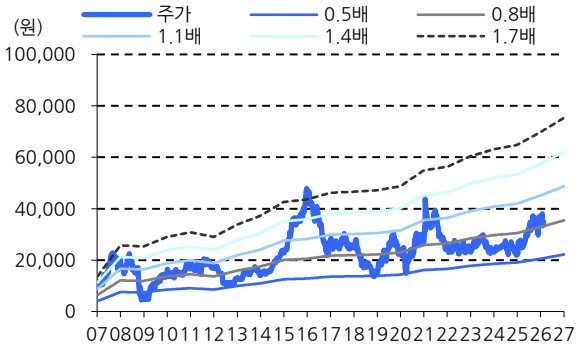
자료: SNT모티브, 현대차증권

〈그림1〉 P/E 밴드



자료: SNT모티브, 현대차증권

〈그림2〉 P/B 밴드



자료: SNT모티브, 현대차증권

<표2> SNT모티브 분기별 실적 전망

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	226.2	257.5	231.1	291.6	262.7	287.2	248.6	304.0	1,006.4	1,102.5	1,248.1
차량부품	203.2	212.8	192.3	185.0	211.9	221.6	200.8	193.3	793.4	827.6	965.4
방산기타	28.2	58.8	42.1	112.3	45.7	60.0	42.9	104.7	241.5	253.2	258.2
조정	(5.3)	(14.1)	(3.3)	(5.8)	5.2	5.6	4.9	6.0	(28.5)	21.6	24.5
영업이익	23.0	26.6	22.0	30.9	26.5	29.1	23.8	29.6	102.6	109.0	125.8
세전이익	27.8	18.8	28.8	18.2	37.8	39.3	34.1	38.6	93.6	149.9	164.4
순이익	21.3	14.2	21.3	12.9	29.0	30.2	26.2	29.6	69.6	115.1	126.2
영업이익률	10.2	10.3	9.5	10.6	10.1	10.1	9.6	9.8	10.2	9.9	10.1
세전이익률	12.3	7.3	12.5	6.2	14.4	13.7	13.7	12.7	9.3	13.6	13.2
순이익률	9.4	5.5	9.2	4.4	11.1	10.5	10.5	9.8	6.9	10.4	10.1
% yoy											
매출액	1.9	7.2	4.6	2.0	16.2	11.5	7.6	4.2	3.9	9.5	13.2
차량부품	13.5	14.5	13.7	(5.9)	4.3	4.1	4.4	4.5	8.6	4.3	16.6
방산기타	(38.7)	3.4	(21.2)	96.9	61.7	1.9	1.9	(6.8)	13.2	4.9	2.0
조정	66.6	484.9	103.9	(118.1)	(197.5)	(139.9)	(247.6)	(202.5)	(214.5)	(175.8)	13.2
영업이익	4.6	6.2	(0.1)	6.5	15.2	9.1	8.0	(4.0)	4.5	6.3	15.5
세전이익	(21.5)	(46.7)	61.4	(57.8)	35.9	109.0	18.6	112.6	(28.9)	60.2	9.7
순이익	(21.0)	(48.0)	25.5	(61.2)	36.4	113.0	23.1	흑전	(33.3)	65.2	9.7
% qoq											
매출액	(20.9)	13.9	(10.3)	26.2	(9.9)	9.3	(13.4)	22.3	-	-	-
차량부품	3.3	4.7	(9.7)	(3.8)	14.5	4.6	(9.4)	(3.7)	-	-	-
방산기타	(50.5)	108.2	(28.4)	166.8	(59.3)	31.2	(28.4)	144.0	-	-	-
조정	(116.5)	166.9	(76.6)	76.0	(188.6)	9.3	(13.4)	22.3	-	-	-
영업이익	(20.6)	15.8	(17.4)	40.4	(14.2)	9.7	(18.3)	24.8	-	-	-
세전이익	(35.4)	(32.4)	52.9	(36.9)	108.3	4.0	(13.2)	13.2	-	-	-
순이익	(35.9)	(33.4)	50.2	(39.4)	125.2	4.0	(13.2)	13.2	-	-	-

자료: SNT모티브, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,136	969	1,006	1,102	1,248
증가율 (%)	8.7	-14.7	3.9	9.5	13.2
매출원가	966	809	827	908	1,025
매출원가율 (%)	85.0	83.5	82.1	82.4	82.2
매출총이익	170	159	180	195	223
매출이익률 (%)	15.0	16.5	17.9	17.6	17.8
증가율 (%)	-0.7	-6.4	12.7	8.3	14.5
판매관리비	54	61	77	86	97
판관비율(%)	4.7	6.3	7.7	7.8	7.8
EBITDA	147	127	132	138	153
EBITDA 이익률 (%)	12.9	13.1	13.2	12.5	12.3
증가율 (%)	2.7	-13.6	4.1	4.2	11.0
영업이익	117	98	103	109	126
영업이익률 (%)	10.3	10.1	10.2	9.9	10.1
증가율 (%)	4.2	-15.9	4.5	6.3	15.5
영업외손익	-3	34	-9	41	39
금융수익	37	43	26	56	56
금융비용	9	8	15	14	13
기타영업외손익	-30	-2	-19	-2	-5
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	114	132	94	150	164
세전계속사업이익률	10.0	13.6	9.3	13.6	13.2
증가율 (%)	-4.2	15.6	-28.9	60.2	9.7
법인세비용	27	27	24	35	39
계속사업이익	87	104	70	115	126
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	87	104	70	115	126
당기순이익률 (%)	7.7	10.8	6.9	10.4	10.1
증가율 (%)	-0.6	20.0	-33.4	65.0	9.7
지배주주지분 순이익	87	104	70	115	126
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	4	12	2	0	0
총포괄이익	91	116	71	115	126

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	799	846	842	949	1,084
현금성자산	200	223	261	352	443
단기투자자산	234	259	219	220	222
매출채권	178	170	162	169	190
재고자산	164	158	174	181	203
기타유동자산	23	36	26	26	26
비유동자산	412	395	434	415	398
유형자산	357	382	425	416	411
무형자산	7	6	5	7	9
투자자산	47	7	2	-10	-23
기타비유동자산	1	1	1	1	1
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,211	1,242	1,276	1,364	1,482
유동부채	220	216	218	227	254
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	132	131	130	136	152
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	88	86	88	91	102
비유동부채	48	41	41	43	48
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	48	41	41	43	48
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	268	257	259	270	303
지배주주지분	943	985	1,012	1,089	1,174
자본금	73	73	133	133	133
자본잉여금	73	73	13	13	13
자본조정 등	-38	-92	-92	-92	-92
기타포괄이익누계액	4	7	6	6	6
이익잉여금	830	923	951	1,028	1,114
비지배주주지분	0	0	5	5	5
자본총계	943	985	1,017	1,094	1,179

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	97	130	82	136	138
당기순이익	87	104	70	115	126
유형자산 상각비	28	27	27	26	23
무형자산 상각비	2	2	2	3	4
외환손익	1	-12	-2	-5	-5
운전자본의 감소(증가)	-32	-8	-10	-3	-10
기타	11	17	-5	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-73	-41	1	-7	-7
투자자산의 감소(증가)	34	46	7	13	13
유형자산의 감소	0	1	3	11	11
유형자산의 증가(CAPEX)	-27	-49	-70	-28	-28
기타	-80	-39	61	-3	-3
재무활동으로인한현금흐름	-27	-74	-44	-38	-41
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	-0	0	0
배당금	-21	-20	-44	-38	-41
기타	-6	-54	0	0	0
기타현금흐름	0	9	-0	0	0
현금의증가(감소)	-4	24	38	91	91
기초현금	204	200	223	261	352
기말현금	200	223	261	352	443

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	3,277	3,932	2,619	4,322	4,740
EPS(지배순이익 기준)	3,277	3,932	2,623	4,335	4,754
BPS(자본총계 기준)	35,543	37,106	38,322	41,207	44,420
BPS(지배지분 기준)	35,543	37,106	38,115	41,013	44,241
DPS	882	937	1,600	1,700	1,800
P/E(당기순이익 기준)	7.3	5.6	13.2	8.4	7.6
P/E(지배순이익 기준)	7.3	5.6	13.2	8.3	7.6
P/B(자본총계 기준)	0.7	0.6	0.9	0.9	0.8
P/B(지배지분 기준)	0.7	0.6	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(Reported)	1.3	0.8	3.3	2.7	1.8
배당수익률	3.7	4.2	4.6	4.8	5.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-0.6	20.0	-33.4	65.0	9.7
EPS(지배순이익 기준)	-0.6	20.0	-33.3	65.2	9.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	9.5	10.8	6.9	10.9	11.1
ROE(지배순이익 기준)	9.5	10.8	7.0	11.0	11.2
ROA	7.1	8.5	5.5	8.7	8.8
안정성 (%)					
부채비율	28.4	26.1	25.5	24.7	25.7
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	9,634.0	12,044.7	24,365.3	23,369.3	24,121.7

** K-IFRS 연결 기준*

2월 KSSB 최종안과 K-GX 추진단 출범

Analyst 이화진 hlee@hmsec.com
RA 이수현 suhyeon@hmsec.com

2035 온실가스 감축목표(NDC): '18년 대비 53~61% 감축

1988년 UNEP 유엔환경계획과 WMO 세계기상기구가 IPCC(Intergovernmental Panel on Climate Change; 기후변화협의체)를 설립했다. IPCC는 각국 기상, 해양학자, 경제학자 등 3천여명 전문가가 참여하여 국제 주요 협약 체결 및 이행을 위한 정책방향을 보고서를 통해 제시하고 있다

IPCC 보고서를 기반으로 전 세계 국가에서 UNFCCC(UN Framework Convention on Climate Change; 유엔기후변화협약)를 1992년 리우 환경정상회의에서 채택했다. 이를 기점으로 온실가스 감축을 위한 최초의 글로벌 협력 시작되어 1995년부터 매년 COP(Conference of the Parties; UNFCCC 최고 의사결정기구)가 개최된다. COP에서 각국은 구체적인 기후 위기 극복을 위한 방안을 모색하는데, 1997년에는 교토의정서를 2015년에는 파리협정을 채택했다. 이에 따라 각국은 5년마다 차기 NDC 목표를 제출한다

국가 온실가스 감축목표(NDC; Nationally Determined Contribution)는 파리협정에 따라 5년마다 각국이 스스로 온실가스 감축 수준을 정하여 유엔에 제출하는 국제적 약속이다. 2025년 11월 확정된 한국의 2035 NDC는 '2018년 순배출량 대비 2035년에 △53%~△61%를 감축하는 것'이다. 이와 함께 NDC 달성을 위한 전력, 산업, 건물, 수송 등 주요 부문에 대한 감축 계획도 발표되었다

NDC 달성을 위한 K-GX(녹색전환) 전략 수립 추진

올해 1월 정부는 2035 NDC 수립의 후속 조치로 'K-GX(Green Transformation, 녹색전환) 전략' 수립을 위한 민관합동 K-GX 추진단을 출범했다. K-GX란 NDC를 이행하는 과정에서 축적된 기술과 경험을 바탕으로 경제성장과 신산업 창출, 수출 동력 확보 등을 달성하는 녹색대전환 전략이다. 즉 제조업 중심인 현재의 경제 구조 속에서 탈탄소 전환 노력을 통해 고탄소 제조업의 저탄소 업그레이드와 기후테크 등 녹색신산업 창출을 추구한다. 정부는 추진단 운영을 통해 업계 건의를 적극 수렴하여 올해 상반기 내에 K-GX 전략을 발표할 예정이다

국내 지속가능성 공시기준 최종안 발표 임박, 향후 녹색투자 활성화 기대

한편, KSSB(Korea Sustainability Standards Board, 한국지속가능성기준위원회) 기준 제정은 마무리 단계에 있다. 최종 KSSB 기준서는 ISSB(International Sustainability Standards Board, 국제지속가능성기준위원회) 기준서의 요구사항을 온전히 기재하되, 국내 기업의 준비 수준을 고려하여 일부 사항을 선택항목으로 두거나 유예로 조정할 것으로 보인다. 실제 확정 내용은 2월 말 발표 예정인 국내 지속가능성 공시기준 최종안을 통해 확인할 수 있을 것이다. 금융위는 공시기준 최종안과 함께 로드맵 초안도 2월 말 발표할 계획이다. ESG 공시 로드맵의 경우, 올 4월까지 확정을 목표하고 있다

KSSB 공시 의무화는 온실가스 규제 방법 중 가장 효과적이다. 당근과 채찍에 유사한 간접과 직접규제는 지속성 측면에서 한계가 있으나, 정보공시 의무화는 동종업계 내 비교를 통해 기업의 지속적인 원인분석과 개선 노력을 유도하고 궁극적으로는 온실가스 배출을 줄이는 효과가 있기 때문이다. 무엇보다 투자자 입장에서도 동일한 공시 기준을 통해 기업간 비교가 가능하고, 기업 정보의 투명성과 신뢰성, 비교가능성이 높아질 전망이다

2035 국가 온실가스 감축목표(NDC) 확정

IPCC 보고서를 기반으로 온실가스 감축을 위한 글로벌 협력 시작

1988년 UNEP 유엔환경계획과 WMO 세계기상기구가 IPCC(Intergovernmental Panel on Climate Change; 기후변화협의체)를 설립했다. IPCC는 각국 기상, 해양학자, 경제학자 등 3천여명 전문가가 참여하여 국제 주요 협약 체결 및 이행을 위한 정책방향을 보고서를 통해 제시하고 있다

IPCC 보고서를 기반으로 전 세계 국가에서 UNFCCC(UN Framework Convention on Climate Change; 유엔기후변화협약)를 1992년 리우 환경정상회의에서 채택했다. 이를 기점으로 온실가스 감축을 위한 최초의 글로벌 협력 시작되어 1995년부터 매년 COP(Conference of the Parties; UNFCCC 최고 의사결정기구)가 개최된다. COP에서 각국은 구체적인 기후 위기 극복을 위한 방안을 모색하는데, 1997년에는 교토의정서를 2015년에는 파리협정을 채택했다. 이에 따라 각국은 5년마다 차기 NDC 목표를 제출한다

2035 국가 온실가스 감축 목표: '18년 순배출량 대비 53%~61% 감축

국가 온실가스 감축목표(NDC; Nationally Determined Contribution)는 파리협정에 따라 5년마다 각국이 스스로 온실가스 감축 수준을 정하여 유엔에 제출하는 국제적 약속이다. 2025년 11월 확정된 한국의 2035 국가 온실가스 감축목표는 '2018년 순배출량(7억 4,230만톤CO2eq) 대비 2035년에 △53%~△61%를 감축하는 것'이다

감축 목표는 기술진보 등 미래 불확실성 등을 고려하여 범위 형태로 수립되었다. 하한 목표는 배출권거래제 등 법적 규제와 연동된 목표다. 상한 목표는 정부지원 대폭 확대, 혁신적 기술개발, 산업체질 개선 등이 이뤄진다는 것을 전제하여 미래세대 요구를 반영하는 목표다

한편, 과거의 감축목표는 기준연도의 배출량은 총배출량, 목표연도의 배출량은 순배출량(총배출량-탄소 흡수량)으로 산정하여 감축률을 과도하게 산정하였다는 의견에 따라, 이번 2035 NDC 수립에는 기준연도와 목표연도의 배출량을 순배출량으로 통일했다

전력 부문을 비롯하여 전반적으로 강한 수준의 감축을 목표

NDC 달성을 위한 부문별 주요 감축 수단은 다음과 같다

△전력: 에너지고속도로 구축 등 전력망을 확충하여 재생에너지 보급 확대

△산업: 연료, 원료의 탈탄소화 , 공정의 전기화, 저탄소 제품 생산 확대

△건물: 제로에너지 건축, 그린 리모델링 확산, 열 공급의 전기화

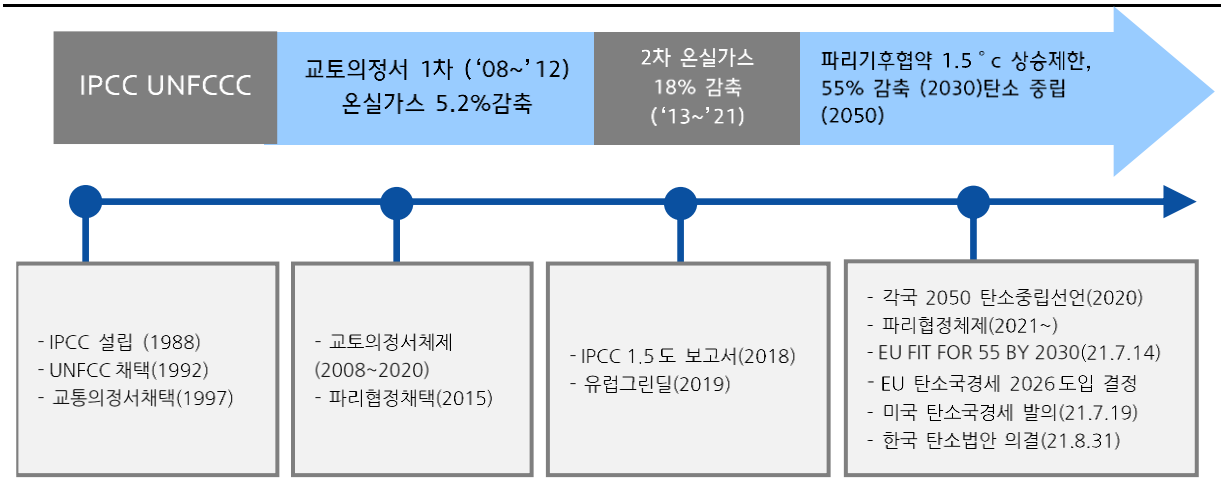
△수송: 전기·수소차 보급 확대, 내연차 연비개선, 대중교통 활성화

△기타: 가축분뇨 처리개선을 위한 에너지화 시설 확충, 폐기물 발생 최소화 및 재활용 확대, 수전해수소 생산 확대, 산림순환경영 및 국산 목재이용 활성화, CCUS 기술개발 및 상용화

