

2025년 1월 31일

KIWOOM 이슈 분석

키움증권 리서치센터 투자전략팀 | Strategist 한지영 hedge0301@kiwoom.com
 | Market/ESG 이성훈 sh1076@kiwoom.com

연휴 코멘트: 딥시크가 만든 증시 내러티브의 변화

SUMMARY

- ✓ 국내 연휴 기간 미국 증시에서는 딥시크 사태로 엔비디아 등 AI 주들의 주가 폭락을 경험
- ✓ 저비용 & 저사양 GPU의 가성비 이슈가 고사양, 고비용 GPU 회의를 유발하고 있으나, 단기에 그칠 가능성
- ✓ 중기적으로는 AI 도입의 가속화, 확정성을 이끌어낼 수 있는 재료가 될 것이며, 그 과정에서 "하드웨어, 인프라에서 소프트웨어, 전력기기 등으로 증시의 내러티브가 변해갈 것으로 예상
- ✓ 1월 FOMC는 시장의 예상을 벗어나지 않은 중립 수준의 결과로 끝이 났지만, 트럼프와 연준의 불협화음이 3월 FOMC 전까지 금융시장의 노이즈로 남아있을 전망
- ✓ 국내 증시는 연휴 기간 중 발생한 미국발 일련의 대형 이벤트를 일시에 반영하면서 하방 압력을 받았으나, 연초 이후 생성된 주가 복원력, 주가 하방 경직성은 훼손되지 않을 것으로 판단

국내 연휴기간(1월 24~30일) 미국 증시에서는 내러티브 변화의 물결이 일어났다. 진정한 변혁일지, 찻잔 속의 태풍인지에 대해선 논쟁이 발생하고 있으나, 주가는 변화에 반응하고 있다. 우리가 연휴 전에 주목할 이벤트로 불렀던 트럼프의 관세, 연준의 1월 FOMC 등 정치와 매크로에서 나온 게 아니다. 딥시크가 몰고온 파장이 엔비디아 등 AI주를 중심으로 시장의 움직임을 바꾸고 있다(연휴 기간 24~30일, 5거래일 간 다우 +0.7%, S&P500 -0.8%, 나스닥 -1.9%)

중국의 쿼트 헤지펀드인 하이 플레이어가 설립한 AI스타트업 딥시크의 AI 모델이 그것이다. 이 모델의 가격 대비 성능의 우수함, 즉 가성비가 화젯거리로 부상하고 있다. R1 이라 불리는 해당 모델은 엔비디아의 저사양 GPU H800을 사용했는데, 그 성능이 현재 주도 모델인 오픈AI의 o1 모델과 견주어도 크게 뒤쳐지지 않는 결과물을 내고 있다는 것이다.

또 고사양, 고가의 H100 GPU를 사용하는 메타의 라마 3 모델보다 학습비용이 10분의 1밖에 되지 않는 것으로 알려졌다. 중국의 이 같은 AI 기술 발전은 AI 패권 경쟁을 위해 미국 정부가 시행했던 대중 반도체 수출 규제도 실효성을 거두지 못했다는 평가가 뒤따르고 있는 실정이다.

딥시크 사태는 지난 주말부터 시장 참여자들 사이에서 집중적으로 부각됨에 따라, 27일(월, 현지시간) 미국 증시에서 AI주의 가격 충격은 상당했다. 이 날 엔비디아는 하루 만에 17% 폭락했고, 엔비디아의 대항마로 알려진 브로드컴도 17% 폭락, 필라델피아 반도체지수도 9%도 폭락했다. 다음날 엔비디아가 8%대 반등하긴 했지만, 여전히 폭락 이전의 주가 수준을 회복하지 못한 채 불안한 주가 흐름을 보이고 있다(연휴 5거래일 간 엔비디아 주가 변화 -15%)

딥시크에 대한 팩트체크가 필요한 부분도 있다. 일례로, 1) 엔비디아의 고성능 H100 칩을 수출 규제를 우회해 활용했는지 여부, 2) 딥시크 측에서 밝힌 약 600만달러의 저렴한 훈련 비용에 초기 투자 비용과 인건비가 생략됐을 가능성, 3) 오픈 AI 모델에서 데이터를 무단 도용한 "지식 증류(Knowledge Distillation)" 여부 등이 이에 해당된다. 이것들이 검증되는 과정에서 딥시크는 이전에 중국이 기술적인 파장을 일으켰던 사례들과 유사하게, 단순히 소음(Noise) 혹은 과대과장(Hype)에 그칠 수 있다. 이 경우, 엔비디아 등 AI주 뿐만 아니라 미국 증시는 기존에 가던 경로(미국 증시 독주, 미국으로 수급 쏠림 현상 등)에 복귀할 수 있긴 하다.

