

Half-Time Review

Analyst

이영곤 한상원

Publisher

토스증권 리서치센터

Date

2025.5.29

2025

2025 Half-Time Review

Intro

- 3 남은 2025 년을 준비하며
 - 4 하반기 주가 시나리오
-

Part 1 – 상반기는 어땠나?

- 5 예상보다 빠르게 찾아온 조정 국면
-

Part 2 – 트럼프 정책은 어떨까?

- 9 트럼프는 양치기 소년이 되었다
 - 10 (1) 관세 정책
 - 11 (2) 감세 정책
 - 12 (3) 이민자 정책
 - 12 (4) 에너지 정책
-

Part 3 – 하반기는 다를까?

- 13 관세가 물가에 미치는 영향
 - 15 급격한 악화보다는 완만한 둔화에 무게
 - 19 주가는 변동성이 잦아들며, 다시 상승 국면 진입
-

Part 4 – 어디에 투자할까?

- 21 (1) 정책을 고려했을 땐?
 - 26 (2) 실적을 고려했을 땐?
-

Outro

- 31 애널리스트 소개

남은 2025 년을 준비하며

2024 년 12 월, 토스증권 리서치센터는 2025 년 투자 환경을 예측하는 ‘2025 연간전망’ 보고서를 발간하였습니다.

예측은 중요한 일입니다. 이를 통해 미리 이런저런 계획들을 세워볼 수 있기 때문입니다. 우리는 여행을 준비하며 일기예보에 맞춰 스케줄을 짜고 짐을 챙깁니다. 그러면서도 일기예보가 틀릴 경우에 대비해 우비를 챙기거나, 새벽 추위를 걱정해 두꺼운 옷을 챙기기도 합니다.

투자자의 예측도 비슷합니다. 미리 계획을 세우고, 예측이 틀릴 경우에 대비하는 일이기 때문입니다. 물론, 시장의 앞날을 정확하게 헤아리는 것은 불가능에 가깝다는 사실을 저희도 오랜 경험을 통해 누구보다 잘 알고 있습니다. 때문에 연간전망 보고서의 마지막에는 다음과 같이 적었습니다.

“저희도 생각과 계획을 바꿔야 하는 상황이 오면, 되돌아보고 다시 계획을 세우고 이를 다시 여러분께 공유하겠습니다.”

지난 보고서에선 2025 년의 주식시장이 변동성도 높고 험난할 것으로 예측했습니다. 당장 성급한 욕심을 부리기보다는 여름쯤 찾아올 조정 국면을 주식 비중을 늘릴 좋은 기회로 활용하자는 계획을 세웠습니다.

실제로 2025 년의 주식시장은 2023~24 년의 강세장과는 다르게 불확실성도 높아지고 큰 폭의 조정도 나타났습니다. 하지만, 올해 이른 더위가 찾아온 것처럼 주식시장의 조정도 저희의 생각보다 이른 시점에, 그리고 날카롭게 찾아왔습니다.

이번 보고서는 지난 상반기기를 되돌아보고, 다시 계획을 세워보는 것이 주된 목표입니다. 저희의 기존 생각과 무엇이 달랐고, 무엇이 같았는지 점검했습니다. 달라진 점을 토대로 예측을 수정하고, 다시 계획을 세웠습니다.

저희의 이야기가 지난 상반기 투자를 되돌아보는 계기가 된다면 그것으로 충분합니다. 이번에도 저희의 생각을 기준점 삼아, 급변하는 시장을 미리 생각해보고 투자 계획을 세워보시기를 바랍니다.

토스증권 리서치센터가 바라는 것은 언제나 단 한 가지입니다.

투자가 필수인 시대, 여러분이 조금 더 편안하게 오래도록 투자하는 데 도움이 되면 좋겠습니다.

과거를 돌아보고 미래를 내다보면서 함께 현재를 만들어가는 친구가 되길 바라며,

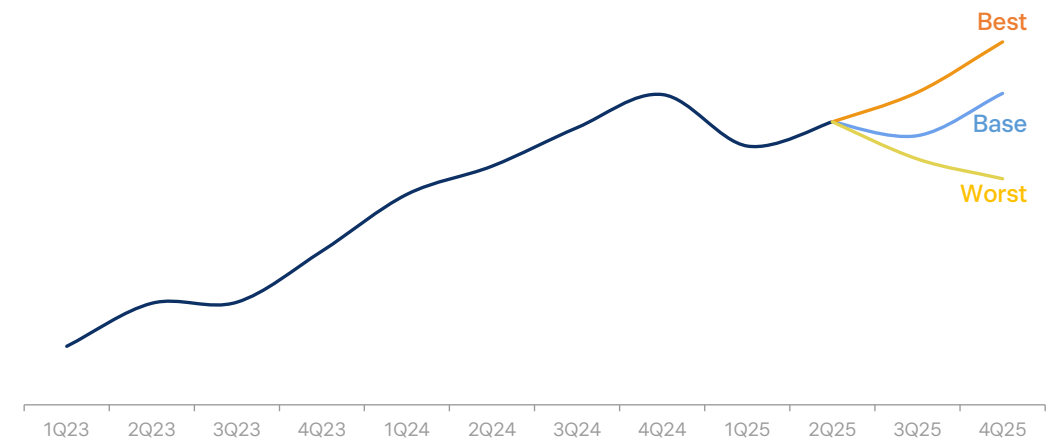
2025. 5. 29

토스증권 리서치센터

하반기 주식시장은 어떨까?

하반기 주식시장은 미국 정부의 방향성에 따라 결정될 가능성이 큼니다. 가장 확률 높은 Base 시나리오와 함께, Best 와 Worst 시나리오도 예측해 보았습니다.

[Data-1] 2025년 하반기 주식시장의 3가지 시나리오



출처: 토스증권

Base: 관세 압박과 협상 전략을 함께 구사해 주가가 천천히 회복하는 경우입니다.

- 미국은 중국을 제외한 동맹국가들과 대화를 통해 문제를 해결합니다. 다만, 중국과는 서로 원하는 항목에 대한 의견 차이가 커서 빠른 시일내 합의안을 도출하지 못합니다.
- 트럼프의 관세 압박이 장기화되면서, 물가가 오르고 소비 여력이 약화됩니다. 감세 등을 통해 소비 회복을 꾀하겠지만 전체 경제성장률은 다소 낮아집니다.

Best: 미국 정부가 협상 중심의 전략적 유연성을 보여주며 주가가 오르는 경우입니다.

- 미국은 중국을 제외한 국가들과 빠르게 합의점을 찾고 중국과도 대화를 통해 큰 의견 충돌 없이 이른 시일 내에 협상을 타결합니다.
- 트럼프 대통령의 관세 압박은 협상 카드였고 실제 관세율도 당초 발언보다 낮아집니다. 관세가 낱을 부작용을 인지하고 대규모 감세를 포함한 소비진작 프로그램을 실시합니다.

Worst: 대규모 관세 부과가 이뤄져 전면 대립하며 시장의 혼란이 커지는 경우입니다.

- 중국과 대화가 이뤄지지 않는 상태에서 유럽, 일본 등 다른 국가와도 합의점을 찾지 못합니다. 협상은 장기화되고 실제 높은 세율의 관세가 부과되면서 보복 관세가 이뤄지고 무역전쟁은 현실이 됩니다. 이로 인해 기존 동맹국과도 갈등이 높아집니다.

Part 1. 상반기는 어땠나?

지난 상반기기를 되돌아보겠습니다. 예측을 수정하고 새로운 계획을 세우기 위해서는 지난 예측을 돌아볼 필요가 있기 때문입니다. 예측을 수정하는 일의 시작점은 어떤 점이 생각과 같았는지, 반대로 어떤 점이 달랐는지를 돌아보는 것입니다. 새로운 예측하에서 새로운 계획도 세울 수 있습니다.

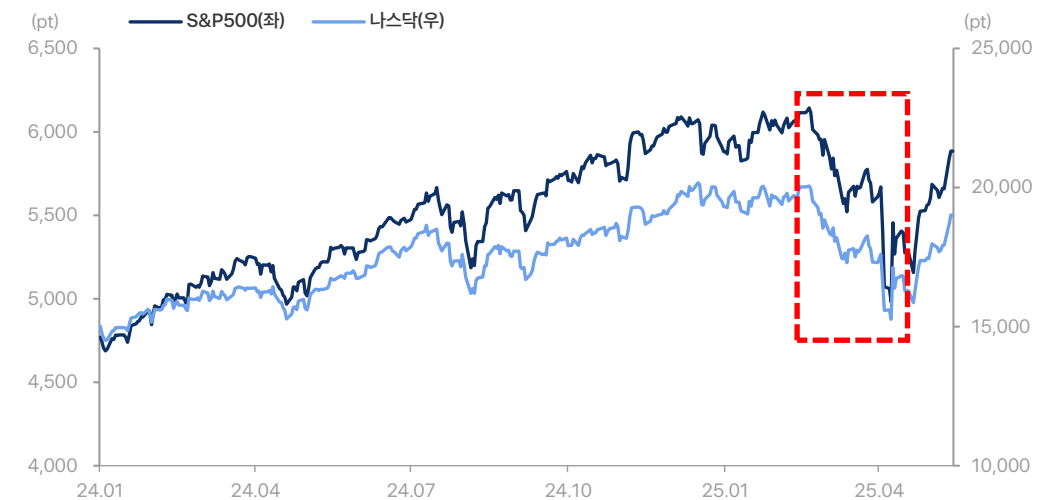
예상보다 빠르게 찾아온 조정 국면

상승세를 이어가던 미국 주식시장은 2월 들어 내림세를 보이기 시작했습니다. 중국 딥시크(DeepSeek)의 등장으로 미국이 주도하는 AI(인공지능) 생태계에 대한 의구심이 생겨났습니다. 이에 더해 4월 들어서는 트럼프의 관세 발표로 글로벌 경기에 대한 우려가 커지며 주가 하락이 더욱 가파르게 나타났습니다.

올해 들어 S&P500과 나스닥 지수 모두 고점 대비 약 20%의 하락을 보였습니다. 개별 종목의 하락은 더 크게 나타났습니다. 이렇게 주가가 큰 폭으로 하락하는 것은 지난 2년(2023~24년)의 상승장과는 분명 다른 모습이었습니다.

다행히 미국과 중국의 무역 협상 타결 소식에 증시는 빠르게 회복했습니다. 즉, 2025년 상반기 증시는 불확실성의 확대, 조정 국면의 등장과 회복으로 요약해볼 수 있겠습니다.

[Data-2] 2025년 상반기에 나타난 미국 주식시장의 조정 국면



출처: Bloomberg, 토스증권

주식시장이 크게 흔들릴 때는 그 이유를 아는 것이 중요합니다.

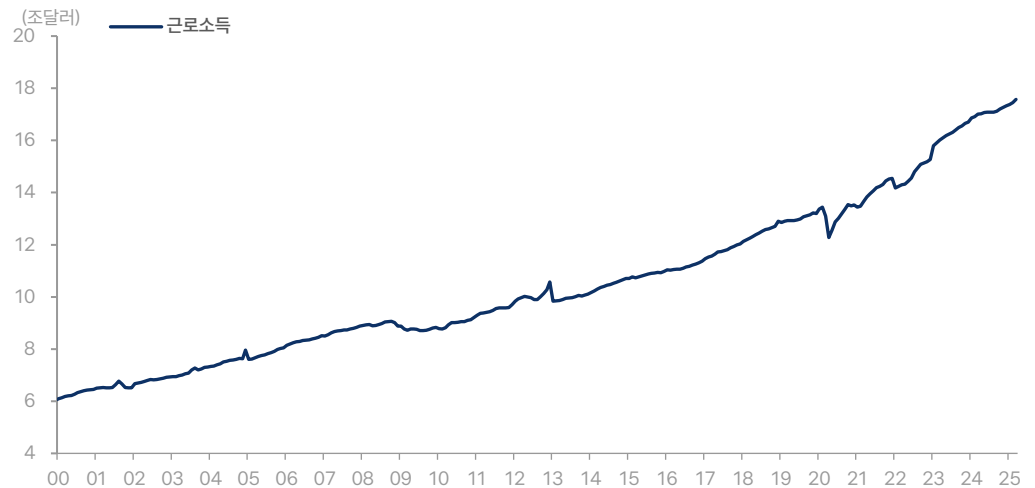
주가를 설명하기 위해 가장 흔히 쓰이는 방법은 PER(주가수익비율)입니다. 주가를 기업의 실적(순이익)과 비교하는 방식입니다. 이를 활용하면 주가 하락이 실적 악화 때문인지, 혹은 멀티플(PER) 하락 때문인지를 나눠서 살펴볼 수 있습니다.

이번 조정 국면의 상황을 이익(EPS)과 멀티플(PER)로 나눠보면, 그 원인은 제법 뚜렷하게 보입니다. 이익은 큰 변화가 없는 가운데 PER이 크게 떨어졌기 때문입니다. 미국 경제는 여전히 양호한 흐름을 이어가고 있습니다. 미국 GDP의 약 70%를 차지하는 소비의 근원이라 할 근로소득이 꾸준히 늘어나고 있기 때문입니다. 실업률 역시 4.2%로 양호한 모습입니다.

물론, 관세로 인해 앞으로 악화될 수 있는 경기와 실적을 주가가 미리 반영한 것일 수 있습니다. 하지만, 그렇기에 이후 나타난 주가의 반등 국면에서도 PER이 크게 상승하며 주가 회복을 견인했습니다.