이중 2018년 기준 배출량이 가장 큰 전력 부문의 경우 재생에너지 보급으로 2018년 대비 2024년 23% 가까이 배출량 감축이 이루어졌으나, 2035 NDC 달성을 위해서는 추가적으로 1억 3천만톤이 넘는 온실가스를 감축해야 한다. 2024년 우리나라 재생에너지 발전 비중은 10.6% 수준으로, OECD 평균(34.4%) 대비 여전히 낮다

철강, 시멘트, 반도체, 디스플레이 등 산업 부문은 2024년 기준 배출량이 가장 커 2035 NDC 달성을 위해 감축이 필수적이나, 단기간내 탈탄소 구조로 전환하기에는 어려움이 있다는 점을 반영한 감축 목표를 수립한 것으로 보인다. 다만 대한민국 녹색전환(K-GX, Green Transformation) 전략에 기반한 정책 및 금융 지원을 통해 고탄소 업종의 저탄소 전환을 지원하여 산업부문에서도 유의미한 온실가스 감축이 이루어질 수 있도록 할 방침이다

〈그림1〉 글로벌 탄소 중립 협력 역사



자료: 한국은행, 언론종합, 현대차증권

〈표1〉 감축목표 산정방식의 변화

2030 NDC	舊 통계기준('96 IPCC)			2035 NDC	新 통계기준('06 IPCC)		
기준연도 ('18)	**총배출량**	**727.6**	감축률 △40%	기준연도 ('18)	총배출량	783.9	감축률 △53~61%
	순배출량	686.3			**순배출량**	**742.3**	
목표연도 ('30)	**순배출량**	**436.6**		목표연도 ('35)	**순배출량**	**348.9** ~ **289.5**	

주: 2018년도의 배출량이 상이한 이유는 2035 NDC에서 더 최신의 통계기준('06 IPCC 지침)을 적용했기 때문
자료: 정부 보도자료('35년까지 18년 대비 온실가스 53%~61% 감축, 25.11.10)

〈표2〉 2035 NDC 부문별 온실가스 감축목표

구분	부문	18 년	24 년	18 년 대비 24 년 감축률 (%)	2035 온실가스 감축목표			
					△53%		△61%	
					부문별 목표 배출량	24 년 대비 감축률 (%)	부문별 목표 배출량	24 년 대비 감축률 (%)
전체 순배출		**742.3**	**651.4**	**△12.2**	**348.9**	**△46.4**	**289.5**	**△55.6**
배출	전력	283.0	218.3	△22.9	88.3	△59.6	70.0	△67.9
	산업	276.3	250.9	△9.2	209.1	△16.7	190.6	△24.0
	건물	52.1	43.6	△16.3	24.2	△44.5	22.8	△47.7
	수송	98.8	97.5	△1.3	39.3	△59.7	36.8	△62.3
	냉매	23.1	35.0	+51.5	27.4	△21.7	25.5	△27.1
	농축수산	27.6	25.6	△7.2	20.0	△21.9	19.5	△23.8
	폐기물	19.4	17.5	△9.8	9.2	△47.4	9.0	△48.6
	탈루	3.7	3.2	△13.5	2.6	△18.8	2.4	△25.0
	수소	0.0	0.0	-	8.1	-	6.5	-
흡수 및 제거	흡수원	-41.6	-40.2	-	-38.3	-	-39.3	-
	CCUS	0.0	0.0	-	-11.2	-	-20.3	-
	국제감축	0.0	0.0	-	-29.8	-	-34.0	-

주: 배출량 단위는 백만 CO_{2eq}(이산화탄소 환산톤)

자료: 정부 보도자료('35년까지 18년 대비 온실가스 53%~61% 감축, 25.11.10), 현대차증권

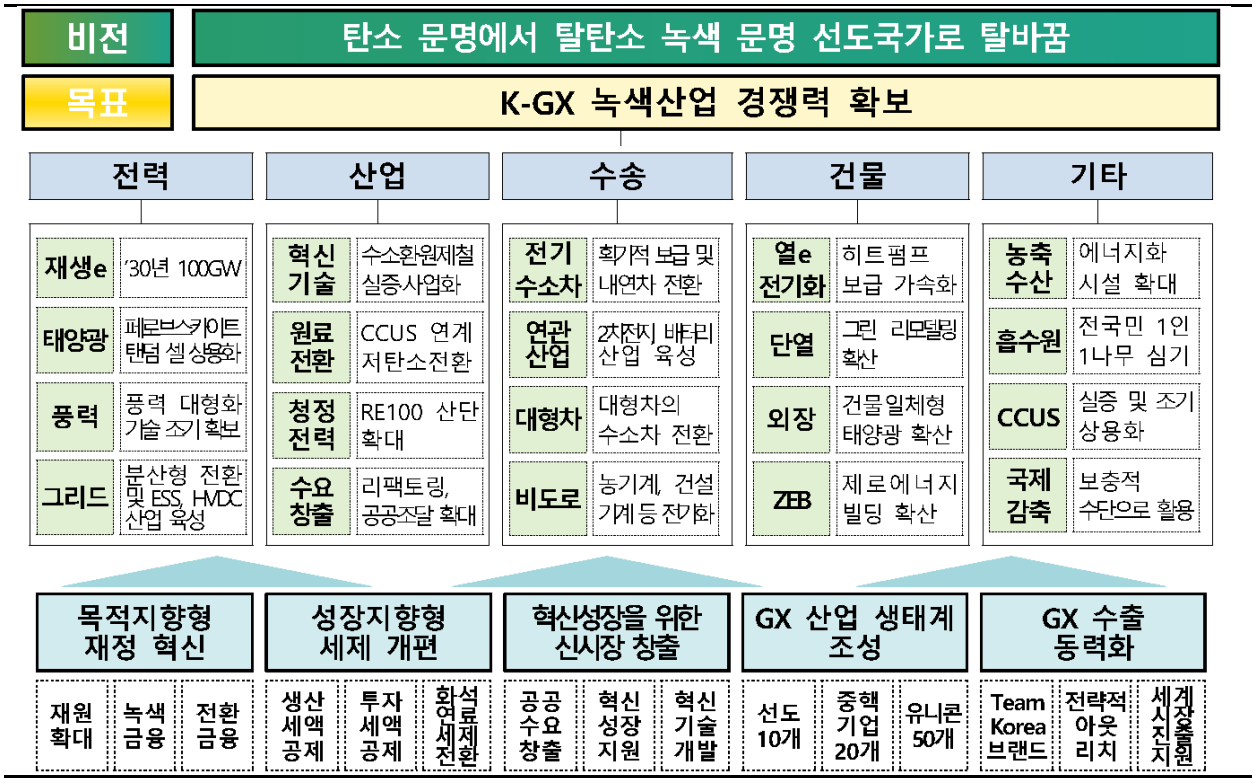
K-GX(Green Transformation, 녹색전환) 추진

녹색전환 전략을 위한 K-GX 추진단 출범

2026년 1월 28일 정부는 2035 국가 온실가스 감축목표(NDC) 수립의 후속 조치로 관계부처, 주요 산업계와 합동으로 'K-GX(Green Transformation, 녹색전환) 전략' 수립을 위한 민관합동 K-GX 추진단을 출범했다. 녹색전환(K-GX)란 NDC를 이행하는 과정에서 축적된 기술과 경험을 바탕으로 경제성장과 신산업 창출, 수출 동력 확보 등을 달성하는 녹색대전환 전략이다. 즉 고탄소 제조업 중심인 현재의 경제 구조 속에서 탈탄소 전환 노력을 통해 제조업 저탄소 업그레이드와 기후테크 등 녹색신산업 창출을 모두 추구하겠다는 전략이다

이를 위해 정부는 재생에너지 보급 확대, 수소환원제철 실증, 수소·전기차의 획기적 보급, 열 에너지의 전기화, 가축분뇨의 에너지화, 임목산업 활성화 등 주요 부문의 녹색전환 방향을 제시했다. 관련된 기술개발, 인증·표준 마련, 금융 및 세제 지원, 규제 완화 등 패키지 지원방안과 정의로운 전환 구현 방안 또한 마련할 계획이다. 정부는 추진단 운영을 통해 업계 건의를 적극 수렴하여 올해 상반기 내에 K-GX 전략을 발표할 예정이다

〈그림2〉 K-GX 비전 및 부분별 추진과제, 지원체계(안)



자료: 정부 보도자료(35년까지 18년 대비 온실가스 53%~61% 감축, 25.11.10)

Case: 녹색인프라 해외수출 지원펀드

녹색펀드로 기업의 녹색 사업 해외 수출을 지원

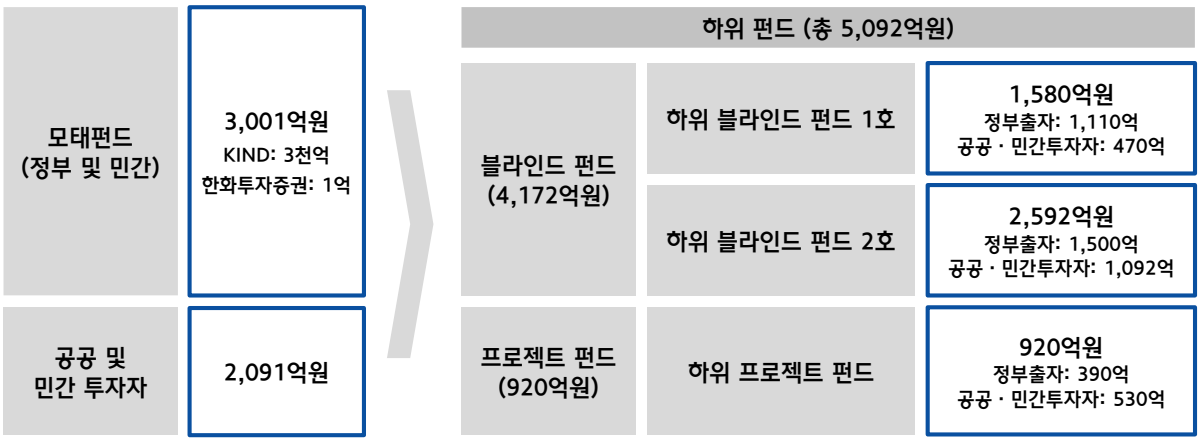
녹색펀드(녹색인프라 해외수출 지원펀드)는 우리 기업의 녹색 사업 해외 수출을 활성화하기 위해 조성된 정책 펀드다. 투자 대상은 에너지전환, 순환경제(폐배터리 재활용 등), 탄소감축(매립가스 발전, 바이오가스 생산 등), 물산업 등 녹색사업으로, 국내 기업이 참여하는 해외 녹색사업에 대해 지분 투자, 대출 방식 등의 금융 지원을 제공하는 방식이다

2024년 10월 모태펀드로 조성을 시작한 녹색펀드는 정부출자 약 3,001억 원과 민간투자 2,091억 원을 합쳐 2029년까지 총 5,092억 원 규모로 조성된다. 크게 하위 블라인드 펀드 1호·2호(4,172억 원) 및 하위 프로젝트 펀드(920억 원)로 구성된다. 특징적인 것은 단순한 재무적 투자에 그치지 않고, 펀드 운용 과정에서 해외 발주처와의 협의를 통해 국내 기업의 기자재 납품, 설계·조달·시공, 운영· 유지관리 등 사업 참여를 연계할 수 있는 구조라는 것이다

2025년 말 기준 총 5건의 해외 신규사업에 대해 1,462억 원의 녹색펀드 자금이 투자됐다. (△'24.12 미국 친환경 암모니아 생산시설 350억원, △'25.06 친환경 생분해 바이오 플라스틱 수출기업 20억원, △'25.08 미국 에너지저장장치 420억원, △'25.11 미국 친환경 선박 435억원, △'25.12일본 에너지저장장치 237억원)

2026년도에는 K-GX에 맞춰 정부자금 600억 원이 출자되고, 민간투자금과 연결되어 약 1천억 원 규모의 신규투자가 이뤄질 예정이다

〈그림3〉 녹색인프라 해외수출 지원펀드 구조



주: 하위 2호 펀드 민간부문 투자 목표액 대비 92억원 초과 달성
자료: 환경부 보도자료(올해 녹색펀드, 1천억 원 규모 해외 투자… 대한민국 녹색전환(K-GX) 전략 발맞춘다, 26.01.08), 현대차증권

향후 지속가능성 공시 제도화가 녹색투자 활성화의 기반이 될 것

2024년 4월 KSSB 공개초안 발표

2024년 4월 30일, 한국회계기준원 지속가능성기준위원회(KSSB; Korea Sustainability Standards Board)는 국내 지속가능성 공시기준의 공개초안을 발표했다. 초안 발표 이후 국내 기업, 글로벌 주요 연기금·운용사·인덱스 공급자 등 다양한 주체의 의견을 수렴했다. 국내외 투자자들은 ISSB(International Sustainability Standards Board, 국제지속가능성기준위원회) 공시기준을 비롯한 국제 기준과의 정합성 유지를 요구했고, 국내 기업은 보고 부담(예. 광범위한 공급망으로 인해 스코프3 온실가스 배출량 측정 어려움) 완화의 필요성을 제기했다.

KSSB 기준 최종안 2월 말 발표 예정

현재 KSSB 기준 제정은 마무리 단계에 있다. 2026년 2월 4일 금융위원회 주재로 개최된 ESG 금융추진단 제6차 회의에서 회계기준원의 국내 지속가능성 공시기준 최종안의 주요 내용 발제와 ESG 공시 제도화를 위한 주요 쟁점에 대한 논의가 있었다

해당 회의에서는 1) 스코프3를 공시범위에 포함하되, 공시기준에서는 적용시기를 확정하지 않고, 로드맵 논의에 포함하여 충분한 유예기간을 부여 2)역량이 충분한 대기업부터 단계적으로 의무공시 추진 3) 제재에 대한 부담을 최소화할 수 있도록 일정 기간 거래소를 통해 공시하도록 하고, 제도가 안착된 이후 법정 공시로 전환하는 방향이 논의되었다

요컨대, 최종 KSSB 기준서는 ISSB 기준서의 요구사항을 온전히 기재하되, 국내 기업의 준비 수준을 고려하여 일부 사항을 선택항목으로 두거나 유예로 조정할 것으로 보인다

다만 확정 내용은 2월 말 발표될 국내 지속가능성 공시기준 최종안을 통해 확인할 수 있을 것이다. 금융위는 공시기준 최종안과 함께 로드맵 초안도 2월 말 발표할 예정이다. ESG 공시 로드맵의 경우, 초안에 대한 이해관계자 의견을 수렴하여 올 4월까지 확정할 계획이다

KSSB 법제화 시 국내 녹색 투자 시장 활성화 기대

최종 기준 발표 이후에는 법정공시 체계로의 편입을 위한 법제화 단계가 남아있다. KSSB는 2027년부터 자율공시를 시작하고 2028년부터 단계적으로 법정공시로 전환할 것을 제안한 바 있다. 지속가능성 공시가 법정공시 체계에 성공적으로 안착한다면, 녹색투자 시장의 활성화에도 기여할 것으로 예상한다. 우선 ESG 공시에 대한 신뢰도가 높아지면서 그린워싱 리스크에 대한 투자자들의 우려가 완화될 것이다. 또한 일관된 기준을 통한 공시로 기업 간 비교 가능성이 높아질 것이다.

