

키움증권 리서치센터 | 2025년 05월 21일

2025년 하반기 글로벌주식 전망

Kings' Gambit

Global ETF 김진영 jykim@kiwoom.com

China Strategy 박주영 jyp1ark@kiwoom.com

US Strategy 김승혁 ocean93@kiwoom.com

US Equity 조민주 mj3346@kiwoom.com

RA 조호준 hojun.cho@kiwoom.com

RA 한유진 yujin.han@kiwoom.com



Contents & Summary

美: 초읽기에 돌입한 트럼프_P.3

- 하반기 미 증시는 트럼프 행정부의 관세 정책 불확실성과 실적 둔화 우려 속에서 제한적 등락을 반복할 수 있지만, 연 후반 AI 모멘텀 재개와 실적 회복 구간, 리쇼어링 중심의 펀더멘털 지지력, 관세 우려 경감, 연준의 완화적 통화정책 등이 더해지며 상승 랠리가 재개될 것으로 판단
- 트럼프 2기, 순서에서의 차이는 존재하나 정책 방향은 1기와 매우 유사. '해방의 날' 이후 시장은 점차 트럼프 행정부에 적응하기 시작, YTD 수익률도 플러스 전환. 악재 민감도와 침체 가능성도 크게 낮아진 모습 확인 가능
- 다만 여전히 높은 금리 수준과 경기 둔화를 감안, 연말까지 대형 퀄리티 위주로 접근하는 것이 합리적이며, 여전히 대외 리스크 방어를 위해 상품보다는 서비스로 대응하는 전략 유지. 바텀업 관점에서는 높은 시장 경쟁력 예기반한 가격 결정력 높고, 대차대조표 안정적인 기업 주목

中: 칠전팔기_P.92

- 높은 관세와 디플레이션 환경이 하반기에도 지속되며 중국 경기에 부정적. 정부 정책의 상쇄 효과는 제한적일 가능성 존재
- 경기가 증시 상단을 제한하는 요인이나, 정부의 적극적인 개입으로 인해 하단도 지지될 전망. 실적 모멘텀 보유한 역외 선호
- 하반기 소프트웨어, 휴머노이드, 자율주행 등 AI 관련 모멘텀 트레이딩 추천. 부분적으로 투자심리 악화 시 고배당 주목 필요

ETF: Trump Effect_P.133

- **ETF 산업 전망**: 글로벌 ETF 시장 확장세 지속. 지난 2~3년 고금리/변동성 장세를 지나는 동안 다양한 전략 상품이 출시되며 ETF의 확장성과 유연성을 입증. 향후에도 기술 및 유동성 생태계 확대로 더 많은 자산이 'ETF화' 될 것으로 전망. 최근 관찰되는 트렌드는 옵션 기반 ETF 시장 확장, 액티브 ETF 공급 확대, Defined Outcome(사전 수익구조 설계) ETF 확대, 암호화폐 ETF 다변화, 기관/전문투자자들의 ETF 활용 증가, 연금술루션으로의 역할 확대 등
- **ETF 투자 전략**: 상반기 시장을 흔들었던 트럼프 관세 리스크가 정점을 통과 중인 가운데 하반기에는 트럼프와 연준 풋(Put)이 증시 하방을 지지할 카드로 작용할 가능성이 큼. 다만, '관세 영향이 반영된 하드데이터 확인'이라는 숙제와 관세 노이즈 재발생 가능성 등 고려할 때 포트폴리오 다변화와 효과적인 헤지 전략이 필수적. 하반기 금융시장 전망에 기반한 ETF 투자 포트폴리오를 제안

2025년 하반기 미국 전망

초임기에 돌입한 트럼프





2025년 하반기 미국 전망 | 초읽기에 돌입한 트럼프

관세 불확실성 속에도 AI 및 완화적 통화정책이 이끌 증시 우상향

- 하반기 미 증시는 트럼프 행정부의 관세 정책 불확실성과 실적 둔화 우려 속에서 제한적 등락을 반복할 수 있지만, 연 후반 AI 모멘텀 재개와 실적 회복 구간, 리쇼어링 중심의 펀더멘털 지지력, 관세 우려 경감, 연준의 완화적 통화정책 등이 더해지며 상승 랠리가 재개될 것으로 판단
- S&P500 하단은 5,600pt, 상단은 6,600pt로 예상. 단기적으로는 정책 이슈와 2분기 실적 부담에 변동성 확대가 불가피하나, 중장기적으로 점차 우상향 흐름을 연출하면서 밴드 상단에 근접할 것으로 예상. 다만, 24배의 멀티플이 필요한 7,000pt 레벨을 상회하기는 어려울 것으로 판단
- 하반기 미국 경제는 고용과 소비가 견조하고, 관세 영향에도 불구하고 실물지표가 안정적으로 유지되기에 침체보다는 소프트랜딩 기조를 이어갈 것으로 판단. 특히 AI 및 리쇼어링 투자 확대가 자국 제조업과 고용을 뒷받침하며 경기 하방을 방어할 것으로 예상. 또한, AI 관련 Capex 투자를 확장하며 실적으로 연결 짓고 있는 주도주 중심 업종 상승세가 이어질 것으로 전망

증시 입장에서 본 관세 정책 및 감세안

- 트럼프의 관세 정책은 하반기 증시의 주요 변수지만, 시장은 이를 협상 카드로 인식하며 점차 내재화하는 모습. 관세 유예 종료 시점인 8월 초 전후로 일시적 변동성 확대 가능성은 있으나, 구조적 하락 요인으로 보긴 어려움
- 트럼프의 감세안은 법인세, 상속세 영구화 및 중소기업 중심 세율 인하가 핵심으로, 경기부양 기대감과 중소형주 중심의 수혜 기대가 반영되고 있음. 다만 재정 부담과 의회 통과 가능성에 대한 우려로 인해, 증시에는 부분적 기대만 반영된 상태이며 하반기 입법 진전 여부가 주요 관전 포인트가 될 것. 감세안이 통과될 경우 실적 개선 및 소비심리 회복 등으로 증시에 상승 압력을 줄 수 있음

신중한 낙관론 속 변동성을 활용하는 액티브 전략 유효

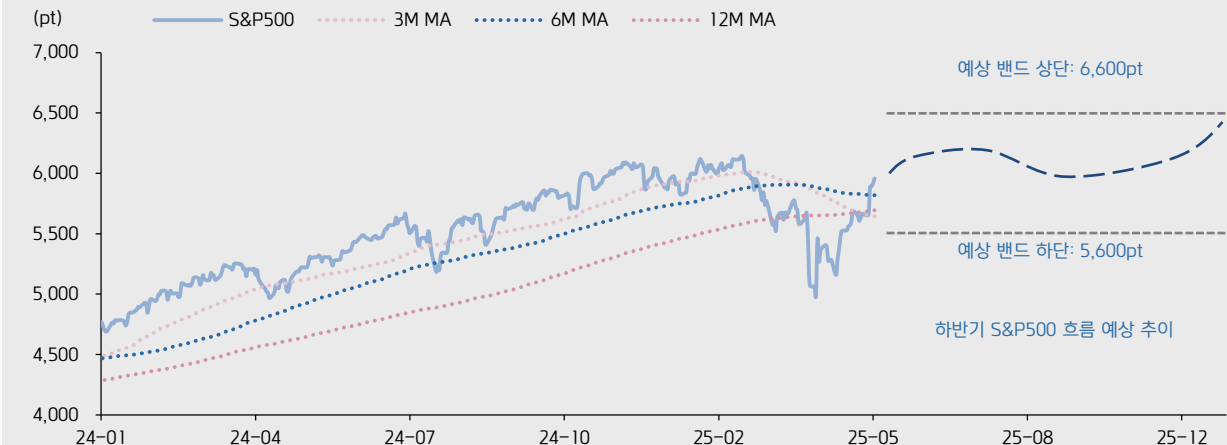
- 트럼프 2기, 순서에서의 차이는 존재하나 정책 방향은 1기와 매우 유사. '해방의 날' 이후 시장은 점차 트럼프 행정부에 적응하기 시작, YTD 수익률도 플러스 전환. 악재 민감도와 침체 가능성도 크게 낮아진 모습 확인 가능
- 다만 여전히 높은 금리 수준과 경기 둔화를 감안, 연말까지 대형 퀄리티 위주로 접근하는 것이 합리적이며, 여전히 대외 리스크 방어를 위해 상품보다는 서비스로 대응하는 전략 유지. 바텀업 관점에서는 높은 시장 경쟁력에 기반한 가격 결정력 높고, 대차대조표 안정적인 기업 주목
- IT-마이크로소프트(MSFT), 통신서비스-넷플릭스(NFLX), 산업재-엑손 엔터프라이즈(AXON), 버티브 홀딩스(VRT), 트랜스다임(TDG), 하우멧 에어로스페이스(HWM), 금융-씨티그룹(C), 유틸리티-비스트라 에너지(VST) 관심종목으로 제시



◆ 하반기 증시 우상향 흐름을 점치며, 상단은 6,600pt 수준으로 전망

- 미국 하반기 증시는 하단: 5,600pt / 상단: 6,600pt 레인지 속에서 우상향 흐름 보일 것으로 전망
- 현재(5/20일) 기준 S&P500 12M Forward(12MF) PER은 약 21배 수준. 연내 고점이자 사상 최고치인 6,144pt는 22.7배 수준. 관세 여파로 인한 2Q 12MF EPS 감소 등으로 연내 고점 레벨에서 1차 저항이 확인되며 잠시 주춤할 수 있으나, 매크로 불안 완화 및 AI 모멘텀 회복 등에 힘입어 연 중·후반 상승 흐름 재개될 것으로 예상. 시장 역시 3Q, 4Q 12MF EPS 회복을 통해 실적 개선을 기대하고 있다는 점도 우상향 가능성을 점치는 근거. 이에 연내 고점 돌파 이후 증시는 약 23배의 12MF PER 밴드로 진입할 것이라 판단
- 다만, 7,000pt를 상회하기는 어려울 것으로 판다. 해당 레벨을 상회하기 위해서는 24배 수준의 멀티플이 필요. 팬데믹 기간 동안의 멀티플이 24~25배 수준임을 감안할 때 올해 7,000pt 레벨을 상회하기 위해서는 큰 폭의 금리 인하 및 대규모 유동성 공급 이벤트가 필요. 하지만 지금의 매크로 환경을 감안할 때 이러한 이벤트가 발생하기는 어려울 것으로 판단. 이에 하반기 증시 합리적 상단은 23배인 6,600pt 수준으로 전망

S&P500 하반기 예상 흐름 및 상하단 밴드

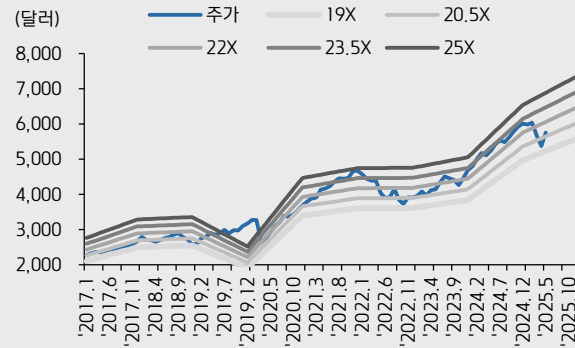


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 주요 지수별 PER 밴드 차트

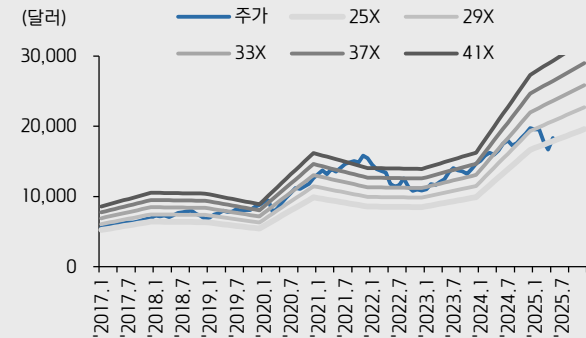


S&P500 PER 밴드



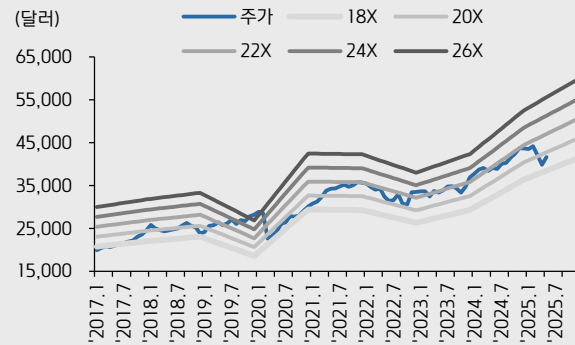
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NASDAQ PER 밴드



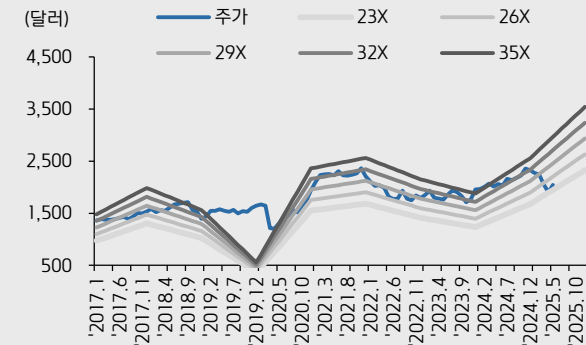
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

DOW PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Russell2000 PER 밴드



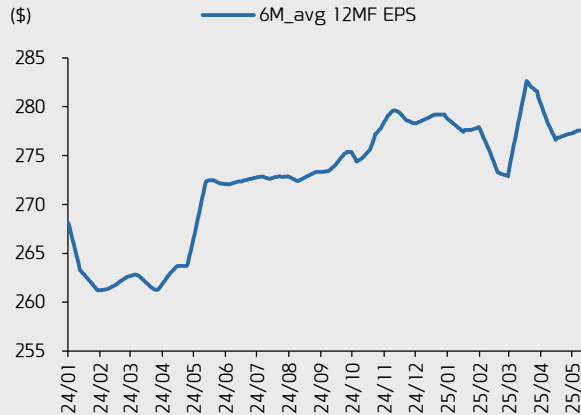
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 관세 여파와 EPS 가이드نس 변화

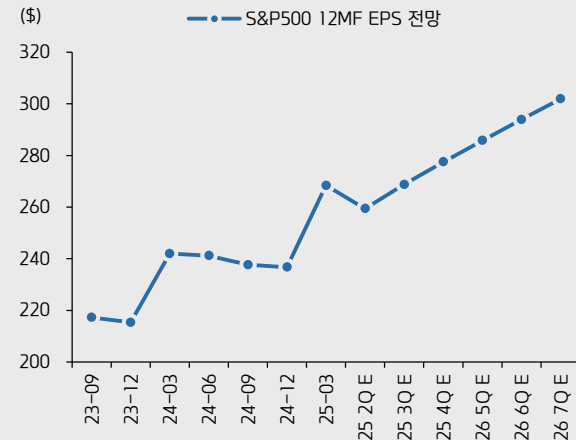
- 관세 우려가 높은 상황에서도 25년 1분기 실적이 예상보다 견고한 모습을 보이자 12MF EPS는 일부 회복하는 흐름을 연출
- 다만, 관세 여파가 기업 실적에 직접 영향을 미치는 시기는 2분기부터 시작되기에 2Q 12MF EPS는 부진할 것으로 예상
- 트럼프 1기 집권기였던 2019년 2분기 실적이 관세 여파로 인해 예상 대비 부진하자 당시에도 증시는 잠시 흔들리는 모습을 연출
- 다만, EPS 부진은 가이드نس를 통해 시장이 어느 정도 예상하고 있는 재료이므로 쇼크 수준이 아니라면 증시가 흔들리는 폭은 제한적일 것으로 전망

Daily 12MF EPS 추이(6개월 평균)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

S&P500 12MF EPS 흐름



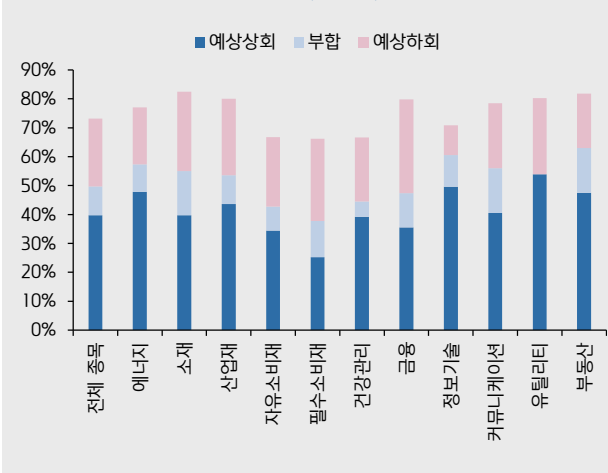
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 예상보다는 좋았던 1분기 실적

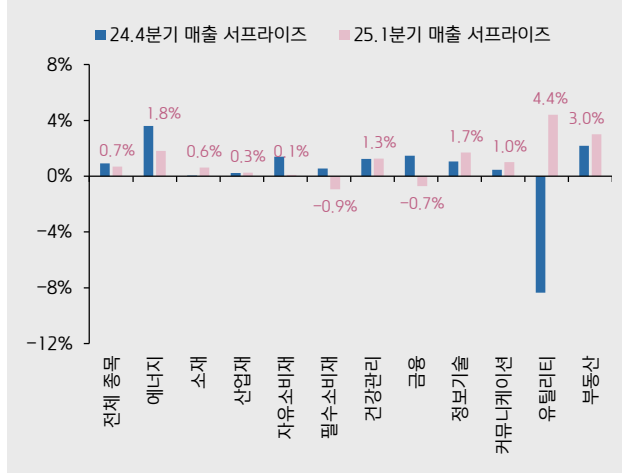
- 25년 1분기 실적을 공개한 기업 중 약 68%가 예상치 이상의 성과를 발표하며 관세로 인한 경기 불안을 일부 완화
- 25년 1분기 매출액이 예상치 대비 서프라이즈를 보인 비율은 약 0.7% 수준으로, 24년 4분기 기록했던 0.9%와 큰 차이를 보이지 않음. 관세 우려로 인한 소비 심리 훼손이 실적에는 크게 반영되지 않은 것
- 가장 고무적인 성과를 보인 산업은 유틸리티로 예상치 대비 +4.4%의 성과를 보였지만, 24년 4분기 성과가 부진했기에 기저 효과를 감안할 필요가 있음

산업별 예상 대비 실적 상회, 부합, 하회 비율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

24년 4분기 실적 vs 25년 1분기 실적



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

실적 발표 산업별 분류 ①



실적 발표 산업별 분류 ①

산업 그룹 (GICS)	매출 서프라이즈				실적 서프라이즈			
IT	예상상회	인라인	예상하회	%	예상상회	인라인	예상하회	%
전체 총목	177	39	37	1.69%	192	13	50	0.44%
소프트웨어 & 서비스	82	21	23	1.45%	95	7	24	-5.04%
기술 하드웨어 & 장비	61	7	10	1.63%	62	2	15	3.51%
반도체 & 반도체 장비	34	11	4	2.43%	35	4	11	10.78%
산업재	예상상회	인라인	예상하회	%	예상상회	인라인	예상하회	%
전체 총목	188	43	114	0.25%	253	15	77	8.31%
자본재	124	21	63	0.14%	154	6	47	6.62%
상업 & 전문 서비스	54	14	25	1.00%	72	6	16	6.36%
운송	10	8	26	0.09%	27	3	14	17.52%
에너지	예상상회	인라인	예상하회	%	예상상회	인라인	예상하회	%
전체 총목	75	15	31	1.82%	71	9	42	-0.84%
에너지 장비 & 서비스	24	5	7	1.19%	22	4	10	5.35%
석유, 가스 & 소모 연료	51	10	24	1.87%	49	5	32	-1.38%
헬스케어	예상상회	인라인	예상하회	%	예상상회	인라인	예상하회	%
전체 총목	194	26	110	1.27%	240	18	96	14.21%
건강관리 장비 & 서비스	95	22	29	1.05%	106	10	30	7.77%
제약, 생명공학 & 생명 과학	99	4	81	2.31%	134	8	66	20.25%
소재	예상상회	인라인	예상하회	%	예상상회	인라인	예상하회	%
전체 총목	52	20	36	0.63%	68	5	37	-4.76%
화학	22	9	22	-0.34%	32	5	16	-0.51%
건축 자재	1	2	1	-0.07%	2	0	2	-25.82%
용기 & 포장지	5	6	3	-1.64%	10	0	4	1.09%
금속 & 채광	22	1	10	3.61%	22	0	13	-17.37%
종이 & 임산물	2	2	0	0.56%	2	0	2	-32.87%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

실적 발표 산업별 분류 ②



실적 발표 산업별 분류 ②

산업 그룹 (GICS)	매출 서프라이즈				실적 서프라이즈			
부동산	예상상회	인라인	예상하회	%	예상상회	인라인	예상하회	%
전체 종목	86	28	34	3.00%	86	21	39	-0.05%
주식 리츠	73	26	30	0.90%	76	21	31	-0.27%
부동산 관리 및 개발	13	2	4	7.47%	10	0	8	9.81%
부동산 관리 및 개발	예상상회	인라인	예상하회	%	예상상회	인라인	예상하회	%
전체 종목	13	2	4	7.47%	10	0	8	9.81%
다각화된 부동산 활동	0	0	1	-22.30%	0	0	1	-29.21%
부동산운영회사	2	0	0	25.91%	0	0	2	-45.76%
부동산 개발	1	0	1	0.06%	1	0	1	15.62%
부동산 서비스	10	2	2	7.82%	9	0	4	16.88%
유틸리티	예상상회	인라인	예상하회	%	예상상회	인라인	예상하회	%
전체 종목	41	0	20	4.40%	37	3	24	0.37%
전기 공익 사업체	13	0	8	3.37%	14	1	9	4.17%
가스 공익 사업체	8	0	3	2.18%	8	0	3	-3.12%
복합 공익 사업체	11	0	3	9.56%	8	2	4	5.94%
수도 공익 사업체	5	0	2	5.06%	4	0	3	2.93%
독립 전력 생산업체와 재생 가능한 전기 생산업체	4	0	4	-2.68%	3	0	5	N.M.
금융	예상상회	인라인	예상하회	%	예상상회	인라인	예상하회	%
전체 종목	226	76	206	-0.72%	339	28	141	1.97%
은행	110	42	82	1.32%	164	11	64	7.11%
금융 서비스	91	27	91	-1.06%	135	13	55	-1.42%
보험	25	7	33	-2.10%	40	4	22	4.16%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 연내 저점을 확인 후 반등하고 있는 미국 증시

- 주요 주가지수인 S&P500과 나스닥 지수는 저점대비 각각 19.6%, 25.2% 반등하며 회복 흐름을 연출 중
- 4월 2일 상호관세 부과 소식 이후 미국 증시는 크게 하락했지만, 점진적인 협상 소식과 중국과의 관세 연기 합의 등에 따라 증시는 점차 반등
- 물론 최근 3개월 기준 연초 대비 아직 부진한 흐름을 보이고 있으나 정책 불확실성이 증시 하락의 핵심 트리거였던 만큼 해당 이슈가 소화될수록 증시 회복 흐름은 이어질 것으로 판단
- 다만, 관세 리스크가 아직 완전히 해소되지 않았기에 관련 노이즈에 의한 증시 하락 흐름이 다시 연출될 수 있겠으나 관세 정책을 점차 협상의 카드로 활용하고자 하는 트럼프의 최근 행보를 감안할 때 연내 저점 수준까지 증시가 복귀하지는 않을 것으로 전망

S&P500 연도별 수익률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

나스닥 연도별 수익률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 다우존스 vs 러셀2000

- 다우존스와 러셀2000은 각각 연내 저점 대비 13.3%, 20.0% 회복 흐름을 보임. 다우존스는 S&P500에 비해 회복 강도가 세지 않지만 애초에 주요 주가지수 중 상대적으로 제한적인 하락폭만을 기록했기에 회복 강도가 약한 흐름
- 러셀2000의 경우는 S&P500과 유사한 회복 흐름을 연출. 다만 소비 위축 및 고용 불안 등에 의한 경기 침체 확률이 러셀2000 상단을 제한하고 있다는 점에서 이후 제한적 주가 회복 흐름이 이어질 것으로 판단

다우존스 연도별 수익률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주)2025.05.19일 기준

러셀2000 연도별 수익률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주)2025.05.19일 기준

상반기 동안의 주가지수 수익률 비교하기



◆ 주요 주가지수 수익률 동향

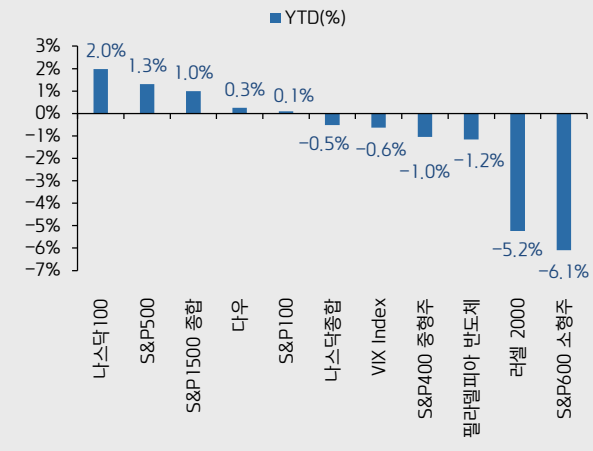
- 아직 2분기가 마무리되지는 않았으나 현재(5/19)까지의 주요 주가지수 별 YTD 수익률을 비교할 경우 나스닥100이 +2.0%로 가장 높은 수익률을 기록. 그 뒤는 S&P500(+1.3%), 다우(+0.3%) 등으로 이어짐
- 나스닥 종합지수는 YTD 기준 -0.5%를 기록해 여전히 연초 수준을 회복하지 못함. 나스닥100이 가장 높은 YTD 수익률을 기록했다는 점을 상기할 때 빅테크 중심의 IT 기업들이 빠른 회복세를 보인 반면 중소형 IT 기업들의 회복 흐름은 더딘 상황임을 알 수 있음
- S&P600 소형주와 러셀2000은 YTD 기준 각각 -6.1%, -5.2%를 기록하며 여전히 조정 구간에 놓여있음. 관세 리스크 뿐만 아니라 경기 침체 우려가 소형주 주가에 더욱 큰 타격을 주었음을 확인 가능

미국 주가지수 기간별 수익률

지수명	종가(pt)	기간별 수익률			
		1M	3M	6M	YTD
나스닥100	21,427.94	14.0%	-3.1%	5.1%	2.0%
S&P500	5,958.38	10.2%	-2.6%	1.5%	1.3%
S&P1500 종합	1,338.72	10.4%	-2.7%	0.9%	1.0%
다우	42,654.74	5.3%	-4.2%	-1.8%	0.3%
S&P100	2,893.14	10.5%	-3.4%	2.0%	0.1%
나스닥종합	19,211.10	14.1%	-4.1%	2.8%	-0.5%
VIX Index	17.24	-44.2%	16.7%	6.8%	-0.6%
S&P400 중형주	3,088.22	12.1%	-3.5%	-3.7%	-1.0%
필라델피아 반도체	4,922.19	23.0%	-4.6%	1.8%	-1.2%
러셀 2000	2,113.25	12.4%	-7.3%	-8.3%	-5.2%
S&P600 소형주	1,322.39	12.3%	-7.5%	-9.6%	-6.1%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주)2025.05.19일 기준

미국 주가지수 수익률 순위



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주)2025.05.19일 기준

산업별 수익률 순위 비교하면 산업재가 1등

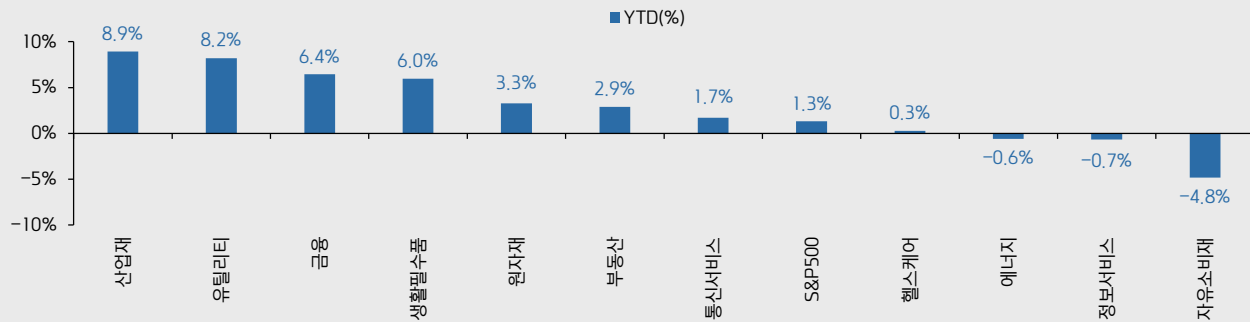


◆ GICS Level1 기준 산업별 수익률 추이

- 올해 산업별 YTD 수익률을 비교하면 산업재(+8.9%), 유틸리티(+8.2%), 금융(+6.4%) 등이 긍정적 성장률을 보임. 트럼프의 관세 정책에 크게 영향을 받지 않지만 리쇼어링 및 전통 제조업 부활이라는 슬로건에 수혜를 본 산업재가 가장 두드러진 수익률을 기록

GICS Level 1 기준 산업별 수익률 분포

분류	종가(pt)	변화율			PER(x)		PBR(x)		EV/EBITDA(x)	
		1M	3M	YTD	2023	2024	2023	2024	2023	2024
산업재	1215.21	13.0%	4.4%	8.9%	25.4	22.2	6.2	5.7	16.2	14.4
유틸리티	416.46	5.5%	3.8%	8.2%	18.7	17.0	2.2	2.0	12.4	11.6
금융	1473.965	8.4%	0.3%	6.4%	17.7	16.1	2.3	2.1	19.8	17.8
생활필수품	904.64	0.5%	0.7%	6.0%	22.7	21.4	6.5	5.9	15.5	14.2
원자재	547.13	6.2%	-3.3%	3.3%	21.5	18.4	2.7	2.6	11.5	10.0
부동산	261.55	5.7%	-0.1%	2.9%	39.4	18.8	3.1	3.0	19.0	17.7
통신서비스	347.5	11.5%	-6.5%	1.7%	19.3	17.9	4.2	3.5	11.6	10.4
S&P500	5958.38	10.2%	-2.6%	1.3%	22.8	20.1	4.6	4.2	15.3	13.6
헬스케어	1900.11	-7.4%	-7.7%	0.3%	16.8	15.3	4.3	3.8	12.6	11.4
에너지	650.81	7.1%	-4.5%	-0.6%	16.3	13.7	1.9	1.9	7.2	6.5
정보서비스	4578.46	16.5%	-2.2%	-0.7%	29.5	25.3	10.0	8.7	20.5	17.3
자유소비재	1742.515	14.8%	-5.7%	-4.8%	28.2	25.8	8.1	6.9	16.0	14.3
나스닥	19211.1	14.1%	-4.1%	-0.5%	28.8	24.8	6.1	5.4	17.8	15.1



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주)2025.05.19일 기준

세부 업종별로 수익률을 확인해 보면



◆ 세부 업종별 수익률 분포

- YTD 기준 가장 높은 수익률을 기록한 세부 업종은 통신(+14.4%)이며 상업 및 전문서비스(+11.8%), 자본재(+9.7%), 보험(+8.7%) 등이 뒤를 이음. 이중 산업 및 전문서비스와 자본재 등은 산업재 섹터에 포함됨

GICS Level 2 기준 세부 산업별 수익률 분포

지수명	증가(pt)	기간별 수익률					
		1W	1M	3M	6M	1Y	YTD
통신	167.34	0.0%	-1.4%	2.5%	10.9%	34.6%	14.4%
상업 및 전문서비스	756.57	2.2%	5.7%	5.7%	6.9%	19.5%	11.8%
자본재	1,355.92	5.7%	14.8%	6.5%	5.0%	17.5%	9.7%
보험	867.58	1.7%	1.9%	5.6%	3.6%	16.9%	8.7%
음식료 및 담배	863.79	0.8%	-0.8%	5.0%	4.7%	3.7%	8.4%
유틸리티	416.46	2.3%	5.5%	3.8%	3.7%	13.8%	8.2%
식료품	1,017.07	1.4%	4.1%	-4.3%	11.1%	24.1%	7.9%
소프트웨어	5,201.17	4.5%	17.3%	4.7%	6.8%	14.5%	6.6%
금융	1,473.97	3.0%	8.4%	0.3%	4.4%	23.2%	6.4%
은행	498.30	6.1%	17.2%	-5.2%	1.3%	21.4%	5.7%
운송	1,017.24	8.0%	13.0%	-4.6%	-5.0%	1.3%	3.4%
소재	547.13	2.5%	6.2%	-3.3%	-4.6%	-5.6%	3.3%
부동산	261.55	0.7%	5.7%	-0.1%	-2.6%	8.2%	2.9%
호텔/레저	1,907.85	5.4%	11.1%	-4.6%	1.8%	16.9%	2.5%
S&P500	5,958.38	5.3%	10.2%	-2.6%	1.5%	12.4%	1.3%
반도체 및 장비	5,815.20	13.3%	23.1%	-2.0%	2.0%	25.1%	1.1%
엔터/미디어	1,417.71	7.4%	13.3%	-7.5%	6.5%	15.1%	0.4%
헬스케어	1,900.11	-1.7%	-7.4%	-7.7%	-6.7%	-3.6%	0.3%
에너지	650.81	3.1%	7.1%	-4.5%	-9.9%	-9.8%	-0.6%
가정용품	863.41	3.1%	-2.6%	1.2%	-3.4%	-3.6%	-1.6%
유통	4,962.83	5.9%	10.0%	-7.5%	0.8%	11.8%	-3.5%
제약	1,216.94	1.9%	-1.4%	-8.5%	-5.8%	-12.9%	-6.2%
내구소비재/의류	359.94	6.6%	12.7%	-8.3%	-13.0%	-11.6%	-10.5%
자동차 및 부품	186.37	16.1%	35.8%	-0.4%	7.8%	76.4%	-11.6%
하드웨어	3,993.49	6.9%	7.4%	-11.2%	-3.7%	12.0%	-11.9%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주)2025.05.19일 기준



◆ 종목별 수익률 Top10 & Low10

- 긍정적 수익률을 보인 종목은 여러 섹터에 분포되어 있지만, Low10은 헬스케어 섹터 비중이 높음. 트럼프의 약가 인하 정책과 관련된 행정명령이 제약 바이오 섹터 불확실성을 높이며 관련 기업들의 수익성에 악영향을 주었기 때문

종목별 수익률 분포

종목	티커	GICS 업종	시가총액(\$mIn)	변화율			
				1W	1M	3M	YTD
NRG 에너지	NRG US EQUITY	유틸리티	31,125	33.4%	62.7%	42.3%	76.5%
필라티어 테크놀로지스	PLTR US EQUITY	기술	305,656	10.4%	38.1%	3.9%	71.3%
우버 테크놀로지스	UBER US EQUITY	통신	191,948	10.8%	22.0%	12.6%	52.2%
슈퍼 마이크로 컴퓨터	SMCI US EQUITY	기술	27,543	44.3%	46.5%	-17.3%	51.4%
하우멧 에어로스페이스	HWM US EQUITY	공산업	65,718	3.4%	32.1%	19.1%	48.9%
모자이크	MOS US EQUITY	원자재	11,170	7.8%	29.1%	29.8%	43.2%
필립 모리스 인터내셔널	PM US EQUITY	기본소비재	265,293	0.4%	4.4%	14.5%	41.6%
CVS 헬스	CVS US EQUITY	헬스케어	79,102	-6.6%	-7.1%	-4.6%	39.3%
제너럴 일렉트릭	GE US EQUITY	공산업	247,167	7.8%	27.5%	10.3%	39.0%
베리사인	VRSN US EQUITY	통신	26,587	0.6%	14.8%	22.5%	36.8%

종목	티커	GICS 업종	시가총액(\$mIn)	변화율			
				1W	1M	3M	YTD
유나이티드헬스 그룹	UNH US EQUITY	헬스케어	264,803	-23.3%	-35.7%	-41.7%	-42.3%
모더나	MRNA US EQUITY	헬스케어	9,614	2.5%	0.6%	-30.5%	-40.2%
덱커스 아웃도어	DECK US EQUITY	자유 소비재	19,413	5.6%	21.0%	-17.9%	-37.0%
테라다인	TER US EQUITY	기술	13,272	6.9%	16.1%	-28.1%	-34.3%
웨스트 파마슈티컬 서비스즈	WST US EQUITY	헬스케어	15,565	1.7%	7.3%	2.7%	-33.9%
바이오-테크네	TECH US EQUITY	헬스케어	7,705	-1.6%	2.2%	-24.7%	-31.8%
앨버말	ALB US EQUITY	원자재	7,084	3.9%	13.8%	-28.0%	-30.1%
Viatis Inc	VTRS US EQUITY	헬스케어	10,375	0.8%	16.9%	-18.6%	-29.0%
ON 세미컨덕터	ON US EQUITY	기술	18,771	9.6%	29.7%	-13.5%	-28.8%
아이큐비아 홀딩스	IQV US EQUITY	헬스케어	24,708	-4.1%	-0.8%	-26.1%	-27.3%

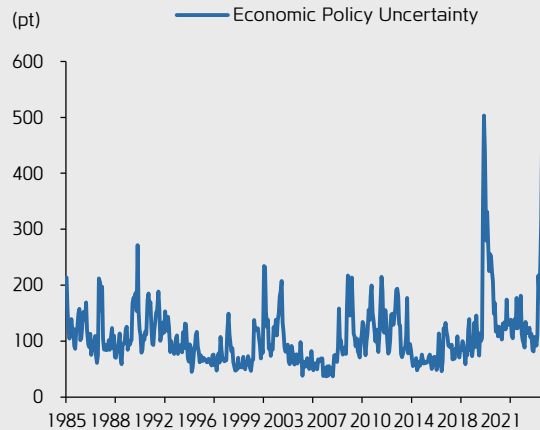
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주)종목은 S&P500 포함 주식 중 선정, 2025.05.19일 기준



◆ 역대 최고 수준을 기록중인 정책 불확실성

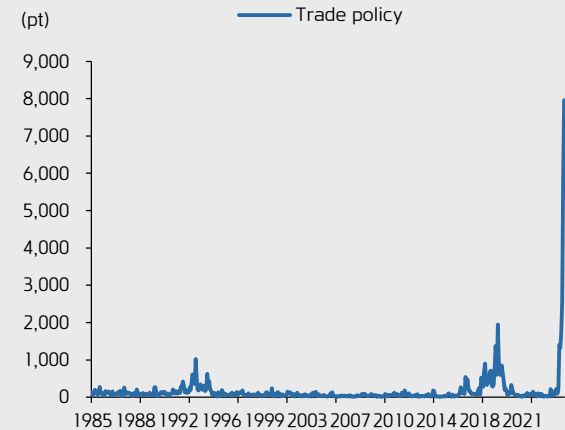
- Economic Policy Uncertainty는 529.3pt를 기록해 사상 최고치를 갱신했고 Trade policy Uncertainty Index 역시 7,962pt로 역사적으로 가장 높은 레벨에 진입
- 다만 4월 까지가 최근 수치이므로 미국과 중국의 관세 빅딜 이벤트는 반영되지 않은 상황
- 5월 수치는 현재 레벨보다는 낮아질 개연성이 있으며, 어떤 수준을 기록하는지에 따라 90일 유예에 대한 시장의 평가를 확인 가능

Economic Policy Uncertainty



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Trade policy Uncertainty Index

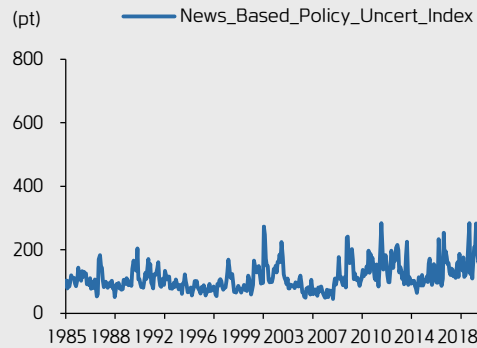


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

정책 별로 분류해본 불확실성 지표

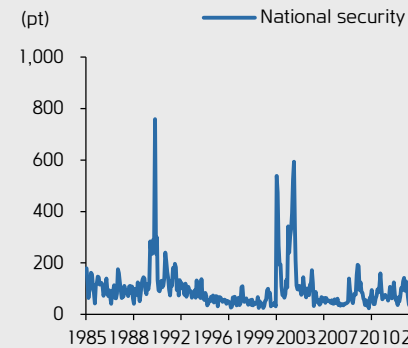


News Based Policy



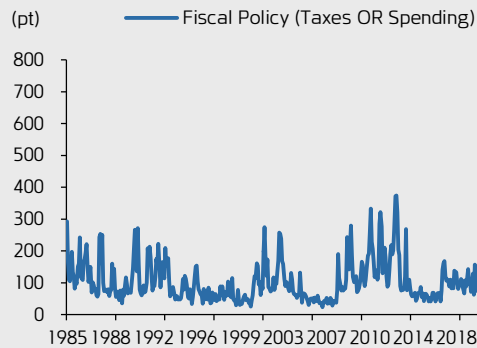
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

National security



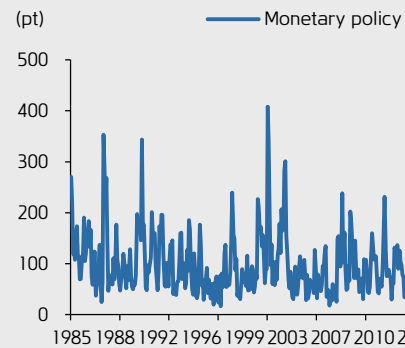
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Fiscal Policy (Taxes OR Spending)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Monetary policy



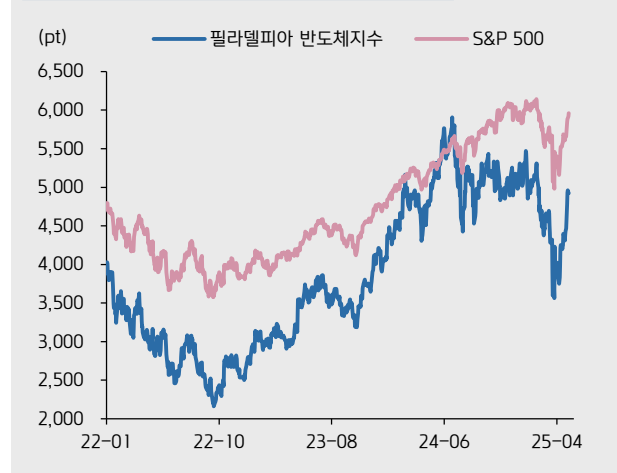
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 필라델피아 반도체지수 흐름 전망

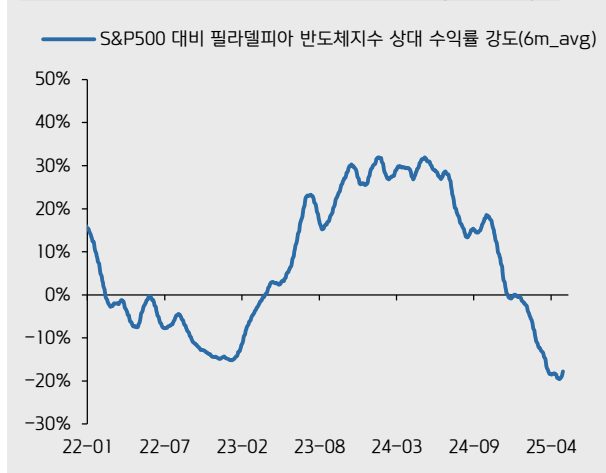
- 연내 저점 대비 +38.1% 반등한 흐름을 보인 필라델피아 반도체지수는 다른 주가지수 대비 빠른 회복세를 보였지만, 낙폭 또한 컸던 만큼 여전히 연초 레벨을 회복하지 못함
- S&P500 대비 필라델피아 반도체지수 상대 수익률 강도는 -19.4% 수준에서 저점을 형성 후 소폭 반등하는 흐름을 개시
- 빅테크 중심 실적 개선세가 전체 반도체 업종 수익률 상승을 이끌고 있지만, 중소형 Tech주는 아직까지 부진한 상황. 트럼프의 사우디 순방에 따라 반도체 관련 대외 수급이 발생한 부분은 고무적 부분이지만 여전히 대형주 중심으로 수혜가 집중됨
- 중시 회복 구간에서 가장 빠른 회복속도를 보이는 필라델피아 반도체지수인 만큼 투심이 개선되는 지점에서 가장 큰 수혜를 볼 수 있음. 다만, 업종별 차별화가 있을 수 있기에 대형 반도체주 중심 비중 확대 전략을 제시

필라델피아 반도체지수 & S&P500 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

S&P500 대비 필라델피아 반도체지수 상대 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 모멘텀과 저변동성 팩터의 어색한 동행

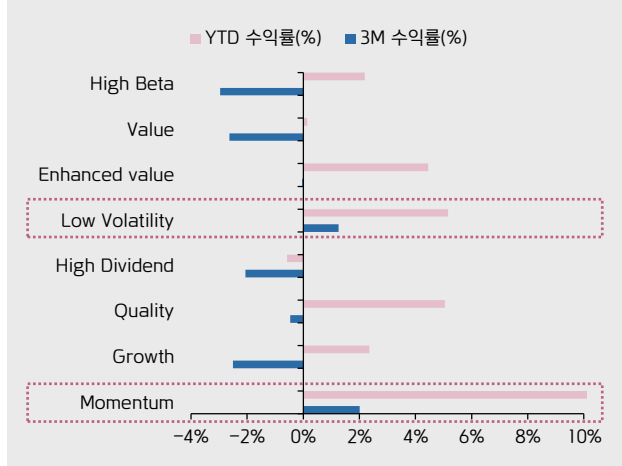
- YTD 수익률 기준으로 볼 경우 모멘텀 팩터는 +10.6%로 스타일 전략 중 가장 우수한 성적을 보임
- 다만 어색한 부분은 YTD 기준 두번째로 수익률이 좋은 팩터가 저변동성(+5.2%) 팩터라는 점
- 연초 관세 이슈가 고조되며 증시가 크게 흔들리는 경우 저변동성 팩터가 방어적 수익률을 제공했지만, 최근 연출된 상승장에서는 모멘텀 팩터가 높은 수익률을 제공한 결과
- 이처럼 최근 시장에서는 공격적 전략과 방어적 전략을 동시에 취하는 바벨 전략이 유효하게 작용

스타일 팩터 기간별 수익률

팩터	1M	3M	6M	1Y	YTD
Momentum	16.6%	2.0%	12.0%	30.1%	10.6%
Growth	14.3%	-2.5%	5.7%	20.5%	2.4%
Quality	10.2%	-0.5%	5.2%	15.3%	5.0%
High Dividend	4.7%	-2.1%	-5.2%	4.5%	-0.6%
Low Volatility	1.6%	1.3%	5.2%	11.3%	5.2%
Enhanced value	7.1%	0.0%	-1.7%	4.9%	4.5%
Value	6.1%	-2.6%	-3.9%	2.7%	0.1%
High Beta	22.3%	-3.0%	2.7%	6.8%	2.2%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

모멘텀과 저변동성 팩터의 견고한 수익률



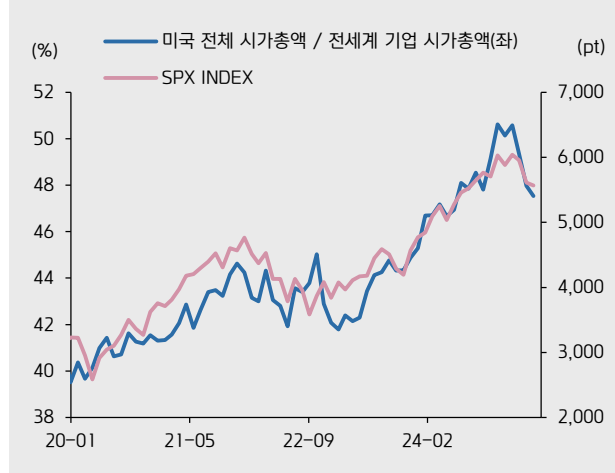
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ US vs Non-US, 산업에 따라 나누어서 보자

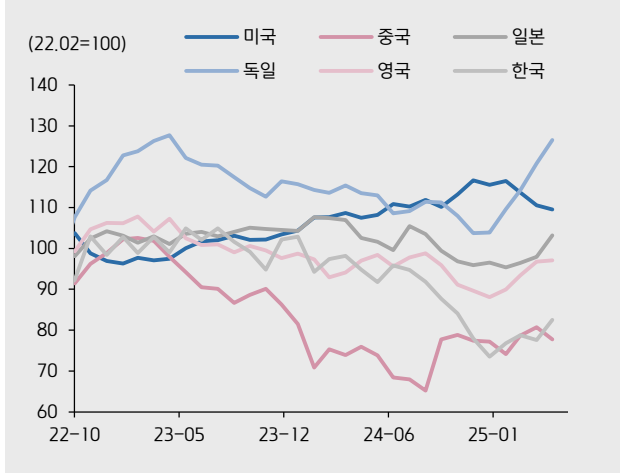
- 상반기 전 세계 시가총액 대비 미국 기업 시가총액이 차지하는 비중은 47.5%까지 하락하며 24년 9월 수준으로 복귀
- 유럽의 재정지출 확대 및 달러자산 신뢰도 하락 등의 이유로 독일, 영국, 일본 등의 증시 상승세가 올해 상반기 안에 두드러졌고, 미국은 상대적으로 부진한 모습을 보임
- 핵심은 하반기에도 Non-US로의 자금 흐름이 지속될 것인지에 대한 여부
- 관세 우려가 정점을 지나고, 연준의 완화적 스탠스가 하반기에 관찰될 수 있다는 전망 속에서 미국의 빅테크 매력도는 여전히 비 미국 대비 높다고 판단
- 미국 전체에 대한 매력도는 중소형주 회복 흐름이 관찰되기 전까지는 지금과 같은 흐름이 이어지겠지만, AI 모멘텀이 활성화 된 이후에는 관련 부문에서 미국의 상대적 우위가 재차 관찰될 것으로 판단

전세계 시장에서 미국 기업들이 차지하는 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2022년 이후 주요 선진국 별 증시 상승 속도 비교



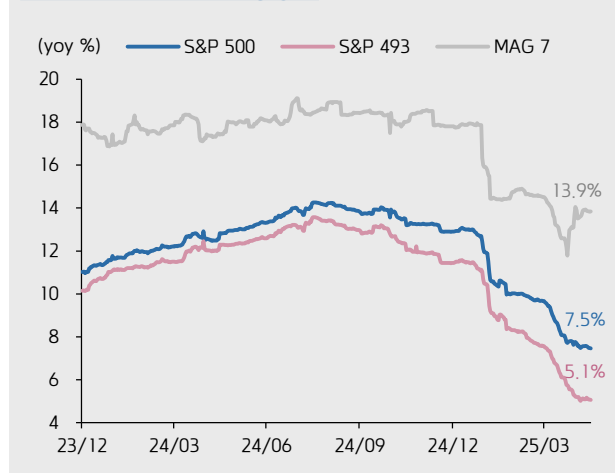
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ M7과 Non-M7 사이에 발생한 EPS 괴리

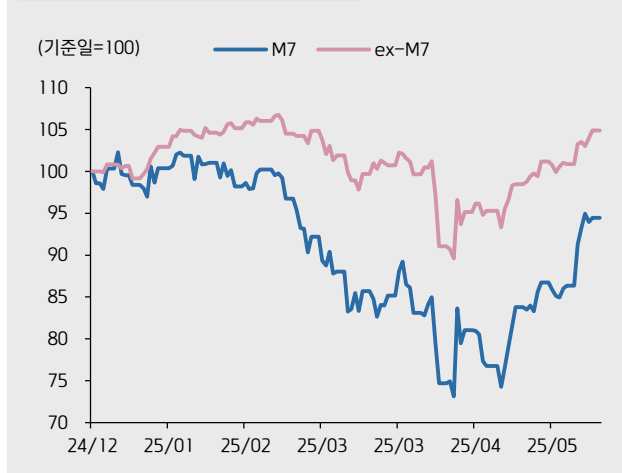
- 1분기 실적 발표 이후 M7 중심 EPS 컨센서스 성장률은 오히려 13.9%로 반등한 가운데, 해당 종목을 제외한 S&P493의 EPS 가이드런스 성장률은 5.1%로 하향
- 관세 영향력으로 인해 베타가 높은 M7의 하락 속도가 다른 종목 대비 상대적으로 더욱 빨랐지만, 안정적인 실적이 확인된 이후 재차 빠르게 반등중인 상황
- 관세 여파에도 불구하고 EPS 가이드스가 안정적인 경우 관세 영향력이 반영된 2분기 실적발표 이후 주가 흐름은 M7이 ex-M7 대비 상대적으로 유리할 수 있음

2025 EPS 컨센서스 성장률



자료: FactSet, 키움증권 리서치

트럼프 취임 이후 M7과 ex-M7



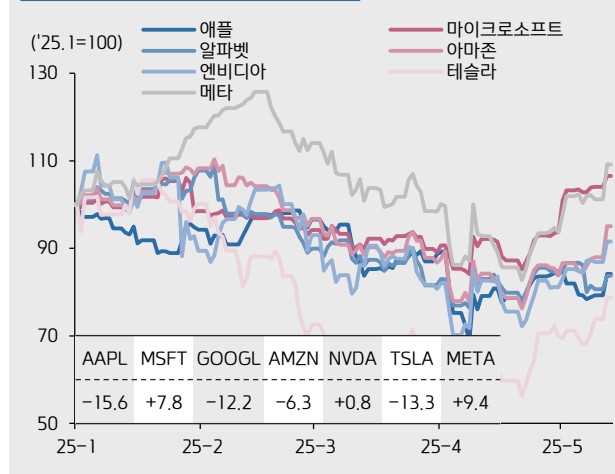
자료: FactSet, 키움증권 리서치



◆ M7 안에서도 확인되는 종목 차별화

- 연내 M7 종목 중 가장 빠른 낙폭을 보인 기업은 테슬라이며, 일론 머스크의 부재와 중국과의 사업적 관계 등이 악재로 작용.
- 최근 주가 회복 흐름이 유지되고 있지만 여전히 연초 대비 -13.3%를 기록 중
- 애플 역시 중국에 의존적인 공급망으로 인해 연초 대비 빠르게 하락 후 최근 반등하는 흐름이 보임. 다만, 여전히 연초 대비 -15.6%를 기록하고 있어 M7중 가장 부진한 모습을 보이고 있음
- 하지만, 메타와 마이크로소프트는 실적 발표 이후 연초 대비 각각 +9.4%, +7.8% 상승. 관세와는 크게 관련이 없는 광고 비즈니스가 점차 확장되며 메타에게 긍정적 요인으로 작용했고 NonAI 부문의 클라우드 서비스가 마이크로소프트에게 호재로 작용
- 엔비디아는 AI 수출 규제에 의해 부진한 모습이 이어졌지만 AI에 진심인 사우디아와의 대규모 수출 계약을 통해 +0.8% 수익률로 양전

연초 이후 M7간 주가 흐름 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 5/12일 기준 연초대비 변화율

S&P500 추이와 M7 평균 추이 비교



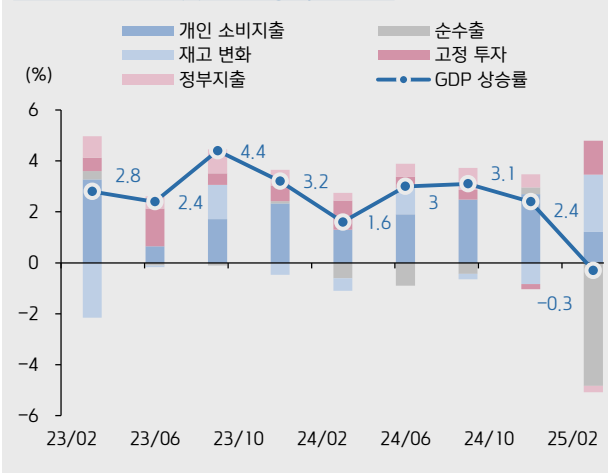
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 잠시 하락했지만, 재차 반등할 GDP

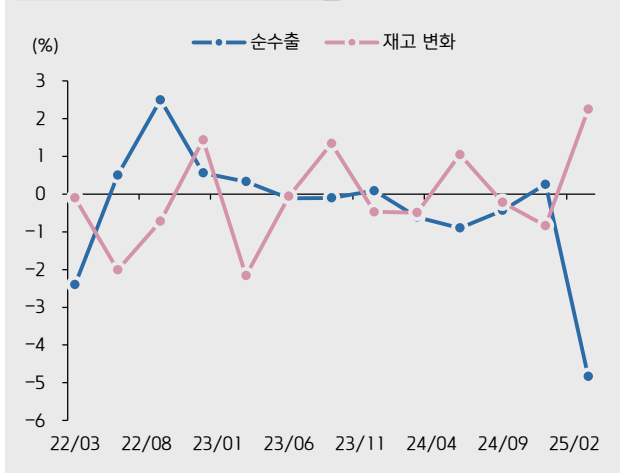
- 1분기 미국 GDP는 -0.3%를 기록하며 역성장. 3분기 연속 (-) 성장을 할 경우 기술적 경기침체로 정의되는 만큼 시장의 경기 우려는 지표 발표 이후 더욱 커짐
- 하지만 세부 항목을 살펴볼 경우 GDP 역성장은 해소될 가능성이 높다고 판단. 트럼프 행정부의 관세 정책으로 인해 선구매 및 선제적 재고 누적 수요가 1분기에 집중되었고 이 결과 순수출 항목은 -4.83%를 기록. 마찬가지로 이유로 재고 변화는 +2.25%를 기록
- 관세 위험이 진정되고 선제적으로 재고를 확보하려는 움직임이 진정될 경우 GDP는 재차 (+) 구간으로 복귀 가능. 애틀란타 연연의 GDP Now는 2분기 미국 GDP가 +2.3% 수준에서 안착할 것으로 전망 중

GDP 헤드라인 및 세부 항목별 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

GDP의 순수출 및 재고 변화율



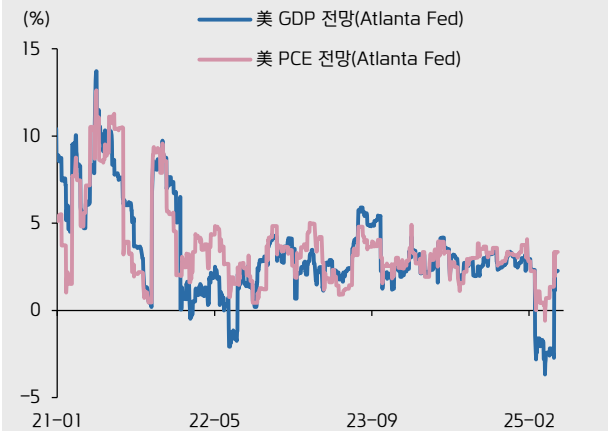
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 경제를 선제적으로 반영하는 지표들의 회복

- 연초 미국 1분기 GDP 전망치를 -3.67%로 예측했던 애틀란타 연은의 GDP Now는 +2.3% 수준으로 복귀
- 미국 경기침체 가능성을 거론할 때 활용되었던 근거였지만, 1분기 GDP가 -0.3%임이 확인되고 난 이후 2분기 GDP는 (+) 레벨로 재차 복귀
- 실업수당청구건수 역시 45만 건 수준에서 유지되고 있는 만큼 고용시장 역시 크게 악화되고는 있지 않은 상황
- 실질 경제지표에 대한 선행 지표 역할을 하는 GDP Now와 실업수당청구건수 모두 "경기 침체"를 가정하고 있지는 않음이 확인됨

애틀란타 연은의 GDP Now



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

실업수당청구건수



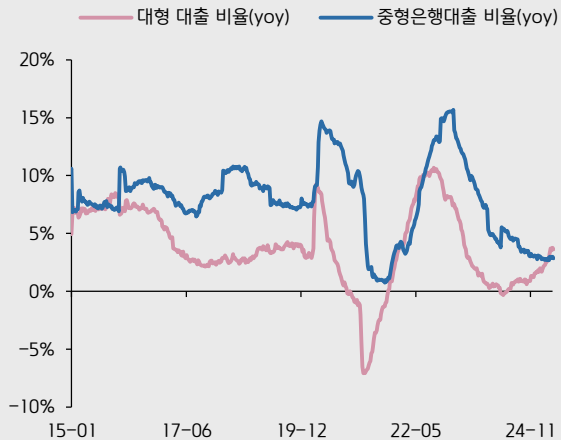
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 은행 규모에 따라 다른 양상을 보이는 대출 증가율

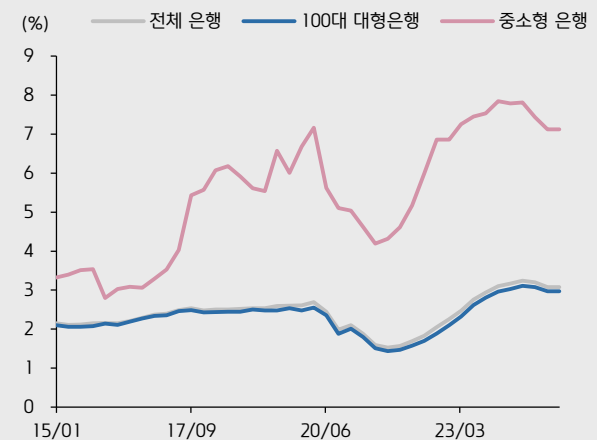
- 대형은행 중심 대출 비율 변화율은 24년 4월 저점 이후 꾸준히 상승하며 최근 3.6%까지 반등
- 대형은행 중심 대출 연체율이 2.8%대에서 유지되고 있는 만큼 회수 자체에도 크게 문제가 없음이 확인됨
- 집행되는 대출이 자금 부족을 메꾸기 위한 자구책으로 사용되기 보다는 추가적 투자를 위해 사용되고 있으며, 기업들의 상환 역시도 안정적으로 유지되고 있는 만큼 현재 미국 경기가 침체에 진입했다고 보기는 어렵다 판단
- 물론 중소형 은행의 경우 상업부동산에 노출되어 있는 경우가 많아 대출 비율이 점차 감소하고 있음. 다만 중소형 은행들의 연체율 역시 24년 6월 이후 꾸준히 하락해 7.1% 구간으로 복귀한 것을 감안할 경우 미국 경기가 침체에 진입하지 않았음을 반증

미국 은행 대출금 변화율 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

은행 규모별로 살펴본 대출 연체율

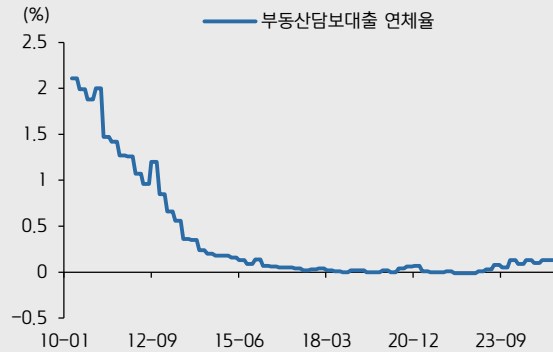


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

대출 종류별로 구분해서 본 연체율

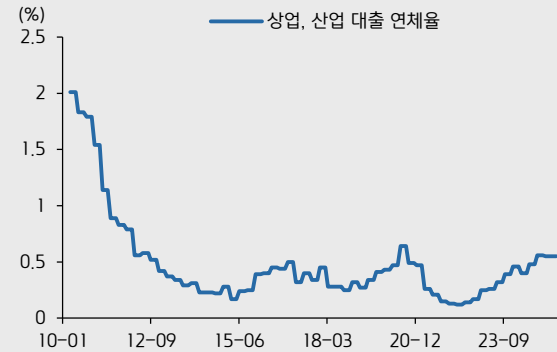


부동산담보대출 연체율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

상업, 산업 대출 연체율



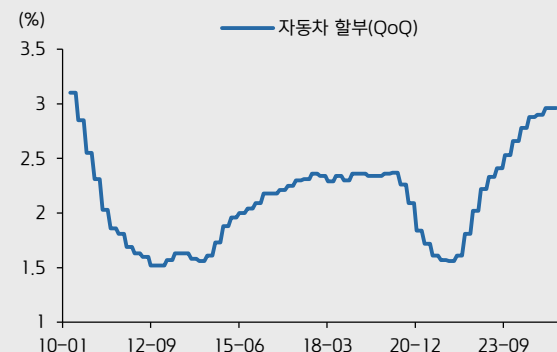
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

신용카드 연체율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

자동차 할부금 연체율



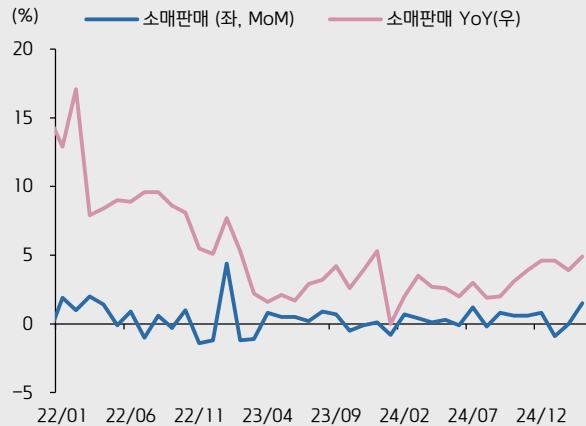
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 실질 소비와 소비 심리의 엇갈린 방향성

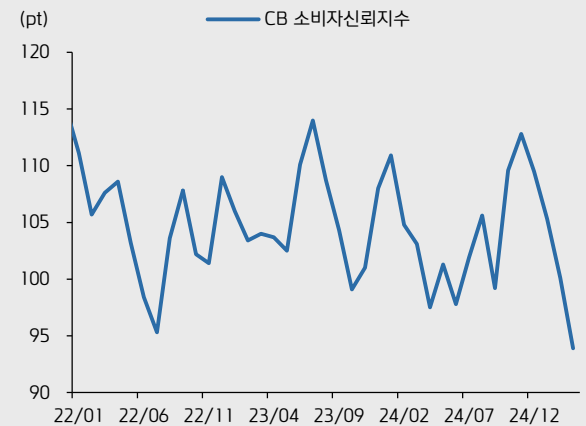
- 미국 4월 소매판매는 MoM 기준 +0.1%, YoY 기준 +5.2%를 기록해 여전히 소비가 크게 위축되지 않았음을 시사. 연초 MoM 기준 성장률이 (-)를 기록해 시장 우려를 자극했지만, 이후 지표는 견고한 모습을 보이고 있음
- 하지만, CB 소비자신뢰지수는 93.9pt까지 하락하며 부진한 흐름을 연출. 관세 영향력에 의해 정책 불안감이 높아지자 소비 심리가 위축되고 있는 상황
- 소프트웨어가 부진하지만, 실물 경기를 반영하는 하드데이터는 여전히 견고한 소비를 보이는 만큼 미국 경기가 빠르게 식어가고 있다고 판단하기 어려운 상황
- 항공기, 여행, 소비재 관련 기업들의 1분기 실적 발표 역시 크게 훼손되지 않은 모습을 보였던 만큼 아직까지 미국 소비에 빨간불이 들어왔다고 판단하기는 선부름

