

# '25년 금융시장 전망 House View & Mega Trend

---

# Agenda

- 01** | Global Macro View
- 02** | Mega Trend (트럼프 2기, AI, 중립금리)
- 03** | '25년 House View
- 04** | '25년 자산별 전망 (국내외주식, 국내외채권)

'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%	3.00%	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

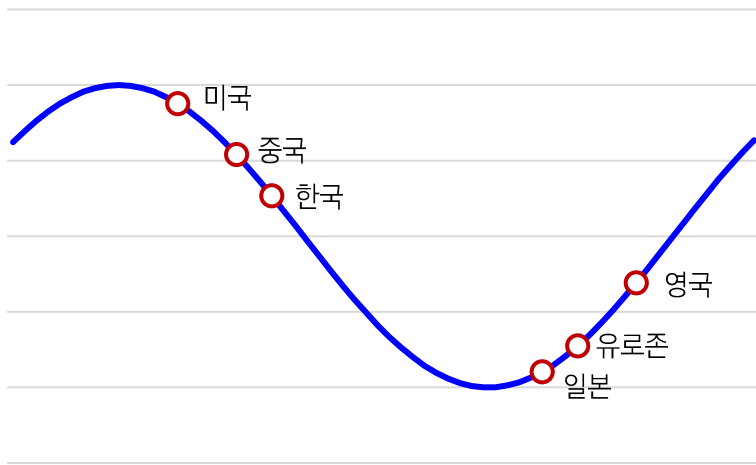
# 글로벌 경기 경로

\* 국가별 경로 차별화 : 미국/한국/중국 둔화, 일본/유럽 회복

## 미국/중국/한국 둔화, 유럽/일본 회복

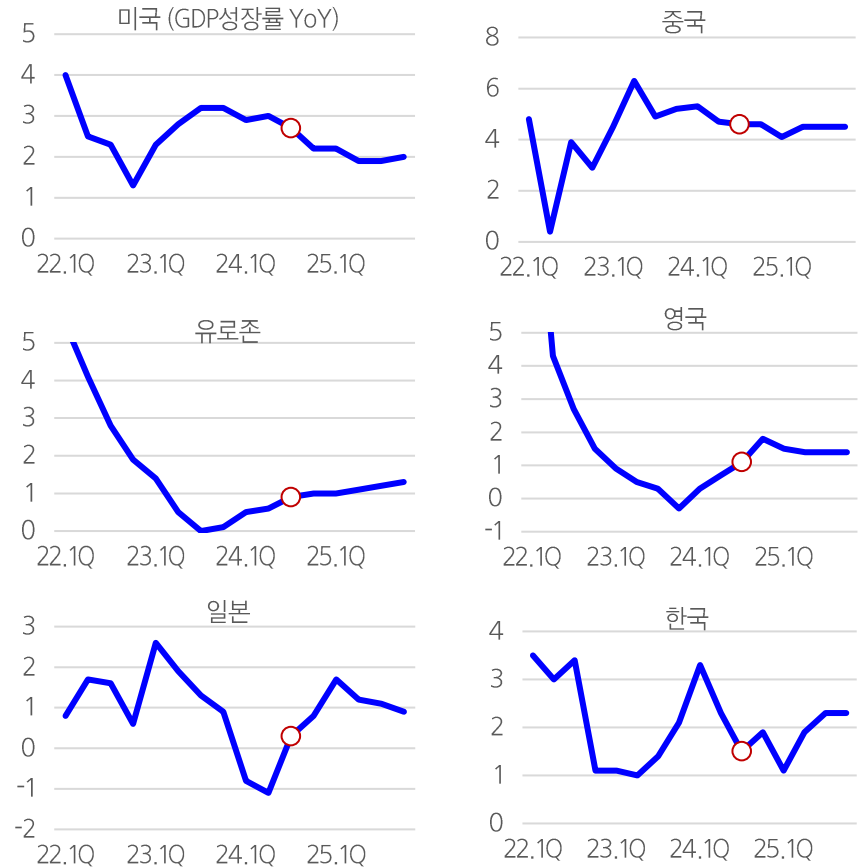
- 미국 GDP 성장률(전년동기비) 상저하고 패턴
- 중국, 완만한 둔화 예상되나 1분기 경기부양책 효과 점검 필요
- 한국, 수출/반도체 둔화로 상저하고 패턴
- 유로존 회복 중이나 회복 강도 약한 편 (재정 확대 여부 확인)

## 국가별 경기 사이클 (GDP 분기성장률 YoY)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

## 국가별 GDP 성장률(전년동기비) 추이



자료: Bloomberg 컨센서스(24.11.15일), 삼성자산운용 투자리서치센터

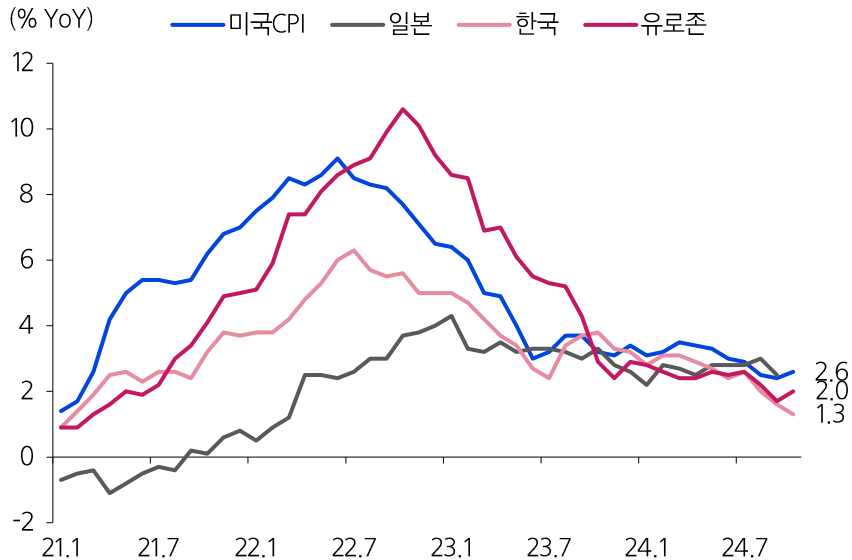
# 글로벌 물가 경로

\* 물가 둔화흐름은 지속

## 물가, 완만한 둔화 경로 (경기부진 국가 물가 목표치 하회)

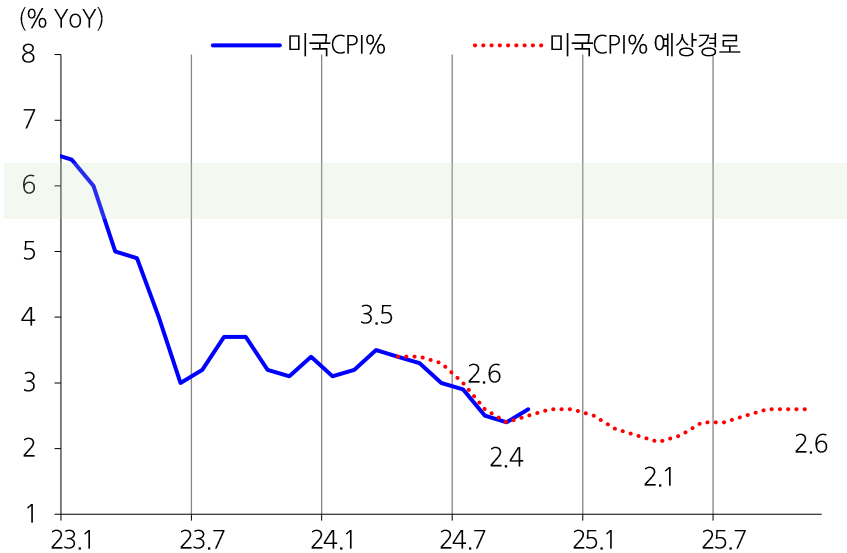
- 물가는 완만한 둔화 흐름 지속
- 유로존, 한국 등 경기부진 국가에서 물가관리 목표치(2%) 하회
- 미국은 서비스 물가 견조하나 상품 물가 역성장으로 헤드라인 물가 2% 중반까지 하락
- 내년 미국 소비자물가는 상반기에 저점 형성 후 하반기 소폭 반등 예상

글로벌 물가 흐름



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 CPI 예상 경로



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

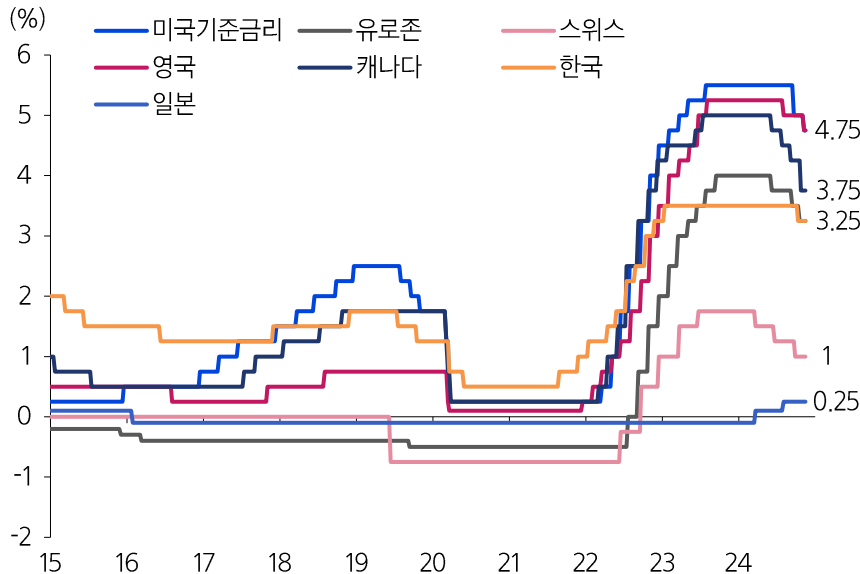
# 글로벌 금리인하 사이클

\* 인하 사이클 지속, 국가별로는 차별화

## 인하사이클 진입, 미국과 미국외 국가의 금리격차 주목

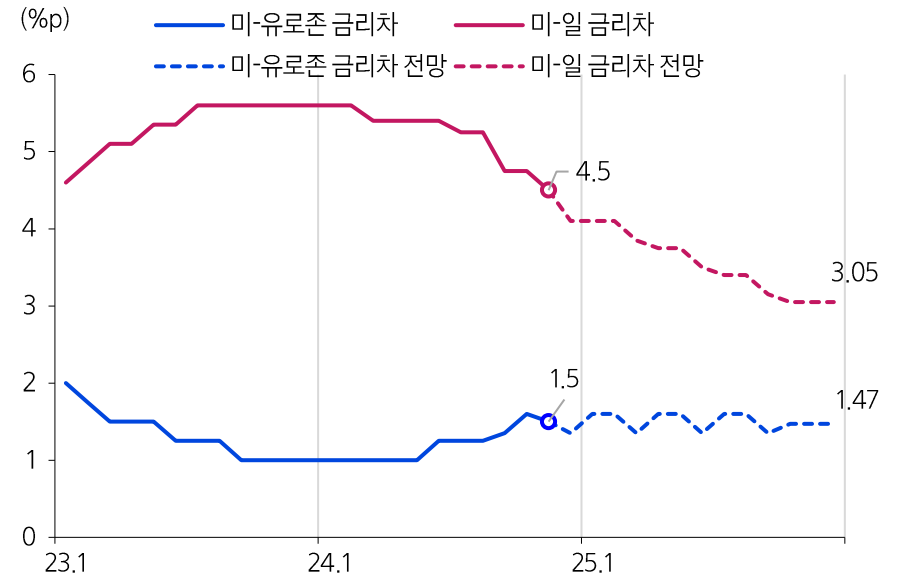
- 시차를 두고 대부분의 국가 인하사이클 진입 : 스위스, 유로존, 캐나다, 영국, 미국, 한국 순서로 인하
- 물가 및 경기 흐름에 따라 인하속도 차별화 : 인하속도 빠른 국가는 캐나다, 유로존
- 디플레 압력이 높아진 중국은 지급준비율 인하, 유동성 공급, 대출금리 인하를 통해 전방위 통화공급 진행
- 대부분 국가와 달리 일본은 인상사이클에 진입했으나 '24.8월 인상에 따른 금융시장 발작으로 인상 속도 조절 중

글로벌 기준금리 추이 : 인하사이클 진입



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국과의 기준금리차, 유로존은 정체/일본은 축소



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터



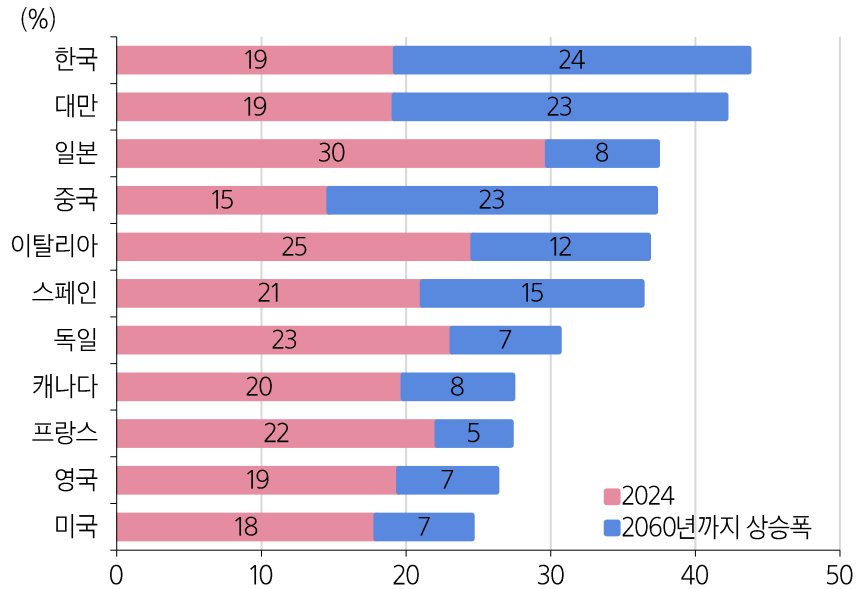
# 현실화 되는 인구감소 영향

\* 인구감소 충격은 전통 제조업 강국에서 두드러져

인구감소는 생산인구 감소를 통해 잠재성장률 하락 요인으로 작용

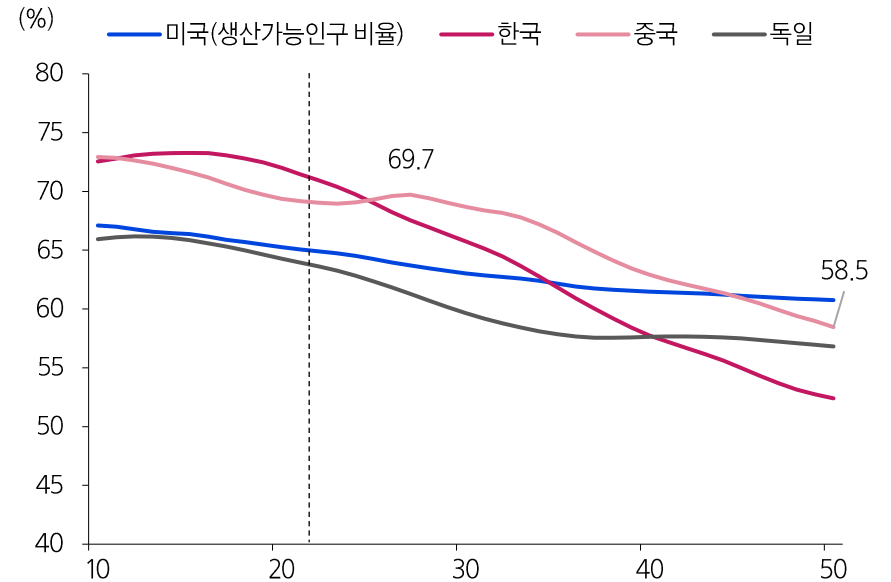
- 저출산, 고령화 충격이 점차 현실화 되고 있음
- 고령화와 생산가능인구 감소는 전통 제조업 강국(한국, 일본, 중국, 독일)에서 나타나
- 동아시아 밸류체인인 한국, 대만, 일본, 중국은 현재 고령화 비율도 높고, 향후 속도도 매우 가파르게 진행
- 반면 미국은 젊은층이 많고(밀레니얼 +Z세대 1.7억명), 순이민 증가로 차별화 된 인구구조 보유

## 제조업 강국 고령화 속도 매우 빨라



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

## 생산가능 인구 감소 국가 : 한국, 중국, 일본, 독일



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

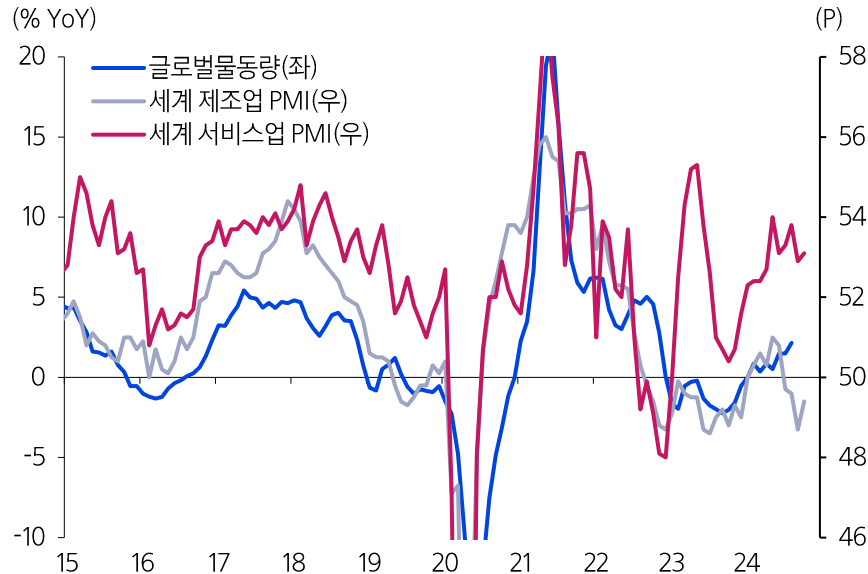
# 제조업과 서비스업 디커플링

\* 미국 관세부와 예고에 제조업 개선 지연

서비스업 확장세는 둔화 예상, 무역 불확실성에 제조업 회복은 지연

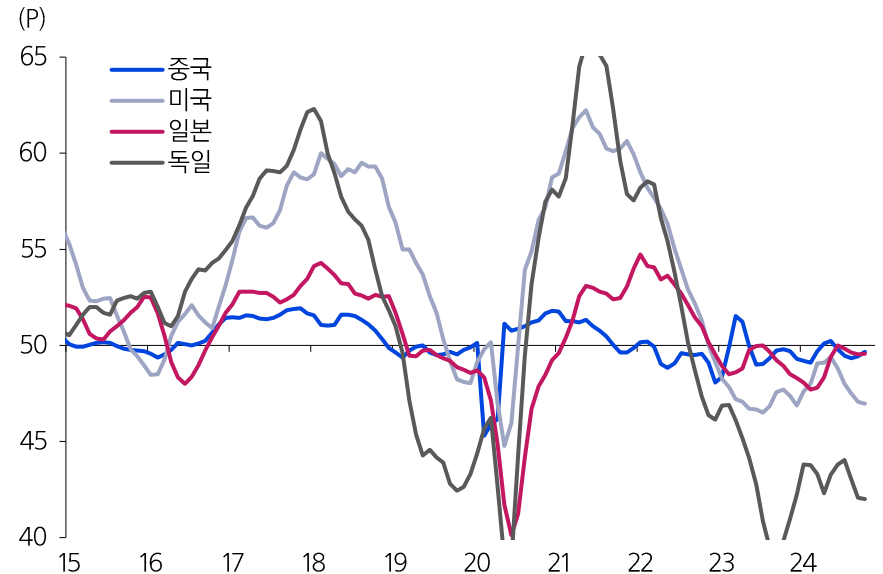
- '22년 이후 제조업과 서비스업 경기 디커플링 심화
- 제조업 중심 국가와 서비스 중심 국가간 차별화 심화 : 미국 우위, 일본/인도/유럽일부(스페인)등 상대적 강세(성장률, 주가)
- 서비스업이 주도했던 미국 경기 확장세는 약화(미국 고용 정상화 및 소비여력 둔화 영향)
- 서비스업 공백기에 제조업 반등이 필요하나 제조업 심리지표 수축국면 재진입하며 후퇴 (트럼프 당선 불확실성, 미약한 회복 영향)
- 세계 제조업 차지 비중이 큰 중국(31%), 미국(16%), 일본(5%)에서 제조업 경기 반등이 지연되고 있음