특히 ISSB 기준과의 정합성을 확보한 공시 체계라는 점에서 해외 기업과의 비교도 용이해질 것이다. 만약 기업이 최종 KSSB 기준서의 선택항목들까지도 모두 공시한다면 ISSB 기준에 더욱 부합하는 글로벌 기업만큼의 정보를 제공할 수 있다. 이는 국내 기업의 글로벌 ESG 인덱스 편입 확대로 이어지는 등 국내 ESG 자산에 대한 해외 자본 유입을 유도할 것으로 기대된다. 나아가 일반 투자 시장에서도 개별 기업의 기후 리스크 등에 대한 정량적인 분석이 용이해질 것이다

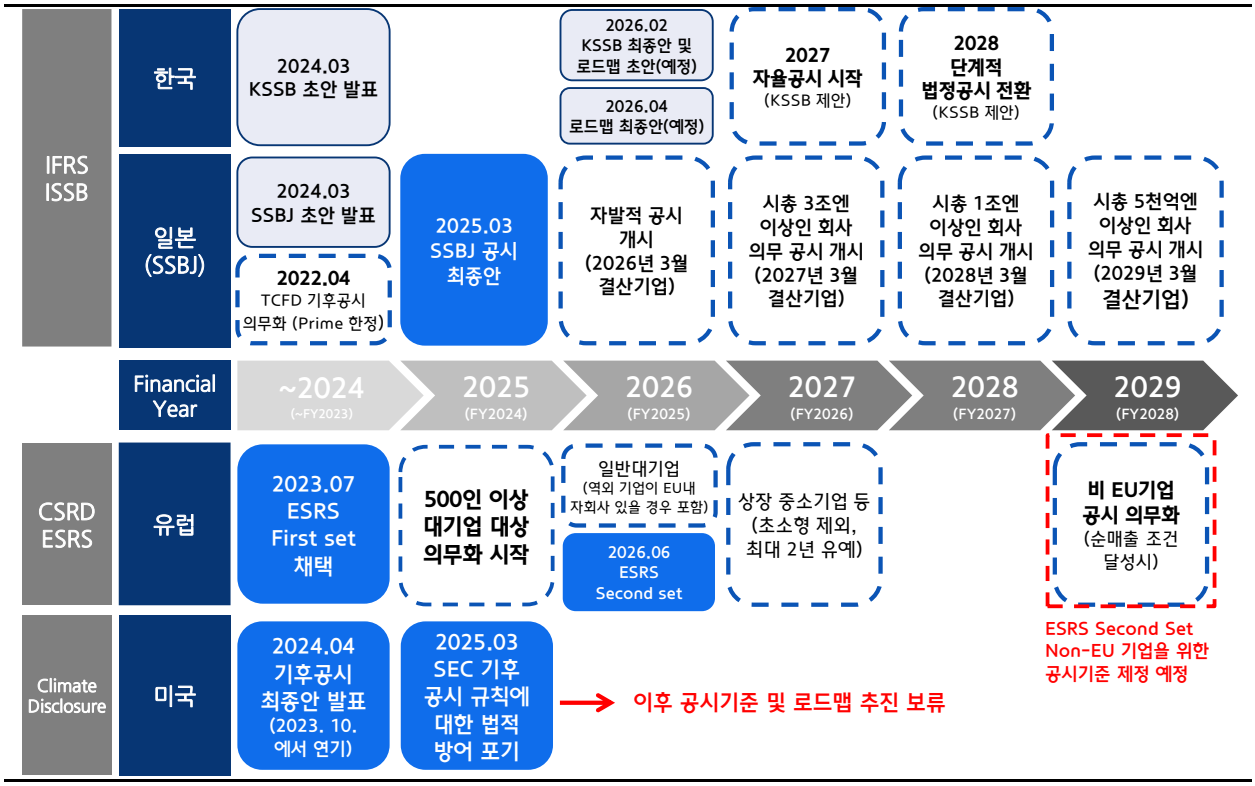
KSSB 공시 의무화, 온실가스 규제 방법 중 가장 효과적

KSSB 공시 의무화는 온실가스 규제 방법 중 가장 효과적이다. 당근과 채찍에 유사한 간접과 직접규제는 지속성 측면에서 한계가 있으나, 정보공시 의무화는 동종업계 내 비교를 통해 기업의 지속적인 원인분석과 개선 노력을 유도하고 궁극적으로는 온실가스 배출을 줄이는 효과가 있기 때문이다. 무엇보다 투자자 입장에서도 동일한 공시 기준을 통해 기업간 비교가 가능하고, 기업 정보의 투명성과 신뢰성, 비교가능성이 높아질 전망이다. 다만, 기업들의 현실적인 어려움을 고려하여 법제화까지 유예기간을 부여하고 전환을 위한 정부 주도의 지원을 하고 있는 것으로 판단된다

국가별 ESG 공시 의무화 현황

일본은 그린 트랜스포메이션(GX)을 국가전략으로 삼아 ESG 통한 산업체질 개선을 이루고자 하면서 ESG에 박차를 가하고 있다. 이에 반해 미국은 정치적 변화로 탈탄소 전환에 브레이크가 걸린 상황으로 판단된다. 유럽은 가장 적극적으로 ESG 정책을 추진해왔으나, 과도한 환경 규제가 기업 경쟁력을 저하시킬 수 있다는 우려도 제기되고 있어 시행 시기를 늦추는 등 유연함을 보이는 방향으로 가고 있다

〈그림4〉 국가별 ESG공시 의무화 Timetable



자료: 각기관 및 언론 자료 종합, 현대차증권

〈표3〉 관련 뉴스

산업통상부, 청년도약 지역성장 중심의 외국인투자 지원 정책방향 발표

1월 28일 산업통상부는 외국인 투자기업 간담회에서 '청년도약 지역성장 중심의 외국인투자 지원 정책방향'을 발표했다. 산업부는 ▲첨단산업 ▲공급망 ▲인공지능 전환(AX) ▲녹색 전환(GX) 등 4대 분야를 중심으로 전략적 투자 유치 프로젝트를 선정하고, 이를 집중 유치하기 위해 현금지원, 입지지원, R&D지원, 인력지원 등 맞춤형 인센티브 패키지를 지원할 예정이다

(참고자료)외국인투자로 기업과 청년, 지역에 활력을 더하다 - 보도자료 | 브리핑룸 | 대한민국 정책브리핑

산업통상부, 산업 공급망 탄소파트너십 본격 추진

1월 26일 산업통상부가 산업 공급망으로 연결된 복수 기업들의 탄소감축을 지원하는 산업 공급망 탄소 파트너십 사업을 공고했다. 지난해 글로벌 공급망 규제 강화에 대응하는 차원에서 시범사업을 실시한 바 있는데, 4개 공급망 컨소시엄을 대상으로 시범사업을 실시하여 연간 1,884톤의 온실가스 감축과 11.44억 원의 생산비용을 절감했다. 참여를 희망하는 탄소 다배출 업종 대기업 등은 복수의 협력기업(중소·중견기업)들과 함께 컨소시엄을 구성하여 신청해야 한다. 선정된 공급망 컨소시엄은 △공정개선, △설비교체, △설비의 신·증설 등 탄소감축에 필요한 자금을 1년간 최대 50억원을 지원받을 수 있다

사업공고 〈 알림·뉴스 산업통상부 홈페이지 - 2026년도 산업 공급망 탄소 파트너십 사업 공고

기후부, 전기차 충전시설 설치 지원 예산 5457억원 투입

2026년 기후부가 전기차 충전 인프라 구축을 위해 총 5457억원을 투입해 약 7만기의 충전 시설 설치를 지원한다. 올해는 '설치 대수'만 늘리는 그간의 방식에서 한 걸음 더 나아갔다. 예컨대 기존에는 전기차 충전기 설치 사업수행기관을 운영사 중심으로 선정하면서, 경영상태·유지관리 등 운영 중심 항목 위주로 평가했지만, 올해부터는 운영사와 제조사를 각각 평가·선정하고, 제조사는 기술개발 노력 등 충전기 품질·역량 중심으로 평가한다

기후에너지환경부 보도·설명 - 전기차 충전기 '설치' 넘어 '품질'로… 운영·제조 모두 평가하고 성능기준 강화

자료: 언론종합, 현대차증권

Macro Comment

트럼프 IEEPA 관세 위헌 판결, 상징적 의미 있으나 실질적 의미는 약해

Economist 최제민 jmchoi@hmsec.com
RA 조준우 jjw980803@hmsec.com

- 美 대법원의 트럼프 IEEPA 관세 위헌 판결은 미국의 제도가 여전히 작동함을 증명(상징적 의미)
- 다만, IEEPA 관세는 실질적으로 다른 조치를 통해 대체 가능(단기 122조, 영구 232조, 301조 등)
- 관세율은 판결 전 16%→위헌 판결로 9.1%까지 하락→글로벌 관세15% 부과로 13.7%로 반등
- 관세율 소폭 낮아졌으나 변화는 제한적, 환급 문제, 추가 관세 조치로 불확실성 확대 우려는 상존
- 실효관세율 하락으로 관세발 물가 상승 및 성장 둔화 효과는 일부 약화, 재정부담은 증가 불가피

미 대법원 IEEPA 관세 위헌 판결은 미국의 제도가 여전히 정상적으로 작동한다는 점에서 의의

- 미국 연방 대법원의 트럼프 IEEPA 관세 위헌 판결은 미국의 제도가 아직까지는 작동하고 있음을 증명. 트럼프가 임명한 대법관 3명 중 2명이 트럼프 행정부의 핵심 경제정책 수단으로 활용됐던 IEEPA 상호관세 위법 판결에 동참. 또한, 1심과, 2심 그리고 대법원 모두 일관된 결론에 도달. 대법원의 판결 논지는 관세는 의회의 권한이며, IEEPA는 대통령에게 관세 부과 권한을 명시적으로 위임하지 않는 다는 것. 이러한 대법원 판결은 트럼프 대통령의 무분별한 관세 남용에 제동을 거는 조치로 상징적인 의미가 있음

그럼에도 불구하고 IEEPA 관세 대부분이 대체 가능해 실질적인 변화는 제한적, 불확실성은 확대

- 트럼프가 IEEPA 관세를 대체해 전세계를 대상으로 관세를 재차 부과할 수 있는 법적 수단이 여전히 많이 남아있다는 점에서 실질적인 관세율 변화는 제한적으로 나타날 전망
- 트럼프는 위헌 판결 3시간 이후 무역법 제122조를 활용해 10% 글로벌 보편 관세를 발효했고, 다음 날 소셜미디어를 통해 동 관세율을 15%로 인상할 것임을 발표
  - 무역법 제122조(1974년 제정)는 국제수지 적자가 심각한 경우 대통령이 최대 15%의 관세율을 150일 동안 부과할 수 있고, 150일 경과 이후 연장 시 의회의 승인이 필요
  - 한편, 품목관세(제232조) 적용 품목, 핵심광물, 에너지/에너지 제품, 의약품, 천연자원, 비료, 전자제품 일부, 항공우주 제품, USMCA 준수품목 등은 제122조 관세 적용을 면제
- 또한 IEEPA 관세가 무효화됐으나 제232조 품목관세를 통해 부과된 자동차, 자동차부품, 철강, 알루미늄 관세 등은 여전히 유효
- IEEPA 위헌 판결 전 미국의 평균 실효관세율은 16% 수준이었으며, 위헌 판결 IEEPA 관세가 사라짐에 따라 9.1%까지 하락했으나 트럼프가 발표한 122조 15% 관세율 적용 시 실효관세율은 약 13.7%로 재차 반등(Yale Budget Lab 추정. 26.02.21)
- 관세율 낮아진 점은 긍정적이나 환급 문제, 이후 조사와 공청회 등을 거쳐 관세율 인상에 나설 가능성이 높은 만큼 실질적 관세율 변화는 제한적일 전망이고, 불확실성 확대 우려는 상존
- 미 대법원 판결에서 관세 환급(refund)에 대한 문제가 다루어지지 않음에 따라 하급심에서 관세 환급과 관련된 소송이 진행될 것이고, 환급 여부, 금액, 시점 등과 관련 법정 공방이 예상
- 트럼프는 무역법 제122조를 통해 시간을 벌고, 무역법 제301조, 제232조 등을 활용해 기존 관세율 수준 복원에 나설 것이고, 조사 과정 등에서 특정 품목에 대한 관세율 변화 또는 인상 가능성 등 불확실성 야기할 공산이 큼

- 한편, 한국 입장에서는 상호관세율 15%가 글로벌 관세 15%로 대체되고, 품목별 관세에는 영향이 없는 만큼 실질적 영향은 제한적
- 대미투자와 관련해서도 한미 양국의 기존 스탠스에 변화가 없을 것으로 예상되나 트럼프 행정부가 가장 빠르게 광범위한 관세를 부과할 수 있는 수단을 대법원에 의해서 저지당한 만큼 반대급부로 대미 투자에 대한 압박이 더 강해질 가능성도 상존

실효관세율 소폭 하락에 따른 관세발 물가 상승 및 성장 둔화 효과 약화, 재정부담은 증대

- 단기적으로는 IEEPA 관세가 제122조 관세로 대체됨에 따리 실효관세율이 낮아지면서 관세발 물가상승 및 성장 둔화 효과는 축소 예상돼 인플레이션에는 하방 요인, 성장에는 상방 요인으로 작용
- 다만, 관세를 둘러싼 불확실성 재차 확대로 성장률 개선 효과 약화될 소지가 있으므로 통화정책 측면에서 볼 때 금리 인하 기대가 소폭 강해질 수 있는 환경 조성될 여지가 있음
- 재정측면에서는 실효관세율 하락과 IEEPA 관세 환급(약 1,750억달러 규모)이 부담 요인으로 작용하겠으나 환급이 단기간에 이루어질 가능성은 제한적

〈표1〉 미국 관세 법적 수단 비교

조항	관세 부과 사유	연방 기관 조사 필요 여부	조치 기간 제한	관세율 상한
제232조	국가안보 위협	필요 (상무부)	없음	없음
제201조	국내 산업 피해	필요 (국제무역위원회)	4년 (최대 8년까지 연장 가능)	50% 상한 (1년 후 단계적 인하 필요)
제301조	미국 기업 차별 또는 무역협정상 미국 권리 침해	필요 (미국무역대표부)	4년 (최대 기간 제한 없이 연장 가능)	없음
제122조	국제수지 문제	불필요	150일 (의회 승인 시 연장 가능)	15%
제338조	미국 통상에 대한 차별	불필요	없음	50%

자료: 미국 의회조사국(CRS), Bloomberg, 현대차증권

〈표2〉 현행 관세 정책(2026년 2월 20일 기준)

제122조 권한에 의한 보편관세	
항목	**세부 내용**
세율	15% 일률 부과
면제 품목	핵심광물, 에너지 제품, 농산물, 의약품, 전자제품 등
제232조 권한에 의한 품목별 관세	
품목 / 섹터	**현행 관세율**
철강	50% — 제122조 면제 (232조 우선 적용)
알루미늄	50% — 제122조 면제 (232조 우선 적용)
구리	반제품 · 파생상품 50% — 제122조 면제 (232조 우선 적용)
자동차 (승용차)	25% — 제122조 면제 (232조 우선 적용)
자동차 부품	대부분 25% — 제122조 면제 (232조 우선 적용)
중대형 트럭 및 버스	트럭 · 부품 25% / 버스 10% — 제122조 면제 (232조 우선 적용)
목재 및 목재 제품	10~25% 다양한 세율 — 제122조 면제 (232조 우선 적용)

주: 제232조 관세는 제122조 관세에 우선하며, 중복 적용되지 않음
자료: White House, 미국 의회조사국(CRS), USTR, 현대차증권

〈표3〉 트럼프 행정부 관세의 경제·재정 효과 종합

항목	대법원 판결 이전 정책	대법원 판결 직후 (IEEPA · 122조 없음)	122조 10% 시나리오		122조 15% 시나리오	
			150일 후 만료	150일 후 연장	150일 후 만료	150일 후 연장
2026년 말 기준 실효 관세율						
종합 (대체 이전, pre-substitution)	16.00%	9.10%	9.10%	12.20%	9.10%	13.70%
종합 (대체 이후, post-substitution)	13.70%	8.00%	8.00%	10.90%	8.00%	12.20%
재정 효과						
관행적 세수 2026-2035 (조 달러)	$2.62	$1.27	$1.29	$1.94	$1.30	$2.20
동태적 세수 2026-2035 (조 달러)	$2.29	$1.09	$1.11	$1.71	$1.13	$1.93
중기 물가 영향						
PCE 물가 변화율 (대체 이전)	1.20%	0.60%	0.60%	0.80%	0.60%	1.00%
PCE 물가 변화율 (대체 이후)	0.90%	0.50%	0.50%	0.70%	0.50%	0.80%
가구당 실질소득 손실 (대체 이전, 2025$)	$1,577	$781	$781	$1,137	$781	$1,315
가구당 실질소득 손실 (대체 이후, 2025$)	$1,194	$618	$618	$921	$618	$1,042
생산 및 고용						
2026년 Q4-Q4 GDP 성장률 변화 (%p)	-0.3	0.1	0.1	0	0.1	-0.1
2026년 말 실업률 변화 (%p)	—	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
장기 실질 GDP 수준 변화 (%)	—	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2

자료: Yale Budget Lab, 현대차증권

HYUNDAI MOTOR GROUP

2026년 2월 23일

2026년 머니 무브 시리즈 (1)

일본의 자본시장 개혁 정책과 시사점

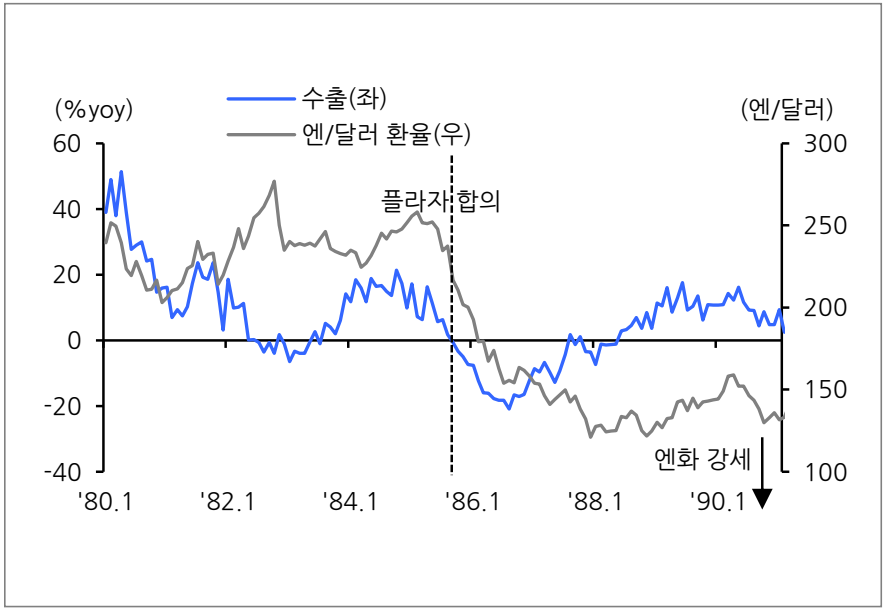
Strategist 김재승
02-3787-2613
jaeseung.kim@hmsec.com