여기서 생각해볼 주제가 있다. 주도주라는 것은 그 지위를 유지하는 과정에서 거침없이 주가가 상승한 것에 대한 반작용으로, 단기 숨고르기성 조정을 받는 경향이 있다. 그렇지만, 미국 증시를 넘어 전세계 증시의 대장주인 엔비디아 주가가 하루에 17% 폭락했다는 점은 시장 참여자들로 하여금 주도주, 주도 내러티브의 전면 교체 혹은 변화 가능성을 고민하게 만드는 요인이다.

지금 시점에서는 기존의 AI 내러티브 변화에 무게를 두는 것이 적절하다. 일단 엔비디아 등 AI 하드웨어 업체들은 “고비용, 고성능 칩 사용을 위한 빅테크의 대규모 투자에 대한 회의”, “트럼프 정부의 대중 반도체 수출 추가 규제 우려” 등 관련 노이즈에 휩싸일 것으로 보인다. 딥시크 사태가 고비용 GPU 사용에 대한 정당성, 수익성에 대한 의문점을 품게 만든 여파다. 연휴가 끝난 31일 금요일 국내 증시에서도 HBM 등 AI 반도체 주들의 단기 주가 충격은 불가피할 것으로 판단한다.

하지만 중기적인 관점에서 보면 이야기는 달라질 것이다. 딥시크와 같이 오픈 소스 AI 모델을 활용해 추론과 학습 비용이 낮아지게 되면, AI 도입속도가 한층 가속화될 수 있고 이는 궁극적으로 AI 산업의 확장성을 키울 것으로 예상된다. 기존에는 IT 업체들만 산업의 연관성 측면에서 고비용을 감수하고 AI를 활용해 왔다면, 향후에는 소비재, 헬스케어, 부동산 등 타 산업군에서도 비용 부담 완화에 힘입어 추가적인 수요를 창출해낼 수 있을 것이다.

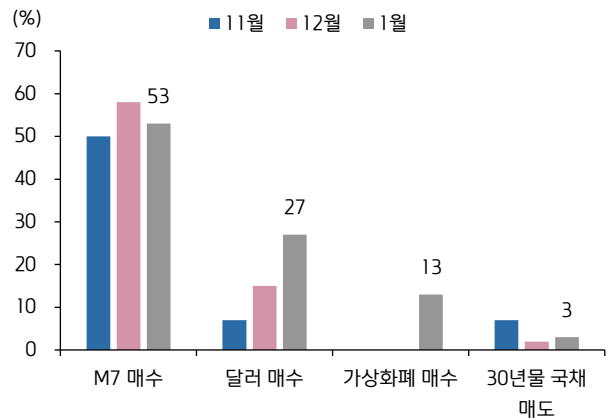
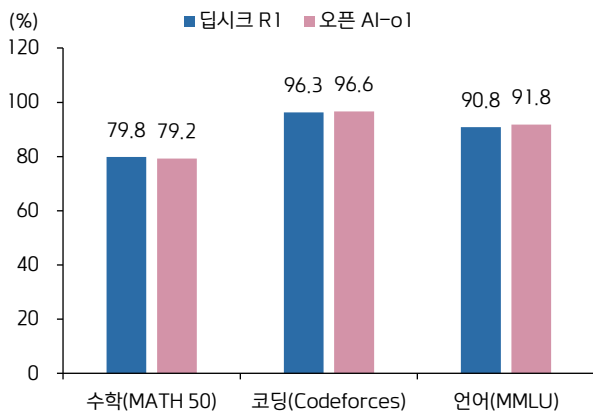
29일 4분기 실적 발표 이후 엇갈린 주가 흐름을 보였지만, 메타와 MS 모두 올해 AI 관련 CAPEX 투자 규모를 늘릴 계획을 밝혔다는 점도 눈여겨봐야 한다. 이는 고사양, 첨단 GPU 투자를 통해 AI가 만들어낸 중장기적인 메가트렌드에서 우위를 점하고자 하는 이들의 목적은 꺾이지 않음을 시사한다. 대규모 투자를 통해 인간 수준(AGI)의 고성능 AI 기술을 확보해야 하는 상황 속에서 AI 비용 하락은 이들에게 꼬리표처럼 따라다니던 수익성 불안을 완화시켜줄 것으로 보인다.