글로벌 물동량과 세계 제조업, 서비스업 PMI



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

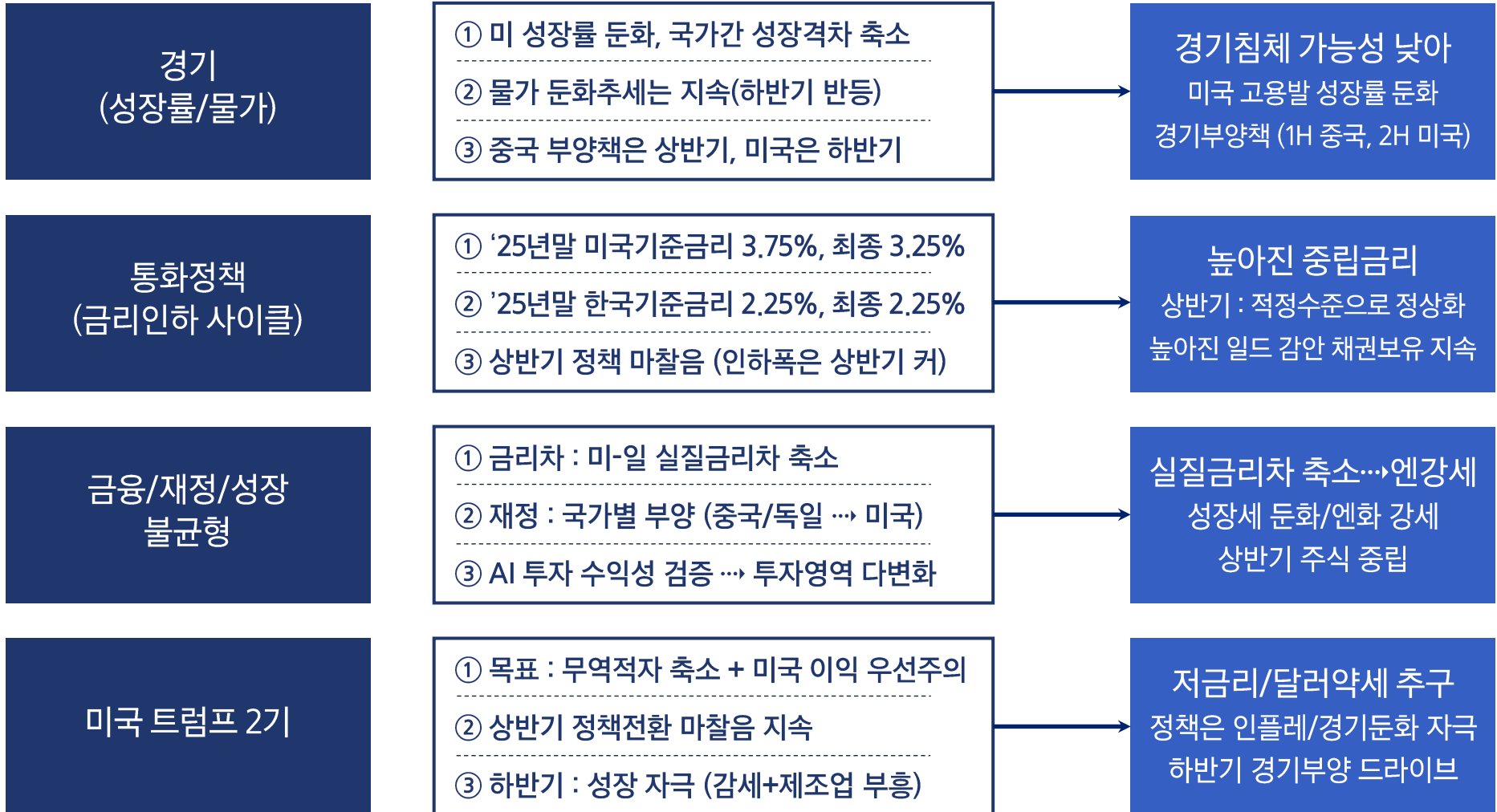
세계 제조업 주도국 PMI 지수: 독일 부진 심화



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		

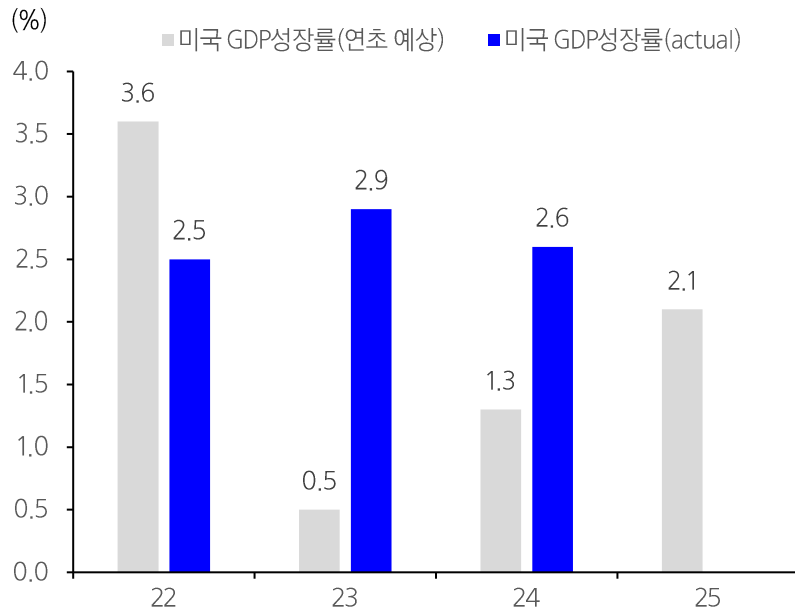
자료: Bloomberg컨센서스, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 미국 : 성장률 상향 지속

\* 성장률 서프라이즈가 계속될 것인가

## 연초 컨센서스와 최종 성장률

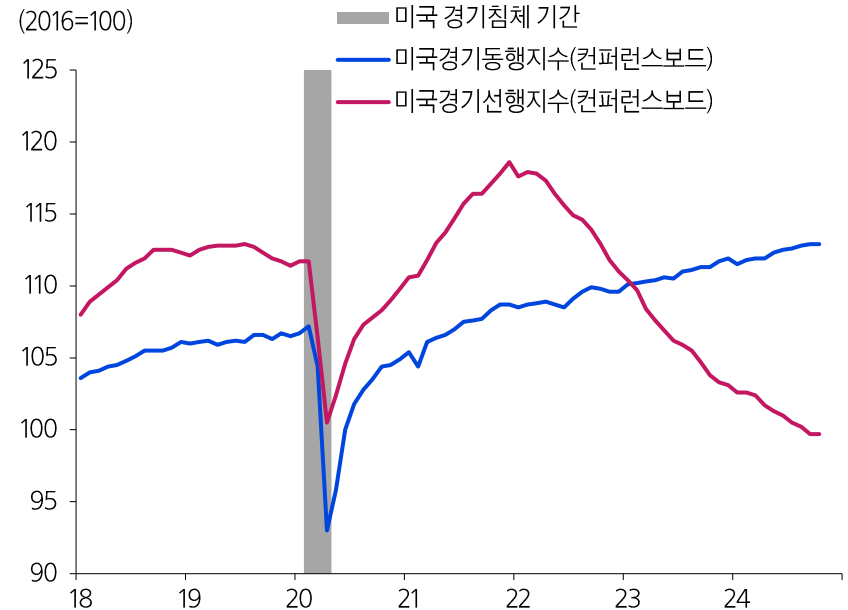
- '23~'24년 연속 컨센서스 대비 미국성장률 큰 폭 상향
- '24년초 1.3%였던 미국 성장전망은 현재 2.7%로 상향
- \* '25년 성장률 전망 2.1%로 직전 2년과 달리 높은 레벨에서 출발



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

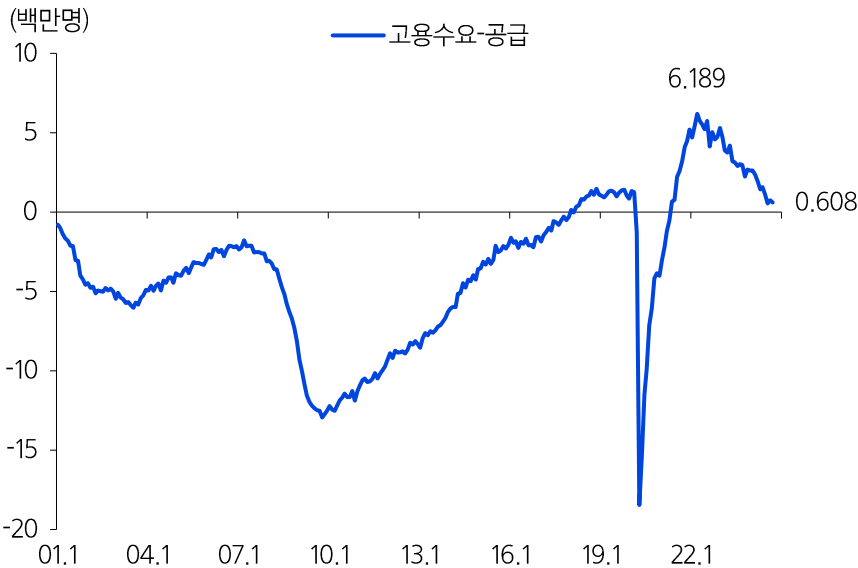
# 미국 : 균형점에 근접한 고용

\* 상반기 고용발 경기 변동성 확대 예상

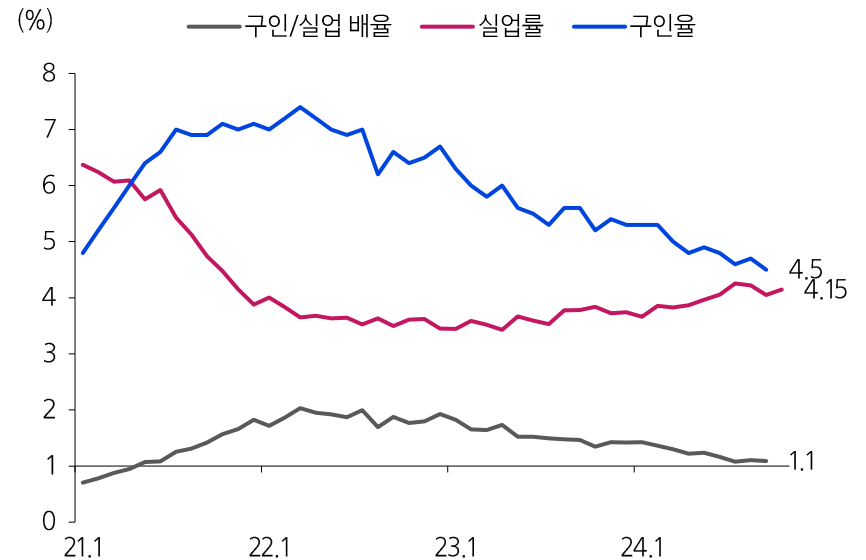
## 미국 고용지표 균형점에 근접

- 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

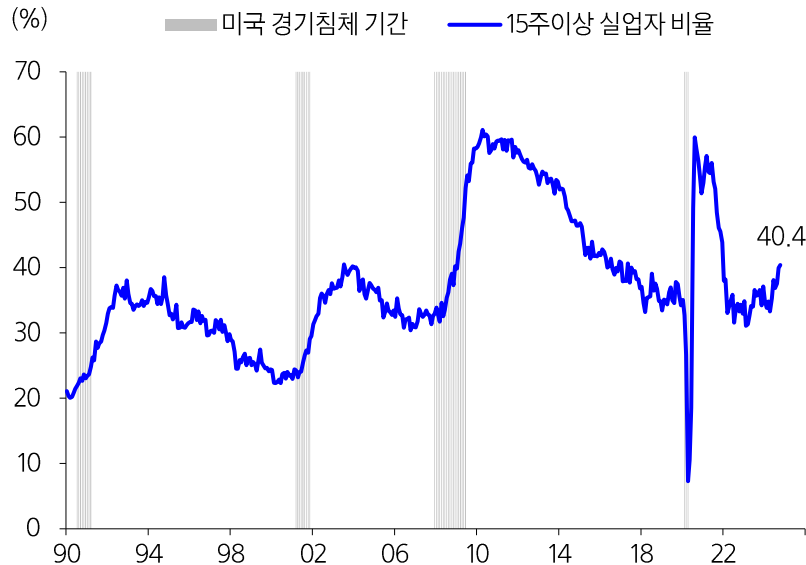
# 미국 : 균형점에 근접한 고용

\* 고용의 질도 점차 악화

장기실업자 비율 높고, 실업 중 해고/사직 증가

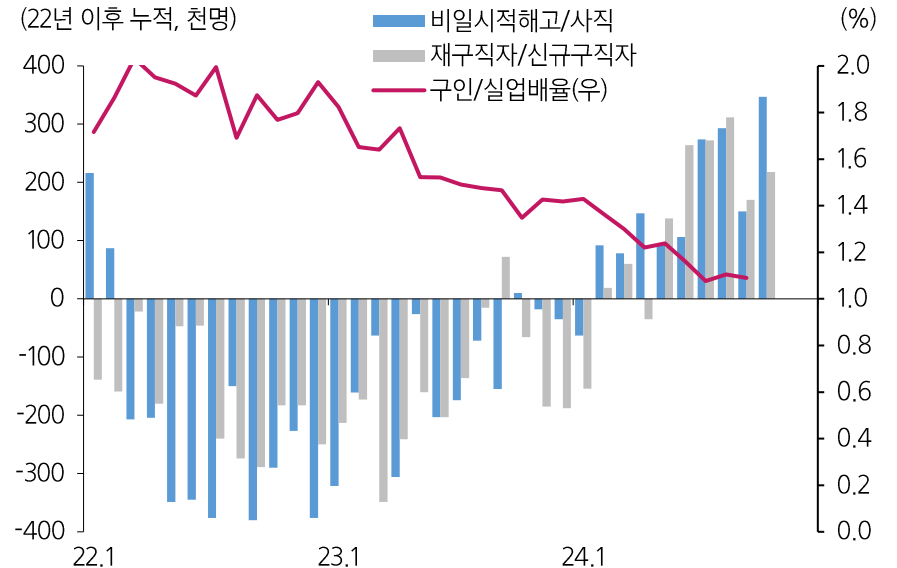
- 15주 이상 장기 실업자 비율은 40.4%로 과거 경기침체 시기(90년, 01년, 08년, 20년) 보다 높은 수준
- 실업으로 진입 후 장기간 실업상태에 머무는 실업자 inflow가 크다는 의미로 고용시장 둔화 위험은 진행형
- 실업의 구성 변화도 예상. 아직까지 해고/사직과 재구직/신규 구직 비율이 유사 했으나 고용지표 변동성 확대시 변화 예상
- 구인감소, 해고증가가 동반될 경우 구직을 위한 실업 outflow보다 실업상태에 장기간 머무는 inflow 확대 위험 증가

장기 실업자의 증가



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

실업의 구성 변화 (해고/사직 > 구직위한 신규/재진입)



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

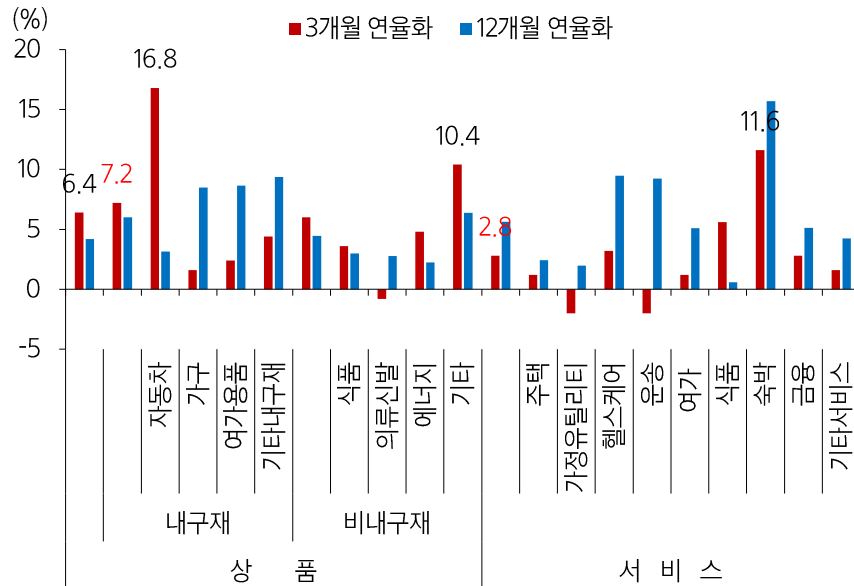
# 미국 : 개인 소득과 소비

\* 강한 소비 지출(Wealth Effect+신용), 소득은 둔화

개인 소비지출은 매우 강해 12개월 연율 3.2% 속도로 증가

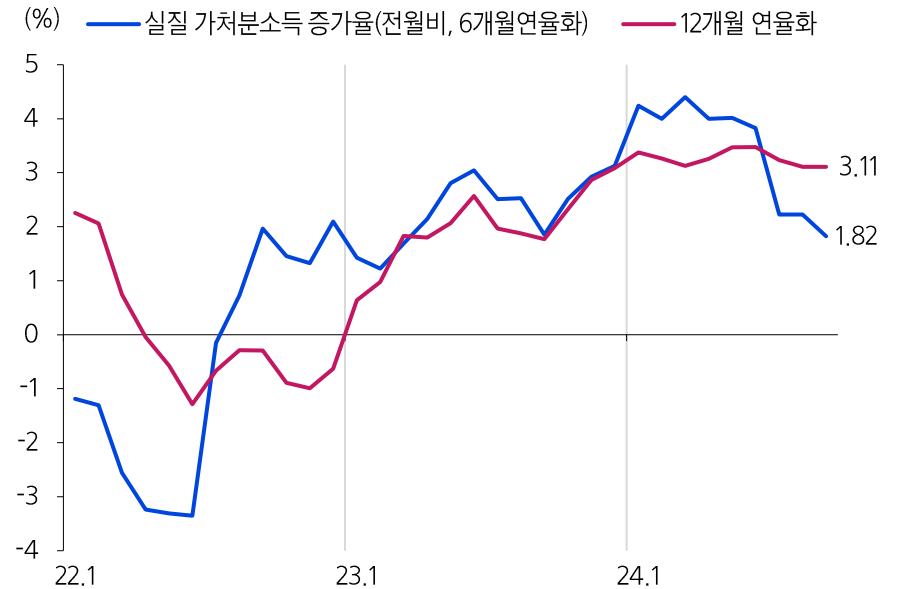
- 실질소비는 상품 중심으로 최근 다시 증가 (연율 3.2% 증가 속도)
- 소비의 원천은 소득과 신용, Wealth effect로 정의할 수 있음. 주식시장 호황으로 Wealth effect 견조, 소비자신용도 견조하게 유지
- 소비증가는 상품 소비(자동차)가 주도하는 가운데 서비스부문에서는 숙박/음식업 지출 큰 폭 증가
- 소비 증가에도 실질 소득의 증가 속도는 최근 둔화되고 있음. 상반기 고용 변동성 확대시 소비 둔화로 이어질 가능성 높아

## 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%	3.00%	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

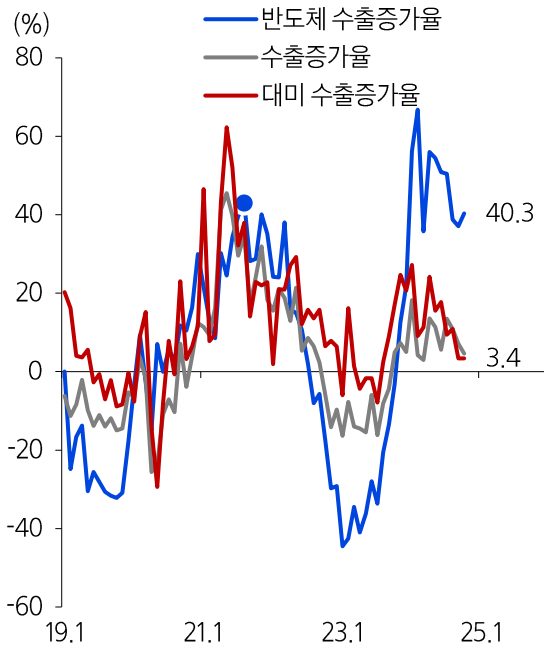
자료: Bloomberg컨센서스, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 한국 : 수출 피크아웃, 약한 내수 회복