내일의 차이 현대차증권

일본 잃어버린 30년 다시보기: (1) 플라자 합의와 버블의 시작

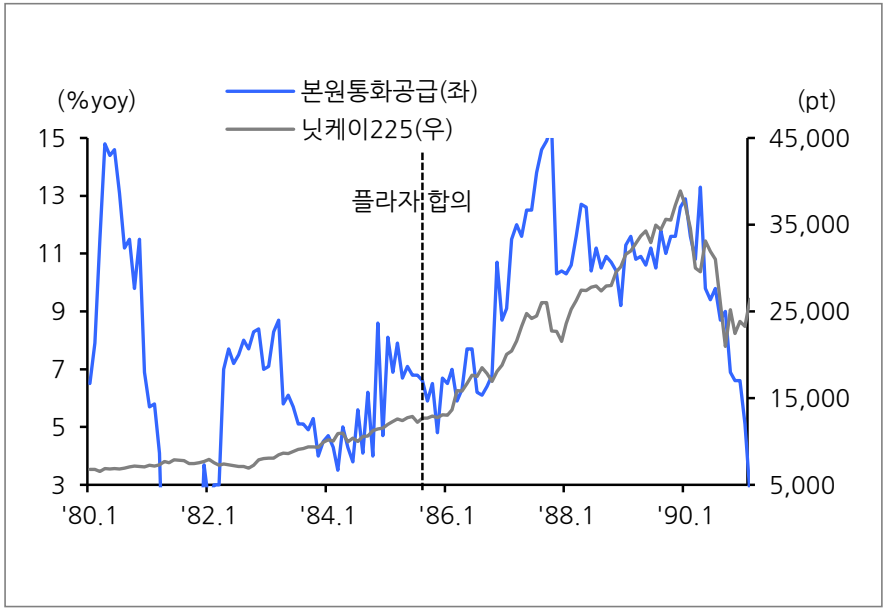
- 일본은 1980년대 중반('85년7월~ '86년11월)부터 경기 하강 국면 진입
- 1985년 9월 플라자 합의로 엔화 환율이 급격히 절상(강세) 보인 영향. 1980년대 중반 달러당 240엔 수준이었던 환율은 100엔 초반까지 상승
- 엔화 강세는 수출에 큰 타격. '85년 9월부터 전년대비 마이너스 성장을 보인 수출은 '87년 7월까지 역성장
- 수출 부진에 산업생산 악화와 함께 기업들의 심리도 빠르게 나빠짐. 특히 규모가 작은 소기업들이 더 큰 영향을 받음
- 1985~1986년 불황은 엔고 불황(Endaka Recession)이라고 불림
- 일본 정부는 엔고 불황에서 탈출하기 위해 BOJ가 금융완화 정책 실시. 기준금리 5%에서 2.5%로 인하하면서 본원통화 공급 확대
- 이에 증시는 급등. '86년초 기준금리 인하를 시작한 이후 닛케이225는 연말 19,000선에 근접. '89년 12월 말 38,915에 도달

플라자 합의 이후 일본 수출 급격히 축소



자료: 블룸버그, 현대차증권

엔고 불황 탈출 위한 완화 정책에 일본 증시 급등

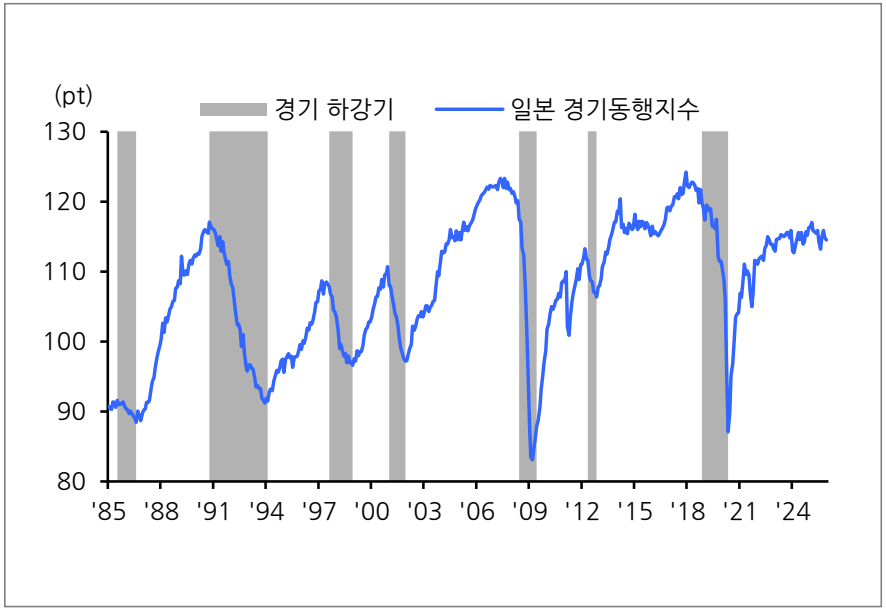


자료: 블룸버그, 현대차증권

일본 잃어버린 30년 다시보기: (2) 버블 붕괴와 장기 불황

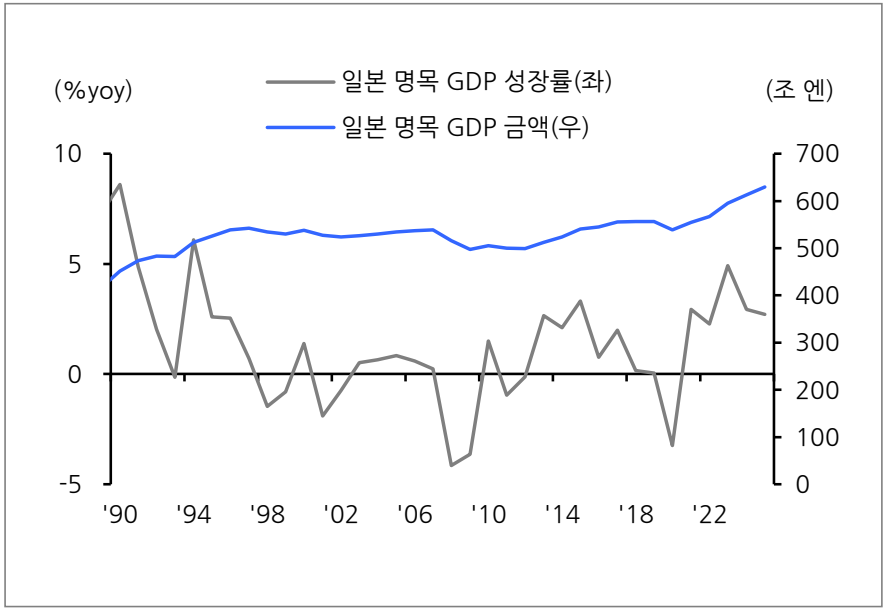
- 1990년 일본 주식시장 붕괴. 1989년 12월 29일 니케이225 지수는 38,915pt를 기록한 이후 1990년초부터 하락을 시작
- 버블 붕괴는 BOJ의 기준금리 인상이 시발점. BOJ는 '89년 5월 기준금리를 75bp 인상(2.5%→3.25%). '90년에는 부동산 대출 규제 실시
- 일본 경기는 긴축적인 금융 정책에 '91년 3월부터 하강 국면 진입. 이후 32개월간 하강 국면 지속. 2차 오일쇼크 이후 최장 기간 불황
- 이후 완화적 정책으로 전환하면서 '93년 11월 이후 경기 회복 국면에 진입하지만, 엔고와 버블 후유증으로 '95년부터 성장 본격화
- 다만 '96년 11월 출범한 하시모토 2기 내각은 '6대 개혁' 발표. 재정적자를 줄이기 위해 '97년 4월 소비세율 인상(3%→5%)
- 소비세 인상과 함께 '97년 아시아 금융위기를 겪으면서 회복을 보이던 일본 경제는 재차 역성장 진입. '00년대 초 IT 버블까지 어려움 계속됨

일본 경기동행 지수와 경기 하강기



자료: 블룸버그, 현대차증권

일본 명목 GDP 추이, 1990년 이후 20년간 성장 정체

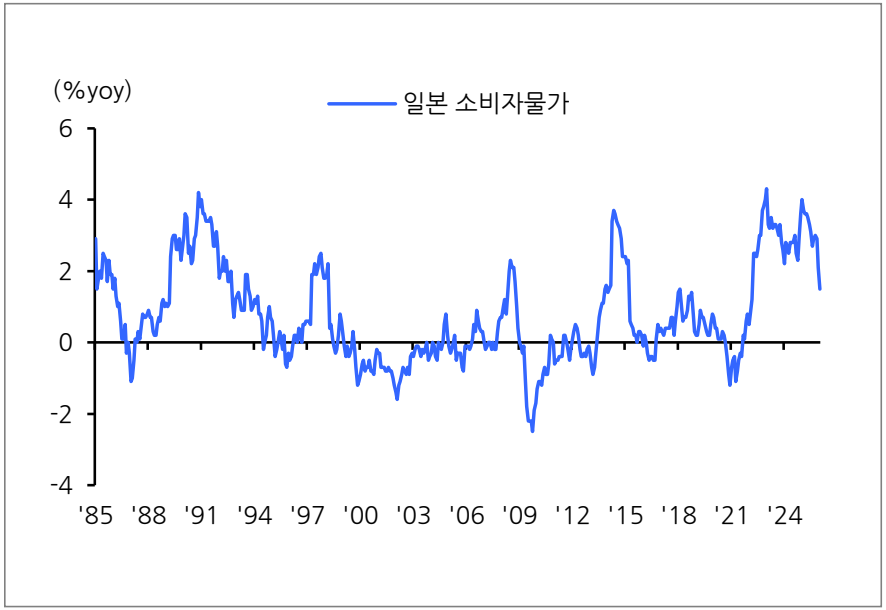


자료: 블룸버그, 현대차증권

일본 잃어버린 30년 다시보기: (3) 2000년대, 구조개혁 시작

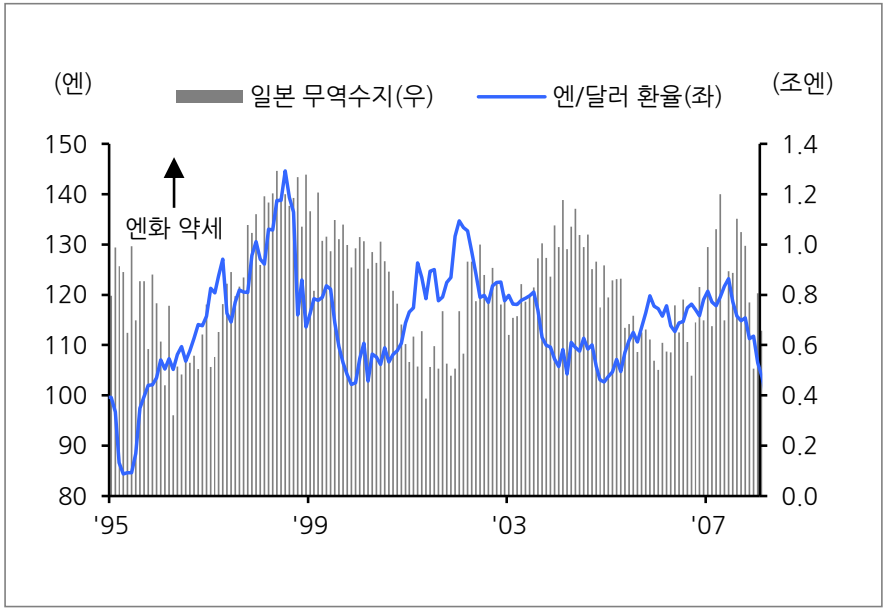
- 버블 이후 부동산과 주식 가격 급락에 투자심리는 악화되었고, 금융기관의 대규모 부실채권(NPL) 누적과 기업의 과잉설비/고용 압박
- '90년대 계속된 정책 실패는 일본 경제의 유동성의 함정 진입과 디플레이션의 자기강화 부추김. 2000년대까지 디플레이션 환경 지속
- 일본 경기는 내수 부진에 수입은 줄어드는 반면 기술 집약적인 자동차, 정밀기계, 소재 등의 수출 호조에 무역수지 흑자 유지, 엔화 강세 나타남
- '01년 고이즈미 내각 탄생과 함께 금융시스템 개혁을 통해 부실채권 정리를 가속화하고, 재정 축소 및 공공부문 민영화를 통한 구조개혁 실시
- 중국의 경제 성장에 일본 수출 확대되며 경기는 회복했지만 내수 부진은 이어짐. 구조개혁의 가시적인 성과는 보이지 않았음

2000년대 본격화된 일본 디플레이션 환경



자료: 블룸버그, 현대차증권

2000년대 무역수지 흑자 지속에 엔화 강세

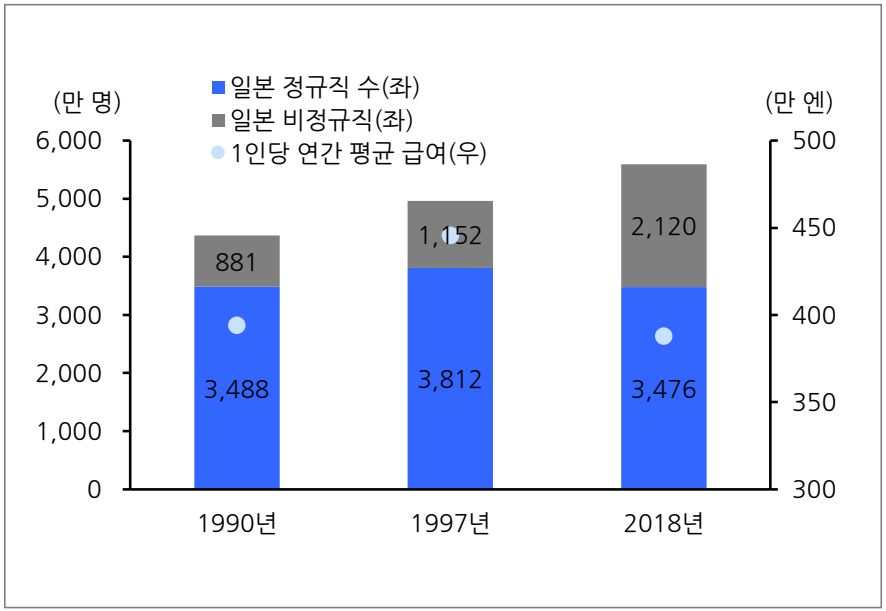


자료: 블룸버그, 현대차증권

일본 잃어버린 30년 다시보기: (4) 구조개혁, 예금 매력도 높임

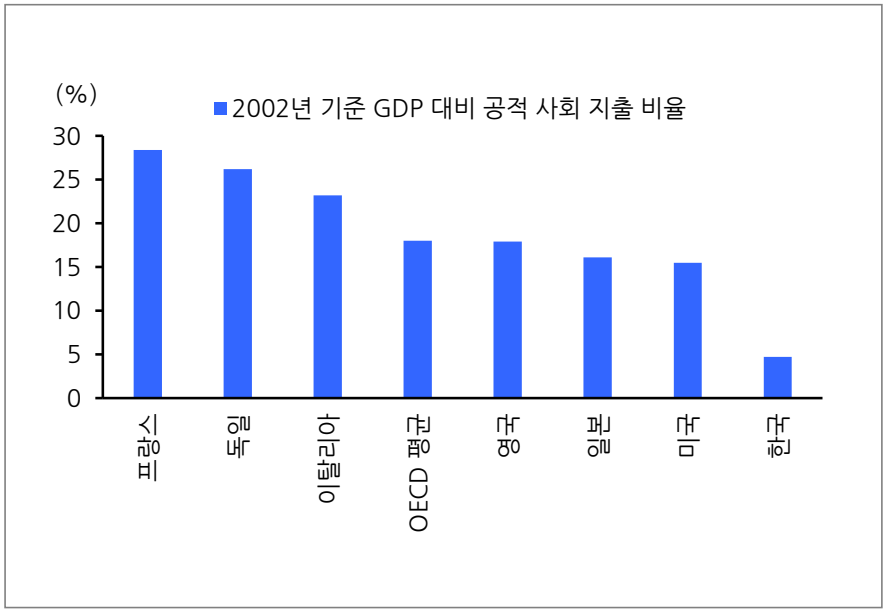
- '97년 하시토모 내각부터 고이즈미 내각, 아베 1기 내각 등 '07년까지 구조개혁 기간 동안 경기는 좋아져도 임금은 오르지 않는 환경 만들어짐
- 구조개혁으로 인한 민영화와 기업 간 경쟁 강화, 기업들은 글로벌 경쟁에 따른 인건비 절감 움직임과 해외 공장 이전 진행 등이 배경
- 노동 규제도 완화. '파견 노동' 규제 완화로 인해 임금이 낮은 비정규직 비중 크게 증가. 평균 임금 감소와 고용 불안정성 확대
- 2000년대 고이즈미의 작은 정부 추구는 기존에도 OECD 국가 대비 크지 않았던 정부 재정 기여 더욱 줄이는 결과
- 낮은 임금 증가와 고용 불안정성 확대, 정부의 낮은 복지 지출 수준은 일본 가계의 노후에 대한 걱정을 높임
- 이에 더해서 매년 물가가 낮아지는 디플레이션 환경은 일본 가계에게 예금의 투자 매력도를 높이는 배경

