

'25년 금융시장 전망 글로벌 매크로 및 자산시장 전망

본 자료는 참고 자료로 신뢰할 수 있다고 판단되는 각종 자료와 통계자료를 이용하여 작성되었으나 본 자료의 내용은 단순 참고용으로 향후 결과에 대한 보증이 될 수 없습니다. 따라서 본 자료는 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재 관련 증빙 자료로 활용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

Agenda

01 | Global Macro View

02 | '25년 House View

'25년 금융시장 전망

Global Macro View

'25년 Global Macro View

미국 성장률 둔화와 트럼프 정책발 변동성

'25년 글로벌경제는 미국 성장률 둔화, 트럼프발 글로벌 교역 충격 등으로 경기하강 압력이 커질 것으로 예상된다. 지난 3년 2% 후반대의 높은 성장률을 기록했던 미국 경제는 고용시장 약화 및 소비둔화로 잠재성장률 수준인 1.8% 전후로 성장세가 둔화 될 것으로 전망한다. 한국경제도 수출 둔화, 반도체 업황 피크아웃으로 1.9% 전후로 성장률 둔화가 예상된다.

글로벌 성장세 둔화 속 국가별 금리인하 및 재정정책을 통한 경기부양 흐름이 더 가속화 될 것으로 예상된다. 국가별 경제 체력에 따라 금리인하 폭 및 재정정책 강도가 결정되는 만큼 국가별 정책 발표 시기 및 강도에 따른 대응이 필요하다. 상반기 중국의 부양책 발표, 하반기에는 미국의 추가감세가 발표될 것으로 예상된다.

내년말 미국 기준금리는 3.75%, 한국 기준금리는 2.25%로 예상된다. 내년 각 3회의 기준금리 인하를 예상하며 경기하강 압력이 큰 상반기 인하 폭이 클 것으로 전망한다.

'25년 House View (매크로 뷰)

주요 지표		실제치			전망	컨센서스	
		22년	23년	24년(E)	25년(E)	IMF	Bloomberg
경 기	미국 (GDP 성장률, 전망)	2.5%	2.9%	2.7%	1.8%	2.2%	2.1%
	한국 (GDP 성장률, 전망)	2.8%	1.4%	2.3%	1.9%	2.2%	2.0%
	중국 (GDP 성장률, 전망)	3.0%	5.2%	4.8%	4.3%	4.5%	4.5%
물 가	미국 CPI (기말)	6.5%	3.4%	2.6%	2.5%	1.9%	2.3%
	미국 Core PCE (기말)	5.0%	3.1%	2.7%	2.3%		2.2%
통화정책	미국 기준금리	4.50%	5.50%	4.50%	3.75%		3.5%
	한국 기준금리	3.25%	3.50%	3.25%	2.25%		2.5%
	QT (연준자산, 조달러)	8.55	7.80	6.90	6.70	*25.1Q 종료	
(금리)	미국 국채금리 (10yr, 기말)	3.88%	3.88%	4.31%	3.9%		3.73%
	한국 국채금리 (10yr, 기말)	3.84%	3.18%	3.05%	2.6%		2.83%

① 잠재성장률 수준 수렴

- 미국 잠재성장률 수준으로 둔화
* 상반기 고용과 소비 둔화
- 미국외 성장률 반등 폭 크지 않아
* 국가별 잠재성장률 수준 정체

② 소비자물가

- 물가는 둔화 흐름 지속
* 상반기 2% 초반, 하반기 2% 중반

③ 기준금리

- '25년말 3.75%(상반기 빠른 인하)
- 한국 기준금리 '25년말 2.25%

자료: Bloomberg, IMF, 삼성자산운용 투자리서치센터

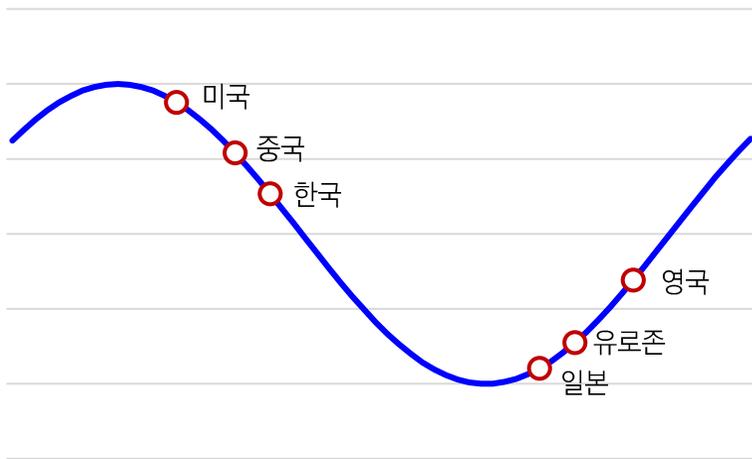
글로벌 경기 경로

* 국가별 경로 차별화 : 미국/한국/중국 둔화, 일본/유럽 회복

미국/중국/한국 둔화, 유럽/일본 회복

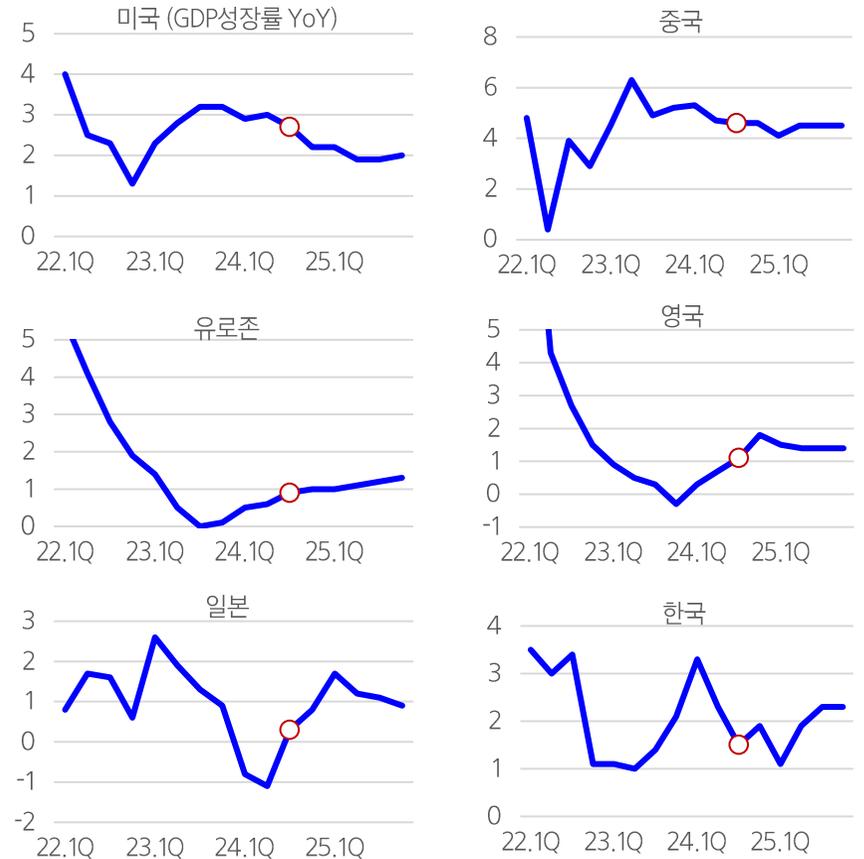
- 미국 GDP 성장률(전년동기비) 상저하고 패턴
- 중국, 완만한 둔화 예상되나 1분기 경기부양책 효과 점검 필요
- 한국, 수출/반도체 둔화로 상저하고 패턴
- 유로존 회복 중이나 회복 강도 약한 편 (재정 확대 여부 확인)

국가별 경기 사이클 (GDP 분기성장률 YoY)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

국가별 GDP 성장률(전년동기비) 추이



자료: Bloomberg 컨센서스(24.11.15일), 삼성자산운용 투자리서치센터

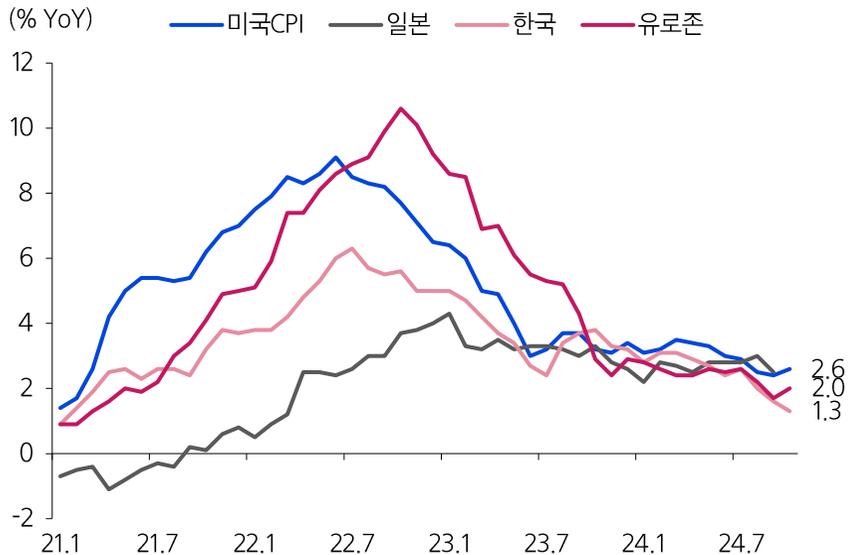
글로벌 물가 경로

* 물가 둔화흐름은 지속

물가, 완만한 둔화 경로 (경기부진 국가 물가 목표치 하회)

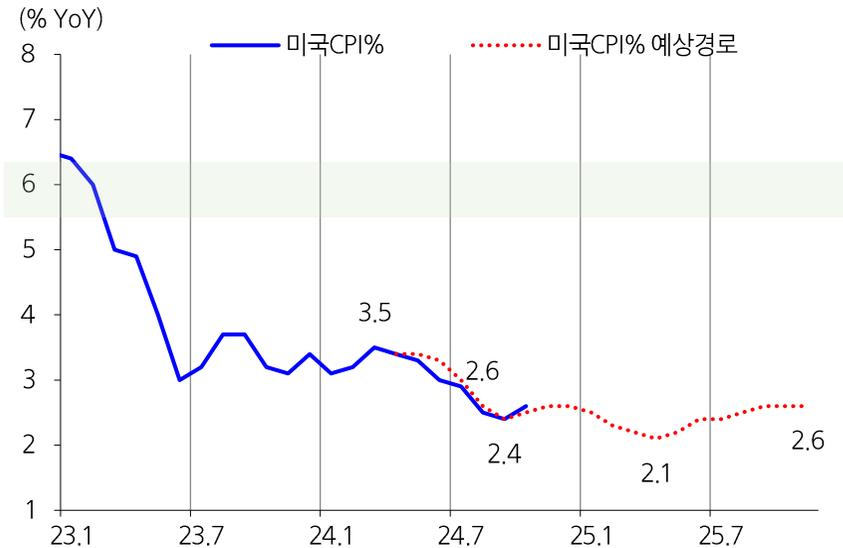
- 물가는 완만한 둔화 흐름 지속
- 유로존, 한국 등 경기부진 국가에서 물가관리 목표치(2%) 하회
- 미국은 서비스 물가 견조하나 상품 물가 역성장으로 헤드라인 물가 2% 중반까지 하락
- 내년 미국 소비자물가는 상반기에 저점 형성 후 하반기 소폭 반등 예상

글로벌 물가 흐름



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 CPI 예상 경로



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

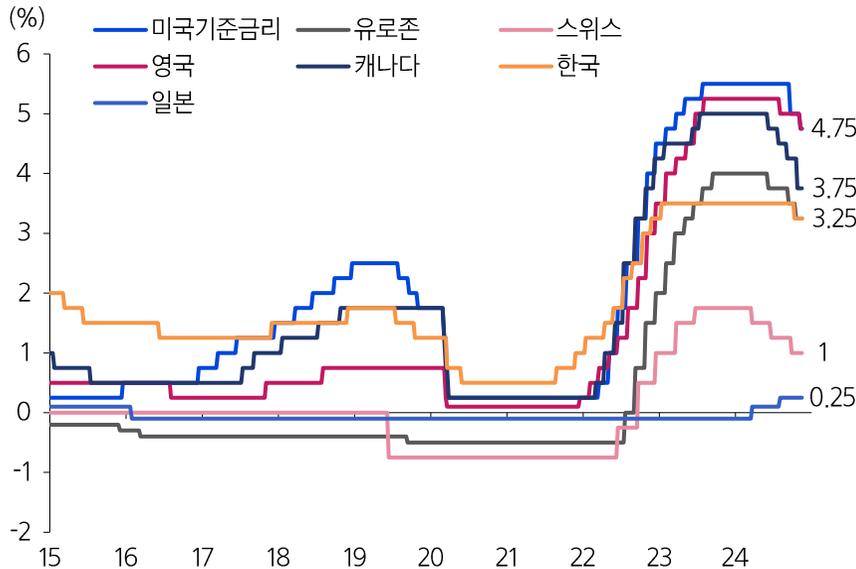
글로벌 금리인하 사이클

* 인하 사이클 지속, 국가별로는 차별화

인하사이클 진입, 미국과 미국외 국가의 금리격차 주목

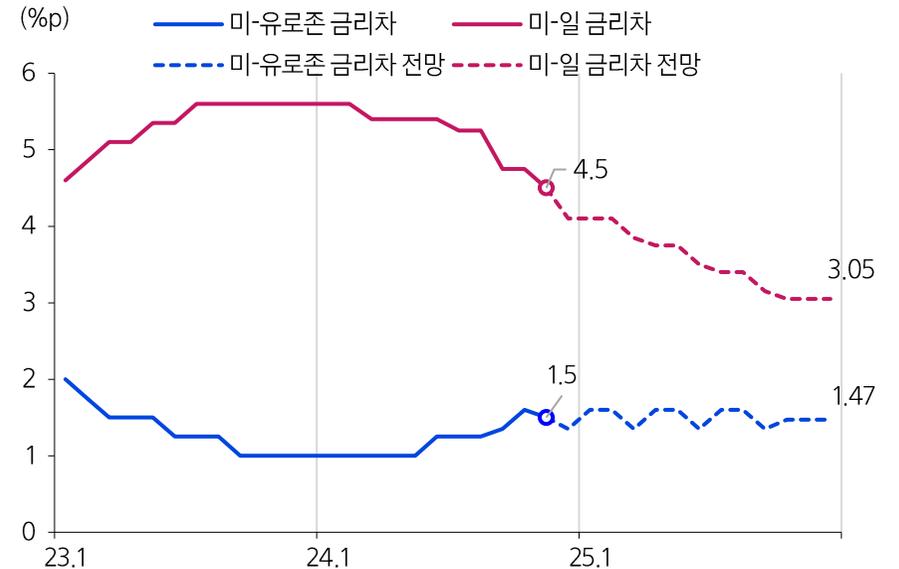
- 시차를 두고 대부분의 국가 인하사이클 진입 : 스위스, 유로존, 캐나다, 영국, 미국, 한국 순서로 인하
- 물가 및 경기 흐름에 따라 인하속도 차별화 : 인하속도 빠른 국가는 캐나다, 유로존
- 디플레 압력이 높아진 중국은 지급준비율 인하, 유동성 공급, 대출금리 인하를 통해 전방위 통화공급 진행
- 대부분 국가와 달리 일본은 인상사이클에 진입했으나 '24.8월 인상에 따른 금융시장 발작으로 인상 속도 조절 중

글로벌 기준금리 추이 : 인하사이클 진입



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국과의 기준금리차, 유로존은 정체/일본은 축소



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

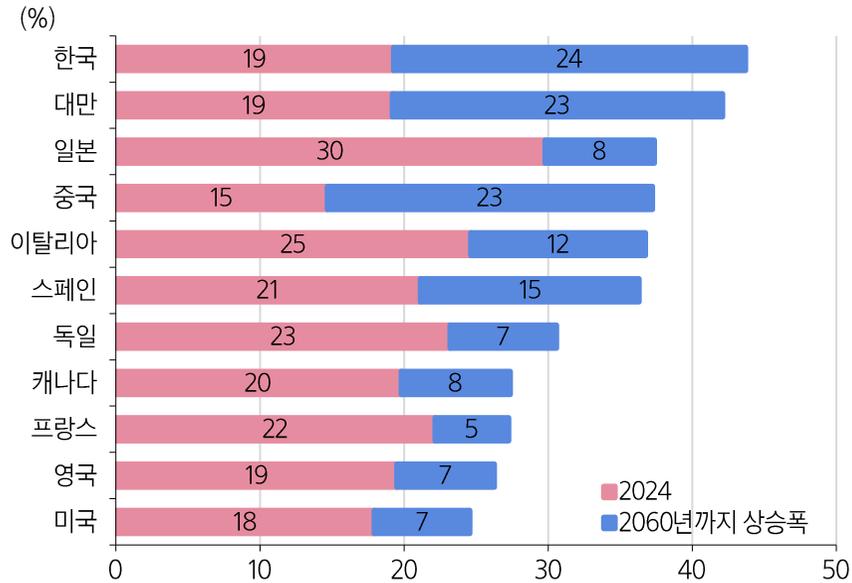
현실화 되는 인구감소 영향

* 인구감소 충격은 전통 제조업 강국에서 두드러져

인구감소는 생산인구 감소를 통해 잠재성장률 하락 요인으로 작용

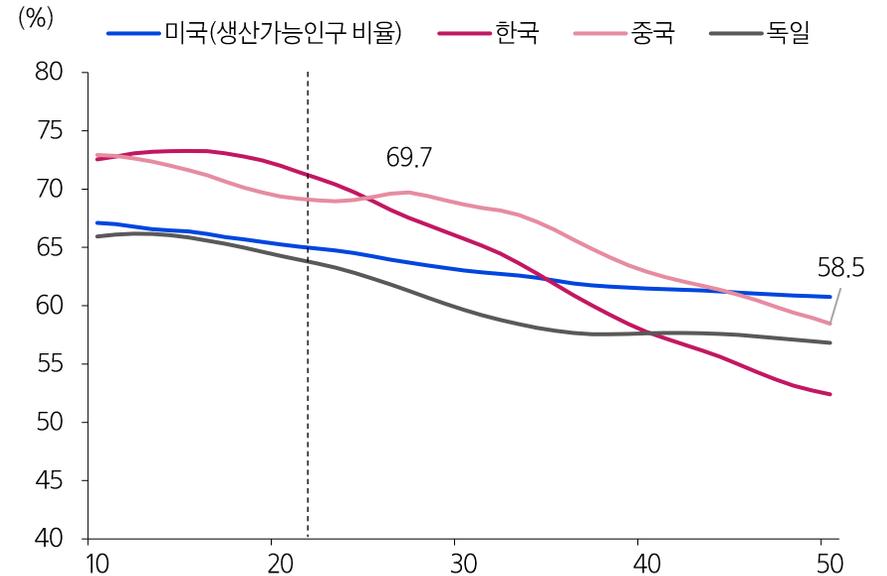
- 저출산, 고령화 충격이 점차 현실화 되고 있음
- 고령화와 생산가능인구 감소는 전통 제조업 강국(한국, 일본, 중국, 독일)에서 나타나
- 동아시아 밸류체인인 한국, 대만, 일본, 중국은 현재 고령화 비율도 높고, 향후 속도도 매우 가파르게 진행
- 반면 미국은 젊은층이 많고(밀레니얼 +Z세대 1.7억명), 순이민 증가로 차별화 된 인구구조 보유