\* 대미수출 둔화, 내수부진 장기화

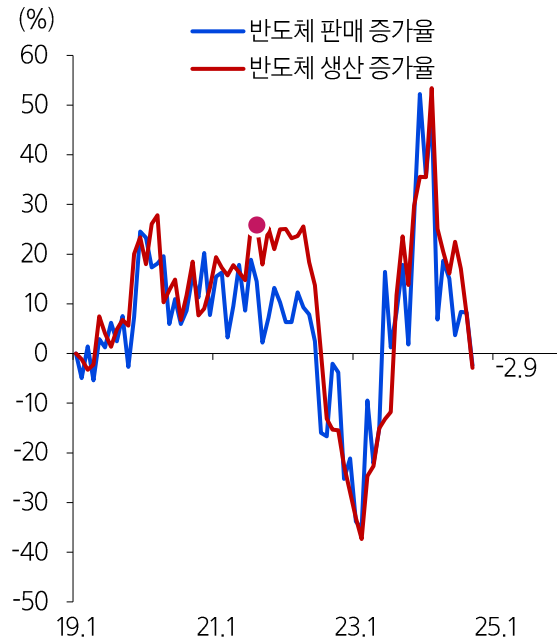
## 수출 피크아웃

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



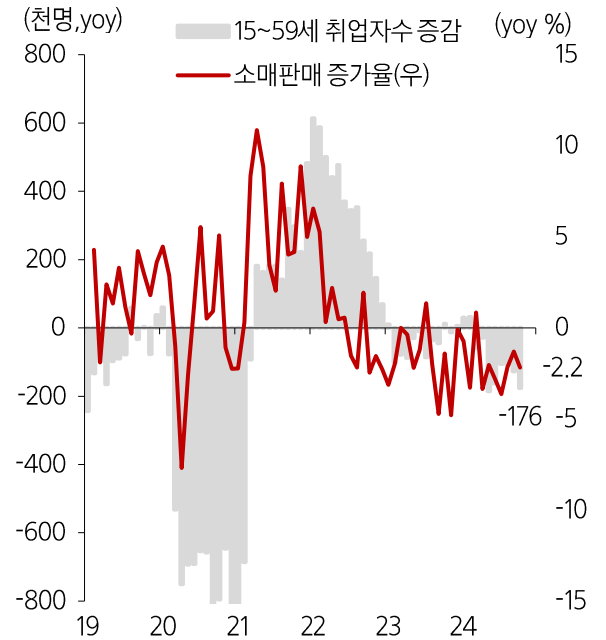
## 반도체 생산, 판매 역성장

- 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

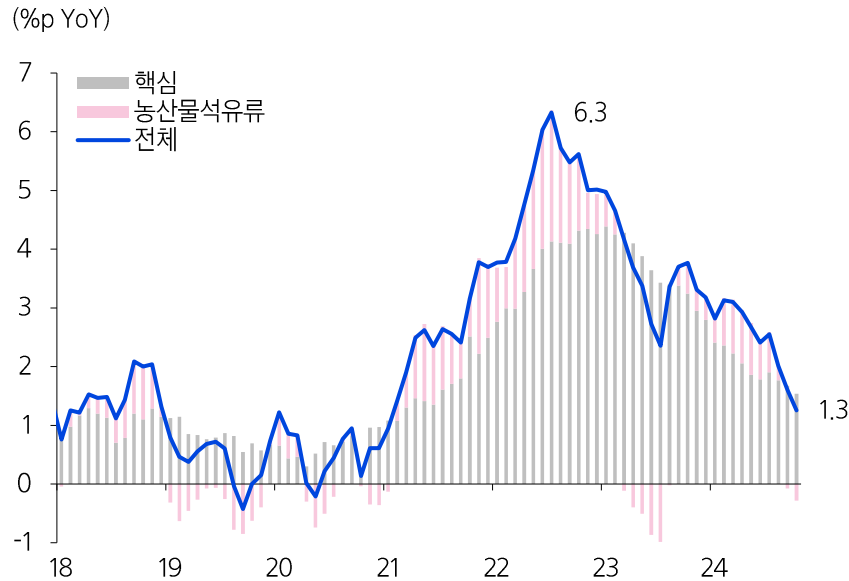
# 한국 : 물가 안정세 속 인하 사이클 지속

\* 통화정책 운신의 폭 확대

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

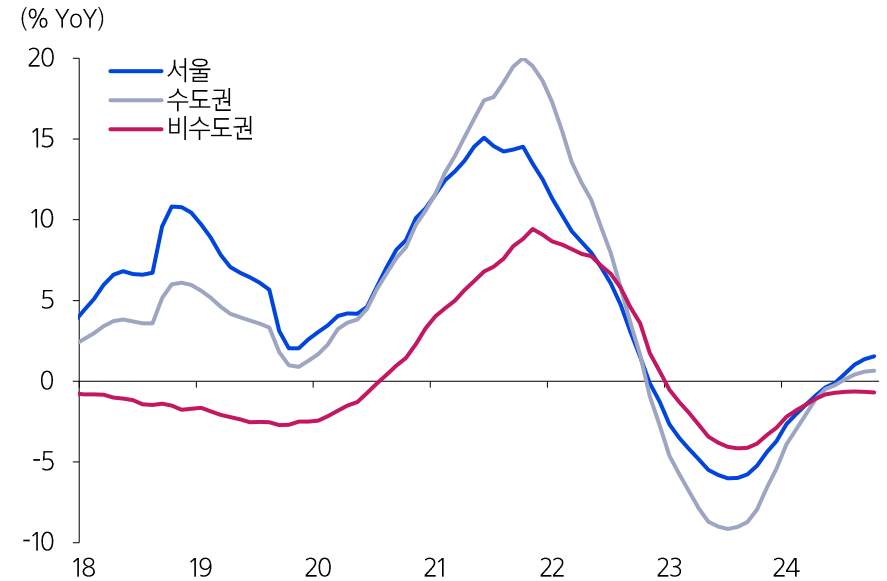
- 공급측 물가 상승 요인 안정화되며 소비자물가 연평균 1.5% 내외로 둔화 예상
- 주택 가격 반등세는 지역별로 차별화되는 모습 보이나 통화정책 기조는 내수 부진과 물가 안정에 무게 중심
- '25년 주요 포인트는 대외적으로 트럼프 정부 하 통상 이슈에 따른 수출 경기 영향력과 중국 부양책 spill-over 효과 정도 등
- 대내적으로는 경기 성장 동력 공백기 속 재정과 통화정책 믹스가 될 것

## 소비자물가 1%대 진입, '25년 1%대 중반 예상



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

## 주택 가격은 차별화 속 점차 안정



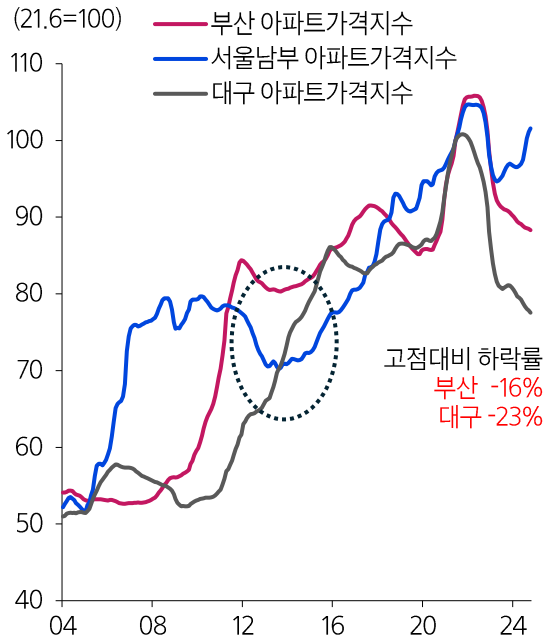
자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 한국 : 부동산

\* 지역별 차별화 심화, 투기적 수요는 이전 대비 약해

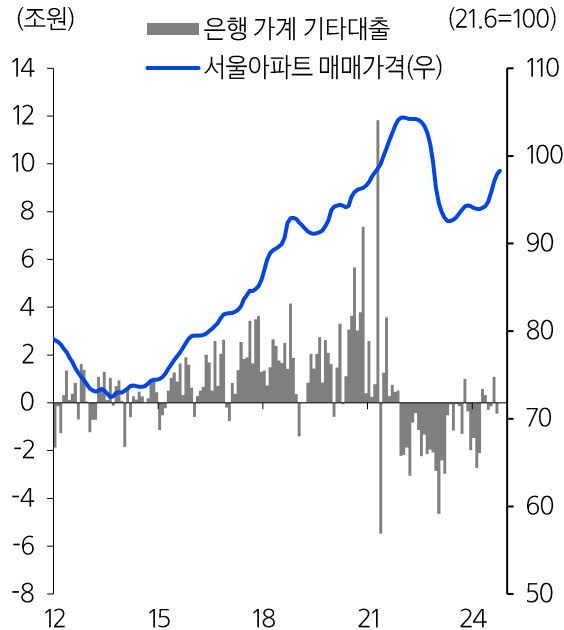
## 극단적 차별화

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



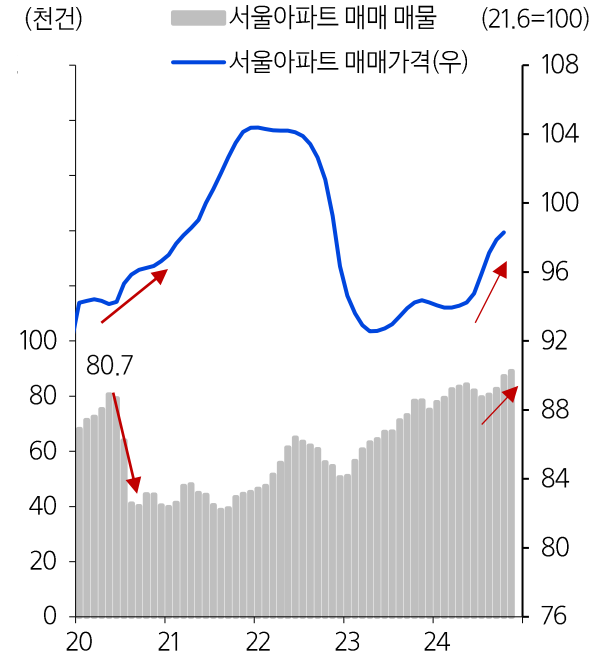
## 투기적 수요는 제한적

- 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

	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

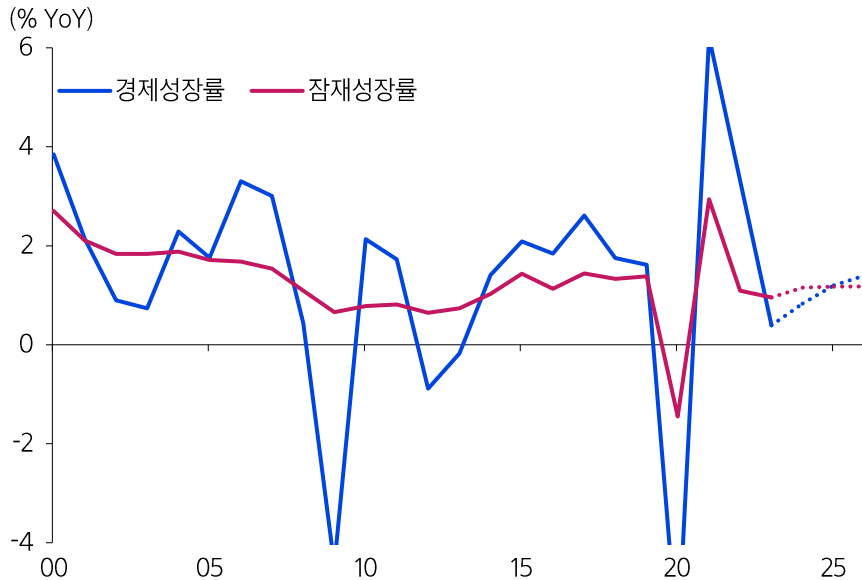
# 유로존 : 저성장 국면 속 주변국의 약진

\* 국가별로 차별화되는 경기 회복 정도

## 잠재성장률을 밀도는 구조적인 경기 하방 압력 속 역내 경기 차별화

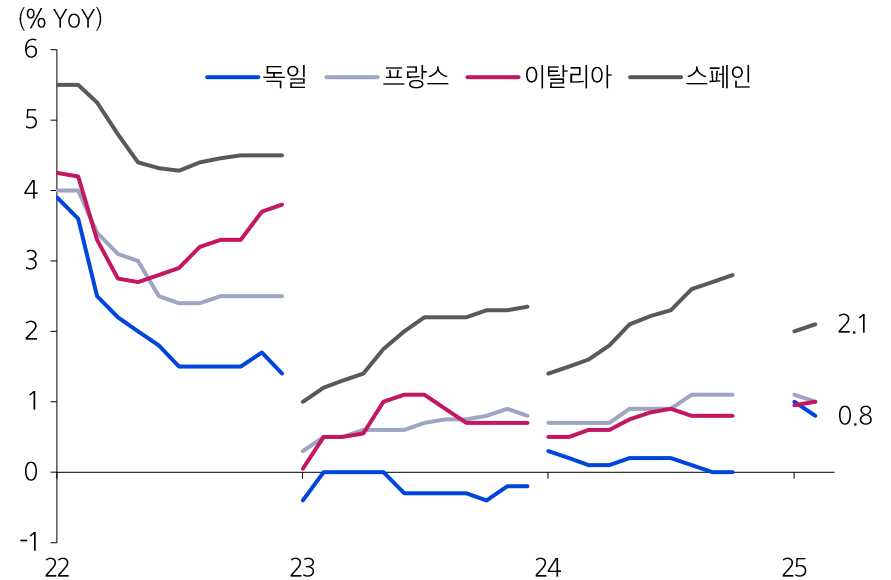
- 중국향 제조업 수요 부진과 코로나 직후 에너지 위기, 금리 인상 등에 경기 하방 압력 지속
- 2년 연속 IMF기준 잠재성장률 1.2% 하회. '25년에도 잠재성장률 밀도는 저성장 국면 연장 예상
- 역내 중심국과 주변국의 경기 차별화는 심화. 스페인, 이탈리아 등은 경기 눈높이 지속 상향되는 반면 독일, 프랑스는 지지부진
- 단일통화임에도 경기 충격 이후 회복 강도는 국가별로 상이. 중국 의존도 높은 구경제 산업 비중과 대내 정치 불확실성 등이 영향

유로존 경제성장률, 잠재성장률 하회 지속



자료: IMF, Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

주요국 경제성장률 전망치: 역내 성장격차 축소 예상



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

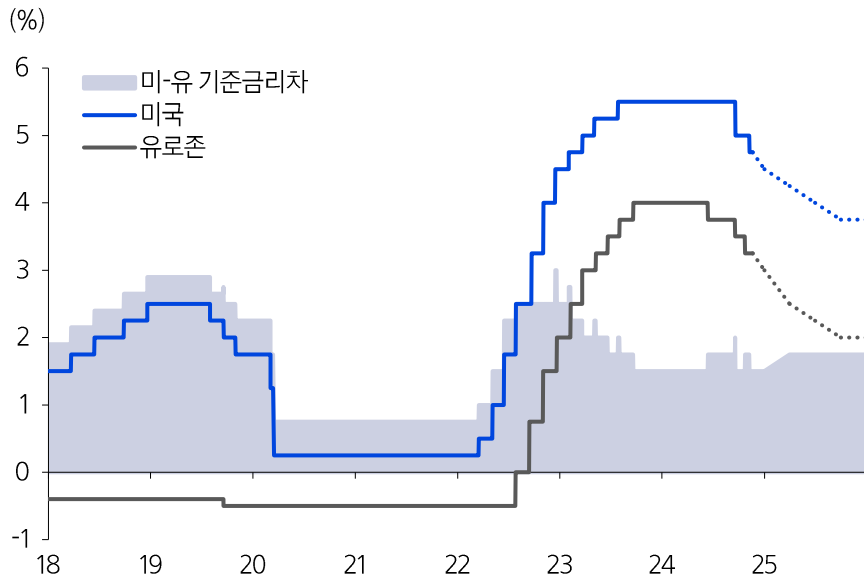
# 유로존 : 정책 불확실성 잡음 속 재정 공조 주목

\* 미약한 회복세, 재정 잡음

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

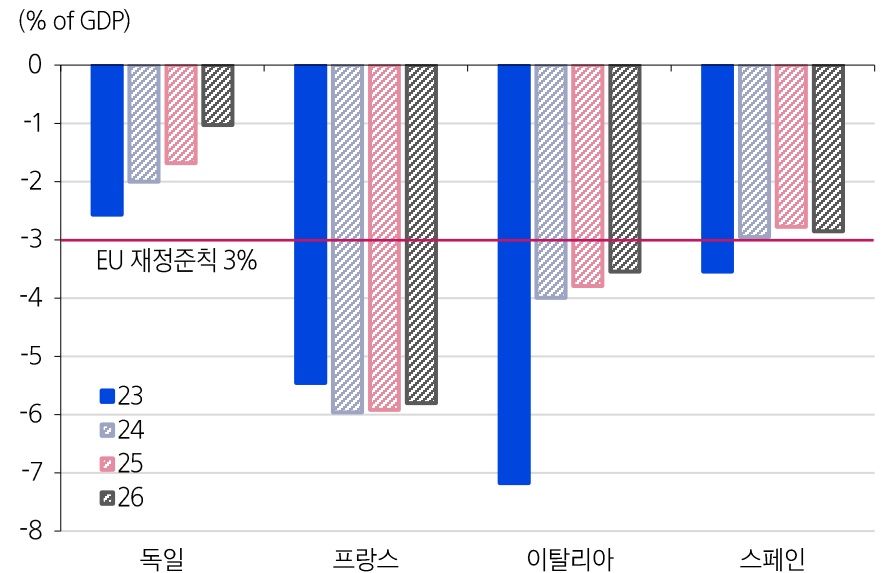
- 미국 우위의 글로벌 경기 흐름 다소 완화되며 미국과 유로존 기준금리 차는 1.5% 내외로 축소
- 유로존 인하 사이클이 한발 빨랐으나 후행적으로 미국도 인하 기조에 들어선 점에 주목
- '25년 주요 포인트는 대외적으로 중국 부양책 기대로 인한 구경제 산업 개선 여부가 될 것
- 대내적으로는 재정준칙 등 관련한 회원국 간 이견, 독일의 조기 의회 선거(2월) 이후 긴축적 재정정책의 변화 여부가 될 것

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

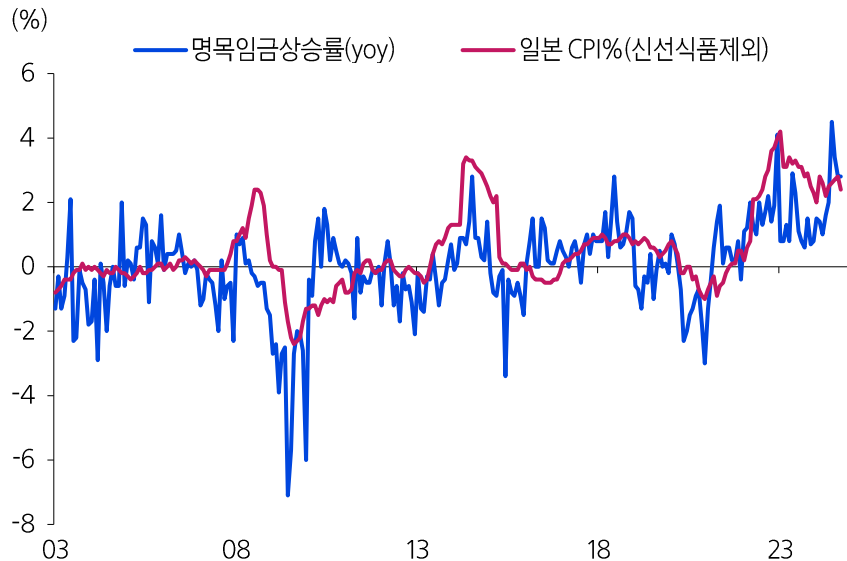


# 일본 : 물가와 임금 선순환을 향해

\* 임금, 물가, 금융의 선순환 추구

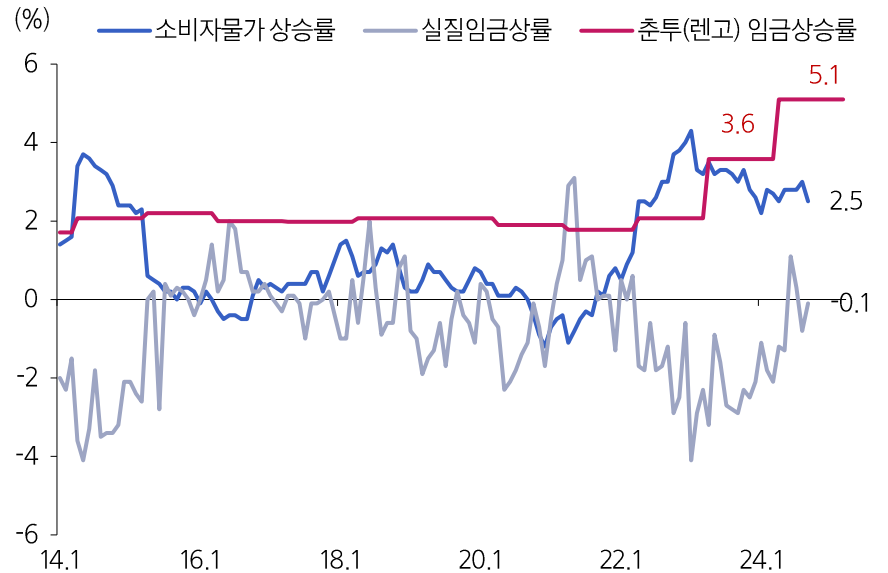
- '24년 춘투를 통해 5.1% 임금 상승 합의, 물가와 임금의 선순환 구조 형성
- 물가와 임금 선순환 목표에 근접한 만큼 회복의 온기를 유지하고 확장 시키기 위한 정책 스탠스 예상
- 그동안 일본은 글로벌 인상 기조와 달리 디플레 극복을 위해 통화완화 기조와 함께 엔화 약세 추구
- 정책 전환 과정은 순탄치 않으나(8월 금리인상 후 엔캐리 청산 압력 고조), 정책 격차 축소가 필요한 만큼 완만한 인상 기조는 유지할 것
- 물가와 임금 선순환과 함께 금융시장 개혁(저축에서 투자로)을 지속적으로 추진하여 소득 기반 확충 시도를 이어가게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

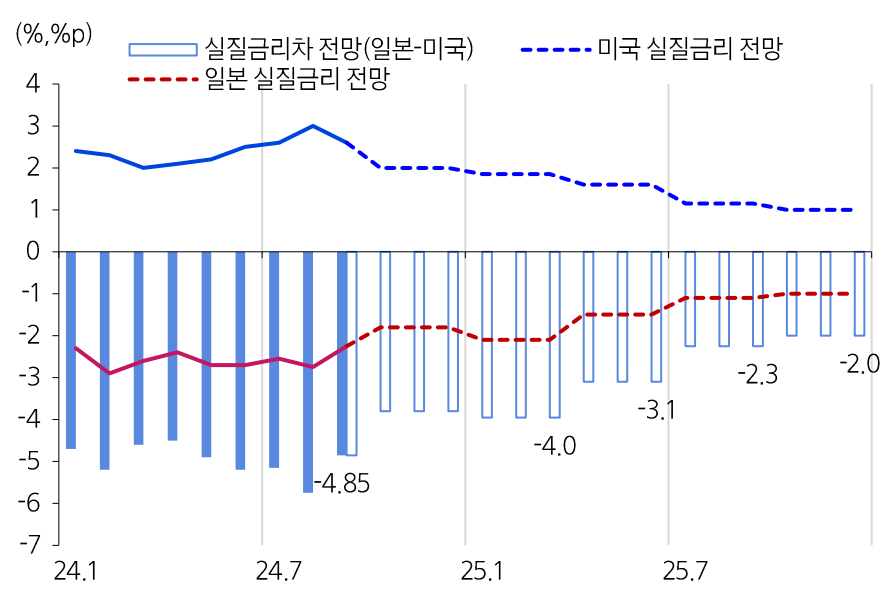
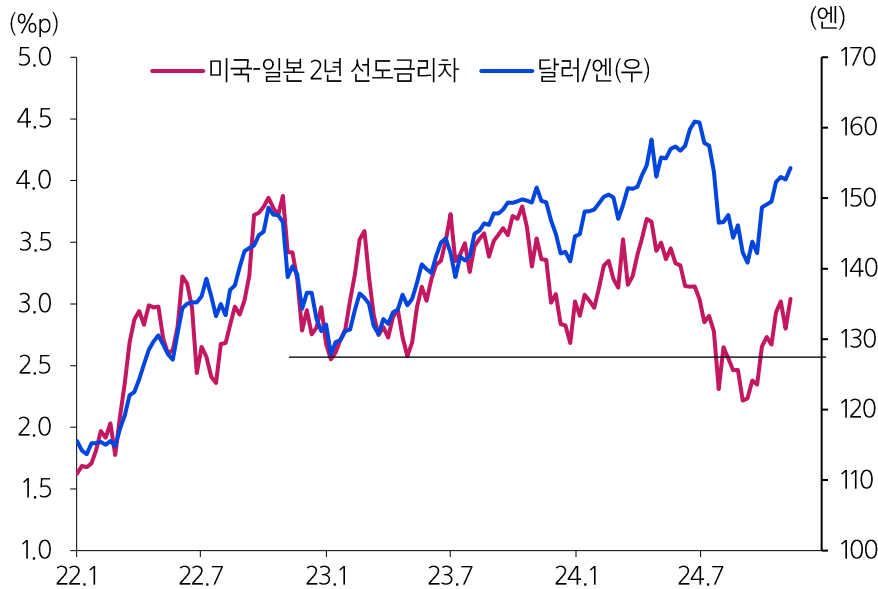
# 일본 : 엔화의 방향성

