

키움증권 리서치센터 | 2024년 11월 13일

2025년 글로벌 연간전망

# 뷰티풀 랜딩

Global ETF 김진영 jykim@kiwoom.com

China Strategy 홍록기 hongluckiee@kiwoom.com

China Equity 박주영 jyp1ark@kiwoom.com

US Strategy 김승혁 ocean93@kiwoom.com

US Equity 조민주 mj3346@kiwoom.com

RA 조호준 hojun.cho@kiwoom.com



## Contents & Summary

### 美: Next Normal\_ P.3

- 2025년 증시는 S&P500 기준 6,000pt를 넘어 새로운 레벨로 진입할 전망. AI에 따른 생산성 증대, 트럼프의 법인세 인하, 연초 제조업 반등, 금리 인하 등이 증시 상승의 주요 재료로 작용할 가능성이 있고, 2024년의 고점이 2025년의 락바텀(Rock Bottom)으로 작용할 것
- 다만, 밸류에이션 부담과 AI 생산성에 대한 의구심은 단기 조정을 유발할 수 있으며, 이러한 영향은 연말로 갈수록 점차 약화될 것
- 레드스윕(Red Sweep) 가능성 높아지면서 트럼프 행정부의 정책 불확실성은 크게 줄어들 전망. “규제완화”와 “경기확장(Late cycle)” 효과를 동시에 누릴 수 있는 테마 및 관련 산업에 주목할 필요 있으며, 그 중에서도 AI/자율주행, 방위/우주항공, 금융 규제 완화, 전력 수요 급증에 대한 시장 관심이 뜨거울 듯

### 中: 올바른 길, 어려운 길\_ P.74

- 최근 기대감을 높였던 정책 실체는 그림자 금융 해소. 장기 관점에서 구조적 리스크를 해소하기 위한 노력이 계속되고 있음
- 그러나, 경기 둔화 흐름이 확인된 가운데, 내수/투자를 직접 부양할 수 있는 정책 부재로 단기 관점에서 주식시장에 어려운 길이 펼쳐질 수 있음
- 상반기 업종/테마별 모멘텀 트레이딩 추천하며, 하반기 경기 회복 여부에 따라 고배당주 혹은 경기민감주 선택이 중요

### ETF: Beyond the Line\_ P.121

- **ETF 산업 전망**: 변동성 높은 금융시장 환경에서도 글로벌 ETF 시장 확장은 지속. 2025년에도 복잡해지는 금융 환경과 인구구조 변화 가운데 ETF는 더욱 다양한 역할을 수행할 것으로 기대 (Feat. 절세계좌 ETF 투자 확대, 자산배분 중요성 증가, 테마(Theme) 투자 시대, 해외주식 투자 확대 등)
- **ETF 투자 전략**: 트럼프 2.0 시대 개막에 따른 재정정책 변화와 Fed의 금리인하 사이클 하에 글로벌 금융시장 환경은 새로운 국면으로 진입 예상. 내년 주요 매크로 테마로 2가지 Theme (Soft Landing과 Pivot / Next 4 Years)을 짚어보고 해당 테마에 맞는 ETF 투자전략 제안

# 2025년 미국 연간전망

Next Normal







## 2025년 미국 연간전망 | Next Normal

### Next Normal

- 2025년 증시는 S&P500 기준 6,000pt를 돌파하며 새로운 레벨로 진입할 전망. AI에 따른 생산성 증대와 트럼프의 법인세 인하, 연초 제조업 반등, 금리 인하 등이 맞물려 증시 상승의 주요 동력이 될 가능성이 높음
- 특히, 보험성 금리 인하 효과와 AI 소프트웨어 체제로의 전환이 기업 실적 개선을 본질적으로 이끌 것으로 기대되며, 대선 다음 해 증시 수익률은 폴 볼커 의장 이후 2001년(닷컴버블) 제외하고 모두 상승했던 만큼 2024년의 고점이 2025년의 락바텀(Rock Bottom)으로 작용할 것으로 전망
- 물론, 밸류에이션 부담과 AI 생산성에 대한 의구심은 단기 조정을 유발할 수 있지만 이러한 영향은 연말로 갈수록 점차 약화될 것

### 트럼프 효과와 오해에 대하여

- **레드 스위프(Red Sweep):** 1950년 이후 레드 스위프이 완성된 대선은 1952년, 2000년, 2016년이며, 이는 정부 정책의 일관성을 유지하기에 유리한 환경을 조성. 이로 인해 수혜 산업과 피해 산업이 대체로 일정하게 유지되는 경향이 있음
- **재정 지출:** 트럼프 1기 당시 재정 지출 증가는 코로나 영향 제외하면 크게 달라지지 않았고, 재정 수입도 큰 변동 없이 안정적으로 유지
- **인플레이션:** 트럼프 1기 동안 재정 지출이 예상보다 온건했고, 소비 과열 역시 확인되지 않았으며, 이후 도래할 금리인하와 에너지 가격 안정화 까지 감안할 때 트럼프 2기 첫해에 인플레이션이 발생할 것이란 우려는 시기상조라 판단

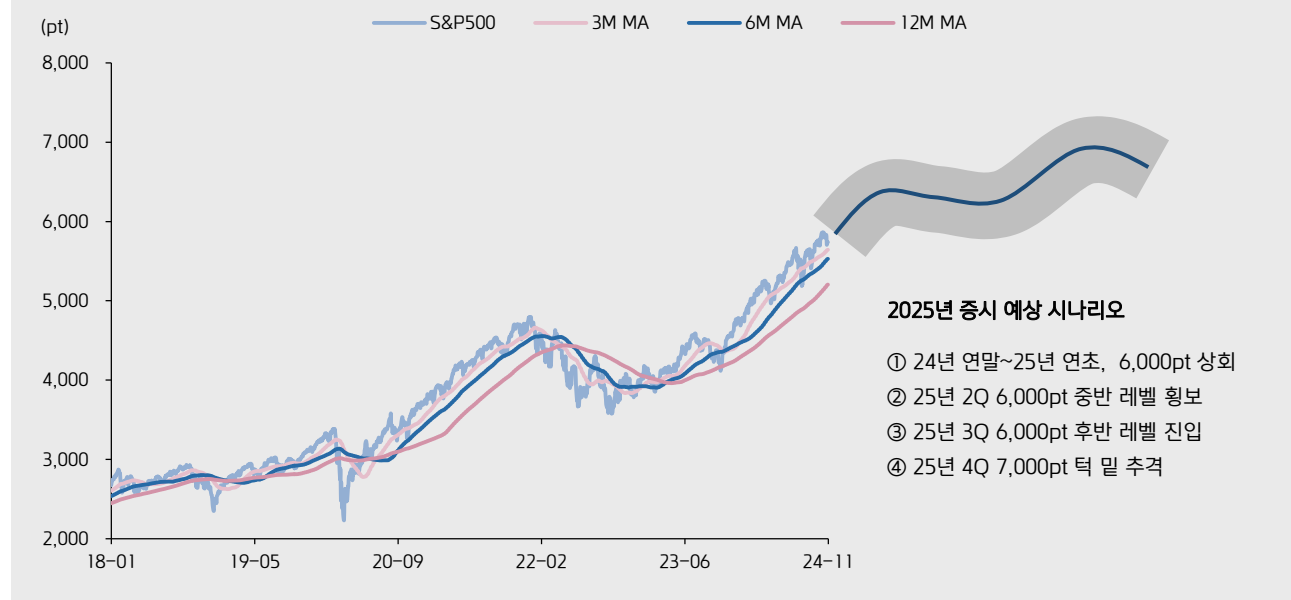
### 트럼프 2기와 AI가 연장시킬 경기 확장 후반부

- 트럼프 당선에 이어 상·하원까지 레드스weep(Red Sweep) 가능성 높아지면서 트럼프 행정부의 정책 불확실성은 크게 줄어들 전망
- “규제완화”와 “경기확장(Late cycle)” 효과를 동시에 누릴 수 있는 테마 및 관련 산업에 주목할 필요 있으며, 그 중에서도 AI/자율주행, 방위/우주항공, 금융 규제 완화, 전력 수요 급증에 대한 시장 관심이 뜨거울 듯
- 관심 종목으로는 IT-오토데스크(ADSK), 통신서비스-우버 테크놀로지스(UBER), 산업재-제너럴 다이내믹스(GD), 트랜스다임(TDG), 하우멧 에어로스페이스(HWM), 금융-골드만삭스(GS), 라자드(LAZ), 유틸리티-비스트라에너지(VST) 제시



- ◆ S&P500 예상 밴드: 밴드 상단: 7,100pt(Bull 시나리오) / 밴드 하단: 5,800pt(Bear 시나리오)
  - 연초 트럼프의 제조업 친화적 정책 및 리스토킹 기반 상승 기대. 지속되는 금리인하와 글로벌 자금 미국 집중 흐름 역시 증시 상승을 연장할 재료라 판단
  - 2025년 2Q~3Q 사이 하드웨어에서 소프트웨어로 넘어가는 과정 동안 AI 성장률 둔화 우려 기반 증시 상승 속도 조절 가능
  - 하반기 IT 산업 중심 수익 개선과 견고한 실물 경기, 법인세 인하에 의한 실적 개선 등은 재차 증시 가속도를 높일 것으로 기대

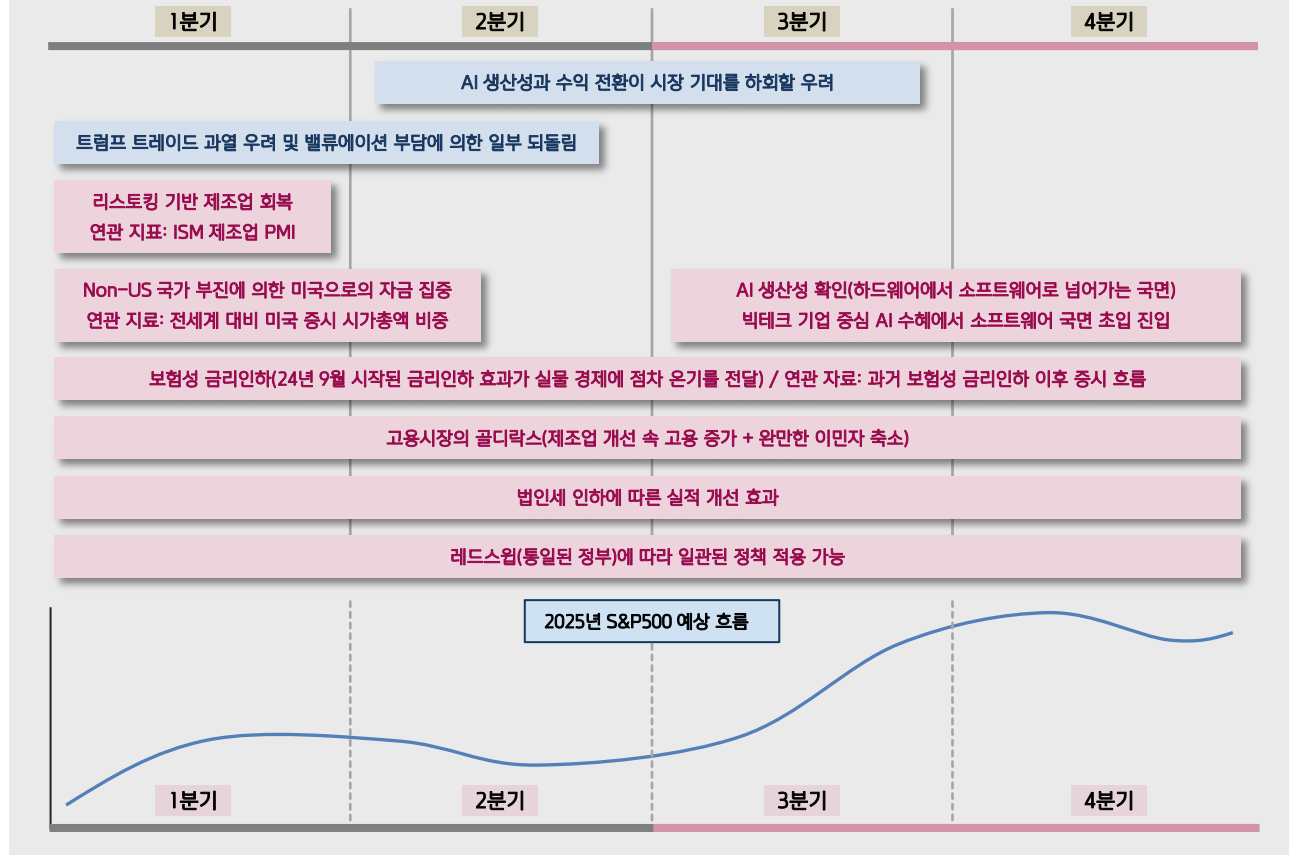
S&P500 2025년 예상 흐름 및 상하단 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



## 2025년 발생 가능 이벤트 및 영향력 행사 기간



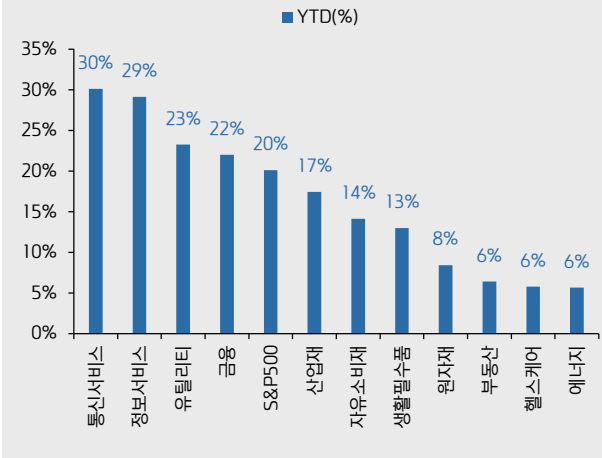
자료: 키움증권 리서치센터, 주) 빨간색 박스는 증시 부양 재료, 파란색 박스는 증시 하락 재료



◆ 2024년 증시를 돌아볼 경우 주인공은 AI와 유틸리티

- GenAI(생성형 AI), 클라우드 등 2024년은 AI 관련 증시가 가장 높은 성장률을 기록. IT와 통신서비스는 각각 29%, 30%가 올랐으며 AI 전력 테마인 유틸리티 또한 23% 반등
- 주요 지수의 수익률 순위 역시 나스닥 > S&P500 > 러셀2000 > 다우지수 순으로 기록
- 에너지 산업은 WTI와 브랜트유 등이 70\$ 선으로 안정되자 6%의 수익률을 기록하며 상대적으로 부진한 성적을 보임

2024년 미국 산업별 수익률 순위(YTD 기준)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2024년 미국 주요 지수 수익률 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

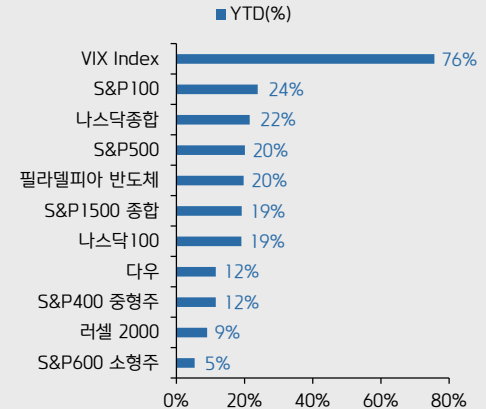
## [2024년 Review ②] 변동성이 높은 해였지만, 대형주 중심 상승 흐름 지속



### 산업 및 지수 종류 별 기간 수익률

분류	증가(pt)	변화율			PER(x)		PBR(x)		EV/EBITDA(x)		
		1M	1Y	YTD	2023	2024	2023	2024	2023	2024	
S&P500	통신서비스	320.03	1.3%	44.3%	30.1%	20.4	18.3	4.5	3.8	11.8	10.6
	정보서비스	4386.23	2.3%	48.0%	29.1%	36.2	27.4	11.9	9.5	24.3	19.3
	유틸리티	396.74	-4.1%	29.6%	23.2%	19.4	17.7	2.2	2.1	12.7	12.0
	금융	1330.519	3.1%	41.1%	22.0%	17.1	16.3	2.2	2.0	20.8	18.8
	S&P500	5728.8	0.4%	35.2%	20.1%	24.3	20.9	4.8	4.3	16.4	14.3
	산업재	1132.95	-1.2%	35.7%	17.4%	25.7	22.0	6.3	5.6	16.1	14.3
	자유소비재	1618.216	1.3%	32.2%	14.1%	26.1	25.3	8.5	7.1	14.9	13.9
	생활필수품	861.13	-2.7%	20.1%	13.0%	20.8	20.7	6.4	5.8	15.7	13.9
	원자재	585.02	-3.4%	22.1%	8.4%	23.2	19.9	3.0	2.8	12.2	10.8
	부동산	267.02	-4.2%	28.0%	6.4%	39.7	19.6	3.1	3.2	19.7	18.6
	헬스케어	2009.1	-2.5%	15.4%	5.8%	21.5	17.9	5.0	4.4	15.8	13.2
	에너지	676.2	-2.2%	4.1%	5.6%	14.6	13.4	2.0	2.0	7.1	6.5
나스닥	18239.92	1.8%	39.6%	21.5%	34.7	27.1	6.6	5.6	19.8	16.3	

지수명	증가(pt)	기간별 수익률				
		1M	3M	6M	1Y	YTD
VIX Index	21.88	13.6%	-6.5%	62.2%	29.7%	75.7%
S&P100	2,770.98	1.1%	7.8%	13.6%	38.3%	23.9%
나스닥종합	18,239.92	1.8%	8.7%	12.9%	39.6%	21.5%
S&P500	5,728.80	0.4%	7.1%	11.7%	35.2%	20.1%
필라델피아 반도체	5,001.43	-0.5%	8.5%	6.0%	52.0%	19.8%
S&P1500 종합	1,292.99	0.3%	6.9%	11.3%	34.7%	19.2%
나스닥100	20,033.14	1.3%	8.6%	12.0%	36.6%	19.1%
다우	42,052.19	-0.2%	5.8%	8.7%	26.4%	11.6%
S&P400 중형주	3,102.85	0.3%	5.3%	5.9%	30.3%	11.6%
러셀 2000	2,210.13	0.6%	4.8%	8.6%	32.4%	9.0%
S&P600 소형주	1,389.31	-0.9%	2.9%	6.7%	27.6%	5.4%



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주) 2024.11.01 기준, S&P500 종목 기준





◆ 2024년 세부 산업 기준 기간별 수익률

- 세부 산업(GICS leve2) 기준 2024년 가장 높은 수익률을 보인 부문은 반도체 및 장비(+72.0%)와 같은 하드웨어 분야
- 반도체, 데이터 센터, 전력 인프라 등이 견고한 모습 보였으며 AI 학습을 위한 GPU, HBM 등의 수요가 빠르게 상승

2024년 세부 산업의 기간별 수익률 및 증가

지수명	증가(pt)	기간별 수익률				
		1M	3M	6M	1Y	YTD
반도체 및 장비	5,639.96	7.4%	17.8%	28.0%	113.7%	72.0%
엔터/미디어	1,312.79	1.7%	8.7%	10.7%	45.6%	30.8%
식료품	895.25	0.1%	8.5%	15.4%	41.5%	26.9%
은행	444.21	7.8%	12.4%	13.6%	60.5%	26.5%
보험	799.61	-2.8%	5.0%	12.8%	27.7%	25.1%
통신	147.09	-1.8%	9.4%	21.1%	33.3%	23.7%
유틸리티	396.74	-4.1%	5.2%	14.2%	29.6%	23.2%
유통	4,785.13	2.6%	12.9%	7.7%	38.7%	23.0%
금융	1,330.52	3.1%	11.5%	15.9%	41.1%	22.0%
자본재	1,241.83	-2.2%	10.0%	10.1%	40.9%	21.3%
S&P500	5,728.80	0.4%	7.1%	11.7%	35.2%	20.1%
상업 및 전문서비스	690.46	1.2%	5.8%	12.1%	35.6%	19.2%
하드웨어	4,108.77	-0.7%	3.4%	19.9%	27.7%	15.5%
호텔/레저	1,830.70	4.4%	19.7%	13.9%	32.1%	12.1%
소프트웨어	4,678.87	-0.1%	5.3%	6.7%	23.1%	10.2%
제약	1,404.64	-4.5%	-2.9%	4.4%	20.7%	10.1%
가정용품	874.23	-5.5%	-2.6%	-0.8%	11.8%	8.6%
소재	585.02	-3.4%	3.1%	3.8%	22.1%	8.4%
음식료 및 담배	848.96	-3.4%	-1.8%	4.0%	11.7%	6.4%
부동산	267.02	-4.2%	1.7%	16.0%	28.0%	6.4%
헬스케어	2,009.10	-2.5%	-0.8%	5.7%	15.4%	5.8%
에너지	676.20	-2.2%	-0.3%	-4.3%	4.1%	5.6%
운송	1,036.27	0.5%	8.4%	3.1%	20.1%	3.8%
자동차 및 부품	137.60	-2.9%	17.9%	28.3%	21.4%	0.8%
내구소비재/의류	410.66	-5.7%	6.4%	2.0%	15.0%	-5.0%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주) 2024.11.01 기준, S&P500 총목 기준

## [2024년 Review ④] 연간 수익률 Top10 vs Low10



### 2024년 연간 수익률 Top10 종목 vs Low10 종목

연간 수익률 Top10 종목	티커	GICS 업종	시가총액(\$mln)	변화율		
				1M	3M	YTD
비스트라	VST US EQUITY	유틸리티	41,059	-13.7%	65.0%	210.3%
엔비디아	NVDA US EQUITY	기술	3,321,362	8.4%	26.2%	173.4%
팔란티어 테크놀로지스	PLTR US EQUITY	기술	93,854	4.8%	69.4%	144.1%
GE 베르노바 Inc	GEV US EQUITY	공산업	82,996	13.4%	82.8%	-
Constellation Energy Corp	CEG US EQUITY	유틸리티	81,333	-9.6%	54.5%	120.8%
유나이티드 에어라인스 홀딩스	UAL US EQUITY	공산업	26,455	35.9%	100.2%	95.0%
타가 리소시스	TRGP US EQUITY	에너지	36,207	4.6%	26.6%	90.2%
하우멧 에어로스페이스	HWM US EQUITY	공산업	40,827	-2.0%	10.9%	84.8%
아이언 마운틴	IRM US EQUITY	부동산	35,541	2.4%	13.6%	73.1%
델 테크놀로지스	DELL US EQUITY	기술	92,609	8.7%	27.9%	71.1%
연간 수익률 Low10 종목	티커	GICS 업종	시가총액(\$mln)	변화율		
				1M	3M	YTD
웹그린스 부츠 얼라이언스	WBA US EQUITY	기본소비재	8,179	8.5%	-17.6%	-63.8%
에스티 로더	EL US EQUITY	기본소비재	23,901	-30.5%	-30.3%	-54.5%
인텔	INTC US EQUITY	기술	100,062	2.7%	8.0%	-53.8%
달러 트리	DLTR US EQUITY	기본소비재	14,318	-6.1%	-33.1%	-53.1%
모더나	MRNA US EQUITY	헬스케어	21,000	-9.3%	-36.9%	-45.1%
덱스컴	DXCM US EQUITY	헬스케어	27,478	3.3%	-2.7%	-43.3%
휴메나	HUM US EQUITY	헬스케어	31,392	8.6%	-28.3%	-43.1%
보잉	BA US EQUITY	공산업	115,505	-0.3%	-9.0%	-40.7%
달러 제너럴	DG US EQUITY	기본소비재	17,980	-3.1%	-32.8%	-39.9%
인페이즈 에너지	ENPH US EQUITY	에너지	11,287	-21.2%	-20.6%	-36.8%

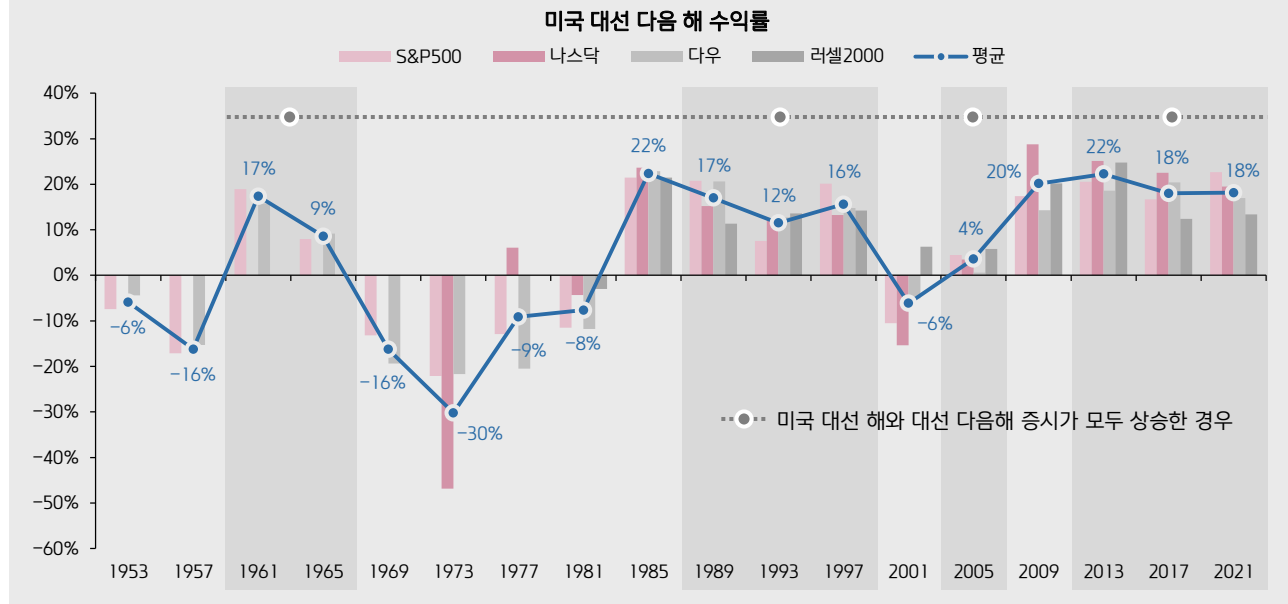
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주) 2024.11.01 기준, S&P500 종목 기준



### ◆ 1950년 이후 미국 대선 해 vs 대선 다음 해 수익률

- 대선 해의 수익률이 상승했을 경우(올해와 같이) 그 다음해 증시는 60%의 확률로 상승했으며, 평균적으로 +3.3% 상승
- 사례1) 대선 다음 해 수익률 > 대선 해 수익률 → 대선 다음 해 증시는 대선 해 증시보다 평균 +15.1%p 상승
- 사례2) 대선 다음 해 수익률 < 대선 해 수익률 → 대선 다음 해 증시는 대선 해 증시보다 평균 -14.5%p 하락
- 폴 볼커 의장이 인플레이션과의 전쟁에서 승리한 이후 대선 다음 해 증시 수익률은 2001년(닷컴버블)을 제외하고 모두 상승

### 1950년 이후 미국 대선 다음해 주요 지수별 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주) 1950년 이후 대선 카운팅 이유: 세계 2차대전 종료와 브레튼우즈 체제(달러 기축통화 시스템) 마련 이후

## 1950년 이후 대선 해 증시 수익률 vs 대선 다음해 증시 수익률



대선을 기점으로 주요 지수별 수익률 비교

대선 해						대선 다음해					
연도	S&P500	나스닥	다우	러셀2000	평균	연도	S&P500	나스닥	다우	러셀2000	평균
1952	7.3%		5.4%		6.4%	1953	-7.4%		-4.4%		-5.9%
1956	7.2%		6.4%		6.8%	1957	-17.1%		-15.3%		-16.2%
1960	1.2%		-4.5%		-1.7%	1961	18.9%		15.8%		17.4%
1964	9.1%		10.8%		10.0%	1965	8.0%		9.2%		8.6%
1968	9.1%		7.6%		8.3%	1969	-13.2%		-19.3%		-16.3%
1972	11.2%	11.1%	9.7%		10.6%	1973	-22.1%	-46.8%	-21.7%		-30.2%
1976	7.4%	11.8%	5.0%		8.1%	1977	-12.9%	6.1%	-20.5%		-9.1%
1980	17.9%	21.8%	9.7%	20.4%	17.5%	1981	-11.5%	-4.3%	-11.8%	-3.0%	-7.6%
1984	0.0%	-15.6%	-4.6%	-14.8%	-8.7%	1985	21.5%	23.7%	22.9%	21.4%	22.4%
1988	12.4%	11.4%	13.3%	15.7%	13.2%	1989	20.8%	15.2%	20.6%	11.3%	17.0%
1992	5.2%	7.0%	2.4%	5.4%	5.0%	1993	7.6%	12.1%	12.8%	13.6%	11.5%
1996	19.2%	21.1%	21.0%	15.0%	19.1%	1997	20.1%	13.3%	14.8%	14.3%	15.6%
2000	-8.3%	-63.8%	-4.4%	-6.9%	-20.9%	2001	-10.5%	-15.3%	-5.0%	6.3%	-6.1%
2004	6.2%	1.3%	3.0%	8.6%	4.8%	2005	4.5%	3.4%	0.6%	5.8%	3.6%
2008	-52.4%	-54.9%	-42.6%	-44.4%	-48.6%	2009	17.4%	28.8%	14.3%	20.2%	20.2%
2012	6.2%	5.9%	1.7%	5.7%	4.9%	2013	20.6%	25.1%	18.6%	24.8%	22.3%
2016	17.4%	17.8%	20.5%	26.6%	20.6%	2017	16.7%	22.5%	20.4%	12.4%	18.0%
2020	10.9%	27.2%	3.5%	14.9%	14.1%	2021	22.7%	19.5%	17.0%	13.4%	18.1%
2024	20.1%	22.1%	13.8%	14.9%	17.7%						

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주) 붉은색 표시 부분: 대선 해와 대선 다음해 모두 증시가 상승한 경우

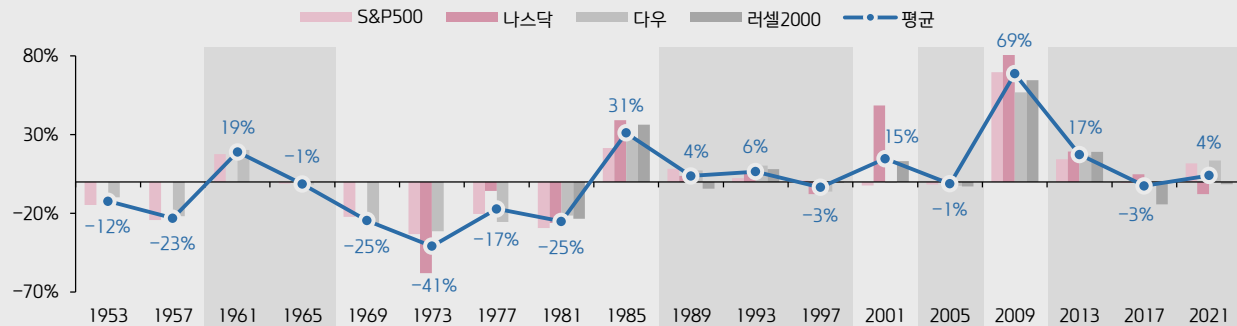
## 대선이 끝난 후, 증시는 더욱 가파르게 상승 곡선을 그릴 것인가?



대선 다음해 증시 수익률과 대선 해 증시 수익률 격차

대선 다음해 증시 수익률 - 대선 해 증시 수익률	S&P500	나스닥	다우	러셀2000	평균
1952~1953	-14.8%		-9.7%		-12.2%
1956~1957	-24.3%		-21.8%		-23.0%
1960~1961	17.7%		20.3%		19.0%
1964~1965	-1.1%		-1.6%		-1.4%
1968~1969	-22.2%		-26.9%		-24.6%
1972~1973	-33.3%	-57.9%	-31.3%		-40.8%
1976~1977	-20.3%	-5.7%	-25.5%		-17.2%
1980~1981	-29.4%	-26.1%	-21.5%	-23.3%	-25.1%
1984~1985	21.5%	39.2%	27.5%	36.3%	31.1%
1988~1989	8.4%	3.8%	7.4%	-4.4%	3.8%
1992~1993	2.4%	5.1%	10.4%	8.1%	6.5%
1996~1997	1.0%	-7.9%	-6.2%	-0.7%	-3.5%
2000~2001	-2.2%	48.5%	-0.6%	13.2%	14.7%
2004~2005	-1.7%	2.1%	-2.4%	-2.8%	-1.2%
2008~2009	69.8%	83.7%	57.0%	64.6%	68.8%
2012~2013	14.4%	19.3%	16.9%	19.1%	17.4%
2016~2017	-0.7%	4.8%	-0.1%	-14.2%	-2.5%
2020~2021	11.8%	-7.7%	13.5%	-1.5%	4.0%

미국 대선 다음 해와 대선 해의 수익률 차이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터





### ◆ 레드 스위프(Red Sweep)과 증시

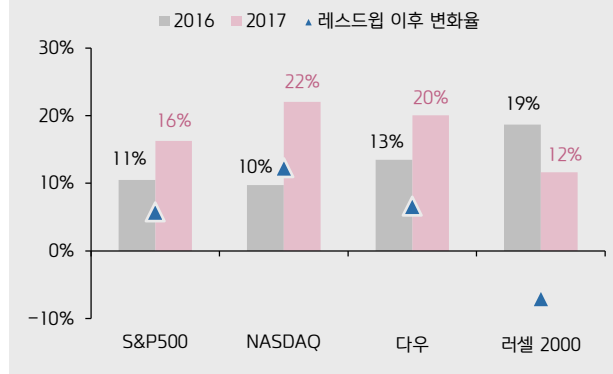
- 레드 스위프(Red Sweep)이란 공화당이 여당 뿐 아니라 상하원 모두에서 다수당을 차지한 상황
- 1950년 이후 레드 스위프가 완성된 대선은 3차례로 1952년, 2000년, 2016년
- 2017년 트럼프 1기 행정부 + 레드 스위프 조건이 완성된 당시 주요 지수 수익률은 S&P500, 나스닥, 다우 경우 전년 대비 상승했지만 러셀2000은 하락
- 산업별로 분류할 경우 IT 및 헬스케어 산업이 가장 높은 수익률 상승을 보였고, 에너지가 가장 부진한 모습 연출

### 레드 스위프가 달성된 경우 예상 주요 정책

효과 분야	주요 정책
경제 정책	감세, 규제 완화
외교 및 국방	군사력 증강, 국방비 증대
사회복지 정책	복지 예산 축소, 민간 보험 시스템 강조
환경 정책	환경 규제 완화, 에너지 개발 촉진
노동 정책	노동 영향력 축소, 노동 규제 완화
교육 정책	공립 교육 예산 축소, 학교 선택제 강화

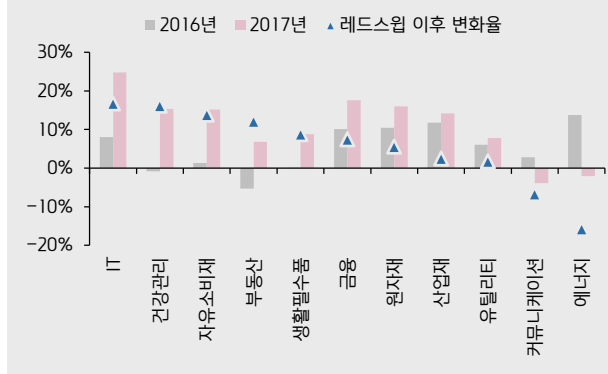
자료: 키움증권 리서치센터

### [트럼프 집권 + 레드 스위프] 기반 주요 지수 수익률 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### [트럼프 집권 + 레드 스위프] 기반 산업별 수익률 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

# 1950년 이후 레드 스위프(Red Sweep)을 달성한 대선은 총 3회(1952년, 2000년, 2016년)



## 집권당 변화 및 상하원 다수당 변화 추이

연도	대통령	상원 다수당	하원 다수당	대통령 소속	연도	대통령	상원 다수당	하원 다수당	대통령 소속
1950	해리 트루먼	민주당	민주당	민주당	1989	조지 H. W. 부시	민주당	민주당	공화당
1951		민주당	민주당	민주당	1990		민주당	민주당	공화당
1952		민주당	민주당	민주당	1991		민주당	민주당	공화당
1953	드와이트 아이젠하워	공화당	공화당	공화당	1992		민주당	민주당	공화당
1954		공화당	공화당	공화당	1993	빌 클린턴	민주당	민주당	민주당
1955		민주당	민주당	민주당	1994		민주당	민주당	민주당
1956		민주당	민주당	민주당	1995		공화당	공화당	민주당
1957		민주당	민주당	민주당	1996		공화당	공화당	민주당
1958		민주당	민주당	민주당	1997		공화당	공화당	민주당
1959		민주당	민주당	민주당	1998		공화당	공화당	민주당
1960		민주당	민주당	민주당	1999		공화당	공화당	민주당
1961	존 F. 케네디	민주당	민주당	민주당	2000	조지 W. 부시	공화당	공화당	민주당
1962		민주당	민주당	민주당	2001		공화당	공화당	공화당
1963		민주당	민주당	민주당	2002		공화당	공화당	공화당
1964	린든 B. 존슨	민주당	민주당	민주당	2003		공화당	공화당	공화당
1965		민주당	민주당	민주당	2004		공화당	공화당	공화당
1966		민주당	민주당	민주당	2005		공화당	공화당	공화당
1967		민주당	민주당	민주당	2006		공화당	공화당	공화당
1968		민주당	민주당	민주당	2007		민주당	민주당	공화당
1969	리처드 닉슨 (워터게이트로 사임)	민주당	민주당	공화당	2008	버락 오바마	민주당	민주당	민주당
1970		민주당	민주당	공화당	2009		민주당	민주당	민주당
1971		민주당	민주당	공화당	2010		민주당	공화당	민주당
1972		민주당	민주당	공화당	2011		민주당	공화당	민주당
1973		민주당	민주당	공화당	2012		민주당	공화당	민주당
1974		민주당	민주당	공화당	2013		민주당	공화당	민주당
1975	제럴드 포드 (부통령이었지만 대선 수행)	민주당	민주당	공화당	2014	도널드 트럼프	민주당	공화당	민주당
1976		민주당	민주당	공화당	2015		공화당	공화당	민주당
1977	지미 카터	민주당	민주당	민주당	2016		공화당	공화당	민주당
1978		민주당	민주당	민주당	2017		공화당	공화당	공화당
1979		민주당	민주당	민주당	2018	조 바이든	공화당	공화당	공화당
1980	로널드 레이건	민주당	민주당	민주당	2019		공화당	민주당	공화당
1981		공화당	민주당	민주당	2020		공화당	민주당	공화당
1982		공화당	민주당	민주당	2021		민주당	민주당	민주당
1983		공화당	민주당	민주당	2022		민주당	공화당	민주당
1984		공화당	민주당	민주당	2023		민주당	공화당	민주당
1985		공화당	민주당	민주당	2024		공화당	공화당	민주당
1986		공화당	민주당	민주당					
1987		민주당	민주당	민주당					
1988		민주당	민주당	민주당					

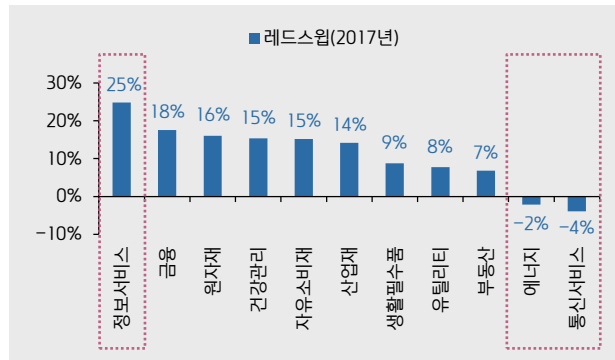
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 레드 스위프(Red Sweep)의 가장 큰 강점 - 일관성

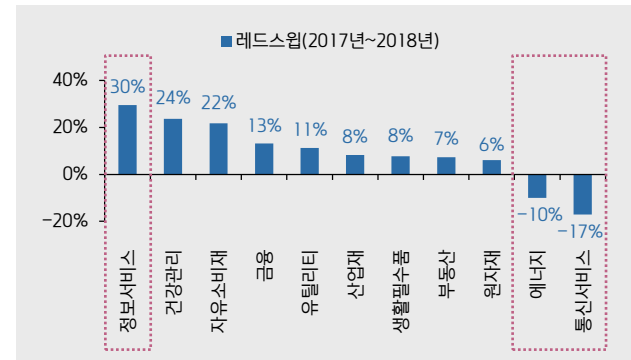


### ◆ 레드 스위프는 정부 정책 일관성 유지에 유리한 환경인 만큼 수혜 산업과 피해 산업이 일반적으로 유지

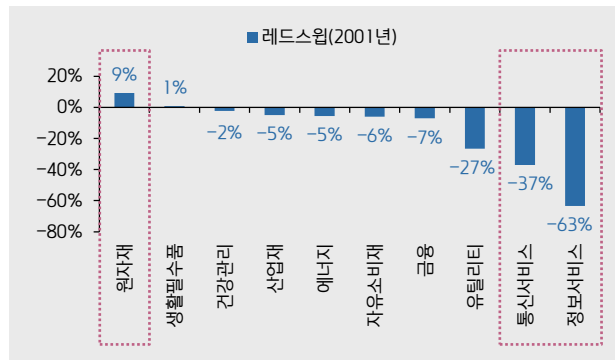
- 2001~2006년(중국의 붐): 수혜주(원자재), 피해주(IT, 통신서비스) / 2017~2018년: 수혜주(IT), 피해주(에너지, 통신서비스)
- 2001년은 닷컴 버블 여파로 IT가 부진했으나 중국 경제 발전에 의한 제조업 발전에 따라 원자재 슈퍼 사이클로 진입



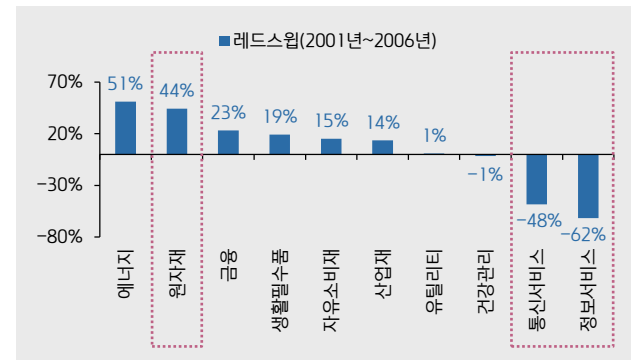
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



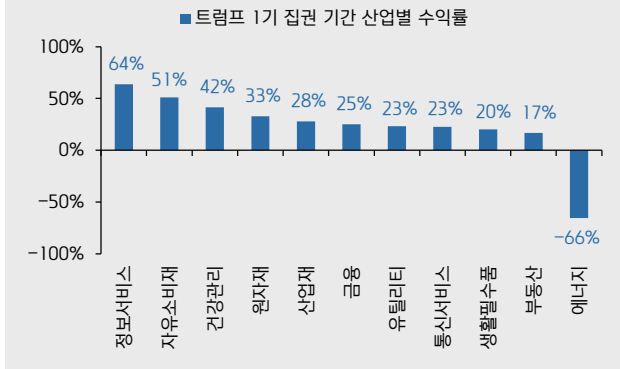
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 트럼프 행정부 1기 당시 증시 및 산업 추이

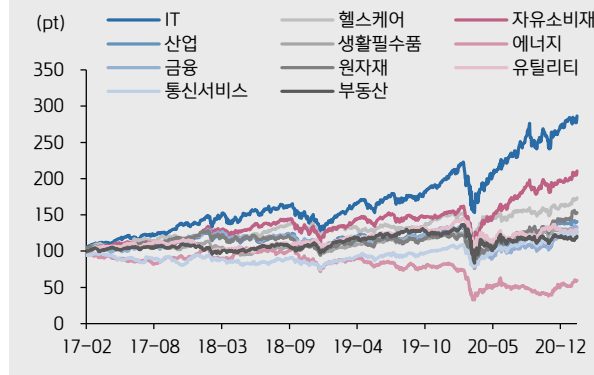
- 트럼프1기 당시 IT와 자유소비재 등 경기 민감 산업이 높은 상승세를 보였으나 에너지 산업은 부진
- 집권 1년 차: 볼커 룰 완화 등 금융 관련 규제를 약화하며 금융 산업이 크게 성장했고, 주가지수 중 다우 지수가 가장 높은 수익성을 기록하는데 일조
- 집권 2년 차: 고금리 부담 및 미중 무역전쟁이 경기 부담으로 이어지며 중소형주 중심 빠르게 낙폭을 확대
- 집권 3년 차: 보험성 금리인하에 따라 기술주 중심 상승
- 집권 4년 차: 코로나로 인해 유동성을 빠르게 시장에 공급하며 기술주 및 소형주 중심 가파른 상승폭 연출

트럼프 1기 산업별 수익률



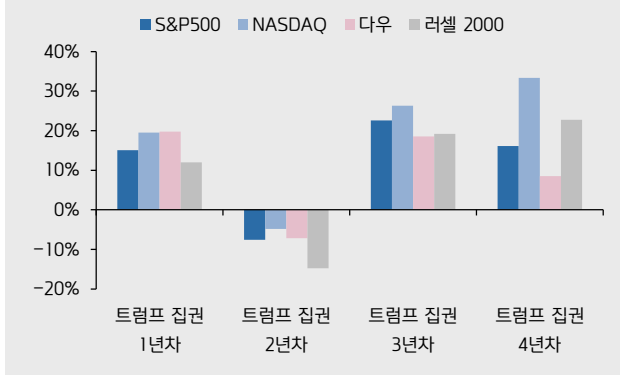
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

집권 전체를 기준으로 보면 증시는 IT 중심 우상향



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

트럼프 행정부 연도별 주요 주가지수 수익률

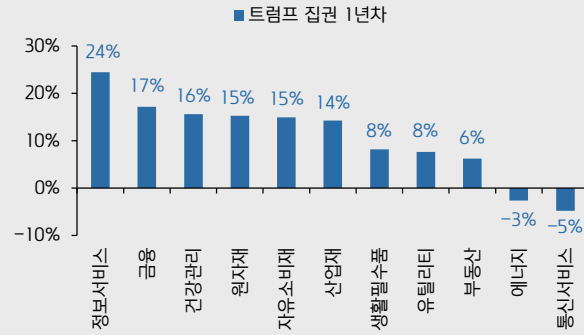


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## [2025년 증시 나침반, 트럼프 1기] - 트럼프 행정부 연도별 산업 수익률 변화(Feat, 꾸준히 견고한 IT)

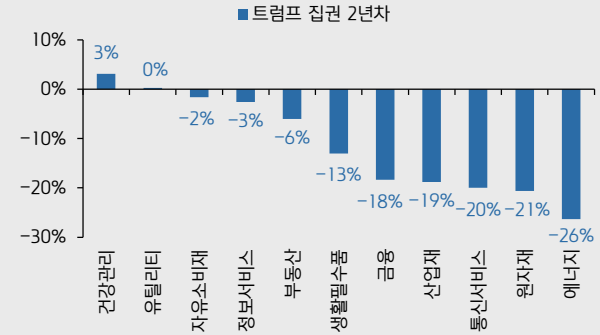


### 트럼프 행정부 1년 차 산업 수익률



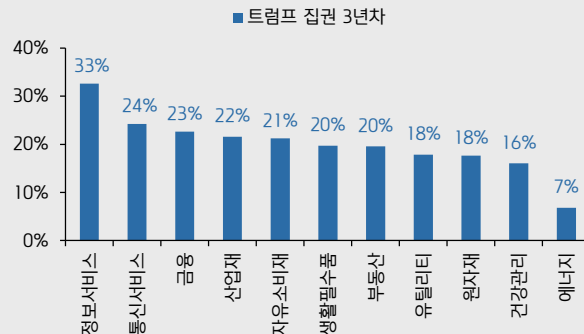
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 트럼프 행정부 2년 차 산업 수익률



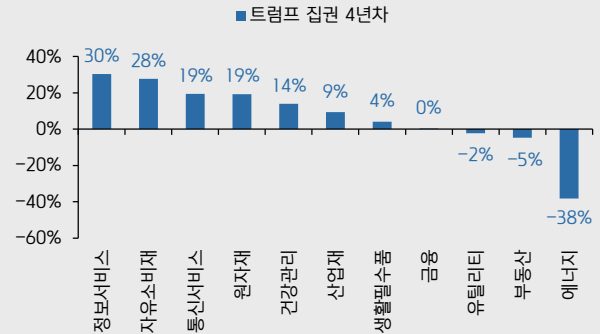
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 트럼프 행정부 3년 차 산업 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 트럼프 행정부 4년 차 산업 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

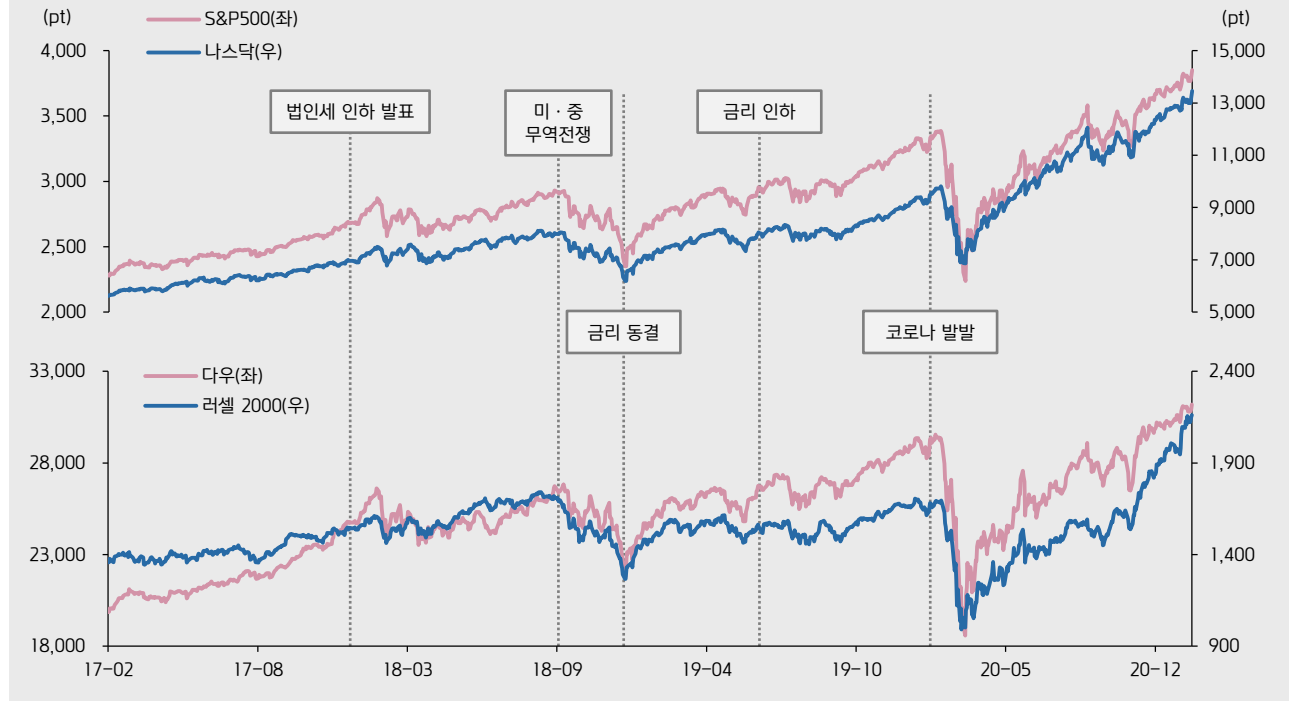




◆ 역사는 반복되고 증시는 반응한다

- 법인세 인하, 미중 무역전쟁, 기준금리 인하, 코로나 등의 이벤트는 증시 상승 혹은 하방 압력으로 작용
- 2025년 반복될 이벤트와 증시 영향: 법인세 인하(상승 요인), 기준금리 인하(상승 요인), 미중 갈등(하락 요인), 중간선거(미정)

트럼프 1기 행정부 집권 시기 발생 이벤트 및 증시 영향



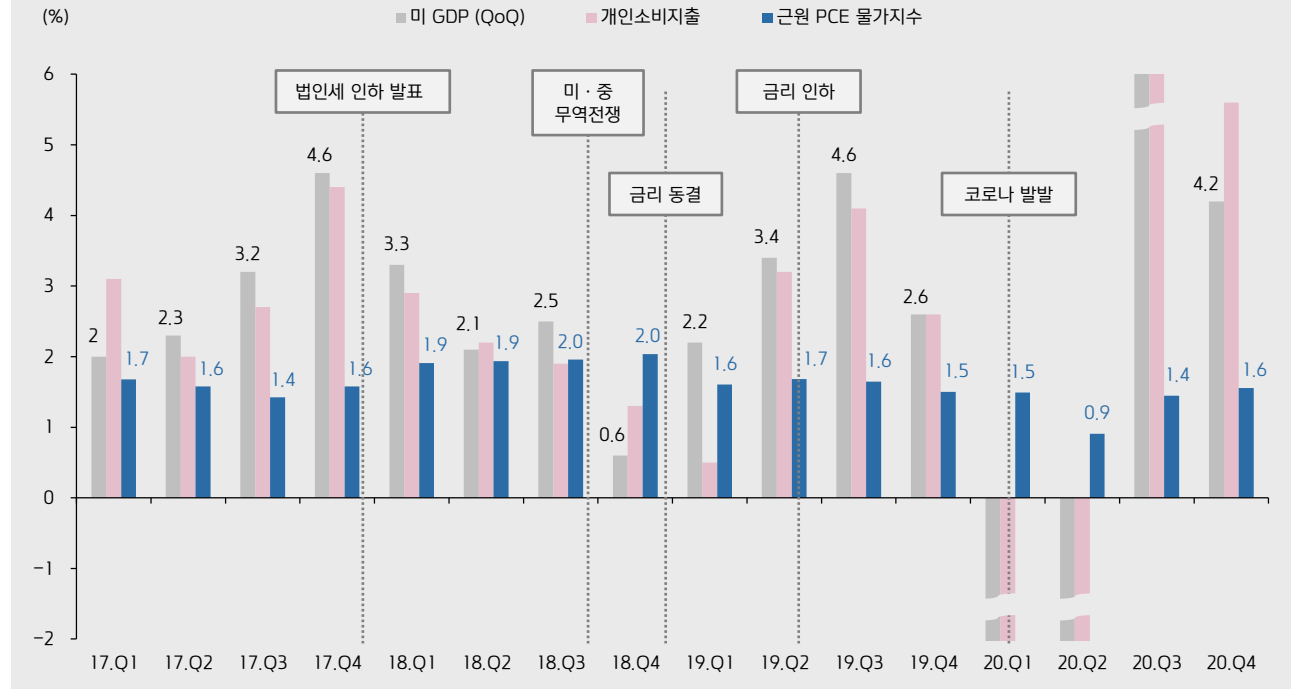
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ GDP, 물가, 소비 측면에서 본 1차 트럼프 시대

- 트럼프 1기 연차별 GDP 연평균 성장률은 1년 차 3.0%, 2년 차 2.1%, 3년 차 3.2%, 4년 차 1.4% 수준
- 근원 PCE 물가는 1.0%~2.0% 사이로 생각보다 안정화 되어 있었으며, 개인 소비 역시 견고한 수준을 유지

트럼프 행정부 1기 시절 GDP, 개인소비지출, 근원 PCE 물가지수 추이



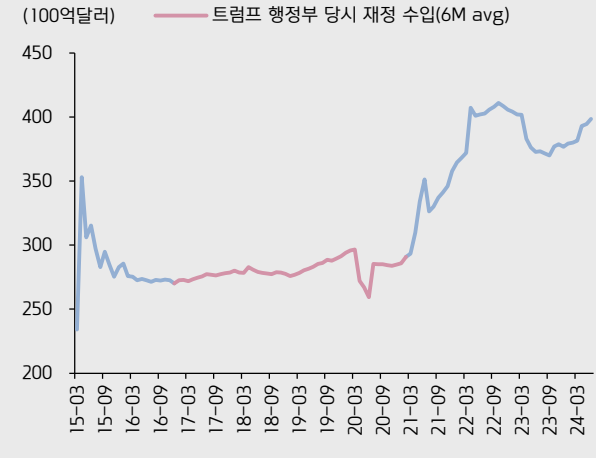
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



### ◆ 트럼프와 재정 지출에 대하여

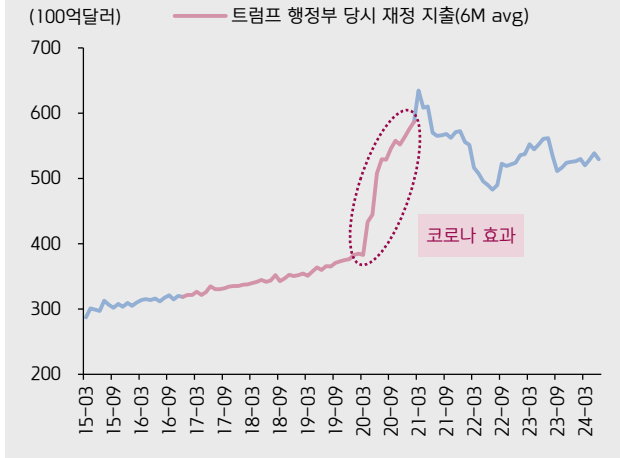
- 현재 시장은 트럼프2기 법인세 인하 정책에 따라 재정 수입이 줄어들고, 재정 지출이 많아질 것이란 우려를 연출
- 일부 시장 참여자들은 재정 지출 확대가 채권 금리 상승으로 이어지기 때문에 2025년 금리인하 경로가 기존 예상보다 늦춰질 것이라 분석. 나아가 일부는 시중 금리의 빠른 상승에 따라 2025년 인플레이션 가능성 까지도 언급하는 상황
- 다만, 트럼프1기 상황을 복기해보면 재정 지출 증가 속도는 코로나 효과를 배제할 경우 이전과 크게 달라지지 않았음
- 재정 수입 역시 과거와 비교할 때 크게 늘어나지도, 줄어들지도 않은 수준에서 유지되며 정부의 국채 발행을 강제하지 않았던 상황

트럼프 1기 행정부의 재정 수입 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

트럼프 1기 행정부의 재정 지출 추이



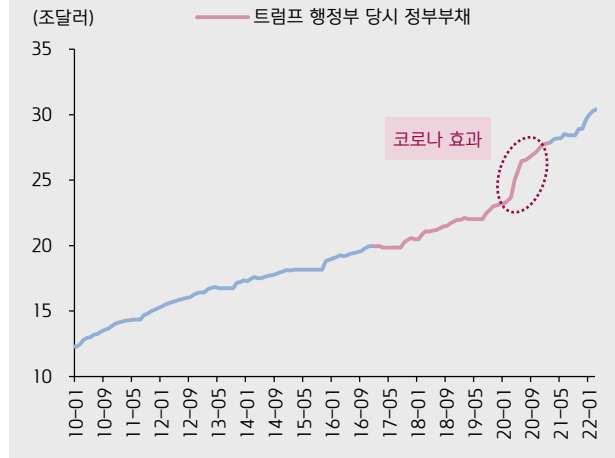
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 재정 지출 안정화에 기여한 정부부채

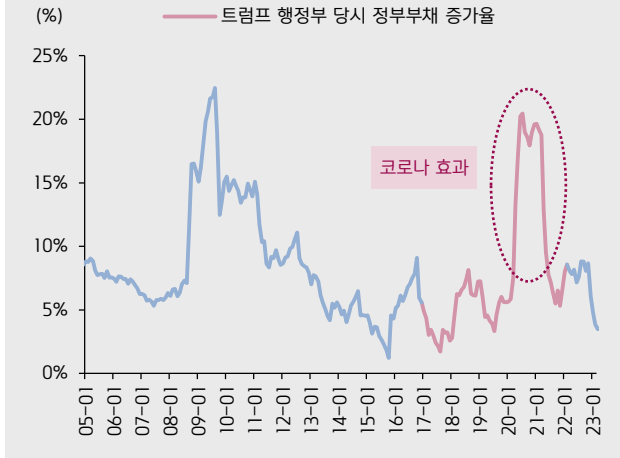
- 트럼프1기 당시 행정부가 법인세 인하, 대규모 인프라 지출 계획 등을 발표했지만, 재정 지출이 높지 않은 수준에서 유지될 수 있었던 원인은 정부부채 증가 속도가 빠르지 않았기 때문
- 재정 정책 집행에 필요한 자금이 예산에 반영되기까지 시간이 필요하기에 행정부 초기 부채 증가율은 상대적으로 낮은 수준에서 유지
- 경제가 활성화 되며 재정 수입이 안정적으로 유입되자 정부부채는 꾸준히 안정된 모습을 보였고, 2019년 7월 연준의 금리인하에도 6% 수준에서 횡보(오바마 행정부 평균 정부부채 상승률: 9.1%)

트럼프 1기 행정부의 재정부채 규모



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

트럼프 1기 행정부의 재정부채 상승률(YoY)



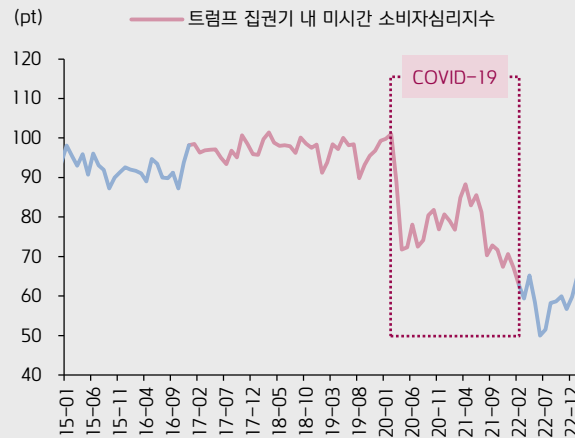
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 과거 미국의 관세 정책은 인플레이션을 유발했는가?