일본 정규직/비정규직의 구성 변화와 평균 임금



자료: 일본 총무성, 일본 후생성, 블룸버그, 현대차증권

일본, 선진국과 비교했을 때 GDP 대비 낮은 공적 지출 상황이었음

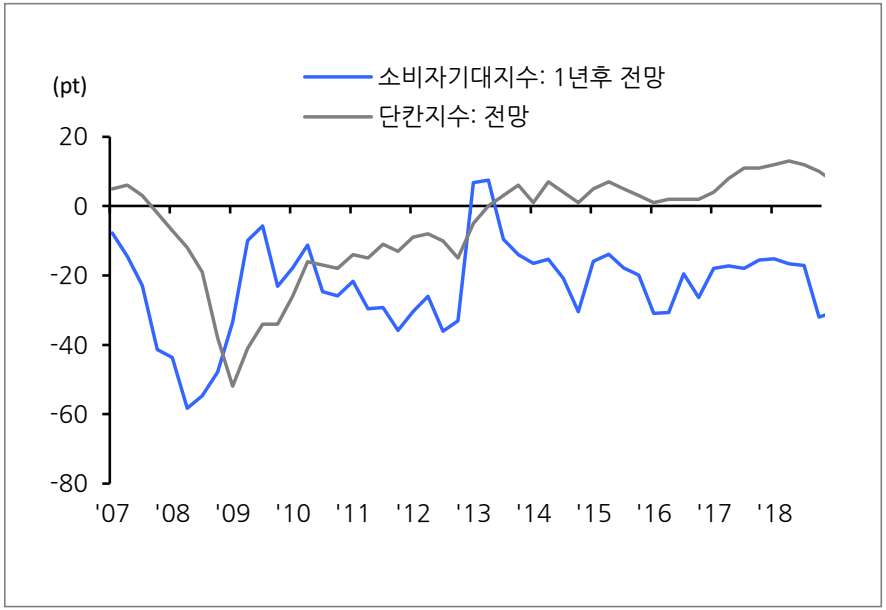


주1: OECD가 발표하는 GDP 대비 Public Social Expenditure 비율, 2002년 기준
주2: 공적 사회 지출이란 공적연금, 공공의료, 실업급여 등 다양한 공공 지원 및 서비스 포함
자료: OECD, 현대차증권

일본 잃어버린 30년 다시보기: (5) 아베노믹스의 배경

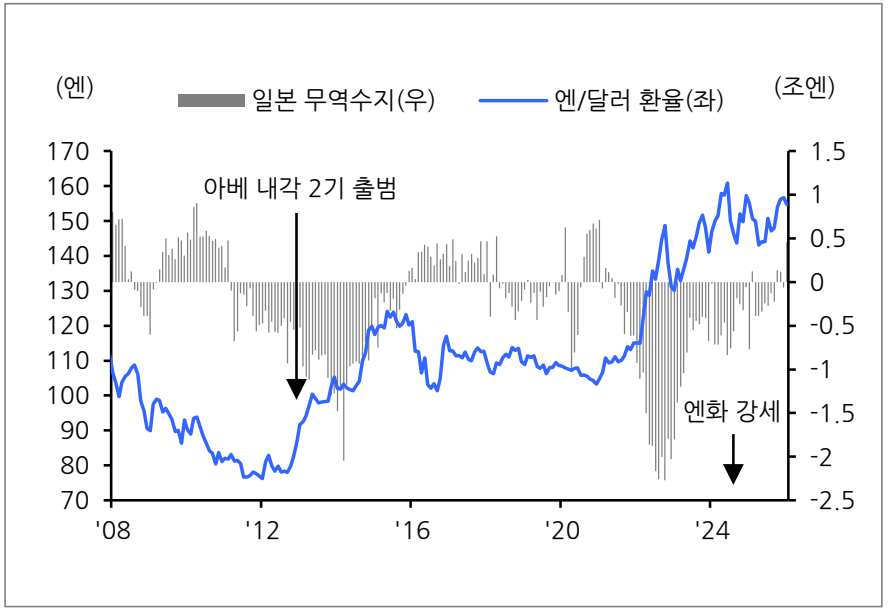
- '08년 글로벌 금융위기 이후 '09년 총선거에서 자민당 대패, 1955년 이후 자민당 장기 집권을 끝내고 민주당 압승, 연립정권 구성
- 글로벌 금융위기 이후 회복세를 보이던 일본 경제는 '11년 3월 동일본 대지진 영향으로 민간소비가 위축되며 마이너스 성장 기록. '11년 말부터 유럽 경제위기도 불거졌으며, 일본 정부부채 문제에 '12년 민주당 소비세증세법안 통과. 경기 부진 지속에 '12년 12월 총선거 돌입
- 엔화는 '08년 글로벌 금융위기 이후 강세가 이어지고 있었는데 (1) 미국/유럽의 잇따른 경제 위기에 연준과 ECB 완화적 통화정책은 일본 대외내 금리차 축소, 엔화 강세 야기했고 (2) 동일본 대지진으로 대규모 보험금 지급이 예상되는 보험회사들의 해외 자산 매도 및 엔화 매수 영향
- '09~ '12년 나타난 대규모 엔고와 동일본 대지진에 무역수지 적자가 늘어나고, 디플레이션 환경은 지속. 이것이 '12년 12월 아베 2기 정부 출범 이전의 경제 상황

2009년 이후 2013년까지 부진한 일본 심리 지표



자료: 블룸버그, 현대차증권

2008년 이후 엔화 강세는 수출 부진에 무역수지 악화 야기

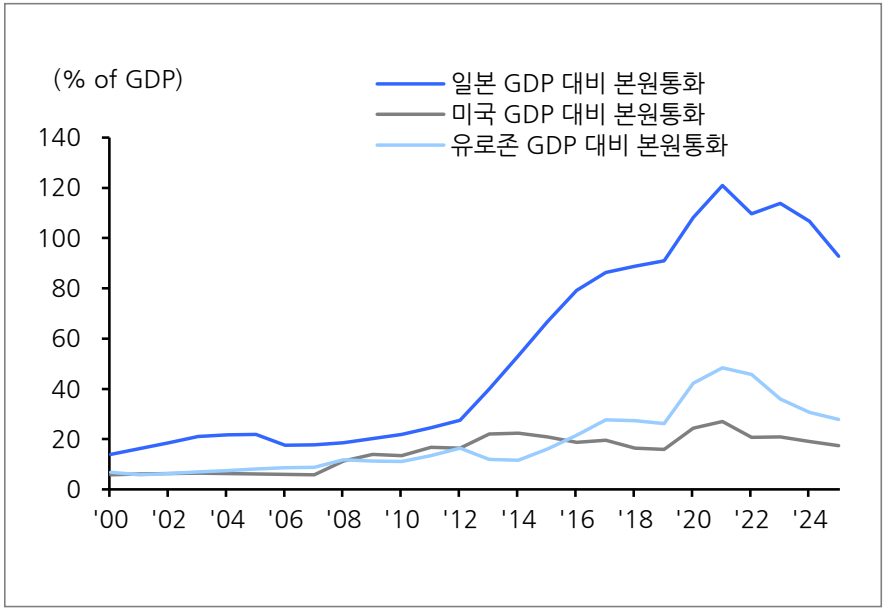


자료: 블룸버그, 현대차증권

2013년 아베노믹스와 3개의 화살

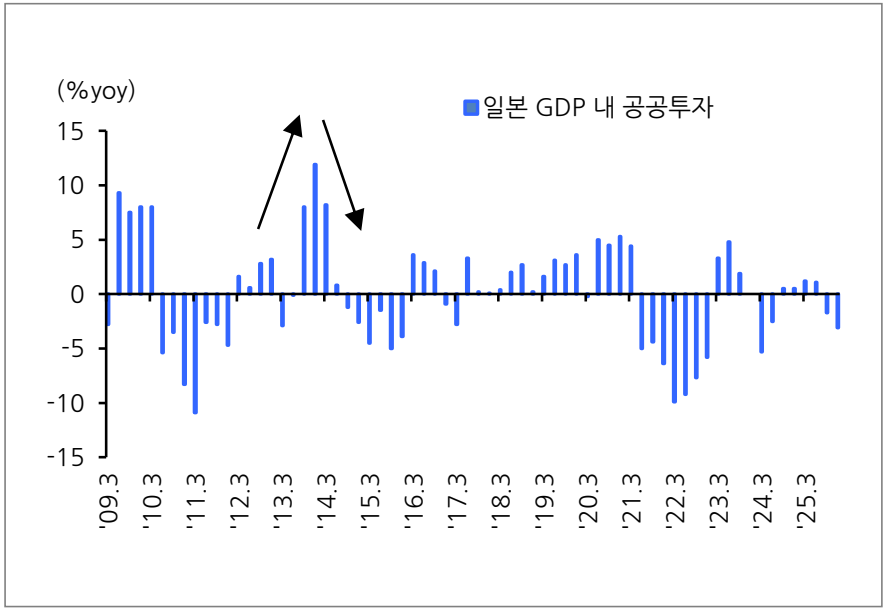
- '12년 12월 총선은 자민당 압승으로 끝나며 아베 2기 내각이 출범
- '13년 1월 3대 정책 발표. (1) 대담한 금융 정책, (2) 기동적 재정 정책, (3) 민간투자를 촉진하는 성장전략, 총 '3개의 화살'
- 장기간 이어진 엔고와 디플레이션 불황에서 탈출하여 고용과 소득을 확대를 도모하는 정책
- '13년 4월 취임한 BOJ의 구로다 총재는 '차원이 다른 금융완화 정책'의 실시 발표. (1) 국채 연간 50조엔 규모 순매수(이후 80조엔 확대), (2) ETF 연간 1조엔 규모 순매수(이후 최대 12조엔 확대), (3) 본원통화 약 80조엔 규모 확대 목표, (4) 마이너스 금리와 YCC 도입 등 진행
- 이에 엔화는 꾸준히 약세를 보였고, 물가도 2020년대 들어서는 디플레이션에서 탈출
- 반면 재정 정책의 경우 '13년 대규모 추경 예산까지 편성하면서 정부 지출을 늘렸지만, 경기회복과 재정 제약에 지속적으로 증가하진 못함

주요국 GDP 대비 본원통화 규모



자료: 블룸버그, 현대차증권

일본 정부 투자 전년대비 증가율, 2013년만 반짝 급등

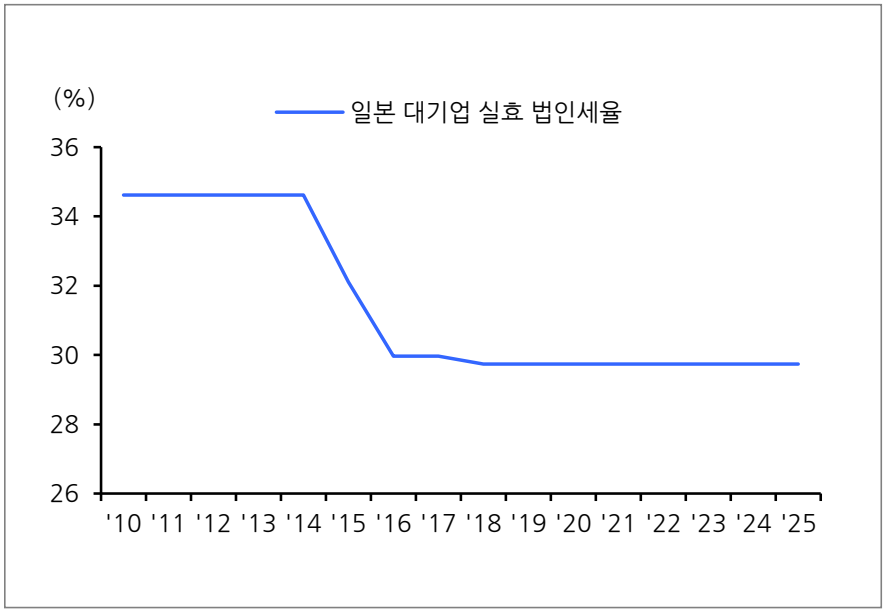


자료: 블룸버그, 현대차증권

세번째 화살의 일환으로 이토 보고서

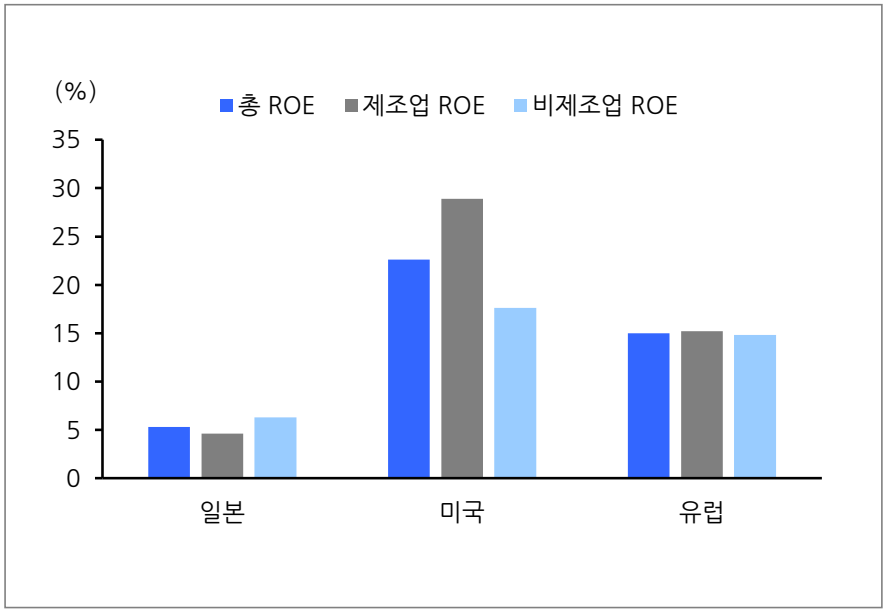
- 아베노믹스의 세번째 화살은 '민간투자를 촉진하는 성장전략'으로 기업들의 현금 보유 증가와 투자 기피 등을 해결하는 성장 전략 방안
- 이를 위해 아베 2기 내각은 법인세 인하를 추진해 '10년 40%에 달하던 실효 법인세율을 '18년 29.74%까지 인하. 또한, 설비투자 촉진을 위한 세제해택과 국가전략특별구역 도입, 노동규제 완화 등을 진행
- 또한 경제산업성(METI) 의뢰를 통해 이토 구니오 교수가 '이토보고서' 작성. 일본 기업은 낮은 수익성과 투자 정체, 내부 유보를 보이고 있는데, 경쟁력 확대를 위해서는 자본 비용(Cost of Capital)에 대한 인식을 통해 자본 효율성을 높이고, 거버넌스 개혁과 주주 소통의 중요성을 인식
- 결론적으로 이토 보고서는 기업 거버넌스 개혁과 자본 비용 인식적인 경영 환경을 만들어 현금 보유를 낮추고 자산 효율화를 극대화하고, 수익성 높은 사업에 대한 투자 선호도를 높여 민간 투자를 늘리고 일본 경제 전체적인 잠재성장률을 제고하기 위한 방향성 제시

아베 2기 내각 출범 이후 실효 법인세율 인하 진행



주: 일본 회계연도(Fiscal Year) 기준으로, 다음해 3월까지 유효
자료: 일본 재무성, 현대차증권

2012년 당시 주요국 대비 낮은 일본 기업들의 ROE

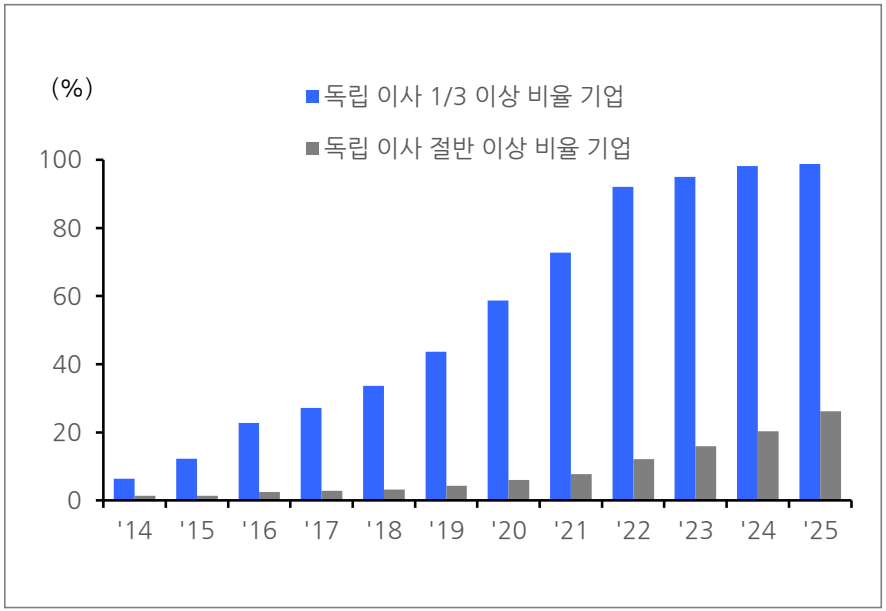


주: 2012년 각국 주요 지수 기준(일본 TOPIX500, 미국 S&P500, 유럽 블룸버그 European 500)
자료: Ito Review 재인용, 현대차증권