\* 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

미국 통화정책 정상화로 실질금리차는 다시 축소 예상



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

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

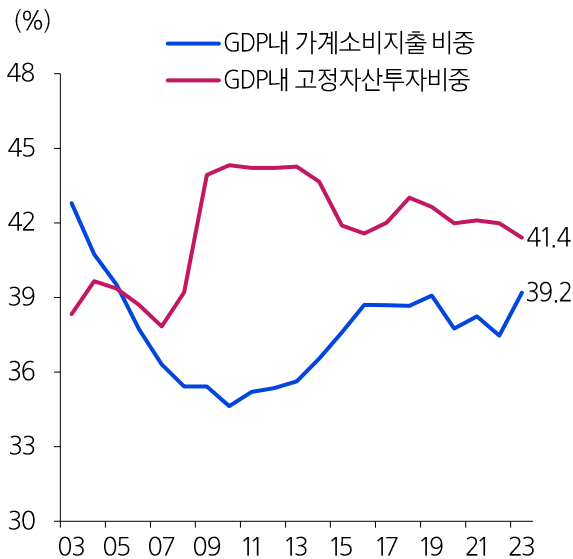
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 중국 : 험난한 중국夢

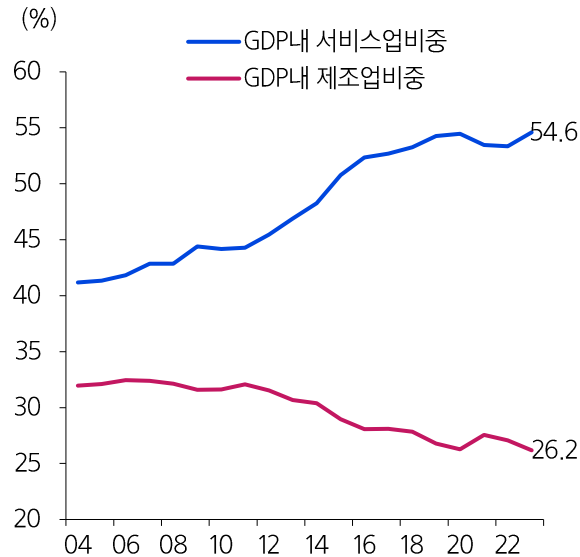
\* 중국 경제구조는 10년째 제자리

- 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

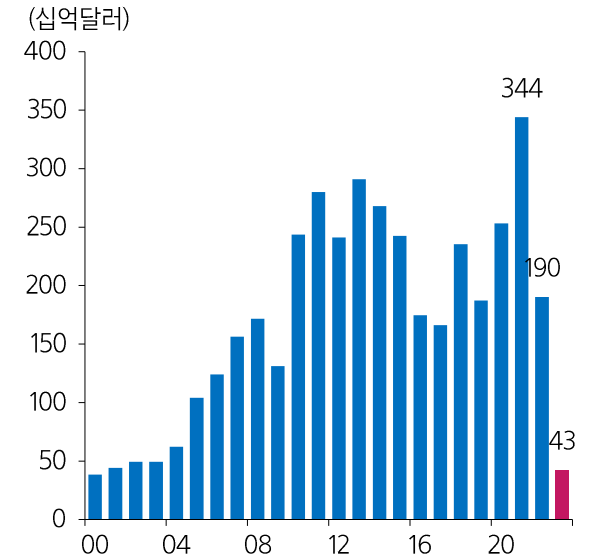
## 소비, 투자 구조 변화 실패



## 제조업 비중 여전히 높고



## 패권전쟁에 외국인투자 급감



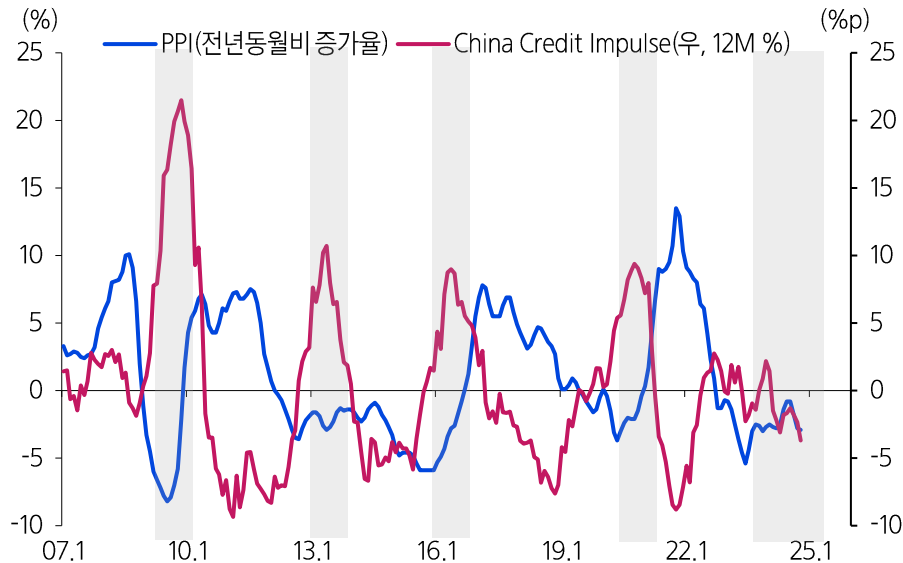
자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 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

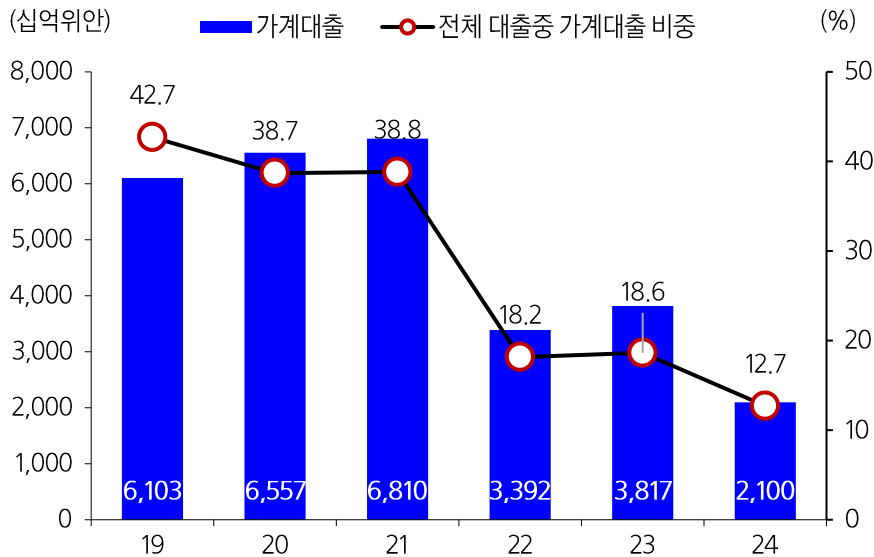
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 중국 : 경기 부양책 체크포인트

\* 가계의 투자 및 소비심리 회복 (가계대출 증가로 확인)

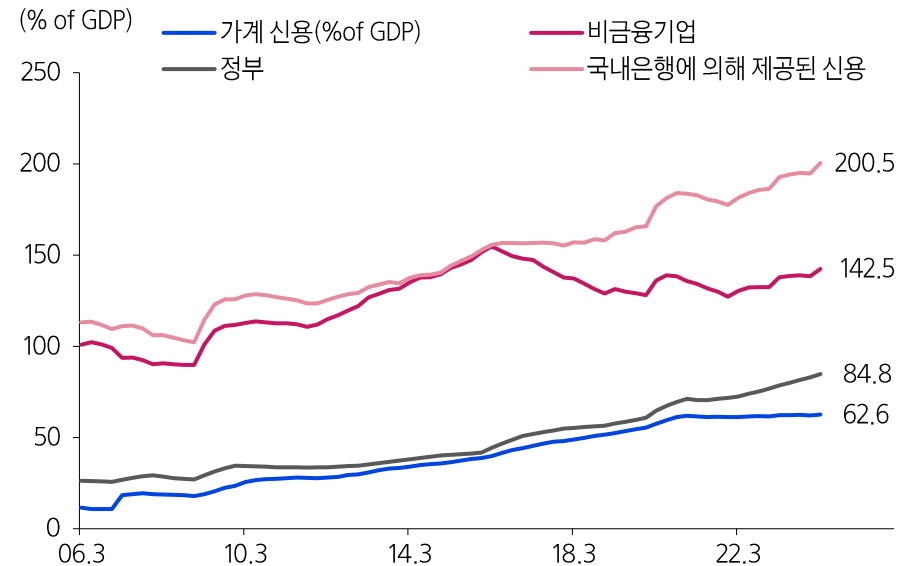
- 경기 활성화 및 미국 관세부과 대응으로 1분기 중 대규모 경기부양책 발표 예상
- 지금까지 부양책이 효과가 제한된 이유는 가계의 투자 및 소비심리를 반전시키지 못했기 때문
- 코로나 이후 중국의 부문별 신용은 은행과 정부부문에서 급증(부동산 부실 처리 및 국유기업 지원 영향), 가계신용은 정체
- 내수, 특히 가계 소비/투자 활성화를 위한 부양책 긴급. 지방정부 및 투자부문에 초점을 둘 경우 효과는 반감될 것
- 중국 부양책 체크 포인트 1) 가계의 소비/투자심리 반전(가계대출 증가로 판단), 2) 신용증가 반전, 3) 주택거래/투자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

# Mega Trend ① 트럼프 2기

---



## 트럼프 2기와 금융시장 변화

### 트럼프 정책은 궁극적으로 물가상승, 경기둔화로 귀결

내년 글로벌 경제의 핵심변수는 트럼프의 정책(관세, 반이민, 환율)과 이에 대한 국가별 대응이 될 것이다. 트럼프 행정부 정책은 무역적자 축소와 제조업 부흥을 통한 미국 이익 우선을 목표로 하고 있다. 상반기 기존정책 폐기, 반이민, 관세부과를 빠르게 진행하고, 하반기 추가 감세안을 내놓으며 경기 부양에 나설 것으로 예상된다.

트럼프 당선자는 달러약세, 저금리를 선호한다고 밝혀 왔지만 관세, 반이민 등 트럼프 정책은 단기에 달러강세, 금리상승 압력을 야기하고 궁극적으로 경기 둔화 압력을 높이게 될 것이다. 하반기 감세 중심의 경기부양 조치가 경기 둔화를 막는 버퍼 역할을 하겠지만 미국의 부채한도 및 재정적자 감안시 계획했던 10년 10조달러 규모의 부양책이 온전히 실현되기는 어려워 보인다. 경기부양 조치가 예상되는 만큼 내년 하반기 연준의 금리인하 속도가 느려질 가능성도 배제할 수 없다.

트럼프 관세 정책 대응으로 중국은 상반기 경기부양책을 추가로 내놓을 수 있다. 위축된 가계의 투자 및 소비심리를 반전시킬 수 있을지가 포인트이다. 한국은 자동차/배터리/반도체에 대한 무역적자 축소 압박을 받을 수 있다. 미국내 생산 확대, 직접투자 및 미국채 확대 등 다양한 카드를 통해 양국간 이견을 최대한 좁혀야 한다.

# 미국 대선 결과

\* 이번에도 막강했던 샤이 트럼프의 힘

- 트럼프, 전국 득표율 및 선거인단 수 확보에서 압승. 이번에도 샤이 트럼프 위력 확인. 최종 투표결과에 1~3%의 샤이 트럼프 표심 추가
- 전국 투표율에서도 0.6% 앞선 49.9% 기록 (20년 만에 전국 총투표에서 공화당 승리)
- 총 투표 승리는 일명 Blue State에서 트럼프 득표 확대(뉴저지, 캘리포니아), Red State는 마진 유지 및 확대(플로리다, 텍사스)
- 상원 공화당 다수당 확보(공화당 53석), 하원은 근소한 차이지만 공화당 다수당 확보 (공화당 219, 민주당 213, 개표 미완료 3곳)
- 2017년 1기와 마찬가지로 공화당이 상/하원을 모두 장악해 향후 2년 동안 정책 추진에 있어서 강력한 힘이 부여됨

선거 직전 Poll

2024.10.29일 (평균)	선거인단수	Trump (R)	Harris (D)	Spread
전국 여론조사	538	48.4	48.0	Trump +0.4
Arizona	11	49.6	47.4	Trump+2.2
Nevada	6	48.3	47.8	Trump+0.5
Wisconsin	10	48.4	47.8	Trump+0.6
Michigan	15	47.7	48.2	Harris+0.5
Pennsylvania	19	48.1	47.5	Trump+0.6
North Carolina	16	48.5	47.5	Trump+1.0
Georgia	16	49.3	46.9	Trump+2.4

자료: RealClear Politics, 삼성자산운용 투자리서치센터

트럼프, 93석 스윙 스테이트에서 압승

	선거인단수	Trump (R)	Harris (D)	Spread
전체 선거인단	538	312	226	Trump+2.5
Arizona	11	52.6	46.4	Trump+6.2
Nevada	6	50.6	47.4	Trump+3.2
Wisconsin	10	49.6	48.8	Trump+0.8
Michigan	15	49.7	48.3	Trump+1.4
Pennsylvania	19	50.5	48.4	Trump+2.1
North Carolina	16	51.0	47.7	Trump+3.3
Georgia	16	50.7	48.5	Trump+2.2

자료: RealClear Politics, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 미국 대선 특이점

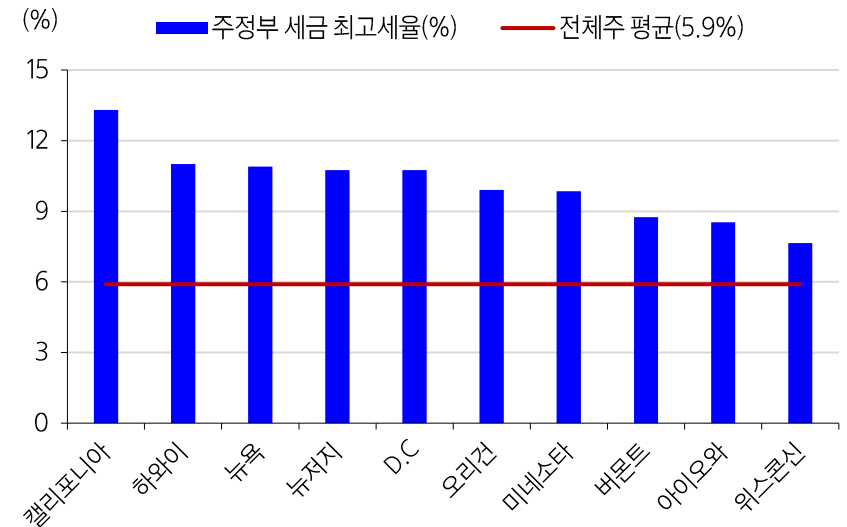
\* 민주당 우세주에서도 격차 축소 (감세)

- 투표율은 20년보다 소폭 하락 ('20년 투표율 65.8% , '24년 63.7% 잠정집계)
- 전통적 민주당 강세주에서 격차 큰 폭 축소 (뉴욕, 뉴저지, 캘리포니아, 일리노이 등)
- 민주당 강세주에서의 격차 축소로 전국 투표율에서도 트럼프 0.6%p차로 승리
- 투표율 하락도 영향이 있었지만 트럼프의 감세안에 대한 호응도 컸던 것으로 평가 (트럼프 감세안 중 주정부세금 공제한도 폐지)
- 민주당 우세주의 경우 전체 주 평균 대비 주정부 최고세율이 높은 주가 많아

Blue state(민주당 우세지역) 결과 비교

민주당 마진기준	선거인단수	2020년 민주당win	2024년 공화당win	Spread
전체 선거인단	538	+4.4	-0.6	-6.0
뉴욕	28	23.2	11.7	-11.5
뉴저지	14	15.8	5.9	-9.9
캘리포니아	54	29.2	20.6	-8.6
일리노이	19	16.9	10.7	-6.2
뉴멕시코	5	10.8	6.1	-4.7
뉴햄프셔	4	7.3	2.8	-4.5
버지니아	13	10.1	5.7	-4.4

주정부세금 최고세율 (트럼프 주정부세금 공제한도 폐지)



자료: RealClear Politics, 삼성자산운용 투자리서치센터

자료: Tax Foundation, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 트럼프 1기와 2기 정책 환경 비교

\* 빠른 정책 집행 예상, 1기와 다른 매크로 환경

## 트럼프 1기('17~18년)

- ① 금리인상 사이클 ('18년 12월 종료)
- ② 미국10년 국채 2.4% ('17~18년 2.0~3.3%)
- ③ 달러화 지수 101, 박스권 (90~105p)
- ④ 미국주식 PER 17.4배 ('17~18년 평균 17배)  
\*유럽 13.6배, 중국 11.9, 일본 16.9, 한국 8.9
- ⑤ Tech 상승 초입 (미국 FANG +중국 BAT)
- ⑥ 정책조합: '17년 내부 정비... '18년 관세  
\* 반이민, 감세(12월 통과) \* 중국, 품목별

## 트럼프 2기 ('25년)

- ① 금리인하 사이클 ('24.9월 시작)
- ② 미국10년 4.4% ('25년 예상 3.5~4.5%)
- ③ 달러화 106.5 ('25년 예상 100~110p)
- ④ 미국주식(S&P500) PER 22배  
\*유럽 13.3배, 중국 12.2, 일본 19.3, 한국 8.1
- ⑤ AI 성장 사이클 3년차 (1국면 ... 2국면)
- ⑥ 정책조합 : 관세 + 경기부양 병행  
\* 정책폐기/보편관세 \* 감세안 연장+추가감세

# 미국 정치사이클과 매크로 환경

## 트럼프 당선과 매크로 환경

- 금리인하사이클 : '16년 금리인상 사이클, '20년 제로금리 환경, 현재 인하 사이클이며 금리수준은 높은 편
- 달러 강세 추가 장기화 : '16년 선거 이후 달러약세 기조 전환 (통상 압박)
- 3년 연속 경기호조, 물가는 둔화 : '16년 저물가/잠재성장률 이하 성장
- 재정적자 비율은 높은 편, 여력 제한적 : 현재 재정적자 비율은 평균수준대비 높은 편 (GDP대비 6~7%)
- 기술패권 : '16년 기술패권 초기(관세, 무역보복 중시), '20년 바이든 정권 이후 기술 패권 경쟁에서 확실한 우위 확보

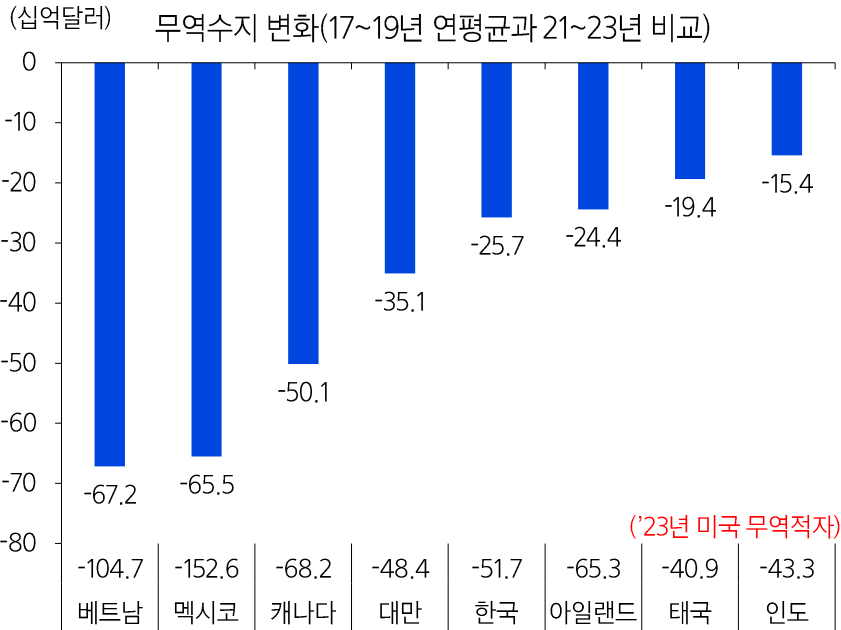
	오바마	트럼프(R-R-R)		트럼프(R-R-D)		바이든 (D-D-D)		바이든 (D-D-R)		트럼프(R-R-R)	
	'16년	'17년	'18년	'19년	'20년	'21년	'22년	'23년	'24년(E)	'25년(E)	'26년(E)
실질GDP(YoY%)	1.8	2.5	3.0	2.5	-2.2	6.1	2.5	2.9	2.6	1.8	2.0
CPI(YoY%)	1.3	2.1	2.5	1.8	1.2	4.7	8.0	4.1	2.9	2.5	2.3
실업률(%)	4.9	4.4	3.9	3.7	8.1	5.4	3.6	3.6	4.1	4.5	4.2
비농업 고용(천명, 월평균)	194	176	190	166	-773	604	377	251	180	10만 내외	147
중앙은행 금리(%)	0.75	1.5	2.5	1.75	0.25	0.25	4.5	5.5	4.5	3.75	3.1
10년 중기채(%)	2.4	2.4	2.7	1.9	0.9	1.5	3.9	3.9	3.9	3.9	3.7
달러화지수(P)	102.2	92.1	96.1	96.3	89.9	95.7	103.5	101.3	104.1		
경상수지 (GDP대비%)	-2.1	-1.9	-2.1	-2.1	-2.8	-3.7	-3.9	-3.3	-3.5	-3.5	-3.3
예산 (GDP대비%)	-3.1	-3.4	-4.2	-4.7	-15.2	-10.5	-5.4	-6.5	-6.6	-6.5	-6.2
정부부채 (GDP대비%)	76	76	77	79	99	97	96	97	100	102	104