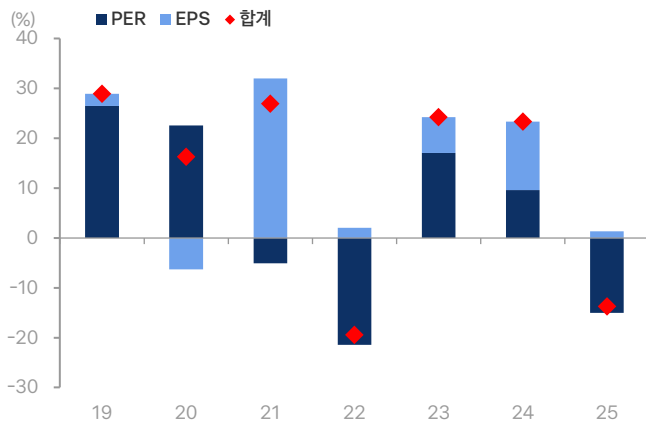
결론적으로 이번 하락은 경제의 펀더멘털이 크게 변했다기보다는, 주가만 크게 오르내리며 변동성이 확대된 결과라는 뜻입니다. **조정 국면 자체보다는 불확실성 증가와 '변동성 확대'가 핵심입니다.**

[Data-3] 근로소득이 꾸준히 증가하며 소비 역시 건조한 상황



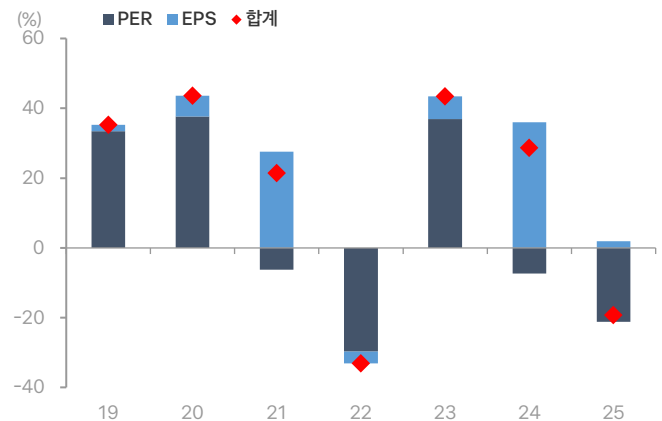
출처: FRED, 토스증권

[Data-4] S&P500 지수의 2025년 조정 국면은 PER 하락 때문



출처: Bloomberg, 토스증권 / 주: 2025년은 4월 5일 기준

[Data-5] 나스닥 지수의 2025년 조정 국면도 PER 하락 때문



출처: Bloomberg, 토스증권 / 주: 2025년은 4월 5일 기준

“2025년에는 지난 2년의 강세장에 비하여 전반적으로 상승세는 완만해지고 주가의 조정 국면도 나타나겠습니다. 때문에 지난 강세장을 떠올리며 성급한 욕심을 부릴 필요는 없습니다. 버는 것보다 중요한 것은 지키는 것이기 때문입니다.”

지난 12월 발간된 ‘2025 연간전망’ 보고서 중 ‘Part 3. 언제 사는 게 좋을까?’를 시작했던 문장입니다. 주식시장의 변동성이 높아지고 조정 국면이 찾아올 것으로 예상했던 이유 중 하나는 높아진 PER이었습니다. 결과적으로 PER의 변화가 이번 상반기 주식시장 변동성의 원인이 되었습니다.

물론 PER이 높다고 언제나 곧장 주가가 하락하는 것은 아닙니다. 이익 성장률의 둔화나 연준 유동성 환경 악화, 계절성 등의 상황을 종합적으로 고려해 조정 국면을 예상했습니다. PER이 높아진 상황에서 약간의 부정적인 소식에도 주가의 변동성이 커질 수 있기 때문입니다.

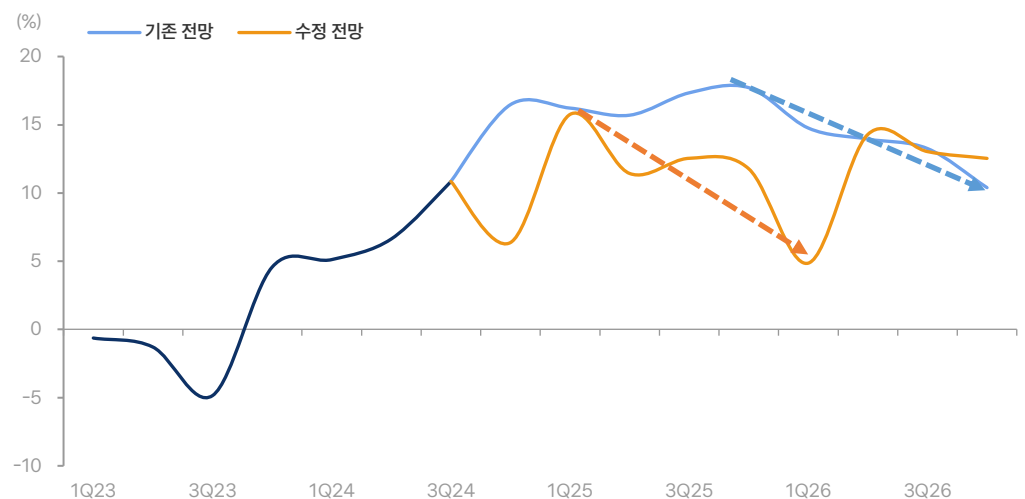
저희의 예상과 다른 점도 분명 있었습니다. 위에서 소개해드린 문장은 아래와 같이 끝납니다.

“그렇다고 강세장이 끝났으니 주식시장을 떠나자는 뜻은 아닙니다. 여름쯤 찾아올 주가의 조정 국면은 미국 주식의 비중을 늘릴 좋은 기회가 될 것입니다.”

맞습니다. 조정 국면이 찾아오는 시점은 저희의 예상보다 빨랐습니다. 2~3분기 사이, 여름쯤 찾아올 것으로 생각했던 조정 국면이 그보다 앞서 1~2분기 사이에 찾아왔습니다.

조정 국면이 예상보다 이르게 찾아온 이유는 명확합니다. 트럼프 2기 정부의 관세 정책이 생각보다 빠르고 급진적으로 전개되었기 때문입니다. 예상보다 과격한 정책이 발표되며, 주식시장의 심리는 얼어붙었습니다. 기업들의 실적에 대한 우려가 커지며 이익 성장률 둔화 시점 전망도 2025년 4분기에서 2025년 1분기로 앞당겨졌습니다. 결국, 트럼프 2기 정부의 급진적인 정책이 주식시장의 큰 변동성을 야기한 셈입니다.

[Data-6] 기존의 예상보다 앞당겨진 기업들의 이익 성장률 둔화 시점



출처: Bloomberg, 토스증권

지금의 상황은 어떨까요? **당분간 변동성 높은 장세가 이어질 것으로 예상됩니다.**

미국과 중국의 협상 소식이 전해지면서 주가는 빠르게 반등했습니다. 18 배까지 낮아졌던 S&P500의 PER도 어느덧 다시 20 배를 넘어섰습니다. 여전히 과거 20년 평균 수준인 16 배보다 크게 높은 수준입니다. 높은 PER은 높은 변동성의 원인이 될 수 있습니다. 이를 감안하면, 5월의 회복을 상승의 시작이 아닌 변동성 장세의 연장선으로 보는 것이 합리적이라고 판단됩니다.

실제로도 미국과 중국의 협상은 완전한 타결과 종료가 아닌 '90일 유예'입니다. 앞으로 구체적인 협상의 과정이 남았다는 뜻입니다. 그 과정이 수월할지 혹은 어떤 결과가 나올지는 그 누구도 단언할 수 없습니다. 지금의 우호적인 분위기가 어떻게 바뀔지도 예측하기 어렵습니다.

결국, 앞으로의 협상과 관련된 불확실성이 증시의 변동성을 높이는 요인으로 작용할 가능성이 큼니다.

[Data-7] 크게 낮아졌다가 다시 높아진 S&P500 PER



출처: Bloomberg, 토스증권

높은 PER 환경에서도 증시가 변동성을 줄이면서 다시 상승세에 진입하기 위해서는 불안 요인들이 진정될 필요가 있습니다. 가장 중요한 키워드는 결국 '트럼프'입니다. 트럼프 정부의 정책이 상반기 주식시장의 변동성을 만들었을 뿐 아니라, 시간이 지날수록 미국과 글로벌 경제 전반에도 큰 영향을 미칠 수 있기 때문입니다.

따라서, 남은 2025년의 투자를 준비하는 데 있어서 중요한 일은 트럼프 정부의 방향성을 면밀하게 살피는 것입니다.

Part 2. 트럼프 정책은 어떨까?

관세를 부과하려는 시도와 이후 전개 과정을 볼 때 트럼프의 위협적 언사는 상대 반응을 이끌어 내고 협상에서 유리한 위치를 선점하기 위한 도구였음을 알 수 있습니다. 트럼프는 집권 기간 내내 이런 행태를 반복하겠지만 발언 영향력은 이전보다 약화될 것입니다. **주식시장은 트럼프의 발언보다 실제 정책으로 연결되는지를 더 주목할 것입니다.**

트럼프는 양치기 소년이 되었다

트럼프 대통령의 경제 전략은 감세를 통해 내수 소비를 늘리고 기업 투자를 활성화하는 데 초점을 맞추고 있습니다. 감세로 인해 발생하는 세수 부족은 관세 정책을 통해 일부 보완하고자 하며, 동시에 연방정부의 재정지출을 효율화함으로써 재정 건전성을 유지하려는 구조로 되어 있습니다.

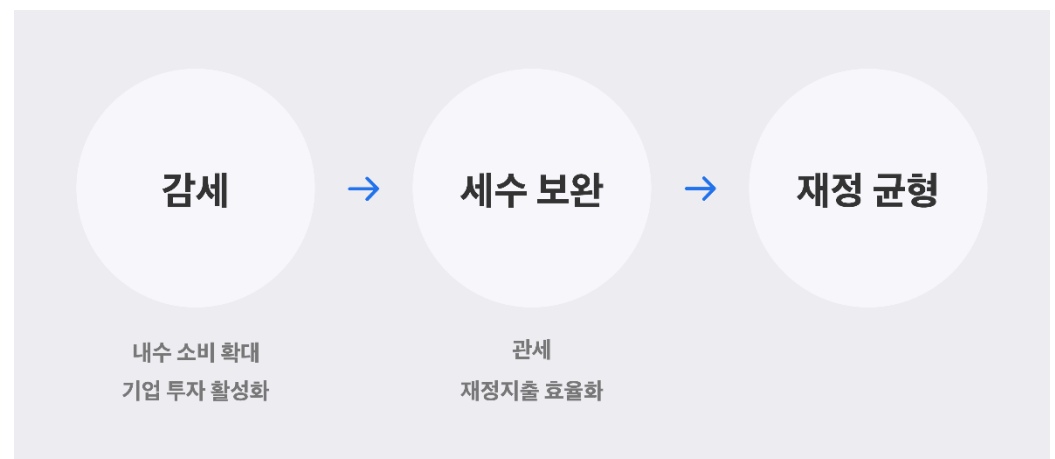
얼핏 보면 '경기 부양 - 세수 보완 - 재정 균형'이라는 완결된 성장 모델처럼 보이지만 실제로는 여러 **상충 요소와 구조적 제약으로 인해 계획대로 추진하기 어려운 성격을 갖고 있습니다.**

관세는 연방 세수에서 차지하는 비중이 2~3%에 불과합니다. 실제 대규모 관세를 부과하기도 어렵지만 관세를 통해 세수가 증가하더라도 세수 공백을 메우기엔 크게 부족합니다. 복지 축소와 연방정부 효율화도 정치적 반발이 크고 사회적 갈등을 유발할 수 있어 전면적인 실시는 어렵습니다.

감세 정책은 소비와 투자 증가를 이끌어낼 수 있습니다. 다만 이 경우 세수 감소로 인해 '국채 발행 증가 - 이자비용 상승'과 같은 재정 압박 악순환은 심화됩니다. 트럼프 생각과 달리 지난 4월처럼 장기 국채금리가 급등할 경우 상황은 더 악화됩니다.

트럼프는 금리 인하를 유도해 재정(국채 이자비용 감소)과 성장(경기 부양) 두 마리 토끼를 잡고자 합니다. 하지만 정치적 목적을 갖고 연준을 압박할 경우, 시장 신뢰가 훼손될 수 있습니다. 실제로 트럼프가 금리 인하를 압박하자 장기 국채금리는 오히려 급등했고, 결과적으로 트럼프 정책을 지속하기 힘들어졌습니다.

[Data-8] 트럼프의 경제 정책 구상



출처: 토스증권

(1) 관세 정책

지난 4 월, 트럼프가 대규모 관세 부과를 발표하면서 글로벌 금융시장에 큰 충격을 줬습니다. 이후 전개를 예측하기 위해서는 우선 트럼프의 의도를 살펴볼 필요가 있습니다.

트럼프 행정부는 무역적자 해소와 제조업 보호를 명분으로 내세우고 있지만 그 이면에는 정치적 계산이 작용하고 있습니다. 트럼프는 달러의 기축통화 지위와 미국이 최대 수입국이라는 점을 활용해, 관세를 상대국 압박에 이용하고 있습니다. 실제로 멕시코의 이민 정책이나 한국의 방위비 분담처럼 관세와 무관한 사안까지 연계해 협상이 이뤄지고 있습니다.

[Data-9] 트럼프 정부의 관세 정책 진행 현황				
	상호 관세율	대미 무역흑자	관세 연계 협상 의제	향후 일정
중국	최대 145%	2,954억달러	안보, 환율, 희토류, 마약	협상 중 30%, 90일(8월 12일) 후 추가 관세
유럽	20%	2,356억달러	국가 안보, 방위비	협상 중 기본관세, 6월 1일부터 상호관세 50%
멕시코	25%	1,718억달러	마약 밀수, 불법 이민	USMCA 품목 면제, 7월 중 추가 관세 예정
베트남	46%	1,235억달러	무역 흑자, 비관세 장벽	협상 기간 기본관세, 7월(19일 예정) 추가 관세
일본	24%	685억달러	환율, 방위비	기본관세, 자동차와 부품 25%. 7월 추가 예정
한국	25%	660억달러	방위비, 안보	협상 중 기본관세, 7월(19일 예정) 추가 관세
캐나다	25%	633억달러	마약 밀수, 불법 이민	USMCA 품목 면제, 7월(19일 예정) 추가 관세

출처: 미국 상무부, 토스증권, 주요 언론사 취합(대미 무역흑자는 2024년 기준)

트럼프의 협상은 다자간 동시 협상이고 단순한 경제 논리만으로 해결되기 어렵기 때문에 문제 해결에 많은 시간이 필요할 수 있습니다. 과거 트럼프 1기 때는 동맹국과 1차 합의에 이르기까지 평균 2~6개월이 소요되었고 중국과의 협상에는 이보다 더 많은 시간이 소요되었습니다. 관세 문제는 올해 내내 주식시장에 불확실성 요인으로 작용할 것으로 예상됩니다.