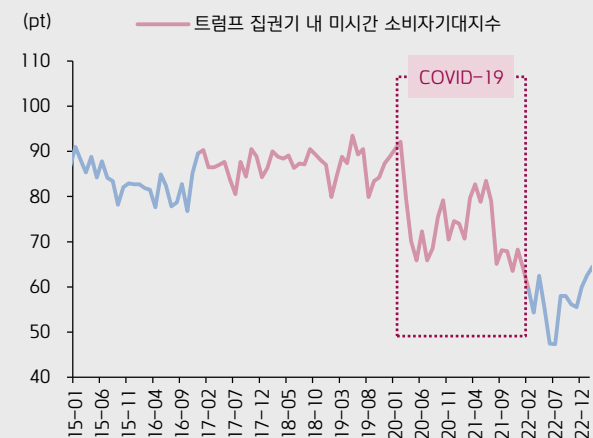
- 보편적 관세 부과에 따른 소비자 가격 상승과 이민자 추방에 의한 임금 상승을 증가는 트럼프2기 인플레이션이 발생할 것이라 우려하는 근거
- 다만, 관세 부과와 이민자 추방이 동시에 이루어진 2017년의 경우 인플레이션 정황이 확인되지 않음
- 인플레이션이 가시화 될 경우 소비자 가격 전가에 따라 소비심리는 점차 위축되지만, 2017년 미시간 소비자심리지수는 코로나 이전까지 90~100pt에서 큰 변화 없이 횡보
- 관세부과, 이민자 추방 등에도 실질적 경제성장이 뒷받침 된 만큼 인플레이션이 발생하지 않았던 상황

트럼프 집권 당시 미시간 소비자심리지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

트럼프 집권 당시 미시간 소비자기대지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

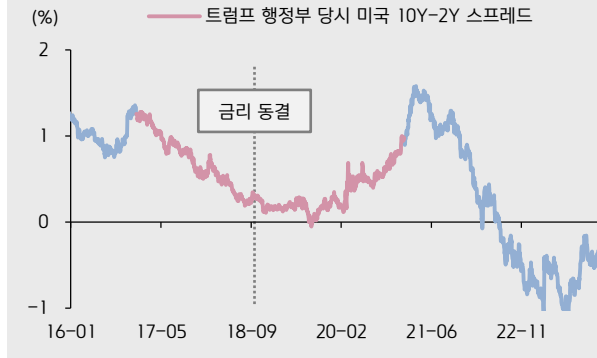




◆ 통화정책에 따라 움직인 과거 채권금리

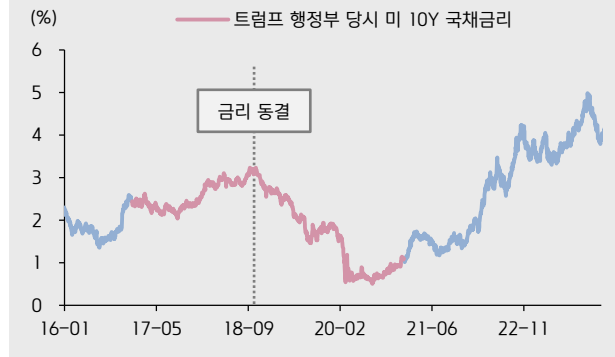
- 2024년 11월 기준 미국 10년물 채권금리는 트럼프 정책 (재정 지출 증가, 관세 부과, 이민자 추방)에 의한 인플레이션 우려를 반영하며 4.3% 수준에 도달
- 다만, 앞에서 살펴보았듯 트럼프1기 기간 동안 실질적인 인플레이션 현상은 크게 관찰되지 않았음
- 채권금리는 집권 초기 연준의 기준금리 인상에 따라 단기채 중심으로 올랐지만, 2018년 12월 기준금리가 동결된 후 점차 하락세로 복귀
- 2025년 트럼프2기는 기준금리 인하와 맞물려 시작되므로, 채권금리 상방 압력보다는 하락 압력이 클 것

트럼프 1기 행정부 당시 장단기 금리차



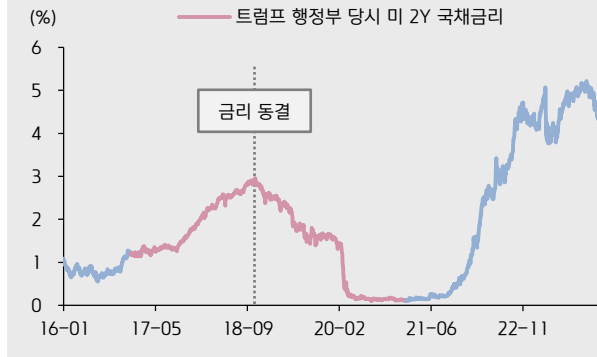
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

트럼프 1기 행정부 당시 10Y 국채금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

트럼프 1기 행정부 당시 2Y 국채금리



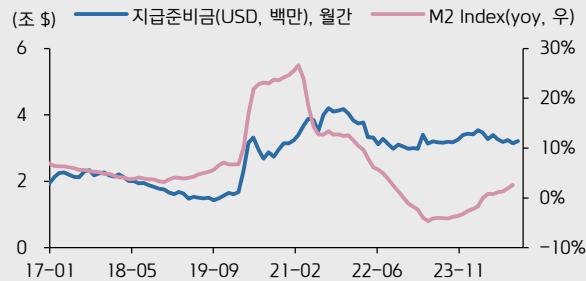
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 2019년 9월 발생한 단기자금 쇼크(레포 발작)의 재발 가능성 Low

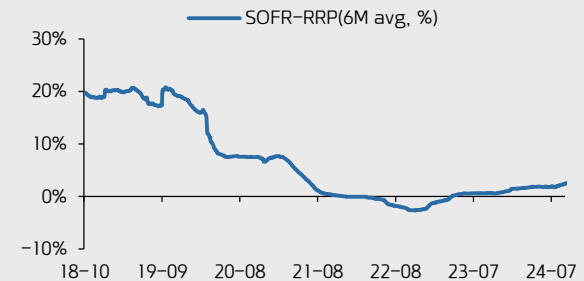
- 유동성이 부족한 상황에서 대규모 국채발행과 세금 납부가 더해진 2019년 9월 단기자금 쇼크가 발생했지만, SOFR과 RRP의 금리 차, 지급준비금 수준, 이어질 금리 인하 국면 등을 감안할 때 2025년 레포 발작 가능성은 낮다고 판단

지급준비금 흐름 및 M2 상승률



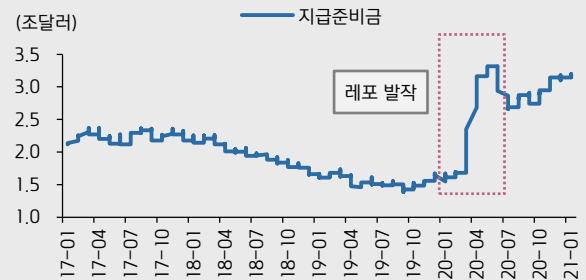
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

SOFR 금리 - RRP 금리



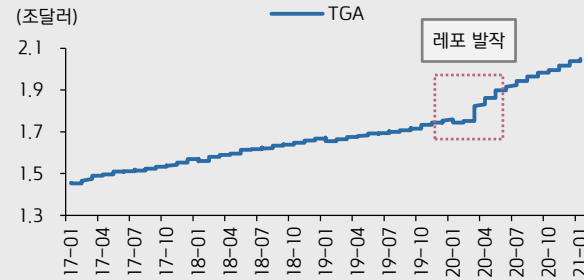
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

트럼프 1기 행정부 당시 지급준비금



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

트럼프 1기 행정부 당시 TGA



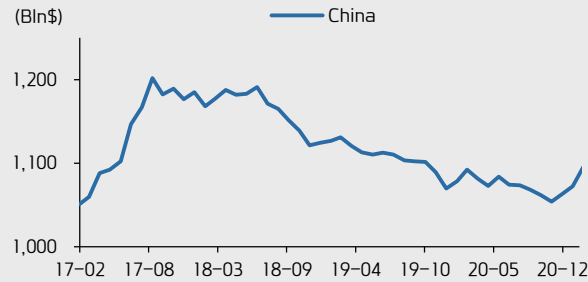
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 글로벌 미국 채권 수요 변화에 대한 관찰 및 경계는 필요

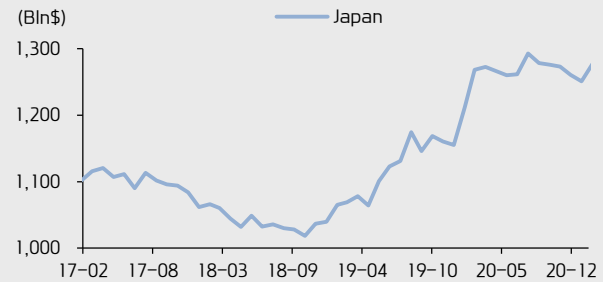
- 트럼프 1기 행정부와 트럼프 2기 행정부가 다른 점이 있다면 전통적 미국 채권 보유 고객의 변화
- 과거 미국 채권 수요를 담당했던 중국과 일본의 상황 변화(미중 무역 갈등, BOJ 금리인상) 등은 변수로 작용 가능

트럼프 집권 당시 중국의 미국채 보유 현황



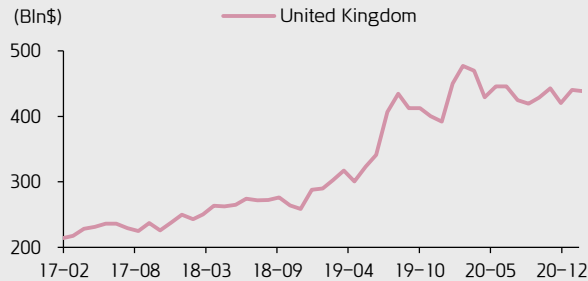
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

트럼프 집권 당시 일본의 미국채 보유 현황



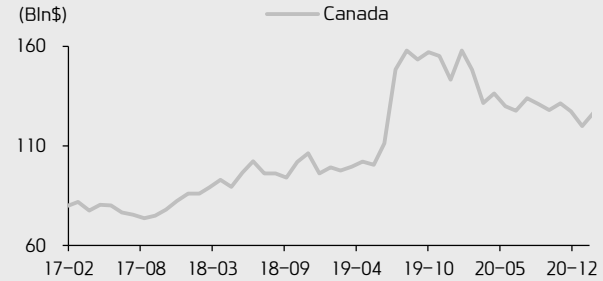
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

트럼프 집권 당시 영국의 미국채 보유 현황



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

트럼프 집권 당시 캐나다의 미국채 보유 현황



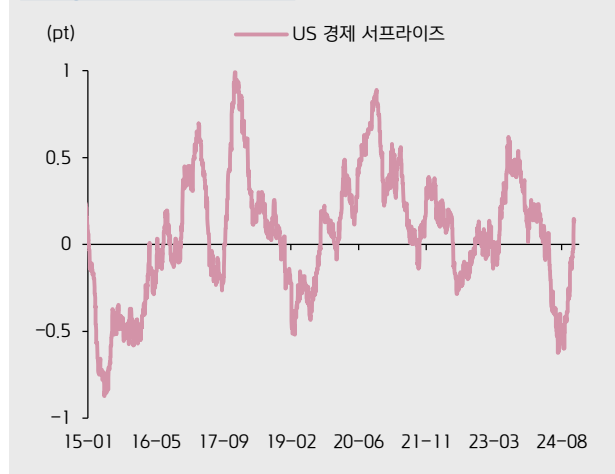
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



### ◆ 2025년 미국 경제의 점진적 우상향 흐름 전망

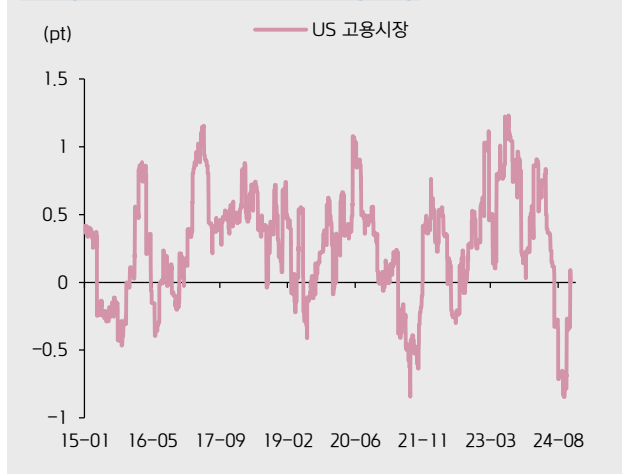
- US 경제 서프라이즈 지수는 고용시장 안정화 및 경기 회복 기대감에 따라 2024년 10월 (+) 국면으로 진입
- 연초 논의되었던 소프트랜딩 vs 하드랜딩 시나리오는 소프트랜딩 방향으로 굳어가고 있으며 실업률 급등 시나리오 부재, 점진적인 물가 안정, 기업 실적 서프라이즈 등이 원인으로 파악
- 단기적 관점에서 24년 연말에 형성된 소프트랜딩 내러티브 + 금리인하기 다른 요소는 2025년 연초 경기 관련 불안을 자극하지는 않을 것으로 전망
- 장기적 관점에서도 법인세 인하를 통한 기업 수익 활성화, 안정된 물가, 지속되는 금리 인하, 저소득층 고용 확대 등을 유도하는 트럼프 정책이 레드 스윙 효과 기반 효과를 낼 경우 25년 경기 전망은 긍정적인 것으로 판단

US 경기 서프라이즈 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

US 경기 서프라이즈 지수 - 고용시장



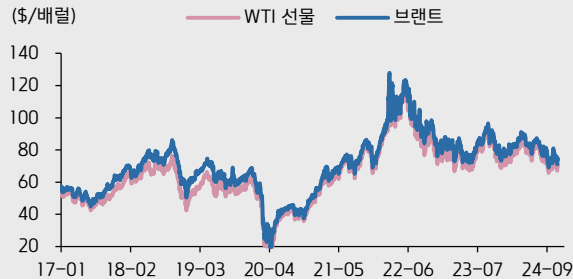
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



## ◆ 에너지 및 원자재 가격 안정화 기대

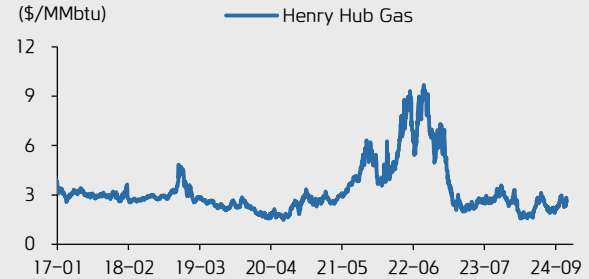
- 에너지 생산 증대를 통한 가격 안정화를 이끄는 트럼프 특성상 환경 규제를 완화해 셰일 오일 생산량 확대를 유도할 것
- 시장 기대를 하회했던 중국 경기 부양책 등 글로벌 원자재 수요 둔화 흐름 역시 구리, 천연가스 등의 가격 안정화에 일조 가능

### WTI와 브렌트유 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 천연가스 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 구리선물 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 석탄선물 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

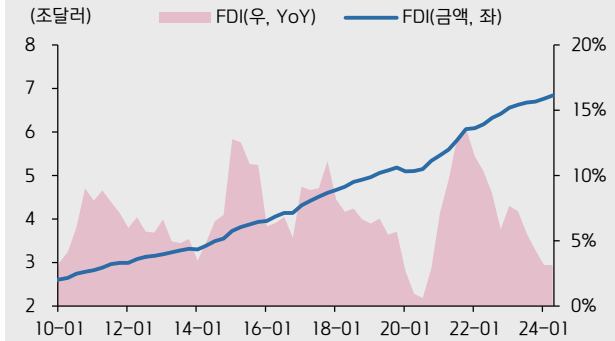




## ◆ 성장 매력도로 볼 때 여전히 미국 우위

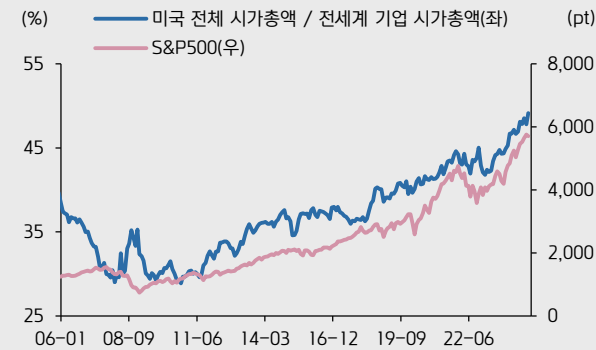
- 유럽, 중국, 일본, EM 등 미국 이외 지역들의 경기 부진이 이어지고 있음
- 글로벌 시장 내에서 미국 기업들의 시가총액이 차지하는 비중은 50% 수준에 도달했고, AI 가속화에 의해 해당 추세는 꾸준히 진행 중인 상황
- 중국 경기 반등이 유럽, EM 국가 경제 회복에 일조할 수 있지만 부동산 침체, 그림자 부채 등으로 저성장 및 디플레이션 국면에서 쉽게 벗어나지 못하는 상황

## 미국에 대한 외국인 직접투자 규모 및 상승률



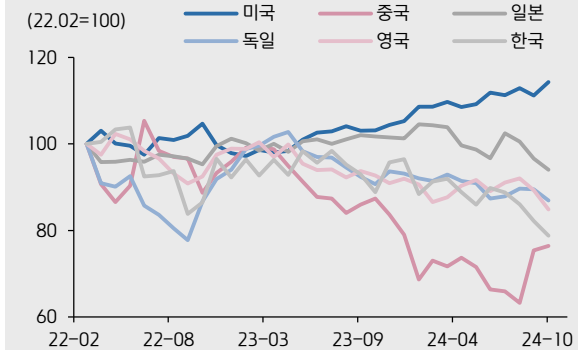
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 전세계 시장에서 미국 기업들이 차지하는 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 2022년 이후 주요 선진국 별 증시 상승 속도 비교

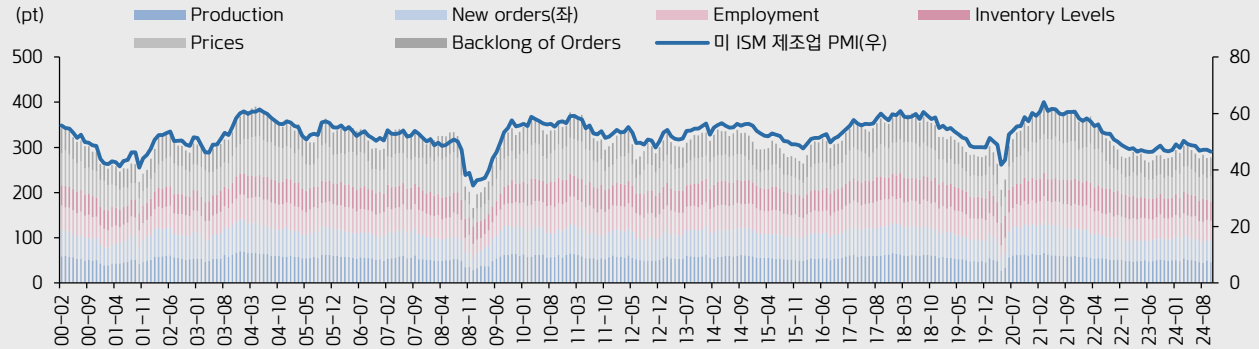


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 제조업과 서비스업의 디커플링 - 부진한 제조업 & 회복중인 서비스업

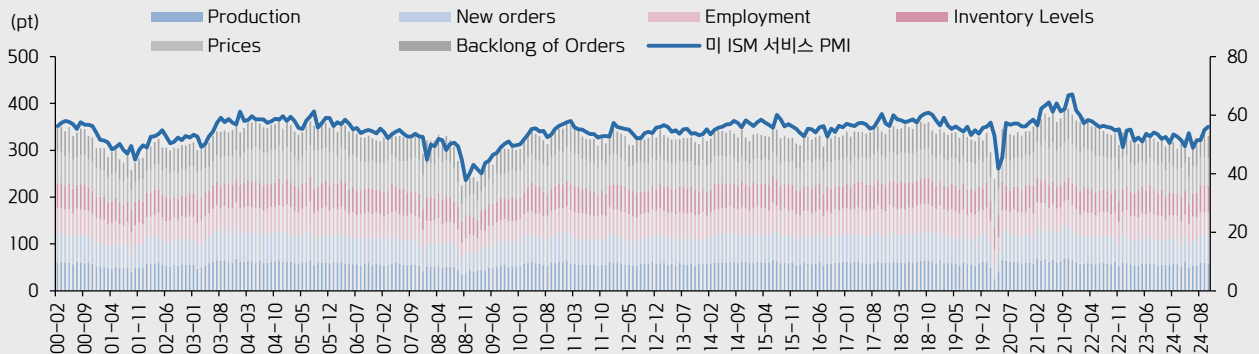


### ISM 제조업 PMI 및 세부항목



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### ISM 서비스업 PMI 및 세부항목



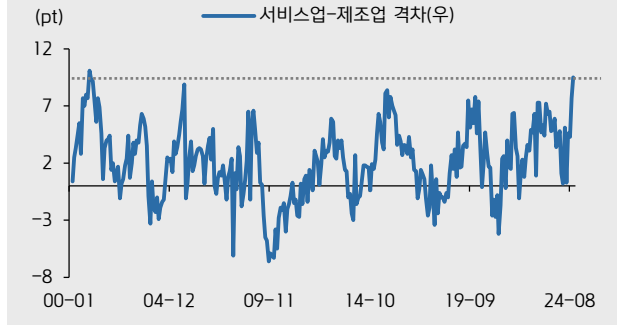
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



### ◆ 연초 제조업 반등을 기대해보자

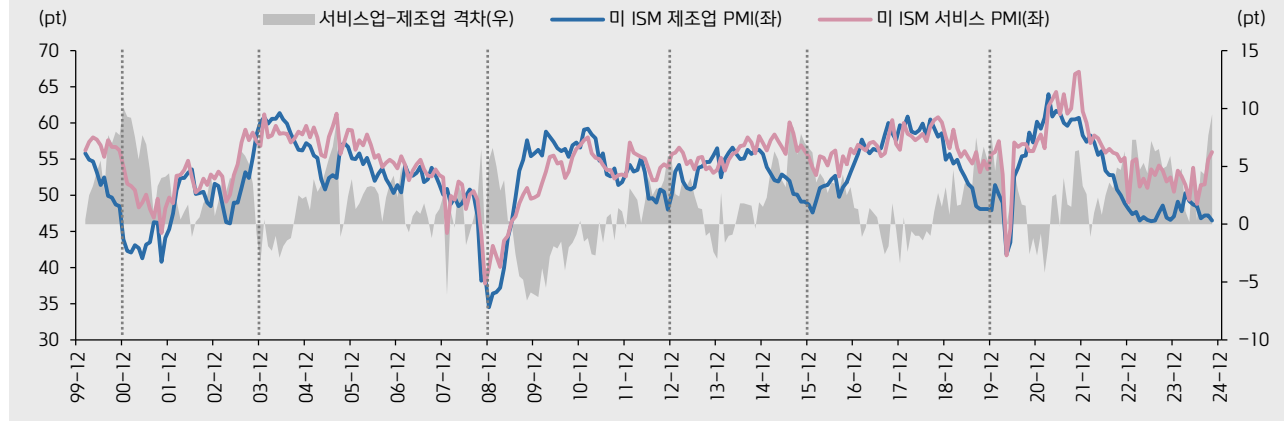
- 24년 11월 기준 ISM에서 조사한 제조업과 서비스업의 격차는 2001년 1월 이후 최고 수준에 도달
- 과거 사이클상 제조업과 서비스업의 격차는 연말에 가장 큰 차이를 보이지만, 연초가 될 경우 격차는 재차 줄어듦
- 연초 격차가 줄어드는 과정에서 제조업 반등이 가능하며 트럼프의 제조업 부양책, 금리 인하에 의한 차입 비용 감소 등 역시 이를 보조할 것

### 2001년 이후 최고치에 도달한 제조업과 서비스업 격차



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 과거 사이클 상 서비스업과 제조업 사이의 격차는 연말에 가장 크고 연초에 축소



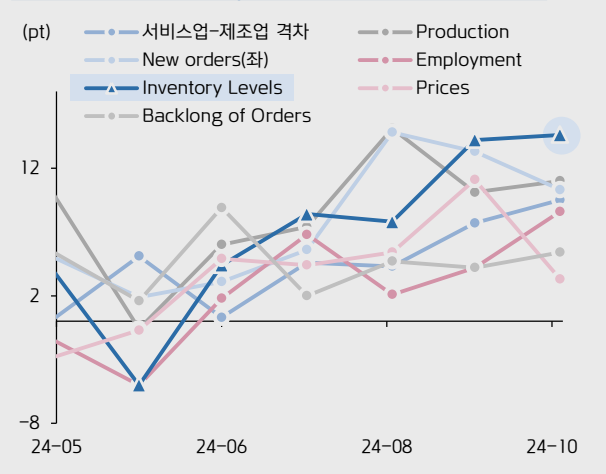
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



### ◆ 제조업 리스토킹(Restocking)이 이끌어낼 산업재 섹터 성장

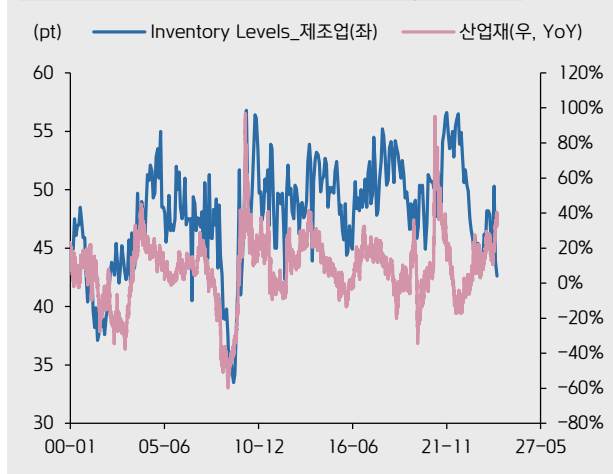
- 제조업의 재고는 실물 자산인 원자재, 완제품, 재공품 등이 있고, 서비스업 재고는 무형 자산인 용량 재고(호텔의 빈 객실 수, 항공기 좌석 수 등), 데이터 재고(서버 용량), 시간 재고(상담 가능 시간, 예약 대기 시간) 등이 존재
- ISM 제조업 PMI의 재고 수준은 42.6pt로 부진한 반면, 서비스업 PMI의 재고 수준은 57.2pt로 높게 유지하고 있음
- 이처럼 재고 수준의 차이에 따라 제조업과 서비스업 간 격차가 발생했으며, 앞에서 설명했듯 내년 초 제조업과 서비스업 격차가 축소 될 경우 제조업 리스토킹(restocking)이 빠르게 진행될 것으로 전망
- 제조업 PMI의 재고수준 차이와 산업재 섹터의 흐름이 유사한 모습을 보이는 만큼, 내년 초 제조업들이 재고를 충전하는 상황 속에서 산업재 수익률 역시 긍정적인 가능성 존재

서비스업과 제조업 격차가 커지는 원인: 재고 수준



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

제조업의 재고 수준 변화는 산업재 섹터와 유사



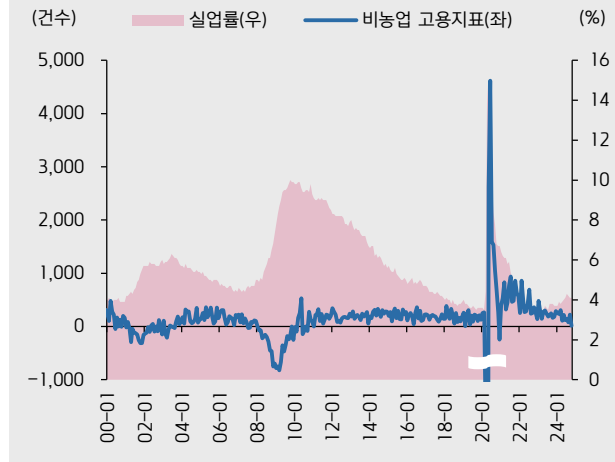
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



### ◆ 정상화 되어가는 고용시장

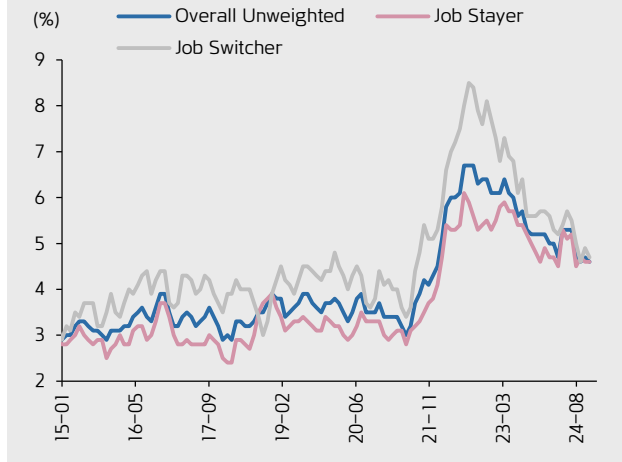
- 코로나 시기를 제외한 트럼프 1기 고용시장과(평균 실업률: 3.96%, 평균 월간 고용 인원: 17.9만 명), 오바마 시절 고용시장(평균 실업률: 7.4%, 평균 월간 고용 인원: 11만 명)을 고려할 때 최근 고용시장은 정상화 되어가고 있다 판단
- 이직자(Job Switcher)의 임금 상승률과 근속자(Job Stayer)의 임금 상승률이 동일한 수준으로 내려오며 과열되었던 고용시장이 점차 안정되고 있음을 시사
- 트럼프 2기 속 이민자 축소 정책은 기업들의 자국민 노동 수요를 높이고 AI 생산성 강화로 연결될 수 있기에 2025년 고용시장은 과열과 냉각 사이 골디락스 국면으로 접어들 것이라 판단

미국 실업률 흐름과 비농업 고용지표



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

비슷한 수준이 된 이직자와 근속자의 임금상승률



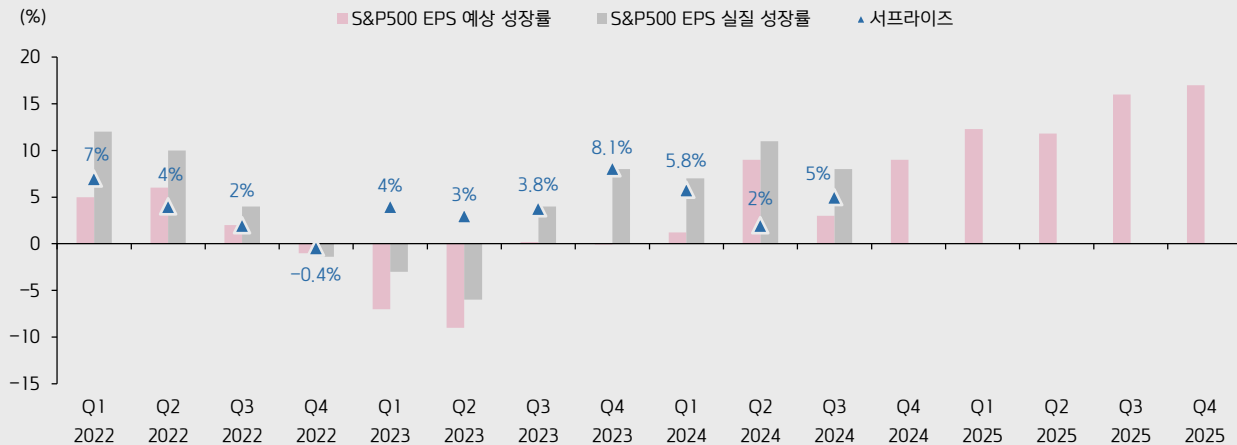
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



### ◆ AI 수익 전개 흐름과 증시의 방향성 연동

- AI의 수익화 관련해서 꾸준히 의심을 받은 해였지만 S&P500 EPS는 3분기까지 시장 기대를 넘어서는 성장률을 보임
- 빅테크 기업들의 CAPEX 투자와 소프트웨어 기업들의 기술 개발 결과물은 내년부터 본격적으로 확인될 것으로 전망
- Fwd EPS 성장률을 통해 볼 경우 내년 2분기 잠시 주춤한 모습일 보일 수 있겠으나, AI가 생활 속에 더욱 침투되기 시작하는 하반기 부터는 성장 속도가 재차 가팔라질 것으로 전망
- 증시 역시 이와 연동되어 연초: 상승, 2분기~3분기 초: 단기 조정, 3분기 말~4분기: 상승 흐름을 예상

S&P500 EPS 예상 성장률 및 서프라이즈 비율



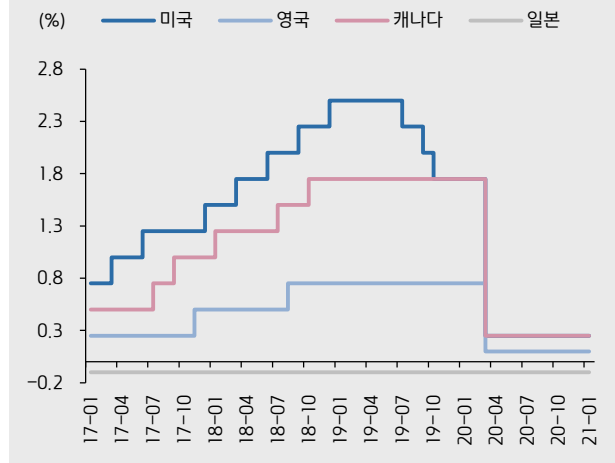
자료: FactSet, 키움증권 리서치센터



### ◆ 트럼프가 겪는 두번째 보험성 금리인하

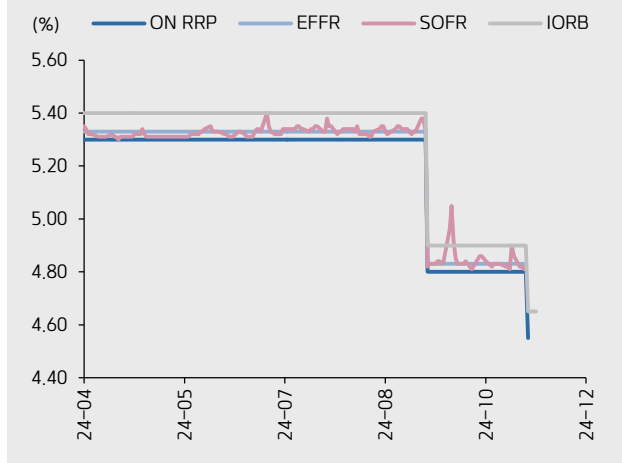
- 2019년 7월 미국 경기가 견고한 상황에도 연준은 침체를 선제적으로 대응하기 위해 보험성 금리인하를 단행. 기존 2.5%의 기준금리를 2.25%로 낮추었으며 코로나가 발생하기 전 5개월의 시간 동안 총 1.25%의 금리를 인하
- Fed는 올해 9월에 0.5%, 11월에 0.25%의 금리 인하를 단행. 아직 금리 인하가 시작된 초입 단계라, 이번 인하가 경기 침체를 선제적으로 방어했는지는 알 수 없지만, 2%대의 GDP 성장률, 안정된 물가, 온건한 고용시장을 고려할 때 보험성 금리 인하 성격이 높다고 판단

트럼프 1기 행정부 기간 동안 진행된 보험성 금리인하



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2024년 진행된 두번째 보험성 금리인하

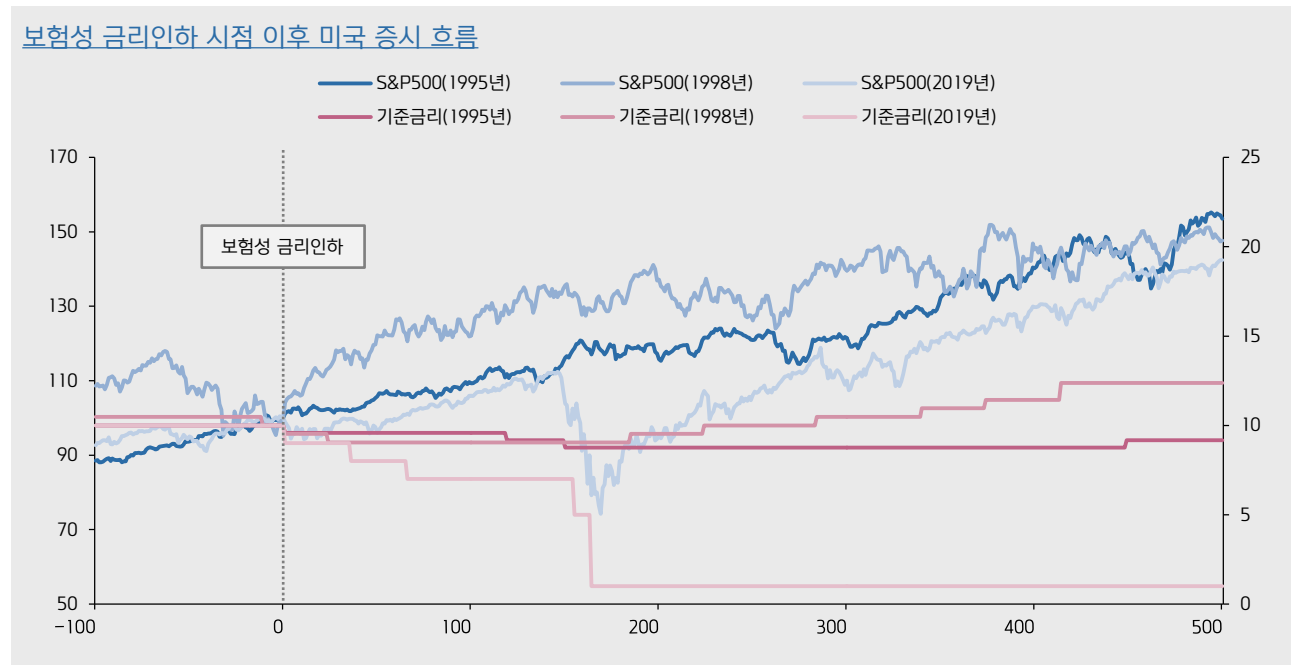


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



### ◆ 보험성 금리인하 이후 미국 증시는 우상향

- 미국이 역사적으로 보험성 금리인하를 단행한 경우는 1995년, 1998년, 2019년 총 3차례
- 과거 3번의 사례 모두에서 증시는 보험성 금리 인하 이후 꾸준히 상승세를 이어감. 금리 인하일 기준 +500일 시점 증시 수익률은 평균 47%로, 각각 1995년 53%, 1998년 47%, 2019년 42%를 기록



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

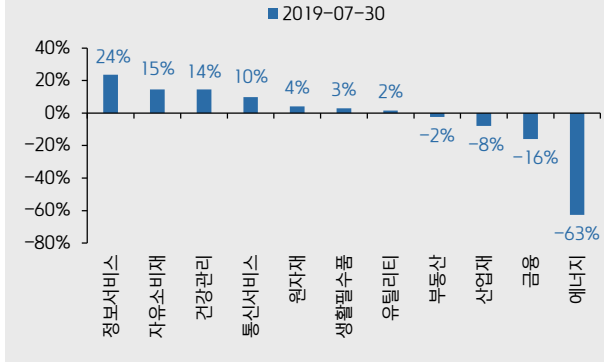




## ◆ 보험성 금리인하와 산업은 독립변수

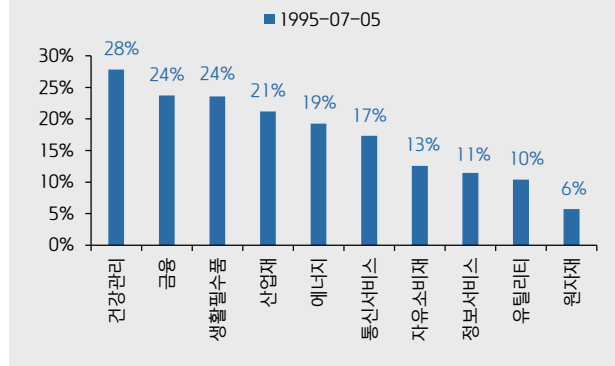
- 세 번의 보험성 금리 인하 이후 산업별 수익률 분포를 살펴 보면, 두 변수는 독립적
- 세 사례를 비교했을 때 산업별 수익률 순위가 일정하지 않았고, 가장 낮은 수익률을 기록한 산업 역시 매번 달랐음
- 1998년과 2019년에 수익률 상위를 차지한 IT와 자유소비재 산업도 1995년에는 순위 하단에 위치
- 보험성 금리 인하 이후 증시는 일반적으로 우상향하나, 특정 산업과의 관련성은 높지 않은 것으로 판단

## 보험성 금리인하 후 1년 동안 산업별 수익률 변화



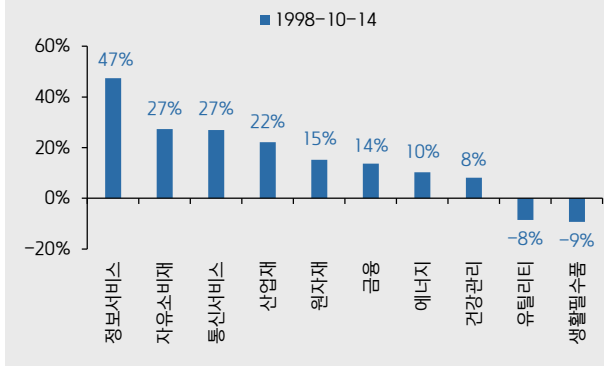
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 보험성 금리인하 후 1년 동안 산업별 수익률 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 보험성 금리인하 후 1년 동안 산업별 수익률 변화



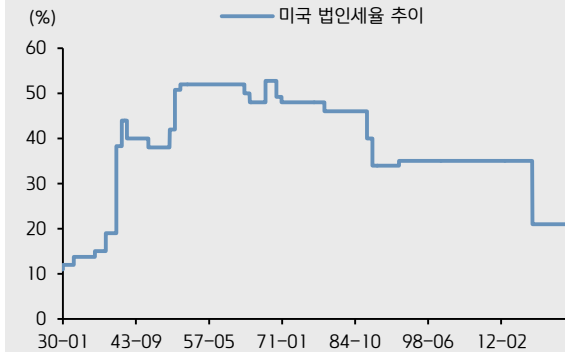
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



## ◆ 법인세 인하가 증시에 미치는 영향력 점검

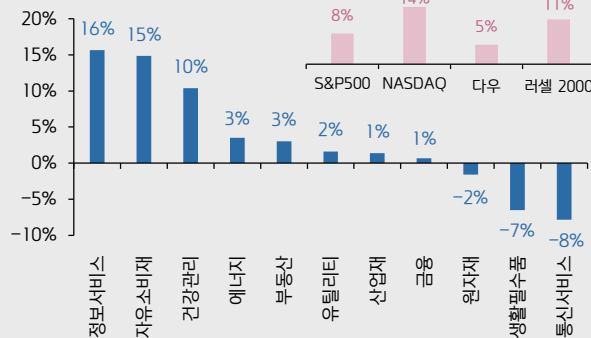
- 미국은 과거 1963년, 1969년, 1986년, 2017년에 총 4차례 법인세 인하를 단행
- 이 중 1963년과 1969년의 경우 인하 폭이 작고 지속 기간도 짧아, 실질적으로는 1986년과 2017년 사례가 주요한 인하 사례로 볼 수 있음
- 2017년 법인세 인하 이후 IT와 자유소비재 산업이 가장 긍정적인 반응을 보였으며, 나스닥과 러셀2000 지수 또한 상승세를 주도함. 반면, 1986년 법인세 인하 후에는 S&P500과 다우지수가 강세를 보임
- 즉, 법인세 인하는 당시 증시를 주도하던 대표 주가지수나 산업에 가장 큰 긍정적 영향을 미치는 경향이 있음

미국 법인세율(최고세율 기준) 추이 변화



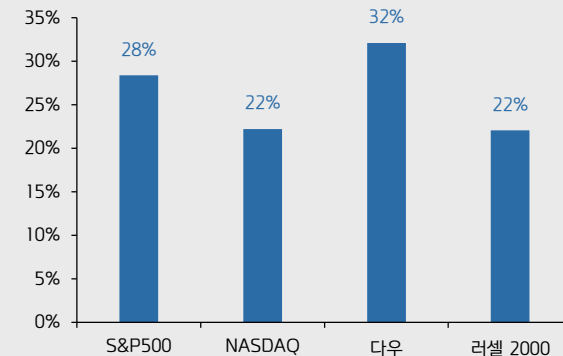
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2017년 법인세 인하 후 2분기 실적 반영 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

1986년 법인세 인하 후 2분기 실적 반영 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 사례 1) 1986년 법인세 인하 후 주요 주가지수별 수익률



### ◆ 1986년 법인세 인하 후 주요 주가지수별 수익률

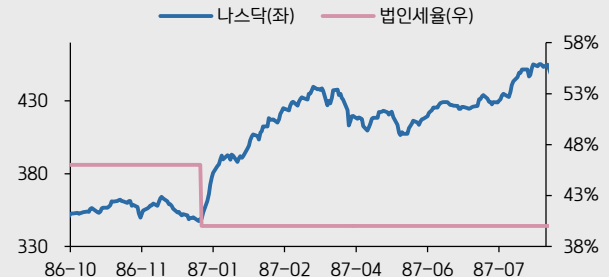
- 1986년 10월 법인세율 인하가 공표된 후, 1986년 12월 행정명령이 집행. 이후 1986년 12월과 1987년 12월 두 차례에 걸쳐 법인세율이 단계적으로 인하. 1986년 12월 첫 법인세율 인하 이후 S&P500과 다우지수가 상대적으로 더욱 긍정적으로 반응

법인세율 인하 후 S&P500 추이 변화



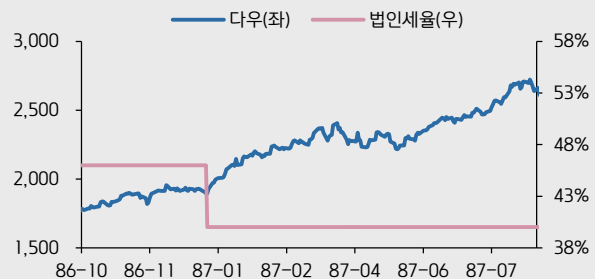
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

법인세율 인하 후 나스닥 추이 변화



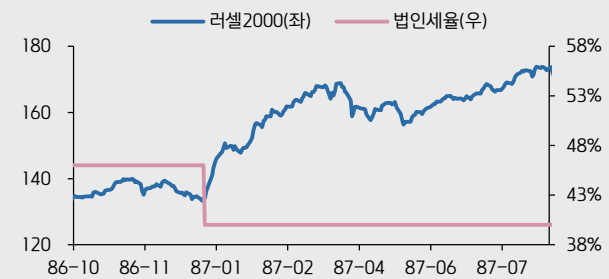
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

법인세율 인하 후 다우지수 추이 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

법인세율 인하 후 러셀2000 추이 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

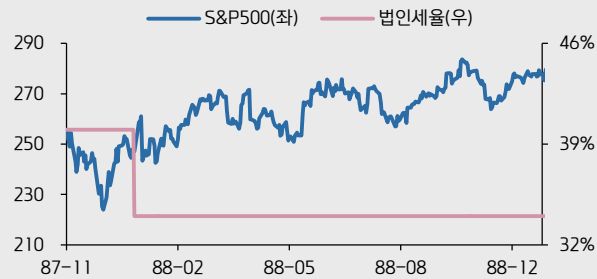
## 사례 2) 1987년 법인세 인하 후 주요 주가지수별 수익률



### ◆ 1987년 법인세 인하 후 주요 주가지수별 수익률

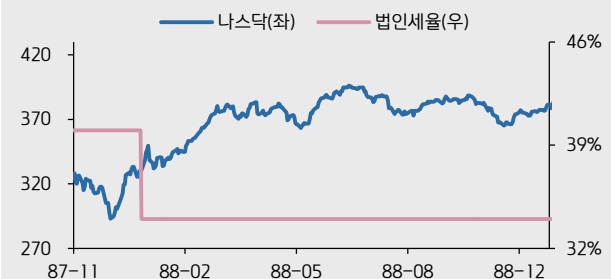
- 1986년 12월 1차 법인세 인하 효과를 경험한 후 이어진 추가 인하로 인해 상승폭은 1차 인하 때보다 작았지만, 기업 실적 개선에 대한 기대감 속 주가는 여전히 긍정적인 반응을 보임

법인세율 인하 후 S&P500 추이 변화



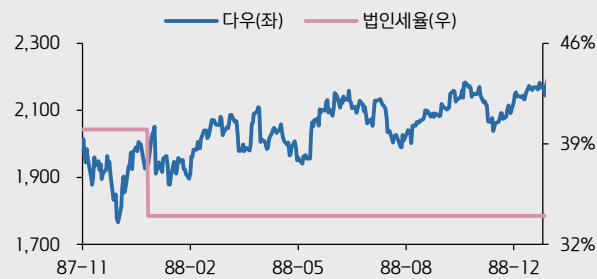
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

법인세율 인하 후 나스닥 추이 변화



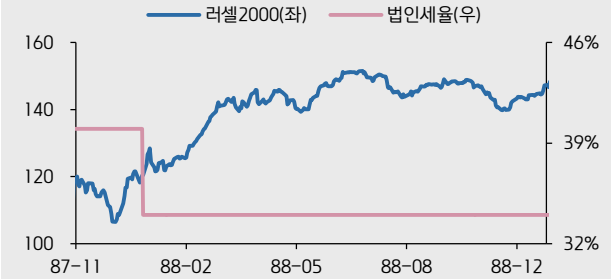
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

법인세율 인하 후 다우지수 추이 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

법인세율 인하 후 러셀2000 추이 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 사례 3) 2017년 법인세 인하 후 주요 주가지수별 수익률



### ◆ 2017년 법인세 인하 후 주요 주가지수별 수익률

- 트럼프의 행정명령에 따라 2017년 12월 법인세율은 기존 35%에서 21%로 크게 낮아졌으며 증시는 이벤트 반영 후 큰 폭 상승. 나스닥과 러셀2000 주가지수 수익률이 상대적으로 높았으며, 산업 기준 IT 및 자유소비재 부문이 긍정적 모습을 연출

법인세율 인하 후 S&P500 추이 변화



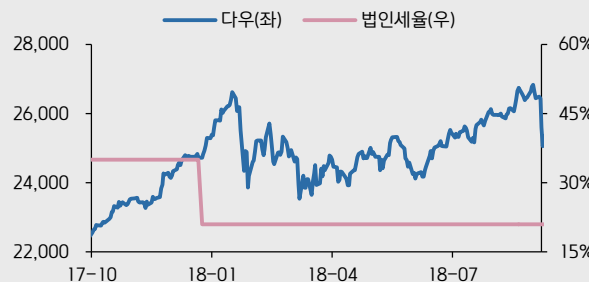
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

법인세율 인하 후 나스닥 추이 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

법인세율 인하 후 다우지수 추이 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

법인세율 인하 후 러셀2000 추이 변화

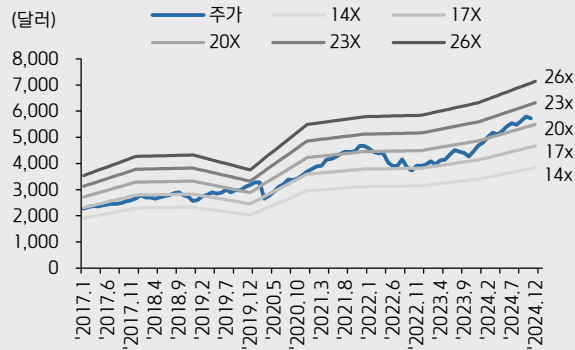


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 미국 주요 지수별 PER 밴드 차트

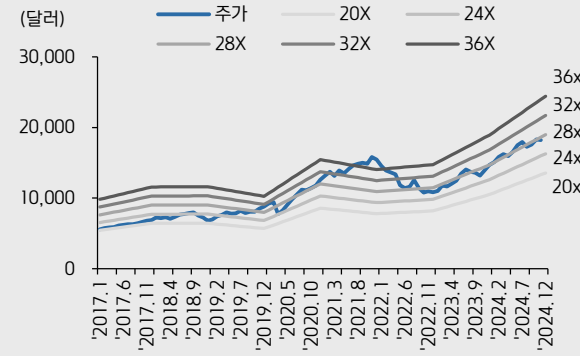


### S&P500 PER 밴드



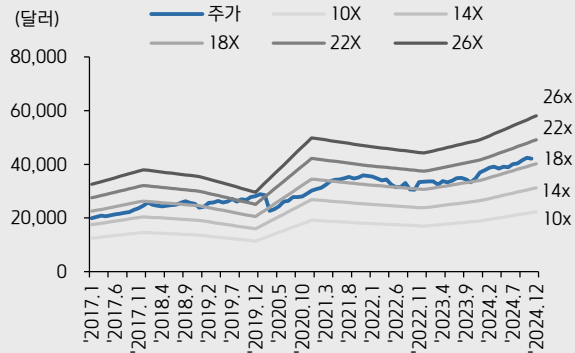
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### NASDAQ PER 밴드



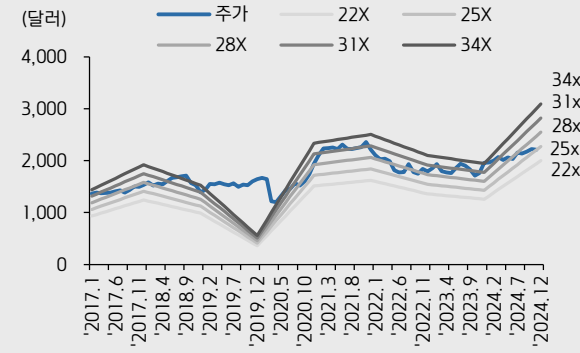
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### DOW PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### Russell2000 PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 2025년 추천 종목 리스트: 트럼프 2기와 시가 연장시킬 경기 확장 후반부



### 트럼프 2기, "규제완화"와 "경기확장" 효과를 동시에

테마	업종	종목	투자 포인트	시가총액 (\$min)	1M 수익률(%)	YTD 수익률(%)
AI/ 자율주행	IT	오토데스크(ADSK)	<ul style="list-style-type: none"> <li>수직적인 사업 모델 특성상 AI 소프트웨어 시장 경쟁 심화에도 선두적인 위치 유지할 가능성 높음</li> <li>제조업 및 건설업 업황 개선과 점진적인 금리 인하로 건설 수요 개선 기대</li> </ul>	66,592	10.0	27.2
	통신 서비스	우버 테크놀로지(UBER)	<ul style="list-style-type: none"> <li>차량 공유 시장 점유율 1위라는 강력한 플랫폼 네트워크 효과로 안정적인 모빌리티와 딜리버리 성장세 유지될 전망</li> <li>자율주행 시장 개화에 따른 성장 모멘텀 기대. 경쟁자이기보다는 전략적 협력 상대라는 점에 주목</li> </ul>	150,284	-17.3	15.9
방위/ 우주항공	산업재	제너럴 다이내믹스(GD)	<ul style="list-style-type: none"> <li>트럼프 당선으로 남중국해, 양안간 갈등이 높아질 경우, 해양 시스템에 대한 관심도가 높아질 것</li> <li>G700 출시로 Gulfstream 포트폴리오를 확장. 신형 항공기 인도되면서 잠재적인 매출 확장 기대, 상업용 비즈니스 항공 수요도 견조한 상황</li> </ul>	85,804	4.2	20.2
	산업재	트랜스다임(TDG)	<ul style="list-style-type: none"> <li>트럼프 당선으로 미국 정부의 방위 예산 증가세 기대되는 상황</li> <li>견조한 상업용 항공 수요와 신규 항공기 생산 회복도 수익성 확대의 배경. 독점 엔지니어링 부품 생산하기에 가격 결정력 높고 애프터마켓 서비스 시장에서도 지속적인 수익 창출 가능</li> </ul>	76,216	-3.9	41.5
	산업재	하우렛 에어로스페이스(HWM)	<ul style="list-style-type: none"> <li>금리인하와 여행 수요 증가, 연료 효율성 확대와 탄소 배출 감축 등 환경 트렌드 영향으로 신규 항공기 부품 주문 증가 기대</li> <li>트럼프 2기 미국 우선주의 기조 속 방위 예산 확대에 따른 정책 수혜주로도 분류 가능</li> </ul>	46,143	9.4	109.9
금융 규제완화	금융	골드만삭스(GS)	<ul style="list-style-type: none"> <li>트럼프 당선에 따른 금융 규제 완화 및 법인세 인하 효과로 캐피탈 시장이 가속화될 경우, 대형은행 가운데 투자은행 비중(67%)이 높은 동사에 수혜</li> <li>바젤3 최종안(Basel 3 Endgame) 폐기된다면 은행주 전반에 긍정적으로 작용할 수 있을 듯</li> </ul>	192,865	14.8	53.6
	금융	라자드(LAZ)	<ul style="list-style-type: none"> <li>트럼프 당선에 따른 금융 규제 완화 및 법인세 인하 효과로 캐피탈 시장이 가속화될 경우, 기업 M&amp;A 활발해질 수 있으며, 이에 중형 금융 자산사 및 운용사 수혜 높을 수 있음</li> <li>2025년 인원 감축을 통한 비용 통제도 진행할 계획으로 수익성 개선 기대되는 상황</li> </ul>	6,325	6.4	61.2
전력 수요 증가	유틸리티	비스트라에너지(VST)	<ul style="list-style-type: none"> <li>업종 특성상 방어적인 성격과 AI, 리쇼어링에 따른 전력 수요 급증으로 업사이드는 높아졌다는 측면에서 투자 포인트 훼손되기 어렵다고 판단</li> <li>인수를 통한 원자력 비중 확대 추진중, 천연가스, 석탄, 석유, 태양광 등 다양한 전력 포트폴리오 보유</li> </ul>	48,367	13.5	269.1

자료: 키움증권 리서치센터  
주: 2024.11.12 기준

## 일론 머스크가 주력하는 산업 = 트럼프 정부 규제 완화 방향?



### ◆ 실현 가능성보다는 방향성을 확인하자

- 트럼프는 연방정부 개혁 권고안을 제시하는 정부 효율성 위원회를 설립해 불필요한 규제를 없애고 낭비성 재정지출을 삭감할 것이며 이를 일론 머스크에 맡길 것이라 언급한 바 있음
- 산업 규제 완화 측면에서 일론 머스크가 영위하는 사업이 관여되고 그 속도가 빠를 가능성이 높다는 판단이며, 이로 인해 관련 산업의 수혜가 예상
- 다만 이는 방향성일 뿐 아직까지 구체적인 정책안이 발표되지 않았기에 실질적인 효과로 이어질지는 지켜볼 필요. 단편적인 규제 완화 수혜 기대감 보다는 전반적인 매크로 상황과 산업 본연의 성장성과의 교집합을 찾는 것이 중요

일론 머스크 관련 기업별 사업 모델

기업명	스페이스X	테슬라	보링 컴퍼니/ 하이퍼루프	OpenAI	뉴럴링크
영위 산업	<ul style="list-style-type: none"> <li>로켓발사</li> <li>통신</li> <li>위성 인터넷</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>전기차</li> <li>태양광</li> <li>자율주행</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>지하 터널</li> <li>인프라</li> <li>부동산</li> <li>화물운송</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AI</li> <li>머신러닝</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>인공 기관</li> <li>의료</li> <li>로봇</li> <li>군수</li> <li>뇌-컴퓨터 인터페이스 (BCI)</li> </ul>

자료: 언론종합, 키움증권 리서치센터

일론 머스크's 이니셔티브



자료: CBINSIGHTS, 키움증권 리서치센터





## ◆ 정도의 차이일 뿐, 미국 우선주의는 계속된다

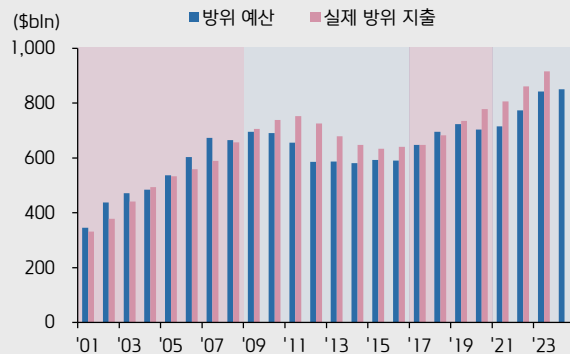
- 예산안은 대통령의 국정 인식과 정책방향을 가늠하는 지표, 실제 연방예산 편성은 의회의 권한이나 금번 선거에서 레드스윙(상하원 모두 승리) 영향으로 정치적 불확실성 크게 줄었다는 점이 포인트
- 트럼프 행정부 정책 방향은 1)국방과 국경 강화로 '강한 미국'을 완성하고, 2)친성장·규제완화 정책을 통한 경제 및 고용 확대 지속 하며, 3)미래를 위한 투자를 확대하는 것이 골자
- 과거 패탄상 공화당 집권 당시 방위 산업의 PER 프리미엄이 높았던 것으로 나타났으며, 국방 예산 증가는 우주항공 산업에도 긍정적
- 트럼프 당선으로 아시아태평양 전반으로 잠재적으로 발생할 수 있는 대외 갈등의 수준이 높아질 수 있으며, 지정학 리스크는 계속해서 대두될 수 밖에 없는 초당적 관심사

## 공화당 기간 방위 산업의 PER 프리미엄이 높은 경향

임기	선거	기간	대통령	상원	하원	중위값
1	2000	'01-'04	부시	Blue	Red	-2.3%
2	2004	'05-'08	부시	Red	Blue	6.7%
1	2008	'09-'12	오바마	Blue	Blue	-23.2%
2	2012	'13-'16	오바마	Blue	Red	-5.4%
1	2016	'17-'20	트럼프	Red	Blue	1.0%
1	2020	'21-'24	바이든	Blue	Red	-13.1%

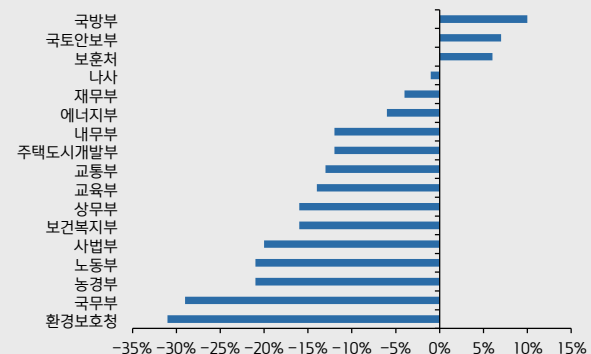
자료: Factset, Morgan Stanley, 키움증권 리서치센터

## 미국 방위 예산 및 지출 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주: 빨간 음영은 공화당, 파란 음영은 민주당 집권 기간

## 트럼프 1기 첫 예산안 변화



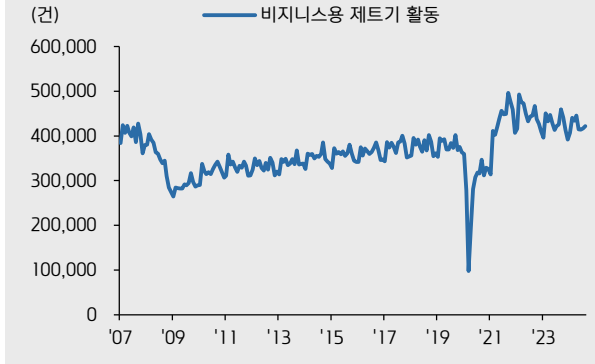
자료: Business Insider, 키움증권 리서치센터



### ◆ 견조한 상업용 항공 수요와 신규 항공기 생산 회복도 수익성 확대의 배경

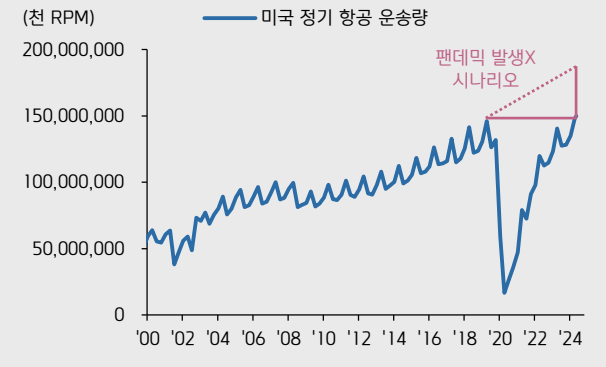
- 팬데믹, 보잉 파업 등 생산 차질 문제가 신규 항공기 인도를 제한 해온 가운데 2025년부터 본격적인 생산 회복 진행될 전망
- 반면 항공 교통 수요는 팬데믹 이후로 빠르게 회복세를 보이고 있으며, 아직 전 세계적으로 항공 이용 경험이 없는 인구 비중은 약 60%. 팬데믹 발생 이전의 성장세를 감안, 현재로서 잠재적인 항공 운송량 증가율은 최대 30%에 달할 수 있음
- 팬데믹 이후 비즈니스용 제트기 시장은 대폭 확장. 현재는 최고치 대비해서는 소폭 하락했지만 여전히 과거 대비 높은 수준을 유지하고 있는 상황

### 비즈니스용 제트기 활동 추이



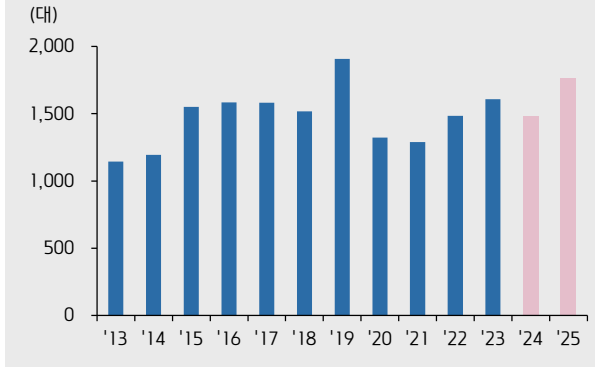
자료: FAA, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 아직 큰 항공 수요 회복의 Room



자료: 미국 교통부, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 항공기 인도량 회복 전망



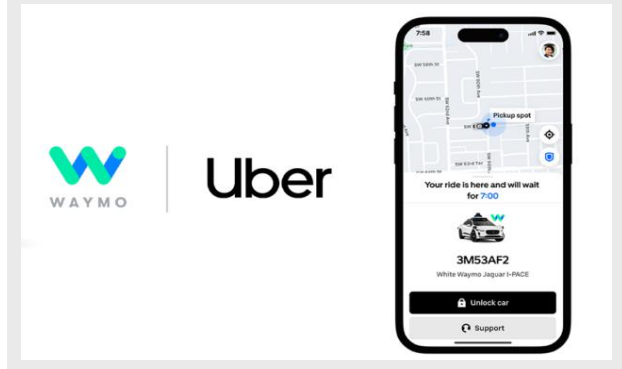
자료: Airbus, Boeing, Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주: 각 사 인도량 단순 합산, FY24, FY25는 볼로버그 추정치 기준