미국 소매판매지수 MoM과 YoY 성장률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 CB 소비자신뢰지수



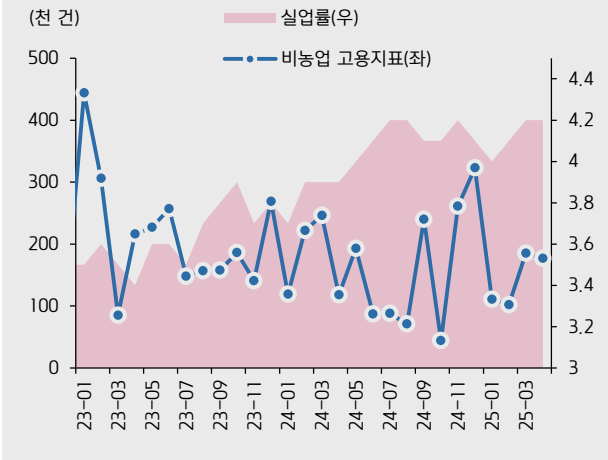
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 차근히 식어가고 있는 고용시장

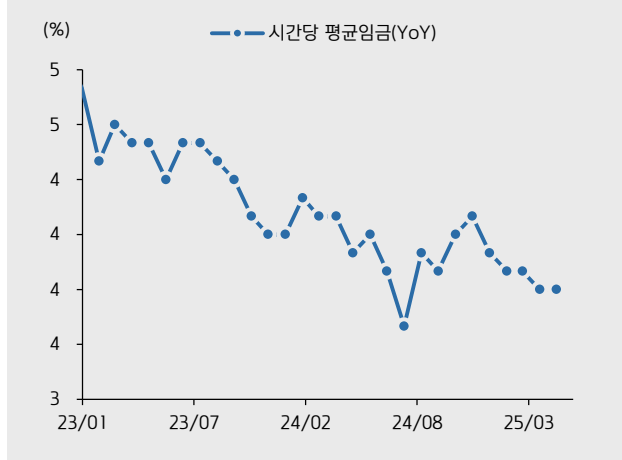
- 4월 공개된 비농업고용지표는 고용시장이 여전히 안정적 궤도에서 정상화 되고 있음을 시사. 실업률의 경우 4.2%에서 유지되었고 고용건수 역시 17.7만 건을 기록해 예상(13.8만 건)을 크게 상회
- 세부 내용을 보면 DOGE(정부 효율부)의 역할로 인해 정부 고용은 4월 한달 동안 9,000명이 줄었고, 연내 누적 감소 규모는 26,000명 정도로 기록됨
- 연초 정부 관련 일자리의 빠른 축소가 고용시장 위축을 자극할 것이란 관측과 달리 미국 전체 고용 건수는 정부 일자리가 감소함에도 불구하고 침체를 자극하지 않는 선에서 유지되고 있음
- Wage-Price Spiral에 의해 물가 상승 압력을 자극할 수 있는 임금 역시 YoY 기준 3.8%로 안정되며 “정상화” 국면에 일조

비농업 고용지표와 실업률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

시간당 평균임금 변화



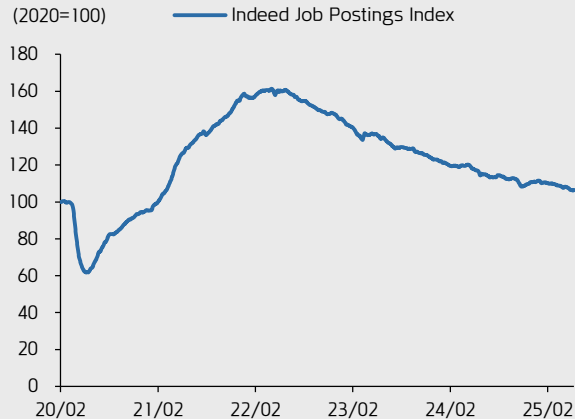
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 구인 공고를 통해 바라온 고용시장

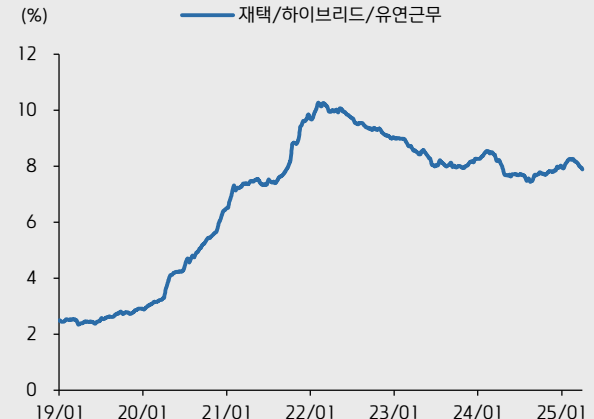
- Indeed의 구인 공고는 노동시장 상황을 실시간에 가깝게 반영하는 고빈도(high-frequency) 고용지표로 한달에 한번씩 구인건수를 공개하는 비농업고용지표 등의 경제지표를 일부 보완
- 5월까지 기록된 구인 공고 포스팅은 22년 4월 이후 꾸준히 하락하고 있으나, 급격하게 떨어지거나 높아지는 경우는 관찰되지 않음
- 1월 트럼프 취임, 4월 2일 상호관세 부과, 이민 정책 관련 행정명령 발표 등 여러가지 대외 변수가 있었으나 구인 공고는 크게 변하지 않는 모습이 확인됨
- 코로나로 인해 빠르게 높아진 재택 근무 역시 점차 22년 4월 이후 하락세를 보이며 정상화 진행 중. 이에 전체 구인 공고에서 재택 근무가 언급된 공고 비중도 7.9%로 하락

Job Postings Index



자료: Indeed, 키움증권 리서치

원격/재택이 언급된 구인공고 및 구직 검색 비율



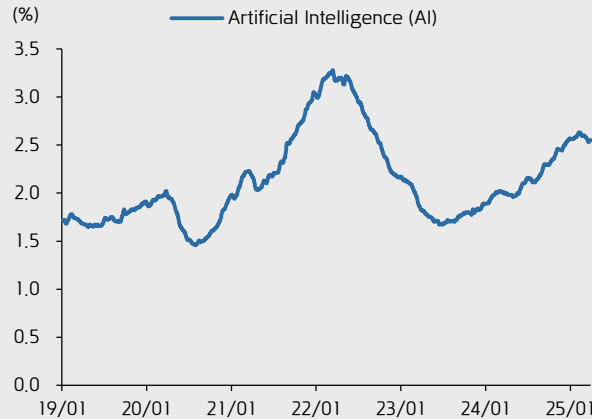
자료: Indeed, 키움증권 리서치



◆ 2025년 이후 기업들의 AI 관련 인력 수요

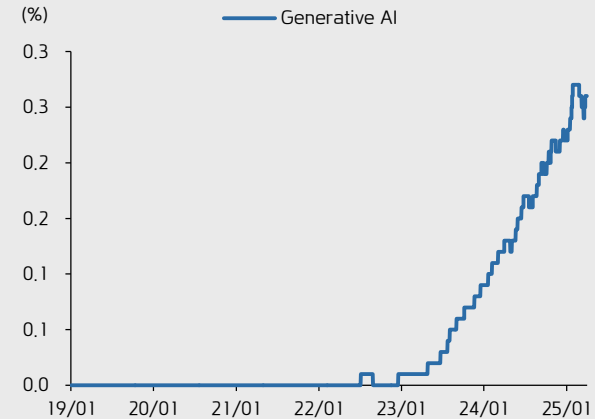
- 전체 구인 공고가 줄어들고 있는 상황이지만 AI 관련 구인 공고 비율은 23년 7월 이후 꾸준히 상승. 물론 정책 불확실성으로 인해 25년 이후 AI 관련 구인 공고 비율 상승세가 잠시 주춤했지만 추세적인 확장 흐름은 여전
- Open AI의 ChatGPT 출시 이후 관련된 LLM 수요가 높아지며 생성형 AI 관련 구인 공고 비율 역시 급격하게 상승. 물론 전문성을 보유한 일부 사람만이 지원 가능하기에 전체 공고 중에서 생성형 AI 관련 구인 공고가 차지하는 비율은 0.3% 수준으로 미미하지만 관련 인재를 유치하고자 하는 기업들의 니즈는 확인 가능
- AI 관련 CAPEX 투자를 지속할 것이란 기업들의 발표가 관련된 구인 공고를 통해서 확인되고 있음

인공지능(AI) 관련 구인 공고의 비율



자료: Indeed, 키움증권 리서치

생성형 AI 관련 구인 공고의 비율



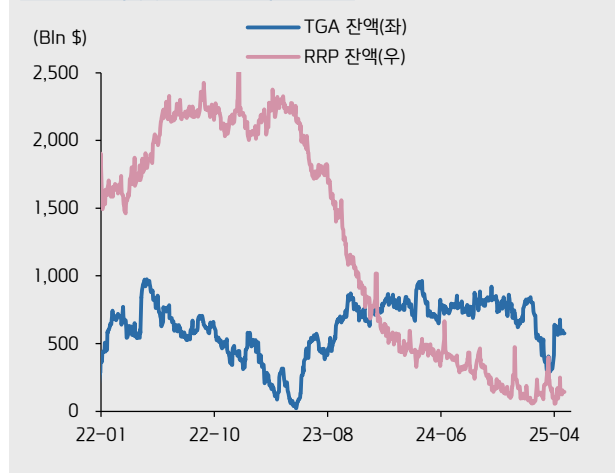
자료: Indeed, 키움증권 리서치



◆ TGA, RRP, 지급준비금의 최근 변화는 증시에 부정적 재료

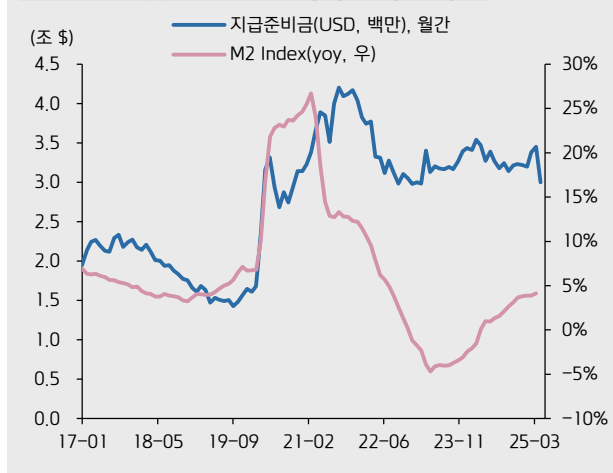
- 4월 세금 납부 시즌이 지나고 난 뒤 TGA는 5,958억 달러 수준까지 빠르게 높아짐. 해당 금액은 7~8월 사이로 추정되는 X-date까지 정부의 운영자금으로 사용될 전망. 이에 예상치 못한 이벤트로 정부가 TGA를 일정보다 빠르게 소진할 경우 부채한도 협상에 대한 논의는 앞당겨질 수 있고 이는 증시 불안을 가미할 수 있는 재료
- 채권 발행을 통해 정부가 신규 유동성을 공급할 수 없는 상황에서 QT는 지속되고 있기에 RRP 잔액은 1,422억 달러 까지 빠르게 하락
- RRP가 소진될 경우 QT에 대한 타겟팅은 지급준비금으로 집중될 수 있으며, 이미 지급준비금은 4월 말 기준 3조 달러로 하락
- 과거 SVB 사태 당시 지급준비금이 3조 달러 미만으로 내려가 유동성 우려를 자극했던 사례가 있기에 이러한 유동성 흐름은 증시 상승 흐름을 방해하는 요소. 다행인 점은 M2 Index 상승률이 아직까지 반등하고 있어 실질적 유동성 경색이 시작되었다고 보기에는 어려우나 관련 우려를 자극할 수 있는 환경적 요인이 만들어 짐

TGA 잔액 및 RRP 잔액의 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

지급준비금 및 M2 기준 유동성 환경은 양호



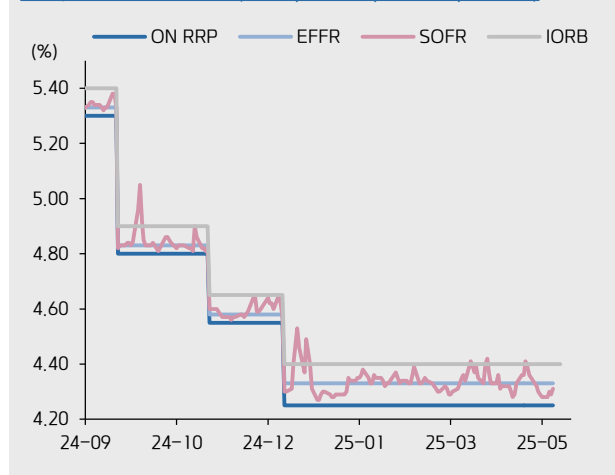
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 단기자금 시장과 미국 증시의 연관성

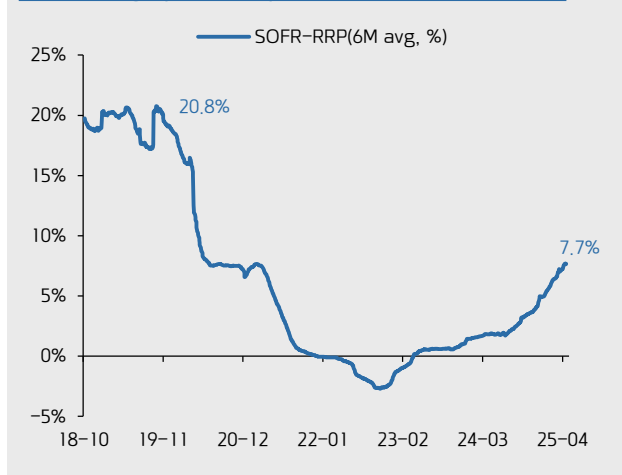
- 미국 자금 경색 정도를 간접적으로 검토할 수 있는 단기금리 상황을 확인해 보면 아직까지 큰 문제가 관찰되지는 않으나, 방향성은 부정적인 쪽으로 흐르고 있음
- 단기자금 유통이 어려울 경우 단기물 담보 1일 대출 거래 금리인 SOFR이 높아지게 됨. 최근 금리 기준금리 밴드 상단에 위치한 IORB 금리를 SOFR이 꾸준히 터치하는 현상이 관찰됨. SOFR과 기준금리 밴드 하단에 위치한 RRP 간 차이 역시 7.7%까지 높아지며 25년 이후 꾸준히 상승 중. 물론 레포 발착 당시 기록한 20.8% 레벨과 비교하면 7.7%은 아직까지 우려할 만한 레벨은 아니지만, 계속해서 수준이 높아지고 있다는 점은 염두해 둘 필요가 있음
- 트럼프의 감세 정책과 아직까지 타결되지 않은 부채한도 협상이 관련 노이즈를 만들어 내고 있다고 판단하며, 7~8월 X-date 직전 관련 불안감은 정점을 기록할 것. 이는 증시 입장에서 볼 경우 하방 재료

미국 금리 변화 추이(RRP, EFFR, SOFR, IORB)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

단기자금 경색을 간접적으로 보여주는 SOFR-RRP



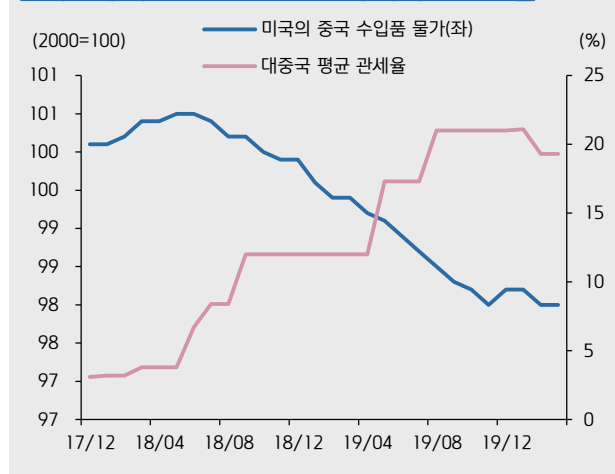
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 트럼프 1기 관세 부과에 따른 물가 흐름

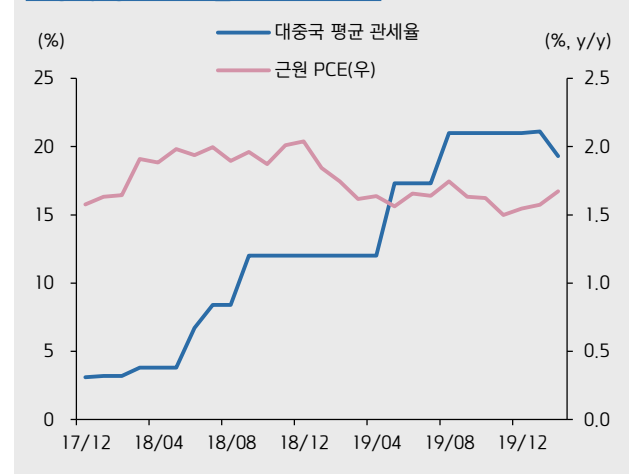
- 트럼프 1기 당시 관세 부과 국면에서 대중국 평균 관세율은 21%까지 빠르게 높아졌으나 미국의 중국 수입품 물가는 예상과는 달리 반대의 흐름을 연출
- 근원 PCE 역시 2.0% 수준에서 1.5%까지 소폭 하향되며 중국 관세율 상승 국면에도 하락하는 모습을 연출
- 관세 부과에도 물가가 하락한 원인은 위안화 평가 절하가 진행되며 달러로 표시된 중국산 제품의 가격이 오히려 낮아졌기 때문
- 트럼프가 관세 부과와 동시에 달러화 약세를 주장하는 이유에는 높은 관세+달러 약세가 더해져야 진정한 관세 효과가 산출되기 때문

미국의 중국 수입품 물가 vs 대중국 평균 관세율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

대중국 평균 관세율 vs 근원 PCE



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 달러화 움직임과 관세

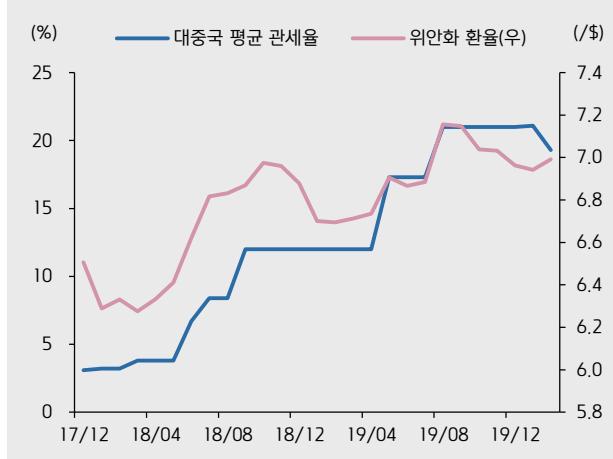
- 최근 달러인덱스는 100pt를 하향 이탈할 정도로 낮은 수준을 유지하고 있음
- 달러화에 대한 신뢰가 떨어진 결과라는 분석이 일반적이지만, 관세 정책 추진자 입장에서만 보면 긍정적 움직임
- 과거 위안화 환율과 대중국 관세율이 동시에 높아져 관세 효과가 미미했고, 미국이 중국을 환율 관찰대상국으로 지정한 사례가 있음
- 다만, 현재는 중국이 자국 통화에 대한 평가 절하를 진행하기 어려운 상황이므로 미국과의 적극적 환율 협상을 진행할 수 있는 환경
- 물론 시진핑 역시 쉽게 물러서지 않을 것이라는 입장을 보이며 강경한 태도로 맞서고 있지만, 최근 미국과 중국의 관세 빅딜 결과를 보면 트럼프 1기와 달리 이번 관세 압박은 중국에게 충분한 압박감을 주고 있다고 판단

환율 관찰대상국 지정 기준 및 국가

미국 환율 관찰대상국 지정 기준	
대미 무역흑자: 150억 달러 이상	
경상수지 흑자: GDP 대비 3% 이상	
외환시장 개입: 12개월 중 8개월 이상 GDP 대비 2% 이상의 달러 순매수	
미국 재무부 지정 환율 관찰대상국	
한국	대만
중국	싱가포르
일본	베트남
독일	

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

트럼프 1기 대중국 평균 관세율과 위안화 환율 움직임



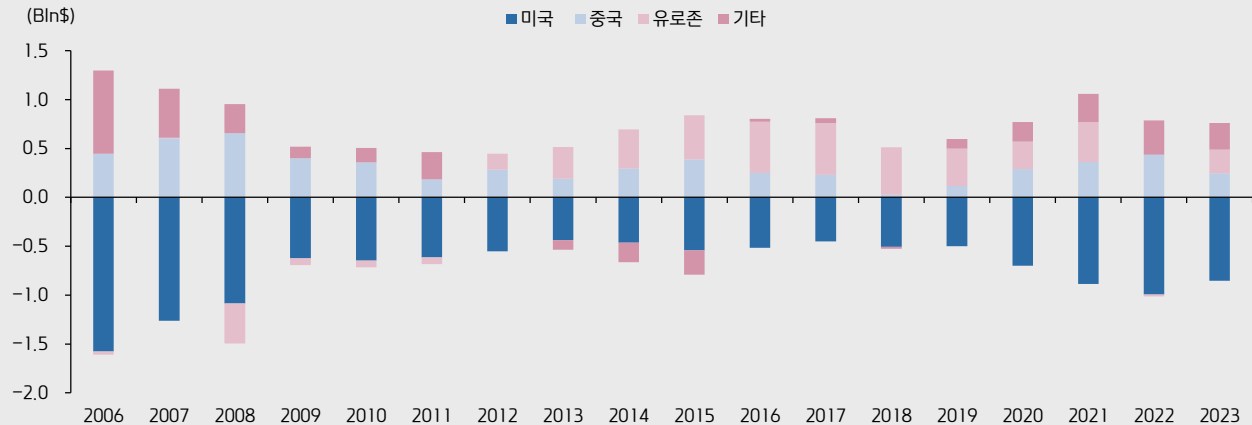
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 미국이 관세 정책을 시작한 이유

- X축 아래쪽에 표시되어 있는 미국의 대외 지출은 중국, 유럽, 기타국들의 잉여저축의 합과 거의 유사한 수준을 보임
- 즉, 무역 흑자국들의 순수출 중 많은 부분을 미국의 과잉지출이 감당하고 있음을 시사
- 미국이 이처럼 글로벌 최종 소비자 역할을 수행할 수 있었던 이유는 기축통화인 달러를 보유하고 있어 무제한 채권 발행이 가능했기 때문. 다만, 이러한 무역 불균형이 지속될 경우 미국 정부의 부채가 계속해서 누적되어 국가 경쟁력을 위협할 수 있다는 분석이 가능
- 이러한 관점에서 관세 정책이 등장. 무역 불균형을 관세 정책을 통해 일정 부분 해소하여 미국 정부의 대외 부채를 감소하겠다는 취지

대칭을 이루는 미국의 대외 지출과 무역 흑자국의 저축



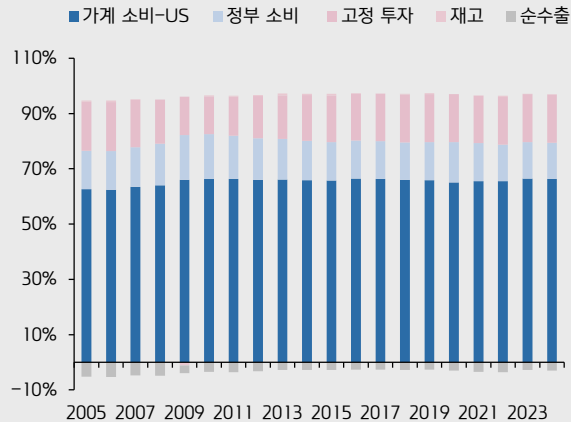
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 중국과 미국 사이의 무역 불균형

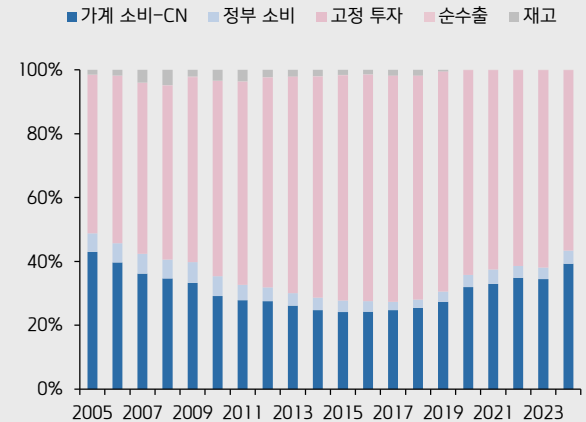
- 앞서 언급했듯 미국은 글로벌 최종 소비자 역할을 수행하며 무역 적자가 누적 됨
- 이중 가장 많은 기여를 한 국가 중 하나는 중국. 미국 GDP 세부 항목 중 가계 소비가 차지하는 비중은 약 68%로 GDP의 많은 부분을 차지. 반대로 중국 GDP 세부 항목 중 생산 활동에 사용되는 투자 항목은 최대 70%, 24년 기준 57% 수준이며, 소비가 차지하는 비중은 상대적으로 작음. 즉 미국은 소비를 중국은 생산을 통해 GDP 성장률을 주도한 것
- 이러한 구조로 인해 미국의 대중국 무역 불균형은 꾸준히 누적되어 왔으며 중국을 타겟으로 관세를 부과하려는 흐름이 관찰 됨

GDP 항목 중 소비가 핵심인 미국(% of GDP)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

GDP 항목 중 투자가 핵심인 중국(% of GDP)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 그럼에도 진행된 미국과 중국의 관세 빅딜

- 2025년 5월 12일 미국과 중국은 양국 공동 무역 성명을 발표
- 미국측 발표는 1)4월 8일, 9일 부과된 추가 관세 철폐, 2)4월 2일 이전에 부과된 관세 항목 유지, 3)4월 2일 부과된 34% 관세 중 24%는 90일간 유예하고 10%는 유지 등의 내용으로 구성됨. 4월 2일 이전에 부과한 관세 종류는 펜타닐 관련 관세(IEEPA), MFN(최혜국 대우) 관세, Section 232(국가안보기반 관세) 등이 존재
- 이 중 펜타닐 관세는 20%이기에 최종 미국이 중국에 부과하는 관세는 10%(상호관세) + 20%(펜타닐 관세)인 30% 수준이 됨. 이전 145% 대비 115%p가 낮아진 것
- 중국 역시도 기존 125%에서 미국과 동일하게 115%p 관세를 낮추며 10% 관세만을 남겨둔 상황

관세 협상 포인트 정리

관세 협상 포인트 요약

- ✓ 미국은 최대 145% → 30%로 낮춤 (115%p 인하)
- ✓ 중국은 125% → 10%로 낮춤 (115%p 인하)
- ✓ 미국은 10% 상호 관세에 더해 20% 펜타닐 관세가 유지되어 총 30% 부과
- ✓ 24%는 2025년 8월 12일까지 유예 중이며, 이후 협의 없을 시 재개 가능

자료: 키움증권 리서치

협상 내용을 발표중인 스콧 베센트 재무장관



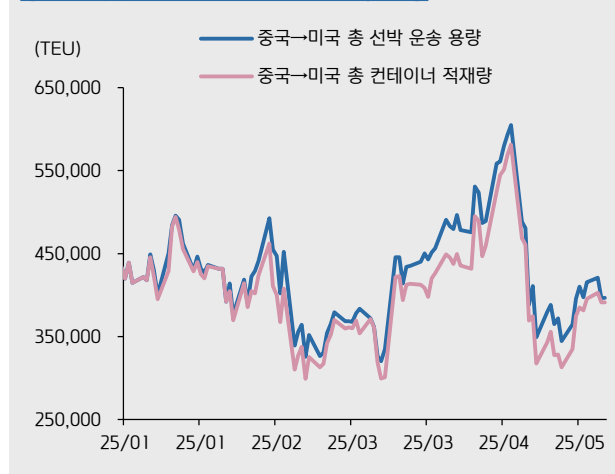
자료: 언론보도



◆ 미국과 중국의 관세 빅딜과 증시 90일 연기의 이유

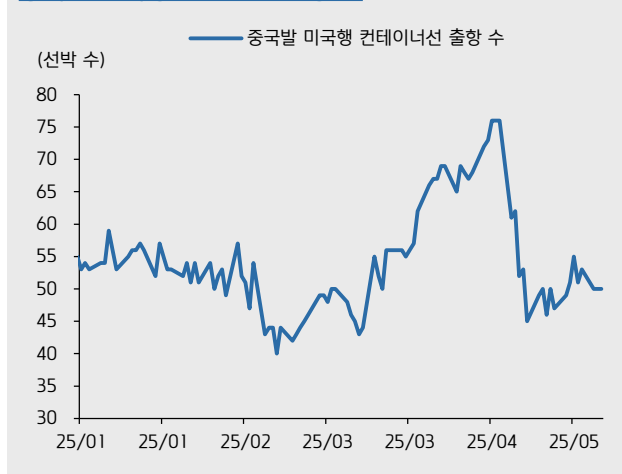
- 5월 12일 관세 빅딜이 진행되기 이전 상황을 확인해보면 중국에서 미국으로 출항한 컨테이너선 출항수와 적재된 총 물량이 4월 30일 이후 빠르게 회복하고 있음이 확인된다
- 빅딜 진행 전에는 관세 부과 우려가 높고, 교역 중단 가능성까지 언급되었지만 위험부담을 안고 미국향 컨테이너선이 중국을 출발한 것. 빅딜 관련 소식을 관련 업계에서 먼저 확인했는지는 알 수 없으나, 5~7월 소매업체들은 물량 확보를 위한 시간을 확보
- 미국의 연말 소비시즌(11~12월)에 대한 소매업체들의 재고 선적은 통상적으로 5~7월 경에 중국에서 출발함. 리드타임 및 물류 센터 확보 등을 위한 물리적 시간이 필요하기 때문
- 만약 관세 정책이 90일 연기되지 않은 채 강행되었을 경우 미국 소매판매 업체들은 연말 소비시즌에 대응하지 못했을 가능성이 높음
- 월마트 및 홈디포가 트럼프에게 관련 내용을 언급했다는 소식이 있는 만큼 90일 관세 연기는 소매업체와 관련이 깊을 것으로 판단

장난감 및 기타 소비재 재고 누적 현황



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국발 미국행 컨테이너 출항 수



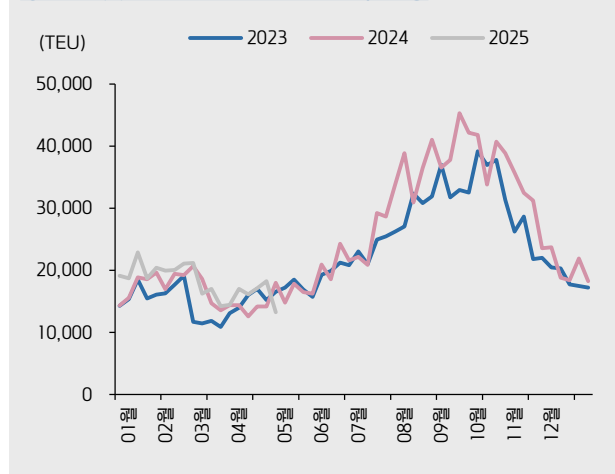
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 90일 관세 연기 이후의 상황은?

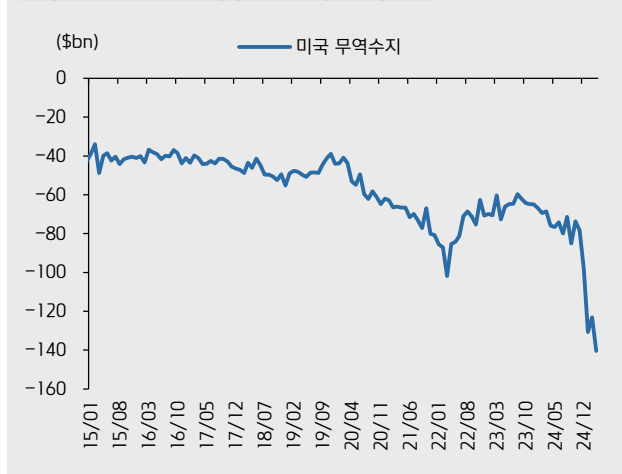
- 미국의 주간 장난감 연도별 수입 물량을 보면 5월 이후 재고가 본격적으로 누적되는 것을 확인할 수 있음. 앞서 언급했듯 소매업체의 공격적 재고 확보가 연기된 90일 동안 이루어질 수 있는 것
- 이미 사상 최고치를 기록중인 무역수지는 소매업체들의 공격적 재고 확보 과정 속에서 추가로 확대될 가능성이 높음. 이는 트럼프 입장에서 관세 정책을 다시 재개할 수 있는 계기가 될 수 있음
- 물론, 채권금리 급등 등 관세 정책을 고집할 경우 발생할 수 있는 부정적 여파에 대해 어느정도 학습한 트럼프이기에 이전과 같은 수준의 고강도 관세 정책이 등장할 가능성은 낮으나, 관세 노이즈가 재개된다는 이슈 만으로도 증시 입장에서는 하락 재료
- 90일 관세 유예가 마무리 되는 8월 초 관세로 인한 증시 조정 흐름이 다시 재개될 가능성을 감안할 필요가 있음

장난감 및 기타 소비재 재고 누적 현황



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

사상 최고치를 기록중인 미국 무역수지



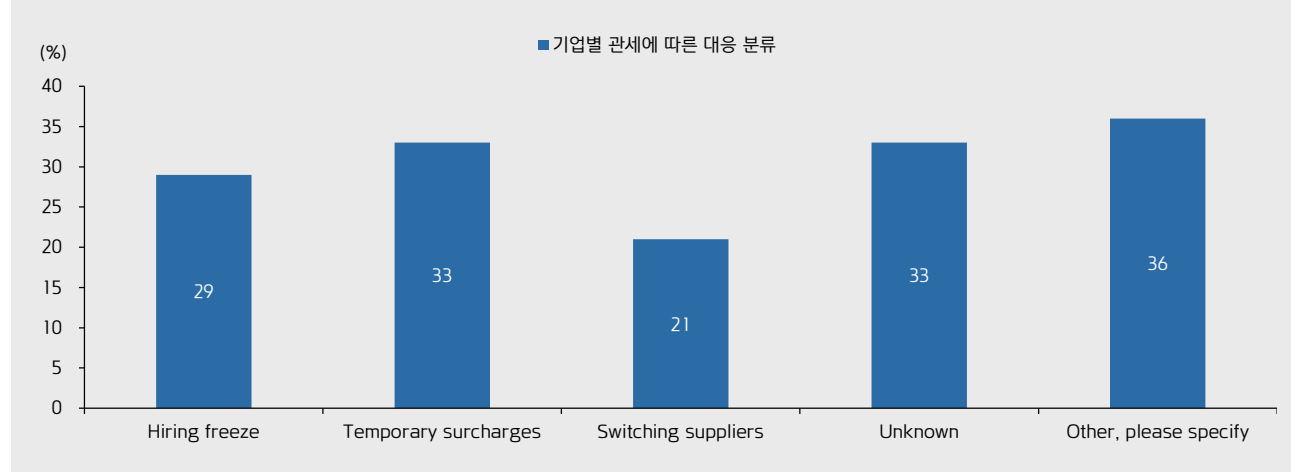
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 기업별 관세 대응 전략

- 관세에 대한 대응 조치에 대해 다중응답 형식으로 조사한 결과를 보면 아직 방향성을 정하지 못했다(33%)는 곳과 임시 할증(33%)을 진행하겠다는 곳이 가장 많은 상황
- 공급망 조정에 대한 대답은 21%로 가장 작은 수치를 보였고, 고용을 동결하겠다는 대답은 29%로 중간 정도를 기록
- 큰 대규모 기업들의 경우 전략적 공급망 수정이 가능하지만, 중소형 기업들의 경우 가격 전가와 고용 동결이 가장 직관적인 옵션

관세 정책 대응 전략에 대한 기업별 다중 응답



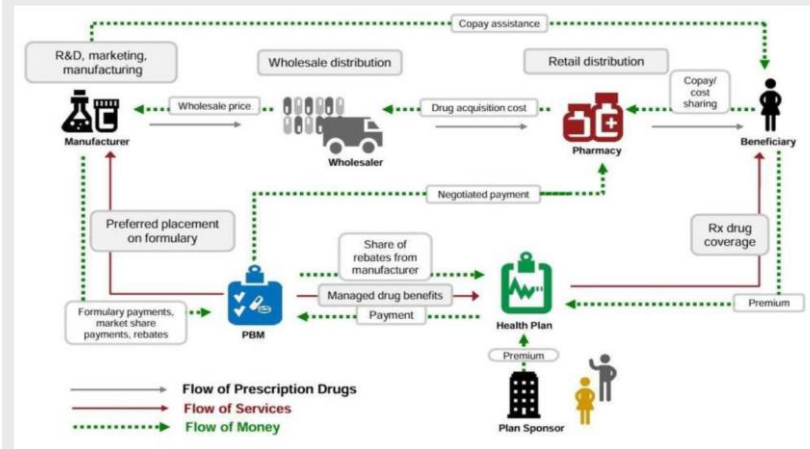
자료: ISM, 키움증권 리서치



◆ 미국의 약가 상승 배경과 이해관계

- PBM은 보험사 및 소비자 대신 약값 인하 및 관리를 해주는 역할을 수행. 중요한 부분은 처방약 목록을 그들이 관리하기에, PBM은 제약사에게 값이며 제약사들은 이들에게 다양한 명목으로 리베이트를 제공
- 반대로 보험사는 PBM의 고객이기(관리 수수료를 지급) 제약사에게 받은 리베이트를 PBM은 보험사와 분배. 이처럼 제약사-PBM-보험사 사이의 이해 관계는 약값이 올라갈 경우 모두가 윈윈 하는 구조이므로, 그간 미국 약가 상승의 원인으로 작용
- 한편 PBM의 핵심 경쟁력은 불투명. 제약사가 PBM에게 지급하는 리베이트는 금액은 공개되지 않으며, 보험사 역시도 이를 알 수 없음. 리베이트 금액이 공개되지 않는다는 것은 상한선 없이 지속적으로 높아질 수 있다는 의미이며, 리베이트가 높아져 있는 약가 역시 같이 높아질 수 있음
- 트럼프는 이러한 불투명과 구조적인 이해관계를 해결하여 약가 인하를 유도할 가능성이 높음

네 분류의 플레이어(제약사, 약국, PBM, 보험사)가 관여된 제약 유통 과정



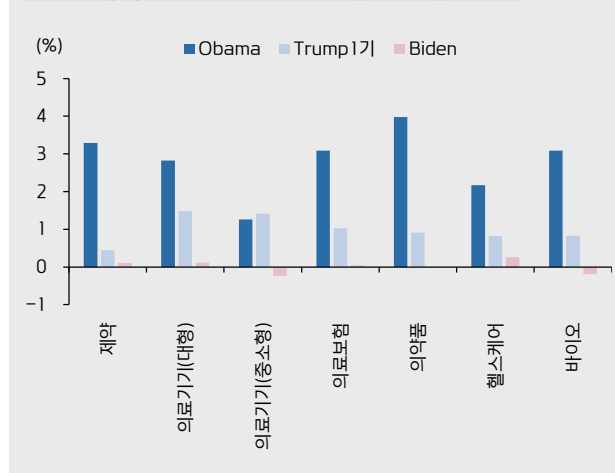
자료: USC, Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 약가 인하 행정명령과 헬스케어 산업 전망

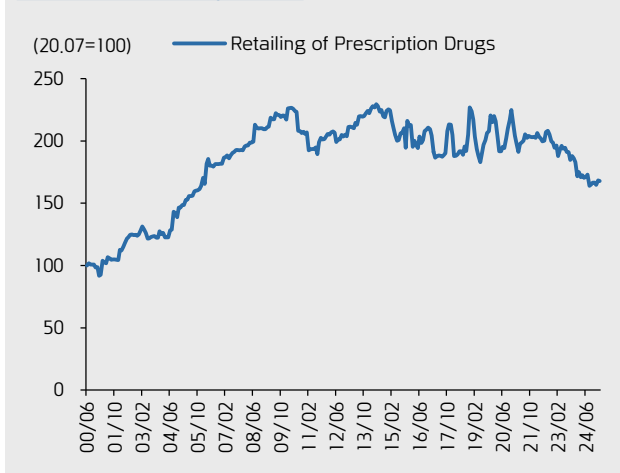
- 트럼프는 1기 시절부터 의약품 가격 안정을 위해 많은 노력을 기울임. 예컨대 광고 속 약값을 표시하게 하는 American Patients First 등의 정책을 통해 그는 제약 산업 투명성을 높이려는 노력을 지속
- 2025년 5월 12일, 트럼프는 미국 내 처방약 가격을 낮추기 위한 행정명령에 서명. 이는 미국 환자들이 다른 선진국과 동일한 수준의 약가를 지불하도록 하는 것이 목표이며 최대 약가의 90%까지 인하할 수 있다고 주장
- 또한 약가 투명성을 강화하고, 캐나다 외 다른 국가로부터의 약품 수입을 확대하는 방안을 행정명령에 포함
- 이에 대한 반발로 제약업계는 R&D 감소 및 혁신 저해를 이유로 법적 대응을 예고. 트럼프 1기 PBM에게 약가 인하 전쟁에서 패배한 경험이 있기에 이번 갈등 역시 단기간에 해소되기 어려울 것으로 판단
- 이러한 관점에서 헬스케어 정책에 대한 일관성이 확보되지 않을 수 있기에, 헬스케어 섹터에 대해서 보수적 입장을 취함

집권 대통령에 따른 헬스케어 섹터 수익률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

트럼프 1기 소매 약가 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 무디스의 신용등급 하향 배경 및 영향력

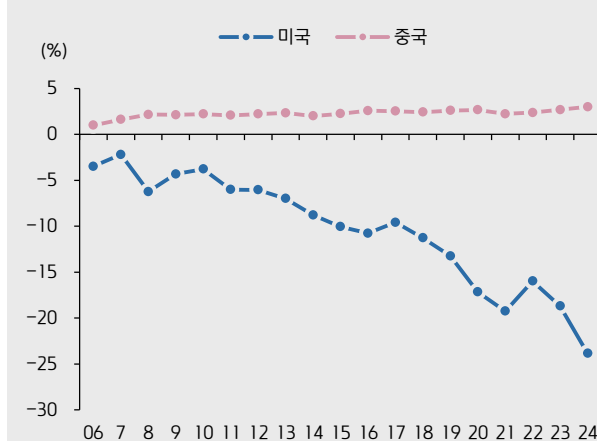
- 25년 5월 16일, 무디스(Moody's)는 미국 정부의 장기 발행자 및 무보증 채권 신용등급을 기존 최고등급인 'Aaa'에서 한 단계 낮은 'Aa1'로 하향 조정했고, 등급 전망은 '안정적(stable)'으로 변경
- 원인은 지속적인 재정적자 확대와 누적되는 국가부채 증가. 최근 금리가 높아지며 지출해야 하는 이자비용이 상승한 점도 부정적 요인
- 글로벌 GDP 대비 미국 순채무가 차지하는 비중은 24년 기준 23.8%를 기록해 사상 최고치를 경신하고 있음
- 미국의 국가부채는 24년 약 36조 달러 수준이며, GDP 대비 부채비율이 10년 뒤 134%까지 상승할 수 있을 것으로 전망되는 중
- 다행인 부분은 신용등급 하향이 상징하는 바는 크지만, 국채에 대한 기술적 영향력은 제한된다는 점. Aaa와 Aa1 등급은 동일하게 0%의 위험 가중치로 계산되며, 담보물로의 표준 헤어컷 역시 유의미한 차이가 없음
- 이에 단기적으로는 달러자산 신뢰 하락 기반 채권 금리 상승재료로 소화될 수 있으나, 장기적 영향력은 제한될 것으로 판단

무디스 등급별 설명 및 해당 국가

투자등급 (Investment Grade)		
등급	설명	해당 국가
Aaa	최고 신용등급, 채무불이행 위험 거의 없음	독일, 캐나다, 스위스, 싱가포르, 노르웨이, 네덜란드, 스웨덴, 덴마크, 룩셈부르크, 뉴질랜드, 오스트레일리아
Aa1	매우 우수한 신용도, 위험 매우 낮음	미국, 오스트리아, 핀란드
Aa2	우수한 신용도, 위험 낮음	대한민국, 아랍에미리트, 카타르
Aa3	양호한 신용도, 위험 낮음	벨기에, 체코, 대만, 아일랜드, 홍콩, 사우디아라비아
A1	안정적인 신용도, 위험 보통	일본, 중국, 쿠웨이트, 에스토니아, 아이슬란드
A2	보통 수준의 신용도, 위험 다소 있음	리투아니아, 몰타, 폴란드, 칠레
A3	보통 이하의 신용도	슬로바키아, 슬로베니아, 라트비아, 말레이시아, 크로아티아
Baa1	투자등급 하위, 위험 증가	스페인, 페루, 카자흐스탄, 이스라엘
Baa2	투자등급 최하위, 위험 높음	멕시코, 인도네시아, 필리핀, 헝가리
Baa3	투자등급 최하위, 투기등급	인도, 이탈리아, 루마니아, 파나마

자료: IMF, 키움증권 리서치

누적되고 있는 미국 대외 순채무



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ One, Big, Beautiful Bill: 트럼프의 감세안 발의

- 트럼프는 One, Big, Beautiful Bill 감세안을 발표. 핵심 요건은 1)연소득 \$3만~\$8만 총 평균 15% 세금 인하, 2)중소기업 대상 세액 공제 상향(20%→23%), 3)팁 비과세, 4)메디케이드 요건 강화 등을 통한 의무지출 1.6조 달러 삭감 등으로 정리 가능
- 다만, 감세안 통과가 매끄럽지는 못했음. 5월 16일, 프리덤 코커스(강경 보수파)의 반대로 하원 예산위원회에서 트럼프의 감세안은 통과가 좌절되었으나, 2일 뒤인 5월 18일 일부 강경파가 '기권'으로 전환하며 17대 16의 근소한 표차로 위원회를 통과
- 프리덤 코커스 등 감세 반대 입장은 위 법안으로 인해 10년간 국가 부채가 3~5조 달러 증가할 것이라 주장. 이에 그들은 메디케이드 관련 추가적 삭감을 트럼프에게 요구했으나, 트럼프의 강경한 반대로 인해 현재 교착 상태에 놓인 상황
- 하원 본회의 표결 통과 및 상원 통과가 남겨진 과제. 하원 공화당 의원이 민주당 의원 대비 7명이 많은 상황에서 30명 이상의 공화당 강경 보수파를 설득하지 못할 경우 본회의 통과는 지연될 여지가 있음

트럼프 vs 프리덤 코커스, 감세안 통과 대결



CONGRATULATIONS REPUBLICANS!!! MAKE AMERICA GREAT AGAIN!!!

미국 하원 구성	인원(명)
공화당	220명
민주당	213명
공석	2명 (사유: 사망)
프리덤 코커스(강경 보수파)	34~40명 (추정)

자료: 언론보도, 키움증권 리서치

트럼프 1기 감세안 통과 타임라인

시점	주요 이벤트	세율 변화 및 감세 폭
2017.04.26	트럼프 대통령, 세제개편 초안 발표	35% → 15% 제안
2017.09.27	백악관·공화당 지도부, 통합 세제개편안 발표 ("Big Six Framework")	35% → 20% 제안
2017.11.16	하원 통과 (세제개편 법안, HR1)	35% → 20%
2017.12.02	상원 통과 (세율 20% → 21%로 수정)	35% → 21%
2017.12.20	하원-상원 최종 조율 후 의회 최종 통과	확정: 35% → 21%
2017.12.22	트럼프 대통령 서명 → 법률 발효	2018년 1월 1일 시행

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

One, Big, Beautiful Bill 세부 내용



One, Big, Beautiful Bill 세부 내용

항목	주요 조치	수치효과	부차 설명
감세	전 국민 세금 감면 및 트럼프 감세 연장	<ul style="list-style-type: none"> ✓ \$30K~\$80K 소득층 세금 15% ↓ ✓ 가구당 평균 \$5,000 절세 ✓ 소기업 세액공제율 20%→23% ✓ 100% 즉시 비용처리 부활 	소비투자 확대 유인 중산층 지지 결집 목적
노동소득 보호	팁초과근무수당 비과세	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 수백만 팁 노동자 실질소득 ↑ ✓ UberDoorDash 포함 	플랫폼 경제 세제 형평성 제고
불법이민자 추방	연 100만 명 강제추방 예산 반영	✓ 연 1,000,000명 추방 목표	이민 불법 체류 억제 의지 과시
국경장벽	물리적 국경장벽 건설 확대	✓ 총 2,371마일 신규 장벽 구축	펜타닐 유입 차단 강조
이민 집행	이민 단속 인력 대거 총원 및 보너스 지급	<ul style="list-style-type: none"> ✓ ICE 10,000명, CBP 3,000명, 세관요원 5,000명 ✓ \$10K × 4년 보너스 	집행 효율성사기 예방 강화
복지개혁	불법체류자 대상 Medicaid 지원 중단	✓ 1.4백만 명 제외	복지 예산 여유 확보, 미국인 우선 원칙
복지근로 연계	근로능력 보유 복지수급자 근로 요건 강화	✓ 4.8백만 명 대상	실업률 개선근로시장 복귀 유도
재정 건전성	의무지출 대규모 삭감	✓ \$1.6조 삭감 (30년 만 최대)	국가 신용도 방어, 채무 부담 경감
성전환 의료 금지	미성년자 성전환 치료수술 Medicaid 지원 금지	✓ -	보수 성향 유권자 결집, 사회적 논쟁 반영
노인 감세	사회보장 수령자 세금 인하	✓ 퇴직자 실질소득 ↑	퇴직자 표심 공략, 은퇴 비용 부담 경감
트럼프 감세 고정	트럼프 감세 법안 영구 연장	✓ 자동 종료 방지	증세 리스크 제거, 기업 투자 심리 안정
항공시스템 개혁	FAA 항공관제 인프라 현대화	<ul style="list-style-type: none"> ✓ \$12.5B 투자 ✓ 일일 27K편 2.7M명 61K톤 대상 	항공 병목 해소, 물류 효율성 제고
친환경 보조금 철회	그린뉴딜전기차 보조금 전면 폐지	✓ 연 \$500B 절감	환경보호 vs. 재정건전성 충돌 지점
제조업 유인	미국자 구매자 대출 이자 전액 공제 및 제조업 세제 인센티브	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 100% 이자 공제 ✓ R&D보너스 감가상각 유지 	리쇼어링 촉진, 일자리 창출 효과
가족정책	자녀세액공제 확대MAGA 계파 신설유급 가족휴가 강화	✓ 40M 가구 대상	출산을 제고보수적 가족정책 어젠다 강화
플랫폼경제 규제 완화	\$600 초과 P2P 거래 보고 의무 철폐	✓ 수백만 자영업자 혜택	소규모 사업자플랫폼 노동자 금융 부담 경감
농업상속세	가족농업 상속세 면제 확대농가세금 감면	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2M 가족농업 보호 ✓ \$10B 절감 	농촌 공동체 안정, 세대 간 자산 이전 지원
국방 투자	Golden Dome 방공망 구축조선소 현대화 투자	✓ 수십억 달러 신규 투자	안보 강화, 국방산업 일자리 확대
에너지 자립	연방 토지 석유가스 리스 확대메탄세 폐지규제 완화	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 수백 건 리스 확대 ✓ 메탄세율 0% 	에너지 비용 ↓, 에너지 안보 강화
핵심광물 확보	국내 핵심광물 채굴 확대	✓ 의존도 ↓, 공급망 다변화	반도체배터리 산업 경쟁력 제고

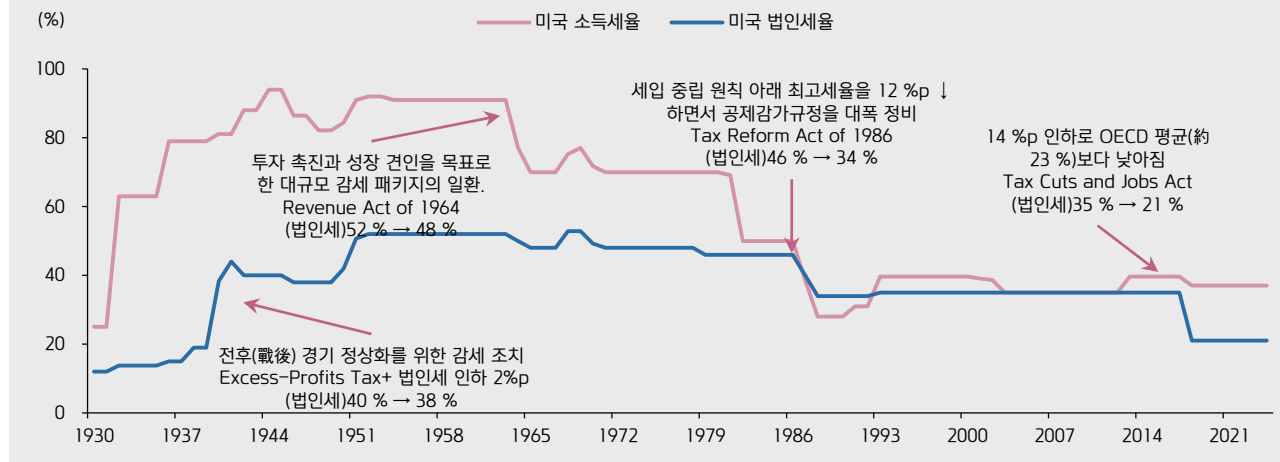
자료: WhiteHouse, 키움증권 리서치



◆ 트럼프 2기 감세안 특징

- 트럼프는 2017년 감세법(TCJA)을 연장하는 법안을 추진하는 만큼 법인세율과 소득세율 등 세율을 인하하는데 집중하기 보다는 혜택 기간 연장 및 세부 세액공제 항목 확보 등에 집중하는 모습을 보임
- 미국 내 제조 기반 시설을 만든 기업의 경우 15%까지 법인세를 낮추어 주겠다는 주장을 꾸준히 해온 바 있으나 아직 관련된 공식 행정명령은 발의되지 않음. 다만, 다른 감세안들을 감안할 경우 세금 부담이 완화될 것이란 지점은 변함없는 사실
- 이번 트럼프 감세안의 시행 예정일은 법안이 최종적으로 의회를 통과하는 시점에 따라 달라지겠지만, 공화당은 5월 26일(메모리얼 데이) 이전에 입법을 완료하고 즉시 시행하는 것을 목표로 하는 중
- 법안에는 세제 변경 사항을 올해 1월 1일부터 소급해서 적용하는 조항을 포함한 만큼 감세안 집행까지 남은 시간이 많지는 않은 상황

미국 과거 세율 인하 시점 및 폭



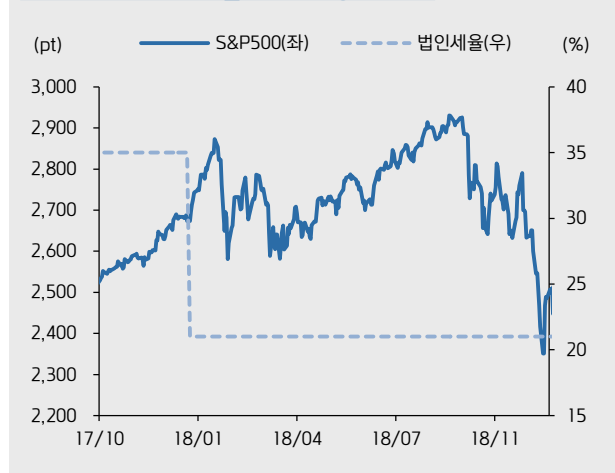
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 감세안 이후의 증시 흐름은?

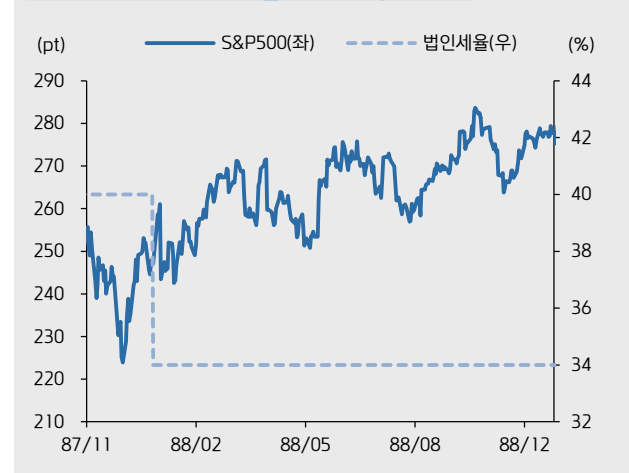
- 10%p 이상의 법인세율이 인하되었던 과거 사례를 보면 감세 이후 증시는 우상향 하는 흐름이 연출. 기업들의 실적이 개선 될 것이란 기대감과 소비가 활성화될 수 있다는 기대감이 증시 상승 재료로 작용하는 것
- 2018년 1월 법인세율 14%p 인하가 시행되자 S&P500은 2달 동안 +6.8% 빠른 상승세를 연출. 물론 금리 상승 압력으로 2월 초까지 단기적 조정을 받았으나, 감세 효과가 기업 실적에 반영되기 시작한 4월 이후 증시는 재차 반등
- 1988년 12%p 법인세가 인하된 이후에도 추세적 우상향 흐름이 연출됨. 물론 증시 상승 재료가 세금 인하 만은 아니겠지만, 기업들의 실적 개선에 의한 EPS 가이드스 개선 등은 증시 상승 압력을 만들어냈을 가능성이 높음
- 이번 감세안 역시 프리덤 코커스의 반대로 인해 하원 본회의 통과가 아직까지 불투명한 상황이지만, 만약 통과될 경우 증시 상승 재료로 작용할 가능성이 높음. 시기는 5월 말~6월 초가 가장 유력한 상황

트럼프 1기 법인세율 인하와 증시 흐름



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

로널드 레이건 법인세율 인하와 증시 흐름



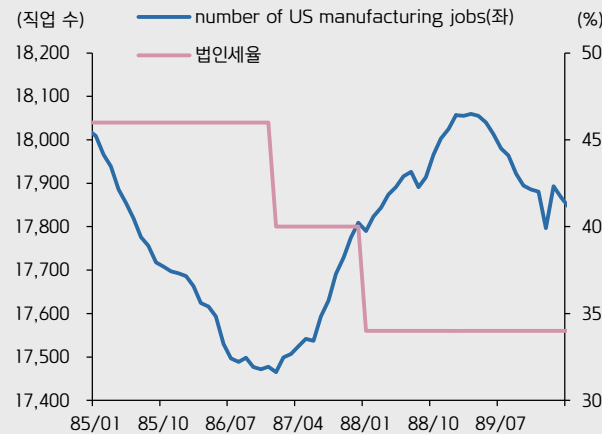
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 세금 부담 완화에 의한 제조업 변화

- 트럼프는 집권 초기부터 전통 제조업 부활을 꾸준히 강조. 자본집약도가 높은 제조업은 세금 부담이 완화 될 경우 투자 증가 폭이 서비스업 대비 상대적으로 높아 조금 더 직관적인 효과를 관찰할 수 있음
- 특히 리쇼어링, 미국 내 설비 투자 확충 등을 정부로 부터 주문 받은 제조업 입장에서 세금 부담 완화는 경쟁력 확보에 긍정적
- 1986년과 2018년 법인세율이 인하된 이후 제조업 종사자 수는 빠르게 성장. 낮아진 비용 만큼 기업들이 인력을 확보하고 설비 투자를 동시에 집행했기 때문. NBER은 제조업의 순 투자비용 1%p 하락 시 국내 설비투자 3%가 증가하는 탄력성이 확인됨을 주장
- 이번 감세안에 법인세 및 소득세율의 추가적 인하는 명시되어 있지 않으나, 간접적 효과를 통해 제조업 기업에게 활력을 불어줄 수 있을 것으로 기대. 앞서 언급했듯 관세 불확실성으로 인해 고용 동결 및 일시적 가격 전가 전략을 고려했던 기업들 역시도 관련 선택지를 뒤로 미룰 수 있는 계기가 될 수 있음

2018년 세금 부담 완화와 제조업 종사자 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

1986년 세금 부담 완화와 제조업 종사자 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

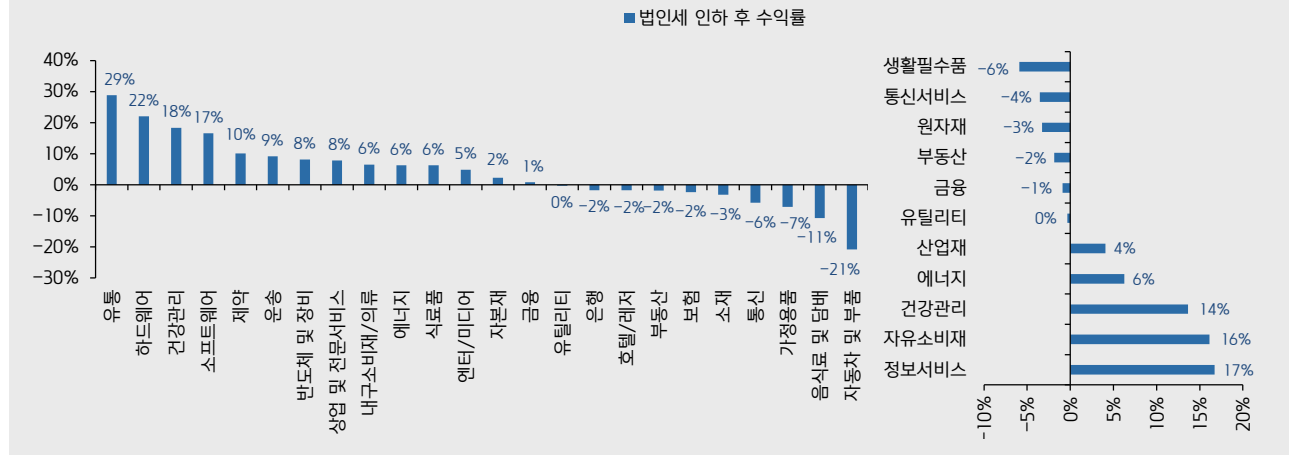
감세안 집행으로 가장 큰 수혜를 볼 곳은?



◆ 감세안 집행으로 가장 큰 수혜를 볼 곳은?