협상이 타결되더라도 트럼프 취임 이전 수준으로 관세가 회복되기는 어려우며 기본 관세율인 10%는 유지될 가능성이 높습니다. 이는 기업 입장에서 비용 증가와 마진 축소로 이어질 수 있는 변수입니다.

희망적인 부분은 최악의 상황이 이미 지나갔다는 점입니다. 중국과 100%가 넘는 고율의 관세 부과를 선언하며 강대강 대립 양상을 보이던 시기는 지났고 이제는 협상 단계로 접어들었기 때문입니다.

협상 과정에서 진통은 있을 것이고 시장도 잠시 일회일비할 수 있지만 점차 내성을 갖추게 될 것이고, 관세 관련 불확실성은 하반기로 갈수록 점차 완화되는 방향으로 전개될 가능성이 큼니다.

[Data-10] 과거 트럼프 1기 행정부 시절 관세 부과 및 협상 일정			
	발표/시행	협상 개시	합의 일시
중국	2018년 3월	18년 12월, 19년 10월(고위급)	20년 1월(1단계)
캐나다/멕시코	2018년 6월	18년 7월(USMCA 재협상)	18년 9월(USMCA 협상)
EU	2018년 6월	18년 7월(정상회담)	잠정 유예(무역전쟁 사실상 휴전)
한국	2018년 3월	18년 3월(FTA 개정 협상)	18년 3월(1차), 19년 3월 발효
일본	2018년 6월	19년 4월(무역협상)	19년 9월(1차), 20년 11월 발표

출처: 미국 상무부, 토스증권, 주요 언론사 취합

(2) 감세 정책

트럼프 대통령은 감세 정책을 통해 소비와 투자를 증가시켜 경기를 부양하고자 합니다. 이미 대규모 감세와 연방정부 지출 축소를 포함한 포괄적 예산 조정 법안 'The One, Big, Beautiful Bill'을 추진 중입니다. 법안에 담긴 감세 정책은 소득세 인하뿐만 아니라 법인세, 복지 관련 세제까지 포괄하고 있습니다. 감세 시행으로 1년간 GDP 0.6%p 상승 효과가 기대되지만, 세입 감소로 국가 부채는 10년간 약 5.7조달러 증가할 것으로 예상됩니다.¹

2017년 트럼프 감세안²으로 납세자 평균 세금 부담은 줄었고 세금 신고 절차는 간소화되었습니다. 한시적 적용이었던 이 법안은 2025년 말에 주요 항목이 기간 만료됩니다. 따라서 의회의 조치가 없다면 2026년엔 현행 대비 큰 폭의 세금 인상에 직면할 수 있습니다.

2025년 트럼프 정부의 감세안은 5월 22일 하원 본회의 표결을 통과했습니다. 상원 본회의 표결이 남아 있는데 상원은 공화당이 100석 중 53석을 보유하고 있습니다. 트럼프와 공화당은 예산 조정(Budget Reconciliation) 제도³를 이용해 독립기념일인 7월 4일 이전에 상원 최종 승인을 목표로 하고 있는데요. 몇몇 공화당 의원들이 재정적자와 복지 예산 삭감 조항에 이견을 제기하고 있어 일부 조항이 수정될 수는 있지만, 3분기 중에는 감세안이 시행될 가능성이 높은 상태입니다.

[Data-11] 트럼프 정부가 추진 중인 감세 법안의 주요 내용

구분	주요 내용
개인소득세	소득세를 인하, 표준소득공제 및 자녀세액공제 확대, 팁 및 초과근무수당 소득세 면제, 2017년 감세법 연장
법인세	법인세 최고세율 인하(21→20%), 2017년 감세법(35→21%)보다 더 낮은 세율 적용
자동차 세액공제	미국산 자동차 구입 시 대출이자 세액공제 신설, 최대 1만달러까지 연간 대출 이자 공제 적용
상속/증여세	상속세, 증여세 면제한도 확대. 25년말 일몰 예정이던 공제 한도를 상향하고 연장
재생에너지	친환경차(전기차, 수소차)세액공제 폐지, 인플레이션 감축법 기반 청정에너지 세액공제와 보조금 큰 폭 삭감
공공복지	공공의료(메디케이드, 저소득층 의료보험), 식품지원 등 복지프로그램 자격 요건 강화 및 지원 예산 삭감
국방, 이민 예산	차세대 미사일 방어체계 예산 증액, 국경 장벽 건설과 불법 이민단속 예산 큰 폭 증액

출처: 미국 의회, Congress.gov, 토스증권

1 Penn Wharton Budget Model 기준.

2 세금 감면과 일자리 창출, TCJA.

3 세입/지출/부채에 영향을 주는 항목에 한해 필리버스터 없이 법안을 신속하게 통과시키는 절차.

(3) 이민자 정책

트럼프 대통령은 취임 직후부터 행정명령을 통해 이민자 제한을 추진하고 있습니다. 겉으로는 국경 통제를 통한 안보 강화를 명분으로 내세우지만 실재는 지지층 결속을 다지고 자신을 ‘국가를 지키는 강력한 지도자’로 이미지화하려는 의도가 숨어 있습니다. 트럼프는 ‘America First’를 주장하면서 이민자를 배격하고 지지기반인 백인, 저소득, 노동자 계층에게 일자리를 제공하면서 이들의 충성도를 강화하고자 합니다.

이러한 이민 정책은 단지 국내 정치용 도구에 그치지 않고 멕시코나 중남미 국가와의 무역 협상에서도 관세와 유사한 압박 수단으로 활용됩니다. 정치적으로는 일정한 효과를 거둘지 몰라도 경제적으로는 피해를 볼 것으로 판단됩니다. 특히 농업, 축산업, 건설업, 단순 서비스업 등 저임금 노동력에 크게 의존하는 산업들은 인력 부족에 따른 경쟁력 약화가 발생할 것입니다.

[Data-12] 트럼프 정부의 이민자 제한 정책		
항목	주요 내용	진행 현황/영향
불법이민자 추방	즉각적인 신속한 추방, 연간 100만명 이상 추방 목표	추방자 크게 증가
국경통제 강화	미국 남부 국경장벽 신설, 국경순찰대 충원	멕시코와 갈등 발생
난민/망명 제한	난민/망명 신청 일시 중단, 망명 심사 기준 강화	국제 인권 문제 부각
직장 내 이민자 단속	불법체류 노동자 고용 사업장 단속시 벌금/처벌 강화	산업현상 인력난
장기거주자 단속	시민권자 가족 포함 장기거주 불법체류자 단속 강화	사회적 불안 발생
비자 심사 강화	학생/취업/가족초청 등 각종 비자심사 강화	유학생, 전문가 유입 감소

출처: 미국 의회, Congress.gov, 토스증권

(4) 에너지 정책

트럼프 대통령은 취임 직후 ‘국가 에너지 비상사태’를 선언하고 ‘미국 에너지 해방(Unleashing American Energy)’ 행정명령을 시행했습니다. 트럼프는 에너지 중에서도 석유, 천연가스, 석탄, 원자력을 핵심 에너지원으로 지정하고 관련 산업의 규제 완화와 생산 확대를 진행하고 있습니다. 이를 통해 에너지 산업의 경쟁력을 강화하고 제조업, 운송업, 농업 등의 경쟁력도 높이고자 합니다.

트럼프는 미국 내에서 생산하고 소비하는 에너지를 강조하며 자국 산업 보호를 우선하는데 이는 경제적 효과 외에 석탄, 석유 산업 지역 유권자의 지지 확보를 위한 정치적인 목적도 있습니다.

[Data-13] 트럼프 정부가 추진 중인 에너지 정책의 주요 내용	
항목	주요 내용
화석연료 확대	석탄, 가스, 석유 생산 증가와 수출 확대. 석탄발전소 규제 완화. 시추/채굴 인허가 간소화
원자력 지원	원자력 규제 완화, 신규 원전 및 소형모듈원전(SMR) 기술 개발 지원
천연가스 확대	시추/개발 규제 완화, LNG 수출 인허가 간소화, 천연가스 파이프라인/터미널 신속 승인 및 건설
에너지 안보 강화	미국 내 에너지 자립 추진. 국내 공급 확대로 에너지 자급자족 달성하며 전략적 비축도 강화
규제 완화	환경/기후/에너지효율 규제 큰 폭 완화. 규제기관 권한 축소
친환경 정책 축소	재생에너지/전기차/청정에너지 보조금 및 세액공제 축소 또는 폐지. 파리기후협정 탈퇴

출처: 미국 에너지부(DOE), 미국 에너지정보청(EIA), 토스증권

Part 3. 하반기는 다를까?

관세로 대표되는 트럼프 정부 정책은 경제와 금융시장에 영향을 미치게 됩니다. 관세는 경기를 둔화시키고 물가를 높이는 요인입니다. 관세의 영향은 그 정도입니다. 상승장의 흐름이 바뀔 정도의 큰 충격은 없을 것으로 보입니다. 주식시장의 본격적 상승 국면도 연말이 다가오면서 재개될 것입니다.

다만, 협상의 불확실성은 여전히 남아 있습니다. 트럼프의 말에 시장이 또다시 흔들릴 가능성도 충분히 존재합니다. 시간이 지연될수록 경제 주체들의 심리 위축에 따른 부정적 영향도 커질 수 있습니다. 당분간 주식시장의 변동성이 이어질 거라 생각하는 이유입니다.

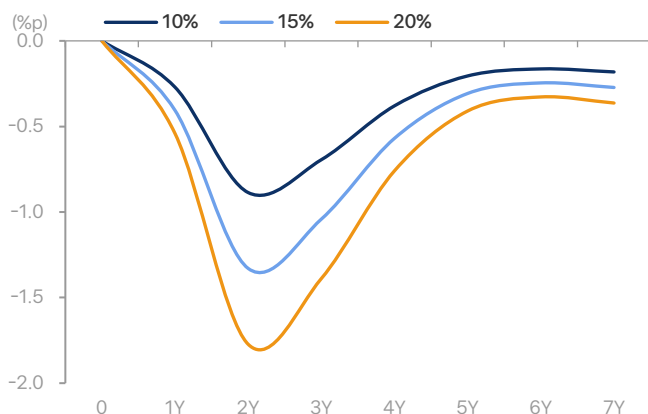
관세가 경제와 물가에 미치는 영향

관세 정책이 경제에 미치는 영향은 부정적입니다. 트럼프 정부가 관세 정책을 발표한 이후의 금융시장 반응만 보더라도 알 수 있습니다.

국가간 교역량이 감소하면서 글로벌 경제가 전반적으로 악화됩니다. 소비에도 부정적입니다. 특히 관세로 인한 수입 물가 상승으로 소비 여력은 더욱 줄어들게 됩니다. 소비 중심의 경제 구조를 보유한 미국에는 더욱 부정적인 이슈입니다. 기업들 입장에서도 이미 갖춰진 밸류체인이나 공급망을 바꾸려는 시도가 수월할 수는 없습니다. 그 과정에서 마찰도 불가피합니다. 비용 구조가 왜곡되는 등 기업들의 수익성이 악화될 수 있습니다.

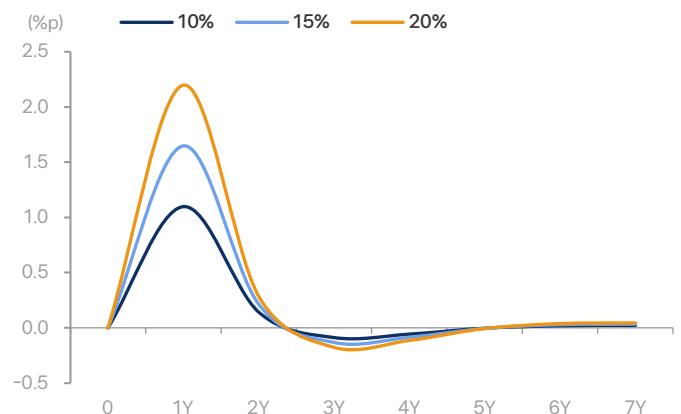
실제로 IMF(국제통화기금)는 트럼프 1기 정부에서 중국과의 무역전쟁으로 미국의 경제성장률이 0.3~0.5%p 악화된 것으로 추정하고 있습니다. PIIE(피터슨 국제경제정책연구소)는 상대국의 보복 관세까지 고려하면 2025~26년 1%p 이상 낮아질 거라고 언급했습니다.