자료: Bloomberg컨센서스, 25년 전망은 삼성자산운용 House View 적용

# 트럼프의 Target

- 트럼프 정책 : 무역적자 축소 + 투자유치 + 금리인정
- 무역적자 : 베트남, 멕시코, 캐나다, 대만, 한국 큰 폭 증가
- 직접투자 : 유럽/일본 큰 폭 증가, 중국/프랑스 감소
- 국채보유 : 유럽/일본 증가, 중국/브라질 등 감소

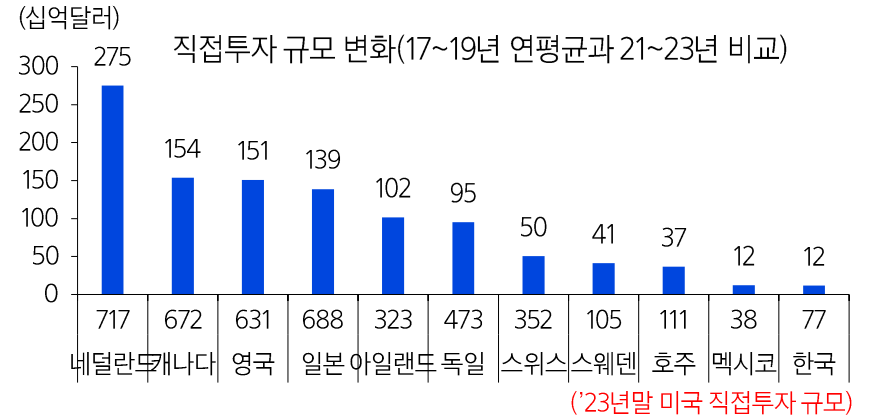
## '23년 미국 무역수지와 변화 추이



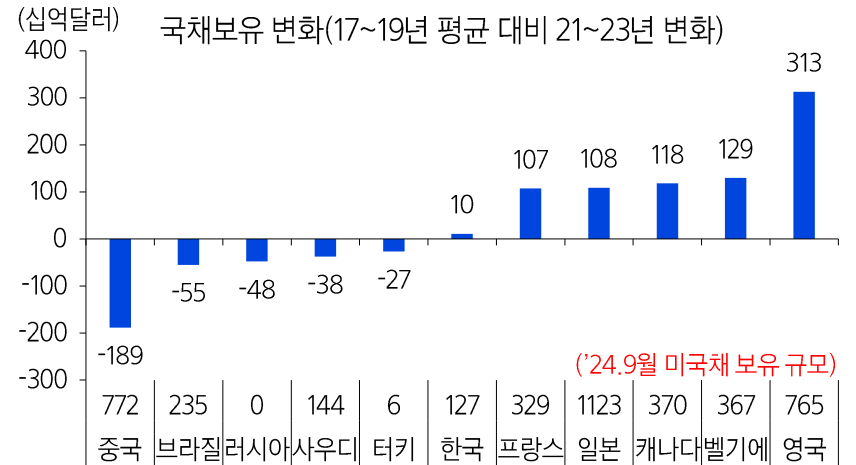
자료: Bloomberg, CEIC, CBO, 삼성자산운용 투자리서치센터

# \* 무역적자, 재정(국채보유), 투자유치 변화

## '23년 미국 외국인 직접투자 현황과 변화 추이



## 국채 보유 현황과 변화 추이



자료: Brookings, 삼성자산운용 리서치센터

# 트럼프의 Target

\* 유럽, 일본 vs 베트남, 멕시코, 중국

## 국가별 미국과의 교역, 투자 현황

(십억달러)	부문별 변화('17~19년 평균대비 '21~23년 변화)		
	미국 무역수지	대미 직접투자	미국채 보유
중국	84.9	-4.3	-188.8
한국	-25.7	11.7	10.5
대만	-35.1	5.9	60.9
일본	4.6	138.7	108.5
인도	-15.4	-1.3	72.9
베트남	-67.2		
인니	-5.1		
태국	-19.4		-15.2
멕시코	-65.5	12.2	13.7
캐나다	-50.1	153.8	118.2
독일	-8.7	95.0	8.3
프랑스	3.1	-33.4	107.2
스위스	-6.0	50.4	46.3
네덜란드	17.0	275.2	19.0
아일랜드	-24.4	101.7	-2.1
영국	7.0	150.7	313.0

### ① 무역수지 적자

중국 절대규모는 크지만 적자 축소  
 \*미국은 멕시코/아세안 통한 우회수출 의심  
 베트남, 멕시코, 캐나다 큰 폭 증가  
 대만, 한국도 증가

### ② 대미 직접투자 확대 (온쇼어링)

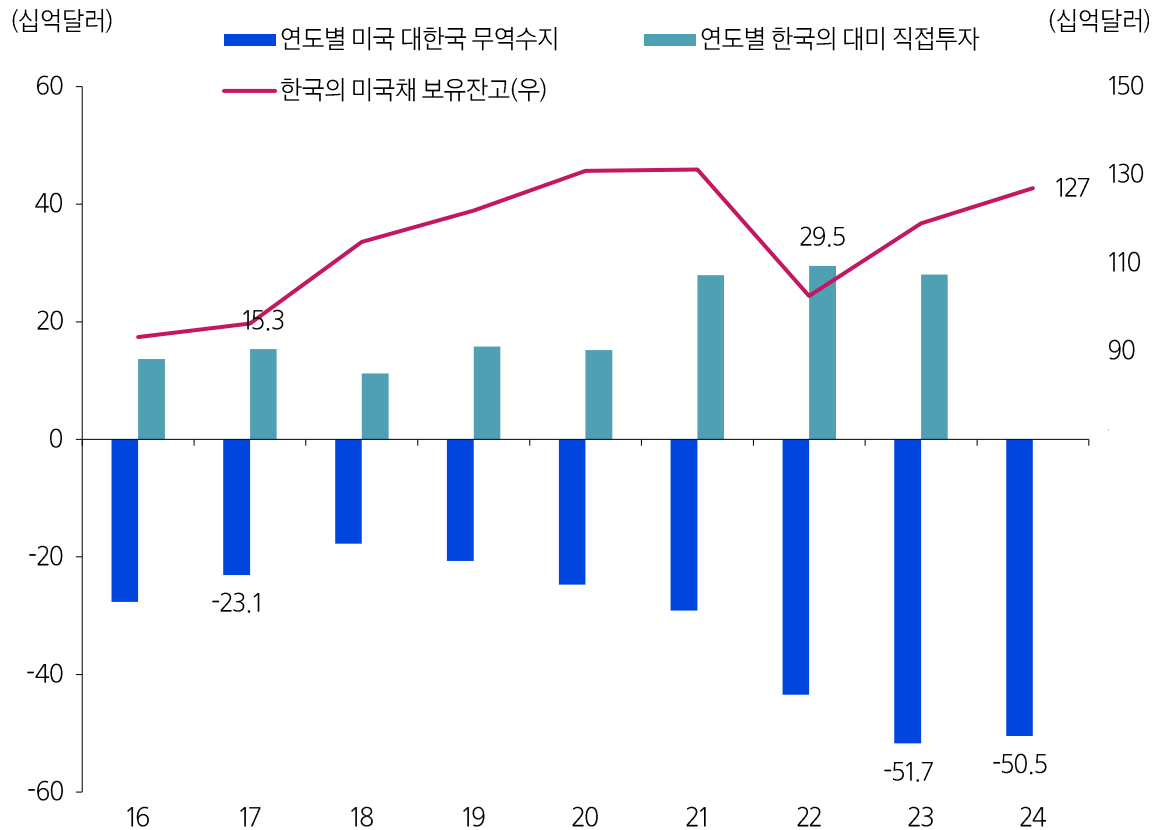
유럽 및 일본의 대미 직접투자 급증  
 한국도 이전대비 직접투자 크게 증가

### ③ 미국채 확대 (금리 안정)

중국, 미국채 보유비중 계속 축소  
 유럽, 미국채 확대 (금리차 영향)  
 아시아 무역흑자국, 미국채 확대

자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

## 한국과 미국의 교역 및 투자 현황



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

- ① 미국, 대한 무역수지 적자 확대  
미국의 한국 무역적자는 전년대비 확대  
적자 주요품목은 자동차, 반도체, 석유
- ② 한국, 대미 직접투자 확대  
반도체, 자동차, 2차전지 기업 중심으로  
미국 직접투자 큰 폭 확대  
(IRA, CHIPS 법에 따른 보조금)
- ③ 미국채 확대  
'23년부터 미국채 보유 증가 중



# 한국의 대미 무역흑자 품목과 영향

## 대미 무역수지 현황 : 주요 흑자 품목 추이

(억달러)	22년	23년	24년(1~10월)
대미 무역흑자	279.8	444.2	443.1
자동차	182.7	289.6	276.8
자동차부품	77.6	77.6	66.5
반도체	51.1	18.8	53.9
석유제품	52.4	50.2	37.1
컴퓨터	55.7	14.2	36.4
건전지 및 축전지	39.8	47	30.1
냉장고	18.9	20.3	15.2
건설광산기계	21.1	24.8	14.9
원동기펌프	12.2	13.8	13.4
전력용기기	12.9	20.2	13.3
플라스틱제품	16.4	13.8	12.4
철강판	15.2	13.7	11.9
철강관및철강선	21.8	16.4	11.3

자료: 무역협회, Bloomberg, 언론종합, 삼성자산운용 투자리서치센터

### \* 무역흑자 큰 자동차에 대한 압박 클 듯

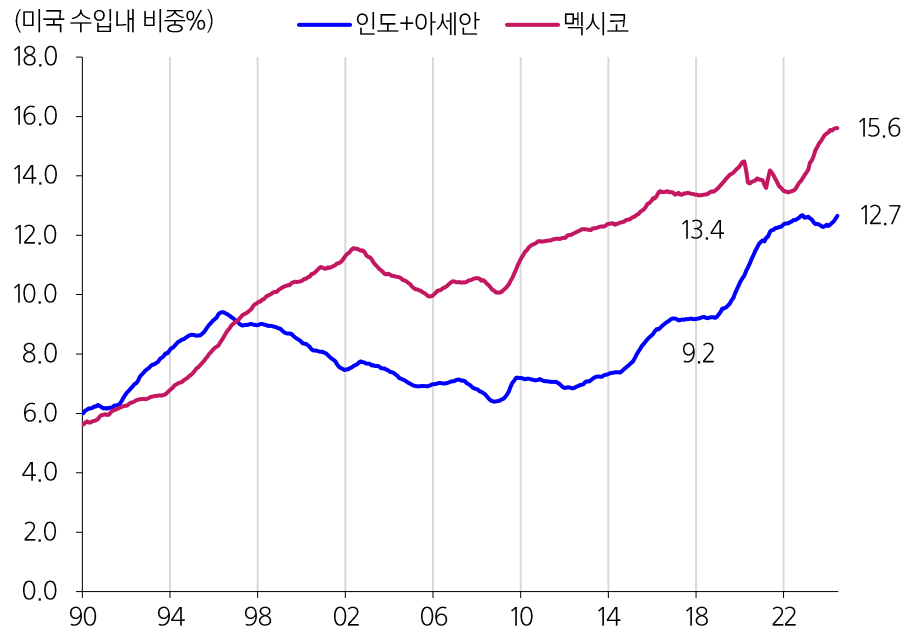
- ◎ 자동차/자동차 부품 (최대 흑자 품목)
  - ' 23년 현대차/기아의 미국 수출대수 100만대
    - \* 한국 생산 중 미국향 28% 전후
  - 10% 보편관세 부과 (멕시코 관세부과)
    - … 가격 경쟁력 타격, 수출물량 감소
    - … 미국 생산 확대 대응 \* 미국생산 38% → 60%
- ◎ 반도체 (업황 둔화로 흑자 축소 예상)
  - 기존 투자 유치는 유지 + 보조금은 축소 예상
  - 대중 수출 통제 강화 (기회와 위험 공존)
- ◎ 2차 전지 (흑자 규모 축소)
  - IRA 보조금 축소 + 친환경목표 수정, 물량 감소
  - 미국 대체불가 및 중국규제로 경쟁우위는 유지
- ◎ 철강 (흑자 규모 축소)
  - 보편관세 부과시 타격 (국제시장 중국산 공급과잉)
- ◎ 석유/화학
  - 유가하락시 화학 수혜,
- ◎ 조선, 기계(발전/전력), 방산은 수혜 예상

# 글로벌 공급망 재편

\* 바이든 전략 : 중국대체 공급망 구축 + 핵심산업은 미국으로

## 중국대체 Friend-shoring (멕시코+인도/아세안)

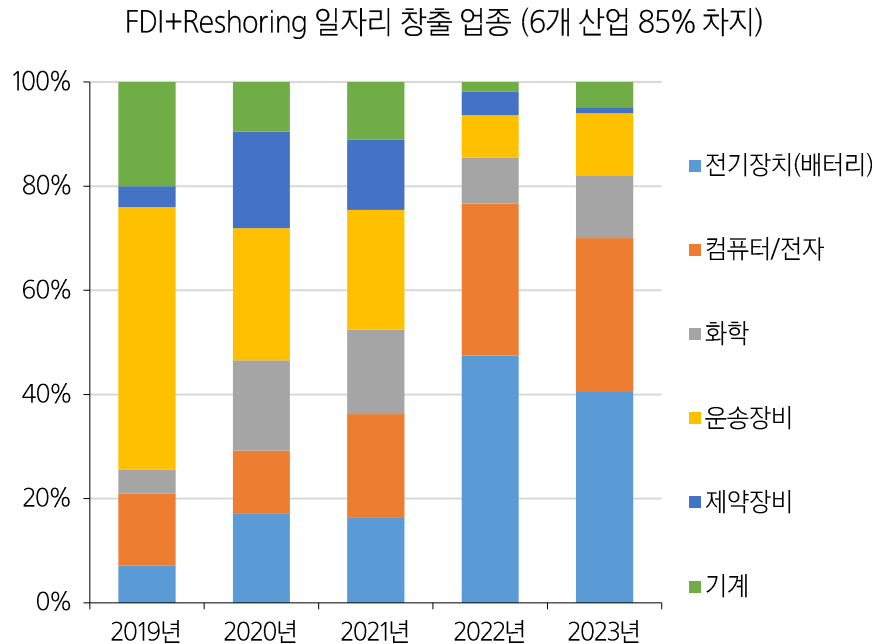
- 중국 수입 감소 부분을 멕시코와 인도/아세안이 대체
- 우회 수입을 감안한 중국 비중은 크게 줄지 않아(우회 수출)



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

## Reshoring+외국인 직접투자과 일자리

- FDI+리쇼어링 일자리 창출은 첨단 산업에 집중
- '22~'23년 배터리, 컴퓨터/전자에서 일자리 70% 창출



자료: Reshoring initiative, Annual Report, 삼성자산운용 리서치센터

# 글로벌 공급망 재편

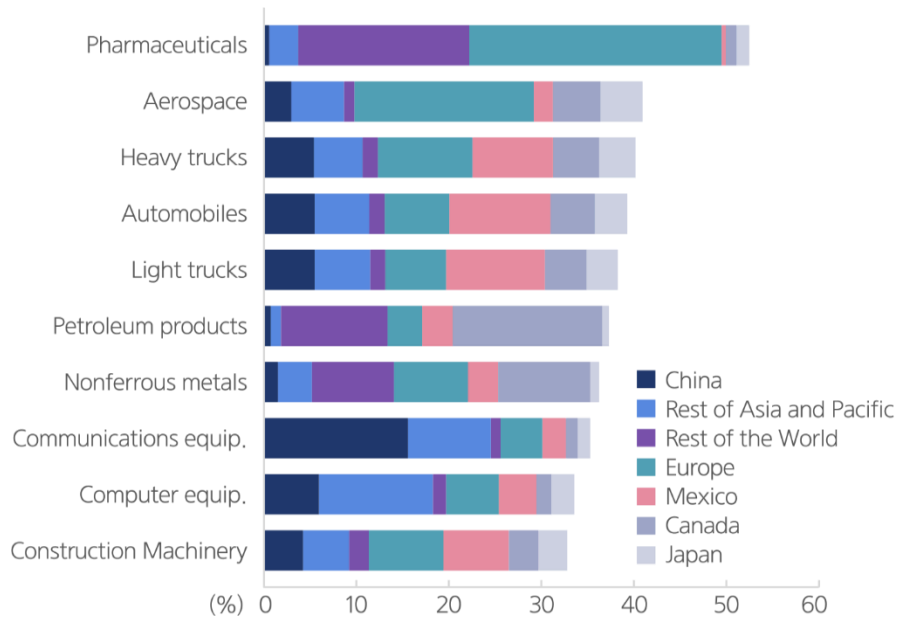
\* 미국의 취약점 : 핵심 부품에 대한 소싱 위험

## 미국 중간재 수입 지역별 점유율

## 미국의 취약 고리 (아시아 비중 높은 핵심 부품)

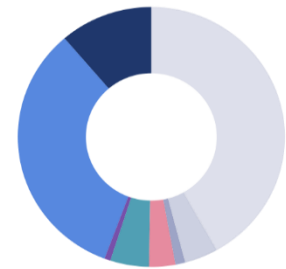
- 미국이 보는 지정학적 리스크 : 중국/아시아퍼시픽 \*일본 제외
- 유럽(제약, 방산, 자동차), USMCA(자동차, 석유제품), 중국(통신장비), 중국외 아시아(통신장비, 컴퓨터장비, 자동차)

- 아시아퍼시픽(한국, 대만, 중국) 핵심부품에 대한 소싱 위험
- 반도체, 자동차, 컴퓨터장비가 이에 해당...미국내 유치 집중
- 핵심부품에 대해 소비지와 생산지간 지리적 격차 해소

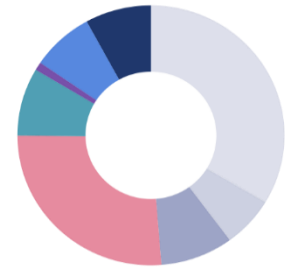


Semiconductor Inputs

Computer Equipment



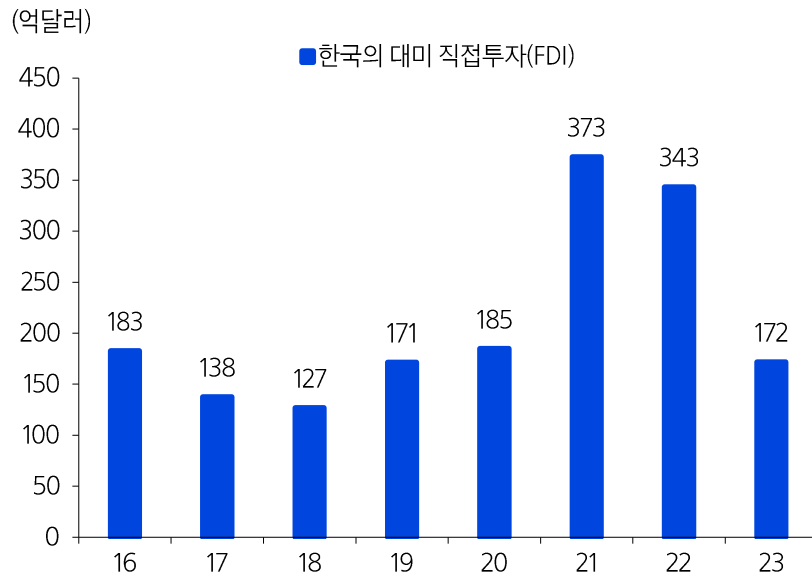
Motor-Vehicle Parts



자료: 연준 FED Notes(23.5.18일), 미국 경제분석국, 삼성자산운용 투자리서치센터

## 한국의 대미 직접투자 추이

- 20년 이후 대미 직접투자를 크게 늘리며 미국 주도 글로벌 공급망 변화에 기민하게 대응
- 중국/유럽과 달리 미국 수입시장 점유율 하락 방어에 성공

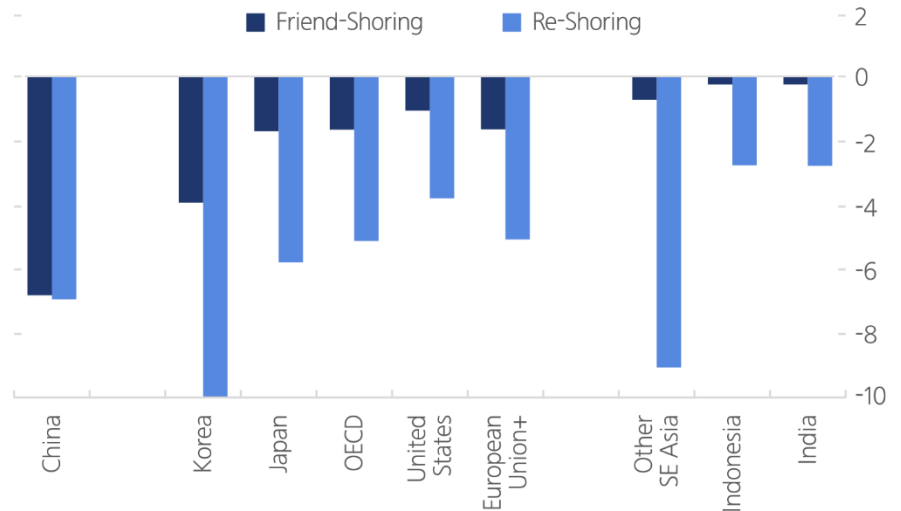


자료: 수출입은행, 삼성자산운용 투자리서치센터

## 리쇼어링 지속 시 한국 성장률 충격 가장 커(IMF)

- IMF는 리쇼어링, 프렌드쇼어링에 따른 성장률 충격이 가장 큰 국가로 한국을 언급
- 프렌드쇼어링 시나리오 -4%, 리쇼어링 시나리오 -10%