기업 거버넌스 개선과 효율성 향상

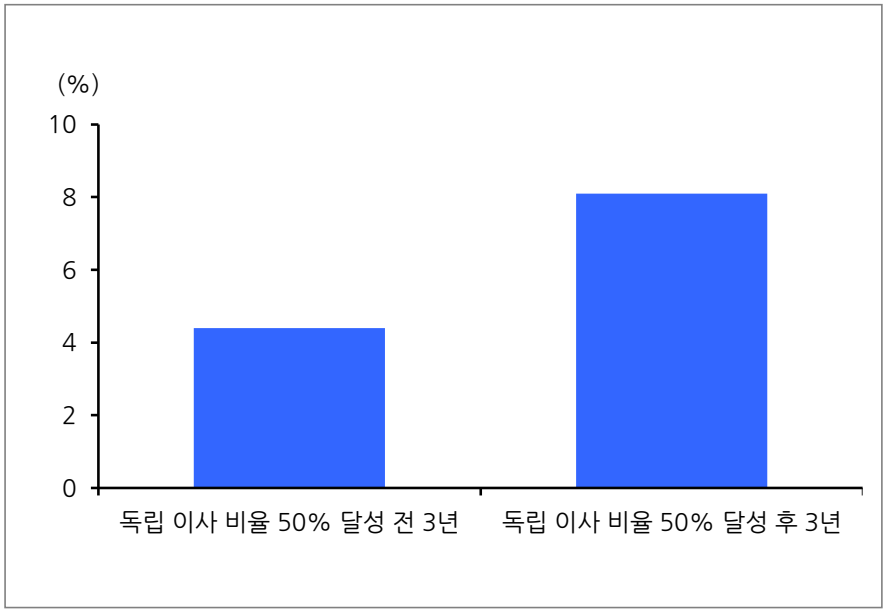
- '14년 일본 스튜어드십 코드 도입과 '15년 기업 거버넌스 코드 도입과 회사법 개정, 이후 추가적인 개정을 통해 기업 거버넌스 개선 지속
- 스튜어드십 코드는 기관투자자들이 수탁자 책임 원칙을 지켜 피투자 기관의 기업가치를 제고하기 위한 방안
- 기업 거버넌스 코드는 상장기업이 스스로 이사회의 독립성과 주주책임을 강화하고, 자본 효율성과 투명성을 높이는 등 지켜야하는 방안
- '14년부터 시작된 기업 거버넌스 개혁 노력으로 인해 일본 상장기업들의 거버넌스는 크게 개선. 독립 이사의 비중이 늘어나고, 임원추진위원회와 보수위원회 설치 비중도 높아지면서 이사회와 거버넌스의 투명성과 독립성이 강화
- 올해 2월 발간된 다이이치 생명 연구소(Dai-ichi Life Research Institute)의 보고서에 따르면 일본 샘플 기업들의 독립 이사 선임 확대가 기업 ROE 개선으로 나타남을 보여줌

일본 프라임 시장 기업들의 독립 이사 비율



자료: JPX, 현대차증권

독립 이사 비율 50% 달성 후 ROE 유의미한 확대 나타남

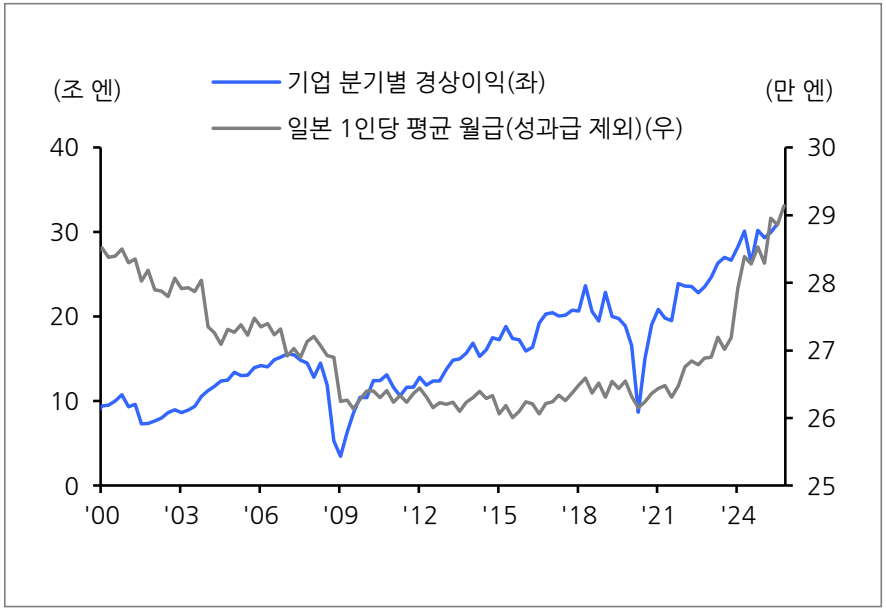


주1: 독립 이사 비율이 50%를 넘는 시점을 Event 발생 시점으로 판단
주2: 프라임 시장 상장 종목 중 2015~2024년 회계연도 재무재표를 구할 수 있고, 독립 이사 비율 50% 상회하는 54개 기업을 표본으로 함
자료: 다이이치 생명 보고서('26.2) 재인용, 현대차증권

기시다 내각 '새로운 자본주의 정책'에서 가계 금융투자 확대 목표

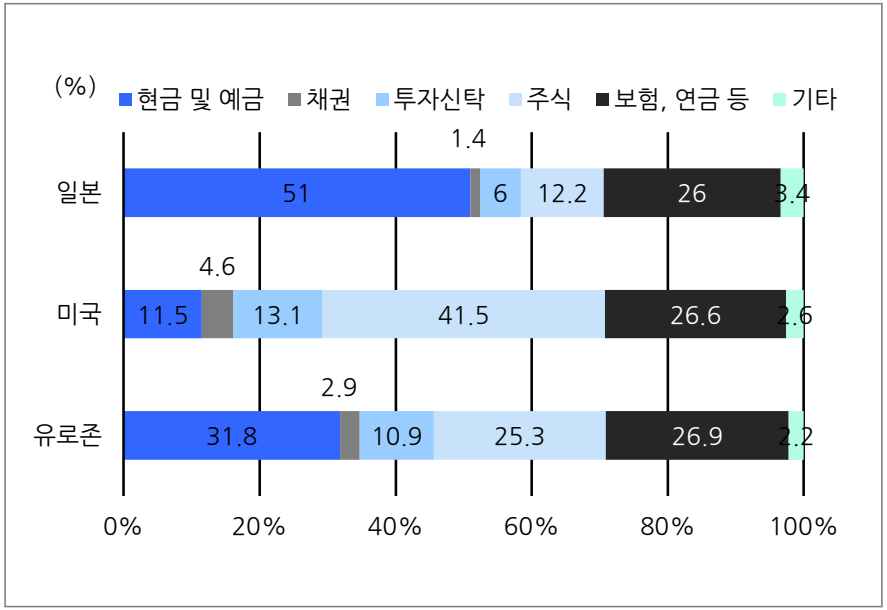
- '21년 10월 기시다 내각이 출범 당시 기업 이익은 늘어났지만, 물가 상승에 실질 임금은 정체되고, 가계 소득 증가는 미미
- 노동규제 완화에 따른 비정규직 비중 증가와 소득격차 확대, 청년층 자산 축적의 어려움 등으로 자민당 정부 정치적 압력 증가
- 기시다 정부는 사회 구조적 문제를 해결하고 성장과 배분의 선순환을 위한 '새로운 자본주의 정책' 발표
- 주요 목표로 (1) 임금 인상을 유도하고, (2) NISA를 통한 가계 자산을 형성하며, (3) 혁신 투자, 스타트업 육성 및 그린전환 등을 제시
- 특히 가계의 소득 증가를 목표하면서 가계의 현금과 예금을 주식과 같은 금융 투자 자산으로 이전하도록 목표
- 가계 금융자산의 50% 이상이 예금인 상황에서 자금이 생산적 분야로 흐르지 않고, 가계는 기업들의 이익 증가를 누리기 어렵다는 인식

일본 기업 이익 성장 대비 낮은 임금 증가율



자료: 블룸버그, 현대차증권

일본 가계 금융자산 중 현금/예금 비중 높음



주: 2025년 3월 기준
자료: BOJ, 현대차증권

거래소 통한 자본비용 및 주가 의식 경영 실현(거버넌스 개혁 2단계)

- 기업지배구조 코드가 도입된 이후 2차례 개정을 통해 독립 이사 비율 확대 등이 이뤄졌지만, 일각에서는 지나치게 형식적이라는 비판 존재
- 이에 정부는 실체를 개선하는 것으로 방향이 전환되었고, 일본증권거래소(JPX)는 '23년 3월부터 기업들의 낮은 밸류에이션을 해결하고 자본 비용(Cost of Capital)을 인식한 경영을 추진하기 위해 기업은 자본배분 정책과 중장기 성장전략, 자본 효율성 목표를 공시 요구
- 구체적으로 P/B가 1배 미만인 기업들에게 (1) ROE 등 자본수익성 지표와 주가와 P/B 등 시장 평가를 비교해 이사회의 분석을 요구하고, (2) 개선을 위한 구체적인 방침과 목표를 설정하고, (3) 상기 분석과 방침을 투자자에게 공시하도록 요청
- JPX의 요구는 강제성을 띄지는 않지만, 기관투자자들은 수탁자 책임 이행을 위해 행동에 나설 수 있고, 거래소도 프라임 지수 편입 요건에 산정
- 이전 '22년에는 일본 증권거래소는 5개 거래소 시장을 3개로 개편했는데, 핵심인 프라임 시장의 상장 요건을 크게 강화. 거버넌스도 중요 사항

일본증권거래소 상장기업 PBR 개혁 주요 내용('23.3)

항목	주요 내용	대상
자본비용 및 주가의식 경영	'자본효율성, 주가, 경영상황 등 점검 / 이사회가 개선 정책 마련, 재무 · 비재무 목표 및 계획 수립 / 주주와 소통 강화' 등의 내용을 자율 공시	프라임시장, 스탠다드시장
지배구조의 품질 향상	Comply or Explain 제도 이행이 미흡한 기업 대상으로 개별지도 등 보완 요청	프라임시장, 스탠다드시장
주주와의 대화 강화	주주와 의사소통 강화 독려, 주주로부터 제안받은 사항의 이행 여부를 공시	프라임시장
영문공시	2025년 4월부터 모든 주요 공시 항목에 대해 영문으로도 공시 의무화	프라임시장

자료: JPX, 자본시장연구원 재인용('24.8), 현대차증권

일본 프라임 시장 상장 유지 조건 강화 주요 내용('22.4)

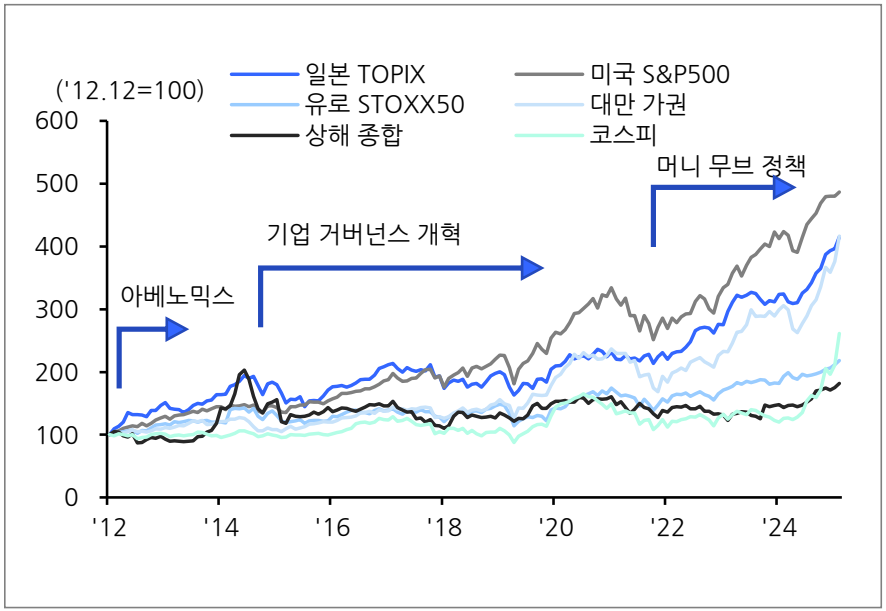
분류	상장조건	상장유지 조건
유동성	1) 주주 수: 최소 800명 이상 2) 매매가능주식: 2만주 이상 3) 유동주식 시가총액: 100억엔 이상 4) 시가총액: 250억엔 이상	좌동(단 시가총액은 2천만엔 이상)
지배구조	1) 거버넌스 코드 이행 2) 유동주식비율 35% 이상	좌동
재무성과	1) 2년간 순이익 25억엔 이상 또는 (매출액 100억엔 이상이고 시가총액 1천억엔 이상) 2) 자기자본 총계 50억엔 이상	자기자본 총계가 양(+)의 값을 유지해야 함

자료: JPX, 자본시장연구원 재인용('24.8), 현대차증권

일본 거버넌스 및 자본시장 개혁 성과

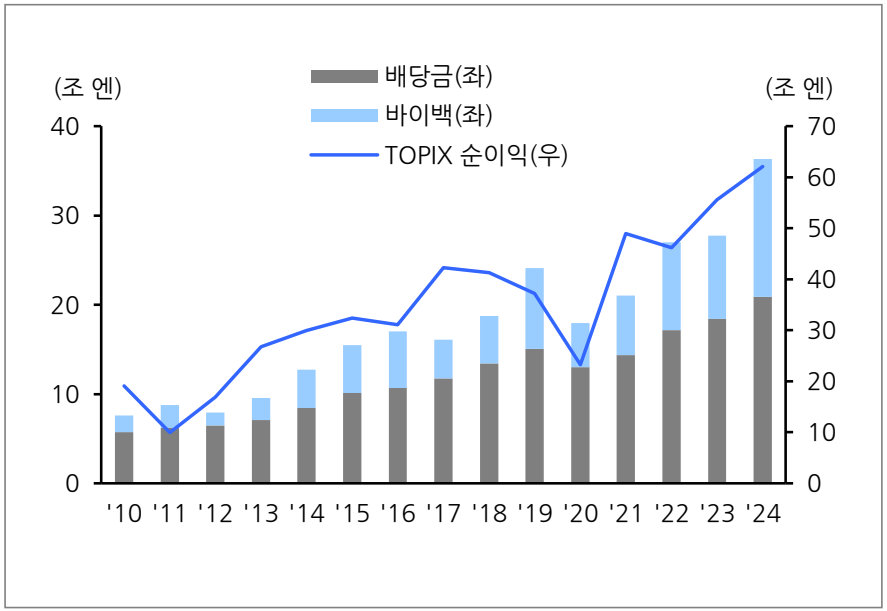
- 2024년 2월 22일 일본 니케이225 지수는 39,098pt를 기록하며 1989년 12월 이후 34년만에 역대 최고치를 경신
- 니케이225 지수는 아베 신조 2기 내각이 출범한 2012년 12월 26일 이후 꾸준히 우상향, 연평균 14%의 성장
- 2013년 아베노믹스의 (1) 대규모 통화완화, (2) 확장적 재정정책, (3) 성장전략(법인세 인하) 등을 통해 일본 증시 강한 리레이팅이 진행
- 이후 2014년부터 진행된 기업 거버넌스 개혁과 2022년 기시다 내각에서 시행된 가계 금융자산 확대 및 자본시장 개혁 정책(NISA 제도, 일본거래소 제도 개편 등)에 증시 꾸준히 탄력을 받음
- 일본 기업 이익이 개선되는 만큼 자사주 매입과 배당이 증가. 주주환원 증가는 이익 증가와 함께 일본 증시를 뒷받침하는 가장 중요한 요인