- 2018년 대규모 감세가 집행된 이후 소비자심리지수 및 투자심리는 개선되며 증시 상승을 견인. 이 과정에서 IT와 자유소비재 산업이 가장 높은 수익률을 보였고, 세부 업종으로는 유통 섹터 역시 긍정적 흐름을 연출
- R&D 및 Capex 비중이 높은 기업이 세금 인하에 큰 수혜를 받았고, 소비 회복 기대감에 따른 유통 부문 역시 긍정적인 영향을 받음
- 이번 감세안의 경우 대기업 대상 정책은 기존 세율 유지 및 R&D 세액공제 연장 등 이전과 비슷한 수준을 지속하겠다는 느낌이지만, 중소기업 및 자영업 대상으로는 세액공제 상향(20%→23%) 등이 추가됨. 단계적으로 축소되고 있던 100% 즉시 상각 제도에 대한 부활 역시도 추진되고 있는 상황
- 위 상황을 종합할 때 설비투자 비중이 높고, 성장주 성격을 보유하고 있으며, 대기업 수준의 규모가 아닌 기업이 이번 감세안으로 가장 큰 수혜를 받을 것으로 전망. 이 경우 러셀2000 안의 IT 및 첨단 설비 관련 기업들이 가장 높은 성장률을 연출할 수 있다고 판단

트럼프 1기 감세안 집행 이후 수익률

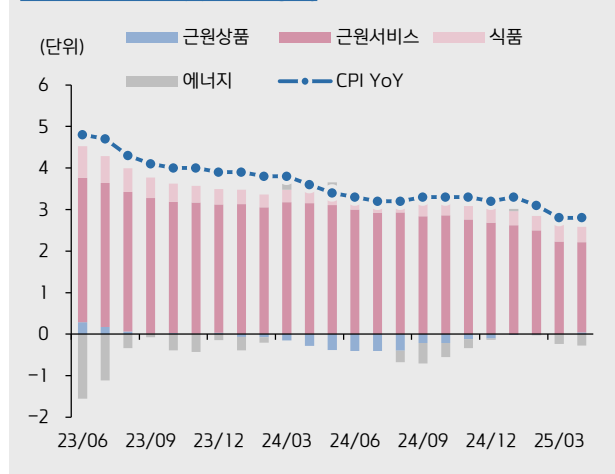


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 2018.01.01~2018.10.01 수익률



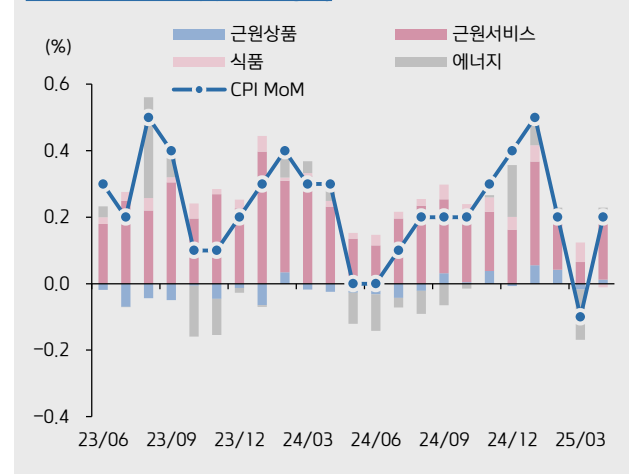
- ◆ 안정적 물가 흐름은 연준 풋(Fed Put)에 긍정적 요인이나, 관세 영향력이 여전히 미지수
 - 관세 우려가 시장을 장악했으나 물가는 아직까지 안정적 흐름을 보이고 있음
 - 헤드라인 CPI는 4월 YoY +2.8%를 기록해 시장 예상과 부합했고, MoM 역시 +0.2%의 온건한 수준을 기록
 - 부동산 비중이 높은 근원서비스가 전체 물가 하락 속도를 더디게 만들고 있지만, 상품 및 식품 물가는 안정적 추이로 접어듦
 - 연준이 완화적 통화정책을 통해 현재 미국 경제에 잔존하는 경기 침체 우려를 종식시킬 경우 증시의 상승 탄력은 이후 점차 거세질 수 있음. 현재의 물가 수준 역시 추세적인 하락 경로 속에 있기에 연준 풋에 대한 기대감 역시 지속해서 높아지고 있는 상황
 - 하지만, 관세 정책으로 인한 수입물가 상승 가능성 및 높은 기대인플레이션 등은 여전히 연준이 완화적 스탠스로 돌아서는데 부담을 주고 있음. 최근 미국 10년물 국채금리가 4.5% 레벨로 높아진 것 역시 연준 풋 시점을 뒤로 늦추는 요인

CPI YoY 흐름 및 세부 항목



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

CPI MoM 흐름 및 세부 항목



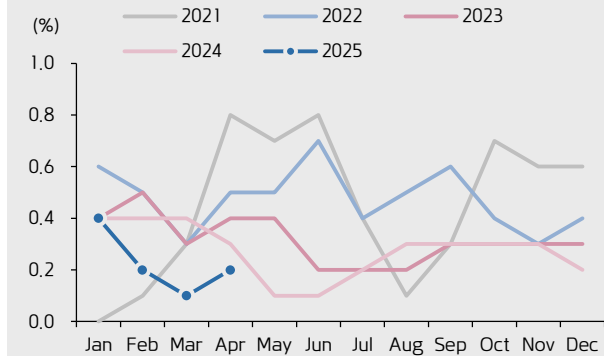
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 금리인하 타이밍을 늦추는 요인들

- Core CPI는 최근 5년 사이 가장 낮은 수준의 MoM 성장을 기록 중이나 관세 정책으로 인한 물가 상승 가능성이 아직 남아있다는 점에 연준의 금리인하를 부담스럽게 만들
- 달러화 자산에 대한 매력도 하락 및 관세 불확실성 등으로 2Y, 10Y 국채금리가 재차 높은 레벨로 복귀한 점 역시 금리인하 타이밍을 지연시키는 요소
- 빠르게 높아진 기대인플레이션 또한 금리인하 시점을 점차 뒤로 미루는 요인

연도별 Core CPI MoM 변화율



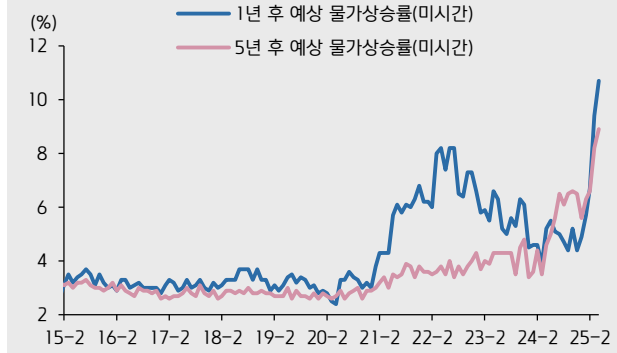
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국채 2Y, 10Y 금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

1Y, 5Y 기대인플레이션



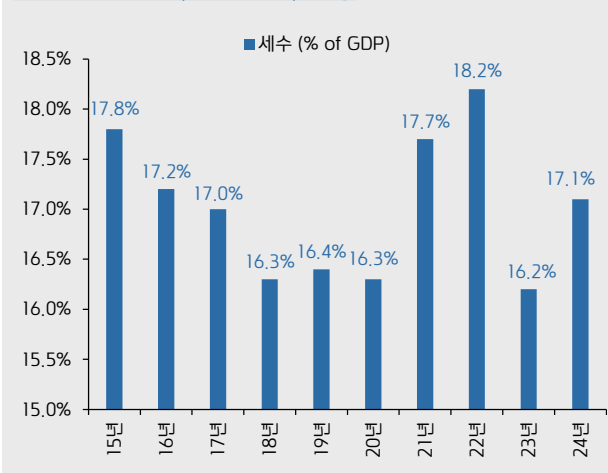
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 충분한 세수 확보 속 늦춰진 연준 풋

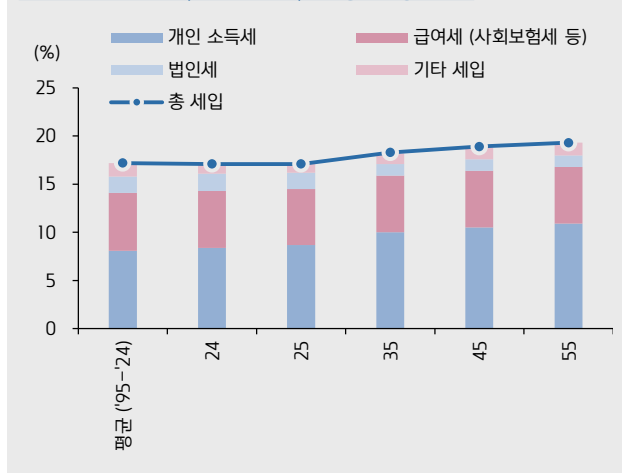
- 25년 4월 월간 재정수지 흑자는 +2,584억 달러를 기록해 역대 2위 수준을 기록. 5,370억 달러의 개인소득세와 전년 대비 2배가 증가한 156억 달러 관세 수입이 긍정적 재정 환경을 조성
- 충분한 세수 확보는 정부의 재정지출 여력으로 연결되기에 연준 입장에서는 경기 침체 방어를 위한 완화적 통화정책이 급하지 않아짐
- 물론 앞서 언급했듯, RRP 잔액 소진과 지급준비금 하락 등이 최근 관찰되고 있기에 연준의 유동성 개입은 여전히 필요하지만, 그 시점이 충분한 세수가 확보됨으로써 뒤로 미루어 짐
- 기존 5~6월 정도로 예상되던 X-date가 현재는 7~8월로 연기된 이유 역시 4월 기록한 재정수지 흑자 영향을 받았을 것으로 판단

GDP 대비 세입(Revenue) 비중



자료: fiscaldata, 키움증권 리서치

GDP 대비 세입(Revenue) 비중 예상 흐름



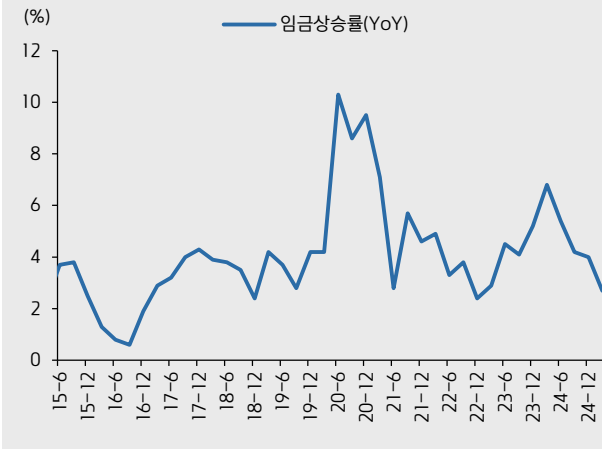
자료: fiscaldata, 키움증권 리서치



◆ 늦지만 반드시 올 연준 풋

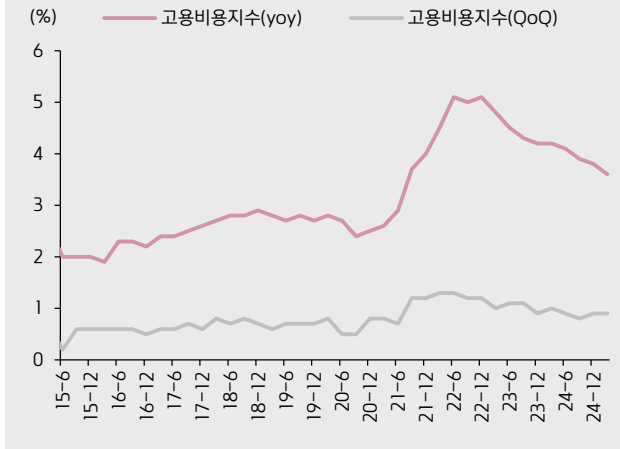
- 금리인하 시점이 뒤로 미루어져도 연준의 완화적 통화정책은 하반기에 개시될 가능성이 높음
- 앞서 확인한 물가 안정, 임금 상승률 하락, 고용비용지수 완화 등의 요인을 감안할 때 “고금리” 를 고집해야 할 이유가 점차 사라지기 때문
- 관세 불확실성으로 인해 연준이 수입물가 등의 데이터를 확인하고 의사결정을 진행하겠지만, 조금 뒤로 늦어질 뿐 경제적 당위성이 떨어지는 고금리 상황을 유지할 개연성은 낮다고 판단

임금상승률 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

고용비용지수 변화율

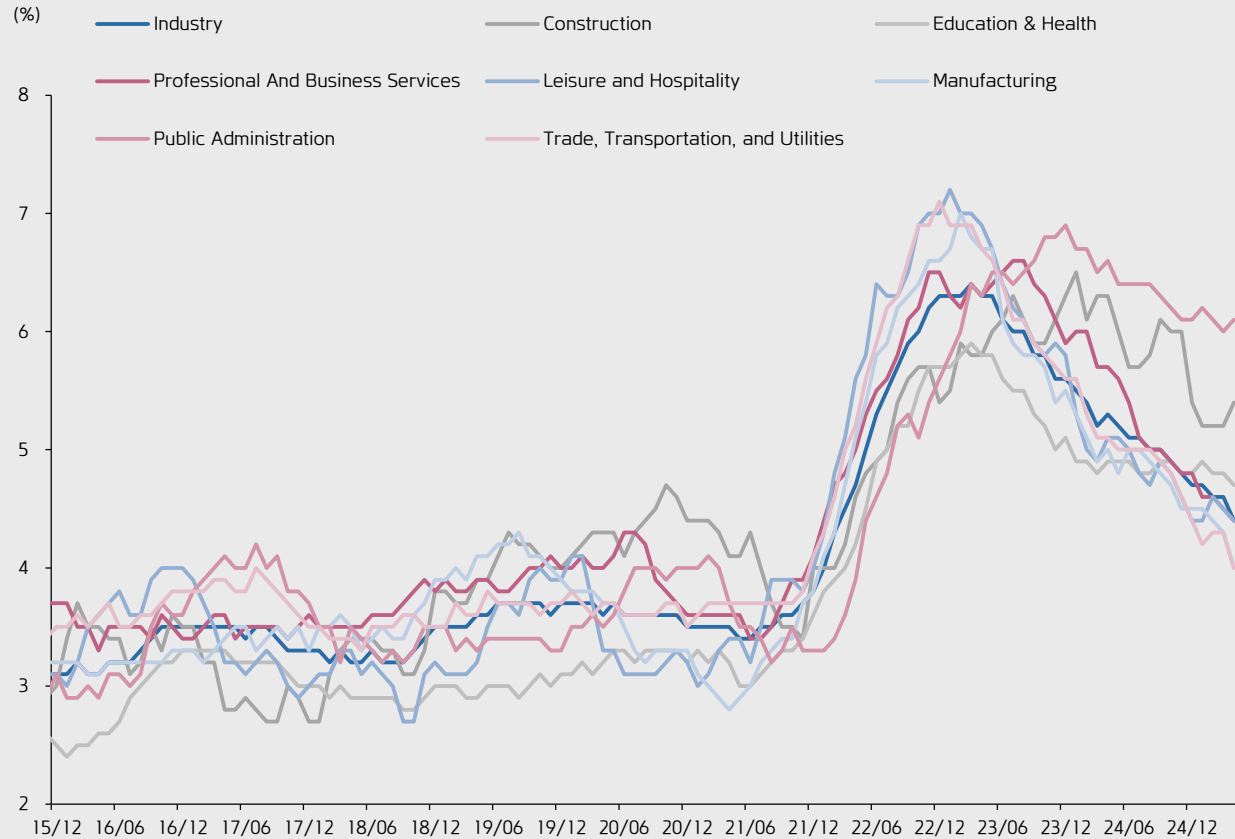


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

각 직군 별로 살펴본 임금 상승률 추이



각 직군 별로 살펴본 임금 상승률 추이



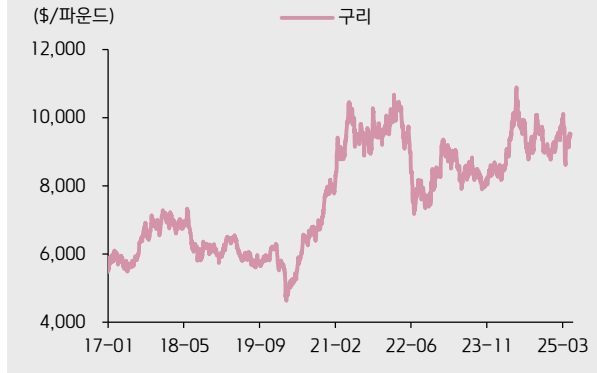
자료: Atlanta Fed, 키움증권 리서치



◆ 안정적 추이를 보이는 에너지 가격

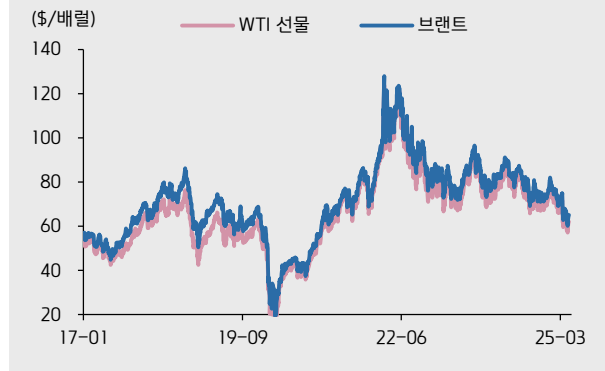
- WTI는 57\$ 수준까지 내려가며 안정적 수준을 보이고 있음
- 미국의 에너지 가격 안정화 슬로건이 어느정도 작동을 하고 있는 상황이며, 셰일오일 생산량 확대는 꾸준히 진행 중
- 퍼미안 분지에서 뽑아내는 천연가스 생산량 또한 늘어날 수 있다는 기대감 속 Henry Hub Gas 역시 안정적
- 물가 상승을 가장 빠르게 이끌 수 있는 글로벌 에너지 가격이 낮아져 있으므로, 연준 입장에서는 추후 완화적 통화정책 개시 근거로 활용될 수 있음

구리 가격 변화



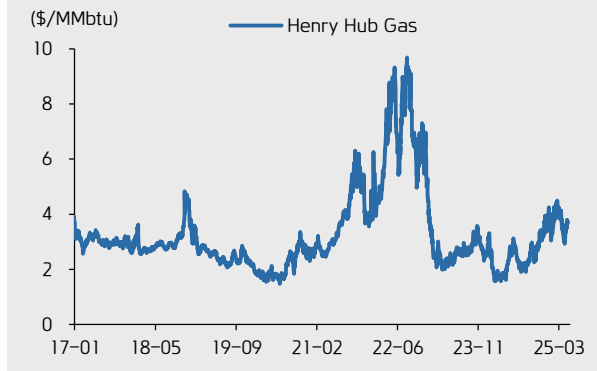
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

WTI 및 브랜트 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

천연가스 가격 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 연준 완화적 스탠스가 확인된 이후의 증시

- 7~8월 부채한도 협상, 2분기 실적 발표, 관세 협상 등의 재료는 단기적 증시 하락세를 만들어낼 수 있지만, 그 이후 뒤따르는 연준의 완화적 통화정책은 V자 반동의 변곡점을 만들 수 있음
- 2018년 12월 역시 연준이 FOMC를 통해 금리 인상을 중단할 것이란 스탠스가 확인되자 증시는 분위기가 전환됨
- FedWatch 기준 연준의 기준금리 인하 시점은 9월로 예상되고 있으며, 기준금리 인하 전 연준 위원들의 완화적 발언이 사전에 먼저 소화될 경우 증시에게는 호재로 작용할 수 있음

연도별 Core CPI MoM 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

FedWatch 기준 기준금리 변화 확률

Date	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
25.06.18	0%	0%	0%	0%	0%	8%	92%
25.07.30	0%	0%	0%	0%	2%	33%	65%
25.09.17	0%	0%	0%	1%	19%	50%	30%
25.10.29	0%	0%	1%	10%	35%	40%	14%
25.12.10	0%	1%	7%	27%	38%	23%	5%
26.01.28	0%	3%	15%	31%	32%	16%	3%
26.03.18	2%	9%	23%	32%	24%	10%	2%
26.04.29	3%	12%	25%	30%	21%	8%	1%
26.06.17	6%	16%	26%	27%	17%	6%	1%
26.07.29	8%	18%	27%	25%	15%	5%	1%
26.09.16	10%	20%	26%	23%	12%	4%	1%
26.10.28	10%	19%	26%	23%	13%	4%	1%
26.12.09	11%	20%	25%	21%	12%	4%	1%

자료: FedWatch, 키움증권 리서치



◆ 중동 순방을 끝낸 트럼프와 시에 진심인 사우디

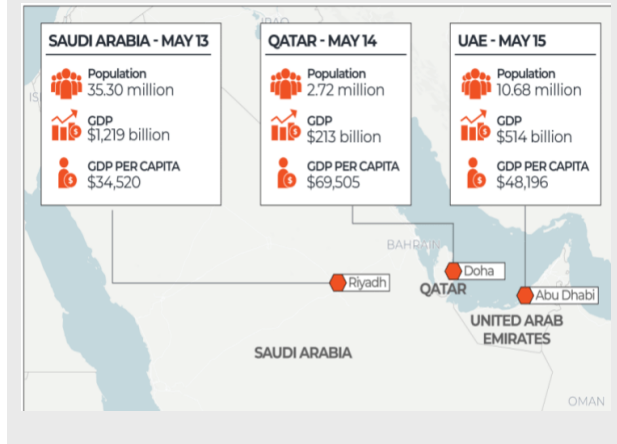
- 트럼프는 5월 13~16일 사우디-카타르-UAE의 중동 순방을 완료했고 일론 머스크, 샘 올트먼, 젠슨 황 등 주요 기업인들이 동행. 사우디는 트럼프 방문에 전투기로 호위하며 환대했고 카슈끄지 사건으로 인해 사이가 멀어졌던 미국과의 관계를 회복
- 이번 순방은 과거의 안보에너지 중심에서 AI 중심 경제 협력으로 무게가 이동한 것이 특징이며 사우디는 미국에게 AI 관련 1,000억 달러 규모의 투자를 약속
- 사우디의 빈 살만 왕세자는 비전 2030 프로젝트를 통해 석유 의존적인 자국경제 구조를 바꾸고자 노력하고 있음. 실제 2024 년 사우디의 비 석유 부문은 GDP 내에서 사상 처음으로 과반 수준인 49.9%를 기록했고, 데이터센터와 같은 AI 인프라 유치를 위해 적극적인 투자가 진행되고 있음

사우디와 미국 간 맺어진 투자 약속

분야	금액	방향
총 투자 약속 규모	6,000억 달러	—
에너지	142억 달러	미국 → 사우디 수출
항공 방산	48억 달러	미국 → 사우디 수출
헬스케어	58억 달러	사우디 → 미국 투자
AI - 데이터센터 및 인프라	200억 달러	사우디 → 미국 투자
AI - 공동기술 투자	800억 달러	미국 → 사우디 투자/협력
인프라 펀드	20억 달러	미국 → 사우디 수출
에너지 펀드	50억 달러	사우디 → 미국 투자
항공 방산 펀드	50억 달러	사우디 → 미국 투자
스포츠	40억 달러	사우디 → 미국 투자
방산	1,420억 달러	미국 → 사우디 수출

자료: 키움증권 리서치

트럼프의 중동 순방 일정



자료: 언론보도, 키움증권 리서치



◆ 중동 순방 기간동안 수혜를 본 기업들

- 트럼프의 중동 순방에서 가장 주목할 수혜 기업은 엔비디아(NVDA)로, 사우디의 AI 기업 '휴메인'에 블랙웰 칩 1,800개(약 7.85억 달러)를 공급하는 계약을 따낸 데 이어, UAE와는 매년 50만 개의 AI 칩 수출에 대한 예비 합의도 이끌어냄
- GE Vernova(GEV)는 사우디 전력 인프라 투자 142억 달러 중 다수를 차지하며 발전 설비가스 터빈 수출 계약을 체결했고, Boeing(BA)은 사우디와 카타르 양국에서 항공기 수출 계약을 맺으며 총 수십억 달러 규모의 737, 787, 777X 항공기 판매에 성공
- Google, Oracle, Salesforce, AMD, Uber 등은 사우디와 800억 달러 규모의 AI인프라 공동 투자 협약에 참여하여 현지 디지털 전환 프로젝트에 깊이 관여하게 되었고, Hill, Jacobs, Parsons 등 미국 건설사들은 20억 달러 규모의 사우디 인프라 개발 사업에 참여하며 물리적 기반 구축을 담당. 카타르와 UAE도 각각 수백억~수조 달러 규모의 항공방산반도체 투자를 약속하면서, 중동발 미국 기업 수혜는 방산, IT, 인프라 전반으로 확대되는 양상

미국 - 사우디 간 체결된 경제 협력 세부 항목

분야	세부 내용
AI/데이터센터	DataVolt, 美에 200억 달러 규모 AI 데이터센터 및 에너지 인프라 구축
기술 투자	Google, Oracle, Salesforce, AMD, Uber 등 총 800억 달러 공동 기술 투자
인프라	美 기업 (Hill, Jacobs, Parsons 등) → 사우디 인프라 건설 수주 (20억 달러)
에너지 수출	GE Vernova 가스터빈에너지솔루션 수출 (142억 달러 규모)
항공기 수출	Boeing 737-8 여객기 → Av Lease에 48억 달러 규모 수출
헬스케어	Shamekh IV Solutions → 미시간주에 IV 수액공장 등 58억 달러 투자
산업별 펀드	- 에너지 투자 펀드: 50억 달러
	- 항공방산 기술 펀드: 50억 달러
	- 글로벌 스포츠 펀드: 40억 달러

자료: 키움증권 리서치

미국 - 카타르 간 체결된 경제 협력 종류 및 금액

산업 분야	금액	비고
항공기우주산업	960억 달러	美 항공기 제조 최대 수출 계약
에너지 인프라	85억 달러	카타르 LNG 확장 사업
인프라엔지니어링	970억 달러	고급 기술설계 수주
첨단기술양자산업	10억 달러	양자기술 및 인력개발
방위산업 (드론 요격)	10억 달러	FS-LIDS 수출, 카타르 최초 해외 고객
방위산업 (UAV)	20억 달러	정찰공격 겸용 UAV
방위산업 (의향서 포함)	380억 달러	방공해양안보 포함, 잠재 계약

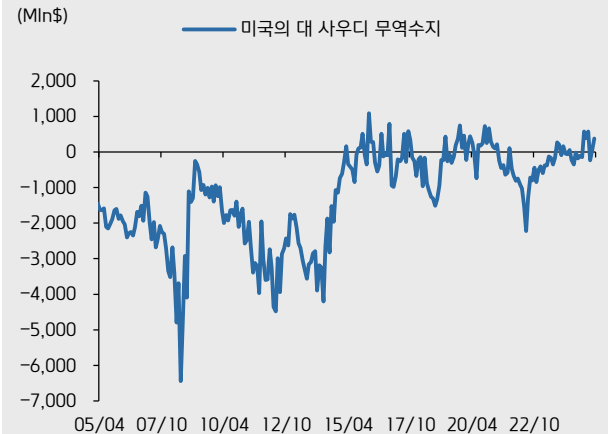
자료: 키움증권 리서치



◆ 사우디: 하드웨어 먼저, 소프트웨어는 나중에

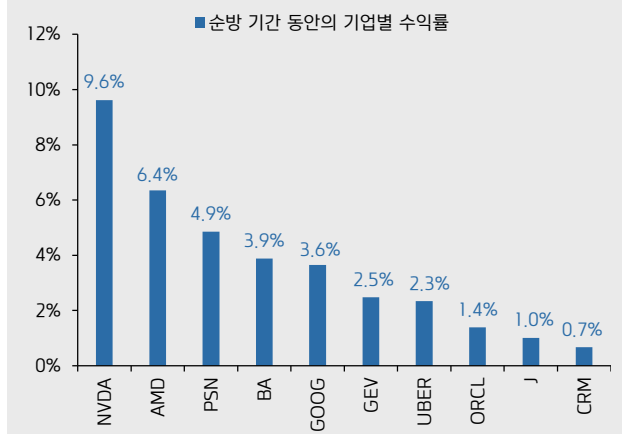
- 트럼프의 이번 중동 순방은 그간 소원했던 중동과의 외교적 관계를 복원함과 동시에, 미국의 첨단 AI 및 방산 기업들에게 대규모 수요처를 확보해줬다는 점에서 전략적으로 큰 의미를 지님
- 중동은 이제 막 AI 산업 기반을 다지기 시작하는 단계로, 당장은 GPU, 전력 설비, 데이터센터 등 하드웨어 인프라 구축이 핵심. 실제로 순방 기간 중 엔비디아(+9.6%)와 AMD(+6.3%) 등 반도체 기업 주가는 가장 강하게 반등하며 하드웨어 중심 수혜를 반영
- 구글(+3.6%), 오라클(+1.4%), 세일즈포스(+0.7%)와 같은 소프트웨어 기업들은 상대적으로 덜 상승했는데, 이는 AI 인프라 구축 후 2차적으로 수혜가 예상되는 구조이기 때문. 즉, 지금은 미국 하드웨어 기업이 중동의 디지털화 초기 수혜자가 되고 있으며, 앞으로 인프라가 갖춰진 이후에는 소프트웨어 기업의 차례가 올 것이라 판단

미국과 사우디의 무역수지



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

순방 기간 동안의 기업별 주가 흐름



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2025년 하반기 관심 종목 리스트: 6월까지의 신중한 낙관론, 단기적으로 모멘텀 플레이 유효



2025년 하반기 전략: 6월까지의 신중한 낙관론, 단기적으로 모멘텀 플레이 유효

테마	업종	종목	투자 포인트	시가총액 (\$mln)	1M 수익률(%)	YTD 수익률(%)
무역 정책 불확실성 방어	IT	마이크로소프트(MSFT)	<ul style="list-style-type: none"> ‘클라우드 마이그레이션’ 가속화와 CAPEX 지출 믹스 개선으로 성장 모멘텀 여전히 매력적 데이터센터, 네트워크, 랩 및 반도체칩, 플랫폼과 어플리케이션까지 모두 통합한 AI 기술 업체로 전방위적으로 클라우드 워크로드 구동하는 데 높은 효율성 구축 	3,405,369	27.6	8.7
	통신 서비스	넷플릭스(NFLX)	<ul style="list-style-type: none"> 광고 사업 확장, 요금제 인상, APAC 및 EMEA 신흥 시장 성장에 기반한 실적 성장 기대감 유효 트럼프, 국제 경제 불확실성 속 안전한 포지션 보유, 이를 반영하듯 견고한 가이던스 제시 	507,289	20.7	33.7
트럼프 정책 수혜 (MAGA+AI)	산업재	액손 엔터프라이즈 (AXON)	<ul style="list-style-type: none"> 현재 미국 연방 및 지방 정부, 경찰, 교정시설 등 법 집행 기관이 주요 고객으로 진입장벽 높음 AI+소프트웨어+하드웨어 통합 라인 효과와 민간 및 해외 확장으로 실적 성장 모멘텀 유효 	57,824	37.1	25.0
	산업재	버티브 홀딩스(VRT)	<ul style="list-style-type: none"> 서버용 냉각 시스템 및 전력관리 장비를 제조 및 판매하는 디지털 인프라 솔루션 기업 매출의 80%가 데이터센터용으로 발생하며 엔비디아 등 주요 칩 제조업체와의 기술적 파트너십 체결. 전력 설비와 유지보수 등 서비스를 모두 제공하기에 경쟁적 우위와 진입장벽 존재 	40,546	57.5	-6.4
	산업재	트랜스다임(TDG)	<ul style="list-style-type: none"> 견조한 상업용 항공 수요와 신규 항공기 생산 회복, 국방 예산 확대가 수익성 확대의 배경 독점 엔지니어링 부품 생산하기에 가격 결정력 높고 애프터마켓 서비스 시장에서도 지속적인 수익 창출 가능 	80,295	9.4	12.8
	산업재	하우멧 에어로스페이스(HWM)	<ul style="list-style-type: none"> 견조한 상업용 항공 수요와 신규 항공기 생산 회복, 국방 예산 확대가 수익성 확대의 배경 일괄 생산으로 수직계열화 달성, 경쟁 우위로 관세 측면에서 비용 전가력 충분 전력 수요 증가에 따른 IGT 터빈 블레이드 수요 증가도 긍정적 	66,647	38.2	51.0
금융 규제완화	금융	씨티그룹(C)	<ul style="list-style-type: none"> 트럼프 1기 임기 당시 볼커를 완화가 금융주 상승의 계기되었다는 점에서 주목 7월 바젤3 최종안(Basel 3 Endgame) 연기/축소시 은행주 전반에 긍정적으로 작용 가능 	141,761	21.1	7.8
전력 수요 증가	유틸리티	비스트라 에너지(VST)	<ul style="list-style-type: none"> 전력 수요 대비 신규 공급 여전히 부족한 상황. 여름 폭염과 전력 경매로 가격 상승 모멘텀 유효 27년까지 석탄 발전소 폐쇄 및 원자력 발전 포트폴리오 강화중, 트럼프 ‘원자력 르네상스’ 수혜 	53,285	47.4	13.9

자료: 키움증권 리서치
주: 2025.05.20 기준



◆ 거울에 비치는 트럼프 1기, 7·8월이 두렵다

- 트럼프 2기, 순서에서의 차이는 존재하나 정책 방향은 1기와 매우 유사. '해방의 날' 이후 시장은 점차 트럼프 행정부에 적응하기 시작, YTD 수익률도 플러스 전환했고, 악재 민감도와 침체 가능성도 크게 낮아진 모습 확인 가능
- 아직까지 완전한 리스크 해소라고는 볼 수 없으나 미중 회담 결과는 긍정적. 90일 관세 유예가 만료될 7·8월 전까지는 중국과 추가적인 협상 진전 발표되며 위험자산 선호 심리 이어질 가능성 높다는 생각
- 추가 상승을 위한 전제 조건은 크게 4가지: 1)미중 관세 협정 타결, 2)연준 금리인하(보험성 전제), 3)FY2Q25 실적 및 긍정적 가이드언스, 4)美 국채금리 변동성 하락. 다만 동시에 흔들림도 만들어낼 수 있는 재료
- 급락과 급등이 반복되는 패턴, 바텀업, 액티브 전략 중요성 대두

과거 트럼프 1기 당시 관세 밀당



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

무역 정책 불확실성과 VIX 변동성 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

증시 반등의 조건이자 상방을 제한할 리스크 4가지

관세 협정
체결 여부

연준의
금리인하 지연
가능성

FY2Q25
실적 및
가이드언스

美 국채금리
급등/급락
가능성

자료: 키움증권 리서치



◆ 트럼프 사용법? 리딩방 OPEN

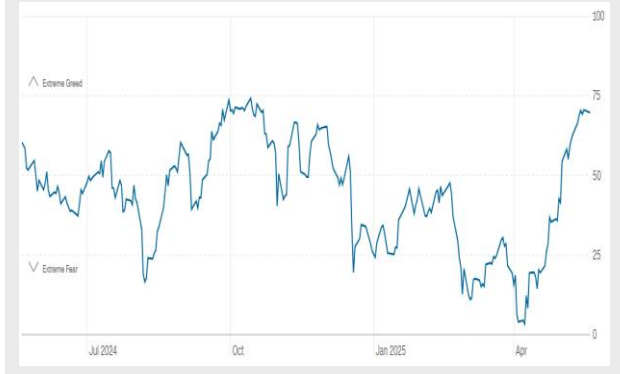
- 트럼프, 4월과 5월 2차례 SNS 통해 증시 상승 신호 제공
- 1기를 미뤄봤을 때, 트럼프가 추구하는 금융 규제 완화, 법인세 감면 등 시장 친화적인 정책 미발표로 아직 경기 부양 기대감으로 작용할 수 있는 재료 상존. 또한 모두 연내 추진되어야 하는 사안들로 단기 모멘텀 유효. 정책 지원이 집중(AI, 인프라, 안보)되고 대외 리스크와 상충되지 않는 모멘텀 유효한 업종 및 테마로 접근할 필요
- 변동성을 활용하는 액티브 방식이 유효할 것으로 판단. 다만 여전히 높은 금리 수준과 경기 둔화를 감안, 연말까지 대형 쉼리티 위주로 접근하는 것이 합리적이며, 대외 리스크 방어를 위해 상품보다는 서비스로 대응하는 전략 유지. 바텀업 관점에서는 높은 시장 경쟁력 기반 가격 전가력 높고, 대차대조표 안정적인 기업 주목

트럼프 행정부 FY2026 예산안 하원 통과

항목	내용
총예산규모	약 4.8조 달러
비국방재량 지출삭감	1,631억 달러 감축 (전년 대비 -22.6%)
국방 예산 증액	1조 120억 달러로 확대 (+13.4%)
국토안보예산 증액	1,750억 달러 증액 (+65%), 이 중 438억 달러는 2026년에 배정
주요 삭감 대상	환경, 교육, 대외원조(-490억), 우주탐사(-60억), 보건기관(-40%), IRS(-20억) 등
세금 감면 연장	2017년 감세 연장, 탑·초과근무·사회보장소득 면세 추진, 국경 예산 500억 달러 포함, 부채한도 증액 병행 추진
공공미디어지원 중단	PBS·NPR 자금 중단 및 FCC 조사 착수
연방기관 구조조정	정부효율성부(DOGE) 설치, 보조금 정리, 대대적 행정 슬림화 추진

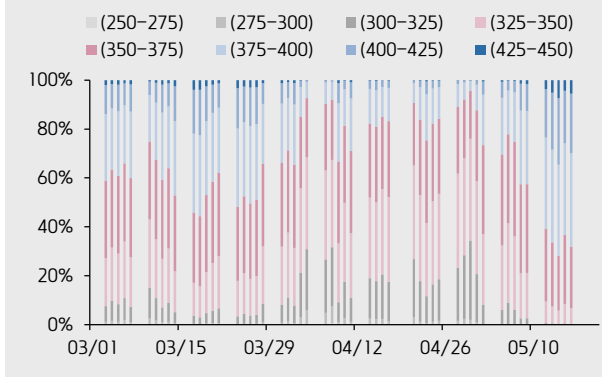
자료: The White House, 키움증권 리서치

'해방의 날' 이후 급격히 회복한 투자심리



자료: CNN 공포&탐욕 지수, 키움증권 리서치
주: 5/19일 업데이트 기준

Fed Watch 상 25년 12월 금리인하 확률



자료: CME FedWatch, 키움증권 리서치

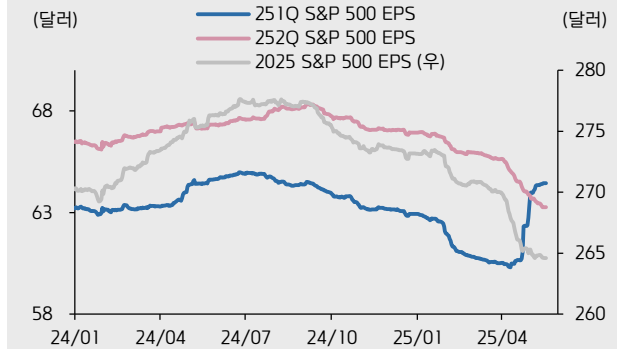
Bad points: 파월과의 기싸움, 부채 한도 상향 노이즈, 관세 여파 불확실성



◆ 아직 리스크 해소로 보기에는 신중할 필요

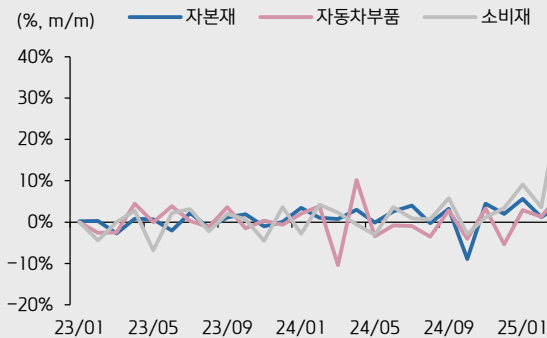
- 파월 의장, 과거보다 높은 실질금리 시대가 도래할 가능성을 시사. 현재 통화정책 프레임워크 개편 작업 진행 중이며, '팬데믹 이전 저물가와 초저금리 시대'→'공급망 충격과 수요 증가에 따른 고물가 변동성 확대 시대' 진입하면서 기존 프레임워크의 실효성 상실을 언급
- 관세 유예 및 축소는 긍정적이나 여전히 과거 대비 높은 수준. 관세는 결국 경기에 부정적일 수 밖에 없고, 일시적 유예일 뿐 구체적인 관세안 미정으로 영향 가늠하기 어렵다는 불확실성 여전. 이에 대한 실물지표 반영 지연도 염두에 둘 필요. 오히려 무역전쟁 완화의 정점일 가능성: 시나리오 1)현재 유지, 2)현재보다 인상, 3)협상 파기
- 특히 단기적으로 리스크 민감도 다시 성장→금리로 전환. 세수 확보되지 않은 상황에서 대대적 감세 법안 통과는 오히려 달러화 약세와 금리 상승을 자극할 수도 있음

FY1Q25, FY2Q25, FY2025 EPS 추정치 추이



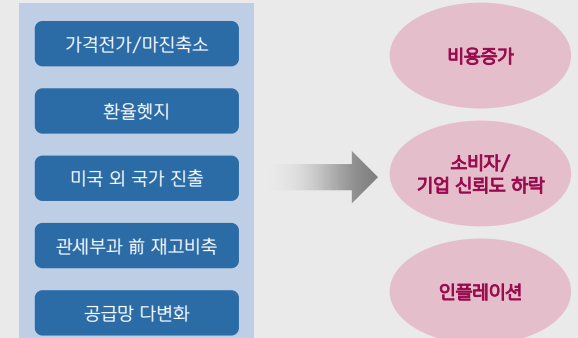
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

상품 수입 MoM 증가율 추이, 관세부과 前 선구매 현상



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

기업들이 시행 가능한 관세 대응안은 5가지



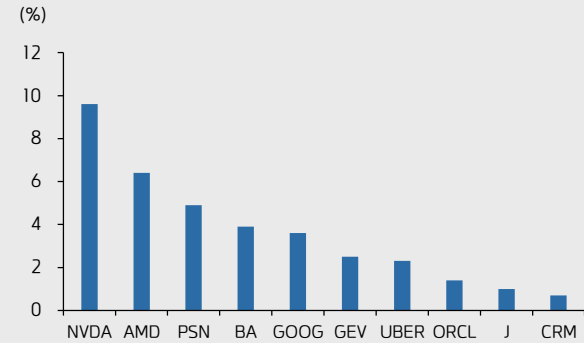
자료: 키움증권 리서치



◆ AI는 미중 패권 전쟁의 일환임을 잊지 말자

- 트럼프 행정부는 AI 기술 패권 절대 포기하지 않을 것. 에너지 비상사태와 스타게이트, 안보강화 모두를 관통하는 것은 AI 기술력 확보
- 궁극적인 AI 미래는 빅테크 뿐만 아니라 개인 수준에서도 접근 가능한 확장과 대중화. 따라서 AI 생태계 자체의 혁신은 쉽게 꺼지지 않고 주도주의 변화일 뿐 테마 지속성 높을 것이라 판단
- 대대적인 중동 투자 유치로 다시 하드웨어>소프트웨어 순으로 상승하는 흐름. 다만 여전히 트럼프 행정부가 반도체를 협상의 카드로 활용하겠다는 의지를 감안, 하드웨어가 소프트웨어 대비 변동성 높은 모습 보일 수 있다는 점은 유의할 필요. 관세 및 수출 규제 불확실성 상존하기 때문. 실제로 갑작스러운 엔비디아의 H20 및 인텔, AMD의 저사양 칩 수출 제한 상기에 불 필요

중동 순방 기간 동안의 기업별 주가 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 미국 중동 순방 기간은 25.05.13~25.05.16

미국-중동 체결 경제 협력안(1)

산업 분야	금액	비고	세부 항목
항공기·우주산업	960억 달러	美 항공기 제조 최대 수출 계약	Boeing 787/777X 항공기 210대 + GE 엔진
에너지 인프라	85억 달러	카타르 LNG 확장 사업	McDermott 해양 LNG 인프라 7건
인프라·엔지니어링	970억 달러	고급 기술 설계 수주	Parsons 프로젝트 30건
첨단기술·양자산업	10억 달러	양자기술 및 인력개발	Quantinuum-AI Rabban JV
방위산업 (드론 요격)	10억 달러	FS-LIDS 수출, 카타르 최초 해외 고객	Raytheon (드론 요격 시스템)
방위산업 (UAV)	20억 달러	정찰·공격 겸용 UAV	General Atomics (MQ-9B 무인기)
방위산업 (의형서 포함)	380억 달러	방공·해양안보 포함, 잠재 계약	국방 투자 의형서 (알우데이드 기지 등)

자료: 키움증권 리서치

미국-중동 체결 경제 협력안(2)

분야	세부 내용
AI/데이터센터	DataVolt, 美에 200억 달러 규모 AI 데이터센터 및 에너지 인프라 구축
기술 투자	Google, Oracle, Salesforce, AMD, Uber 등 총 800억 달러 공동 기술 투자
인프라	美 기업 (Hill, Jacobs, Parsons 등) → 사우디 인프라 건설 수주 (20억 달러)
에너지 수출	GE Vernova 가스터빈·에너지솔루션 수출 (142억 달러 규모)
항공기 수출	Boeing 737-8 여객기 → AviaLease에 48억 달러 규모 수출
헬스케어	Shamekh IV Solutions → 미시간주에 IV 수핵공장 등 58억 달러 투자
산업별 펀드	- 에너지 투자 펀드: 50억 달러 - 항공·방산 기술 펀드: 50억 달러 - 글로벌 스포츠 펀드: 40억 달러

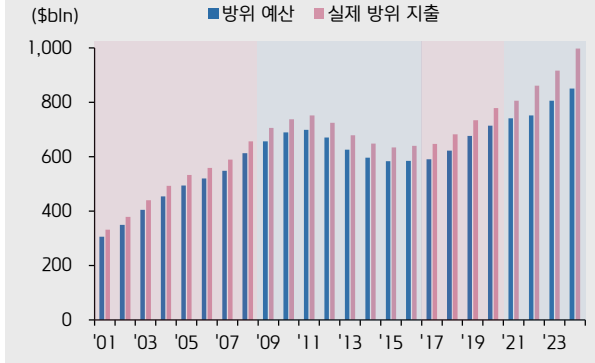
자료: 키움증권 리서치



◆ 트럼프는 강한 미국에 진심

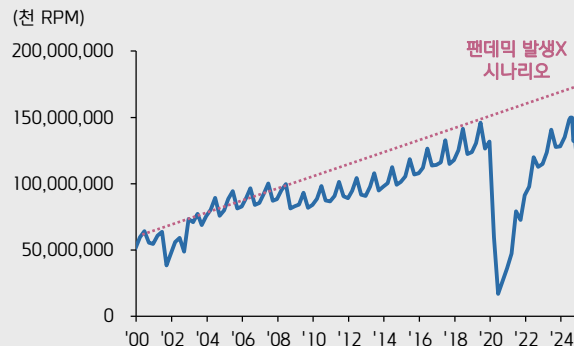
- 예산안은 대통령의 국정 인식과 정책방향을 가늠하는 지표, 실제 연방예산 편성은 의회의 권한이나 최근 FY26 제안서 하원 통과. MAGA 트렌드와 첨단 국경 보안 기술 필요성 강조. 2026 월드컵과 2028 올림픽 모두 미국에서 개최
- 과거 패턴상 공화당 집권 당시 방위 산업의 PER 프리미엄이 높았던 점에 주목, 1기와 유사하게 FY26 국방 및 국토안보부 예산은 증액한 반면 비군사 지출은 축소
- 지정학 리스크는 계속해서 대두될 수 밖에 없는 초당적 관심사로 글로벌 정치 성향과 무관하게 국방 예산과 지출 늘고 있는 추세
- 견조한 상업용 항공 수요와 신규 항공기 생산량 회복세 및 백로그 확대도 긍정적, 애프터마켓 수요도 여전히 높은 상황

미국 방위 예산 및 지출 추이



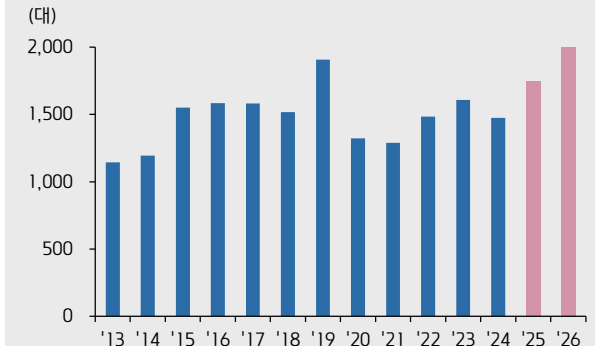
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 빨간 음영은 공화당, 파란 음영은 민주당 집권 기간

아직 큰 항공 수요 회복의 room



자료: 미국 교통부, Bloomberg, 키움증권 리서치

보잉, 에어버스 인도량 전망 개선



자료: Airbus, Boeing, Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 각 사 인도량 단순 합산, FY25, FY26는 블룸버그 추정치 기준

전력 빅사이클: ①AI 테마+②여름 폭염+③국방 안보 삼박자 달성



◆ AI의 전제 조건은 전력 인프라 구축

- 데이터센터 전력 사용량 급증과 전력 그리드/인프라 노후화에 따라 전력 부족 현실화

◆ 여름 폭염으로 전력 가격 상승 가능성 증가

- 24년 7월 진행된 25/26년 PJM 경매 결과는 YoY +833%로 가격 폭등. 과도한 초과 수요 우려, 올 7월 진행될 26/27년 가격 변동폭까지 제한될 정도. 상한 기준 YoY +20% 상승 예상

◆ 대규모 정전 사태는 곧 국가 위기로 직결

- 트럼프 당선 직후 에너지 비상사태 발표. 일환으로 원자력 르네상스도 선언. 러-우 전쟁과 대규모 정전사태 경각심에 유럽 내 원전 회귀 움직임 ↑
- 17년 이후 전세계 원자로의 87%가 러시아와 중국 설계에 기반. 중장기적으로 원자력 테마에 관심 필요

트럼프 원자력 르네상스 선언-에너지 비상사태의 일환

공약	세부 내용
1	2050년까지 원자력 발전용량을 현재의 100GW에서 4배 확대된 400GW 수준으로 확대
2	1979년 펜실베이니아주 스리마일 원전 사고 이후 강화된 연방 안전규정을 개정해 원전 건설 속도를 높이고 새 원자로 승인 여부를 18개월 이내에 결정
3	국방용 및 데이터센터용 차세대 원자로 '소형모듈원자로(SMR)'에 적극적인 자금 지원 실시
4	군기지 지하 미군 전용 데이터센터에 소형 원전 건설 추진

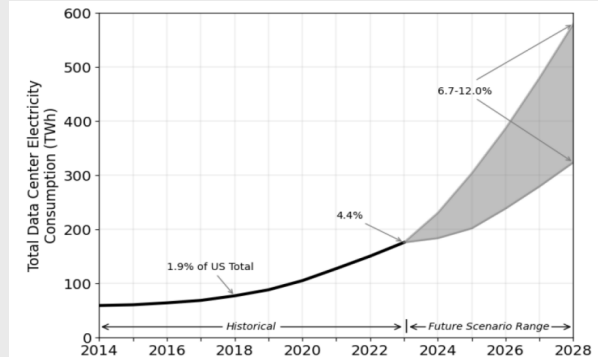
자료: 언론종합, 키움증권 리서치

PJM 용량 경매 결과, 25/26년 YoY

Delivery Year	Auction Results				
	Resource Clearing Price	Cleared UCAP (MW)	RPM Reserve Margin	Total Reserve Margin ¹	Total Cost to Load (\$ billion)
2015/16 ²	\$136.00	164,561.2	19.7%	19.3%	\$9.7
2016/17 ³	\$59.37	169,159.7	20.7%	20.3%	\$5.5
2017/18	\$120.00	167,003.7	20.1%	19.7%	\$7.5
2018/19	\$164.77	166,836.9	20.2%	19.8%	\$10.9
2019/20	\$100.00	167,305.9	22.9%	22.4%	\$7.0
2020/21 ⁴	\$76.53	165,109.2	23.9%	23.3%	\$7.0
2021/22	\$140.00	163,627.3	22.0%	21.5%	\$9.3
2022/23	\$50.00	144,477.3	21.1%	19.9%	\$3.9
2023/24	\$34.13	144,870.6	21.6%	20.3%	\$2.2
2024/25	\$28.92	147,478.9	21.7%	20.4%	\$2.2
2025/26 ⁵	\$269.92	135,684.0	18.6%	18.5%	\$14.7

자료: PJM, 키움증권 리서치

2014~2028년 미국 데이터센터의 총 전력 사용량



자료: 2024 United States Data Center Energy Usage Report. Lawrence Berkeley National Laboratory, 키움증권 리서치



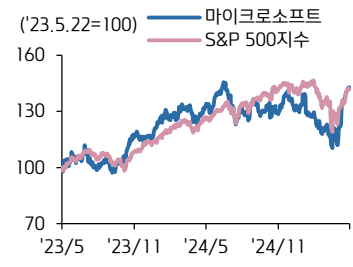
블룸버그 목표주가	USD 511.87
현재 주가 (5/20)	USD 458.17

Stock Data

산업분류	소프트웨어
세부업종	인프라소프트웨어
거래소	NASDAQ
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	5,940.46
시가총액(min)	3,405,368.6
유통주식수(min)	7,432.5
52주 최고	468.35
52주 최저	344.79
일평균거래량	25,081,058

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	8.7	24.6	10.3	7.7
S&P 500	1.0	12.5	0.4	11.9



- ◆ **투자 포인트:** 1)관세 전쟁으로 영업비용이 높아지면 기업들은 생산성 향상을 위해 AI 업무 환경을 위한 클라우드 체제 구축을 가속화. 또한 중국산 장비에 관세가 부과되면 자체 IDC 및 인프라 구축 비용이 급등하므로 클라우드 선택 확률이 높아짐. 어닝콜에서 언급한 “클라우드 마이그레이션”이 최근 빨라진 이유이며, Azure가 33% 성장할 수 있었던 배경. 동사는 Open AI와 협약으로 세계 최고 수준의 AI를 자사 플랫폼에 내장했고, 오피스 및 Windows 등의 제품들과 Azure가 높은 호환성을 보이도록 설계. 선택 받을 수 있는 여러 이유를 만들어 놓은 것으로, 향후에도 클라우드 매출을 기반으로 지속적인 성장이 예상. 2)FY26부터는 CAPEX 투자가 FY25 대비 둔화될 것이며, 장기 인프라 투자보다는 매출 성장과 상관관계가 더 높은 단기 자산으로 지출 믹스를 개선할 예정. 기존의 CAPEX 투자를 통한 전방위적인 AI 생태계 구축 및 이를 기반으로 한 AI 위위가 향후 강한 생성형 AI 성과와 현금흐름 성장으로 이어질 수 있다면 장기적인 성장 모멘텀 여전히 매력적이라 판단. 동사는 데이터센터, 네트워크, 랙 및 반도체칩, 플랫폼과 어플리케이션까지 모두 통합한 AI 기술 업체로 전방위적으로 클라우드 워크로드 구동하는 데 높은 효율성을 가지고 있다는 점에서 타 업체 대비 경쟁 우위를 보유
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** FY3Q25 어닝 서프라이즈, 전사업부 모두 긍정적인 실적 기록. 특히 Azure YoY +33% 성장하며 기대치 상회 및 자본 효율성 향상에 기여. CAPEX 확대에도 FY25 영업이익률 평균치 45.9%로 FY20 이래로 가장 높은 수치 기록한 점도 긍정적. 12m fwd PER는 31배로 2개년 평균(30배) 대비 소폭 상회

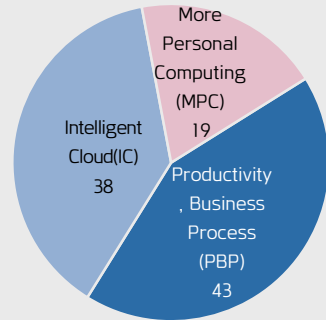
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	211,915	245,122	279,018	316,325
영업이익	89,694	109,433	125,865	141,987
영업이익률(%)	42.3	44.6	45.1	44.9
순이익	72,361	88,136	100,161	113,282
EPS	9.68	11.80	13.41	15.17
증가율	0.3	21.9	13.6	13.1
PER	34.8	37.8	34.2	30.2
PBR	12.3	12.4	9.9	7.9
ROE	38.8	37.1	31.4	28.4
배당지표수익률	0.7	0.7	0.7	0.8

주: 컨센서스는 2025.05.20 블룸버그 기준, GAAP 기준

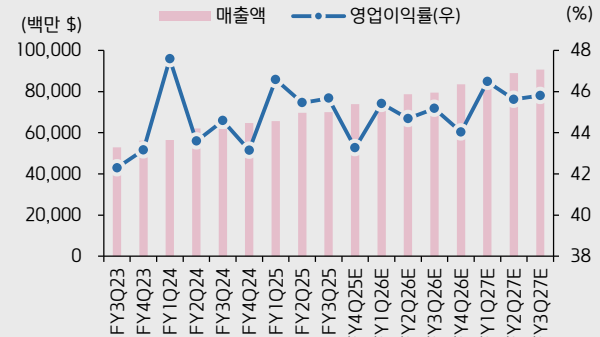


MSFT 사업부별 매출액 추이



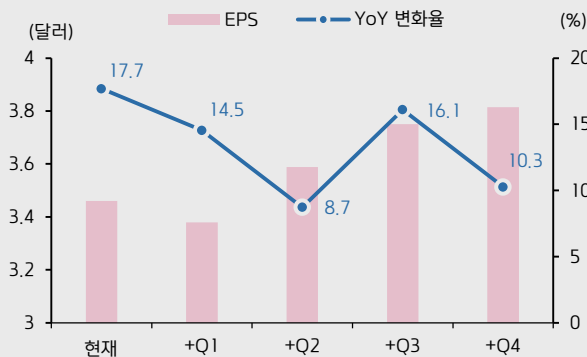
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

MSFT 분기 매출액 및 영업이익률 추이



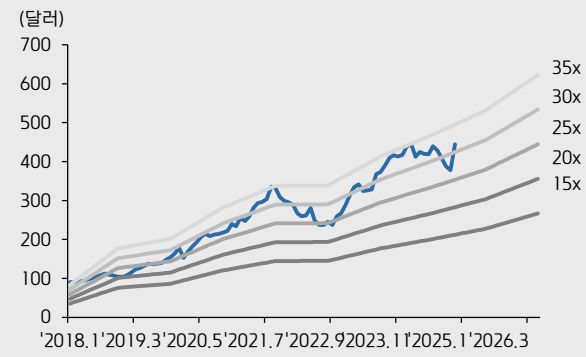
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

MSFT EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

MSFT 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

마이크로소프트(MSFT)



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	143,015	168,088	198,270	211,915	245,122
매출원가	46,078	52,232	62,650	65,863	74,114
매출총이익, GAAP	96,937	115,856	135,620	146,052	171,008
판매비	24,709	25,224	27,725	30,334	32,065
연구개발비	19,269	20,716	24,512	27,195	29,510
영업이익, GAAP	52,959	69,916	83,383	89,694	109,433
영업외 (이익)손실	-77	-1,186	-333	-788	1,646
세전이익, GAAP	53,036	71,102	83,716	89,311	107,787
법인세비용	8,755	9,831	10,978	16,950	19,651
당기순이익, GAAP	44,281	61,271	72,738	72,361	88,136
EPS, GAAP	5.82	8.12	9.70	9.72	11.86
희석 EPS, GAAP	5.76	8.05	9.65	9.68	11.8
영업이익, 조정	52,959	69,916	83,383	89,694	109,433
당기순이익, 조정	44,281	60,651	69,447	73,307	88,136
EBITDA	65,755	81,602	97,843	102,384	131,720

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	60,675	76,740	89,035	87,582	118,548
감가상각비, 무형자산상각비	12,796	11,686	14,460	13,861	22,287
운전자본 변동	-1,794	1,121	2,426	-108	7,892
투자활동으로 인한 현금흐름	-12,223	-27,577	-30,311	-22,680	-96,970
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-15,441	-20,622	-23,886	-28,107	-44,477
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-46,031	-48,486	-58,876	-43,935	-37,757
지급배당금	-15,137	-16,521	-18,135	-19,800	-21,771
차입금의 증가(감소)	-5,518	-3,750	-9023	-2,750	575
자사주매입	-21,625	-25,692	-30,855	-20,379	-15,252
현금증가	2,220	648	-293	20,773	-16,389
기초현금	11,356	13,576	14,224	13,931	34,704
기말현금	13,576	14,224	13,931	34,704	18,315
FCF	45,234	56,118	65,149	59,475	74,071
FCFF	47,397	58,140	66,941	61,070	76,471

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	301,311	333,779	364,840	411,976	512,163
유동자산	181,915	184,406	169,684	184,257	159,734
현금 및 현금성자산	136,527	130,334	104,757	111,262	75,543
매출채권	32,011	38,043	44,261	48,688	56,924
채고자산	1,895	2,636	3,742	2,500	1,246
비유동자산	119,396	149,373	195,156	227,719	352,429
유형자산	52,904	70,803	87,546	109,987	154,552
무형자산	50,389	57,511	78,822	77,252	146,817
부채총계	183,007	191,791	198,298	205,753	243,686
유동부채	72,310	88,657	95,082	104,149	125,286
매입채무	22,534	27,394	33,728	33,256	39,577
단기성부채	5,905	10,825	6,037	8,853	14,871
비유동부채	110,697	103,134	103,216	101,604	118,400
장기성부채	76,205	71,453	72,363	70,588	82,981
자본총계	118,304	141,988	166,542	206,223	268,477

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	30.96	36.45	36.69	34.15	35.96
영업이익률	37.03	41.59	42.06	41.77	44.64
EBITDA 마진	47.41	49.81	50.59	49.67	55.19
ROE	40.14	47.08	47.15	38.82	37.13
ROA	15.07	19.30	20.82	18.63	19.07
ROIC	22.99	28.87	31.74	28.29	28.71
부채비율	69.41	57.95	47.08	38.52	36.45
순차입금비율	-46.00	-33.85	-15.83	-15.43	8.31
EBITDA/현금지급이자	28.25	41.86	52.79	61.92	79.57
현금비율	188.81	147.01	110.18	106.83	60.30
유동비율	251.58	208.00	178.46	176.92	127.50
PER	35.09	34.20	28.02	34.82	37.84
PBR	13.02	14.35	11.51	12.27	12.38
EV/EBIT	27.95	28.35	22.60	28.10	30.41
EV/EBITDA	21.92	23.75	18.85	23.74	24.73

넷플릭스(NFLX)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

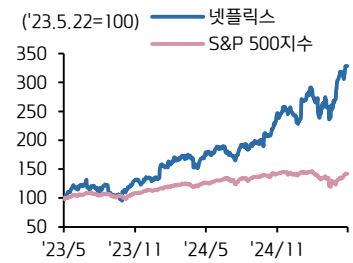
블룸버그 목표주가	USD 1,142.48
현재 주가 (5/20)	USD 1,192.02

Stock Data

산업분류	미디어
세부업종	인터넷 미디어 & 서비스
거래소	NASDAQ
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	5,940.46
시가총액(min)	507,289.5
유통주식수(min)	425.6
52주 최고	1,196.50
52주 최저	587.04
일평균거래량	5,088,510

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	33.7	22.5	34.9	86.0
S&P 500	1.0	12.5	0.4	11.9



◆ **기업 개요:** 넷플릭스는 북미, 남미, EMEA, APAC 등에서 TV 시리즈, 영화, 게임 엔터테인먼트 서비스 사업을 영위하는 기업. 매출 구성 요소는 구독제 형식으로 콘텐츠를 제공하는 서비스 매출과 광고형 구독제 도입 및 기타 방식으로 유입되는 광고 매출 2가지로 구성. 다만 아직까지 광고 수입 비중이 낮아 구체적 수치는 미제공

◆ **투자 포인트:** 1)동사의 자신감은 광고 사업 확장, 요금제 가격 인상, APAC 및 EMEA 신흥 시장 성장 기대 등에 근거. FY1Q25 어닝콜에서 '25년 광고 매출 2배 성장 목표를 재확인, 북미에서 이미 출시된 AI 광고 플랫폼이 나머지 10개 시장으로 확장될 경우 광고 매출은 높은 성장세 전망. 올해 2월 북미 지역 구독료 인상되었음에도 고객 이탈률에 변화가 없었다고 공개한 점도 긍정적. FY2Q25 진행된 아시아 지역 가격 인상도 매출 순증으로 연결될 수 있음. 또한 현지 오피스 기반 로컬 맞춤형 콘텐츠 개발을 진행하고 있기에 총 7억 명의 시청자 중 67% 이상이 미국외 지역에 거주하는 만큼 현지 시장 장악력을 높일 수 있음. 실제 APAC, EMEA 지역 FY1Q25 매출 성장 속도는 YoY 기준 각각 +23.1%, +15.1%로 높음. 2)과거 경기 불황 시기에 가정 엔터테인먼트 수요는 견고한 모습을 보이는 패턴. 1980년 불황에 VHS 대여가 급격하게 성장한 것이 대표적 예이며 어닝콜을 통해서도 강조. 관세 리스크에 방어적이고 높은 해외 매출 비중으로 달러화 약세 환경에 우호적. 나아가 잉여현금흐름을 주주 환원을 위해 상용하겠다고 밝힌 점도 긍정적

◆ **실적 및 밸류에이션:** 2분기 가이드언스도 견고. 매출액은 YoY +15.4%, 컨센서스 대비 +1.4% 높은 110.3억 달러로 제시되었고, 영업이익률은 YoY +6.1%p, 컨센서스 대비 3.2%p 높은 33.3%로 제시. 현재 12m fwd PER은 41배로 최근 5개년 PER 평균인 34배를 상회

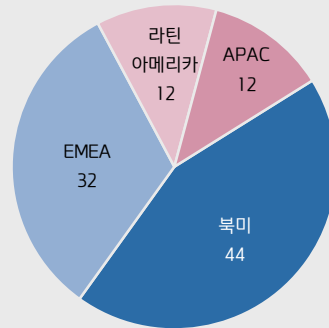
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	33,723	39,001	44,475	49,860
영업이익	6,954	10,418	13,176	15,743
영업이익률(%)	20.6	26.7	29.6	31.6
순이익	5,408	8,712	11,072	13,213
EPS	12.03	19.83	25.59	31.17
증가율	20.9	64.8	29.1	21.8
PER	39.5	45.4	46.6	38.2
PBR	10.2	15.4	18.6	15.4
ROE	26.1	38.4	41.8	43.7
배당지표수익률	-	-	-	-

주: 컨센서스는 2025.05.20 블룸버그 기준, GAAP 기준

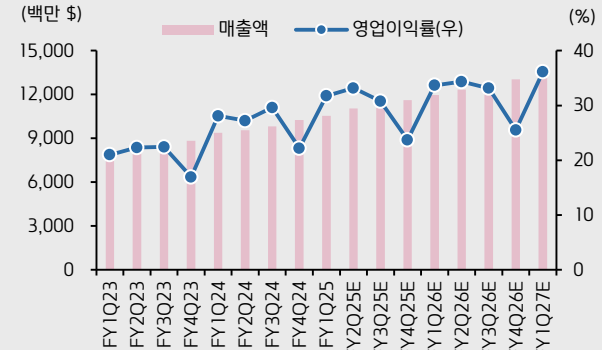


NFLX 지역별 매출액 추이



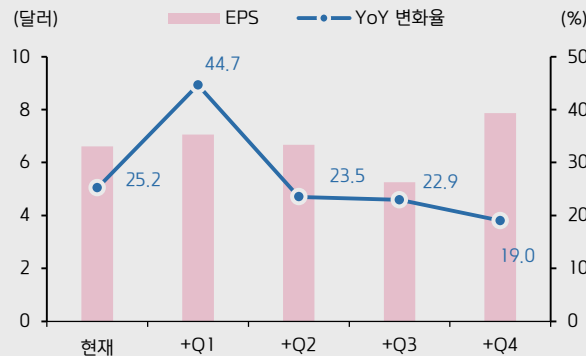
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NFLX 분기 매출액 및 영업이익률 추이



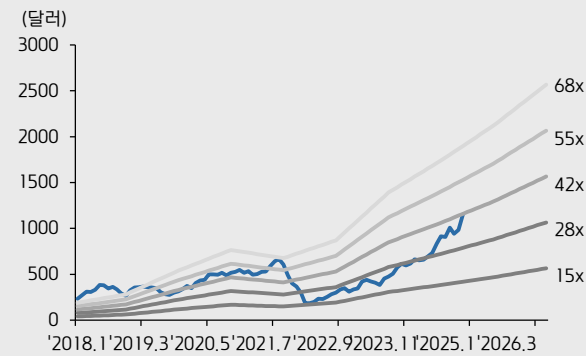
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NFLX EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NFLX 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

넷플릭스(NFLX)



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	24,996	29,698	31,616	33,723	39,001
매출원가	15,276	17,333	19,168	19,715	21,038
매출총이익, GAAP	9,720	12,365	12,447	14,008	17,963
판관비	3,305	3,897	4,103	4,378	4,620
연구개발비	1,830	2,274	2,711	2,676	2,925
영업이익, GAAP	4,585	6,195	5,633	6,954	10,418
영업외 (이익)손실	1,386	354	369	749	452
세전이익, GAAP	3,199	5,840	5,264	6,205	9,966
법인세비용	438	724	772	797	1,254
당기순이익, GAAP	2,761	5,116	4,492	5,408	8,712
EPS, GAAP	6.26	11.55	10.10	12.25	20.28
희석 EPS, GAAP	6.08	11.24	9.95	12.03	19.83
영업이익, 조정	—	—	6,531	—	—
당기순이익, 조정	3,607	5,116	4,492	5,747	8,984
EBITDA	5,188	6,403	6,545	7,311	11,019

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	2,427	393	2,026	7,274	7,361
감가상각비, 무형자산상각비	116	208	337	357	329
운전자본 변동	162	47	-541	195	413
투자활동으로 인한 현금흐름	-505	-1,340	-2,076	542	-2,182
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-498	-525	-408	-349	-440
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	1,237	-1,150	-664	-5,951	-4,074
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	1,009	-500	-700	0	1,394
자사주매입	235	-650	36	-5875	-5439
현금증가	3,195	-2,184	-885	1,948	689
기초현금	5,044	8,239	6,055	5,171	7,119
기말현금	8,239	6,055	5,171	7,119	7,807
FCF	1,929	-132	1,619	6,926	6,922
FCFF	2,592	539	2,221	7536	7,550

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	39,280	44,585	48,595	48,732	53,630
유동자산	9,762	8,070	9,266	9,918	13,100
현금 및 현금성자산	8,206	6,028	6,058	7,138	9,584
매출채권	0	0	0	0	0
채고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	29,519	36,515	39,328	38,814	40,530
유형자산	2,998	3,770	3,625	3,568	3,696
무형자산	5,827	10,243	10,894	9,092	9,879
부채총계	28,215	28,735	27,817	28,144	28,887
유동부채	7,806	8,489	7,931	8,861	10,755
매입채무	1,502	1,972	1,830	2,168	2,628
단기성부채	756	1,015	356	783	2,213
비유동부채	20,409	20,246	19,886	19,283	18,131
장기성부채	17,755	17,102	16,576	16,190	15,782
자본총계	11,065	15,849	20,777	20,588	24,744