제조업 강국 고령화 속도 매우 빨라



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

생산가능 인구 감소 국가 : 한국, 중국, 일본, 독일



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

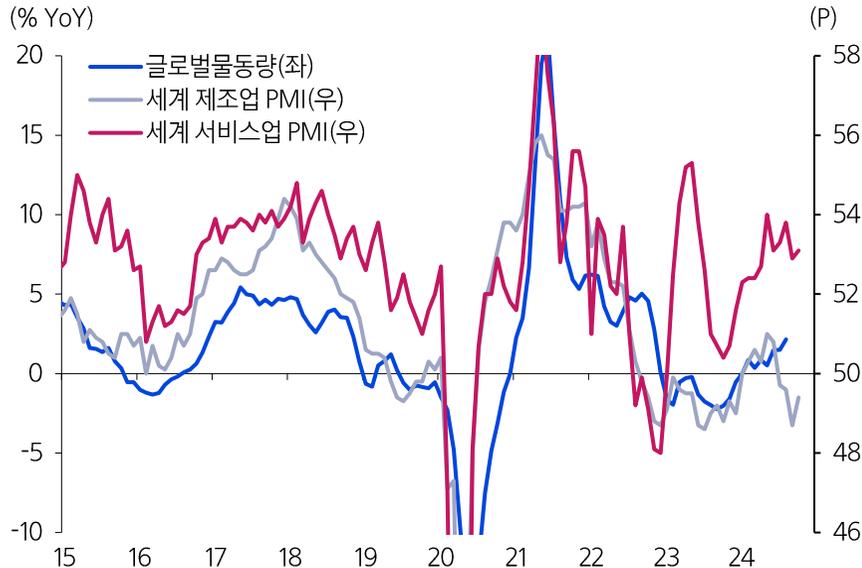
제조업과 서비스업 디커플링

* 미국 관세부와 예고에 제조업 개선 지연

서비스업 확장세는 둔화 예상, 무역 불확실성에 제조업 회복은 지연

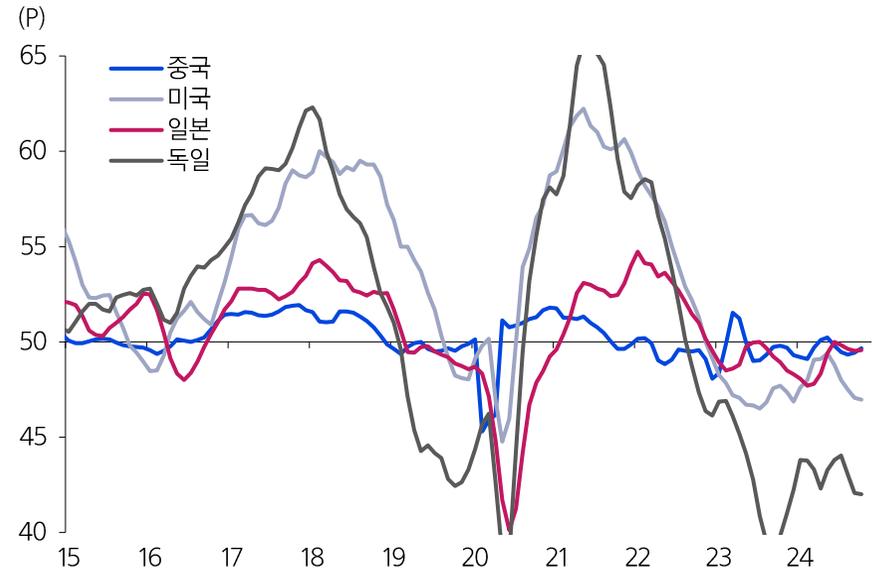
- '22년 이후 제조업과 서비스업 경기 디커플링 심화
- 제조업 중심 국가와 서비스 중심 국가간 차별화 심화 : 미국 우위, 일본/인도/유럽일부(스페인)등 상대적 강세(성장률, 주가)
- 서비스업이 주도했던 미국 경기 확장세는 약화(미국 고용 정상화 및 소비여력 둔화 영향)
- 서비스업 공백기에 제조업 반등이 필요하나 제조업 심리지표 수축국면 재진입하며 후퇴 (트럼프 당선 불확실성, 미약한 회복 영향)
- 세계 제조업 차지 비중이 큰 중국(31%), 미국(16%), 일본(5%)에서 제조업 경기 반등이 지연되고 있음

글로벌 물동량과 세계 제조업, 서비스업 PMI



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

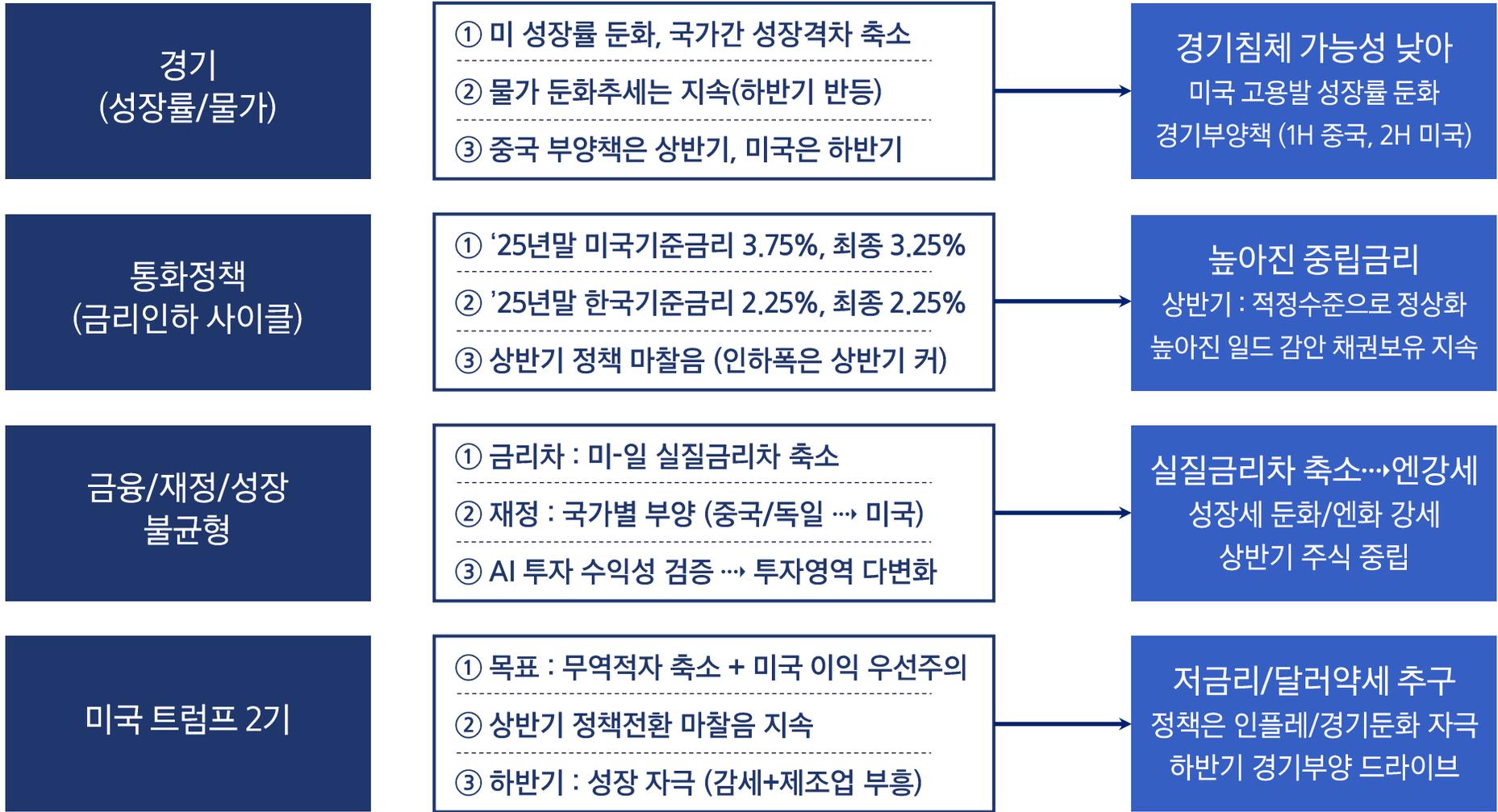
세계 제조업 주도국 PMI 지수: 독일 부진 심화



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

'25년 매크로 전망 Key word

* '24년 '기대' ... '25년 '실행'



미국 경제

* 재정비의 시간

'25년 미국경제 전망

정책전환 노이즈, 4년 만에 성장률 둔화

· '24년 리뷰

- 소비, 고용 호조로 견조한 성장세 유지 (2.7%)
- 연초 컨센서스 1.3%에서 큰 폭 상향 조정

· '25년 전망 및 체크포인트

- 고용 정상화 진입 속 변동성 커지는 임계점 진입
- 고용 둔화(소비 정체)로 성장률 1.8% 예상

* 주요 변수

- ① 성장률 상저하고와 기준금리 경로 (상반기 인하폭 커)
- ② 하반기, 재정정책 및 물가반등으로 인하 폭 제한
- ③ 미국의 장기 성장성 우위는 지속

미국 경제 현황 및 컨센서스

	22년	23년	24년	25년(예상)	잠재성장률
GDP 성장률 (yoy)	2.5%	2.9%	2.7%	1.8%	1.8%
소비자지출 (yoy)	3.0%	2.5%	2.5%	1.9%	
정부지출 (yoy)	-1.1%	3.9%	2.9%	1.4%	
민간투자 (yoy)	6.0%	0.1%	4.1%	2.8%	
순수출 (yoy)	-0.9%	4.0%	-2.2%	-0.5%	
소비자물가 (yoy)	8.0%	4.1%	2.9%	2.3%	*연말 2.6%
근원PCE물가 (yoy)	5.4%	4.2%	2.7%	2.2%	
신규고용 (월평균, 명)	37.7만	25.1만	17.0만	10만 전후	*3개월 10만
실업률	3.6%	3.6%	4.4%	4.6%	
재정수지(%of GDP)	-5.4%	-6.5%	-6.5%	-6.5%	
기준금리	4.5%	5.5%	4.5%	3.75%	*최종 3.25%
실질개인소득 (연율화)	0.5%	3.2%	2.4%		
실질 개인소비지출	1.9%	3.5%	2.5%		
소비자신용 (십억달러)	345.7	129.4	79.2		
소비자신뢰지수	59.8	69.7	73.0		

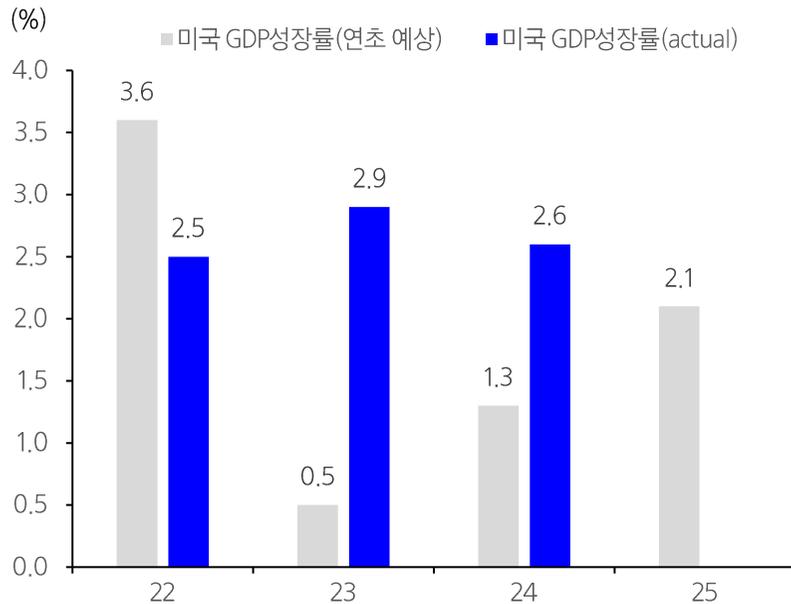
자료: Bloomberg컨센서스, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 : 성장률 상향 지속

* 성장률 서프라이즈가 계속될 것인가

연초 컨센서스와 최종 성장률

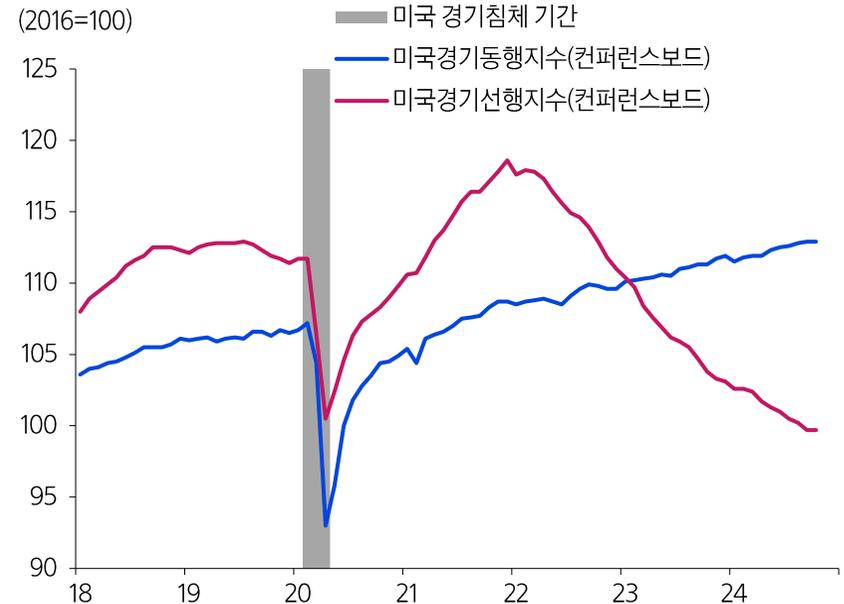
- '23~'24년 연속 컨센서스 대비 미국성장률 큰 폭 상향
- '24년초 1.3%였던 미국 성장전망은 현재 2.7%로 상향
- * '25년 성장률 전망 2.1%로 직전 2년과 달리 높은 레벨에서 출발



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 경기선행지수와 동행지수 디커플링

- 컨센서스는 선행지수를 추종. 선행지수 하락세 장기간 지속
- 성장률은 동행지수 우상향을 반영하여 컨센서스를 상회
- * 동행지수 항목 : 신규일자리, 개인소득, 산업생산, 제조업도소매판매



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

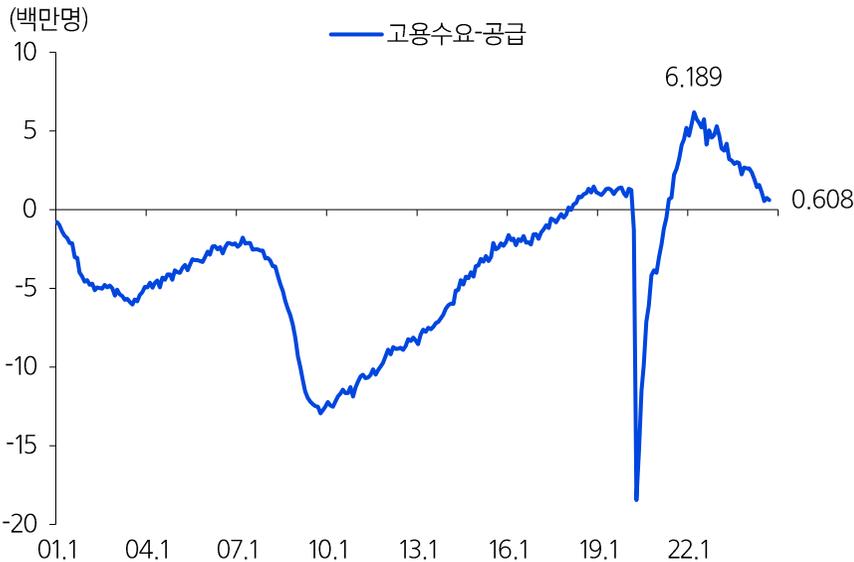
미국 : 균형점에 근접한 고용

* 상반기 고용발 경기 변동성 확대 예상

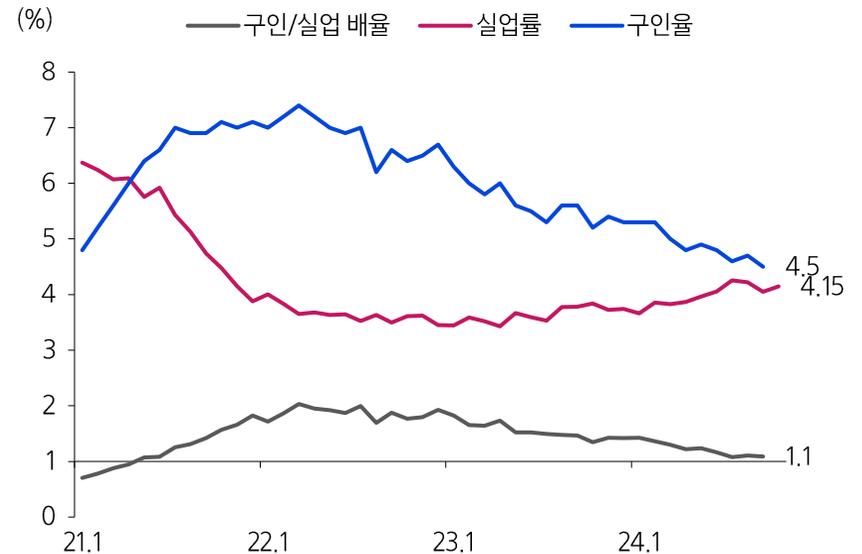
미국 고용지표 균형점에 근접

- 미국 고용 수요와 공급은 균형점에 근접, 내년 상반기 공급우위 시장으로 변화 예상
- 신규 일자리는 점진적 둔화, 내년 상반기 월평균 10만건 이하로 하락 예상 * 월평균 신규일자리 '22년 37만, '23년 25만, '24년 17만(3개월 10만)
- 구인, 실업배율은 1배 수준 근접, 균형점에서 구인 및 실업 변동성 확대
- 고용 변동성 확대는 개인 소득 및 소비 둔화로 연결