[Data-14] 관세는 경제성장률을 낮추는 요인



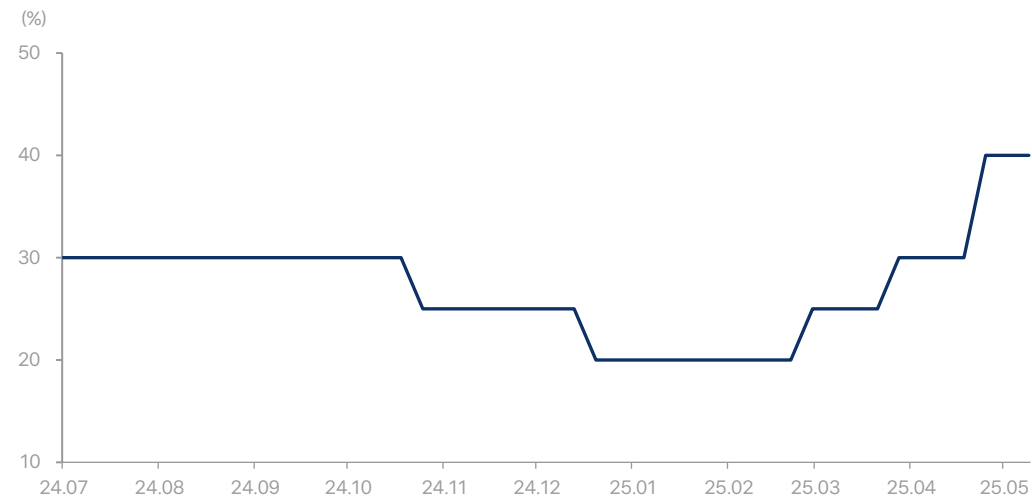
출처: PIIE, 토스증권

[Data-15] 관세는 물가상승률을 높이는 요인



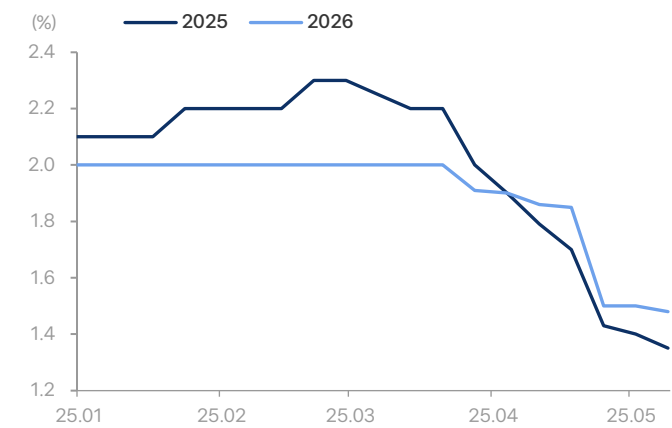
출처: PIIE, 토스증권

[Data-16] 2025년 들어서 다시 높아지기 시작한 미국의 경기침체 확률



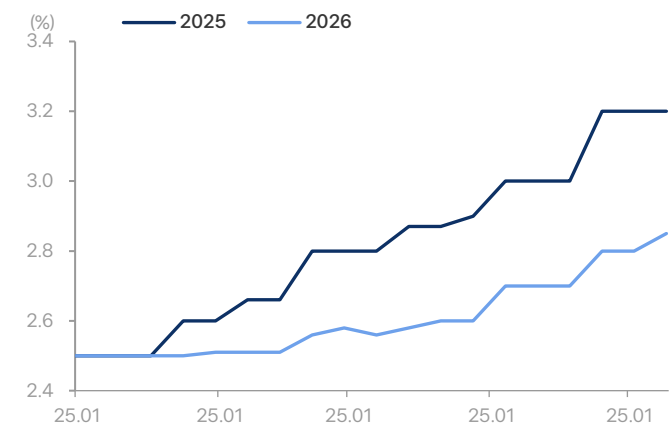
출처: Bloomberg, 토스증권

[Data-17] 경제성장률 전망치는 낮아지고



출처: Bloomberg, 토스증권

[Data-18] 물가상승률 전망치는 높아지고



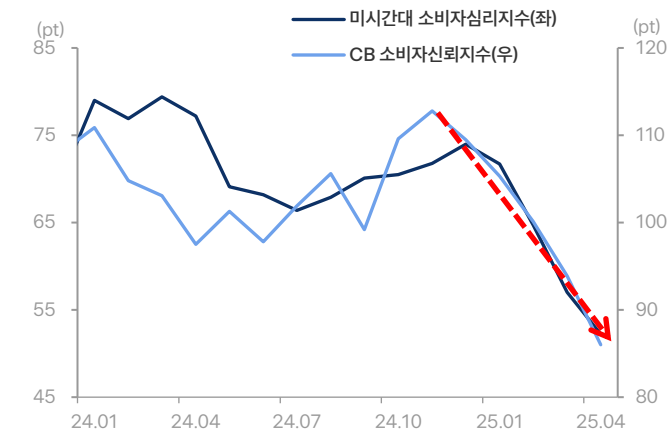
출처: Bloomberg, 토스증권

급격한 악화보다는 완만한 둔화에 무게

관세의 부정적 영향이 당장 미국 경제에 영향을 미치고 있는 상황은 아닙니다. 경제 지표가 악화됐다는 이야기가 들리지만, 실물지표(하드 데이터)가 아닌 심리지표(소프트 데이터)이기 때문입니다.⁴ 관세를 두고 경제 주체들의 우려가 높아지며 심리가 먼저 나빠진 것입니다.

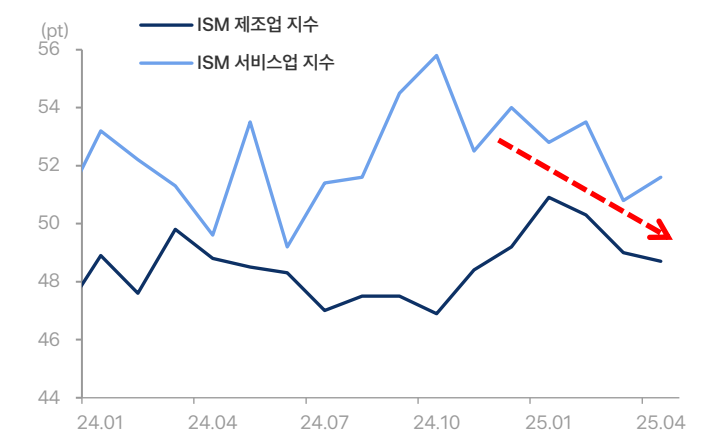
반면에 실물 지표는 여전히 견조합니다. 미국 경제의 핵심인 소비는 증가세가 이어지고 있습니다. 고용시장 역시 실업률이 자연실업률⁵ 수준에서 유지되는 등 양호한 상황입니다. 지난 1분기 미국의 경제성장률이 역성장(-0.3%)을 기록했지만, 관세 정책을 앞두고 수입이 크게 늘어난 데 따른 일시적 영향입니다. 애틀랜타 연은은 2분기 경제성장률 전망치(GDP Now)를 2.2%⁶로 밝히고 있습니다.

[Data-19] 가계의 소비심리 크게 위축



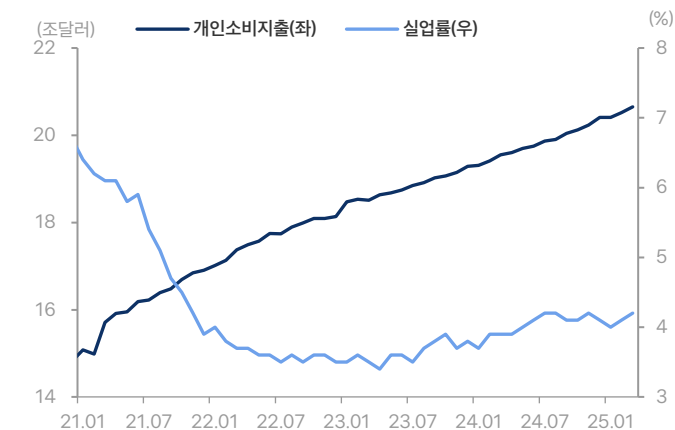
출처: FRED, Bloomberg, 토스증권

[Data-20] 기업들의 심리 역시 둔화



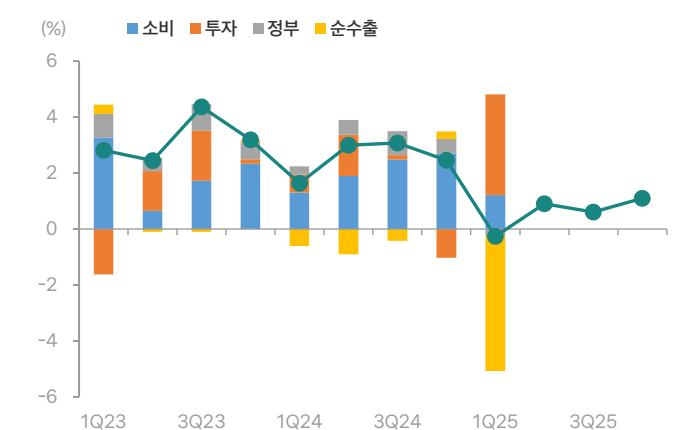
출처: Bloomberg, ISM, 토스증권

[Data-21] 여전히 양호한 소비와 고용



출처: FRED, BLS, 토스증권

[Data-22] 경제성장률은 수입 급증으로 인한 일시적 역성장 이후 반등 예상



출처: Bloomberg, 토스증권

4 하드 데이터(Hard Data)는 소비, 투자, 정부지출 등 경제를 구성하는 요인들의 실제 움직임을 의미하는 반면에, 소프트 데이터(Soft Data)는 기업이나 소비자 등을 대상으로 하는 서베이 등과 같이 심리지표를 의미합니다.

5 경제가 완전고용 상태에서 달성하게 되는 실업률 수준입니다. 정상적인 상황에서도 이직 등에 따른 실업이 존재하기 때문에 0%보다 높습니다. 연준은 미국의 자연실업률을 4% 수준으로 판단하고 있습니다.

6 2025년 5월 27일 기준.

관건은 악화된 경제 주체의 심리가 앞으로 실물 경제로까지 확산되는지 여부입니다. **결론부터 먼저 말씀드리자면, 급락한 심리를 따라 실제 경제가 크게 위축되지는 않을 것으로 판단됩니다.** 오히려 악화된 심리가 빠르게 회복되고, 경기는 완만한 둔화를 보일 것으로 예상됩니다.

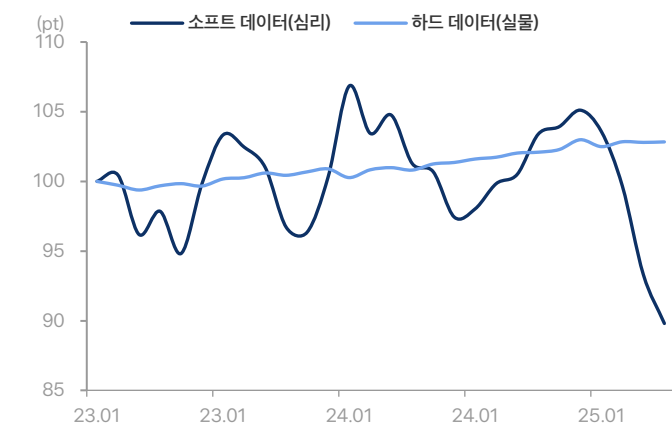
통상적으로 심리지표는 선행지표와 같은 역할을 합니다. 위축된 심리가 경제 활동의 둔화로 이어질 수 있기 때문입니다. 가령, 가계의 소비심리가 악화된다면 가계는 더 많은 소비를 하기보다는 혹시 모를 상황에 대비해 저축을 늘립니다. 이로 인해 실제로 소비가 둔화되는 현상이 나타나게 됩니다.

다만, 위와 같은 방식으로 지표를 확인할 때, 주의해야 할 점이 한 가지 있습니다. 심리지표의 경우 실물 지표보다 변동이 크다는 점입니다. 상황에 따라 빠르게 변하는 심리와 달리, 실제 경제 활동의 변화는 더디게 나타나기 때문입니다.

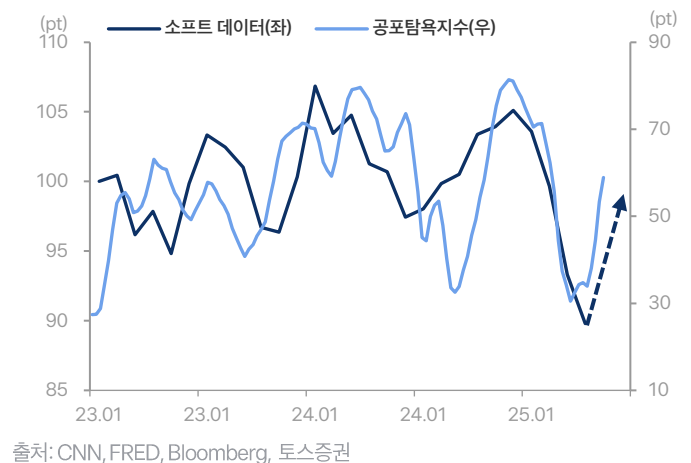
따라서, 심리가 악화된 정도와 함께 그 지속성도 살펴볼 필요가 있습니다. 만약 악화됐던 심리가 빠르게 회복된다면 위에 설명한 경로를 통해 실물 경제에 미치는 영향도 크지 않기 때문입니다. 이번이 바로 그런 사례가 될 것으로 보입니다. 금융시장의 심리를 나타내는 공포탐욕지수의 경우 5월 들어 이미 빠르게 반등했습니다. 경제와 금융시장의 심리가 그간 유사한 흐름을 보였던 점을 고려하면, 경제 주체들의 심리 역시 빠르게 회복될 것으로 보입니다.

급격한 심리 위축을 야기했던 트럼프 정부의 관세 정책도 분위기가 크게 바뀌었습니다. 중국과도 90일 유예에 합의하고 추가적인 협상을 진행하고 있기 때문입니다. 협상의 우위를 점하기 위해 과격한 발언들이 오가다 보면 다시 상황이 악화될 수는 있지만, 관세를 협상의 수단으로 생각하는 트럼프 정부가 실제로 과격한 정책(초고율 관세)을 시행할 가능성은 높지 않습니다. 그런 상황이 온다면 마찬가지로 심리의 문제가 될 가능성이 크다는 뜻입니다.

[Data-23] 빠르게 변하는 심리와 서서히 움직이는 경제



[Data-24] 금융시장의 심리는 이미 빠르게 반등



시간이 지날수록 가시화될 정부의 경기 부양책

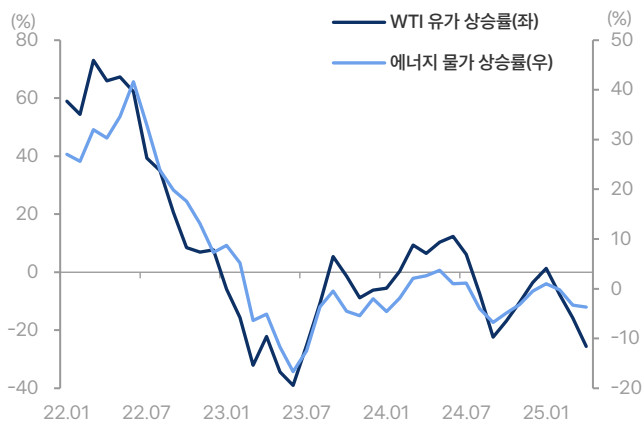
물론, 부정적 영향이 아예 없다는 것은 아닙니다. 높아지는 관세와 경제 내 불확실성으로 인해 경기가 둔화될 것으로 보이기 때문입니다. 대신 그렇기에 기대해 볼 수 있는 요인도 존재합니다. 경기 둔화를 원치 않는 정부의 부양 정책입니다.

대표적으로 미국의 중앙은행인 연준이 있습니다. **하반기에는 연준의 통화정책에 변화가 발생할 것으로 예상됩니다.** 아직까지 연준은 불확실성이 높으니 상황을 지켜보겠다는 입장입니다. 관세 정책으로 인해 진정되던 물가가 다시 오를 리스크가 존재하기 때문입니다.