아베 2기 내각 출범 이후 주요국 증시 흐름



주: 아베 2기 내각 출범한 2012년 12월말 100 기준
자료: 에프앤가이드, 현대차증권

일본 TOPIX 순이익 증가와 함께 주주환원 확대

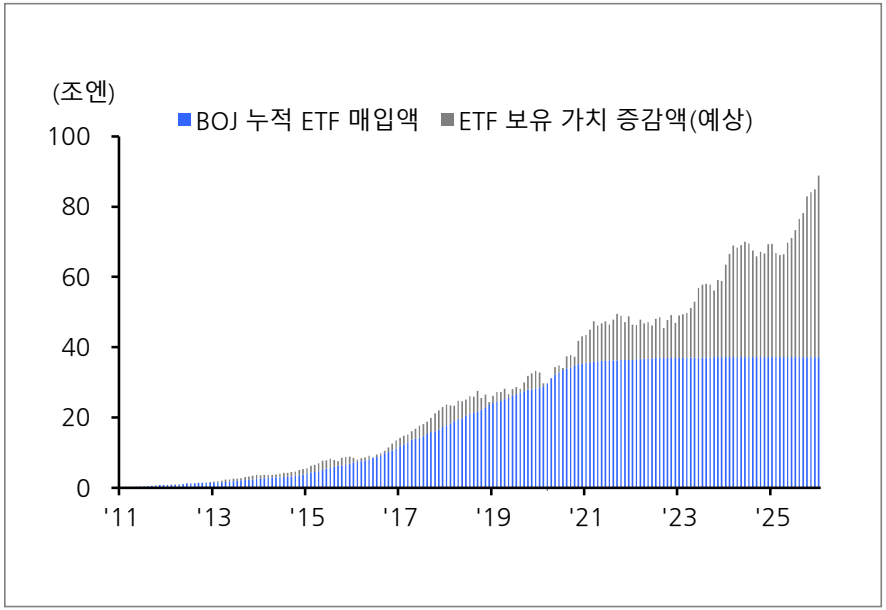


주: TOPIX 구성종목 Net Income, Dividend, Buyback 금액 연간 합산
자료: FACTSET, 현대차증권

일본 정부의 머니 무브: BOJ와 GPIF의 일본 주식 매수

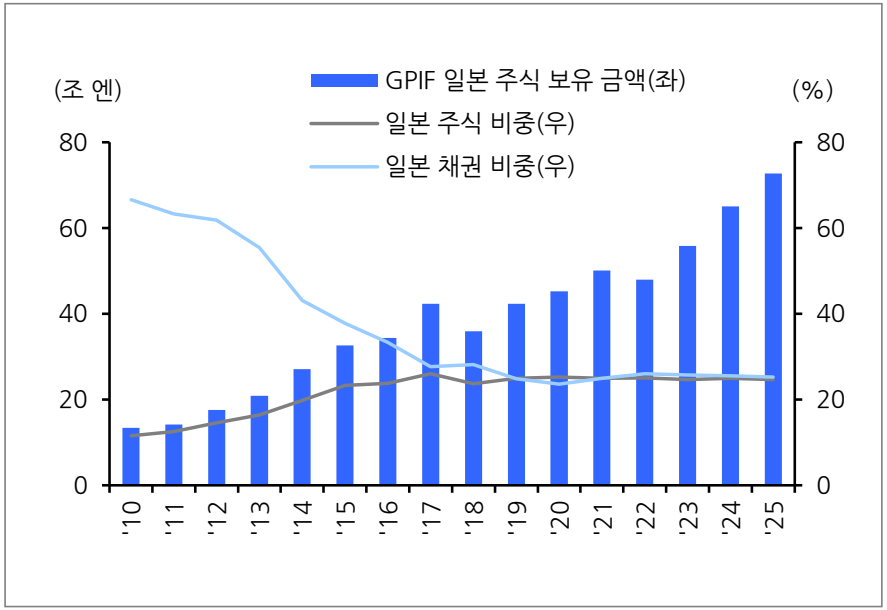
- 일본 BOJ는 2013년 4월 양적 · 질적 금융완화 정책을 통해 장기국채 매입은 물론, 일본 주가지수 ETF와 REITS를 매입
- BOJ의 ETF 매입은 연간 1조엔 규모로 시작된 이후 3조엔 규모로 확대되었다가, 팬더믹 기간 최대 12조엔까지 확대. 2021년 매입 중단
- TOPIX 뿐만 아니라 ROE와 독립이사 비율, 지배구조보고서 등 거버넌스 항목을 고려한 니케이400 ETF에도 투자해 거버넌스 개혁에 동참
- 현재 BOJ의 누적 ETF 매입 규모는 37조엔 수준이고, 2021년 이후 일본 증시 상승분을 감안하면 현재 BOJ 보유 ETF 가치는 85조엔을 상회할 것으로 전망. 이는 2026년 1,200조엔 수준의 도쿄 증권 거래소(TSE) 시가총액의 5% 상회
- 일본 연기금인 GPIF도 일본 주식 순매수 확대. 2010년대 전체 금액은 물론, 비중 측면에서도 일본 채권을 줄이고 일본 주식 비중 확대
- GPIF는 기업 거버넌스 개혁에 동참. 위탁운용사 선정 시 피투자 기업에 대한 거버넌스 개선을 촉구하고, 의결권 행사 내용을 구체적으로 공시

BOJ의 일본 주식 매입 규모



주: BOJ 보유 ETF는 상당수 TOPIX를 추종한다는 점에서 TOPIX 월간 성과 반영해 보유 규모 추정
자료: 블룸버그, 현대차증권

GPIF의 일본 주식 매입 규모

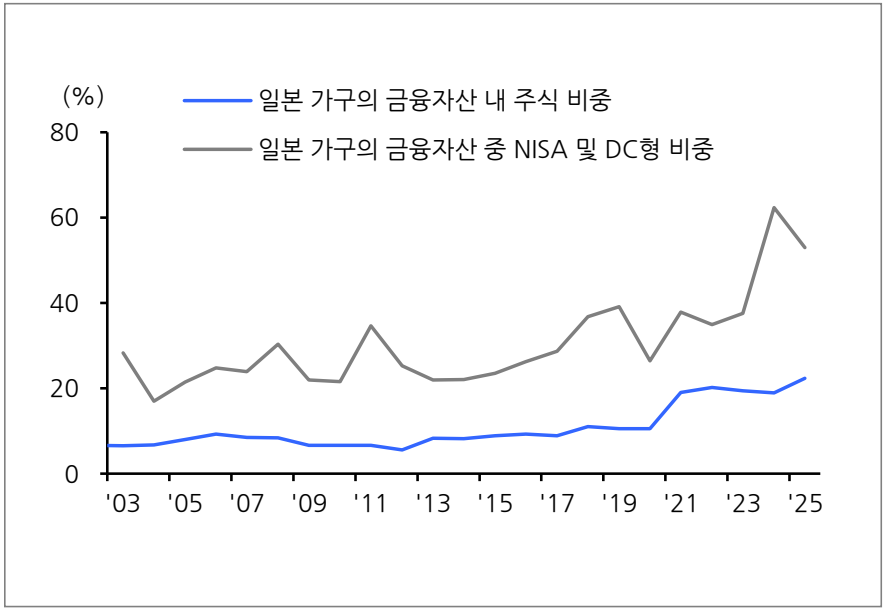


주: 일본 GPIF는 일본 주식/채권, 해외 주식/채권 비중을 각각 25%로 유지
자료: GPIF, 현대차증권

일본 가계의 머니 무브: 가계 자산형성 정책 역사

- 고도성장기인 1971년 근로자 재형저축 제도 도입. 근로자가 급여의 일정 부분을 공제해 적립하면 이자소득 비과세 하는 제도
- 일본 재형저축은 1989년말 가입 건수가 정점에 달했으나, 이후 저금리 기조로 메리트 감소하여 가입 건수와 잔액 모두 감소 중
- 2001년 DC 퇴직연금 및 DB 기업연금이 도입. 개인이 가입 가능한 개인형 퇴직연금(iDeCo)도 2001년 시작, 2017년 가입 가능 대상 확대
- 2010년대엔 NISA 계좌 도입, 2024년에는 新NISA로 확대하는 등 저축에서 투자로 변화 추구. 투자를 통한 소비 및 경제 활성화 목적
- 1980년대 20%를 넘었던 일본 가계의 저축률(Household Savings rate)는 0%에 수렴 중. (1) 고령화로 인한 저축률 저축률 감소와, (2) 저성장과 임금 정체, 생활비 상승으로 인한 신규 저축 여력 감소 때문
- 고령화로 인해 저축률이 낮고, 보유 자산의 안전자산 비중이 높기 때문에 자산효과를 통한 소비 진작이나 위험 산업으로 자금 이동 제한되는 문제

금융자산 중 NISA 및 DC형 비중 상승과 함께 주식 비중 상승



주1: 금융자산 보유가구 기준 금융자산 금액과 NISA, 기업형 DC, iDeCo 보유 금액 비율
주2: 금융자산 보유가구 기준 금융자산 금액과 주식 보유 금액 비율
자료: J-FLEC, 현대차증권

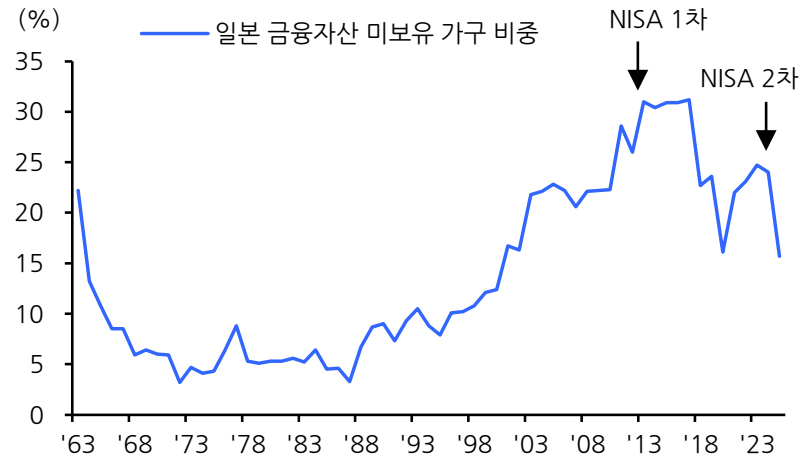
일본 가계 저축률, 0%에 수렴하고 있음

자료: Charles Yuji Horioka('26.1) 재인용, 현대차증권

일본 가계의 머니 무브: 기시다 정부의 머니 무브 정책, 新NISA

- 일본에서는 예금이나 보험, 주식, 채권 등의 금융자산을 전혀 보유하지 않는 '금융자산 제로세대'가 꾸준히 증가하며 세대간 불평등 증가했음
- 또한 금융자산을 보유하더라도 예금 중심으로 자본시장에 대한 접근성 낮음
- 일본 정부는 가계의 자산 형성과 자본시장으로 위험 자산 투자 확대를 위해 2014년 소액투자 비과세제도 NISA(Nippon Individual Savings Account) 도입
- NISA 계좌를 통해 주식, ETF, 펀드 등에 투자 가능하고, 발생한 자본이득과 배당이익 등에 대한 비과세 혜택을 부여
- 이후 기시다 정부는 가계 자산소득 확대를 위해 2024년 기간과 한도를 확대한 新NISA 출시. 가계 자산을 저축에서 투자로 적극 이동 목표

금융자산 제로세대 추이



자료: J-FLEC, 현대차증권

기존 NISA 및 2024년 시행된 新NISA 비교

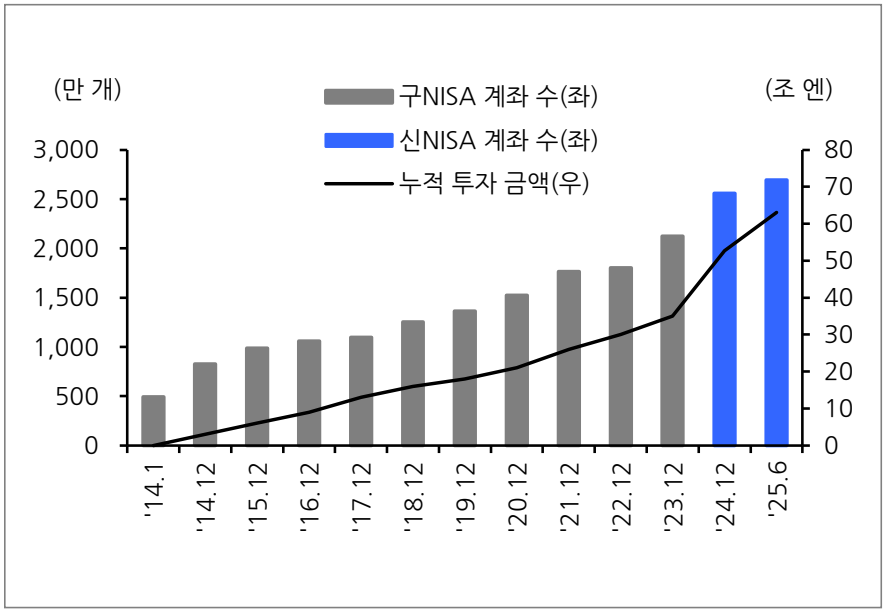
	구NISA		신NISA	
구분	적립투자	일반투자	적립투자	성장투자
비과세 규모	40만엔	120만엔	120만엔	240만엔
비과세 기간	20년	5년	제한 없음	
비과세 한도액	800만엔	600만엔	총합 1,800만엔 (성장투자는 1,200만엔 상한)	
보유 방법	두 유형 중 택일		두 유형 병행 가능	

자료: 일본 FSA, 현대차증권

일본 가계의 머니 무브: NISA를 통한 주식/투자신탁 비중 확대

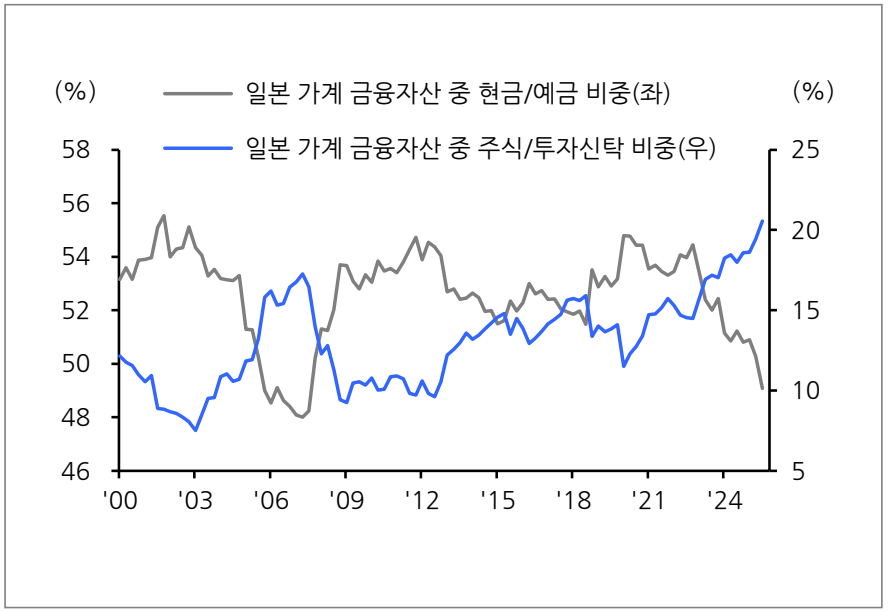
- NISA 계좌 수와 투자 금액은 2014년 런칭한 이후 꾸준히 증가
- 일본 금융청에 따르면 2025년 6월 기준 NISA 계좌 수와 투자 금액은 각각 2,696만개와 63조엔 규모에 달함
- 특히 2024년 新NISA 시행에 계좌 수 +21% 증가했고, 투자액은 +17.4조엔 증가. 이는 직전 5년 평균 연간 4조엔 내외를 4배 이상 상회
- 가구당 투자 규모도 늘고 있음. 금융자산을 보유한 가구 중 NISA 투자 금액도 우상향. 금융자산에서 NISA 비중이 높아지는 것
- NISA를 통한 한 주식 투자 증가와 일본 증시 지수 상승으로 인해 일본 가계의 금융자산 중 주식/투자신탁 비중 상승
- 일본 정부는 이러한 흐름을 지속시키기 위해 금융기관들의 고객 자문 역할 장려, 국민 대상 금융 교육 실시 등 투자 문화 확산 뒷받침

일본 NISA 계좌 수 및 누적 투자 금액 증가세



주: 新NISA 계좌 수는 기존 NISA 계좌 수에 더해서 계산
자료: 일본 금융청, 현대차증권

일본 가계 금융자산 중 주식/투자신탁 비중 상승

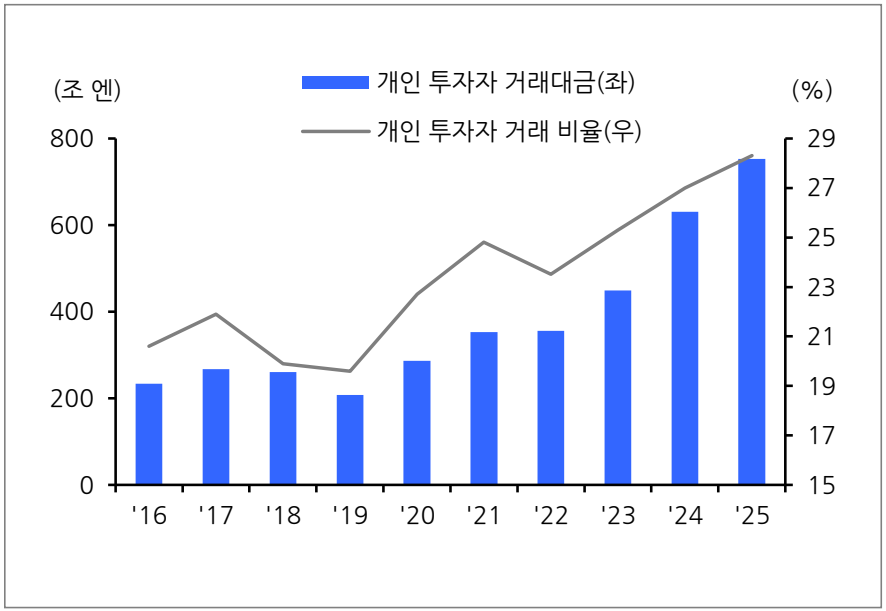


자료: BOJ, 현대차증권

일본 가계의 머니 무브: 가계 전체 자산 중 주식 비중

- 일본 정부의 가계 머니 무브 정책 강화는 개인 투자자 거래대금 증가를 야기
- 일본 증시는 2013년 이후 2010년대와 2020년대의 수익률 차이는 거의 없음(연평균 12.5%). 다만 최근 3년(2023~2025년)은 20%대 수익률
- 일본 증시의 높아진 수익성은 개인 투자자들의 주식시장 관심도 높임
- 높아진 주가로 인해 개인 투자자들의 거래대금이 늘어났지만, 일본증권거래소(JPX) 내 거래대금 비중도 상승
- 주가 강세로 인한 주식시장 관심도 증가와 NISA 등을 통한 주식시장 접근성 향상은 개인 투자자들의 머니 무브 야기
- 특히 2020년 팬더믹 이후 거래 비중이 증가했는데, 플랫폼 확대와 일본 증시 강세, NISA, iDeCo 등 정부 정책이 효과를 발휘하는 것