### ◆ 자율주행도 시대

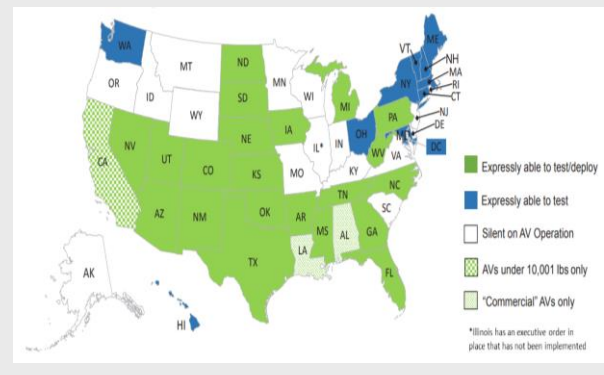
- 테슬라, 로보택시 공개. 트럼프 당선과 일론 머스크의 부상으로 자율주행이 다시 시장의 관심이 높아질 테마가 될 가능성 높다는 판단
- 규제 완화에 가속도가 붙게 되면 자율주행 시장은 더욱 빠르게 발전할 수 있음
- 특히 우버, 리프트와 같은 차량 공유 업체들의 경우, 경쟁자가 아닌 협력 상대로 인식된다는 점에서 자율주행 초기 시장 확장 및 투자 확대에 가장 수혜를 받을 수 있음. 또한 이들의 플랫폼 커뮤니티와 방대한 데이터베이스를 이용하는 것이 점유율 선점에 유리할 수 있기에 협력 가능성 높다 판단

### 우버 App에서 사용 가능한 웨이모(Waymo) 로보택시



자료: UBER, 키움증권 리서치센터

### 미국 주별 자율주행 법안 및 규제 현황



자료: Autonomous Vehicle Industry Association(AVIA), 키움증권 리서치센터  
주: Kentucky주도 2024년 6월부터 테스트/개발 단계 허용하기 시작. 현재 25개 지역 테스트/개발 단계 허용된 상황

### 테슬라 로보택시

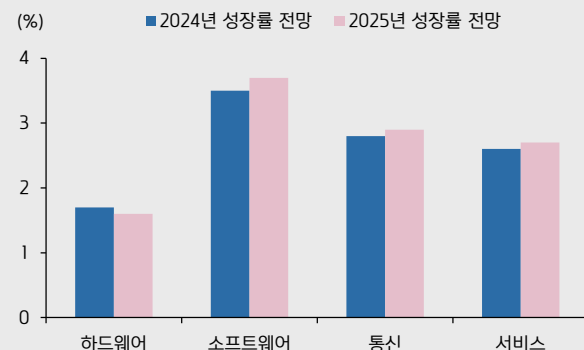


자료: TSLA, 키움증권 리서치센터

- 초거대 AI는 큰 규모의 데이터 학습을 통한 우수한 성능으로 모든 산업 분야에 응용 가능. 주도주가 변화할 뿐, AI라는 거대한 테마에 대한 시장의 열기는 지속될 가능성 높다는 판단
- 하드웨어가 어느 정도 갖춰지면 AI 산업에서는 킬러앱/온디바이스 등 AI 어플리케이션 측면에서의 혁신으로 새로운 테마 국면 나타날 수 있음(스마트폰 보급과 콘텐츠 시대 감안)
- 본래 반도체, 하드웨어, 소프트웨어 서비스 가운데 대부분의 경제적 가치는 소프트웨어 서비스에서 발생
- 하드웨어 발전에 따라 소프트웨어 업종 내 경쟁도 심화될 수 있으나 그중 독점적인 지위를 보유한 소프트웨어 기업에 주목할 필요

Company	Market Share (%)	Category
ASML	8.0	ASML
Peers	23.3	Peers
Semi	11.1	Semi
Peers	10.0	Peers
Semi	9.8	Semi
Peers	3.9	Peers
Peers	3.6	Peers
Non-Semi	45.0	Non-Semi
Non-Semi	78.7	Non-Semi
Non-Semi	78.6	Non-Semi
Non-Semi	46.8	Non-Semi
Non-Semi	41.1	Non-Semi
Non-Semi	24.9	Non-Semi
Non-Semi	11.7	Non-Semi
Non-Semi	7.0	Non-Semi
Non-Semi	2.6	Non-Semi
Non-Semi	1.0	Non-Semi

CIO 설문조사 결과, 2025 소프트웨어 기대가 가장 높음



## 파괴적 혁신에 따른 비즈니스 사이클

The History of

# INNOVATION CYCLES

Source: Edizioni Lulu

**FIRST WAVE**

- Water power
- Textiles
- Iron

**SECOND WAVE**

- Steam power
- Rail
- Steel

**THIRD WAVE**

- Electricity
- Chemicals
- Internal-combustion engine

**FOURTH WAVE**

- Petrochemicals
- Electronics
- Aviation

**FIFTH WAVE**

- Digital network
- Software
- New media

**SIXTH WAVE**

- AI & IoT
- Robots & drones
- Clean tech

Timeline: 1795, 1845, 1900, 1950, 1990, 2020

60 YEARS, 55 YEARS, 50 YEARS, 40 YEARS, 30 YEARS, 25 YEARS

## 키움증권



## ◆ 독립발전사업자(IPP)의 중요성 부각

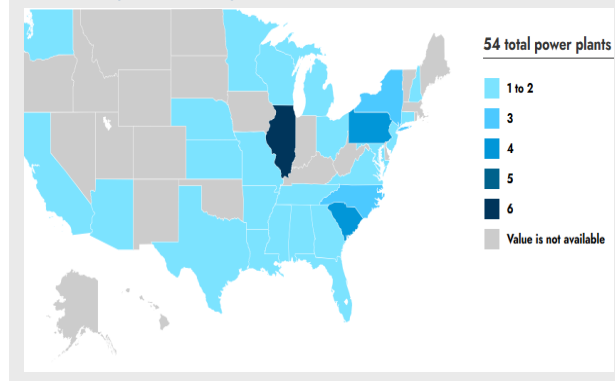
- AI와 리쇼어링이 촉발한 전력 수요 급증과 공급 부족에 따라 전력 생산 및 판매 기업인 독립발전사업자(IPP) 중요성 부각
- 글로벌 부동산 서비스 업체 JLL은 24년 상반기 기준 미국 내 5.3GW 규모의 데이터센터가 건설중이며, 22.2GW가 건설 예정이라 밝힘
- 트럼프 당선으로 신재생에너지 특히 풍력의 경우, 단기적으로 정책 불확실성에 변동성 높아질 수 있으나, 주요 전력 수요자인 빅테크 기업들은 탈탄소 기조를 이어가고 있다는 점에 주목할 필요. 기존 화력 발전소는 계속해서 폐쇄되고 있는 추세
- 원자력과 천연가스가 전력원으로 각광 받고 있으나 미국 내 원전 절대적으로 부족. 태양광 계속해서 주목해볼 만하다고 생각

## 주요 빅테크 최근 실적 발표 중 CAPEX 투자 내용 정리

기업	CAPEX 투자 관련 내용
구글	3분기 데이터센터, 네트워킹 장비 서버 투자 목적으로 130억 달러 투입 4분기에도 3분기와 유사한 규모로 투자할 예정 3분기에만 향후 데이터센터에 70억 달러 투자할 계획이라 발표
마이크로소프트	3분기 200억 달러 투입 클라우드와 AI 수요에 따라 CAPEX 투자 점진적인 증가할 것으로 기대
메타 플랫폼스	AI 투자에는 인프라 투자가 동반될 수 밖에 없으며 계속해서 투자할 예정 3분기 서버, 데이터센터, 네트워킹 인프라 구축을 위해 92억 달러 투입 2024년 연간으로 380억에서 400억 달러 투입 예상
아마존	연간 누적 519억 달러 투입 2024년 연간으로 약 750억 달러 투입 예정 CAPEX 투자 대부분은 AWS와 관련된 기술적 인프라 구축에 사용

자료: EIA, 키움증권 리서치센터

## 현재 미국 내 원자력 발전소 개수는 54곳에 불과



자료: US Energy Information Administration, 키움증권 리서치센터

## 단위별 전력 가격 추이



자료: U.S. Department of Energy, 키움증권 리서치센터



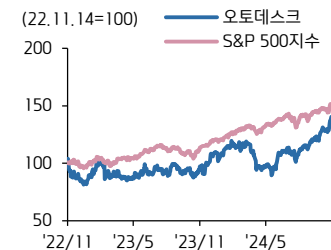
블룸버그 목표주가	USD 299.85
현재 주가 (11/11)	USD 313.89

## Stock Data

산업분류	소프트웨어
세부업종	애플리케이션SW
거래소	NASDAQ
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,001.35
시가총액(min)	67,486.4
유통주식수(min)	215.0
52주 최고	314.70
52주 최저	195.32
일평균거래량	1,306,458

## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	28.9	11.4	44.1	49.1
S&P 500	25.8	3.2	14.9	35.9



◆ **기업 개요:** 오토데스크는 건축, 엔지니어링, 건설, 미디어, 엔터테인먼트, 제조 등 다양한 분야의 소프트웨어를 개발 및 공급하는 기업. 대표 제품으로 AutoCAD, 3D Studio, 3ds Max, Maya 등을 보유하고 있으며, 2002년 Revit을 인수해 빌딩 인포메이션 모델링(BIM) 시장에 진출, Fusion 360이라는 플랫폼을 구축해 건설 프로젝트를 위한 수직적인 솔루션을 제공. 현재 BIM Design 시장 내 점유율 약 50%로 선두적 지위 보유

◆ **투자 포인트:** 1)동사의 수직적인 사업 모델 특성상 높은 점유율과 경쟁력을 기반으로 한 안정적인 수익 창출 가능하다는 점에서 소프트웨어 시장 경쟁 심화에도 선두적인 위치 유지할 것으로 예상. 또한 Autodesk AI 기술 발전에 따른 추가적인 소프트웨어 업그레이드와 마진 확대 선언을 감안, 장기적으로 제품 가격 인상 및 비용 통제를 통해 수익성 확대 전망. 실제로 동사는 올해 제조 플랫폼 Fusion의 기본 가격을 25% 인상했으며, 새로운 AI 기능을 통해 엔지니어의 시간 30~40%를 절약할 수 있다며 AI의 생산성 향상을 강조. 2)건설 활동의 주요 선행지표인 ABI(건축 매출 지수, Architecture Billing Index)가 여전히 50을 하회하며 약세 유지하고 있으나, 세부 선행 지표인 문의 및 설계 항목의 경우 2분기 이후 개선 조짐이 나타나고 있는 상황. 매크로 환경(제조업과 건설 방면)이 개선되고 금리 인하 점진적으로 이뤄진다면 건설 수요가 개선되며 동사에 긍정적으로 작용할 수 있다는 판단

◆ **실적 및 밸류에이션:** 동사는 FY2Q25 실적 컨퍼런스콜에서 '업계 최고 GAAP 마진 달성'이라는 목표를 발표. 이를 바탕으로 GAAP 기준 영업이익률이 현재 22%에서 약 7%p 상승할 수 있다는 추정 가능. 동사의 마케팅 비용이 매출의 30%를 차지한다는 측면(타 피어 약 20% 수준)에서도 향후 비용 통제를 통한 마진 확대 가능성 높다는 판단. 12m fwd PER은 최근 증시 상승 랠리로 31배까지 빠르게 상승했으나 3개년 평균(34배) 대비 소폭 낮은 상황

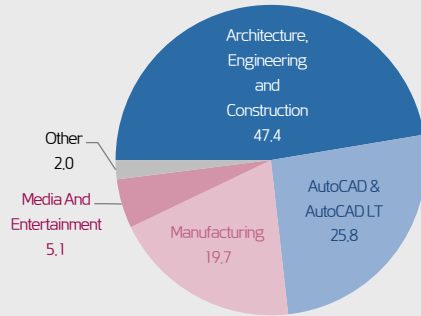
## Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	5,005	5,497	6,104	6,831
영업이익	1,785	1,962	2,176	2,399
영업이익률(%)	35.7	35.7	35.6	35.1
순이익	1,785	1,642	1,795	1,985
EPS	6.63	7.60	8.28	9.18
증가율	30.8	14.6	8.9	10.9
PER	55.3	57.4	37.9	34.2
PBR	40.4	29.3	27.1	17.3
ROE	82.5	60.4	67.6	48.4
배당지표수익률	-	-	-	-

주: 컨센서스는 2024.10.11 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

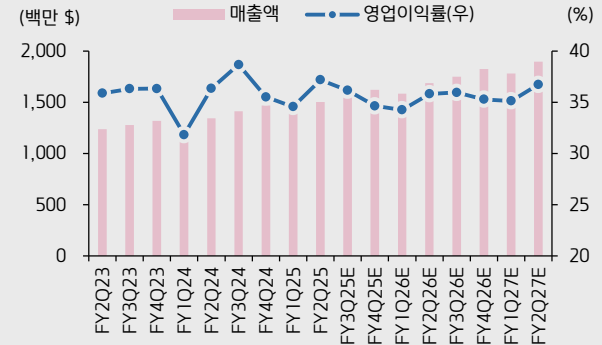


ADSK 사업부별 매출액 추이



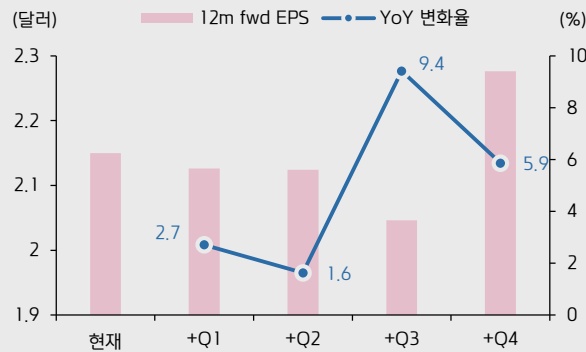
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

ADSK 분기 매출액 및 영업이익률 추이



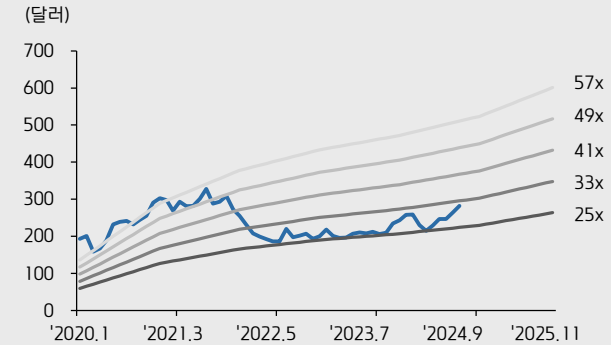
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

ADSK 12M Fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

ADSK 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 오토데스크(ADSK)



### 손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	3,274	3,790	4,386	5,005	5,497
매출원가	325	337	419	480	511
매출총이익, GAAP	2,949	3,453	3,968	4,525	4,986
판매비	1,716	1,854	2,195	2,277	2,443
연구개발비	854	932	1,115	1,219	1,373
영업이익, GAAP	803	1,112	1,397	1,785	1,962
영업외 (이익)손실	48	82	53	43	-8
세전이익, GAAP	754	1,071	1,149	1,742	736
법인세비용	80	-662	68	123	230
당기순이익, GAAP	215	1,208	497	823	906
EPS, GAAP	0.98	5.51	2.26	3.81	4.23
희석 EPS, GAAP	0.96	5.44	2.24	3.78	4.19
영업이익, 조정	803	1,112	1,397	1,785	1,962
당기순이익, 조정	198	530	1,126	1,785	1,642
EBITDA	857	1,167	1,454	2,028	2,101

### 현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	1,415	1,437	1,531	2,071	1,313
감가상각비, 무형자산상각비	127	124	148	150	139
운전자본 변동	-205	102	-202	-106	5
투자활동으로 인한 현금흐름	-57	-404	-1,595	-143	-502
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-53	-96	-67	-46	-61
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-467	-1,047	-169	-1,487	-852
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-1	-450	997	-350	0
자사주매입	-349	-438	-965	-977	-665
현금증가	889	-3	-244	419	-55
기초현금	886	1,775	1,772	1,528	1,947
기말현금	1,775	1,772	1,528	1,947	1,892
FCF	1,362	1,346	1,475	2,031	1,282
FCFF	—	—	—	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	6,179	7,280	8,607	9,438	9,912
유동자산	2,659	2,626	2,764	3,341	3,579
현금 및 현금성자산	1,844	1,776	1,764	2,072	2,246
매출채권	652	643	716	961	876
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,520	4,654	5,843	6,097	6,333
유형자산	601	610	467	389	345
무형자산	2,516	2,906	4,098	4,032	4,059
부채총계	6,318	6,314	7,758	8,293	8,057
유동부채	3,219	3,255	4,009	4,000	4,351
매입채무	541	665	699	681	769
단기성부채	498	71	436	85	67
비유동부채	3,099	3,060	3,748	4,293	3,706
장기성부채	2,047	2,033	2,624	2,581	2,559
자본총계	-139	966	849	1,145	1,855

### 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	6.55	31.88	11.33	16.44	16.48
영업이익률	10.48	16.60	14.08	19.76	20.52
EBITDA 마진	17.01	22.54	19.70	24.46	24.34
ROE	—	—	54.78	82.54	60.40
ROA	3.93	17.95	6.26	9.12	9.36
ROIC	11.44	52.81	19.42	28.21	28.47
부채비율	—	217.98	360.38	232.84	141.56
순차입금비용	—	34.01	147.27	42.97	7.87
EBITDA/현금지급이자	8.22	13.63	15.03	14.23	19.39
현금비용	57.27	54.57	44.00	51.80	51.62
유동비용	82.61	80.67	68.93	83.53	82.26
PER	217.51	116.30	102.95	55.35	57.36
PBR	—	63.10	64.19	40.40	29.28
EV/EBIT	122.37	95.47	88.69	46.77	48.28
EV/EBITDA	78.78	71.70	64.53	38.20	40.70





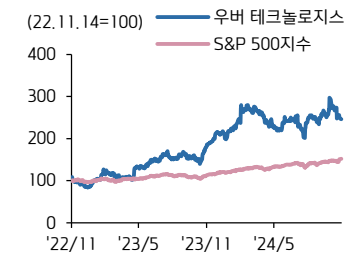
블룸버그 목표주가	USD 90.67
현재 주가 (11/11)	USD 71.65

## Stock Data

산업분류	미디어
세부업종	인터넷 미디어 & 서비스
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,001.35
시가총액(min)	150,874.1
유통주식수(min)	2,105.7
52주 최고	87.00
52주 최저	50.72
일평균거래량	15,547,652

## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	16.4	-17.0	7.0	38.9
S&P 500	25.8	3.2	14.9	35.9



◆ **기업 개요:** 우버 테크놀로지스는 북미, EMEA, 아시아, 남미 등 글로벌 70개국에서 모빌리티(승차 서비스) 및 딜리버리(배달 서비스) 플랫폼 사업을 영위하는 기업. 사업부는 모빌리티, 딜리버리, 화물로 나뉘며 모빌리티 매출 비중이 57%로 가장 높음, 그 뒤로 딜리버리(31%), 화물(12%) 순

◆ **투자 포인트:** 1)3년 중기 전망치를 보면, 총거래액은 CAGR 15~20%, 조정 EBITDA는 CAGR 30~40%, FCF/EBITDA 전환율은 90% 이상으로 지속가능한 성장 제시하고 있다는 점이 긍정적. 2)동사는 알파벳 산하 Waymo, GM Cruise 등 자율주행 업체들과의 전략적인 협력을 적극적으로 추진. 금번 알파벳 실적 발표에서 Waymo에 대한 대대적인 투자와 성장을 강조한 점과 테슬라의 로보택시 사업 진출에서도 엿볼 수 있듯이 자율주행에 대한 투자가 활발히 이뤄지고 있는 상황. 미국 차량 공유 시장 점유율 1 위(약 80%)라는 대규모 네트워크를 보유하고 있다는 점에서 자율주행 업체들에게 경쟁자이기 보다는 유리한 전략적 협력 상대가 될 수 있다는 점에 주목할 필요. 실제로 2025년부터 애들란타와 오스틴 지역에서는 Uber 앱을 통해 독점적으로 Waymo 이용 가능

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY3Q24(9 월말) 실적은 모든 실적 지표 컨센서스 상회하며 플랫폼 네트워크 효과와 서비스 혁신을 증명. 다만 영업지표(총거래액과 운행 수)가 컨센서스를 하회했던 점이 시장에서는 민감하게 반응. 다만 이는 시장 기대치가 높았던 것으로 YoY, QoQ 기준으로는 계속해서 성장세를 이어갔고 FY4Q24 가이던스도 부합하는 수준이었기에 낙폭 과도했다는 판단. 현재 12m fwd PER은 27배로 최근 2개년 PER 평균인 29배를 하회하는 수준. 탄탄한 플랫폼 네트워크를 기반으로 한 본업(모빌리티, 딜리버리) 성장세와 로보택시라는 추가 모멘텀 감안, 주가 우상향 기대

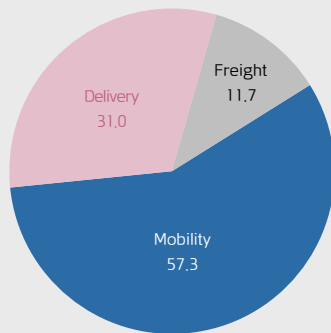
## Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	31877	37,281	43,754	50,759
영업이익	-1832	1,110	3,228	6,092
영업이익률(%)	-6	3.0	7.4	12.0
순이익	-9141	1,887	4,435	5,477
EPS	-5	0.87	2.09	2.75
증가율	1503	-118.7	140	32
PER	-	233.0	34.3	26.0
PBR	6.1	11.3	9.2	6.8
ROE	-78.7	19.5	28.6	28.4
배당지표수익률	-	-	-	-

주: 컨센서스는 2024.11.11 블룸버그 기준, GAAP 기준

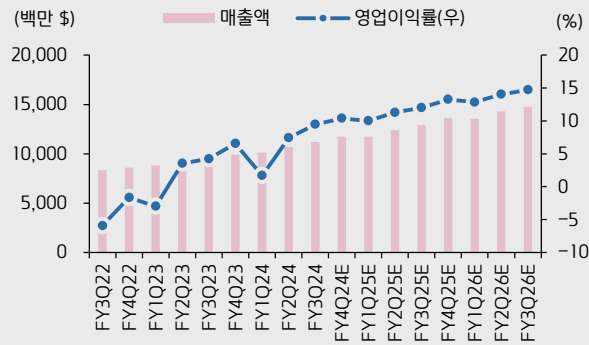


UBER 사업부별 매출액 추이



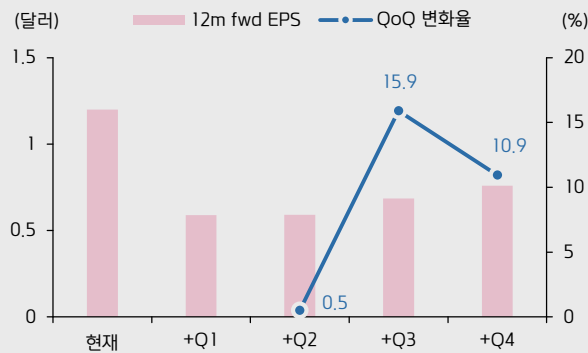
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

UBER 분기 매출액 및 영업이익률 추이



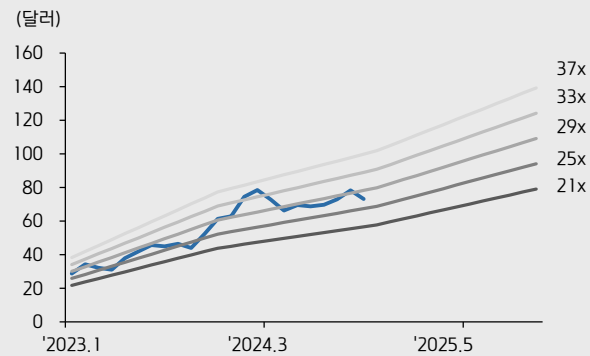
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

UBER 12M Fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

UBER 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

# 우버 테크놀로지스(UBER)



## 손익계산서

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액	13,000	11,139	17,455	31,877	37,281
매출원가	6,061	5,154	9,351	19,659	22,457
매출총이익, GAAP	6,939	5,985	8,104	12,218	14,824
판매비	7,925	6,249	7,105	7,892	7,038
연구개발비	4,836	2,109	1,980	2,798	3,147
영업이익, GAAP	-2,253	-4,863	-3,834	-1,832	1,110
영업외 (이익)손실	-163	2,083	-2,809	7,594	-1,211
세전이익, GAAP	-8,433	-6,946	-1,025	-9,426	2,321
법인세비용	45	-192	-492	-181	213
당기순이익, GAAP	-8,506	-6,768	-496	-9,141	1,887
EPS, GAAP	-6.81	-3.86	-0.26	-4.64	0.93
희석 EPS, GAAP	-6.81	-3.86	-0.29	-4.65	0.87
영업이익, 조정	-1,067	-1,078	370	1,713	4,052
당기순이익, 조정	-8,169	-4,842	-496	-9,141	2,032
EBITDA	-2,725	-2,528	-774	1,713	4,052

## 현금흐름표

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
영업활동으로 인한 현금흐름	-4,321	-2,745	-445	642	3,585
감가상각비, 무형자산상각비	472	575	902	947	823
운전자본 변동	-1,508	439	633	-135	-141
투자활동으로 인한 현금흐름	-790	-2,869	-1,201	-1,637	-3,226
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-588	-616	-298	-252	-223
유, 무형자산 처분	51	3	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	8,939	1,379	1,780	15	-95
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	1,024	986	924	-264	-47
자사주매입	9,448	372	755	347	130
현금증가	3,824	-4,327	65	-1,128	327
기초현금	8,243	11,718	7,740	7,805	6,677
기말현금	12,067	7,391	7,805	6,677	7,004
FCF	-4,909	-3,361	-743	390	3,362
FCFF	-	-	-	-	3,937

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
자산총계	31,761	33,252	38,774	32,109	38,699
유동자산	13,925	9,882	8,819	9,249	11,297
현금 및 현금성자산	11,313	6,827	4,295	4,311	5,407
매출채권	1,214	1,073	2,439	2,779	3,404
채고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	17,836	23,370	29,955	22,860	27,402
유형자산	3,325	3,088	3,241	3,531	3,314
무형자산	238	7,673	10,832	10,137	9,576
부채총계	16,578	19,498	23,425	23,605	26,017
유동부채	5,639	6,865	9,024	8,853	9,454
매입채무	4,322	5,347	7,397	6,960	7,248
단기성부채	361	352	376	316	346
비유동부채	10,939	12,633	14,401	14,752	16,563
장기성부채	7,373	9,224	10,963	11,222	11,331
자본총계	15,183	13,754	15,349	8,504	12,682

## 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
보통주 순이익률	-65.43	-60.76	-2.84	-28.68	5.06
영업이익률	-66.12	-43.66	-21.97	-5.75	2.98
EBITDA 마진	-60.04	-34.19	-15.11	-1.88	5.99
ROE	-	-48.62	-3.53	-78.74	19.53
ROA	-30.52	-20.82	-1.38	-25.79	5.33
ROIC	-47.16	-22.20	-11.13	-13.40	4.74
부채비율	52.00	73.85	74.87	142.90	103.80
순차입금비율	-23.57	19.99	45.89	84.98	49.44
EBITDA/현금지급이자	-23.51	-9.24	-5.88	-1.17	3.55
현금비율	200.62	99.45	47.60	48.70	57.19
유동비율	246.94	143.95	97.73	104.47	119.49
PER	-	-	-	-	233.03
PBR	3.43	7.28	5.40	6.14	11.34
EV/EBIT	-	-	-	-	110.00
EV/EBITDA	-	-	-	-	60.58

## 제너럴 다이내믹스(GD)



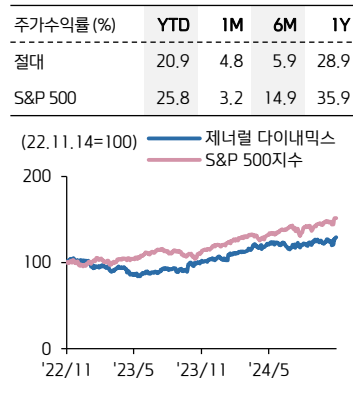
US Equity 조민주 mj33463@kiwoom.com

블룸버그 목표주가	USD 332.67
현재 주가 (11/11)	USD 313.91

### Stock Data

산업분류	산업재
세부업종	우주항공&국방
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,001.35
시가총액(min)	86,315.4
유통주식수(min)	275.0
52주 최고	315.93
52주 최저	243.53
일평균거래량	1,153,618

### Performance & Price Trend



◆ **기업 개요:** 제너럴 다이내믹스는 상업용 비즈니스 항공에서부터 전투 차량, 무기 시스템 및 탄약, 조선 IT 서비스, C4ISR 솔루션까지 전방위적인 항공우주/방산 제품 및 서비스 포트폴리오 보유한 기업. 사업부별로는 항공우주, 해양 시스템, 전투 시스템, 기술 총 4개 부문을 운영하고 있으며, 미국 3대 방위산업체(록히드 마틴, 노스롭 그루만) 중 하나

◆ **투자 포인트:** 1)트럼프 당선으로 아시아태평양 전반으로 잠재적으로 발생할 수 있는 대외 갈등의 수준이 높아질 수 있으며, 지정학 리스크는 계속해서 대두될 수 밖에 없는 초당적 관심사. 미국 정부의 방위 예산 증가세 기대되는 상황이며, 동사의 경우 항공기와 미사일 외에도 육상 전투 차량과 구축함 및 핵잠수함, IT(C4ISR) 등 전반적인 솔루션 보유하고 있다는 측면에서 러-우, 중동을 넘어 이제 중국을 둘러싼 남중국해, 양안간 갈등이 높아질 경우, 해양 시스템에 대한 관심도가 높아지면서 수혜 가능성. 또한 동사는 고도화된 첨단 무기에 집중하는 록히드 마틴과 노스롭 그루만 대비 단순한 방위 사업 제품(탄약, 탱크, 장갑차 등) 보유하고 있다는 측면에서 빠른 외형 성장이 가능. 2)G700 출시로 Gulfstream 포트폴리오를 확장. 신형 항공기 인도되면서 잠재적인 매출 확장 기대되며, 상업용 비즈니스 항공 수요도 견조한 상황

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY3Q24 실적은 허리케인과 부품 납품 지연 영향으로 G700 인도가 지연되면서 컨센서스를 하회. 다만 이는 일회성 요인으로 Gulfstream에 대한 수요 전망 여전히 긍정적이며, 안정적인 대차대조표 감안, 상승 여력 여전히 존재한다는 판단. 현재 12m fwd PER는 19배로 5개년 평균(16배)보다 높음

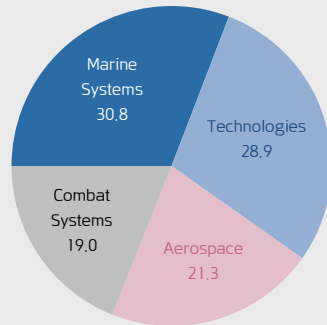
### Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	39,407	42,272	47,837	50,458
영업이익	4,211	4,245	4,910	5,544
영업이익률(%)	10.7	10.0	10.3	11.0
순이익	3,390	3,315	3,856	4,396
EPS	12.19	12.02	13.92	16.09
증가율	5.5	-1.4	15.8	15.6
PER	20.4	21.6	22.5	19.5
PBR	3.7	3.3	3.8	3.5
ROE	18.7	16.6	17.5	19.0
배당지표수익률	1.8	1.8	1.8	1.9

주: 컨센서스는 2024.11.11 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

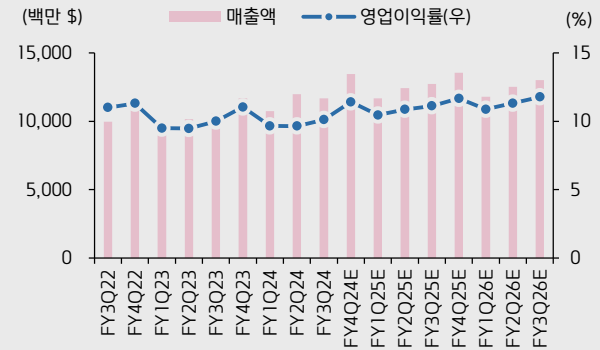


GD 사업부별 매출액 추이



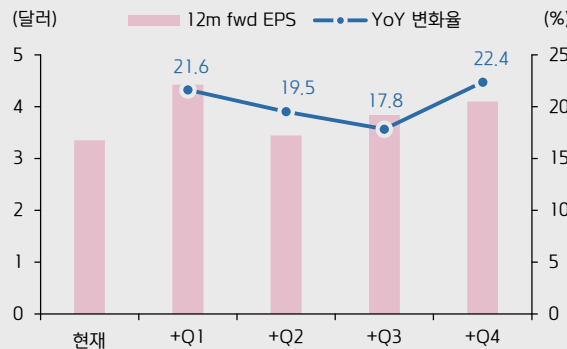
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

GD 분기 매출액 및 영업이익률 추이



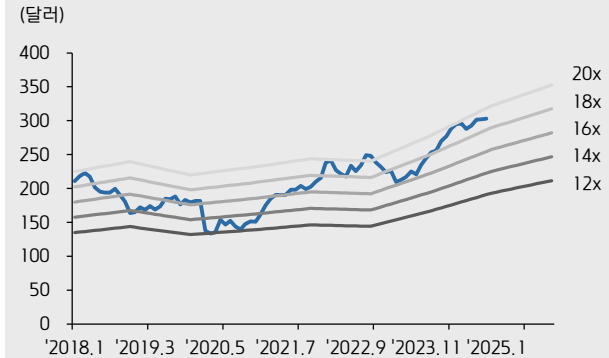
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

GD 12M Fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

GD 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 제너럴 다이내믹스(GD)



### 손익계산서

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액	39,350	37,925	38,469	39,407	42,272
매출원가	32,363	31,600	32,061	32,785	35,600
매출총이익, GAAP	6,987	6,325	6,408	6,622	6,672
판매비	1,951	1,818	1,830	1,931	1,917
연구개발비	466	374	415	480	510
영업이익, GAAP	4,648	4,133	4,163	4,211	4,245
영업외 (이익)손실	368	395	290	175	261
세전이익, GAAP	4,202	3,738	3,873	4,036	3,984
법인세비용	718	571	616	646	669
당기순이익, GAAP	3,484	3,167	3,257	3,390	3,315
EPS, GAAP	12.09	11.04	11.61	12.31	12.14
희석 EPS, GAAP	11.98	11	11.61	12.19	12.02
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	3,484	3,167	3,257	3,390	3,315
EBITDA	5,477	5,011	5,053	5,095	4,853

### 현금흐름표

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
영업활동으로 인한 현금흐름	2,981	3,858	4,271	4,579	4,710
감가상각비, 무형자산상각비	829	878	890	884	863
운전자본 변동	-1,602	-204	636	680	635
투자활동으로 인한 현금흐름	-994	-974	-882	-1,489	-941
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-987	-967	-887	-1,114	-904
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-2,048	-962	-4,610	-3,451	-3,098
지급배당금	-1,152	-1,240	-1,315	-1,369	-1,428
차입금의 증가(감소)	-559	1,019	-1497	-1,000	-1,250
자사주매입	-231	-587	-1828	-1229	-434
현금증가	-61	1,922	-1221	-361	671
기초현금	963	902	2,824	1,603	1,242
기말현금	902	2,824	1,603	1,242	1,913
FCF	1,994	2,891	3,384	3,465	3,806
FCFF	2,385	3,305	3,746	3793	4,138

### 재무상태표

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
자산총계	49,349	51,308	50,073	51,585	54,810
유동자산	20,288	21,543	19,987	21,063	23,615
현금 및 현금성자산	902	2,824	1,603	1,242	1,913
매출채권	3,544	3,161	3,041	3,008	3,004
채고자산	6,306	5,745	5,340	6,322	8,578
비유동자산	29,061	29,765	30,086	30,522	31,195
유형자산	5,907	6,428	6,674	7,163	6,198
무형자산	21,992	22,170	22,076	22,158	22,242
부채총계	35,371	35,647	32,432	33,017	33,511
유동부채	16,801	15,964	13,978	15,341	16,432
매입채무	3,162	2,952	3,167	3,398	3,095
단기성부채	3,239	3,333	1,342	1,541	832
비유동부채	18,570	19,683	18,454	17,676	17,079
장기성부채	10,548	11,399	11,833	10,797	10,251
자본총계	13,978	15,661	17,641	18,568	21,299

### 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
보통주 순이익률	8.85	8.35	8.47	8.60	7.84
영업이익률	11.61	10.90	10.82	10.69	10.04
EBITDA 마진	14.53	14.03	13.93	13.67	12.80
ROE	27.10	21.37	19.56	18.72	16.63
ROA	7.35	6.29	6.43	6.67	6.23
ROIC	14.30	11.62	10.57	10.08	12.69
부채비율	98.63	94.07	74.68	66.45	52.04
순차입금비율	92.18	76.04	65.60	59.76	43.05
EBITDA/현금지급이자	13.18	11.59	12.37	14.06	—
현금비율	5.37	17.69	11.47	8.10	11.64
유동비율	120.75	134.95	142.99	137.30	143.71
PER	14.72	13.53	18.05	20.35	21.60
PBR	3.65	2.72	3.28	3.67	3.34
EV/EBIT	13.86	13.06	16.52	18.61	18.60
EV/EBITDA	11.19	10.25	12.96	14.70	14.82

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



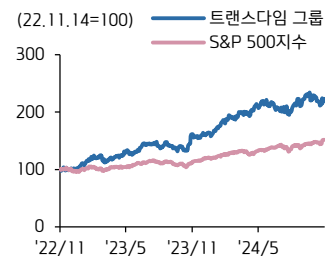
블룸버그 목표주가	USD 1,513.81
현재 주가 (11/11)	USD 1,374.76

## Stock Data

산업분류	산업재
세부업종	우주항공&국방
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,001.35
시가총액(min)	77,303.4
유통주식수(min)	56.2
52주 최고	1,424.68
52주 최저	895.50
일평균거래량	192,994

## Performance &amp; Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	43.5	-2.5	10.8	51.6
S&P 500	25.8	3.2	14.9	35.9



◆ **기업 개요:** 트랜스다임은 현재 서비스 중인 대부분의 상업용 및 방산 항공기에 사용되는 고도의 엔지니어링 항공기 부품을 설계, 생산 및 공급하는 기업. 항공기 부품 시장에서 독자 개발 및 독점 공급을 통해 강력한 가격 결정력을 보유하고 있다는 점이 특징이며, 제품의 약 90%가 독자적인 기술을 적용

◆ **투자 포인트:** 1)트럼프 당선으로 아시아태평양 전반으로 잠재적으로 발생할 수 있는 대외 갈등의 수준이 높아질 수 있으며, 지정학 리스크는 계속해서 대두될 수 밖에 없는 초당적 관심사. 미국 정부의 방위 예산 증가세 기대되는 상황. 2)금리인하와 여행 수요 증가로 항공기 부품 주문도 함께 증가할 것으로 기대됨에 따라 동사의 매출액 및 영업 이익률 개선 전망. 실제로 2024년 미국 항공 여행(미국 공항 보안 검색대 통과 평균 여행객 수 기준)은 팬데믹 이전 수준을 뛰어넘으며 기록 경신 중. 견조한 상업용 항공 수요와 신규 항공기 생산 회복도 수익성 확대의 배경. 팬데믹, 보잉 파업 등 생산 차질 문제가 신규 항공기 인도를 제한해온 가운데 2025년부터 본격적인 생산 회복 진행될 전망. 특히 동사는 매출의 96%가 항공 시장 전용 전력 및 제어, 기체 부문이며 해당 제품을 독자 개발 및 독점 공급하기에 맞춤형으로 인한 라인 효과 발생. 항공기 작동에 필요한 고도의 엔지니어링 부품을 생산하기에 애프터마켓 서비스 시장에서도 지속적인 수익 창출 가능하며 높은 가격 결정력 보유하고 있다는 점이 긍정적

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY3Q24 실적은 상업용 애프터마켓에 대한 강한 수요 배경과 동사의 독점적 지위를 바탕으로 대체로 컨센서스 상회. FY2025 가이드스는 조정 EPS 제외 컨센서스 부합하는 모습. 보잉과의 OEM 계약 협상에서 잠재적인 상승 가능성 있다고 예상하며 긍정적인 의견 제시. 현재 12m fwd PER는 34배로 5개년 평균(34배) 수준

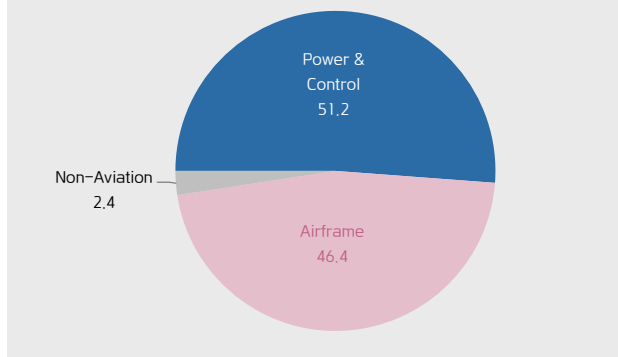
## Company Earnings &amp; Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	6,585	7,940	8,926	9,664
영업이익	3,127	3,861	4,201	4,629
영업이익률(%)	47.5	48.6	47.1	47.9
순이익	1,477	1,715	2,233	2,557
EPS	25.84	33.99	38.25	43.60
증가율	50.8	31.5	12.5	14.0
PER	36.7	52.6	35.9	31.5
PBR	-	-	-	-
ROE	-	-	-	-
배당지표수익률	8.0	8.0	2.3	0.0

주: 컨센서스는 2024.11.11 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

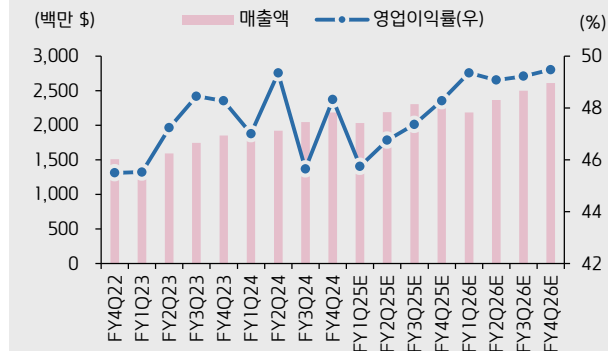


TDG 사업부별 매출액 추이



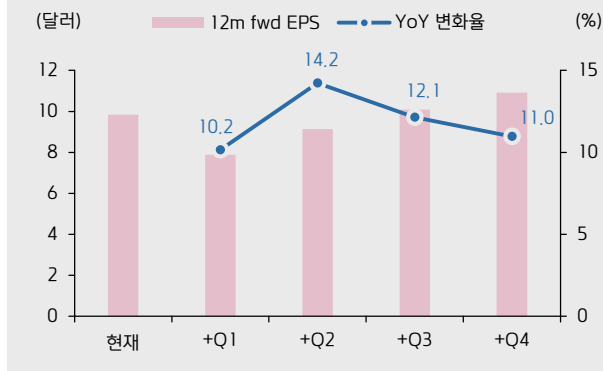
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

TDG 분기 매출액 및 영업이익률 추이



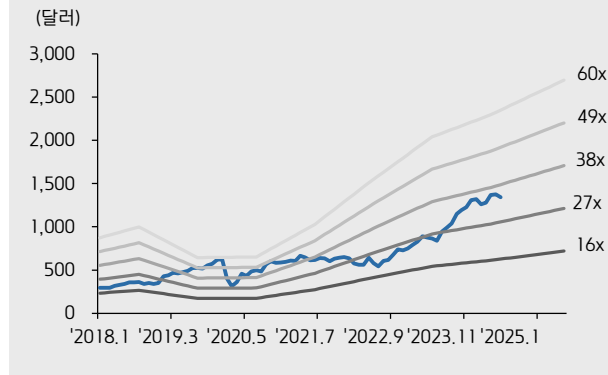
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

TDG 12M Fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

TDG 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



# 트랜스다임(TDG)



## 손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	5,103	4,798	5,429	6,585	7,940
매출원가	2,456	2,285	2,330	2,743	3,268
매출총이익, GAAP	2,647	2,513	3,099	3,842	4,672
판매비	596	579	653	675	873
연구개발비	131	106	95	105	107
영업이익, GAAP	1,977	1,936	2,393	3,127	3,861
영업외 (이익)손실	1,011	976	1,088	1,207	1,316
세전이익, GAAP	966	877	1,178	1,716	2,215
법인세비용	87	34	261	417	500
당기순이익, GAAP	468	608	780	1,260	1,715
EPS, GAAP	8,9703	10.3938	13.40	22.03	25.62
희석 EPS, GAAP	8.14	10.41	13.38	22.03	25.62
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	614	634	938	1,477	1,715
EBITDA	2,278	2,189	2,646	3,395	4,173

## 현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	1,213	913	948	1,375	2,045
감가상각비, 무형자산상각비	283	253	253	268	312
운전자본 변동	129	-91	-204	-387	-242
투자활동으로 인한 현금흐름	799	-785	-553	-900	-2,441
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-105	-105	-119	-139	-165
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	1,230	-70	-2,148	-16	3,171
지급배당금	-1,928	-73	-1,091	-38	-2,038
차입금의 증가(감소)	3,072	-125	-275	-173	4,972
자사주매입	97	128	-780	215	245
현금증가	3,250	70	-1786	471	2,789
기초현금	1,467	4,717	4,787	3,001	3,472
기말현금	4,717	4,787	3,001	3,472	6,261
FCF	1,108	808	829	1,236	1,880
FCFF	—	—	—	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	18,395	19,315	18,107	19,970	25,586
유동자산	6,960	7,030	5,649	6,738	10,029
현금 및 현금성자산	4,717	4,787	3,001	3,472	6,261
매출채권	720	791	967	1,230	1,381
재고자산	1,283	1,185	1,332	1,616	1,876
비유동자산	11,435	12,285	12,458	13,232	15,557
유형자산	855	864	892	1,319	1,549
무형자산	10,499	11,359	11,391	11,735	13,865
부채총계	22,363	22,225	21,873	21,948	31,869
유동부채	1,616	1,663	1,426	1,579	6,339
매입채무	967	1,015	980	1,133	5,729
단기성부채	649	648	446	441	609
비유동부채	20,747	20,562	20,447	20,369	25,530
장기성부채	19,526	19,549	19,584	19,569	24,595
자본총계	-3,968	-2,910	-3,766	-1,978	-6,283

## 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	13.70	14.17	15.95	19.71	21.59
영업이익률	34.31	35.24	40.80	44.39	44.47
EBITDA 마진	40.43	41.12	45.90	48.78	48.68
ROE	—	—	—	—	—
ROA	4.03	3.61	4.63	6.82	7.52
ROIC	9.85	9.27	9.91	12.40	14.24
부채비율	—	—	—	—	—
순차입금비용	—	—	—	—	—
EBITDA/현금지급이자	2.24	1.96	2.36	2.77	3.34
현금비용	291.89	287.85	210.45	219.89	98.77
유동비용	430.69	422.73	396.14	426.73	158.21
PER	54.21	71.62	33.42	36.66	52.64
PBR	—	—	—	—	—
EV/EBIT	23.50	29.40	20.52	21.58	28.06
EV/EBITDA	20.03	25.29	18.28	19.67	25.66

# 하우멧 에어로스페이스(HWM)



US Equity 조민주 mj33463@kiwoom.com

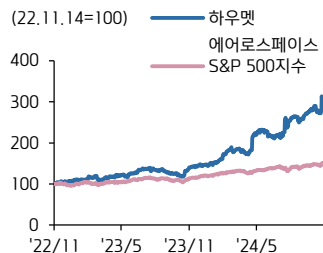
블룸버그 목표주가	USD 123.18
현재 주가 (11/11)	USD 114.68

## Stock Data

산업분류	산업재
세부업종	우주항공&국방
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,001.35
시가총액(min)	46,590.0
유통주식수(min)	406.3
52주 최고	115.98
52주 최저	49.36
일평균거래량	2,211,413

## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	111.9	10.5	41.8	131.4
S&P 500	25.8	3.2	14.9	35.9



◆ **기업 개요:** 하우멧 에어로스페이스는 항공 엔진, 항공 구조 부품과 산업용 가스 터빈 부품 등을 생산하는 기업. 매출액에서 항공우주 부문이 68%(그중 상업용과 방산이 각각 52%, 16%), 상업용 운송과 산업용 부문이 각각 17%, 15%를 차지. 비즈니스 모델 특성상 진입 장벽이 높아 경쟁자가 적고 점유율 변동이 크지 않다는 점이 특징적

◆ **투자 포인트:** 1)금리인하와 여행 수요 증가, 연료 효율성 확대와 탄소 배출 감축 등 환경 트렌드 영향으로 신규 항공기 부품 주문도 함께 증가할 것으로 기대됨에 따라 동사의 매출액 및 영업이익률 개선 전망. 실제로 2024년 미국 항공 여행(미국 공항 보안 검색대 통과 평균 여행객 수 기준)은 팬데믹 이전 수준을 뛰어넘으며 기록 경신 중. 견조한 상업용 항공 수요와 신규 항공기 생산 회복도 수익성 확대의 배경. 팬데믹, 보잉 파업 등 생산 차질 문제가 신규 항공기 인도를 제한해온 가운데 2025년부터 본격적인 생산 회복 진행될 전망. 2)트럼프 당선으로 아시아태평양 전반으로 잠재적으로 발생할 수 있는 대외 갈등의 수준이 높아질 수 있으며, 지정학 리스크는 계속해서 대두될 수 밖에 없는 초당적 관심사. 미국 정부의 방위 예산 증가세도 추가적인 수익성 증가에 기여

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY3Q24 매출은 컨센서스 소폭 하회했으나, 영업이익과 영업이익률, EPS는 모두 컨센서스 상회. FY2024 가이드런스도 매출액 기존 74억~74.8억달러에서 73.9억~74.8억달러로 하단 소폭 하향했으나, 조정 EBITDA와 EPS는 오히려 상향 조정. 분기 배당금도 전분기 대비 60% 인상했으며, 1억달러 규모 자사주 매입도 진행해 YTD 3.1억달러 매입 완료된 상황. 2024년 연말 EBITDA 대비 순부채 비율도 1.5배로 제시하며 강한 대차대조표 증명. 현재 12m fwd PER는 34배로 5개년 평균(21배)보다 높은 수준

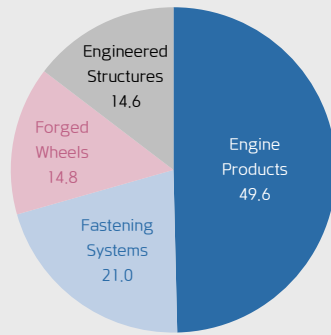
## Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	5,700	6,640	7,417	8,019
영업이익	1,035	1,236	1,609	1,827
영업이익률(%)	18.2	18.6	21.7	22.8
순이익	593	766	1,092	1,280
EPS	1.40	1.84	2.64	3.15
증가율	38.6	31.4	43.5	19.3
PER	27.0	29.0	43.4	36.4
PBR	4.6	5.6	10.4	9.2
ROE	13.3	20.3	25.4	27.4
배당지표수익률	0.2	0.2	0.2	0.3

주: 컨센서스는 2024.11.11 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

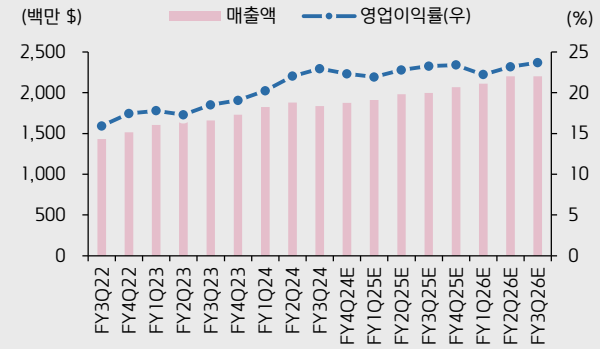


HWM 사업부별 매출액 추이



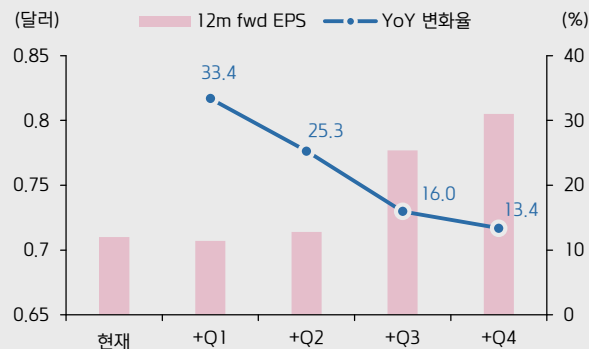
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

HWM 분기 매출액 및 영업이익률 추이



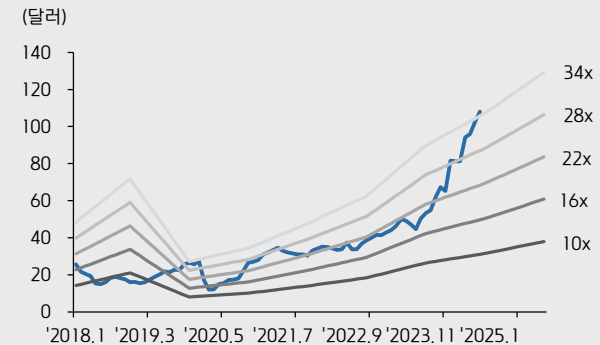
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

HWM 12M Fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

HWM 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 하우멧 에어로스페이스(HWM)



### 손익계산서

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액	7,098	5,259	4,972	5,663	6,640
매출원가	5,214	3,878	3,596	4,103	4,773
매출총이익, GAAP	1,884	1,381	1,376	1,560	1,867
판매비	400	277	251	288	333
연구개발비	28	17	17	32	36
영업이익, GAAP	1,035	809	866	1,035	1,236
영업외 (이익)손실	369	455	424	313	228
세전이익, GAAP	1,203	488	590	765	975
법인세비용	84	-40	66	137	210
당기순이익, GAAP	470	211	258	469	765
EPS, GAAP	1.0493	0.5954	0.59	1.12	1.85
희석 EPS, GAAP	1.03	0.48	0.59	1.11	1.83
영업이익, 조정	1,199	809	866	—	1,011
당기순이익, 조정	971	375	442	593	766
EBITDA	1,571	1,088	1,135	1,300	1,508

### 현금흐름표

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
영업활동으로 인한 현금흐름	461	9	449	733	901
감가상각비, 무형자산상각비	536	338	270	265	272
운전자본 변동	-1,289	-923	-405	-187	-343
투자활동으로 인한 현금흐름	528	271	107	-135	-215
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-641	-267	-199	-193	-219
유, 무형자산 처분	103	114	32	58	2
재무활동으로 인한 현금흐름	-1,568	-369	-1,444	-526	-868
자금배당금	-57	-11	-19	-44	-73
차입금의 증가(감소)	-404	283	-985	-76	-477
자사주매입	-1,094	-540	-408	-384	-239
현금증가	-579	-92	-889	70	-182
기초현금	2,282	1,703	1,611	722	792
기말현금	1,703	1,611	722	792	610
FCF	-180	-258	250	540	682
FCFF	23	—	456	717	853

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 재무상태표

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
자산총계	17,562	11,443	10,219	10,255	10,428
유동자산	5,843	3,672	2,737	3,143	3,316
현금 및 현금성자산	1,577	1,610	720	791	610
매출채권	583	328	367	506	675
재고자산	1,607	1,488	1,402	1,609	1,765
비유동자산	11,719	7,771	7,482	7,112	7,112
유형자산	2,754	2,723	2,575	2,443	2,456
무형자산	4,666	4,673	4,616	4,534	4,540
부채총계	12,957	7,866	6,711	6,654	6,391
유동부채	4,125	1,660	1,253	1,482	1,784
매입채무	1,438	995	1,065	1,280	1,378
단기성부채	1,072	414	38	32	238
비유동부채	8,832	6,206	5,458	5,172	4,607
장기성부채	5,004	4,799	4,308	4,245	3,597
자본총계	4,605	3,577	3,508	3,601	4,037

### 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
보통주 순이익률	6.59	4.92	5.15	8.25	11.49
영업이익률	8.16	11.90	15.04	16.23	18.12
EBITDA 마진	16.89	19.60	21.74	21.98	23.16
ROE	9.31	6.43	7.34	13.34	20.27
ROA	2.59	1.80	2.38	4.58	7.40
ROIC	3.92	6.98	8.15	9.96	12.39
부채비율	133.94	148.00	125.85	120.60	96.30
순차입금비용	97.70	100.73	103.36	96.81	79.89
EBITDA/현금지급이자	3.53	2.57	4.05	5.56	6.96
현금비용	38.23	96.99	57.46	53.37	34.19
유동비용	141.65	221.20	218.44	212.08	185.87
PER	24.12	34.80	30.76	27.04	28.95
PBR	2.94	3.51	3.89	4.58	5.57
EV/EBIT	30.51	25.27	22.66	21.38	21.04
EV/EBITDA	14.94	15.53	15.82	15.89	16.56

## 골드만삭스(GS)



US Equity 조민주 mj33463@kiwoom.com

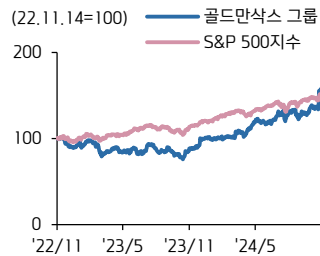
블룸버그 목표주가	USD 563.30
현재 주가 (11/11)	USD 602.34

### Stock Data

산업분류	캐피탈 시장
세부업종	금융서비스
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,001.35
시가총액(min)	196,038.6
유통주식수(min)	313.9
52주 최고	607.15
52주 최저	323.53
일평균거래량	1,938,376

### Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	56.1	16.7	32.5	85.0
S&P 500	25.8	3.2	14.9	35.9



◆ **기업 개요:** 골드만삭스는 1869년 설립된 다국적 투자은행이자 금융 서비스 기업으로 글로벌 시장 및 투자은행업이 중심인 GBM(Global Banking & Markets), 고액 자산가 관리업인 AWM(Asset & Wealth Management), 디지털 금융 플랫폼 서비스인 플랫폼 솔루션(Platform Solution) 등 3개 사업부로 구성. 각 사업부별 비중은 GBM이 67%로 가장 높고 AWM 30%, 플랫폼 솔루션 3% 순

◆ **투자 포인트:** 1)트럼프 당선에 따른 금융 규제 완화 및 법인세 인하 효과로 캐피탈 시장이 가속화될 경우, 대형 은행 가운데 동사의 수혜가 클 것으로 판단. 동사의 경우, GBM의 영업수익 비중이 67%로 가장 높기 때문. 또한 과거 2019년 트럼프 임기 1기 당시 볼커룰(은행의 고위험 투자활동을 제한, 자기계정거래 금지 및 헤지펀드, 사모펀드 투자 금지) 완화가 금융 주 상승의 계기가 되었다는 점에서 향후 진행될 수 있는 규제 완화는 금융주들에게 모멘텀이 되어 줄 수 있음. 2)트럼프 2기 금융 규제 완화가 기대되는 항목에는 바젤3 최종안(Basel 3 Endgame)이 있으며, 해당 최종안은 폐기될 가능성이 높음. 2022년 도입 예정이었으나, 팬데믹과 SVB 사태로 은행권의 유동성에 차질이 생기면서 2025년 7월 초로 연기. 이는 은행 규모별 위험가중자산(RWA)에 대해 통일된 기준을 마련하여 자본금 요건을 상향하는 것이 골자

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY3Q24 실적은 대체로 컨센서스 상회했으며, GBM 사업부가 IB 수수료와 주식 중개 및 주식 금융 수익을 기반으로 견고한 모습을 나타냄. 반면 플랫폼 사업부는 GM 신용카드 매각과 소비자 금융 대출 사업 매각 등 과정에서 손실 발생하며 부진한 성과 기록. 다만 비용 통제 및 업무 효율성 비율 측면에서는 개선. 현재 12m fwd PBR은 트럼프 트레이드를 반영하며 1.6배까지 높아져 5년 평균(1.0배) 상회, 밸류에이션 부담은 높아진 상황

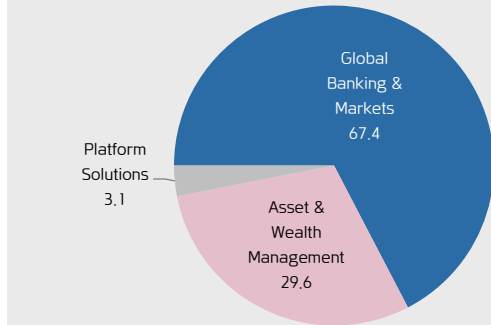
### Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY22	FY23	FY24E	FY25E
영업수익	47,365	46,254	51,460	53,807
영업이익	13,486	10,739	15,496	17,424
영업이익률(%)	28.5	23.2	30.1	32.4
순이익	10,764	7,907	12,391	13,730
EPS	30.06	22.87	36.84	42.21
증가율	-49.4	-23.9	61.1	14.6
PER	11.0	16.7	16.3	14.3
PBR	1.1	1.2	1.8	1.7
ROE	10.5	7.5	11.5	12.3
배당지표수익률	1.9	1.9	1.9	2.0

주: 컨센서스는 2024.11.11 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

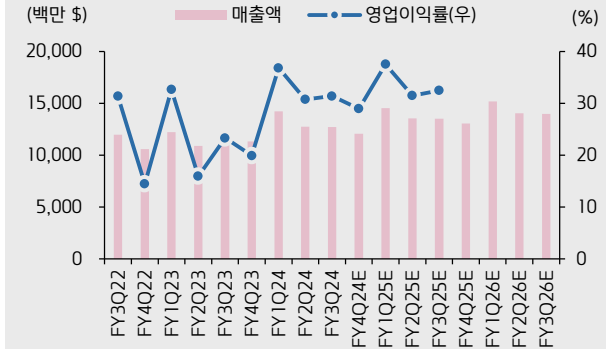


GS 사업부별 영업수익 비중



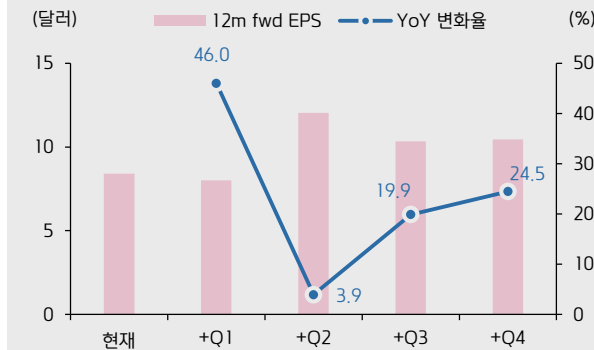
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

GS 분기 매출액 및 영업이익률 추이



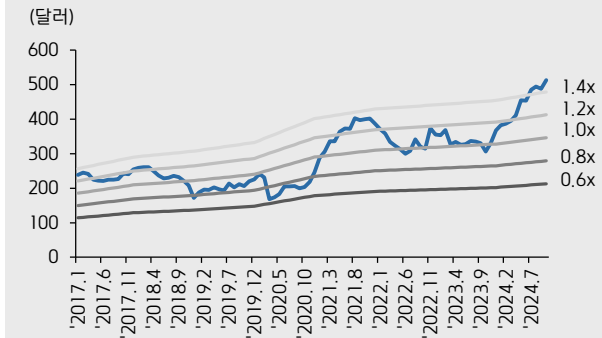
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

GS 12M Fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

GS 12m fwd PBR 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



### 손익계산서

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
순영업수익, GAAP	36,546	44,560	59,339	47,365	46,254
영업비용, GAAP	21,646	24,842	27,228	25,852	28,789
영업이익, GAAP	—	12,479	27,044	13,486	10,739
영업외 (이익)손실	0	0	0	0	0
세전이익, GAAP	10,583	12,479	27,044	13,486	10,739
법인세비용	2,117	3,020	5,409	2,225	2,223
당기순이익, GAAP	7,897	8,915	21,151	10,764	7,907
EPS, GAAP	21.25	25.01	60.35	30.5709	23.2013
희석 EPS, GAAP	21.03	24.74	59.45	30.06	22.87
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	7,897	8,915	21,151	10,764	7,907
EBITDA	—	—	—	—	—

### 현금흐름표

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
영업활동으로 인한 현금흐름	23,868	-18,535	6,298	8,708	-12,587
감가상각비, 무형자산상각비	1,704	1,902	2,015	2,455	4,856
운전자본 변동	10,969	-34,080	-2,0062	-9,394	-2,7712
투자활동으로 인한 현금흐름	-24,236	-34,356	-30,465	-75,960	-17,312
재무활동으로 인한 현금흐름	3,367	70,380	134,738	59,602	27,800
지급배당금	-2,104	-2,336	-2,725	-3,682	-4,189
차입금의 증가(감소)	-23,802	6,714	39,131	38,147	-4,713
자사주매입	-4,443	-1,940	-5,703	-3,500	-5,300
현금증가	2,999	22,296	105,194	-19,211	-248
기초현금	130,547	133,546	155,842	261,036	241,825
기말현금	133,546	155,842	261,036	241,825	241,577
FCF	15,425	-24,844	1,631	4,960	-14,903
FCFF	—	—	—	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 재무상태표