고용 수급 균형점 도달, 내년 상반기 공급 우위



구인/실업배율 균형점 근접, 고용발 변동성 확대 예고



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

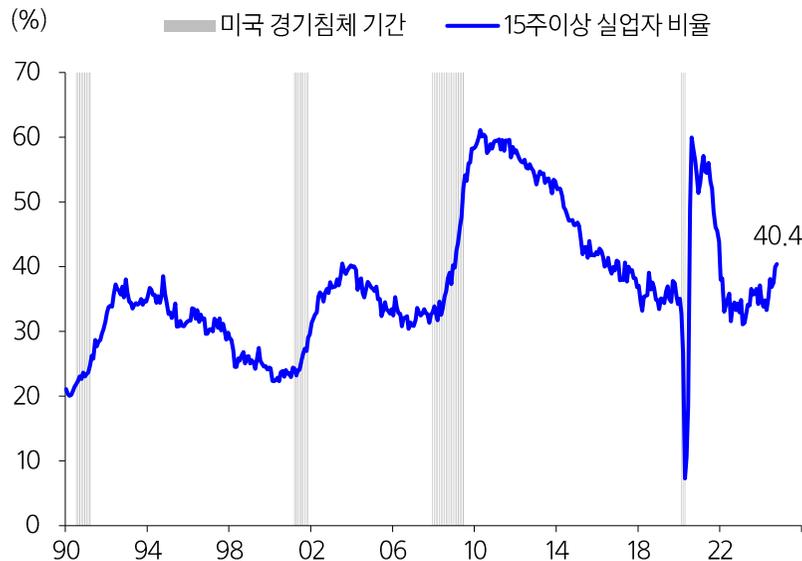
미국 : 균형점에 근접한 고용

* 고용의 질도 점차 악화

장기실업자 비율 높고, 실업 중 해고/사직 증가

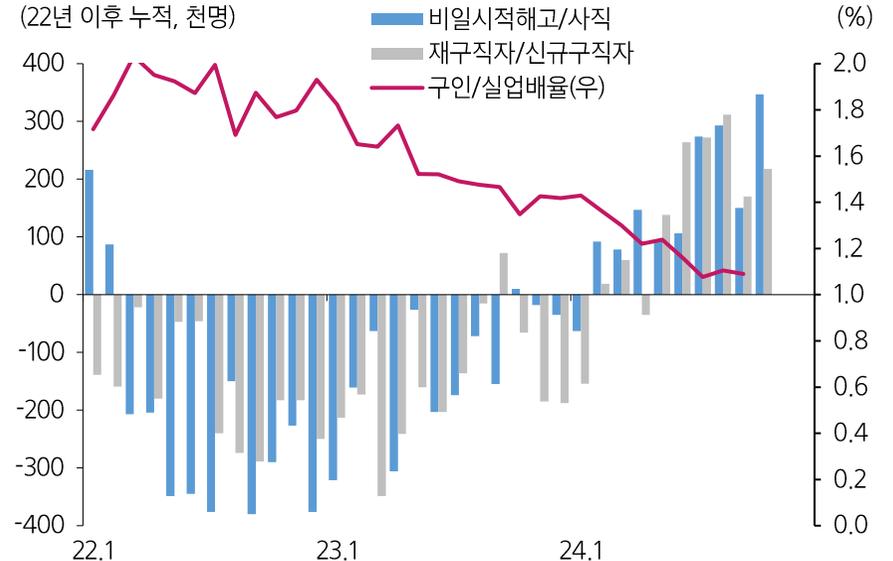
- 15주 이상 장기 실업자 비율은 40.4%로 과거 경기침체 시기(90년, 01년, 08년, 20년) 보다 높은 수준
- 실업으로 진입 후 장기간 실업상태에 머무는 실업자 inflow가 크다는 의미로 고용시장 둔화 위험은 진행형
- 실업의 구성 변화도 예상. 아직까지 해고/사직과 재구직/신규 구직 비율이 유사 했으나 고용지표 변동성 확대시 변화 예상
- 구인감소, 해고증가가 동반될 경우 구직을 위한 실업 outflow보다 실업상태에 장기간 머무는 inflow 확대 위험 증가

장기 실업자의 증가



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

실업의 구성 변화 (해고/사직 > 구직위한 신규/재진입)



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

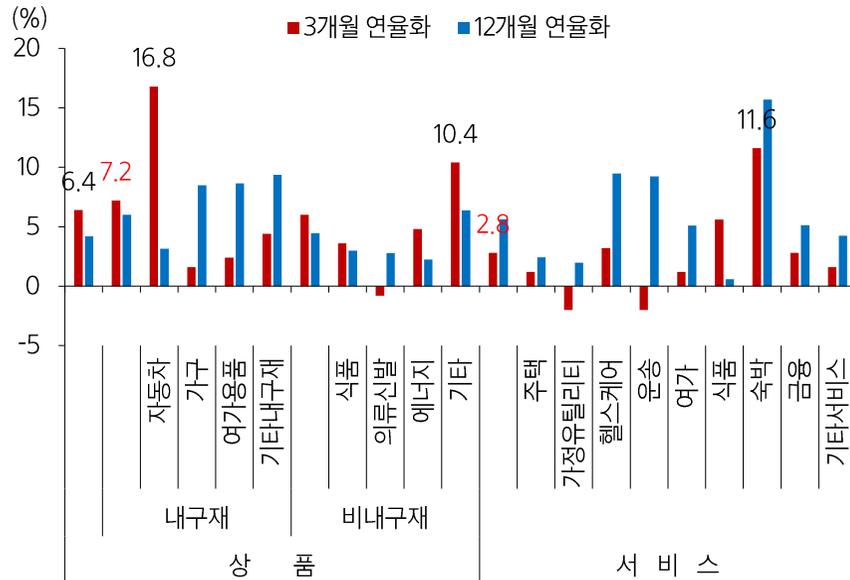
미국 : 개인 소득과 소비

* 강한 소비 지출(Wealth Effect+신용), 소득은 둔화

개인 소비지출은 매우 강해 12개월 연율 3.2% 속도로 증가

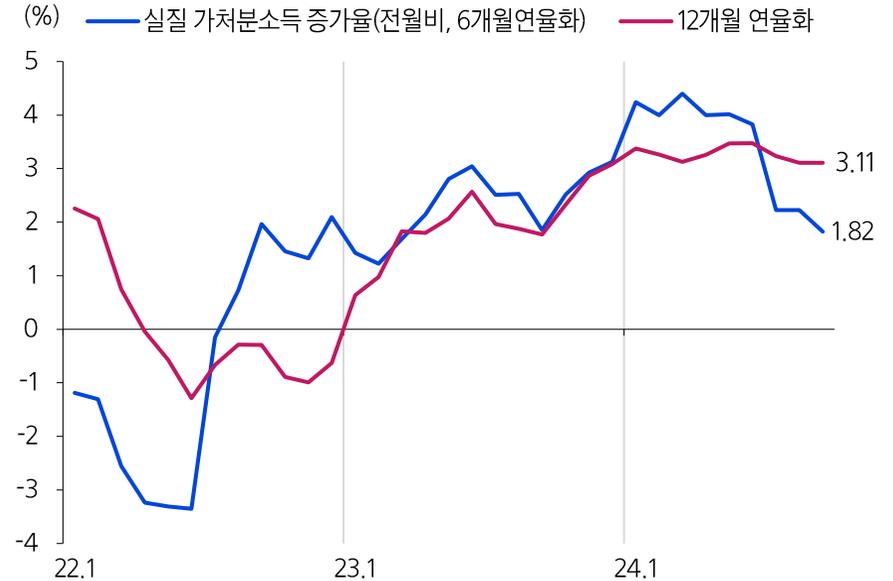
- 실질소비는 상품 중심으로 최근 다시 증가 (연율 3.2% 증가 속도)
- 소비의 원천은 소득과 신용, Wealth effect로 정의할 수 있음. 주식시장 호황으로 Wealth effect 견조, 소비자신용도 견조하게 유지
- 소비증가는 상품 소비(자동차)가 주도하는 가운데 서비스부문에서는 숙박/음식업 지출 큰 폭 증가
- 소비 증가에도 실질 소득의 증가 속도는 최근 둔화되고 있음. 상반기 고용 변동성 확대시 소비 둔화로 이어질 가능성 높아

실질 개인소비지출은 매우 강해 (상품소비 반등)



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

소비여력인 실질 개인소득 증가율은 둔화



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국 경제

* 수출/반도체 모멘텀 둔화

'25년 한국 경제 전망

잠재성장률 수준 성장 둔화 (상저하고)

· '24년 리뷰

- 반도체/수출회복으로 2.3% 성장, 10월 인하 시작
- 내수부진 장기화, 환율/금융이슈로 정책 여력 제한

· '25년 전망 및 체크포인트

- 수출, 반도체 둔화로 성장률 둔화 (1.9% 전후)
- 물가 안정세 지속, 기준금리 2.25%까지 인하 예상

* 주요 변수

- ① 미국과 통상 이슈 (보조금 폐지, 관세부과 등)
- ② 상반기 중국부양책 효과 (수출 방어효과 기대)
- ③ 재정과 통화정책 Policy Mix 여부

한국 경제 현황 및 컨센서스

	22년	23년	24년	25년(예상)	잠재성장률
GDP 성장률 (yoy)	2.8%	1.4%	2.3%	1.9%	2.2%
민간소비 (yoy)	4.2%	1.7%	1.2%	1.7%	
공공소비 (yoy)	4.0%	1.3%	1.6%	2.0%	
총 고정자산투자 (yoy)	-0.2%	1.4%	0.1%	1.8%	
순 수출 (yoy)	-0.3%	0.1%	4.3%	-0.2%	
신규 취업자증감 (명)	81.6만	32.7만	20만	16만	*한은 전망
(15~59세 증감)	36.5만	-3.8만	-7.9만		
수출증가율(재화)	3.9%	2.9%	6.9%	2.9%	
수입증가율(재화)	4.20%	-0.3%	1.60%	3.6%	*한은 전망
상품수지	151억\$	341억\$	816억\$	801억\$	
경상수지	298억\$	355억\$	730억\$	620억\$	
소비자물가 (yoy)	5.1%	3.6%	2.3%	2.0%	
기준금리	3.25%	3.5%	3.25%	2.25%	*최종 2.25%
재정수지 (% of GDP)	-1.8%	-1.9%	-1.9%	-1.0%	
국채 순발행 (원)	97.3조	61.5조	49.9조	83.7조	*25년 계획

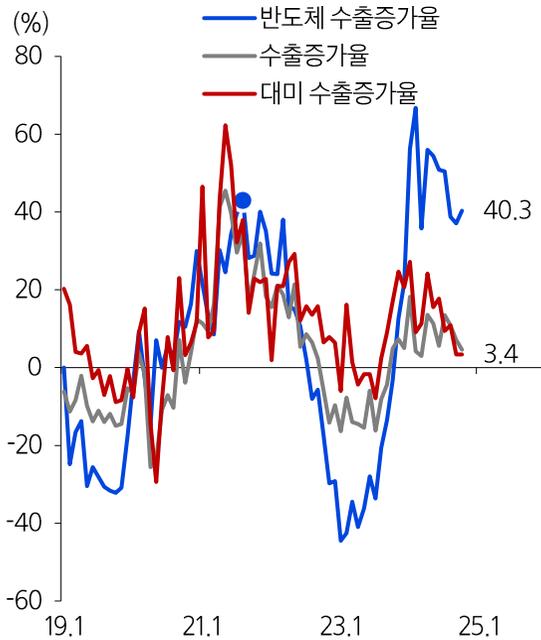
자료: Bloomberg컨센서스, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국 : 수출 피크아웃, 약한 내수 회복

* 대미수출 둔화, 내수부진 장기화

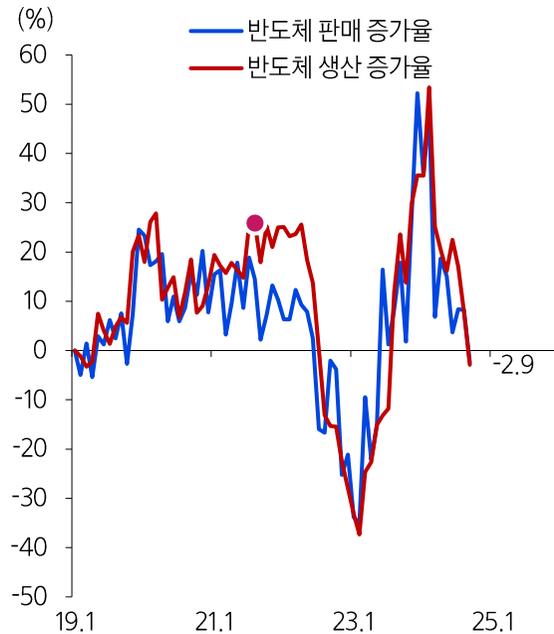
수출 피크아웃

- 대미수출 중심으로 수출 증가율 둔화
- 반도체 피크아웃으로 추가 둔화 예상



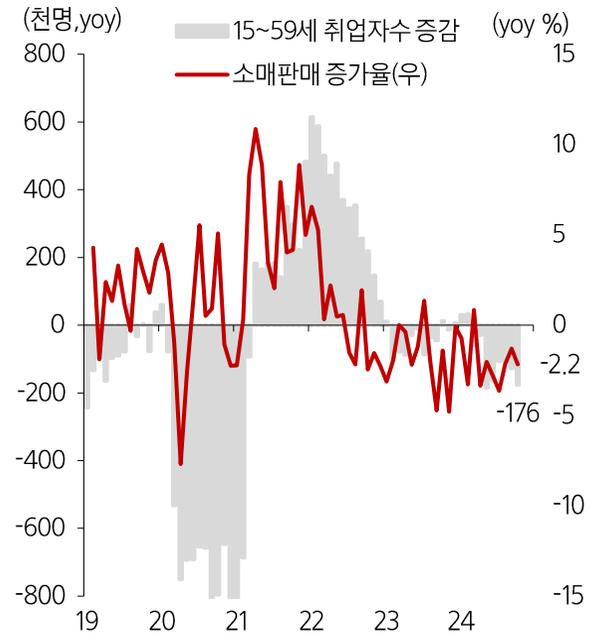
반도체 생산, 판매 역성장

- 10월 반도체 생산, 판매 역성장 진입
- D램 가격 7월 고점 이후 4개월 하락



핵심층 고용 부진이 내수부진으로

- 15~59세 핵심층 취업자 감소 지속
 - * 전년동월비 17.9만 감소 (60세 이상 +25.8만)
- 소매판매 부진은 장기화



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

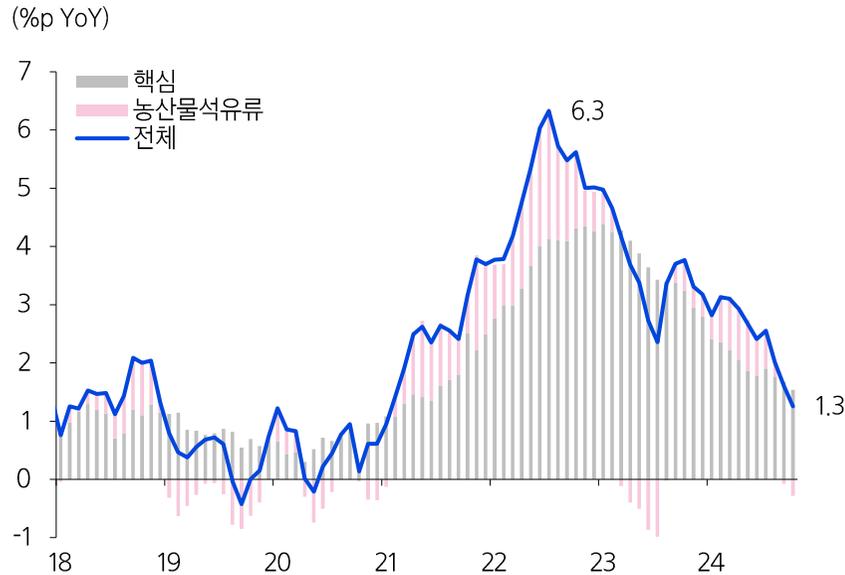
한국 : 물가 안정세 속 인하 사이클 지속

* 통화정책 운신의 폭 확대

기준금리 2.25%까지 인하 전망. '25년 경제성장률 1.9% 내외 예상

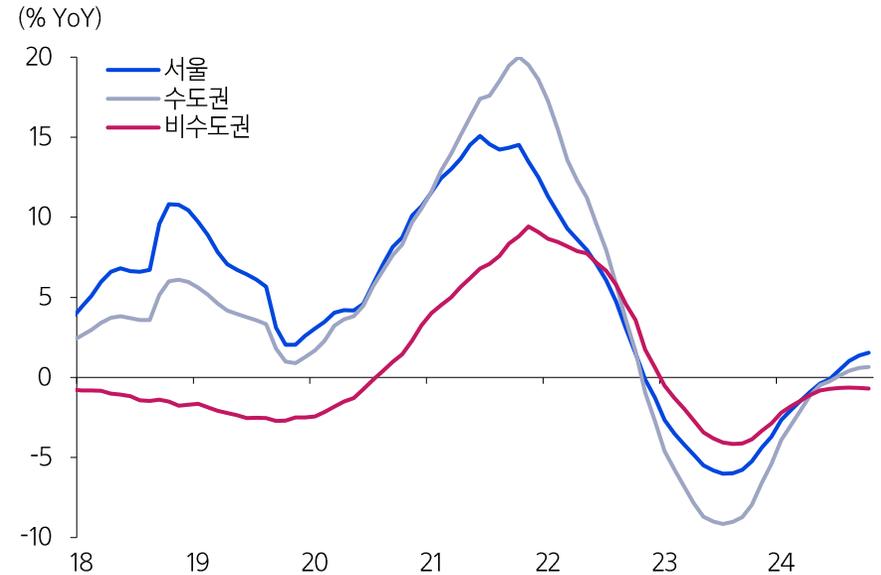
- 공급측 물가 상승 요인 안정화되며 소비자물가 연평균 1.5% 내외로 둔화 예상
- 주택 가격 반등세는 지역별로 차별화되는 모습 보이나 통화정책 기조는 내수 부진과 물가 안정에 무게 중심
- '25년 주요 포인트는 대외적으로 트럼프 정부 하 통상 이슈에 따른 수출 경기 영향력과 중국 부양책 spill-over 효과 정도 등
- 대내적으로는 경기 성장 동력 공백기 속 재정과 통화정책 믹스가 될 것