다행히 연준의 걱정과는 달리 물가 상승률이 다시금 크게 높아지지는 않을 것으로 보입니다. 관세로 인한 물가 상승을 상쇄해 줄 요인이 등장했기 때문입니다. 바로 국제 유가의 하락입니다. 유가 하락은 에너지 물가를 포함하여 전반적인 물가 안정에 기여하는 효과가 있습니다. OPEC+가 생산량을 늘리겠다는 입장이라, 국제 유가의 하락 추세는 하반기에도 이어질 것으로 보입니다.

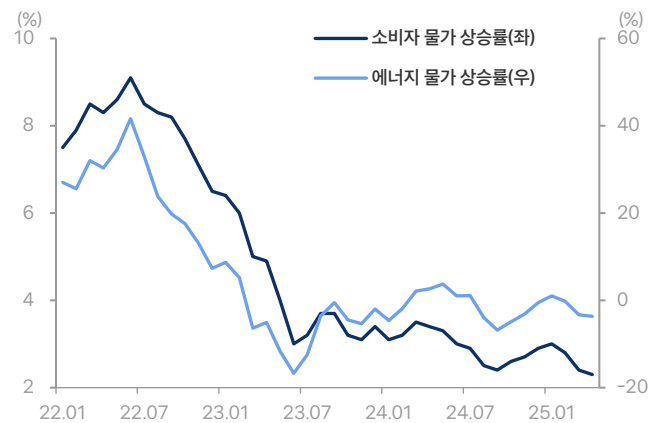
물가 상승률이 일시적으로 다시 높아지며 시장의 우려가 커지는 상황은 나타날 수는 있지만, 지금의 인플레이션 진정 흐름이 바뀌지는 않을 것으로 보입니다.

[Data-25] 유가는 에너지 물가와 밀접한 상관을 갖고



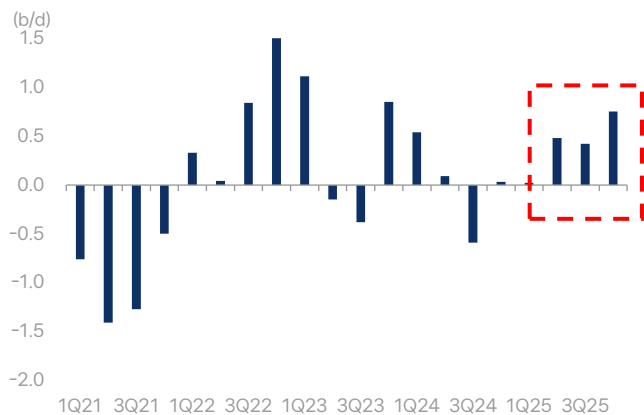
출처: BLS, Bloomberg, 토스증권

[Data-26] 에너지 물가는 소비자 물가에서 중요한 역할



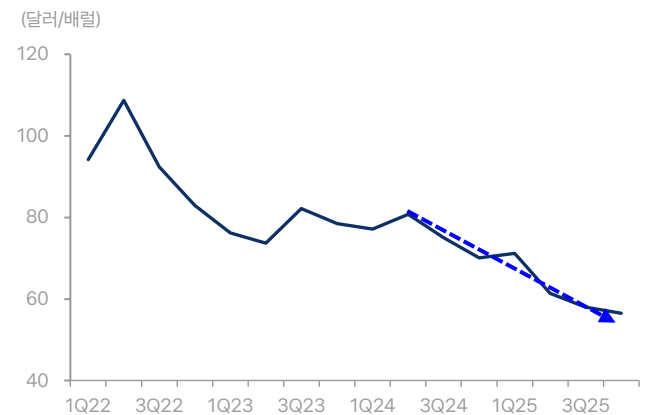
출처: BLS, Bloomberg, 토스증권

[Data-27] 하반기 글로벌 원유 시장 초과공급 심화 예상



출처: EIA, 토스증권

[Data-28] 유가 하락이 인플레이션 안정화에 기여할 전망



출처: EIA, Bloomberg, 토스증권

관세가 물가에 미치는 영향도 2가지로 나뉘어서 생각해 볼 필요가 있습니다. 우선, 수입품 등의 가격을 높이는 직접적인 효과가 있습니다. 이는 정책 시행 초기에 즉각적으로 나타납니다. 그리고 경기 둔화에 따른 수요 감소로 가격이 하락하는 간접적인 효과가 시차를 두고 발생하게 됩니다. 만약 경기 둔화폭이 크다면, 물가 상승률이 이전보다 낮아지는 경우도 생길 수 있습니다.

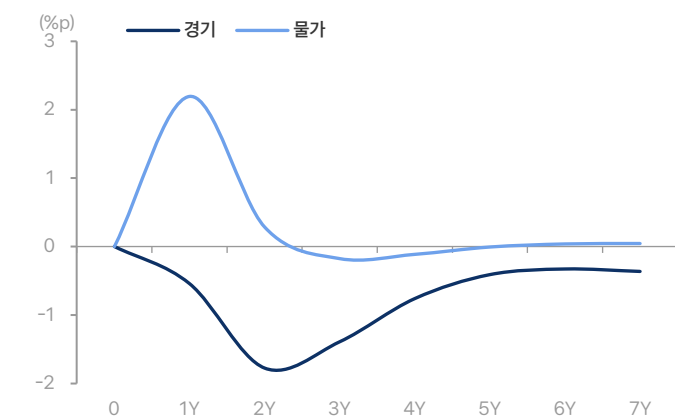
즉, 연준 입장에서는 관세 정책 시행 이후 관심사가 시간이 지나면서 변하게 된다는 뜻입니다. 초기에는 물가 상승 가능성에 초점을 맞추겠지만, 시간이 지날수록 경기 둔화 여부에 더 많은 관심을 둘 수밖에 없습니다.

연준은 지금까지 양적긴축을 실시하고 있으면서도 기준금리 인하 타이밍을 고민하고 있었습니다. 긴축 및 완화 정책을 동시에 고민하고 있었다는 뜻입니다. 연준의 신중한 입장을 보여주기도 하지만, 이는 매우 이례적인 상황입니다.

올해 하반기 연준의 정책 기조는 뚜렷해질 것으로 보입니다. 3분기 중으로 양적긴축 정책⁷을 종료하고, 작년 말 이후 멈췄던 기준금리 인하도 재개할 것으로 예상됩니다. 유동성을 직접적으로 공급하는 양적완화와 비교하여, 기준금리 인하는 경제에 영향을 미치기까지는 시간이 필요하겠습니다. 다만, 연준의 완화적인 정책 이후 주식시장의 강세를 여러 차례 경험했던 투자자들의 심리에는 빠르게 영향을 미칠 것으로 보입니다.

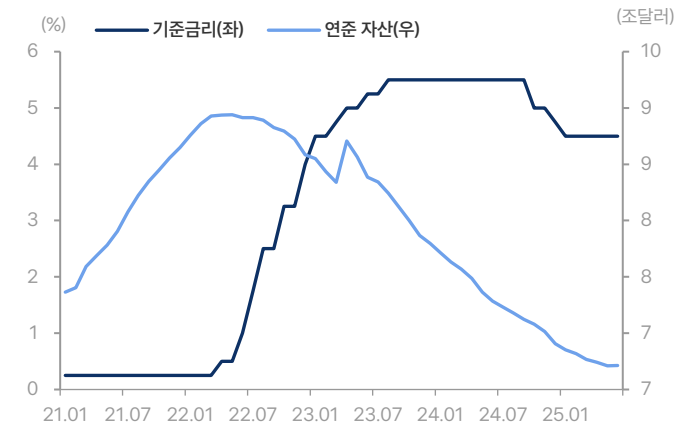
트럼프 정부의 감세 정책도 기대 요인입니다. 감세 정책이 시행되면 소비, 투자 등 분야에서 경제에 긍정적인 영향을 미칠 수 있습니다. 트럼프는 대선 후보 시절부터 감세를 핵심 공약으로 내세웠습니다. 공화당 내부에서도 의견 차이가 있긴 하지만, 법안의 수정과 조율을 거치며 합의점을 찾아 3분기 중에는 감세 정책이 시행될 것으로 예상됩니다. 감세 정책은 빠르게 경제에 긍정적 효과를 미칠 것으로 보입니다. 정부의 재정정책은 정책 시행 후 경제에 미치는 효과⁸가 상대적으로 빠르게 나타나기 때문입니다.

[Data-29] 관세 영향은 물가에는 빠르게, 경기에는 느리게 반영



출처: PII, 토스증권

[Data-30] 연준은 양적긴축 종료 및 금리 인하 재개 예상



출처: FRED, Bloomberg, 토스증권

7 연준이 보유하고 있던 채권을 팔아 사중의 자금을 거둬들이는 긴축적인 통화정책.

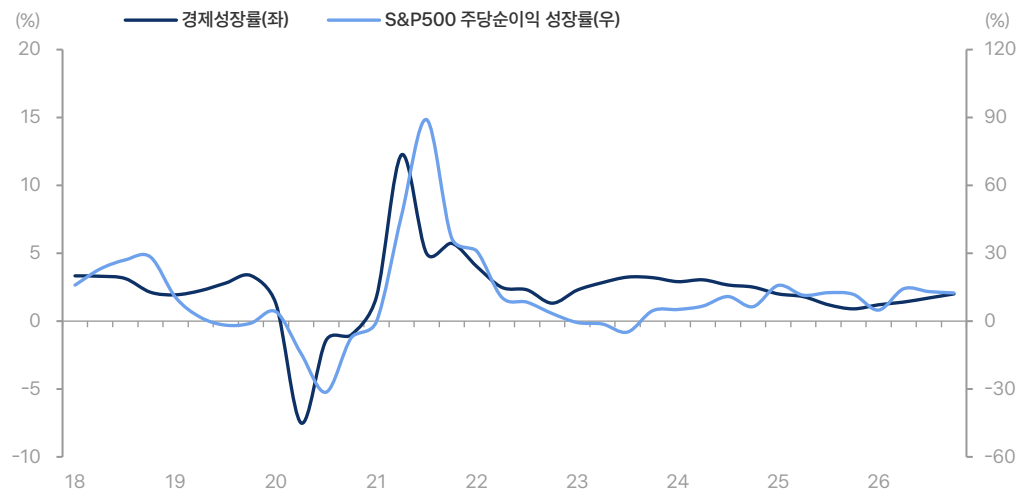
8 정책 결정에 걸리는 시간을 '내부시차', 정책 시행 이후 효과가 나타나기까지 걸리는 시간을 '외부시차'라고 이야기합니다. 연준의 통화정책은 FOMC를 통해 빠르게 결정되지만, 경제에 영향을 미치기까지는 꽤 오랜 시간이 필요합니다. 반면, 정부의 재정정책의 경우 국회 통과에 시간이 걸리지만, 정책이 시행만 된다면 경제에는 효과가 상대적으로 빠르게 나타납니다.

주가는 변동성이 잦아들며, 다시 상승 국면 진입

장기적으로 주가는 기업들의 이익을 따라서 움직입니다. 이익 성장세가 이어진다면, 주가 역시도 지금과 같은 어려운 시기를 지나 다시 상승 국면에 진입하겠습니다. 앞서 살펴본 바와 같이 이번 상황은 2008년 금융위기나 2020년 팬데믹과 같이 급격한 경기 침체가 나타나지는 않을 것으로 보입니다. 기업들의 이익 성장세 역시 내년부터는 다시 높아질 것으로 예상됩니다.

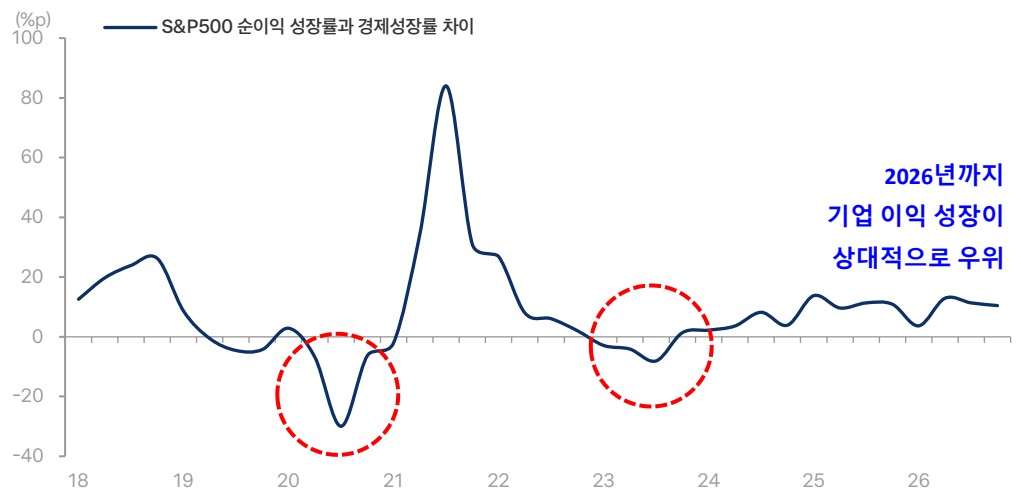
2023년 하반기 이후 기업들의 이익 성장률이 경제 성장률보다 높아진 상황입니다. 경기의 둔화나 기업 활동의 위축을 고려하더라도, 미국 기업들(S&P500)의 이익 성장세는 여전히 경제 성장률보다 높은 수준에서 유지될 전망입니다. 과거 주식시장의 유의미한 하락은 기업들의 이익 성장률이 경제 성장률보다 낮은 상황에서 찾아오곤 했습니다. 이를 감안하더라도 지난 4~5월 이상의 하락이 나타나지는 않을 것으로 보입니다.