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
자산총계	992,968	1,163,028	1,463,988	1,441,799	1,641,594
현금 및 현금성자산	133,546	155,842	261,036	241,825	241,577
단기 및 장기 투자	374,017	412,494	400,675	372,461	573,229
순매출채권	—	—	—	—	—
유형자산	24,246	25,430	20,386	19,246	13,415
무형자산	4,837	4,962	4,703	8,383	7,093
부채총계	902,703	1,067,096	1,354,062	1,324,610	1,524,689
예수금	364,836	450,620	616,158	648,710	659,145
단기차입금&RP	265,722	309,758	407,663	352,897	543,435
장기부채	209,077	227,959	256,075	248,967	243,784
연금부채	672	821	837	448	542
파생상품부채	43,802	58,591	51,953	54,735	56,754
자본총계	90,265	95,932	109,926	117,189	116,905

### 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
보통주 순이익률	14.65	16.66	32.55	15.67	7.29
영업이익률	28.96	28.00	45.58	28.47	23.22
EBITDA 마진	56.01	44.44	54.12	54.94	72.17
ROE	9.99	10.89	23.00	10.47	7.45
ROA	0.88	0.88	1.65	0.78	0.55
ROIC	1.73	2.09	3.12	1.87	1.18
부채비율	600.54	634.63	668.94	565.20	744.75
순차입금비율	132.38	137.24	16.58	-46.18	104.71
EBITDA/현금지급이자	1.62	2.62	6.37	1.98	1.30
PER	9.73	8.18	6.31	10.96	16.68
PBR	1.01	1.07	1.29	1.08	1.18
EV/EBIT	19.67	18.58	5.77	5.28	23.86
EV/EBITDA	6.97	9.82	4.45	1.90	3.30



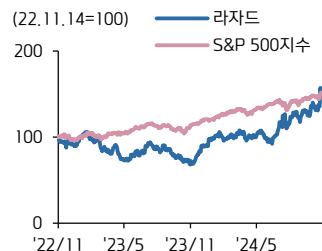
블룸버그 목표주가	USD 57.82
현재 주가 (11/11)	USD 57.96

## Stock Data

산업분류	캐피탈 시장
세부업종	금융서비스
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,001.35
시가총액(min)	6,535.9
유통주식수(min)	112.8
52주 최고	61.14
52주 최저	25.82
일평균거래량	691,456

## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	66.6	10.0	49.8	114.3
S&P 500	25.8	3.2	14.9	35.9



◆ **기업 개요:** 라자드는 1848년 설립된 독립 투자은행으로 전 세계 25개국 이상의 40개 이상 도시에 사무소를 보유하고 있으며 금융 자문(영업수익 비중 47%)과 자산 운용 서비스(37%)를 제공. 금융 자문 부서는 기업 M&A와 구조조정, 자본 구조, 자본 조달 등 재무 자문 서비스를 제공하며, FY3Q24 기준 2,480억달러 규모 AUM 보유. 자산 운용 부서는 기관 투자자와 금융 중개업체, 개인 고객 등을 대상으로 주식, 채권, 대체 투자 등 다양한 자산군에 대한 투자 관리 서비스를 제공

◆ **투자 포인트:** 1)트럼프 당선에 따른 금융 규제 완화 및 법인세 인하 효과로 캐피탈 시장이 가속화된다면 대형 기업들의 M&A가 활발해질 수 있으며, 이에 중형 금융 자문사 및 운용사의 수혜가 높을 수 있다는 판단. 트럼프는 임기 1기 당시 법인세율을 35%에서 21%로, 개인 소득세 최고세율을 39.6%에서 37%로 인하하는 것을 골자로 하는 법안인 TCJA(감세와 일자리법)를 통과시켰고, 2025년 만료 예정인 해당 법안을 임기 2기에 강력하게 연장할 것으로 전망됨. 또한 대선 유세 과정에서 법인세율을 추가적으로 15%까지 인하하고 팁에 붙는 세금도 폐지하겠다고 밝힌 바 있음. 2)동사는 2025년 총 매출 대비 인건비 비율(Compensation Ratio)을 60% 이하(FY3Q24 기준 66%)로 제시하면서 캐피탈 시장 활성화 전망. 동시에 인원 감축을 통한 비용 통제도 진행해 수익성 개선 기대되는 상황

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY3Q24 영업수익과 EPS가 컨센서스 소폭 하회했으나, 영업이익과 순이익은 컨센서스 상회. 현재 12m fwd PBR은 6배로 5년 평균(5.2배) 상회하고 있으나 향후 M&A 시장 활성화에 따른 금융 자문 사업부 영업수익 성장과 인건비 통제 전망을 감안, 실적 개선에 대한 기대감은 유효하다 판단하며, 배당수익률도 3.5%로 여전히 상대적으로 높은 수준

## Company Earnings & Valuation

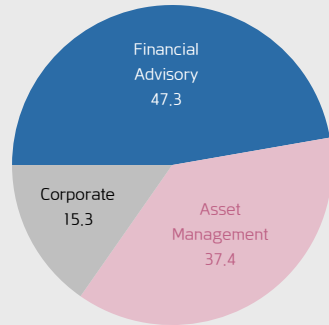
(백만 달러)	FY22	FY23	FY24E	FY25E
영업수익	2,769	2,440	2,871	3,271
영업이익	594	166	405	692
영업이익률(%)	21.5	6.8	14.1	21.2
순이익	384	75	232	434
EPS	3.73	0.77	2.23	4.06
증가율	-26.0	-79.4	189.7	82.0
PER	9.9	-	26.0	14.3
PBR	5.4	7.2	8.1	6.0
ROE	46.7	-15.4	43.0	63.4
배당지표수익률	3.5	3.5	3.5	3.5

주: 컨센서스는 2024.11.11 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준



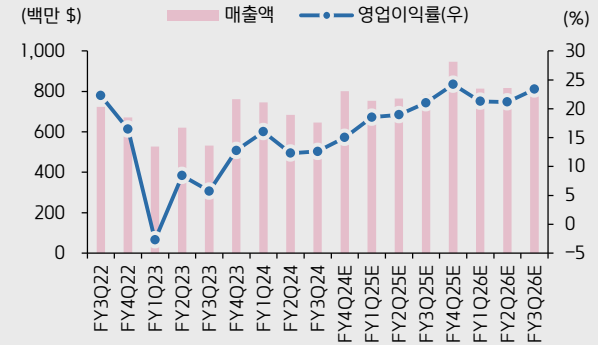


LAZ 사업부별 영업수익 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

LAZ 분기 매출액 및 영업이익률 추이



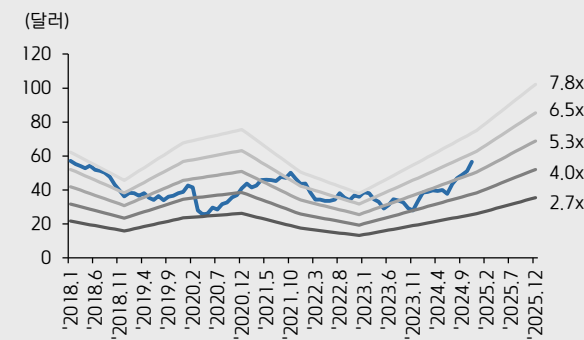
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

LAZ 12M Fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

LAZ 12m fwd PBR 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 라자드(LAZ)



### 손익계산서

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
순영업수익, GAAP	2,587	2,566	3,193	2,774	2,515
영업비용, GAAP	2,194	2,064	2,469	2,257	2,595
영업이익, GAAP	393	502	724	517	-80
영업외 (이익)손실	75	75	74	77	77
세전이익, GAAP	507	514	756	517	88
법인세비용	95	99	181	124	-23
당기순이익, GAAP	287	402	528	358	-75
EPS, GAAP	2,6001	3,7661	4.98	3.7372	-0.8481
희석 EPS, GAAP	2.44	3.54	4.63	3.51	-0.9
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	385	410	576	384	75
EBITDA	—	—	—	—	166

### 현금흐름표

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
영업활동으로 인한 현금흐름	678	576	866	834	165
감가상각비, 무형자산상각비	55	37	38	42	43
운전자본 변동	-131	-322	-299	-109	-241
투자활동으로 인한 현금흐름	-42	-63	-39	-56	-38
재무활동으로 인한 현금흐름	-444	-547	196	-1,382	-1,571
지급배당금	-255	-197	-196	-182	-173
차입금의 증가(감소)	-256	-143	926	0	0
자사주매입	-495	-95	-406	-692	-102
현금증가	164	113	861	-791	-1,414
기초현금	2,292	2,456	2,569	3,430	2,639
기말현금	2,456	2,569	3,430	2,639	1,225
FCF	635	512	826	784	136
FCFF	—	—	—	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 재무상태표

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
자산총계	5,640	5,972	7,147	5,853	4,636
현금 및 현금성자산	1,232	1,390	1,465	1,235	971
단기 및 장기 투자	1,756	1,837	2,972	2,104	956
순매출채권	537	622	669	492	561
유형자산	771	772	716	682	640
무형자산	374	384	380	377	395
부채총계	4,958	4,972	5,494	4,594	4,066
예수금	1,246	1,201	1,443	922	443
단기차입금&RP	89	92	81	79	82
장기부채	2,235	2,198	2,157	2,122	2,093
연금부채	34	12	-50	29	6
파생상품부채	236	318	369	327	368
자본총계	682	999	1,653	1,259	570

### 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
보통주 순이익률	10.74	15.21	16.13	12.52	-2.91
영업이익률	17.56	21.84	24.43	20.82	-0.10
EBITDA 마진	22.56	26.40	28.16	25.02	4.64
ROE	37.53	52.89	55.97	46.68	-15.40
ROA	5.39	6.93	8.05	5.50	-1.44
ROIC	16.47	17.66	18.99	13.60	0.29
부채비율	380.97	251.13	229.46	395.61	513.36
순차입금비율	160.26	90.03	46.75	76.79	211.29
EBITDA/현금지급이자	8.55	8.93	11.82	9.22	1.63
PER	12.55	11.92	8.75	9.90	—
PBR	6.83	4.87	4.51	5.36	7.18
EV/EBIT	10.87	9.06	7.14	7.58	—
EV/EBITDA	8.86	7.77	6.34	6.51	36.54



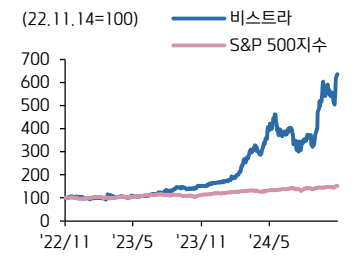
블룸버그 목표주가	USD 152.14
현재 주가 (11/11)	USD 145.80

## Stock Data

산업분류	유틸리티
세부업종	독립 전력 생산업체
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	5,751.07
시가총액(min)	47,552.3
유통주식수(min)	343.6
52주 최고	139.38
52주 최저	31.22
일평균거래량	7,117,991

## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	278.5	16.4	56.1	322.9
S&P 500	25.8	3.2	14.9	35.9



◆ **기업 개요:** 비스트라에너지는 천연가스와 석탄, 석유, 원자력, 태양광 등을 발전원으로 전력을 생산 및 판매하는 독립발 전사업자(IPP) 기업으로 텍사스주 댈러스에 거점을 두고 있음. 올해 3월 Energy Harbor 인수 완료하면서 원자력 발전 포트폴리오 강화, 특히 탄소 배출 감소라는 규제 흐름에 따라 27년까지 석탄 화력 발전소 폐쇄를 선언하며 원자력 비중 확대될 것으로 전망

◆ **투자 포인트:** 1)유틸리티 업종 특성상 방어적인 성격과 AI, 리쇼어링에 따른 전력 수요는 급증해 업사이드는 높아졌다는 측면에서 여전히 IPP 기업들에 대한 긍정적인 관점 유지. 2)데이터센터 전력 수요 급증에 따른 전력 가격 상승 기대. PJM 2025/2026 전력 경매에서 낙찰된 전력 단가는 기존 대비 800% 이상 급등한 바 있음. 동사는 당국의 규제를 받지 않는 IPP로 경쟁 전력시장에 포함되어 수급에 따라 전력 가격이 결정. 3)미국 연방에너지규제위원회(FERC)는 펜실베이니아주 원전 소유주인 Talen Energy와 PJM, PPL과의 상호 연결 서비스 계약(ISA)을 거부, 아마존은 해당 계약을 통해 전력을 공급 받을 계획이었으나 FERC 불허로 무산. 다만 빅테크 기업들의 경우, 원전 기업과의 직접 계약을 통해 전력 공급을 받지 못할 경우, 현재로서는 선택지가 존재하지 않는 상황. 트럼프 당선 이후 규제 완화 가능성도 존재하기에センチ먼트 위축이 오히려 매수 기회라 판단

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY3Q24 실적 대체로 컨센서스 부합 및 상회했으며, FY2024과 FY2025 EBITDA 가이던스를 모두 6% 상향 조정하며 강한 수요 성장과 리테일 마진을 증명. 동사는 강한 대차대조표를 바탕으로 2026년까지의 자사주 매입 계획에 10억달러를 추가 승인. 현재 12m fwd PER은 19배로 2년 평균(10배) 상회 중이나, 강한 수요 전망에 따른 멀티플 상승 가능성 감안하면 여전히 긍정적인 의견 유지

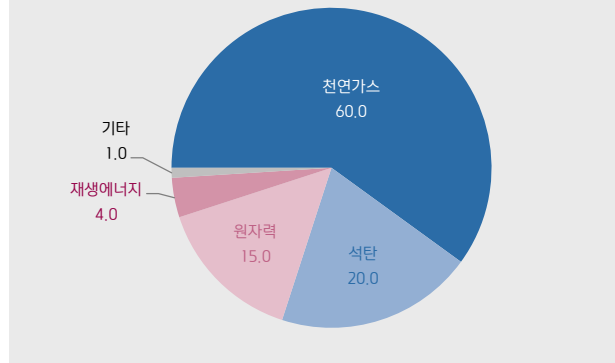
## Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	13,728	14,779	17,042	18,947
EBITDA	2,994	4,101	4,877	5,788
EBITDA 마진(%)	21.8	27.7	28.6	30.5
순이익	-1,091	1,493	1,590	2,274
EPS	-2.58	4.18	4.11	6.79
증가율	-	-	-1.7	65.3
PER	19.6	14.8	35.5	21.5
PBR	3.1	4.8	15.6	13.5
ROE	-30.0	46.9	40.4	48.7
배당지표수익률	0.6	0.6	0.6	0.7

주: 컨센서스는 2024.11.11 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

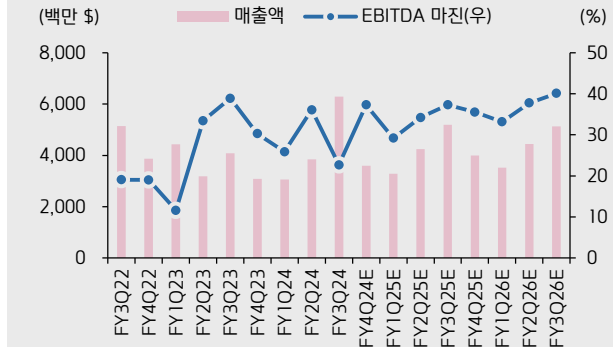


VST 전력원별 CAPA 비중



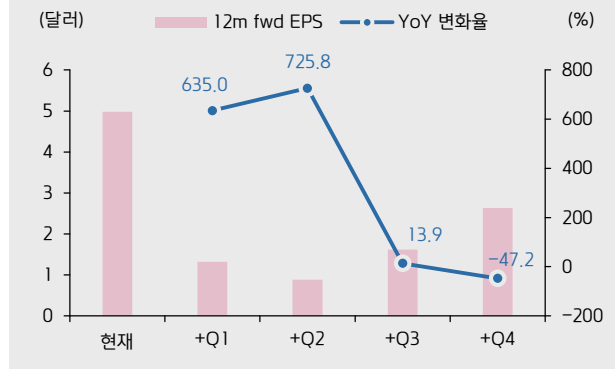
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

VST 분기 매출액 및 EBITDA 마진 추이



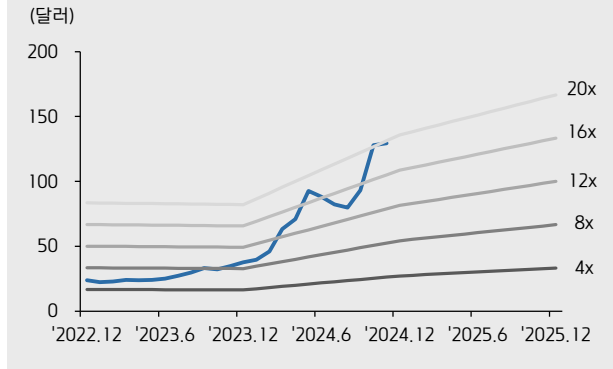
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

VST 12M Fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

VST 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

# 비스트라에너지(VST)



## 손익계산서

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액	11,809	11,443	12,077	13,728	14,779
매출원가	5,742	5,174	9,169	10,401	7,557
매출총이익, GAAP	6,067	6,269	2,908	3,327	7,222
판매비	904	1,035	1,040	1,189	1,308
연구개발비	—	—	—	—	—
영업이익, GAAP	1,612	1,873	77	1,312	2,508
영업외 (이익)손실	777	629	207	383	661
세전이익, GAAP	1,216	890	-1,722	-1,560	2,000
법인세비용	290	266	-458	-350	508
당기순이익, GAAP	928	636	-1,274	-1,227	1,493
EPS, GAAP	1.88	1.3	-2.64	-3.2596	3.632
희석 EPS, GAAP	1.90	1.3011	0	-2.9048	4.1751
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	667	900	-1,274	-1,091	1,493
EBITDA	3,325	3,685	1,908	2,994	4,101

## 현금흐름표

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
영업활동으로 인한 현금흐름	2,736	3,337	-206	485	5,453
감가상각비, 무형자산상각비	1,876	2,048	2,050	2,047	1,956
운전자본 변동	-8	-84	-969	-2795	1780
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,717	-1,572	-1,153	-1,239	-2,145
유, 무형자산 취득(CAPEX)	—	—	—	—	—
유, 무형자산 처분	—	—	—	—	—
재무활동으로 인한 현금흐름	—	—	—	—	—
지급배당금	-243	-266	-290	-453	-463
차입금의 증가(감소)	-602	-1,358	569	1,672	1,390
자사주매입	-656	0	1529	-1949	-1245
현금증가	-218	-31	915	-834	3,014
기초현금	693	475	444	1,359	525
기말현금	475	444	1,359	525	3,539
FCF	2,127	2,078	-1,239	-816	3,777
FCFF	2,734	2,520	—	—	4,329

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
자산총계	26,616	25,208	29,683	32,787	32,966
유동자산	4,114	3,429	7,883	11,116	11,637
현금 및 현금성자산	300	406	1,325	455	3,485
매출채권	1,365	1,279	1,397	2,059	1,674
재고자산	469	515	610	570	740
비유동자산	22,502	21,779	21,800	21,671	21,329
유형자산	13,958	13,544	13,096	12,605	12,482
무형자산	5,301	5,029	4,729	4,541	4,447
부채총계	18,656	16,847	21,391	27,869	27,644
유동부채	4,574	3,036	5,843	10,337	9,823
매입채무	1,299	1,237	1,865	1,915	1,556
단기성부채	641	103	259	696	2,293
비유동부채	14,082	13,811	15,548	17,532	17,821
장기성부채	10,143	9,275	10,515	11,978	12,391
자본총계	7,960	8,361	8,292	4,918	5,322

## 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
보통주 순이익률	7.86	5.56	-10.55	-10.03	9.09
영업이익률	16.88	13.27	-12.54	-8.57	18.01
EBITDA 마진	32.81	31.22	4.46	6.40	31.32
ROE	11.73	7.79	-17.38	-29.96	46.85
ROA	3.53	2.45	-4.64	-3.93	4.54
ROIC	8.52	6.11	-6.27	-5.34	11.36
부채비율	135.49	112.03	171.26	436.73	518.69
순차입금비율	129.51	106.85	113.54	247.03	209.41
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비율	6.56	13.37	22.68	4.40	35.48
유동비율	89.94	112.94	134.91	107.54	118.47
PER	17.04	10.07	—	19.60	14.81
PBR	1.41	1.15	1.70	3.12	4.78
EV/EBIT	10.78	12.18	—	—	10.20
EV/EBITDA	5.55	5.19	41.00	26.40	5.87



# 2025년 중국 연간전망

올바른 길, 어려운 길



## 2025년 중국 연간전망 | 올바른 길, 어려운 길

최근 기대감을 높였던 정책 실체는 그림자 금융 해소, 장기 관점에서 구조적 리스크를 해소하기 위한 노력이 계속되고 있음

- 최근 수차례 부양책이 발표되면서, 중국 증시는 정책 기대감이 반영되면서, 가파른 상승세를 시현한 바 있음
- 그러나 부양책 규모는 시장 기대를 하회, 방향성 또한 실망스러움. 내수/투자를 직접 부양할 수 있는 정책은 부재하며, 음성 부채 해소에 총력
- 시진핑 지도부는 부동산 버블 해소에 이어, 그림자 금융 해결에 강력한 의지를 드러냄. 중국 경제의 구조적 리스크를 감안하면, 방향성은 옳음

그러나, 단기 관점에서는 중국 주식시장에 어려운 길이 펼쳐질 수 있음

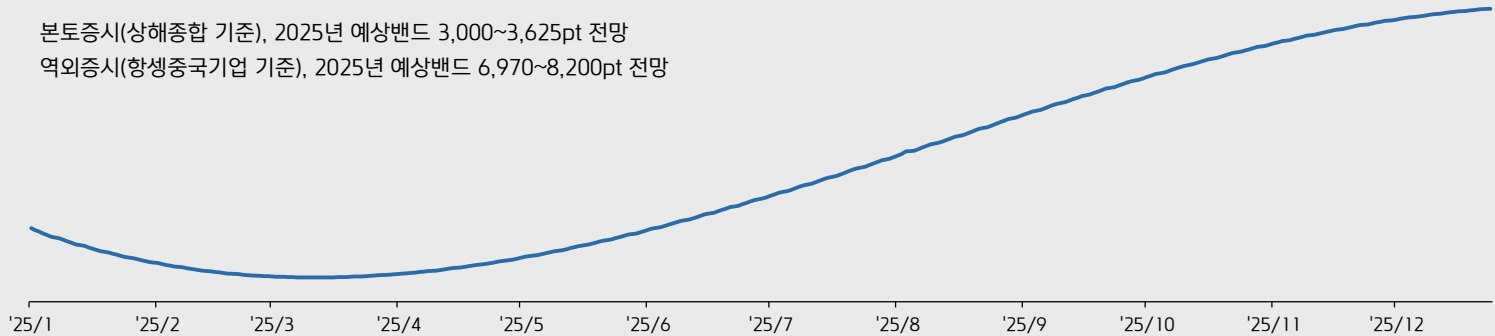
- 9월 수요 회복조짐이 다시 확인되었으나, 2개 분기 연속 경기 둔화 흐름이 이어졌던 만큼, 내수/투자를 직접 부양할 수 있는 정책 기대감도 상존
- 그러나 확장 재정정책 규모, 새로운 부양 목표 등은 전인대 전후로 확실해질 전망. 따라서 중국증시 변동성 확대 가능성 염두. 상저하고 전망
- 트럼프ଙ୍କ 불확실성을 피하기 위해, 중국 내부적으로 부양 가능성이 높은 내수, 투자, IT 국산화 등 관련 업종에 정책 기대감에 쏠릴 가능성 염두
- 2025년 전인대 이후, 정책 방향성과 그 효과를 확인하면서, 즉 경기 모멘텀에 따라 전체 증시 상승 속도와 주도 업종이 더욱 확실해질 전망

상반기 업종/테마별 모멘텀 트레이딩 추천하며, 하반기 경기 회복 여부에 따라 고배당주 혹은 경기민감주 선택이 중요

- 트럼프 2.0시대 중국의 돌파구는 내수 부양. 최근 정책 스탠스 변화는 긍정적이나, 과도한 경기 부양 기대감은 현 시점에서는 자제 필요
- 시장의 기대는 재정확대를 통한 디플레이션 압력 해소 및 기업의 이익 성장과 이를 통한 건전한 증시 상승일 것. 다만 재정의 확대 자체도 의미가 있으나, 더욱 중요한 것은 재정 확대의 최종 방향일 것. 과거와는 다른 방식이 필요하며, 하반기 정책효과 확인이 중요
- 단기적으로 통화/재정 정책 완화에 따른 유동성 환경 속에서 중국정부의 지속적인 정책 기대감 조성으로 인해 긍정적인 투자심리 기대. 상반기 업종/테마별 모멘텀 트레이딩 추천하며, 하반기 경기 회복 여부에 따라 고배당주 혹은 경기민감주 선택이 중요하다는 판단



본토증시(상해종합 기준), 2025년 예상밴드 3,000~3,625pt 전망  
 역외증시(항셍중국기업 기준), 2025년 예상밴드 6,970~8,200pt 전망



	상반기	하반기
Top-down	<p>당국 정책은 여전히 장기 관점에서 구조적 요인을 제거하는 방향에 더욱 중점. 따라서 전체 증시를 끌어올릴 힘을 부족할 것으로 판단 전인대 전까지, 확장 재정정책 규모, 새로운 부양 목표를 파악하기 어려우나, 트럼프 불확실성을 피할 수 있는 방향이 가장 합리적</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 정책 여력에 따라 회복 기울기를 다르겠지만 내수 및 투자 수혜 가능 산업 등에 투자심리가 집중될 가능성</li> <li>• 선별적 접근이 필요하지만, IT 국산화 중요성은 더욱 높아질 듯</li> </ul>	<p>정책 모멘텀에서 경기 모멘텀으로 증시 상승 요인이 이동 경기 모멘텀이 살아나지 못할 경우, 증시 투자매력은 더욱 둔화 그러나, 당사는 부동산,그림자 금융 등 구조적 리스크 요인 제어 정책이 부분적으로 효과를 거두면서,경기 모멘텀에 반영될 듯 전반적으로 경기 체력이 살아나면서, 전체 증시 투자심리가 살아날 가능성이 높다고 판단</p>
Bottom-up	<p>정책 완화에 따른 유동성 환경 속 정책 기대감 조성으로 인해 긍정적 인 투자심리 기대</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 상대적으로 중경기와 무관하게 산업 구조적인 성장 기대되는 AI, 국산화 등 업종/테마.</li> <li>• 시는 ‘글로벌 빅테크 or 온디바이스’, 반도체는 ‘국산화’ 주목</li> <li>• 부분적으로 중국 경기 모멘텀이 강화되는 구간에서의 플랫폼 등 경기 민감 업종. 상대적으로 실적 성장 가시성 높은 종목 중심으로 주목 필요</li> </ul>	<p>정책 효과에 대한 시장의 확인 요구가 높아질 때가 주요 분수령이 될 것으로 예상</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 유의미한 경기 회복이 확인된다면 플랫폼 등 내수 관련 경기 민감주 주가가 긍정적일 것.</li> <li>• 특히 그간 우려가 컸던 커머스/광고 등의 높은 주가 탄력성 기대</li> <li>• 경기 회복 더딜 경우 중국 경기 모멘텀 약화 속에서 방어주 성격의 고배당주 주목 필요</li> </ul>

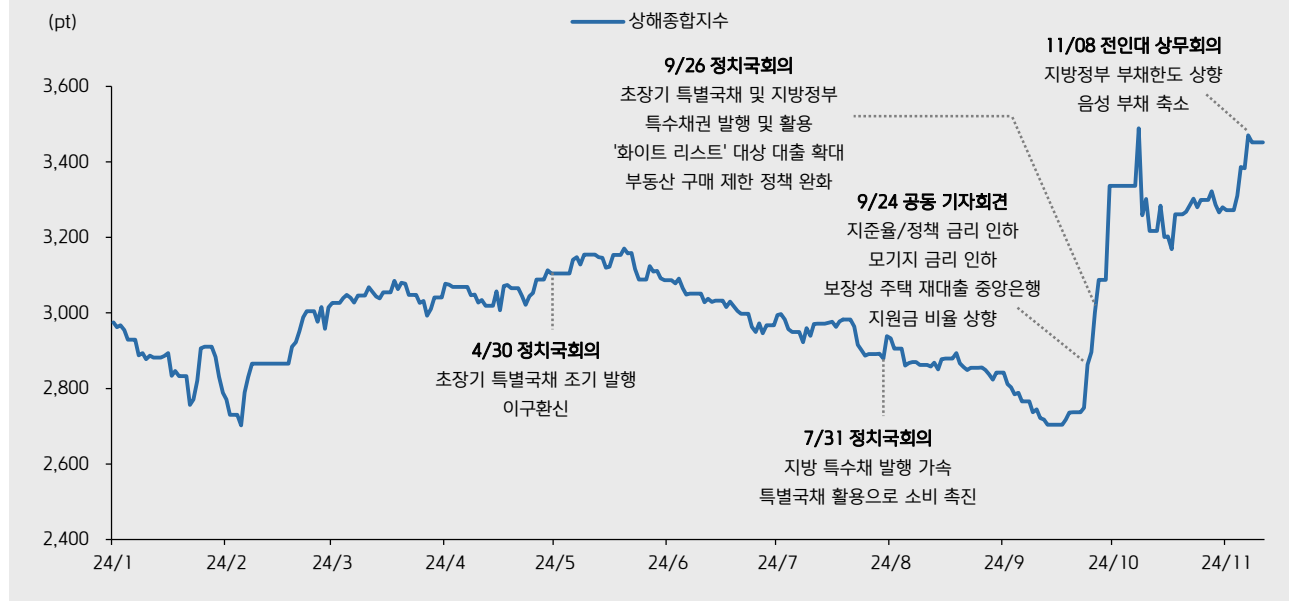




◆ 중국 경기 회복 탄력은 예상과 달리 둔화 조짐. 오히려 정책 모멘텀이 증시 상승 요인으로 작용

- 3월 전인대, 4월 정치국회의를 거치면서, 상승세를 보였던 중국증시는 경기 둔화 조짐에 다시 하락
- 이후 9월 말 당국의 통화 및 재정정책 완화 발표에 중국증시 급등. 특히 확장적 재정정책 기대감이 지금까지 이어지는 모습
- 전인대 상무위원회 결과, 정책 규모 및 방향성은 다소 실망스러웠을 것으로 판단. 신규로 늘린 부채 한도는 6조 위안에 그쳤으며, 지방정부 부채 한도 확대 및 특수채 발행을 통해 확보한 유동성 모두 음성 부채 해소에 소진할 계획

### 2024년 중국 증시 추이



자료: Bloomberg, 중국정부, 키움증권 리서치

## 1차, 통화정책 완화와 더불어 부동산 및 증시 안정화 대책 발표



### 9/24 경기 부양 종합 정책 내용 정리

정책 부문	세부 내용
지준율/금리 인하	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 지급준비율 50bp 인하. 이를 통해 1조위 위안 유동성 공급. 유동성 상황 고려해서 연내 25~50bp 추가 인하 가능성을 언급</li> <li>• 정책 금리인 역RP 7일물 금리 20bp 인하. 기존 1.7%에서 1.5%로 인하하며, 대출 및 예금 금리도 하향 유도</li> </ul>
부동산 정책 완화	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기존 모기지 금리를 약 50bp 인하. 이를 통해 신규 모기지 금리와 같은 수준으로 조정</li> <li>• 1주택자의 최저 선수금 비율을 기존 25%에서 15%로 하향 조정. 1주택자와 무주택자의 최저 선수금 비율 통일</li> <li>• 5월 발표한 3천억위안 규모의 주택 재고 소진을 위한 보장성 주택 재대출 중앙은행 지원금 비율을 60%에서 100%로 상향</li> <li>• 기존 올해 만기 예정되어 있는 부동산 지원 정책('경영성 부동산 대출' 및 '금융 16조')을 2026년까지 연장</li> <li>• 정책성 및 상업은행의 부동산 기업 토지 매입 지원. 필요 시 인민은행이 대출 지원 예정이며, 현재 관련해서 연구 중이라고 언급</li> </ul>
증시 안정화	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 5천억위안 규모의 금융기관 자산 스왑 창구 신설. 조건에 부합하는 증권, 운용사, 보험사가 보유 채권/주식/ETF 등 자산을 담보로 인민은행으로 부터 유동성 확보 및 주식 매입을 지원. 필요 시 향후 지원 규모 확대 가능성 언급</li> <li>• 3천억 위안 규모의 자사주 매입 지원을 위한 특별 재대출 프로그램 신설. 상장기업 및 주요 주주의 자사주 매입 및 지분 확대를 인민은행이 대출 지원(대출 금리 약 2.25%). 필요 시 향후 지원 규모 확대 가능성 언급</li> <li>• 증시안정화펀드도 연구 중에 있다고 언급</li> </ul>

자료: 중국정부, 키움증권 리서치

## 2차, 재정지출 확대 의지와 더불어, 부동산을 지원하고 투자 및 소비를 촉진하기 위한 정책 발표



### 9/26 중앙정치국 회의 내용 정리

정책 부문	세부 내용
재정정책	• 재정정책 확대를 강조. 필요한 재정 지출을 보장하고, '3가지(민생/임금/조직원) 보장' 시행. 초장기특별국채 및 지방정부 특수채권의 발행 및 활용을 통한 정부 주도의 투자 강화
통화정책	• 지급준비율 인하 및 강력한 금리 인하 시행
부동산	• 부동산 가격 하락 안정화 촉진, 부동산 신규 공급 조절 및 기존 주택 최적화, '화이트 리스트' 대상 대출 확대, 부동산 구매 제한 정책 완화, 기존 모기지 대출 인하
자본시장	• 자본시장활성화 강조, 중장기 자금의 주식시장 유입 유도, 상장기업의 인수합병 지원, 공모펀드 개혁의 온건한 추진 및 개인투자자 보호 정책 연구
민간기업	• 민간기업 활동 촉진 정책을 추진, 민간 기업의 양호한 경영 환경 마련
소비	• 소비 촉진과 민생 결합 강조, 중저소득층의 소득 확대 및 소비 업그레이드 촉진
외국 자본	• 외자 유치 확대, 제조업 분야의 외국인 자본 유치를 위한 개혁 추진, 시장화, 법치화, 국제화된 기업 경영환경 조성
민생	• 민생 보장, 졸업생, 농민공, 빈민층 등의 고용 확대, 취약계층의 지원 강화, 저소득층의 소득 지원

자료: 중국정부, 키움증권 리서치

### 3차, 부양책 규모 및 방향성 발표. 목표는 오직 음성 부채 축소



#### 11/8 전인대 상무위원회 회의 내용 및 방향성 점검

총 규모	계획	결과	향후 전망
6조 위안	<ul style="list-style-type: none"> <li>지방정부 부채한도 6조 위안 증가</li> <li>3년간 2조 위안 활용</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>지방정부 부채한도 29조 5,200억 위안에서 35조 5,200억 위안으로 증가</li> </ul>	
4조 위안	<ul style="list-style-type: none"> <li>기존 지방정부 특수채 활용</li> <li>5년간 8,000억 위안 활용</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>지방정부 부채 부담 14조 3,000억 위안에서 2조 3,000억 위안으로 감소</li> <li>5년간 약 6,000억 위안 이자부담 경감</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>장기 전망: 음성 부채 해결을 통한 경제 구조적 리스크 해소</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>이자 부담이 경감된 지방정부의 적극적인 인프라 및 첨단산업 투자 가능</li> <li>세제 혜택 확대로 소비 활성화 위한 정책 지원 가능</li> <li>금융자산 질 개선, 실물 경제 활성화 등을 통해 만성화 되고 있는 디플레이션 압력 해소 기여</li> </ul> </li> <li><b>단기 전망: 증시 및 경기 부양 효과는 크지 않을 수 있음</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>음성 부채 해결에만 집중되어 있는 금번 부양책</li> <li>내수 및 투자를 독려할 수 있는 정책 전무</li> <li>음성 부채 대환의 주체는 결국 지방정부인 점도 부담 요인</li> </ul> </li> </ul>
2조 위안	<ul style="list-style-type: none"> <li>빈민촌 재건축 과정에서 발생한 부채 2조 위안 상환 계획 유지</li> </ul>		

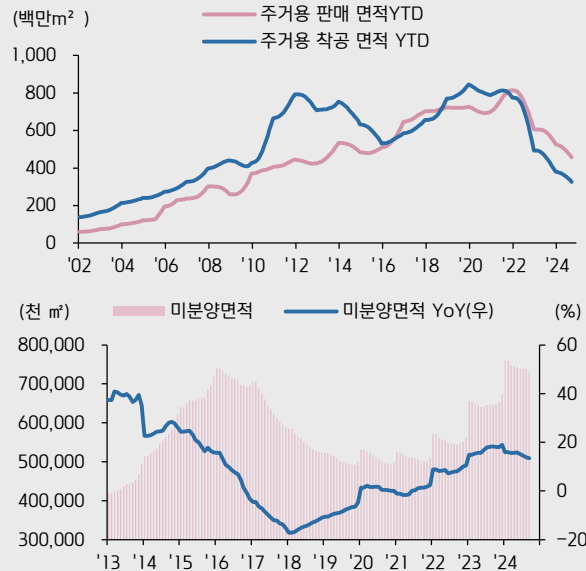
자료: 중국정부, 키움증권 리서치



### ◆ 시진핑 지도부 핵심 정책기조는 리스크 관리. 중국경제 최대 뇌관 부동산과 음성부채 해결에 집중

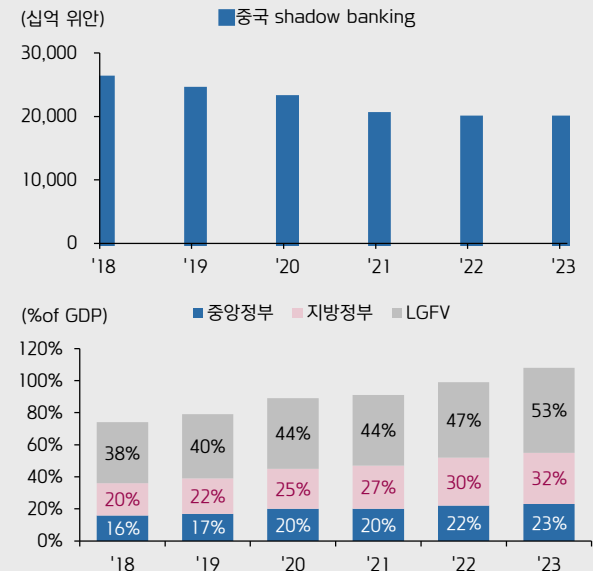
- 과잉 공급 및 재고가 심각한 부동산 시장 리스크를 해결하기 위해 엄격한 레버리지 규제가 이어지고 있음. 수요를 진작하기 위한 정책이 이어지고 있음에도, 공급 측(디벨로퍼)에 대한 스탠스는 여전히 유지되고 있음
- 한편 중국당국은 정부 부채가 여타 주요국 대비 적은 편이라고 강조하고 있지만, 그림자 금융 문제가 심각. 특히 지방정부는 자금조달을 위해 LGFV이라는 특수 법인을 활용하고, (문제가 될 경우)파산시키는 방식을 반복. 그 과정에서 음성 부채는 심각 수준으로 늘어남. 따라서 금번에 채권 발행을 통해 음성 부채를 대환, 장부 내 부채로 관리하는 것은 매우 긍정적

중국 거래면적(上) 및 미분양면적(下) 추이



자료: CEIC, 키움증권 리서치

중국 그림자 금융(上) 및 지방정부 음성부채(下) 추이



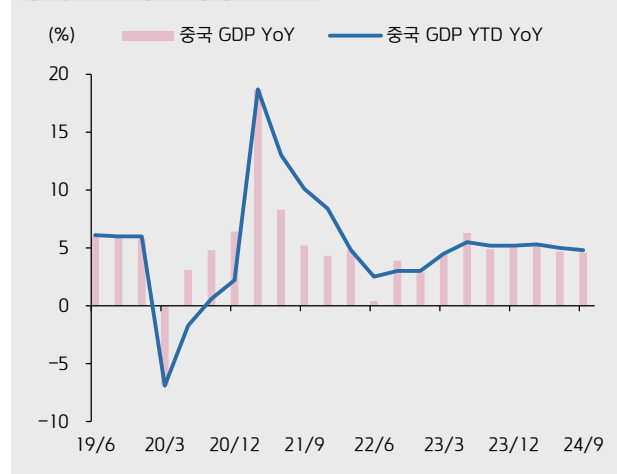
자료: Bloomberg, IMF, 키움증권 리서치

## 그러나, 단기 관점에서 내수 및 투자를 촉진할 수 있는 정책도 필요한 상황



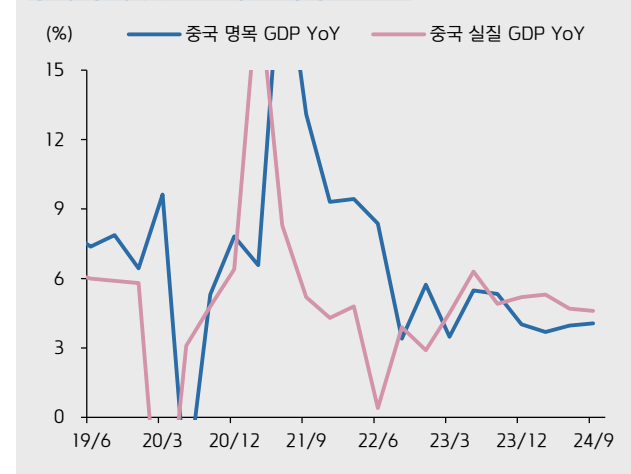
- ◆ 현재 윤곽이 드러난 부양책으로는 증시 및 경기 부양 효과는 크지 않을 것으로 판단
- ◆ 그러나 3분기에도 중국경제 둔화 조짐이 여전하여, 내수 및 투자를 지원하기 위한 정책도 필요했던 상황
  - 3분기 중국경제는 전년대비 4.6% 성장하는데 그치면서, 성장률이 2개 분기 연속으로 떨어지는 모습을 보임
  - 3분기 누적 기준 중국 경제 성장률은 4.8%로 2024년 연간 목표 경제성장률 5% 하회
  - 명목 GDP 성장률은 실질성장률을 계속 하회하면서, 디플레이션 우려 또한 여전한 상황
  - 내수 및 투자를 직접 촉진할 수 있는 정책 또한 절실했던 시점

중국 분기 경제 성장률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 명목 및 실질 경제 성장률 추이



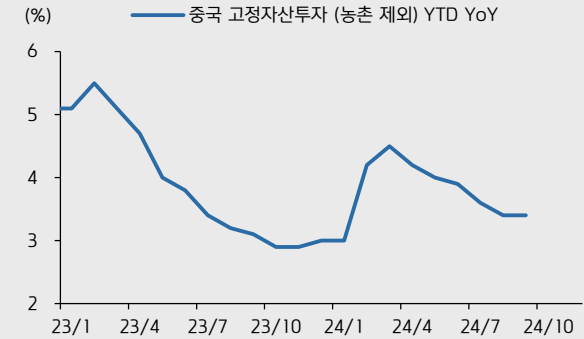
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 3분기 누적 중국 실물경기 점검 : 두가지 갈림길



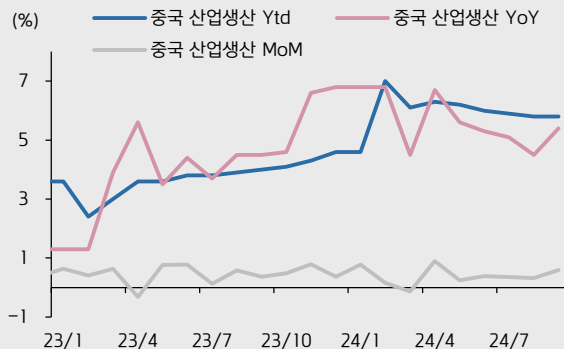
- ◆ 견조한 생산 대비 여전히 미약한 소비 회복
- ◆ 3분기 경기 둔화 흐름이 더욱 선명, 그러나 9월 회복 조짐은 긍정적인 부분
  - 3분기 누적 산업생산은 전년대비 5.8% 성장하며 견조한 모습. 낮아지고 있던 월간 생산 증가율이 다시 반등
  - 3분기 누적 소매판매는 전년대비 3.3% 성장. 월간 기준 소비 성장률이 이전대비 1.1%p 높아졌으나, 절대적인 소비 레벨이 너무 낮은 상황
  - 3분기 누적 고정자산투자는 전년대비 3.4% 성장. 9월 성장률 하락세가 멈췄으나, 역시 절대적 레벨이 낮은 편

### 중국 고정자산투자 추이



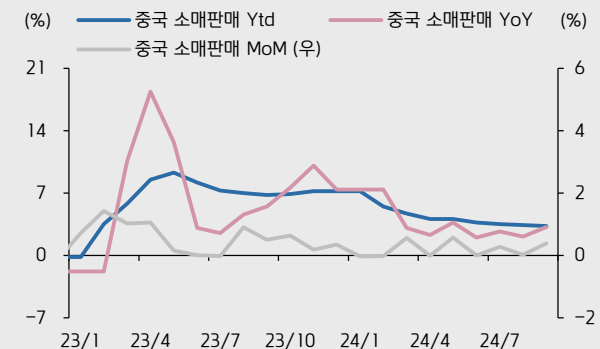
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 산업생산 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 소매판매 추이

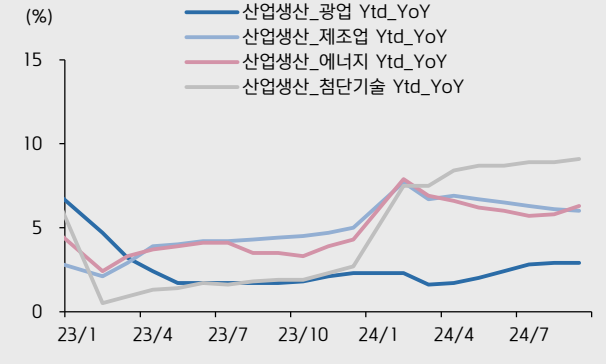


자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

## 첨단산업 중심으로 여전히 견조한 산업생산. 경기 민감 품목 생산 부진은 더욱 심화

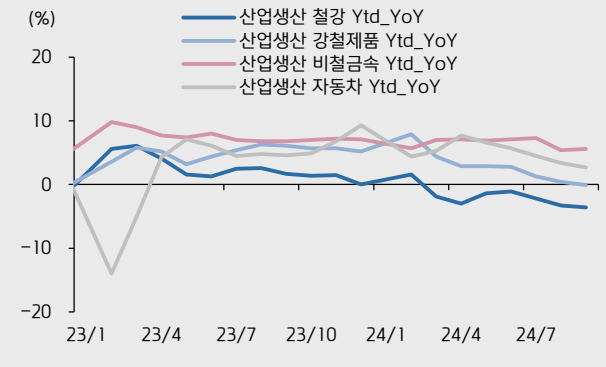


### 중국 광업, 에너지, 제조업 산업생산 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 주요 경기민감 품목 산업생산 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 산업생산 세부항목 현황

분류	24년 9월	24년 8월	24년 1~9월	
	YoY 증가율 (%)	YoY 증가율 (%)	생산량	YoY 증가율 (%)
화학섬유(만 톤)	2.7	0.9	5,860	9.5
시멘트(만 톤)	-10.3	-11.9	132,670	-10.7
생철(만 톤)	-6.7	-8.8	64,443	-4.6
조강(만 톤)	-6.1	-10.4	76,848	-3.6
강재(만 톤)	-2.4	-6.5	104,448	-0.1
비철금속(만 톤)	2.2	4.0	5,874	5.6
금속절단기(만 대)	1.8	9.8	51	7.2
산업용 로봇(대)	22.8	20.0	416,319	11.5
자동차(만 대)	-1	-2.3	2,168.3	2.7
신에너지자동차(만 대)	48.5	30.5	843.9	33.8
발전설비(만 kW)	7.5	43.4	18,476	19
태양광 전지(만 kW)	8.2	-9.0	47,809	12.8
컴퓨터(만 대)	2.6	5.5	24,901	2.9
스마트폰(만 대)	9.8	8.9	87,254	10.5
집적회로(억 개)	17.9	17.8	3,156	26
원탄(만 톤)	4.4	2.8	347,577	0.6
코크스(만 톤)	-5.3	-2.1	36,440	-1.2
원유(만 톤)	1.1	2.1	15,987	2
원유 가공량(만 톤)	-5.4	-6.2	53,126	-1.6
천연가스(억 m³)	6.8	9.4	1,830	6.6
발전량(억 kWh)	6	5.8	70,560	5.4
화력발전량(억 kWh)	8.9	3.7	47,439	1.9
수력발전량(억 kWh)	-14.6	10.7	10,040	16
핵발전량(억 kWh)	2.8	4.9	3,275	1.5
풍력발전량(억 kWh)	31.6	6.6	6,733	10.8
태양광발전량(억 kWh)	12.7	21.7	3,073	27

자료: 국가통계국, 키움증권 리서치



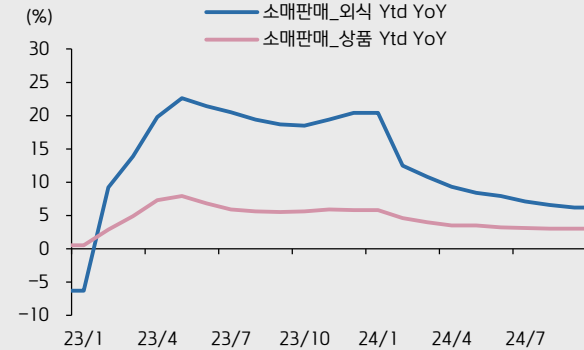
## 소비 회복속도가 느려진 가운데 필수소비재 및 IT 소비 회복세가 돋보임



◆ 분기 누적 기준, 2개 분기 연속 부진. 9월 회복세를 보였으나, 절대적인 회복 레벨을 유의미하다고 생각하기 어려워 보임

- 3분기 누적 기준 상품 및 서비스 소매판매 성장률은 각각 3%, 6.2%. 서비스 소비 성장세가 돋보이지만, 1분기를 제외하면, 2,3분기 상품 및 서비스 소비 성장률 모두 부진한 결과
- 필수소비재 회복세가 견조한 가운데, 경기소비재 중에서는 IT 소비 회복세가 돋보임

### 중국 상품 및 외식업 소매판매 추이



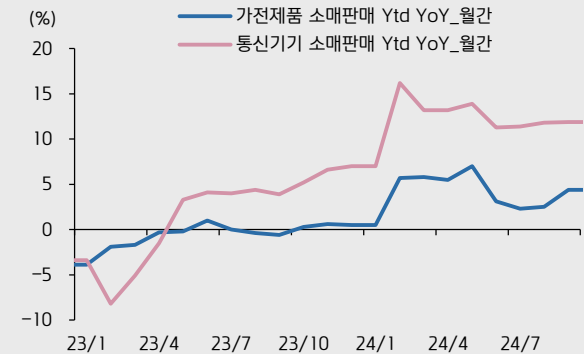
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 소매판매 세부항목 현황

분류	24년 9월	24년 8월	2024년 1~9월	
	YoY 증가율(%)	YoY 증가율(%)	총액(억위안)	YoY 증가율(%)
식용유/식품	11.1	10.1	15,771	9.9
음료	-0.7	2.7	2,413	4.5
주류/담배	-0.7	3.1	4,526	6.8
의류	-0.4	-1.6	10,225	0.2
화장품	-4.5	-6.1	3,069	-1
귀금속	-7.8	-12.0	2,454	-3.1
일상용품	.3	1.3	5,848	2.2
오락용품	6.2	3.2	991	9.7
가전제품	20.5	3.4	6,839	4.4
의약품	5.4	4.3	5,235	4.7
문구/사무용품	.10	-1.9	2,967	-2.9
가구	0.4	-3.7	1,143	1.1
통신기자재	12.3	14.8	5,459	11.9
석유	-4.4	-0.4	18,201	2.3
자동차	0.4	-7.3	35,361	-2.1
건축/자재	-6.6	-6.7	1,186	-2.6

자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 가전제품, 핸드폰 소매판매 추이



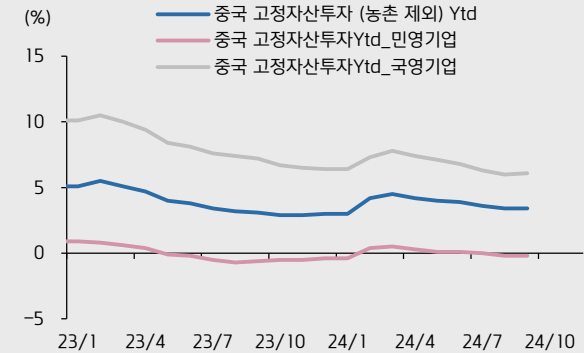
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 부동산 vs 인프라, 국영 vs 민간 양극화 구도

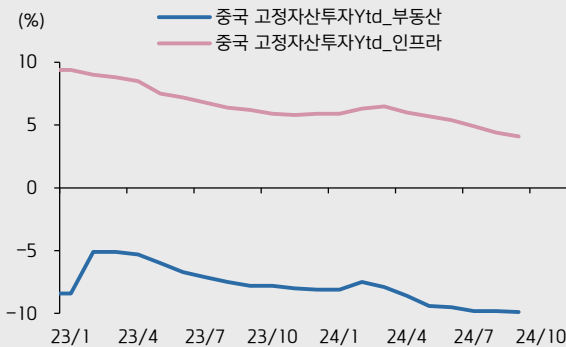
- 핵심 투자 지표로 생각되는 인프라, 국영기업, 제조업 투자 증가율도 점진적인 하락세를 보임
- 다만 제조업, 국영기업 투자 증가율은 9월에 다시 반등하는 모습

중국 국영기업, 민영기업 고정자산투자



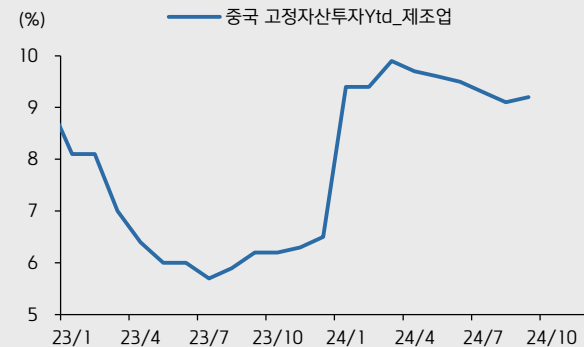
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 인프라 및 부동산 고정자산투자 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 제조업 고정자산 투자 추이



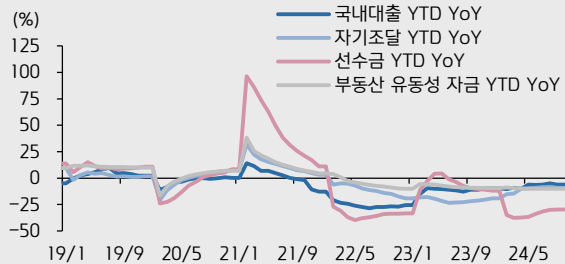
자료: CEIC, 키움증권 리서치



## ◆ 중국 부동산 구조적인 문제인 과잉 공급 및 재고가 의미있게 해소되는 것을 확인하는 것이 중요

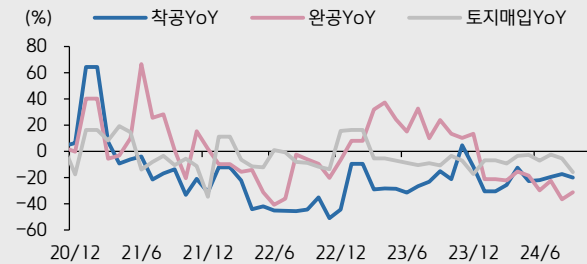
- 부동산 디벨로퍼 레버리지 규제 이후, 부동산 유동성 환경은 계속 위축. 따라서 부동산 실물경기 또한 둔화
- 이에 공급 측 레버리지 규제는 이어가면서도, 부동산 수요를 진작하기 위한 정책 전개. 그러나 그 효과는 계속 제한적인 상황
- 여전히 과잉 재고가 심각. 공급 측 규제가 쉽게 풀리지 않을 것으로 판단. 따라서, 부동산 불확실성 해소 시점 또한 가늠하기 어려움

### 중국 부동산 유동성 증가율 추이



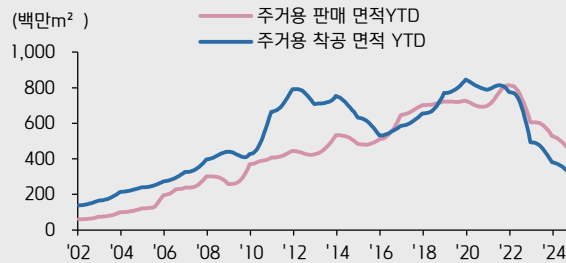
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 부동산 실물지표 추이



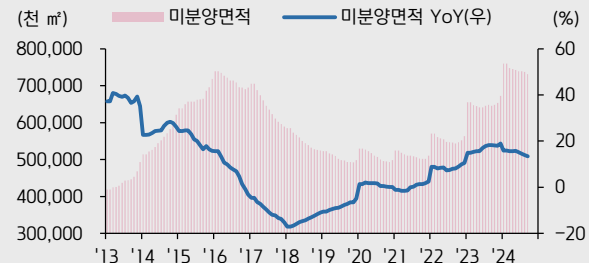
자료: CEIC, 키움증권 리서치

### 중국 부동산 거래면적 추이



자료: CEIC, 키움증권 리서치

### 중국 부동산 미분양면적 추이



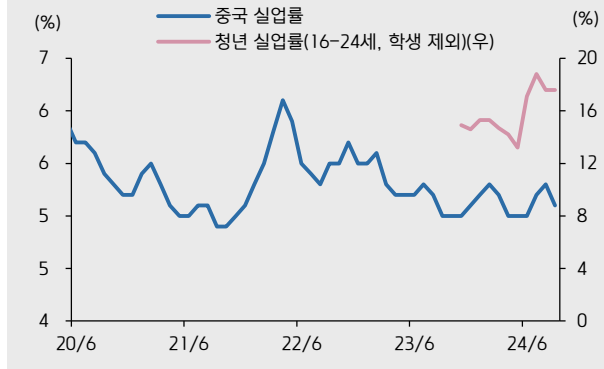
자료: CEIC, 키움증권 리서치



### ◆ 부양책보다 중요한 것은 가게 체력

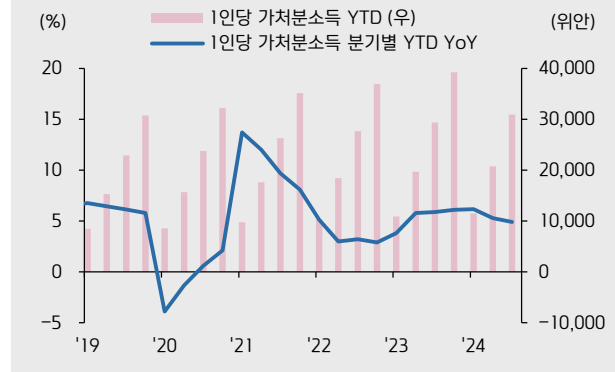
- 먼저, 최근 부양책에서 소비를 직접적으로 부양할 수 있는 정책이 발표되지 않았다는 점을 부정적이라고 언급한 바 있지만, 가장 중요한 것은 고용 및 소득의 안정된 성장세
- 최근 실업률이 다시 높아지는 모습이 보였으나, 9월 실업률 하락. 다만 청년층 실업률이 다시 높아지고 있어, 고용 환경이 다소 불안할 수 있음
- 뿐만 아니라, 소득 성장세도 둔화. 증가율 하락 폭이 크지는 않지만, 부동산 불확실성을 감안, 가게 소비 체력을 가능할 수 있는 소득의 안정된 성장세가 매우 중요. 노동 소득(근로, 사업소득) 증가율도 소폭 하락, 투자 소득은 전년대비 감소.