GDP Losses from Friend-Shoring and Reshoring Scenarios  
(GDP levels, percent deviation from baseline)



자료: IMF (23.10월 Asia Pacific 보고서), 삼성자산운용 리서치센터

# 트럼프 2.0과 매크로 환경

## 트럼프 Key word

- ① 무역 적자 축소 (관세 + 환율)
- ② 이민 제한 조치 강화
- ③ 미국 우선주의, 전쟁 종결
- ④ 저금리, 달러약세 추구
- ⑤ 감세 (TCJA 연장 + 법인세 인하)
- ⑥ 에너지 자급자족(화석연료 확대)
- ⑦ 제조업 강국 재현

## 트럼프 2.0

경기 활성화

미국 우선주의

저금리

이민 제한

법인세 인하

관세 부과/환율 압박

제조업 유치

전쟁 종결

정책간 충돌 (물가,금리,달러)

## 매크로 환경

금리 인하사이클

실질금리차 축소

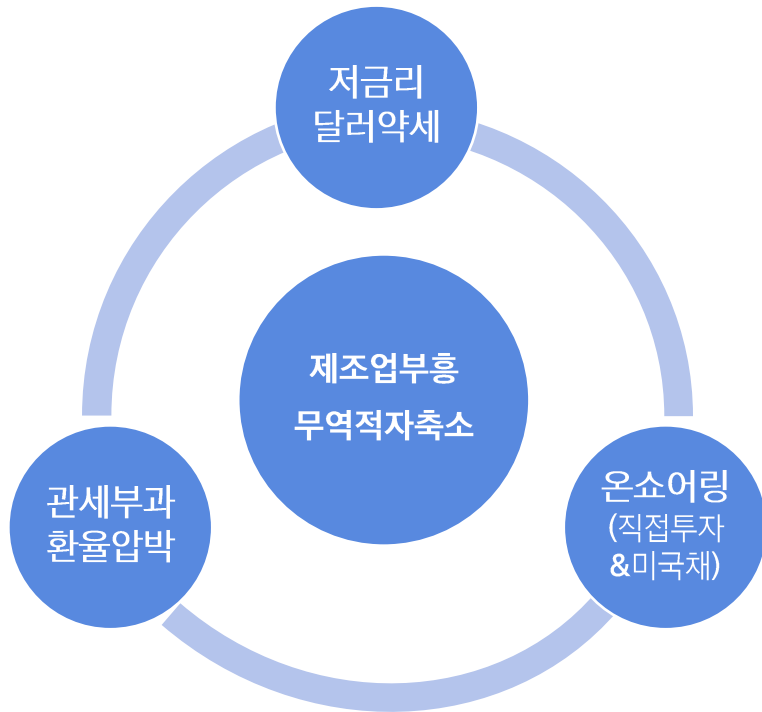
재정 불균형

기술 불균형

# 트럼프 2기 복잡한 정책 Puzzle

\* 초기 정책 상충, 구축효과 제거 필요

## 트럼프 정책 Trilemma



### 정책 전환 변동성

기존정책 폐기  
IRA, CHIPS, 공급망

투자 위축  
소비재 대체 여부

초기 경기충격  
중기 물가충격

### 관세정책

관세부과  
재정수입 확대

소비자물가 상승  
상대국 대응

글로벌 교역 둔화

### 제조업 부흥

온쇼어링  
직접투자 증가

기업 세제혜택  
투자 인센티브

자원의  
비효율적 배분

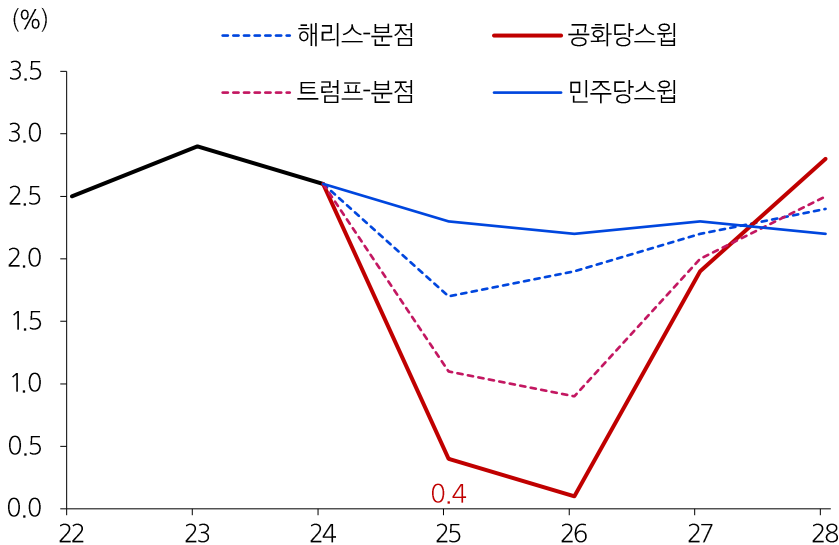
# 트럼프 정책의 장기 영향

\* 공화당 스윙시 경제영향 분석 (Moody's)

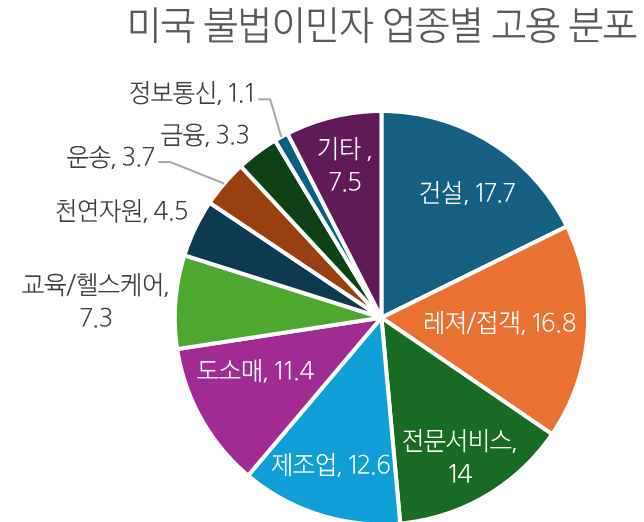
트럼프 1기 전반부 상황이 더 빠르고 압축적으로 진행될 가능성 높아

- 관세부과 영향(보편관세) : 수입물가 상승 → 공급망 교란 비용 상승 → 상대국 보복관세로 수출감소 → 달러강세로 무역수지 개선 제한
- 이민 영향(연 100만 추방) : 노동공급 감소(건설,接客,서비스,농업 등)→신규고용 감소→ 임금 상승 압력 가중
- 감세 영향(TCJA연장+추가감세) : 기업이익 증가 및 소비여력 확충 → 재정적자 확대 → 금리상승 압력 (구축효과)
- 보수적 전망하 미국경제는 '25~26년 잠재성장률(1.8%)을 크게 밑도는 성장둔화 예상

## 공화당 스윙, 성장 둔화 폭 커



## 반이민정책 영향 : 건설,레저/接客,제조업/도소매



자료: Moody's 전망(24.8월) 인용, 삼성자산운용 투자리서치센터

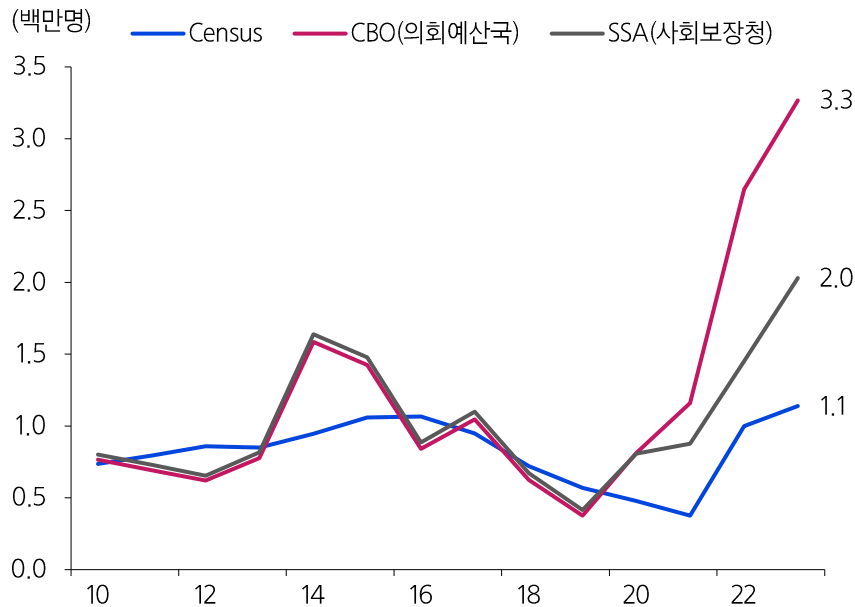
자료: Moody's, Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 이민 제한 정책의 영향

\* 이민의 명암 : 고용 선순환 vs 반이민 정책 성장률 하향

## 미국 순이민의 급증과 고용 호황

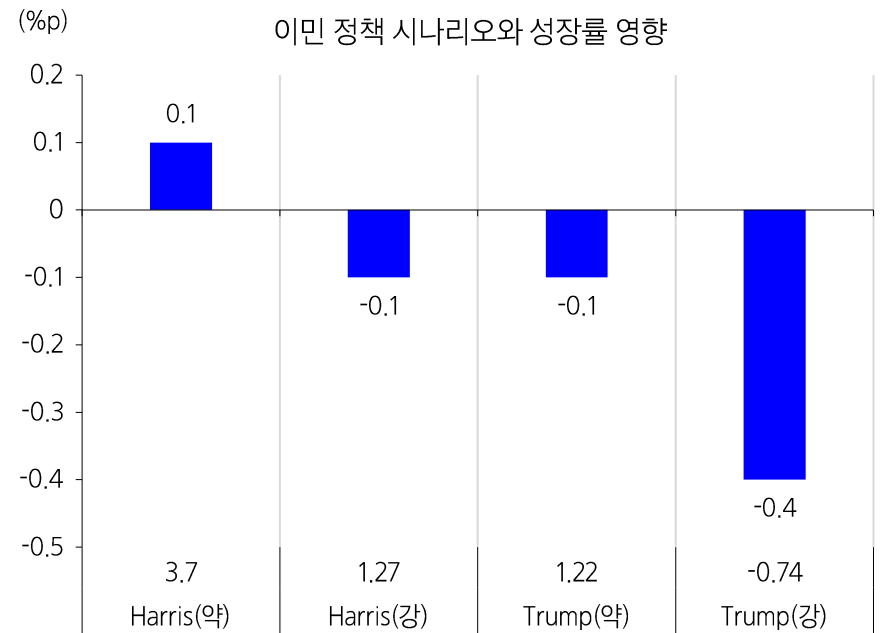
- 미국 의회 예산국 '23년 순이민 330만명으로 추정
- 순이민 급증으로 월평균 잠재 신규 고용건수는 이전대비 10만명 상향된 것으로 추정 \* Brookings 연구소



자료: Bloomberg, CEIC, CBO, 삼성자산운용 투자리서치센터

## 트럼프 반이민 정책 실행 시 성장률 하락 요인

- 트럼프의 강력한 반이민 정책 실행될 경우 순이민은 역성장
- 강력한 반이민 정책, '25년 GDP 성장률은 -0.4%p 하락
- \* 산출 감소 -0.2% + 기업투자감소 -0.1% + 이민자 지출축소 -0.1%



자료: Brookings, 삼성자산운용 투자리서치센터



# 경기 활성화 조치는 하반기 (감세)

\* '25년말 종료TCJA 연장, 추가 감세 조치

## 트럼프 2.0 감세 및 재정계획 (2026~2035)

TRUMP PLAN 2026~2035년 순재정적자 전망		중간값 (십억달러)
	'25년말 종료 감세안(TCJA) 연장	-5,350
	초과근무 수당에 대한 세금 면제	-2,000
	사회보장급여 과세 종료	-1,300
	팁 소득에 대한 면세	-300
	법인세 최고세율 인하(21%→15%)	-200
	개인 및 중소기업 세금감면 확대	-200
	군 강화 사업	-400
	장벽 보호, 이민자 추방	-350
	주택 지원(생애 첫구매자를 위한 크레딧 포함)	-150
	의료, 장기요양 및 간병에 대한 지원 강화	-150
감세, 지출 증가 항목 소계		-10,400
	보편관세/추가관세	2,700
	에너지/환경 정책 전환과 생산 확대	700
	Reduce Waste, Fraud, Abuse	100
	교육부, 학교선택 지원사업 종료	200
세입 증가, 지출 감소 소계		3,700
이자지출		-1,050
총계 순 재정적자 영향		-7,750

자료: CRFB(책임있는 연방예산위원회), 삼성자산운용 투자리서치센터

트럼프 재정안 계획대로 실행시

상당한 금리상승 압력

\*16년 캠페인 감세/지출 규모 5.5조\$

1차 관문은 부채한도 협상 ('25년 1월)

① 감세 조치의 반영은 '25년 하반기

② TCJA 연장의 성장 효과는 제한적

③ 추가감세 조치 주목 ('26년 반영)

초과근무수당 세금면제 (소비)

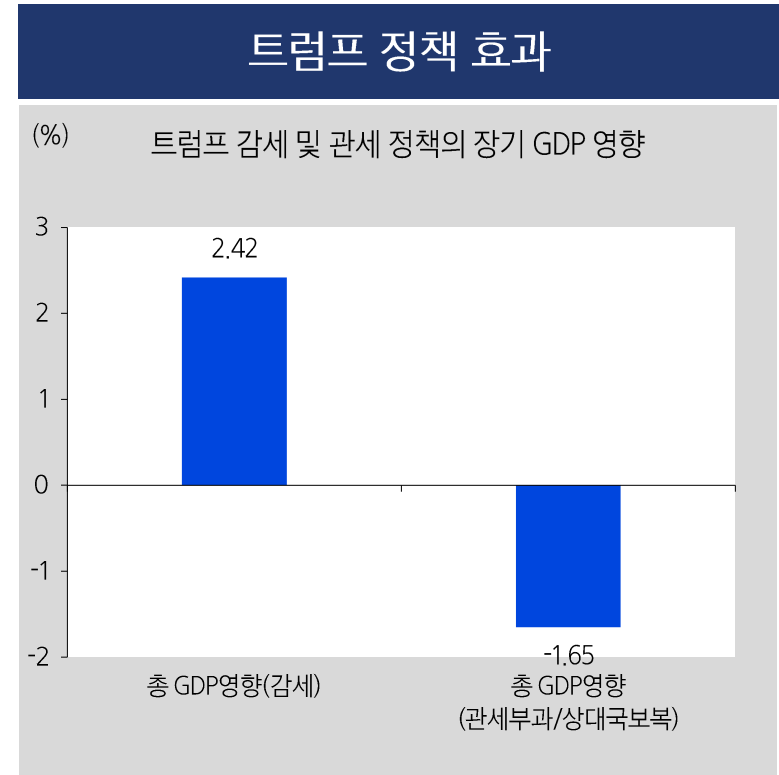
사회보장급여 과세종료 (소비)

SALT(주정부세금) 공제한도 폐지(소비)

법인세 21%에서 15%로 인하 (기업)

# 트럼프 정책의 파급경로

\* 감세 실행 효과는 '26년에 반영



자료: Tax Foundation 전망(10.14일), 삼성자산운용 투자리서치센터

# 트럼프 2기 주요 인선과 역할

\* 미국우선주의, 에너지, 통상, 반이민, 정부개혁

	트럼프 1기 (행정부 출범 내각)		트럼프 2기 내정자	
국무부 장관	렉스 틸러슨(64)	엑스모빌 CEO	마코 루비오(53)	상원의원(FL), 대중 강경론자
재무부 장관	스티븐 므누신(54)	전)골드만삭스 임원	<b>스콧 베센트(62)</b>	<b>헤지펀드 Key Square 그룹 창업자</b>
국방부 장관	제임스 매티스(66)	전)중부군 사령관	피트 헤그세스(44)	폭스뉴스 진행자(예비역 소령)
법무부 장관	제프 세션스(70)	앨라바마 상원의원	팜 본디(59)	전 플로리다주 법무장관
내무부 장관	라이언 징키(55)	하원의원	<b>더그 버검(68)</b>	<b>노스다코타 주지사</b>
에너지부 장관	릭 페리(67)	전)텍사스 주지사	<b>크리스 라이트</b>	<b>리버티 에너지 CEO</b>
농무부 장관	소니 퍼듀(70)	전)조지아 주지사	<b>브룩 롤린스(52)</b>	<b>미국우선주의 연구소 대표</b>
상무부 장관	윌버 로스(79)	투자은행 CEO	<b>하워드 러트닉(63)</b>	<b>투자은행 캔터 피츠제럴드 CEO</b>
*무역대표부	로버트 라이트하이저(69)	통상법 변호사		
보건부 장관	툼 프라이스(62)	하원의원, 의사	로버트 케네디 Jr(70)	대통령 후보 *사퇴 후 트럼프 지지
국토안보부 장관	존 F. 켈리(66)	전)남부사령관	크리스티 노ם(53)	사우스다코타 주지사
*국토안보보좌관	툼 보섯(42)	전)국가안보회의 부보좌관	<b>스티븐 밀러(39)</b>	<b>전)백악관 선임 보좌관</b>
<b>정부효율부 장관(신설)</b>			<b>일론머스크(53)</b>	<b>테슬라 CEO</b>
대통령 비서실장	라인스 프리버스(45)	공화당 전국위원회 위원장	수지 와일스(67)	대선캠프 공동선거대책위원장
국가안보보좌관	마이클 폴린(58)	전) 국가정보국 국장	마이크 왈츠(50)	하원의원
국가정보국장	댄 코츠(73)	인디애나 상원의원	털시 개버드(43)	전) 민주당 하원의원
중앙정보국장	마이크 폼페이오(53)	캔자스 하원의원	존 랫클리프(59)	1기 국가정보국장

- ① 외교/경제  
대중 강경론자  
관세부와 강력 지지인사 임명
- ② 전통 에너지 산업 육성  
내무부장관 에너지정책 총괄  
(산업 육성 통한 가격인하)
- ③ 통상정책 (상무부, 무역대표부)  
상무장관에 통상 전권 부여  
\* 무역대표부 총괄
- ④ 반이민 (국토안보부)  
반이민정책 설계자 보좌관 임명
- ⑤ 정부효율화 (신설, 일론머스크)  
정부 조직, 공무원 개혁 일임

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

# 트럼프 1기 정책 조합

\* '17~18년 정책 추진 현황

- '24년 11~12월 예비내각 발표, '25년 1.20일 대통령 취임식 및 임기 시작

## 트럼프 1기, 반이민정책 → 관세로

정책	내용
17년 1.23일	TPP 탈퇴 행정명령 서명
1.25일	국경장벽 건설 행정명령
1.27일	반이민 행정명령 (무슬림 규제)
4.18일	Buy American, Hire American 행정명령 (연방정부 미국산 제품 구매 강화, H-1B 비자 심사 강화)
8.14일	중국 지적재산권 침해 301조 조사 시작
8.16일	NAFTA 재협상 시작
9.5일	DACA 종료 발표(신규신청 즉시 중단, 갱신은 6개월 유예)
18년 1.22일	세탁기, 태양광패널 세이프가드 관세 발표
3.8일	232조 발동, 철강,알루미늄 관세 발표 -EU,캐나다,멕시코 일시면제
3.22일	1차 관세 부과 지침 발표
4.6일	추가 2000억달러 중국산 제품 관세검토 지시
4.6일	Zero Tolerance 이민정책(가족분리 정책), 6.20일 행정명령으로 철회
7.6일	1차 관세 적용(340억달러규모, 중국산 818개 품목, 25% 관세부과)
8.27일	멕시코와 NAFTA 개정 합의
9.24일	2차관세 2000억달러, 10%
11.30일	USMCA 서명(자동차 북미산 부품 비중 75%로 상향, 디지털 무역규정)
12.21일	Remain in Mexico정책 발표 (망명신청자의 멕시코 대기 의무화)

## 트럼프 1기 경기부양조치(규제완화, 감세 등)

정책	내용
17년 2.3일	도드-프랭크법 완화 행정명령(규제완화, 볼커룰 재검토지시)
4.21일	금융규제완화 행정명령(재무부에 세제 간소화 검토지시, 금융기관 부실 정리 제도 재검토)
4.27일	TCJA(Tax Cuts and Jobs Act) 감세안 초안 발표
7.8일	금융선택법 하원 통과 (도드-프랭크법 수정, 볼커룰 폐지 등) 이후 상원에서 폐기. 18년 5월 규제완화 법으로 최종 서명
7.8일	오바마 케어 폐지 불발
11.16일	TCJA 감세안 하원 통과
12.21일	TCJA 감세안 상원 통과
12.22일	TCJA 감세안 트럼프 최종 서명 ('18년 실시)
18년 1.22일	초당적 예산법 서명 : 2년간 연방지출 3000억 증액 (국방비 1650억달러 증액 + 국내프로그램 1310억 증액)
3.22일	경제성장, 규제완화, 소비자보호법 상원 통과
5.15일	첨단제조업 인력양성 행정명령
5.24일	경제성장, 규제완화, 소비자보호법 대통령 서명 (중소형은행 자본규제 완화, 도드-프랭크법 일부 개정)
19년 7.15일	Made in America 행정명령 (연방조달 미국산 부품 비중 상향, 국내산 판정 기준 강화)

자료: 언론기사 종합, Claude, 삼성자산운용 투자리서치센터

### 트럼프 1기 전반부 미국/중국 주가와 주요 이벤트



#### ① 트럼프 1기 전반부 ('17~'18년)

(정책 순서)