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	11.05	17.23	14.21	16.04	22.34
영업이익률	18.34	20.86	17.82	20.62	26.71
EBITDA 마진	20.10	22.87	20.19	22.96	28.76
ROE	29.62	38.02	24.53	26.15	38.43
ROA	7.54	12.20	9.64	11.11	17.02
ROIC	15.14	17.28	13.49	16.35	23.28
부채비율	167.29	114.31	81.49	82.44	72.73
순차입금비율	93.13	76.27	52.33	47.77	33.99
EBITDA/현금지급이자	6.59	8.90	9.10	11.31	16.63
현금비율	105.12	71.01	76.39	80.56	89.11
유동비율	125.06	95.06	116.84	111.93	121.80
PER	68.08	56.03	30.73	39.46	45.45
PBR	21.64	16.88	6.32	10.23	15.41
EV/EBIT	53.67	44.58	24.87	31.34	37.10
EV/EBITDA	49.71	41.15	22.28	28.49	34.75

액손 엔터프라이즈(AXON)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

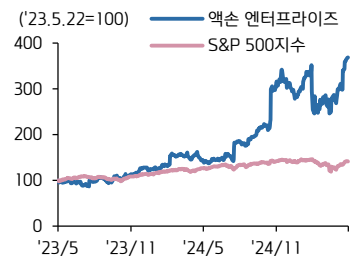
블룸버그 목표주가	USD 726.15
현재 주가 (5/20)	USD 742.75

Stock Data

산업분류	산업재
세부업종	우주항공&국방
거래소	NASDAQ
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	5,940.46
시가총액(min)	57,823.7
유통주식수(min)	77.9
52주 최고	744.51
52주 최저	273.52
일평균거래량	839,031

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	25.0	32.7	21.8	154.3
S&P 500	1.0	12.5	0.4	11.9



◆ **기업 개요:** 액손 엔터프라이즈는 테이저건, 바디캠, 차량용 카메라 등의 하드웨어와 경찰 전용 클라우드 기반 소프트웨어를 개발 및 판매하는 보안 솔루션 기업으로 현재 미국 연방 및 지방 정부, 경찰, 교정시설 등 법 집행 기관이 주요 고객. 지역별로는 미국이 88%, 그외 국가가 12%. 사업부별 매출 비중은 Connected Devices(56%), Software & Services(44%) 순

◆ **투자 포인트:** 1)공공 안전 솔루션 제공이라는 독특한 사업 모델, 특히 법 집행 기관과 공공 안전 조직에 특화된 소프트웨어와 하드웨어를 결합한 포괄적인 생태계를 구축하고 있다는 관점에서 진입장벽 우위. 트럼프의 MAGA, 즉 자국우선주의와 국경 강화 기조에 가장 부합하는 기업. 최근 매출 내 소프트웨어 비중 점차 높아지고 있다는 점에서 향후 반복 수익 모델 확립과 마진 확대 기대되는 상황. 2)이미 보안 시장 내에서 강력한 경쟁적 입지 구축했음에도 여전히 포트폴리오 강화와 성장의 기회 존재. 최근 M&A와 CAPEX 투자에 적극적. 현재 매출액의 미국 비중이 과반수, 향후 해외와 민간기업 등 신규 시장 진출을 통한 매출 확장 기대

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY1Q25 어닝 서프라이즈 기록한 데 이어 FY25 가이던스도 모두 상향. 매크로 우려에 대해서도 보안 산업 특성상 미국 내에서 생산되고 공급망 다변화를 통해 관세 노출을 최소화해왔기 때문에 큰 어려움이 없을 것이라며, 미국, 해외, 그리고 민간기업향 수요에 대해 여전히 낙관적으로 보고 있다고 발언. 현재 12m fwd PER는 92배로 5개년 평균(57배)보다는 높은 수준이나, 중장기적인 관점에서 여전히 긍정적인 의견 유지

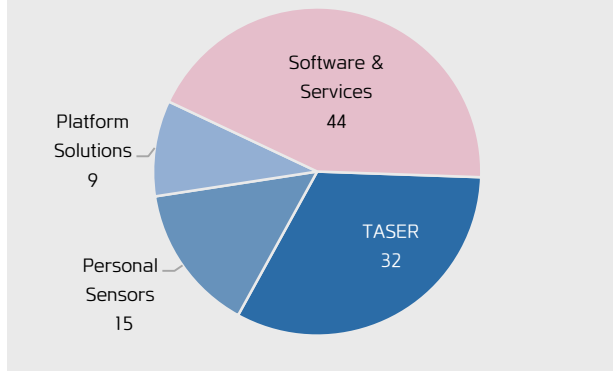
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	1,563	2,083	2,658	3,257
EBITDA	329	521	672	852
EBITDA 마진(%)	21.1	25.0	25.3	26.2
순이익	312	466	498	630
EPS	4.14	5.94	6.17	7.56
증가율	89.0	43.5	3.9	22.5
PER	93.5	189.4	120.4	98.3
PBR	12.0	19.6	20.4	17.0
ROE	12.2	19.1	17.8	18.4
배당지표수익률	-	-	-	-

주: 컨센서스는 2025.05.20 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

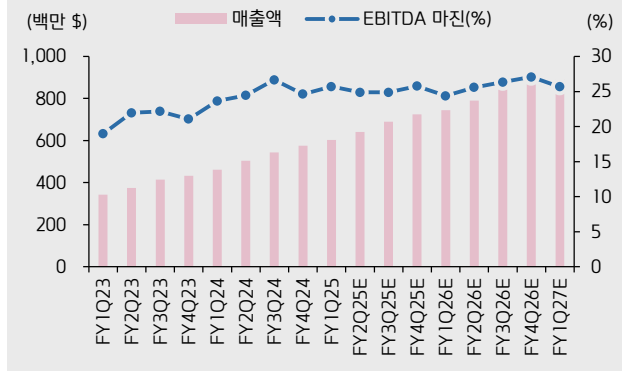


AXON 사업부별 매출액 추이



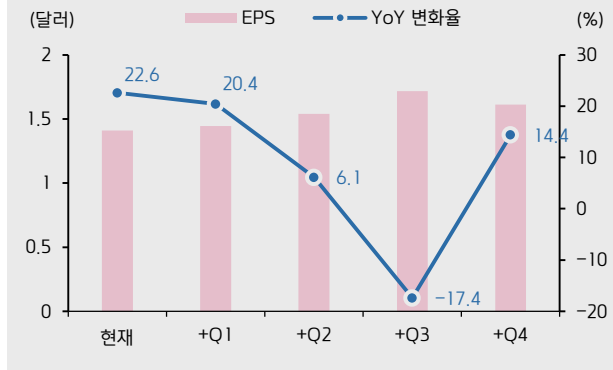
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AXON 분기 매출액 및 EBITDA 마진 추이



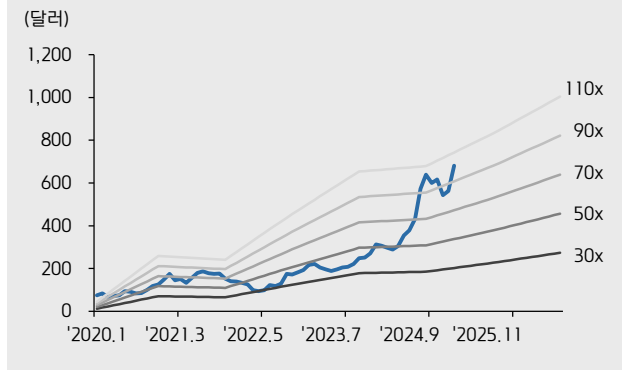
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AXON EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AXON 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

엑손 엔터프라이즈(AXON)



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	681	863	1,190	1,561	2,083
매출원가	265	322	461	605	841
매출총이익, GAAP	416	541	729	955	1,241
판매비	307	515	402	495	741
연구개발비	123	194	234	304	442
영업이익, GAAP	-14	-168	93	155	59
영업외 (이익)손실	-8	-27	-103	0	-323
세전이익, GAAP	-6	-141	197	155	382
법인세비용	-5	-81	49	-19	4
당기순이익, GAAP	-2	-60	147	174	377
EPS, GAAP	-0.03	-0.91	2.07	2.37	4.98
희석 EPS, GAAP	-0.03	-0.91	2.07	2.35	4.8
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	14	167	159	312	466
EBITDA	156	178	232	329	521

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	38	124	235	189	408
감가상각비, 무형자산상각비	12	19	24	19	48
운전자본 변동	-101	-43	19	-125	-73
투자활동으로 인한 현금흐름	-357	253	-831	12	-491
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-73	-50	-56	-60	-79
유, 무형자산 처분	0	0.043	0.287	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	299	-174	598	41	-45
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	0	673.769	0	0
자사주매입	307	157	124	149	15
현금증가	-17	201	-1	245	-134
기초현금	172	156	356	356	601
기말현금	156	356	356	601	467
FCF	-34	75	180	130	330
FCFF	—	—	180	—	337

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	1,381	1,688	2,852	3,409	4,475
유동자산	982	1,109	1,805	2,394	2,297
현금 및 현금성자산	562	443	975	1,321	986
매출채권	229	321	358	413	548
재고자산	90	109	202	270	265
비유동자산	399	579	1,047	1,016	2,177
유형자산	128	162	208	237	292
무형자산	35	59	57	77	932
부채총계	405	640	1,583	1,793	2,147
유동부채	256	419	603	762	998
매입채무	84	136	216	259	351
단기성부채	5	7	6	8	9
비유동부채	148	222	981	1,032	1,149
장기성부채	19	20	711	711	722
자본총계	976	1,048	1,268	1,616	2,328

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	-0.25	-6.95	12.37	11.26	18.10
영업이익률	-2.08	-19.47	7.84	10.05	2.81
EBITDA 마진	0.74	-16.44	10.62	11.93	5.84
ROE	-0.23	-5.93	12.70	12.19	19.12
ROA	-0.15	-3.91	6.48	5.62	9.56
ROIC	-1.06	-8.47	4.99	8.39	2.13
부채비율	2.50	2.57	56.56	44.47	31.41
순차입금비율	-55.07	-39.70	-20.28	-37.25	-10.96
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	53.08	35.23
현금비율	219.23	105.85	161.74	173.40	98.87
유동비율	383.08	265.10	299.56	314.32	230.30
PER	571.66	—	149.92	93.54	189.40
PBR	8.00	10.62	9.27	12.04	19.56
EV/EBIT	—	—	120.91	118.24	729.77
EV/EBITDA	1447.33	—	91.08	101.24	372.58

버티브홀딩스(VRT)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

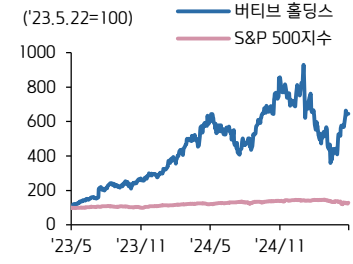
블룸버그 목표주가	USD 115.35
현재 주가 (5/20)	USD 106.39

Stock Data

산업분류	산업재
세부업종	전력 기기
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	5,940.46
시가총액(min)	40,545.8
유통주식수(min)	381.1
52주 최고	155.84
52주 최저	53.60
일평균거래량	11,122,083

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	-6.4	45.3	-22.6	7.1
S&P 500	1.0	12.5	0.4	11.9



- ◆ **기업 개요:** 버티브 홀딩스는 데이터센터(80%), 통신 네트워크(10%), 상업 및 산업용(10%) 서버용 냉각 시스템 및 전력관리 장비를 제조 및 판매하는 디지털 인프라 솔루션 기업. 사업부별 매출 비중은 Products (81%), Services(19%) 순이며, 북미(68%) 뿐만 아니라 EMEA(15%), APAC(17%) 지역 익스포저 보유
- ◆ **투자 포인트:** 1)하방 압력으로 작용했던 2가지 요인(관세 불확실성과 AI 인프라 투자 축소 가능성) 일부 해소. 성장 둔화 우려에도 불구하고 1분기 실적 호조세 나타나며 강한 수요를 증명했으며 가격 전가와 미국 내 현지 생산 제조 기반 확장 진행중. 2)트럼프, 중동 방문해 기술, AI, 에너지 등 부문 투자 유치 확보. 특히 AI 협력 확대 방안에 미국 내 데이터센터 투자와 함께 AI 기술 협력 강화를 위한 공동 선언 포함. 무함마드는 젠슨 황 CEO와도 회담했으며, 아랍에미리트는 미국산 첨단 AI칩을 연간 최대 50만개까지 수입 가능하며, 아부다비에 5GW 규모의 대형 AI 데이터센터를 포함하는 AI 특화 캠퍼스 조성 발표. 최근 엔비디아 800VDC 전력 아키텍처 구축을 위한 AI 로드맵 발표에 맞춰 동사는 전략적 협력 확정, 26년 하반기 관련 솔루션 출시 예정
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** FY1Q25 영업이익 증가와 현금이자 감소, 영업자본 개선 등에 힘입어 잉여현금흐름 2.65억달러로 양호한 수준 기록, 순배리비지 비율도 전분기 대비 0.8배로 감소하며 안정적 대차대조표 구축. 최근 신용평가사인 피치도 'BBB-' 등급과 '안정적' 전망 부여, 향후 미래 성장과 투자를 위한 유연성을 제공할 수 있음을 시사. FY25 연간 매출 가이드런스도 관세(4/22일 기준) 최대로 반영했음에도 불구하고 상향 조정 및 영업이익률도 20% 수준 유지. 현재 12m fwd PER는 27배로 5개년 평균(22배) 상회하는 수준

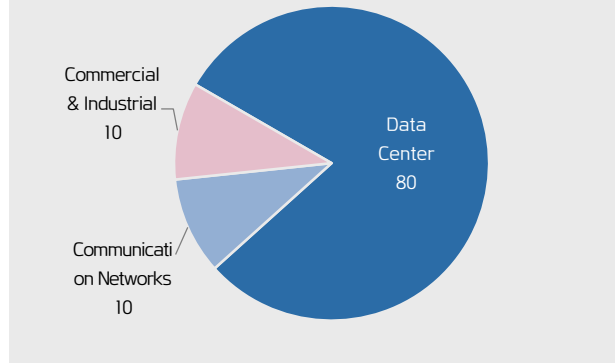
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	6,863	8,012	9,472	10,730
영업이익	1,054	1,552	1,913	2,325
영업이익률(%)	15.3	19.4	20.2	21.7
순이익	684	1,102	1,361	1,666
EPS	1.77	2.85	3.57	4.35
증가율	234.0	61.0	25.3	21.8
PER	38.4	87.7	29.8	24.5
PBR	9.1	17.8	12.3	9.8
ROE	26.6	22.3	45.1	41.8
배당지표수익률	0.1	0.1	0.1	0.2

주: 컨센서스는 2025.05.20 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

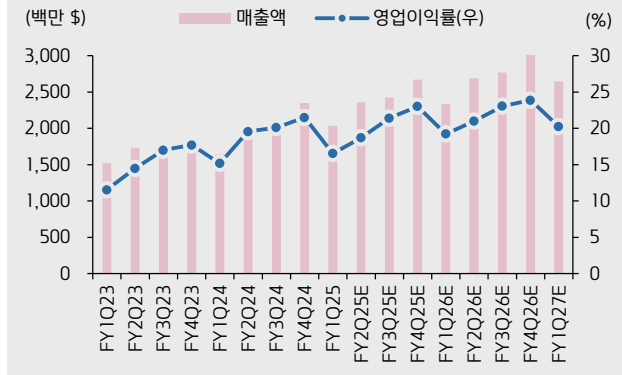


VRT 시장별 매출액 비중



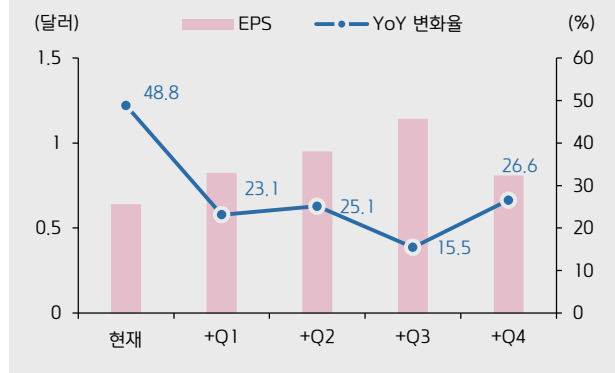
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

VRT 분기 매출액 및 영업이익률 추이



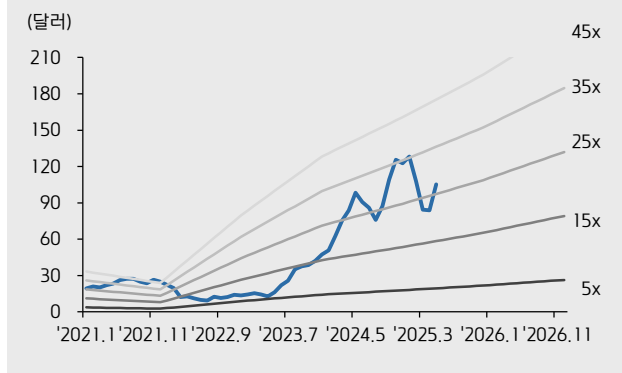
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

VRT EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

VRT 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

버티브홀딩스(VRT)



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	4,371	4,998	5,692	6,863	8,012
매출원가	2,897	3,475	4,075	4,463	5,078
매출총이익, GAAP	1,474	1,523	1,616	2,401	2,934
판매비	1,008	1,109	1,178	1,312	1,374
연구개발비	—	0	0	0	0
영업이익, GAAP	378	471	439	1,054	1,552
영업외 (이익)손실	494	97	64	371	621
세전이익, GAAP	193	166	167	534	765
법인세비용	73	47	90	74	270
당기순이익, GAAP	-184	120	77	460	496
EPS, GAAP	-1.07	0.34	0.20	1.21	1.32
희석 EPS, GAAP	-0.60	0.33	0.04	1.19	1.28
영업이익, 조정	342	471	439	1,054	1,552
당기순이익, 조정	283	120	202	684	1,102
EBITDA	581	698	742	1,325	1,829

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	209	211	-153	901	1,319
감가상각비, 무형자산상각비	203	227	302	271	277
운전자본 변동	-33	-116	-438	22	114
투자활동으로 인한 현금흐름	-46	-1,217	-112	-139	-202
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-53	-85	-111	-135	-184
유, 무형자산 처분	7	9.8	3.9	12.4	0
재무활동으로 인한 현금흐름	141	915	100	-248	-652
지급배당금	-3	-4	-4	-10	-42
차입금의 증가(감소)	-1,415	828	218.6	-262	-21
자사주매입	157	112	3	27	-567
현금증가	309	-96	-174	515	444
기초현금	234	543	447	273	789
기말현금	543	447	273	789	1,232
FCF	165	138	-253	773	1,152
FCFF	—	—	—	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	5,074	6,940	7,096	7,999	9,133
유동자산	2,519	2,699	3,159	4,002	5,102
현금 및 현금성자산	535	439	261	780	1,228
매출채권	1,354	1,536	1,889	2,185	2,363
재고자산	447	616	822	884	1,244
비유동자산	2,555	4,241	3,937	3,997	4,031
유형자산	573	642	656	734	827
무형자산	1,910	3,468	3,101	3,003	2,808
부채총계	4,562	5,522	5,654	5,984	6,698
유동부채	1,742	1,855	1,898	2,305	3,097
매입채무	1,409	1,541	1,522	1,602	1,967
단기성부채	64	64	67	65	67
비유동부채	2,820	3,667	3,756	3,678	3,601
장기성부채	2,238	3,064	3,300	3,060	3,074
자본총계	512	1,418	1,442	2,015	2,434

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	-7.49	2.39	1.35	6.71	6.19
영업이익률	5.48	5.26	4.06	13.17	17.30
EBITDA 마진	11.35	10.93	10.40	18.05	21.59
ROE	—	12.40	5.36	26.63	22.29
ROA	-6.73	1.99	1.09	6.10	5.79
ROIC	2.15	4.93	2.18	15.30	16.58
부채비율	449.54	220.64	233.48	155.08	129.01
순차입금비율	345.15	189.67	215.40	116.35	78.59
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비율	30.70	23.67	13.73	33.85	39.64
유동비율	144.63	145.49	166.43	173.57	164.73
PER	—	87.10	77.81	38.44	87.68
PBR	12.47	6.62	3.58	9.10	17.77
EV/EBIT	32.85	44.54	34.27	22.50	32.16
EV/EBITDA	16.44	22.09	13.96	16.69	26.11

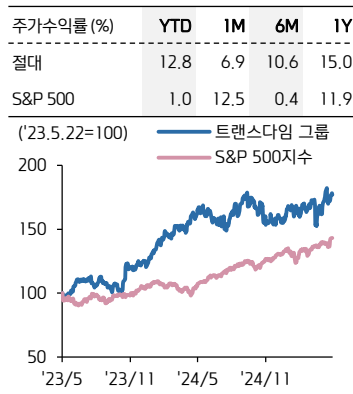


블룸버그 목표주가	USD 1,530.91
현재 주가 (5/20)	USD 1,429.57

Stock Data

산업분류	산업재
세부업종	우주항공&국방
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	5,940.46
시가총액(min)	80,294.8
유통주식수(min)	56.2
52주 최고	1488.54
52주 최저	1114.14
일평균거래량	295,642

Performance & Price Trend



- ◆ **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)견조한 상업용 항공 수요와 신규 항공기 생산량 회복세 및 백로그 확대 긍정적. 트럼프 중동 순방을 통해 항공기 수출 계약과 방위산업 협정 체결. 이에 따라 신규 항공기 부품 주문인 OEM 부문과 기존 항공기의 유지보수 및 수리를 담당하는 애프터마켓 수요 동반 증가할 것으로 기대. 2)매출의 96%가 항공 시장 전용 전력 및 제어, 기체 부문이며 해당 제품을 독자 개발 및 독점 공급하기에 맞춤화로 인한 막대한 효과 발생. 항공기 작동에 필요한 고도의 엔지니어링 부품을 생산하기에 애프터마켓 서비스 시장에서도 지속적인 수익 창출 가능하고 높은 가격 결정력 보유하고 있다는 점이 관세 방어력 충분. 3)FY26 예산안에서 1기와 유사하게 FY26 국방 및 국토안보부 예산은 증액한 반면 비군사 지출은 축소. 과거 패턴상 공화당 집권 당시 방위 산업의 PER 프리미엄이 높았던 점에 주목, 지정학 리스크는 계속해서 대두될 수 밖에 없는 초당적 관심사로 글로벌리 국방 예산과 지출 늘고 있는 추세
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** FY2Q25 실적은 상업용 애프터마켓에 대한 강한 수요 배경과 동사의 독점적 지위를 바탕으로 대체로 컨센서스 상회했으며, M&A 기회를 적극적으로 모색하고 있다며 잠재적 인수 가능성을 시사. FY25 가이드스는 관세 불확실성으로 기존치 유지. 현재 12m fwd PER는 34배로 5개년 평균(33배) 수준

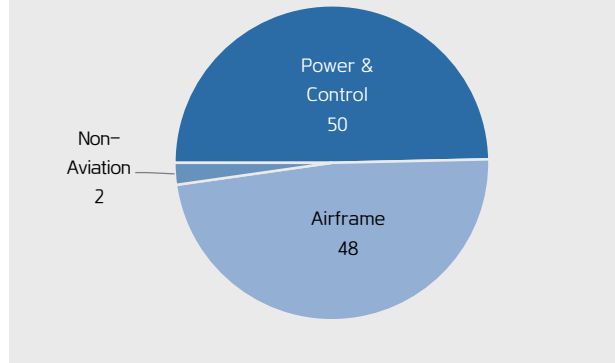
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	6,585	7,940	8,876	9,593
EBITDA	3,395	4,173	4,723	5,160
EBITDA 마진(%)	51.6	52.6	53.2	53.8
순이익	1,477	1,715	2,178	2,510
EPS	25.84	33.99	37.37	43.09
증가율	50.8	31.5	9.9	15.3
PER	36.7	52.6	38.3	33.2
PBR	-	-	-	-
ROE	-	-	-39.1	-65.8
배당지표수익률	5.2	5.2	5.3	0.7

주: 컨센서스는 2025.05.20 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

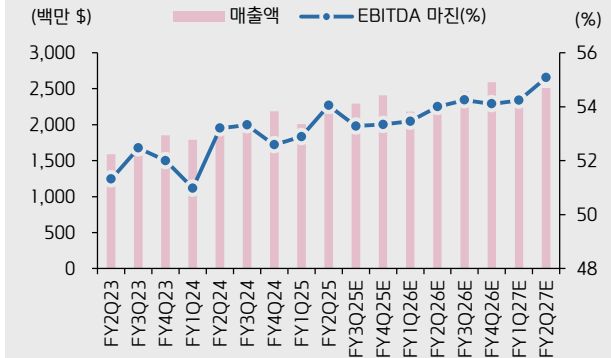


TDG 사업부별 매출액 추이



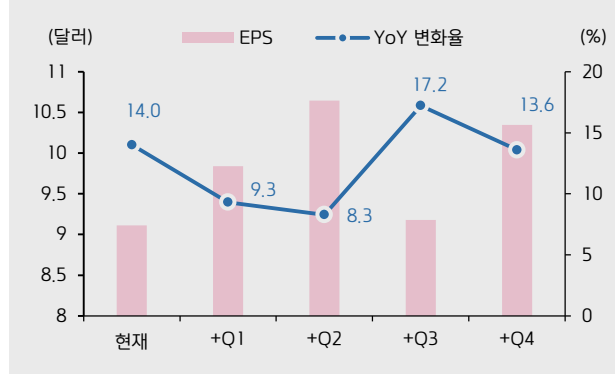
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

TDG 분기 매출액 및 EBITDA 마진 추이



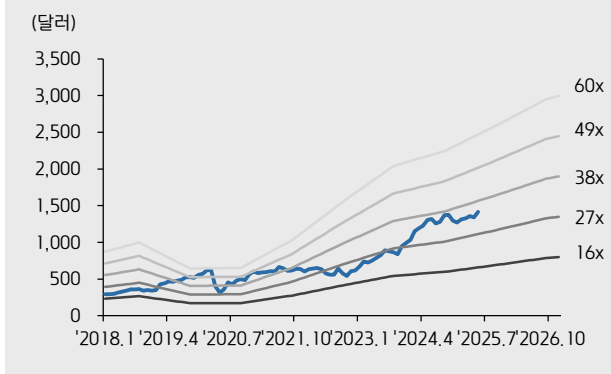
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

TDG EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

TDG 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

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	-1,786	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 리서치

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 Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

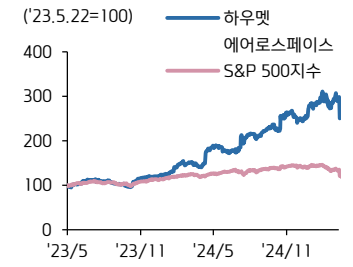
블룸버그 목표주가	USD 168.12
현재 주가 (5/20)	USD 165.10

Stock Data

산업분류	산업재
세부업종	우주항공&국방
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	5,940.46
시가총액(min)	66,646.6
유통주식수(min)	403.7
52주 최고	166.50
52주 최저	76.83
일평균거래량	3,122,464

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	51.0	34.0	39.8	96.4
S&P 500	1.0	12.5	0.4	11.9



◆ **기업 개요:** 하우멧 에어로스페이스는 항공 엔진, 항공 구조 부품과 산업용 가스 터빈 부품 등을 생산하는 기업. 매출액에서 항공우주 부문이 69%(그중 상업용과 방산이 각각 52%, 17%), 상업용 운송과 산업용 부문이 각각 16%, 15%를 차지. 비즈니스 모델 특성상 진입 장벽이 높아 경쟁자가 적고 점유율 변동이 크지 않다는 점이 특징적

◆ **투자 포인트:** 1)건조한 상업용 항공 수요와 신규 항공기 생산량 회복세 및 백로그 확대 긍정적. 트럼프 중동 순방을 통해 항공기 수출 계약과 방위산업 협정 체결. 이에 따라 신규 항공기 부품 주문인 OEM 부문과 기존 항공기의 유지보수 및 수리를 담당하는 애프터마켓 수요 동반 증가할 것으로 기대. 2)자체 용광로 보유해 항공기 부품의 경우 금형 조립부터 고속 CNC 가공, 코팅까지 일괄적으로 생산해 수직계열화 관리에 따른 비용 절감 효과적. 경쟁 우위로 관세 측면에서 비용 전가력 충분하며 IGT 터빈 블레이드 수요 증가도 긍정적. 3)FY26 예산안에서 1기와 유사하게 FY26 국방 및 국토안보부 예산은 증액한 반면 미군사 지출은 축소. 과거 패턴상 공화당 집권 당시 방위 산업의 PER 프리미엄이 높았던 점에 주목, 지정학 리스크는 계속해서 대두될 수 밖에 없는 초당적 관심사로 글로벌 정치 성향과 무관하게 국방 예산과 지출 늘고 있는 추세

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY1Q25 어닝 서프라이즈 및 FY25 가이던스 상향. FY1Q25 분기 배당금 인상(전분기 대비 25%, 보통주 주당 0.08 달러→0.10 달러), 자사주 매입도 지속적으로 진행중인데다 EBITDA 대비 순부채 비율도 1.4배로 양호. 현재 12m fwd PER는 40배로 5개년 평균(24배)보다 높은 수준

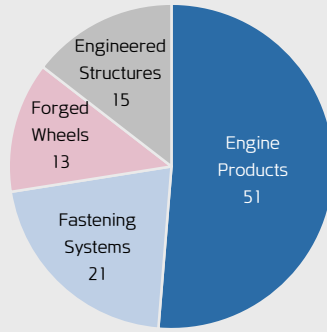
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	6,640	7,430	8,086	8,954
영업이익	1,236	1,637	2,017	2,334
영업이익률(%)	18.6	22.0	24.9	26.1
순이익	766	1,107	1,424	1,677
EPS	1.84	2.69	3.52	4.18
증가율	31.4	46.2	30.7	18.8
PER	29.0	39.9	47.0	39.5
PBR	5.6	9.9	12.5	10.6
ROE	20.3	27.2	28.4	30.3
배당지표수익률	0.2	0.2	0.3	0.3

주: 컨센서스는 2025.05.20 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

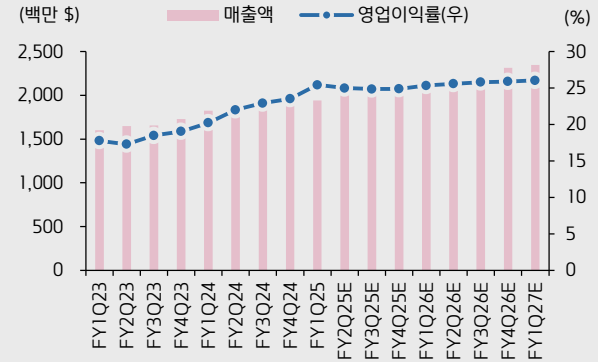


HWM 수익원별 매출액 비중



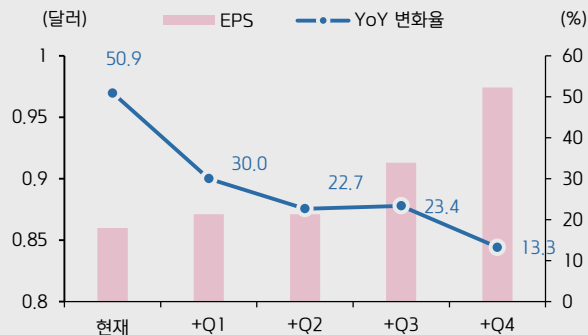
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

HWM 분기 매출액 및 영업이익률 추이



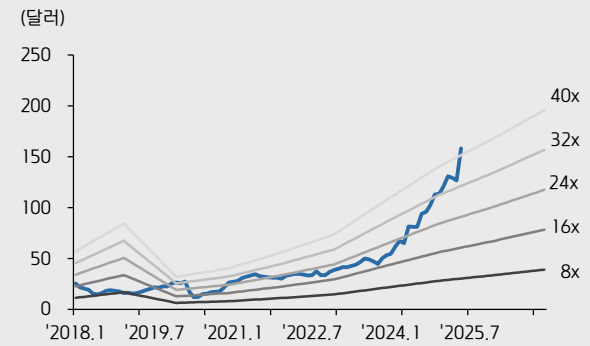
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

HWM EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

HWM 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

하우멧 에어로스페이스(HWM)



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	5,259	4,972	5,663	6,640	7,430
매출원가	3,878	3,596	4,103	4,773	5,119
매출총이익, GAAP	1,381	1,376	1,560	1,867	2,311
판매비	277	251	288	333	347
연구개발비	17	17	32	36	33
영업이익, GAAP	809	866	1,035	1,236	1,637
영업외 (이익)손실	455	424	313	228	250
세전이익, GAAP	488	590	765	975	1,383
법인세비용	-40	66	137	210	228
당기순이익, GAAP	211	258	469	765	1,155
EPS, GAAP	0.60	0.59	1.12	1.85	2.83
희석 EPS, GAAP	0.48	0.59	1.11	1.83	2.81
영업이익, 조정	809	866	—	1,011	—
당기순이익, 조정	375	442	593	766	1,107
EBITDA	1,088	1,135	1,300	1,508	1,914

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	9	449	733	901	1,298
감가상각비, 무형자산상각비	338	270	265	272	277
운전자본 변동	-923	-405	-187	-343	-314
투자활동으로 인한 현금흐름	271	107	-135	-215	-316
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-267	-199	-193	-219	-321
유, 무형자산 처분	114	32	58	2	9
재무활동으로 인한 현금흐름	-369	-1,444	-526	-868	-1,026
지급배당금	-11	-19	-44	-73	-109
차입금의 증가(감소)	283	-985	-76	-477	-865
자사주매입	-540	-408	-384	-239	-492
현금증가	-92	-889	70	-182	-45
기초현금	1,703	1,611	722	792	610
기말현금	1,611	722	792	610	565
FCF	-258	250	540	682	977
FCFF	—	456	717	853	1,129

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	11,443	10,219	10,255	10,428	10,519
유동자산	3,672	2,737	3,143	3,316	3,362
현금 및 현금성자산	1,610	720	791	610	564
매출채권	328	367	506	675	689
재고자산	1,488	1,402	1,609	1,765	1,840
비유동자산	7,771	7,482	7,112	7,112	7,157
유형자산	2,723	2,575	2,443	2,456	2,541
무형자산	4,673	4,616	4,534	4,540	4,485
부채총계	7,866	6,711	6,654	6,391	5,965
유동부채	1,660	1,253	1,482	1,784	1,549
매입채무	995	1,065	1,280	1,378	1,372
단기성부채	414	38	32	238	43
비유동부채	6,206	5,458	5,172	4,607	4,416
장기성부채	4,799	4,308	4,245	3,597	3,428
자본총계	3,577	3,508	3,601	4,037	4,554

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	4.92	5.15	8.25	11.49	15.52
영업이익률	11.90	15.04	16.23	18.12	21.98
EBITDA 마진	19.60	21.74	21.98	23.16	26.61
ROE	6.43	7.34	13.34	20.27	27.22
ROA	1.80	2.38	4.58	7.40	11.03
ROIC	6.98	8.15	9.96	12.39	17.48
부채비율	148.00	125.85	120.60	96.30	77.34
순차입금비용	100.73	103.36	96.81	79.89	63.83
EBITDA/현금지급이자	2.57	4.05	5.56	6.96	—
현금비용	96.99	57.46	53.37	34.19	36.41
유동비용	221.20	218.44	212.08	185.87	217.04
PER	34.80	30.76	27.04	28.95	39.90
PBR	3.51	3.89	4.58	5.57	9.88
EV/EBIT	25.27	22.66	21.38	21.04	28.83
EV/EBITDA	15.53	15.82	15.89	16.56	23.93



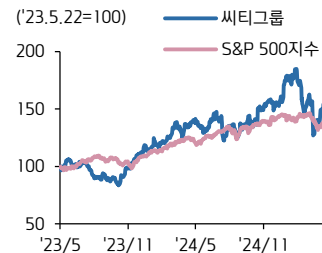
블룸버그 목표주가	USD 83.12
현재 주가 (5/20)	USD 75.90

Stock Data

산업분류	은행
세부업종	다각화은행
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	5,940.46
시가총액(min)	141,761.0
유통주식수(min)	1,867.7
52주 최고	84.74
52주 최저	53.51
일평균거래량	17,344,500

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	7.8	20.0	11.2	20.2
S&P 500	1.0	12.5	0.4	11.9



◆ **기업 개요:** 씨티그룹은 전세계 160여 개국에서 광범위한 금융 서비스를 제공하는 기업. 순영업수익 비중은 주식, 채권, 파생 등을 포함한 상품 거래 담당하는 Markets(30%), 리테일 대상 소비자 금융과 카드 업무 담당하는 US Personal Banking(26%), 국제 결제와 투자 관리 서비스를 제공하는 Services(24%), IB와 기업대출 업무 영위하는 Banking(10%), 고액 자산가 대상 자산관리 서비스 제공하는 PB 사업부 Wealth(10%) 순이며, 대형은행 중 상대적으로 비이자이익 비중 낮고 국제 금융 및 크로스보더 결제에 강점 보유

◆ **투자 포인트:** 1) 2019년 트럼프 임기 1기 당시 볼커룰(은행의 고위험 투자활동을 제한, 자기계정거래 금지 및 헤지펀드, 사모펀드 투자 금지) 완화가 금융주 상승의 계기가 되었다는 점에서 향후 진행될 수 있는 규제 완화는 금융주들에게 모멘텀이 되어 줄 수 있음. 트럼프 2기 금융 규제 완화가 기대되는 항목에는 바벨3 최종안(Basel 3 Endgame)이 있으며, 해당 최종안은 연기될 가능성 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. 2) 시장 불확실성 높아질수록 오히려 고객들은 동사와 같은 신뢰도와 실행 능력이 높은 대형은행을 방문, 금융 업종 내에서도 양극화 현상 심화될 수 있다고 추정 가능

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY1Q25 실적은 컨센서스 상회했으며, 구조조정에 따른 영업레버리지 효과와 변동성 대응을 위한 거래 활동 증가 영향으로 카드 연체율 상승에 따른 충당금 비용 상승 상쇄. FY25 순영업수익 가이던스 기존치 유지했고, 자사주 매입 확대중. 현재 12m fwd PBR은 0.6배로 5년 평균(0.6배) 유사한 수준

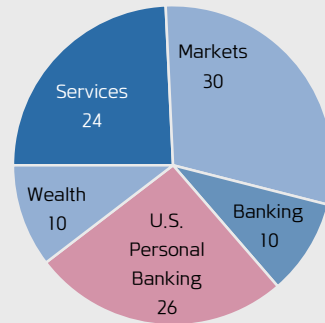
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
순영업수익	78,462	81,139	83,625	86,077
순이자이익	54,900	54,095	56,254	57,389
비이자이익	23,562	27,044	27,221	28,526
순이익	9,228	11,763	13,759	15,807
EPS	5.59	6.06	7.32	9.32
증가율	-17.9	8.5	20.7	27.4
PER	15.0	12.2	10.4	8.1
PBR	0.5	0.7	0.7	0.6
ROE	4.2	6.1	7.1	8.2
배당지표수익률	3.0	3.0	3.1	3.2

주: 컨센서스는 2025.05.20 블룸버그 기준, GAAP 기준

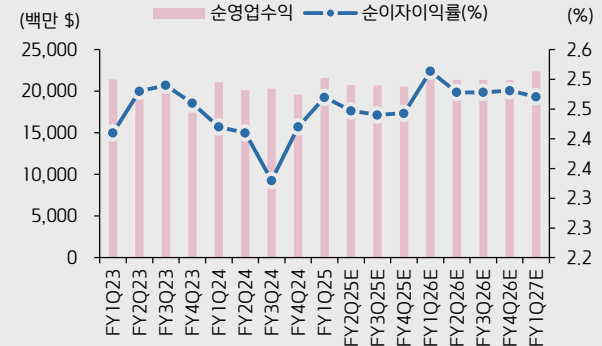


C 사업부별 순영업수익 비중



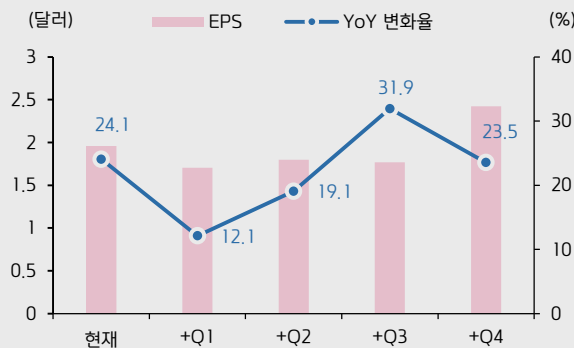
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

C 분기 순영업수익 및 순이자이익률 추이



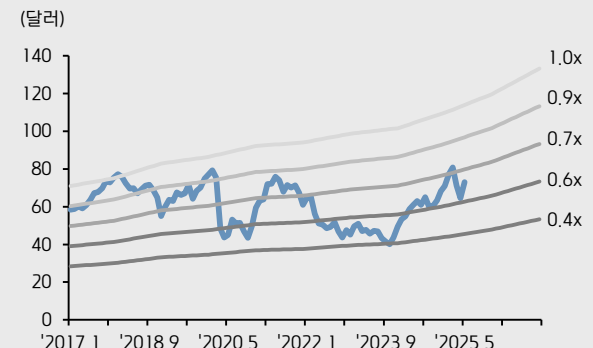
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

C EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

C 12m fwd PBR 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

씨티그룹(C)



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
순영업수익, GAAP	75,501	71,884	75,338	78,462	81,139
영업비용, GAAP	44,374	48,193	51,292	56,366	53,984
영업이익, GAAP	—	—	—	—	—
영업외 (이익)손실	0	0	0	0	0
세전이익, GAAP	14,022	27,469	18,807	12,910	17,046
법인세비용	2,525	5,451	3,642	3,528	4,211
당기순이익, GAAP	10,261	21,952	13,741	7,907	11,532
EPS, GAAP	4.74	10.21	7.04	4.07	6.03
희석 EPS, GAAP	4.88	10.14	7	4.04	5.94
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	10,251	20,758	13,375	10,582	11,763
EBITDA	—	—	—	—	—

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	-20,621	47,090	25,069	-73,416	-19,669
감가상각비, 무형자산상각비	3,937	3,964	4,262	4,560	4,311
운전자본 변동	-54,384	42,673	15,132	-10,131	-58,255
투자활동으로 인한 현금흐름	-95,312	-110,746	-79,455	-8,459	86,250
재무활동으로 인한 현금흐름	233,595	17,272	137,763	687	-38,304
지급배당금	-5,352	-5,198	-5,003	-5,212	-5,199
차입금의 증가(감소)	30,707	-14,073	77,945	66,884	-6,186
자사주매입	-1,841	-8,423	-3,594	-3,712	-2,696
현금증가	115,696	-47,582	79,992	-81,093	15,600
기초현금	193,919	309,615	262,033	342,025	260,932
기말현금	309,615	262,033	342,025	260,932	276,532
FCF	-24,067	42,971	19,437	-79,999	-26,169
FCFF	—	—	—	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	2,260,090	2,291,413	2,416,676	2,411,834	2,352,945
현금 및 현금성자산	26,349	27,515	30,577	27,342	22,782
단기 및 장기 투자	745,477	774,991	800,780	873,124	858,805
순매출채권	—	—	—	—	—
유형자산	2,800	2,914	29,145	31,548	33,028
무형자산	26,573	25,390	23,454	23,828	23,034
부채총계	2,059,890	2,088,741	2,214,838	2,205,583	2,143,579
예수금	1,280,671	1,317,230	1,365,954	1,308,681	1,284,458
단기차입금&RP	380,384	387,464	414,803	484,497	456,118
장기부채	273,983	256,727	273,978	288,865	289,604
연금부채	1,776	906	973	1,856	1,678
파생상품부채	67,957	55,516	75,306	50,679	48,298
자본총계	200,200	202,672	201,838	206,251	209,366

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	11.20	26.18	13.67	5.12	6.81
영업이익률	18.06	38.21	24.96	16.45	21.01
EBITDA 마진	35.98	50.68	49.13	61.64	65.48
ROE	5.56	11.44	7.50	4.24	6.05
ROA	0.52	0.96	0.63	0.38	0.53
ROIC	3.51	2.15	2.38	2.03	2.42
부채비율	363.61	352.06	378.05	411.68	390.95
순차입금비율	25.00	27.07	-9.24	80.84	93.20
EBITDA/현금지급이자	2.64	5.67	2.20	1.32	0.40
PER	12.36	6.05	5.53	14.98	12.17
PBR	0.71	0.65	0.48	0.52	0.69
EV/EBIT	14.45	7.05	4.69	21.73	20.15
EV/EBITDA	6.22	4.80	1.78	2.93	3.09

비스트라에너지(VST)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

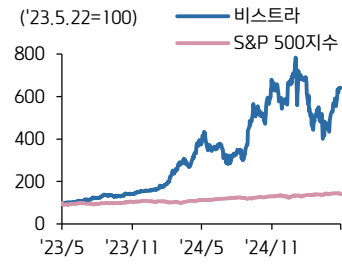
블룸버그 목표주가	USD 166.86
현재 주가 (5/20)	USD 157.03

Stock Data

산업분류	유틸리티
세부업종	독립 전력 생산업체
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	5,940.46
시가총액(min)	53,285.3
유통주식수(min)	339.3
52주 최고	199.84
52주 최저	66.50
일평균거래량	8,309,180

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	13.9	36.1	1.6	71.6
S&P 500	1.0	12.5	0.4	11.9



◆ **기업 개요:** 비스트라에너지는 천연가스와 석탄, 석유, 원자력, 태양광 등을 발전원으로 전력을 생산 및 판매하는 독립발전사업자(IPP) 기업으로 텍사스주 델러스에 거점을 두고 있음. 27년까지 석탄 화력 발전소 폐쇄를 선언했으며, 원자력 발전 포트폴리오 강화 중. 현재 전력원별 CAPA 비중은 천연가스(59%), 석탄(21%), 원자력(16%), 재생에너지(1%) 순

◆ **투자 포인트:** 1)데이터센터 전력 사용량 급증과 전력 그리드/인프라 노후화에 따라 전력 부족 현실화. 여름 폭염과 대규모 정전사태 경각심에 전력 생산 업체와 수급 불균형에 대한 중요성 재차 부각될 가능성. 2025/2026 PJM 전력 경매에서 낙찰된 전력 단가는 기존 대비 YoY +833%로 가격 폭등한 바 있음. 과도한 초과 수요 우려로, 올해 7월 진행될 26/27년 가격 변동폭까지 제한될 정도. 상한 기준으로 계산시 전력 가격 YoY +20% 상승 예상. 5월 Lotus Infrastructure Partners로부터 천연가스 발전소 7곳 인수 발표, 약 70%가 PJM에 위치한 것으로 나타남. 2)트럼프 당선 직후 에너지 비상사태 발표. 최근 '원자력 르네상스'도 선언. 유럽 내 원전 회귀 움직임도 증가하고 있는 추세이며, '17년 이후 전세계 원자로 87%가 러시아와 중국 설계 기반으로 원자력 테마에 중장기적인 관심. 실제로 트럼프는 2050년까지 원자력 발전용량을 현재의 100GW에서 4배 수준으로 확대하고 원전 건설 속도를 높이기 위해 새 원자로 승인 여부를 18개월 이내에 결정하는 등 규제 완화를 시사

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY25 EBITDA와 잉여현금흐름 가이던스 유지. FY26과 FY27 가이던스는 상향 가능성 시사했으며, 추가적인 데이터센터향 리테일 계약 가능성 존재. 현재 12m fwd PER은 20배로 2년 평균(12배) 상회

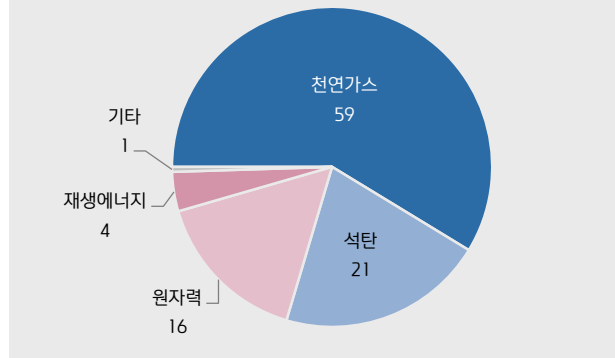
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	14,779	17,224	20,115	21,117
EBITDA	4,140	5,656	6,004	6,767
EBITDA 마진(%)	28.0	32.8	29.8	32.0
순이익	1,498	2,928	2,209	2,731
EPS	4.19	8.43	6.39	8.31
증가율	-262.2	101.3	-24.3	30.1
PER	14.8	33.3	24.6	18.9
PBR	4.8	15.1	12.4	9.5
ROE	46.9	83.3	47.0	48.4
배당지표수익률	0.6	0.6	0.6	0.6

주: 컨센서스는 2025.05.20 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

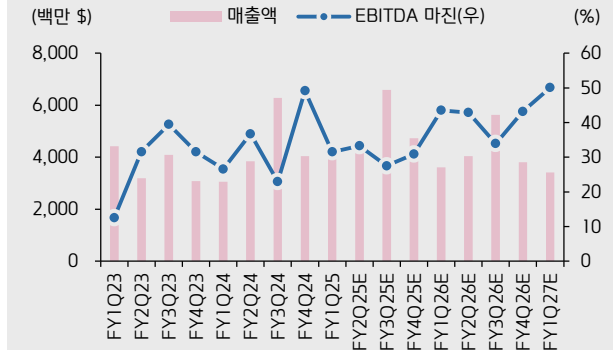


VST 전력원별 CAPA 비중



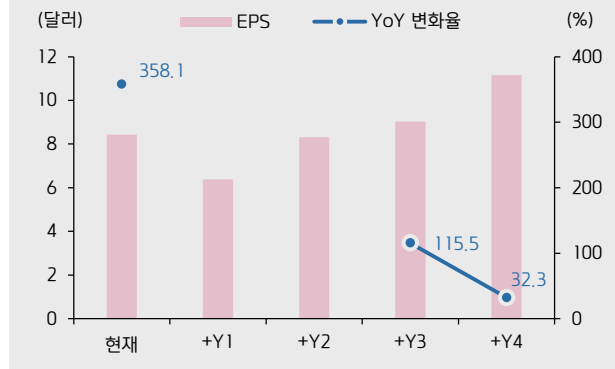
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

VST 분기 매출액 및 EBITDA 마진 추이



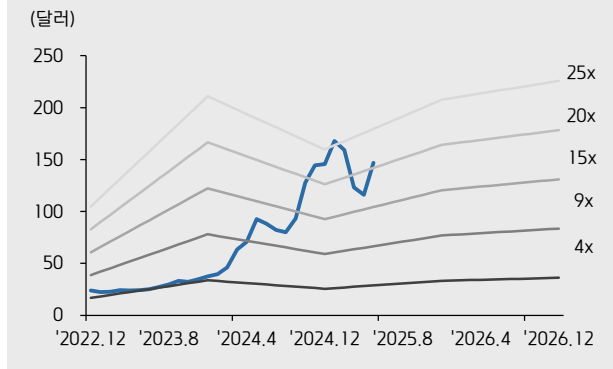
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

VST EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

VST 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

비스트라에너지(VST)



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	11,443	12,077	13,728	14,779	17,224
매출원가	5,174	9,169	10,401	7,557	7,285
매출총이익, GAAP	6,269	2,908	3,327	7,222	9,939
판매비	1,035	1,040	1,189	1,308	1,601
연구개발비	—	—	—	—	—
영업이익, GAAP	1,873	77	1,312	2,508	3,309
영업외 (이익)손실	629	207	383	661	614
세전이익, GAAP	890	-1,722	-1,560	2,000	3,467
법인세비용	266	-458	-350	508	655
당기순이익, GAAP	636	-1,274	-1,227	1,343	2,467
EPS, GAAP	1.3	-2.642	-3.26	3.632	7.16
희석 EPS, GAAP	1.30	0	-2.9048	3.7556	7.1054
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	900	-1,274	-1,091	1,498	2,928
EBITDA	3,766	1,941	3,115	4,140	5,656

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	3,337	-206	485	5,453	4,563
감가상각비, 무형자산상각비	2,048	2,050	2,047	1,956	2,631
운전자본 변동	-84	-969	-2795	1780	402
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,572	-1,153	-1,239	-2,145	-5,276
유, 무형자산 취득(CAPEX)	—	—	—	—	—
유, 무형자산 처분	—	—	—	—	—
재무활동으로 인한 현금흐름	—	—	—	—	—
지급배당금	-266	-290	-453	-463	-478
차입금의 증가(감소)	-1,358	569	1672	1,390	2,280
자사주매입	0	1529	-1949	-1245	-1266
현금증가	-31	915	-834	3,014	-2,317
기초현금	475	444	1,359	525	3,539
기말현금	444	1,359	525	3,539	1,222
FCF	2,078	-1,239	-816	3,777	2,485
FCFF	2,520	—	—	4329	3,215

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	25,208	29,683	32,787	32,966	37,770
유동자산	3,429	7,883	11,116	11,637	8,119
현금 및 현금성자산	406	1,325	455	3,485	1,188
매출채권	1,279	1,397	2,059	1,674	1,982
재고자산	515	610	570	740	970
비유동자산	21,779	21,800	21,671	21,329	29,651
유형자산	13,544	13,096	12,605	12,482	18,173
무형자산	5,029	4,729	4,541	4,447	5,020
부채총계	16,847	21,391	27,869	27,644	32,187
유동부채	3,036	5,843	10,337	9,823	8,432
매입채무	1,237	1,865	1,915	1,556	2,662
단기성부채	103	259	696	2,293	880
비유동부채	13,811	15,548	17,532	17,821	23,755
장기성부채	9,275	10,515	11,978	12,391	15,636
자본총계	8,361	8,292	4,918	5,322	5,583

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	5.56	-10.55	-10.03	9.09	14.32
영업이익률	13.27	-12.54	-8.57	18.01	23.69
EBITDA 마진	31.22	4.46	6.40	31.32	38.97
ROE	7.79	-17.38	-29.96	46.85	83.27
ROA	2.45	-4.64	-3.93	4.54	7.52
ROIC	6.11	-6.27	-5.34	11.36	15.76
부채비율	112.03	171.26	436.73	518.69	533.81
순차입금비율	106.85	113.54	247.03	209.41	273.94
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비율	13.37	22.68	4.40	35.48	14.09
유동비율	112.94	134.91	107.54	118.47	96.29
PER	10.07	—	19.60	14.81	33.30
PBR	1.15	1.70	3.12	4.78	15.14
EV/EBIT	12.18	—	—	10.20	15.84
EV/EBITDA	5.19	41.00	26.40	5.87	9.63

2025년 하반기 중국 전망

칠전팔기





2025년 하반기 중국 전망 | 칠전팔기

높은 관세와 디플레이션은 하반기에도 지속되며 경기에 부정적 영향 예상. 정부 정책의 상쇄 효과는 제한적일 가능성 존재

- 미중 간의 관세 90일 유예 합의로 인해 중국은 내수 부양의 시급함이 줄어들었다는 판단. 현재 중국은 기존 발표된 정책의 집행에 집중하는 모습. 향후 경제 지표가 빠르게 악화되지 않는다면 정책 강도가 완화 혹은 지연될 가능성 존재. 7월 정치국회의 확인이 중요할 것으로 예상
- 하반기 미국의 대중 관세가 50% 수준 유지될 것으로 가정 시 높은 관세는 높아진 순수출의 GDP 기여도를 감안하면 중국 경기에 부정적. 특히 공급 위주의 정책으로 인해 디플레이션 환경이 지속되고 있고, 올해도 부동산 시장의 유의미한 회복은 쉽지 않을 것으로 예상 되는 만큼 경기 하방 압력은 여전히 높다는 판단

경기가 증시 상단을 제한하는 요인이거나, 정부의 적극적인 개입으로 인해 하단도 지지될 전망. 실적 모멘텀 보유한 역외 선호

- 관세 불확실성과 디플레이션 환경이 하반기에도 지속되며 기업 이익에 부정적으로 작용할 전망. 이는 증시 상단을 제한하는 요인으로 판단
- 다만 4Q24 이후 중국은 증시 안정화를 강조하고 있어 투자심리 악화 시 적극적인 개입이 예상되는 만큼 지수 하방도 지지될 것으로 기대
- 2025년 하반기 상대적으로 실적 모멘텀 보유한 역외 증시 선호. 다만 투자심리가 악화되는 구간에서는 본토 증시가 아웃퍼폼 가능성 존재

하반기 AI 관련 모멘텀 트레이딩 추천. 부분적으로 투자심리 악화 시 고배당 주목 필요

- 증시 상하단 모두 제한적인 환경 속에서 4Q24 이후 통화 및 재정정책을 강화하며 유동성 공급하고 있어 성장주 모멘텀 기대된다는 판단
- 정부의 정책 지원과 기업의 기술 혁신이 하반기에도 지속되며 AI 소프트웨어, 휴머노이드, 자율주행 등 AI 관련 모멘텀이 지속될 전망. 실적 가시성 높으며 AI 모멘텀 보유한 중국 플랫폼 기업과 휴머노이드, 자율주행 선두 기업 주목 추천
- 한편 부분적으로 경기 모멘텀 악화 등 중화권 증시 투자심리 악화 가능성도 존재한 만큼 고배당 업종에 대한 관심도 필요하다는 판단

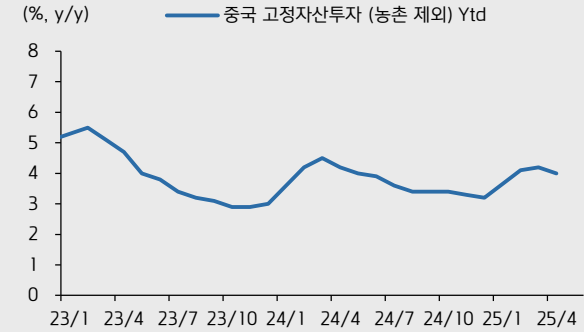


◆ 중국 경제 지표는 전반적으로 예상치 하회

4월 누적 기준

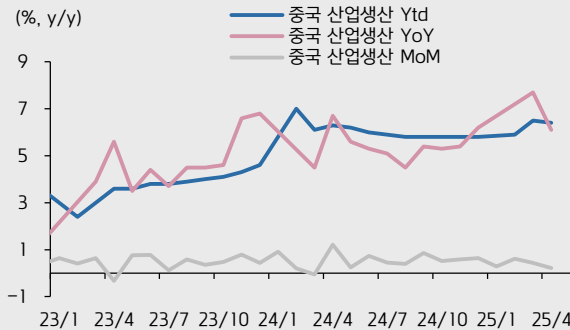
- 산업생산 YoY +6.4%로 컨센서스(YoY +6.4%) 부합
- 소매판매 YoY +4.7%로 컨센서스(YoY +5.0%) 하회
- 고정자산투자 YoY +4.0%로 컨센서스(YoY +4.2%) 하회
- 부동산투자 YoY -10.3%로 컨센서스(YoY -10.0%) 하회

중국 고정자산투자 추이



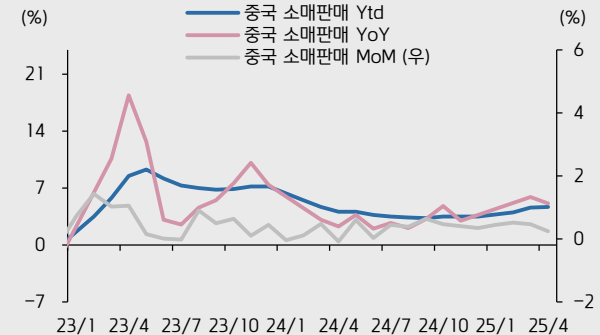
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 산업생산 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 소매판매 추이

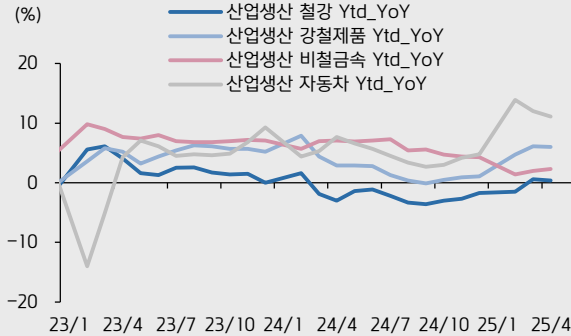


자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

산업생산: 밀어내기 효과로 생산 확대

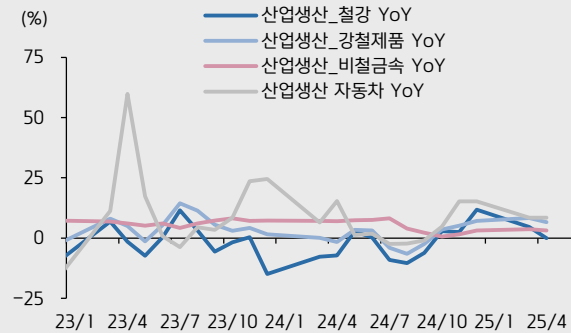


중국 광업, 에너지, 제조업, 첨단기술 산업생산 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 주요 경기민감 품목 산업생산 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

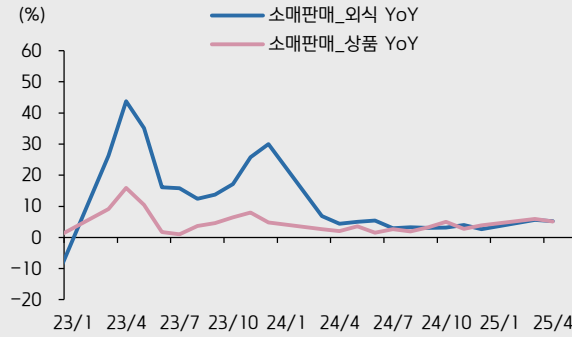
중국 산업생산 세부항목 현황

분류	2025년 4월	2025년 3월	2025년 1~4월	
	YoY 증가율(%)	YoY 증가율(%)	생산량	YoY 증가율(%)
화학섬유(만 톤)	5.3	6.3	2,781	5.7
시멘트(만 톤)	-5.3	2.5	49,539	-2.8
생철(만 톤)	0.7	3.1	28,885	0.8
조강(만 톤)	0.0	4.6	34,535	0.4
강재(만 톤)	6.6	8.3	48,021	6.0
비철금속(만 톤)	3.1	3.7	2,660	2.3
금속절단기(만 대)	15.6	23.0	26	16.8
산업용 로봇(대)	51.5	16.7	221,206	34.1
자동차(만 대)	8.5	8.4	1,012	11.1
신에너지자동차(만 대)	38.9	40.6	440	43.7
발전설비(만 kW)	124.2	107.2	10,531	90.8
태양광 전지(만 kW)	33.4	23.6	23,906	18.8
컴퓨터(만 대)	-2.2	7.8	10,492	4.7
스마트폰(만 대)	-6.4	7.0	36,038	-2.2
집적회로(억 개)	4.0	9.2	1,509	5.4
원탄(만 톤)	3.8	9.6	158,474	6.6
코크스(만 톤)	7.1	4.1	16,443	3.2
원유(만 톤)	1.5	3.5	7,181	1.2
원유 가공량(만 톤)	-1.4	0.4	24,027	0.8
천연가스(억 m³)	8.1	5.0	874	5.3
발전량(억 kWh)	0.9	1.8	29,840	0.1
화력발전량(억 kWh)	-2.3	-2.3	19,831	-4.1
수력발전량(억 kWh)	-6.5	9.5	3,012	2.2
핵발전량(억 kWh)	12.4	23.0	1,585	12.7
풍력발전량(억 kWh)	12.7	8.2	3,814	10.9
태양광발전량(억 kWh)	16.7	8.9	1,595	19.5

자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

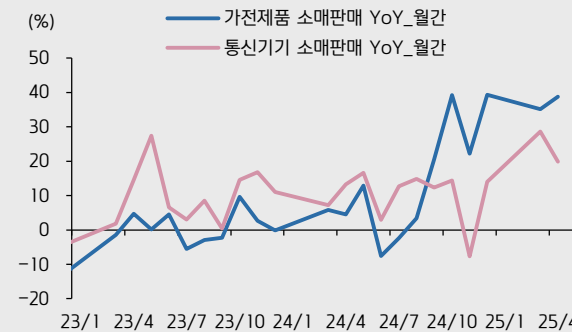


중국 상품 및 외식업 소매판매 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 가전제품, 통신기기 소매판매 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 산업생산 세부항목 현황

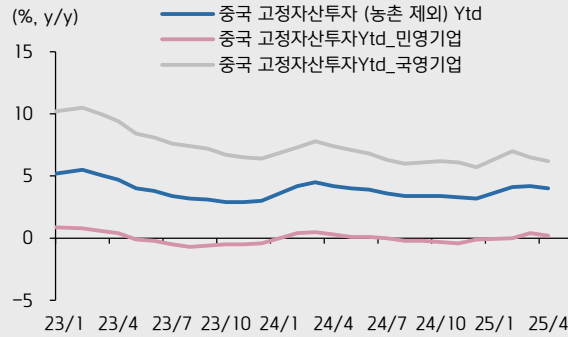
분류	2025년 4월	2025년 3월	2025년 1~4월	
	총액(억위안)	YoY 증가율(%)	총액(억위안)	YoY 증가율(%)
식용유/식품	14.0	13.8	7,980	12.6
음료	2.9	4.4	1,038	0.3
주류/담배	4.0	8.5	2,305	5.8
의류	2.2	3.6	4,939	3.1
화장품	7.2	1.1	1,454	4.0
귀금속	25.3	10.6	1,369	10.4
일상용품	7.6	8.8	2,767	7.0
오락용품	23.3	26.2	532	24.9
가전제품	38.8	35.1	3,469	23.9
의약품	2.6	1.4	2,406	2.2
문구/사무용품	33.5	21.5	1,458	24.4
가구	26.9	29.5	583	20.2
통신기자재	19.9	28.6	2,992	25.4
석유	-5.7	-1.9	7,917	-1.4
자동차	0.7	5.5	14,840	-0.5
건축/자재	9.7	-0.1	530	2.3

자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

고정자산투자: 제조업과 인프라 투자가 핵심

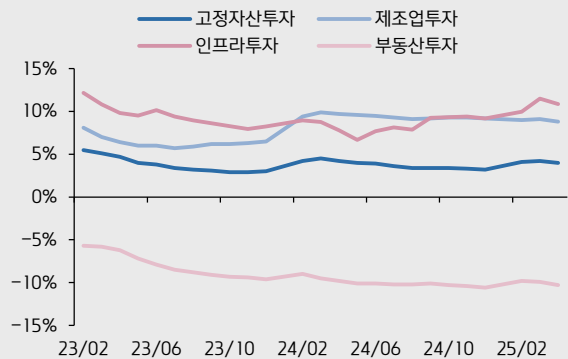


중국 국영기업, 민영기업 고정자산투자



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 주요 고정자산투자 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