소비자물가 1%대 진입, '25년 1%대 중반 예상



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

주택 가격은 차별화 속 점차 안정



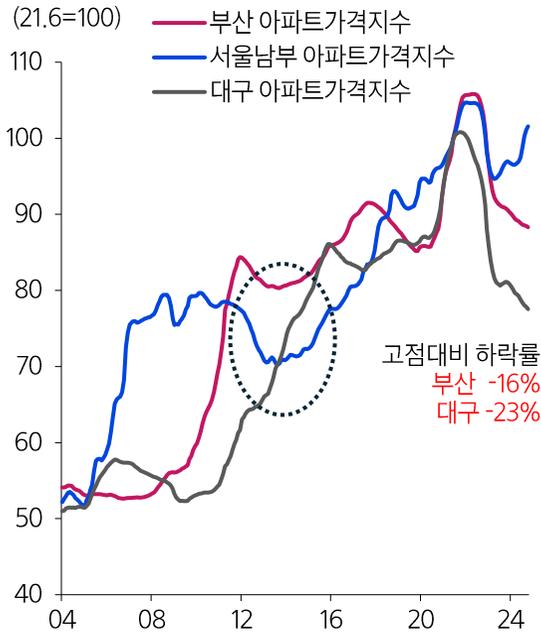
자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국 : 부동산

* 지역별 차별화 심화, 투기적 수요는 이전 대비 약해

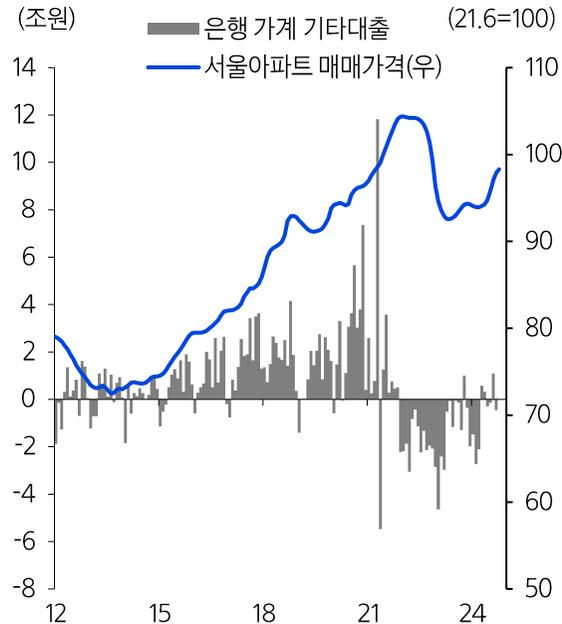
극단적 차별화

- 서울과 지방 아파트가격 차별화 심화
- '17~'19년 차별화보다 격차 더 커



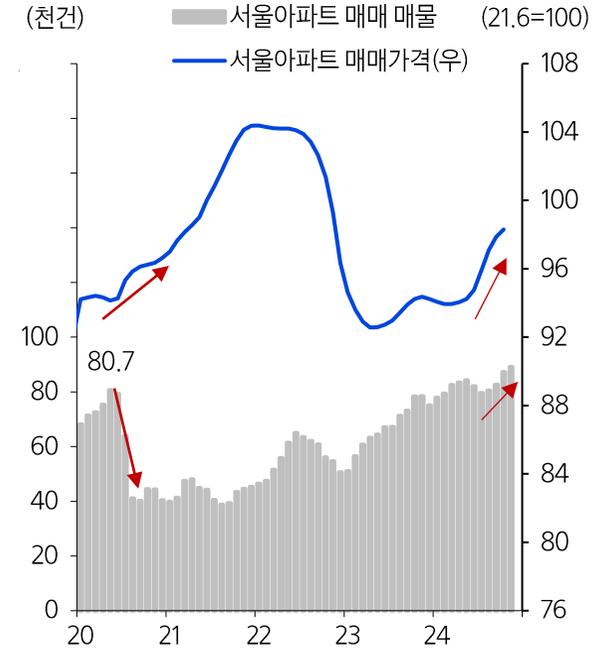
투기적 수요는 제한적

- 주택 수요는 30~40대, 실수요자 중심
- 투기적 수요는 크지 않은 상황
- * '24년 은행의 가계 기타대출 5.2조 감소



특이점 : 가격상승에도 매물증가

- 가격상승시 매물 급감이 일반적 패턴
- 최근 가격상승에도 매물 증가
- * 매물 취소 없는 실 매물이 많다는 의미



자료: Bloomberg, CEIC, 한국은행, 아실, 삼성자산운용 투자리서치센터

유로존 경제

* 유로존 내 차별화는 지속, 상반기 중국부양책 주목

'25년 유로존 전망
미약한 회복세, 관건은 독일 재정

· '24년 리뷰

- 2년 연속 잠재성장률 하회하는 저성장 국면
- 중심국 독일 2년 연속 역성장, 스페인 경제 호황

· '25년 전망 및 체크포인트

- 잠재성장률 수준 회복 예상되나 회복 강도는 미미
- ECB, 2%까지 인하(Deposit 기준) 미국과 금리차 정체

* 주요 변수

- ① 독일 의회 선거 이후 재정 변화 기대 (25년 2월 예정)
- ② 미국발 관세 위협 지속, 상반기 중국 부양책 기대
- ③ 통화정책에 의존하는 미약한 성장 지속

유로존 경제 현황 및 컨센서스					
	22년	23년	24년	25년 (예상)	잠재 성장률
유로존 성장률 (yoy)	3.5%	0.4%	0.7%	1.2%	1.3%
(독일)	1.4%	-0.3%	-0.1%	0.8%	1.1%
(프랑스)	2.6%	0.9%	1.1%	1.0%	1.2%
(이탈리아)	4.7%	0.7%	0.8%	1.0%	0.8%
(스페인)	6.2%	2.7%	2.8%	2.2%	1.4%
유로존 가계소비 (yoy)	4.9%	0.5%	0.7%	1.1%	
정부지출	1.1%	0.2%	1.6%	0.9%	
총고정자본 형성	2.0%	0.7%	-2.5%	0.9%	
순수출	-1.0%	0.5%	2.1%	-0.1%	
(수출)	7.2%	-0.7%	1.9%	2.5%	
(수입)	8.2%	-1.2%	-0.2%	2.6%	
유로존 CPI	8.4%	5.5%	2.4%	2.0%	
유로존 기준금리(Deposit)	2.5%	4.0%	3.25%	2.0%	
독일 재정수지(% of GDP)	-2.1%	-2.6%	-1.7%	-1.5%	유로존 재정 규율 -3%
프랑스 재정수지(% of GDP)	-4.7%	-5.5%	-6.0%	-5.3%	

자료: Bloomberg컨센서스, 삼성자산운용 투자리서치센터

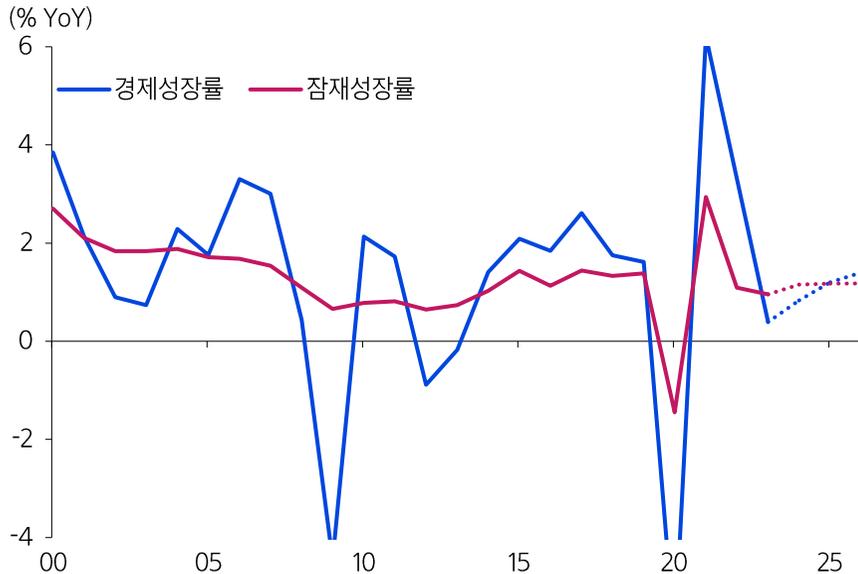
유로존 : 저성장 국면 속 주변국의 약진

* 국가별로 차별화되는 경기 회복 정도

잠재성장률을 밀도는 구조적인 경기 하방 압력 속 역내 경기 차별화

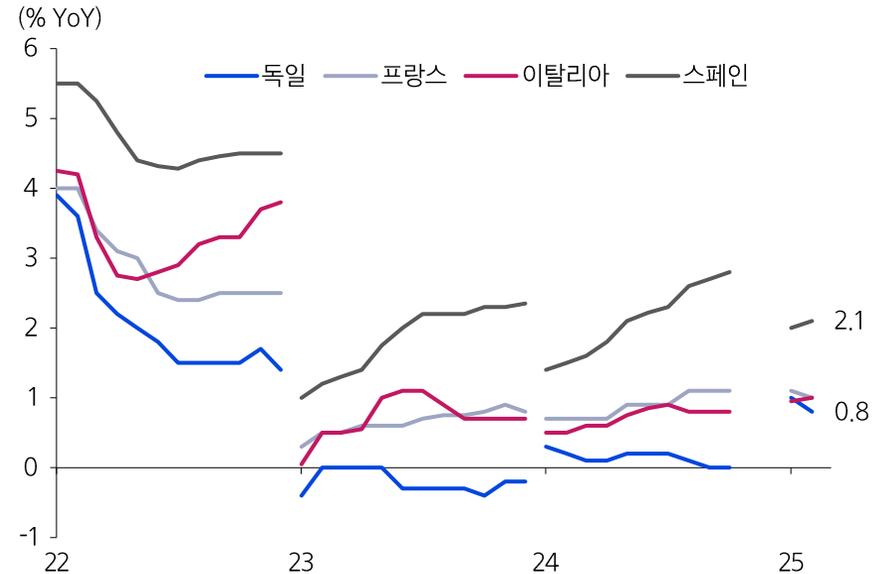
- 중국향 제조업 수요 부진과 코로나 직후 에너지 위기, 금리 인상 등에 경기 하방 압력 지속
- 2년 연속 IMF기준 잠재성장률 1.2% 하회. '25년에도 잠재성장률 밀도는 저성장 국면 연장 예상
- 역내 중심국과 주변국의 경기 차별화는 심화. 스페인, 이탈리아 등은 경기 눈높이 지속 상향되는 반면 독일, 프랑스는 지지부진
- 단일통화임에도 경기 충격 이후 회복 강도는 국가별로 상이. 중국 의존도 높은 구경제 산업 비중과 대내 정치 불확실성 등이 영향

유로존 경제성장률, 잠재성장률 하회 지속



자료: IMF, Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

주요국 경제성장률 전망치: 역내 성장격차 축소 예상



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

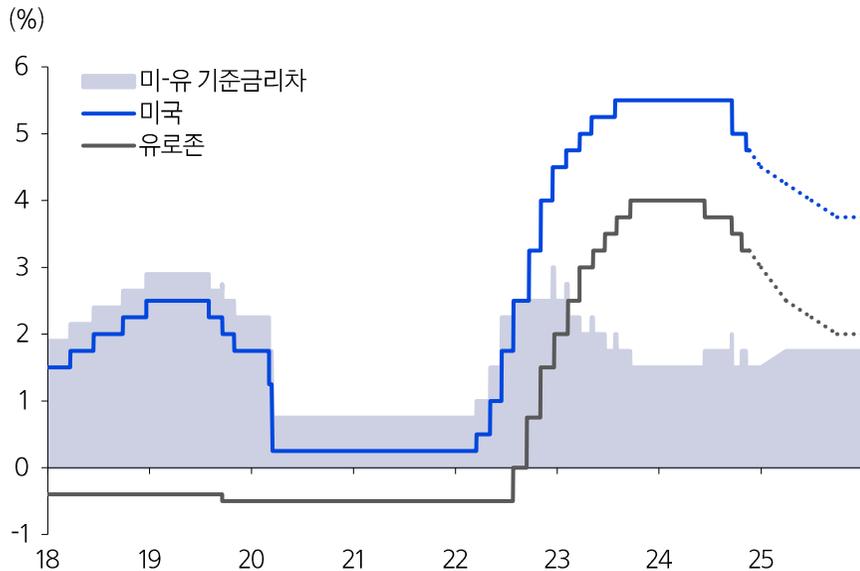
유로존 : 정책 불확실성 잡음 속 재정 공조 주목

* 미약한 회복세, 재정 잡음

예금금리 기준 2.0%(현 3.25%)까지 인하 전망. 2025년 경제성장률 1.2% 내외 예상

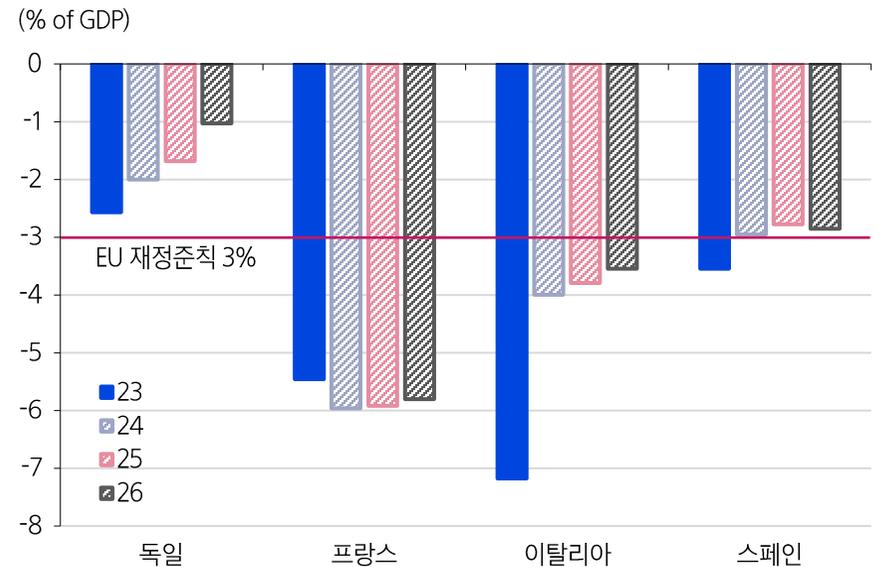
- 미국 우위의 글로벌 경기 흐름 다소 완화되며 미국과 유로존 기준금리 차는 1.5% 내외로 축소
- 유로존 인하 사이클이 한발 빨랐으나 후행적으로 미국도 인하 기조에 들어선 점에 주목
- '25년 주요 포인트는 대외적으로 중국 부양책 기대로 인한 구경제 산업 개선 여부가 될 것
- 대내적으로는 재정준칙 등 관련한 회원국 간 이견, 독일의 조기 의회 선거(2월) 이후 긴축적 재정정책의 변화 여부가 될 것

미국과 유로존 기준금리와 금리차



자료: IMF, Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

주요국 GDP 대비 재정적자



자료: IMF, Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

일본 경제

* 엔화 강세의 양면 (내수회복 vs. 금융불안)

'25년 일본 경제 전망

성장률 회복과 통화정책 강도

· '24년 리뷰

- 실질소비 부진, 순수출 부진으로 성장률 큰 폭 둔화
- 임금상승분(+5.1%) 반영되며 하반기 회복

· '25년 전망 및 체크포인트

- 소비회복(실질임금개선), 성장률 1.0%내외로 반등
- 임금과 물가의 선순환 안착 여부 확인

* 주요 변수

- ① 미-일 금리차 축소와 엔화 강세 (통화정책 속도)
- ② 지지기반 약한 이시바 정권 (정치적 혼란)
- ③ 외국인 매수 촉발한 일본 밸류업 추가 진척

일본 경제 현황 및 컨센서스

	22년	23년	24년	25년 (예상)	잠재 성장률
GDP 성장률 (yoy)	1.2%	1.7%	0.0%	1.2%	0.7%
소비자지출 (yoy)	2.3%	0.7%	-0.2%	1.3%	
공공소비 (yoy)	-0.6%	0.9%	0.4%	1.0%	
민간투자 (yoy)	0.7%	1.3%	1.5%	1.0%	
순 수출 (yoy)	-2.7%	4.5%	-0.3%	2.2%	
소비자물가 (yoy)	2.5%	3.3%	2.5%	2.0%	
기준금리	0.0%	0.0%	0.4%	0.7%	
임금상승률 (렌고, yoy)	2.1%	3.6%	5.1%		*22년래 최고
신규 취업자증감(명)	10.3만	24.3만	25.3만		
(미-일 기준금리차)	4.5%	5.5%	4.5%	3.0%	
대외 순투자 (조엔)	420.0	471.3	543.6		
재정수지(%of GDP)	-5.8%	-5.2%	-4.2%	-4.1%	
경상수지(%of GDP)	2.6%	2.6%	2.5%	2.4%	