동시에 이번 딥시크 사태로 “AI 활용도 하락에 따른 전력 수요 감소 우려”로 동반 주가 충격을 받았던 전력기기 업체들 역시 주가 모멘텀은 유효하다. 메타, MS와 같은 날 실적을 발표한 테슬라가 부진한 전기차 판매 실적 발표, 트럼프 정부와 불협화음 우려에도 주가가 상승한 것 역시 해당 업체 또한 물리적 AI에 대한 성장 기대감이 반영된 것으로 해석 가능하다.

결론적으로 딥시크 사태가 증시 주도 테마인 AI 사이클을 훼손시킨 것은 아니라고 판단한다. 단기적으로 “엔비디아 등 AI 하드웨어 업체의 성장 독주”에서 “AI 비용 하락에 따른 AI 소프트웨어 업체의 수익성 개선”이라는 내러티브로 이동하게 만든 것으로 보인다. 이를 감안 시 한국, 미국 등 주요국 증시에서는 AI 소프트웨어(+전력기기) 업종에 우호적 수급 환경이 조성될 전망이다.

딥시크 vs 오픈 AI 모델 성능 비교: 저사양, 저비용 GPU를 활용한 딥시크의 성능이 고사양, 고비용 GPU를 활용한 오픈 AI 모델에 준하는 성능을 보였다는 소식에 엔비디아 등 미국 AI 주가 급락사태 발생

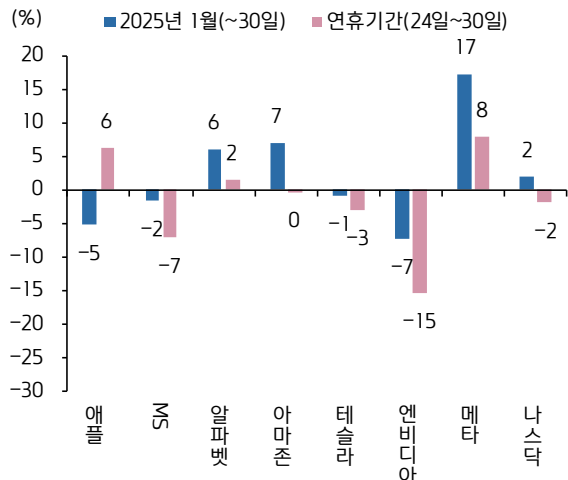
현재 가장 수급이 몰렸을 것으로 생각되는 자산군에 대한 설문조사: 글로벌 펀드매니저들이 가장 많이 몰린 주식은 M7이었던 만큼, 이번 AI 주가 하락은 체감 상 하락의 강도를 크게 만들고 있는 실정