### 중국 실업률 추이



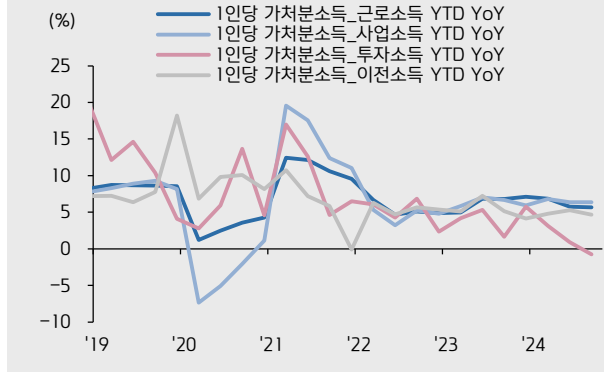
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 가처분 소득 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 가처분 소득 세부항목 추이

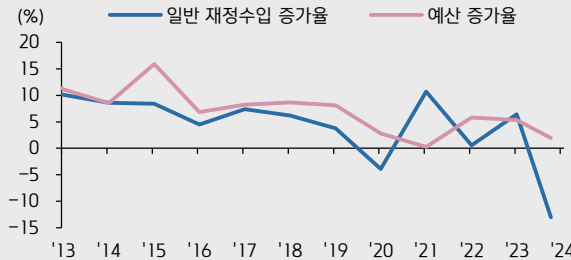


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



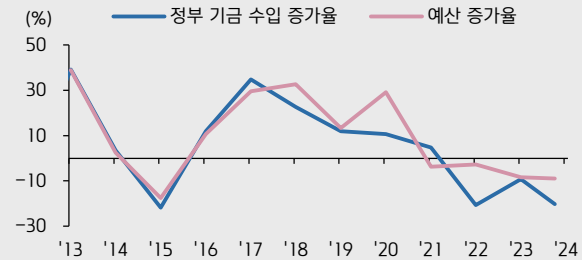
- ◆ 재정 여력이 예상보다 약한 것으로 판단. 이는 1분기 이후, 투자 성장세 하락에 일조했을 것으로 판단
  - 일반 재정 및 기금 수입 증가율이 예산 증가율을 크게 하회. 추가 적자 재정을 편성하지 않는 이상 부양 여력이 크지 않을 것으로 판단
  - 중앙정부는 감세 등 소비와 투자를 촉진하기 위한 정책들 영향으로 수입 증가율이 지방정부 대비 크게 떨어진 모습
  - 한편 지방정부 특수채 발행 속도는 최근 빨라지고 있는데, 최근 부양책 등 발표를 감안하면, 지방정부 역할이 중요하다고 판단

일반 재정 수입 증가율이 크게 떨어지고 있음추이



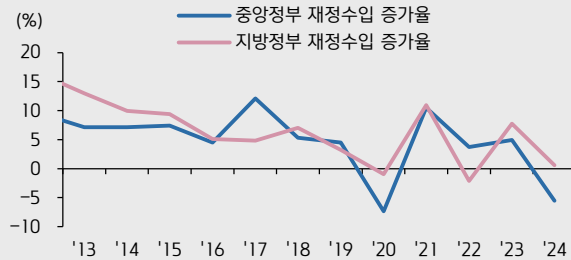
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

그 외 기금수입 또한 증가율은 다시 떨어지고 있음추이



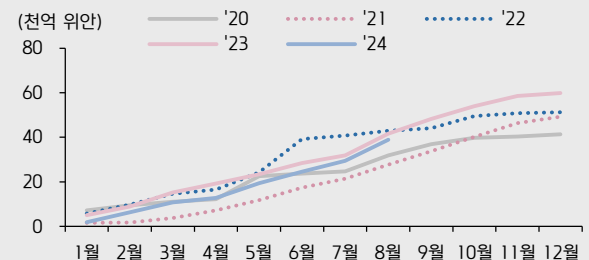
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중앙 및 지방정부 재정수입 증가율추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

지방정부 특수채권 발행 속도가 예상보다 매



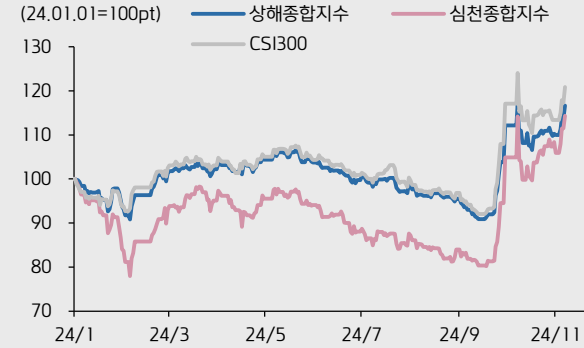
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



## ◆ 경기둔화 우려 + 부양책 기대감 수혜는 역외증시

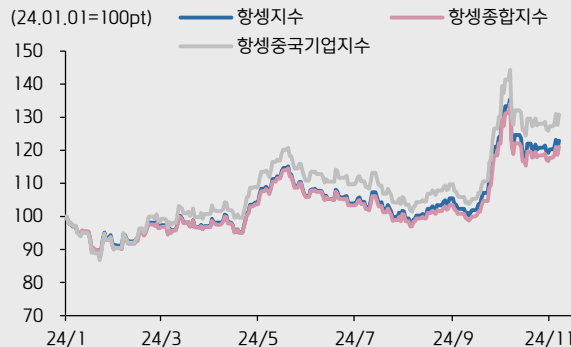
- 최근 IT 국산화 기대감에 과장판 아웃퍼폼이 뚜렷
- 그러나 연간기준으로 살펴보면, 지역별로는 역외증시, 스타 일별로는 성장주가 아웃퍼폼 확인. 업종별로 살펴보면 금융, Tech, 경기소비재 아웃퍼폼
- 전인대 전후, 9월 말 부양책 발표 이후 등 정책 모멘텀이 강해졌던 시기를 제외하면, 경기 둔화 우려에 중국증시는 하락하는 흐름을 보였음. 최근에도 경기 둔화 우려는 여전히 해소되지 않은 가운데, 부양책 기대감으로 증시가 반등했던 만큼, 수혜가 기대되는 섹터 투자심리가 집중되는 모습. 경기소비재의 경우, 견조한 IT 수요 등이 반영되면서, 관련 업종(가전/전자) 강세 흐름도 확인되었음

## 중국 본토 주요 증시 추이



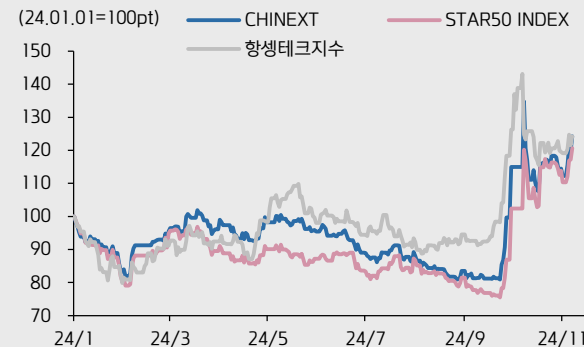
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

## 홍콩 주요 증시 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

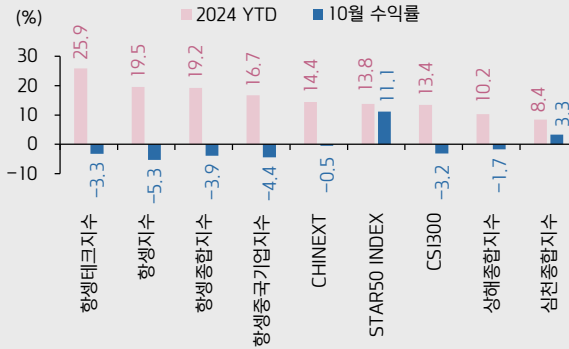
## 중화권 성장주 주요 증시 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

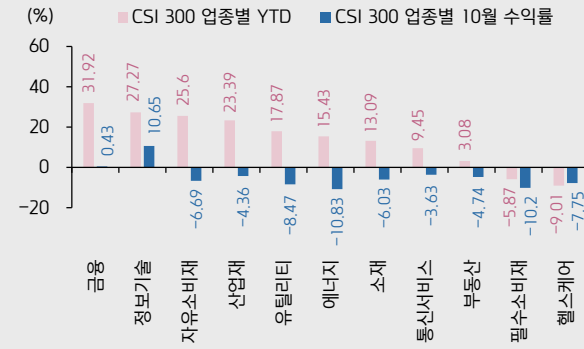


최근 중국 지수별 수익률 비교



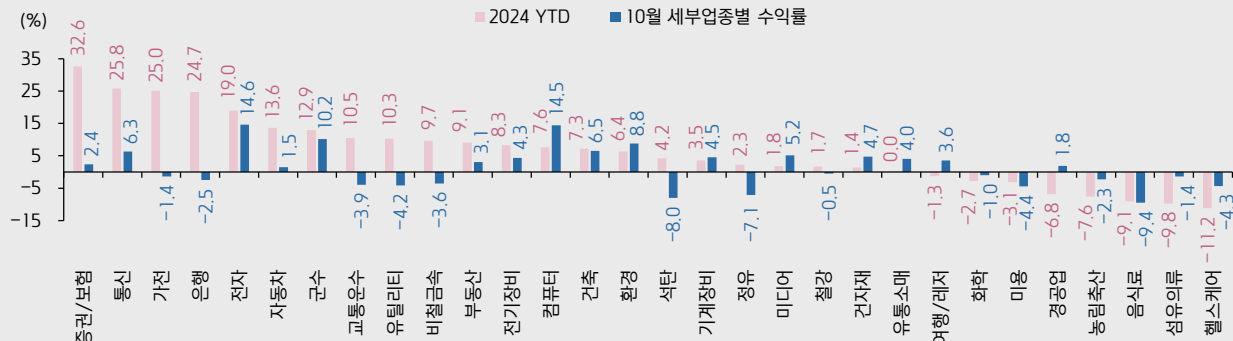
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주: 24.09.30 종가 기준

최근 중국 업종별 수익률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주: 24.09.30 종가 기준

최근 중국 세부업종별 수익률 비교



자료: Wind, 키움증권 리서치, 주: 24.09.30 종가 기준

## 2025년 중국증시 주요 지수 밴드 전망



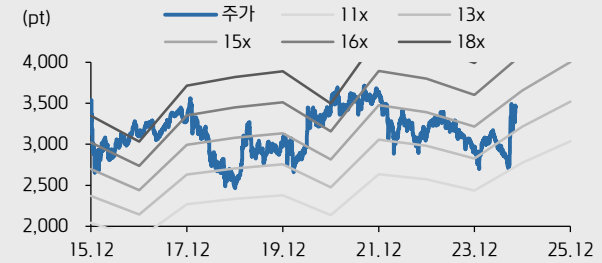
- 본토증시(상해종합 기준), 2025년 예상밴드 3,000~3,625pt 전망
- 역외증시(항생중국기업 기준), 2025년 예상밴드 6,970~8,200pt 전망

중국 상해종합 지수 및 10년 평균 PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 상해종합 PER밴드



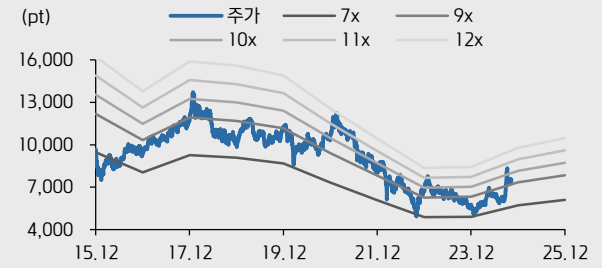
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 항생중국기업 지수 및 10년 평균 PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 항생중국기업지수 PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

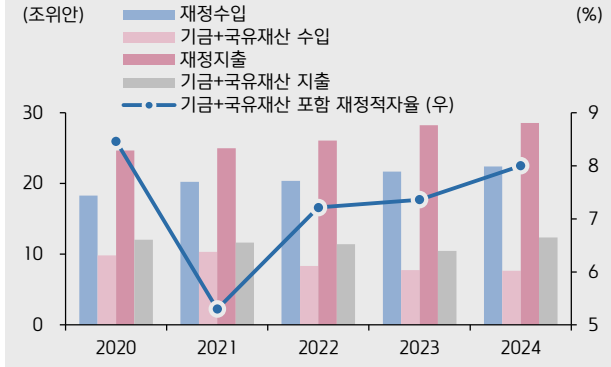




### ◆ 부양 의지와 별도로 실현 가능성이 중요

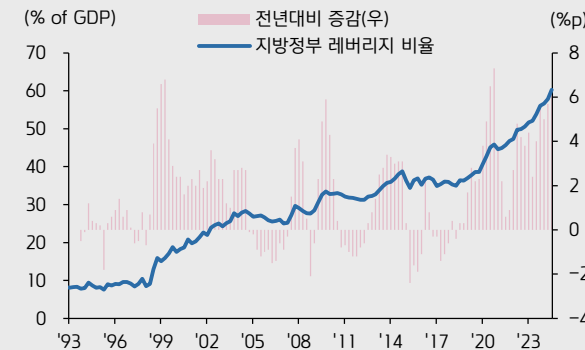
- 전인대 상무위원회에서 발표된 부양책에 대한 실망감을 뒤로하고, 전인대 전후로는 2025년 재정정책 강도가 시장의 이목이 집중될 것으로 판단
- 당국은 확정적 재정정책에 대한 의지를 강력히 표명. 다만 재정 수입 및 기금 수익(토지사용권 수익) 등을 감안하면, 중앙정부 주도로 적극적인 적자 편성이 뒷받침 되어야 가능할 것으로 판단
- 당국은 정부의 차입 여력이 여전히 많다고 강조하고 있으나, 최근 중국 (중앙 및 지방)정부 또한 레버리지 비율이 급격하게 높아진 상태

### 중국 광의의 재정정책 추이



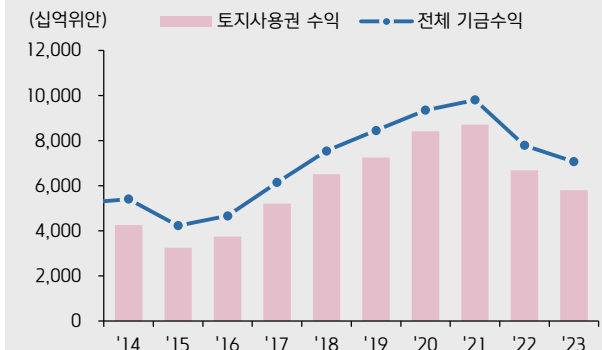
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국정부 레버리지 비중 추이



자료: CEIC, 키움증권 리서치

### 토지사용권 수익 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 최근 중국증시의 변동성이 확대된 가운데, 정책 및 경기를 더 정확하게 진단하고 있는 것은 금리 환율

- 중국증시 추세적인 상승세가 펼쳐지기 위해서는 첫번째 2025년 전인대 전후로 밝혀질 재정정책 규모, 부양책 방향성 등이 시장의 기대를 부합 혹은 상회해야 한다고 생각. 두번째, 소비, 투자 등 수요의 의미있는 회복세가 확인되어야 할 듯. 특히 미국 트럼프 당선으로 수출 불확실성이 다시 높아진 만큼, 내부 수요(소비, 투자) 회복의 중요성은 더욱 높아질 전망
- 오히려 최근 중국은 대내외 불확실성으로(트럼프 당선, 부양책 기대감 하회) 환율 및 금리가 다시 약세 흐름을 보이고 있음

중국증시(상해종합) 및 위안화 환율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주) 2024.11.08 기준

중국증시 및 장기물(10년물 금리) 추이



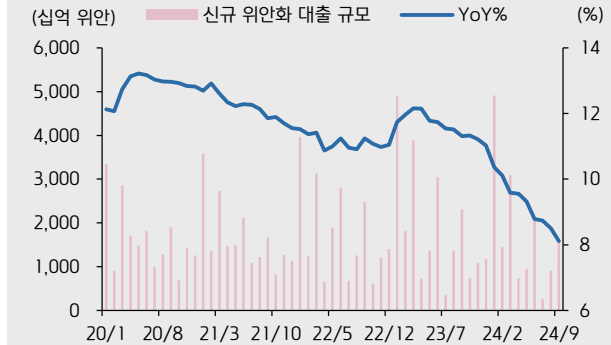
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주) 2024.11.08 기준



## ◆ 부양책이 실제로 유의미하게 전개된다면, 신용 수요 또한 늘어날 것으로 전망

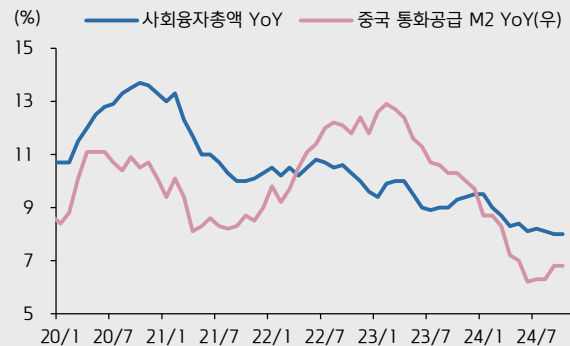
- 월간 지표 기준, 당국의 부양책 기대감이 높아진다면, 신규 위안화 대출, 전체 신용 규모 등 관련 지표들이 가장 빠르게 반응할 것으로 판단
- 최근 M2 증가율이 반등 조짐이 확인되고 있지만, 전체 신용 증가율이 여전히 하락 추세. 만약 전체 신용 수요가 늘어나지 못해, 2022년 처럼 신용 증가율이 M2 증가율을 하회할 경우, 정책 효과 또한 우려해야 할 수 있음

## 신규 위안화 대출 규모 추이 yOy



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 중국 M2 및 사회용자총액 증가율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 중국 신용자극지수



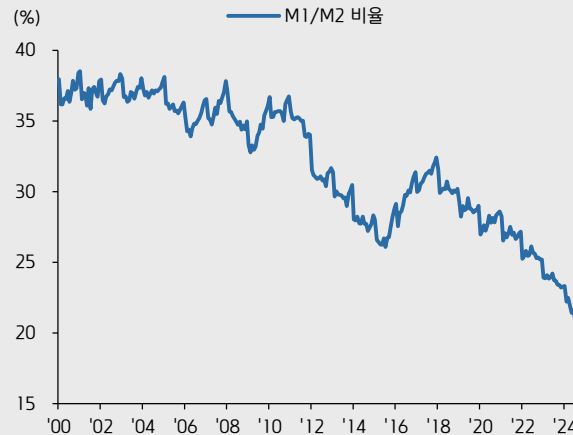
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



### ◆ 당국의 재정 지출이 강해질 경우 통화 유동성 지표에 즉각 반영될 수 있음

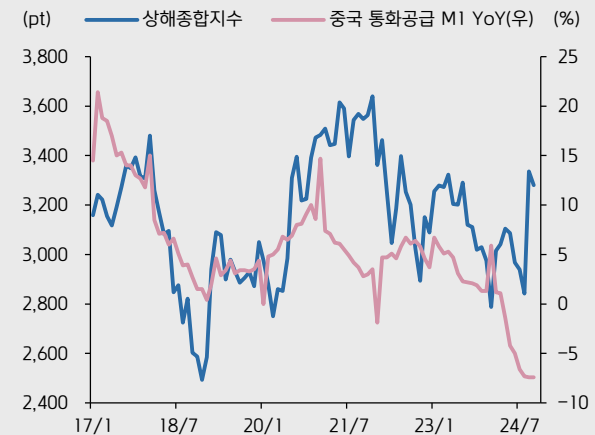
- M1 통화공급 감소 폭이 더욱 확대되면서, M1/M2 비율은 극도로 낮아진 상황
- 부양책이 실제로 전개되고, 지수 상승세가 이어지고, 더 나아가, 경기 모멘텀이 살아나기 위해서는(경기 회복), 증시 추가 반등 더 나아가 경기 회복을 위해서는 통화량이 늘어나고, 신용 수요가 높아지는 것을 확인하는 것이 중요하다고 판단

중국 M1/M2 비율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국증시(상해종합) M1 증가율 추이



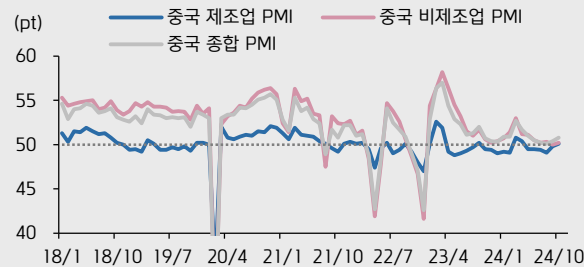
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 후속 부양책이 없다면, 여전히 불안한 중국증시 : 중국 체감 경기 점검



- 내수 및 투자를 직접적으로 부양할 수 있는 정책은 2025년 전인대 전후로 확인이 가능할 듯
- 다만 부양책 기대감은 여전히 유효. 체감 경기는 반등 조짐을 보이고 있음. 관영 PMI 모두 경기 회복 국면으로 다시 진입
- 체감 생산 및 수요는 전월대비 개선 중, 오히려 수출이 빠르게 둔화. 재고 및 마진 압박, 디플레 우려도 다소 완화되고 있는 것으로 판단

### 관영 PMI 추이



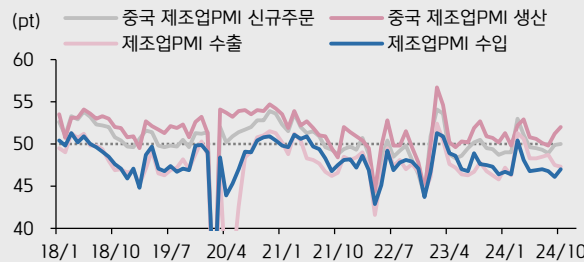
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 PPI 선행지수



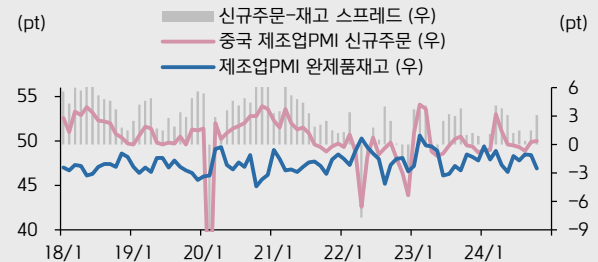
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 신규주문 생산 PMI 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 신규주문-재고 스프레드 추이



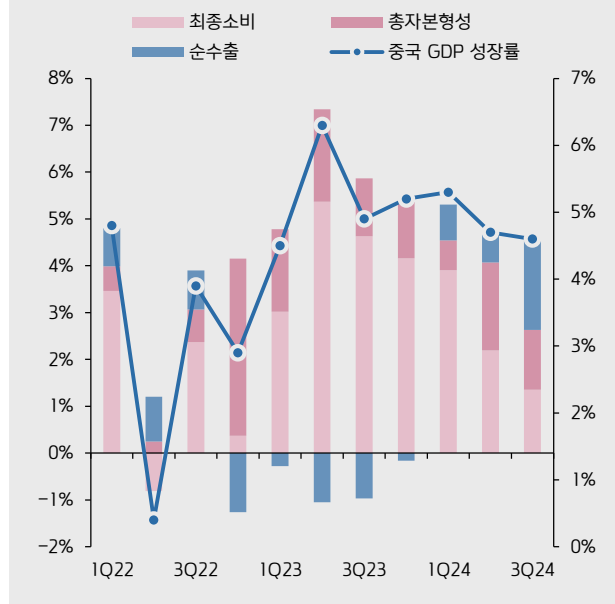
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



### ◆ 트럼프 2.0시대 중국의 돌파구는 내수 회복을 통한 경기 부양

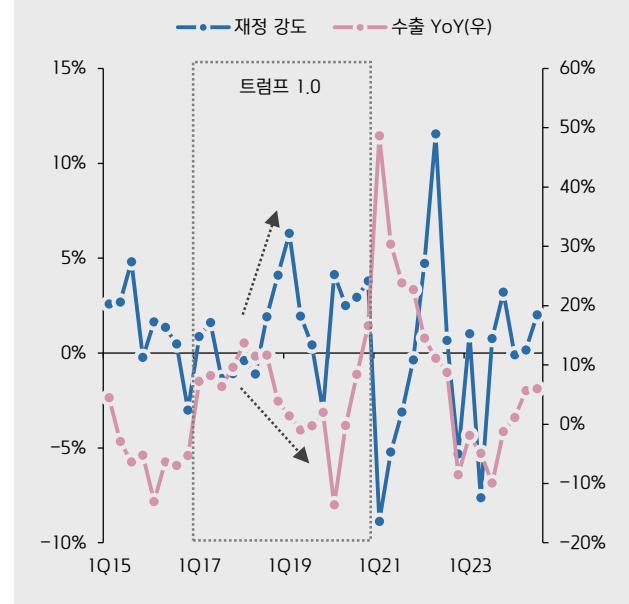
- 트럼프 2.0 시대 중국에 대한 제재는 지속될 전망. 관세 인상으로 인해 중국의 수출에 미치는 영향은 불가피
- 특히 '24년 9월 누적 기준 순수출의 GDP 기여도가 24%에 달하는 상황에서 '25년 중국 경기 성장에 대한 우려는 높아질 것
- 중국 수출 둔화로 인해 내수 부양 중요성은 확대. 9월말 이후 변화된 중국정부의 정책 스탠스로 인해 시장은 기대감 높은 상황

중국 GDP 성장률 및 부문별 기여도



자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 재정 강도 및 수출 증가율



주: 재정강도는 GDP 대비 재정(재정/기금 순수출) 비율의 전년 동기 대비 변동 폭  
자료: Wind, 키움증권 리서치



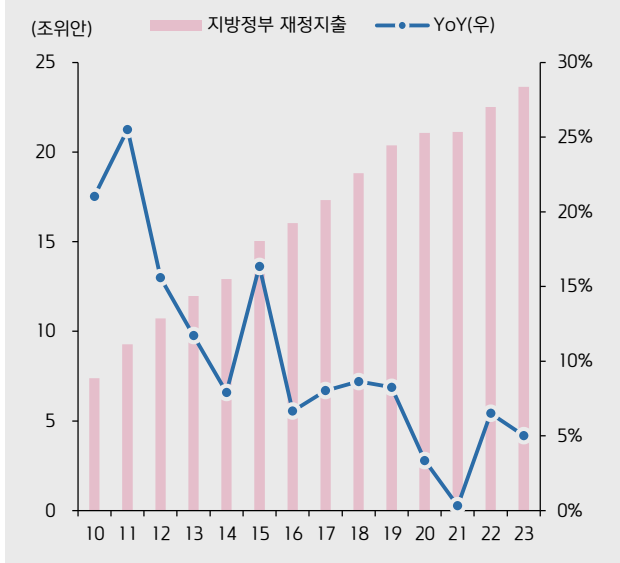
- ◆ 최근 중국의 정책 스탠스 변화는 긍정적이나, 과도한 경기 부양에 대한 기대감은 현 시점에서는 자제 필요
  - 최근 있었던 일련의 회의 및 기자회견 내용을 종합하면 재정정책은 지방정부 음성부채 차환에 중점적으로 활용될 것
  - 부동산 가격 하락으로 인해 지방정부 재정이 악화된 상황에서 부채 차환은 긍정적
  - 다만 '20~'23년 지방정부 평균 연간 재정지출 규모가 22조위안인 점을 감안하면 재정부가 언급한 연간 1,200억위안(5년, 6,000억위안)의 이자비용 절감은 1%에 불과. 최근 중국 증시가 보여준 기대감을 충족하기는 어렵다는 판단
  - 물론 재정부는 금번 발표에서도 향후 추가적인 정책 여력이 많다는 점을 강조하고 있어 지속적인 체크가 중요하나, 현 시점에서 과도한 경기 부양에 대한 기대감은 자제 필요

### 11/8 전인대 상무위원회 기자회견 정리

부채 상환 규모	계획
6조위안	• 지방정부 부채한도 6조위안 증가
4조위안	• 기존 지방정부 특수채 활용 5년간 4조위안
2조위안	• 빈민촌 재건축 과정에서 발생한 부채 2조위안 상환 계획 유지
그 외	• 향후 신규 음성 부채 발행을 하지 않는 것이 '철의 법칙'

자료: Wind, 키움증권 리서치

### 연간 지방정부 재정지출 규모



자료: Wind, 키움증권 리서치

## 최근 정책 변화는 긍정적이나 과도한 부양 기대감은 현 시점에서는 자제 필요



### 최근 중국정부 주요 회의 및 기자회견 정리

	정책 부문	세부 내용
9/24 국무원 기자회견	지준율/금리	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 지급준비율 50bp 인하. 이를 통해 1조위 위안 유동성 공급. 유동성 상황 고려해서 연내 25~50bp 추가 인하 가능성을 언급</li> <li>• 정책 금리인 역RP 7일물 금리 20bp 인하. 기존 1.7%에서 1.5%로 인하하며, 대출 및 예금 금리도 하향 유도</li> </ul>
	부동산	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기존 모기지 금리를 약 50bp 인하. 이를 통해 신규 모기지 금리와 같은 수준으로 조정</li> <li>• 1주택자의 최저 선수금 비율을 기존 25%에서 15%로 하향 조정. 1주택자와 무주택자의 최저 선수금 비율 통일</li> <li>• 5월 발표한 3천억위안 규모의 주택 재고 소진을 위한 보장성 주택 재대출 중앙은행 지원금 비율을 60%에서 100%로 상향</li> <li>• 기존 올해 만기 예정되어 있는 부동산 지원 정책('경영성 부동산 대출' 및 '금융 16조')을 2026년까지 연장</li> <li>• 정책성 및 상업은행의 부동산 기업 토지 매입 지원. 필요 시 인민은행이 대출 지원 예정이며, 현재 관련해서 연구 중이라고 언급</li> </ul>
	증시	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 5천억위안 규모 자산스왑 창구 신설. 조건 부합하는 금융기관은 금융자산 담보로 인민은행으로부터 유동성 확보 및 주식 매입 지원</li> <li>• 3천억위안 규모 자사주매입 지원 위한 특별 재대출 프로그램 신설. 상장기업/주요 주주의 자사주매입 및 지분 확대를 인민은행 지원</li> <li>• 증시안정화펀드도 연구 중에 있다고 언급</li> </ul>
	재정정책	• 재정정책 확대 강조. 필요한 재정지출 보장하고, '3가지(민생/임금/조직운영) 보장' 시행. 정부 주도의 투자 강화 강조
9/26 중앙정치국 회의	통화정책	• 지급준비율 인하 및 강력한 금리 인하 시행
	부동산	• 부동산 가격 하락방지, 신규공급 조절 및 기존 주택 최저화, '화이트 리스트' 대상 대출 확대, 부동산 구매제한 완화, 기존 대출 금리 인하
	자본시장	• 자본시장활성화 강조, 중장기 자금 주식시장 유입 유도, 상장기업 M&A 지원, 공모펀드 개혁의 온건한 추진, 개인투자자 보호 정책 연구
	민간기업	• 민간기업 활동 촉진 정책을 추진, 민간 기업의 양호한 경영 환경 마련
	소비	• 소비 촉진과 민생 결합 강조, 중저소득층의 소득 확대 및 소비 업그레이드 촉진
10/12 재정부 기자회견	외국 자본	• 외자 유치 확대, 제조업 분야의 외국인 자본 유치를 위한 개혁 추진, 시장화, 법치화, 국제화된 기업 경영환경 조성
	민생	• 민생 보장, 출업생, 농민공, 빈민층 등의 고용 확대, 취약계층의 지원 강화, 저소득층의 소득 지원
	음성부채	• 지방정부 채무 한도 확대를 통해 음성 부채 리스크 해소 지원, 이를 통해 지방정부 재정 여력 개선에 기여할 것
	은행자본	• 특별국채 발행을 통해 대형은행의 자본 확충 지원할 것
	부동산	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 지방정부특별채권, 특별자금, 세수정책 등을 통해 부동산 시장의 하락을 방지할 것</li> <li>• 1)특별채권 통한 토지 재고 매입, 2)특별채권 통한 주택 재고 매입 및 보장성 주택 지원, 3)관련 세수 정책 개선 부문에 있어 정책 연구 중</li> </ul>
11/8 전인대 상무위원회 기자회견	사회복지	• 국경절 이전 일회성 생활보조금을 저소득층에 전달했고, 향후 학생에도 지원 계획, 이는 소비력 향상에 긍정적일 것
	음성부채	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 12조위안 부채자환 계획, 1)지방정부 부채한도 6조위안 상향, 2)5년 4조위안 기존 지방정부 특수채 활용, 3)빈민촌 관련 부채 2조위안 상향</li> <li>• 향후 신규 음성 부채 발행을 하지 않는 것이 '철의 법칙'이라고 언급</li> </ul>

자료: 중국정부, 키움증권 리서치



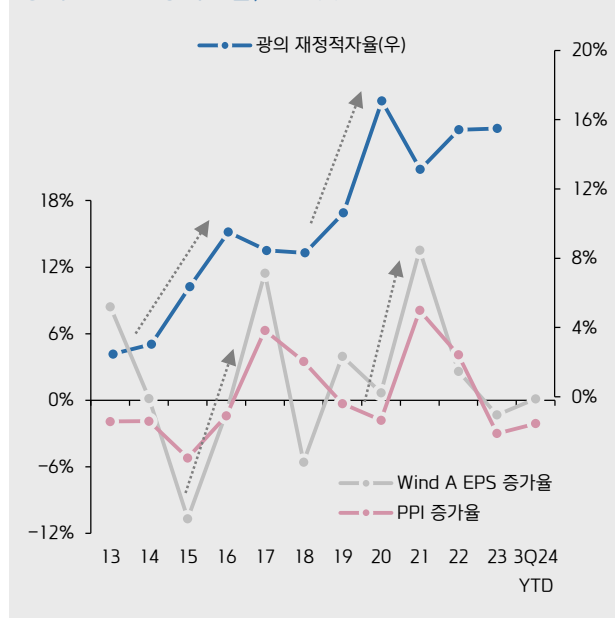
## 시장의 기대는 재정확대를 통한 디플레이션 압력 해소 및 기업의 이익 성장일 것



### ◆ 시장의 기대는 재정확대를 통한 디플레이션 압력 해소 및 기업의 이익 성장일 것

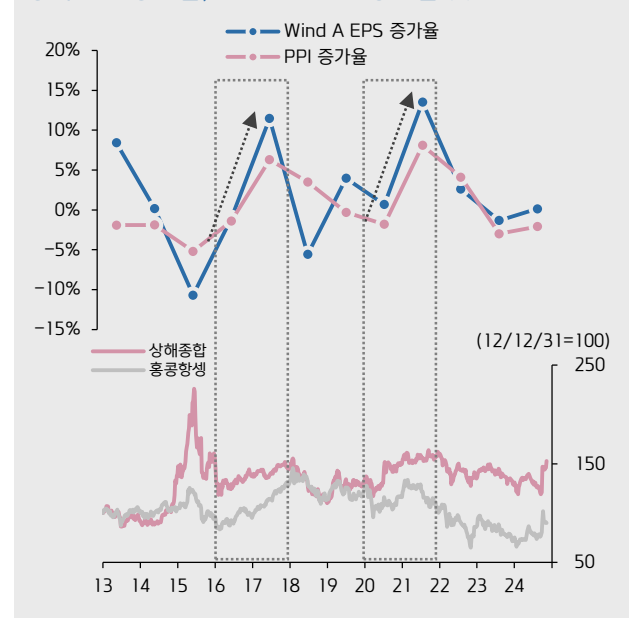
- 지난 10년간 PPI의 마이너스 증가 구간('13~'16년 및 '20년) 재정정책의 유의미한 확대를 통해 PPI를 플러스 전환 시킨 바 있음
- 또한 이는 곧 기업의 이익 개선까지 이어지며 증시의 건전한 상승에 기여
- '바뀌기로 결심한' 중국정부는 '25년 재정 정책을 확대할 가능성이 큰 상황. 12월 회의에서 내년도 정책 스탠스에 대한 확인이 중요

중국 연간 재정적자율, PPI 및 Wind A EPS



자료: Bloomberg, Wind, 키움증권 리서치

중국 PPI 증가율, Wind A EPS 증가율 및 지수 추이



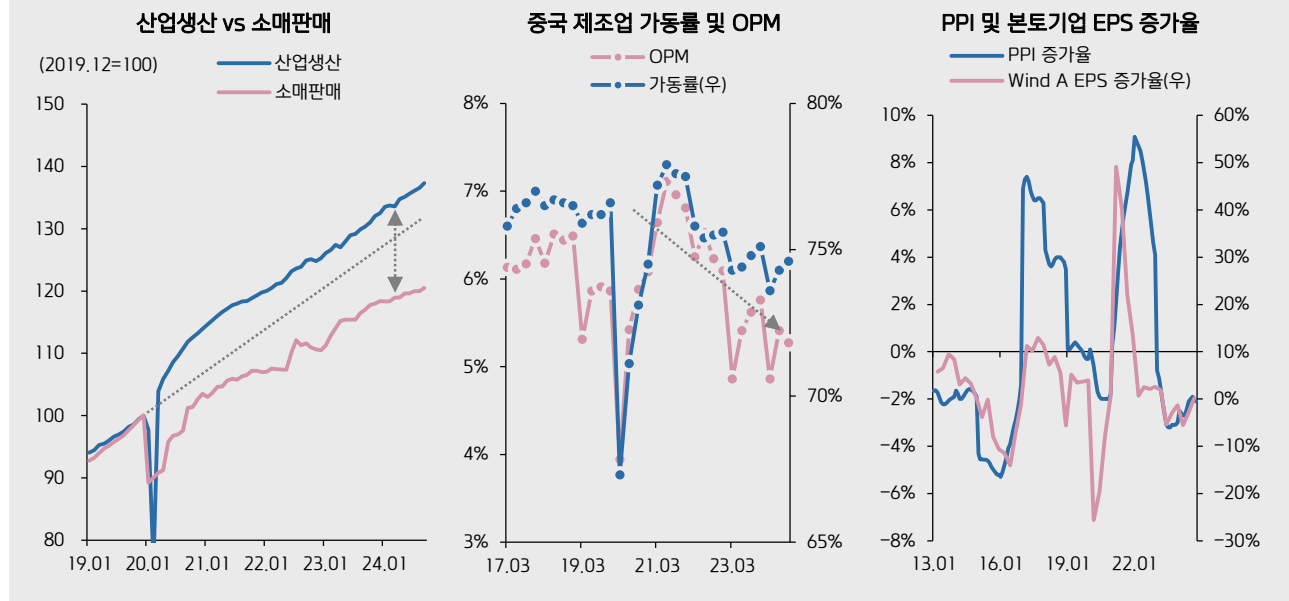
자료: Bloomberg, Wind, 키움증권 리서치



### ◆ 재정 확대 외에 방향도 중요하나 여전히 불확실성 높다는 판단, 정책의 효과는 하반기 확인 필요

- 재정 확대 자체도 의미가 있으나, 더욱 중요한 것은 재정 확대의 최종 방향일 것
- 지난 몇년간 중국정부가 보여준 공급 위주의 정책은 공급과잉에 따른 디플레이션을 야기하며 기업 이익에 오히려 부정적
- 트럼프 2.0시대 내수 부양이 더욱 중요해진 상황에서 과거와는 다른 정책을 보여줄지 확인 필요
- 중국 경기의 회복 과정은 순탄하지 않을 것으로 예상하며 일정 시간이 소요될 것. '25년 하반기 회복 여부 확인이 중요

### 중국 주요 경제 지표



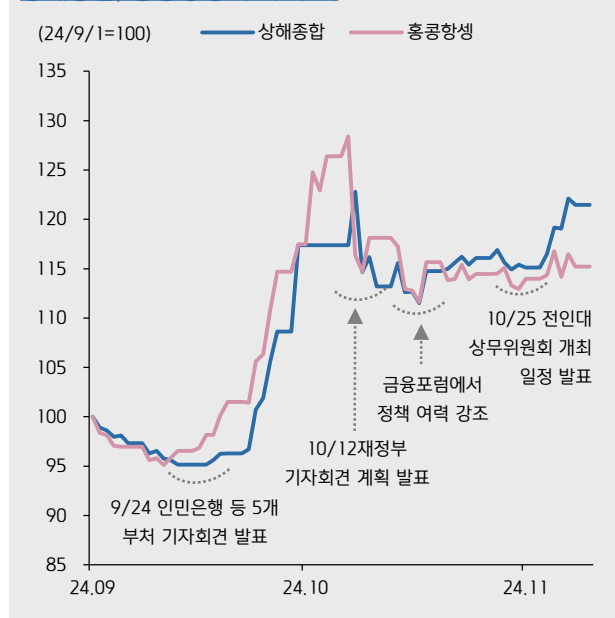
자료: Wind, 키움증권 리서치



## ◆ 경기 및 정책 불확실성 존재하나 정부가 지속적으로 기대감 심어주고 있어 증시 하단 지지 기대

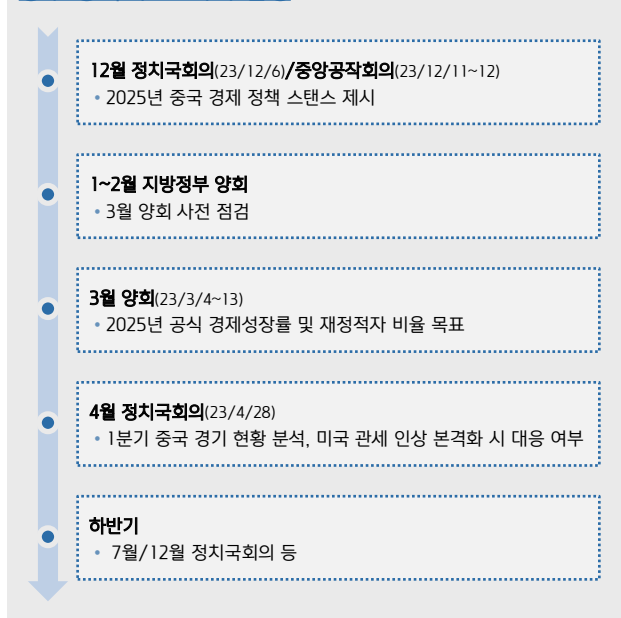
- 경기 회복 및 정책 강도에 대한 불확실성 존재하나 중국정부가 지속적으로 추가적인 정책 여력을 강조하고 있는 상황
- 이로 인해 정책의 업사이드는 열어둘 필요가 있다는 판단. 9월 말 전환된 정책 스탠스가 한 달 만에 되돌아 가진 않을 전망
- 실제로 9월 말 정책 발표 이후 경기 혹은 정책에 대한 우려가 확대될 수록 중국정부가 적극적으로 대응하는 모습을 보임. 향후에도 최근 2달과 같은 수준의 빈도는 아닐 수 있으나, 4월까지 다수 회의가 예정되어 있어 대내외 환경이 악화될수록 수시로 정부 차원의 대응이 있을 수 있다는 판단

상해종합/홍콩항셍 주가 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치

향후 중국 주요 회의 일정



주: '23년 양회 개최 기간은 정협 23/3/4~11, 전인대 23/3/5~13  
자료: 키움증권 리서치



## ◆ 상반기 업종/테마별 모멘텀 트레이딩 추천, 하반기 경기회복에 따라서 고배당 혹은 경기민감주 선택 중요

- 상반기 통화/재정 정책 완화에 따른 유동성 환경 속에서 중국정부의 지속적인 정책 기대감 조성으로 인해 긍정적인 투자심리 기대. 상대적으로 중국 경기와 무관하게 산업의 구조적인 성장이 기대되는 AI, 국산화 등의 업종/테마 뿐만 아니라 부분적으로 중국 경기 모멘텀이 강화되는 구간에서의 경기 민감 업종의 모멘텀 트레이딩이 타당하다는 판단
- 하반기 1)유의미한 경기 회복이 확인된다면 플랫폼 등 내수 관련 경기민감주 주가가 긍정적일 것으로 판단, 2)다만 회복이 여전히 더딜 경우에는 중국 경기 모멘텀 약화 속에서 방어주 성격의 고배당주에 대한 관심이 재차 필요할 것으로 예상

### 중국 기업 추천 종목 리스트

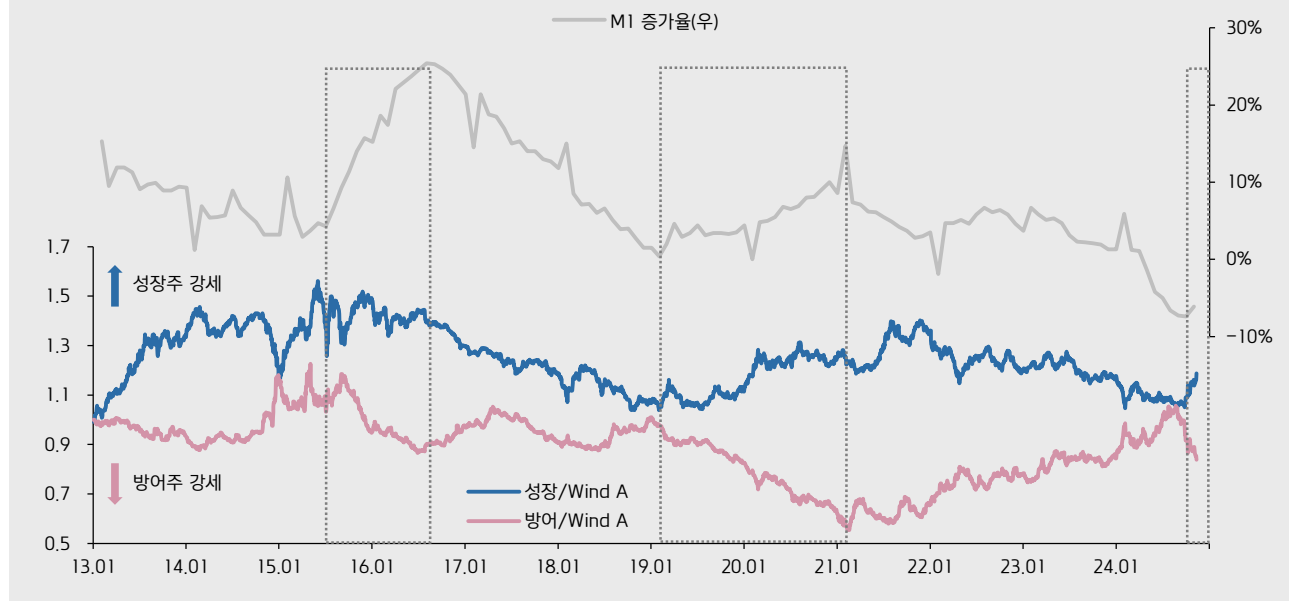
	기업명	종목코드	업종	시가총액 (십억USD)	PER(x)		PBR(x)		투자포인트
					24E	25E	24E	25E	
AI	샤오미	1810.HK	스마트폰 EV	91	30.2	26.1	3.7	3.2	• 스마트폰, '25년 AI 수혜 기대감은 디바이스로도 확산될 것 • EV, 예상보다 긍정적인 수익성. '25년에도 판매량 증가 전망
	Foxconn	601138.CH	서버 ODM	71	20.7	16.4	3.3	2.9	• NVIDIA 밸류체인 기업, 글로벌 AI 시장 성장 수혜 • 중국 경기와 상대적으로 무관하게 구조적인 성장 기대
	탁보그룹	601689.CH	자동차 부품	13	32.1	25.4	5.4	4.6	• 대표적인 테슬라 밸류체인 기업, 중국 EV 고객사 다각화 전망 • '25년 AI 수혜 기대감은 디바이스로 확산 예상, 로봇 모멘텀 기대
반도체	Naura	002371.CH	반도체 장비	34	43.2	32.2	8.3	6.7	• '25년에도 중국 반도체 증설은 지속될 전망이며 Naura 수혜 • 트럼프 2.0, 미중 갈등 확대 불가피, 국산화 테마 추가 모멘텀 기대
경기 민감주	텐센트	0700.HK	게임	481	16.7	15.2	3.6	3.1	• 시장지배력에 기반한 상대적으로 높은 실적 성장 가시성 • 강화된 주주환원 정책이 추가 하방을 지지할 것
	트립닷컴	TCOM.US 9618.HK	OTA	43	19.9	18.4	2.3	2.1	• 중국 아웃바운드 여행 수요 및 해외 지역 확장이 차기 성장 동력 • 높은 실적 성장 가시성 보유, 주요 연휴 앞두고 모멘텀 기대
고배당	메이디그룹	000333.CH	가전	76	13.9	12.6	2.9	2.6	• 중국 경기 모멘텀 약화 때는 고배당주 주목 • 가전 '이구환신' 정책은 초기 효과를 보임, 정책 모멘텀 기대
	차이나텔레콤	601728.CH 0728.HK	통신	76	11.0	10.2	0.8	0.8	• 중국 경기 모멘텀 약화 때는 고배당주 주목 • 내수에는 디지털경제도 포함, 부담스럽지 않은 밸류에이션도 긍정적

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



- ◆ 상반기 유동성 환경에서 중국의 지속적인 정책 기대감 조성에 따른 성장주 중심 긍정적인 투자심리 기대
  - 상반기 통화/재정 정책 완화에 따른 유동성 환경 속에서 중국정부의 지속적인 정책 기대감 조성으로 인해 긍정적인 투자심리 기대
  - 상대적으로 중국 경기와 무관하게 산업의 구조적인 성장이 기대되는 AI, 국산화 등의 업종/테마의 주가 모멘텀 기대
  - 또한 부분적으로 중국 경기 모멘텀이 강화되는 구간에서 경기 민감 업종도 단기적으로 높은 주가수익률 보일 수 있다는 판단

중국 M1 증가율 및 성장주/방어주 상대수익률 추이



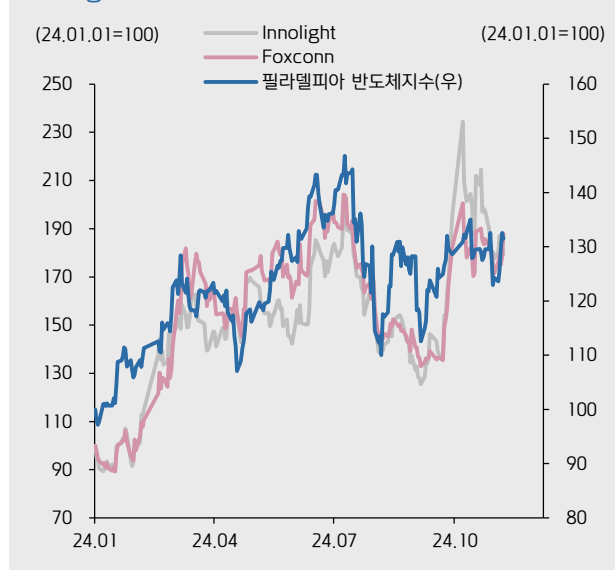
주: 중신증권 분류 기준  
자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ AI/반도체, AI는 ‘글로벌 빅테크 or 온디바이스’, 반도체는 ‘국산화’ 주목

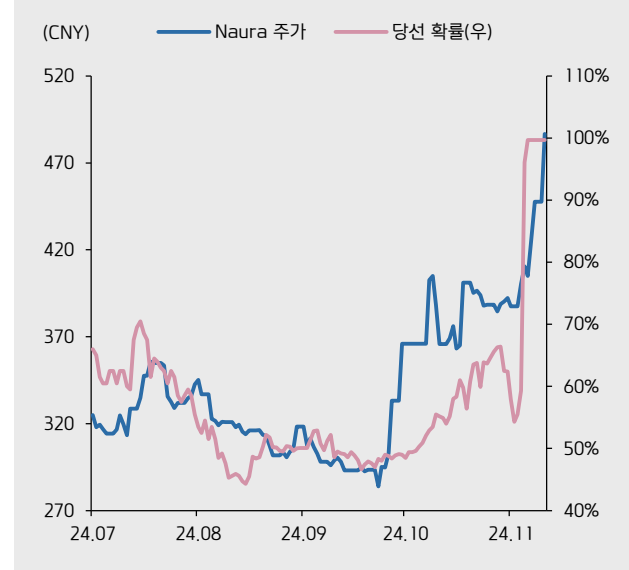
- AI: 중국기업 중 일부는 글로벌 빅테크 밸류체인에 속해 있어 글로벌 AI 시장의 성장 수혜 기대. 대표적으로 Innolight/Foxconn이 있으며, 두 기업 모두 주가가 필라델피아 반도체 지수와 유사한 흐름을 보임. '25년에도 투자 매력 높다는 판단. 한편 '25년 AI 수혜 기대감은 인프라에서 SW 및 디바이스로 확산될 것으로 기대. AI 스마트폰(샤오미) 및 로봇(탁보그룹)에 대한 관심도 늘릴 시점으로 판단
- 반도체: 트럼프 당선인은 중국에 대한 관세를 60% 이상 인상할 것을 강조하며 미중 갈등 재차 격화 우려. 그 외에도 중국 AI/반도체 산업에 대한 제제는 임기 내 지속될 것으로 예상. 반도체를 포함한 중국 국산화 테마가 내년에도 모멘텀 지속될 전망

Innolight/Foxconn 및 필라델피아 반도체지수 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치

트럼프 당선인의 미국 대선 당선 확률 및 Naura 주가



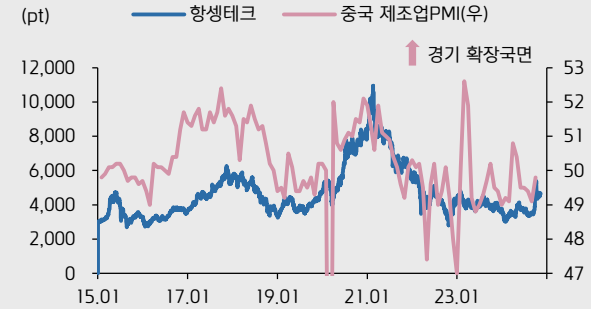
자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ 플랫폼, 실적 성장 가시성 높은 기업 중심 추천.  
하반기 경기 개선 시 우려 컸던 종목 반등 클 것

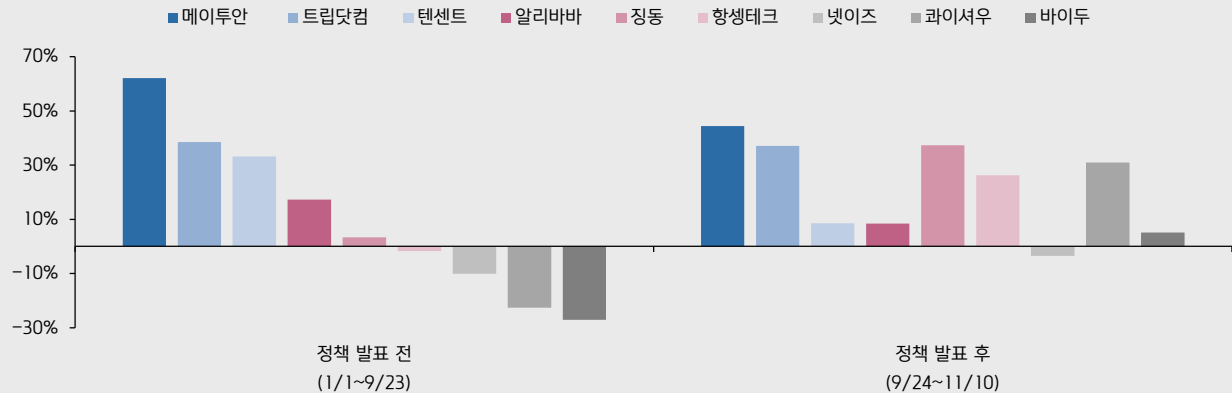
- 상반기 유동성 환경 및 정책 기대감으로 인해 긍정적인 투자 심리 기대. 중국 경기 모멘텀이 강화되는 구간에서는 플랫폼 등 경기 민감 업종의 모멘텀 트레이딩이 타당하다는 판단
- 하반기 유의미한 중국 경기 회복이 확인된다면 커머스, 광고 등 그간 우려가 컸던 종목이 주가 반등도 클 것으로 예상
- 다만 그전까지는 트립닷컴, 텐센트, 메이투안 같은 상대적으로 실적 성장 가시성 높은 종목 중심으로 투자 추천

### 항셍테크 및 중국 제조업 PMI



자료: Wind, 키움증권 리서치센터

### 중국 주요 플랫폼 정책 발표 전후 주가수익률 비교



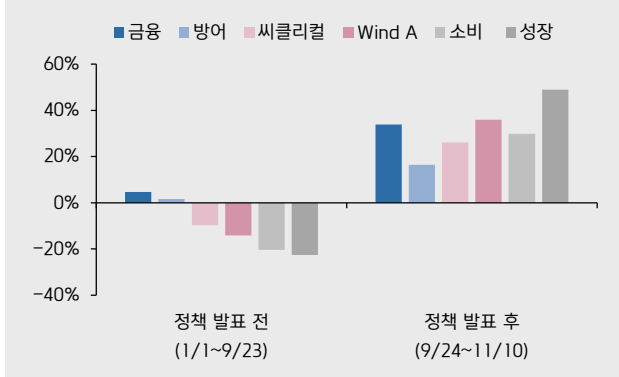
자료: Wind, 키움증권 리서치센터



### ◆ 고배당, 상반기 정책 모멘텀 구간에는 상대수익률 부진 불가피. 하반기 中경기 확인 중요

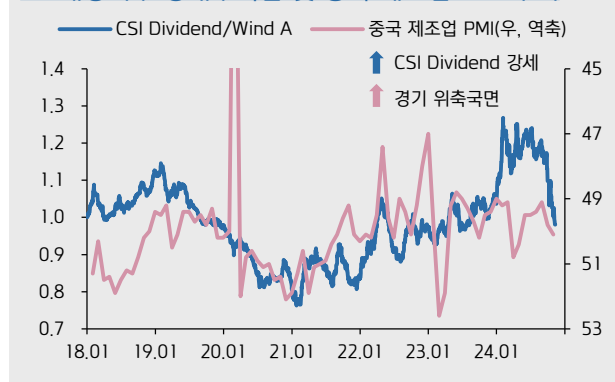
- 9월 말 정책 발표 이전까지 상대적으로 강세를 이어오던 중국 고배당 업종은 정책 스탠스 전환 이후 상대수익률 부진
- '25년 상반기까지 정책 모멘텀 지속될 것으로 예상되는 만큼 고배당 업종은 단기적으로 부진이 불가피할 것
- 다만 중국 경기 회복이 여전히 더딜 경우에는 관심이 재차 집중 전망. 2Q25 정책 효과에 대한 시장의 확인 요구가 높아 질 때가 주요 분수령이 될 것으로 예상

### 중국 스타일별 정책 발표 전후 주가수익률 비교



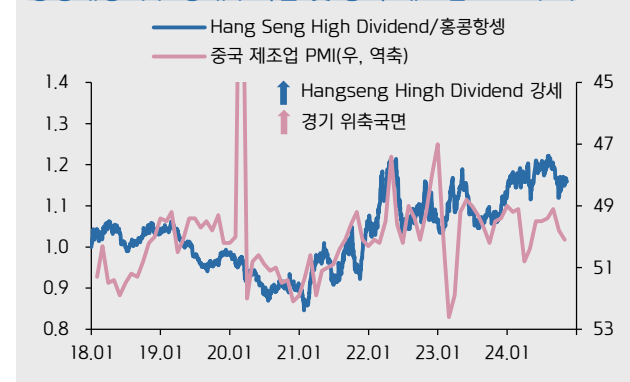
주: 중신증권 분류 기준  
자료: Wind, 키움증권 리서치

### CSI배당지수 상대수익률 및 중국 제조업 PMI 추이



자료: GF Securities, Wind, 키움증권 리서치센터

### 항셱배당지수 상대수익률 및 중국 제조업 PMI 추이



자료: GF Securities, Wind, 키움증권 리서치센터





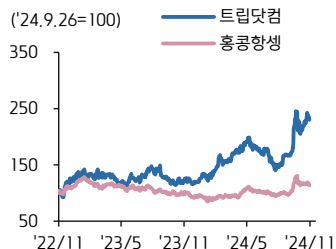
현재주가 (11/11)	HKD 518.00
--------------	------------

#### Stock Data

산업분류	플랫폼
세부업종	OTA
거래소	홍콩
상대지수	홍콩항생
벤치마크 현재주가	20,426.9
시가총액(mln)	305,108.3
유통주식수(mln)	644.1
52주 최고	548.50
52주 최저	251.40
일평균거래량	2,330,540

#### Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	86.6	2.5	26.3	97.9
홍콩항생	19.8	-3.9	10.2	16.3



#### ◆ 투자포인트 1. 견조한 해외여행 수요는 '25년에도 지속될 것

- '24년 국경절 출입국자수는 '19년의 107%로 팬데믹 이후 연휴 중 처음으로 '19년 수준을 넘어섬. 중소형 도시의 해외여행 수요가 새로 부상 중이며, 1~2선 도시는 장거리 해외여행 증가 증으로 해외여행 수요 견조
- 중국여행연구원은 '24년 여행객수 1.3억명(YoY +49%) 예상. 여전히 '19년의 1.68억명을 하회하는 수준. 높아진 중국 해외여행 수요 속에서 추가적인 성장 여력 충분하다는 판단

#### ◆ 투자포인트 2. 해외지역 확장이 차기 성장 동력

- 해외매출(Trip.com)은 중국 여행 비자 면제 혜택 확대 및 아시아지역 중심의 공격적인 확장을 통해 빠르게 성장 중. 2Q24 매출은 YoY 70% 증가했으며, 향후 3년 내 매출비중 20%까지 확대 기대. 트립닷컴의 차기 성장 동력으로 작용할 것으로 전망

#### ◆ 투자포인트 3. 주요 연휴 앞두고 주가 모멘텀 기대

- 부진한 중국 소비심리가 주가에 하방 압력으로 작용하나 지난 2년간 중국 연휴 기간 보여준 여행 관련 데이터는 중국 여행객의 견조한 해외 수요를 입증했다는 판단. '24년에도 연휴 전후 주가 모멘텀을 기대

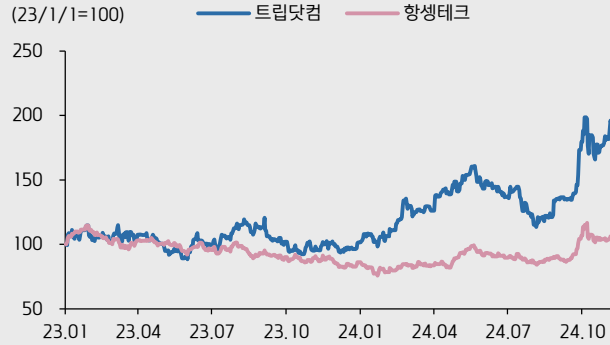
#### Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	20,023	20,039	44,510	52,348	60,307
영업이익	270	1,276	13,158	16,248	18,960
OPM(%)	1	6	30	31	31
순이익	1,356	1,294	13,071	16,846	18,372
PER(배)	N/A	1,441.4	15.3	19.9	18.4
PBR(배)	0.9	1.4	1.3	2.3	2.1
ROE(%)	-0.5	1.3	8.5	11.6	11.3
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A		

주: Non-GAAP 기준  
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



'23년 이후 주요 연휴 전후 트립닷컴 주가 절대 및 상대 수익률



		절대 수익률		상대수익률	
연휴		연휴 전 30일	연휴 후 30일	연휴 전 30일	연휴 후 30일
23년	춘절	9%	-11%	-3%	0%
	청명절	-5%	-11%	-4%	-10%
	노동절	-3%	-4%	-1%	-1%
	단오절	5%	3%	6%	4%
	추석/국경절	-9%	0%	-5%	-1%
24년	신정	1%	1%	1%	10%
	춘절	3%	6%	7%	3%
	청명절	14%	12%	10%	1%
	노동절	12%	1%	4%	2%
	단오절	-3%	-2%	-2%	3%
	추석	11%	23%	11%	10%
	국경절	33%	-3%	15%	8%

주: 홍콩상장 기준

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

트립닷컴 12M FWD PER 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



### 손익계산서

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
<b>매출액</b>	<b>35,666</b>	<b>18,316</b>	<b>20,023</b>	<b>20,039</b>	<b>44,510</b>
매출&서비스 매출	7,372	4,031	4,598	4,513	8,121
<b>매출총이익, GAAP</b>	<b>28,294</b>	<b>14,285</b>	<b>15,425</b>	<b>15,526</b>	<b>36,389</b>
판매비	12,584	8,041	7,844	7,097	12,945
연구개발비	10,670	7,667	8,992	8,341	12,120
<b>영업이익, GAAP</b>	<b>5,040</b>	<b>-1,423</b>	<b>-1,411</b>	<b>88</b>	<b>11,324</b>
영업외 (이익)손실	-4,047	-198	-940	-2,547	644
<b>세전이익, GAAP</b>	<b>9,087</b>	<b>-1,225</b>	<b>-471</b>	<b>2,635</b>	<b>10,680</b>
법인세비용	1,742	355	270	682	1,750
<b>당기순이익, GAAP</b>	<b>7,011</b>	<b>-3,247</b>	<b>-550</b>	<b>1,403</b>	<b>9,918</b>
<b>EPS, GAAP</b>	<b>1.54</b>	<b>-0.68</b>	<b>-0.87</b>	<b>2.17</b>	<b>15.19</b>
<b>희석 EPS, GAAP</b>	<b>1.44</b>	<b>-0.68</b>	<b>-0.87</b>	<b>2.14</b>	<b>14.78</b>
<b>영업이익, 조정</b>	<b>5,040</b>	<b>-1,423</b>	<b>-1,411</b>	<b>88</b>	<b>11,324</b>
<b>당기순이익, 조정</b>	<b>7,011</b>	<b>-3,247</b>	<b>-550</b>	<b>1,403</b>	<b>9,918</b>
<b>EBITDA</b>	<b>6,541</b>	<b>210</b>	<b>49</b>	<b>1,379</b>	<b>12,580</b>

### 현금흐름표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>7,333</b>	<b>-3,823</b>	<b>2,475</b>	<b>2,641</b>	<b>22,004</b>
감가상각비, 무형자산상각비	1,096	1,217	1,021	875	817
운전자본 변동	282	-6934	177	-807	9,340
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-2,413</b>	<b>-3,821</b>	<b>-4,148</b>	<b>1,136</b>	<b>5,919</b>
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-834	-532	-571	-498	-606
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-9,256</b>	<b>6,025</b>	<b>3,919</b>	<b>-6,717</b>	<b>-2,547</b>
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-10,662	7,803	3181	-6,780	-1,065
자사주매입	467	159	307	179	-1218
<b>현금증가</b>	<b>-4,027</b>	<b>-2,332</b>	<b>1781</b>	<b>-2,709</b>	<b>25,496</b>
기초현금	25,774	21,747	19,415	21,196	18,487
기말현금	21,747	19,415	21,196	18,487	43,983
<b>FCF</b>	<b>6,510</b>	<b>-4,355</b>	<b>1,905</b>	<b>2,144</b>	<b>21,398</b>
<b>FCFF</b>	<b>7,866</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>3266</b>	<b>23,126</b>

### 재무상태표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
<b>자산총계</b>	<b>200,169</b>	<b>187,249</b>	<b>191,859</b>	<b>191,691</b>	<b>219,137</b>
유동자산	67,955	58,011	66,108	61,435	88,732
현금 및 현금성자산	42,981	42,916	49,384	42,545	59,340
매출채권	10,638	7,097	8,949	8,889	15,603
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	132,214	129,238	125,751	130,256	130,405
유형자산	7,342	6,767	6,311	6,023	5,783
무형자산	71,572	72,697	72,399	72,079	71,936
<b>부채총계</b>	<b>93,324</b>	<b>85,682</b>	<b>81,403</b>	<b>78,672</b>	<b>96,131</b>
유동부채	69,182	58,369	66,218	61,239	72,411
매입채무	19,050	9,735	11,378	12,718	24,889
단기성부채	30,954	34,074	40,229	32,948	25,997
비유동부채	24,142	27,313	15,185	17,433	23,720
장기성부채	20,286	23,336	11,493	13,711	19,576
<b>자본총계</b>	<b>106,845</b>	<b>101,567</b>	<b>110,456</b>	<b>113,019</b>	<b>123,006</b>

### 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출이익률	19.66	-17.73	-2.75	7.00	22.28
영업이익률	14.13	-7.77	-7.05	0.44	25.44
EBITDA 마진	18.34	1.15	0.24	6.88	28.26
ROE	7.37	-3.19	-0.52	1.26	8.46
ROA	3.63	-1.68	-0.29	0.73	4.83
ROIC	2.36	-2.10	-0.82	-0.32	6.27
부채비율	49.54	57.21	47.16	41.55	37.30
순차입금비율	7.73	14.27	2.12	3.64	-11.19
EBITDA/현금지급이자	4.00	0.13	0.03	0.96	6.66
현금비율	0.62	0.74	0.75	0.69	0.82
유동비율	0.98	0.99	1.00	1.00	1.23
PER	28.91	-	-	1441.39	15.26
PBR	1.34	1.32	0.92	1.37	1.35
EV/EBIT	29.48	-	-	1797.38	13.16
EV/EBITDA	22.95	703.44	2111.77	114.70	12.06

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



현재주가(11/11)