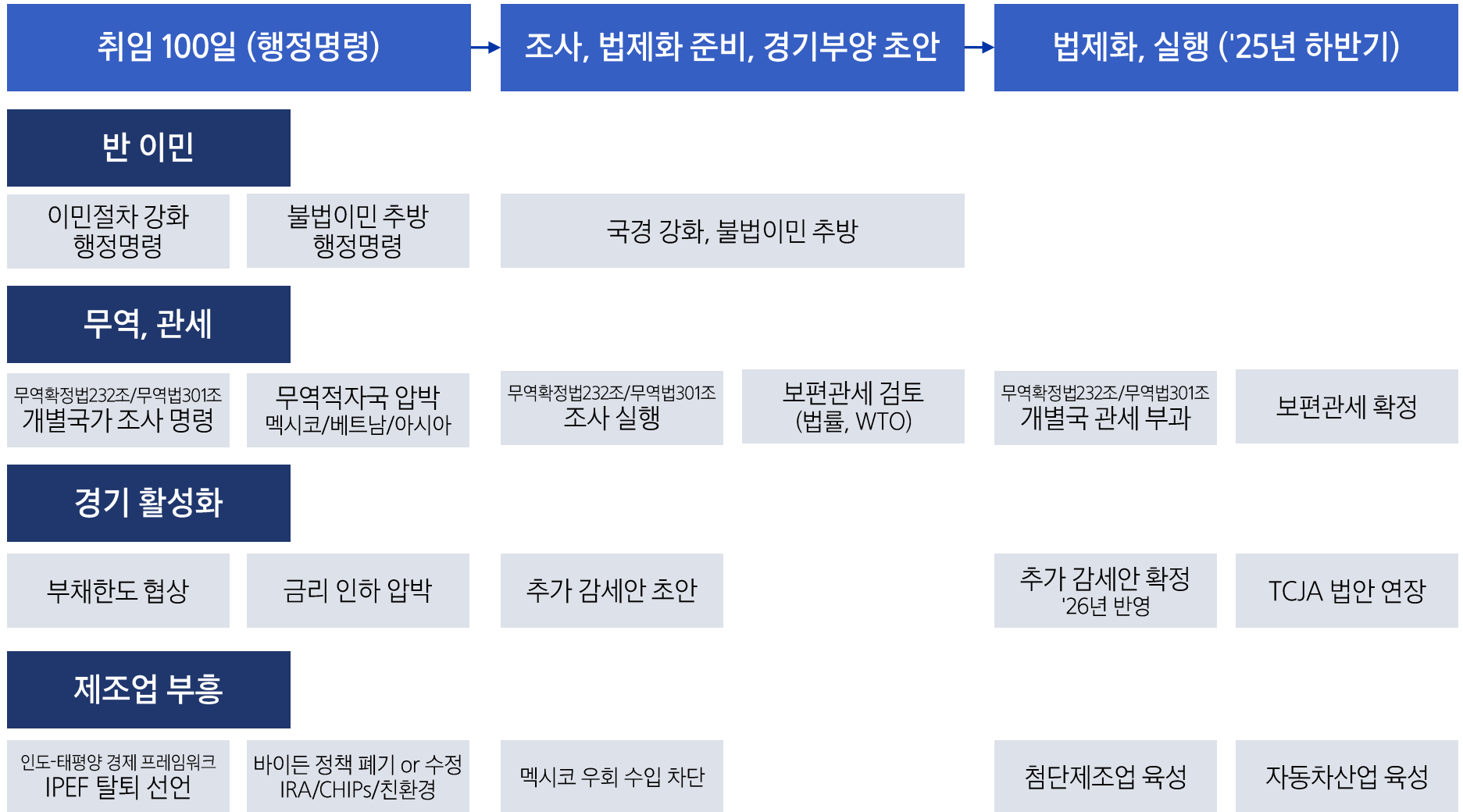
- '17년 : 정책폐기, 반이민, 경기부양책
- '18년 : 관세부과 본격화
- \* 감세안 하원통과 이후 주가 급등
- \* 1차 관세 지침 발표 이후 중국과 미국 디커플링 본격화

#### ② 트럼프 2기 예상

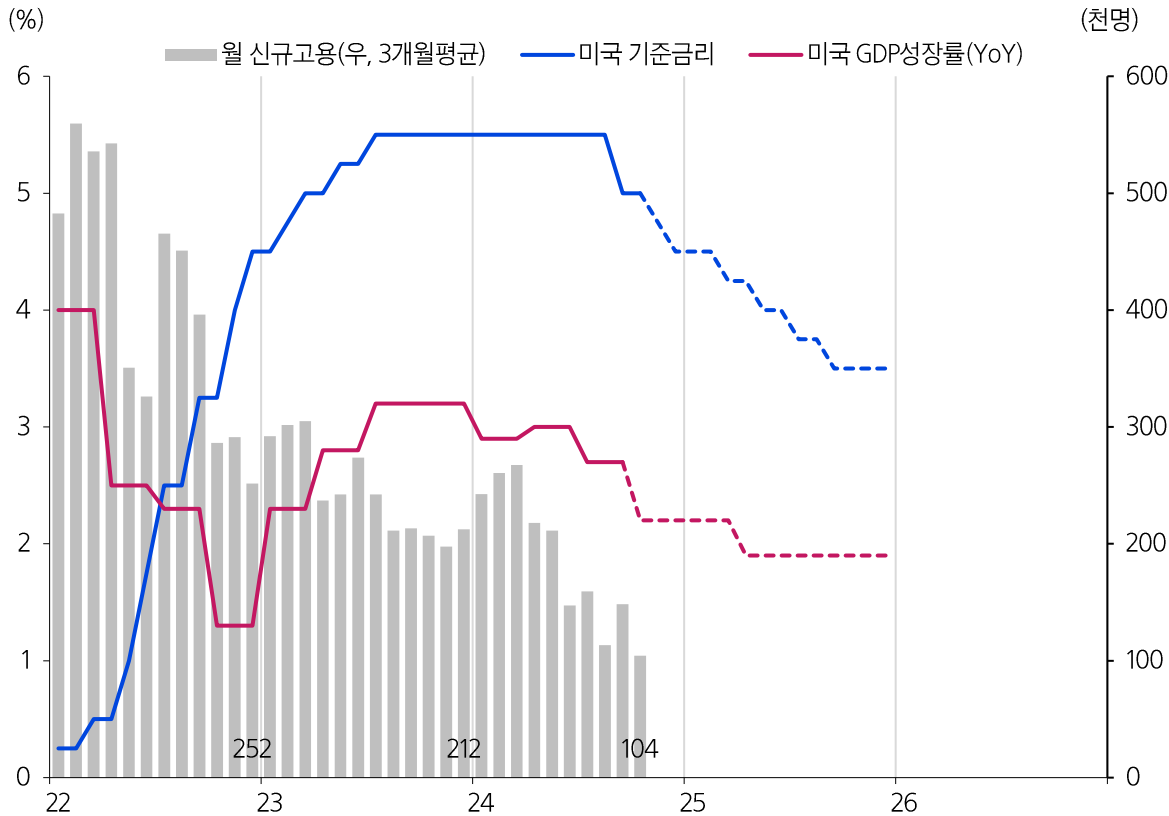
- 정책 폐기 + 반이민
- 개별국가 관세부과는 빠른 속도로
- 보편관세는 하반기 예상
- TCJA연장은 확정적, 추가감세는 하반기 예상 (감세 초안은 2분기 중)

# 트럼프 2기 예상 시나리오

\* 반이민/관세 행정명령/전정부 정책폐기 ... 법제화 ... 경기활성화



## 트럼프 2.0 전반부 매크로 환경 (금리인하, 성장둔화)



### ① 금리인하 사이클

고용둔화, 성장률 경로 감안시,  
상반기 인하 압박 커질 것

### ② 이민과 고용

행정명령 통한 이민 제한  
불법이민자 추방시 고용 둔화 압력 증가

### ③ 통상 압박

관세부과 대상 설정, 조사 개시  
환율관련 구두 경고 확대  
(엔, 원화 등 무역적자국 환율 타겟)

자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 트럼프 트레이드 평가

\* 금리/달러/주식 방향 유사

## 트럼프 트레이드 1.0 (2016.11.8~12.30일)

자산군	정책	수익률
미국채10년	금리 인상 사이클(15.12~18.12월)	+66bp
한국채10년	금리 인상 사이클	+38bp
달러화	미국 우선주의	5.3
원화	달러화 101, 원/달러 1,180원	-5.5
선진국	비미국(일본, 유럽) 강세	5.5
신흥국	중국 리스크 부각되며 약세	-2.0
금융	규제완화 기대, 은행중심 상승	19.7
통신서비스	망중립성 폐지	14.5
에너지	미국 석유 산업 육성 기대	11.0
산업재	미국 전통산업 부활(리쇼어링)	10.3
러셀2000	규제 완화(금융, 산업)	16.6
가치	금융/에너지 등 경기민감주 회복	10.2
동일가중	기술주 쏠림 완화, 업종 순환	8.1
비트코인		36.2
유가	화석에너지 산업 육성	21.9

## 트럼프 트레이드 2.0 (2024.10.1~11.22일)

	정책	수익률
미국채10년	공화당스윙 가능성 (9월 인하시작)	+67bp
한국채10년	금리 인하 사이클 시작(10월)	-1.2bp
달러화	미국 우선주의, 반이민, 관세	6.3
원화	달러화 107.5, 원/달러 1,406원	-5.7
선진국	선진국 상승 (미국상승, 유럽하락)	2.0
신흥국	신흥국 하락(항생, 인도, 아세안)	-7.3
금융	지방은행(+24%) 중심 상승	12.4
Tech	감세, 규제완화 기대	6.1
에너지	산업 육성 정책 기대, 상승률 미미	6.8
산업재	리쇼어링 정책 강화	4.9
러셀2000	장기 소외, 대형 Tech 규제	9.5
가치	금융/산업재/소재 강세 영향	3.4
동일가중	기술주 쏠림 완화, 업종순환	4.0
비트코인	트럼프 가상자산 육성 의지	60.7
금	인플레이션 헷지	2.0
글로벌리츠	금리인하 기대	-2.9

- (공통점)**
- 금리, 달러 흐름 유사
    - ↳ 재정우려로 금리상승
    - ↳ 통상우려로 달러상승
  - 주식 : 선진국 > 신흥국
  - 정책 수혜주
    - ↳ 금융(지방은행), 중소형, 비트코인 강세
- (차이점)**
- Tech 강세(감세/규제완화)
  - 유가, 가치스타일 부진
  - 금리상승으로 인하 수혜주 약세(부동산, 리츠)

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터



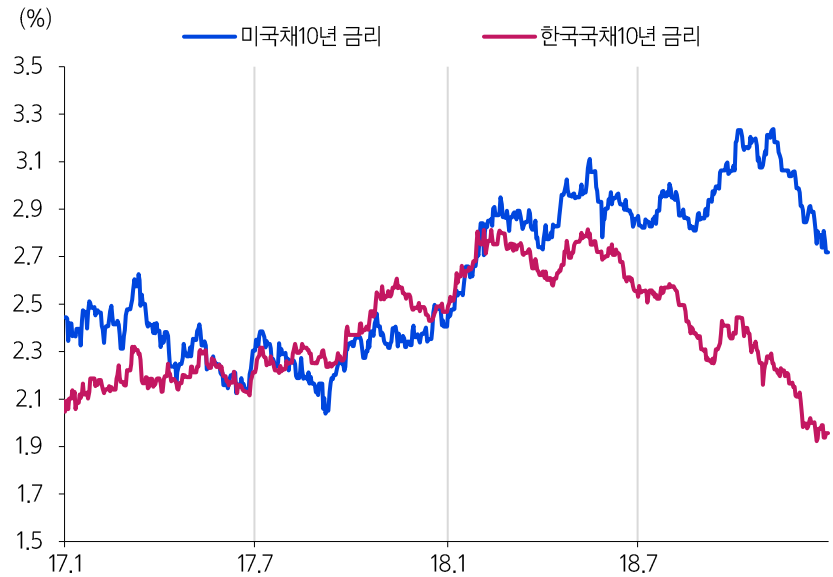
# 트럼프 1기 전반부 금리와 환율 흐름

\* 취임 후 방향 달라져 (달러 약세, 금리 하락)

트럼프 1기 전반부 상황이 더 빠르고 압축적으로 진행될 가능성 높아

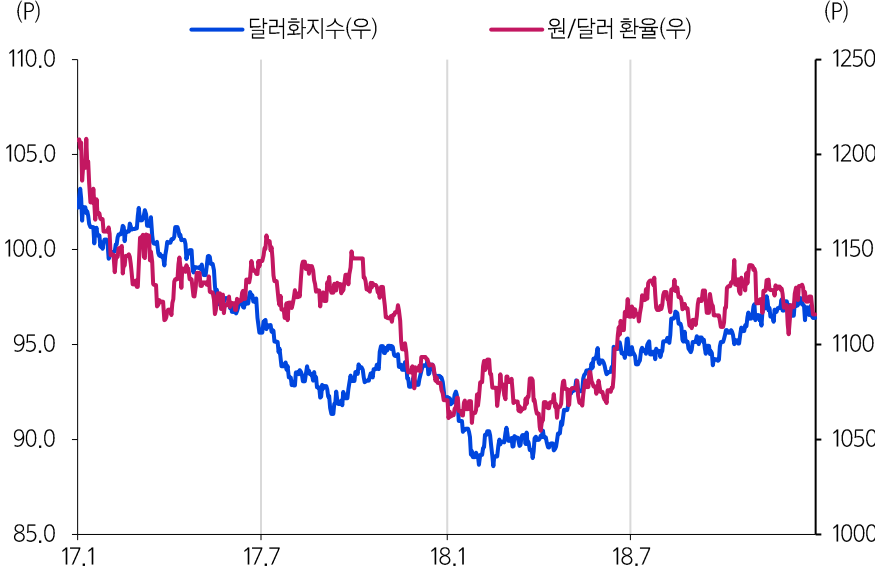
- 트럼프 1기 전반부는 금리인상 사이클이었다는 점에서 현 금리인하 사이클과 근본 차이
- 관세부과, 반이민, 경기부양책 등 정책 믹스에 따른 영향은 유사할 것
- 트럼프 집권시 달러화는 일방적 강세는 아니었음. 달러 수준에 따라 달러약세 및 달러강세 발언 반복
- 달러화는 트럼프 1기 집권 동안 90~105pt 박스권 흐름

금리 흐름 : 당선 후 상승, 취임 1년차 하락



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

달러 흐름 : 취임초 약세, 집권기 박스권

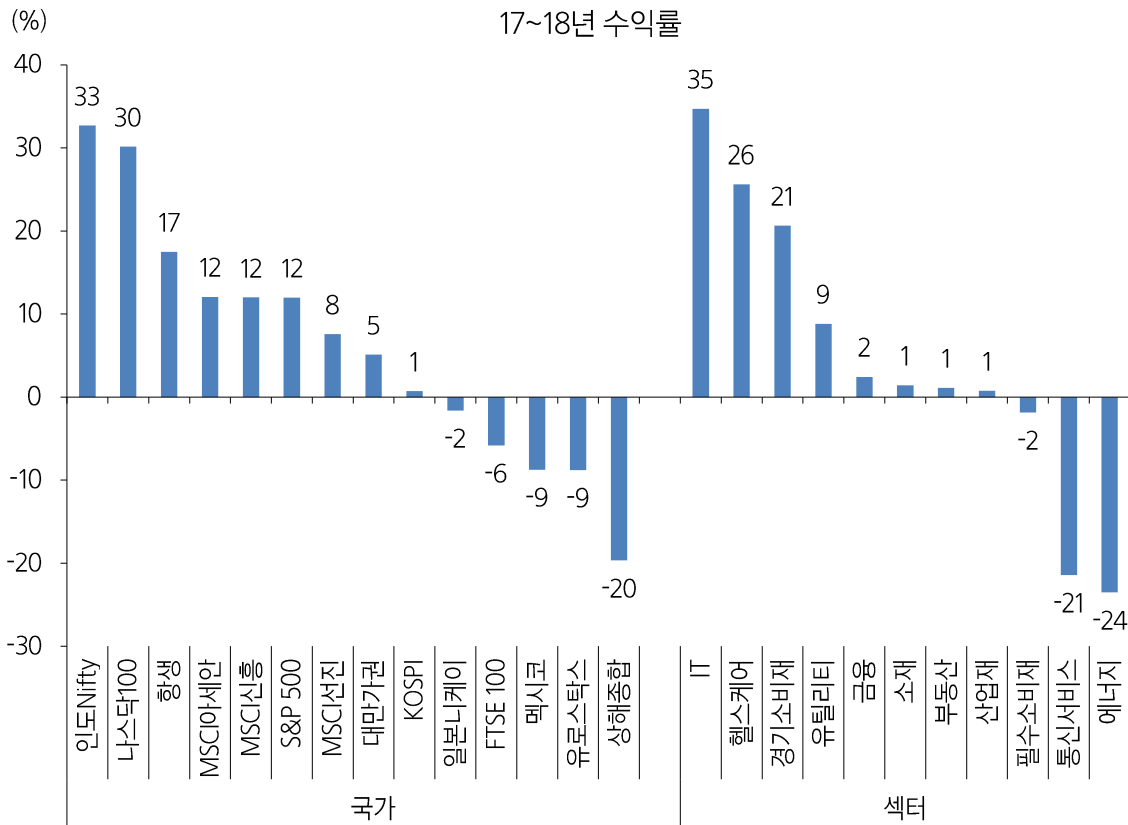


자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 트럼프 1기 승자와 패자

\* '17~18년 상황이 압축적으로 전개될 가능성 높아

## 트럼프 1기 주식시장 승자와 패자



### ① 트럼프 1기 승자 ('17~18년)

인도, 나스닥, 항생  
미국 S&P 수익률 12%로 높지 않아  
섹터로는 Tech, 헬스케어 경기소비재

### ② 트럼프 1기 패자

중국본토/유럽/멕시코/영국/일본 부진  
미국외 선진국 약세(무역전쟁 여파)  
섹터로는 에너지/통신/필수소비 부진

### \* 트럼프 2기

인도/아세안(중국 대체 대안), 일본  
헬스케어, 경기소비재, 산업재

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

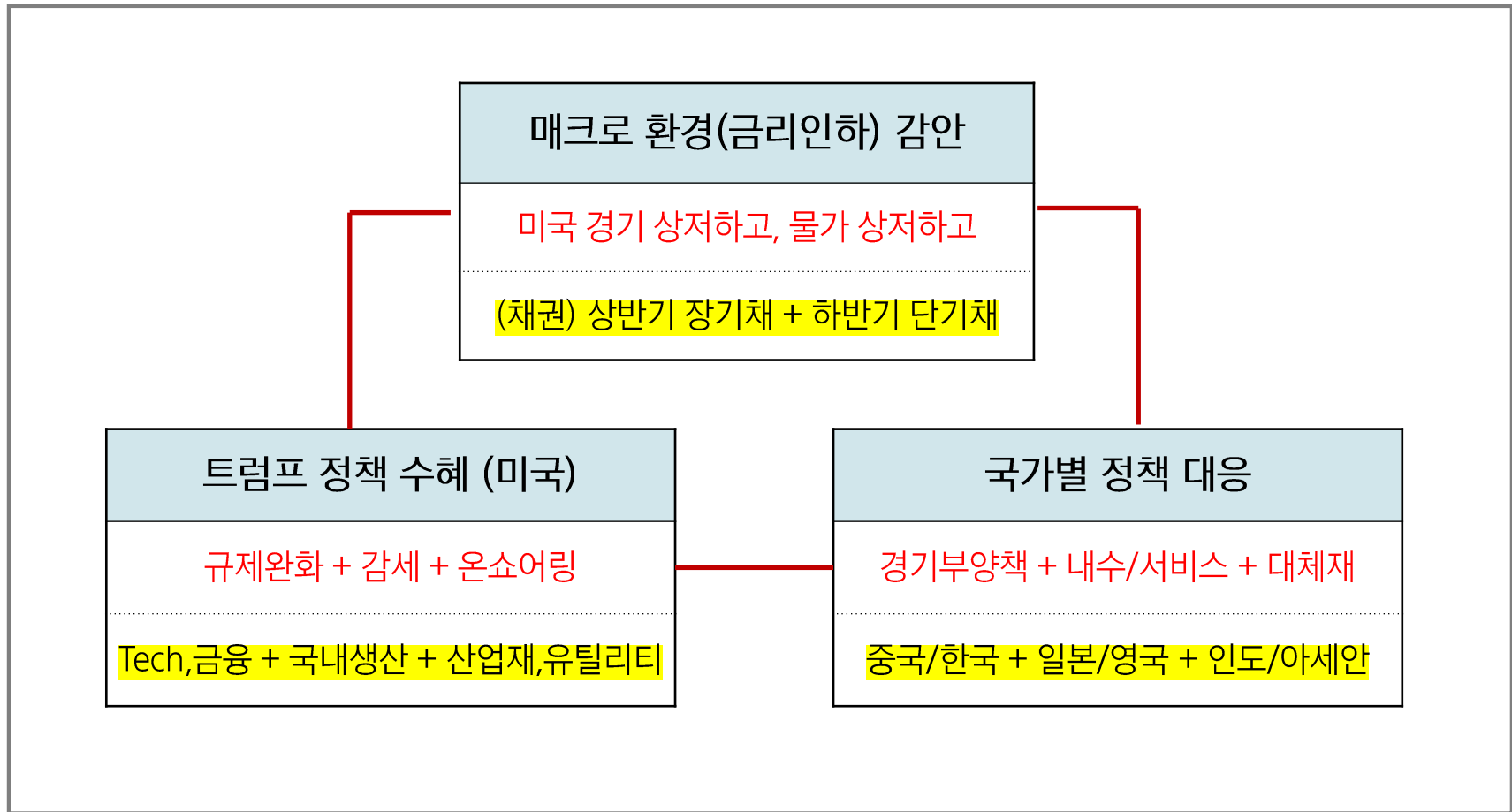
# 관세 전쟁과 국가별 체력

\* 내수/서비스 강점 vs 제조업/미국 수출 노출도

	GDP성장률 (%)			전망	잠재	제조업		서비스업		가계소비	수출	대미수출 비중(%)		중위
	22년	23년	24년(E)	25년(E)	성장률	비중(%)	PMI	비중(%)	PMI	비중(%)	비중(%)	16년	23년	연령(세)
미국	2.5	2.9	2.6	1.8	1.8	10	48.5	81	55.0	68	12			38.9
유로존	3.5	0.4	0.7	1.2	1.3	16	46.0	73	51.6	58	41	6.7	7.6	45.5
(독일)	1.4	-0.3	-0.1	0.8	1.1	20	43.0	69	51.6	51	51	8.9	10.0	46.8
(프랑스)	2.6	0.9	1.1	1.0	1.2	11	44.5	79	42.7	53	35	7.3	7.5	42.6
(이탈리아)	4.7	0.7	0.8	1.0	0.8	16	46.9	72	52.4	60	37	8.9	11.0	48.4
(스페인)	6.2	2.7	2.8	2.1	1.4	13	54.5	75	54.9	57	41	4.4	5.0	46.8
영국	5.0	0.4	1.0	1.3	1.4	9	49.9	81	52.0	62	33	13.1	15.7	40.8
일본	1.2	1.7	0.0	1.2	0.7	20	49.2	70	49.7	55	22	20.2	20.2	49.9
아세안	5.6	3.9	4.8	4.8		21	50.5	50	-	58	41			-
(인도네시아)	5.3	5.1	5.1	5.0	5.0	19	49.2	44		48	22	11.1	8.0	31.5
(베트남)	8.0	5.1	6.5	6.5	6.5	27	51.2	45		46	95	18.0	27.8	33.1
인도	9.7	7.0	6.9	6.6	6.5	15	57.5	53	58.5	61	23	16.0	17.6	29.8
중국	3.0	5.2	4.8	4.5	4.5	28	50.3	52	52.0	37	21	18.2	14.8	40.2
한국	2.8	1.4	2.3	1.9	2.2	28	48.5	64	-	48	48	13.5	18.4	45.5

# '25년 트럼프 트레이드

\* 경기/물가 대응 + 정책 수혜 + 국가별 정책대응



'25년 금융시장 전망

## Mega Trend ② AI 성장과 수익성

---

## AI 성장과 수익성

### AI 인프라의 수익성 검증 국면 이후 AI 소프트웨어 성장 단계에 대비할 필요

22년 11월 오픈AI의 챗GPT 출시 후 AI에 대한 투자가 지속되고 있다. AI의 생산성 및 효율성 개선 능력에 대한 논의도 동반되고 있다. 기술혁신 초기단계에 나타나는 전형적인 현상이다. AI산업 발전 과정은 90년대 인터넷의 발전 단계와 비슷할 것으로 예상된다. 인터넷 발전은 계단식으로 인프라, 하드웨어, 어플리케이션 순으로 진행됐다.