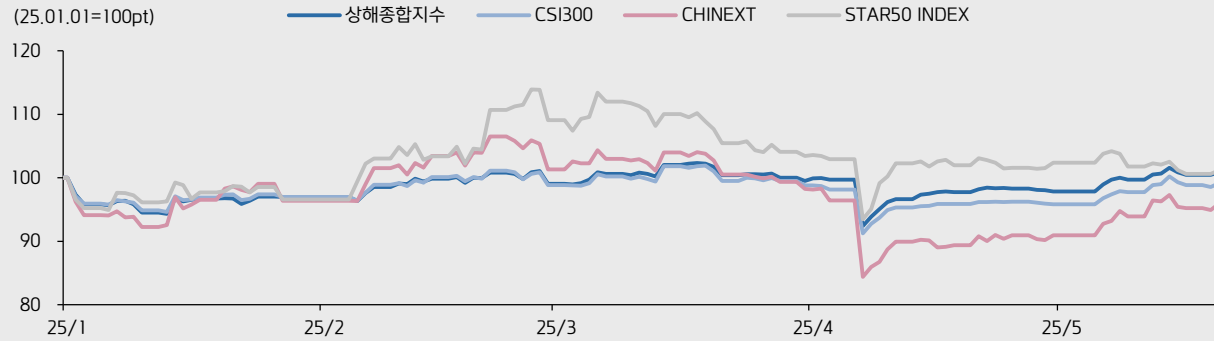
중국 고정자산투자 제조업 세부항목 현황

분류	2025년 1~4월	2025년 1~3월
	YoY 증가율(%)	YoY 증가율(%)
농업 부산물 가공업	18.4	18.6
식품 제조업	16.6	18.0
방직업	14.7	13.5
화학원료 및 화학품 제조업	1.3	2.1
의약품 제조업	2.6	4.4
비철금속 제련 및 가공업	16.4	17.9
금속제품 제조업	11.5	12.2
일반설비 제조업	17.9	17.2
전문설비 제조업	8.4	8.1
자동차 제조업	23.6	24.5
운송 설비 제조업	29.6	37.9
전기기계 제조업	-7.5	-7.4
통신 및 전자설비 제조업	9.0	10.5

자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

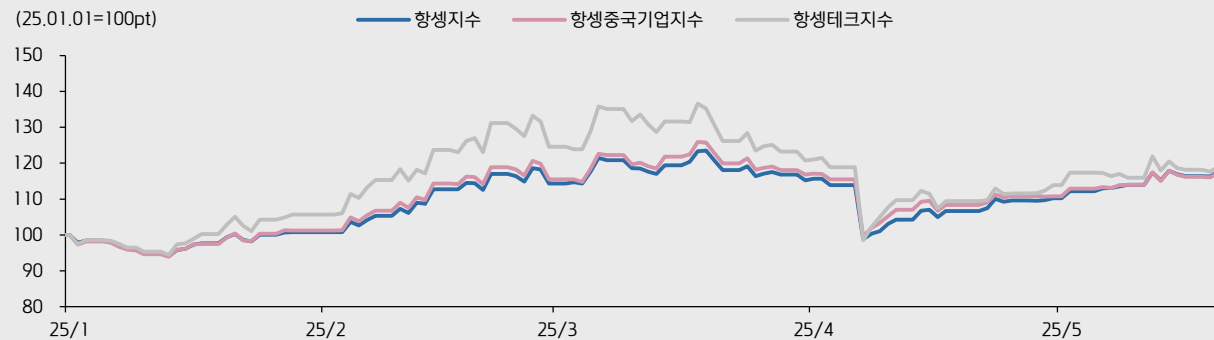


본토 증시 주요 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

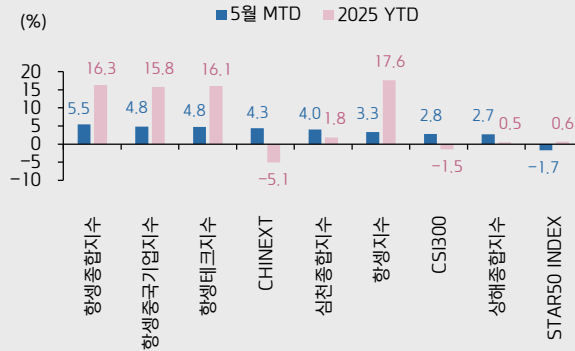
홍콩 증시 주요 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

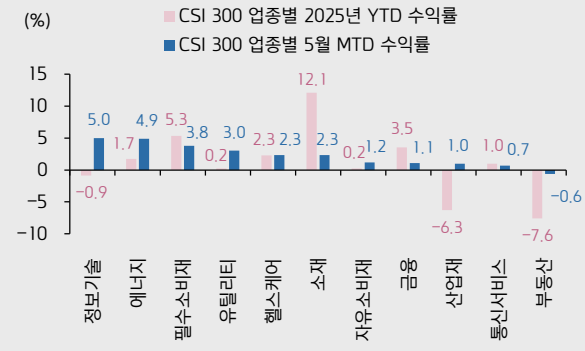


최근 중국 지수별 수익률 비교



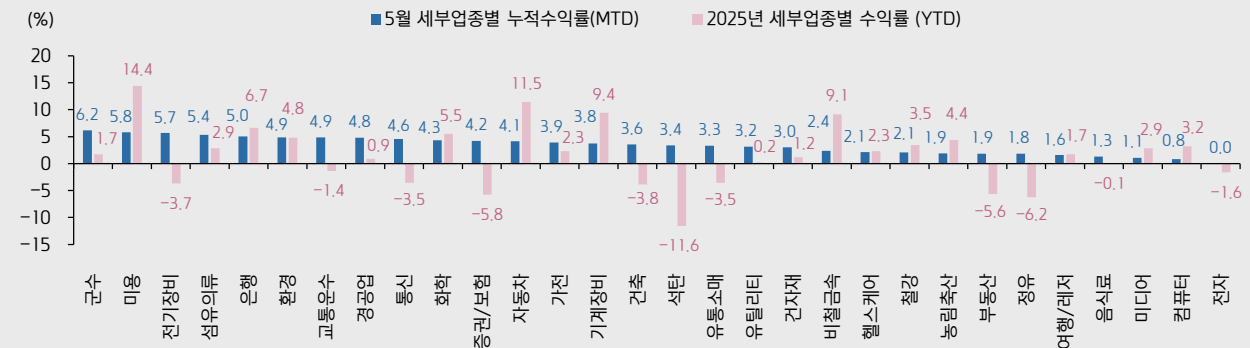
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주: 25.05.19 종가 기준

최근 업종별 수익률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주: 25.05.19 종가 기준

최근 중국 세부 업종별 수익률 비교



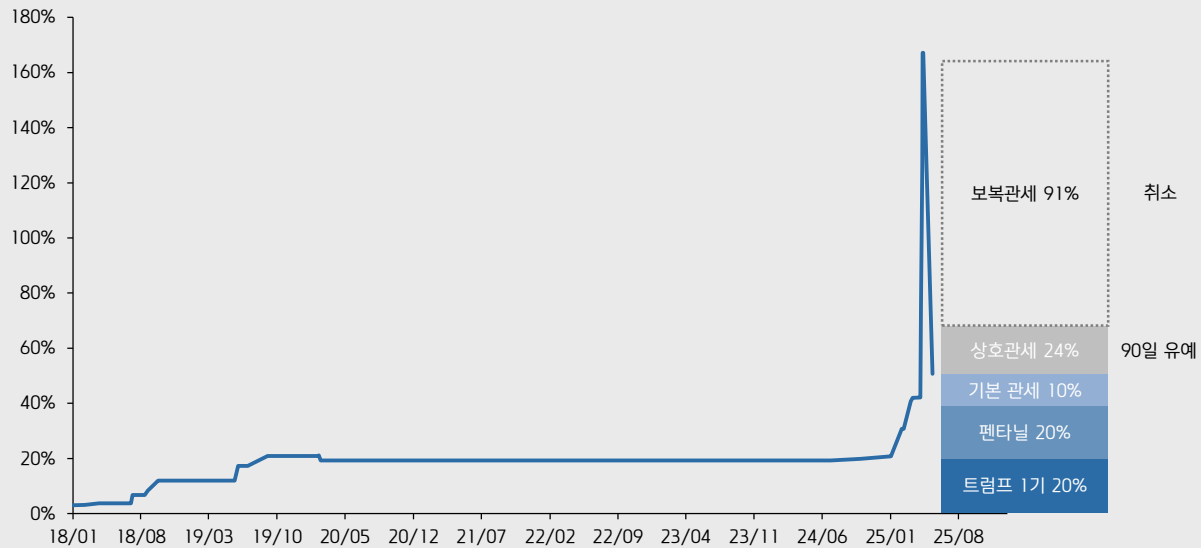
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주: 25.05.19 종가 기준



◆ 미중 관세 협상은 예상치를 상회

- 5/10 미중 제네바 협의는 예상치를 상회. 5월 14일부터 90일 간의 유예 기간 동안 미국의 대중 관세는 145%에서 30%, 중국의 대미 관세는 125%에서 10%로 하락하는데 합의. PIIE 기준 미국의 대중 관세는 기존 165%에서 50%로 하락 전망
- 금번 협상에는 중국 측에서 펜타닐 관련 담당자도 참석하면서 향후 펜타닐 부문에서 추가적인 협상을 통해 20% 부분의 관세 추가 인하에 대한 기대감도 존재. 다만 미중 양국 간의 최종 합의가 쉽지 않은 점을 감안하면 90일간 유예된 24% 재차 상승 가능성도 존재

미국의 대중 관세 추이



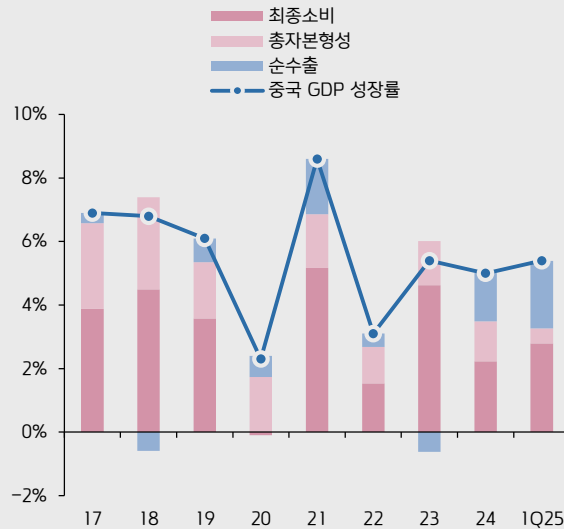
자료: PIIE, 키움증권 리서치



◆ 높은 관세는 중국 경기에 하방 압력으로 작용할 것

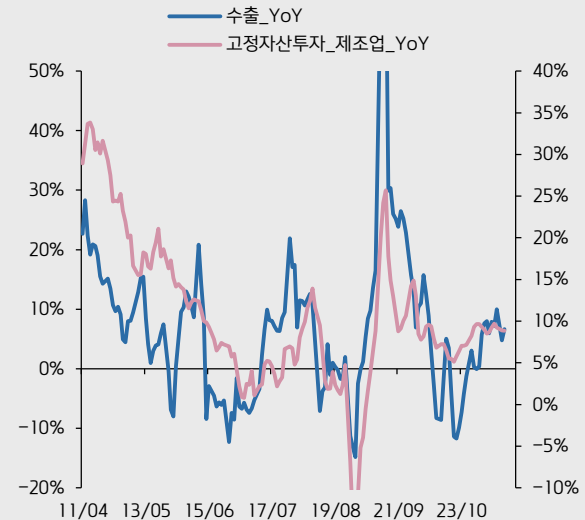
- 미중 양국간의 협상 시작은 긍정적이거나, 과정은 순탄하지 않을 것으로 예상. 영국에도 기본 관세 10%를 부과한 점을 감안하면 최종 관세 레벨은 과거로 돌아가기는 쉽지 않을 전망
- 1Q25 순수출의 중국 GDP 기여도가 40% 수준에 달하는 만큼 관세 부과에 따른 수출 둔화는 중국 경기의 하방 압력으로 작용할 것
- 또한 과거 무역분쟁 1기와 달리 중국의 우회 수출에 대한 제재 강도도 높아지고 있어 수출 둔화 우려 확대. 이는 제조업 투자에 부정적

중국 GDP 성장률 및 부문별 기여도



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 수출 및 제조업 고정자산투자 증가율 추이



주: 3개월 이동 평균 기준
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치



◆ 1분기 중국 GDP의 예상치 상회에도 불구하고 중국 디플레이션 여전

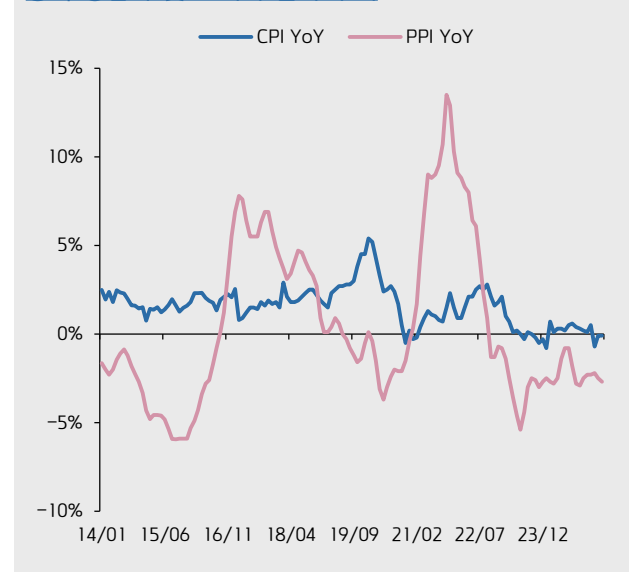
- 1Q25 명목 GDP는 YoY +4.6%에 그치면서 디플레이션 압력이 여전함을 시사. 4월 CPI 및 PPI는 각각 YoY -0.1%, YoY -2.7%로 예상치(YoY -0.1%/YoY -2.8%)에 전반적으로 부합. 다만 PPI는 하락 폭이 전월 대비 확대된 점은 아쉬운 상황
- 향후 PPI는 수출 불확실성 감안시 반등은 제한적일 가능성이 크며, 이는 기업의 이익 성장에 부정적으로 작용할 것

중국 명목 및 실질 GDP 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 생산자 및 소비자 물가 추이

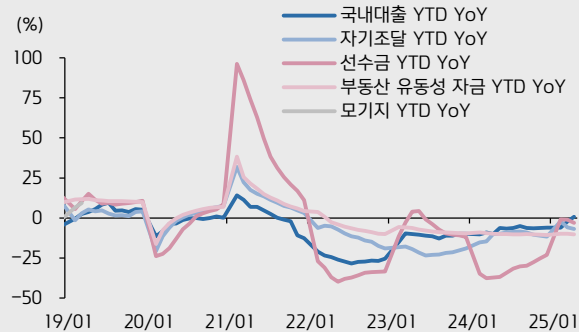


자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

올해도 중국 부동산 시장의 유의미한 회복은 쉽지 않을 것으로 예상

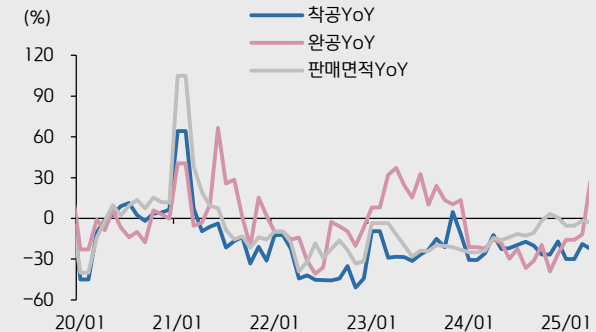


중국 부동산 유동성 증가율 추이



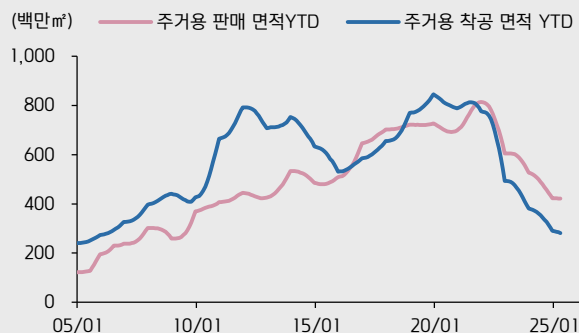
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 부동산 실물지표 추이



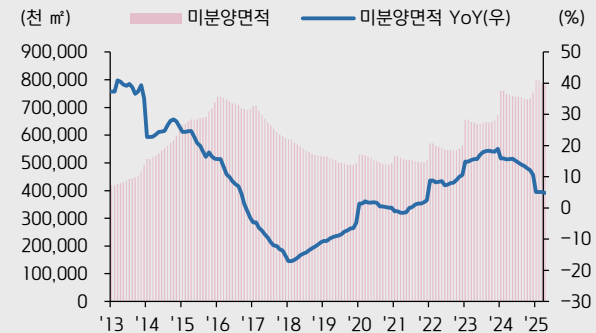
자료: CEIC, 키움증권 리서치

중국 부동산 거래면적 추이



자료: CEIC, 키움증권 리서치

중국 부동산 미분양면적 추이



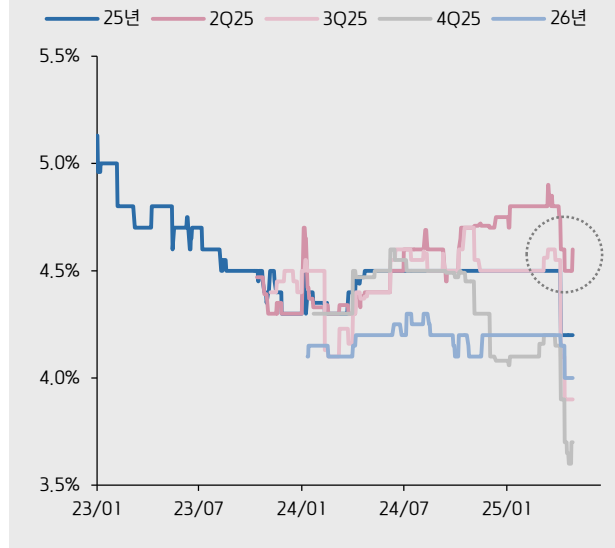
자료: CEIC, 키움증권 리서치



◆ 관세 유예로 인해 내수 부양의 시급함이 줄어들 수 있다는 판단

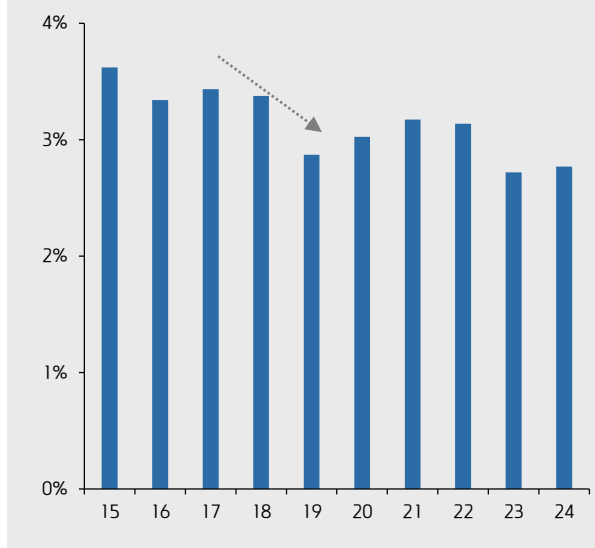
- 90일간 관세 유예로 인해 수출의 밀어내기 효과는 2분기에도 지속될 것으로 예상되며 경기 지표는 우려 대비 견조할 것. 다만 이로 인해 중국의 내수 부양의 시급함은 줄어들 수 있다는 판단. 부양 강도가 단기적으로 일부 완화 혹은 지연될 가능성 존재
- 지난 18~19년 미국은 대중 관세를 20% 인상했으며, 이로 인해 GDP 대비 중국의 미국 수출 비중은 0.6%p 하락한 바 있음. 90일 내 최종 협의가 어려울 것으로 예상하며 하반기 미국의 대중 관세가 50% 수준으로 가정할 경우 중국 GDP에 1.5%p 영향 예상
- 이는 24년 중국 GDP 기준 2조위안 수준이며 중국은 지난 3월 2.1조위안 규모의 재정 정책을 발표한 바 있는 상황

중국 GDP 성장 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 GDP 대비 미국 수출 비중



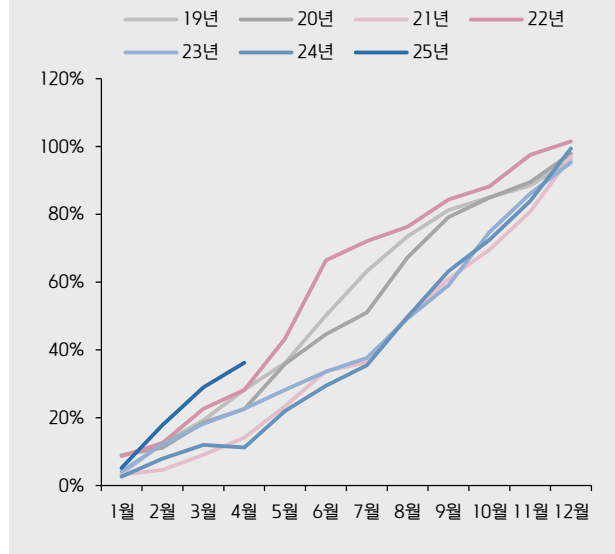
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 하반기 중국 경기의 유의미한 회복은 제한적일 가능성 존재

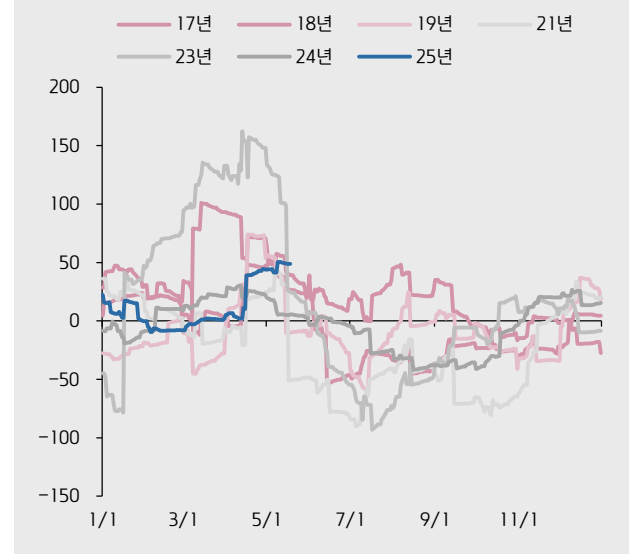
- 현재 중국정부는 추가적인 부양책 보다는 3월 양회에서 발표한 정책의 집행에 더욱 집중하는 모습
- 추가적인 경기 부양책이 없을 경우 하반기 중국 경기의 유의미한 회복은 제한적일 수 있다는 판단

중국정부 채권 발행 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

씨티 중국 경기 서프라이즈 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 경기에 대한 과도한 우려는 지양 필요. 중국은 추가적인 정책 여력을 강조 중

- 중국 경기에 대한 과도한 우려는 지양할 필요. 중국은 지난 4분기 정책 전환 이후 추가적인 정책 여력을 지속적으로 강조 중
- 중국 경기가 예상 대비 빠르게 악화된다면 정책의 강도는 강화될 것으로 예상

하반기 중국 정부의 추가 발표 가능성 있는 정책 내용 정리

정책	세부 사항	정책	세부 사항
통화정책	지준율 및 금리 인하	민생	저소득층, 중산층 등 주민 소득 확대 지원 정책 발표
	국채 매입 재개		사회보장 대상 확대 및 지원 강화
	테크, 소비, 무역 등 부문 지원을 위한 신행 금융 수단 신설	산업	미래 육성 산업 지원 정책 발표 가속화
	서비스 소비 및 노인 복지 재대출 신설		공급과잉 해결 정책 발표
재정정책	국채 및 지방정부 채권 발행 가속화	부동산	주요 산업 육성을 위한 국가벤처투자기금 조성
	이구환신 정책 적용 품목 및 규모 확대		1선도시의 주택 구매 제한 추가 완화
	출산, 신생아 보조금 등 정책		주택공적금 정책 완화
	1조위안 규모의 특별 국채 추가 발표		개선허 주택(改善型住房) 거래 지원 강화
	세수 정책 개혁을 통한 지방정부 재정 강화		주택 재고 매입을 위한 지방정부 특별채 지원 강화
	5천억위안 규모의 특별국채 발행을 통해 금융기관 자본 확충		성중촌(城中村) 재개발 규모 확대
자본시장	의무교육 점진적인 확대		건설사 자금조달 지원 강화, 화이트리스트 지원 확대
	CIC 지원 강화 및 CIC 정부자금 투입		정책/상업은행의 토지 재고 매입을 가능하게 하며 자금 지원
	금융기관 자산 스왑 창구 및 기업의 자사주 매입 지원 강화		부동산 시장 안정을 위한 통화정책 신설
	시장 안정 기금 투입		주택 재고 매입을 위한 신규 정책 발표

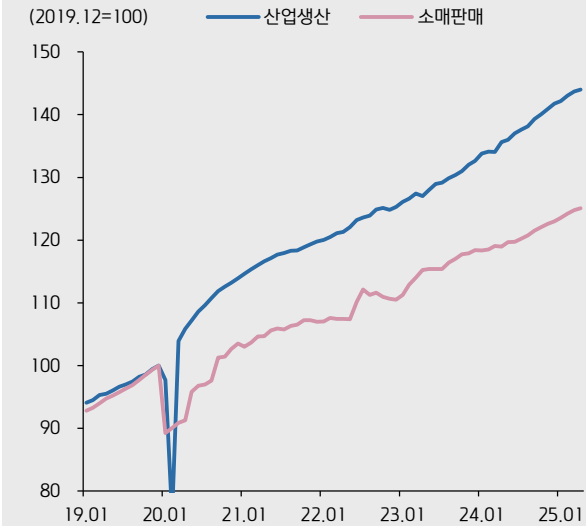
자료: OCMACRO, 키움증권 리서치



◆ 재정 확대는 긍정적이나 최종 방향에 대한 확인 중요

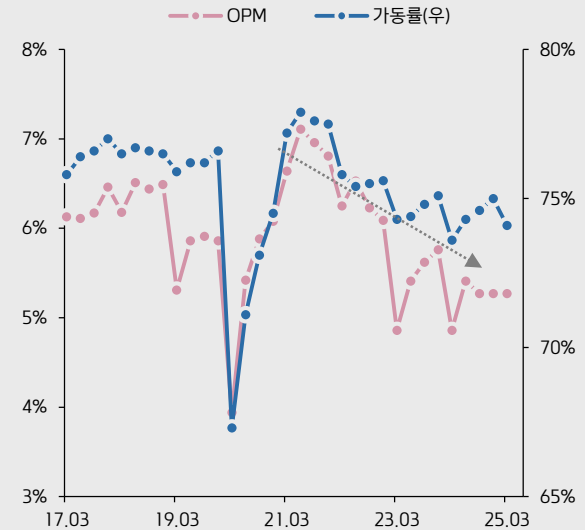
- 재정 확대 자체도 의미가 있으나 더욱 중요한 것은 재정 확대의 방향일 것
- 지난 몇년간 중국정부가 보여준 공급 위주의 정책은 공급과잉에 따른 디플레이션을 야기하며 기업 이익에 오히려 부정적으로 작용

중국 주요 경제 지표



자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 제조업 가동률 및 OPM

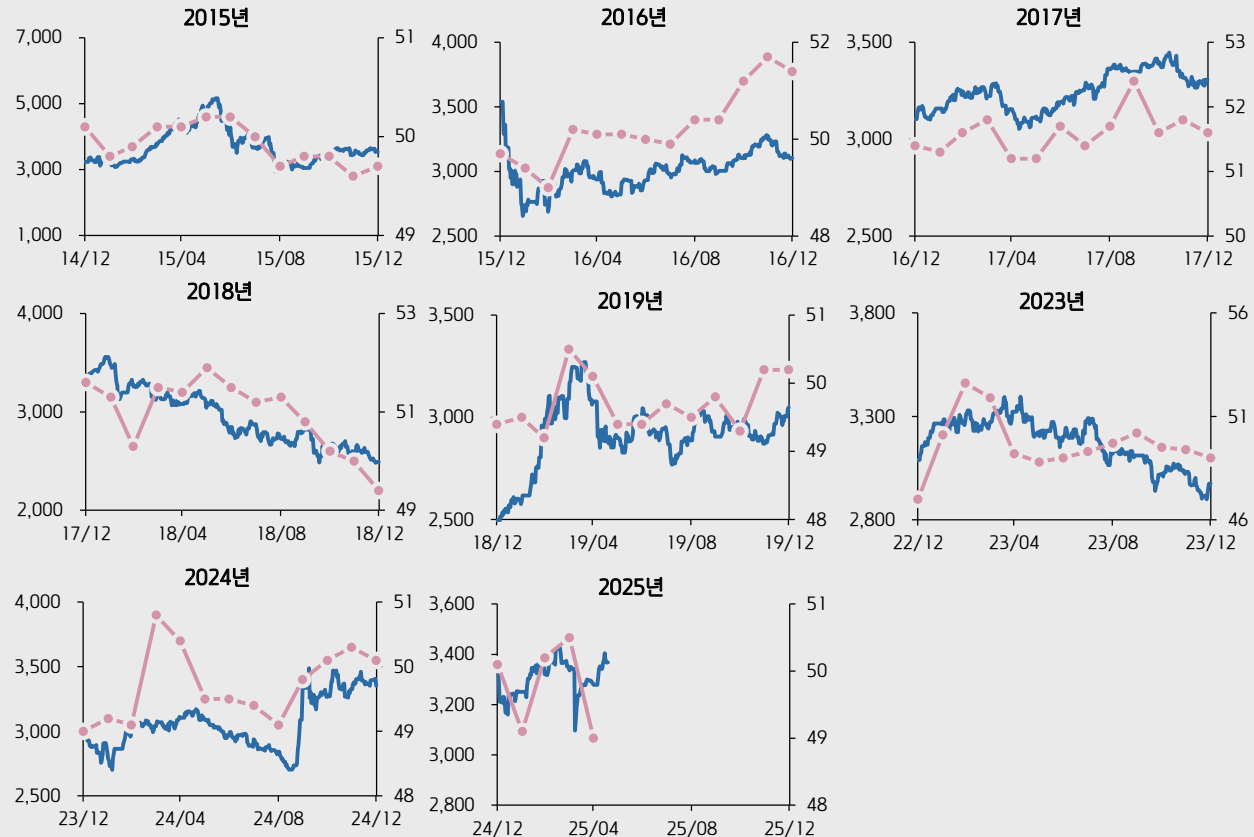


자료: Wind, 키움증권 리서치

경기회복 수준이 증시 방향을 결정할 것



최근 10년 상해종합 및 중국 제조업PMI 추이

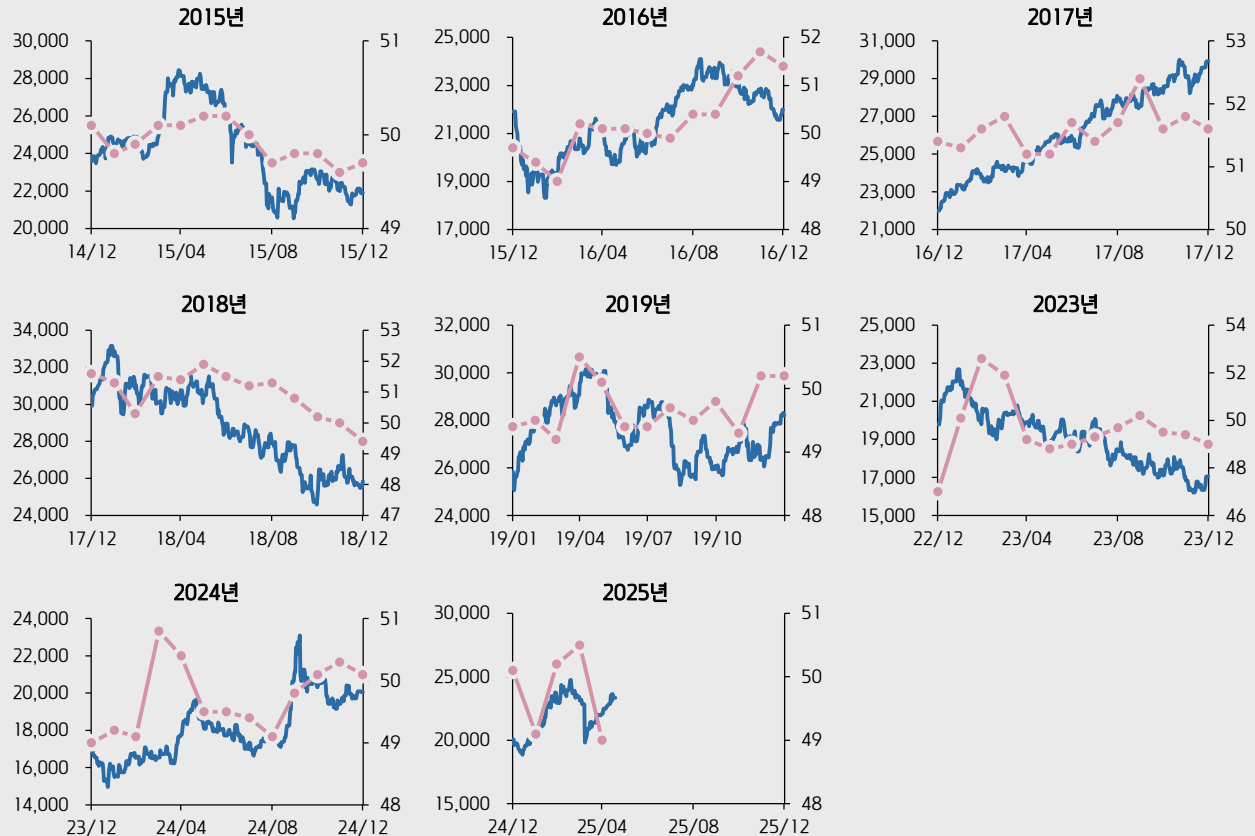


주: 코로나19로 인한 락다운 기간인 20~22년 제외
자료: Wind, 키움증권 리서치

경기회복 수준이 증시 방향을 결정할 것



최근 10년 홍콩항셱 및 중국 제조업PMI 추이



주: 코로나19로 인한 락다운 기간인 20~22년 제외
자료: Wind, 키움증권 리서치

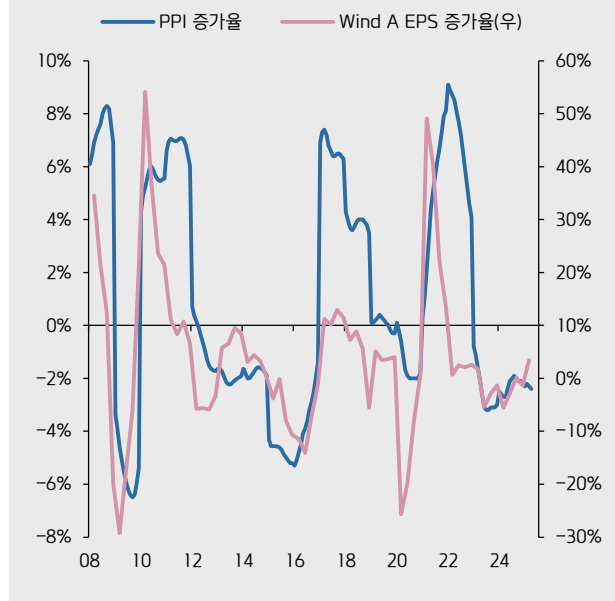
기업의 이익 성장이 제한적일 경우 증시 상단은 제한적일 것



◆ 기업 이익의 회복 수준이 증시 방향을 결정할 것

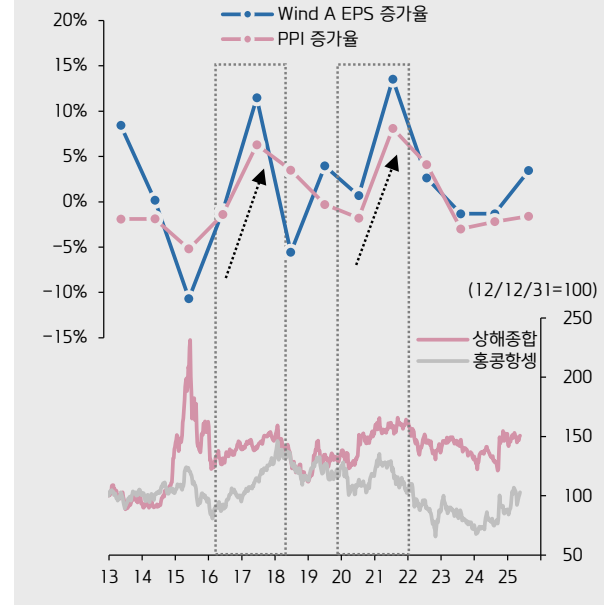
- 본토 상장 기업은 지난 2년간 부진한 대내외 환경에 따른 이익 감소를 끝으로 1Q25 상승 전환(YoY +3.4%)하며 긍정적으로 출발
- 다만 내부적으로 디플레이션 환경과 외부적으로 수출 불확실성은 하반기 이익에 부정적으로 작용할 가능성이 큰 상황

PPI 및 중국 본토 기업 EPS YoY



자료: Wind, 키움증권 리서치

PPI 및 중국 본토 기업 EPS YoY



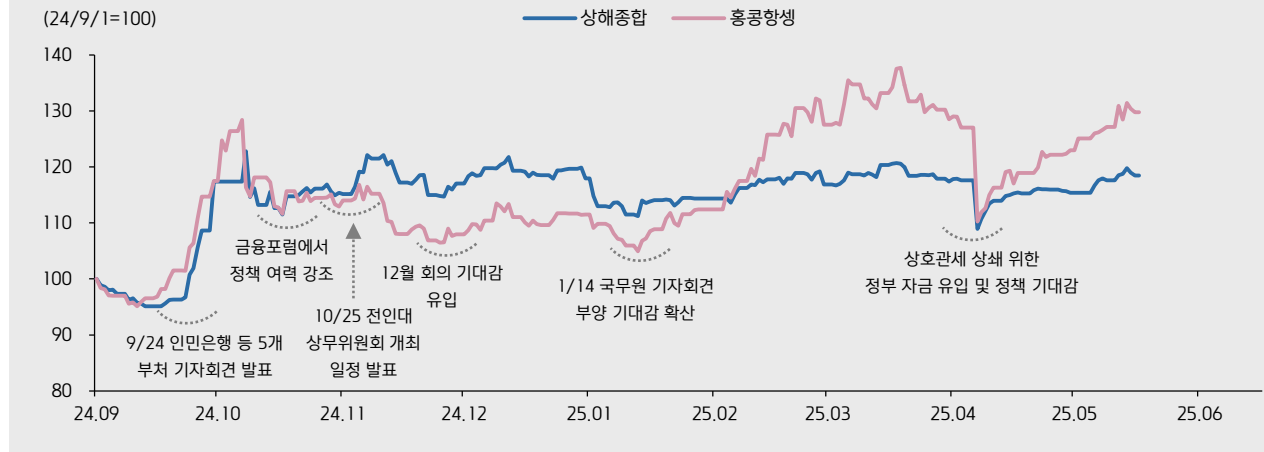
주: 25년 EPS는 1Q25 기준, PPI는 Bloomberg 연간 추정치
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 증시 안정화 정책은 지수 하방을 지지할 것으로 기대

- 향후 경기 지표 둔화 확인, 미중 리스크 확대 혹은 다른 예상치 못한 변수가 발생하며 지수 하락시 중국정부의 적극적인 개입 예상
- 지난 4Q24 이후 중국은 금융시장 안정화를 강조 중. 투자심리가 빠르게 악화될 경우 기존 정책의 빠른 집행 혹은 신규 정책 발표 전망
- 그 외 정부 자금 투입도 확대될 것. 실제로 25년 연초 및 4월 증시가 빠르게 하락할 때 정부 자금이 투입된 바 있음

상해종합/홍콩항셍 최근 주가 추이



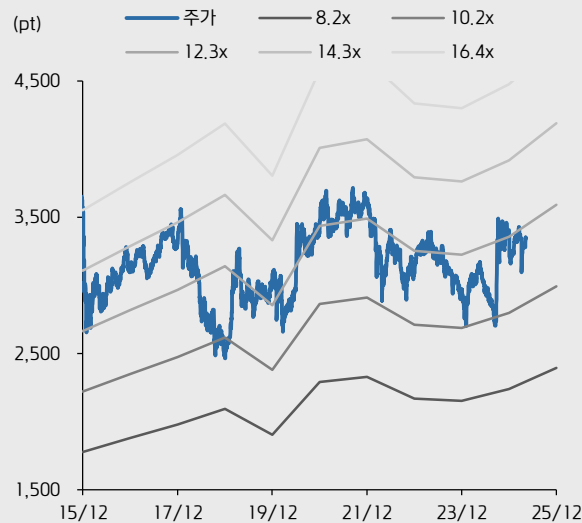
자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ 상해종합, 2025년 하반기 상하방 모두 제한적. 2,900~3,600pt 전망

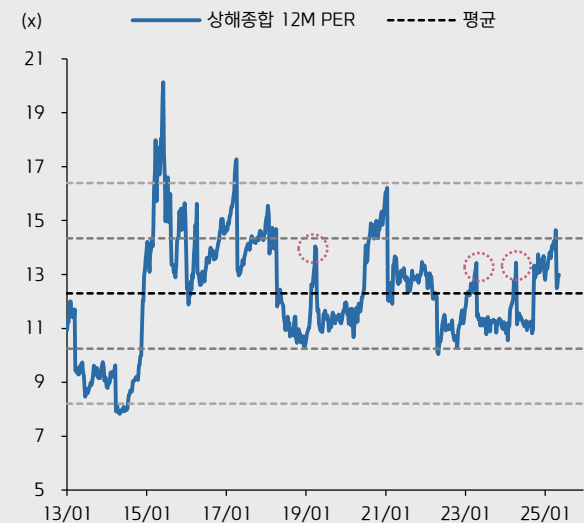
- Bloomberg 컨센서스 기준 상해종합 EPS는 '25년 YoY +4% 예상. 하반기 관세, 디플레이션 등이 기업 이익에 부정적으로 작용하며, 정책 강도도 예상치를 하회할 경우 성장은 제한적일 가능성도 존재
- 19년 미중 협상 합의, 23년 리오프닝, 24년 말 정부 정책 전환 등 기대감 크게 반영됐던 시기 12M FWD PER은 12.3~14.3배. 반면 중국 경기 우려가 크게 반영됐을 때는 10.2~12.3배 수준

상해종합 PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

상해종합 12M PER



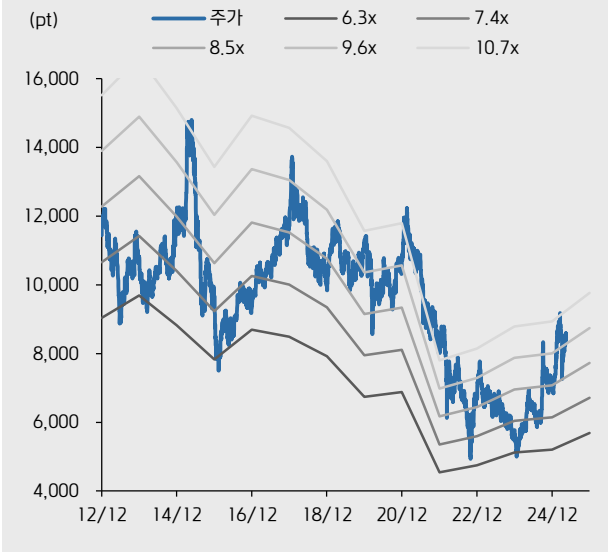
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 홍콩H, 2025년 하반기 상하방 모두 제한적, 6,500~9,000 전망

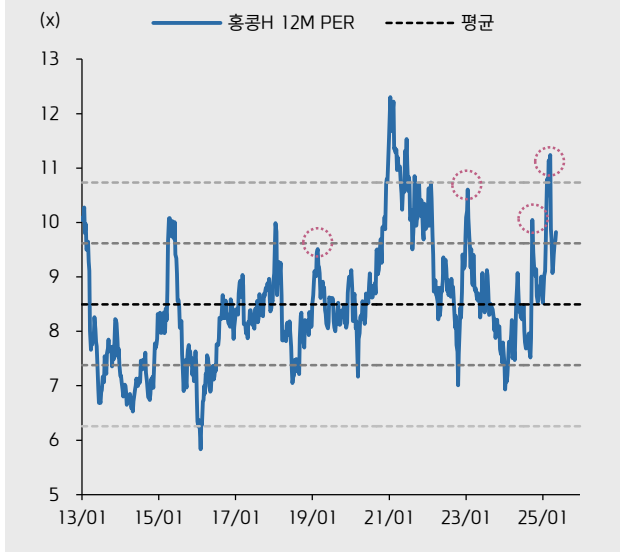
- Bloomberg 컨센서스 기준 홍콩항셱 EPS는 '25년 YoY +2% 예상. 높은 중국 플랫폼 및 신경제 기업 비중은 상대적으로 이익 상향 가능성도 존재한다는 판단. 다만 관세, 디플레이션 등 영향이 예상치를 상회하는 경우도 배제할 수 없어 성장 제한적일 가능성도 존재
- 19년 미중 협상 합의, 23년 리오프닝, 24년 말 정부 정책 전환 및 25년 초 중국기업 밸류에이션 리레라이팅 기대감 크게 반영됐던 시기 12M FWD PER은 9.6~10.7배. 반면 중국 경기 우려가 크게 반영됐을 때는 7.4~8.5배 수준

홍콩H PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

홍콩H 12M PER

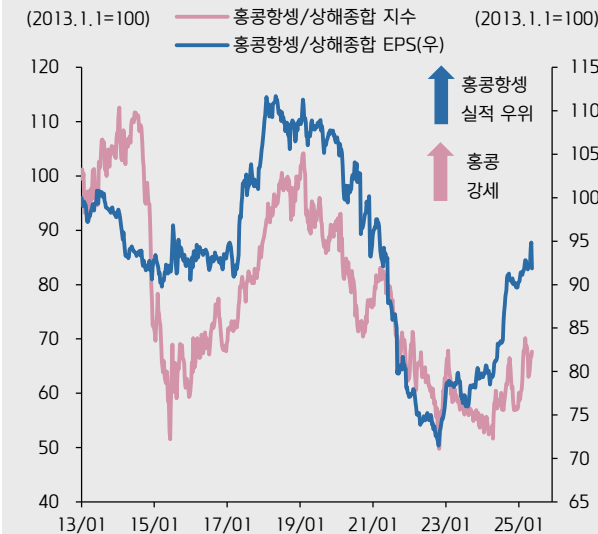


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



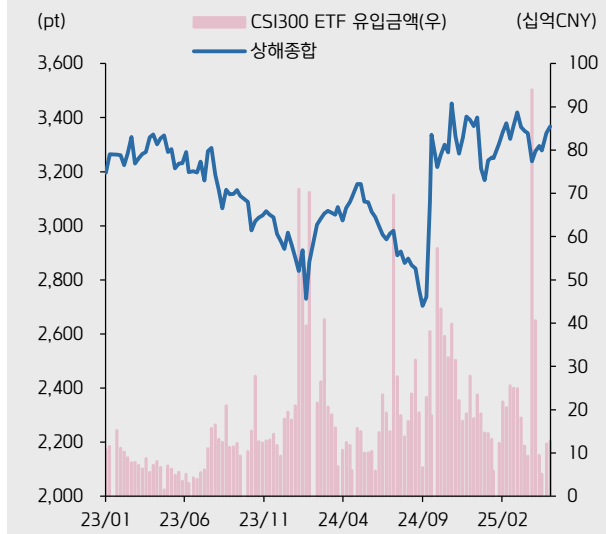
- ◆ 상대적으로 실적 모멘텀 보유한 역외 선호. 다만 리스크 확대 구간에서는 본토가 아웃퍼폼 가능성 존재
 - 2025년 하반기 상대적으로 실적 모멘텀 보유한 역외 증시 선호
 - 다만 지정학적 리스크, 중국 경기 우려 확대 등 중화권 증시 투자심리가 악화되는 구간에서는 본토 증시가 아웃퍼폼 가능성 존재

홍콩항셍 및 상해종합 주가 및 실적 추이 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

상해종합 주가 및 CSI300 ETF 유입금액

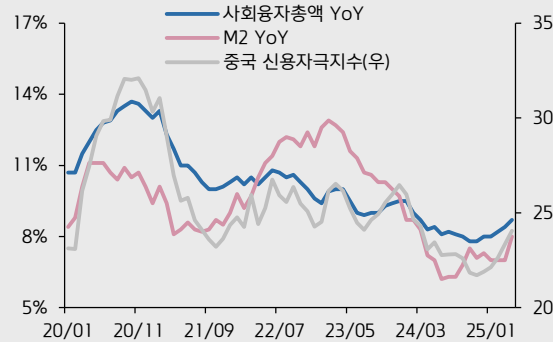


자료: Wind, 키움증권 리서치

통화 및 신용 유동성은 꾸준히 늘어나고 있음

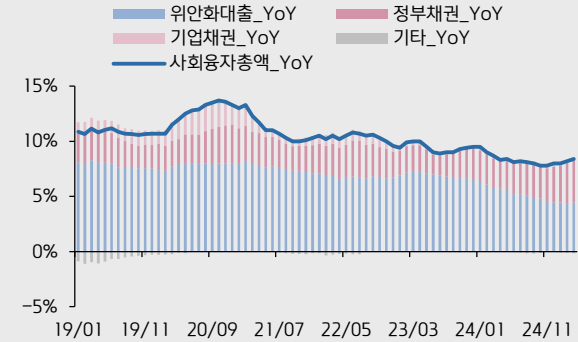


중국 신용 및 통화공급 증가율 추이



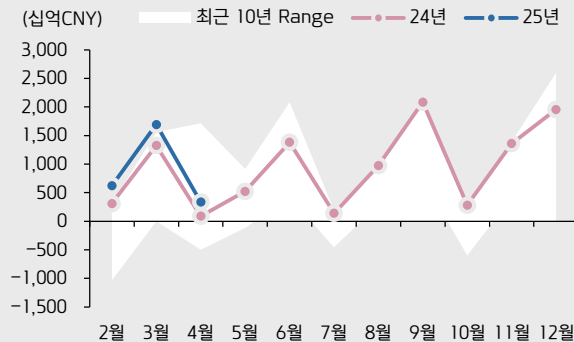
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 사회용자총액 기여도



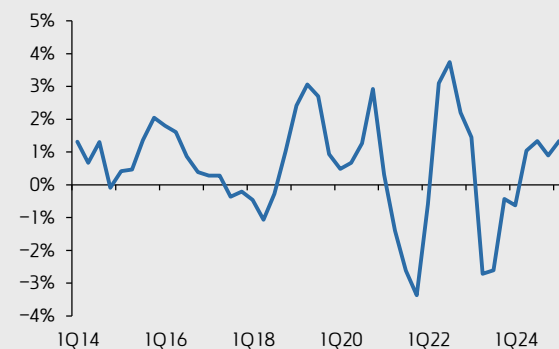
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

월별 중국 재정지출 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

분기별 중국 GDP 대비 재정강도



주: 1)재정강도는 GDP 대비 재정 비율의 YoY 변동 폭, 2)12개월 누적 기준
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 유동성 환경 속에서 성장주 중심으로 주목 필요

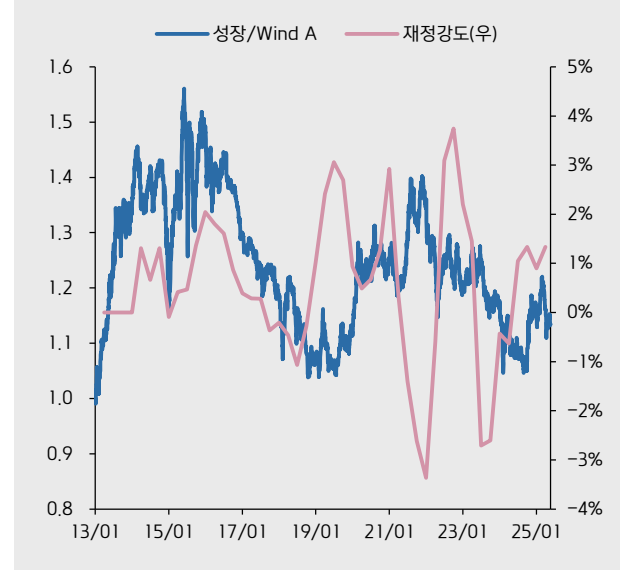
- 지난 4Q24 이후 중국정부는 재정 지출을 강화하고 있고 통화 및 신용 유동성을 꾸준히 늘리고 있음. 다만 아직은 정부 주도이며 민간 신용 수요는 회복하고 있지 못한 점이 아쉬운 상황. 하반기 유동성 모멘텀 지속 여부 주목 필요

중국 사회용자총액 YoY 및 성장주 상대수익률



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 재정강도 및 본토 성장주 상대수익률



주: 1)재정강도는 GDP 대비 재정 비율의 YoY 변동 폭, 2)12개월 누적 기준
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 하반기에도 “AI, AI, AI”

- 25년 양회에서 중국은 핵심 육성 산업으로 최근 2년 간 주요 회의에서 언급되지 않았던 로봇, AI PC/스마트폰 등을 신규 추가
- 특히 미국의 AI 관련 제재가 지속될 것으로 예상되는 가운데 이는 중국 정부 지원 강화 및 기업의 혁신을 더욱 가속화 시킬 전망
- 하반기에도 AI Agent로 대표되는 킬러앱 출시, 휴머노이드 혁신 및 양산 가시화, 자율주행의 기술 진보 및 보급화 시도가 지속되며 AI 관련 모멘텀은 지속될 것으로 기대

최근 회의에서 언급된 주요 육성 산업 비교

23년 경제공작회의	24년 양회	24년 경제공작회의	25년 양회
<ul style="list-style-type: none"> • 인공지능 • 바이오 제조 • 상업 항공 • 저공(드론) 경제 • 양자 기술 • 생명과학 • 디지털 기술 • 친환경 기술 	<ul style="list-style-type: none"> • 스마트카 • 수소 에너지 • 신소재 • 혁신약 • 바이오 제조 • 상업항공 • 저공(드론)경제 • 양자기술 • 생명과학 • AI+ • 디지털 기술 	<ul style="list-style-type: none"> • AI+ • 디지털 기술 • 친환경 기술 	<ul style="list-style-type: none"> • 상업항공 • 저공(드론)경제 • 바이오 제조 • 양자기술 • 체화 인공지능 • 6G • AI+ • 스마트카 • AI PC/스마트폰 • 스마트 로봇

주: 볼드처리는 신규 언급 내용
자료: 중국정부, 키움증권 리서치

중국 기업의 혁신은 지속될 전망



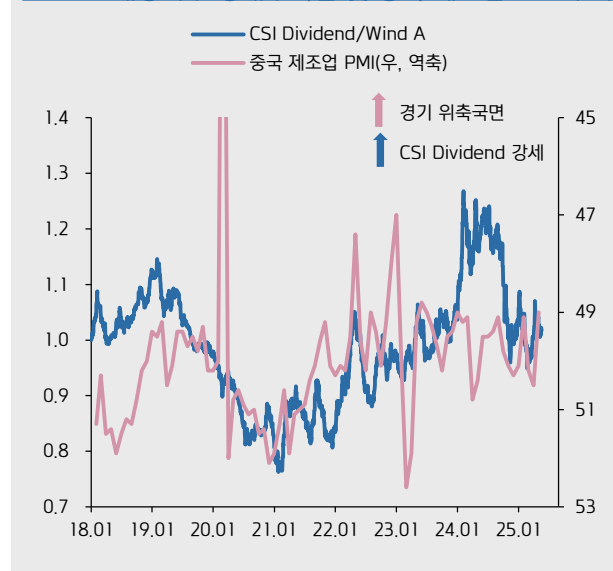
자료: 언론종합, 키움증권 리서치

하반기 다수 리스크도 상존한 만큼 고배당 업종에 대한 관심도 지속 필요



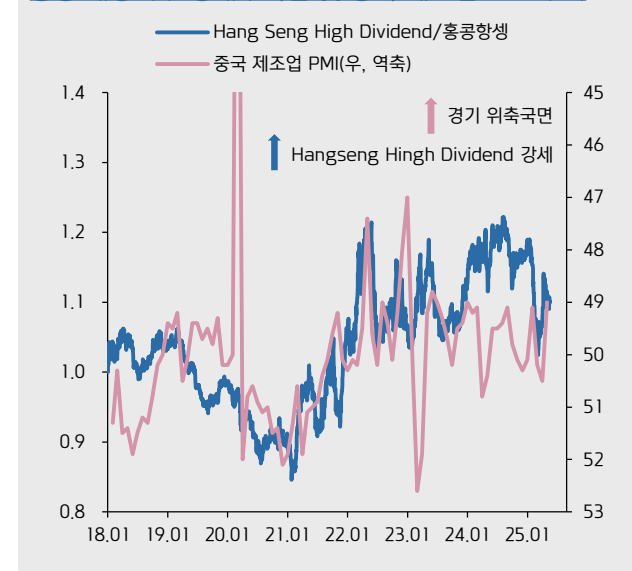
- ◆ 시점을 예단하기 어려우나 하반기 다수 리스크 상존. 고배당 업종에 대한 관심도 지속 필요할 것
 - 하반기 관세 협상 관련 높은 변동성이 예상되며, 그 외에도 중국 경기 우려 확대, 예상치 못한 돌발 변수 등 리스크 존재할 것
 - 통신 등 상대적으로 방어주 성격을 갖고 있는 업종에 대한 관심도 지속 필요하다는 판단

CSI300 배당지수 상대수익률 및 중국 제조업 PMI 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치

홍콩 배당지수 상대수익률 및 중국 제조업 PMI 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ AI 관련 모멘텀 트레이딩 추천. 부분적으로 투자심리 악화 시 고배당 주목 필요

- 관세, 디플레이션 등이 중국 경기에 부정적으로 작용하며 증시 상단을 제한 할 것. 정부의 정책 강도도 경기를 끌어올리기 보다는 하단을 받치는 수준에 그칠 것으로 예상. 다만 추가적인 정책 여력과 금융시장의 안정을 강조하고 있는 만큼 하방도 지지될 전망
- 제한적인 증시 속에서 지난 4분기 정책 전환 이후 통화 및 재정정책을 강화하며 유동성을 공급. 정부의 정책 지원과 기업의 기술 혁신이 하반기에도 지속되며 휴머노이드, 자율주행 등 AI 관련 모멘텀이 지속될 전망
- 한편 부분적으로 경기 모멘텀 악화 등 중화권 증시 투자심리 악화 가능성도 존재한 만큼 고배당 업종에 대한 관심도 필요하다는 판단

2025년 하반기 중국 기업 추천 종목 리스트

모멘텀	기업명	종목코드	업종	시가총액 (십억USD)	PER(x)		투자포인트
					25E	26E	
AI S/W	텐센트	0700.HK	게임/SNS	613	18	16	<ul style="list-style-type: none"> • 게임/광고 사업 중심의 높은 실적 성장 가시성 • '킬러앱'을 위한 데이터, 기술 등 경쟁력 보유하고 있어 AI 모멘텀 유효
	알리바바	BABA.US	커머스 클라우드	299	13	11	<ul style="list-style-type: none"> • 커머스/클라우드 중심의 실적 턴어라운드 기대 • '킬러앱'을 위한 데이터, 기술 등 경쟁력 보유하고 있어 AI 모멘텀 유효
자율주행	Horizon	9660.HK	자율주행	13	N/A	N/A	<ul style="list-style-type: none"> • 중국 전기차 시장의 다음 차별화 포인트는 자율주행. 침투율 상승 전망 • 자율주행 보급화로 인해 중저가 시장 수요 확대 수혜 예상
반도체	Naura	002371.CH	반도체 장비	32	30	24	<ul style="list-style-type: none"> • 반도체 국산화 수혜에 따른 안정적인 실적 성장 예상 • 미국의 대중 기술 제재로 인한 반도체 국산화 모멘텀 기대
휴머노이드	UBTECH	9880.HK	휴머노이드	5	N/A	N/A	<ul style="list-style-type: none"> • 옵티머스 양산에 따른 중국 휴머노이드 테마 확산 기대 • 중국의 정부 정책지원과 기업 기술혁신 지속으로 주가 모멘텀 예상
고배당	차이나텔레콤	0728.HK	통신	96	14	13	<ul style="list-style-type: none"> • 경기 모멘텀 악화 등 중화권 증시 투자심리 악화 때는 고배당주 주목 • 내수에는 디지털경제도 포함. 부담스럽지 않은 밸류에이션도 긍정적

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



현재주가 (5/20)

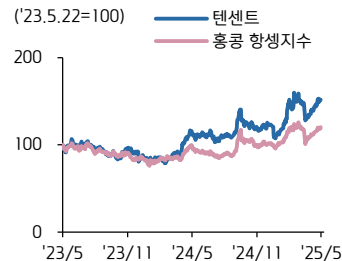
HKD 517.00

Stock Data

산업분류	플랫폼
세부업종	SNS/게임
거래소	홍콩
상대지수	홍콩항생
벤치마크 현재주가	23,681.5
시가총액(mln)	4,380,791.0
유통주식수(mln)	9,189.3
52주 최고	547.00
52주 최저	349.00
일평균거래량	36,364,670

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	24.0	12.9	25.9	30.9
홍콩항생	18.1	10.7	20.2	20.6



◆ 투자포인트 1. 높은 실적 성장 가시성

- 게임사업은 높은 시장점유율, 광고 사업은 트랙픽 경쟁력 보유하고 있어 실적 가시성 높은 상황. 최근에는 AI 기술 적극 도입을 통해 매출 및 이익 모두 성장 도모 중. 실제로 1Q25 게임 및 광고 사업 모두 예상치 상회. 한편 핀테크/비즈니스 서비스 사업은 상대적으로 성장 속도 더디나 중국정부의 정책 전환으로 인해 과거 2년과 같은 역성장 가능성은 크지 않은 점도 긍정적이라는 판단

◆ 투자포인트 2. AI 모멘텀 유효

- AI챗봇인 Yuanbao를 WeChat 생태계와 밀접하게 통합시키며 사용자 수와 빈도를 빠르게 증가시키는 중
- 아직 초기 단계로 대화 등 기본적인 기능 활용 중심이나 향후 WeChat 뿐만 아니라 외부 앱과의 연결을 통해 사용자가 필요하는 다양하고 복잡한 업무를 자동 수행할 수 있도록 하여 단순 챗봇에서 AI Agent로 진화 계획
- 최종적으로 킬러앱 출현 가능성에 대한 불확실성 높으나, 정부 규제로 인해 해외 기업이 중국 시장에 진출하기 쉽지 않은 상황. 중국 기업 중에서 압도적인 유저 데이터 및 기술력을 보유하고 있는 텐센트가 가능성이 큰 기업 중 하나라고 판단되는 만큼 하반기에도 AI 모멘텀 지속될 것으로 전망

Company Earnings & Valuation

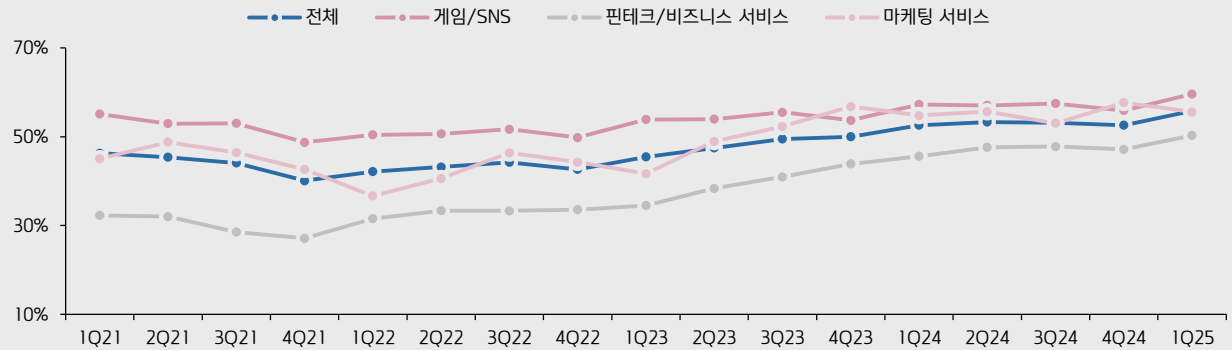
(단위: 백만CNY)	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	554,552	609,015	660,257	731,302	796,492
영업이익	143,203	191,886	237,811	239,107	272,503
OPM(%)	26	32	36	33	34
순이익	115,649	157,688	222,703	250,846	278,227
PER(배)	14.9	21.9	18.7	27.1	30.4
PBR(배)	3.9	3.1	3.7	17.6	15.7
ROE(%)	24.6	15.1	21.8	3.7	3.2
배당수익률(%)	0.5	0.8	0.8	N/A	N/A

주: Non-IFRS 기준

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

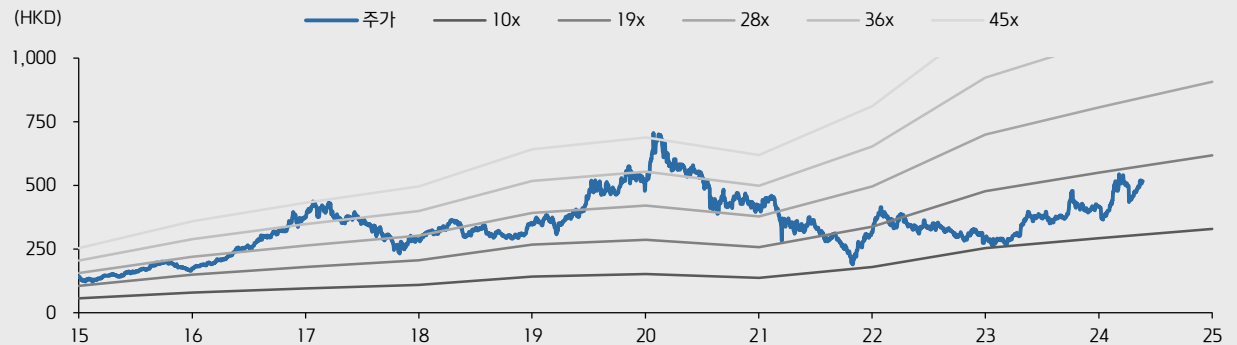


텐센트 사업부문별 GPM



자료: 텐센트, 키움증권 리서치

텐센트 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



손익계산서

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	482,064	560,118	554,552	609,015	660,257
매출&서비스 매출	260,532	314,174	315,806	315,906	311,011
매출총이익, GAAP	221,532	245,944	238,746	293,109	349,246
판매비	99,379	128,042	133,068	134,471	149,149
연구개발비	—	51,880	61,401	64,078	70,686
영업이익, GAAP	175,515	264,310	109,879	159,528	208,099
영업외 (이익)손실	-4,507	16,248	-100,346	-1,796	-33,386
세전이익, GAAP	180,022	248,062	210,225	161,324	241,485
법인세비용	19,897	20,252	21,516	43,276	45,018
당기순이익, GAAP	159,847	224,822	188,243	115,216	194,073
EPS, GAAP	16.84	23.60	19.76	12.19	20.94
희석 EPS, GAAP	16.52	23.16	19.34	11.89	20.49
영업이익, 조정	175,515	264,310	109,879	159,528	208,099
당기순이익, 조정	159,847	224,822	188,243	115,216	194,073
EBITDA	226,289	321,980	171,095	218,536	264,312