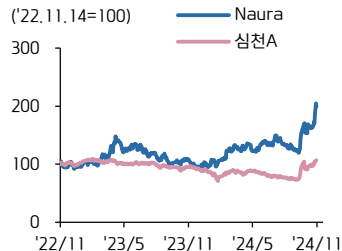
CNY 486.69

## Stock Data

산업분류	기술 하드웨어 & 반도체
세부업종	반도체 장비
거래소	심천
상대지수	심천A
벤치마크 현재주가	2,231.8
시가총액(mln)	252,068.0
유통주식수(mln)	531.0
52주 최고	490.03
52주 최저	213.42
일평균거래량	6,499,643

## Performance &amp; Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	98.1	33.0	55.0	87.2
심천A	16.1	16.3	18.8	11.1



## ◆ 투자포인트 1. '25년에도 중국 반도체 증설은 지속될 전망이며 Naura 수혜 기대

- Trendforce 기준(24/08) CXMT는 생산능력을 '24년 약 월 20만장에서 '25년 30만장으로 YoY 50% 증가 예상. YMTC도 생산능력을 전년 동기 대비 40% 증가 기대. 반도체 국산화를 위한 중국 기업의 증설은 지속되는 중
- Naura는 중국 1위 반도체 장비기업으로 장비 납품 수혜 기대. '25년 매출은 YoY 30% 증가한 390억위안 수준이며 기대되며, 순이익률도 전년 대비 개선될 것으로 예상

## ◆ 투자포인트 2. 트럼프 2.0 시대 미중 갈등 확대 불가피. 국산화 테마 주가 모멘텀 기대

- 트럼프 당선인은 중국에 대한 관세를 60% 이상 인상할 것을 강조하며 미중 무역전쟁 재차 격화 우려. 그 외에도 중국 AI/반도체 산업에 대한 제제는 임기 내 지속될 것으로 예상
- 반도체를 포함한 중국 국산화 테마가 내년에는 모멘텀이 지속될 것으로 기대. 최근 정책 기대감 및 트럼프 트레이드(중국 국산화)에 따른 주가 급등에도 불구하고 12M FWD PBR 밴드 중반 수준으로 밸류에이션 부담스럽지 않다는 판단

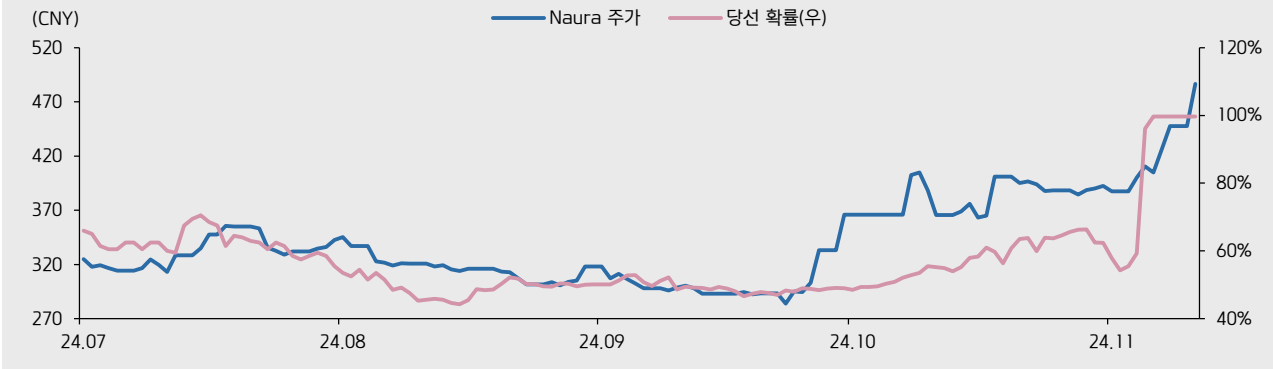
## Company Earnings &amp; Valuation

(단위: 백만CNY)	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	9,683	14,688	22,079	30,069	39,226
영업이익	1,189	2,784	4,428	6,605	8,705
OPM(%)	12.3	19.0	20.1	22.0	22.2
순이익	1,077	2,353	3,899	5,710	7,693
PER(배)	161.6	50.1	33.4	43.8	32.6
PBR(배)	10.7	6.0	5.3	8.4	6.8
ROE(%)	9.1	12.8	17.7	20.0	21.5
배당수익률(%)	0.0	0.1	0.2		

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

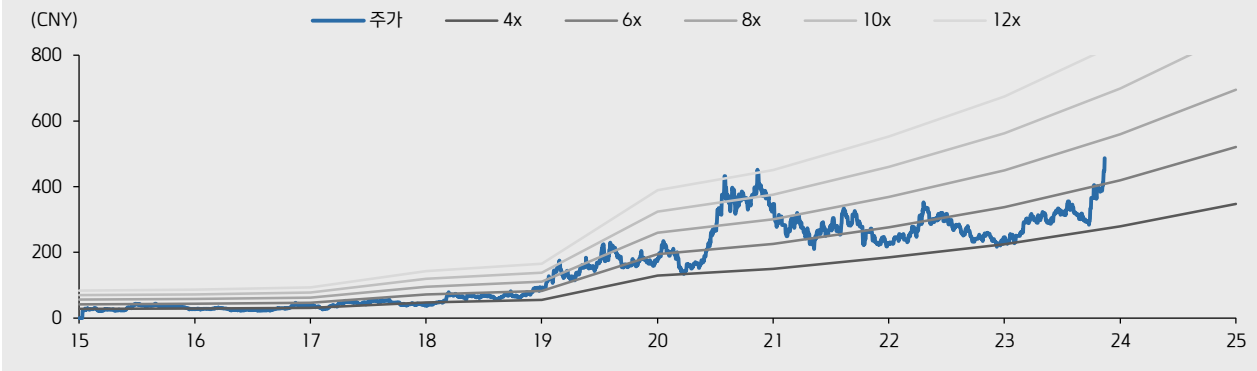


### 트럼프 당선인의 미국 대선 당선 확률 및 Naura 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### Naura 12M FWD PBR 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



## 손익계산서

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
<b>매출액</b>	<b>4,058</b>	<b>6,056</b>	<b>9,683</b>	<b>14,688</b>	<b>22,079</b>
매출&서비스 매출	2,413	3,834	5,867	8,250	13,005
<b>매출총이익, GAAP</b>	<b>1,645</b>	<b>2,222</b>	<b>3,817</b>	<b>6,438</b>	<b>9,075</b>
판매비	698	1,076	1,588	2,093	2,687
연구개발비	525	670	1,297	1,845	2,475
<b>영업이익, GAAP</b>	<b>520</b>	<b>625</b>	<b>1,189</b>	<b>2,784</b>	<b>4,428</b>
영업외 (이익)손실	80	-59	-63	-71	-37
<b>세전이익, GAAP</b>	<b>439</b>	<b>684</b>	<b>1,253</b>	<b>2,854</b>	<b>4,466</b>
법인세비용	70	53	59	313	433
<b>당기순이익, GAAP</b>	<b>309</b>	<b>537</b>	<b>1,077</b>	<b>2,353</b>	<b>3,899</b>
<b>EPS, GAAP</b>	<b>0.67</b>	<b>1.09</b>	<b>2.15</b>	<b>4.49</b>	<b>7.36</b>
<b>회석 EPS, GAAP</b>	<b>0.67</b>	<b>1.09</b>	<b>2.15</b>	<b>4.49</b>	<b>7.34</b>
<b>영업이익, 조정</b>	<b>520</b>	<b>625</b>	<b>1,189</b>	<b>2,784</b>	<b>4,428</b>
<b>당기순이익, 조정</b>	<b>309</b>	<b>537</b>	<b>1,077</b>	<b>2,353</b>	<b>3,899</b>
<b>EBITDA</b>	<b>816</b>	<b>976</b>	<b>1,633</b>	<b>3,315</b>	<b>5,120</b>

## 현금흐름표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-973</b>	<b>1,348</b>	<b>-858</b>	<b>-880</b>	<b>2,229</b>
감가상각비, 무형자산상각비	296	351	444	531	692
운전자본 변동	-1,744	-11	-2839	-4536	-3,325
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-190</b>	<b>-673</b>	<b>-447</b>	<b>-1,423</b>	<b>-2,058</b>
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-171	-668	-447	-1,409	-1,980
유, 무형자산 처분	1	9,4596	0	1	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>2,983</b>	<b>-916</b>	<b>7,762</b>	<b>3,497</b>	<b>1,783</b>
지급배당금	-57	-31	0	-	-245
차입금의 증가(감소)	1,080	-1,059	-602	3,453	1,888
차사주매입	1,982	201,0006	8497	157	99
<b>현금증가</b>	<b>1,818</b>	<b>-244</b>	<b>6452</b>	<b>1,231</b>	<b>1,968</b>
기초현금	1,004	2,822	2,578	9,031	10,261
기말현금	2,822	2,578	9,031	10,261	12,229
<b>FCF</b>	<b>-1,145</b>	<b>679</b>	<b>-1,305</b>	<b>-2,289</b>	<b>249</b>
<b>FCFF</b>	<b>-1,077</b>	<b>721</b>	<b>-1,285</b>	<b>-2246</b>	<b>384</b>

## 재무상태표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
<b>자산총계</b>	<b>13,735</b>	<b>17,518</b>	<b>31,054</b>	<b>42,551</b>	<b>53,625</b>
유동자산	8,470	11,014	22,323	31,117	38,226
현금 및 현금성자산	2,822	2,578	9,031	10,261	12,229
매출채권	1,670	2,387	3,491	4,742	5,715
재고자산	3,636	4,933	8,035	13,041	16,992
비유동자산	5,265	6,504	8,732	11,434	15,399
유형자산	2,634	2,755	3,073	4,151	5,883
무형자산	2,422	3,367	4,948	6,664	8,608
<b>부채총계</b>	<b>7,635</b>	<b>10,406</b>	<b>13,856</b>	<b>22,567</b>	<b>28,800</b>
유동부채	4,791	7,900	11,268	15,770	19,083
매입채무	1,978	2,677	5,059	6,918	7,692
단기성부채	1,340	1,816	1,044	565	1,803
비유동부채	2,844	2,506	2,588	6,797	9,717
장기성부채	1,113	10	22	3,821	5,978
<b>자본총계</b>	<b>6,100</b>	<b>7,112</b>	<b>17,198</b>	<b>19,984</b>	<b>24,825</b>

## 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출이익률	7.61	8.87	11.13	16.02	17.66
영업이익률	12.81	10.32	12.28	18.95	20.06
EBITDA 마진	20.11	16.12	16.87	22.57	23.19
ROE	6.57	8.50	9.10	12.84	17.68
ROA	2.60	3.44	4.44	6.39	8.11
ROIC	6.72	6.95	8.38	11.87	14.28
부채비율	41.89	26.92	6.31	22.21	31.93
순차입금비용	-6.06	-10.58	-46.31	-29.40	-17.92
EBITDA/현금지급이자	-	-	-	-	-
현금비용	0.59	0.33	0.80	0.65	0.64
유동비용	1.77	1.39	1.98	1.97	2.00
PER	131.19	165.29	161.57	50.14	33.37
PBR	7.37	13.11	10.71	6.00	5.33
EV/EBIT	82.82	141.59	145.64	40.54	28.44
EV/EBITDA	52.76	90.63	106.06	34.05	24.60

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



현재주가(11/11)

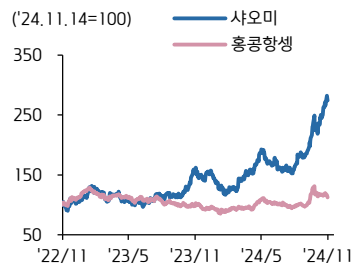
HKD 29.30

Stock Data

산업분류	통신장비
세부업종	기술 하드웨어
거래소	홍콩
상대지수	홍콩항생
벤치마크 현재주가	20,426.9
시가총액(mln)	660,808.6
유통주식수(mln)	20,443.7
52주 최고	29.70
52주 최저	11.84
일평균거래량	132,570,500

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	87.8	23.4	52.9	81.5
홍콩항생	19.8	-3.9	10.2	16.3



◆ 투자포인트 1. 스마트폰, AI 모멘텀 기대

- 스마트폰 판매량 증가세 지속. 수익성은 중국 내 경쟁 심화 및 일부 핵심 부품 가격 상승으로 인해 마진 압박 존재하나 IoT/전자기기 및 온라인서비스 사업이 일부 상쇄할 것으로 기대. 최근 신규 발표한 플래그십 스마트폰 샤오미15가 향후 판매량 증가에 기여할 것으로 기대

◆ 투자포인트 2. EV, 예상보다 긍정적인 수익성. '25년에도 판매량 증가 지속될 것

- 2Q24 전기차 사업 GPM은 15%로 예상치(GPM 하이싱글)를 크게 상회. 1)브랜드 가치에 기반한 높은 가격 협상력, 2)단일 모델 집중, 3)스마트폰/전자기기 사업과의 시너지 효과로 판단. '24년 전기차 판매량은 12만대 목표하고 있으며, '25년에도 20만대 이상 예상

◆ 투자포인트 3. AI 스마트폰, EV 등 다수 주가 모멘텀 기대

- 샤오미는 AI 스마트폰, 전기차 등 다수 주가 모멘텀 보유. 현재 밸류에이션은 역사적 PER 중상단에 위치하고 있는 만큼 다소 부담스러운 상황이며 조정 시 매수가 타당하다는 판단

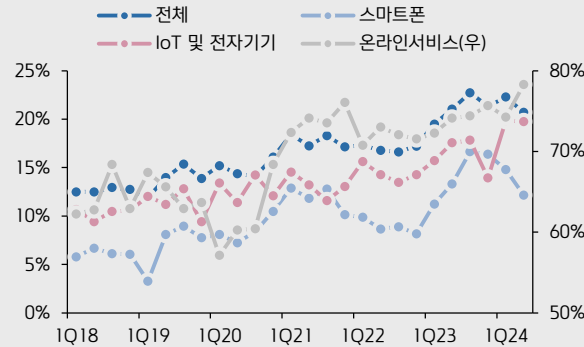
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	328,309	280,044	270,970	346,267	407,370
영업이익	26,029	2,816	20,009	19,416	25,904
OPM(%)	8	1	7	6	6
순이익	19,339	2,474	17,474	18,742	23,975
PER(배)	19.8	96.7	20.3	30.3	26.1
PBR(배)	2.8	1.7	2.2	3.7	3.2
ROE(%)	14.8	1.8	11.4	12.0	12.8
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A		

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

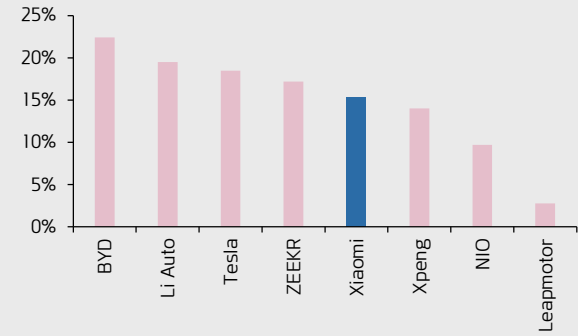


### 샤오미 사업부문별 GPM 추이



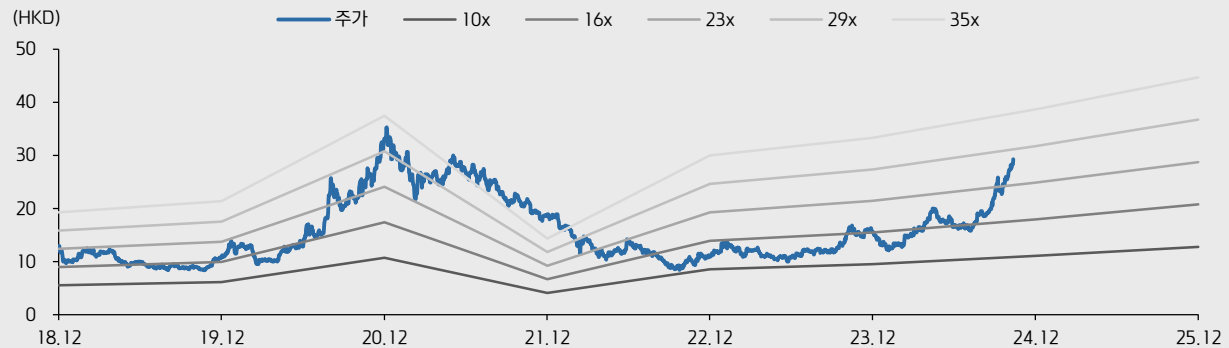
자료: 샤오미, 키움증권 리서치

### 2024 주요 기업 전기차 사업 GPM 비교



주: BYD는 추정치  
자료: 각사 보고서, 키움증권 리서치

### 샤오미 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치





### 손익계산서

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
<b>매출액</b>	<b>205,839</b>	<b>245,866</b>	<b>328,309</b>	<b>280,044</b>	<b>270,970</b>
매출&서비스 매출	177,285	209,114	270,048	232,467	213,494
<b>매출총이익, GAAP</b>	<b>28,554</b>	<b>36,752</b>	<b>58,261</b>	<b>47,577</b>	<b>57,476</b>
판매비	13,482	18,286	25,720	26,437	24,353
연구개발비	7,493	9,256	13,167	16,028	19,098
<b>영업이익, GAAP</b>	<b>11,664</b>	<b>23,266</b>	<b>26,067</b>	<b>4,090</b>	<b>19,681</b>
영업외 (이익)손실	-499	1,632	1,650	156	-2,330
<b>세전이익, GAAP</b>	<b>12,163</b>	<b>21,633</b>	<b>24,417</b>	<b>3,934</b>	<b>22,011</b>
법인세비용	2,060	1,321	5,134	1,431	4,537
<b>당기순이익, GAAP</b>	<b>10,044</b>	<b>20,356</b>	<b>19,339</b>	<b>2,474</b>	<b>17,475</b>
<b>EPS, GAAP</b>	<b>0.42</b>	<b>0.85</b>	<b>0.78</b>	<b>0.10</b>	<b>0.70</b>
<b>희석 EPS, GAAP</b>	<b>0.41</b>	<b>0.83</b>	<b>0.76</b>	<b>0.10</b>	<b>0.69</b>
<b>영업이익, 조정</b>	<b>11,664</b>	<b>23,266</b>	<b>26,067</b>	<b>4,090</b>	<b>19,681</b>
<b>당기순이익, 조정</b>	<b>10,044</b>	<b>20,356</b>	<b>19,339</b>	<b>2,474</b>	<b>17,475</b>
<b>EBITDA</b>	<b>13,045</b>	<b>24,974</b>	<b>29,129</b>	<b>7,797</b>	<b>24,517</b>

### 현금흐름표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>25,189</b>	<b>23,189</b>	<b>11,271</b>	<b>-3,481</b>	<b>44,271</b>
감가상각비, 무형자산상각비	1,381	1,708	3,062	3,707	4,836
운전자본 변동	9,553	4320	-15725	-21255	17,319
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-33,168</b>	<b>-19,489</b>	<b>-47,154</b>	<b>13,620</b>	<b>-38,897</b>
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-3,405	-3,026	-7,169	-5,800	-6,269
유, 무형자산 처분	68	63,088	35	17	73
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>3,340</b>	<b>26,715</b>	<b>5,159</b>	<b>-6,835</b>	<b>253</b>
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	6,041	-2,498	8111	-4,073	3,646
자사주매입	-2,745	25508,562	-6924	-2302	-1287
<b>현금증가</b>	<b>-4,310</b>	<b>28,833</b>	<b>-31241</b>	<b>4,096</b>	<b>6,024</b>
기초현금	30,230	25,920	54,752	23,512	27,607
기말현금	25,920	54,752	23,512	27,607	33,631
<b>FCF</b>	<b>21,784</b>	<b>20,163</b>	<b>4,102</b>	<b>-9,280</b>	<b>38,002</b>
<b>FCFF</b>	<b>22,223</b>	<b>23,323</b>	<b>6,346</b>	<b>-8933</b>	<b>39,237</b>

### 재무상태표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
<b>자산총계</b>	<b>183,629</b>	<b>253,680</b>	<b>292,892</b>	<b>273,507</b>	<b>324,247</b>
유동자산	137,539	176,283	185,851	160,415	199,053
현금 및 현금성자산	63,906	95,725	86,173	67,777	107,708
매출채권	6,949	10,161	18,000	11,835	12,277
재고자산	32,585	41,671	52,398	50,438	44,423
비유동자산	46,090	77,397	107,040	113,092	125,195
유형자산	10,825	11,671	16,256	19,503	23,700
무형자산	1,672	4,266	5,579	4,630	8,629
<b>부채총계</b>	<b>101,972</b>	<b>129,666</b>	<b>155,459</b>	<b>129,584</b>	<b>159,986</b>
유동부채	92,181	107,927	115,727	89,628	115,588
매입채무	68,709	86,129	95,670	71,971	88,839
단기성부채	13,236	7,325	7,060	3,098	6,895
비유동부채	9,791	21,739	39,732	39,957	44,398
장기성부채	5,348	11,151	22,468	22,958	22,930
<b>자본총계</b>	<b>81,658</b>	<b>124,014</b>	<b>137,432</b>	<b>143,923</b>	<b>164,262</b>

### 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출이익률	4.88	8.28	5.89	0.88	6.45
영업이익률	5.67	9.46	7.94	1.46	7.26
EBITDA 마진	6.34	10.16	8.87	2.78	9.05
ROE	13.16	19.86	14.82	1.76	11.36
ROA	6.11	9.31	7.08	0.87	5.85
ROIC	10.57	17.98	13.19	1.53	8.48
부채비율	22.85	14.94	21.52	18.14	18.19
순차입금비율	-55.50	-62.29	-41.22	-28.99	-47.41
EBITDA/현금지급이자	59.57	49.98	44.14	7.64	32.34
현금비율	0.69	0.89	0.74	0.76	0.93
유동비율	1.49	1.63	1.61	1.79	1.72
PER	22.78	32.92	19.75	96.74	20.26
PBR	2.84	5.69	2.80	1.68	2.17
EV/EBIT	15.95	26.95	12.59	48.83	14.10
EV/EBITDA	14.26	25.10	11.27	25.61	11.32

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



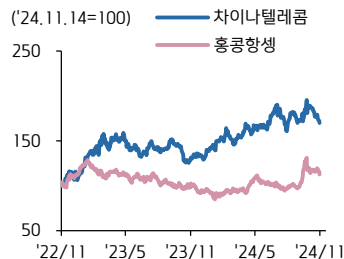
현재주가 (11/11) HKD 4.33

### Stock Data

산업분류	정보통신
세부업종	통신
거래소	홍통
상대지수	홍콩항생
벤치마크 현재주가	20,426.9
시가총액(mln)	548,848.7
유통주식수(mln)	13,877.4
52주 최고	5.00
52주 최저	3.37
일평균거래량	69,364,170

### Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	23.1	-6.7	6.6	37.4
홍콩항생	19.8	-3.9	10.2	16.3



### ◆ 투자포인트 1. 중국 경기 모멘텀 약화 때는 고배당주 주목

- '25년 상반기까지 정책 모멘텀 지속될 것으로 예상되는 만큼 고배당 업종은 단기적으로 부진 예상
- 다만 중국 경기 회복의 과정은 순탄하지 않을 것으로 예상. 2분기 전후 정책 효과에 대한 시장의 확인 요구가 높아질 때 유의미한 회복을 보이지 못한다면 고배당주에 관심 재차 집중될 것으로 판단

### ◆ 투자포인트 2. 내수부양에는 디지털경제 포함. 부담스럽지 않은 밸류에이션도 긍정적

- 트럼프 2.0 시대 중국에 대한 제재는 지속될 전망. 특히 '24년 9월 누적 기준 순수출의 GDP 기여도가 24%에 달하는 상황에서 '25년 중국 경기 성장에 대한 우려는 높아질 것. 중국의 돌파구는 내수 회복을 통한 경기 부양. 디지털 경제도 내수에 포함되어 있어 정책 수혜 가능하다는 판단
- 한편 9월 말 정책 발표 이전까지 중국 고배당주 주가는 상대적으로 강세를 이어오며 전반적으로 밸류에이션이 다소 부담스러운 상황. 다만 차이나텔레콤은 PER 역사적 밴드 중반에 위치하고 있어 상대적으로 부담스럽지 않다는 판단

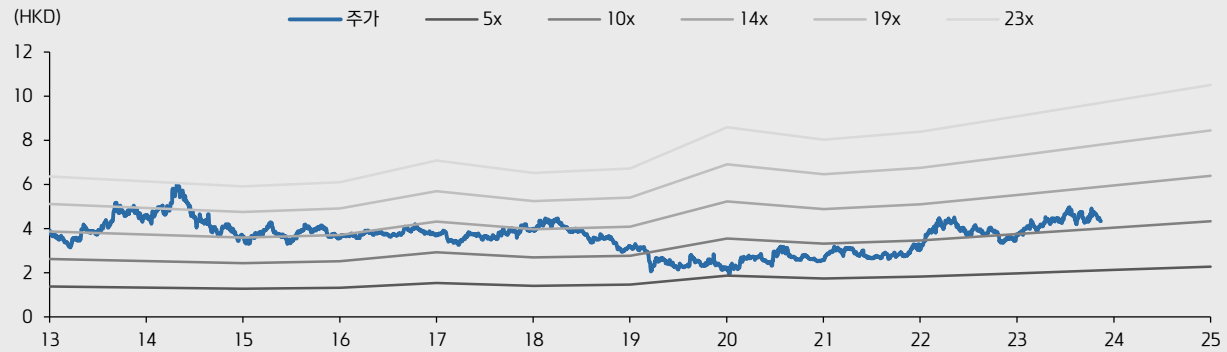
### Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	439,553	481,448	513,551	530,952	552,267
영업이익	30,948	33,427	37,128	42,015	45,393
OPM(%)	7.0	6.9	7.2	7.9	8.2
순이익	25,949	27,593	30,446	32,967	35,602
PER(배)	7.6	9.0	10.3	11.0	10.2
PBR(배)	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8
ROE(%)	6.6	6.4	7.0	7.3	7.7
배당수익률(%)	6.1	10.3	6.8		

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

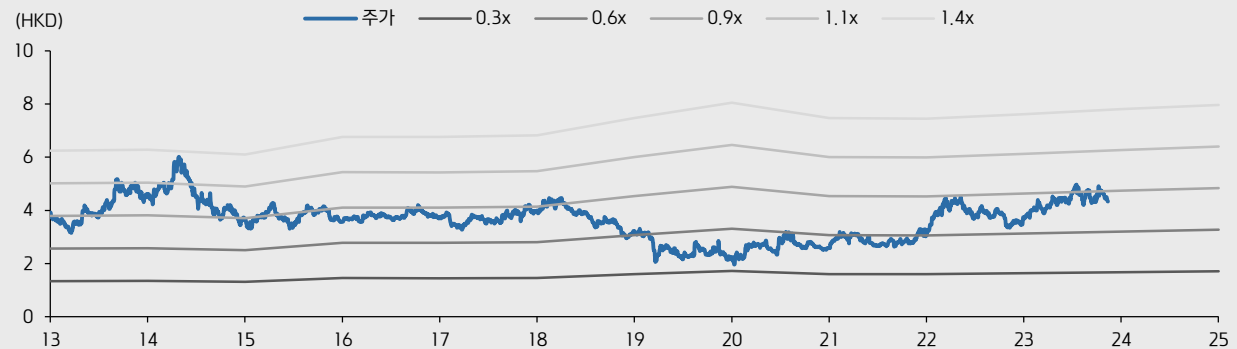


차이나텔레콤 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

차이나텔레콤 12M FWD PBR 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



### 손익계산서

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액	375,734	393,561	439,553	481,448	513,551
판매비	57,361	55,059	61,154	64,277	66,804
연구개발비	2,105	2,215	3,379	4,199	4,203
감가상각&무형자산상각	88,145	90,240	92,966	96,932	99,702
기타	201,158	217,407	251,106	282,613	305,714
영업이익, GAAP	26,965	28,640	30,948	33,427	37,128
영업외 (이익)손실	2,036	1,253	-2,917	-2,287	-2,076
세전이익, GAAP	24,929	27,387	33,865	35,714	39,204
법인세비용	6,322	6,307	7,716	8,038	8,776
당기순이익, GAAP	18,412	20,850	25,949	27,593	30,446
EPS, GAAP	0.25	0.26	0.28	0.30	0.33
회석 EPS, GAAP	0.25	0.26	0.28	0.30	0.33
영업이익, 조정	26,965	28,640	30,948	33,427	37,128
당기순이익, 조정	18,412	20,850	25,949	27,593	30,446
EBITDA	115,110	118,880	123,914	130,359	136,830

### 현금흐름표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
영업활동으로 인한 현금흐름	112,600	132,260	137,533	136,432	137,508
감가상각비, 무형자산상각비	88,145	90,240	92,966	96,932	99,702
운전자본 변동	-3,027	8549	9971	-93	-4,124
투자활동으로 인한 현금흐름	-77,214	-87,077	-80,288	-96,796	-95,492
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-83,163	-88,968	-84,848	-91,512	-90,173
유, 무형자산 처분	2,629	887	1719	1564	1,312
재무활동으로 인한 현금흐름	-31,288	-42,107	-7,518	-40,906	-33,477
지급배당금	-8,891	-9,262	-8,439	-26,537	-20,059
차입금의 증가(감소)	-27,491	-38,671	-49,599	-21,820	-19,898
자사주매입	0	0	47516	0	0
현금증가	4,125	2,893	49,600	-819	8,581
기초현금	16,666	20,791	23,684	73,284	72,465
기말현금	20,791	23,684	73,284	72,465	81,046
FCF	29,437	43,292	52,685	44,920	47,335
FCFF	32,490	45,934	54,541	46,378	47,657

### 재무상태표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
자산총계	703,131	715,096	762,239	807,698	835,814
유동자산	73,182	84,016	127,363	141,072	167,863
현금 및 현금성자산	24,458	33,092	75,213	76,300	91,851
매출채권	21,489	21,502	22,389	24,312	32,210
재고자산	2,880	3,317	3,827	3,513	3,417
비유동자산	629,949	631,080	634,876	666,626	667,951
유형자산	469,214	526,487	528,625	559,461	559,089
무형자산	46,272	48,428	49,672	50,702	52,625
부채총계	348,091	348,921	331,066	371,271	388,647
유동부채	264,661	271,142	265,071	281,737	303,436
매입채무	145,413	158,896	165,469	187,564	214,977
단기성부채	58,540	42,312	22,911	20,488	17,399
비유동부채	83,430	77,779	65,995	89,534	85,211
장기성부채	62,628	51,677	35,989	56,892	47,792
자본총계	355,040	366,175	431,173	436,427	447,167

### 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출이익률	4.90	5.30	5.90	5.73	5.93
영업이익률	7.18	7.28	7.04	6.94	7.23
EBITDA 마진	30.64	30.21	28.19	27.08	26.64
ROE	5.29	5.82	6.55	6.41	6.96
ROA	2.69	2.94	3.51	3.52	3.71
ROIC	4.26	4.52	4.79	4.88	5.25
부채비율	34.37	25.86	13.74	17.91	14.72
순차입금비용	27.24	16.63	-3.78	0.25	-5.96
EBITDA/현금지급이자	27.41	33.73	49.13	65.41	51.71
현금비용	0.09	0.12	0.28	0.27	0.30
유동비용	0.28	0.31	0.48	0.50	0.55
PER	11.48	6.96	7.57	9.05	10.30
PBR	0.66	0.40	0.45	0.57	0.70
EV/EBIT	12.29	7.34	11.37	11.02	11.98
EV/EBITDA	2.88	1.77	2.84	2.83	3.25

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



# 2025년 ETF 연간전망

Beyond the Line



## 2025년 ETF 연간전망 | Beyond the Line

2024년, 글로벌 ETF 시장은 또 한번 도약을 이뤄냈습니다. 전체 시장 규모가 **\$13조**를 넘어선 가운데 미국 ETF는 \$10조, 국내 ETF는 운용자산 **160조원을 돌파**하며 새로운 기록들을 세웠습니다. 가히 'ETF 전성시대'라고 할 수 있을 만큼, 금융상품 시장에서 ETF의 영향력은 빠르게 확장 중입니다.

2025년, **트럼프 2기 출범과 미국 금리인하** 사이클에서 **유동성 환경**은 더욱 개선될 것을 전망합니다. 글로벌 ETF 시장도 우호적인 시장 환경과 투자자 수요에 힘입어 확장을 지속해나갈 것입니다. 국내 ETF 시장은 심화되는 경쟁 환경으로 상품 전략에 대한 고민이 가중되고 있지만, 되돌릴 수 없는 패러다임 변화 속 또 다른 도약을 준비해야 할 것입니다. 필요하다면 제도/규제 변화도 더 적극 뒷받침 되어야 합니다.

### Part 1. ETF, 되돌릴 수 없는 패러다임의 변화\_ P.123

- 변동성 높은 금융시장 환경에서도 **글로벌 ETF 시장 확장 지속** (5년 CAGR +17.5%). 국내 ETF 시장도 곧 200조원 돌파를 앞두고 있음. 특히 지난 2~3년 고금리/변동성 장세를 지나는 동안 다양한 전략 상품이 출시되며, **ETF의 확장성과 유연성**을 입증
- 내년에도 **복잡해지는 금융 환경과 인구구조적 변화** 가운데 ETF는 자산관리 시장에서 더욱 다양한 역할을 수행할 것으로 기대 (Feat. 절세계좌 ETF 투자 확대, 자산배분 중요성 증가, 테마(Theme) 투자 시대, 해외주식 투자 확대 등)

### Part 2. 2025년 ETF 투자전략 : Beyond the Line\_ P.144

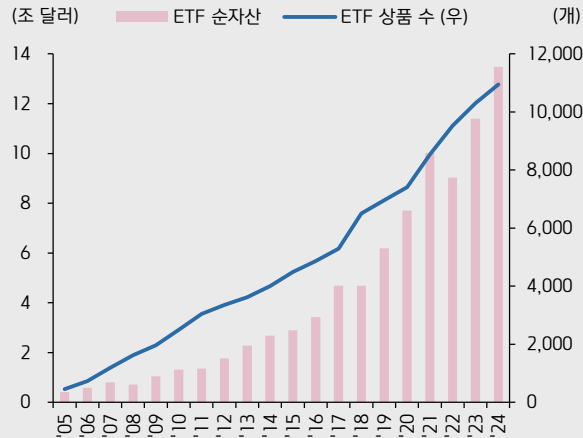
- ETF 산업 뿐 아니라 글로벌 금융시장도 새로운 환경을 맞이. **트럼프 2.0 시대** 개막에 따른 재정정책 변화와 **Fed의 금리인하** 사이클을 대비한 전략 수립 필요
- 내년 주요 매크로 테마로 **2가지 Theme** (Soft Landing과 Pivot / Next 4 Years)을 짚어보고 해당 테마에 맞는 ETF 투자전략 제안



## ◆ 글로벌 ETF 시장 확장 추세 지속

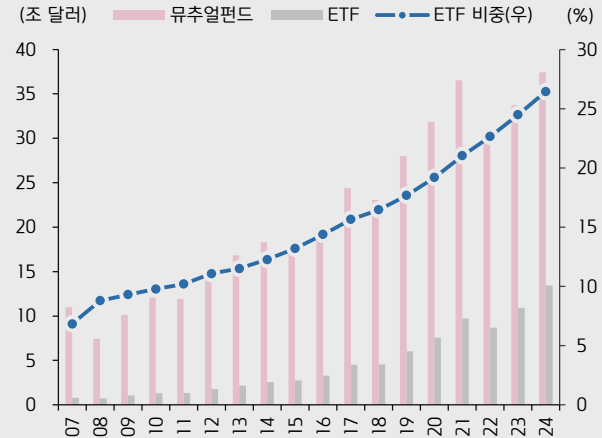
- 현재 글로벌 자산운용 업계는 미국을 필두로 ETF 혁신이 일으키는 변화 가운데에 있음. 9월 말 글로벌 ETF 운용자산은 13조원을 돌파했으며, 상품 수는 10,000개 이상으로 확대
- 2014년 이후 현재까지 10년 간 연평균 성장률은 18% 기록. 전체 펀드 자산에서 ETF가 차지하는 비중은 26%로 ¼을 넘어 섬
- ETF의 지배력이 커지는 것은 ETF 시장으로의 꾸준한 자금 유입과 고객을 유지하려는 기존 뮤추얼펀드 회사들의 관심 증가 등에 기인. 최근 가속화되고 있는 뮤추얼펀드의 ETF 전환 등은 ETF의 시장 점유율 성장, 촉진, 유지를 견인할 전망

글로벌 ETF 순자산 규모 및 상품 수



자료: Morningstar, 키움증권 리서치  
주) 2024.9월 말 기준

글로벌 뮤추얼펀드 vs. ETF (AuM 기준)

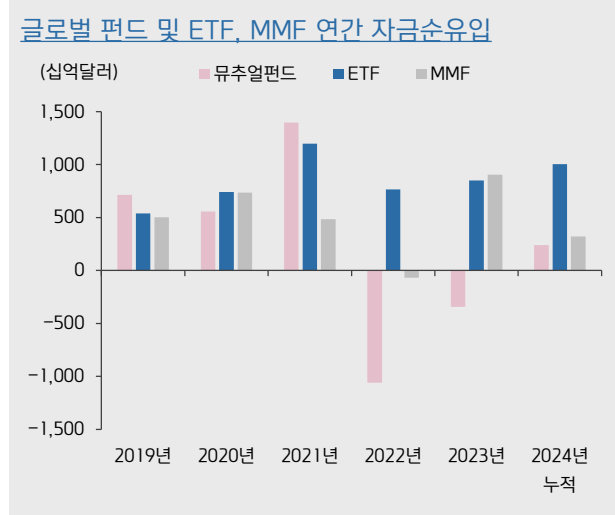


자료: Morningstar, 키움증권 리서치  
주) 2024.9월 말 기준, FoF/feeder Fund/MMF 제외

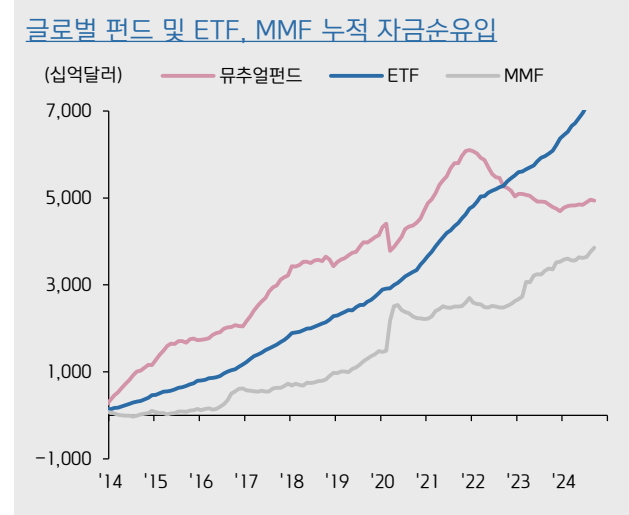


### ◆ 글로벌 뮤추얼펀드 vs. ETF

- 2024년 변동성 높은 증시 환경에서도 글로벌 ETF 시장으로의 연간 자금 순유입 규모는 3개년 연속 확대
- 올해 1~9월 합계 약 \$1조 순유입 (vs. 뮤추얼펀드 \$2,400억, MMF \$320억 순유입)



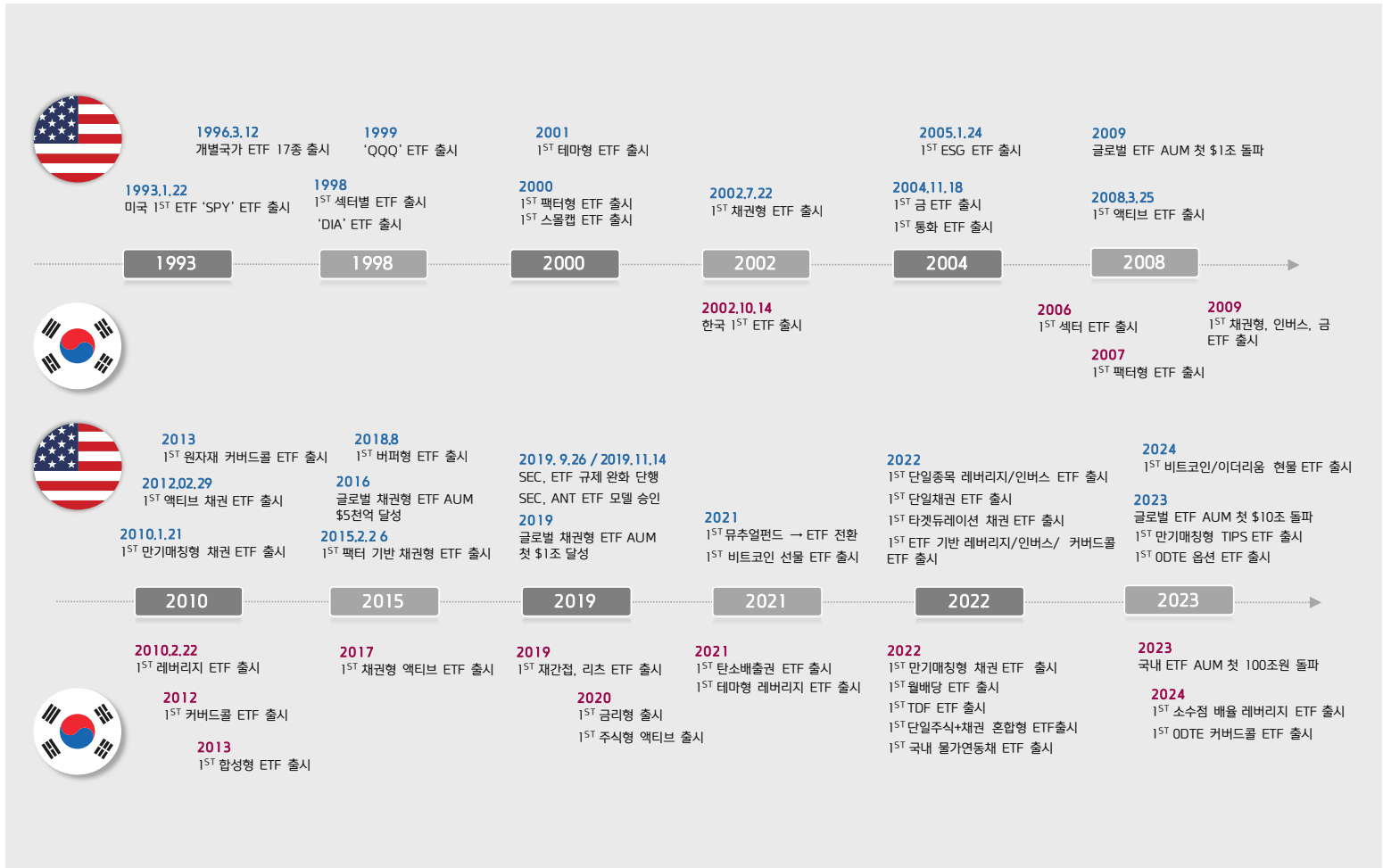
자료: Morningstar, 키움증권 리서치  
주) 2024.9월 말 기준, FoF/feeder Fund/MMF 제외



자료: Morningstar, 키움증권 리서치  
주) 2024.9월 말 기준, FoF/feeder Fund/MMF 제외

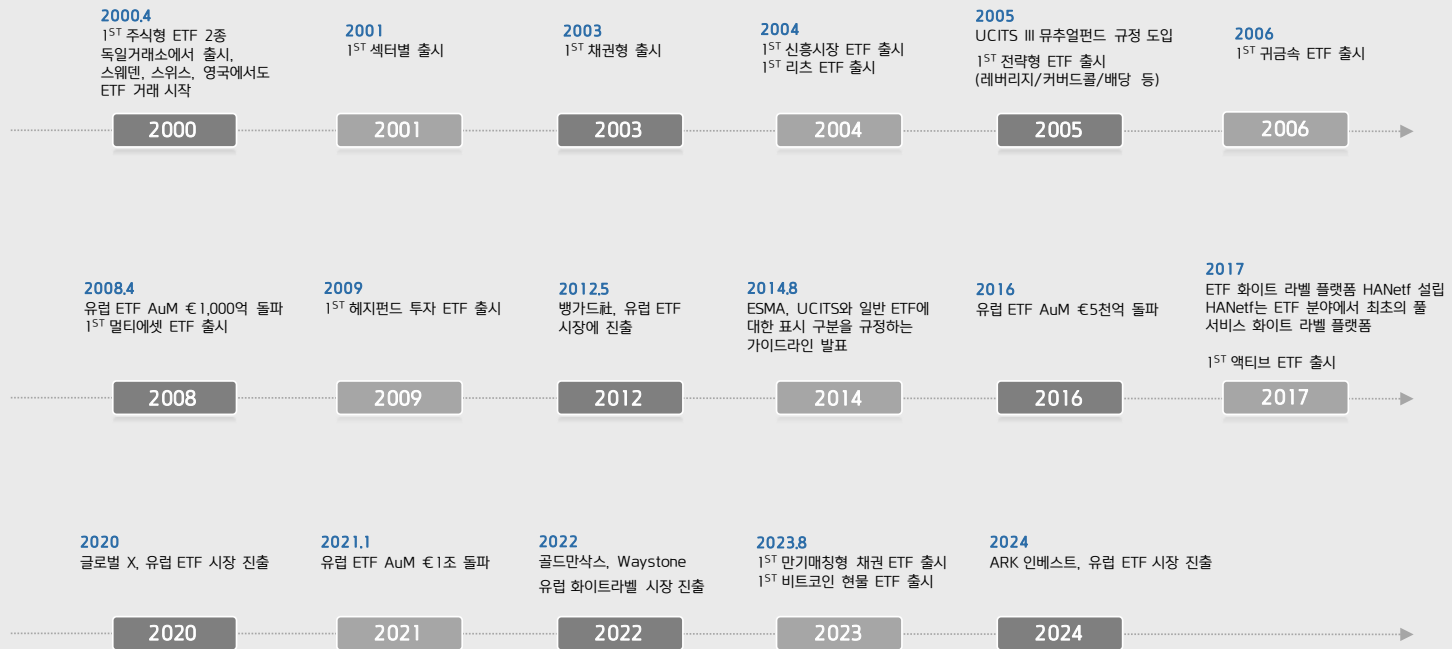


## 미국/한국 ETF 시장 발전 역사



자료: 키움증권 리서치센터

## 유럽 ETF 시장 발전 역사



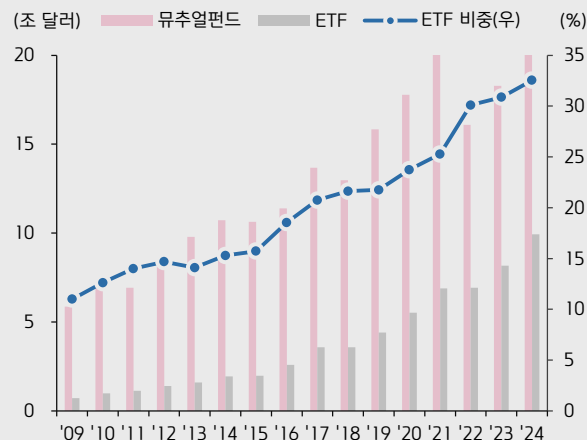
자료: 키움증권 리서치센터



### ◆ 글로벌 ETF 시장을 선도하는 미국

- 전세계 ETF 운용자산의 74%는 미국이 선점. 미국 ETF AuM은 9월 말 \$10조에 육박(YoY +40%). 미국 전체 펀드 자산에서 ETF가 차지하는 비중은 33%에 달함 (vs. 2009년 12%, 2015년 16%)
- 이 같은 추세는 '20년 3월 미국 증시가 저점을 다진 후 가속화되었고, 블룸버그는 2032년 ETF 점유율이 50%를 넘어설 것으로 전망. Citi 또한 잠재적으로 미국 뮤추얼펀드 자산 약 \$19.6조 가운데 \$6~10조가 ETF로 넘어갈 것으로 전망
- 앞으로 대부분의 상품 혁신은 뮤추얼펀드 보다 ETF 중심으로 진행될 것. 아직 뮤추얼펀드가 주 투자대상인 은퇴자산 시장에서도, 인구 통계와 고용 패턴에 따라 ETF로 기회가 이전될 수 있다고 설명 (Citi, "Sizing the Opportunity")

미국 뮤추얼펀드 vs. ETF (AuM 기준)



자료: Morningstar, 키움증권 리서치  
주) 2024.9월 말 기준, FoF/feeder Fund/MMF 제외

글로벌 ETF 설정 지역별 현황

설정 지역	운용자산 (AuM)		ETF 상품 수	
	(bln \$)	비중(%)	개수	비중(%)
미국	9,972	74.0	3,584	32.7
아일랜드	1,602	11.9	2,624	24.0
일본	586	4.4	222	2.0
룩셈부르크	394	2.9	992	9.1
캐나다	344	2.6	1,281	11.7
한국	120	0.9	856	7.8
호주	119	0.9	307	2.8
독일	91	0.7	204	1.9
스위스	56	0.4	116	1.1
홍콩	55	0.4	162	1.5
전체	13,476		10,950	

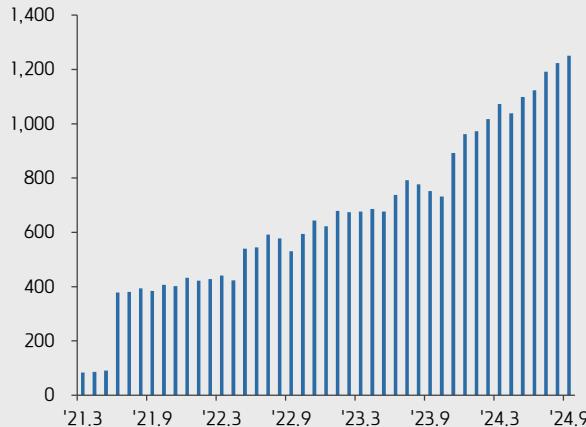
자료: Morningstar, 키움증권 리서치  
주) 2024.9월 말 기준



### ◆ 2024년 미국 ETF 시장 특징 1)

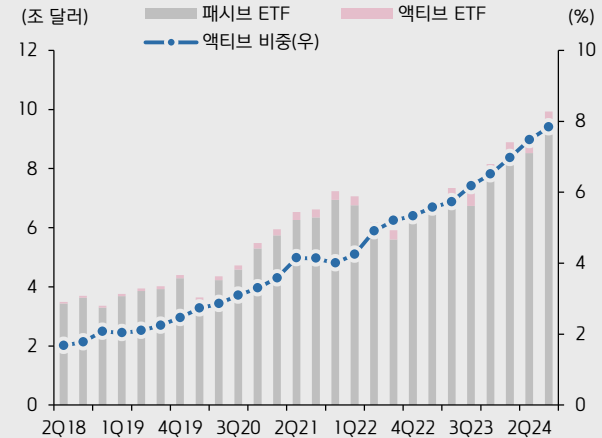
- **뮤추얼펀드 → ETF 전환 가속** : '21년부터 시작된 뮤추얼펀드의 ETF 전환이 지속되면서 9월 말까지 전환된 펀드 AuM은 \$1,210억에 이릅니다. 운용사들은 이에 더해 기존 펀드를 ETF Class로 직상장 할 수 있도록 SEC에 요청 (국내도 공모펀드의 직상장 정책 추진 중). 기존 공/사모펀드 운용사들이 자사 전략 상품으로서 ETF를 더 적극 취급하기 시작했으며, 대부분 자사 고유 액티브 전략을 녹여 액티브 ETF로 출시
- **액티브 ETF 확장 지속** : 미국 액티브 ETF AuM은 9월 말 \$9조를 넘어 섬. 1년 간 74% 성장한 것으로 전체 ETF 시장에서의 비중은 8% 이상으로 꾸준히 확대 중. 신규 상장 ETF에서 액티브 전략 채택이 지속되고 있으며, 올해만 403개가 액티브 ETF로 출시. 특징을 보면, single-stock 옵션(28개), 만기매칭형, 기타 채권형, 버퍼형(100개), 커버드콜(33개) 등으로 분류. 또 이 중 46개는 뮤추얼펀드에서 전환되어온 상품

미국 뮤추얼펀드 → ETF 전환 상품 AuM



자료: Morningstar, 키움증권 리서치

미국 액티브 ETF AuM (vs. 패시브)



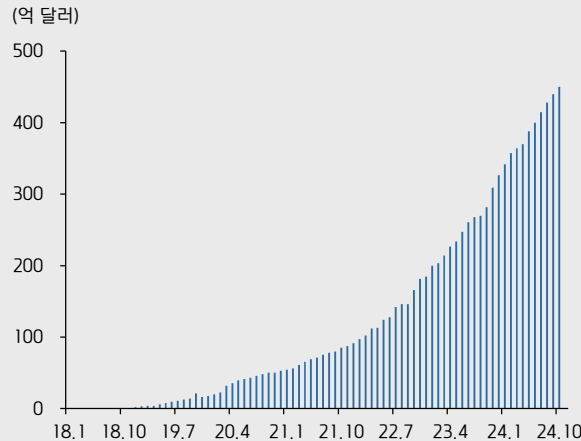
자료: Morningstar, 키움증권 리서치



### ◆ 2024년 미국 ETF 시장 특징 2)

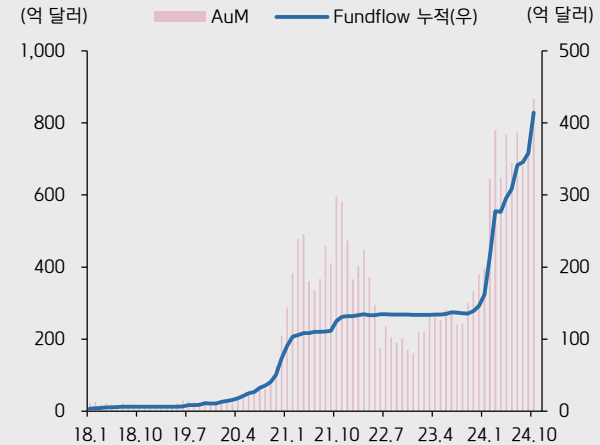
- **Option 기반 ETF 공급 확대** : 옵션 기반 ETF 시장도 빠르게 확장. AuM은 9월 말 \$1,490억까지 확대(YoY +62%). 대표 유형으로는 ▲Covered Call, ▲Defined-Outcome(Buffer), ▲Tail-Hedged 등 해당. 특히 버퍼형 ETF는 3분기 말 기준 AuM \$440억 (YoY +63%), 상품 수 300개로 빠르게 확장 (vs. '18년 말 상품 수 6개, AUM \$1.8억, '22년 말 상품 수 146개, AUM \$185억).
- **비트코인/이더리움 Spot ETF 상장** : 1월 비트코인 현물 ETF 출시에 이어 7월에는 이더리움 현물 ETF까지 출시. 가상자산을 기초로 한 다양한 전략 상품의 허용은 개인 투자자들의 접근성 제고 외에도 기관 자금 유입 창구 확대, 제도권 진입에 따른 자산 유입 효과, 현선물 괴리 발생에 따른 교체비용 발생 가능성 축소 등으로 이어져 긍정적. 최근에는 Blackrock의 비트코인 현물 ETF 'IBIT' ETF와 연계된 옵션까지도 상장이 허용 됨. '25년에도 가상자산에 우호적인 트럼프 정책 기조 영향으로 우호적인 규제 환경 기대 (SEC 의장 교체, 비트코인 자본이득세 폐지, 비트코인 채굴 지원 등 정책 예고 등)

미국 Defined Outcome ETF AuM



자료: Morningstar, 키움증권 리서치

미국 Digital Asset ETF AuM/펀드플로우



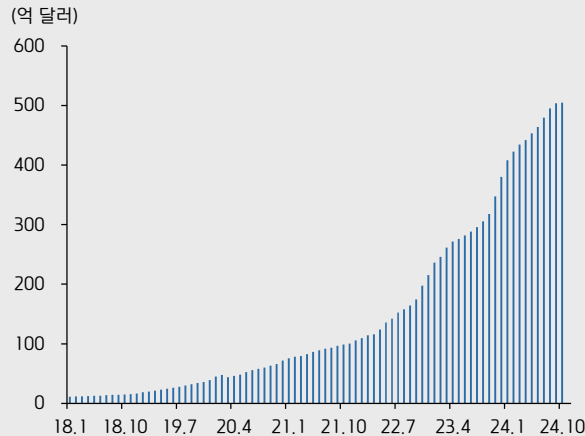
자료: Morningstar, 키움증권 리서치



### ◆ 2024년 미국 ETF 시장 특징 3)

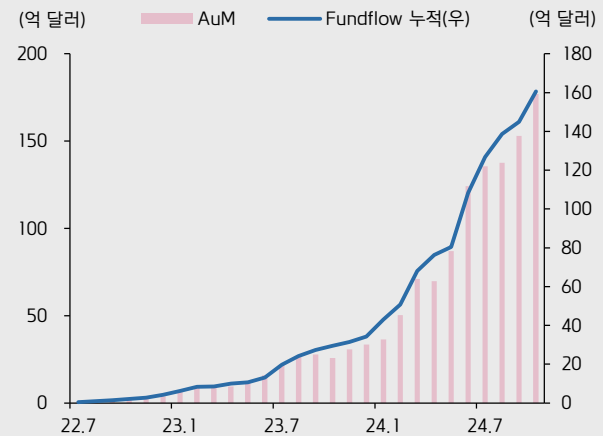
- **Target Maturity ETF 수요 확대** : 2024년 투자자들은 여전히 높은 수준의 수익률을 확보하기 위해 목표 만기매칭형 ETF를 꾸준히 활용. 9월 말 기준 \$500억 돌파(YoY +65%). 그 중에서도 iShares는 2010년 iBonds 시리즈를 출시한 이래, 전 세계 만기매칭형 채권 ETF 시장에서 50% 이상의 시장 점유율을 기록 중
- **Single-stock ETF 자금 유입** : '22년 7월부터 등장한 Single-stock ETF(레버리지/인버스, 커버드콜 등)는 9월 말 총 79개, AuM은 \$153억(YoY +453%)으로 확대, 유입자금은 올해만 \$111억 기록. '22.12월 상장된 엔비디아 2x 레버리지 ETF 'NVDL'의 AuM이 해당 카테고리 내 처음으로 \$50억을 넘겼고, AI/반도체 랠리 속 YTD 수익률은 300% 돌파. 기초자산 종목 중에서도 엔비디아 추종 9개 ETF의 AuM이 \$73억으로 해당 상품군 내 50% 비중 차지. 그 다음이 테슬라를 추종하는 ETF로 총 11개, \$39억 기록. 이 밖에도 올해 비트코인 현물 ETF 출시, 가상자산 강세의 수혜를 받는 코인베이스, 마이크로스트래티지 추종 ETF도 출시

미국 만기매칭형 채권 ETF AuM



자료: Morningstar, 키움증권 리서치

미국 Single-stock ETF AuM/펀드플로우



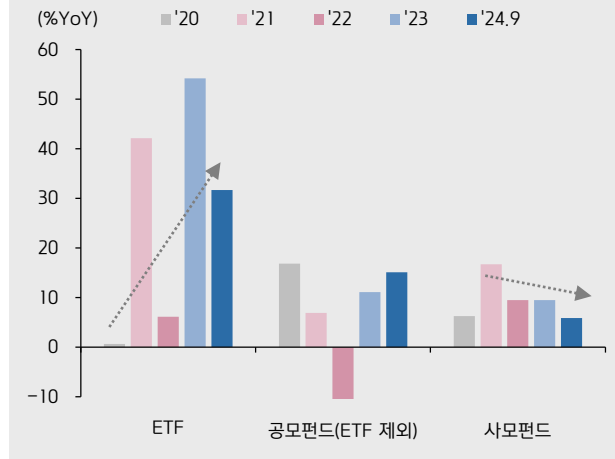
자료: Morningstar, 키움증권 리서치



### ◆ 국내 ETF 시장, 가장 역동적으로 변화 중

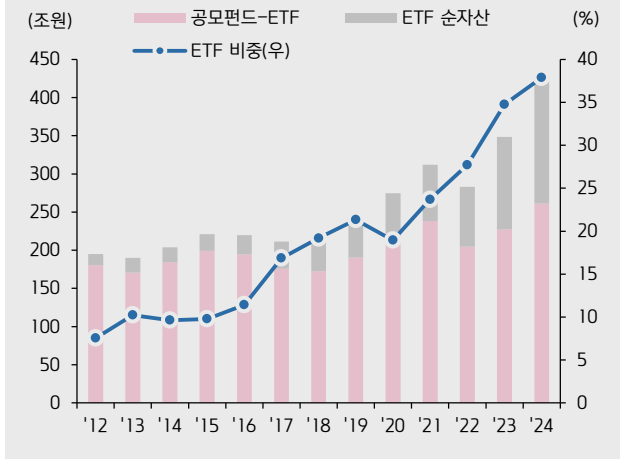
- 국내 ETF 시장 순자산, '24.9월 160조원까지 확대. 이는 5년 전 대비 3배 이상 증가한 수준이며 올해 들어서만 40조원이 늘어난 셈. 연초 이후 ETF 시장은 32% 성장했으며 이를 포함한 공모펀드 시장은 21% 성장 vs. ETF를 제외 공모펀드 시장은 15% 성장
- 즉, **공모펀드 시장 성장의 대부분을 ETF가 견인**. 또한, 산업 확장과 상품 다변화, 투자자 확대, 규제 완화가 맞물리는 가운데 공모펀드 시장에서 ETF 비중은 9월 말 38%까지 확대 (vs. '20년 19%)
- 또한, ETF 시장 일평균 거래대금은 3.4조원 이상, 발행사도 26개로 증가. 지수 사업자도 국내외 35개사로 상품 다양성 및 글로벌화를 위한 기반 마련

한국 공모(펀드&ETF), 사모펀드 자산 증가율



자료: 금융투자협회, 키움증권 리서치, 주) '24년은 연초대비

국내 공모펀드 시장 내 ETF 비중



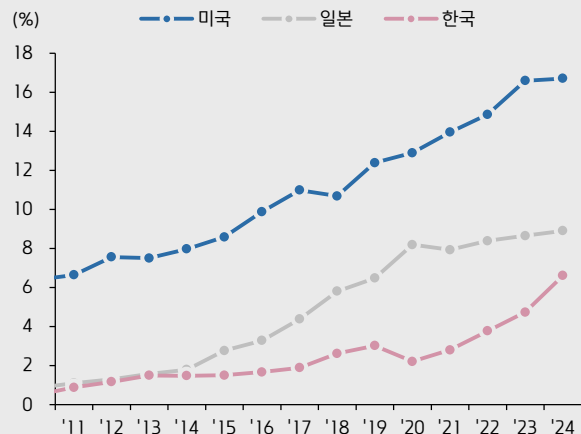
자료: KRX, 키움증권 리서치, 주) '24년은 9월 말 기준



### ◆ 국내 ETF 시장, 가장 역동적으로 변화 중

- 그러나 단기간 빠른 성장에도 불구하고 국내 **KOSPI 시가총액 대비 ETF 비중은 9월 말 6.6%에 불과**. 이는 미국(16.7%), 일본(8.9%) 등 기타 선진국 대비 낮은 수준으로 향후 국내 증시 환경이 더 성숙되어 감에 따라 ETF 비중 역시 확대될 것 기대
- 이를 위해 규제 당국과 ETF 발행사 및 기타 이해관계자들의 지속적인 의견 교환과 제도 개선 노력들이 강화되고 있음
- 최근 몇 년 사이 액티브 ETF 도입, ETF 혼합형 지수 요건 완화, 만기매칭형 채권형 ETF 도입, 금리형/커버드콜/월배당 등 다양한 전략 ETF 출시 등 시장 활성화가 진행. 향후 액티브 ETF 규제 완화, ETF 상장/폐지 요건 개선 등의 과제도 점차 풀어나가질 것으로 기대

미국, 일본 vs. 한국 증시 시가총액 대비 ETF 비중



자료: Morningstar, JPX, KRX, 키움증권 리서치, 24년은 9월 말 기준

글로벌 주요국 증시 시가총액 대비 ETF 비중

구분	미국	영국	독일	일본	한국
주식시장 시가총액 (\$bn)	59,890	3,373	2,605	6,687	1,835
ETF 자산총액 (\$bn)	9,981	977	554	598	121
비중 (%)	16.7	29.0	21.3	8.9	6.6