[Data-31] 기업들의 이익 성장률은 경제성장률과 유사한 흐름



출처: Bloomberg, 토스증권

[Data-32] 기업들의 이익 성장률이 경제성장률보다 낮을 때 주식시장에서도 유의미한 하락이 발생



출처: Bloomberg, 토스증권

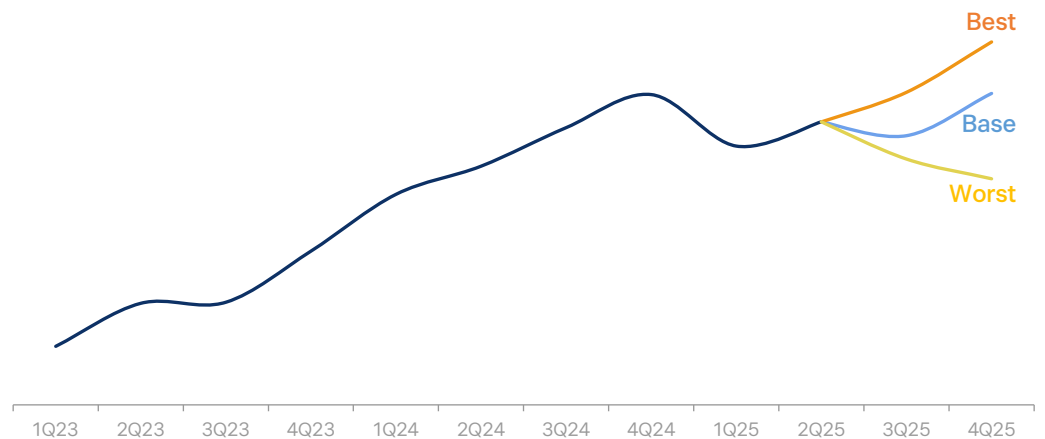
다만, 주가의 상승세가 다시 나타나기까지의 과정이 순탄하지는 않을 것으로 보입니다. 경기 여건이나 기업들의 실적에 대한 투자자들의 의구심은 여전하기 때문입니다. 관세 정책을 둘러싼 협상에 대한 불확실성 역시 여전히 높습니다. 의구심과 불확실성이 잠잠해질 시간이 필요합니다. 그때까진 투자자들의 심리 변화에 따라 주가의 변동성이 높아지는 상황은 언제든지 다시 나타날 수 있습니다.

3가지 시나리오

주식시장의 불확실성이 높아졌기에, 여러 가능성을 열어둘 필요가 있습니다. 경기나 이익보다는 심리의 문제라면, 주가는 올해 보여준 모습과 마찬가지로 PER 변화에 따라 움직일 것으로 보입니다. 3가지 시나리오를 생각해 볼 수 있겠습니다.

- **기본적(Base)**으로는 PER이 위아래로 움직이다가 다시 높아지는 상황을 생각해 볼 수 있습니다. 협상 과정에서 들려오는 소식에 따라 주가 역시 출렁이는 경우입니다. 시간을 두고 협상이 잘 마무리되면 높아지는 이익을 따라 주가 역시 본격적인 상승세를 재개하겠습니다.
- **긍정적(Best)**으로는 현재의 PER을 저점으로 높여가는 경우가 있겠습니다. 협상이 예상보다 빠르게 우호적으로 마무리되는 경우입니다. 이 경우 주가는 지금의 반등을 이어갈 것으로 보입니다. 즉, 이미 상승 국면이 시작된 경우에 해당합니다.
- **부정적(Worst)**으로는 PER이 올해의 저점보다 더 낮아지는 경우입니다. 협상이 유의미한 합의에 이르지 못하게 되면 다시 무역전쟁이 본격화될 수 있습니다. 지금의 예상과 달리 경기에 미치는 부정적 영향이 매우 크게 나타나게 됩니다. 주가 역시 큰 하락을 보이게 됩니다.

[Data-33] 2025년 하반기 미국 주식시장의 3가지 시나리오



출처: 토스증권

Part 4. 어디에 투자할까?

불확실성이 높아진 시기에 주식시장은 오르내림을 반복하곤 합니다. 다만, 이 시기를 지나면
주식시장의 강세장이 다시 시작될 것으로 예상됩니다. 이럴 때는 시장의 우려가 커지며 주가가 떨어질
때가 주식을 조금씩 미리 사들 좋은 기회가 되곤 합니다.

그래서 세계 경제의 화두가 되고 있는 트럼프 정부의 정책과 기업들의 실적을 면밀히 살펴며 눈여겨
볼 분야를 추려봤습니다. 정책 수혜 산업으로는 소비재, 로봇, 에너지를 주목합니다. 실적 측면에서는
AI가 여전히 중요하겠습니다.

(1) 정책을 고려했을 땐?

소비재

미국은 전체 GDP를 구성하는 가계(소비), 기업(투자), 정부(정부지출), 해외(수출, 수입) 중 소비가 68%로
절대적인 비중을 차지합니다. 소비는 고용에 영향을 받는데, 미국은 경기 둔화 우려에도 불구하고
실업률은 역사적으로 낮은 수준이고 고용도 양호한 편입니다.

트럼프 정부가 추진하는 감세는 소비와 투자 증가를 유도할 수 있습니다. 소득세가 인하되면 개인은 실제
소비 가능한 금액이 늘어납니다. 소득세 인하뿐만 아니라 세액공제, 비과세 항목 증가도 비슷한 효과를
나타냅니다. 이번 감세 정책은 부유층과 기업에도 혜택을 주지만 중산층과 저소득층에 더 직접적인
혜택을 부여합니다. 이번 정책의 상당수 항목이 현금흐름이 넉넉지 않은 계층의 생계 지출 항목에 초점을
맞추고 있기 때문입니다.

[Data-34] 감세 정책이 주요 소비재 업종에 미치는 수혜 강도

소비재 항목	수혜 강도	주요 이유
할인점(중/저가 유통)	5	세후 소득 증가→할인 브랜드 수요 증가
의류(중/저가 브랜드)	5	중저가 의류 중심으로 수요 증가
생필품(식품, 생활소비재)	4	식료품, 생활유지에 필요한 소비재
패스트푸드(음식료)	4	외식 소비 회복 - 중저가 외식브랜드 중심 수요
중고차(자동차 부품)	3	자동차 대출 이자 공제 - 구매/정비 수요 증가
사치재(고가 브랜드)	2	고소득층 감세 효과 있지만 큰 영향 미치지 못함

출처: 토스증권

고소득층은 감세로 인한 소득 증가를 저축에 사용하는 반면에 중산층 이하 저소득층은 세후 소득 증가분을 대부분 즉각적 생계 소비에 사용합니다. 따라서 중산층/저소득층 대상으로 하는 감세 정책은 소비재, 서비스업 부문 매출 증가로 연결됩니다.

소비재 중에서는 중저가 의류, 할인점, 마트, 필수소비재와 대중 소비가 많은 내구재 중심으로 수혜를 기대해 볼 수 있습니다. 미국의 대표 SPA 브랜드 중 하나인 갭(GAP)도 이러한 감세정책 수혜를 받을 수 있습니다. 또한 크루즈 여행 시장 점유율 1위 기업 카니발(CCL), 온라인 스포츠 베팅업체 드래프트킹스(DKNG) 등의 종목들도 관심을 가져볼 만합니다. 투자할 소비재 종목을 선택하기 어렵다면 ETF를 활용하는 것도 효과적일 수 있습니다.

[Data-35] 지난 2년간 소비재 산업은 큰 이익 성장에 비해 주가 상승 폭이 작았다.

2023~2024년 EPS 성장률 순위		2023~2024년 주가 수익률 순위	
통신	1	통신	1
소비재	2	IT	2
IT	3	금융	3
유틸리티	4	소비재	4
금융	5	산업재	5
산업재	6	부동산	6
헬스케어	7	유틸리티	7
부동산	8	원자재	8
원자재	9	헬스케어	9
에너지	10	에너지	10

출처: 토스증권 (통신 업종 예: 알파벳, 메타, 넷플릭스 / IT 업종 예: 애플, 엔비디아, 마이크로소프트, 브로드컴)

[Data-36] 글로벌 소비재 ETF

종목명	티커	운용자산 (십억달러)	종목수 (개)	수익률(%)			주요 특징
				3개월	6개월	1년	
SPDR 임의소비재 ETF	XLY	21.0	54	-2.0	-2.0	21.4	쇼핑, 할인점, 음식료, 중저가 의류 포함 소비재 중대형주에 투자 (Amazon, Tesla, Home Depot, McDonald 등)
뱅가드 미국 자유소비재 ETF	VCR	5.7	295	-2.6	-3.7	16.7	쇼핑, 할인점, 음식료, 중저가 의류 포함 소비재업종 전반에 투자 (Amazon, Tesla, Home Depot, McDonald 등)
반에크 소매업 ETF	RTH	0.2	26	1.0	4.7	17.7	유통, 쇼핑, 할인점, 마트 등 소비재 주요 종목 중심으로 투자 (Amazon, Home Depot, Walmart, Costco, Lowe's Com 등)
SPDR 미국 소매기업 ETF	XRT	0.2	77	0.2	-5.9	3.1	할인점, 유통 등 미국 소매업체를 동일 비중으로 가깝게 분산투자 (Ross stores, Burlington Stores, Kohl's Corp, Dillard's Inc 등)

출처: 토스증권

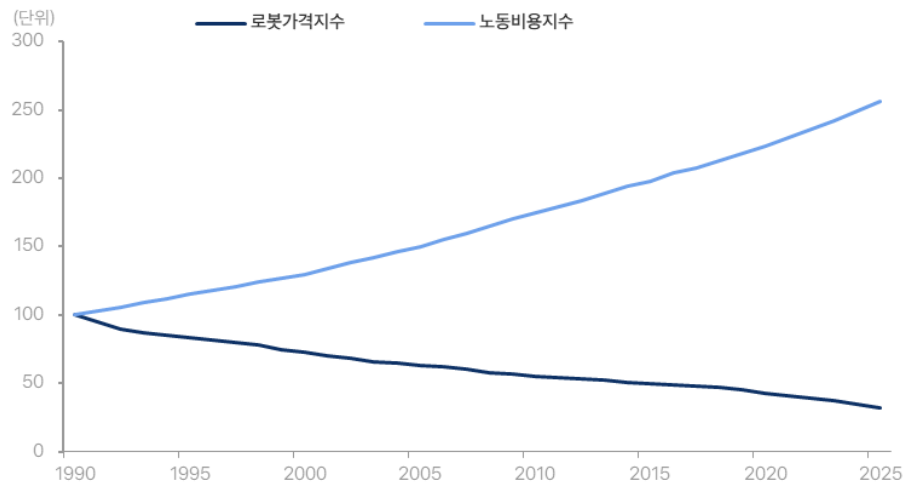
로봇

트럼프의 이민자 축소 정책은 미국 내 저임금 노동자 유입을 줄이는 효과를 가져옵니다. 이로 인해 기업들은 인력을 구하기 어려워지고 인건비 부담은 점차 커지게 됩니다. 특히 단순 반복 업무를 중심으로 노동력이 부족해지게 되면 기업들은 생산성 유지를 위해 설비 자동화, 로봇 도입을 확대할 것입니다.

트럼프 관세 정책과 제조업 부흥을 목표로 한 리쇼어링(reshoring) 정책 역시 로봇 및 자동화 산업에 긍정적 영향을 줄 것으로 보입니다. 관세와 무역 규제를 회피하기 위해 해외에 있던 생산기지를 미국으로 이전하는 움직임이 생기고 이 과정에서 미국 내 공장 건설이 증가하며 자동화 설비와 로봇 도입 수요도 함께 증가할 것으로 예상됩니다.

이러한 흐름은 단기적 현상이 아니라 구조적 변화입니다. 선진국을 중심으로 인구 고령화가 계속되면서 노동력 공급은 줄어들고 기업 입장에서는 인건비 부담이 커지고 있기 때문입니다. 실제로 미국 농무부의 자료에 따르면 최근 10년간 농업 관리자 평균 시급은 연평균 4% 이상 상승했고 이 같은 인건비 상승은 농업뿐만 아니라 건설업, 제조업, 서비스업 등 다양한 산업 전반에 걸쳐 발생하고 있습니다. 로봇과 자동화는 이러한 구조적 문제를 해결하기 위한 핵심 수단으로 자리 잡고 있으며 앞으로도 지속적으로 수요가 확대될 것으로 예상됩니다.

[Data-37] 높아지는 인간의 노동비용, 낮아지는 로봇 제작비용



출처: Economist Intelligence Unit, International Robot Federation, UNEC For Europe, Mckinsey, BCG, 토스증권

로봇과 자동화 관련 기업 중에선 의료기술과 로봇공합을 융합한 로봇수술기기 전문업체 인튜이티브서지컬(ISRG), 산업공정에 필요한 자동화 솔루션을 제공하는 에머슨 일렉트릭(EMR), 협동로봇과 물류 자동화 선두업체인 테라다인(TER) 등이 있습니다.

로봇 산업은 성장 기대감이 있고 일부 기업 주가는 이미 많이 오른 상태입니다. 예상치 못한 환경 변화나 개별 기업의 성과 부진이 발생할 수 있어 리스크를 줄이기 위해 장기 관점에서 우량주 중심으로 분산 투자하는 전략이 필요합니다. 이를 위해서는 로봇 관련 기업들로 구성된 ETF에 투자하는 것도 좋은 방법이 될 수 있습니다. 글로벌 로봇 관련 ETF를 이용하면 미국 대표 로봇기업뿐만 아니라 중국, 일본, 유럽 등 미국 외 기업에도 동시 투자가 가능합니다.

[Data-38] 글로벌 로봇 ETF

종목명	티커	운용자산 (십억달러)	종목수 (개)	수익률(%)			주요 구성종목
				6개월	1년	3년	
글로벌엑스 로봇공학 AI ETF	BOTZ	2.5	55	-8.5	-2.0	10.4	KEYENCE(9%), 엔비디아(8.6%), 인튜이티브서지컬(8.4%), ABB(8%), FANUC(7%), DAIFUKU(4.6%), SMC(4%), DT(4%)
로보 글로벌 로보틱스/자동화 ETF	ROBO	0.9	87	-3.0	-0.7	4.4	인튜이티브서지컬(2.1%), Toyota Indu(2%), Yokogawa(2%), FANUC(2%), DAIFUKU(1.8%), KEYENCE(1.7%),
아크 자율주행 로봇공학 ETF	ARKQ	0.9	37	6.8	41.3	14.2	테슬라(12%), 크라토스 디펜스(9%), 팔란티어(6%), 테라다인(6%), 아처 예비에이션(6%), 이리디움(5%), 트림블(4%)
First Trust 나스닥 인공지능 로봇 ETF	ROBT	0.4	110	-5.2	3.4	3.4	팔란티어(2.4%), Ocado group(2%), PEGA(2%), CDNS(2%), Siemens(2%), NOW(1.8%), AVAV(1.8%), SNPS(1.7%)

출처: 토스증권

에너지

트럼프 대통령은 에너지 자립과 저렴한 에너지 공급을 목표로 취임 직후 행정명령을 통해 석유, 천연가스, 석탄 생산 확대를 발표했습니다. 정책 방향을 볼 때 트럼프 재임 동안 유가를 중심으로 한 에너지 가격은 크게 오르기 힘든 구조입니다. 이 경우 유가 가격에 민감한 전통 에너지 기업보다는 '생산량 증가의 수혜는 누리되, 가격 변화에는 덜 민감한' 기업의 투자가 더 유망합니다.