출처: 딥시크, 키움증권 리서치센터

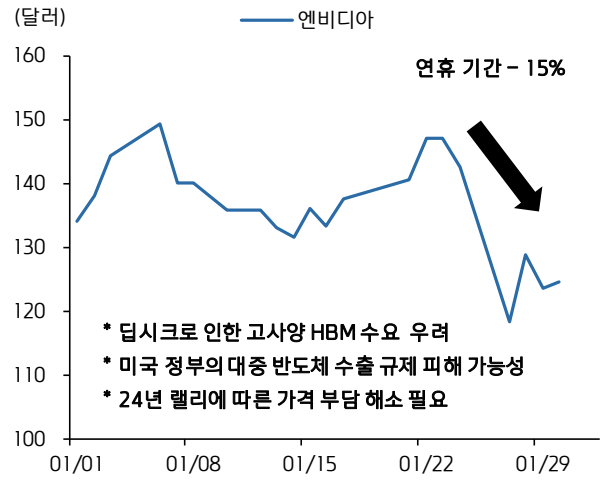
출처: BofA survey,, 키움증권 리서치센터

M7과 나스닥의 연초 이후 및 연휴기간(24~30일) 주가 변화



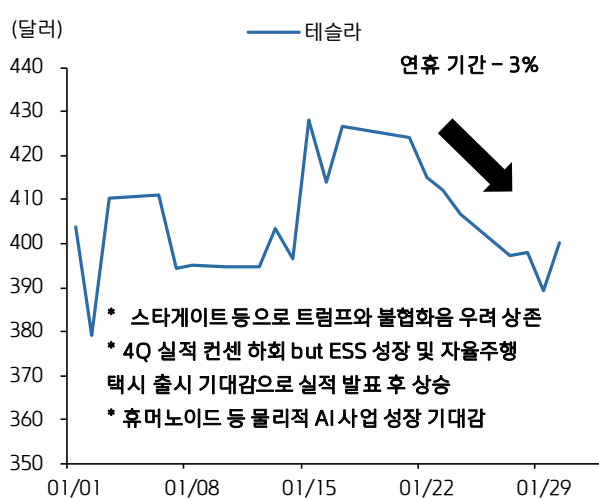
출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

엔비디아의 1월 이후 주가 변화



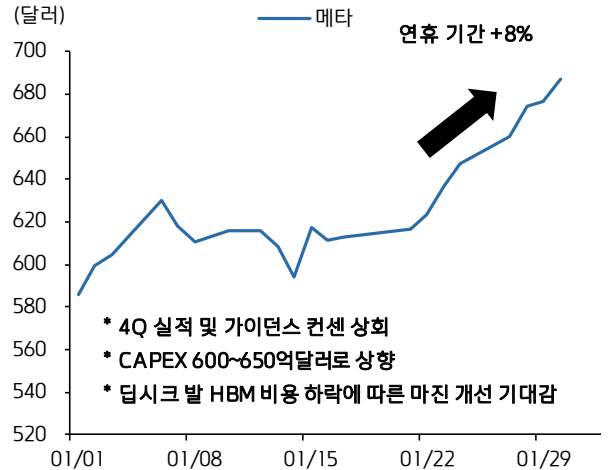
출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

테슬라의 1월 이후 주가 변화



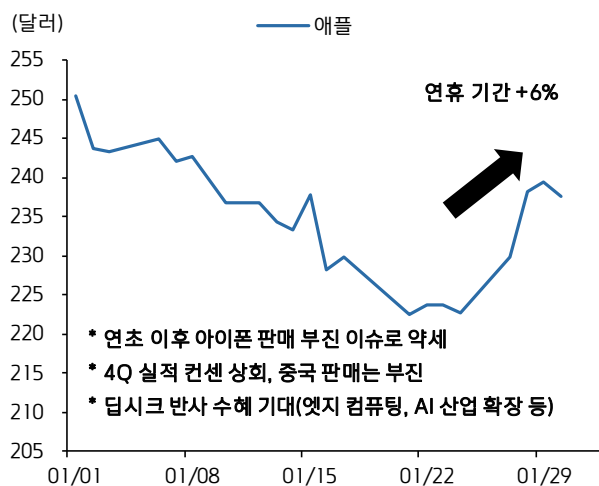
출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

메타의 1월 이후 주가 변화



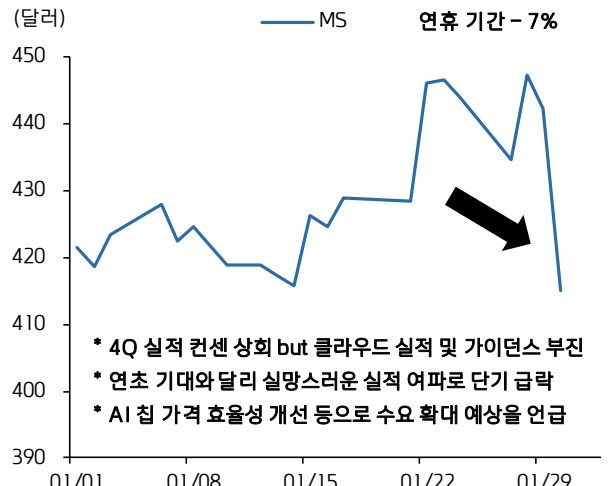
출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

애플의 1월 이후 주가 변화



출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

MS(마이크로소프트)의 1월 이후 주가 변화



출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

답시크 사태가 증시의 화젯거리로 부상하면서 가려진 감이 있지만, 1월 FOMC와 트럼프 정부의 행보도 연휴 기간 주요 이벤트였다. 1월 FOMC는 시장이 예상했던 대로 금리 동결을 했으며, 관건은 성명서와 파월 의장의 기자회견에서 향후 정책 스탠스에 대한 변화 여부였다. 우선 성명서 상 변화가 생긴 부분이 있다. 기존에는 “2% 인플레이션 목표치를 향해 진전하고 있다”는 문구를 삭제하고, “인플레이션이 다소 높은 수준을 유지하고 있다”는 문구로 대체했다.