자료: Morningstar, JPX, KRX, 키움증권 리서치  
주) 2024.9월 말 기준

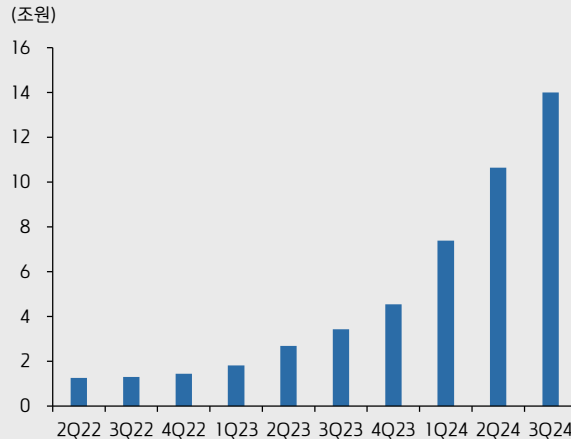




### ◆ 2024년 한국 ETF 시장 특징 1)

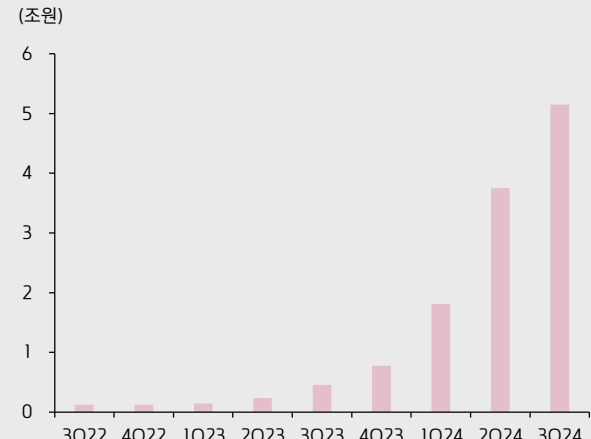
- **월배당 ETF 수요 지속** : '22년 6월 첫 월배당 ETF가 상장된 이후 올해 9월 말 기준 국내 월배당 ETF 순자산 총액은 14조원 기록. 작년 말 3.8조원 대비 10조 가량 확대. 상품 수는 신규 월배당 ETF와 지급 주기를 월로 변경한 ETF를 모두 포함해 81개에 이르며 해당 수는 2020년 말 20개에서 4배 증가 (10월 6개 추가 상장)
- **Option 기반 ETF 전략 다변화** : 커버드콜 ETF의 활용도가 높아지면서 올해 데일리/위클리 옵션을 활용하거나 타겟 프리미엄을 추구하는 커버드콜 ETF까지 등장. 전체 25개 이르는 커버드콜 ETF의 순자산 총액은 9월 말 5조 1,471억원에 이름 (10월 6개 추가 상장). 또한 '커버드콜' 전략의 투자 성과는 기초지수와 옵션전략(프리미엄)으로 결정되며, 기초지수의 상승분과 배당, 옵션 매도에 따른 프리미엄 수취가 성과에 반영. 다만 동시에 상방은 제한될 수 있는 구조적인 아쉬움을 지니는데, 올해 출시된 커버드콜 ETF들은 이 점을 보완하는데 집중하는 양상

국내 월배당 ETF AuM



자료: KRX, 키움증권 리서치, 주) '24년은 9월 말 기준

국내 커버드콜 ETF AuM



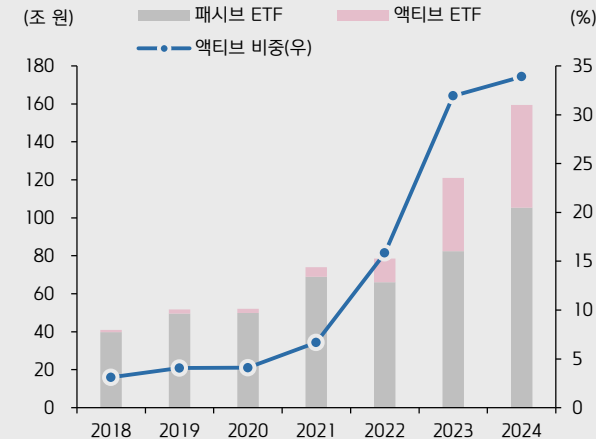
자료: KRX, 키움증권 리서치, 주) '24년은 9월 말 기준



### ◆ 2024년 한국 ETF 시장 특징 2)

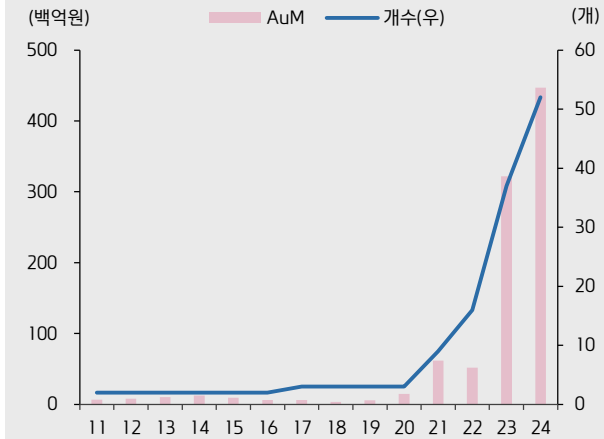
- **액티브 ETF 시장 확대** : 국내도 공모 운용사들의 ETF 시장 진입이 확대되고 채권(만기매칭형) 및 기타 유형(금리형), 해외주식형 등의 상품 전략이 다변화되는 과정에서 액티브 ETF 순자산 빠르게 성장. 9월 말 국내 액티브 ETF는 총 222개, 순자산 총액은 54조원까지 확대되었으며 전체 ETF 시장 내 34% 차지
- **테마형 ETF는 'AI/반도체', '비만'** : 올해 52개 섹터/테마 ETF가 신규 출시되었으며(9월 말까지), 해당 ETF들의 순자산 총액은 약 2.1조원. 그 중에서도 AI/반도체 테마 ETF가 AuM 기준 43%를 차지했고, 이 외 비만치료제를 포함한 제약/바이오(16%), 테크(12%), AI전력인프라(10%) 등이 시장 확대를 이끌어 냄. 참고로, 전체 AI/반도체 ETF는 9월 말 55개로 순자산 총액은 7조7천억원. 이는 전체 섹터/테마형 ETF 31조원(328개) 중 24%에 해당

국내 패시브 vs. 액티브 ETF 순자산, 액티브 비중



자료: KRX, 키움증권 리서치  
주) '24년은 9월 말 기준

국내 반도체/AI 테마 ETF AUM, 개수 추이



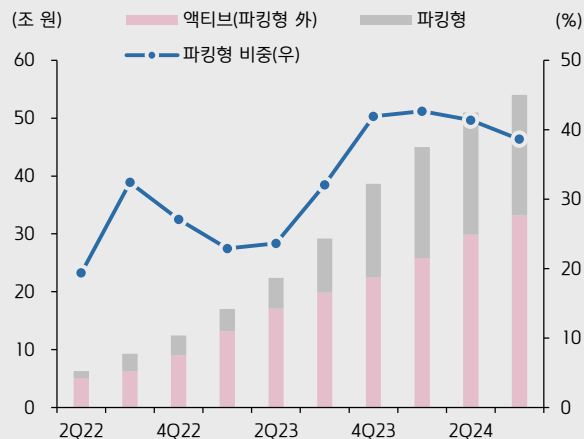
자료: KRX, 키움증권 리서치  
주) '24년은 9월 말 기준



## ◆ 2024년 한국 ETF 시장 특징 3)

- **금리형 ETF 자금유입 감소**: 9월 말 기준 전체 금리형(파킹형) ETF 수는 19개, 순자산 총액은 27.2조원 기록. 다만, Fed를 시작으로 한국은행의 금리인하 사이클이 예고됨에 따라, 이를 선반영해 금리형 ETF로의 자금유입은 '23년 대비 올해 6배 가량 감소
- **세계적격 계좌를 겨냥한 ETF 공급 확대**: 절세계좌에서의 ETF 투자 확대에 따라 운용사들 역시 이를 겨냥한 ETF 공급을 확대하는 트렌드 지속 관찰. 월 분배금 지급형(커버드콜, 채권, 배당주 유형) ETF의 신규 상장 및 지급주기 변경이 지속 나타났으며, 해외 지수형/섹터형 ETF도 꾸준히 상장

국내 파킹형 ETF AuM



자료: KRX, 키움증권 리서치  
주) '24년은 9월 말 기준

연금계좌 활용 가능 ETF 출시 확대

키워드	해당 유형 상품 수	시장 규모 (조원)	대표 ETF 명
혼합자산	41	2.1	KODEX 테슬라커버드콜채권혼합액티브
만기매칭형 채권	29	7.4	KODEX 24~12 은행채(AA+이상)액티브
파킹형	19	27.2	KODEX CD금리액티브(합성)
월 배당형	81	13.9	ACE 미국30년국채액티브(H)
커버드콜	25	5.1	TIGER 미국30년국채커버드콜액티브(H)

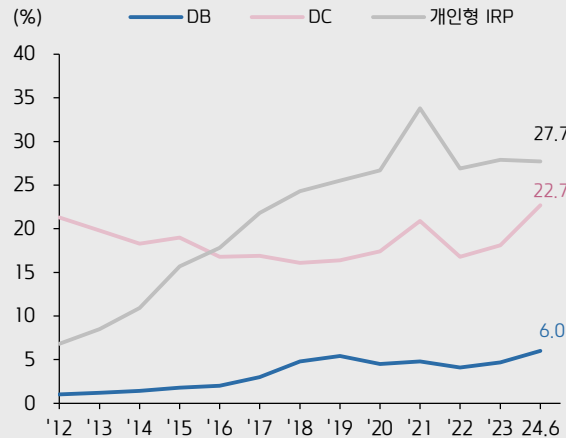
자료: KRX, 키움증권 리서치  
주) 2024.9월 말 기준, 대표 ETF는 해당 유형 내 순자산 규모 가장 큰 상품



## ◆ 2025년 한국 ETF 트렌드 전망 1) 절세계좌 확대와 ETF 활용도 ↑

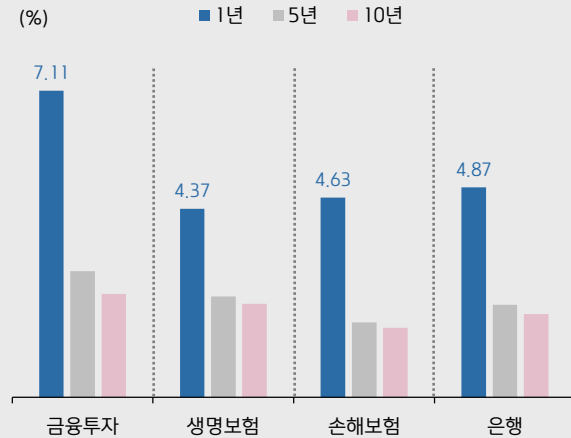
- 국내 퇴직연금內 DC/IRP 점유율이 확대되고 있으며 그 중 실적배당형 비중이 점차 높아지는 중. **ETF는 실적배당형 상품 중 가장 선호되는 대상**. 업권별로 증권 DC/IRP 운용 수익률이 높은 경향이 지속되고 있으며, 일부 증권사 연금 자산 내 ETF 비중이 펀드를 앞서기 시작
  - 4월 말 기준 미래에셋증권 퇴직연금 적립금에서 ETF 비중은 22% (vs. 펀드 19%). 이는 작년 12월 ETF 17%, 펀드 19%에서 역전. 미래에셋이 취급하는 퇴직연금 상품 구성을 보면 '19년 말만 해도 펀드 비중이 26%, ETF는 1%. 그러나 펀드 비중은 '20년 25% → '22년 21% → '23년 19%로 위축. 동 기간 ETF는 4% → 10% → 17%로 확대
  - 삼성증권도 1분기 말 DC에서 ETF 비중이 25%(vs. 펀드 21%)로, 작년 말 펀드가 앞서던 것에서 반전. IRP에서도 ETF 24%, 펀드 19%

퇴직연금 제도유형별 실적배당상품 편입 비중



자료: 금융감독원, 키움증권 리서치

금융업권별 퇴직연금(DC/IRP) 운용 수익률



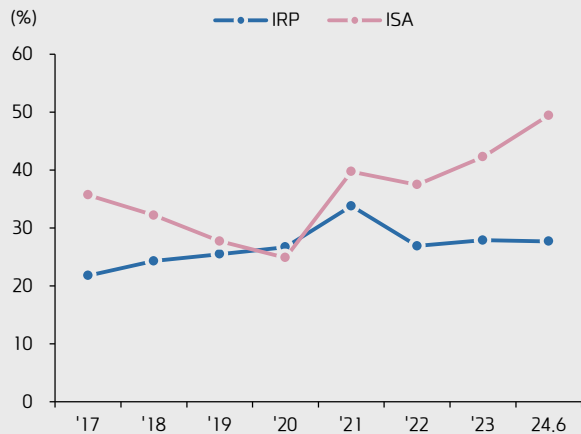
자료: 키움증권 리서치, 주) '24.9월 말 키움증권 ISA 계좌 잔고



### ◆ 2025년 한국 ETF 트렌드 전망 1) 절세계좌 확대와 ETF 활용도 ↑

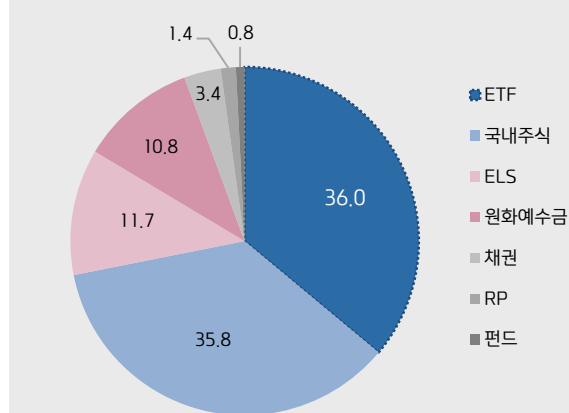
- 이외 국내에서 세제혜택이 제공되는 임의가입형 계좌는 퇴직연금 IRP를 비롯해 연금저축(개인연금), ISA가 있으며(3대 종합저축계좌), 3대 계좌 합산 적립액은 '95년부터 연평균 20%씩 증가, '23년 말 250조원을 돌파. 가입률은 최근 들어 IRP, ISA 비중이 빠르게 확대되고 있음
- 절세계좌를 통한 장기 저축은 일반 과세계좌를 통한 저축에 비해 유리하며 향후 가입률 및 적립금액은 더 늘어날 것으로 예상. 그리고, 절세계좌 적립금의 확대는 선진국에서 관측되고 있는 바와 같이 **펀드 및 ETF 수요**를 늘리는 촉매가 될 수 있음
- 특히 해외투자형 ETF의 편입 유인이 크므로 관련 상품 공급이 더 요구될 수 있음. 월배당, 채권형 등 인컴 ETF에 대한 수요도 계속될 것으로 전망

세제혜택 계좌별 가계 실적배당형 상품 비중



자료: 금융감독원, 금융투자협회, 키움증권 리서치

중개형 ISA 계좌 포트폴리오 구성



자료: 키움증권 리서치, 주) '24.9월 말 키움증권 ISA 계좌 잔고 1.06조원



## ◆ 2025년 한국 ETF 트렌드 전망 1) 절세계좌 확대와 ETF 활용도 ↑

- 또한 **연금투자, 절세계좌 투자를 용이하게 하는 ETF 플랫폼 공급**이 더 필요할 것으로 전망. 일례로 지난 8월에는 한국투자증권이 'ETF 적립식 자동투자 서비스'를 퇴직연금 계좌까지 확대. 고령화/저출산 시대, 노후자산 마련을 위한 '사적연금' 중요성이 대두되고 있어 관련 수요는 더욱 확대될 것
- **제도 개선/변화**도 요구 됨. 가령 연금 디폴트옵션 ETF를 추가한다면, 개인연금과 퇴직연금에 있어 다소 제한적인 ETF 투자 옵션을 확대하는 등의 방안 고민
  - 현재 절세 계좌별로 투자가능한 ETF 범주가 각기 다름. 역외 ETF 투자 불가한 점은 동일하나 위험자산 편입 한도, 파생형 투자가능 여부 등은 차이

### ETF 투자가능 계좌 비교

구 분	최소 투자 및 계약 기간	투자 제한
일반주식계좌 (종합계좌)	제한 없음	없음 (국내외 상장된 모든 ETF 투자 가능)
ISA 계좌	3년 이상	해외 상장 ETF 투자 불가, 2020년 세법개정안에 따라 국내 상장주식도 운용가능
개인연금 (연금펀드)	5년 이상	해외 상장 ETF, 레버리지·인버스 ETF 투자 불가
퇴직연금 (DC+IRP 계좌)		적립금의 70% 한도 내에서 투자 가능 단, 해외 상장 ETF, 레버리지·인버스 ETF 및 파생상품 위험 평가액 40% 초과 ETF* 투자 불가 (단, 합성형 ETF는 가능). 계좌 전체 자산의 70% 이하로만 위험자산** 운용 가능 * 선물 ETF ** 주식 및 주식관련 집합투자증권에 40% 초과

자료: 키움증권 리서치 정리

### 연금계좌에서 ETF 거래시 세제 혜택 (vs. 일반계좌)

	구 분	일반계좌	연금계좌
해외주식형 및 기타 (채권, 파생, 상품) ETF	매매차익	과표기준가격 차이와 실제 매매차익 중 적은 값에 대해 배당소득세 15.4%	과세 이연
	분배금	배당소득세 15.4%	과세 이연
	인출 시		연금으로 수령 시 연금소득세 3.3~5.5%, 연금 외 수령 시 기타소득세 16.5%
국내 주식형 ETF	매매차익	비과세	과세 이연
	분배금	배당소득세 15.4%	과세 이연
	인출 시		연금으로 수령 시 연금소득세 3.3~5.5%, 연금 외 수령 시 기타소득세 16.5%

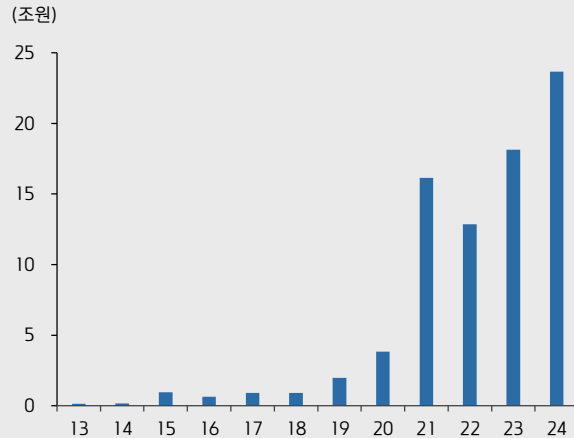
자료: 키움증권 리서치 정리



### ◆ 2025년 한국 ETF 트렌드 전망 2) 금리인하 사이클과 테마(Theme) 투자 회귀

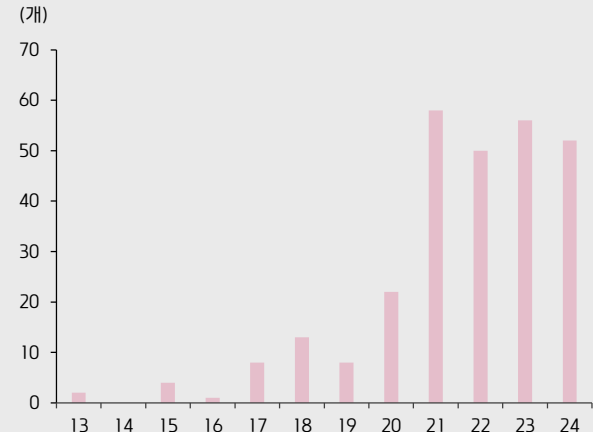
- '25년 금리인하에 따른 유동성 환경 개선되면서 **성장/혁신 테마형 ETF들의 수요 더욱 확대** 전망. 기술 혁신의 방향과 트럼프 2기 집권 하에 지속 주목받을 수 있는 ETF의 수요 확대 예상
  - 미국 新산업 주도권 확보 위한 AI, 바이오 등 혁신기술 투자가 확대될 것. 빅테크 중심 AI 혁신이 가속되는 가운데 HW → SW, 서비스로의 주도권 이양이 나타날 것이며, 인구구조 변화 속 M&A, R&D 환경 개선에 바이오텍이 주목받을 수 있음
  - 또한 탈세계화, AI전력 공급난 지속에 따른 차세대 에너지원 확보, 방산 및 우주항공 기술 수요도 꾸준히 이어질 전망
  - 미국 제조업 재건을 위한 트럼프 행정부의 인프라 투자, 주택공급 확대, 자율주행 규제 완화와 연계된 테마에서도 기회를 포착할 수 있음

국내 테마형 ETF AuM



자료: KRX, 키움증권 리서치  
주) 2024년은 9월 말 기준, 업종테마/전략테마로 분류된 상품

국내 테마형 ETF 상장 수 (연도별)



자료: KRX, 키움증권 리서치  
주) 2024년은 9월 말 기준, 업종테마/전략테마로 분류된 상품

## 2025년 한국 ETF 트렌드 전망



### 2024년 신규 출시 국내 섹터/테마형 ETF

코드	ETF명	유형	상장일	순자산(억원)	운용보수(%)
491830	TIGER 미국AI반도체밸류스	AI/반도체	2024-09-24	201	0.49
491010	TIGER 글로벌AI인프라액티브	AI/반도체	2024-09-10	284	0.49
490090	TIGER 미국시빅테크10	AI/반도체	2024-08-27	1,042	0.3
489010	PLUS 글로벌AI인프라	AI/반도체	2024-08-13	82	0.45
487750	BNK 온디바이스AI	AI/반도체	2024-07-23	60	0.395
488210	KOSEF K-반도체복합공급망	AI/반도체	2024-07-23	76	0.49
485690	RISE 미국AI밸류체인TOP3Plus	AI/반도체	2024-07-23	235	0.01
488080	TIGER 반도체TOP10에버리자	AI/반도체	2024-07-23	200	0.49
487130	KoAct AI인프라액티브	AI/반도체	2024-07-09	77	0.5
485540	KODEX 미국AI테크TOP10	AI/반도체	2024-06-25	647	0.3
486240	DAISHIN343 AI반도체&인프라액티브	AI/반도체	2024-06-18	432	0.36
483340	ACE 구글밸류체인액티브	AI/반도체	2024-06-11	412	0.45
483330	ACE 마이크로소프트밸류체인액티브	AI/반도체	2024-06-11	490	0.45
483320	ACE 엔비디아밸류체인액티브	AI/반도체	2024-06-11	1,463	0.45
481180	SOL 미국AI소프트웨어	AI/반도체	2024-05-14	307	0.45
479620	SOL 미국AI반도체집매이커	AI/반도체	2024-04-16	379	0.45
480310	TIGER 글로벌온디바이스AI	AI/반도체	2024-04-16	1,825	0.49
476260	HANARO 반도체핵심공정주도주	AI/반도체	2024-02-27	32	0.45
475300	SOL 반도체전공정	AI/반도체	2024-02-14	126	0.45
475310	SOL 반도체후공정	AI/반도체	2024-02-14	88	0.45
474590	WON 반도체밸류체인액티브	AI/반도체	2024-01-16	538	0.31
491820	HANARO 전력설비투자	AI전력	2024-09-24	85	0.35
489860	KOSEF 글로벌전력GRID인프라	AI전력	2024-08-27	83	0.49
486450	SOL 미국AI전력인프라	AI전력	2024-07-16	133	0.45
487240	KODEX AI전력핵심설비	AI전력	2024-07-09	1,282	0.39
487230	KODEX 미국AI전력핵심인프라	AI전력	2024-07-09	449	0.45
491090	KODEX 미국테크1조달러기업포커스	테크	2024-09-10	431	0.3
483420	ACE 애플밸류체인액티브	테크	2024-06-11	597	0.45
481190	SOL 미국테크TOP10	테크	2024-05-21	1,404	0.05
481200	SOL 미국테크TOP10인버스(합성)	테크	2024-05-21	74	0.05
482030	KoAct 테크핵심소재공급망액티브	테크	2024-05-14	46	0.5
490330	KoAct 미국닉셀환치료제액티브	제약바이오	2024-09-03	143	0.5
485810	TIMEFOLIO 글로벌인디에이징바이오액티브	제약바이오	2024-07-02	62	0.8
483030	KOSEF 미국블록체인터바이오테크의약품+	제약바이오	2024-05-28	114	0.49
483020	KOSEF 의료AI	제약바이오	2024-05-28	74	0.49
476690	TIGER 글로벌바이오소재TOP2Plus	제약바이오	2024-02-29	1,989	0.45
476070	KODEX 글로벌바이오소재TOP2Plus	제약바이오	2024-02-14	991	0.45
475050	ACE KPOP포커스	KPOP	2024-01-30	207	0.3
487910	ACE 인도컨슈머파워워터	글로벌 소비	2024-09-10	280	0.45
473640	HANARO 글로벌금채굴기업	금 채굴	2024-01-18	76	0.45
478150	TIMEFOLIO 글로벌우주테크&방산액티브	우주/방산	2024-04-23	162	0.8
475070	KoAct 글로벌기후테크인프라액티브	신재생에너지	2024-01-18	306	0.5
488480	RISE 일본섹터TOP4Plus	일본테마	2024-08-20	76	0.3
488290	마이다스 일본테크액티브	일본테크	2024-08-06	83	0.65
488200	KOSEF K-2차전자북미공급망	전기차/2차전지	2024-07-23	97	0.49
479850	HANARO K-뷰티	화장품	2024-04-16	107	0.45

자료: KRX, 키움증권 리서치  
주) '24.9월 말 기준





## ◆ 2025년 한국 ETF 트렌드 전망 3) 자산배분 수요 확대

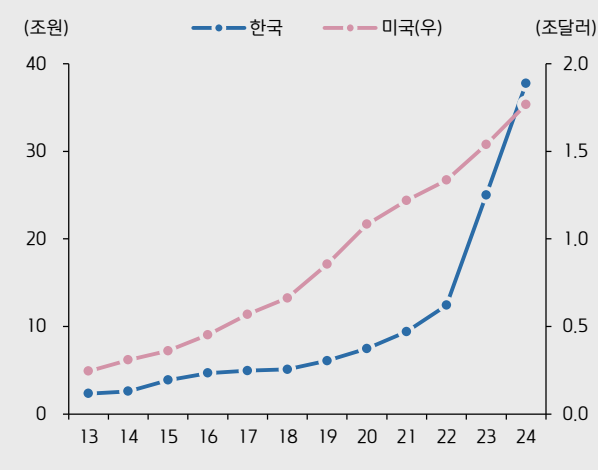
- 중금리/중물가 시대, 탈세계화 등 구조적 변화 속 자산배분의 중요성 확대
- 이미 올해 9월 연준의 50bp 금리인하가 시작되었으며, 내년 상반기까지 한-미 금리인하 기조 지속될 전망. 트럼프 행정부 시작과 함께 재정적자 확대 부담이 금리 상승 압력으로 작용할 수 있으나 물가, 노동시장 환경 등 감안 시 내년 상반기 미국 채권금리는 10년물 기준 3.5% 수준 전망
- 이에 따라 주식/채권 및 기타 대체 자산군으로의 적절한 자산배분이 본격 요구될 것이며, 주식형 ETF 외 인컴, 채권형, 리츠 ETF 수요 대응 필요. 특히 연금 계좌 내에서의 자산배분형 ETF 수요가 이전 대비 확대될 수 있음

미국, 한국 채권금리 전망

정책금리 (시장금리 평균)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
한국 기준금리	3.25	3.00	2.75	2.50	2.50
미국 정책금리	4.50	4.00	3.50	3.50	3.50
국고 10년물	3.00	2.80	2.70	2.80	2.85
미국채 10년물	3.80	3.55	3.60	3.80	3.90

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 vs. 국내 채권형 ETF AuM



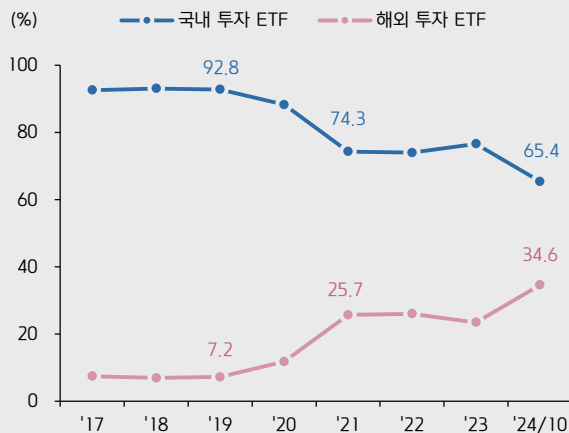
자료: Morningstar, KRX, 키움증권 리서치



## ◆ 2025년 한국 ETF 트렌드 전망 4) 해외주식형 쏠림 지속

- 올해 들어 해외 ETF 순자산 증가세가 두드러졌으며, 미국 우선주의를 내세운 트럼프 2기 집권과 Fed의 보험성 금리인하 등이 미국 증시의 차별적 강세를 지속 이끌어낼 전망. 이와 함께 구조적 수혜를 받을 수 있는 섹터/테마형 상품에 대한 수요 확대될 것으로 예상
- 분류 별로 보면, 10월 말 국내 상장된 ETF 가운데 국내형은 106조원 (513개), 해외형은 54조원 (398개)로, 해외형 비중은 전체 35% 차지
- 해외형 ETF 가운데서도 주식형 비중 75%로 가장 높으며, 주식형 내에서는 시장 대표지수형 > 업종섹터형 > 전략형 순

국내 ETF 지역별 유형 분류



자료: KRX, 키움증권 리서치

2024년 개인순매수(누적) 상위 국내 ETF

	상반기	하반기	YTD
1	TIGER 미국S&P500	KODEX 레버리지	TIGER 미국S&P500
2	KODEX CD금리액티브(합성)	TIGER 미국S&P500	KODEX CD금리액티브(합성)
3	TIGER 미국배당다우존스	KODEX 코스닥150레버리지	TIGER 미국배당다우존스
4	TIGER 미국나스닥100	KODEX CD금리액티브(합성)	TIGER 미국30년국채커버드콜액티브(H)
5	TIGER 미국30년국채커버드콜액티브(H)	TIGER 미국30년국채커버드콜액티브(H)	KODEX 코스닥150레버리지
6	TIGER 미국배당다우존스타겟커버드콜2호	TIGER 미국배당다우존스	KODEX 레버리지
7	KODEX 미국S&P500TR	TIGER 미국나스닥100타겟데일리카버드콜	KODEX 미국S&P500TR
8	ACE 미국30년국채액티브(H)	KODEX 미국S&P500TR	TIGER 미국나스닥100
9	TIGER CD1년금리액티브(합성)	KODEX 200	ACE 미국30년국채액티브(H)
10	KODEX 200선물인버스2X	TIGER 미국나스닥100	TIGER 미국나스닥100타겟데일리카버드콜

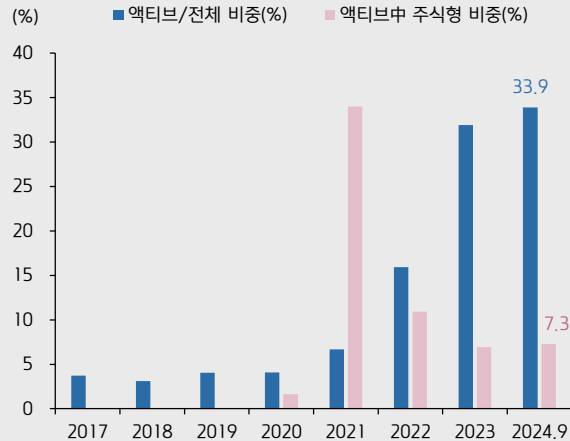
자료: KRX, 키움증권 리서치  
주) 하반기, YTD는 2024-11-08일 기준



### ◆ 2025년 한국 ETF 트렌드 전망 5) 액티브 전략 다변화

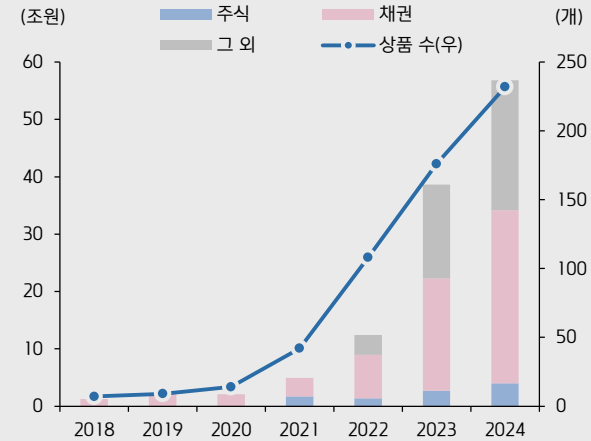
- 국내 주식형 ETF의 경우에는 '액티브' 전략 활용이 더 중요해 질 것으로 전망
- 올해 S&P 500 지수가 6,000선을 돌파하는 등 사상 최고치 경신을 이어가는 반면, 코스피 지수는 장기 박스권 장세에 갇힌 상황. 시총 1위 종목이 고전을 겪고 있는 가운데 국내 주식형 ETF 전략은 패시브 대비 액티브 중심으로 더 정교해 질 필요가 있음
- 현재 국내 전체 ETF 시장 내 액티브 비중은 34%로 1/3을 넘어서고 있지만, 액티브 ETF 내 자산군별 비중은 주식형이 7.3%로 여전히 채권형 비중이 절대적인 상황
- 미국의 경우 액티브 전략은 주로 혁신 테마나 시세추종형, 패시브 전략으로는 구현이 어려운 파생/옵션 ETF 출시에 자주 채택되고 있으며, 국내에서도 채권형 외 주식형이나 기타 유형에 있어서도 액티브 전략 활용을 높여갈 것으로 기대

국내 액티브 ETF 시장 현황



자료: KRX, 키움증권 리서치

액티브 ETF 내 자산군별 비중



자료: KRX, 키움증권 리서치, 주) 2024년은 9월 말 기준



## Soft Landing과 Pivot

미국 경기 연착륙 전제 하  
정책금리 인하가 가져올  
유동성 환경

## 중물가/중금리 환경

다만, 트럼프 집권과 국제질서의  
구조적 변화 속 중물가/중금리  
환경 지속.  
주식 > 대체, 채권

- 주요국 경제 성장률은 다소 둔화 되겠으나 금리인하 사이클과 맞물리며 경기는 연착륙 가능성이 높아짐. '24.9월 시작된 연준의 인하 사이클은 '25.6월 최종금리 3.5% 수준에서 마무리 될 전망
- 주요국 금리 인하에 따른 유동성 확대는 주식을 중심으로 채권 및 대체 자산군에 모두 우호적인 환경을 제공할 것으로 예상
- 다만, 전세계 산업 지형과 국제 질서의 구조적 변화를 감안, 미국 국제금리는 10년물 기준 3.5~4.1% 범위에서 등락 예상 (투자전략팀). 과거 인하 사이클 때와 달리 중물가/중금리 환경이 유지되면서 자산군 별 매력도는 "주식 > 대체, 채권" 전망

## Next 4 Years

트럼프 2.0 시대 개막,  
돈은 어디로 흘러갈까?

## Mega Trend

AI 혁신  
인구/노동구조 변화  
탈세계화  
차세대 에너지원

- 트럼프 2기 집권에 따라 4년 간의 정책 방향성 주목. M.A.G.A.를 위한 재정 확대와 법인세 인하, 금융규제 완화, 인프라 확대, 관세 인상 등으로 대변되는 트럼프 1.0 키워드들은 트럼프 2.0 시대에서도 유효. 여기에 저금리·저물가·약달러를 원하는 트럼프의 정책 기조가 실현될 지 여부에 주목
- 한편, 대내외 이벤트를 떠나서라도 탈세계화, 경제 블록화가 뉴노멀로 자리잡은 국제 사회. 세계 질서의 구조적 변화를 상수로 받아들이는 과정에서 장기 수혜가 지속될 국가, 섹터, 테마에 주목
- AI 기술 혁신이 가속되는 가운데 HW → SW/서비스로의 확산 전망되며, 노동/인구구조가 변모하며 새로운 산업 생태계를 만들어낼 것. 탈세계화로 인한 에너지 공급망 재편, 탈탄소 정책 기조 하에 차세대 에너지원 수요, 방산/우주항공 기술 수요 꾸준히 이어질 전망

자료: 키움증권 리서치

## 2024년 Review: 주요 자산군별 연도별 수익률



- 2024년도 글로벌 금융시장은 주식/채권/대체 자산군 대체로 견조한 수익률 시현
- 그 중에서도 글로벌 통화 완화 기대와 지정학적 불확실성이 맞물려 **금**(27%)이 가장 높은 수익률을 기록. 이어 **주식** (신흥국 14.1%, 선진국 11.3%) > **부동산** (10.3%) > **하이일드채** (신흥국 7.3%, 선진국 5.5%) > **국채** (신흥국 5.1%, 선진국 1.2%) 순

### 주요 자산군별 연간 수익률

2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024(-9/30)
현금 +0.1	리츠(부동산) +24.7	금 +24.8	탄소배출권 +106.7	원자재 +18.6	선진국-주식 +13.7	금 +27.1
금 -1.9	선진국-주식 +18.8	탄소배출권 22.6	원자재 +41.4	현금 +0.0	금 +12.7	신흥국-주식 +14.1
선진국-국채 -2.9	금 +17.9	신흥국-주식 +15.2	리츠(부동산) +41.7	금 -0.8	리츠(부동산) +7.1	선진국-주식 +11.3
선진국-하이일드채 -5.9	신흥국-주식 +14.9	선진국-국채 +10.9	선진국-주식 +8.2	선진국-하이일드채 -16.3	신흥국-주식 +6.1	리츠(부동산) +10.3
리츠(부동산) -5.9	신흥국-국채 +10.2	선진국-주식 +7.1	현금 -0.1	선진국-주식 -17.8	선진국-국채 +5.6	신흥국-하이일드채 +7.3
신흥국-하이일드채 -8.6	원자재 +10.1	신흥국-국채 +1.2	선진국-하이일드채 -2.0	신흥국-하이일드채 -18.7	신흥국-국채 +5.3	선진국-하이일드채 +5.5
신흥국-국채 -10.5	선진국-하이일드채 +8.8	선진국-하이일드채 +0.8	금 -4.1	선진국-국채 -22.2	선진국-하이일드채 +12.1	신흥국-국채 +5.1
원자재 -12.8	신흥국-하이일드채 +6.0	신흥국-하이일드채 +0.7	신흥국-주식 -5.5	신흥국-국채 -22.2	신흥국-하이일드채 +3.9	선진국-국채 +1.2
신흥국-주식 -17.1	선진국-국채 +3.5	현금 +0.1	신흥국-국채 -5.9	신흥국-주식 -22.4	탄소배출권 +0.1	원자재 +1.0
선진국-주식 -17.3	현금 0.0	리츠(부동산) -5.5	신흥국-하이일드채 -6.2	탄소배출권 -28.3	현금 -0.1	현금 +0.5
탄소배출권 -	탄소배출권 -	원자재 -7.8	선진국-국채 -9.6	리츠(부동산) -28.7	원자재 -10.6	탄소배출권 -13.2

자료: 키움증권 리서치, 주) 2024년은 3분기 말 기준

## 2024년 Review: 주요 ETF 수익률



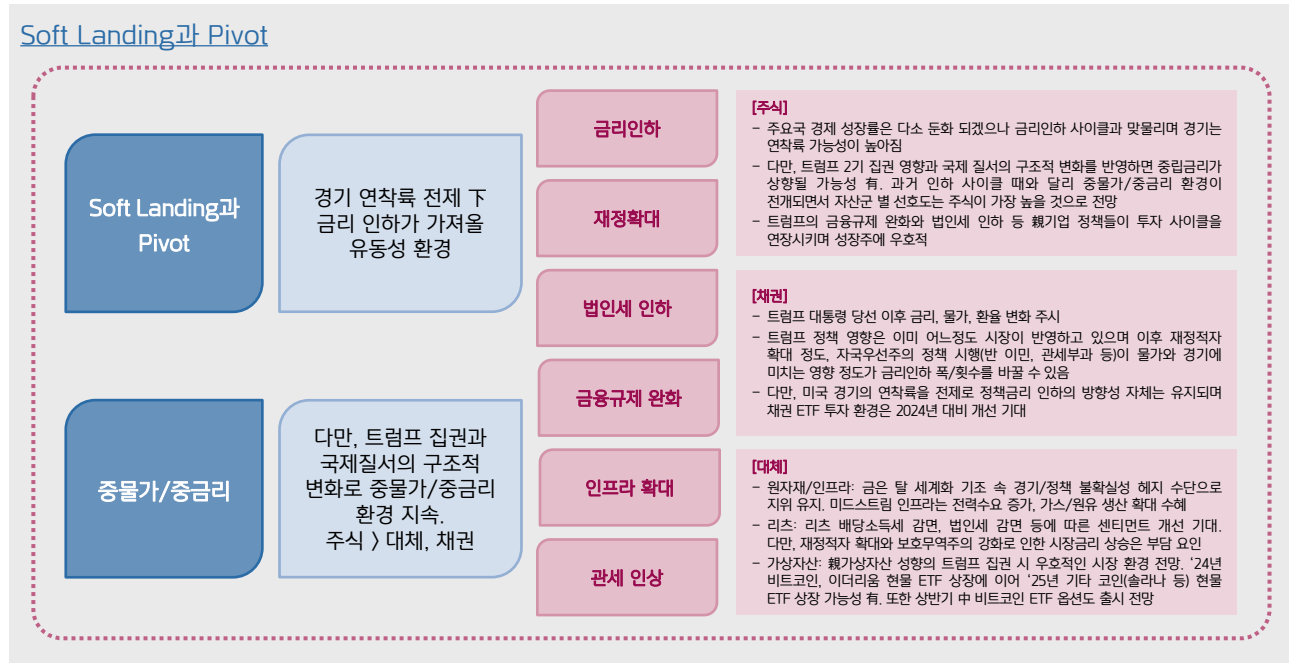
구분	티커	ETF 명	속성	수익률(%)					지수추이		FF (\$mln)	순자산 (\$mn)	거래대금 (3M,\$mn)	% Top 10
				1M	3M	6M	12M	YTD	2023(M)	2024(M)	YTD			
주요국 대표지수	IWM	iShares Russell 2000 ETF	Russell 2000	9.2	15.3	15.7	42.4	18.6			-175.3	78,353	5,588	3.9
	QQQ	Invesco QQQ Trust Series 1	Nasdaq 100	4.3	14.1	16.6	39.0	25.5			21,156.9	314,191	15,259	51.6
	SPY	SPDR S&P 500 ETF	S&P 500	3.6	12.2	15.0	37.9	25.9			11,234.3	632,336	26,374	35.4
	DIA	SPDR Dow Jones Industrial Average ETF	Dow Jones	3.5	11.4	11.7	29.8	16.8			995.2	38,506	1,306	56.8
	URTH	iShares MSCI World ETF	대형, 글로벌	1.9	10.2	10.9	31.8	20.2			470.3	4,141	34	24.6
	ACWI	iShares MSCI ACWI ETF	대형, 글로벌	1.5	9.7	10.2	30.1	19.2			-2,650.2	19,675	233	22.2
	CNYA	iShares MSCI CHINA A ETF	대형, 중국 A주	-0.6	20.4	9.6	9.5	16.0			145.1	377	5	18.9
	EWJ	iShares MSCI Japan ETF	일본	-2.1	6.2	1.6	15.9	8.2			-743.4	14,455	364	26.5
	EEM	iShares MSCI Emerging Markets ETF	EM	-2.8	6.2	5.3	17.3	11.0			-1,419.8	18,184	1,284	26.2
	AAXJ	iShares MSCI All Country Asia ex Japan ETF	Asia ex Japan	-3.0	8.3	8.3	20.4	14.9			-125.2	2,617	39	30.0
	BFA	iShares MSCI EAFE ETF	대형, EAFE	-3.4	2.3	-1.3	15.1	5.1			1,402.0	55,190	774	13.6
	EZU	iShares MSCI Eurozone ETF	대형, 선진 유럽	-4.8	1.1	-6.0	13.6	2.3			-114.9	7,164	71	28.5
	MCHI	iShares MSCI China ETF	대형, H/B/Red/P/ADR	-4.8	19.2	10.2	16.1	21.4			-669.7	5,955	256	46.7
	EWY	iShares MSCI South Korea ETF	한국	-6.9	-4.9	-9.1	-1.1	-9.7			664.7	4,393	193	46.9
Size/Style	IWO	iShares Russell 2000 Growth ETF	Small-Growth	9.8	17.4	18.2	47.5	22.8			-107.5	13,240	105	7.4
	IJS	iShares S&P Small-Cap 600 Value ETF	Small-Value	9.4	13.9	14.2	34.9	11.8			-1,179.5	7,557	24	9.9
	IWP	iShares Russell Mid-Cap Growth ETF	Mid-Growth	9.1	20.8	18.6	44.6	24.9			-632.6	17,189	114	18.1
	IWN	iShares Russell 2000 Value ETF	Small-Value	8.4	13.3	13.1	37.0	14.5			-620.2	13,557	165	5.2
	IJR	iShares Core S&P Small-Cap ETF	Small	8.2	12.9	13.4	37.3	14.8			3,663.2	92,336	373	5.8
	IJJ	iShares S&P Mid-Cap 400 Value ETF	Mid-Value	7.0	13.4	13.0	35.6	15.3			-258.1	8,195	12	11.0
	IJT	iShares S&P Small-Cap 600 Growth ETF	Small-Growth	6.8	11.7	12.5	39.1	17.4			323.3	6,866	17	10.8
	IJH	iShares Core S&P Mid-Cap ETF	Mid	5.8	12.4	10.2	37.1	18.9			6,146.0	97,791	433	6.7
	IWF	iShares Russell 1000 Growth ETF	Large-Growth	5.1	15.3	18.6	44.2	31.5			-3,160.9	103,724	439	59.8
	IJK	iShares S&P Mid-Cap 400 Growth ETF	Mid-Growth	4.9	11.2	7.4	38.3	22.1			-283.8	9,865	35	11.7
	IYW	iShares S&P 500 Growth ETF	Large-Growth	4.5	14.9	19.4	45.5	34.7			5,753.1	56,234	192	60.8
	IWS	iShares Russell Mid-Cap Value ETF	Mid-Value	3.9	10.4	10.5	34.4	17.3			-1,374.4	13,994	34	6.1
	IYV	iShares Core S&P 500 ETF	Large	3.7	12.2	15.0	37.9	25.9			56,546.8	567,016	2,822	35.5
	IWD	iShares Russell 1000 Value ETF	Large-Value	2.9	9.8	10.6	31.3	18.2			-3,340.0	61,252	279	17.2
	IVE	iShares S&P 500 Value ETF	Large-Value	2.5	8.7	9.8	29.4	16.1			3,845.3	36,277	92	19.6
팩터	MITUM	iShares MSCI USA Momentum Factor ETF	Momentum	3.8	15.8	16.0	48.0	36.3			-322.4	11,023	147	39.2
	RSP	Invesco S&P 500 Equal Weight ETF	S&P Equal-Weight	3.0	10.5	11.0	32.3	16.7			11,271.5	70,139	950	2.9
	SCHD	Vanguard High Dividend Yield ETF	Dividend + Quality	2.7	8.8	10.2	26.9	14.6			5,843.6	65,846	268	40.8
	QUAL	iShares MSCI USA Quality Factor ETF	Quality	2.1	9.6	13.6	36.0	25.3			5,676.1	51,462	157	40.8
	VIG	Vanguard Dividend Appreciation ETF	Dividend Growth	2.1	9.4	12.5	29.4	19.2			202.4	88,602	129	30.1
	USMV	iShares MSCI USA Min Vol Factor ETF	Low-Vol	2.0	7.7	13.1	27.5	19.8			-6,475.9	24,685	166	16.3
	MOAT	VanEck Vectors Morningstar Wide Moat ETF	Wide-Moat	1.1	9.2	10.5	31.6	14.5			730.0	16,061	59	28.5
섹터	VIXY	ProShares VIX Short-Term Futures ETF	Volatility	-17.1	-18.8	-9.0	-46.8	-28.8			6.1	159	61	69.5
	XLY	Consumer Discretionary Select Sector SPDR Fund	경기소비재	8.4	23.4	20.1	35.5	20.3			-1,314.7	21,825	534	70.4
	XLF	Financial Select Sector SPDR Fund	금융	7.5	16.0	18.0	46.7	30.8			2,860.8	48,117	1,667	54.0
	XLC	Communication Services Select Sector SPDR Fund	통신서비스	6.3	12.9	17.8	42.7	32.4			-1,998.2	19,380	322	73.3
	XLI	Industrial Select Sector SPDR Fund	산업재	4.0	14.3	13.1	40.6	24.7			2,271.3	21,601	973	34.3
	XLK	Technology Select Sector SPDR Fund	IT	2.9	15.3	15.8	35.6	23.2			1,618.2	73,806	965	61.9
	XLE	Energy Select Sector SPDR Fund	에너지	2.3	4.9	-0.6	13.6	11.8			-2,709.4	37,268	1,272	74.8
	XLRE	Real Estate Select Sector SPDR Fund	리츠	1.3	5.0	15.7	29.1	9.6			1,518.5	7,840	218	59.7
	XLU	Utilities Select Sector SPDR Fund	유틸리티	0.5	7.6	11.0	32.0	25.0			810.9	17,564	847	58.7
	XLB	Materials Select Sector SPDR Fund	원자재	-0.6	6.7	3.0	23.6	10.4			296.9	5,793	367	61.1
	XLP	Consumer Staples Select Sector SPDR Fund	필수소비재	-0.9	2.1	4.7	18.0	12.2			-636.7	16,368	778	62.5
	XLV	Health Care Select Sector SPDR Fund	헬스케어	-2.1	0.1	4.8	19.6	10.1			-918.9	40,491	964	57.2

자료: 키움증권 리서치, 주) 2024-11-08 종가 기준



## ◆ Soft Landing과 Pivot

- **Soft Landing과 Pivot**: 주요국 경제 성장률은 다소 둔화 되겠으나 금리인하 사이클과 맞물리며 경기는 연착륙 가능성이 높아짐. '24.9월 시작된 연준의 인하 사이클은 '25.6월 최종금리 3.5% 수준에서 마무리 될 전망
- **중물가/중금리**: 다만, 트럼프 2기 집권 영향과 국제 질서의 구조적 변화를 감안, 미국 국채 금리는 10년물 기준 3.5~4.1% 범위에서 등락 예상. 과거 인하 사이클 때와 달리 중물가/중금리 환경이 유지되면서 자산군 별 매력도는 "주식 > 채권" 전망



자료: 키움증권 리서치



종분류	티커	ETF 명	미국 상장 Peer ETF	국내 상장 Peer ETF	AUM (\$mln)	운용 보수 (%)	수익률 (%)			
							1M	3M	YTD	
주식	대형주	QQQ	Invesco QQQ Trust, Series 1	QQQM, QQQE	TIGER 미국나스닥 100 KODEX 미국나스닥 100TR TIMEFOLIO 미국나스닥 100액티브	314,191	0.20	+4.3	+14.1	+25.5
		DIA	SPDR Dow Jones Industrial Average ETF Trust	DJIA, DYLG	TIGER 미국다우존스30	38,506	0.16	+3.5	+11.4	+16.8
	중소형주	IWM	iShares Russell 2000 ETF	QQQE, QQQJ	KODEX 미국라셀2000(H)	78,353	0.19	+9.2	+15.3	+18.6
	성장	VUG	Vanguard Growth Index Fund ETF	MGK, IGM	PLUS 미국S&P500성장주	151,840	0.04	+5.3	+15.0	+31.3
	퀄리티 + 성장	QGRW	American Century US Quality Growth ETF	QGRW, DGRW	SOL 미국배당다우존스 KOSF 미국방어배당성장나스닥 TIGER 미국캐시카우 100	1,031	0.29	+8.6	+19.8	+32.2
채권	중기 국채	IEF	iShares 7-10 Year Treasury Bond ET	IEI, VGIT, VGIT	KODEX 미국 10년국채선물 TIGER 미국채 10년선물	33,271	0.15	-1.7	-2.5	-2.3
	장기 국채	TLT	iShares 20 Plus Year Treasury Bond ETF	TLH, VGLT, TBT	KBSTAR 미국장기국채선물(H) KBSTAR 미국30년국채액티브 ACE 미국30년국채액티브(H)	62,819	0.15	-2.1	-3.9	-6.5
	IG 회사채	LQD	iShares iBoxx \$ Investment Grade Corp Bond ETF	IGIB, IGLB	TIGER 미국투자등급회사채액티브(H) KODEX iShares미국투자등급회사채액티브	28,473	0.14	-1.0	+0.1	-0.7
	지방채	MUB	iShares National Muni Bond ETF	CGMU, JMUB		39,961	0.05	-0.2	-0.2	-0.9
	금	GLDM	SPDR Gold MiniShares Trust	IAU, GLD	TIGER 골드선물(H), ACE KRX금현물	9,235	0.10	+2.9	+10.5	+30.1
대체	은	SLV	iShares Silver Trust	SIVR, AGQ, PSLV	KODEX 은선물(H)	14,916	0.50	+2.2	+13.9	+30.8
	리츠	VNQ	Vanguard Real Estate Index Fund ETF	IYR, ICF, XLRE	KODEX 미국부동산리츠(H) ACE 미국다우존스리츠(합성H)	37,319	0.13	+1.4	+5.3	+8.5
	리츠- 데이터센터	DTCR	Data Center & Digital Infrastructure ETF	SRVR, IDGT	RISE 글로벌데이터센터리츠(합성)	137	0.50	+0.0	+14.5	+18.2
	미드스트림	MLPX	Global X MLP & Energy Infrastructure ETF	MLPA, AMLP, EMLP, ENFR		2,156	0.45	+6.7	+16.3	+35.1
	천연가스	UNG	United States Natural Gas Fund LP	UNL	KB 천연가스 선물 ETN(H) 대신 천연가스 선물 ETN(H)	825	0.70	-15.7	-12.3	-38.2
	비트코인	BITO	ProShares Bitcoin ETF	XBTF, BTF		2,300	0.95	+19.3	+4.5	+1.0

자료: 각 사 홈페이지, Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2024-11-08 종가 기준



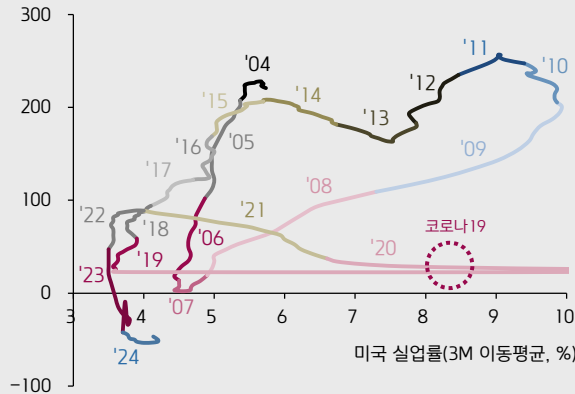


### ◆ Soft Landing과 Pivot

- 주요국 경제 성장률은 미국을 중심으로 다소 둔화되겠지만 정책금리 인하가 동반되면서 경기는 연착륙 가능성이 높아 보임. '24.9월 시작된 연준의 인하 사이클은 '25.6월 최종금리 3.5% 수준에서 마무리 될 것으로 전망
- 주요국 금리 인하에 따른 유동성 확대는 주식을 중심으로 채권 및 대체 자산군에 모두 우호적인 환경을 제공할 것으로 예상
- 다만, 트럼프 2기 행정부 출범과 탈세계화라는 구조적 변화를 감안(재정 확대, 관세 부과, 반이민정책 등), 이로 인한 인플레이 재상승 우려는 중립금리 상향 요인. 고착화된 고물가는 당초 시장이 반영했던 통화정책 폭과 횡수에 변화를 가져올 수 있음 (당사 투자전략팀 예상 경로: 미국채 10년물 금리 기준 3.5~4.1% 범위 등락)

#### 미국 경기 추세적 주기

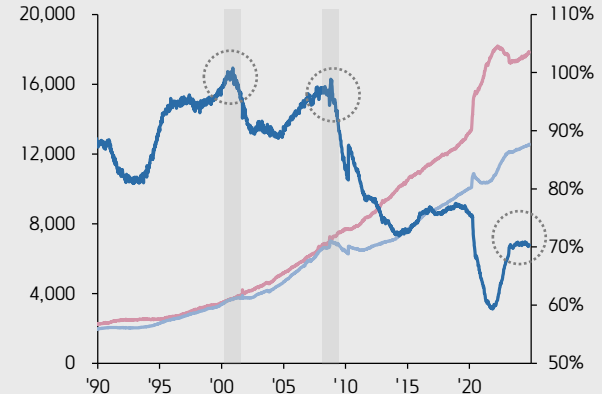
美 10Y-2Y 금리 스프레드 (2Y 이동평균, BP)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

#### 은행 예대율 추이

(십억 달러) — 총 예금 — 총 대출 — 예대율 (우)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



### ◆ 중물가/중금리 시대 자산배분

- 그러나, 미국 경기의 연착륙을 전제로 정책금리 인하의 방향성은 변함없으며 중물가/중금리 환경이 유지되면서 자산군 매력도는 주식 > 채권 전망. 과거 사이클과 달리 중물가/중금리 환경이 유지되고 트럼프 집권 영향, 글로벌 산업 구조적 변화까지 고려한다면, 자산배분 전략도 달라져야 함
- 60/40 자산배분 포트폴리오, '23년 말부터 재개된 미국 증시 강세와 연준의 Pivot 기대감에 올해 9월 말까지 누적 12.9% 수익률 기록 ('23년 16.3%, '22년 -15.9%). 그럼에도 MSCI World, S&P 500을 모두 하회하며 채권 대비 주식시장의 상대적 강세를 반영

#### 올웨더 포트폴리오 자산배분 성과 (예시)

수익률 누적	2024년 YTD (1~9월)	2023 연간	2022 연간	2020 글로벌 팬데믹 (2020.1~3)	2011 유로존 재정위기 (2011.5~9)	2008 글로벌 금융위기 (2007.11~2009.2)	2000 닷컴 버블 (2000.4~2002.9)
MSCI World Index	18.9%	23.8%	-18.1%	-21%	-20%	-54%	-47%
S&P 500	20.8%	24.2%	-19.4%	-20%	-17%	-53%	-46%
60/40 포트폴리오*	12.9%	16.3%	-15.9%	-12%	-10%	-35%	-23%
올웨더 포트폴리오**	9.7%	6.0%	-22.8%	-4%	0%	-14%	9%
Global Equities	18.0%	19.2%	-18.1%	-21%	-20%	-54%	-47%
Commodity Producers	4.2%	2.1%	17.8%	-31%	-25%	-48%	-4%
Physical Gold	27.4%	13.0%	-0.5%	4%	4%	18%	16%
Treasuries	-1.4%	-2.2%	-23.4%	21%	26%	17%	35%
TIPS	3.4%	1.6%	-31.8%	9%	15%	-2%	45%

- 60/40 포트폴리오: 주식, 채권 비중 각각 60%, 40% 조합의 전통 자산배분 포트폴리오

- 올웨더 포트폴리오: 시장 기대치 대비 경제성장률과 물가의 방향성을 조합한 4가지 상황(경제성장, 경제침체, 인플레이션, 디플레이션)에 대비할 수 있도록 고안된 전략

자료: rparetf.com, 키움증권 리서치, 주) \*Morningstar US Moderate Target Allocation NR USD, \*\*하위 자산군 수익률 평균

Global Equities: MSCI World Index, Treasuries: Bloomberg Barclays Long Treasury Index, TIPS: Merrill Lynch 15+ Year U.S. Inflation-Linked Bond Index, Commodity Producers: Morningstar Global Upstream Natural Resources Index, Physical Gold: the change in spot price of gold



### ◆ 주식 ETF 전략: '트럼프 vs. 파월' 두 가지 키워드에 주목

- 주식 시장은 6월 말부터 트럼프 트레이드를 경험해 옴. 美 대선 TV토론(6/27), 피격 사태(7/13), 대선(11/5)까지, 이벤트 발생 때마다 자산 가격들은 즉각 트럼프의 귀환을 가정하며 변동
- 즉, 재정적자 부담, 국채 발행 확대를 프라이싱 한 달러 강세와 금리 급등이 연출되었고 인프라 투자 확대, 금융규제 완화, 법인세 인하, 보호무역주의 강화를 가정한 수혜 업종들이 상대적으로 높은 수익률 시현. 트럼프 1기때와 달리 올해 9월을 시작으로 美 정책금리 인하가 진행되는 만큼, 트럼프 2기 중소형주 강세도 지속될 수 있다는 시장 내러티브 강화 중

#### 트럼프 2기 정책 요약

구분	내용	세부 내용
무역/통상	보편적 관세 도입	모든 수입상품에 10%의 관세 부과
	트럼프 상호무역법	대미 무역흑자가 크거나 불공정 무역 관행국에 대해서 추가적으로 징벌적 세율 적용 미국이 해당국 상품에 적용하는 관세율과 동일한 세율을 미국 수출에 적용
	대중 의존 종식	중국 침해국 대우 관세 특혜 취소 중국의 미국 내 기간산업 및 핵심 기술 투자 금지 중국으로부터 아웃소싱하는 기업의 정부 조달 시장 참여 금지
경제/산업	인플레이션 완화	국내 에너지 생산 확대, 불필요한 규제 완화, 적극적 감세로 경제 성장 및 물가 억제
	퀀텀 리프 (New Quantum Leap)	신도시 건설: 전국 10개의 '자유도시' 건설 → 중산층의 내집마련 기회 확대 교통/운송 혁신: 수직 이착륙 운송 수단에 투자 확대 및 규제 완화, 항공 모빌리티 투자 생활비 부담 완화: 출산 보너스 제공, 주택 공급 확대 등
	전기차 전환 중단 및 국내 자동차 제조업 활성화	전기차 산업을 지원하는 IRA 보조금 제도 중단 내연기관 자동차 연비 규제 취소, 휘발유 가격 인하로 내연기관 자동차 수요 확대 USMCA와 같은 무역 협정의 엄격한 진행
에너지/환경	세율 인하	법인세율 현재 21%에서 재산 시 20%, 혹은 15%까지 줄이겠다고 공약
	파리 기후 협정 탈퇴, 재생에너지 보조금 지원 중단	
	세일, 천연가스 시추 및 개발에 필요한 정부 지원(시추 허가 절차 완화 및 가속화, 세금 감면 혜택)	
보건/의료	핵에너지 사용 확대를 위한 기존 핵 시설 재가동 및 SMR 기술 육성	
	저발약에 대하여 미국산 조달을 증시하는 Buy American 제도 강화 및 수입에 대한 관세 부과	
	제약사의 외국 판매 가격 인상, 미국 내 가격은 인하	
외교/안보	마약 중독 문제 해결	
	러-우 전쟁 종식 공언	
	우크라이나 전비 지원에 투입된 예산 2,000억 달러 EU에 배상 요구	
기타 정책	군대 재건을 위한 기록적 예산 투입	
	불법 이민자에 대한 사회복지 혜택 중단(공공주택 임대 금지, 모든 취업 허가 중단, 불법체류 출생자 자동 시민권 부여 금지 등)	
	범죄 근절과 범죄자 회복	

자료: 키움증권 리서치



### ◆ 주식 ETF 전략: '트럼프 vs. 파월' 두 가지 키워드에 주목

- 다만, 이번 사이클은 '보험성 인하'로, 이 구간 금리 레벨이(최종금리 3.5% 가정) 중소형주 펀더멘털을 뒷받침해 줄 지는 지속 확인 필요
- 이렇듯 트럼프 당선과 함께 전개될 새로운 정책 시행과 연준의 금리인하 사이클, 글로벌 무역정책 변화 속에서 섹트는 다소 혼재 될 수 있음
- 다만, 공통 분모는 모두 **미국 경기의 연착륙과 경기 부양을 추구**하고 있기에 내년 글로벌 증시 中 미국 매력도가 가장 높다고 판단