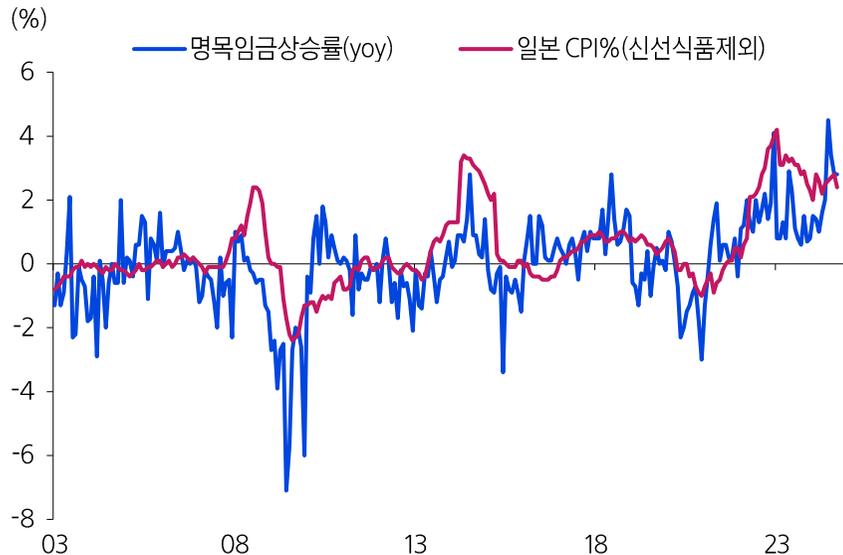
자료: Bloomberg컨센서스, 삼성자산운용 투자리서치센터

일본 : 물가와 임금 선순환을 향해

* 임금, 물가, 금융의 선순환 추구

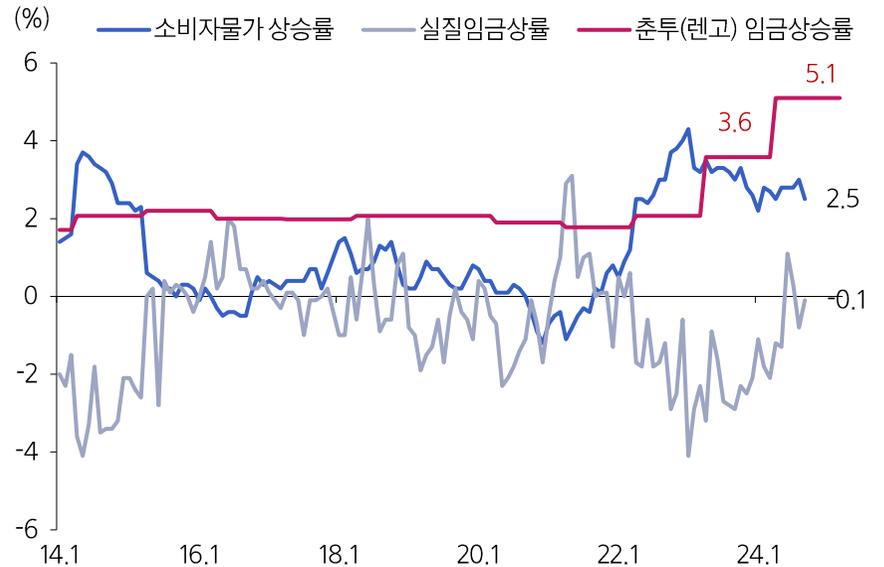
- '24년 춘투를 통해 5.1% 임금 상승 합의, 물가와 임금의 선순환 구조 형성
- 물가와 임금 선순환 목표에 근접한 만큼 회복의 온기를 유지하고 확장 시키기 위한 정책 스탠스 예상
- 그동안 일본은 글로벌 인상 기조와 달리 디플레 극복을 위해 통화완화 기조와 함께 엔화 약세 추구
- 정책 전환 과정은 순탄치 않으나(8월 금리인상 후 엔캐리 청산 압력 고조), 정책 격차 축소가 필요한 만큼 완만한 인상 기조는 유지할 것
- 물가와 임금 선순환과 함께 금융시장 개혁(저축에서 투자로)을 지속적으로 추진하여 소득 기반 확충 시도를 이어가게 될 것

임금과 물가의 선순환 고리 형성



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

임금 인상 시차효과, 물가안정 감안시 실질 임금+ 지속



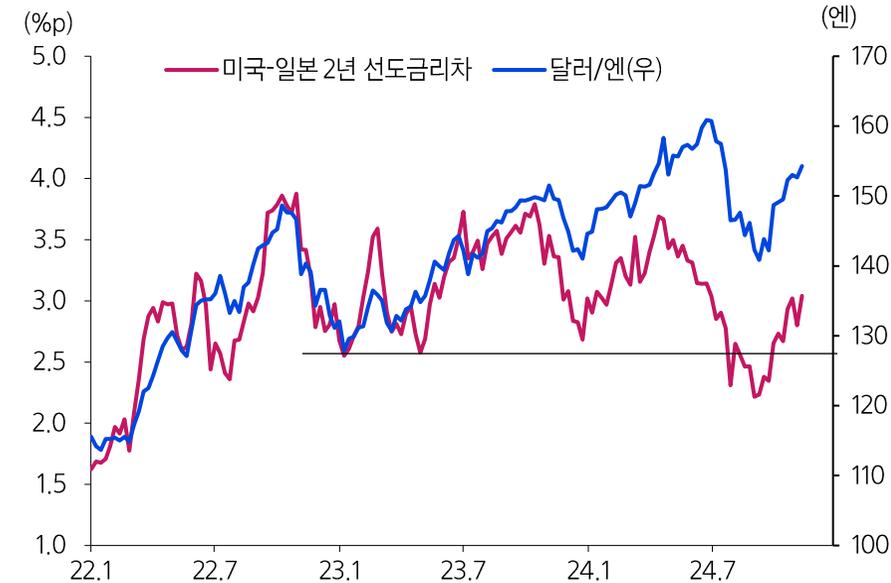
자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

일본 : 엔화의 방향성

* 실질금리 축소로 엔 강세 압력 점증

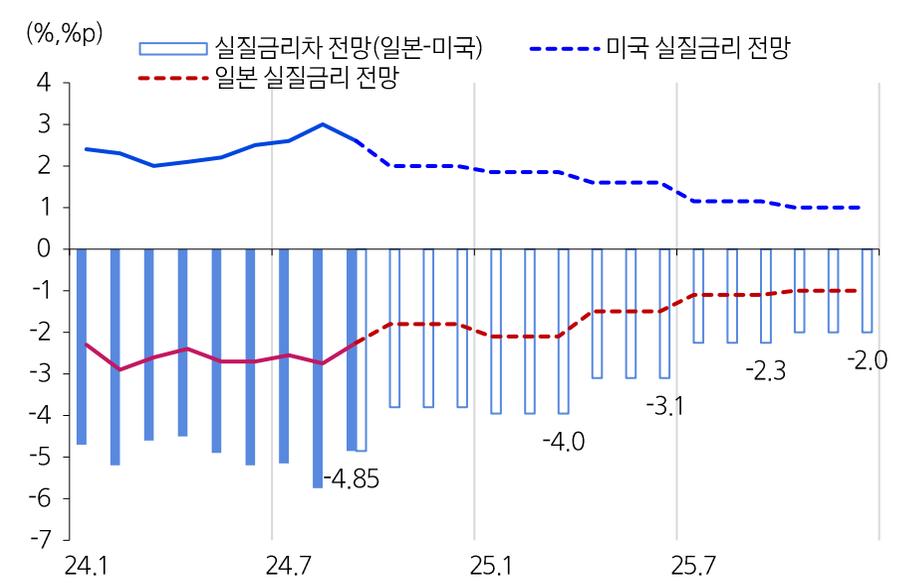
- 미국 경제지표 호조에 의한 금리인하 기대 후퇴와 일본의 인상 기대가 후퇴가 맞물리며 미-일 선도금리차 다시 확대
- 달러/엔은 155엔까지 상승하며 외환시장 개입이 있었던 수준에 다시 진입
- 내년 컨센서스(Bloomberg)를 기반으로 일본과 미국 실질금리 차를 추정해보면 현재 -4.9%에서 -2%대로 축소 예상
- 실질금리차 축소는 엔 강세 압력을 높이게 될 것으로 예상
- 엔 강세는 기업에는 부정적이나 가계의 소비여력 확대 및 물가안정에 도움. 환율 불균형(엔화약세) 조정은 불가피

미-일 금리차 반등: 미국 인하전망 축소, 일본 인상 약화



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 통화정책 정상화로 실질금리차는 다시 축소 예상



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

중국 경제

* 경기부양책 타겟이 중요 (부실처리 vs 소비부양)

'25년 중국 경제 전망

경기 부양책의 파급력

· '24년 리뷰

- 성장률 목표 5% 미달, 부문별 차별화 심화
- 부동산 위축 심화 속 개인의 소비/투자심리 약화

· '25년 전망 및 체크포인트

- 상반기 경기부양책 주목 : 가계 심리개선 여부 중요
- 인구감소, 기술 열위 등 중장기 성장동력 약화 지속

* 주요 변수

- ① 경기부양책 내용 (부실처리 vs 소비부양)
- ② 실질 유동성공급 증가 여부 확인(Credit Impulse)
- ③ 가계 디레버리징 개선 여부(가계대출 비중 확인)

중국 경제 현황 및 컨센서스

	22년	23년	24년	25년 (예상)	잠재 성장률
GDP 성장률 (yoy)	3.0%	5.2%	4.8%	4.3%	4.5%
최종소비 기여도	1.2%	4.3%			
투자기여도	1.4%	1.5%			
순 수출 기여도	0.4%	-0.6%			
소매판매(ytd yoy)	-0.2%	7.2%	3.5%		
고정자산 투자(ytd yoy)	5.1%	3.0%	3.4%		
산업생산(ytd yoy)	3.6%	4.6%	5.8%		
부동산 투자(ytd yoy)	-10.0%	-9.6%	-10.3%		
주거용주택투자(ytd yoy)	-28.3%	-6.0%	-22.0%		
대출내 가계대출 비중	17.9%	19.0%	12.7%		*21년 39.7%
자동차판매	4.5%	6.2%	2.4%		
소비자물가 (yoy)	2.0%	0.2%	0.5%	1.2%	
생산자물가	2.5%	-3.0%	-1.70%	0.4%	
신용공급(Credit Impulse)	-0.1%	2.2%	-3.7%		
대출 우대금리 (1년)	3.65%	3.45%	3.10%		

자료: Bloomberg컨센서스, 삼성자산운용 투자리서치센터

중국 : 경제 지표 월별 추이

* 수출/생산 반등, 부동산/투자/대출부진 지속

- 부양책에도 불구하고 투자, 부동산, 가계대출 부진은 지속되고 있음

주요 경제 지표	23.10월	11월	12월	24.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월
GDP tracker 예상(%)	6.3	7.6	7.3	7.0	7.0	5.6	6.5	6.1	5.7	5.7	5.3	6.0	6.1
23년 성장률 추이(Bloomberg)	5.1	5.2	5.2	4.5	4.6	4.6	4.9	5.0	4.9	4.9	4.8	4.8	4.8
리커창 지수(YoY)	7.0	8.3	7.8	7.8	7.8	3.7	3.8	4.7	5.3	3.7	5.3	5.1	
GDP 분기 성장률(YoY)		5.2			5.3			4.7			4.6		
중국금융상황지수*	74.2	69.0	70.1	76.9	74.0	68.5	67.7	65.9	60.0	60.8	61.6	59.6	57.8
China Credit Impulse(YoY)	0.1	0.9	2.2	1.4	-1.5	-2.2	-3.1	-1.8	-1.7	-1.3	-1.8	-2.3	-3.7
사회용자총액(십억위안)	1844	2455	1940	6473	1496	4834	-66	2062	3299	771	3031	3763	1400
위안화대출(십억위안)	738	1090	1170	4920	1450	3089	732	945	2126	261	903	1594	500
그림자금융(net, 십억위안)	-257	1	-156	601	-329	377	-426	-112	-130	-76	116	171	
지방채발행(net, 십억위안)	1398	667	195	384	560	629	344	904	671	711	1200	1284	683
수출증가율(YoY)	-6.4	0.5	2.3	7.8	5.2	-7.9	1.2	7.5	8.6	7.0	8.7	2.4	12.7
수입증가율(YoY)	3.0	-0.6	0.2	15.4	-8.1	-2.0	8.2	1.7	-2.4	7.2	0.5	0.3	-2.3
무역수지(십억\$)	56.5	68.4	75.3	84.1	38.7	57.4	71.6	82.2	98.8	84.7	91.0	81.7	95.7
통계국 PMI (기준선 50)	49.5	49.4	49.0	49.2	49.1	50.8	50.4	49.5	49.5	49.4	49.1	49.8	50.1
HSBC PMI (기준선 50)	49.5	50.7	50.8	50.8	50.9	51.1	51.4	51.7	51.8	49.8	50.4	49.3	50.3
산업생산 증가율(YoY)	4.6	6.6	6.8		6.8	4.5	6.7	5.6	5.3	5.1	4.5	5.4	5.3
고정자산 투자(YTD %)	2.9	2.9	3.0		4.2	4.5	4.2	4.0	3.9	3.6	3.4	3.4	3.4
부동산 투자증가율(YTD %)	-9.3	-9.4	-9.6		-9.0	-9.5	-9.8	-10.1	-10.1	-10.2	-10.2	-10.1	-10.3
주택판매증가율(YTD %)	-3.7	-4.3	-6.0		-32.7	-30.7	-31.1	-30.5	-26.9	-25.9	-25.0	-24.0	-22.0
신규주택가격(YoY)	-0.6	-0.7	-0.9	-1.2	-1.9	-2.7	-3.5	-4.3	-4.9	-5.3	-5.7	-6.1	-6.1
소매판매(YoY)	7.6	10.1	7.4		5.5	3.1	2.3	3.7	2.0	2.7	2.1	3.2	4.8
자동차 판매 (YoY)	11.4	14.7	4.0			-3.7	-5.6	-4.4	-6.2	-4.9	-7.3	0.4	3.7
소비자물가(YoY)	-0.2	-0.5	-0.3	-0.8	0.7	0.1	0.3	0.3	0.2	0.5	0.6	0.4	0.3
생산자물가(YoY)	-2.6	-3.0	-2.7	-2.5	-2.7	-2.8	-2.5	-1.4	-0.8	-0.8	-1.8	-2.8	-2.9

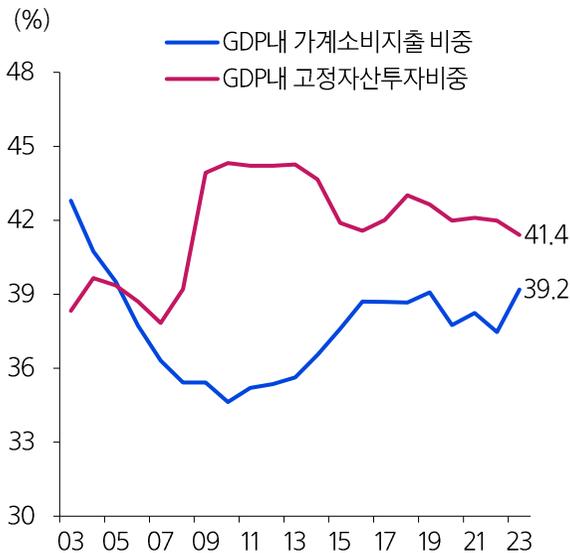
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

중국 : 험난한 중국夢

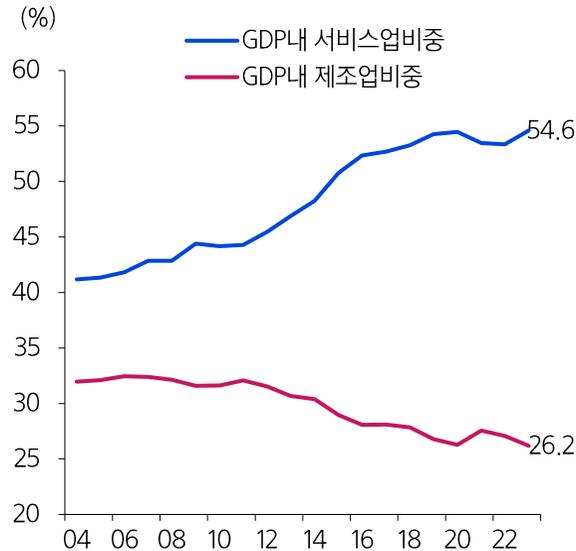
* 중국 경제구조는 10년째 제자리

- 시진핑 집권 이후 공급측면 개혁(경제효율화)을 통한 구조 변화 시도
- 중국 정부는 2010년 이후 장기 과제로 투자/수출 중심의 경제를 내수, 서비스, 첨단산업 중심 체제로의 변화를 추구
- 17년 이후 미국과의 무역갈등, 기술패권 경쟁이 격화되면서 구조 변화는 제자리 걸음. 경제활력 저하로 외국인 투자도 급감
- 중국 GDP내 가계소비 비중은 39% 수준, 투자비중은 41%로 여전히 높아. 서비스업 비중도 50%대에서 정체
- 가계소비 비중이 낮은 이유는 GDP의 비정상적 분배구조에 기인. 피용자 보수(임금), 기업이익(국유기업), 세금(지방정부)간 조정 실패

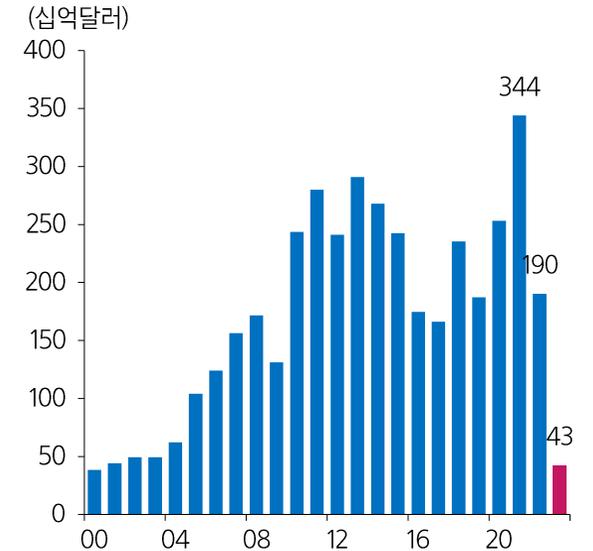
소비, 투자 구조 변화 실패



제조업 비중 여전히 높고



패권전쟁에 외국인투자 급감



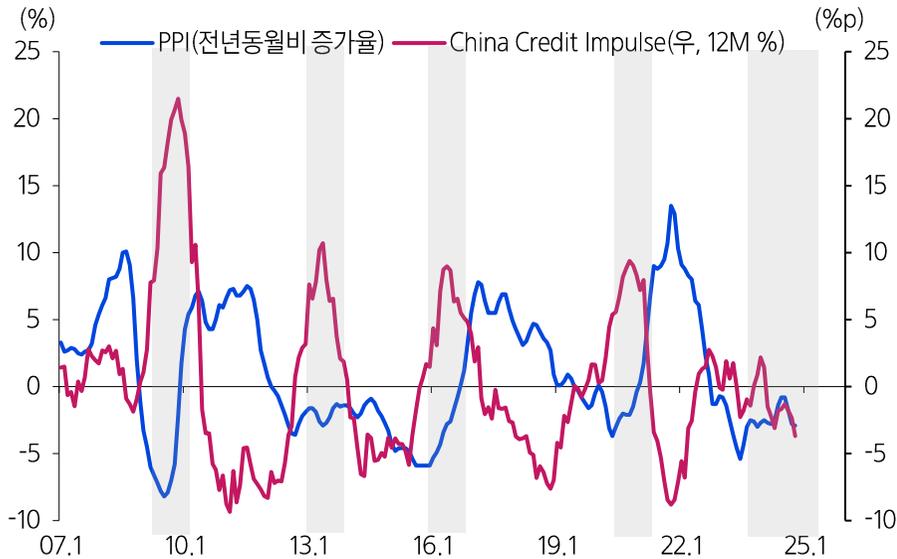
자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