현금흐름표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	194,806	175,908	147,447	222,844	258,521
감가상각비, 무형자산상각비	50,774	57,670	61,216	59,008	56,213
운전자본 변동	27,423	891	-18472	19233	—
투자활동으로 인한 현금흐름	-189,718	-186,796	-115,569	-137,521	-122,187
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-66,599	-62,165	-50,850	-47,407	—
유, 무형자산 처분	0	191	376	257	—
재무활동으로 인한 현금흐름	20,723	29,145	-50,611	-71,095	-176,494
지급배당금	-10,339	-12,503	-12,952	-20,983	—
차입금의 증가(감소)	40,953	55,367	438	2,652	—
자사주매입	-149	-3954	-31194	-47075	—
현금증가	19,807	15,168	-11,227	15,581	-39,801
기초현금	132,991	152,798	167,966	156,739	172,320
기말현금	152,798	167,966	156,739	172,320	132,519
FCF	155,389	144,902	124,242	201,479	—
FCFF	162,404	151,435	132,637	210,456	—

재무상태표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	1,333,400	1,612,400	1,578,100	1,577,200	1,781,000
유동자산	317,647	484,812	565,989	518,446	496,180
현금 및 현금성자산	229,011	264,101	290,756	379,155	343,159
매출채권	44,981	49,331	45,467	46,606	48,203
재고자산	814	1,063	2,333	456	440
비유동자산	1,015,753	1,127,588	1,012,111	1,058,754	1,284,820
유형자산	93,802	106,033	103,777	104,458	133,283
무형자산	159,437	171,376	161,802	177,727	196,127
부채총계	555,382	735,671	795,271	703,565	727,099
유동부채	269,079	403,098	434,204	352,157	396,909
매입채무	162,590	287,140	319,662	199,571	223,368
단기성부채	18,064	24,449	28,380	61,852	67,108
비유동부채	286,303	332,573	361,067	351,408	330,190
장기성부채	244,400	299,027	330,761	309,388	291,004
자본총계	778,043	876,693	782,860	873,681	1,053,900

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출이익률	33.16	40.14	33.95	18.92	29.39
영업이익률	36.41	47.19	19.81	26.19	31.52
EBITDA 마진	46.94	57.48	30.85	35.88	40.03
ROE	28.13	29.77	24.64	15.06	21.78
ROA	13.98	15.26	11.80	7.30	11.56
ROIC	17.54	21.49	8.38	9.68	12.61
부채비율	37.28	40.12	49.78	45.91	36.78
순차입금비용	4.30	6.77	8.74	-0.91	1.42
EBITDA/현금지급이자	31.98	42.79	18.31	19.04	—
현금비용	0.85	0.66	0.67	1.08	0.86
유동비용	1.18	1.20	1.30	1.47	1.25
PER	28.19	15.78	14.95	21.90	18.72
PBR	6.45	4.43	3.90	3.12	3.71
EV/EBIT	26.49	14.01	26.76	16.15	17.83
EV/EBITDA	20.55	11.50	17.18	11.79	14.04

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



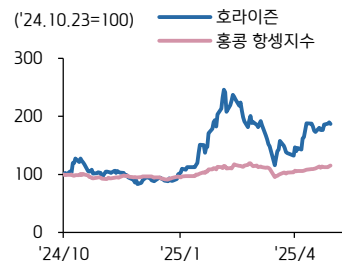
현재주가 (5/20)	HKD 7.57
-------------	----------

Stock Data

산업분류	S/W & 기술 서비스
세부업종	소프트웨어
거래소	홍콩
상대지수	홍콩항생
벤치마크 현재주가	23,681.5
시가총액(mln)	90,416.2
유통주식수(mln)	11,075.9
52주 최고	10.38
52주 최저	3.32
일평균거래량	89,919,130

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	110.3	38.4	83.7	89.7
홍콩항생	18.1	10.7	20.2	20.6



◆ 투자포인트 1. 중국 자율주행 침투율 상승 수혜

- 중국 전기차 시장은 배터리 부문에서 상향 평준화가 이루어짐에 따라서 경쟁심화가 가속화 중. 다음 차별화 전략으로 자율주행이 대두되고 있는 상황
- 중국 전기차 시장은 중국 전체 자동차 판매량 성장이 제한적인 상황에서도 침투율 상승을 기반으로 지난 3~4년간 높은 성장세를 기록한 바 있음. 중국 자율주행 시장도 침투율 상승을 기반으로 향후 가파른 성장 기대

◆ 투자포인트 2. 자율주행 보급화에 따른 중저가 시장 수요 증가는 중국 기업에 긍정적

- 연초 BYD는 '신의 눈' 발표회를 통해 자율주행 보급화를 선언. 시장 1위기업의 자율주행 보급화 전략으로 인해 경쟁 기업도 자율주행 기술 탑재를 가속화 시킬 것으로 예상. 특히 그간 자율주행은 상대적으로 고가 차량에만 주로 탑재되어 왔으나, 향후에는 중저가 모델에도 관련 기술 탑재가 증가할 것으로 예상
- 중국 고가 제품에서는 현재 주로 엔비디아 Orin-X가 탑재되고 있으나, 중저가 시장에서는 원가 영향으로 인해 상대적으로 가격이 낮은 중국 기업 제품 탑재가 증가할 전망. 실제로 BYD는 3가지 자율주행 버전 중 저가 사양은 호라이즌 제품을 탑재할 것으로 알려져 있어 수혜 기대

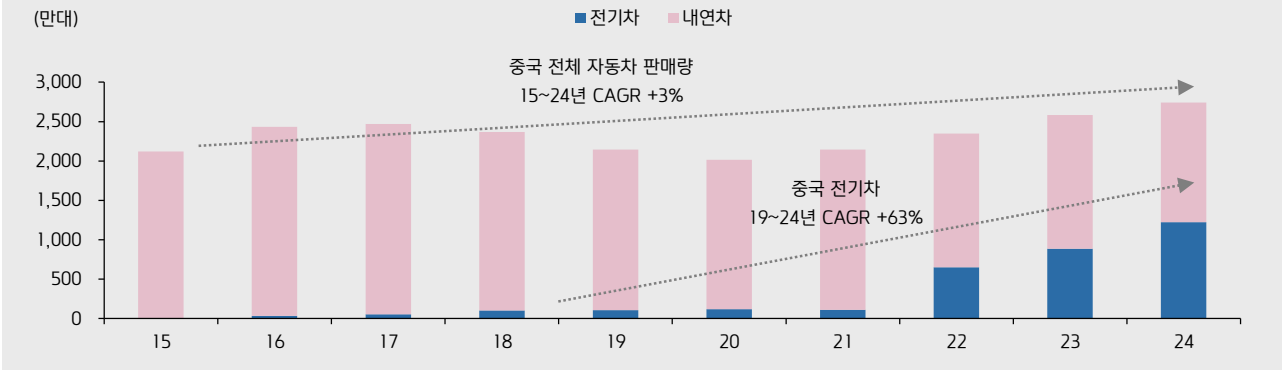
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	906	1,552	2,384	3,551	5,935
영업이익	-1,867	-1,990	-2,152	-2,350	-1,004
OPM(%)	-206.2	-128.3	-90.3	-66.2	-16.9
순이익	-8,719	-6,739	2,347	-2,084	-954
PER(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(배)	N/A	N/A	1.3	8.4	8.8
ROE(%)	N/A	N/A	N/A	-19.5	-9.9
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

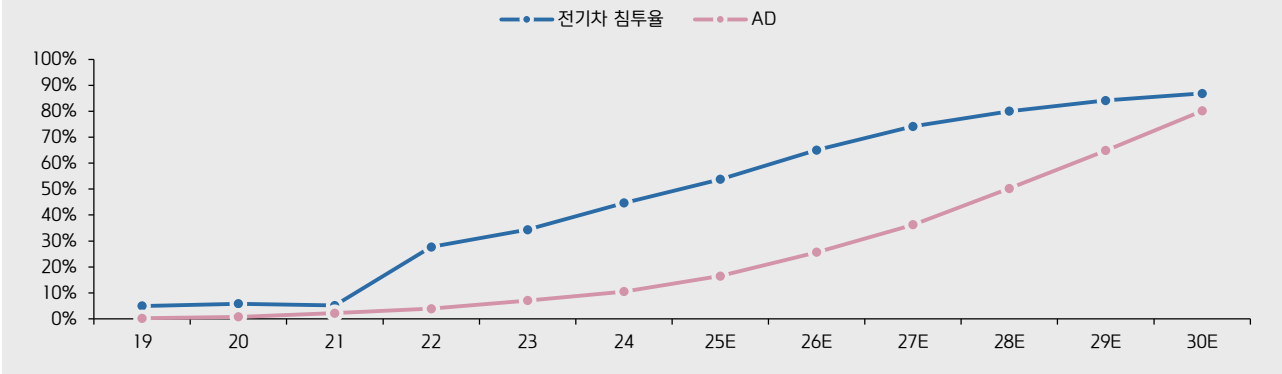


중국 연간 자동차 판매량



자료: CPCA, 키움증권 리서치

중국 전기차 및 자율주행(AD) 침투율 추이 및 전망



주: 자율주행 침투율은 24년부터 CIC 추정치
자료: Gasgoo, CPCA, CIC, 키움증권 리서치

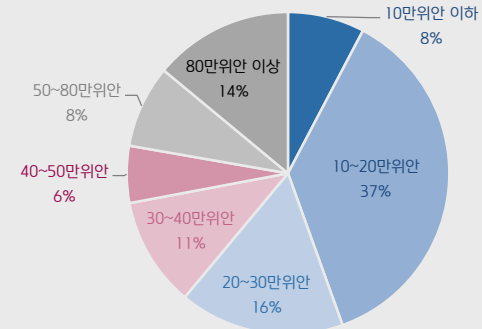


BYD '신의 눈' 발표통해 자율주행 보급화 선언



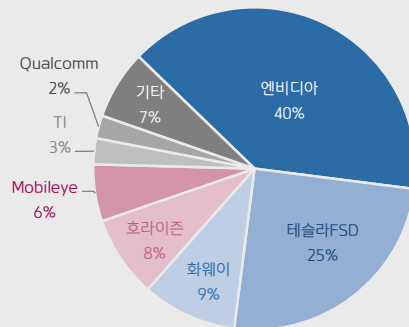
자료: BYD, 키움증권 리서치

2024년 중국 신차 가격 분포



자료: Yiche, 키움증권 리서치

2024년 중국 자율주행 칩 시장점유율



주: 탑재량 기준
자료: Gasgoo, 키움증권 리서치

호라이즌 자율주행 칩 Journey 시리즈



자료: 호라이즌, 키움증권 리서치



손익계산서

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	—	467	906	1,552	2,384
매출&서비스 매출	—	136	278	457	542
매출총이익, GAAP	—	331	628	1,094	1,841
판매비	—	530	672	771	1,047
연구개발비	—	1,144	1,880	2,366	3,156
영업이익, GAAP	—	-1,346	-1,867	-1,990	-2,152
영업외 (이익)손실	—	744	6,857	4,754	-4,503
세전이익, GAAP	—	-2,090	-8,725	-6,744	2,351
법인세비용	—	-27	-4	-5	5
당기순이익, GAAP	—	-2,061	-8,719	-6,739	2,347
EPS, GAAP	—	—	—	—	0.51
희석 EPS, GAAP	—	—	—	—	0.51
영업이익, 조정	—	-1,346	-1,867	-1,990	-2,152
당기순이익, 조정	—	-2,061	-8,719	-6,739	2,347
EBITDA	—	-1,193	-1,574	-1,633	-1,714

현금흐름표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	—	-1,116	-1,565	-1,753	6
감가상각비, 무형자산상각비	—	154	293	357	438
운전자본 변동	—	-161	-245	-938	713
투자활동으로 인한 현금흐름	—	-1,384	-215	-667	-1,928
유, 무형자산 취득(CAPEX)	—	-224	-549	-454	-912
유, 무형자산 처분	—	0.364	1	0	4
재무활동으로 인한 현금흐름	—	6,304	220	7,228	5,823
지급배당금	—	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	—	-32	-29	49	237
자사주매입	—	6348.19	249	7179	192
현금증가	—	3,754	-1,441	4,751	4,011
기초현금	—	4,296	8,050	6,609	11,360
기말현금	—	8,050	6,609	11,360	15,371
FCF	—	-1,340	-2,114	-2,207	-906
FCFF	—	—	—	—	-898

재무상태표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	—	10,597	9,895	15,874	20,379
유동자산	—	9,913	8,804	13,538	17,196
현금 및 현금성자산	—	8,050	6,609	11,360	15,398
매출채권	—	169	421	541	679
재고자산	—	114	364	791	585
비유동자산	—	683	1,092	2,336	3,183
유형자산	—	295	479	651	985
무형자산	—	197	319	303	320
부채총계	—	18,991	27,334	40,539	8,464
유동부채	—	18,906	27,151	40,252	1,278
매입채무	—	521	586	936	738
단기성부채	—	38	51	52	86
비유동부채	—	85	182	287	7,186
장기성부채	—	77	167	225	474
자본총계	—	-8,394	-17,439	-24,665	11,915

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출이익률	—	-441.66	-962.75	-434.33	98.45
영업이익률	—	-288.48	-206.18	-128.27	-90.28
EBITDA 마진	—	-255.55	-173.84	-105.28	-71.89
ROE	—	—	—	—	—
ROA	—	—	-85.10	-52.30	12.95
ROIC	—	—	—	—	—
부채비율	—	—	—	—	4.71
순차입금비용	—	—	—	—	-124.53
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비용	—	0.43	0.24	0.28	12.05
유동비용	—	0.52	0.32	0.34	13.46
PER	—	—	—	—	6.63
PBR	—	—	—	—	1.31
EV/EBIT	—	—	—	—	—
EV/EBITDA	—	—	—	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



현재주가 (5/20)

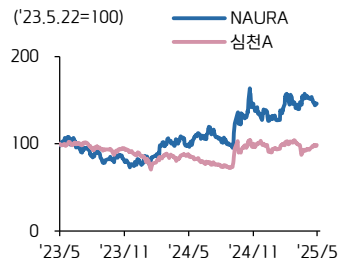
CNY 433.66

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어 & 반도체
세부업종	반도체 장비
거래소	심천
상대지수	심천A
벤치마크 현재주가	2,102.5
시가총액(mln)	230,290.1
유통주식수(mln)	531.0
52주 최고	490.03
52주 최저	278.13
일평균거래량	5,757,230

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	10.9	-4.4	-0.1	49.1
심천A	2.7	6.9	-1.4	12.0



◆ 투자포인트 1. 반도체 국산화 수혜로 인해 안정적인 실적 성장 예상

- 1Q25 매출 82억위안(YoY +38%), 순이익 16억위안(YoY +39%)으로 잠정 실적 상단에 위치하는 호실적 기록
- 전분기 대비 매출 및 이익 모두 성장세가 확대됐으며, 이는 반도체 국산화 수혜에 따른 견조한 외형성장과 영업레버리지 효과에 따른 이익성장에 기인한 것으로 판단
- 반도체 국산화 수혜에 따른 안정적인 실적 성장이 기대되며 Bloomberg 기준 25년 매출 및 순이익 모두 YoY 30% 이상 수준의 높은 성장세를 유지할 것으로 기대

◆ 투자포인트 2. 미국의 대중 기술 제재로 인한 반도체 국산화 모멘텀 기대

- 미국의 중국 AI 제재는 지속될 것으로 예상. 이는 Deepseek, Huawei와 같은 기업의 혁신을 가속화 시킬 것으로 예상되며 중국 반도체 산업의 국산화 지속 기대
- 최근 미중 간의 90일 관세 유예 합의로 인해 관계가 다소 개선됐으나, 최종 합의는 쉽지 않을 것으로 예상하며 과도도 순탄하지 않을 것. 향후 지정학적 리스크 확대 가능성 충분하다고 판단되며 이는 중국 반도체 기업의 주가 모멘텀으로 작용할 것

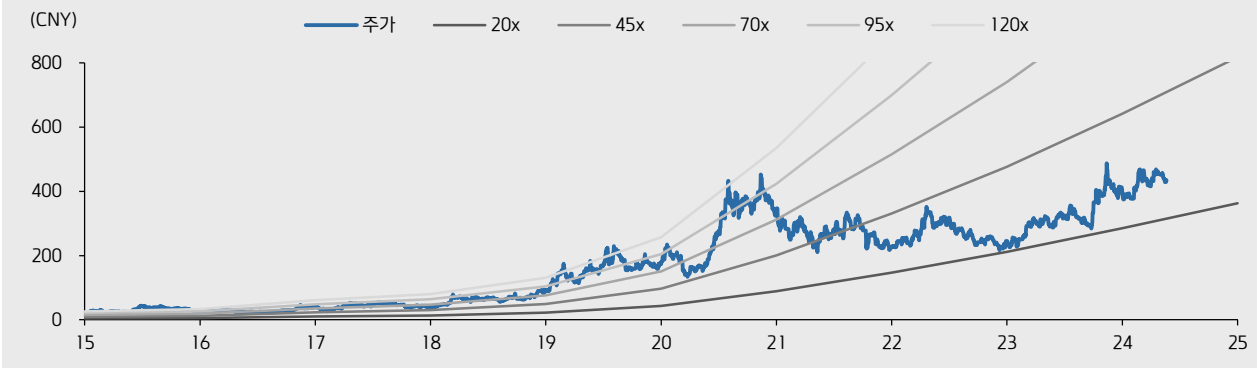
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	14,688	22,079	29,838	38,762	48,201
영업이익	2,784	4,428	6,583	8,583	11,030
OPM(%)	19.0	20.1	22.1	22.1	22.9
순이익	2,353	3,899	5,621	7,709	9,799
PER(배)	50.1	33.4	37.0	30.4	23.9
PBR(배)	6.0	5.3	6.7	6.1	5.0
ROE(%)	12.8	17.7	20.3	21.3	22.0
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.2	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

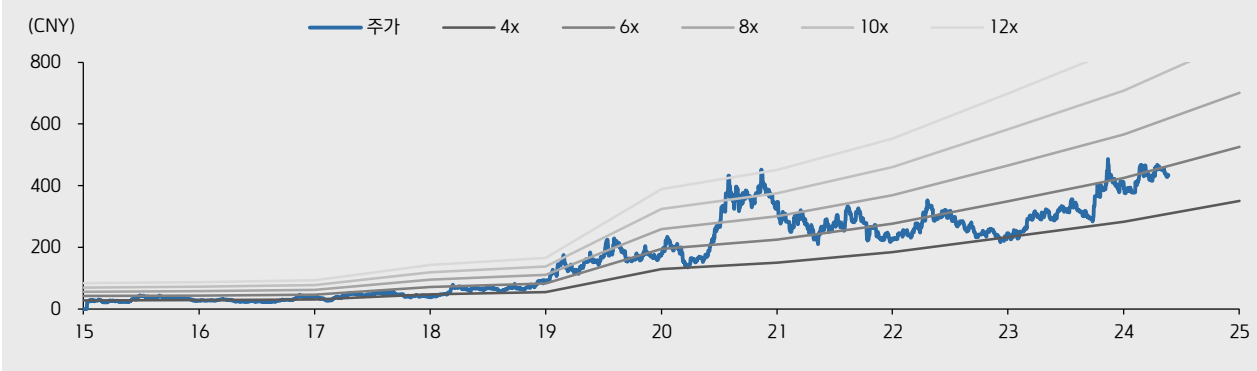


Naura 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Naura 12M FWD PBR 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



손익계산서

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	6,056	9,683	14,688	22,079	29,838
매출&서비스 매출	3,834	5,867	8,250	13,076	17,051
매출총이익, GAAP	2,222	3,817	6,438	9,003	12,787
판매비	1,076	1,588	2,093	2,615	2,970
연구개발비	670	1,297	1,845	2,475	3,669
영업이익, GAAP	625	1,189	2,784	4,428	6,583
영업외 (이익)손실	-59	-63	-71	-37	73
세전이익, GAAP	684	1,253	2,854	4,466	6,511
법인세비용	53	59	313	433	817
당기순이익, GAAP	537	1,077	2,353	3,899	5,621
EPS, GAAP	1.09	2.15	4.49	7.36	10.57
희석 EPS, GAAP	1.09	2.15	4.49	7.34	10.56
영업이익, 조정	625	1,189	2,784	4,428	6,583
당기순이익, 조정	537	1,077	2,353	3,899	5,621
EBITDA	976	1,633	3,315	5,120	7,592

현금흐름표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	1,348	-858	-880	2,229	1,455
감가상각비, 무형자산상각비	351	444	531	692	1,008
운전자본 변동	-11	-2839	-4536	-3325	-6,103
투자활동으로 인한 현금흐름	-673	-447	-1,423	-2,058	-2,213
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-668	-447	-1,409	-1,980	-2,046
유, 무형자산 처분	9	0.1179	1	0	7
재무활동으로 인한 현금흐름	-916	7,762	3,497	1,783	859
지급배당금	-31	0	—	-245	-453
차입금의 증가(감소)	-1,059	-602	3453	1,888	132
자사주매입	201	8497.11	157	99	438
현금증가	-244	6,452	1231	1,968	107
기초현금	2,822	2,578	9,031	10,261	12,229
기말현금	2,578	9,031	10,261	12,229	12,336
FCF	679	-1,305	-2,289	249	-591
FCFF	721	-1,285	-2,246	384	-439

재무상태표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	17,518	31,054	42,551	53,625	65,709
유동자산	11,014	22,323	31,117	38,226	46,211
현금 및 현금성자산	2,578	9,031	10,261	12,229	12,336
매출채권	2,387	3,491	4,742	5,715	7,349
재고자산	4,933	8,035	13,041	16,992	23,479
비유동자산	6,504	8,732	11,434	15,399	19,498
유형자산	2,755	3,073	4,151	5,883	7,008
무형자산	3,367	4,948	6,664	8,608	10,322
부채총계	10,406	13,856	22,567	28,800	33,484
유동부채	7,900	11,268	15,770	19,083	23,482
매입채무	2,677	5,059	6,918	7,692	12,125
단기성부채	1,816	1,044	565	1,803	4,152
비유동부채	2,506	2,588	6,797	9,717	10,002
장기성부채	10	22	3,821	5,978	4,109
자본총계	7,112	17,198	19,984	24,825	32,225

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출이익률	8.87	11.13	16.02	17.66	18.84
영업이익률	10.32	12.28	18.95	20.06	22.06
EBITDA 마진	16.12	16.87	22.57	23.19	25.44
ROE	8.50	9.10	12.84	17.68	20.28
ROA	3.44	4.44	6.39	8.11	9.42
ROIC	6.95	8.38	11.87	14.28	16.23
부채비율	26.92	6.31	22.21	31.93	26.58
순차입금비용	-10.58	-46.31	-29.40	-17.92	-12.65
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비용	0.33	0.80	0.65	0.64	0.53
유동비용	1.39	1.98	1.97	2.00	1.97
PER	165.29	161.57	50.14	33.37	36.98
PBR	13.11	10.71	6.00	5.33	6.71
EV/EBIT	141.59	145.64	40.54	28.44	31.25
EV/EBITDA	90.63	106.06	34.05	24.60	27.10

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



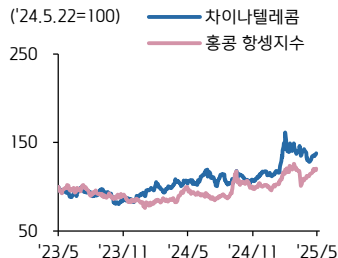
현재주가 (5/20)	HKD 5.75
-------------	----------

Stock Data

산업분류	정보통신
세부업종	통신
거래소	홍콩
상대지수	홍콩항생
벤치마크 현재주가	23,681.5
시가총액(mln)	683,740.2
유통주식수(mln)	13,877.4
52주 최고	6.98
52주 최저	4.08
일평균거래량	98,986,020

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	18.1	-2.5	28.1	32.5
홍콩항생	18.1	10.7	20.2	20.6



◆ 투자포인트 1. 경기 모멘텀 약화 등 중화권 증시 투자심리 악화 때는 고배당주 주목

- 미중 양국간의 관세 90일 유예 합의에도 불구하고 50% 수준의 관세는 여전히 높은 수준. 높아진 순수출의 GDP 기여도를 감안하면 경기 하방 압력을 클 것으로 예상. 이를 상쇄하기 위해 중국정부의 내수 부양책이 예상되나 강도는 제한적일 수 있다는 판단. 여기에 내부적으로 디플레이션이 지속되며 기업의 이익에 부정적으로 작용할 것. 향후 중국 경기 모멘텀 약화 가능성 존재한 만큼 고배당 업종에 대한 관심도 지속 필요하다는 판단

◆ 투자포인트 2. 내수에는 디지털경제도 포함. 부담스럽지 않은 밸류에이션도 긍정적

- 외부 관세 불확실성 존재해 내수 부양책 예상. 그 중 디지털경제도 이에 포함되며 차이나텔레콤은 중국 클라우드 시장에서 점유율 높아 수혜 기대. 또한 중국 3대 통신기업으로 안정적인 펀더멘탈 보유하고 있는 점도 중국 주요 고배당 업종 중에서 긍정적인 요인으로 판단

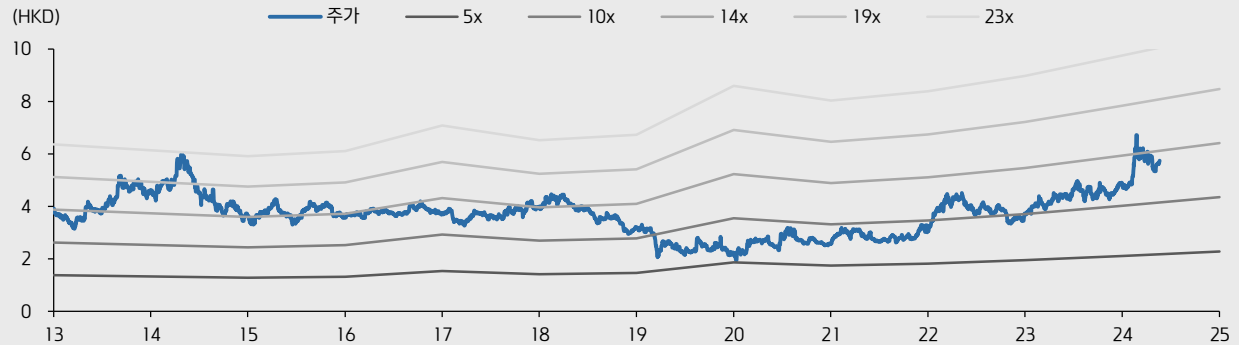
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	481,448	513,551	529,417	546,521	564,735
영업이익	33,427	37,128	39,803	45,370	48,369
OPM(%)	6.9	7.2	7.5	8.3	8.6
순이익	27,593	30,446	33,012	35,825	38,637
PER(배)	9.0	10.3	12.7	13.5	12.5
PBR(배)	0.6	0.7	0.9	1.0	1.0
ROE(%)	6.4	7.0	7.4	7.7	8.1
배당수익률(%)	9.1	6.4	5.7	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

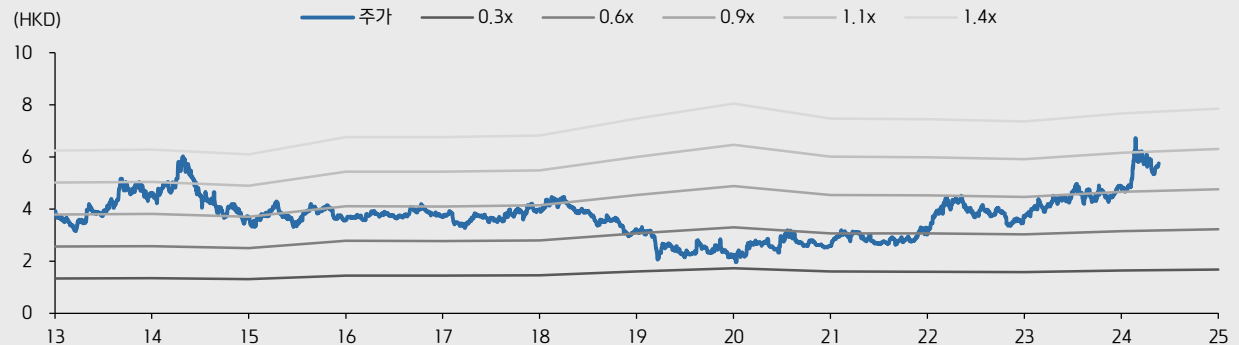


차이나텔레콤 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

차이나텔레콤 12M FWD PBR 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



손익계산서

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	393,561	439,553	481,448	513,551	529,417
판매비	55,059	61,154	64,277	66,804	66,663
연구개발비	2,215	3,379	4,199	4,203	4,661
감가상각&무형자산상각	90,240	92,966	96,932	99,702	101,044
기타	217,407	251,106	282,613	305,714	317,246
영업이익, GAAP	28,640	30,948	33,427	37,128	39,803
영업외 (이익)손실	1,253	-2,917	-2,287	-2,076	-2,369
세전이익, GAAP	27,387	33,865	35,714	39,204	42,172
법인세비용	6,307	7,716	8,038	8,776	9,197
당기순이익, GAAP	20,850	25,949	27,593	30,446	33,012
EPS, GAAP	0.26	0.28	0.30	0.33	0.36
희석 EPS, GAAP	0.26	0.28	0.30	0.33	0.36
영업이익, 조정	28,640	30,948	33,427	37,128	39,803
당기순이익, 조정	20,850	25,949	27,593	30,446	33,012
EBITDA	118,880	123,914	130,359	136,830	140,847

현금흐름표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	132,260	137,533	136,432	137,508	145,049
감가상각비, 무형자산상각비	90,240	92,966	96,932	99,702	101,044
운전자본 변동	8,549	9971	-93	-4124	448
투자활동으로 인한 현금흐름	-87,077	-80,288	-96,796	-95,492	-103,432
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-88,968	-84,848	-91,512	-90,173	-90,271
유, 무형자산 처분	887	1719	1564	1312	1,411
재무활동으로 인한 현금흐름	-42,107	-7,518	-40,906	-33,477	-40,545
지급배당금	-9,262	-8,439	-26,537	-20,059	-23,527
차입금의 증가(감소)	-38,671	-49,599	-21820	-19,898	-17,462
자사주매입	0	47516	0	0	0
현금증가	2,893	49,600	-819	8,581	1,161
기초현금	20,791	23,684	73,284	72,465	81,046
기말현금	23,684	73,284	72,465	81,046	82,207
FCF	43,292	52,685	44,920	47,335	54,778
FCFF	45,934	54,541	46,378	47,657	55,246

재무상태표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	715,096	762,239	807,698	835,814	866,625
유동자산	84,016	127,363	141,072	167,863	188,125
현금 및 현금성자산	33,092	75,213	76,300	91,851	102,009
매출채권	21,502	22,389	24,312	32,210	42,867
재고자산	3,317	3,827	3,513	3,417	3,267
비유동자산	631,080	634,876	666,626	667,951	678,500
유형자산	526,487	528,625	559,461	559,089	554,948
무형자산	48,428	49,672	50,702	52,625	55,438
부채총계	348,921	331,066	371,271	388,647	410,073
유동부채	271,142	265,071	281,737	303,436	325,377
매입채무	158,896	165,469	187,564	214,977	236,562
단기성부채	42,312	22,911	20,488	17,399	18,442
비유동부채	77,779	65,995	89,534	85,211	84,696
장기성부채	51,677	35,989	56,892	47,792	42,301
자본총계	366,175	431,173	436,427	447,167	456,552

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출이익률	5.30	5.90	5.73	5.93	6.24
영업이익률	7.28	7.04	6.94	7.23	7.52
EBITDA 마진	30.21	28.19	27.08	26.64	26.60
ROE	5.82	6.55	6.41	6.96	7.37
ROA	2.94	3.51	3.52	3.71	3.88
ROIC	4.52	4.79	4.88	5.25	5.57
부채비율	25.86	13.74	17.91	14.72	13.43
순차입금비용	16.63	-3.78	0.25	-5.96	-9.04
EBITDA/현금지급이자	33.73	49.13	65.41	51.71	59.73
현금비용	0.12	0.28	0.27	0.30	0.31
유동비용	0.31	0.48	0.50	0.55	0.58
PER	6.96	7.57	9.05	10.30	12.71
PBR	0.40	0.45	0.57	0.70	0.93
EV/EBIT	7.34	11.37	11.02	11.98	9.59
EV/EBITDA	1.77	2.84	2.83	3.25	2.71

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2025년 하반기 ETF 전망

Trump Effect





2025년 하반기 ETF 전망 | Trump Effect

(Part 1) ETF, 현재와 미래: Wrapper Revolution

- 글로벌 ETF 시장, 14조 달러 돌파 이후 확장세 지속(10년 CAGR +18%). 미국 ETF 시장은 총 자산 10조 달러를 넘어섰으며, 국내 ETF 시장은 200조원 돌파 목전. 지난 2~3년 고금리/변동성 장세를 지나는 동안 다양한 전략 상품이 출시되며 ETF의 확장성과 유연성을 입증. 향후에도 기술 및 유동성 생태계 확대로 더 많은 자산이 'ETF화' 될 것으로 전망됨
- 최근 글로벌 ETF 시장에서 공통적으로 관찰되는 트렌드는 옵션 기반 ETF 시장 확장, 액티브 ETF 공급 확대, Defined Outcome(사전 수익구조 설계) ETF 확대, 크립토 ETF 다변화, 기관/전문투자자들의 ETF 활용 증가, 연금슬루션으로의 역할 확대 등으로 정리 가능. ETF는 기존 금융시장의 보완재 역할에서 이제는 핵심 투자 수단으로 자리잡고 있음

(Part 2) 2H25 ETF 포트폴리오: Trump Effect

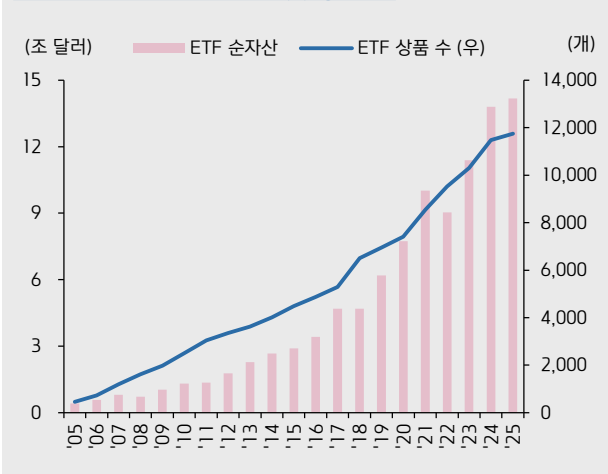
- ETF 산업 뿐 아니라 글로벌 금융시장도 새로운 환경을 맞이. 상반기 시장을 흔들었던 트럼프 관세 리스크가 정점을 통과 중인 가운데 하반기에는 트럼프와 연준 풋(Put)이 증시 하방을 지지할_카드로 작용할 가능성이 큼
- 다만, '관세 영향이 반영된 하드데이터 확인' 이라는 숙제와 관세 노이즈 재발생 가능성 등 고려할 때 포트폴리오 다변화와 효과적인 헤지 전략이 필수적. 하반기 금융시장 전망에 기반한 ETF 투자 포트폴리오를 제안



◆ 글로벌 ETF 시장 확장 추세 지속

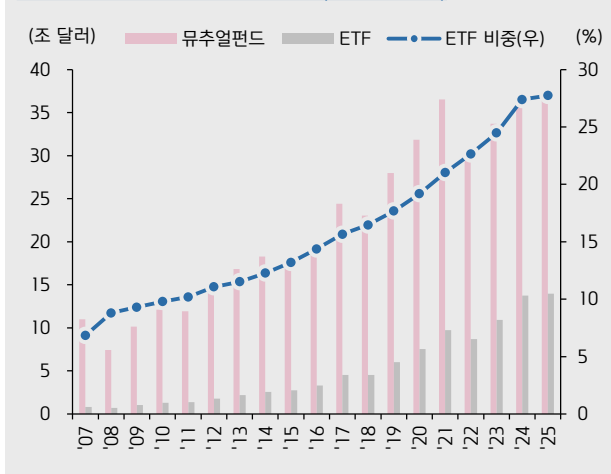
- 글로벌 자산운용 업계는 ETF 혁신이 일으키는 변화 선상에 위치. 1Q25 글로벌 ETF 운용자산은 14조 달러, 상품 수는 11만 개 이상으로 확대
- ETF 운용 자산의 최근 10년 간 연평균 성장률은 18% 기록. 전체 펀드 자산에서 ETF가 차지하는 비중은 28%로 지속 확대 중
- ETF의 지배력이 커지는 것은 ETF 시장으로의 꾸준한 자금 유입과 고객을 유지하려는 기존 뮤추얼펀드 회사들의 관심 증가 등에 기인. 최근 가속화되고 있는 뮤추얼펀드의 ETF 전환 등은 ETF의 시장 점유율 성장, 촉진, 유지를 견인할 전망. 이에 힘입어 블랙록은 글로벌 ETF 운용자산이 2030년까지 25조 달러에 이를 것이라고 전망

글로벌 ETF 순자산 규모 및 상품 수



자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) 2025.3월 말 기준

글로벌 뮤추얼펀드 vs. ETF (AuM 기준)



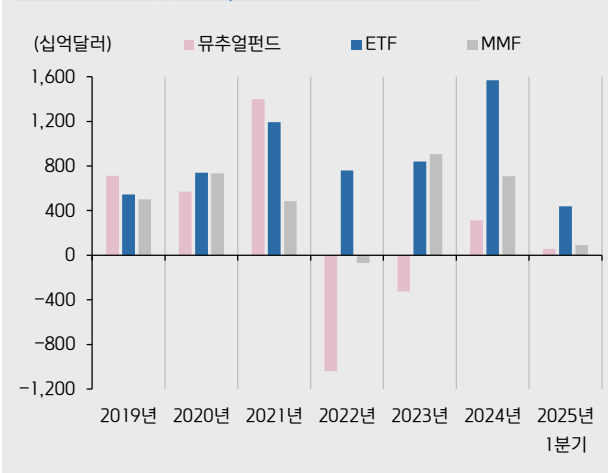
자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) 2025.3월 말 기준, FoF/feeder Fund/MMF 제외



◆ 글로벌 ETF로의 자금유입 지속

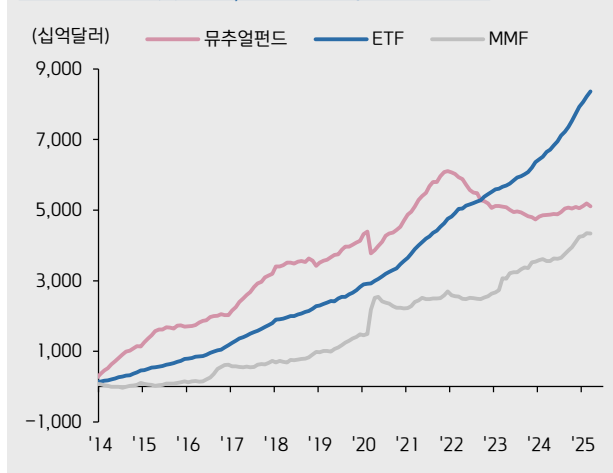
- 2024년 변동성 높은 증시 환경에서도 글로벌 ETF 시장으로의 연간 자금 순유입 규모는 3개년 연속 확대되었으며, 2025년 1분기에도 유입세 지속됨
- 2024년 연간 총 \$1조5천억 순유입 (vs. 뮤추얼펀드 \$3,120억, MMF \$7,070억 순유입)
- 2025년 1분기 총 \$4,400억 순유입 (vs. 뮤추얼펀드 \$570억, MMF \$930억 순유입)

글로벌 펀드 및 ETF, MMF 연간 자금순유입



자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) 2025.3월 말 기준, FoF/feeder Fund/MMF 제외

글로벌 펀드 및 ETF, MMF 누적 자금순유입



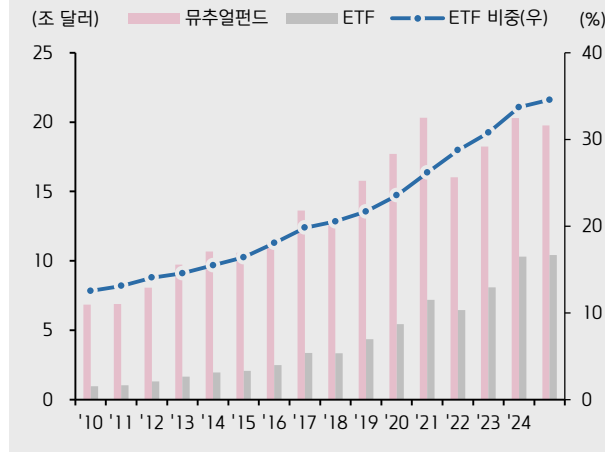
자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) 2025.3월 말 기준, FoF/feeder Fund/MMF 제외



◆ 글로벌 ETF 시장을 선도하는 미국

- 전세계 ETF 운용자산의 74%는 미국이 선점. 미국 ETF AuM은 '25.4월 말 \$10조 이상으로 확대(YoY +22%)되었으며 전체 펀드 자산에서 ETF 비중은 35%까지 확대 (vs. 2009년 12%, 2015년 16%).
- 상품 수도 4,000개 이상으로, 특히 최근에는 액티브 ETF 시장 확장, 옵션 기반 ETF 다양화, 크립토 ETF 다변화 등이 관찰되고 있음
- **앞으로 대부분의 상품 혁신은 뮤추얼펀드 보다 ETF 중심으로 진행될 것으로 전망.** 아직 뮤추얼펀드가 주 투자대상인 은퇴자산 시장에서도, 인구 통계와 고용 패턴에 따라 ETF로 기회가 이전될 수 있음 (Citi)

미국 뮤추얼펀드 vs. ETF (AuM 기준)



자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) 2025.4월 말 기준, FoF/feeder Fund/MMF 제외

글로벌 ETF 설정 지역별 현황

설정 지역	운용자산 (AuM)		ETF 상품 수	
	(bln \$)	비중(%)	개수	비중(%)
미국	10,428	73.5	3,958	33.7
아일랜드	1,744	12.3	2,818	24.0
일본	595	4.2	235	2.0
룩셈부르크	432	3.0	1,035	8.8
캐나다	395	2.8	1,398	11.9
한국	132	0.9	928	7.9
독일	104	0.7	208	1.8
호주	90	0.6	279	2.4
스위스	68	0.5	131	1.1
프랑스	60	0.4	109	0.9
전체	14,183		11,743	

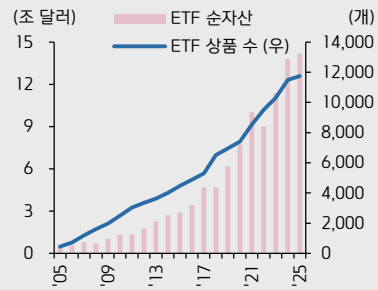
자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) 2025.4월 말 기준

(Part 1) ETF, Wrapper Revolution



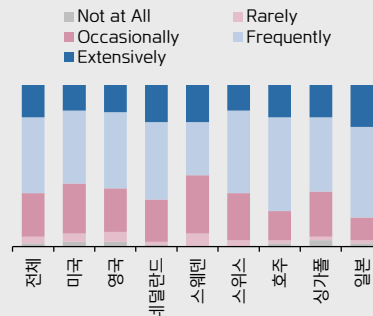
글로벌 ETF 시장 Trend : 'K.I.W.O.O.M.'

K: Key Platform



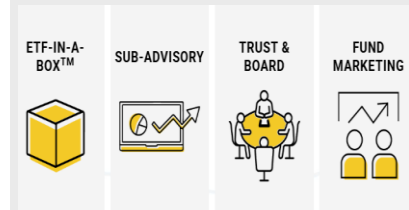
주) 글로벌 ETF 운용자산 및 상품 수

I: Institutional Integration



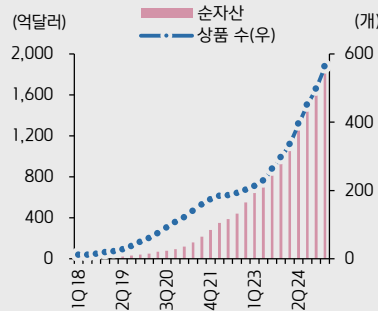
주) 기관 투자자가 ETF를 사용하는 빈도

W: Wrapper Revolution



주) ETF 화이트라벨 서비스 Process

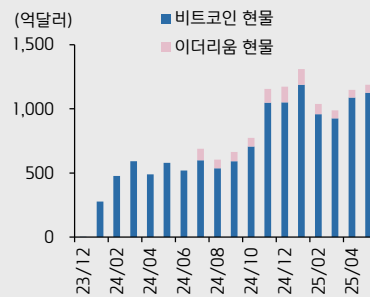
O: Option-Based



주) 미국 옵션기반 ETF AuM 및 상품 수

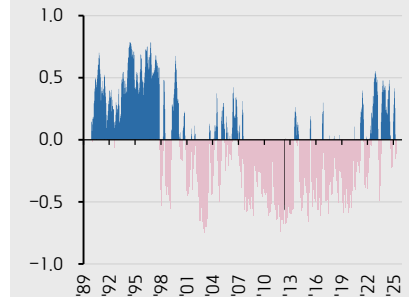
자료: Bloomberg, Morningstar, 키움증권 리서치

O: On-chain & Tokenization



주) 미국 비트코인/이더리움 현물 ETF AuM

M: Multi-asset Allocation



주) 주식-채권 상관관계

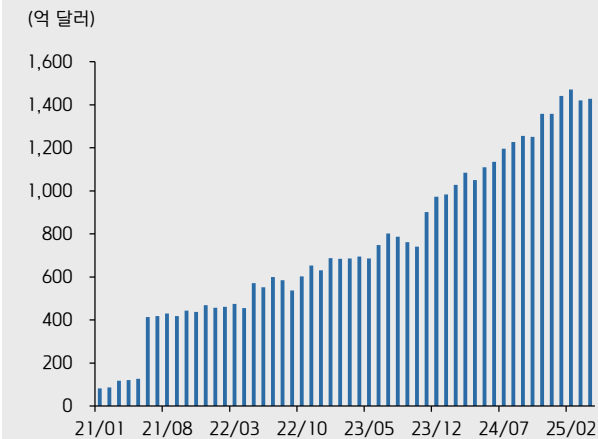


◆ 글로벌 ETF 시장 Trend

Key Platform

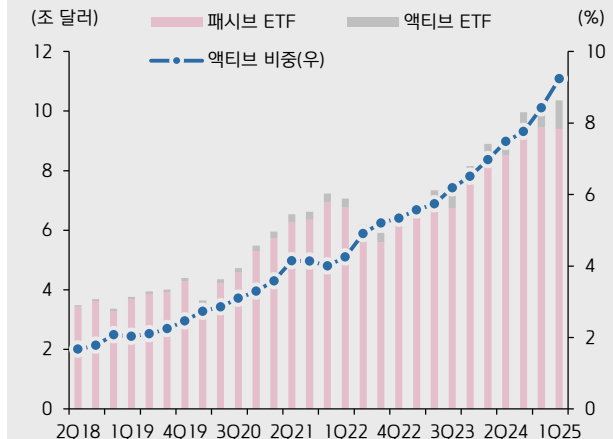
- ETF는 이제 단순한 상품이 아니라 **기관 및 리테일 투자자들의 투자 플랫폼 역할 수행 중**. 기존 금융시장의 보완재 역할에서 이제는 핵심 투자 수단으로 자리잡고 있으며, 구조화 전략, 액티브, 금리형 상품, 디지털자산 등으로 상품군이 진화 중
- 이미 많은 전통 액티브 운용사(Capital Group, JPMorgan, Eaton Vance, MFS 등)에서 액티브 ETF를 출시(or 뮤추얼펀드 및 SMAs, 헤지펀드 등에서 전환)하며 ETF 시장에 진입했고, 블랙록, 찰스슈왈 등은 ETF를 통해 연금 솔루션, 고도화된 자산관리 플랫폼을 구축 중
- 사모 대출, 인프라 투자 등 전통적으로 접근이 어려웠던 대체 자산에 대한 ETF 상품이 출시되며 기관뿐만 아니라 개인투자자들의 선택지도 확대. 특히 최근 운용사들은 CLO, 사모대출 등 비유동성 자산을 ETF 구조에 포함시키려고 시도 중. 일일 NAV 산정 어려움, 유동성 및 가격 책정의 어려움 등이 있지만 관련 수요 및 도전은 지속되는 중

미국 뮤추얼펀드 → ETF 전환 상품 AuM



자료: Morningstar, 키움증권 리서치

미국 액티브 ETF AuM (vs. 패시브)



자료: Morningstar, 키움증권 리서치

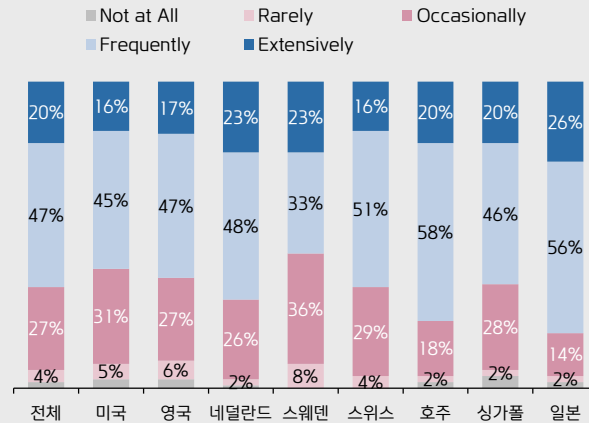


◆ 글로벌 ETF 시장 변화

Institutional Integration

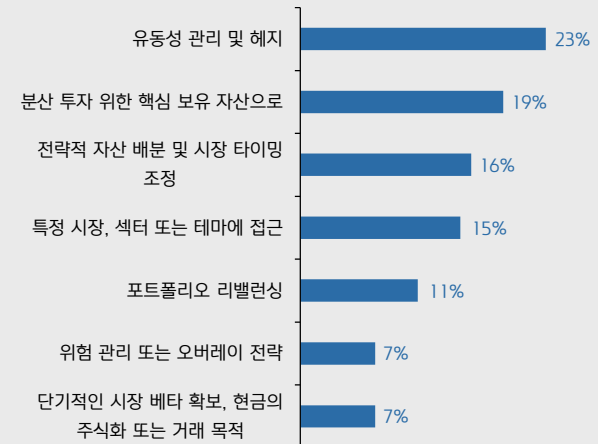
- 과거 대비 기관 투자자들의 ETF 활용 확대 중. 연기금, 보험사, 헤지펀드들이 ETF를 전략적 자산배분 및 유동성 관리 도구로 사용
- S&P Global에 따르면 2023년 말 기준 미국 연기금을 포함한 자산운용 주체들이 보유한 ETF 규모는 약 560억 달러로, 10년 전 대비 4배 이상 증가. 이는 이들 전체 자산 대비 1% 미만의 적은 비중이지만, 2018년 이후 연평균 28%의 가파른 성장세를 보이며 3년마다 두 배로 증가하는 추이. 다만 소수 대형 연기금의 경우 특정 자산군에 ETF 직접투자 비중을 두 자릿수%까지 높인 사례도 관찰
- 패시브/지수 ETF를 활용해 낮은 비용으로 시장 베타를 확보하려는 수요, 전술적으로 매매해 초과수익을 누리는 알파 창출 도구로도 활용

기관 투자자가 ETF를 사용하는 빈도



자료: SSGA ETF Impact Survey (2024), 키움증권 리서치

기관 투자자들의 ETF 사용의 주된 이유



자료: SSGA ETF Impact Survey (2024), 키움증권 리서치



◆ 글로벌 ETF 시장 변화

Wrapper Revolution

- 전 세계적으로 ETF 상품 공급 급증. 화이트라벨링, 다이렉트인덱싱 등 기관 고객들을 대상으로 한 맞춤형 ETF도 확대
- ETF 화이트라벨링(White-labeling) 시장은 ETF 상품의 기획과 운용을 원하는 자산운용사나 기관들이 **ETF 인프라 전문업체의 플랫폼을 이용해 자체 브랜드 ETF를 출시**할 수 있도록 해주는 서비스 시장. ETF의 **설계-등록-상장-관리 및 백오피스 업무** 등 운영 인프라를 아웃소싱하고, 고객(자산운용사)은 자체 브랜드를 붙여 판매하는 구조
- ETF 진입 장벽이 높은 운용사나 **빠른 시장 출시**를 원하는 금융기관에게 각광받고 있음. 신생 운용사들도 ETF 출시 가능성이 수월해 짐
- 대부분 액티브 ETF에서 수요가 증가하고 있으며 특히 '23~25년 사이 **고배당, 구조화, 테마형 ETF**가 화이트라벨 방식으로 대거 등장

미국/유럽 화이트라벨 서비스 제공업체

	운용사	개요	주요 특징
미국	Tidal Financial Group	미국 최대 규모의 ETF 플랫폼 중 하나. 초기 컨셉부터 상장까지 전 과정 지원	Defiance, Roundhill 등 여러 히트 ETF 브랜드를 지원. 마케팅 및 유동성 관리 강점
	Alpha Architect(ETF Architect)	퀀트 기반 운용사에서 출발. 화이트라벨 플랫폼으로 확장	가장 많은 ETF 시리즈 등록. DIY 운용 전략을 가진 자문사에 적합. 비용 효율적
	Exchange Traded Concepts	화이트라벨 ETF 시장의 선구자. 최초의 테마형 ETF 성공 사례 다수	ROBO, MAGS 등 유명 ETF 출시. 서브어드바이저 역할도 가능. 미국 시장 내 다양한 전략 운용 경험
	Obsidian ETF Trust	ETF Architect 계열의 독립 트러스트. 중소규모 운용사에 최적화	커스터마이징된 ETF 설계. 비교적 낮은 최소 자산 요구
	Ultimus Fund Solutions	ETF 외에도 뮤추얼펀드, UIT 등 다양한 구조 지원	전통적 펀드 플랫폼 강자. ETF 백오피스 전문성 보유
	Kingswood Capital	신규 브랜드화와 상장 전략을 전문적으로 설계	ETF 스타트업 중심의 컨설팅 및 구조화 서비스 제공
	Simplify Asset Management	내부 전략을 외부 브랜드와 협업하여 출시	파생상품 기반 ETF에 강점. 공동 브랜드 형식 가능
유럽	HANetf (UK)	유럽 최초이자 최대의 화이트라벨 ETF 플랫폼	UCITS ETF를 유럽 전역에 상장 가능. 규제, 유통, 마케팅까지 원스톱 지원
	Leverage Shares (UK)	구조화된 ETP/ETN 설계 전문. 주로 레버리지·인버스·싱글스톡 기반 상품 운용	구조화 및 테마 ETP 라인업 보유. 암호자산 기반 ETN도 일부 포함
	Amina Bank (스위스)	스위스 기반 디지털 자산 전문은행. ETP와 암호자산 기반 상품 특화	비트코인, 이더리움, 폴카닷 등 암호자산 관련 ETP 출시. 기술 기반 백오피스 제공
	ETC Group (독일)	암호자산 기반 상품 중심. Xetra 시장에 상장된 BTCctc 유명	대형 거래소 상장 경험. 유럽 내 기관 대상 투자 친화적 구조
	Axxion (룩셈부르크)	전통 ETF 외에 구조화 상품 화이트라벨 서비스 지원	UCITS 규제에 최적화된 구조 제공. 유럽 내 멀티 상장에 강점

자료: 키움증권 리서치

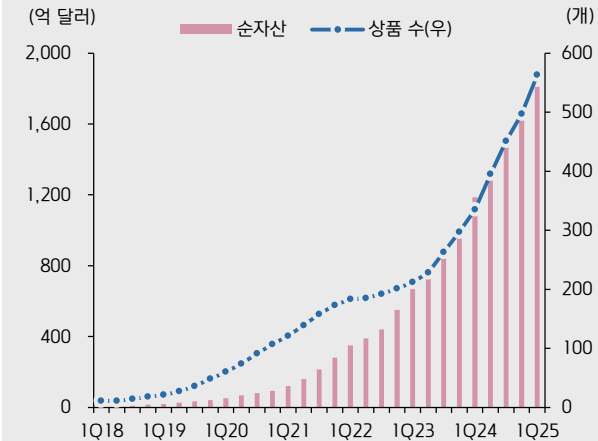


◆ 글로벌 ETF 시장 변화

Option-based

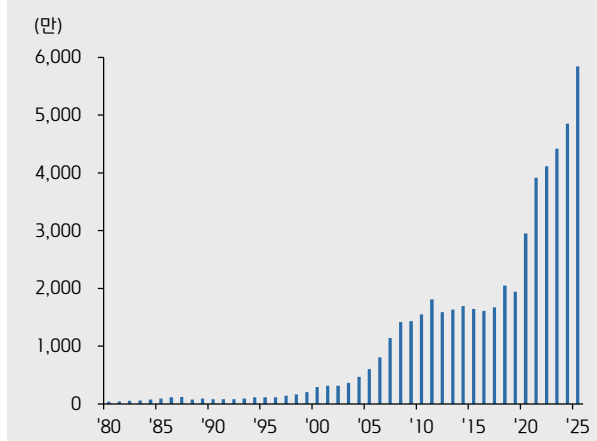
- **옵션 기반 ETF 시장이 빠르게 확장 중.** 미국 옵션 ETF AuM은 '25.3월 말 \$1,806억까지 확대(YoY +52%). 대표 유형으로는 ▲Covered Call, ▲Defined-Outcome(Buffer), ▲Tail-Hedged 등 해당
- 특히 버퍼형 ETF는 AuM \$626억(YoY +46%), 상품 수 400개로 빠르게 확장 (vs. '18년 말 상품 수 6개, AUM \$1.8억, '22년 말 상품 수 146개, AUM \$185억). 이들은 전통 채권의 일부를 대체하는 전략적 수단으로도 부상 중이며, Calamos의 100% 원금보장 ETF와 같은 상품도 등장
- 전세계 공급망 재편, 미국의 관세 정책 등으로 구조적 고금리, 고물가, 고변동성 환경이 지속되고 있으며, 이러한 가운데 ETF 투자자들은 **옵션 결합 ETF를 활용해 일드(Yield) 창출, 하방 보호(Buffered), 리스크 헤지** 등 추구
- 미국 옵션 거래량은 일평균 기준 2024년 4,851만 계약으로(YoY 9.7%), 1937년 관련 데이터 집계 이래 최고치를 기록했으며, 5년 전인 2019년 대비해서는 150% 증가

미국 옵션 ETF AuM



자료: Morningstar, 키움증권 리서치

미국 옵션시장 일평균 거래량 (계약 수)



자료: OCC, 키움증권 리서치

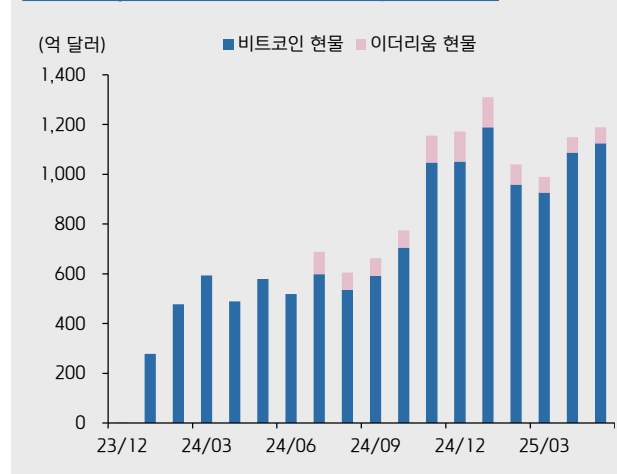


◆ 글로벌 ETF 시장 변화

On-chain & Tokenization

- 미국은 ETF 및 가상자산 규제 완화에 힘입어 크립토(Crypto) ETF 전략도 다변화. 이미 '22년 10월 비트코인 선물 ETF 출시에 이어 '24년 1, 7월에 걸쳐 BTC와 ETH 현물 ETF를 허용했던 미국이었고, 최근 몇 년 새 솔라나, XRP 등 알트 코인에 대해서도 현물 ETF 출시 시도가 이어지고 있음. 크립토 ETF AuM은 4월 말 \$1,200억을 돌파
- 또 최근 비트코인 커버드콜/버퍼(Buffer) ETF 등 비트코인 ETF와 옵션을 결합한 ETF가 꾸준히 출시 중. 해당 추세는 비트코인 현물 ETF 출시 승인에 이어 해당 ETF들을 기초로 한 옵션 거래가 개시('24.11) 되면서 가속화. 비트코인 ETF 옵션 거래는 비트코인 ETF 시장 유동성 개선과 암호화폐 파생상품 시장의 제도적 기반 강화, 기관들의 비트코인 헤징 및 레버리지 트레이딩 전략 활용 확대 등 다변화에 기여. 하반기에는 공공 정책, 미국 재정적자 논의, 금리환경 등이 크립토 채택에 중요한 변수로 작용할 전망

비트코인/이더리움 현물 ETF 운용자산 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

비트코인/이더리움 가격 추이



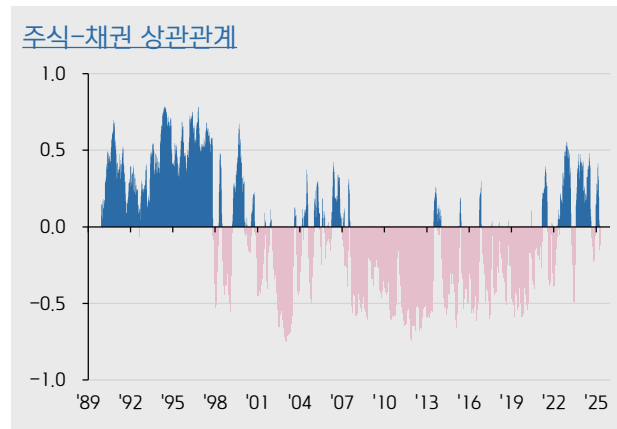
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 글로벌 ETF 시장 변화

Multi-asset Allocation

- 과거 30년 동안은 주식-채권 간 상관관계가 낮거나 음(-)이었다면, 코로나 시대 이후 구조적 고물가/고금리 환경이 고착화된 현재는 주식/채권 포트폴리오 만으로 위험조정 수익률을 안정적으로 유지하기 어려워짐. 대표적으로 2022년에 60/40 포트폴리오가 -16% 이상 하락하면서 이를 반영
- 이에 따라 대체 자산과 기타 구조화 전략 상품들이 전통 자산배분의 보완재 또는 대안으로 떠오르고 있음. 원자재 ETF, 초단기 및 변동금리 채권 ETF, 옵션 기반 ETF(버퍼, 커버드콜 등), 디지털자산 ETF 및 롱-숏 및 멀티자산 전략, 글로벌 분산 등으로 새로운 자산배분 전략을 구축할 필요 증대



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

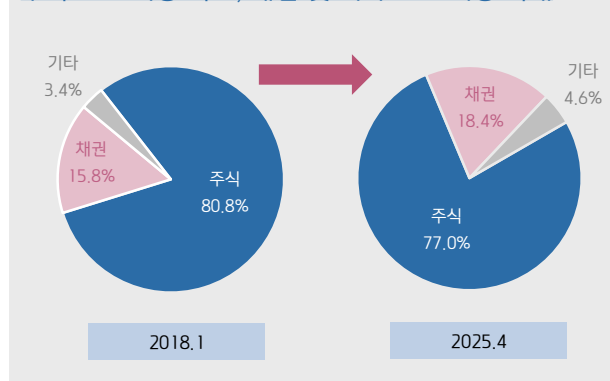
자산배분 성과 (예시)

분류	MSCI World Index	S&P 500	60/40 포트폴리오*
2025년 1분기	-1.8%	-4.6%	0.1%
2024년	18.7%	23.3%	11.5%
2023년	23.8%	24.2%	16.3%
2022년	-18.1%	-19.4%	-15.9%
2020 팬데믹 (2020.1~3)	-21.0%	-20.0%	-12.0%
2011 유럽 재정위기 (2011.5~9)	-20.0%	-17.0%	-10.0%
2008 금융위기 (2007.11~2009.2)	-54.0%	-53.0%	-35.0%
2000 닷컴버블 (2000.4~2002.9)	-47.0%	-46.0%	-23.0%

자료: rparetf.com, 키움증권 리서치

주) *Morningstar US Moderate Target Allocation NR USD

주식 ETF 비중 축소, 채권 및 기타 ETF 비중 확대



자료: Morningstar, 키움증권 리서치

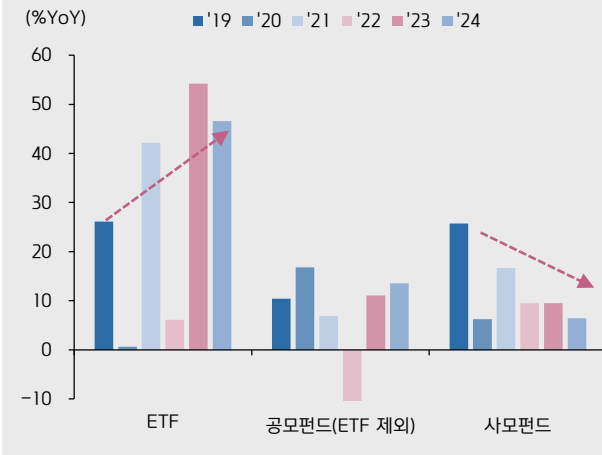
200조원을 향해 가는 국내 ETF 시장



◆ 국내 ETF 시장, 가장 역동적으로 변화 중

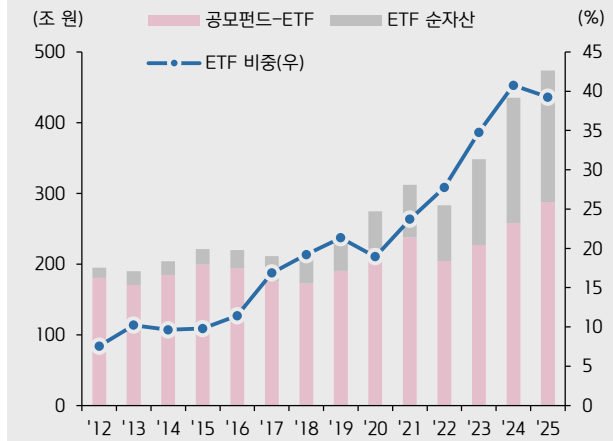
- 국내 ETF 시장 순자산, '25.1분기 185조원까지 확대 (5년 연평균 29% 성장). 공/사모펀드 시장은 성장 정체 및 둔화가 진행되고 있으나 ETF 시장은 고성장 지속 중
- 즉, **공모펀드 시장 성장의 대부분을 ETF가 견인**. 또한, 산업 확장과 상품 다변화, 투자자 확대, 규제 완화가 맞물리는 가운데 공모펀드 시장에서 ETF 비중은 1분기 말 40%까지 확대 (vs. '20년 19%)

한국 공모(펀드&ETF), 사모펀드 자산 증가율



자료: 금융투자협회, 키움증권 리서치

국내 공모펀드 시장 내 ETF 비중



자료: KRX, 키움증권 리서치, 주) '25년은 3월 말 기준

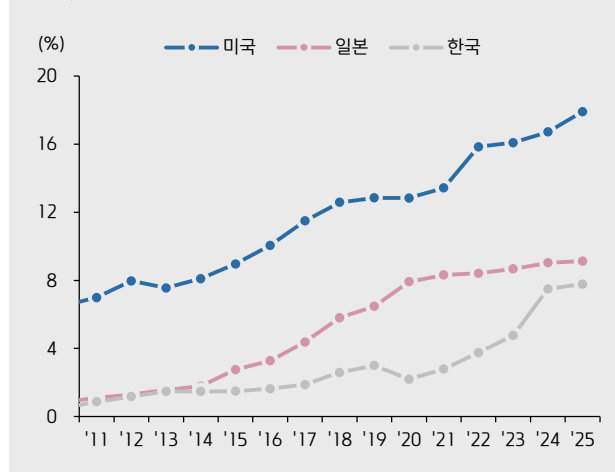
200조원을 향해 가는 국내 ETF 시장



◆ 국내 ETF 시장, 가장 역동적으로 변화 중

- 그러나 단기간 빠른 성장에도 불구하고 국내 **KOSPI 시가총액 대비 ETF 비중은 1Q'25 8%에 불과**. 이는 미국(18%), 일본(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, 2025.3월 말 기준

글로벌 주요국 증시 시가총액 대비 ETF 비중

구분	미국	영국	독일	일본	한국
주식시장 시가총액 (\$bn)	58,156	3,294	2,737	6,373	1,570
ETF 자산총액 (\$bn)	10,417	1,122	571	578	126
비중 (%)	17.91	34.06	20.87	9.07	8.00

자료: Morningstar, JPX, KRX, 키움증권 리서치
주) 2025.3월 말 기준

한국 ETF 시장 Trend

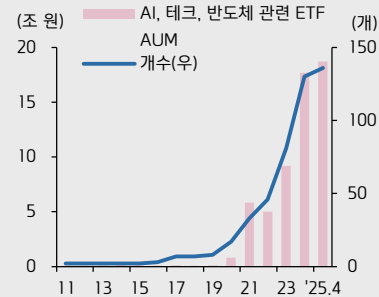


한국 ETF 시장 Trend : 'K.I.W.O.O.M.'