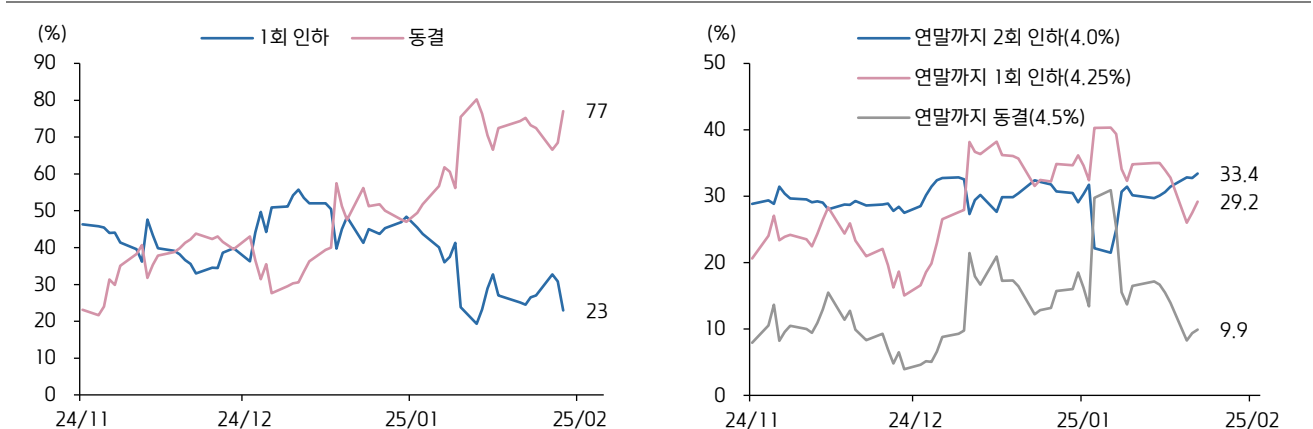
성명서 발표 후 미국 증시는 1% 가까운 하락세를 보이기도 했으나, 파월 의장이 기자회견에서 “단순 문장 줄이기” 차원에서 변화를 준 것 뿐이라고 해명을 하면서 시장 불안은 진정되긴 했다. 그렇지만 인플레이션 통제에 대한 연준의 자신감 하락은 3월 FOMC도 금리 동결할 것이라는 전망에 힘을 실어주고 있다(Few Watch 상 3월 동결확률 70%). 이는 3월 FOMC 전까지 남은 2번의 1월, 2월 CPI와 고용 이벤트에 대한 증시, 금리 민감도가 재차 높아질 것임을 시사한다. 다행인 점은 12월 FOMC 이후 한동안 '25년 1회 인하 전망이 지배적이었다면, 현재는 2회 인하 전망으로 컨센서스가 이동했다는 점이다(당사 역시 2회 인하 전망). 달러와 10년물 금리 역시 1월 초 각각 110pt, 4.81%에서 정점을 찍은 후 하락 추세로 반전한 가운데, 1월 FOMC 이후에도 추가 상방 압력이 나타나고 있지 않은 점도 또 다른 위안 거리다

다른 한편으로는 연준과 트럼프 정부와의 불협화음도 염두에 두어야 한다. 이번 기자회견에서 파월 의장은 트럼프의 금리인하 요구에 대해 논평이 적절치 않으며, 트럼프와 접촉한적이 없다고 답변한 가운데, 지난 12월 FOMC와 유사하게 트럼프 정부의 관세 정책의 영향에 대해 지켜봐야 한다는 입장을 표명했다. 반면, 트럼프는 1월 FOMC 이후 본인의 SNS 계정을 통해 연준은 그들이 초래한 인플레이션을 해결하는데 실패했으며, 은행 규제도 형편없었다는 식의 불편한 기색을 드러냈다. 28일 주요 외신을 통해 트럼프가 2.5%보다 높은 수준의 단계적안 보편 관세 부과를 선호하고 있다는 소식도 부담이다. 하워드 러트닉 상무 장관은 “일본 철강, 한국 가전 등 미국의 동맹 국가들이 미국의 선량함을 이용해 이득을 취하고 있으며, 반도체 및 배터리 보조금 지원도 재검토 해야 한다”는 강경한 입장을 밝히기도 했다.