중국 : 디플레 압력 심화

* 생산자 물가 마이너스 지속, 소비자물가 0% 대

- 중국 생산자 물가는 25개월째 마이너스, 최근 하락폭이 재차 확대되고 있음. 소비자물가도 20개월째 제로수준에서 제한적 등락 중
- 23년 7월 이후 1년 넘게 중국은 금융, 부동산, 소비 부양책을 잇따라 내놓았으나 경기, 투자심리 반전에 실패
- 과거 생산자물가 마이너스 국면에서 Credit Impulse(사회용자총액 전월비)가 큰 폭 증가해 왔으나 이번에는 신용증가 마이너스 기록
- 사회용자 총액, 위안화 대출은 절대규모는 증가했지만 기업부실 처리 및 리파이낸싱에 대부분 투입. 가계는 대출을 크게 축소

디플레 압력 지속에도 유동성 증가 제한적



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

가계의 대출수요 감소가 문제

(1~9월 누적비교) (조위안)	21년	22년	23년	24년
사회 용자 총액	24.8	27.8	29.3	25.6
신규 위안화 대출	16.7	18.1	19.7	16.0
가계 중장기대출	6.3	3.4	3.9	2.0
부동산투자	11.3	10.4	8.7	7.9

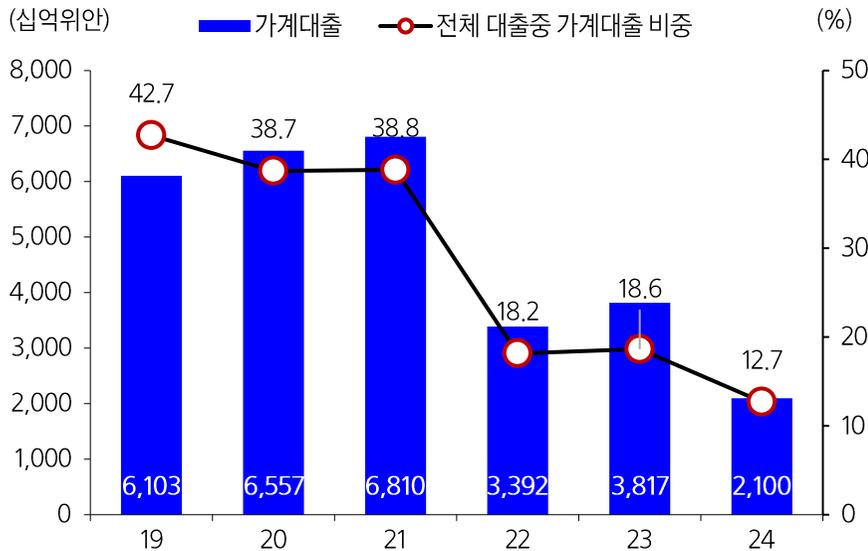
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

중국 : 경기 부양책 체크포인트

* 가계의 투자 및 소비심리 회복 (가계대출 증가로 확인)

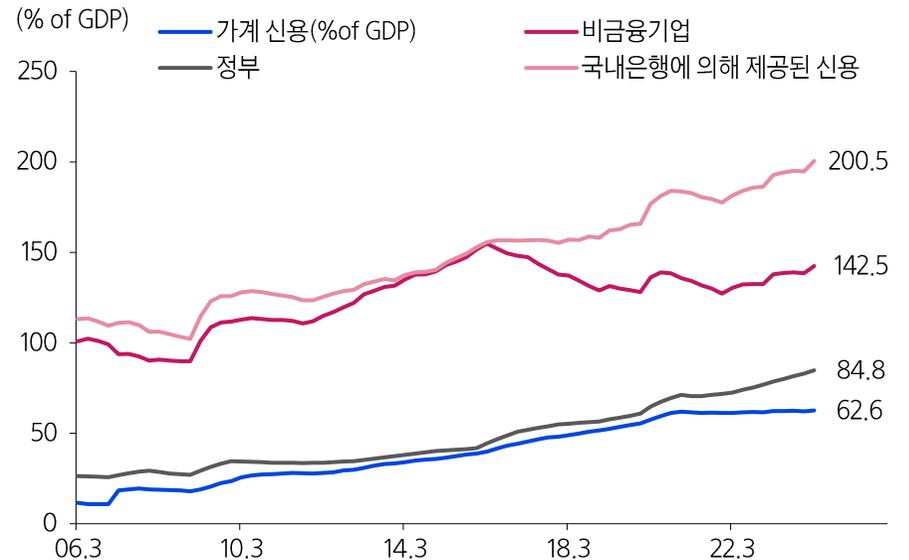
- 경기 활성화 및 미국 관세부과 대응으로 1분기 중 대규모 경기부양책 발표 예상
- 지금까지 부양책이 효과가 제한된 이유는 가계의 투자 및 소비심리를 반전시키지 못했기 때문
- 코로나 이후 중국의 부문별 신용은 은행과 정부부문에서 급증(부동산 부실 처리 및 국유기업 지원 영향), 가계신용은 정체
- 내수, 특히 가계 소비/투자 활성화를 위한 부양책 긴급. 지방정부 및 투자부문에 초점을 둘 경우 효과는 반감될 것
- 중국 부양책 체크 포인트 1) 가계의 소비/투자심리 반전(가계대출 증가로 판단), 2) 신용증가 반전, 3) 주택거래/투자 증가

가계 대출 급격한 위축



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

중국의 부문별 부채 (BIS, % of GDP)



자료: Bloomberg, CEIC, BIS, 삼성자산운용 투자리서치센터

'25년 금융시장 전망

'25년 House View

'25년 House View

채권 보유 통한 안정적 수익 확보, 주식은 하반기 상승

높아진 이자 수준과 금리 하락에 따른 자본차익 감안시 채권의 수익제고 역할이 높아질 것이다. 상반기 금리인하 폭이 클 것이라는 점에서 상반기 장기 국채 중심의 투자가 필요하며 하반기에는 금리변동성에 대비한 단기채 확대 전략이 유효하다.

반면 주식은 트럼프발 정책 변동성과 경기하강 압력에 노출되며 상반기 수익률이 높지 않을 것으로 예상된다. 장기관점에서 경제, 재정, 환율 측면의 미국 우위가 지속될 것으로 전망되는 만큼 미국자산(주식, 채권) 확대 전략은 여전히 유효하다. 장기 성장성과 구조개혁 성과가 뚜렷한 인도와 일본도 비중 확대 대상이다.

미국 경기의 감속으로 미국주식이 주춤하게 되면 그동안 부진했던 국가의 순환적 반등을 기대해 볼 수 있다. 상반기 경기부양책이 예고된 중국과 주가 하락폭이 컸던 한국 주식이 이에 해당한다.

지난 2년간 성장세를 주도했던 AI는 빅테크 중심 수익성 검증과 AI 투자 영역 확장이 동시에 진행될 것으로 예상된다. 빅테크 중심의 집중 포트폴리오 보다 AI 전력인프라, AI 소프트웨어, AI 로봇틱스 등 투자 포트폴리오 다변화가 필요하다

2024년 리뷰

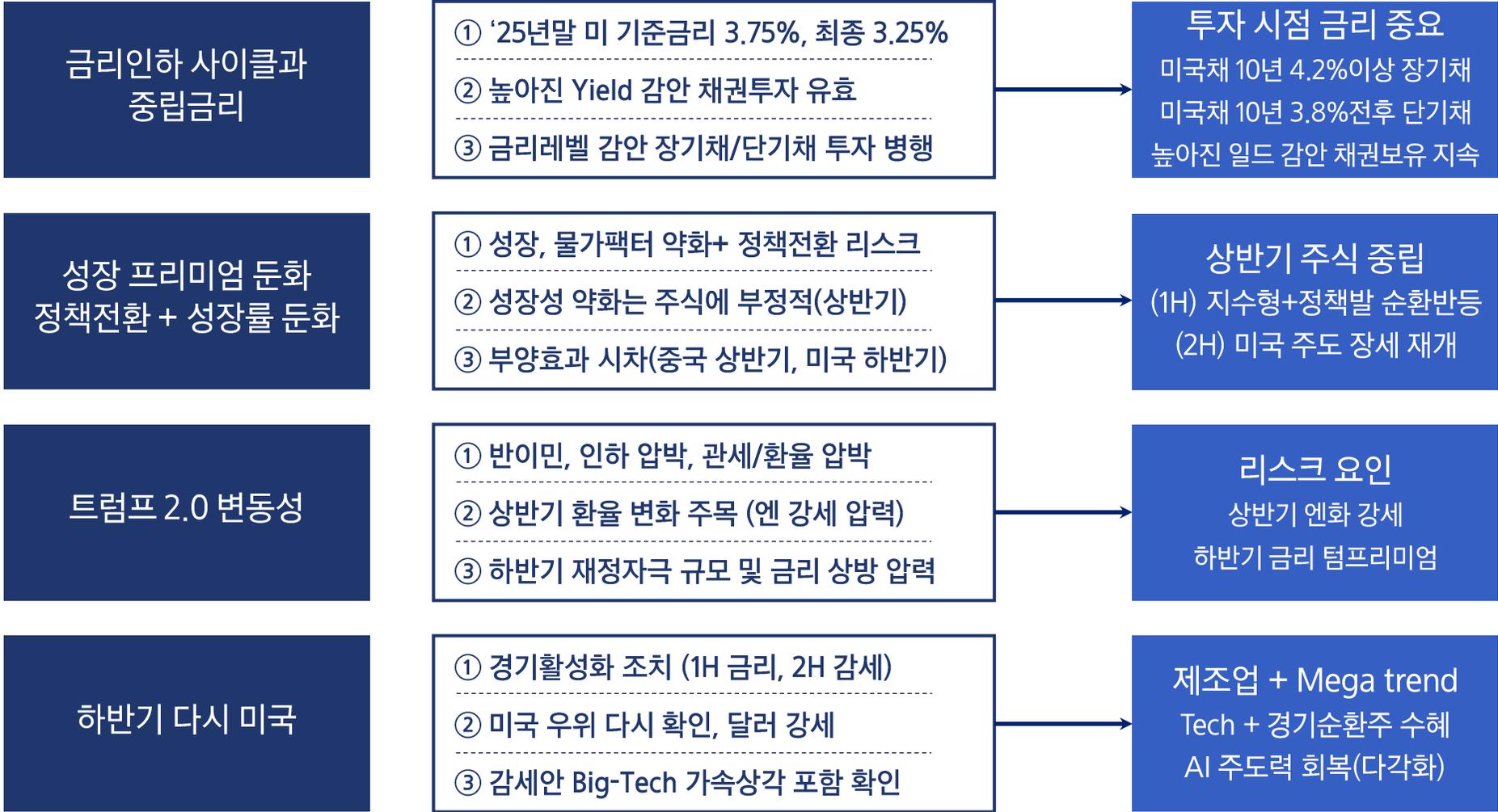
- ① 디리스크링 : 가치동맹 통한 중국 압박
* 프렌드쇼어링, 다자외교 대응
- ② 미국 성장률 우위 지속('22~24년)
- ③ 고금리 장기화 우려, 9월 인하 시작
- ④ 자금의 초단기화 (금리 위험 방어)
- ⑤ '23~24년 미국/Big Tech 주도 장세
- ⑥ 달러강세 지속 (3Q 일시적 약세)

2025년 전망

- ① 미국우선주의 : 무역전쟁, 온쇼어링
* 보편관세부과, 보조금 정책 재검토
- ② 미국 성장속도 둔화, 성장격차 축소
- ③ 인하 사이클('25말 3.75%), QT 종료
- ④ 부동화 지속, 엔강세 발 자금 이동
- ⑤ 업종 로테이션, 상반기 채권우위
- ⑥ 달러강세 지속 (상반기 약세, 하반기 강세)

'25년 House View

* 주식 기대수익률 하향, 상반기 채권, 하반기 주식



'25년 House View (자산시장 뷰)

주식 연간흐름 : 상저하고 (상반기 미국외 국가의 순환적 반등, 하반기 미국주도 장세 재개)

채권금리 연간흐름 : 상저하고 (상반기 경기둔화 압력 및 정책전환 리스크 부각으로 금리 하락, 하반기 재정자극 위험)

자 산 군		실제치			'25년 전망				
		22년	23년	24년(E)	상단	하단	25년말	투자의견	
								3개월	12개월
채 권									
국내 채권	한국 국채 10년 금리	3.73%	3.18%	3.04%	3.30%	2.50%	2.60%	OW	OW
해외 채권	미국 국채 10년 금리	3.88%	3.88%	4.39%	4.50%	3.50%	3.90%	OW	OW
주 식									
선진국	미국 (S&P500)	3,839	4,769	5,917	6,500	5,600	6,100	N	OW
	유럽 (Euro stoxx 50)	3,793	4,521	4,751	5,000	4,350	4,650	N	N
	일본 (TOPIX)	1,891	2,366	2,710	2,800	2,450	2,650	N	OW
신흥국	중국 (CSI300)	3,872	3,431	3,977	4,200	3,600	4,100	OW	N
	인도 (Nifty50)	18,105	21,731	23,519	26,500	22,800	24,000	N	OW
국 내	국내 (코스피)	2,236	2,655	2,472	2,800	2,300	2,600	OW	N
원자재 (Bloomberg Commodity Index)		245	226	235	260	210	230	N	N
부동산 (Global REIT)		2,529	2,771	2,976	3,400	2,700	3,100	OW	N
원달러 환율 (기말)		1,265	1,288	1,393	1,440	1,300	1,380		

주: 11월 19일 기준, 자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

House View기반 투자 전략

* Mega trend, 시기별 전략

Mega trend

- ① 채권 수익제고 역할 : 높아진 금리 수준 + 트럼프 발 변동성
- ② 탈세계화, 인구변화, 기술패권 수혜 : 미국 + 인도(아세안)
- ③ AI Phase(1단계→2단계) : 수익성 검증 + 발열, 전력 등 보완

3~4%대 Yield 확보 : 채권 확대
장단기전략 : (1H) 장기 (2H) 단기

미국 (S&P500+나스닥100) + 인도
* 미국(환오픈)+한국국채 혼합형

유틸리티(전력인프라) → AI 다각화

25년 상반기

- ① 장기관점 미국(조정폭 10%내외), 단기는 중국,한국
- ② 채권 : 자본차익 (장기채) + 금리변동성 (단기채) 병행
- ③ 시장 변동성 감안 파킹형 수요 지속 *미국MMF유입 지속

- 미국 지수형 분할 매수 + (상반기 로테이션) 중국/한국 밸류업
- 상반기 금리 하락 예상 → 장기채권 유리
- 미국발 변동성 제어, Yield 픽업 → 만기매칭형, 초단기채권

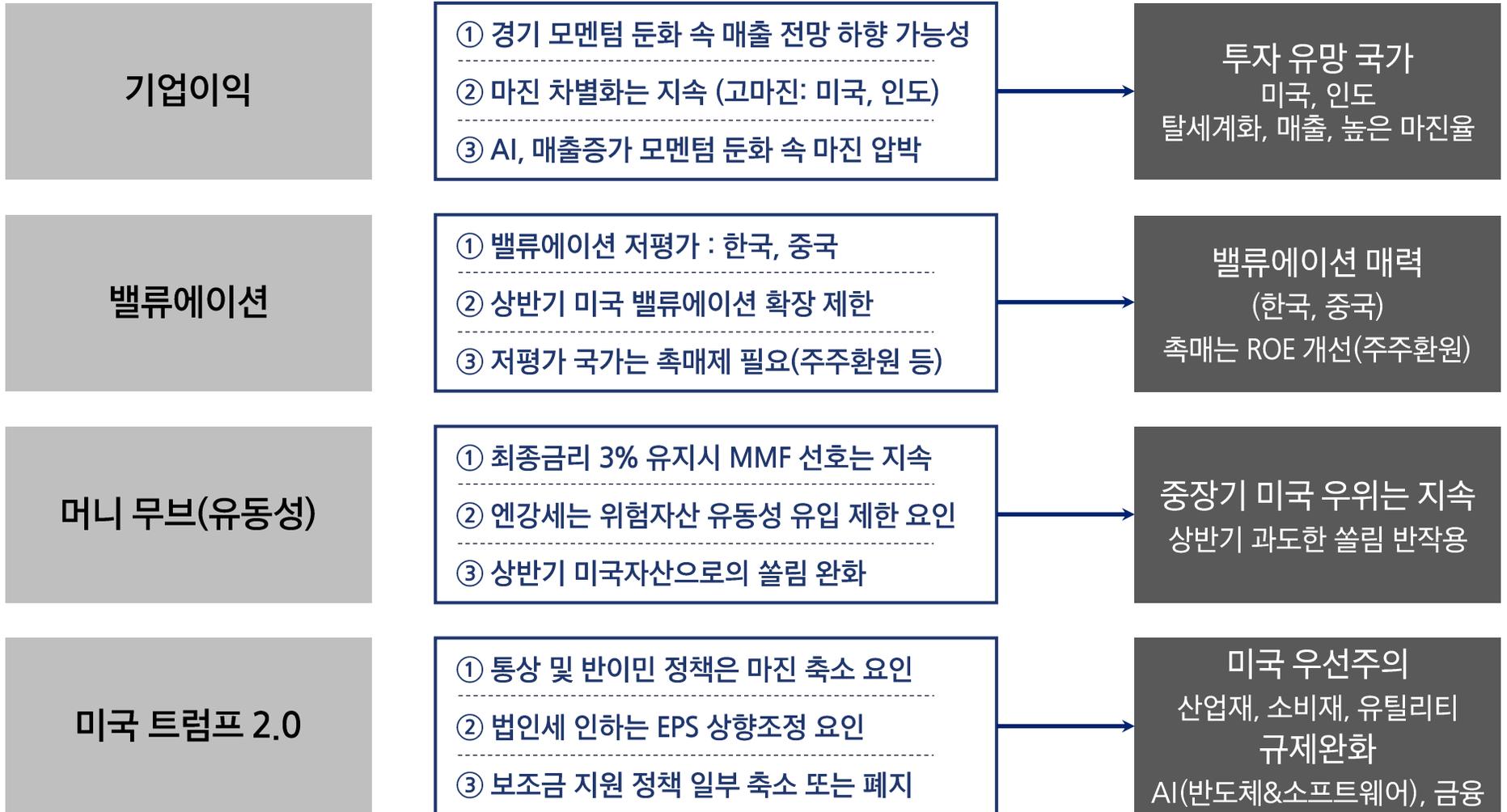
25년 하반기

- ① 구조적 성장 : 미국, 트럼프2.0 승자(인도, 일본)
- ② 채권 : 금리변동성 대비 단기채 확대
- ③ AI 투자 확대 (빅테크 압축 + 유틸리티 + 소프트웨어)