따라서 에너지 기업 중에서도 저장, 운송, 유통과 같이 인프라 서비스를 제공하는 기업들을 주목해야 합니다. 미국 내 최대 규모의 순수 천연가스 유통업체인 애트모스 에너지(ATO), 미국 내 가스와 전력을 공급하는 나이소스(NI), 에너지 기업에 토지를 대여하는 랜드브릿지(LB)와 같은 기업들이 여기에 해당됩니다. 포트폴리오 측면의 분산 투자를 원하면 에너지 인프라 기업들로 구성된 ETF에 투자하는 것도 좋은 방법이 될 수 있습니다.

[Data-39] 글로벌 에너지 인프라 ETF								
종목명	티커	운용자산 (십억달러)	종목수 (개)	운용보수 (%)	수익률(%)			배당수익률 (%)
					3개월	6개월	1년	
알레리안 에너지 인프라 ETF	AMLP	10.2	15	0.9	-4.6	1.2	15.1	7.9
퍼스트트러스트 북미 에너지 인프라 ETF	EMLP	3.2	70	1.0	-0.7	-0.9	26.1	3.2
글로벌엑스 에너지 인프라 ETF	MLPX	2.6	25	0.5	-2.1	-4.0	28.5	4.5
톨토이즈 북미 파이프라인 ETF	TPYP	0.7	46	0.4	0.2	-2.1	30.7	3.8
KoAct 미국천연가스인프라액티브*	497780	23.0	27	0.5	-10.7	-	-	5.4

출처: 토스증권 (*한국 상장 ETF의 운용자산 단위는 십억원)

(2) 실적을 고려했을 땐?

투자자들의 심리 변화로 주식시장이 출렁일 때는 앞서 살펴본 바와 같이 PER 이 크게 오르내리곤 합니다. 이후 심리가 잦아들고 변동성이 잠잠해지면 다시 실적이 주목받습니다. 주식시장이 다시 오르는 주된 이유 역시 기업들의 실적이 될 것으로 판단합니다.

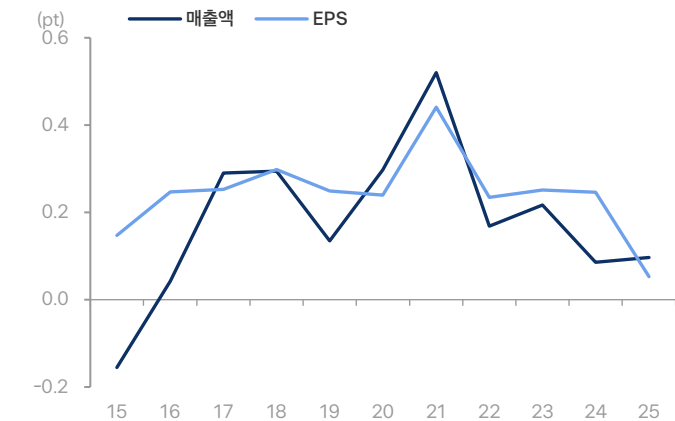
문제는 현재 기업들의 상황이 대부분 좋지 않다는 점입니다. 올해 들어 이익(EPS) 가이드선⁹을 높여 잡은 기업들의 비중은 17%에 불과합니다. 과거 평균 수준인 30%¹⁰에 크게 못 미치는 수준입니다. 불확실성이 커서 가이드선을 제시하지 않겠다고 나서는 기업들마저 속속 등장하고 있습니다.

기업들은 통상적으로 가이드선을 보수적으로 제시하는 경향이 있습니다. 공격적인 전망치를 제시하고 이를 달성하지 못하는 것보다는, 보수적인 전망치를 제시하고 이를 초과 달성하는 것이 투자자와의 신뢰 형성에 도움이 되기 때문입니다.

때문에 지금과 같은 상황에선 가이드선을 높이는 기업들에 더더욱 주목할 필요가 있습니다. 가장 부정적인 상황에서도 긍정적인 전망을 내놓은 기업들이기 때문입니다. 향후 상황이 바뀌더라도 이들 기업들의 실적은 여전히 양호할 가능성이 높습니다.

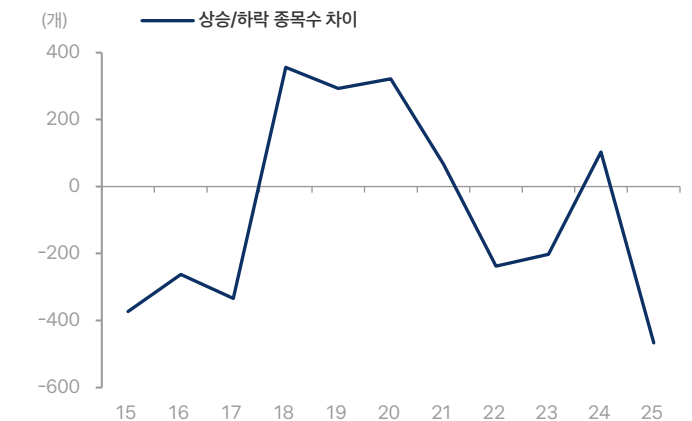
다만, 애초에 실적 가이드선을 제시하지 않았던 기업들도 있기에 이익 추정치 변화까지 함께 살펴봤습니다. 실적 전망이 높아진 종목들 중에서 이익 성장이 기대되고, 밸류에이션(PER)은 너무 높지 않은 종목들을 추려봤습니다. 그러자 공통적으로 보이는 분야가 드러났습니다.

[Data-40] 2025년 들어 빠르게 낮아지고 있는 이익 가이드선



출처: Bloomberg, 토스증권

[Data-41] S&P500 기업 중 하락 종목이 월등히 더 많은 상황



출처: Bloomberg, 토스증권

⁹ 9 기업이 제시하는 실적 등에 대한 전망치.

¹⁰ 과거 5년 평균 31%, 과거 10년 평균 28% 수준.

B2B 소프트웨어

가장 눈에 띄는 분야는 소프트웨어입니다. 실적 전망이 높아진 기업들 중 가장 많은 수가 포함된 분야이기 때문입니다. 마이크로소프트, 메타 등 빅테크 기업들도 여기에 해당될 정도로 워낙 많은 기업들이 있다 보니 조금 더 세분화하여 살펴볼 필요가 있습니다.

다양한 분야 중에서도 B2B¹¹ 소프트웨어 기업들에 주목합니다. AI는 점점 더 다양한 영역에서 활용되고 있습니다. 데이터센터 같은 인프라 투자 위주였던 지금까지는 엔비디아가 최대 수혜주였습니다. 앞으로는 이렇게 늘어난 인프라를 기반으로 더 다양한 AI 서비스가 등장하는 시기에 접어들 것으로 보입니다.

새로운 기술은 보통 '인프라→상용화(B2B)→대중화(B2C)'의 과정을 거치며 보편화됩니다. 일반 대중(B2C)보다는 기업(B2B)이 비교적 비용에 덜 민감하고, 새로운 기술 적용에 먼저 나서기 때문입니다.

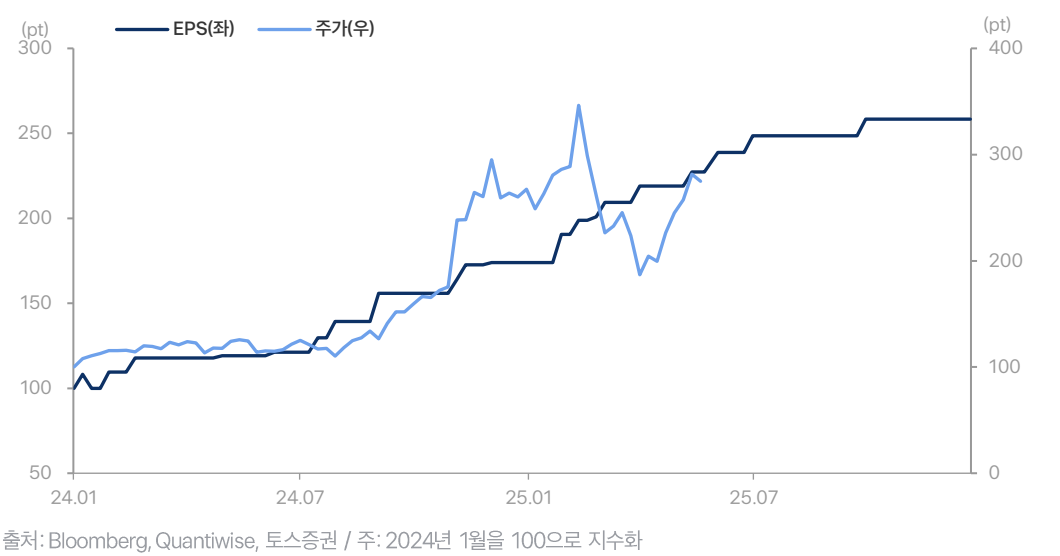
AI 분야에서는 B2B 소프트웨어 기업들이 '상용화' 단계에서 중요한 역할을 할 것으로 보입니다. B2B 소프트웨어 기업들은 AI를 기반으로 고객(기업)들의 업무를 자동화하거나, 생산성을 높이거나, 비용 절감을 돕습니다. 고객 입장에서는 소프트웨어 사용료보다 더 큰 비용 절감이나 이익 증가가 이뤄진다면 이를 사용할 이유는 충분합니다. 향후 AI를 활용하여 생산성 및 효율성을 높이려는 기업들의 니즈는 계속 커질 것으로 판단됩니다. B2B 소프트웨어 기업들에 대한 수요 역시 늘어날 것으로 보입니다.

[Data-42] 실적 전망이 높아진 주요 B2B 소프트웨어 기업

종목명	시가총액 (십억달러)	EPS 성장률 전망(%)		가이던스 및 실적 추정치 변화
		2025년	2026년	
서비스나우 (NOW)	210.1	19.4	21.0	12개월 선행 EPS 추정치 6% 상향
애플로빈 (APP)	121.3	78.2	47.0	12개월 선행 EPS 추정치 29% 상향
오토데스크 (ADSK)	62.7	14.4	14.2	연간 EPS 가이던스 2% 상향
뉴타닉스 (NTNX)	21.3	31.7	19.1	연간 매출액 가이던스 19% 상향
트윌리오 (TWLO)	17.5	17.5	15.3	분기 매출액 가이던스 1%, 12개월 선행 EPS 25% 상향
다이나트레이스 (DT)	16.1	17.6	15.9	분기 매출액 가이던스 3%, EPS 가이던스 7% 상향

출처: Bloomberg, Quantiwise, 토스증권 / 주: 실적 추정치 변화는 최근 3개월 기준

[Data-43] 주요 B2B 소프트웨어 기업 – 이익 전망은 꾸준히 높아지나, 주가는 조정 이후 회복 중



11 Business to Business의 약자로 기업과 기업 사이의 거래를 의미합니다.

사이버보안

사이버보안은 기술 발전과 함께 주목받는 분야 중 하나입니다. 기업들의 업무 공간은 더 이상 물리적인 공간에 한정되지 않습니다. 사무실이 아닌 다양한 공간에서 접속합니다. 뿐만 아니라, 사용하는 소프트웨어 역시 클라우드 기반의 SaaS(Software-as-a-Service)로 빠르게 전환되고 있습니다.

이에 따라 과거와 다른 방식의 보안이 필요해졌습니다. 과거에는 방화벽 등을 통해 내부망을 보호하는 것이 중요했다면, 클라우드 환경에서는 같은 방식을 사용하기에는 네트워크의 경계가 모호해졌습니다. 과거에는 단단하게 잠그는 것만이 중요했다면, 이제는 잘 살피고 통제하는 역량이 필요합니다.

AI의 발전도 사이버보안의 중요성을 높이고 있습니다. AI는 막대한 양의 데이터를 수집, 활용합니다. 기업들은 AI를 통해 고객 데이터를 활용하여 맞춤형 서비스를 제공하기도 합니다. 대신 그만큼 고객의 개인적인 민감 정보 유출에 대한 위험이 높아진 것도 사실입니다. 최근 국내 한 통신사의 사례와 같이 개인정보 유출은 고객과의 신뢰를 크게 훼손할 수 있습니다. AI가 발전할수록 단순한 해킹 방지를 넘어, 더욱 고도화된 보안 수요가 늘어나고 있습니다.

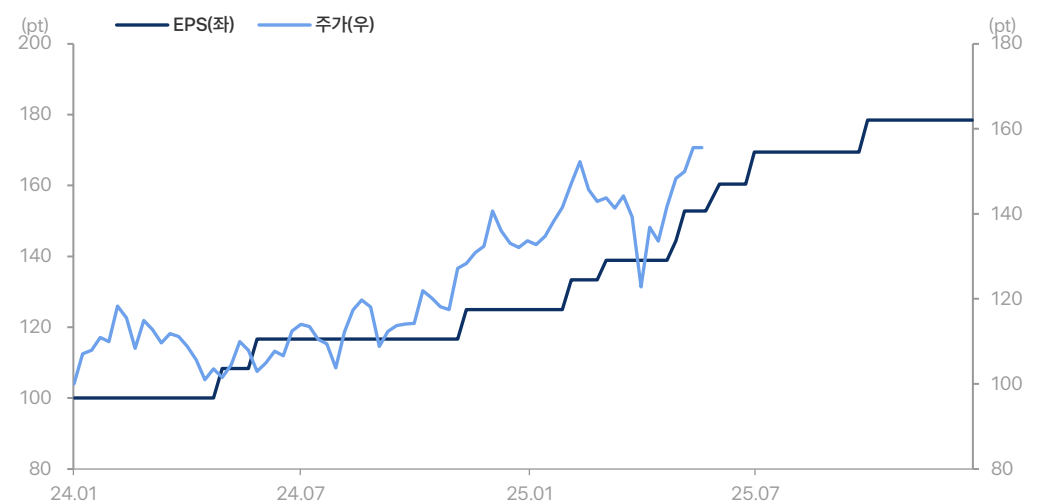
실제로 기업들은 사이버보안 분야에 대한 관심을 높여가고 있습니다. 고객이 늘어나는 일은 사이버보안 기업들 입장에서는 반가운 일입니다. 덕분에 사이버보안 주요 기업들의 이익 전망치는 꾸준히 높아지고 있습니다.