당사는 보편 관세 부과, 고율 관세 부과는 공화당 내부의 의견 대립, 여론 악화, 인플레이션 유발이라는 부작용 등을 감안해 현실화될 가능성이 낮다는 기존의 전망을 유지한다. 다만, 단기적으로는 연준과의 불협화음과 맞물린 트럼프 정부의 정책 불확실성이 고점 부담이 남아있는 미국 등 주요국 증시의 변동성 유발 요인이 될 전망이다.

이상 연휴 기간 발생했던 이벤트의 증시 영향을 결론 짓자면 다음과 같다. 미국 증시는 주가 및 밸류에이션 부담이 누적된 상태에서 답시크 사태가 조정의 명분을 제공했으며, 그 과정에서 AI 산업 내 내러티브의 변화(하드웨어 -> 소프트웨어 주도권 이동)를 만들어낸 것으로 판단한다. 1월 FOMC는 중립 수준의 결과였지만, 트럼프 정부와의 마찰은 관세 불확실성과 맞물려 증시에 노이즈를 주입시킬 수 있음에 유의할 필요가 있다. 국내 연휴 기간 동안 MSCI 한국지수를 추종하는 ETF(EWY)가 약 0.7% 하락했다는 점(환율 변동 반영)을 감안했을 때, 31일(금) 코스피는 답시크, FOMC, 트럼프 이슈를 일시에 반영하면서 반도체 등 대형주를 중심으로 하락 출발한 이후 장중 변동성 확대 국면에 놓여있을 것으로 전망한다.

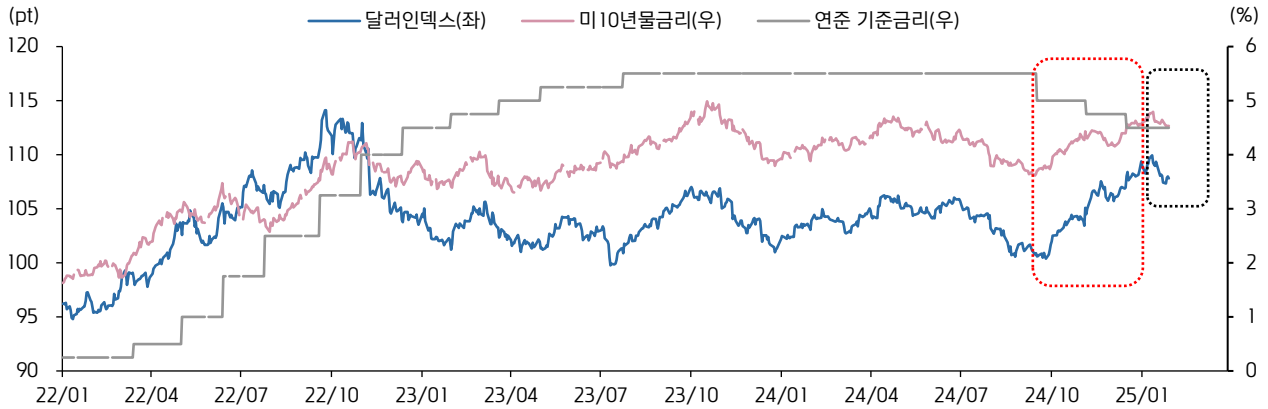
3월 FOMC(왼쪽) 및 12월 FOMC(오른쪽)에서의 연준 금리 인하 확률 변화: 1월 FOMC에서는 예상대로 금리를 동결했으며, 3월 동결 가능성도 지배적인 분위기. “단순 문장 조절”이라는 파월 의장의 해명과 달리, “2% 인플레” 문구를 삭제한 것에 대한 시장 참여자들간 논란은 이어질 전망. 또 관세, 감세 등 트럼프 정책의 영향력은 신중히 지켜보는 입장을 표명