2019년 금리인하 전후 지역별/스타일/섹터·테마별 수익률

	날짜/분류	2019년				
		1Q	2Q	3Q	4Q	연간
매크로 변수	미국 기준금리(%)	2.50	2.50	2.00	1.75	
	달러지수(DI)	97.3	96.1	99.4	96.4	
	미국채 10년물(%)	2.41	2.01	1.66	1.92	
	미국 GDP(%) QoQ	2.4	3.2	2.8	1.9	
	국제유가(\$)	60.1	58.5	54.1	61.1	
	금 가격(온스)	1,350.4	1,452.9	1,514.5	1,567.6	
	미국 CPI (%)	1.9	1.6	1.7	2.3	
글로벌 주요지수	S&P500	13.1	3.8	1.2	8.5	28.9
	S&P500 가치	11.5	3.4	2.2	9.2	28.6
	S&P500 성장	14.5	4.2	0.3	7.9	29.1
	Nasdaq	16.5	3.6	(0.1)	12.2	35.2
	다우지수	11.2	2.6	1.2	6.0	22.3
	러셀2000	14.2	1.7	(2.8)	9.5	23.7
	선진 유럽(EZU)	10.1	2.5	(1.7)	7.8	19.6
	북미 외 선진국(EFA)	10.3	1.3	(0.8)	6.5	18.1
	일본(EWJ)	8.0	(0.3)	4.0	4.4	16.9
	중국 상해종합	9.9	(0.0)	(4.8)	9.8	14.9
	신흥국(EM)	23.9	(3.6)	(2.5)	5.0	22.3
	코스피	4.9	(0.5)	(3.2)	6.5	7.7
	코스닥	7.9	(5.3)	(10.0)	7.7	(0.9)
	미국 장기국채(TLT)	4.1	5.0	7.7	(5.3)	11.5
	미국 중기국채(IEF)	2.4	3.1	2.2	(2.0)	5.8
기타 자산군별	미국 단기국채(VGSH)	0.5	0.8	0.0	(0.2)	1.2
	미국 채권 종합(AGG)	2.4	2.1	1.6	(0.7)	5.3
	미국 IG 회사채(LQD)	5.5	4.5	2.5	0.4	13.4
	미국 HY 회사채(HYG)	6.6	0.8	(0.0)	0.9	8.4
	금(GLD)	0.6	9.2	4.3	2.9	17.9
	농산물(DBA)	(2.8)	0.6	(4.3)	4.4	(2.2)

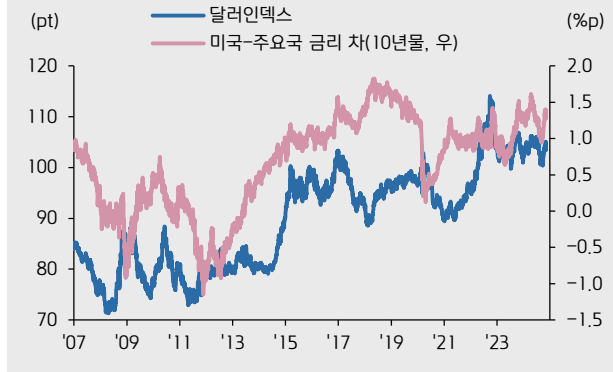
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



## ◆ 채권 ETF 전략: 올해보다 나을 미래

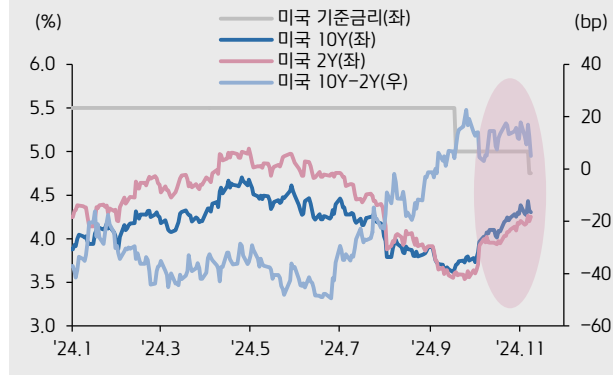
- 한편, 미국 10년-2년 장단기 국채금리 역전 폭은 대선 토론회 이전 -50bp 수준에서 9월 들어 정상화되기 시작. 현재는 10년물 금리가 10bp 가량 높은 상황
- 향후 재정확대를 유인하면서도 완화적인 통화정책을 추구하는 트럼프의 기조 고려 시 '25년 시장금리 재상승 압력은 때때로 생성과 소멸을 반복할 것으로 보임
- 내년 상반기 채권 ETF의 투자 환경은 '24년 대비 우호적일 것으로 기대하지만, 하반기 재차 상승압력이 강화될 것을 고려할 필요

## 달러인덱스 vs. 미국-주요국 장기금리 차



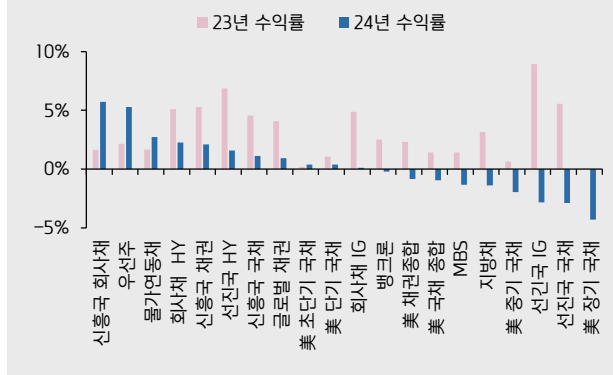
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

## 미국 장단기 금리차



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

## '23~'24 채권 유형별 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2024년은 10월 말 기준



## 주식/채권 ETF 리스트

	티커	ETF 명	Peer ETF	AUM (현지통화, 백만)	운용보수 (%)	수익률 (%)			포트폴리오 Top10 비중 (%)
						1M	3M	YTD	
대형주	QQQ	Invesco QQQ Trust, Series 1	QQQM, QQQE	314,191	0.20	+4.3	+14.1	+25.5	51.4
	426030	TIMEFOLIO 미국나스닥100액티브	TIGER 미국나스닥100, KODEX 미국나스닥100TR, TIGER 미국나스닥100타겟데일리커버드콜	105,317	1.01	+15.0	+26.5	+59.0	70.4
	DIA	SPDR Dow Jones Industrial Average ETF Trust	DJIA, DYLG	38,506	0.16	+3.5	+11.4	+16.8	56.8
	446720	SOL 미국배당다우존스	ACE 미국배당다우존스, KODEX 미국배당다우존스	707,077	0.19	+5.6	+9.9	+21.7	41.1
중소형주	IWM	iShares Russell 2000 ETF	QQQE, QQQJ	78,353	0.19	+9.2	+15.3	+18.6	3.9
	280930	KODEX 미국라셀2000(H)		49,079	0.59	+8.9	+13.9	+11.8	65.1
성장주	VUG	Vanguard Growth Index Fund ETF	MGK, IGM, VUG	151,840	0.04	+5.3	+15.0	+31.3	57.5
	494410	PLUS 미국S&P500성장주		13,501	0.04	+3.8	+3.8	+3.8	9.2
미국 중기국채	IEF	iShares 7-10 Year Treasury Bond ET	IEI, VGIT, VGIT	33,271	0.15	-1.7	-2.5	-2.3	87.9
	305080	TIGER 미국채10년선물	KODEX 미국10년국채선물	153,594	0.36	+0.8	-0.4	+6.1	0.1
미국 장기국채	TLT	iShares 20 Plus Year Treasury Bond ETF	TLH, VGLT, TBT	62,819	0.15	-2.1	-3.9	-6.5	48.5
	453850	ACE 미국30년국채액티브(H)	KBSTAR 미국30년국채액티브, KBSTAR 미국장기국채선물(H)	1,722,589	0.04	-4.6	-5.8	-11.6	43.6
미국 IG 회사채	LQD	iShares iBoxx \$ Investment Grade Corp Bond ETF	IGIB, IGLB	28,473	0.14	-1.0	+0.1	-0.7	1.7
	458260	TIGER 미국투자등급회사채액티브(H)	KODEX iShares미국투자등급회사채액티브	144,188	0.10	-2.0	-1.0	-4.0	24.8
미국 지방채	MUB	iShares National Muni Bond ETF	CGMU, JMUB	39,961	0.05	-0.2	-0.2	-0.9	1.8

자료: 각 사 홈페이지, Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2024-11-08 종가 기준



## ◆ 대체 ETF 전략: 금과 비트코인

- **금**: '23.10월부터 지속된 랠리를 보여온 금 가격, 트럼프 당선 확정 이후 재정적자 확대 부담 → 금리 상승/달러 강세에 따라 조정. 다만, 올해 하반기 동안 지속되어온 트럼프 트레이드가 이벤트 소화 후 제자리를 찾아가는 과정에서 금리는 다시 통화정책에 초점을 맞추며 안정화 될 것으로 예상. 여기에 전세계 중앙은행들의 금 매수세도 지속되고 있음. 각국 중앙은행들은 러-우 전쟁, 이-팔 전쟁 등 지정학 긴장이 고조되기 시작한 '22년 이후 신흥국을 중심으로 금 매입량 지속 늘려가는 중
- **가상자산**: 한편 비트코인은 親가상자산 정책을 공약해 왔던 트럼프의 대선 승리를 전후로 상승세 지속. 트럼프 2기 집권 이후 본격적인 공약 이행(이전 정부의 암호화폐 단속 방지 및 CBDC 설립 반대, 비트코인 채굴권 옹호, 모든 미국인의 디지털자산 보관 및 자유로운 거래 보장 등)을 감안할 시 우호적인 시장 흐름을 전망. '24년 비트코인, 이더리움 현물 ETF 상장에 이어 '25년 기타 코인(솔라나 등)에 대한 현물 ETF가 추가 상장될 가능성도 열려 있음

### 실질금리 & 금 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### Bitcoin



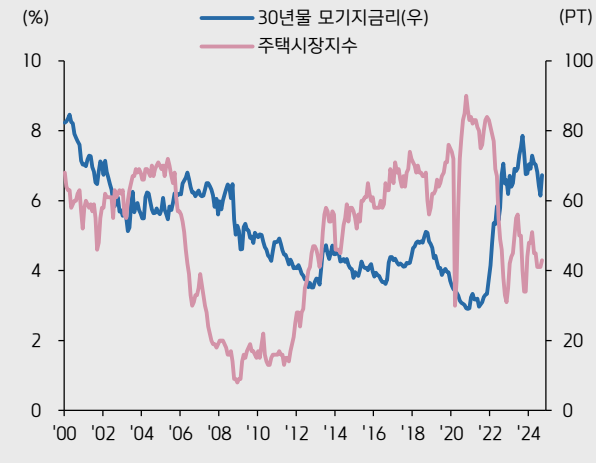
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



## ◆ 대체 ETF 전략: 리츠와 미드스트림

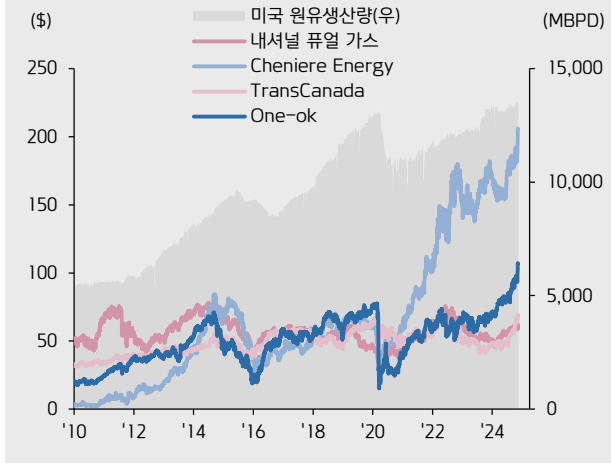
- **리츠:** 리츠는 금리, 경기에 민감한 자산. 내년 미국 경기의 연착륙, 또는 노랜딩 내러티브까지 거론되는 가운데 금리인하가 동반됨에 따라 최근 다시 고점을 넘어왔던 모기지금리도 하향 안정세 예상. 상업용부동산 사태, 지역은행 수익성 악화 우려 또한 완화되면서 리츠 산업 전반에 걸친 투자심리 회복될 것을 기대
- **MLP:** 트럼프 집권 이후 물가 상승을 방어하기 위한 목적의 화석연료 공급 확대가 추진될 전망. 통상 셰일오일/가스 생산량 확대 시기에는 이를 운송, 보관, 정제하는 미드스트림 업체들의 주가 상승이 동반되어 왔음 (에너지 업스트림 대비 미드스트림 매력 ↑)

미국 모기지 금리와 주택지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 셰일가스 생산량과 MLP 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치





## 대체 ETF 리스트

	티커	ETF 명	Peer ETF	AUM (현지통화, 백만)	운용보수 (%)	수익률 (%)			포트폴리오 Top10 비중 (%)
						1M	3M	YTD	
금	GLDM	SPDR Gold MiniShares Trust	IAU, GLD, SGOL	9,235	0.10	+2.9	+10.5	+30.1	100.0
	411060	ACE KRX금현물	KODEX 골드선물(H), TIGER 골드선물(H)	474,650	0.62	+5.8	+12.0	+40.0	99.5
은	SLV	iShares Silver Trust	SIVR, PSLV	14,916	0.50	+2.2	+13.9	+30.8	100.0
	144600	KODEX 은선물(H)	TIGER 금은선물(H)	84,360	0.75	+0.0	+13.7	+24.0	59.8
리츠	VNQ	Vanguard Real Estate Index Fund ETF	IYR, ICF, XLRE, SCHH	37,319	0.13	+1.4	+5.3	+8.5	49.1
	DTCR	Data Center & Digital Infrastructure ETF	SRVR, IDGT	137	0.50	+0.0	+14.5	+18.2	74.2
	181480	ACE 미국다우존스리츠(합성H)	KODEX 미국부동산리츠(H), TIGER 미국MSC리츠(합성 H)	13,928	0.41	-0.0	+3.0	+6.9	n/a(합성)
	375270	RISE 글로벌데이터센터리츠나스닥(합성)		8,642	0.55	-0.4	+7.5	+13.0	n/a(합성)
원유/가스 미드스트림	MLPX	Global X MLP & Energy Infrastructure ETF	MLPA, AMLP, EMLP, ENFR	2,156	0.45	+6.7	+16.3	+35.1	68.8
천연가스	UNG	United States Natural Gas Fund LP	UNL	825	0.70	-15.7	-12.3	-38.2	72.2
비트코인	BITO	ProShares Bitcoin ETF	XBTF, BTF	2,300	0.95	+19.3	+4.5	+1.0	70.0

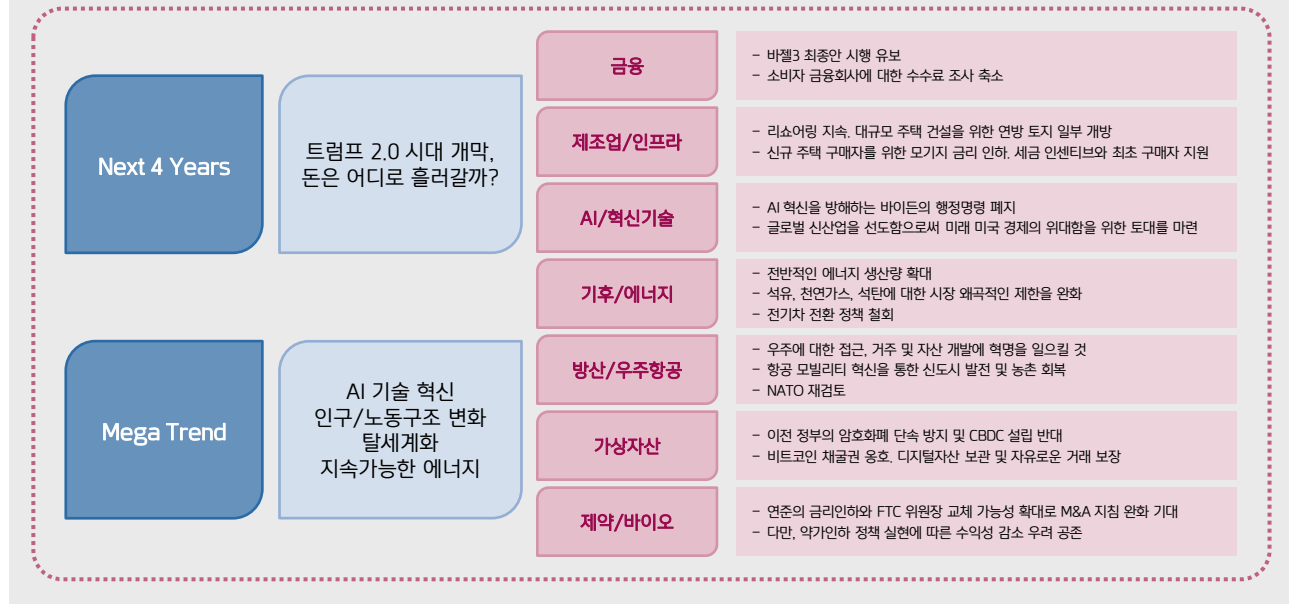
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2024-11-08 종가 기준



### ◆ 재정이 흘러갈 곳, Mega Trend

- Next 4 Years: **트럼프 2기 집권**에 따라 4년 간의 정책 방향성에 주목. M.A.G.A.를 위한 **재정 확대와 법인세 인하, 금융규제 완화, 인프라 확대, 관세 인상** 등으로 대변되는 트럼프 1기 키워드들은 트럼프 2기에서도 유효. 여기에 **저금리·저물가·악달러**를 추구하는 트럼프의 정책 기조가 실현될 지 여부에 주목
- Mega Trend: 빅테크 중심 **AI 기술 혁신**이 가속되는 가운데 **노동/인구구조가 변모**하며 새로운 산업 생태계를 만들어낼 것. **탈세계화**로 인한 **에너지 공급망 재편**, 탈탄소 정책 기조 하에 **차세대 에너지원** 수요, **방산/우주항공** 기술 수요 꾸준히 이어질 전망

### Next 4 Years, Mega Trend



자료: 키움증권 리서치

## Next 4 Years? Mega Trend | 관심 ETF 유니버스



종분류	티커	ETF 명	미국 상장 Peer ETF	국내 상장 Peer ETF	AUM (\$mln)	운용보수 (%)	수익률 (%)		
							1M	3M	YTD
금융	XLF	Financial Select Sector SPDR Fund	VFH, IYF	KODEX 미국S&P 500금융	48,117	0.09	+7.5	+16.0	+30.8
	KRE	SPDR S&P Regional Banking ETF	KBE, IAT, KBWR		4,578	0.35	+15.7	+23.0	+23.9
	KBWB	Invesco KBW Bank ETF	FTXO		2,375	0.35	+13.9	+23.6	+37.6
	KIE	SPDR S&P Insurance ETF	IAK, KBWP		976	0.35	+2.9	+11.4	+29.7
	IAI	iShares US Broker-Dealers & Securities Exch ETF			1,664	0.40	+11.2	+21.0	+34.5
제조업/인프라	PAVE	U.S. Infrastructure Development ETF	XLI, AIRR, RSHO	KODEX 미국S&P500산업재(합성)	9,143	0.47	+9.1	+20.8	+30.8
	PKB	Invesco Building & Construction ETF			435	0.57	+8.2	+24.4	+36.3
	ITB	iShares US Home Construction ETF	XHB		3,451	0.39	-3.0	+8.1	+19.0
	GRID	FT NASDAQ Clean Edge Smart Grid Infra ETF	XLU	KODEX 미국 AI전력 핵심 인프라, KOSEF 글로벌 전력 GRID인프라	1,968	0.57	-0.0	+11.1	+20.9
	SLX	VanEck Steel ETF	PICK		93	0.56	+5.8	+11.6	-1.6
AI/자동화	SMH	iShares Semiconductor ETF	PSI, SOXX, SHOC	SOL 미국AI반도체집메이커, KOSEF 글로벌AI반도체 TIGER TSMC 밸류체인Factset, KODEX 미국반도체MV	25,893	0.35	+1.6	+15.3	+48.3
	AIQ	Global X Artificial Intelligence & Technology ETF	ALAI, CHAT	KoAct 글로벌AI&로봇엑티브, TIMEFOLIO 글로벌AI인공지능엑티브	2,364	0.68	+2.8	+16.3	+24.3
	IGM	iShares Expanded Tech Sector ETF	YGT, MGK, IYW	KODEX 미국S&P500테크놀로지, TIGER 미국테크TOP10 INDEX(H)	5,792	0.41	+4.3	+16.1	+36.6
	IGV	iShares Expanded Tech-Software Sector ETF	XSW, IGPT	SOL 미국 AI 소프트웨어	8,170	0.41	+10.4	+22.8	+24.8
	SKYY	First Trust Cloud Computing ETF	WCLD, CLOU	TIGER 글로벌클라우드컴퓨팅INDEX	3,460	0.60	+12.6	+28.2	+34.2
	HACK	Amplify Cybersecurity ETF	CIBR, BUG	TIGER 글로벌사이버보안 INDEX	1,884	0.60	+5.4	+17.3	+22.8
	DRIV	Global X Autonomous & Electric Vehicles ETF	IDRV	KOSEF 글로벌퓨처모빌리티, KODEX 미국스마트모빌리티S&P	431	0.68	+1.2	+11.3	-4.3
기후/에너지	URA	Global X Uranium ETF	URNM, NUKZ	RISE 글로벌원자력Select, ACE 원자력테마답사치	3,640	0.69	+5.2	+25.4	+12.0
	MLPA	Global X MLP ETF			1,612	0.45	+0.2	+4.5	+9.1
방산/우주항공	PPA	iShares U.S. Aerospace & Defense ETF	ITA, PPA, SHLD	TIMEFOLIO 글로벌우주테크&방산엑티브, WON 미국우주항공방산, PLUS 글로벌방산	4,747	0.57	+5.3	+14.4	+33.6
	SHLD	Global X Defense Tech ETF	UFO,		730	0.50	+5.8	+14.7	+46.4
가상자산	BLOK	Amplify Transformational Data Shrg ETF	BKCH, IBLC		833	0.76	+21.7	+35.4	+52.6
	DAPP	VanEck Digital Transformation ETF			173	0.51	+43.9	+53.3	+57.6
바이오테크	XBI	SPDR S&P Biotech ETF	BBH, IBB, FBT, THNR, OZEM	KoAct 바이오 헬스케어 엑티브, KOSEF 미국 블록버스터 바이오테크 의약품+, TIGER 글로벌바이오치료제TOP2 Plus	8,131	0.35	+8.2	+9.0	+16.7
	SBIO	ALPS Medical Breakthroughs ETF			130	0.50	+13.9	+21.6	+27.7

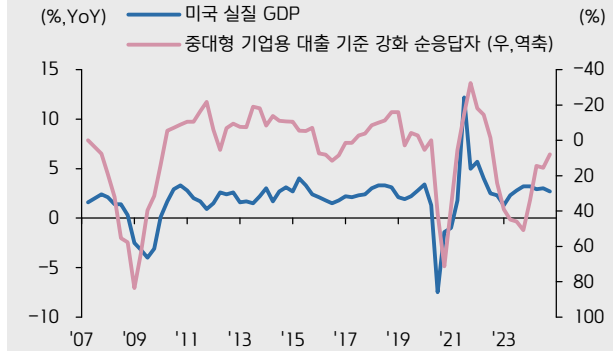
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2024-11-08 종가 기준



## ◆ 트럼프 금융규제 완화와 금리인하

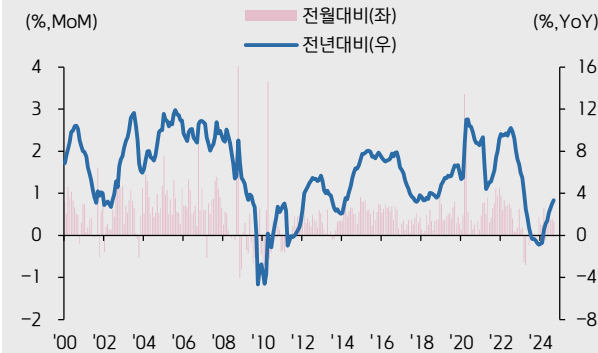
- 트럼프의 금융 규제 완화, 법인세 인하, M&A 촉진 등  
親 시장적인 정책은 금융주 투자심리에 긍정적일 것으로 전망
- Fed 금리인하로 예대마진 축소 우려가 공존하지만, 이번  
사이클에서의 최종금리는 3.5%, 중금리 수준을 예상하기에  
부정적 영향은 제한적일 것. 오히려 고금리가 다소  
해소되면서 대출 규모 확대(Q)와 수익성 개선 기대
- 한편, 2022년 중순~최근까지의 장단기 금리 역전 구간에서  
경영 여건에 타격을 입었던 은행들, 특히 중소형 은행들의  
투자심리가 최근 스프레드 정상화 전후로 개선되는 흐름.  
기업 대출이 증가세로 돌아섰고, 은행들의 대출 태도도 개선

## 미국 GDP 성장률과 은행 대출 태도



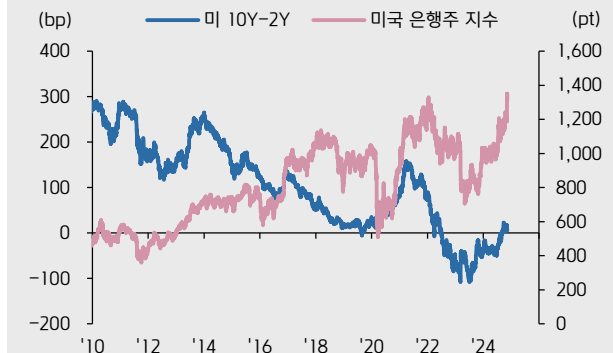
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

## 미국 기업 대출 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

## 미국 은행주 움직임과 장단기 스프레드

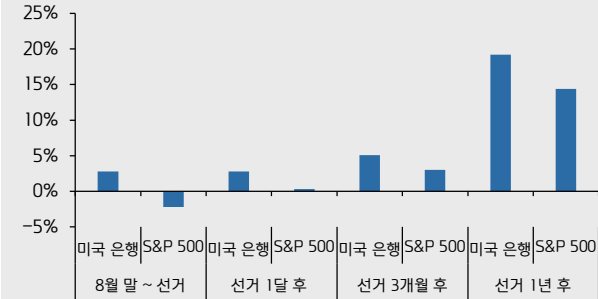


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치  
주) 미국 은행주: S&P Banks Select Industry Index



- 참고로 미국 증시에서 통상 '대선'이라는 이벤트는 금융, 은행주들에 우호적이었음
- 1992~2020년 총 8번의 대선을 회고해 보면, 미국 은행주는 8번 중 7번 상승했고, 평균 수익률은 +2.8%를 기록해 S&P 500 수익률을 상회 (대선 있는 해의 8월 말부터 선거까지)
- 선거 이후~3개월 까지도 은행주는 8번 중 7번 상승. 평균 수익률은 5.1%로, 이 역시도 S&P 500 수익률을 상회. 올해도 미 대선 직전일부터 약 1주일 간(11/4~11일), 은행주는 14% 상승

1992~2020년 미 대선 전후 은행주 vs. S&P 500



자료: Bloomberg, BofA, 키움증권 리서치,  
주) 미국 은행주: S&P Banks Select Industry Index

1992~2020년 미 대선 전후 은행주 수익률 vs. S&P 500

연도	8월 말 ~ 선거		선거 1달 후		선거 3개월 후		선거 1년 후	
	미국 은행주	S&P 500	미국 은행주	S&P 500	미국 은행주	S&P 500	미국 은행주	S&P 500
1992	5.2%	1.4%	5.2%	2.4%	18.2%	6.5%	<b>14.1%</b>	10.3%
1996	16.4%	9.5%	2.4%	4.2%	11.3%	9.0%	<b>39.6%</b>	32.0%
2000	1.0%	-5.7%	-3.3%	-6.2%	7.4%	-6.4%	<b>-0.4%</b>	-22.1%
2004	0.9%	2.4%	3.3%	5.3%	1.9%	5.5%	-4.4%	7.4%
2008	-4.1%	-21.6%	-23.8%	-16.0%	-54.6%	-17.3%	-30.8%	4.1%
2012	0.7%	1.6%	-4.3%	-1.0%	3.7%	5.9%	22.3%	24.0%
2016	1.3%	-1.4%	24.6%	5.0%	23.2%	7.2%	<b>36.0%</b>	21.3%
2020	1.3%	-3.7%	18.0%	8.8%	29.7%	13.7%	<b>77.3%</b>	38.3%
평균	2.8%	-2.2%	2.8%	0.3%	5.1%	3.0%	<b>19.2%</b>	14.4%

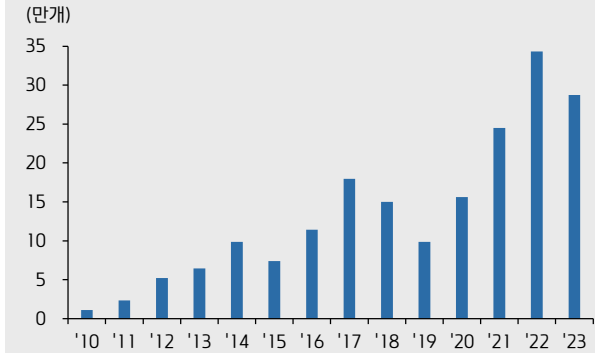
자료: Bloomberg, BofA, 키움증권 리서치  
주) 미국 은행주: S&P Banks Select Industry Index



## ◆ 리쇼어링은 M.A.G.A 정책의 핵심

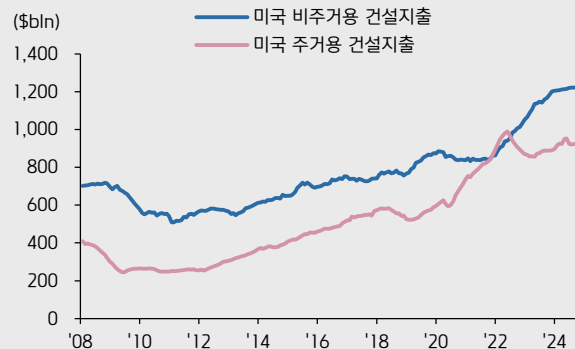
- 자국 우선주의를 강조하는 트럼프 집권 이후 미국의 리쇼어링 추진은 더욱 강화 전망
- 이미 바이든 임기 때부터 IRA, CHIPS 등 추진되며 리쇼어링 가속화. 이에 따라 미국 내 공장, 병원/학교 설립, 노후 인프라 재건과 연계되어 비주거용 건설 지출이 증가해 옴. 제조업 고용 역시도 IRA, CHIPS법 통과 이후로 증가세
- 한편, 시장이 우려하는 IRA 폐지 등은 극단적으로 나타나지 않을 것으로 전망. 공화당 우세 지역들 역시 IRA에 기반한 투자가 늘어나는 등 수혜를 입고 있기 때문

## 미국 리쇼어링에 따른 고용 증가



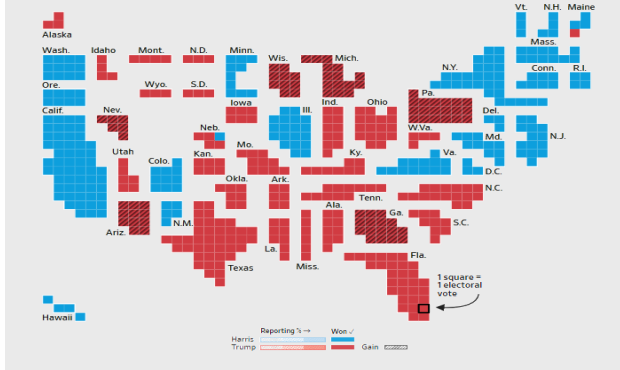
자료: Reshoring Initiative, 키움증권 리서치

## 미국 주거/비주거용 건설지출



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

## 2024년 미국 대선 주별 결과



자료: WSJ



## 금융 / 인프라 ETF 리스트

분류	티커	ETF 명	Top 3 종목 명 (티커)	AUM (현지통화, 백만)	운용보 수 (%)	수익률 (%)			포트폴리오 Top 10 비중 (%)
						1M	3M	YTD	
금융	XLF	Financial Select Sector SPDR Fund	Berkshire Hathaway B (BRK.B), JPMorgan(JPM), Visa (V)	48,117	0.09	+7.5	+16.0	+30.8	54.0
	KRE	SPDR S&P Regional Banking ETF	M&T Bank (MTB), Huntington Bancshares (HBAN), Citizens Financial Group, Inc. (CFG)	4,578	0.35	+15.7	+23.0	+23.9	37.1
	KBWB	Invesco KBW Bank ETF	Morgan Stanley (MS), Wells Fargo & Company (WFC), Goldman Sachs (GS)	2,375	0.35	+13.9	+23.6	+37.6	61.1
	IAI	iShares US Broker-Dealers & Securities Exchange ETF	Goldman Sachs (GS), Morgan Stanley (MS), S&P Global (SPGI)	1,664	0.40	+11.2	+21.0	+34.5	70.2
	453650	KODEX 미국S&P500금융	BERKSHIRE HATHAWAY (BRK/B), JPMORGAN (JPM), VISA (V)	24,433	0.23	+11.7	+18.8	+40.4	50.7
인프라	PAVE	U.S. Infrastructure Development ETF	Trane Tech (TT), United Rentals (URI), Parker-Hannifin (PH)	9,143	0.47	+9.1	+20.8	+30.8	31.8
	AIRR	FT RBA Amer Industrial Renaissance ETF	Mueller Industries (MLI), Granite Construction (GVA), EMCOR Group (EME)	2,306	0.70	+12.5	+23.5	+46.0	31.0
	GRID	FT NASDAQ Clean Edge Smart Grid Infra ETF	Eaton Corp (ETN), Schneider Electric SE (SU-PAR), Johnson Controls International plc (JCI)	1,968	0.57	-0.0	+11.1	+20.9	58.4
	200030	KODEX 미국S&P500산업재(합성)	스왑	20,867	0.36	+7.3	+15.4	+31.9	n/a(합성)
All 전력인프라	463640	KODEX 미국S&P500유틸리티	NEXTERA ENERGY (NEE), SOUTHERN CO (SO), DUKE ENERGY (DUK)	16,380	0.23	+0.1	+7.3	+32.6	58.6
	487230	KODEX 미국AI전력핵심 인프라	GE Vernova (GEV), Constellation Energy (CEG), ARISTA NETWORKS (ANET)	97,675	0.45	+10.2	+36.5	+25.8	99.2
	486450	SOL 미국AI전력인프라	Vertiv (VRT), GE Vernova (GEV), Constellation Energy (CEG)	53,020	0.45	+16.1	+44.4	+35.3	65.6
	491010	TIGER 글로벌AI인프라액티브	Vertiv (VRT), GE Vernova (GEV), Johnson Controls International (JCI)	30,762	0.49	+7.8	+29.4	+29.4	57.9
	PKB	Invesco Building & Construction ETF	Martin Marietta Materials, Inc. (MLM), CRH public limited company (CRH), Argon, Inc. (AGX)	435	0.57	+8.2	+24.4	+36.3	45.1
	ITB	iShares US Home Construction ETF	D.R. Horton, Inc. (DHI), Lennar Corporation Class A (LEN), NVR, Inc. (NVR)	3,451	0.39	-3.0	+8.1	+19.0	65.1
	SLX	VanEck Steel ETF	Rio Tinto plc Sponsored ADR (RIO), Vale S.A. Sponsored ADR (VALE), Nucor Corporation (NUE)	93	0.56	+5.8	+11.6	-1.6	60.0

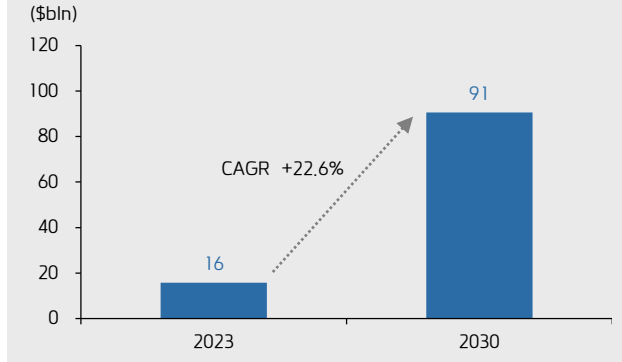
자료: 각 사 홈페이지, Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2024-11-08 종가 기준



## ◆ AI: AI 인프라 성장은 ing

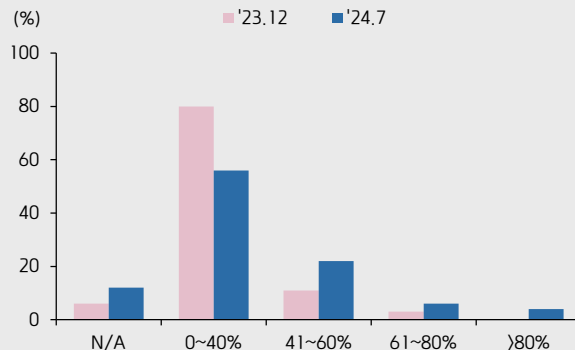
- AI 투자 사이클이 장기화되고 있음. 이례적인 공급 부족 속 빅테크들의 AI 인프라 투자는 지속될 것으로 예상
- 반도체, 데이터센터, 냉각시스템 등 밸류체인 기업들의 성장 모멘텀 유지될 것이며, 내년에는 금리인하 기조까지 맞물리며 수익성 개선 예상
- 블룸버그가 올해 7월 진행한 CIO 서베이에 따르면, '23년 말 대비 2배 증가한 30%+ 응답자가 전체 자본지출의 40% 이상을 AI 서버에 투자할 의향이 있다고 답변. AI 서버의 가장 큰 비용이 GPU/가속기 및 네트워킹 장비에서 발생한다는 점을 고려할 때, Nvidia와 AMD, Broadcom, Marvell 등의 GPU/칩 공급업체들의 모멘텀 지속 예상

## AI 추론형 반도체 시장 규모



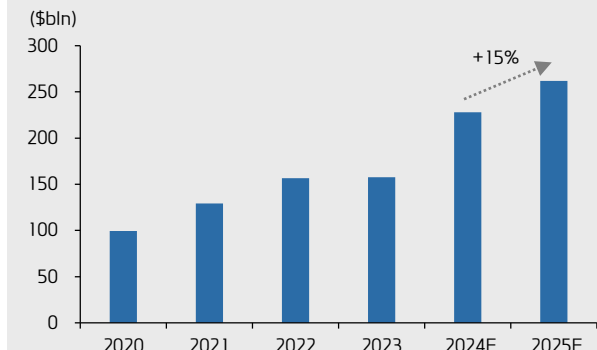
자료: Verified Market Research, 키움증권 리서치

## (설문) IT 자본지출에서 AI 서버가 차지할 비중



자료: Bloomberg Intelligence "CIO Survey(2024.7)", 키움증권 리서치

## 빅테크 Capex 지출 추이



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

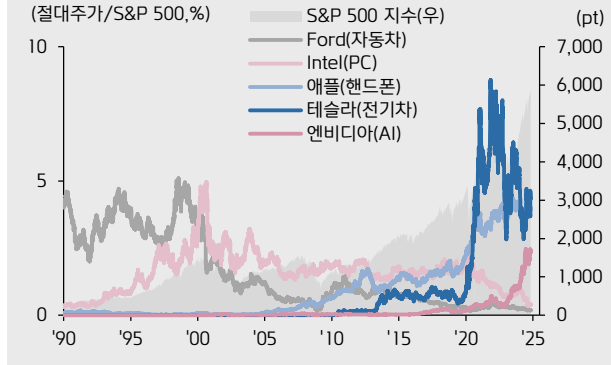




## ◆ AI: SW, 서비스로 번져 갈 온기

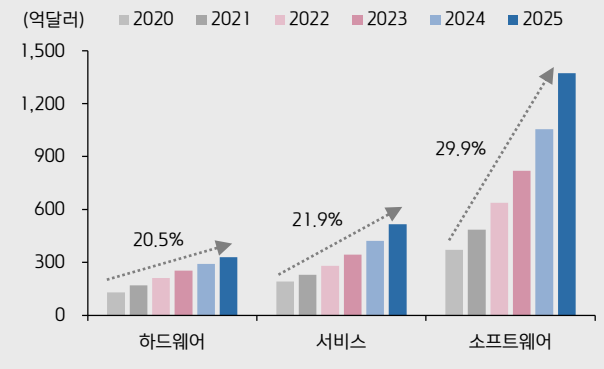
- 아직은 AI 인프라 업체들의 이익 모멘텀이 높은 상황이나 AI 혁신이 지속되면서 이제 확보된 인프라를 사용해 수익을 창출하는 SW 성장세가 이어져야 함
- 특히 올해, 고금리가 지속되고 대선 등 대내외 불확실성 요소들이 상존한 가운데 미국 IT HW-SW 간 주가 괴리가 더욱 벌어져 왔음
- 그러나 트럼프의 행정부의 법인세 인하, 연준 금리인하, 기술 발전 등이 SW 기업들의 고객사 지출을 확대시키며, HW-SW 간 괴리를 좁힐 것으로 전망

## Disruptive Technology 주가 사이클



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

## AI 섹터별 매출 전망



자료: IDC, 키움증권 리서치

## 미국 HW - SW 간 주가 괴리



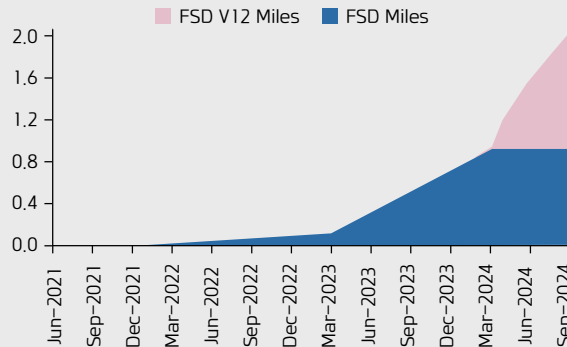
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



## ◆ AI: SW, 서비스로 번져 갈 온기 – 자율주행

- AI 소프트웨어의 일환으로 '자율주행' 기술이 또 하나의 큰 생태계 형성할 전망
- 테슬라의 3Q24 호실적을 이끈 주역이 '자율주행 SW' 판매를 포함한 서비스 사업부의 매출 성장이었으며(+29%YoY), 해당 결과는 테슬라 FSD에 대한 기술 신뢰도 향상, 소비자 채택률 증가를 기대하게 만든 요소
- 전기차 → 자율주행으로 헤게모니가 넘어가는 과정으로, FSD가 본격 보급되고 보편화되는 과정 속에서 관련 업체 주가는 또 한번의 구조적 성장 경험하게 될 것

FSD beta 누적 주행 거리



자료: Tesla, 키움증권 리서치

미래차 글로벌 시장 전망

	시장규모 전망치 (연간)	연평균 증가율
전기차	2,600만 대* ('30년 기준)	31% ('20년~'30년)
자율주행차	\$1조 1,204억 ('35년 기준)	40% ('20~'35년)
공유차	\$7,000억 ('30년 기준)	18% ('16~'30년)
커넥티드카	\$1,985억 ('25년 기준)	18% ('19~'25년)
기존 자동차시장	9,136만 대* ('19년)	2% ('11~'19년)

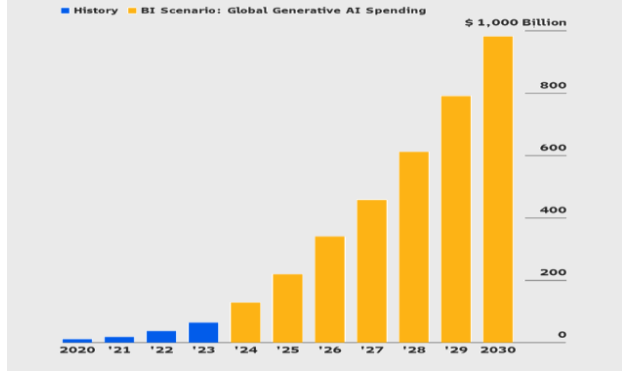
자료: Bloomberg NEF(2020), 중소기업기술정보진흥원(2018), KPMG(2019), P&S Intelligence, 세계자동차산업연합회(OICA), 키움증권 리서치  
주) \*: 신차 판매대수 기준



## ◆ AI: 전력 부족현상 지속

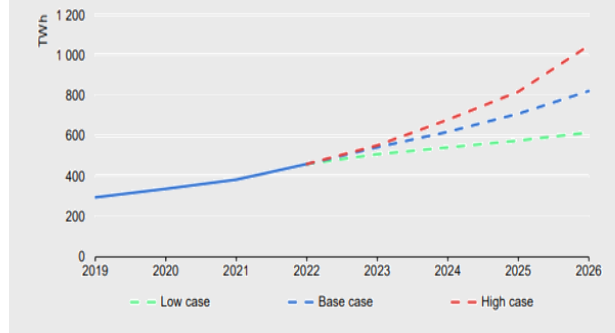
- 데이터센터, AI 및 가상화폐 관련 투자가 확대됨에 따라 전력 공급 부족도 지속될 것으로 전망
- IEA에 따르면, 전세계 전력 수요는 향후 3년간 더 빠른 속도로 증가해 '26년까지 연평균 3.4%의 성장을 기록 전망
- 이는 데이터센터, 인공지능(AI), 암호화폐 부문의 전력 소비량이 2026년까지 두 배 증가할 것이라는 예측에 기인. 또한 IEA의 2050년 탄소배출 넷제로 시나리오 상 최종 에너지 소비에서 전력이 차지할 비중은 2015년 18%에서 2030년 30%에 육박할 것으로 예상

## 글로벌 Gen AI 지출 전망치



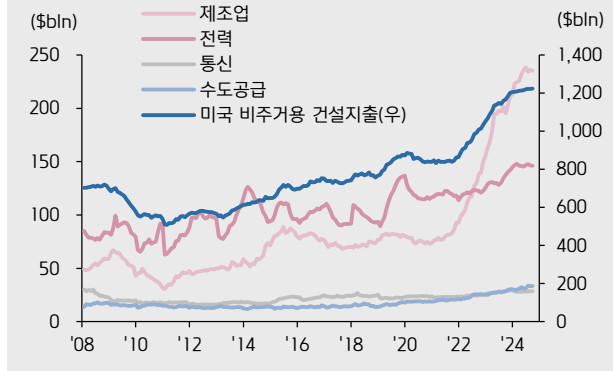
자료: Bloomberg Intelligence, 키움증권 리서치

## 글로벌 데이터센터, AI, 가상화폐 투자로 인한 전력 수요 전망 (2019-2026)



자료: IEA (Electricity 2024)

## 미국 비주거용 건설지출 추이: 제조업, 전력 견인



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

## Next 4 Years? Mega Trend | AI 밸류체인 ETF 관심종목



### AI ETF 리스트

분류	티커	ETF 명	Top 3 종목 명 (티커)	AUM (현지통화, 백만)	운용보수 (%)	수익률 (%)			포트폴리오 Top10 비중 (%)
						1M	3M	YTD	
반도체	SMH	iShares Semiconductor ETF	NVIDIA (NVDA), TSMC ADR (TSM), Broadcom (AVGO)	25,893	0.35	+1.6	+15.3	+48.3	73.1
	PSI	Invesco Semiconductors ETF	Astera Labs (ALAB), Micron Technology (MU), NVIDIA (NVDA)	758	0.56	+0.9	+11.2	+18.7	49.8
	SOXX	iShares Semiconductor ETF	NVIDIA (NVDA), Broadcom (AVGO), AMD (AMD)	14,853	0.35	-1.6	+9.2	+20.5	61.7
	390390	KODEX 미국반도체MV	NVIDIA (NVDA), TSMC ADR (TSM), Broadcom (AVGO)	606,605	0.20	+8.7	+17.6	+58.2	73.0
	485690	RISE 미국AI밸류체인TOP3Plus	NVIDIA (NVDA), Oracle (ORCL), Microsoft (MSFT)	18,912	0.01	+13.9	+32.4	+17.3	77.0
	479620	SOL 미국AI반도체집매이커	Intel (INTC), NVIDIA (NVDA), AMD (AMD)	38,709	0.45	+9.6	+24.2	+17.1	99.7
인공지능	AIQ	Global X Artificial Intelligence & Technology ETF	ServiceNow (NOW), Alibaba ADR (BABA), Oracle (ORCL)	2,364	0.68	+2.8	+16.3	+24.3	34.3
	ALAI	Alger AI Enablers & Adopters ETF	Microsoft (MSFT), NVIDIA (NVDA), Apple (AAPL)	16	0.55	+8.7	+26.4	+28.6	65.9
	CHAT	Roundhill Generative AI & Technology ETF	NVIDIA (NVDA), Alphabet (GOOGL), Microsoft (MSFT)	221	0.75	+6.1	+22.8	+32.5	43.1
	471040	KoAct 글로벌AI&로봇액티브	Tesla (TSLA), NVIDIA(NVDA), GE Vernova (GEV)	32,985	0.45	+8.8	+20.1	+36.7	51.6
	456600	TIMEFOLIO 글로벌AI인공지능액티브	NVIDIA(NVDA), Tesla (TSLA), 현대일렉트릭	209,629	0.69	+14.5	+30.7	+67.2	47.8
	466950	TIGER 글로벌AI액티브	NVIDIA (NVDA), Coinbase (COIN), Vertiv (VRT)	157,846	0.73	+10.7	+28.0	+56.9	54.9
범 테크	IGM	iShares Expanded Tech Sector ETF	NVIDIA (NVDA), Meta (META), Apple (AAPL)	5,792	0.41	+4.3	+16.1	+36.6	53.8
	VGT	Vanguard Information Technology Index Fund ETF	Apple (AAPL), Microsoft (MSFT), NVIDIA (NVDA)	82,903	0.10	+4.4	+16.6	+29.0	58.1
	MGK	Vanguard Mega Cap Growth Index Fund ETF	Apple (AAPL), Microsoft (MSFT), NVIDIA (NVDA)	24,560	0.07	+4.6	+14.4	+31.0	63.5
	472160	TIGER 미국테크TOP10 INDXX(H)	NVIDIA (NVDA), Apple (AAPL), Microsoft (MSFT)	211,412	0.49	+8.3	+17.2	+39.7	99.9
	463680	KODEX 미국S&P500테크놀로지	NVIDIA (NVDA), Apple (AAPL), Microsoft (MSFT)	19,541	0.23	+9.0	+17.7	+33.1	60.8
	IGV	iShares Expanded Tech-Software Sector ETF	Salesforce (CRM), Oracle (ORCL), Microsoft (MSFT)	8,170	0.41	+10.4	+22.8	+24.8	56.8
소프트웨어	XSW	SPDR S&P Software & Services ETF	Cipher Mining (CIFR), MicroStrategy (MSTR), TeraWulf (WULF)	425	0.35	+14.6	+25.4	+22.9	10.9
	SKYY	First Trust Cloud Computing ETF	Oracle (ORCL), Lumen Technologies, (LUMN), Arista Networks (ANET)	3,460	0.60	+12.6	+28.2	+34.2	38.6
	WCLD	WisdomTree Cloud Computing Fund	Atlassian (TEAM), Twilio (TWLO), Paycom (PAYC)	463	0.45	+13.5	+23.3	+4.9	19.1
	HACK	Amplify Cybersecurity ETF	Broadcom (AVGO), Cisco Systems (CSCO), Palo Alto (PANW)	1,884	0.60	+5.4	+17.3	+22.8	58.4
	CIBR	First Trust NASDAQ Cybersecurity ETF	Cisco Systems (CSCO), CrowdStrike (CRWD), Broadcom (AVGO)	7,195	0.59	+3.8	+15.2	+18.4	62.0
	DRIV	Global X Autonomous & Electric Vehicles ETF	Tesla (TSLA), NVIDIA (NVDA), Alphabet (GOOGL)	431	0.68	+1.2	+11.3	-4.3	28.3
	481180	SOL 미국소프트웨어	Microsoft (MSFT), Salesforce (CRM), Oracle (ORCL)	16,062	0.45	+14.1	+22.3	+23.8	78.7
	371450	TIGER 글로벌클라우드컴퓨팅INDXX	Twilio (TWLO), Wix.com (WIX), Paycom (PAYC)	37,848	0.55	+17.5	+22.9	+7.4	47.0

자료: 각 사 홈페이지, Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2024-11-08 종가 기준



## ◆ AI 發 전력 공급은 차세대 에너지원으로

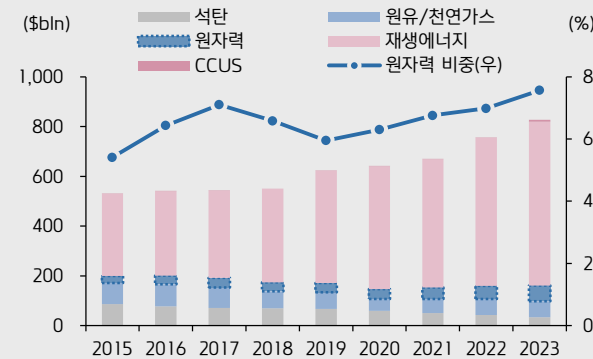
- AI발 전력수요 폭발을 대비하여 빅테크 기업들의 원자력, SMR을 비롯한 전력/에너지 투자가 적극 진행 중
- 시장의 AI 수요를 충족하기 위해서는 인프라 투자가 더 진행되어야 하며, 그 과정에서 전력난을 극복하기 위해 가장 많은 발전량 확보가 가능한 원자력이 특히 더 주목받고 있음
- 또한, 화석연료에 우호적인 트럼프 정책 성향에도 불구하고, 전세계 탈탄소 기조가 되돌려지기 어렵다고 판단. 원자력은 일종의 신재생에너지원으로, 기후변화 대응 트렌드와도 부합

## 글로벌 테크 기업들의 전력 인프라 투자 소식

투자 기업	피투자 기업 / 협력 기업	내용
마이크로소프트	콘스텔레이션에너지 (CEG.US)	20년 간 전력 공급 계약
	브룩필드 (BN.US)	신재생 에너지 개발 참여
아마존	탈렌 에너지 (TLN.US)	전력 구매 계약 체결
	뉴스케일파워 (SMR.US)	SMR 구매 계약
	X-energy (XE.US)	5억 달러 지분 투자
	도미니언에너지 (D.US)	SMR 개발 계약
알파벳	카이로스파워 (비상장)	SMR 전력 구매 계약
	Lightsource bp (비상장, 영국 기업)	태양광 발전 전력 구매 계약 체결
오픈 AI	오클로 (OKLO.US)	SMR 개발 참여
메타	세이지 지오시스템즈 (비상장)	지열 발전 전력 구매 계약 체결
	RWE (RWE.DE)	태양광 발전 전력 구매 계약 체결
	Solarpack (비상장, 스페인 기업)	태양광 프로젝트 건설 지원

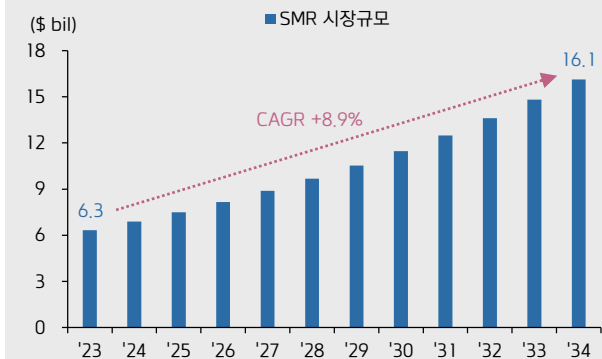
자료: 키움증권 리서치

## 전세계 에너지원별 투자



자료: 언론보도, 키움증권 리서치

## SMR 시장 성장 전망



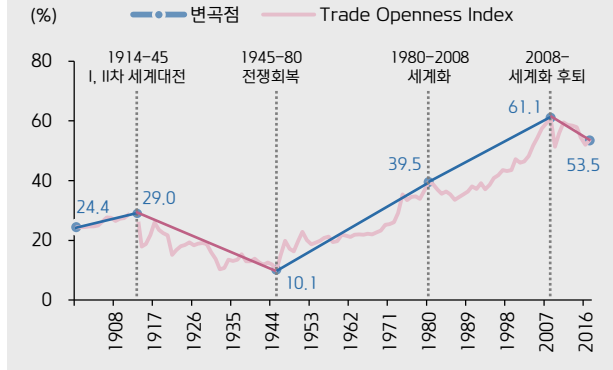
자료: Precedence, 키움증권 리서치



## ◆ 탈세계화, 경제 블록화 시대의 방산/우주 기술

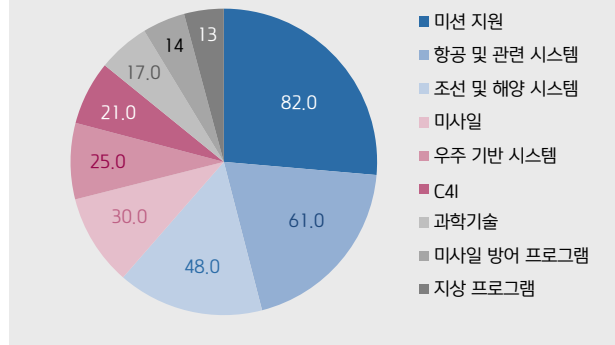
- 코로나19 이후 탈세계화 기조 더욱 강화되며 글로벌 각국은 기존과는 다른 성장 경로를 모색 중
- 온/오프라인 보안의 중요성이 높아지는 가운데 정부의 예산 확대 기조 이어지고 있으며, 특히 주요 선진국들의 방위 예산은 역사적 고점을 경신하는 중
- 여기에 최근 주목되는 기술은 소프트웨어 부문. 올해 미 국방부 신청 예산 中 조달 부분에서 C4I (정보, 통신, 보안 등 소프트웨어) 신청이 전년대비 크게 늘었는데 해당 분야 관련 국방부 계약을 체결한 업체는 팔란티어, 팔로알토 등

## 세계화의 후퇴



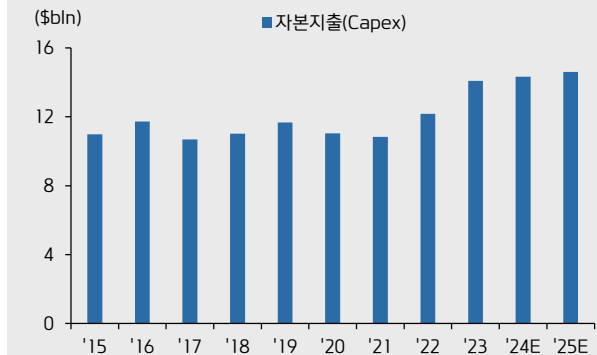
자료 Our World in Data, 키움증권 리서치  
주) Trade Openness Index: 전세계 GDP 대비 무역규모

## FY2025 미국방부 조달 및 R&D 예산 신청안



자료: 미국방부, 키움증권 리서치

## 주요 방산주 Capex 전망



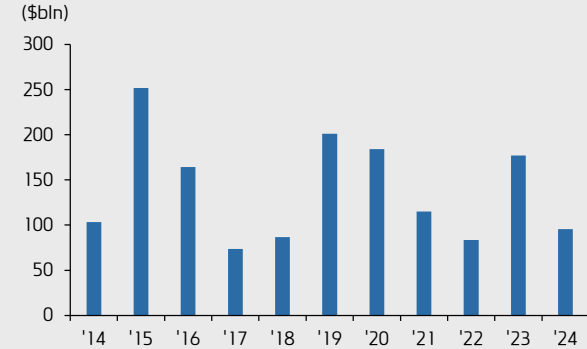
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치  
주) 글로벌 상위 10개 기업 기준



## ◆ 올해보다는 더 나아질 시장 환경

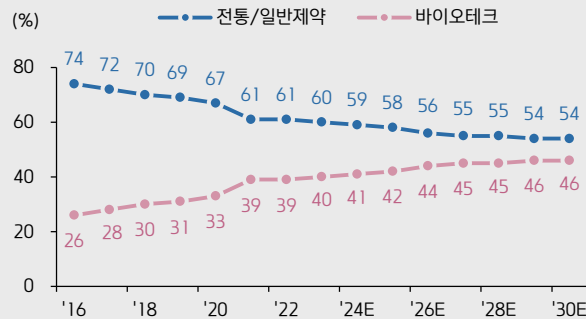
- 트럼프 당선이 내년 헬스케어 산업에 미칠 영향은 중립적
- 먼저, 법인세 인하에 따른 제약사들의 수익성 개선, 금리 인하에 진입에 따른 R&D/M&A 활성화, FTC 위원장 교체 가능성 확대에 의한 M&A 지침 완화 기대 등은 긍정적
- 다만, 약가인하 정책 실현 시 업계 수익성 감소가 우려되는 점, 금리인하 속도 조절 시 바이오텍 R&D, M&A에 다소 불리한 조달 환경이 이어질 수 있는 점은 리스크 요인
- 결국 내년 트럼프 내각 구성 완료 후 제약/바이오 섹터에 영향을 줄 수 있는 정책 발표, 연준의 금리인하 폭과 정도를 주시하며 대응 필요

## 글로벌 제약 바이오 M&A 활동 (딜 금액)



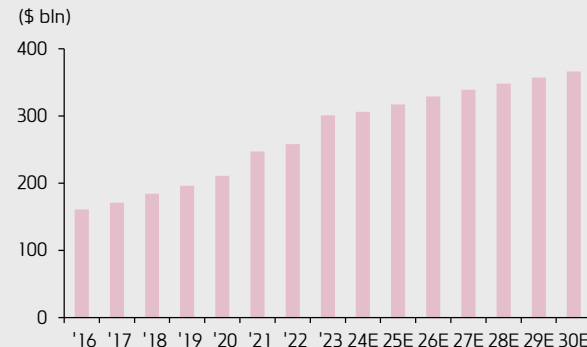
자료: EvaluatePharma, 키움증권 리서치

## 글로벌 처방약&OTC 판매에서 바이오텍 vs. 전통/일반의약 비중



자료: EvaluatePharma, 키움증권 리서치

## 글로벌 제약 바이오 분야 R&D 지출



자료: EvaluatePharma, 키움증권 리서치

## Next 4 Years? Mega Trend | 차세대에너지/우주항공/헬스케어 ETF 관심종목



### 차세대에너지/우주항공·방산/헬스케어 ETF 리스트

	티커	ETF 명	Top 3 종목 명 (티커)	AUM (현지통화, 백만)	운용보수 (%)	수익률 (%)			포트폴리오 Top 10 비중 (%)
						1M	3M	YTD	
차세대 에너지	URA	Global X Uranium ETF	Cameco (CCO:TSE), NexGen Energy (NXE:TSE), Uranium Energy (UEC)	3,640	0.69	+5.2	+25.4	+12.0	64.6
	URNM	Sprott Uranium Miners ETF	Cameco (CCJ), Kazatomprom JSC (KAP:LON), Sprott Physical Uranium Trust (UUT:TSE)	1,641	0.75	-1.1	+15.7	-3.6	75.5
	442320	RISE 글로벌원자력Select	Cameco (CCJ), Constellation Energy(CEG), 두산에너지빌리티	47,999	0.47	+6.9	+33.3	+57.1	83.9
우주항공/ 방산	SHLD	Global X Defense Tech ETF	Palantir (PLTR), Lockheed Martin (LMT), RTX (RTX)	730	0.50	+5.8	+14.7	+46.4	64.3
	PPA	iShares U.S. Aerospace & Defense ETF	RTX (RTX), Lockheed Martin (LMT), GE Aerospace (GE)	4,747	0.57	+5.3	+14.4	+33.6	54.5
	ITA	iShares US Aerospace & Defense ETF	GE Aerospace (GE), RTX (RTX), Lockheed Martin (LMT)	6,521	0.40	+2.6	+11.1	+23.1	76.3
	UFO	Procure Space ETF	Rocket Lab (RKL.B), MDA Space (MDA:TSE), Globalstar (GSAT)	38	0.75	+9.8	+19.2	+11.1	53.6
	478150	TIMEFOLIO 글로벌우주테크&방산액티브	RTX (RTX), Lockheed Martin (LMT), TransDigm Group (TDG)	29,682	0.80	+9.0	+20.1	+27.5	53.4
	440910	WON 미국우주항공방산	XAR ETF, Axon Enterprise (AXON), CURTISS-WRIGHT (CW)	9,321	0.41	+6.5	+13.6	+29.4	52.0
헬스케어	XBI	SPDR S&P Biotech ETF	Incyte (INCY), United Therapeutics (UTHR), Gilead Sciences (GILD)	8,131	0.35	+8.2	+9.0	+16.7	26.2
	SBIO	ALPS Medical Breakthroughs ETF	Corcept Therapeutics (CORT), Avidity Biosciences (RNA), Krystal Biotech (KRY.S)	130	0.50	+13.9	+21.6	+27.7	29.0
	185680	KODEX 미국S&P바이오(합성)	스왑, XBI ETF	19,769	0.35	+9.2	+8.7	+20.1	n/a(합성)
	483030	KOSEF 미국 블록버스터 바이오테크 의약품+	Eli Lilly (LLY), J&J (JNJ) AbbVie (ABBV)	10,956	0.49	-1.5	-3.2	+0.3	78.3
	476690	TIGER 글로벌비만치료제TOP2 Plus	Eli Lilly (LLY), Novo Nordisk A/S (NVO), Merck & Co (MRK)	184,258	0.45	-6.2	-9.1	+1.3	98.6

자료: 각 사 홈페이지, Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2024-11-08 종가 기준





### Compliance Notice

- 당사는 11월 13일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- "메이디그림" 종목은 10월 14일, "샤오미", "폭스콘산업인터넷", "뉴스케일 파워" 종목은 10월 28일, "비스트라에너지" 종목은 11월 04일, "하우넷 에어로스페이스", "마이크로소프트" 종목은 11월 11일 해외관심종목에 언급된 바 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 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.