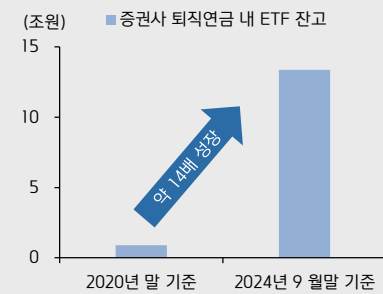
K: "K"(한국판)-ETF

오리지널 ETF	K- ETF
SCHD (미국 배당주)	ACE 미국배당다우존스
	SOL 미국배당다우존스
	TIGER 미국배당다우존스
	SOL 미국배당다우존스(H)
	SOL 미국배당다우존스 TR
	KODEX 미국배당다우존스
SGOV (미국 초단기채)	TIGER 미국초단기(3개월 이하)국채
DGRW (미국 배당채)	ACE 미국배당채

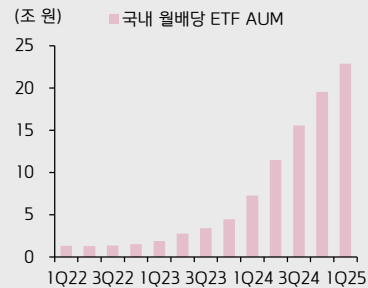
I: IT/테크 Oriented



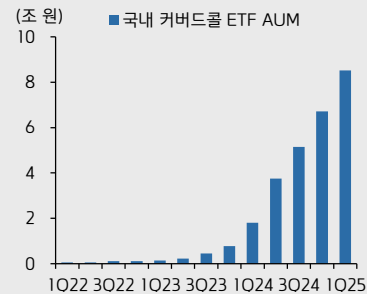
W: Wealth Management



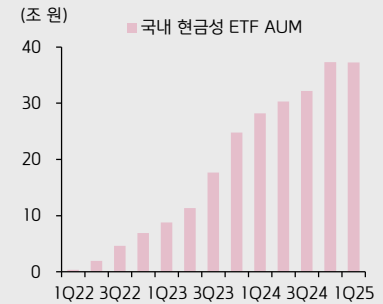
O: Option-based



O: Outcome-Driven



M: Money market



자료: KRX, 카움증권 리서치



◆ 한국 ETF 시장 Trend

K(한국판) ETF

- “K(한국판)” ETF들이 꾸준히 등장하고 있음. K-‘SCHD’, K-‘SGOV’, K-‘DGRW’ 등으로, 한국 투자자들의 매수세가 모인 미국 ETF들을 국내에서 상장해 투자 수요를 흡수하기 위한 전략
- 가령, K-SCHD ETF는 현재 총 13종이 상장되어 있는데, 그 중 1종은 TR 형태, 1종은 H(환 헤지), 1종은 액티브, 5종은 커버드콜, 나머지 1종은 채권혼합형 전략으로 차별화. 올해 4월에도 블랙록의 초단기 미국채 ETF ‘SGOV’의 한국판 ETF가 첫 선보였고(‘TIGER 미국 초단기(3개월 이하) 국채’), 5월에는 Wisdomtree사의 “DGRW”의 기초지수를 추종한 “K-DGRW”로 ACE 미국배당밸리티 ETF 시리즈가 출시 됨. 최근 보도된 내용에 따르면, 블랙록 또한 향후 국내 운용사들과의 파트너십을 통해 채권, 디지털 자산, 아웃컴 ETF 등 다양한 전략 상품을 출시할 계획이라고 밝힘

“K(한국판)” ETF 라인업

오리지널 ETF	K- ETF	상장일	운용자산 (억원)	오리지널 ETF	K- ETF	상장일	운용자산 (억원)
SCHD (미국 배당주) 시리즈	ACE 미국배당다우존스	2021-10-21	6,313	SGOV (미국 초단기채)	TIGER 미국초단기(3개월 이하)국채	2025-04-29	966
	SOL 미국배당다우존스	2022-11-15	7,639	DGRW (미국 배당밸리티) 시리즈	ACE 미국배당밸리티	2025-05-13	307
	TIGER 미국배당다우존스	2023-06-20	20,184		ACE 미국배당밸리티+커버드콜액티브	2025-05-13	152
	TIGER 미국배당다우존스타켓커버드콜1호	2023-06-20	677		ACE 미국배당밸리티채권혼합50	2025-05-13	152
	TIGER 미국배당다우존스타켓커버드콜2호	2023-06-20	9,593	XLI	KODEX 미국S&P500산업재(합성)	2014-06-12	322
	SOL 미국배당다우존스(H)	2023-03-21	2,415	XLE	KODEX 미국S&P500에너지(합성)	2015-04-28	251
	SOL 미국배당다우존스 TR	2024-01-08	276	XLV	KODEX 미국S&P500헬스케어	2023-03-21	226
	KODEX 미국배당다우존스타켓커버드콜	2024-05-28	1,671	XLP	KODEX 미국S&P500필수소비재	2023-03-21	114
	KODEX 미국배당다우존스	2024-08-13	3,253	XLF	KODEX 미국S&P500금융	2023-03-21	527
	SOL 미국배당미국채혼합50	2024-09-24	2,777	XLY	KODEX 미국S&P500경소비재	2023-03-21	114
	RISE 미국배당100데일리고정커버드콜	2024-09-24	489	XLK	KODEX 미국S&P500테크놀로지	2023-08-01	228
	TIGER 미국배당다우존스타켓데일리커버드콜	2025-01-21	1,545	XLC	KODEX 미국S&P500커뮤니케이션	2023-08-01	104
	TIMEFOLIO 미국배당다우존스액티브	2025-04-29	129	XLU	KODEX 미국S&P500유틸리티	2023-08-01	125

자료: KRX, 키움증권 리서치
주) 2025-05-16 기준

한국 ETF 시장 Trend

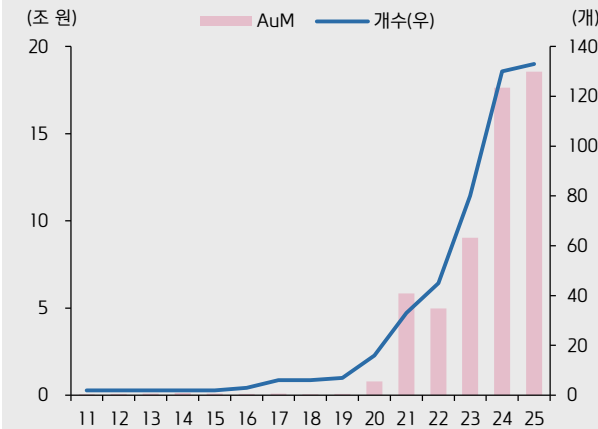


◆ 한국 ETF 시장 Trend

IT/테크-Oriented

- 국내 섹터/테마형 ETF 중 가장 많은 분류는 단연 “IT”. AI/테크/반도체/로봇 등으로 분류된 IT ETF들은 4월 말 기준 약 135개로 해당 ETF들의 순자산 총액은 19조원으로 급증
- 5월 들어서도 중국 AI/테크 ETF 및 미국/글로벌/중국 휴머노이드 로봇 ETF 등이 추가 상장되었고 팔란티어/테슬라 중심 미국 기술주에 분산 투자하는 테크 ETF도 등장

국내 ‘IT’ ETF AUM, 개수 추이



자료: KRX, 키움증권 리서치
주) 2025.3월 말 기준

운용자산 Top 10 ‘IT’ ETF

ETF 명	운용자산 (조원)	운용자산 증감률 (YoY %)
TIGER 미국테크TOP10 INDXX	29.0	-9.8%
TIGER 미국필라델피아반도체나스닥	21.4	-20.4%
ACE 테슬라밸류체인액티브	10.8	46.0%
TIGER 차이나항생테크	9.6	66.6%
TIGER Fn반도체TOP10	6.4	20.3%
ACE 미국빅테크TOP7 Plus	6.4	9.6%
KODEX 미국빅테크10(H)	6.0	-2.1%
KODEX 반도체	5.9	21.4%
KODEX 미국AI전력핵심인프라	4.5	91.6%
TIGER 미국테크TOP10타겟커버드콜	4.4	-1.2%

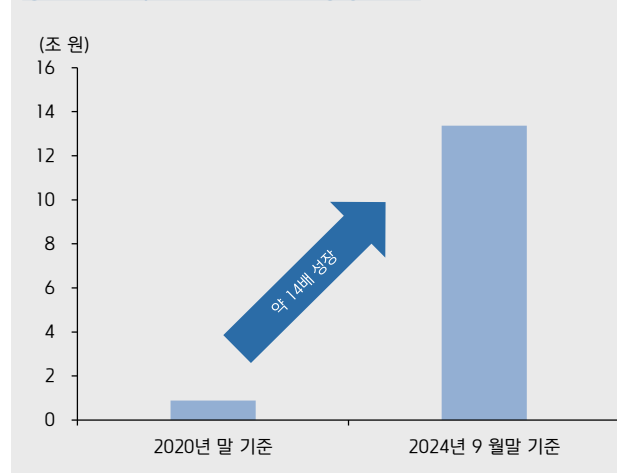
자료: KRX, 키움증권 리서치
주) 2025.4월 말 기준



◆ 한국 ETF 시장 Trend

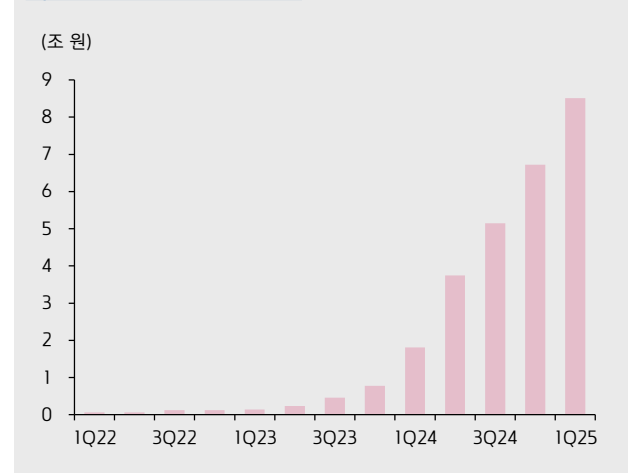
- **Wealth Management** : 개인들의 자산 관리용 ETF 투자 확대. 그 중에서도 연금 등 절세계좌에서의 ETF 투자 수요 지속. 2024년 1분기 기준 ETF에 투자된 140조원 중 증권계좌가 아닌 IRP와 연금저축계좌에서 투자된 ETF의 규모는 약 20조원 내외로 추정. 또한 퇴직연금을 취급하는 증권사 전체 퇴직연금 내 ETF 잔고는 2020년 코로나 이후 급증해 2020년 말 대비 약 14배 급성장
- **Option-based** : 커버드콜 ETF의 활용도가 높아지면서 지난해 부터 데일리/위클리 옵션을 활용하거나 타겟 프리미엄을 추구하는 커버드콜 ETF까지 등장. 전체 42개 이르는 커버드콜 ETF의 순자산 총액은 1분기 말 8.5조원에 이릅니다. 또한 올해 3월에는 국내 최초로 “버퍼” ETF 출시. 버퍼 ETF는 기존 커버드콜 구조에 풋옵션을 추가로 결합해 약속된 기간 동안 하락 위험을 관리하는 동시 일정 수준의 수익을 추구

증권사 퇴직연금 ETF 잔고 성장 추이



자료: 미래에셋자산운용, 키움증권 리서치

국내 옵션 결합 ETF AuM



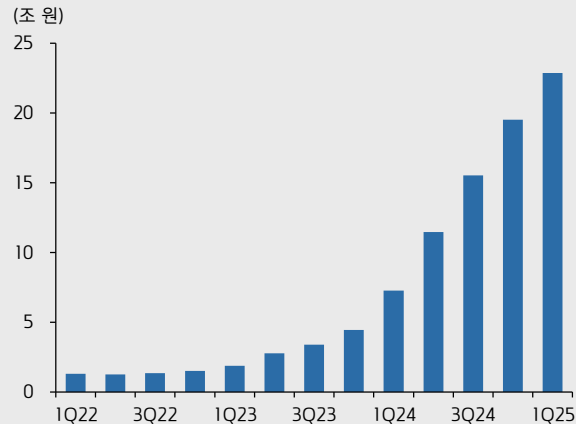
자료: KRX, 키움증권 리서치



◆ 한국 ETF 시장 Trend

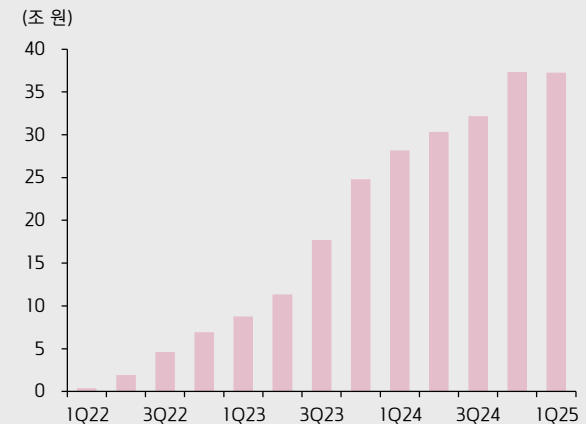
- **Outcome-Driven**: '22년 6월 첫 월분배 ETF가 상장된 이후 1분기 말 국내 월분배 ETF 순자산 총액은 23조원까지 확대. 작년 말 3.8조원 대비 20조 가량 확대. 상품 수는 신규 월배당 ETF와 지급 주기를 월로 변경한 ETF를 모두 포함해 116개에 이르며 해당 수는 2020년 말 20개에서 급증
- **Money Market**: 1분기 말 기준 머니마켓, 금리형(파킹형)ETF 수는 30개, 순자산 총액은 37조원 기록. 여기에 4월 이후에는 국내 최초 '미국' 머니마켓 ETF도 출시. 증시 변동성 확대로 대응 강도가 높아진 시장 환경이 이어지면서 단기자금을 효율적으로 운용할 수 있는 안정형 ETF에 대한 수요 지속을 반영

국내 월배당 ETF AuM



자료: KRX, 키움증권 리서치

꾸준한 단기자금 ETF 활용 수요



자료: KRX, 키움증권 리서치
주) 머니마켓 및 KOFR, SOFR 등 금리형 ETF

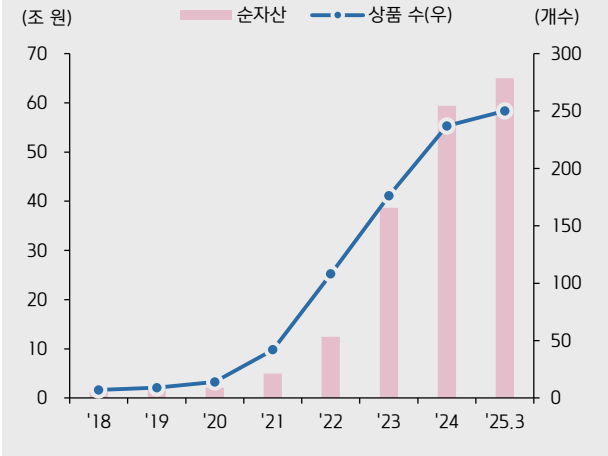
이 외 특징적인 변화는?



◆ 액티브 ETF 시장 확장

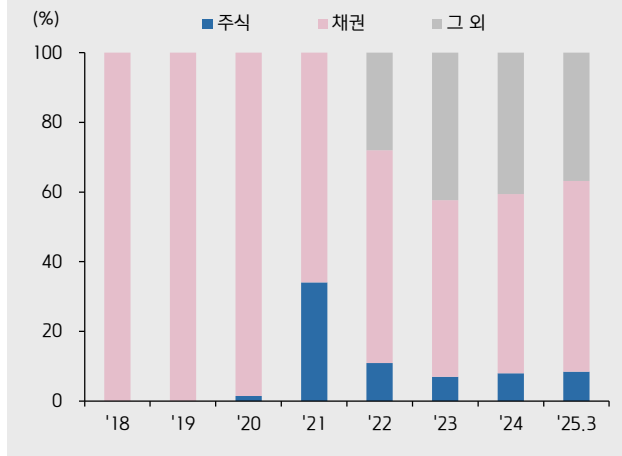
- 국내도 공모 운용사들의 ETF 시장 진입이 확대되고 채권(만기매칭형) 및 해외주식형, 자산배분형 등 상품 전략이 다변화되는 과정에서 액티브 ETF 순자산 빠르게 성장
- 1분기 말 국내 액티브 ETF는 총 250개, 순자산 총액은 65조원까지 확대되었으며 전체 ETF 시장 내 35% 차지
- 액티브 ETF 중에서는 채권형이 상품 수, 순자산 측면에서도 모두 가장 많은 비중을 차지. 다만, 그 외 '기타' 유형에서 파킹형, TDF 등 자산배분형, 성장주+채권혼합 등이 눈에 띄었고, 주식형에서도 특히 작년 하반기 크게 상품 수가 늘어났음
- 또한, 3월 말 기준 국내 운용사 중에서 액티브 ETF를 운용 중인 곳은 24개 사까지 증가

국내 액티브 ETF 시장 현황



자료: KRX, 키움증권 리서치

국내 액티브 ETF 내 자산군별 비중



자료: KRX, 키움증권 리서치

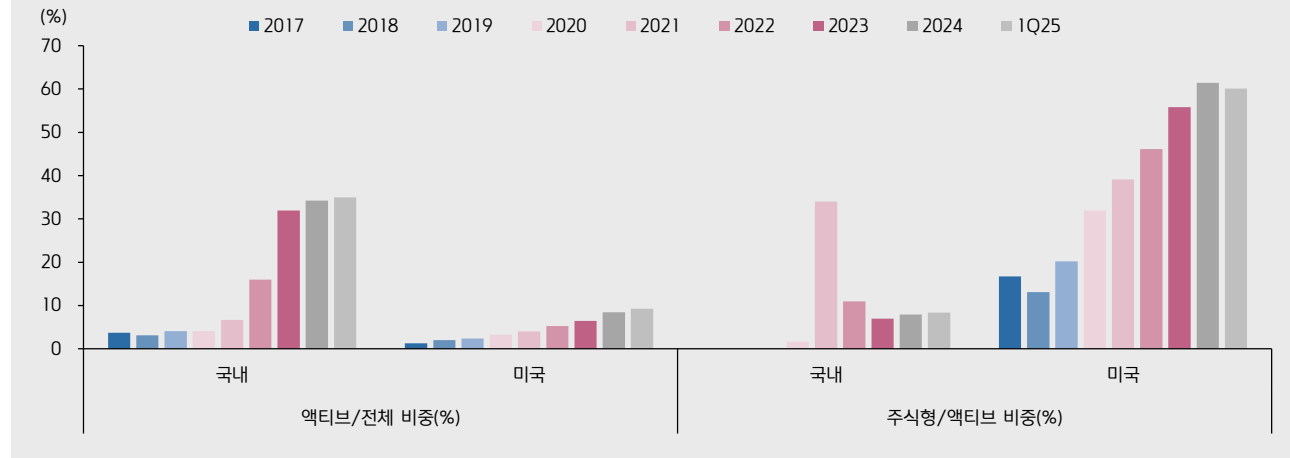
이 외 특징적인 변화는?



◆ 액티브 ETF 시장 확장

- 향후 국내 ETF 시장에서 '액티브' 전략 활용이 더 확대될 것으로 전망. 현재 국내 전체 ETF 시장 내 액티브 비중은 35%로 1/3을 넘어서고 있지만, 액티브 ETF 내 자산군별 비중은 주식형이 5.4%로 여전히 채권형 비중(36%)이 절대적
- 미국의 경우 액티브 전략은 주로 혁신 테마나 파생/옵션형, 전술적 자산배분형, 고정수익형 ETF 출시에 자주 채택되고 있으며, 국내에서도 채권형 외 주식형 및 기타 유형에서 액티브 전략 활용을 높여갈 것으로 기대
- 올해 우리나라도 버퍼형 ETF가 출시되기 시작했는데, 미국에서처럼 ETF 출시 문턱이 낮아지고, 비전통주식형/파생형에서 더 많은 ETF가 출시되기 시작한다면 액티브 전략이 더 적극 활용될 것으로 예상. 해당 유형의 전략의 특성 상 정형화된 지수로는 전략 목적을 달성하기 어렵고, 시장 상황에 따라 포지션 변경과 옵션의 롤오버, 비중 조정을 유연하게 대처해야 하기 때문

국내 vs. 미국 액티브 ETF 시장 현황



자료: Morningstar, KRX, 키움증권 리서치

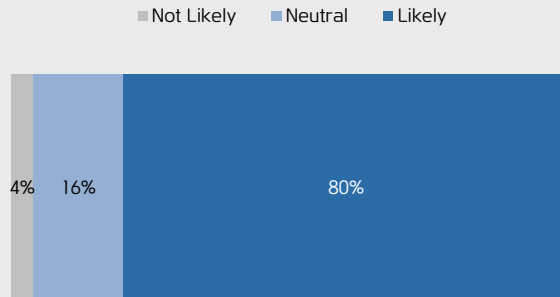
이 외 특징적인 변화는?



◆ 액티브 ETF 시장 확장

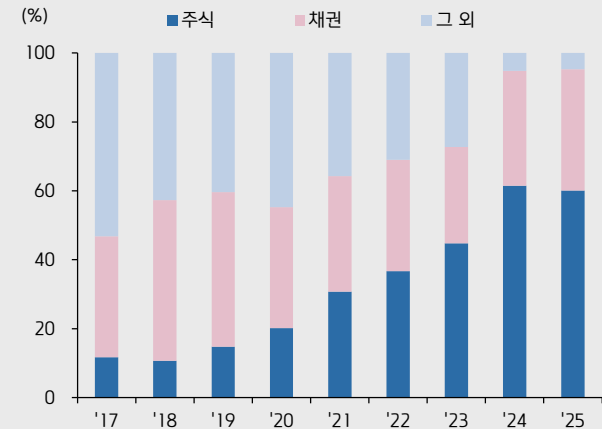
- 모델 포트폴리오 내 핵심 솔루션으로서 액티브 ETF가 주목받고 있음
- SSGA의 2024 ETF Impact Survey*에 따르면, 점차 더 많은 기관 투자자들이 액티브 ETF를 활용하고자 하는 것으로 나타남
 - * 개인 투자자(1,053명) 및 미국 내 재무 설계사(운용 자산 \geq 2,500만 달러 (90%는 5,000만 달러 이상) 25만명), 전세계 주요 국가의 기관 투자자(576명)를 대상으로 조사 됨
- 또한, 초기 액티브 전략은 주로 채권형에 사용되었지만 현재는 주식, Defined Outcome, 인컴, 대체자산으로 확산 중
- 블랙록은 미국 액티브 ETF 시장이 2030년까지 4조 달러로, 현재 대비 4배 가량 확대될 것이라고 전망

기관 투자자들의 액티브 ETF 활용 의지



자료: SSGA ETF Impact Survey (2024), 키움증권 리서치

미국 액티브 ETF 내 자산군별 비중



자료: Morningstar, 키움증권 리서치

하반기 국내 ETF 이슈 Wrap up



◆ 하반기 추진 중인 국내 ETF 관련 이벤트

- ATS에서 ETF/ETN 거래 허용 (6월), 해외주식형 TR ETF 운용방식 변경 (7월), 국내 주식형 공모펀드 직상장 (7월) 등 예고
- 또한 대선을 앞두고 주요 후보들이 공통적으로 가상자산 현물 ETF 도입을 공약으로 제시. 가상자산 지수 산출 등 선제되어야 할 과제들이 많은 만큼 시행 가능성은 모호하지만 하반기 기관/법인의 가상자산 매매거래가 허용되는 등 관련 규제가 조금씩 완화되고 있음은 긍정적

대체거래소(ATS)에서도 ETF/ETN 거래 (6월)

금융위 자본시장법 시행령 및 규정 입법 예고	
조각투자 샌드박스 제도화	- 유동화 수익증권 투자중개업 신설 - 비금전신탁 수익증권 발행
ATS 운영방안 후속조치	- ATS 매매체결대상 상품에 ETF/ETN 추가 - 순자본비율(NCR) 적용 면제, 자기자본기준으로 건전성 감독
IPO 문턱 강화	- 법인가치가 더 큰 비상장법인-상장법인 합병시 회장으로 판단 - IPO 인수업무 시 주관/인수회사 실사 의무화

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치

해외주식형 TR ETF 운용방식 전면 변경 (7월)

(3) 집합투자기구 분배유보 범위 조정(소득령 26의2㉔)	
현행	개정안
<input type="checkbox"/> 적격 집합투자기구 이익 중 분배유보 가능 범위 ① 결산시 펀드 이익금(과세손익+비과세손익)이 0보다 적은 경우의 과세이익 ② 투자자산 매매·평가이익 ③ 지수구성종목 변경을 위한 ETF거래이익 <신설>	<input type="checkbox"/> 분배유보 범위 조정 ○ (과 등) - 이자·배당은 제외 ④ 국내주식형 ETF의 이자·배당
<개정이유> 적격집합투자기구의 이익 분배유보 범위 조정 <적용시기> '25.7.1. 이후 발생한 이익분부터 적용	

자료: 기획재정부

국내 주식형 공모펀드 직상장 추진 (7월)

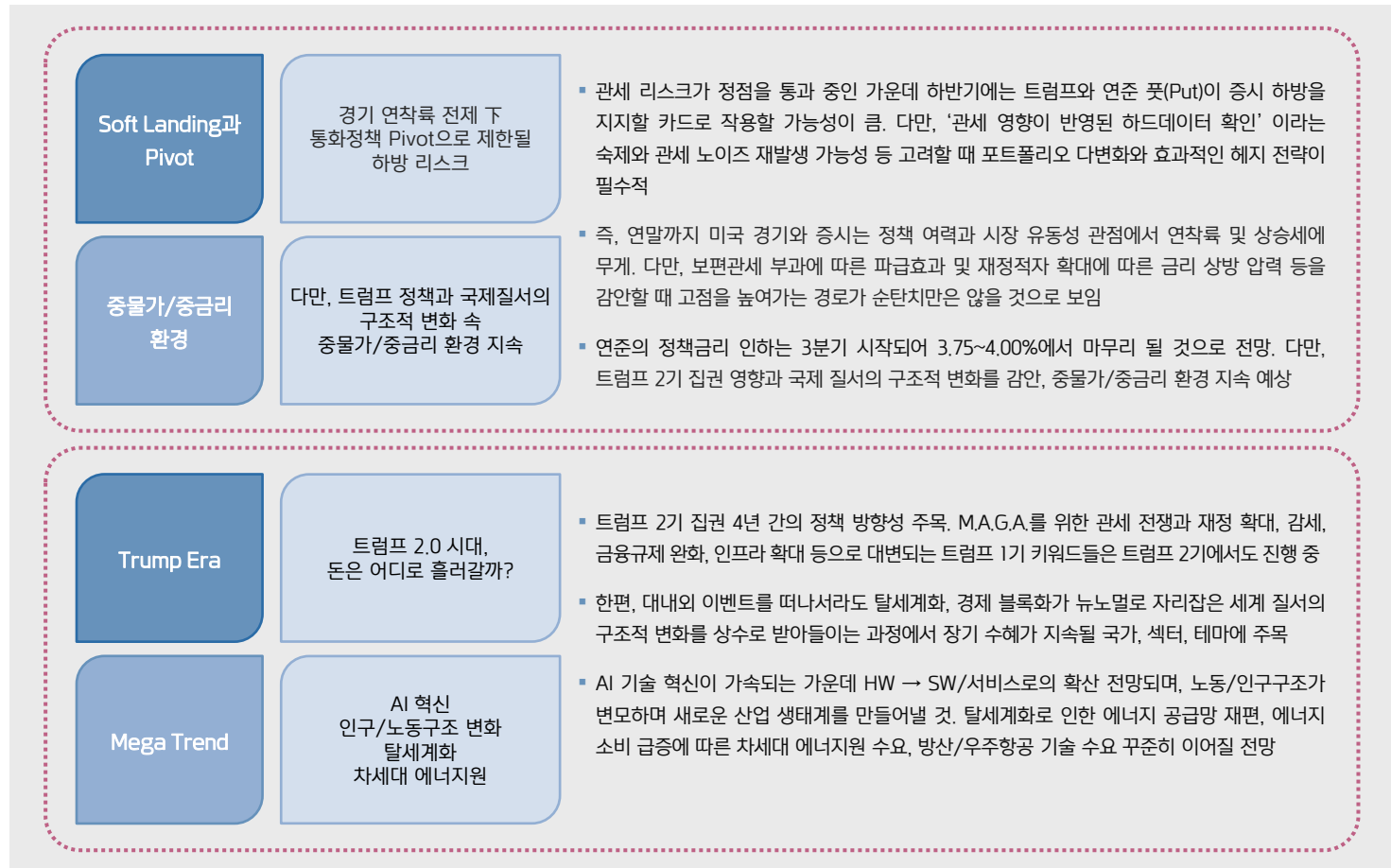
분류	내용
1단계 공모펀드의 거래소 직상장	- 금융규제 샌드박스 이용(장외) 공모펀드 거래소에 상장시켜 매매 - 펀드 설정/환매 단위 제한, 현물납입 허용, 지정 참가회사 도입, 유동성 공급 등 예외적용 및 신규 규율 마련 필요 - 지수연동 요건 없는 상장거래 도입
2단계 상장공모펀드 법제화	- 효과성 검증 시 자본법 개정을 통한 상장공모펀드 법제화 - 기존 패시브 ETF, 액티브 ETF와 별개로 신규 상장공모펀드로 구분

자료: 금융감독원, 키움증권 리서치

21대 대선 양당후보 가상자산 관련 공약

정당	더불어민주당	국민의힘
공약	현물 ETF 도입 통합감시시스템 구축 거래수수료 인하 스테이블 코인 인가 국민연금 가상자산 직접투자 허용	현물 ETF 도입 금융/기관의 직접투자 허용 1거래소 n은행 체계 허용 토권증권 법제화 스테이블코인 규율 체계 마련 디지털자산육성기본법 제정 국민연금 가상자산 직접투자 허용

자료: 언론보도, 키움증권 리서치



자료: 키움증권 리서치



◆ Soft Landing과 Pivot

- **Soft Landing과 Pivot**: 주요국 경제 성장률은 다소 둔화 되겠으나 트럼프 관세 리스크의 정점 통과, 연준 정책금리 인하 기대, 감세 등 추가 부양책 등이 맞물리며 美 경기는 연착륙 가능성에 무게. 연준의 정책금리 인하는 3분기 중 시작되어 3.75~4.00%에서 마무리 될 것으로 전망
- **중물가/중금리**: 다만, 트럼프 2기 집권 영향과 국제 질서의 구조적 변화를 감안, 미국 10년물 금리는 3.8~4.6% 범위에서 등락 예상. 과거 인하 사이클 때와 달리 중물가/중금리 환경이 유지되면서 자산군 별 매력도는 “주식 > 대체, 채권” 전망

Soft Landing과 Pivot

Soft Landing과
Pivot

경기 연착륙 전제 下
통화정책 Pivot으로
제한될 하방 리스크

중물가/중금리

다만, 트럼프 집권과
국제질서의 구조적
변화로 중물가/중금리
환경 지속

관세 전쟁

재정적자 확대

감세

금융규제 완화

정책금리 인하

인프라 투자

[주식]

- 주요국 경제 성장률은 다소 둔화 되겠으나 금리인하 사이클과 맞물리며 경기는 연착륙 가능성이 높아짐
- 다만, 트럼프 2기 집권 영향과 국제 질서의 구조적 변화를 반영하면 중립금리가 상향될 가능성 有. 과거 인하 사이클 때와 달리 중물가/중금리 환경이 전개될 예정으로 자산군별 매력도는 여전히 주식 > 채권, 대체 전망
- 하반기에는 대내외 리스크에도 불구하고, 트럼프의 금융규제 완화와 감세 등 親기업 정책들이 투자 사이클을 연장시키며 성장주에 우호적 일 것

[채권]

- 트럼프 관세 정책 영향은 이미 어느정도 시장이 반영하고 있으며 이후 재정적자 확대 정도 및 감세안 등이 물가와 경기에 미치는 영향 정도가 금리인하 폭/횟수를 바꿀 수 있음
- 미국 금리인하의 방향성 자체는 유지되나 변동성 확대가 불가피. 3분기 중 첫 금리인하 단행을 시작으로 추가 1~2차례 인하 가능성. 미국 10년물 금리는 3.8~4.6% 범위 등락 예상

[기타]

- 금/인프라: 금은 탈 세계화 기조 속 경기/정책 불확실성 헤지 수단으로 지위 유지. 미드스트림 인프라는 전력수요 증가, 가스/원유 생산 확대 수혜
- 리츠: 리츠 배당소득세 감면, 법인세 감면 등에 따른 선택연도 개선 기대. 다만, 재정적자 확대와 보호무역주의 강화로 인한 시장금리 상승은 부담 요인
- 가상자산: 트럼프의 親가상정책 시행으로 우호적인 환경 지속. '24년 비트코인, 이더리움 현물 ETF 상장에 이어 '25년 알트코인 현물 ETF 상장 가능성 有

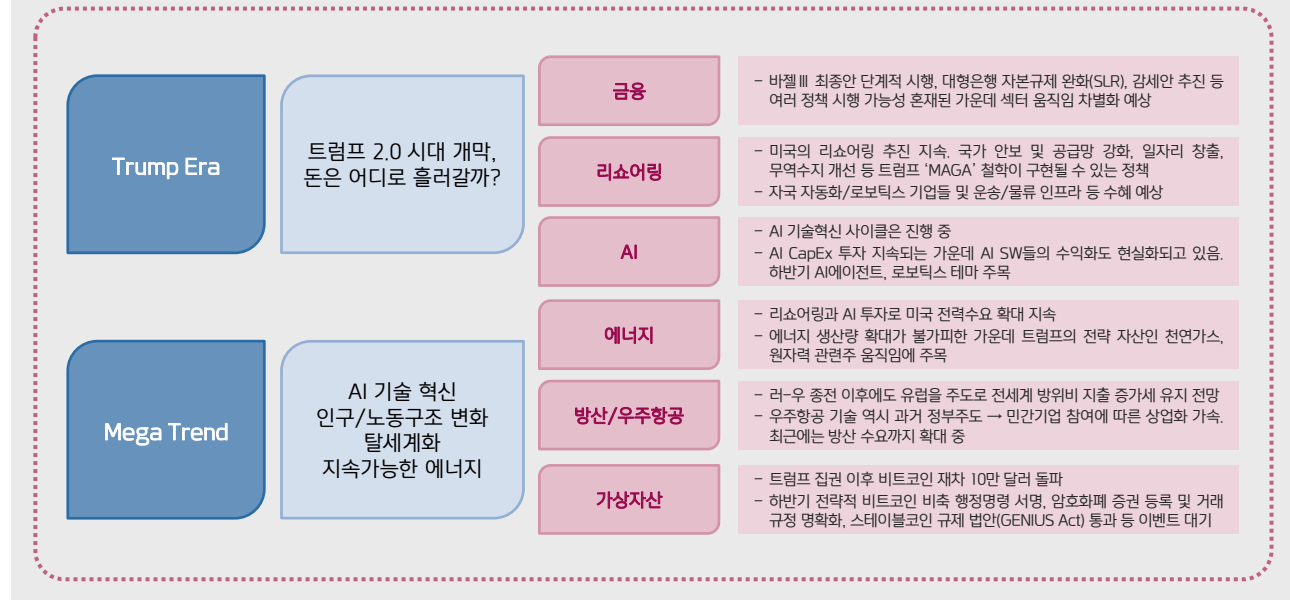
자료: 키움증권 리서치



◆ 재정이 흘러갈 곳, Mega Trend

- **Trump Era:** 트럼프 2기 집권에 따라 4년 간의 정책 방향성에 주목. M.A.G.A.를 위한 **관세 인상, 재정 확대와 감세, 금융규제 완화, 인프라 확대** 등으로 대변되는 트럼프 1기 키워드들은 트럼프 2기에서도 지속
- **Mega Trend:** AI 기술 혁신이 가속되는 가운데 **노동/인구구조가 변모**하며 새로운 산업 생태계를 만들어내고 있음. **탈세계화**로 인한 **에너지 공급망 재편**, 에너지 소비 급증에 따른 **차세대 에너지원 수요**, **방산/우주항공** 기술 수요 꾸준히 이어질 전망

Next 4 Years, Mega Trend



자료: 키움증권 리서치

하반기 ETF 관심 유니버스



분류	티커	ETF 명	미국 상장 Peer ETF	국내 상장 Peer ETF	AUM (\$mln)	보수 (%)	수익률 (%)		
							1M	YTD	1YR
퀄리티	QGRO	American Century US Quality Growth ETF	QGRW, DGRW, QUAL	ACE 미국배당퀄리티	1,553	0.29	+18.7	+6.5	+31.3
대형주	XLG	Invesco S&P 500 Top 50 ETF	SPLG, VOO, SCHG	1Q 미국S&P500	8,800	0.20	+14.2	-1.1	+20.8
테크	IGM	iShares Expanded Tech Sector ETF	VGT, MGK, IYW, MAGS	KODEX 미국나스닥AI테크액티브 PLUS 미국테크TOP10	6,031	0.41	+21.2	+1.4	+23.5
소프트웨어	IGV	iShares Expanded Tech-Software Sector ETF	XSW, SKYY, FCLD, DAT	ACE 미국빅테크TOP7 Plus SOL 미국시소프트웨어	12,120	0.41	+21.0	+5.0	+30.3
반도체	SMH	VanEck Semiconductor ETF	SOXX, PSI, SOXQ	KODEX 미국시소프트웨어TOP10 TIGER 미국필라델피아반도체나스닥	22,151	0.35	+26.8	+1.8	+12.4
플랫폼	FON	First Trust Dow Jones Internet Index Fund	XLC, OND, FDI	KIWOOM 글로벌플랫폼액티브	7,270	0.49	+19.1	+4.2	+27.8
자동차	ARKQ	ARK Autonomous Technology & Robotics ETF	IQM, FBOT, BULD	TIGER 미국소비트렌드액티브 RISE 미국휴머노이드로봇	993	0.75	+24.9	+4.5	+58.4
리소어링	GRID	FT NASDAQ Clean Edge Smart Grid Infra ETF	XLU, XLI, PAVE, RBLD	PLUS 글로벌하이테크로봇액티브 KODEX 미국시전력핵심인프라	2,269	0.56	+16.1	+8.4	+17.4
운송	IYT	iShares Transportation Average ETF	FTXR	KIWOOM 글로벌전력GRID인프라	759	0.39	+17.1	+1.2	+2.7
안보/우주항공	SHLD	Global X Defense Tech ETF	ITA, XAR, ARKX, ROKT	PLUS 글로벌방산	1,952	0.50	+7.8	+45.5	+69.4
에너지	URA	Global X Uranium ETF	URNM, NLR	TIMEFOLIO 글로벌우주테크&방산액티브	2,867	0.69	+22.0	+3.5	-4.1
에너지	MLPX	Global X MLP & Energy Infrastructure ETF	MLPA, AMLP	RISE 글로벌원자력iSelect SOL 미국원자력SMR	2,608	0.45	+2.3	+0.9	+30.4
금융	KBWB	Invesco KBW Bank ETF	FXTO, XLF, KBE	RISE 미국전연가스인프라액티브	3,803	0.35	+20.0	+3.2	+36.0
크립토/핀테크	BLOK	Amplify Transformational Data Sharing ETF	BITO, ARKF, FINX	KODEX 미국금융테크액티브 (상장예정)	879	0.73	+34.5	+10.9	+54.6
중국	KWEB	KraneShares CSI China Internet ETF	KTEC, DRAG, MCHI, PGJ	TIGER 차이나항생테크 TIGER 차이나테크TOP10	6,457	0.70	+13.7	+17.3	+34.2
유럽	EUFN	iShares MSCI Europe Financials ETF	EZU, FEZ, EWG, EPOL	TIGER 유로스타크50(합성 H)	3,701	0.48	+10.6	+34.2	+44.8
금	GLDM	SPDR Gold MiniShares Trust	IAU, GLD	TIGER 골드선물(H), ACE KRX금현물	14,207	0.10	-4.3	+21.6	+33.4
단기자금	SGOV	iShares 0-3 Month Treasury Bond ETF	BIL JPST	TIGER 미국초단기(3개월이하)국채 KODEX 미국머니마켓액티브	45,806	0.09	+0.0	+0.2	+0.0
미국 중기채	IEF	iShares 7-10 Year Treasury Bond ET	VGIT, TLH	KODEX 미국10년국채선물 TIGER 미국채10년선물	34,384	0.15	-1.0	+1.6	+2.9
리츠	VNQ	Vanguard Real Estate Index Fund ETF	IYR, XLRE, XHB	KODEX 미국부동산리츠(H) ACE 미국다우존스리츠(합성H)	33,887	0.13	+5.5	+1.4	+14.0
리츠-데이터센터	DTCR	Global X Data Center & Digital Infra ETF	SRVR, IDGT	RISE 글로벌데이터센터리츠(합성)	245	0.50	+14.5	+6.2	+23.3

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-05-16 종가 기준

2H25 ETF 추천 테마 ① 퀄리티 (Quality)



- 경기침체 가능성 및 관세 비용을 반영한 하드 데이터 확인 등 우려 요인에도 불구하고, 트럼프의 감세 및 미-중 대화 (트럼프 풋), 연준 금리인하 (파월 풋) 등 시장 변동성을 완화시켜줄 트리거는 아직 남아있음
- 침체를 방어하는 선에서 트럼프 및 파월 put이 마련될 것이라 전망하며 정책 여력과 시장 유동성 관점에서 증시 반등과 비중 확대 요인 상존

퀄리티 팩터 ETF

설정 지역	티커	ETF 명	특징	AUM (현지통화, 백만)	운용보수 (%)	수익률 (%)			포트폴리오 Top 10%	주요종목 (비중順, %)		
						1M	YTD	1YR		1	2	3
미국	QGRO	American Century US Quality Growth ETF	퀄리티+성장	1,553	0.29	+18.7	+6.5	+31.3	28.9	BKNG 3.6%	NFLX 3.5%	META 3.2%
	QGRW	WisdomTree U.S. Quality Growth ETF	퀄리티+성장	1,340	0.28	+19.0	+0.6	+23.5	58.8	NVDA 10.9%	MSFT 10.0%	AAPL 9.5%
	DGRW	WisdomTree US Quality Dividend Growth Fund	퀄리티+배당	15,277	0.28	+8.7	+0.8	+11.8	36.8	MSFT 8.6%	XOM 4.9%	AAPL 4.5%
	QUAL	iShares MSCI USA Quality Factor ETF	퀄리티	51,440	0.15	+11.3	+0.6	+13.2	42.5	MSFT 6.6%	AAPL 5.8%	NVDA 5.7%
	SPHQ	Invesco S&P 500® Quality ETF	퀄리티	13,442	0.15	+12.4	+5.1	+19.9	47.4	V 5.8%	NFLX 5.6%	MA 5.4%
한국	0046Y0	ACE 미국배당퀄리티	퀄리티+배당	30,665	0.15	n/a	n/a	n/a	37.4	MSFT 8.6%	XOM 4.6%	AAPL 4.5%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-05-16 종가 기준

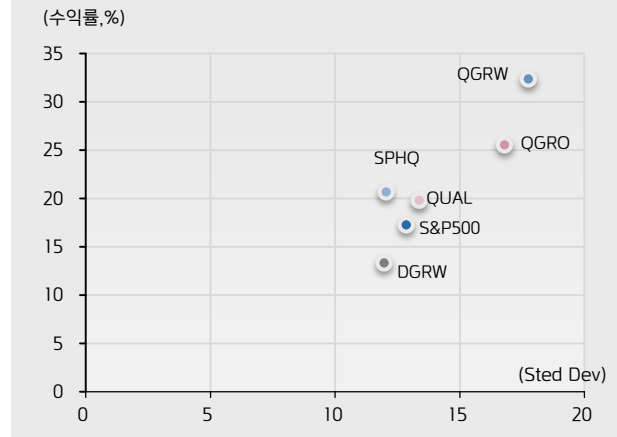
2H25 ETF 추천 테마 ① 퀄리티 (Quality)



◆ 순탄치만은 않을 상승 경로

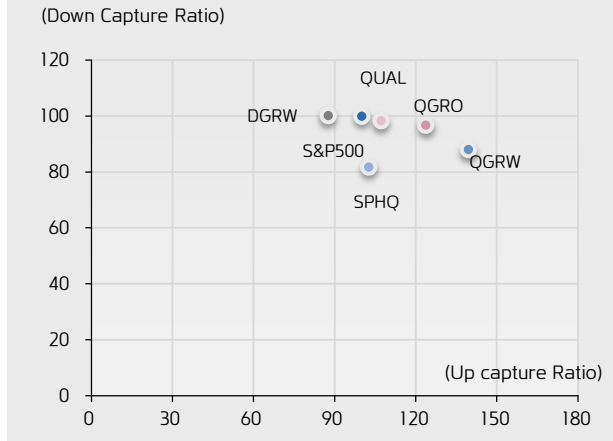
- 퀄리티 팩터 투자는 주가 및 안정성 측면에서 우수. 상승장에서 대체로 시장보다 더 많이 상승하고 시장 하락시 덜 하락하는 경향
- 기업의 펀더멘털(EPS Growth, 과거 평균 ROE 및 ROA, 자산대비 매출 및 현금흐름, 위험조정수익률 등)이 우수한 기업들을 선별한 투자는 대체로 변동성 국면에서 방어력을 높여왔음
- 연말까지 미국 증시는 정책 여력과 시장 유동성 관점에서 상승세에 무게. 다만, 보편관세 부과에 따른 파급효과 및 미국 재정적자 확대에 따른 금리 상방 압력 등을 감안할 때 고점을 높여가는 경로가 순탄치만은 않을 것으로 보임. 포트폴리오를 방어할 수 있는 퀄리티 지표를 고려한 분산투자 필요

퀄리티 팩터 ETF Risk-Return



자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) 2023-01-01 ~ 2025-04-30

Up/Down capture Ratio



자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) 2023-01-01 ~ 2025-04-30

2H25 ETF 추천 테마 ② 테크 (AI / 소프트웨어 / 플랫폼)



- 매크로 환경 변화에 따른 다소간의 조정 속에서도 AI 산업 성장 트렌드는 유지될 것으로 전망
- 1Q25 실적발표 결과, 트럼프 발 정책 리스크 및 경기둔화 우려 속에서도 기업들의 AI 활용, 하이퍼스케일러들의 AI 투자는 지속중인 것으로 확인. M7 기업들은 모두 AI를 장기적인 성장 동력이자 핵심 전략 축으로 간주
- 또한 AI 소프트웨어 기업들의 수익화도 현실화되고 있으며, 하반기 AI에이전트, 로보틱스 테마 주목

AI 테마 ETF

설정 지역	티커	ETF 명	특징	AUM (현자통화, 백만)	운용보수 (%)	수익률 (%)			포트폴리오 Top 10%	주요종목 (비중 순, %)		
						1M	YTD	1YR		1	2	3
미국	IGM	iShares Expanded Tech Sector ETF	테크	6,031	0.41	+21.2	+1.4	+23.5	53.8	MSFT 9.0%	NVDA 8.8%	META 8.1%
	AIQ	Global X Artificial Intelligence & Technology ETF	AI 테크	3,216	0.68	+20.7	+5.9	+24.8	33.1	텐센트 4.0%	NFLX 3.6%	BABA 3.6%
	ARTY	iShares Future AI & Tech ETF	AI 테크	916	0.47	+23.8	+0.0	+16.1	42.8	VRT 5.1%	ANET 4.9%	AVGO 4.8%
	IGV	iShares Expanded Tech-Software Sector ETF	소프트웨어	12,120	0.41	+21.0	+5.0	+30.3	59.6	MSFT 8.6%	PLTR 8.3%	ORCL 7.8%
	SKYY	First Trust Cloud Computing ETF	클라우드	3,442	0.60	+22.2	-1.9	+27.7	38.8	MSFT 4.6%	PSTG 4.3%	NTNX 4.3%
	CIBR	First Trust NASDAQ Cybersecurity ETF	사이버보안	9,199	0.59	+14.8	+12.6	+33.5	61.5	AVGO 8.5%	CRWD 8.3%	PANW 7.5%
	SMH	VanEck Semiconductor ETF	반도체	22,151	0.35	+26.8	+1.8	+12.4	72.6	NVDA 20.8%	TSM 11.1%	AVGO 9.2%
	FDN	First Trust Dow Jones Internet Index Fund	인터넷/플랫폼	7,270	0.49	+19.1	+4.2	+27.8	60.3	NFLX 10.3%	AMZN 9.3%	META 9.3%
한국	461900	PLUS 미국테크TOP10	테크	12,847	0.01	+16.9	-10.8	+26.3	100.0	MSFT 20.4%	NVDA 19.4%	AAPL 17.2%
	465580	ACE 미국빅테크TOP7 Plus	테크	701,402	0.30	+15.2	-11.5	+25.4	100.0	NVDA 15.8%	MSFT 15.6%	AMZN 14.4%
	411420	KODEX 미국나스닥시테크액티브	AI 테크	54,789	0.50	+19.6	-5.5	+32.9	59.9	PLTR 10.3%	MSFT 6.9%	NFLX 6.8%
	456600	TIMEFOLIO 글로벌AI인공지능액티브	AI 테크	422,614	0.80	+23.0	-10.1	+25.9	50.2	NVDA 8.8%	PLTR 6.5%	GEV 6.3%
	485690	RISE 미국시벨류체인TOP3Plus	AI 테크	31,355	0.01	+20.2	-5.8	n/a	79.5	MSFT 15.7%	NVDA 15.6%	ORCL 14.2%
	481180	SOL 미국AI소프트웨어	소프트웨어	320,991	0.45	+18.6	+1.0	+35.0	76.5	PLTR 10.4%	MSFT 10.0%	CRM 8.4%
	004100	KODEX 미국AI소프트웨어TOP10	소프트웨어	31,789	0.45	n/a	n/a	n/a	100.0	PLTR 22.4%	MSFT 14.2%	NOW 13.1%
	0050E0	PLUS 미국AI에이전트 (2025-05-20 신규상장)	소프트웨어									
	407830	에셋플러스 글로벌플랫폼액티브	플랫폼	47,391	0.99	+23.6	-3.0	+62.4	71.9	TSLA 29.1%	NFLX 6.7%	MSFT 5.0%
	0015K0	TIGER 미국소버트렌드액티브	플랫폼	8,218	0.79	+10.9	n/a	n/a	46.5	META 8.1%	DKNG 5.0%	SHOP 4.6%
	381180	TIGER 미국필라델피아AI반도체나스닥	반도체	2,464,196	0.49	+24.2	-9.3	+0.9	91.5	NVDA 20.0%	AVGO 18.3%	TSM 14.9%
	473490	KIWOOM 글로벌AI반도체	반도체	31,959	0.40	+22.1	-5.8	+11.3	99.8	NVDA 21.0%	AMD 20.1%	TSM 17.9%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-05-16 종가 기준

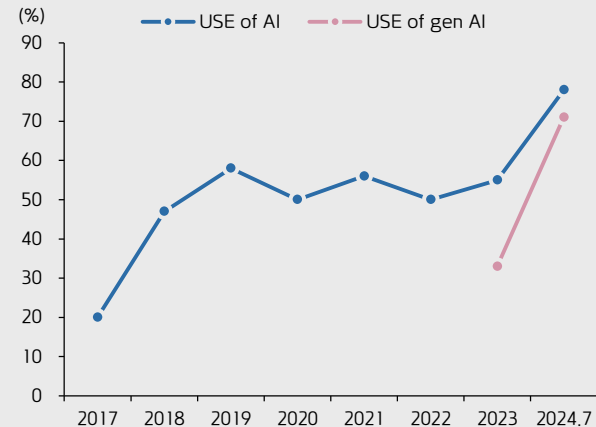
2H25 ETF 추천 테마 ② 테크 (AI / 소프트웨어 / 플랫폼)



◆ AI 사이클은 현재 진행 중

- 트럼프 발 정책 리스크 및 경기둔화 우려 속에서도 기업들의 AI 활용, 하이퍼스케일러들의 AI 투자는 지속 됨
- 1분기 실적발표에 따르면, M7 기업들은 모두 AI를 장기적인 성장 동력이자 핵심 전략 축으로 간주. CapEx와 R&D 집중도 모두 AI에 최우선 배분을 예고했으며, AI를 통해 기존 비즈니스(광고, 클라우드, 하드웨어)의 수익 모델 혁신이 이뤄졌다고 코멘트
- 2024년 미국의 민간 AI 투자액은 1,091억 달러로, 중국의 93억 달러보다 12배, 영국의 45억 달러보다 24배에 달했음. 또한 이 중 Gen AI는 특히 강한 모멘텀을 보이며 전 세계적으로 339억 달러의 민간 투자를 유치, 이는 2023년 대비 18.7% 증가한 수치
- AI의 기업 활용도 역시 빠르게 증가. 2024년에는 78%의 조직이 AI를 사용하고 있다고 보고했으며, 이는 1년 전(55%)에 비해 큰 폭으로 증가

기업들의 AI 활용 확대



자료: McKinsey Global Surveys on the state of AI
주) 최소 하나의 업무 기능에서 AI를 사용하는 조직 비율

M7 기업 AI 관련 실적 코멘트 요약

기업	AI에 대한 평가	전략 방향 및 관점
Microsoft	AI는 클라우드와 함께 모든 산업의 변화를 주도할 기술로 인식	- Azure OpenAI 서비스를 중심으로 AI 수요 급증 - 기업 생산성 향상, 비용 절감, 신규 수익원 창출 수단 - 인프라 투자 확대 (수요가 공급 초과 중)
Meta	"AI는 메타의 모든 것을 변화시키는 테마"	- AI 기반 콘텐츠 추천 및 광고 타겟팅 정교화 - Llama 모델을 포함한 오픈소스 AI 강화 - 막대한 CapEx 투자 (2025년 \$700억 이상)
Alphabet	검색, 생산성, 광고 전반에 AI 전면 도입 중	- Gemini 기반 AI 기능을 전 제품군에 통합 - AI Overviews 사용자 수 급증 → 광고 모델 강화 - AI 투자 확대: 클라우드·칩·데이터센터 중심
Amazon	"AI는 세대에 한 번 오는 기회이자 장"	- AWS를 통한 AI 코딩 도구 및 모델 배포 지원 - 기업 고객 대상 AI 활용 확대 - AI 인프라에 \$1,000억 규모 투자 계획
Tesla	"테슬라의 미래는 자율주행차와 AI 로봇에 달려 있다"	- 2025년 하반기부터 로보택시 대규모 상용화 계획 - Optimus 휴머노이드 로봇 대량 생산 목표 - AI 칩, 자율주행 소프트웨어 자체 설계로 차별화

자료: 각사, 키움증권 리서치

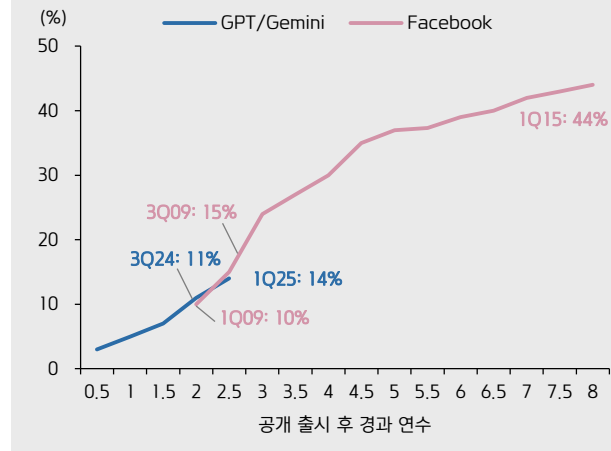
2H25 ETF 추천 테마 ② 테크 (AI / 소프트웨어 / 플랫폼)



◆ AI 사이클은 현재 진행 중

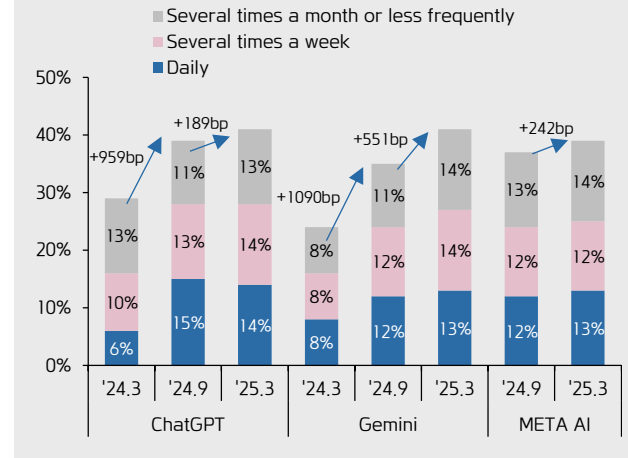
- 또한 전 세계적으로 ChatGPT, Gemini, Meta AI, Perplexity 등의 GenAI 채택이 빠르게 확산 중
- 모건스탠리에 따르면, 미국 16세 이상 인구의 약 14%가 ChatGPT / Gemini / Meta AI를 매일 사용 중(6개월 전 약 11%에서 증가)이며 40%가 월 1회 이상 사용. Gemini의 채택 속도가 가장 빠르며, DAU 및 MAU 모두 가장 큰 폭으로 증가
- 또한 전체 사용자 중 약 25~45%가 정보 탐색, 제품 리서치, 가격 비교/쇼핑 등 상업 목적으로 사용. 다만, 여행계획 등 '목적성 있는 복합 사용'은 아직 낮은 수준
- 그러나, Gen AI 톨의 대중화는 AI에이전트 생태계로의 확장 가능성이 높음. 이메일 답변 및 예약, 간단 구매, 반복업무의 자동화 등 초기 상용화 단계에서 자율 Task/Goal 실행 등으로 나아가는 과정에서 수혜주 차별화 예상

Gen AI 플랫폼별 미국&캐나다 인구 중 DAU 추이



자료: Morgan Stanley, 키움증권 리서치

Gen AI 플랫폼별 사용 빈도에 대한 응답



자료: Morgan Stanley, 키움증권 리서치

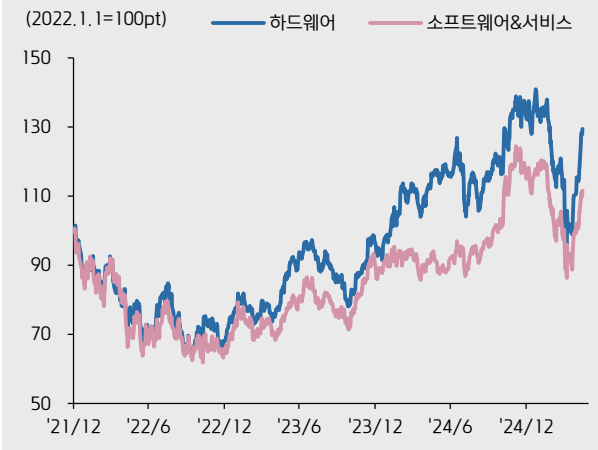
2H25 ETF 추천 테마 ② 테크 (AI / 소프트웨어 / 플랫폼)



◆ 소프트웨어: AI HW → 서비스/SW 전환에 속도

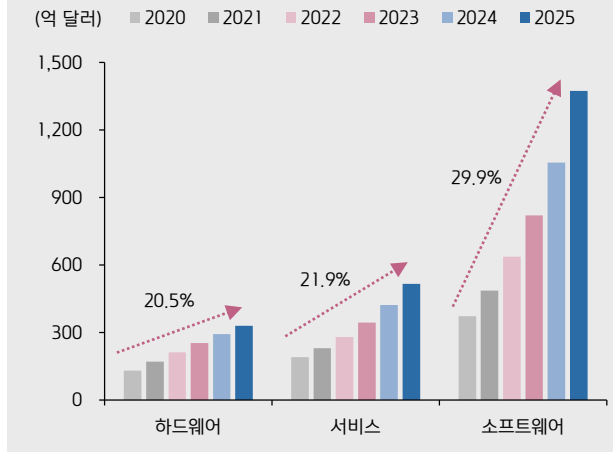
- 하반기 중 HW → 서비스/SW로의 로테이션이 더 빨라질 것으로 전망. AI 개발 비용이 절감됨에 따라 이를 응용/활용하는 업체들(AI Users)의 수혜가 가장 클 것으로 예상
- AI Users는 AI 자체를 만들거나(Developer·Creator) 인프라를 구축(Enabler)하기보다, 이미 구축된 AI 기술을 비즈니스 프로세스에 접목해 **생산성·효율성**을 높이는 쪽에 집중
- 오픈소스 LLM 확산이 가속화되면서, AI 모델 사용료·개발비용이 전반적으로 하락해 중소기업도 AI 솔루션을 도입하기 쉬워 짐 → Users로 분류된 대기업들도 AI 기반 신규 서비스·기능을 확대 중
- 단, 초기 구축 비용이 절감되는 동시에 **데이터 보안·운영비** 등 부가 비용이 증가하거나, AI 경쟁 심화로 AI 도입이 지연해지면서 오히려 차별화 효과가 줄어드는 리스크도 존재

미국 HW - SW 간 주가 괴리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AI 섹터별 매출 전망



자료: IDC, 키움증권 리서치

2H25 ETF 추천 테마 ② 테크 (AI / 소프트웨어 / 플랫폼)



◆ 플랫폼: 관세를 버틸 힘

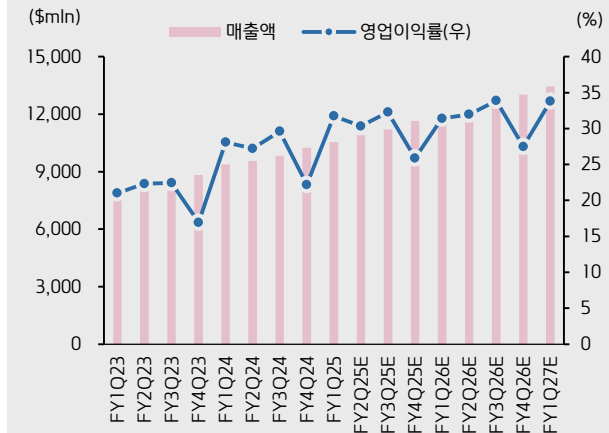
- 상반기 중 눈에 띄었던 산업군은 엔터테인먼트, 스트리밍/게임 등의 온라인 서비스/SW
- 넷플릭스(NFLX), 로블록스(RBLX), 우버(UBER), 스포티파이(SPOT) 등은 관세 우려 심화되었던 4월 초 이후로도 1개월 간 약 20~30% 수익률 기록
- 관련 종목들을 다수 보유하고 있는 ProShares On-Demand ETF (티커: OND)는 스트리밍, 온라인 교육, 음식 배달 등 주문형(on-demand) 소비 트렌드에 맞춰 성장하는 기업들에 투자 중. 2021년 10월 상장되었으며 현재 운용자산은 약180만 달러. (5/7일 종가 기준) 한 달 간 약 22%, 연초 이후 12% 상승
- FY4Q24 실적발표에서 넷플릭스 CEO는, “엔터테인먼트 업계가 역사적으로 어려운 경제 상황 속에서도 상당히 회복탄력성을 보여왔으며” 긍정적 가이던스 제시, 관세 리스크에서 상대적으로 자유로운 동사 우위를 입증

OND ETF 보유종목 Top 10

	종목명 (티커)	국가/지역	산업 분야	비중 (%)	1M 추가 수익률(%)
1	Uber Technologies, Inc. (UBER)	미국	모빌리티/배달	5.7%	31.9
2	Spotify Technology S.A. (SPOT)	스웨덴	음악 스트리밍	5.6%	22.1
3	Capcom Co., Ltd. (TYO:9697)	일본	게임 개발	5.5%	16.1
4	Netflix, Inc. (NFLX)	미국	영상 스트리밍	5.4%	30.7
5	Roblox Corporation (RBLX)	미국	메타버스/게임	5.3%	38.2
6	NetEase, Inc. (HKG:9999)	중국	게임/콘텐츠	5.2%	15.4
7	Take-Two Interactive Software, Inc. (TTWO)	미국	게임 개발	5.2%	18.1
8	DoorDash, Inc. (DASH)	미국	음식 배달	5.0%	14.7
9	Tencent Music Entertainment Group (HKG:1698)	중국	음악 스트리밍	5.0%	12.6
10	KRAFTON, Inc. (KRX:259960)	한국	게임 개발	4.7%	5.2