자료: Fed Watch, 키움증권 리서치센터

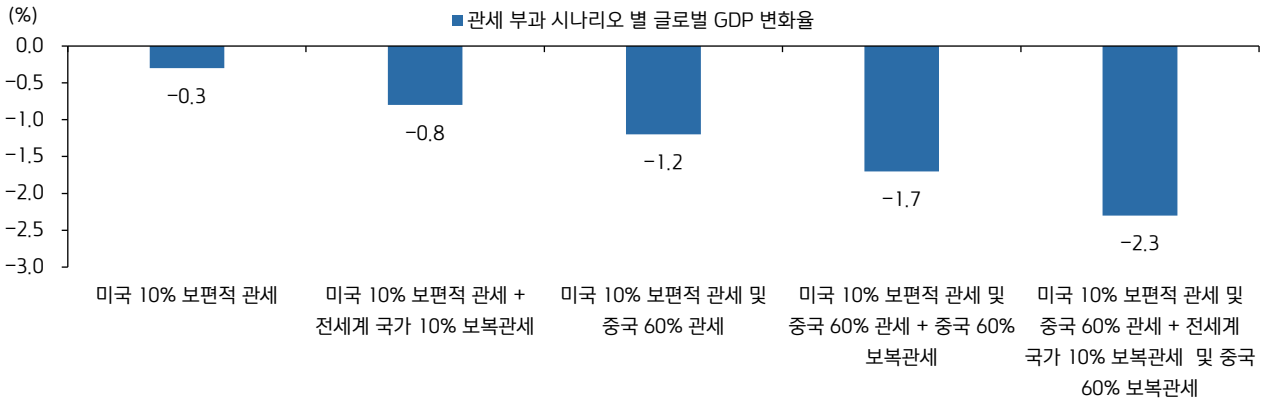
자료: Fed Watch, 키움증권 리서치센터

연준의 기준금리 vs 달러 인덱스 vs 미 10년물 금리: 1월 FOMC, 딥시크 사태를 거치면서 금융시장 전반에 걸친 변동성은 높아지긴 했음. 그렇지만 지난 9월 기준금리 인하 시작 이후 지속 상승해왔던 달러와 시장 금리는 연초 이후 급등세가 진정되면서 피크아웃을 확신 시켜주고 있다는 점은 증시 입장에서 하나의 위안거리



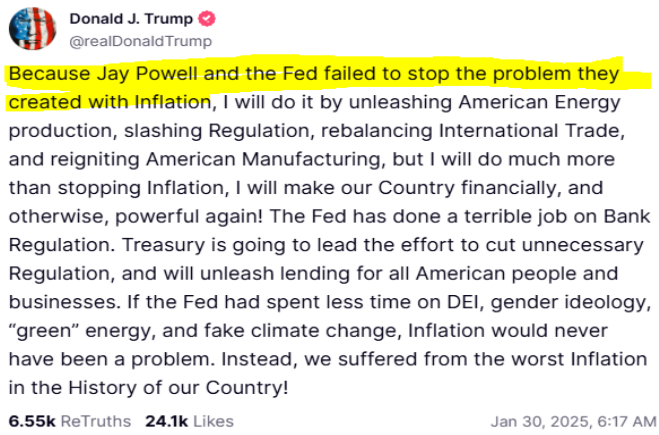
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국의 관세 부과 시나리오 별 글로벌 GDP 변화율 : 트럼프 관세 부과 시 그에 따른 보복 조치도 이어지면서, 글로벌 성장을 및 기업 이익의 부진(수요 감소, 비용 증가 등)이 불가피할 것. 다만, 최근 트럼프 정부의 관세 스탠스는 실제 부과보다는 미국으로의 투자 유도, 불법 이민자 차단 등을 위한 협상 용도로 해석된다는 점을 고려 시, 관세 발 무역전쟁 심화 확률은 낮게 가져가는 것이 타당