일본 개인투자자 연간 거래대금 및 비중

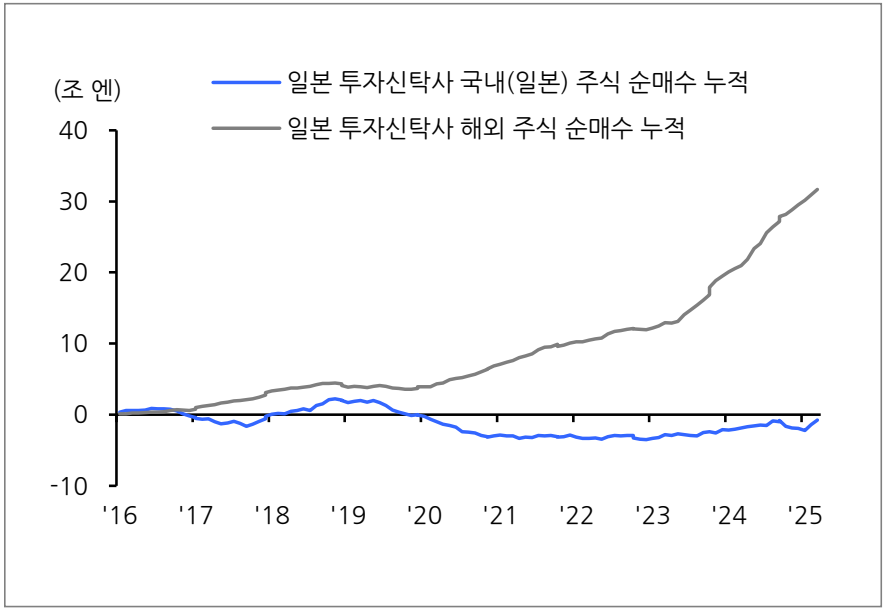


자료: JPX, 현대차증권

일본 가계의 머니 무브: 다만 해외 주식 선호 심리 높음

- 다만, 일본 개인 투자자들 사이에서도 해외 투자 선호 나타남. 일본에서도 '엔화보단 외화' 심리 높은 것
- 일본 Nikkei 신문에 따르면 2025년 1~11월 인터넷증권 5개사와 대형증권 5개사의 NISA 계좌를 통한 주식 매수액은 12.6조엔으로 전년동기 11.9조엔 대비 +7% 증가
- 투자 내역을 보면 전체 매수 중 61%가 투자신탁 펀드(ETF). 특히 저비용으로 해외 주식에 투자할 수 있는 인덱스형 ETF가 인기
- 순매수 상위 ETF를 보면 전세계에 투자하는 All Country나 S&P500가 주목받았고, 개별주식에서는 엔비디아 주목
- 엔화 약세가 이어지면서 달러 자산 매력도가 높아진 가운데, 글로벌 AI 열풍 상황에서 혁신 기업 비중이 높은 미국 증시가 인기인 것

일본 투자신탁사의 국내(일본), 해외 주식 순매수 누적

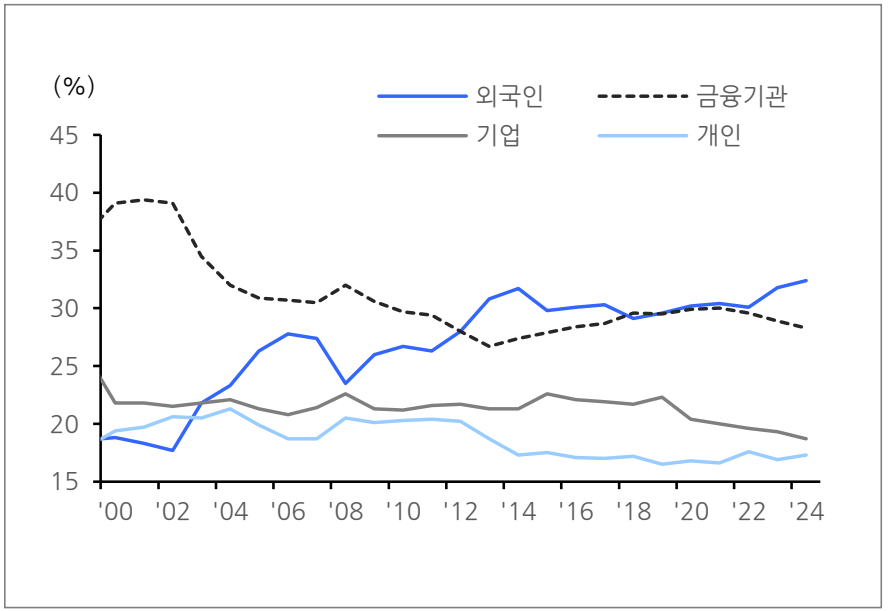


자료: 일본 투자신탁협회, 현대차증권

외국인 머니 무브: 2010년대 거버넌스 개혁에 외국인 투자 확대

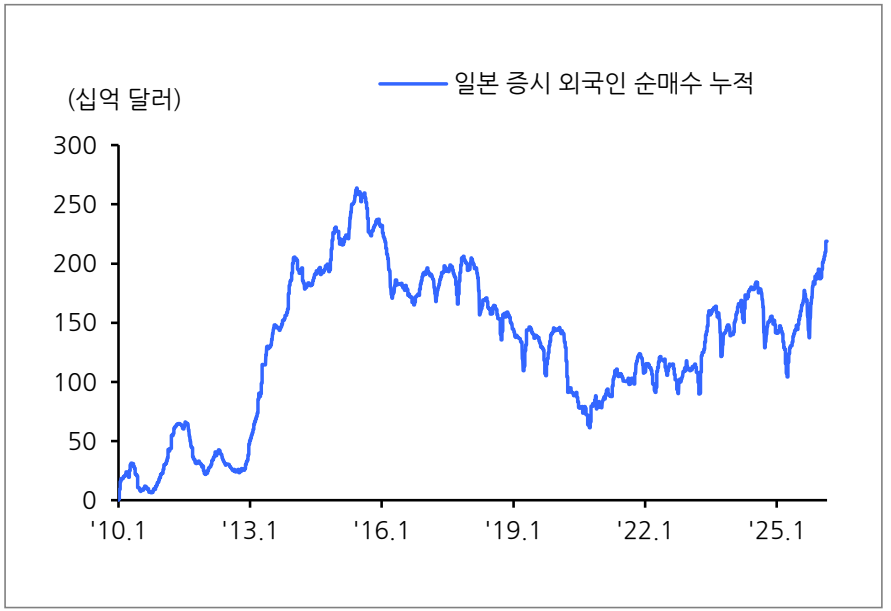
- 2000년대 일본 경기 침체에도 불구하고 도쿄증권거래소(TSE)에서 외국인 투자자 지분율은 꾸준히 상승
- 이는 2000년대 은행 주식보유 규제와 주식 보유 리스크 확대, 기업간 상호보유 해소 움직임에서 나온 은행권 주식 매도를 외국인이 받아준 것
- 2013년 아베 2기 내각 출범 이후 외국인 지분율 재차 상승, 2015년까지 일본 증시에서 외국인 순매수 급등
- 2014년부터 시작된 일본 정부의 스튜어드십 코드와 기업 거버넌스 코드는 일본 증시에 대한 해외 투자자의 신뢰 개선에 기여
- 외국인 순매수는 2020년 이후 다시 확대되면서 외국인 지분율 2024년 최고치 경신. JPX 중심으로 진행된 거버넌스 개혁 2탄 등이 영향
- 일본의 기업 거버넌스 개선 정책은 외국인의 투자 확대를 야기한 것으로 해석됨. 투명성과 예측 가능성이 높아졌기 때문

도쿄증권거래소(TSE)의 외국인 지분율 확대



자료: TSE, 현대차증권

일본 증시 외국인 순매수 누적 금액



주: 2010년 1월 1일 이후 누적 금액
자료: 블룸버그, 현대차증권

월마트(WMT)

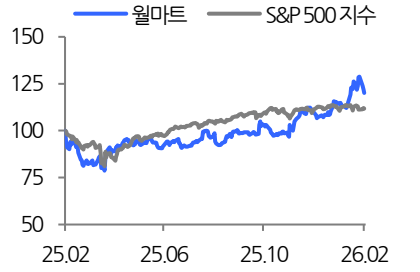
이익의 질이 달라졌다

Analyst 장문영 ansdud@hmsec.com

컨센서스 TP	USD 133.42
현재주가(02/20)	USD 124.87
상승여력	6.9%
산업분류	필수소비재
S&P 500(02/20)	6,861.9
시가총액(백만USD)	995,234.7
유통주식수(백만)	7,970
52주 최고가/최저가	134.69/79.81
일평균 거래량(3M)	31,455,870
주요주주 지분율	
WaltonEnterprises	37.67%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	5.2	16.6	21.7
상대주가(%p)	4.2	11.1	13.5

최근 12개월 주가수익률



주: 2025.02=100 기준
자료: Bloomberg, 현대차증권

FY 4Q26 실적 및 가이던스

- 4분기 매출액은 $1,907억(+5.6% YoY)을 기록했으며, 연간 매출은 4.7% 성장하며 사상 최초로 $7,000억을 돌파. 특히 영업이익 성장률이 매출 성장률을 상회했다는 점에서 비용 효율화 및 사업 믹스 개선 효과 확인
- 전자상거래 매출은 24%, 광고 매출은 37% 증가하며 실적 성장 견인. 고마진 디지털 사업의 확대가 수익성 개선의 핵심 동력으로 작용
- FY 2027년 조정 EPS 가이던스로 $2.75~$2.85를 제시

투자포인트 및 결론

- 이번 분기 실적 핵심은 외형 성장보다 고마진 플랫폼 사업 비중 확대에 따른 구조적 수익성 개선에 있음. 전자상거래·광고·멤버십 등 고마진 사업 비중이 확대되며 4분기 영업이익의 1/3을 차지, 동사의 이익 창출 구조가 플랫폼 서비스 중심으로 전환되는 단계로 판단. 이는 경기 변동에도 이익 방어력을 높이는 요인으로 작용할 전망
- 초고속 배송 서비스 이용 증가 및 풀필먼트 확장은 단순한 물류 효율 개선을 넘어서 고객 락인 효과 강화로 이어짐. 특히 매장 직접 배송 주문 35%가 3시간 내 배송되고 있다는 점은 매장 기반 풀필먼트 비중 확대를 통해 물류 효율과 단위 경제성이 점진적으로 개선되고 있음을 시사, 오프라인 자산을 활용한 옴니채널 전략의 경쟁력이 강화되는 구간으로 평가
- 오픈AI 및 알파벳과의 협력을 통한 에이전트 기반 전자상거래 구축, AI 쇼핑 도우미 Sparky 고도화는 장기적으로 구매 전환율 및 객단가 상승을 유도할 핵심 성장 동력. 특히 Sparky 이용 고객의 평균 주문 금액이 유의미하게 높은 점은 AI 기반의 개인화 서비스가 단순 편의성을 넘어 매출 성장과 직결되는 단계에 도달했음을 보여줌. 향후 AI 기술이 쇼핑 전반으로 확장될 경우 수익성 개선 속도는 더욱 가속화될 가능성 높음

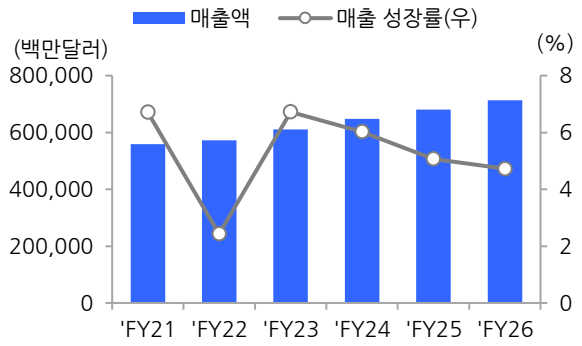
주가전망 및 Valuation

- 현 주가는 12m Fwd P/E 43배 수준으로 역사적 밴드를 크게 상회. 프리미엄 멀티플은 부담 요인이지만, 이익 성장이 플랫폼 수익에 기반해서 발생한다는 점에서 과거 평균 멀티플과 동일 선상에서 비교하기는 어려운 단계

요약 실적 및 Valuation

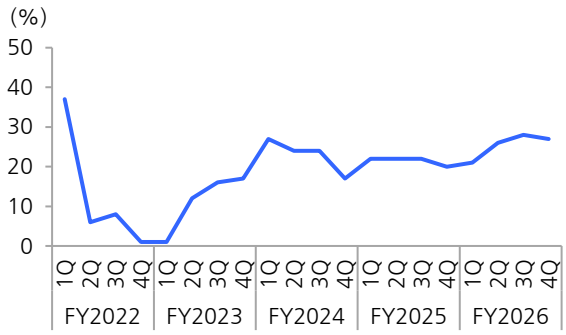
구분	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EBITDA (백만달러)	EPS (달러)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (%)	ROE (%)	배당수익률 (%)
FY 2025	680,985	29,348	19,436	44,668	2.41	26.04	39.11	8.65	18.93	22.23	0.85
FY 2026	713,163	29,825	21,893	44,028	2.73	13.22	46.36	9.53	23.00	22.97	0.79
FY 2027E	748,062	34,039	23,325	49,163	2.95	11.21	42.53	8.88	21.21	21.44	0.79
FY 2028E	783,142	37,698	25,954	53,456	3.29	12.43	37.83	8.12	19.50	22.28	0.83

<그림1> 연간 매출 및 매출 성장률



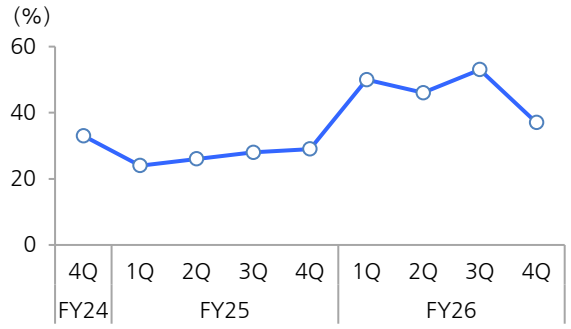
자료: Walmart, Bloomberg, 현대차증권

<그림2> 미국 이커머스 매출 성장률(YoY)



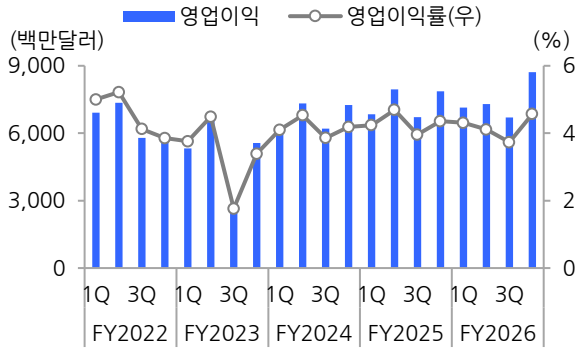
자료: Walmart, Bloomberg, 현대차증권

<그림3> 분기별 광고 사업 매출 성장률(YoY)



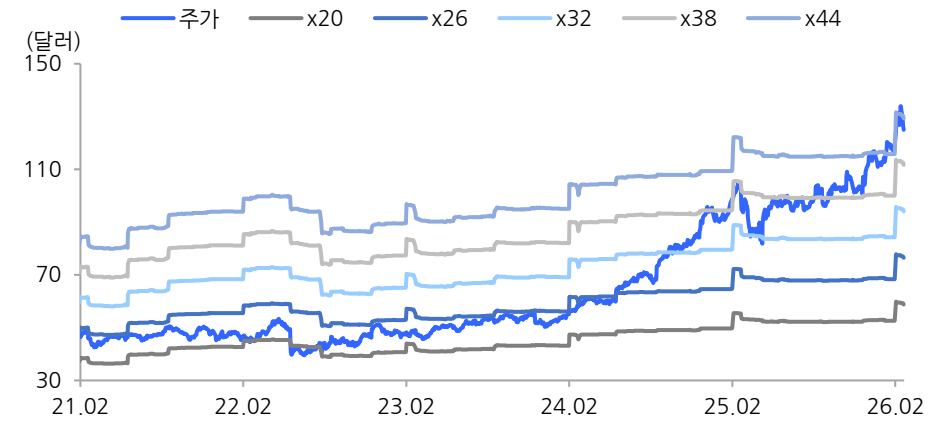
자료: Walmart, Bloomberg, 현대차증권

<그림4> 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: Walmart, Bloomberg, 현대차증권

<그림5> 월마트 12M Fwd P/E

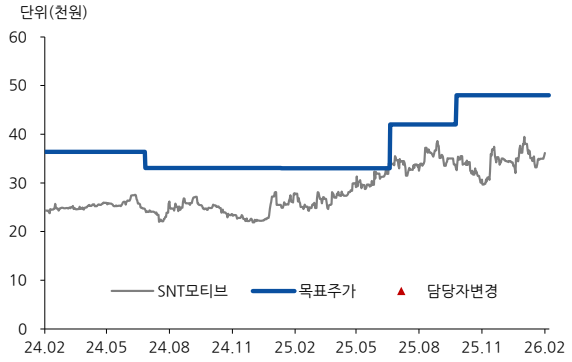


자료: Bloomberg, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.09.01	BUY	36,365	-34.04	-26.29
2024.03.01	AFTER 6M	36,365	-30.11	-24.24
2024.07.16	BUY	33,059	-27.29	-17.83
2025.01.16	AFTER 6M	33,059	-17.33	-15.00
2025.01.31	BUY	33,000	-15.23	3.03
2025.07.09	BUY	42,000	-17.69	-8.10
2025.10.14	BUY	48,000	-28.83	-17.81
2026.02.23	BUY	48,000		

▶ 최근 2년간 SNT모티브 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	90.7%
보유	15건	9.3%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.