- 미국 (AI다각화, 산업재, 금융) + 인도, 일본 *트럼프 정책 확인
- 금리 상승 압력(물가반등, 미국 감세이슈) → 단기채권 확대
- 자산배분형 투자 유효, 바벨P/F (달러단기+성장주)

'25년 주식시장 변동 요인 점검

* 이익, 밸류에이션, 트럼프



국가별 주가 상승 동력 비교

구분	국가 (대표지수)	이익(EPS) 증가율							예상치	전망치	
		17년	18년	19년	20년	21년	22년	23년	24년	25년	26년
매출 증가율	미국	5.6	9.4	2.3	-2.7	18.4	12.8	2.1	4.8	5.6	6.2
	유로존	-4.2	4.6	-7.0	-11.0	17.3	25.9	0.7	-1.6	3.5	3.8
	일본	-4.4	6.1	6.0	-1.4	-6.3	11.1	15.7	6.1	-1.2	3.0
	중국	8.2	12.1	-2.0	-4.1	16.1	1.6	-0.6	4.0	6.1	6.0
	인도	32.1	9.8	-6.1	-7.5	20.0	23.6	4.1	5.6	9.4	9.0
	아세안	5.7	8.2	-8.6	-23.2	9.6	16.5	0.9	5.5	4.7	5.5
	한국	9.5	4.8	-0.3	-6.7	20.4	18.0	-0.6	4.0	5.7	5.3
이익(EPS) 증가율	미국	10.1	22.9	-0.5	-14.5	51.0	4.8	1.3	9.6	14.5	13.0
	유로존	6.1	4.1	-9.8	-22.1	62.8	25.3	4.0	-2.9	8.3	10.1
	일본	17.4	21.2	-5.7	-28.0	10.5	52.9	3.6	18.4	8.0	9.0
	중국	10.9	5.5	0.0	-6.9	13.4	-3.0	-2.5	13.0	10.4	10.9
	인도	3.1	11.2	-3.0	8.9	35.0	9.0	24.1	5.5	15.9	12.6
	아세안	3.8	2.5	-7.2	-45.1	23.7	16.7	5.7	23.1	7.1	8.4
	한국	38.3	-1.3	-39.3	2.8	111.5	-21.2	-22.2	59.5	23.5	12.4
마진율	미국	10.5	11.8	11.5	10.1	12.9	12.0	11.9	12.4	13.5	14.3
	유로존	7.9	7.8	7.6	6.6	9.2	9.2	9.5	9.3	9.8	10.4
	일본	5.1	5.8	5.2	3.8	4.5	6.2	5.5	6.1	6.7	7.1
	중국	7.7	7.2	7.4	7.2	7.0	6.7	6.6	7.1	7.4	7.7
	인도	8.5	8.6	8.9	10.5	11.8	10.4	12.4	12.4	13.1	13.6
	아세안	14.1	13.4	13.6	9.7	11.0	11.0	11.5	13.4	13.7	14.1
	한국	7.3	6.9	4.2	4.6	8.1	5.4	4.2	6.5	7.6	8.1
ROE	미국	16.5	18.5	17.8	16.8	20.3	19.7	19.8	20.4		
	유로존	11.1	11.7	11.5	9.9	13.0	14.0	14.4	13.8		
	일본	9.0	9.2	8.3	7.1	9.0	9.1	9.1	9.2		
	중국	11.5	11.9	11.6	10.7	11.8	11.6	10.9	9.9		
	인도	14.3	15.2	14.8	13.1	15.5	15.1	16.0	15.9		
	아세안	10.9	11.2	10.7	9.2	10.2	11.0	10.9	11.6		
	한국	11.0	9.5	7.5	8.1	10.0	7.6	8.6	9.8		

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

① 매출 (미국, 인도/아세안)

- 매출 성장률은 경기와 연동
- * 미국 성장률 둔화 반영 하향조정 예상
- 중국 부양책 효과(중국, 한국, 유럽)
- * 매출 개선 기대, 장기 영향력은 제한

② 마진 (미국, 인도/아세안)

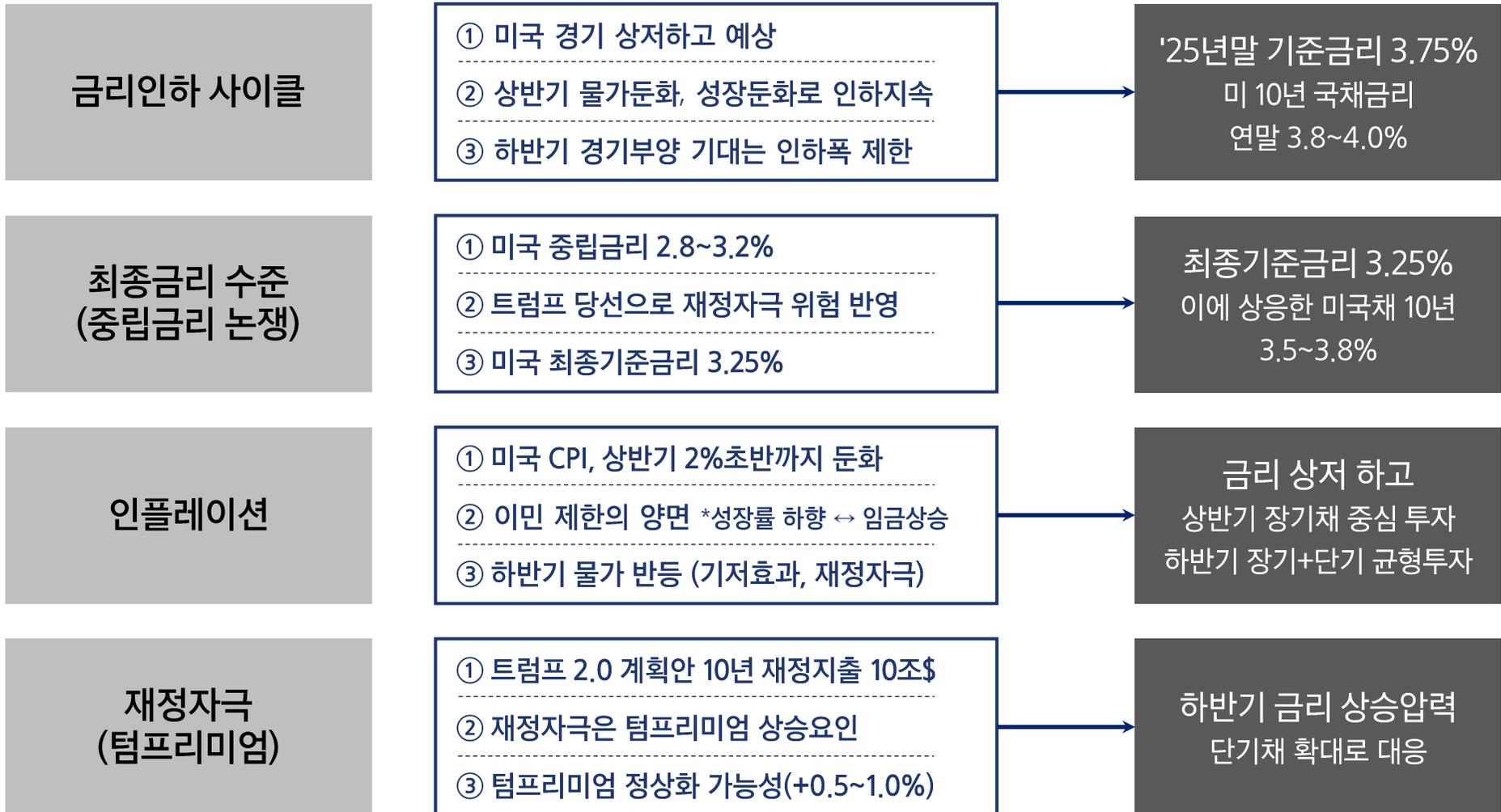
- 주가 성과는 마진 확장에 좌우
- * '25년 상반기 마진 정체 예상

③ ROE (일본, 한국, 중국)

- 매출 성장이 제한된 국가의 선택
- ROE 개선 (밸류업, 주주친화)

'25년 미국금리 변동 요인 점검

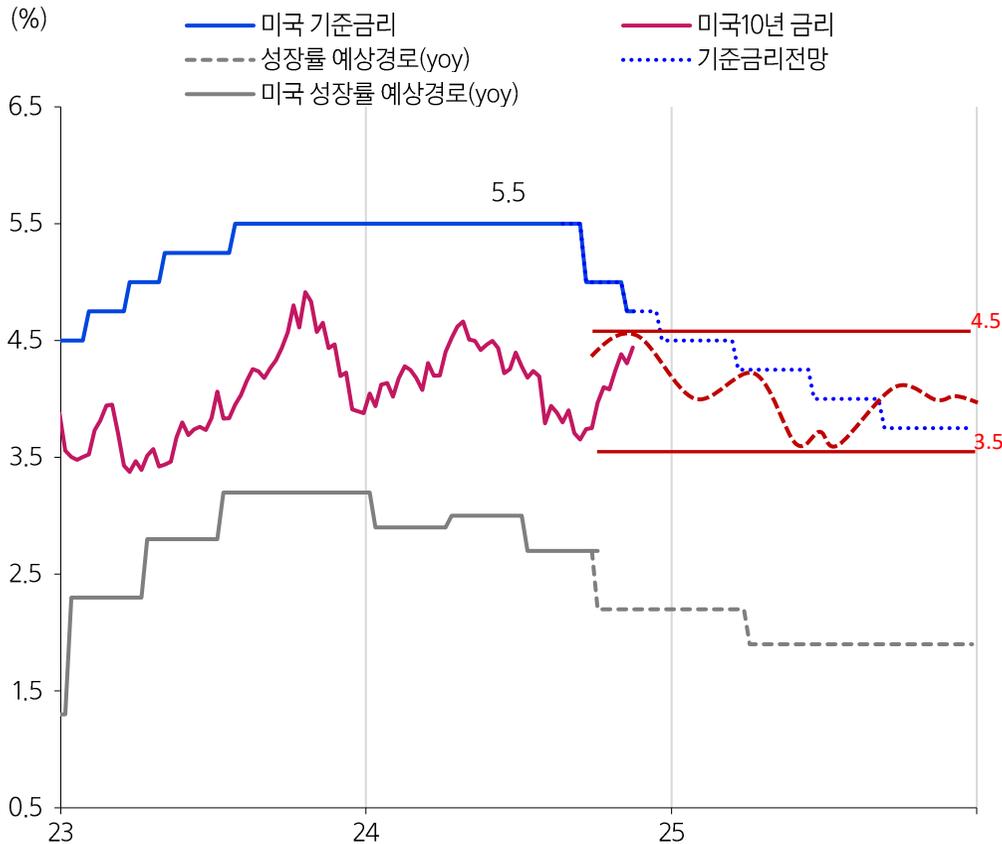
* 경기, 인플레이, 재정자극



'25년 미국 국채금리(10년) 전망

상저하고 흐름 전망

'25년 미국채 10년 금리 경로



• 미국채 10년 경로 및 레벨

* 기준금리 '25년말 3.75%, 최종 3.25%

(상저하고, 3.5~4.5% 범위)

('25년말 3.8~4.0%)

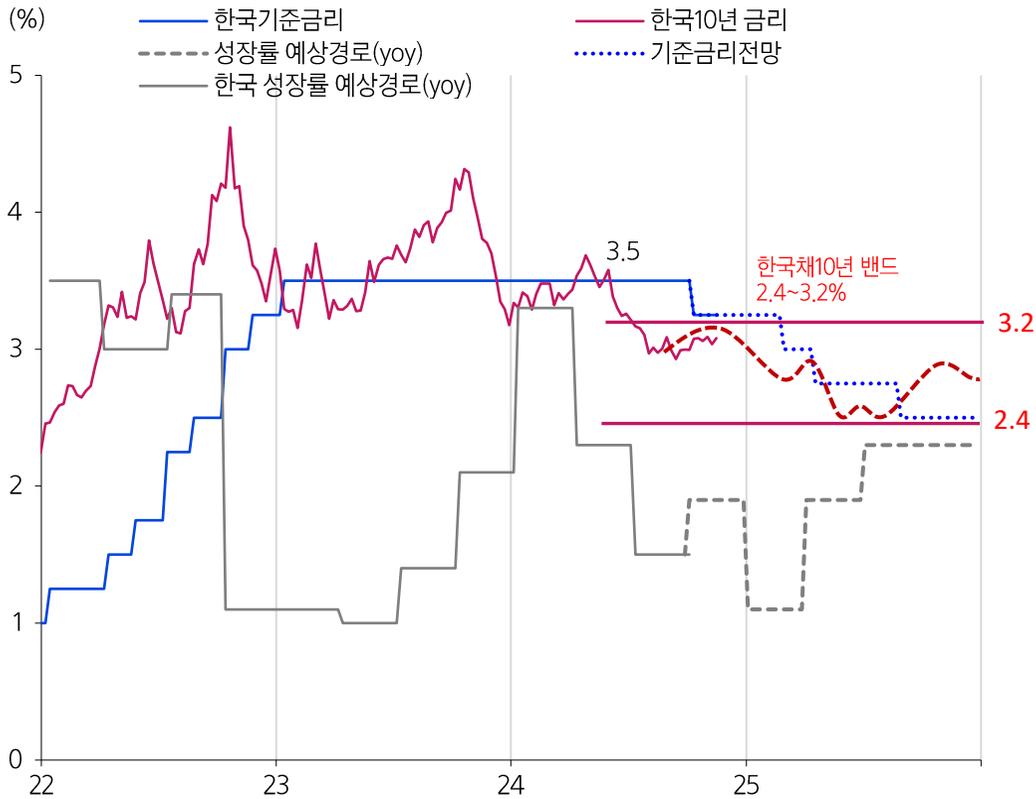
	미국채 10년 금리경로			
	25.1Q	25.2Q	25.3Q	25.4Q
성장	↓	→	↑	→
물가	↓	↓	↑	→
금리인하	↓	↓	↓	→
재정자극			◎	◎
기준금리	4.25%	4.00%	3.75%	3.75%
금리방향	하락	저점형성	반등	정체
금리상단			4.2~4.4%	3.8~4.0%
금리하단		3.6~3.8%		

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

'25년 한국 국채금리(10년) 전망

상저하고 흐름 전망

'25년 한국채 10년 금리 경로



• 한국채 10년 경로 및 레벨

* 기준금리 '25년말 2.25%, 최종 2.25%

(상저하고, 2.4~3.2% 범위)

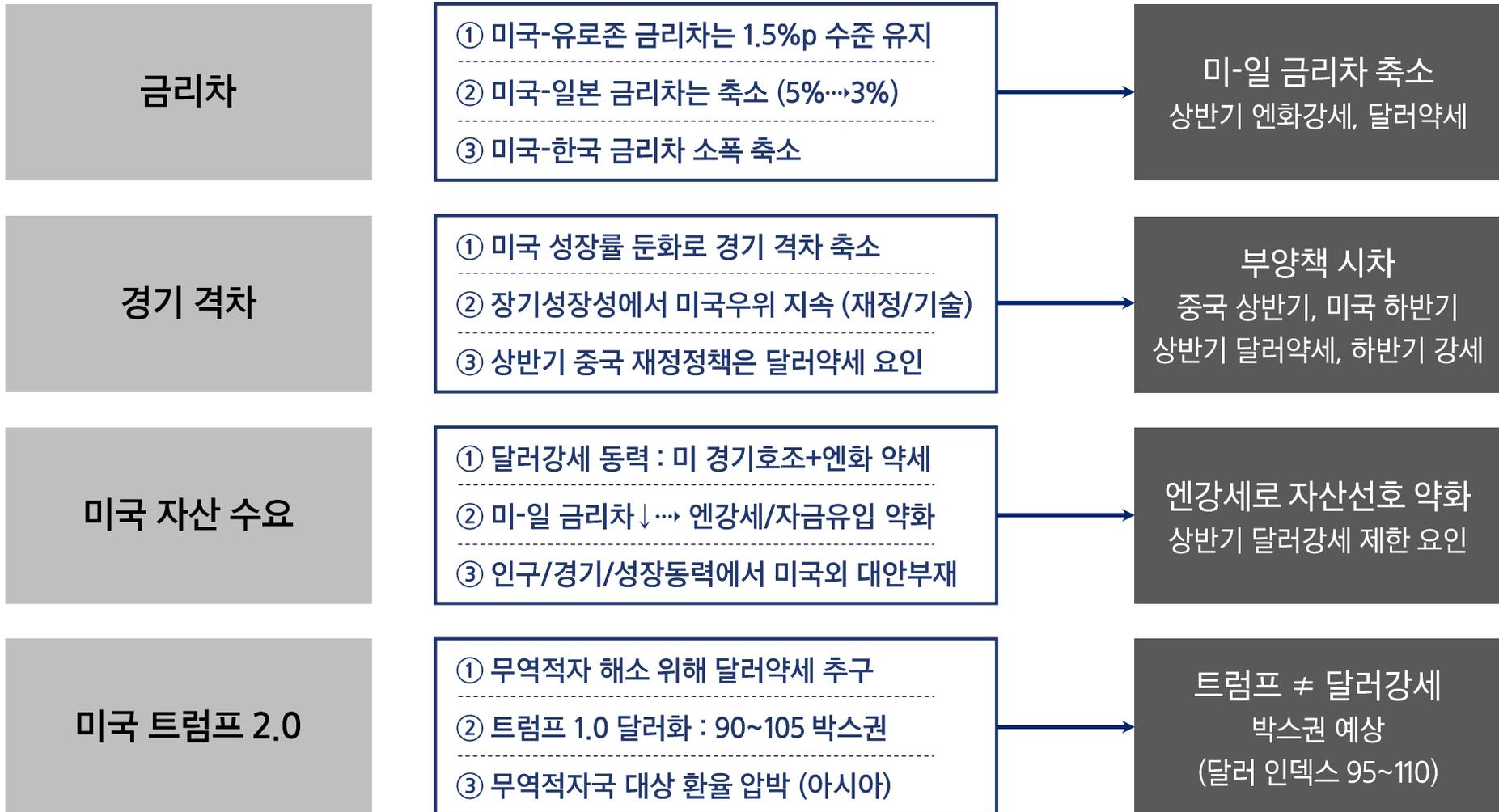
('25년말 2.5~2.7%)