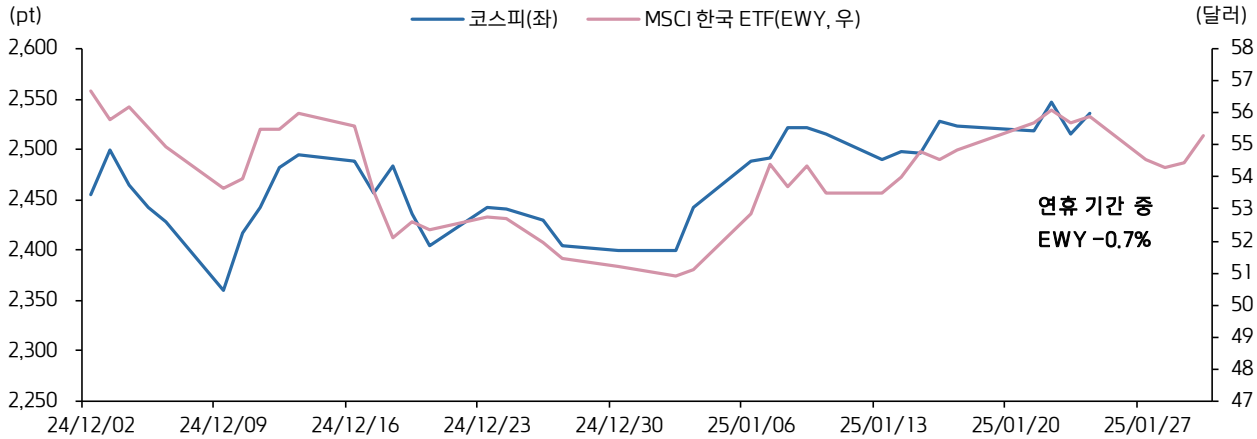
자료: Global Trade Analysis Project, 국제금융센터, 키움증권 리서치센터

1월 FOMC 이후 트럼프의 트루스 소셜 멘션: 트럼프는 연준의 1월 금리 동결 결정을 놓고, 파월 의장과 연준이 인플레이션을 막지 못했다고 비난하고 있는 상황. 향후에도 연준과 트럼프의 갈등은 금리, 달러, 주가 등 금융시장에 전반에 걸쳐 노이즈를 주입시킬 것으로 보이며, 시장 참여자들은 데이터 의존적으로 향후 시장 방향성을 예측하는 전략을 고수하는 게 적절



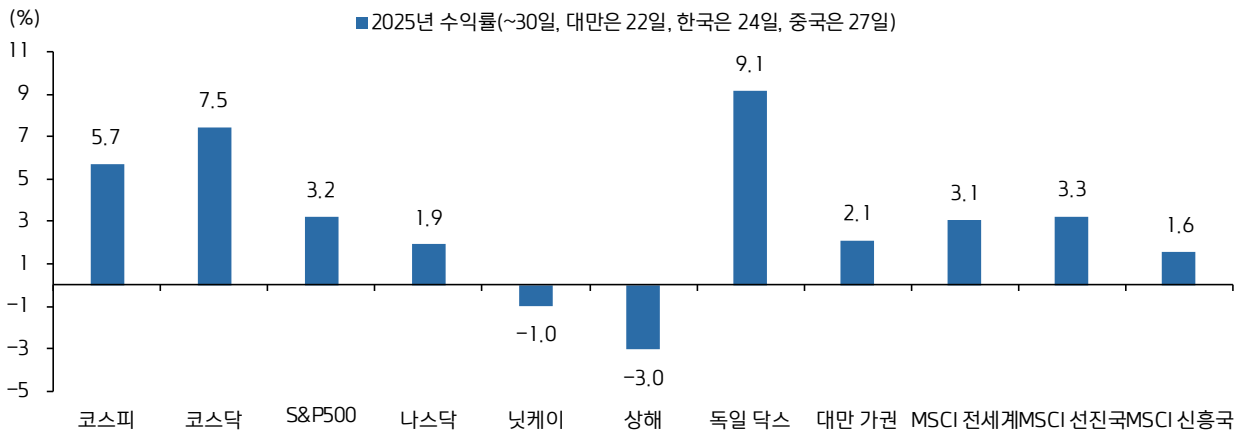
자료: Truce Social, 키움증권 리서치센터

코스피와 MSCI 한국 ETF(EWT) 주가 비교: 연휴 기간 중 EWY 지수는 약 0.7% 하락. 환율 변동까지도 감안해, 국내 증시도 금요일 장 개시 직후 지난 5거래일간 미국 증시 이벤트를 일시에 반영하면서 단기적인 변동성에 노출될 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2025년 주요국 증시 수익률 비교 : 지난해 여타 증시 대비 소외현상이 심각했던 한국 증시는 새해 들어 수익률 최상위권을 기록 중. 연휴 기간 중 미국발 변동성으로 가격 조정 압력은 받겠지만, 조정의 강도와 지속성은 제한적일 것으로 예상



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 1월 24일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.