자료: Proshares, 키움증권 리서치
주) 2025-05-06 기준

넷플릭스 분기 실적 추정치



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

2H25 ETF 추천 테마 ③ 리쇼어링



- 리쇼어링은 미국 정부의 장기 과제. 중장기 투자전략 관점에서 트럼프 대통령의 정책 수혜 업종 중 하나로 미국 산업재 섹터를 꼽을 수 있음
- 미국은 기존 소비 주도의 경제 성장에서 리쇼어링 정책 도입으로 자국 내 생산을 도모 중
- 다만, 해당 과정에서 발생할 수 있는 투자 지연 및 비용 상승 문제는 자동화, AI를 통한 생산성 확대에 대응할 것이라고 판단

리쇼어링 테마 ETF

설정 지역	티커	ETF 명	특징	AUM (현시통화, 백만)	운용보수 (%)	수익률 (%)			포트폴리오 Top 10%	주요종목 (비중, %)		
						1M	YTD	1YR		1	2	3
미국	XLI	Industrial Select Sector SPDR Fund	산업재	20,881	0.08	+15.4	+9.1	+18.1	36.8	GE 5.6%	UBER 4.3%	RTX 4.1%
	AIRR	First Trust RBA American Industrial Renaissance ETF	리쇼어링	3,568	0.70	+16.9	+1.2	+24.5	28.7	EME 3.1%	WMS 3.0%	PRIM 3.0%
	PAVE	Global X US Infrastructure Development ETF	미국 인프라	8,373	0.47	+17.7	+4.9	+12.1	32.1	HWM 4.0%	DE 3.5%	FAST 3.4%
	XLU	Utilities Select Sector SPDR Fund	유틸리티	18,907	0.08	+6.8	+8.6	+30.9	57.3	NEE 12.3%	SO 7.7%	DUK 7.2%
	GRID	FT NASDAQ Clean Edge Smart Grid Infra Index ETF	스마트그리드	2,269	0.56	+16.1	+8.4	+17.4	57.2	NG/.LN 8.4%	JCI 8.3%	ETN 8.1%
	IYT	iShares Transportation Average ETF	운송	759	0.39	+17.1	+1.2	+2.7	75.6	UBER 23.0%	UNP 16.8%	UPS 6.3%
	ARKQ	ARK Autonomous Technology & Robotics ETF	자동화/로봇	993	0.75	+24.9	+4.5	+58.4	61.5	TSLA 12.9%	KTOS 8.5%	ACHR 7.6%
	SIMS	SPDR S&P Kensho Intelligent Structures ETF	전력망	8	0.45	+20.1	-0.4	+6.0	34.2	JCI 3.8%	ADT 3.8%	SLAB 3.4%
	ZAP	Global X US Electrification ETF	전력원	63	0.50	+8.5	+7.4	+8.8	43.3	CEG 5.2%	VST 5.0%	PWR 4.8%
한국	200030	KODEX 미국S&P500산업재(합성)	산업재	32,155	0.25	+10.4	+0.9	+16.2	n/a	스왑 51.6%	스왑 47.1%	IGF ETF 5.8%
	000800	ACE 미국중심중소형제조업	산업재	3,941	0.45	+12.8	n/a	n/a	40.5	FSLR 5.2%	FIX 5.0%	MTZ 4.6%
	463640	KODEX 미국S&P500유틸리티	유틸리티	12,485	0.25	+2.7	+1.7	+17.5	57.6	NEE 12.2%	SO 7.6%	DUK 7.1%
	489860	KIWOOM 글로벌전력GRID인프라	스마트그리드	7,082	0.49	+13.2	+0.8	n/a	60.4	NG/.LN 8.8%	JCI 8.7%	ETN 8.6%
	003600	RISE 미국휴머노이드로봇	자동화/로봇	10,531	0.40	+18.9	n/a	n/a	75.4	TSLA 11.7%	NVDA 10.1%	ISRG 9.6%
	487230	KODEX 미국AI전력핵심인프라	전력 인프라	454,844	0.45	+30.3	+2.4	n/a	100.0	GEV 20.0%	CEG 13.3%	VST 11.7%
	486450	SOL 미국AI전력인프라	전력 인프라	176,113	0.45	+23.9	+5.8	n/a	67.1	VRT 11.7%	CEG 11.3%	GEV 7.8%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-05-16 종가 기준

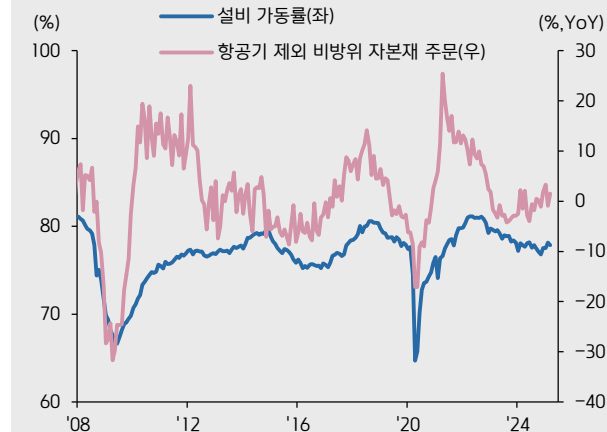
2H25 ETF 추천 테마 ③ 리쇼어링



◆ 리쇼어링은 M.A.G.A 정책의 핵심

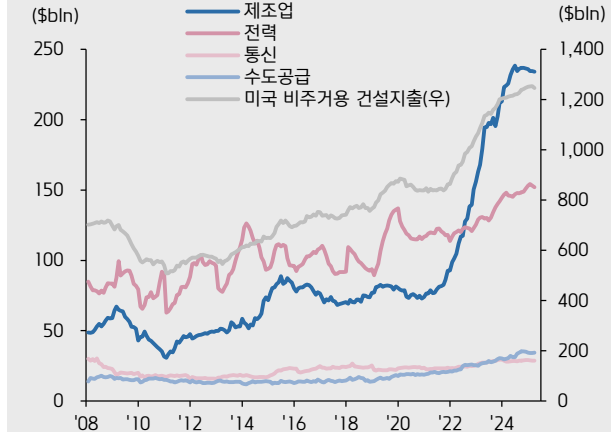
- 자국 우선주의를 강조하는 트럼프 2기 집권 동안 미국의 리쇼어링 추진은 더욱 강화 전망
- 이미 바이든 임기 때부터 IRA, CHIPS 등 추진되며 리쇼어링 가속화. 이에 따라 미국 내 공장, 병원/학교 설립, 노후 인프라 재건과 연계되어 비주거형 건설 지출이 증가해 옴. 제조업 고용 역시도 IRA, CHIPS법 통과 이후로 증가세
- 트럼프 대통령 역시도 그의 방식대로 미국의 제조업 재건 프로젝트 진행 중
 - 반도체: TSMC, 향후 4년 간 미국 내 반도체 생산에 1,000억 달러 투자 발표
 - 제약: 제약, 기술, 제조 분야의 리더들과의 회의에서, 제약 회사들이 생산기지를 미국으로 이전할 경우 관세 면제 혜택을 제공할 것이라고 제안
 - 자동차: 美 자동차 제조업체들이 새로운 관세에 적응할 수 있도록 일부 관세를 완화하는 조치 발표
 - 소재: 철강과 알루미늄 수입에 대해 25%씩 관세부과. 이전 예외 조항(미국에서 제강(melt and pour)된 철강제품 또는 제련·주조된(smelted and cast) 알루미늄 제품을 다른 국가에서 가공한 파생제품에 대해서는 관세 면제)을 제거해 국내 생산을 촉진하려는 목적

미국 설비가동률과 자본재 주문



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 비주거용 건설 지출



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2H25 ETF 추천 테마 ④ 방산/항공우주



- 탈세계화, 경제 블록화가 뉴노멀이 된 가운데 전세계적으로 국방비 증액 움직임 확산. 러-우 종전 이후에도 유럽, 미국을 필두로 중국, 러시아, 사우디, 인도 등에서의 국방비 지출 증가세 유지 전망
- 우주항공 기술 역시 과거 정부주도 → 민간기업 참여에 따른 상업화 가속. 최근에는 방산 수요까지 확대 중

안보/우주항공 테마 ETF

설정 지역	티커	ETF 명	특징	AUM (현지통화, 백만)	운용보수 (%)	수익률 (%)			포트폴리오 Top 10%	주요종목 (비중 順, %)		
						1M	YTD	1YR		1	2	3
미국	SHLD	Global X Defense Tech ETF	방산/테크	1,952	0.50	+7.8	+45.5	+69.4	65.6	PLTR 11.4%	RHM GR 10.3%	RTX 6.6%
	ARKX	ARK Space Exploration & Innovation ETF	우주항공/테크	295	0.75	+19.4	+7.6	+48.5	63.9	ACHR 8.8%	KTOS 8.6%	IRDM 8.2%
	UFO	Procore Space ETF	우주항공/방산	53	0.94	+17.3	+6.7	+62.0	48.5	LUNR 6.8%	RKLB 6.2%	VSAT 5.0%
	ITA	iShares U.S. Aerospace & Defense ETF	우주항공/방산	7,178	0.40	+14.9	+18.3	+34.7	75.8	GE 20.4%	RTX 14.8%	BA 10.1%
	XAR	SPDR S&P Aerospace & Defense ETF	우주항공/방산	3,099	0.35	+16.2	+14.1	+42.1	44.2	ACHR 5.5%	RKLB 4.6%	AVAV 4.6%
	PPA	Invesco Aerospace & Defense ETF	우주항공/방산	5,183	0.57	+13.8	+14.7	+33.3	55.6	BA 7.9%	GE 7.7%	LMT 7.2%
	ROKT	SPDR S&P Kensho Final Frontiers ETF	방산	20	0.45	+15.0	+3.1	+38.9	42.3	BA 4.9%	ESE 4.7%	RTX 4.5%
	FITE	SPDR S&P Kensho Future Security ETF	방산	69	0.45	+13.9	+3.5	+28.6	21.4	OKTA 2.4%	BB 2.3%	ESLT 2.3%
한국	496770	PLUS 글로벌방산	방산	40,043	0.45	-0.2	+51.8	n/a	99.4	RTX 10.5%	LHX 10.4%	GD 10.2%
	478150	TIMEFOLIO 글로벌우주테크&방산액티브	우주항공/방산	107,670	0.80	+4.6	+11.5	+50.0	54.2	RHM GR 11.1%	RTX 7.2%	Thales SA 5.1%
	440910	WON 미국우주항공방산	우주항공/방산	24,096	0.35	+12.7	+4.4	+35.1	43.8	ACHR 5.3%	AVAV 4.6%	RKLB 4.5%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-05-16 종가 기준

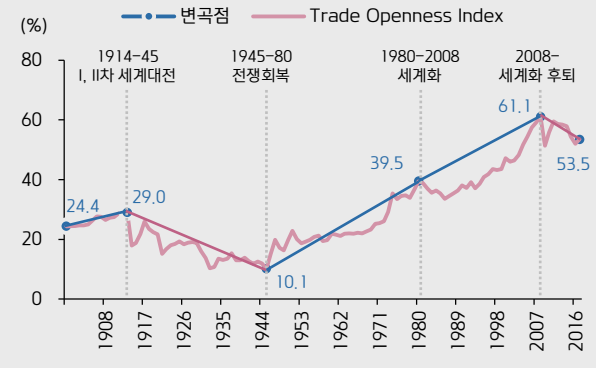
2H25 ETF 추천 테마 ④ 방산/항공우주



◆ 탈세계화, 경제 블록화 시대의 방산/우주 기술

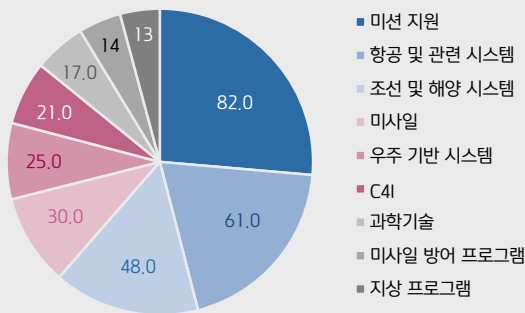
- 코로나19 이후 탈세계화 기조 더욱 강화되며 글로벌 각국은 기존과는 다른 성장 경로를 모색 중
- 온/오프라인 보안의 중요성이 높아지는 가운데 정부의 예산 확대 기조 이어지고 있으며, 특히 주요 선진국들의 방위 예산은 역사적 고점을 경신하는 중
- 여기에 최근 주목되는 기술은 소프트웨어 부문. 올해 미 국방부 신청 예산 中 조달 부분에서 C4I (정보, 통신, 보안 등 소프트웨어) 신청이 전년대비 크게 늘었는데 해당 분야 관련 국방부 계약을 체결한 업체는 팔란티어, 팔로알토 등

세계화의 후퇴



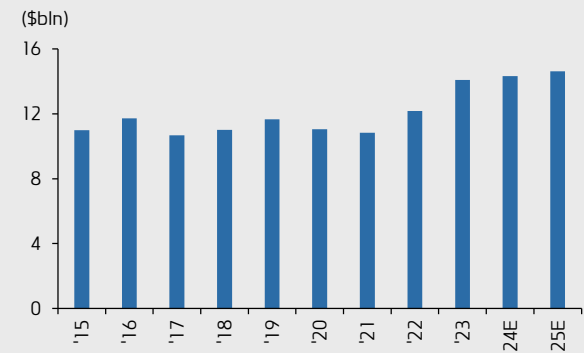
자료 Our World in Data, 키움증권 리서치
주) Trade Openness Index: 전세계 GDP 대비 무역규모

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

2H25 ETF 추천 테마 ⑤ 에너지



- 미국 리쇼어링 추진과 AI 사이클의 장기화는 전력 수요 증가로 연결. 전력 공급난을 해소해 줄 에너지원으로 원자력, 천연가스, 구리 등 부각
- 천연가스 생산량 확대 관점에서 미드스트림 산업 호재 기대. 미드스트림은 성장성과 함께 안정적 현금흐름을 바탕으로 다른 업종 대비 배당 매력력이 높은 편. 원전 및 SMR 역시 미국의 전략 에너지원 중 하나. 미국은 가동 중인 원전의 설비 용량과 수, 신규 건설 가능성 등을 고려 시 시장 우위를 점할 수 있는 국가

에너지 테마 ETF

설정 지역	분류	티커	ETF 명	AUM (현지통화, 백만)	운용보수 (%)	수익률 (%)			포트폴리오 Top 10%	주요종목 (비중 순, %)		
						1M	YTD	1YR		1	2	3
미국	구리	COPX	Global X Copper Miners ETF	1,917	0.65	+9.2	+3.5	-12.4	48.8	ANTO LN 5.1%	FM CN 5.0%	FCX 5.0%
		COPP	Sprott Copper Miners ETF	24	0.65	+10.6	-1.6	-17.6	75.7	FCX 23.5%	TECK 8.7%	IVN CN 7.6%
		ICOP	iShares Copper And Metals Mining ETF	52	0.47	+8.8	+6.3	-9.2	61.4	BHP 8.3%	Grupo Mexico B 8.0%	FCX 8.0%
	MLP	MLPX	Global X MLP & Energy Infrastructure ETF	2,608	0.45	+2.3	+0.9	+30.4	68.6	WMB 9.4%	ENB 9.1%	KMI 8.7%
		MLPA	Global X MLP ETF	1,801	0.45	+2.2	+2.1	+9.0	90.7	ET 14.7%	EPD 13.8%	MLPX ETF 12.1%
	원자력	URA	Global X Uranium ETF	2,867	0.69	+22.0	+3.5	-4.1	63.9	CCO CN 22.9%	U-U CN 8.0%	NXE CN 5.3%
		NLR	VanEck Uranium & Nuclear ETF	1,120	0.56	+19.1	+8.2	+15.6	62.4	CEG 9.1%	PEG 6.8%	CCJ 6.8%
		URNM	Sprott Uranium Miners ETF	1,375	0.75	+17.1	-9.2	-26.8	75.0	CCJ 16.2%	KAP LI 13.8%	U-U CN 13.0%
한국	구리	160580	TIGER 구리실물	30,069	0.83	+3.7	+2.6	-7.6	100.0	창고증권(구리) 100.23%	n/a	n/a
		138910	KODEX 구리선물(H)	10,793	0.68	+1.4	+10.3	-9.9	n/a	n/a	n/a	n/a
	천연가스	003620	RISE 미국천연가스밸류체인	9,917	0.40	n/a	n/a	n/a	88.7	TRP 15.4%	ENB 15.3%	WMB 14.8%
		497780	KoAct 미국천연가스인프라액티브	23,497	0.50	+2.4	-11.2	n/a	66.5	ENB 14.6%	KMI 11.8%	WMB 8.7%
	원자력	442320	RISE 글로벌원자력	102,566	0.40	+27.6	+13.9	+29.6	85.0	CEG 26.3%	CCJ 19.7%	두산에너지빌리티 11.7%
005160		SOL 미국원자력뉴 (2025-05-20 신규상장)										

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-05-16 종가 기준

2H25 ETF 추천 테마 ⑤ 에너지



◆ 전력난 지속

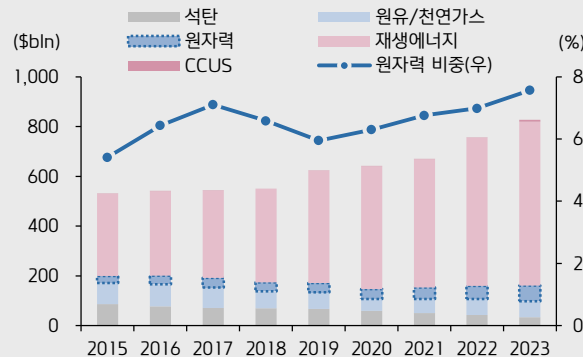
- 데이터센터, AI 및 가상화폐 관련 투자가 확대됨에 따라 전력 공급 부족도 지속될 것으로 전망
- AI발 전력수요 폭발을 대비하여 빅테크 기업들의 원자력, SMR을 비롯한 전력/에너지 투자가 적극 진행 중
- 시장의 AI 수요를 충족하기 위해서는 인프라 투자가 더 진행되어야 하며, 그 과정에서 전력난을 극복하기 위해 가장 많은 발전량 확보가 가능한 원자력이 특히 더 주목받고 있음
- 또한, 화석연료에 우호적인 트럼프 정책 성향에도 불구하고, 전세계 탈탄소 기조가 되돌려지기 어렵다고 판단. 원자력은 일종의 신재생에너지원으로, 기후변화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

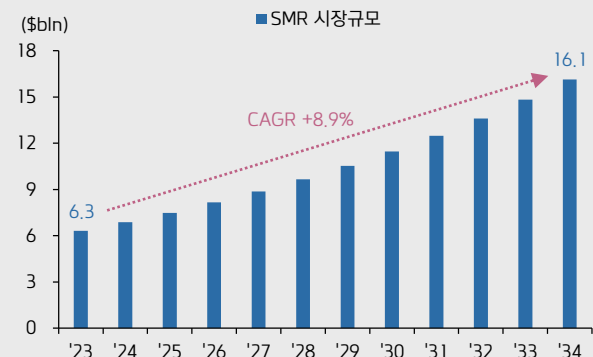
자료: 키움증권 리서치

전세계 에너지원별 투자



자료: 언론보도, 키움증권 리서치

SMR 시장 성장 전망



자료: Precedence, 키움증권 리서치

2H25 ETF 추천 테마 ⑤ 에너지

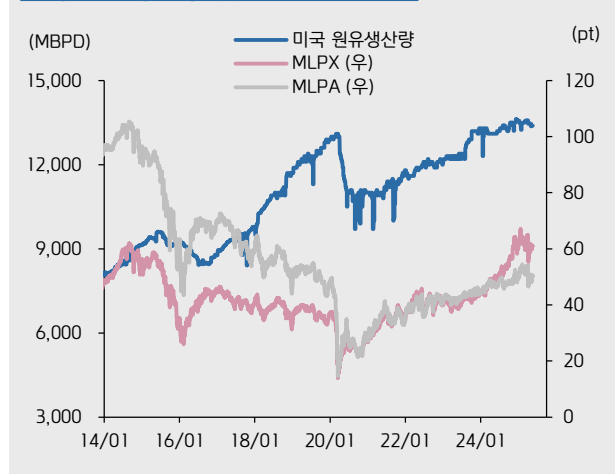


◆ 전력난 지속

- 또한, 미국의 천연가스 및 원유생산량 확대에 따른 미국 에너지인프라 및 MLP 업체 수혜도 예상. 미드스트림 기업들은 대개 장기 계약을 통해 수익을 창출하며, 이는 생산량 증가에 따라 더욱 안정적인 현금 흐름을 제공
- 관련 ETF로는 AMLP, MLPA, MLPX, ENFR 등이 있으며, 포트폴리오 구성에서 다소간의 차이
 - AMLP/MLPA는 순수 MLP로만 구성되어 있고, MLPX/ENFR은 MLP 및 일반 에너지인프라 기업까지 보유. 일반적으로 배당수익률은 MLP로만 구성된 AMLP, MLPA가 높은 편. 이는 MLP의 특수한 구조에서 기인

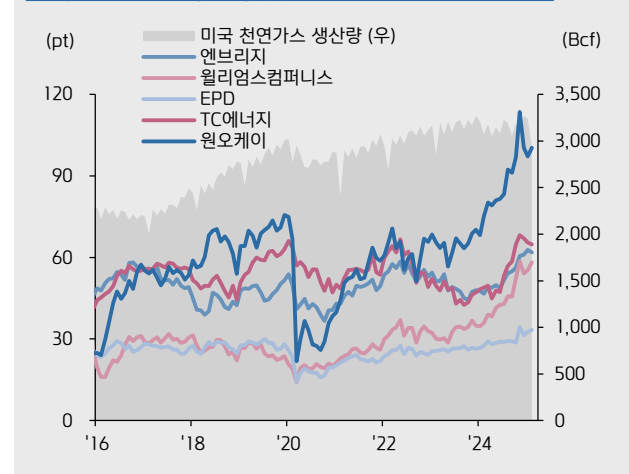
*MLP(Master Limited Partnership, 마스터합자회사)는 특수 목적을 위해 파트너들의 집합으로 구성된 합자회사. 통상 의결권을 지닌 GP와 자본을 제공하는 다수의 LP로 구성. MLP의 특징은 원유/가스의 운송, 저장시설 등 실물자산을 직접 소유하지 않고 자회사인 운영회사를 통해 보유하는 이원적 구조라는 점. 이 때문에 MLP는 이익을 전달하는 통로(pass-through)로 인식돼 법인세가 면제되며 다른 인컴형 자산보다 많은 현금흐름을 투자자들에게 제공할 수 있음. 일반적으로 수익의 90% 이상을 분배금으로 지급하기 때문에 일반 기업에 비해 높은 배당성향을 기록

미국 원유 생산량 및 미드스트림 ETF



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 천연가스 생산량 및 에너지인프라 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2H25 ETF 추천 테마 ⑥ 금융



- 바젤 III 최종안 단계적 시행, 대형은행 자본규제 완화(SLR), 감세안 추진 등 여러 정책 시행 가능성 혼재된 가운데 섹터 움직임 차별화 예상
- Fed 금리인하로 예대마진 축소 우려가 공존하지만, 이번 사이클에서의 최종금리는 3.75~4.00%에서 마무리되며, 중금리 수준을 예상하기에 부정적 영향은 제한적일 것. 오히려 고금리가 다소 해소되면서 대출 규모 확대(Q)와 수익성 개선 기대

금융 테마 ETF

설정 지역	티커	ETF 명	특징	AUM (현지통화, 백만)	운용보수 (%)	수익률 (%)			포트폴리오 Top 10%	주요종목 (비중 順, %)		
						1M	YTD	1YR		1	2	3
미국	XLF	Financial Select Sector SPDR Fund	미국 금융	50,754	0.08	+10.9	+6.7	+30.3	55.7	BRKb 12.9%	JPM 10.4%	V 8.7%
	KBWB	Invesco KBW Bank ETF	미국 대형은행	3,803	0.35	+20.0	+3.2	+36.0	60.9	JPM 8.3%	GS 8.2%	MS 8.2%
	IAI	iShares US Broker-Dealers & Securities Exchange ETF	미국 브로커리지	1,292	0.40	+19.6	+8.7	+42.5	71.6	GS 14.2%	SPGI 12.1%	MS 12.0%
	IAK	iShares US Insurance ETF	미국 보험	823	0.39	+5.6	+8.5	+23.9	67.5	PGR 17.7%	CB 11.6%	TRV 6.6%
	KBWP	Invesco KBW Property & Casualty Insurance ETF	미국 손해보험	481	0.35	+5.6	+7.3	+22.1	60.9	TRV 8.2%	ALL 8.1%	CB 8.0%
	IXG	iShares Global Financials ETF	글로벌 금융	506	0.41	+11.3	+13.3	+33.2	31.9	BRKb 7.3%	JPM 5.8%	V 4.9%
한국	453650	KODEX 미국S&P500금융	미국 금융	52,705	0.25	+7.2	-0.6	+25.7	57.2	BRKb 11.4%	JPM 9.1%	V 7.6%
	0013P0	RISE 미국은행TOP10	미국 은행	7,859	0.20	+15.1	n/a	n/a	99.6	JPM 20.0%	BAC 16.3%	WFC 12.4%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-05-16 종가 기준

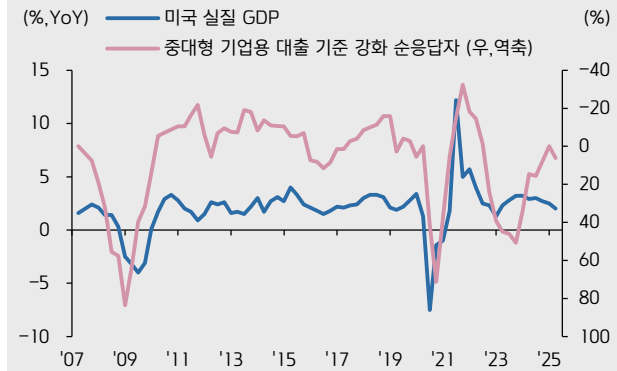
2H25 ETF 추천 테마 ⑥ 금융



◆ 트럼프 금융규제 완화와 금리인하

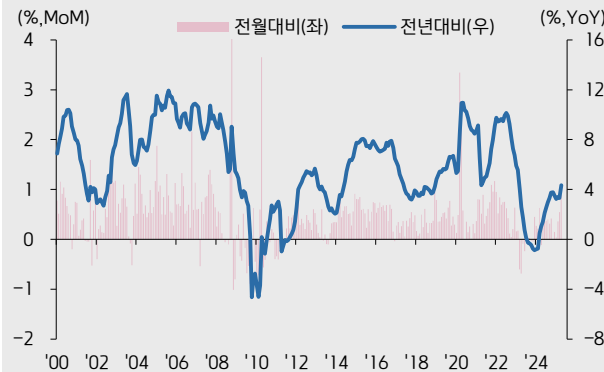
- 바젤 III 단계적 시행, 대형은행 자본규제 완화(SLR), 감세안 등 여러 정책 시행 가능성 혼재된 가운데 섹터 움직임 차별화 예상
- 기대감 높은 SLR 완화가 하반기 현실화된다면 대형은행 ROE와 주가에 긍정적일 것으로 판단. 다만, 7/1일 예고된 바젤3 안은 자본규제 강도 강화로 연결. 다만, 후자는 단계적 시행, 전자는 시행 가시성이 높아 단기적으로 호재 가능
- 한편, Fed 금리인하로 예대마진 축소 우려가 공존하지만, 이번 사이클에서의 최종금리는 3.75~4.00%로 중금리 수준을 예상하기에 부정적 영향은 제한적일 것. 오히려 고금리가 일부 해소되면서 대출 규모 확대(Q)와 수익성 개선 기대

미국 GDP 성장률과 은행 대출 태도



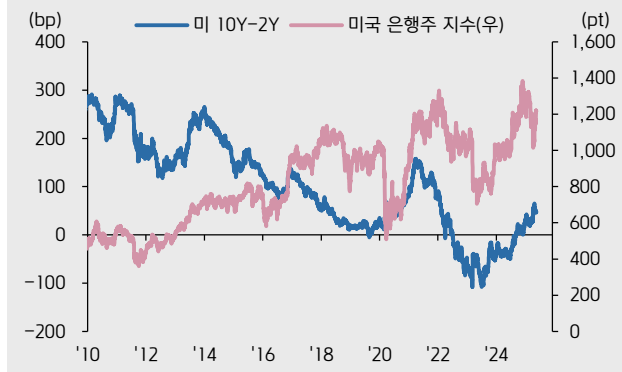
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

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

2H25 ETF 추천 테마 ⑦ 블록체인/핀테크



- 향후에도 미국 크립토 시장은 트럼프 행정부의 정책 지원 등에 힘입어 향후 더 확대될 전망. 트럼프 행정부는 금융규제 완화를 통해 산업 활성화와 경제 성장 촉진을 추구하며, 특히 암호화폐 분야에서의 규제 완화를 강조
- 하반기 전략적 비트코인 비축 및 디지털 자산 비축 설립 행정명령 서명, 암호화폐 증권 등록 및 거래 규정 명확화, 스테이블코인 법안(GENIUS Act) 통과 등 이벤트 대기

블록체인/핀테크 테마 ETF

설정 지역	티커	ETF 명	특징	AUM (현지통화, 백만)	운용보수 (%)	수익률 (%)			포트폴리오 Top 10%	주요종목 (비중 順, %)		
						1M	YTD	1YR		1	2	3
미국	BLOK	Amplify Transformational Data Sharing ETF	블록체인	879	0.73	+34.5	+10.9	+54.6	41.4	HOOD 5.6%	CLXY.CN 5.1%	COIN 4.8%
	CRPT	FT SkyBridge Crypto Industry & Digital Economy ETF	블록체인	110	0.85	+47.2	+10.9	+72.1	70.6	MSTR 18.4%	COIN 18.3%	CLXY.CN 13.1%
	BITQ	Bitwise Crypto Industry Innovators ETF	블록체인	201	0.85	+42.2	+0.5	+67.9	64.0	MSTR 12.4%	COIN 10.0%	MARA 8.7%
	LEGR	FT Indxx Innovative Transaction & Process ETF	블록체인	98	0.65	+11.7	+11.3	+25.5	14.8	MSFT 1.6%	AMD 1.5%	IBN 1.6%
	BITO	ProShares Bitcoin ETF	비트코인 선물	2,476	0.95	+19.7	-3.6	-20.0	47.9	n/a	n/a	n/a
	ARKF	ARK Fintech Innovation ETF	핀테크	1,006	0.75	+28.1	+11.7	+50.4	58.6	SHOP 10.0%	COIN 9.1%	HOOD 7.4%
	FINX	Global X FinTech ETF	핀테크	286	0.68	+15.7	-1.5	+21.9	53.4	FIS 7.0%	INTU 6.4%	COIN 6.0%
한국	0028X0	KODEX 미국금융테크액티브 (2025-05-27 신규상장 예정)	미국 디지털금융									

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-05-16 종가 기준

2H25 ETF 추천 테마 ⑦ 블록체인/핀테크

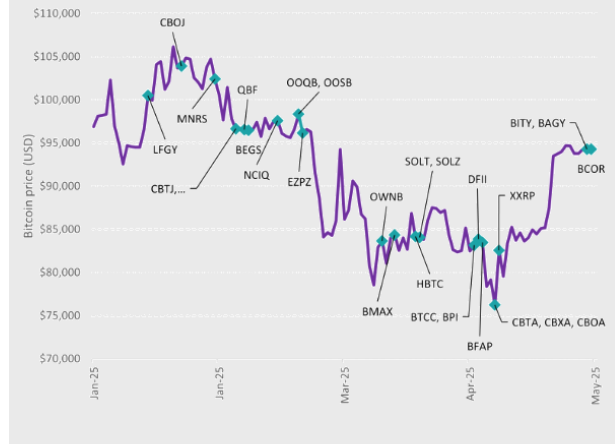


◆ 트럼프 시대의 비트코인

- 비트코인 가격이 재차 10만 달러를 돌파하며 상승세. 미-중 무역협상 진전에 대한 낙관론, 비트코인 현물(Spot) ETF로의 기관자금 확대, 달러자산에 대한 헤지 수요, 기업들과 투자자들의 비트코인 투자, 트럼프 정책 기대 등 다양한 요인들이 만들어 낸 결과
- 이런 가운데 미국 현물 크립토 ETF로는 올해 1~4월 총 36.6억 달러(약 5조 1,450억원)이 순유입되었고 총 운용자산은 1,148억 달러까지 확대. 특히 블랙록의 비트코인 현물 ETF 'IBIT'으로만 2025년 70억 달러가 유입되었는데 이는 미국 금 ETF 'GLD'로의 유입액을 넘어선 것
- 향후에도 미국 크립토 시장은 트럼프 행정부의 정책 지원 등에 힘입어 향후 더 확대될 전망. 트럼프 행정부는 금융규제 완화를 통해 산업 활성화와 경제 성장 촉진을 추구하며, 특히 암호화폐 분야에서의 규제 완화를 강조. 하반기 전략적 비트코인 비축 및 디지털 자산 비축 설립 행정명령 서명, 암호화폐 증권 등록 및 거래 규정 명확화, 스테이블코인 규제 법안(GENIUS Act)* 통과 등 이벤트 대기

*스테이블코인 발행사의 1:1 준비금 보유, 자금세탁방지(AML) 의무, 소비자 보호, 연방 및 주 규제기관의 감독 등을 규정하는 법안

크립토 ETF 출시, 2024~2025 가속화



자료: VettaFi

비트코인 및 이더리움 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2H25 ETF 추천 테마 ⑦ 블록체인/핀테크



미국 크립토 직/간접투자 ETF (1)

분류	티커	ETF 명	출시일	전략/특징
비트코인 현물	IBIT	iShares Bitcoin Trust	2024-01-11	비트코인 현물
	FBTC	Fidelity Wise Origin Bitcoin Fund	2024-01-11	비트코인 현물
	GBTC	Grayscale Bitcoin Trust ETF	2024-01-11	비트코인 현물
	ARKB	ARK 21Shares Bitcoin ETF	2024-01-11	비트코인 현물
	BITB	Bitwise Bitcoin ETF	2024-01-11	비트코인 현물
	HOOD	VanEck Bitcoin ETF	2024-01-11	비트코인 현물
	BRRR	Coinshares Valkyrie Bitcoin Fund	2024-01-11	비트코인 현물
	BTCC	Invesco Galaxy Bitcoin ETF	2024-01-11	비트코인 현물
	EZBC	Franklin Bitcoin ETF	2024-01-11	비트코인 현물
	BTCW	WisdomTree Bitcoin Fund	2024-01-11	비트코인 현물
	BTC	Grayscale Bitcoin Mini Trust ETF	2024-07-31	비트코인 현물
	DEFI	Hashdex Bitcoin ETF	2022-09-16	비트코인 현물 '24년 3월 투자전략 변경
	ETHE	Grayscale Ethereum Trust ETF	2024-07-23	이더리움 현물
이더리움 현물	ETHA	iShares Ethereum Trust ETF	2024-07-23	이더리움 현물
	FETH	Fidelity Ethereum Fund	2024-07-23	이더리움 현물
	ETH	Grayscale Ethereum Mini Trust ETF	2024-07-23	이더리움 현물
	ETHW	Bitwise Ethereum ETF	2024-07-23	이더리움 현물
	ETHV	VanEck Ethereum ETF	2024-07-23	이더리움 현물
	EZET	Franklin Ethereum ETF	2024-07-23	이더리움 현물
	QETH	Invesco Galaxy Ethereum ETF	2024-07-23	이더리움 현물
	CETH	21Shares Core Ethereum ETF	2024-07-23	이더리움 현물
비트코인 선물	BITO	ProShares Bitcoin ETF	2021-10-19	비트코인 선물
	ARKA	ARK 21Shares Active Bitcoin Futures Strategy ETF	2023-11-14	비트코인 선물
이더리움 선물	EETH	ProShares Ether Strategy ETF	2023-10-02	이더리움 선물
	AETH	Bitwise Trendwise Ether & Treasuries Rotation Strat ETF	2023-10-02	이더리움 선물
	ARKZ	ARK 21Shares Active Ethereum Futures Strategy ETF	2023-11-14	이더리움 선물
비트코인+이더리움 선물	BTF	Valkyrie Bitcoin and Ether Strategy ETF	2021-10-22	비트코인 + 이더리움 선물
	BETH	ProShares Bitcoin & Ether Market Cp WS ETF	2023-10-02	비트코인 + 이더리움 선물(시총가중)
	BETE	ProShares Bitcoin & Ether Equal Weight Strat ETF	2023-10-02	비트코인 + 이더리움 선물(동일가중)
기타 크립토 선물	SOLZ	Solana ETF	2025-03-20	솔라나 선물
	BITI	ProShares Short Bitcoin ETF	2022-06-21	비트코인 -1배
레버리지/인버스	BITX	2x Bitcoin Strategy ETF	2023-06-27	비트코인 2배
	SETH	ProShares Short Ether ETF	2023-11-02	이더리움 -1배
	BTFX	CoinShares Bitcoin Futures Lvrgrd Stgy ETF	2024-02-22	비트코인 2배
	BITU	ProShares Ultra Bitcoin ETF	2024-04-02	비트코인 2배
	SBIT	ProShares UltraShort Bitcoin ETF	2024-04-02	비트코인 -1배
	ETHU	2x Ether ETF	2024-06-04	이더리움 2배
	ETHI	ProShares Ultra Ether ETF	2024-06-07	이더리움 2배
	ETHO	ProShares UltraShort Ether ETF	2024-06-07	이더리움 -1배
	BTCL	T-REX 2X Invr Btcn Dly Trgt ETF	2024-07-09	비트코인 -1배
	BTCL	T-REX 2X Long Btcn Dly Trgt ETF	2024-07-09	비트코인 2배
	ETQ	T-REX 2X Inverse Ether Daily Target ETF	2024-10-22	이더리움 -1배
	ETU	T-REX 2X Long Ether Daily Target ETF	2024-10-22	이더리움 2배
	BEGS	Rareview 2X Bull Cryptoccy & Prc Mtl ETF	2025-02-06	원자재+암호화폐 2배
	SOLT	2x Solana ETF	2025-03-20	솔라나 2배
주식+비트코인	OOQB	One+One Nasdaq-100 and Bitcoin ETF	2025-02-18	나스닥100 + 비트코인 결합
	OOSB	One+One S&P 500 and Bitcoin ETF	2025-02-18	S&P 500 + 비트코인 결합

자료: 키움증권 리서치

2H25 ETF 추천 테마 ⑦ 블록체인/핀테크



미국 크립토 직/간접투자 ETF (2)

분류	티커	ETF 명	출시일	전략/특징
비트코인/이더리움 커버드콜	YBTC	Roundhill Bitcoin Covered Call Strat ETF	2024-01-18	비트코인 커버드콜
	YBIT	YieldMax Bitcoin Option Income Strat ETF	2024-04-23	비트코인 커버드콜
	YETH	Roundhill Ether Covered Call Strategy ETF	2024-09-03	이더리움 커버드콜
	BTCL	NEOS Bitcoin High Income ETF	2024-10-16	비트코인 커버드콜
	BTCC	Grayscale Bitcoin Covered Call ETF	2025-04-02	비트코인 커버드콜
	BPI	Grayscale Bitcoin Premium Income ETF	2025-04-02	비트코인 커버드콜
	DFII	FT Vest Bitcoin Strategy & Target Income ETF	2025-04-03	비트코인 커버드콜
	BITY	Amplify Bitcoin 24% Premium Income ETF	2025-04-29	비트코인 커버드콜
	BAGY	Amplify Bitcoin Max Income Covered Call ETF	2025-04-29	비트코인 커버드콜
비트코인 버퍼(Buffer)	CBOJ	Calamos Bitcoin Structured Alt Protection ETF Jan	2025-01-22	비트코인 + 1년 간 원금 100% 보호
	CBXJ	Calamos Bitcoin90 Ser Structured Alt Protection ETF Jan	2025-02-03	비트코인 + 1년 간 최대 10% 손실 보호
	CBTJ	Calamos Bitcoin80 Ser Structured Alt Protection ETF Jan	2025-02-03	비트코인 + 1년 간 최대 20% 손실 보호
	QBF	Innovator Uncapped Bitcoin 20 Floor ETF	2025-02-06	비트코인 80% 상승 참여 + 3개월 간 최대 20% 손실 보호
	BFAP	FT Vest Bitcoin Strategy Floor15 ETF Apr	2025-04-04	비트코인 + 최대 15% 손실 보호
	CBOA	Calamos Bitcoin Structured Alt Protection ETF Apr	2025-04-07	비트코인 + 1년 간 원금 100% 보호
	CBTA	Calamos Bitcoin80 Ser Structured Alt Protection ETF Apr	2025-04-07	비트코인 + 1년 간 최대 10% 손실 보호
	CBXA	Calamos Bitcoin90 Ser Structured Alt Protection ETF Apr	2025-04-07	비트코인 + 1년 간 최대 20% 손실 보호
기타 전략	BITC	Bitwise Trendwise Bitcoin & Treasuries Rotation Strat ETF	2023-03-21	비트코인 선물-美 국채 자산배분
	BTGD	STKd 100% Bitcoin & 100% Gold ETF	2024-10-16	비트코인 + 금 동시 100% 노출
	BMAX	REX Bitcoin Corp Treasury Convert Bond ETF	2025-03-14	비트코인 보유기업 전환사채(CB)
	HBTC	Fortuna Hedged Bitcoin ETF	2025-03-19	비트코인 + 콜/풋 옵션
테마 주식형	BLOK	Amplify Transformational Data Sharing ETF	2018-01-17	블록체인 기술 개발/활용
	BLCN	Siren Nasdaq NexGen Economy ETF	2018-01-17	블록체인 기술 개발/활용
	LEGR	First Trust Indxx Invtv Tnsctn&Prs ETF	2018-01-23	블록체인 기술 개발/활용
	DAPP	VanEck Digital Transformation ETF	2021-04-14	디지털자산 경제에 참여하는 기업
	BITQ	Bitwise Crypto Industry Innovators ETF	2021-05-12	암호화폐 시장 서비스 제공
	CRPT	First Trust SkyBdg Crypto Idt & Dgt Eco ETF	2021-09-21	암호화폐 산업 및 디지털 경제
	SATO	Invesco Alerian Galaxy Crypto Eco ETF	2021-10-07	블록체인 기술, 암호화폐 채굴 등
	BLKC	Invesco Aln Glxy Blkh Ustr&Dctrz Cmr ETF	2021-10-07	블록체인 기술, 암호화폐 채굴 등
	BITS	Global X Blockchain & Bitcoin Strategy ETF	2021-11-16	비트코인 선물 및 블록체인 기술
	WGMI	CoinShares Bitcoin Miners ETF	2022-02-08	비트코인 채굴 및 서비스 제공
	FDIG	Fidelity Crypto Industry & Digital Payments ETF	2022-04-21	암호화폐 산업 및 디지털 경제
	IBLC	iShares Blockchain and Tech ETF	2022-04-27	블록체인 및 암호화폐 기술
	STCE	Schwab Crypto Thematic ETF	2022-08-04	암호화폐 및 기타 디지털 자산
	ARKD	ARK 21Shares Digital Ass And Blc Str ETF	2023-11-15	디지털 자산 선물 및 블록체인
	MSTY	YieldMax MSTR Option Income Strategy ETF	2024-02-22	스트래티지(MSTR) + 커버드콜
관련 주식 + 커버드콜 or 버퍼	MSTX	Defiance Daily Target 2X Long MSTR ETF	2024-08-15	스트래티지(MSTR) 2배
	SMST	Defiance Daily Target 2X Short MSTR ETF	2024-08-21	스트래티지(MSTR) -1배
	MSTZ	T-REX 2X Inverse MSTR Daily Target ETF	2024-09-18	스트래티지(MSTR) -1배
	MSTU	T-REX 2X Long MSTR Daily Target ETF	2024-09-18	스트래티지(MSTR) 2배
	RIOX	Defiance Daily Target 2X Long RIOT ETF	2025-01-03	라이엇 블록체인(RIOT) 2배
	IMST	Bitwise MSTR Option Income Strategy ETF	2025-04-03	스트래티지(MSTR) + 커버드콜
	MST	Defiance Leveraged Long + Income MSTR ETF	2025-05-02	스트래티지(MSTR) 2배 + 커버드콜

자료: 키움증권 리서치

2H25 ETF 추천 테마 ⑧ 중국 플랫폼/테크



- 미-중 관세 전쟁 여파로 중국 본토 자금의 홍콩 주식시장 순매수가 확대되고 있으며, 그 중에서도 테크 업종 매수세가 이어짐
- 이후 협상 지연, 갈등 재점화, 하드데이터 부진 확인 등 2차 하락의 여지는 남아있지만 그럼에도 정부 당국의 부양 의지, 민간 투자가 지속되고 있는 테크 업종 투자는 장기 관점에서 접근할 필요

중국 ETF

설정 지역	분류	티커	ETF 명	AUM (현지통화, 백만)	운용보수 (%)	수익률 (%)			포트폴리오 Top 10%	주요종목 (비중, %)		
						1M	YTD	1YR		1	2	3
미국	테크	KWEB	KraneShares CSI China Internet ETF	6,457	0.70	+13.7	+17.3	+34.2	61.9	알리바바 11.8%	텐센트 11.2%	PDD 6.9%
		KTEC	KraneShares Hang Seng TECH Index ETF	44	0.69	+10.7	+19.5	+53.2	69.4	텐센트 9.1%	샤오미 8.6%	알리바바 8.6%
		CQQQ	Invesco China Technology ETF	988	0.65	+7.3	+8.6	+40.0	56.0	텐센트 10.9%	PDD 8.7%	메이투안 7.7%
	기타	CHIQ	Global X MSCI China Consumer Discretionary ETF	241	0.65	+12.5	+17.0	+31.6	57.3	BYD 10.1%	알리바바 8.6%	PDD 8.1%
		PGJ	Invesco Golden Dragon China ETF	149	0.67	+13.5	+9.9	+22.0	56.7	BABA 7.8%	YUMC 7.5%	BIDU 6.8%
		MCHI	iShares MSCI China ETF	6,095	0.59	+10.7	+16.1	+39.6	50.0	텐센트 17.0%	알리바바 10.3%	샤오미 4.3%
한국	테크	371160	TIGER 차이나항셍테크	1,044,381	0.09	+7.1	+9.5	+33.3	67.81	텐센트 8.7%	알리바바 8.3%	샤오미 8.1%
		0047A0	TIGER 차이나테크TOP10	70,257	0.49	n/a	n/a	n/a	99.6	BYD 14.1%	알리바바 13.9%	샤오미 13.0%
		396520	TIGER 차이나반도체FACTSET	40,485	0.49	+1.0	-10.5	+30.6	65.47	북방화창 7.6%	몬타지 테크놀로지 7.5%	기가디바이스 7.1%
		0043Y0	TIIMEFOLIO 차이나시테크액티브	17,827	0.80	n/a	n/a	n/a	70.1	텐센트 7.5%	알리바바 7.4%	중국국제반도체 6.6%
		0048K0	KODEX 차이나휴머노이드로봇	40,256	0.45	n/a	n/a	n/a	64.8	화천기술 9.4%	우필선과기 8.1%	탁보그룹 8.0%
	기타	454180	KIWOOM 차이나내수소비TOP CSI	4,163	0.42	+6.0	+2.6	+3.8	62.4	샤오미 12.3%	알리바바 11.2%	귀주모태주 8.3%
		310080	RISE 중국MSCI China(H)	12,244	0.60	+10.6	+14.5	+19.0	59.9	텐센트 17.8%	알리바바 11.0%	샤오미 4.4%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-05-16 종가 기준

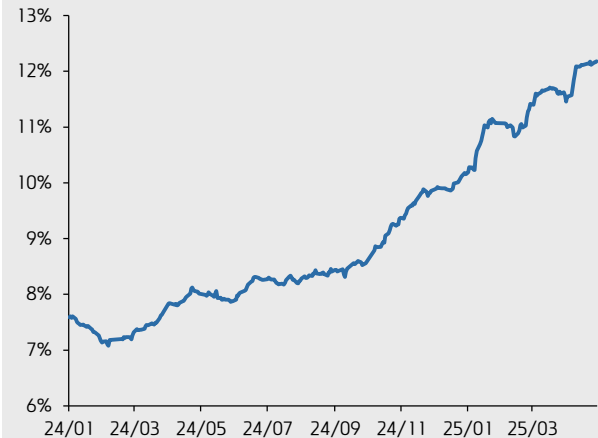
2H25 ETF 추천 테마 ⑧ 중국 플랫폼/테크



◆ 정부가 밀어주는 중국 테크주 투자는?

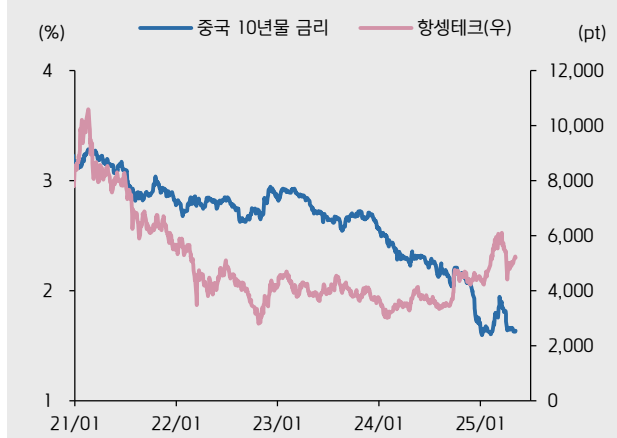
- 미-중 제네바 합의로 미국의 대중 관세는 기존 165%(트럼프 1기 20% + 펜타닐 20% + 상호관세 34% + 보복관세 91%)에서 **50% (트럼프 1기 20% + 펜타닐 20% + 상호관세 10%)**로 하락
- 여전히 높은 관세율은 중국 경기 상단을 제한하는 요인이거나, 4월 초 악화되었던 투자심리는 최악에서 벗어난 상황. 다만, 이로 인해 정부의 내수부양 강도가 약화 또는 지연된다면 실물지표 악화로 인한 증시 변동성 배제할 수 없음
- 한편, 미-중 관세 전쟁 여파로 중국 본토 자금의 홍콩 주식시장 순매수가 확대되고 있으며, 그 중에서도 테크 업종 매수세가 이어짐. 이후 협상 지연, 갈등 재점화 등 2차 하락의 여지는 남아있지만 그럼에도 정부 당국의 부양의지, 민간 투자가 지속되고 있는 테크 업종 투자는 장기 관점에서 접근할 필요

중국 M7 주식 시가총액 중 본토 자금 비중



주: WIND, 키움증권 리서치

중국 장기금리 및 항셍테크지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2H25 ETF 추천 테마 ⑨ 유럽 산업재/금융



- 유럽 금융 섹터는 러-우 종전 가시화에 따른 경기 회복 기대 및 우크라이나 재건 프로젝트로 인한 금융 기회 확대 기대 등으로 강세 지속
- 유럽 방산주/산업재도 트럼프가 우크라이나와 유럽 동맹국들을 배제한 미국 주도의 종전 협상을 진행하는 가운데 상승세

유럽 ETF

설정 지역	티커	ETF 명	특징	AUM (현지통화, 백만)	운용보수 (%)	수익률 (%)			포트폴리오 Top 10%	주요종목 (비중 順, %)		
						1M	YTD	1YR		1	2	3
미국	SHLD	Global X Defense Tech ETF	글로벌 방산	1,952	0.50	+7.8	+45.5	+69.4	65.6	PLTR 11.4%	RHM GR 10.3%	RTX 6.6%
	EUAD	Select STOXX Europe Aerospace & Defense ETF	유럽 방산	686	0.50	+11.3	+56.1	+50.3	96.1	Airbus SE ADR 19.3%	Safran SA ADR 18.5%	RNM GR 15.4%
	EUFN	iShares MSCI Europe Financials ETF	유럽 금융주	3,701	0.48	+10.6	+34.2	+44.8	40.4	HSBA 7.6%	ALV 5.5%	SAN 4.2%
	EZU	iShares MSCI Eurozone ETF	유로존	7,776	0.51	+9.6	+23.0	+19.1	26.8	SAP 4.8%	ASML 4.6%	SIE 2.9%
	FEZ	SPDR Euro Stoxx 50 ETF	유럽 대형주50	4,578	0.29	+10.3	+22.1	+17.3	40.7	ASML 7.1%	SAP 7.1%	SIE 4.4%
	EWG	iShares MSCI Germany ETF	독일	2,512	0.50	+9.8	+28.4	+36.2	61.8	SAP 16.6%	SIE 10.0%	ALV 8.1%
한국	379790	RISE 유로스탁스50(H)	유로스탁스 50	18,120	0.02	+11.4	+11.8	+7.8	38.45	ASML 6.7%	SAP 6.7%	
	195930	TIGER 유로스탁스50(합성 H)	유로스탁스 50	42,314	0.24	+11.8	+12.8	+7.5	100.0			
	245350	TIGER 유로스탁스배당30	유로스탁스 배당주 30	38,115	0.35	+7.5	+29.9	+29.8	43.2	OMV AG 6.1%	ABN Amro Bank 4.9%	NN Group 4.8%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-05-16 종가 기준

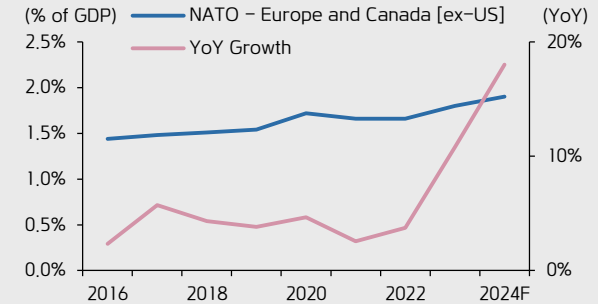
2H25 ETF 추천 테마 ⑨ 유럽 산업재/금융



◆ 유럽 산업재/금융 ETF

- 유럽 증시는 PMI, 기업투자심리 등 아직 완전한 회복 기로에 들어서지 못했으나 자동차 관세 유예, 독일 국방/인프라 투자 확장 등 증시 상승 요인 공존
- 관련 수혜주로 유럽 증시 내에서도 금융주 및 방산/산업재에 대한 투자 추천 지속

미국 제외 NATO 동맹국의 방위 지출 추이



자료: NATO, 키움증권 리서치

유럽 대표 금융/방산주 밸류에이션 추이

분류	기업명	티커	시가총액 백만\$	1M 수익률 %	YTD 수익률 %	'23~26 매출 CAGR %	EBITDA Margin		
							2024	2025	2026
방산	라인메탈	RHM GR	85,122.9	+30.3	+167.5	34.5	18.4	20.1	21.6
	탈레스	HO FP	58,266.7	+9.4	+79.7	10.5	11.7	17.9	18.4
	레오나르도	LDO IM	31,355.7	+22.3	+84.1	11.4	11.1	12.9	13.6
	BAE 시스템스	BA/ LN	70,930.0	+17.6	+53.3	11.2	13.3	13.7	13.7
금융	HSBC 홀딩스	HSBA	198,578.3	+14.2	+7.3	0.8	n/a	54.3	54.5
	알리안츠	ALV	163,571.4	+17.2	+26.0	3.8	n/a	9.9	9.9
	산탄데르 은행	SAN	109,208.3	+21.0	+42.1	4.8	n/a	n/a	n/a
	취리히 보험	ZURN	104,829.1	+10.5	+9.5	4.9	n/a	15.7	15.7
	UBS 그룹	UBSG	103,086.2	+14.4	-6.9	5.2	95.8	19.3	26.5

자료: 자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주) 컨센서스는 2025-05-06 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

2H25 ETF 추천 테마 ⑩ 금 (Golden Time)



- 자산배분 관점에서 금/금광 ETF 보유 전략은 연내 유효하다고 판단. 기존 금 가격 상승 요인들에 더해 하반기 연준의 금리인하가 예고되고 있기 때문. 지정학적 리스크 확대에 따른 실물 금 보유 수요, 투기적 수요에 더해 금리하락 헤지 수요까지 더해지면 추가 상승여력 남아있음
- 또한, 금은 올해 7월부터 바젤 III 은행 규제 하에 Tier1 고품질 유동성자산(HQLA)으로 분류 예정. 이는 미국 은행들이 실물 금을 시가 100%로 핵심 자본 준비금에 포함시킬 수 있게 된다는 뜻이며, 금의 통화적 위상 및 유동성 자산으로서의 역할을 인정하겠다는 의미

금 ETF

설정 지역	분류	티커	ETF 명	특징	AUM (현지통화, 백만)	운용보수 (%)	수익률 (%)			포트폴리오 Top10%	주요종목 (비중 순, %)		
							1M	YTD	1YR		1	2	3
미국	금	GLDM	SPDR Gold MiniShares Trust	금 현물	14,207	0.10	-4.3	+21.6	+33.4	100.0	Gold 100%		
		GLD	SPDR Gold Shares	금 현물	94,274	0.40	-4.3	+21.5	+33.0	100.0	Gold 100%		
		IAU	iShares Gold Trust	금 현물	45,045	0.25	-4.3	+21.6	+33.2	100.0	Gold 100%		
	금광	GDX	VanEck Gold Miners ETF	금 채굴	14,159	0.51	-10.7	+36.6	+40.3	63.5	NEM 11.9%	AEM 11.4%	WPM 7.6%
		GDXJ	VanEck Junior Gold Miners ETF	금 채굴 (중소형주)	4,828	0.51	-9.9	+37.3	+43.8	41.9	HMY 6.6%	AGI 6.4%	EVN 6.3%
한국	금	411060	ACE KRX금현물	금 현물	1,251,155	0.50	-5.0	+12.0	+37.2	100.0	금 현물 99.6%		
		132030	KODEX 골드선물(H)	금 선물	272,342	0.68	-2.6	+20.5	+29.0	n/a			
		319640	TIGER 골드선물(H)	금 선물	122,462	0.39	-2.6	+19.7	+28.3	n/a			
	금 커버드콜	0022T0	SOL 골드커버드콜액티브	금 + 커버드콜	23,087	0.45	-4.6	n/a	n/a	100.0	IAUM 29.9%	GLDM 28.4%	SCOL 28.1%
	금광	473640	HANARO 글로벌금채굴기업	금 채굴	9,143	0.45	-11.4	+26.5	+34.8	63.0	NEM 11.8%	AEM 11.3%	WPM 7.5%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-05-16 종가 기준

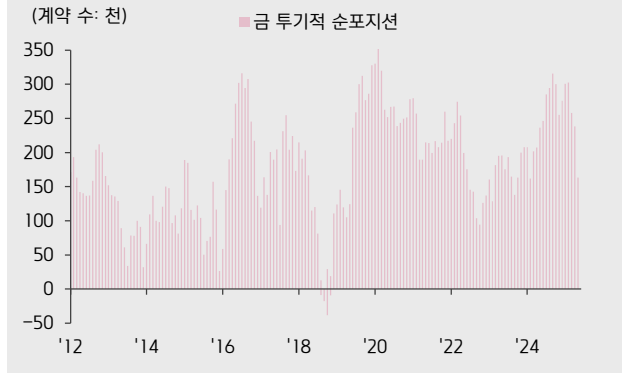
2H25 ETF 추천 테마 ⑩ 금 (Golden Time)



◆ 'Gold', 조정 시 매수 대응

- 사상 최고치 경신을 이어가던 금 가격은 4월 말~5월 상승세 다소 주춤. 트럼프 관세 리스크 완화 워딩과 증시 급반등에 따른 위험선호 확대에 따라 차익실현 매물 출회
- 다만, 자산배분 관점에서 금/금광 ETF 보유 전략은 연내 유효. 기존 금 가격 상승을 견인했던 요인들에 더해 하반기 연준의 금리인하 개시가 예고되고 있기 때문. 지정학적 리스크 확대에 따른 실물 금 보유 수요, 투기적 수요에 더해 금리/달러 하락 해지 수요까지 더해지면 추가 상승 여력 남아있음
- 한편, 이런 가운데 글로벌 최대 금 ETF인 'GLD'의 운용자산은 처음으로 1,000억 달러를 돌파했으며 올해 1~4월 약 70억 달러 유입. 금 채굴기업에 투자하는 ETF 'GDX'의 운용자산도 지난해 말 127억 달러에서 4월 말 150억 달러로 +19% 증가

금 투기적 매수세는 진정



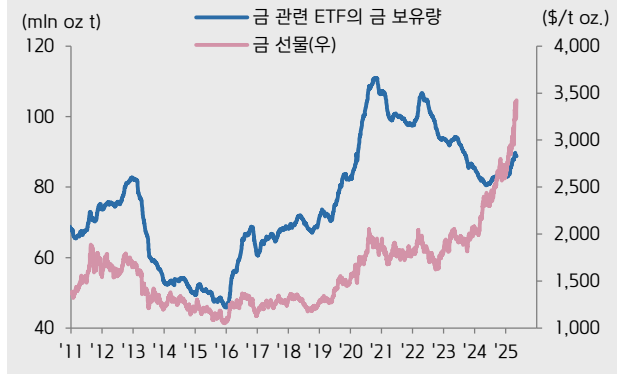
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

실질금리 하락은 금 가격 상승요인



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

금 ETF의 금 보유량



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2H25 ETF 추천 테마 ⑩ 채권/리츠



- 현재 시장은 새로운 적정 금리 레벨대를 찾아가는 과정. 하반기 중 연준의 금리인하가 시작된다 하더라도 과거 대비 빠른 시장금리 하락을 기대하기 어려움. 또한 트럼프 정책 발 금리 상승 리스크가 상존해 있기에 채권 투자의 자본차익 대비 캐리(Carry)수익 추구 움직임 지속될 수 있음. 다만, 금리 레벨의 점진적 하락 고려 시 중장기채 분할매수 전략도 유효할 것으로 판단
- 리츠도 미국 금리인하 시작과 함께 회복 반등이 나타날 것으로 기대되나 역시 섹터별 차별화된 전략으로 접근 필요

채권/리츠 ETF

설정 지역	분류	티커	ETF 명	특징	AUM (현지통화, 백만)	운용보수 (%)	수익률 (%)			포트폴리오 Top 10%	주요종목 (비중 順, %)		
							1M	YTD	1YR		1	2	3
미국	단기자금	SGOV	iShares 0-3 Month Treasury Bond ETF	미국 초단기국채	45,806	0.09	+0.0	+0.2	+0.0	74.5	n/a	n/a	n/a
	채권	IEF	iShares 7-10 Year Treasury Bond ET	중기채	34,384	0.15	-1.0	+1.6	+2.9	84.5	n/a	n/a	n/a
		TLH	iShares 10-20 Year Treasury Bond ETF	중장기채	9,905	0.15	-1.8	-0.1	+0.4	45.2	n/a	n/a	n/a
	리츠	VNQ	Vanguard Real Estate Index Fund ETF	미국 리츠	33,887	0.13	+5.5	+1.4	+14.0	51.2	AMT 6.3%	PLD 5.6%	WELL 5.5%
		ICF	iShares Cohen & Steers REIT ETF	미국 리츠	1,959	0.33	+6.0	+3.1	+17.7	59.4	PLD 8.4%	EQIX 8.0%	WELL 7.9%
	홈빌더	ITB	iShares US Home Construction ETF	홈빌더	2,500	0.39	+9.3	-7.7	-7.9	65.9	DHI 13.9%	LEN 10.2%	NVR 8.6%
한국	단기자금	0046A0	TIGER 미국초단기(3개월이하)국채	미국 초단기국채	96,562	0.09	n/a	n/a	n/a	100.0	SGOV 28.6%	BIL 28.6%	n/a
	채권	305080	TIGER 미국채10년선물	중기채	158,860	0.25	-2.8	-3.3	+5.4	n/a	n/a	n/a	n/a
		308620	KODEX 미국10년국채선물	중기채	81,244	0.09	-3.0	-3.2	+4.5	n/a	n/a	n/a	n/a
	리츠	182480	TIGER 미국MSCI리츠(합성 H)	미국 리츠	130,211	0.24	+5.2	-0.5	+6.4	n/a	n/a	n/a	n/a
		352560	KODEX 미국부동산리츠(H)	미국 리츠	33,054	0.09	+4.8	+1.7	+7.0	49.78	현금 7.9%	PLD 7.1%	AMT 6.9%
		181480	ACE 미국부동산리츠(합성 H)	미국 리츠	9,826	0.30	+4.5	+1.3	+7.2	n/a	n/a	n/a	n/a
		375270	RISE 글로벌데이터센터리츠(합성)	데이터센터 리츠	7,739	0.40	+8.0	-2.7	+11.3	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-05-16 종가 기준

2H25 ETF 추천 테마 ⑩ 채권/리츠



◆ 연준 Pivot은?

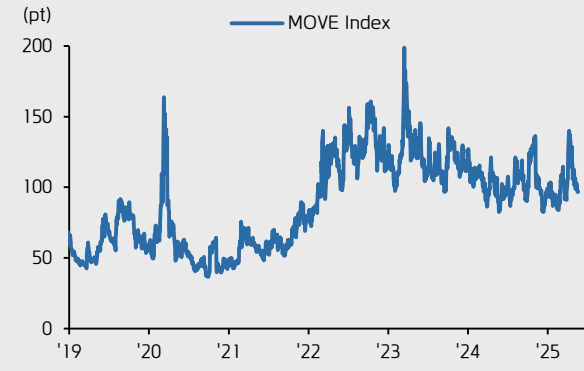
- 상반기 미국 10년물 금리는 3.9%~4.8% 사이에서 높은 변동성을 보였음. 3분기 중에는 연준의 금리인하가 시작될 것을 예상하나, 트럼프의 재정적자 확대를 유인하는 정책 고려 시 여전히 금리 상방 리스크에 노출될 가능성 ↑
- 또 한, 금 리 를 인 하 한 다 하 더 라 도 최 종 금 리 는 3.75~4.00%에서 마무리되고, 10년물 금리 레인지는 3.8~4.6%로 예상(당사 투자전략팀), 하반기에도 채권 ETF 투자는 자본차익 대비 캐리(Carry)수익 추구가 지속될 수 있음
- 다만, 금리 레벨의 점진적 하락 고려 시 4.6% 이상에서는 미국 중장기채 ETF 매수 전략 유효하다고 판단. 또한, 하반기 SLR 규제 완화가 동반된다면 미국 은행들의 국채매입 여력 확대되며 매수기회 형성 가능

미국 장단기 금리차



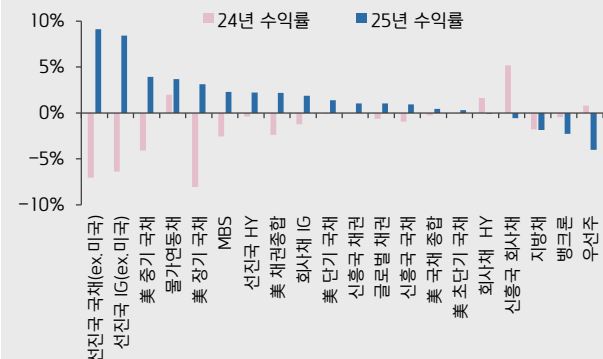
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

채권시장 변동성 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

'24~'25 채권 ETF 유형별 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025년은 4월 말 기준



Compliance Notice

- 당사는 05월 21일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- '마이크로소프트', '넷플릭스', '알리바바' 종목은 05월 19일 해외관심종목에 언급된 바 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용은 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.