	한국채 10년 금리경로			
	25.1Q	25.2Q	25.3Q	25.4Q
성장	↓	→	↑	→
물가	↓	↓	↑	→
금리인하	↓	↓	↓	→
재정자극	◎			
기준금리	2.75%	2.50%	2.25%	2.25%
금리방향	하락	저점형성	반등	정체
금리상단			3.0~3.2%	2.5~2.7%
금리하단		2.4~2.6%		

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

'25년 환율 전망 주요 변수

* 달러화 변동 요인 점검



'25년 환율 전망

* 달러강세 흐름 지속, 상반기 일시적 달러약세

'25년 원/달러 환율 경로



- '25년 원/달러 환율 : 1,300~1,440원
상저하고 : 2분기 저점, 하반기 반등

(상반기) 달러약세(성장격차 축소, 미국 금리인하)
엔 강세(미-일 금리차 축소)
(하반기) 미국 경기부양(추가감세, 감세연장 등)
관세부과 영향

	환율 전망				
	24.4Q	25.1Q	25.2Q	25.3Q	25.4Q
원/달러 (기말, 원)	1,380	1,350	1,320	1,370	1,390
달러화 (기말, p)	105	103	100	104	106
엔/달러 (기말, 엔)	150	145	138	142	147

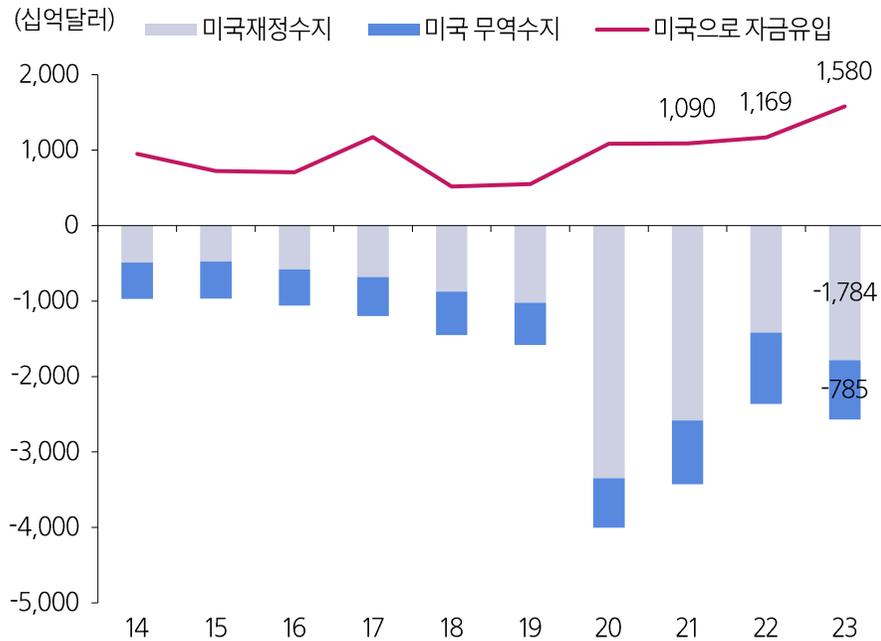
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

상반기 달러강세 일시 멈춤

* 상반기 실질금리 축소와 엔강세

엔강세 시 미국으로 자산 유입은 약화

- '22년 이후 외국인의 미국자산 선호는 달러강세의 원동력
- 실질금리차 축소 및 엔 강세 전환은 미국자산 수요 약화 요인



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

트럼프 2기, 환율 압박을 통상정책 카드로 활용

- 트럼프 2기, 통상 압박 일환으로 환율 압박 카드 사용 가능
- 트럼프 1기 달러화 흐름은 완만한 약세 (엔화 강세)

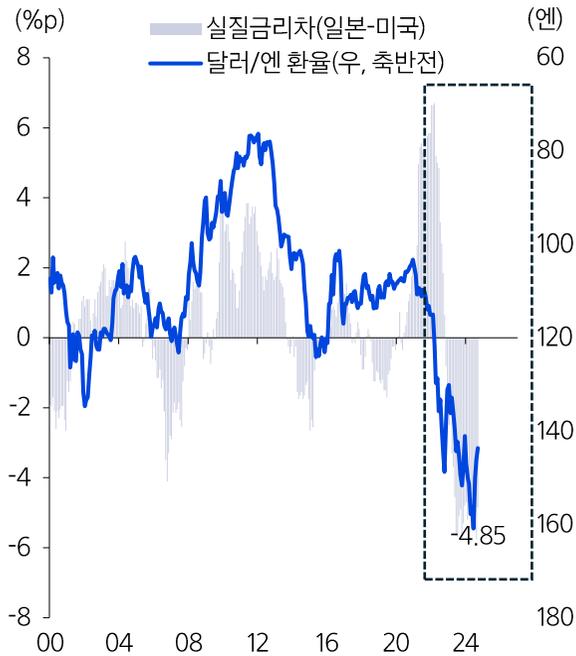


자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 독주 장기화

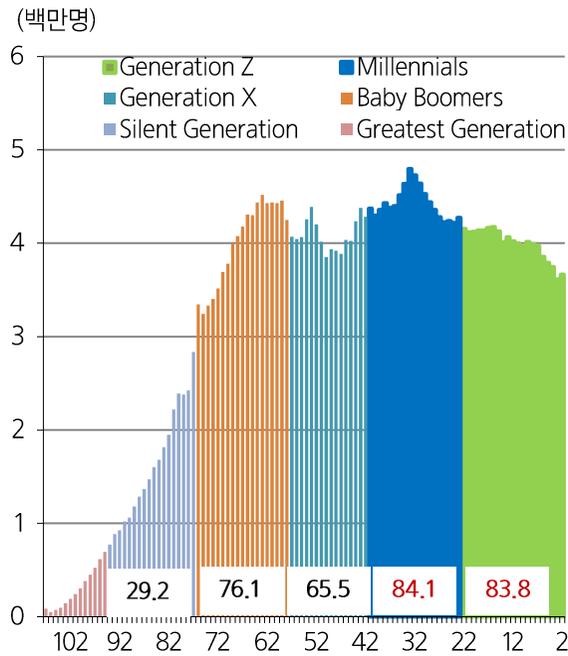
* There Is No Alternative : 달러 강세는 지속

금리 매력(차별적 성장)



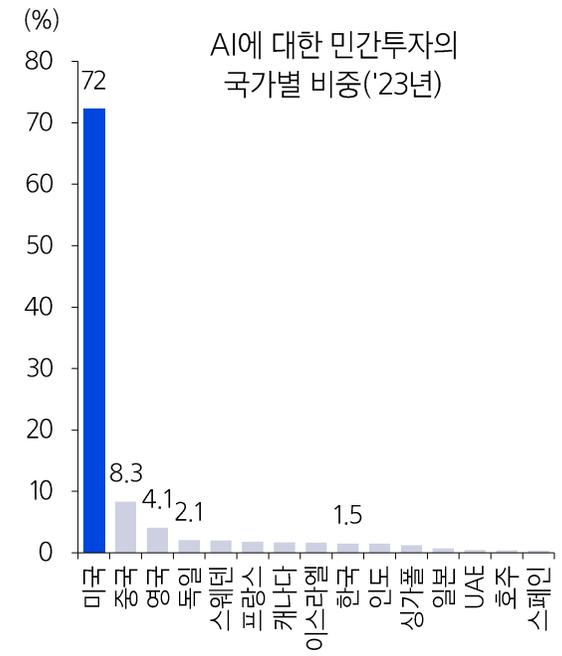
- 금리민감도 낮은 경제 체질 보유
- 상대적 높은 금리 유지 가능(자본유입)

밀레니얼의 힘 (차별적 인구)



- 젊은 인구구조: 밀레니얼+Z 1.7억명
- 밀레니얼 연환산 소비지출 +4%대

기술패권 (성장동력 선점)



- 미국이 주도하는 AI투자 (72%)
- 잉여현금 기반 Big Tech 공격적 투자

자료: Bloomberg, CEIC, FRB FED Notes, 삼성자산운용 투자리서치센터

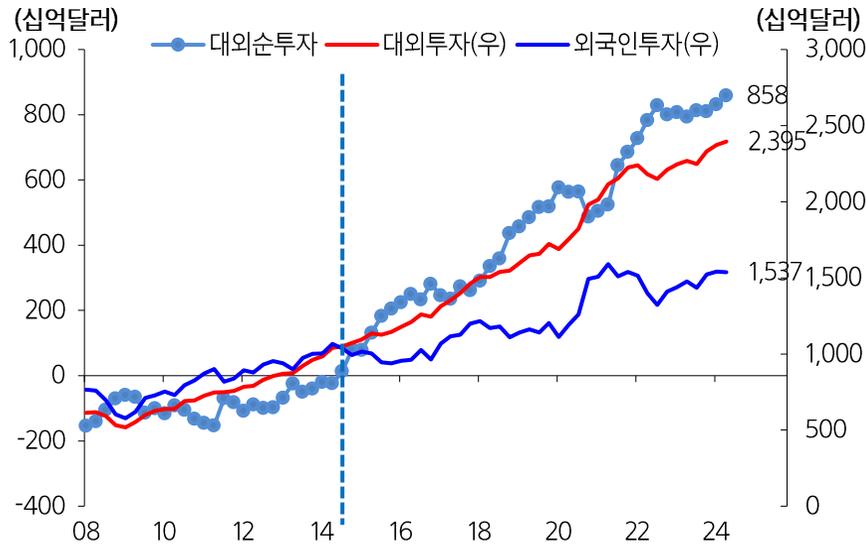
원/달러 균형점 상향

* 해외투자 확대 효과, 외환수급 영향력 축소

현재 나타나는 트럼프 트레이드는 '16년 트럼프 당선 이후 트레이드와 유사

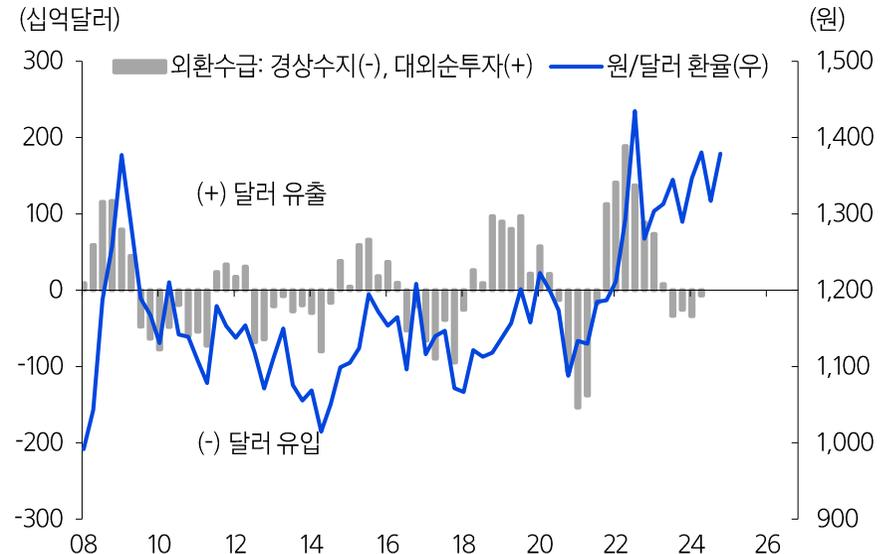
- '14년을 기점으로 한국은 대외 순채권국 대열에 합류 * 대외금융자산 2.4조\$, 부채 1.5조\$, 순자산 0.86조\$
- 해외로 나가는 돈이 많아진 구조로 원/달러 환율 균형점 상승 (과거 평균 1,150원 대비 100원 이상 상향 된 것으로 판단)
- 올해 경상수지 대규모 흑자로 달러 유입 플로우가 강했지만 원화 강세 폭은 크지 않았음 (경상수지의 환율 영향력 축소)
- 외환 수급보다 인구감소, 잠재성장률 하락, 한국-미국 금리수준 역전 등 구조적 요인이 원/달러 상승 압력으로 작용
- '25년 원/달러 환율 1,300~1,440원 예상 (2분기 저점, 하반기 상승)

환율 시장 구조적 변화 : 해외투자 확대



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국의 외환 수급(경상수지 흑자)의 환율 영향력 축소



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국의 대외투자 포지션

* 한국의 순대외투자 : 직접투자 ... P/F투자(주식) 확대

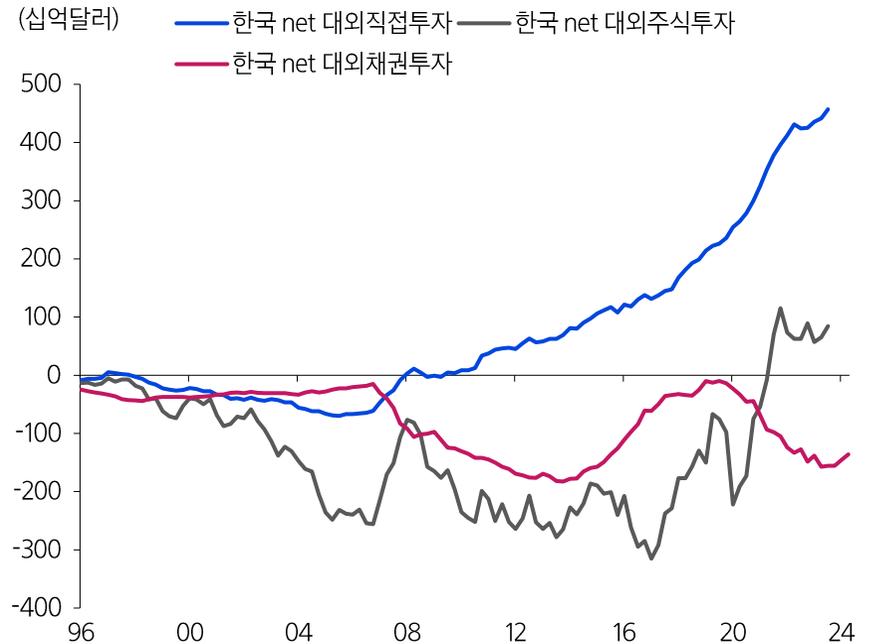
한국의 국제대차대조표

- 한국의 순 대외 금융자산 잔액은 8,600억달러
- 대외투자 자산: 직접투자 7,300억달러, PF투자 9,300억달러

(조달러)	대외 금융자산	대외 금융부채	대외 순금융자산
직접투자	0.73	0.27	0.46
포트폴리오투자	0.93	0.98	-0.05
주식	0.69	0.61	0.08
펀드			
채권	0.24	0.38	-0.14
금융파생	0.04	0.05	-0.01
기타투자	0.28	0.23	0.05
대출	0.13	0.14	-0.02
준비자산	0.41		
총계	2.40	1.54	0.86

'16년 이후 직접투자 확대, '20년 이후 주식투자

- 직접투자는 '18년 이후 가파르게 증가(공급망 변화 대응)
- 국내 투자수익률 부진 여파로 해외주식 투자 확대



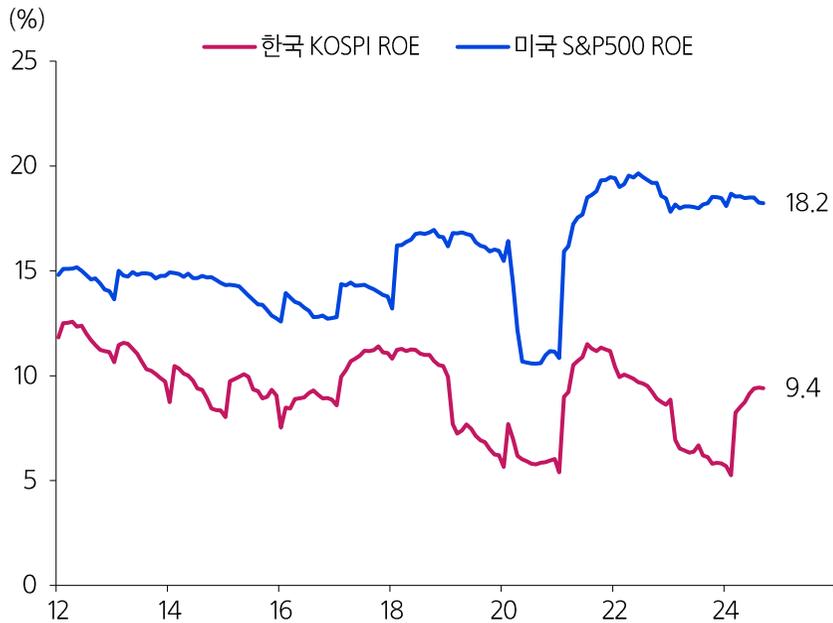
자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국의 해외 투자 확대

* 결국 자본이익률, 투자수익률로 귀결

ROE 격차 확대

- 한국 코스피 ROE 9%, 미국 S&P500 ROE 18%
- 탈세계화, 공급망 변화로 재투자를 통한 ROE개선 어려워
- 밸류업, 주주환원정책을 통해 ROE 제고 노력 필요



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 리서치센터

투자 수익률 열위 지속

- 기업 ROE 하락은 한국증시 장기 투자수익률 부진으로 연결
- 10년 보유 수익률 미국 S&P500 11.3%, 한국 KOSPI 2.5%



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 리서치센터

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 투자전략 및 투자프로세스는 현재의 시장상황을 감안하여 참고용으로만 제시된 것이므로, 시장상황의 변동이나 당사 내부기준의 변경 또는 기타 사정에 의하여 별도의 고지 절차 없이 변경될 수 있습니다.
- 당사는 관련법령에 허용된 범위내에서 투자전략 및 투자프로세스를 결정하므로, 본 자료에 기재된 사항 중 관련법령 및 계약서의 내용과 상이한 것은 효력이 없습니다.
- 본 자료는 참고 자료로 신뢰할 수 있다고 판단되는 각종 자료와 통계자료를 이용하여 작성된 것이나 본 자료의 내용이 향후 결과에 대한 보증이 될 수 없으며, 본 자료를 본래의 용도 이외의 목적으로 사용했을 때 삼성자산운용은 이에 대해 법적 책임을 지지 않습니다.
- 본 자료를 삼성자산운용 이외의 자로부터 입수하였을 경우, 자료 무단 제공 및 이용에 대한 책임은 전적으로 해당 제공자 및 이용자에게 있습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

삼성자산운용

삼성자산운용 주식회사

06620 서울특별시 서초구 서초대로74길 11 대표전화: 02-3774-7600 콜센터: 080-377-4777 [상담시간안내: 평일 오전 9시~오후 5시]