[Data-44] 실적 전망이 높아진 주요 사이버보안 기업

종목명	시가총액 (십억달러)	EPS 성장률 전망(%)		가이드스 및 실적 추정치 변화
		2025년	2026년	
팰로앨토네트웍스 (PANW)	120.0	18.4	16.0	12개월 선행 EPS 추정치 33% 상향
포티넷 (FTNT)	78.7	11.6	14.0	연간 EPS 추정치 1% 상향
지스케일러 (ZS)	38.5	4.6	21.2	12개월 선행 EPS 추정치 33% 상향
옥타 (OKTA)	21.4	22.2	13.0	연간 EPS 가이드스 9% 상향
사이버아크 소프트웨어 (CYBR)	17.5	37.6	30.5	연간 EPS 가이드스 3% 상향
젠 디지털 (GEN)	17.1	12.0	10.0	분기 EPS 가이드스 4% 상향

출처: Bloomberg, Quantiwise, 토스증권 / 주: 실적 추정치 변화는 최근 3개월 기준

[Data-45] 주요 사이버보안 기업 – 이익 전망이 꾸준히 높아지며, 하락했던 주가도 회복



출처: Bloomberg, Quantiwise, 토스증권 / 주: 2024년 1월을 100으로 지수화

반도체

AI 산업이 발전하는 과정에서 반도체의 중요성도 여전할 것으로 보입니다. 더 많은 투자는 더 큰 반도체 수요로 연결되기 때문입니다. 챗 GPT 가 등장한 이후 가장 주목받은 산업 역시 반도체였습니다.

하지만 올해 들어 분위기가 사뭇 달라졌습니다. 중국 딥시크(DeepSeek)는 상대적으로 적은 비용으로 양호한 성능의 모델을 공개했습니다. AI 를 위해 지금까지와 같은 대규모 투자가 필요하지 않을 수 있다는 인식이 커졌습니다. 일부 기업이 데이터센터 투자를 취소했다는 뉴스가 들려오기도 했습니다.

물론 우려가 현실이 되지는 않았습니다. 마이크로소프트, 아마존, 알파벳(구글) 등 빅테크 기업들의 투자(CAPEX) 예상치는 계속 높아지고 있기 때문입니다. 오히려 기존 예상이나 계획보다 더 큰 투자를 진행한다는 뜻입니다. 그렇다면 반도체의 AI 수혜는 계속 이어질 수 있습니다.

올해 들어서는 반도체 생산에 사용되는 장비를 만드는 기업들의 실적 전망이 높아지는 모습입니다. 신규 및 교체 수요가 모두 좋기 때문입니다. 첫째, 반도체 기업들의 신규 공장 건설 프로젝트로 신규 수요가 견조한 상황입니다. 둘째, 여기에 더해 고성능 반도체에 대한 수요가 첨단 공정으로 이어지고 있습니다. 첨단 공정에서 사용되는 장비에 대한 수요가 늘어난다는 뜻입니다.

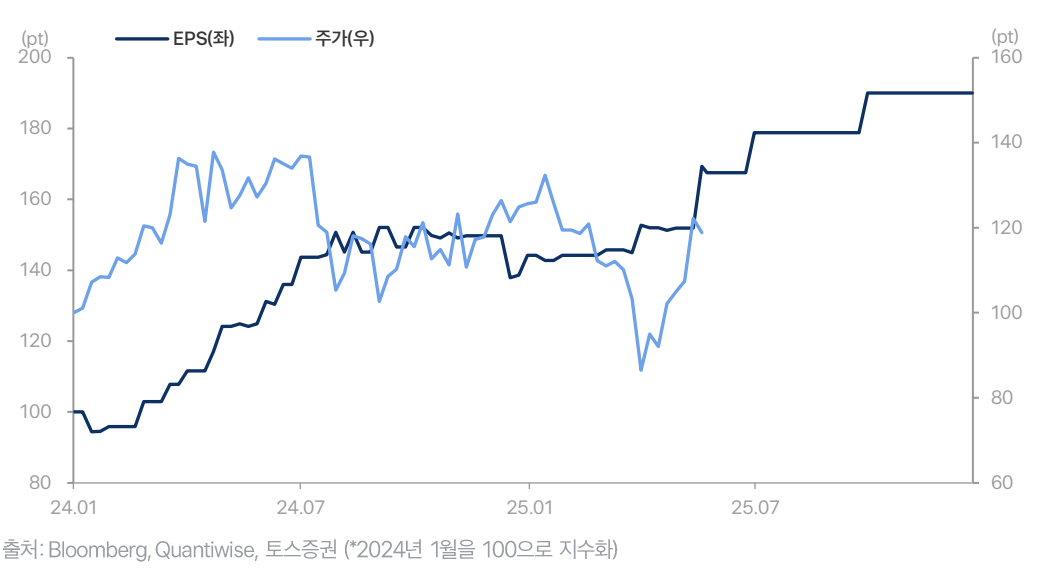
살짝 낮아졌던 이익 전망치는 다시금 높아지고 있습니다. 그에 반해 큰 폭의 하락을 보였던 주가는 아직 직전 고점 수준에 도달하지 못했습니다. 이익 개선이 이어지며 하반기 이익이 작년 수준을 넘어선다면, 주가 역시도 전고점을 넘어서며 상승세를 보일 것으로 판단됩니다.

[Data-46] 실적 전망이 높아진 주요 반도체 기업

종목명	시가총액 (십억달러)	EPS 성장률 전망(%)		가이던스 및 실적 추정치 변화
		2025년	2026년	
ASML 홀딩 (ASML)	289.9	30.4	14.3	12개월 선행 EPS 추정치 12% 상향
텍사스 인스트루먼트 (TXN)	168.5	8.2	18.9	분기 매출액 가이던스 6% 상향
마이크론 테크놀로지 (MU)	107.1	480.4	52.9	12개월 선행 EPS 추정치 11% 상향
램 리서치 (LRCX)	105.9	31.9	-2.2	분기 매출액 가이던스 9%, EPS 가이던스 22% 상향
KLA (KLAC)	103.5	39.2	0.1	연간 EPS 추정치 3% 상향
아스테라 랩스 (ALAB)	15.2	95.2	33.1	분기 매출액 가이던스 7%, EPS 가이던스 8% 상향

출처: Bloomberg, Quantiwise, 토스증권 / 주: 실적 추정치 변화는 최근 3개월 기준

[Data-47] 주요 반도체 기업 – 살짝 낮아졌던 이익 전망이 다시 높아지며, 주가도 회복세를 보이는 중



우주/방산

미중 패권 경쟁이 심화될수록 우주 산업에 대한 관심 역시 높아질 것으로 보입니다. 안보, 통신, 자원 등과도 연관된 우주 산업은 패권 경쟁에서 중요한 역할을 할 것으로 예상되기 때문입니다.

기술적으로 가장 앞선 국가는 미국입니다. 스페이스 X를 필두로 민간 기업의 연구가 활발합니다. 민간과 정부의 협력 관계도 좋습니다. 정부에서는 NASA, USSF¹² 등이 중요한 역할을 합니다. 세계 최초로 우주군을 창설할 정도로 미국은 우주에 진심입니다. 덕분에 미국은 2024년 기준 169 회의 로켓을 발사하여 2위인 중국(68회)을 큰 차이로 따돌리는 압도적 1위를 기록했습니다.

다만, 선두 기업인 스페이스 X¹³도 2년 전 처음 흑자를 기록하기까지 무려 20여 년이 걸렸습니다. 최근 실적 전망이 높아지는 기업들은 주로 부품/소재 등을 공급하는 기업들에 해당합니다.

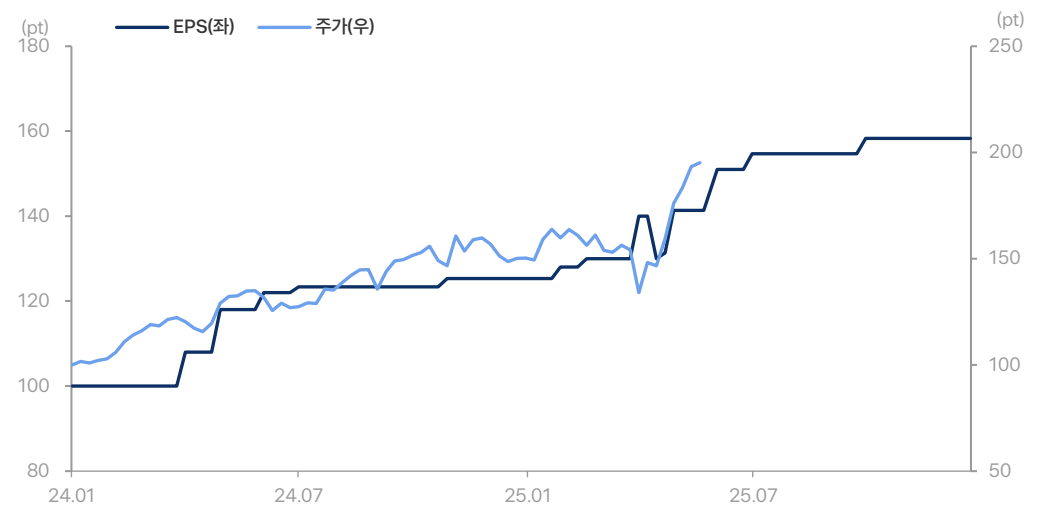
우주 기업은 방위 산업 기업이기도 합니다. 두 산업이 사업적으로 유사하기 때문입니다. 가령, 로켓은 미사일 기술의 연장선에 있습니다. 때문에 우주 기업은 지정학적 긴장 고조로 인한 글로벌 국방 예산 확대의 수혜를 보고 있습니다. 작년 말 큰 변화가 없던 이익 전망치가 올해 들어 다시 높아진 이유입니다.

[Data-48] 실적 전망이 높아진 주요 우주/방산 기업

종목명	시가총액 (십억달러)	EPS 성장률 전망(%)		가이던스 및 실적 추정치 변화
		2025년	2026년	
제너럴 일렉트릭 (GE)	249.0	25.4	13.9	연간 EPS 추정치 2% 상향
제너럴 다이내믹스 (GD)	74.5	7.6	10.2	연간 매출액 가이던스 1%, 12개월 선행 EPS 7% 상향
하우멧 에어로스페이스 (HWM)	65.8	29.3	17.5	EPS 가이던스 분기 6%, 연간 6% 상향
커티스 라이트 (CW)	15.7	16.4	7.4	연간 가이던스 매출액 2%, EPS 3% 상향
ATI(ATI)	10.6	29.8	24.7	연간 EPS 가이던스 6% 상향

출처: Bloomberg, Quantiwise, 토스증권 / 주: 실적 추정치 변화는 최근 3개월 기준

[Data-49] 주요 우주/방산 기업 - 큰 변화가 없던 이익 전망치가 높아지며, 주가도 상승세



출처: Bloomberg, Quantiwise, 토스증권 / 주: 2024년 1월을 100으로 지수화

12 NASA는 항공우주국(National Aeronautics and Space Administration)의 약칭으로 미국 정부의 우주, 항공 연구를 수행하는 기관입니다. USSF는 미국 우주군(United States Space Force)의 약칭으로 국방부 산하 6번째 군입니다.

13 스페이스X의 2024년 로켓 발사는 138회로 미국 전체 로켓 발사(169회)의 80% 이상을 차지합니다.

애널리스트 소개



이영곤 애널리스트

하나증권, 한화투자증권 리서치센터에서 투자전략, 기업분석, 포트폴리오 전략을 담당했다. 대한민국 애널리스트 대상을 3년 연속 수상했고, 포트폴리오 애널리스트 시절 조사 대상 증권사 중 최고 수익률을 기록했다. 애널리스트로서 증권시장 발전에 기여한 공로를 인정받아 한국거래소(KRX)에서 표창을 받았다. 현재 토스증권에서 리서치센터장을 맡고 있다.

애널리스트로 일하면서 닷컴 버블 붕괴, 9·11 테러, 서브프라임 금융위기와 리먼 파산, 코로나 19까지 글로벌 금융시장 격변을 경험했다. 이 과정에서 '예측'보다 더 중요한 건 '대응'이란 사실을 깨달았다. 시장과 싸우는 것이 아니라, 시장을 이해하고 유연하게 대응하는 전략을 제시하는 애널리스트가 되고자 한다.



이지선 애널리스트

모간스탠리에서 한국 레저/운송/미디어 담당 애널리스트로 근무하며 미국, 유럽, 아시아 전역 애널리스트와 협업했다. 레저/운송 담당 시 해당 팀은 'Institutional Investor All Asia Research Poll'에서 다년간 Top 3에 올랐다. 모간스탠리 한국 전략/테크/금융팀, NH투자증권 투자전략팀을 거쳤고 여성 웹진에 엄마들을 위한 생활 속 주식 이야기를 기고했다.

개인투자자는 우량주를 꾸준히 추적하며 중장기 투자와 단기 매매를 혼합하면 의미 있는 수익을 낼 수 있다고 믿는다. 다만, 주식을 제때 사고 팔기 위해서는 뉴스와 리서치 리포트의 행간을 읽는 능력이 필수라 생각하기에, 이에 대한 노하우를 개인투자자와 나누고 싶어 토스증권에 합류했다.



한상원 애널리스트

신한투자증권, 대신증권 리서치센터 애널리스트로 근무하며 석유화학, 2차전지, 신재생에너지 등 다양한 섹터를 경험했다. 대표 보고서로는 '테슬라의 역설, 정해진 방향성' 등이 있으며, 토스증권 합류 직전인 2021년에는 베스트 리포트 최우수상을 받았다.

경제학을 전공하던 대학시절 아르바이트로 힘들게 모은 돈을 금융위기로 날린 경험이 있다. 그때부터 '돈을 잃지 않는 것'을 투자원칙으로 삼았다. 자주 사고파는 트레이딩보다는, 긴 호흡의 투자 방식을 선호한다. 시시각각 변하는 주가에 신경을 곤두세우지 않고도 수익을 거둘 수 있다고 생각하기 때문인데, 이는 사실 일상생활로 바쁜 개인투자자들에게 더욱 효과적인 투자 방식이라고 생각한다.

Compliance Note

- 당사는 발간일 기준 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 발간일 기준 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료의 애널리스트와 배우자는 발간일 기준 위 조사분석자료에 언급된 종목에 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.