당사 리서치센터는 AI의 발전 과정을 1) AI인프라(반도체, 데이터 장비, 데이터센터 인프라), 2) AI소프트웨어(AI 모델, 클라우드/데이터센터, 데이터), 3) AI어플리케이션으로 나누었다. 현재 AI인프라 및 AI소프트웨어 단계에서 성장 도태 우려감에 투자 스케일 경쟁이 이어지고 있다. 대규모 투자는 관련 섹터의 ROIC(투자자본이익률)를 낮추었기에 이익 성장 한계가 부각될 수 있는 시점이라고 판단된다.

2025년에도 AI는 주식시장의 주요 키워드로 부각될 가능성이 높다. AI 성장성보다는 AI인프라 산업에 대한 수익성 검증이 부각될 것으로 예상된다. 수익성 검증 과정에서 AI인프라 산업의 이익 하향조정은 불가피해 보인다. AI인프라 섹터의 이익성장 한계가 부각되면 성장 2단계인 AI 소프트웨어로 투자 시야를 넓힐 필요가 있다.

# '24년 노벨상을 휩쓴 AI

\* AI 기술 혁신과 앞으로의 과제

## 보수적 관행을 깨고 AI 관련 노벨상 수상자 발표



John J. Hopfield  
Princeton University, NJ, USA



Geoffrey Hinton  
University of Toronto, Canada

노벨 물리학상  
“인공신경망으로  
머신러닝을  
가능하게 한  
기초 발견과 발명”

## 노벨 경제학상 ‘인간을 위한 기술 진보’



Daron Acemoglu  
Massachusetts Institute of  
Technology, USA



Simon Johnson  
Massachusetts Institute of  
Technology, USA



James A. Robinson  
University of Chicago,  
IL, USA



David Baker  
University of  
Washington  
USA



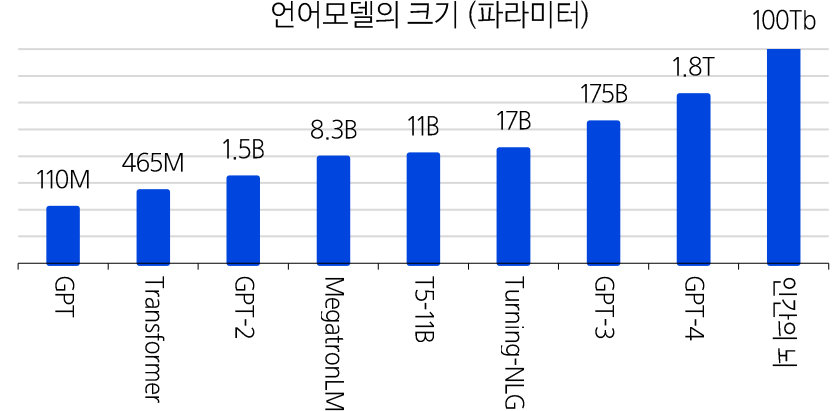
Demis Hassabis  
Google DeepMind  
United Kingdom



John M. Jumper  
Google DeepMind  
United Kingdom

노벨 화학상  
AI(알파폴드)와  
단백질 구조  
예측의 혁신

언어모델의 크기 (파라미터)



자료: 노벨위원회, AI인덱스, 언론보도, Claude, 삼성전자산운용 투자리서치센터

# AI 미래에 대한 논쟁

\* 적용범위, 생산성, 비용효율성

Case	낙관적 시나리오	보수적 시나리오
	Joseph Briggs (GS 수석 글로벌 이코노미스트) Kash Rangan (GS 미국 소프트웨어 애널리스트)	Daron Acemoglu (MIT 교수, 24년 노벨경제학상 수상, '권력과 진보') Jim Covello (GS 글로벌 주식리서치 헤드)
생산성	<p>향후 10년 생산성 9% 증가</p> <p>향후 10년 GDP 6.1% 성장 추가</p> <p>전체 업무의 25% AI 자동화 전망</p> <p>기술주도 자원 재배치, 새로운 작업 창출 가능</p> <p>* 노동력 비교우위 영역에서 수요증가 * 기술주도 직업창출은 지난 80년 고용증가의 85% 차지</p>	<p>향후 10년 생산성 0.53% 증가</p> <p>향후 10년 GDP 0.9% 성장 추가</p> <p>AI 자동화 가능 업무는 4.6%로 제한</p> <p>기존 작업의 효율 개선에 특화</p> <p>* AI의 잠재력은 기존 프로세스를 더 효율적으로 만드는데 특화 * AI인프라 지출 경쟁은 지속. 기술 과대선전 사이클(고비용 구조)</p>
비용 효율성	<p>소프트웨어 개발: 효율성 80% 향상</p> <p>고객 서비스: 처리시간 60% 감소</p> <p>데이터 분석: 생산성 50% 개선</p>	<p>평균 비용 절감률: 27%</p> <p>높은 비용 대비 낮은 ROI (회수기간: 3-5년)</p> <p>투자 대비 효과 제한적</p>

자료: Goldman Sachs Report(24.6.25일) 인용, 삼성자산운용 투자리서치센터

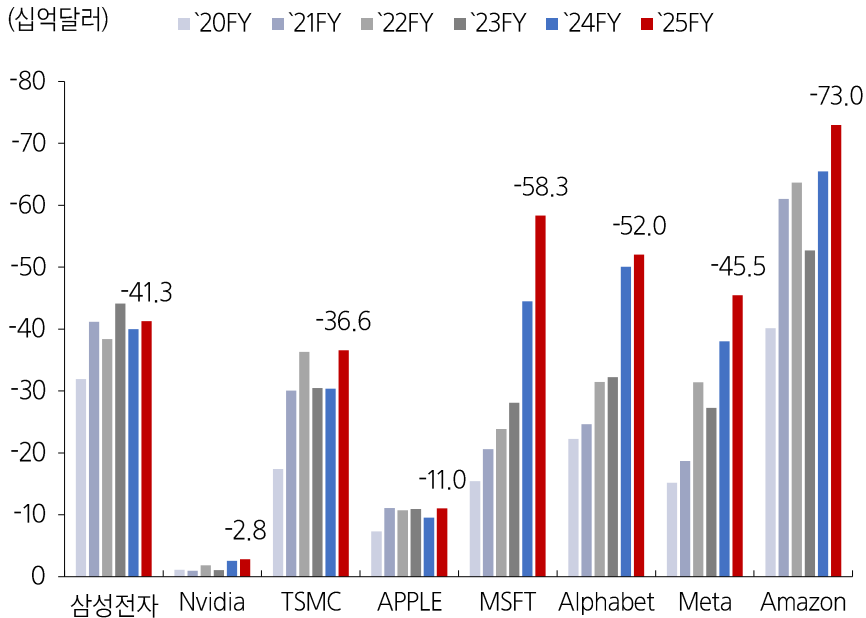


# Big Tech의 Scale 경쟁

\* 멈추면 뒤쳐질 두려움

## 글로벌 Big Tech 자본지출 및 전망

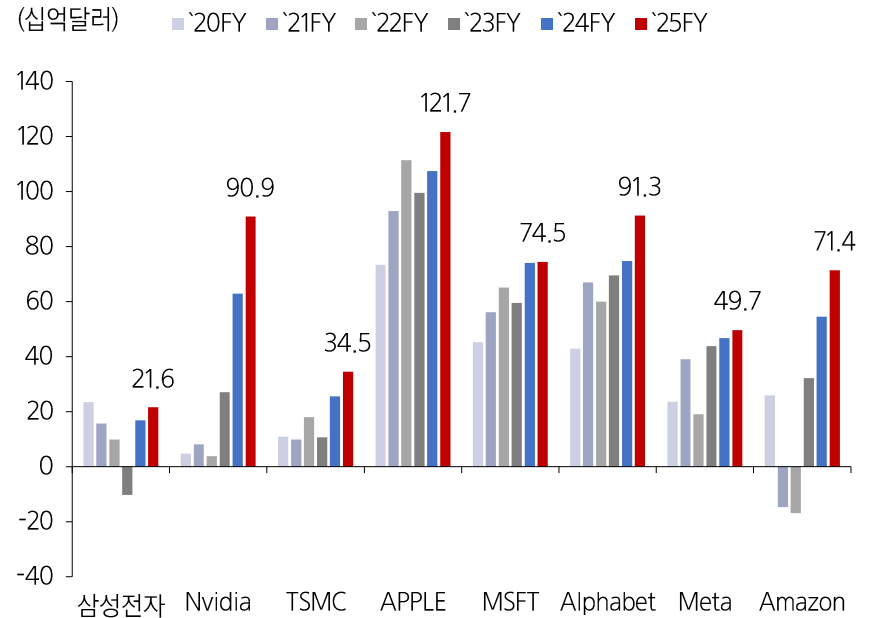
- '24년~'25년 Big Tech의 경쟁적 자본 지출 확대
- 과소 투자에 의한 리스크가 과잉 투자 보다 크다는 판단



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

## 글로벌 Big Tech 잉여현금흐름 및 전망

- 자본지출 확대 국면에서 우려될 수 있는 부분은 제반비용 증가
- AI관련 기업의 잉여현금흐름은 이를 커버 가능할 정도로 풍부



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 고비용, 수익성 논쟁은 지속될 것

\* 생산성 이슈

① 저임금 일자리를 비싼 기술로 대체할 수 있을까?

( \*인터넷은 저비용 기술솔루션)

② 고비용이지만 기술 발전으로 극적인 비용 감소가 나타날 수 있는가?

(NVIDIA의 독점력, 기술적 난이도)

③ AI 잠재력은 기존 프로세스를 더 효율적으로 만드는데 특화

(효율성과 비용)

④ 효율성 개선에 국한된다면 기업가치 상승 가능성은 제한

⑤ AI인프라 지출 경쟁은 지속 (scale 법칙)

⑥ 킬러 애플리케이션 등장 필요

## AI's 600B\$ Question? (Sequoia Capital)

	23.4Q	23.4Q	24.1Q	24.4Q
	Estimate	Actual	Actual	Estimate
Nvidia 데이터 센터 매출	50	74	90	150
Data center 운용 비용 (건물, 에너지 등)	50%	50%	50%	50%
Data center AI 총 지출	100	147	181	300
Software Margin (Azure, AWS)	50%	50%	50%	50%
AI Revenue Required for Payback	200	294	363	600

자료: Sequoia Capital, 삼성자산운용 투자리서치센터

# AI 투자 단계 분류

\* 1단계 진행 중

## 1990년대 테크의 단계식 발전

### 인터넷 인프라

- 네트워크: AT&T, 버라이즈
- 통신장비: 시스코

### 하드웨어

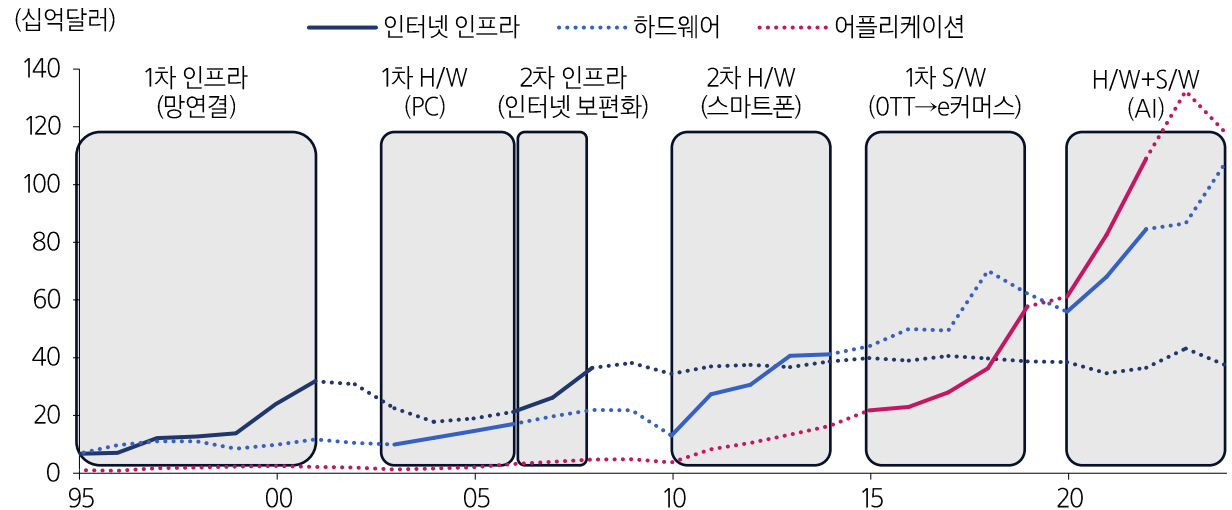
- 컴퓨터 부품: 삼성전자, 엔비디아
- 모니터: Dell, HP, LG전자
- 컴퓨터 완제품: M/S, Dell, IBM, 애플

### 어플리케이션

- 검색: 구글, 야후, 네이버
- 전자상거래: 아마존, 이베이
- SNS: 메타
- OTT: 넷플릭스, 디즈니

- 과거 테크 산업의 발전은 계단식으로 인프라 → 하드웨어 → 어플리케이션 순으로 진행
- 신규 기술의 등장은 바탕(enable) 기술이 존재함에 따라 더 빠르게 보급

## 테크 산업의 투자 사이클은 인프라 → H/W → S/W 순으로 진행



자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

# AI 투자 단계 분류

\* 1단계 진행 중

## [1단계] AI 인프라

### 반도체

- Fabs: TSMC
- Networking: 브로드컴
- 메모리: SK하이닉스, 삼성전자

### 데이터센터 장비

- 엔비디아
- AMD, 인텔
- Cisco, Dell EMC, Arista, Pure Storage

### 데이터센터 인프라

- 에너지: 듀크 에너지, 넥스에라 에너지
- 디벨로퍼: Equinix, Vantage
- 전기: Schneider Electric, ABB
- 냉각: Vertiv

## [2단계] 소프트웨어

### AI 모델

- OpenAI, Meta, Anthropic  
Mistral AI, Cohere, Runway

### 클라우드/데이터센터

- M/S Azure, Google 클라우드,  
아마존 AWS, 시스코 CoreWeave,  
오라클

### 데이터

- Snowflake, Databricks  
MongoDB, Vast, Scale

## [3단계] 어플리케이션

### AI에이전트(B2C)

- 인식: 음성, 이미지, 행동
- 예측: 수요분석, 패턴분석, 교육
- 수행: 자율주행, 시버서

### 로보틱스(B2B)

- 디바이스: 센서, 컨트롤러, 로봇
- 스마트 팩토리: 공장설계, 플랫폼
- 산업 특화: UAV, 로봇공학, 생명공학

### 고객/산업 특화

- 소비자: OpenAI, Perplexity AI
- 기업: Copilot, Glean, Sierra
- 산업: 법률(Harvey), 의료(Abridge),  
연구(Hebbia)

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

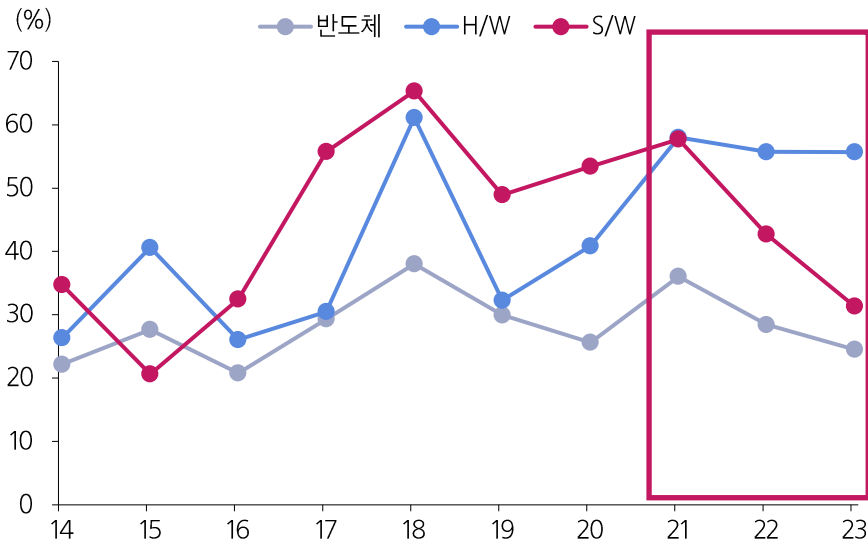
# AI 투자 전략

\* AI인프라의 수익성 검증 국면 이후 2단계 성장에 대비할 필요

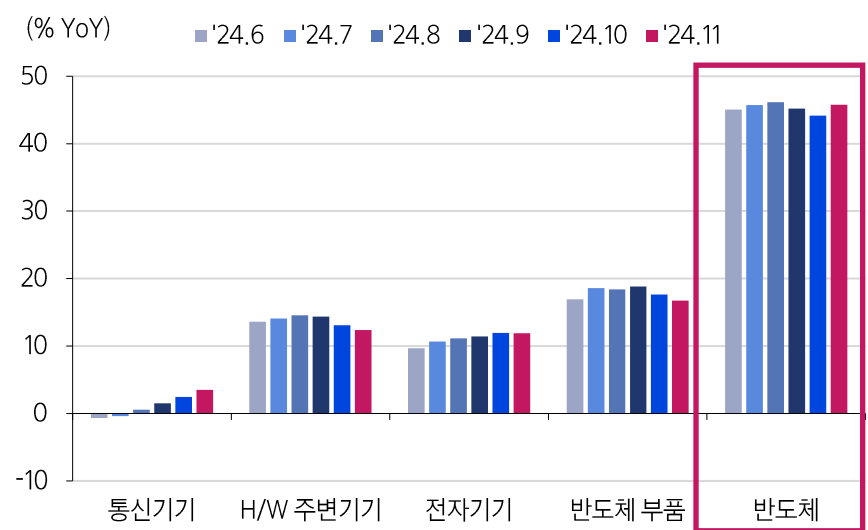
AI인프라 섹터의 이익성장 한계가 부각되는 국면이 나타나면, 2단계 소프트웨어로 투자 시야를 옮겨야 한다고 판단

- AI인프라(반도체) 성장 도태에 대한 우려에 투자 스케일 경쟁이 지속되며 ROIC가 하락
- 이에 2025년은 높은 이익 성장에 대한 검증의 시간이 도래할 것이며, AI인프라의 이익 하향 조정이 지속될 가능성이 높음
- AI인프라 수익성 검증 단계 이후, 데이터 산업과 연관된 AI소프트웨어 단계 진입에 대비할 필요
- 현재 소프트웨어 단계에서는 시스템 및 어플리케이션 산업은 높은 이익 성장이 전망되고 있으며, 인터넷 서비스 섹터의 성장세 부각
- 향후 AI인프라 섹터의 이익성장 한계가 부각되는 국면이 나타나면, 2단계 소프트웨어로 투자 시야를 옮겨야 한다고 판단

기술주의 ROIC



AI인프라 섹터의 수익성 검증 예상



자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

'25년 금융시장 전망

## Mega Trend ③ 한·미 중립금리 역전

---

## 한·미 중립금리 역전

### 한-미 기준금리 역전 지속. 중립금리 결정 변수를 통해 향후 방향성 점검

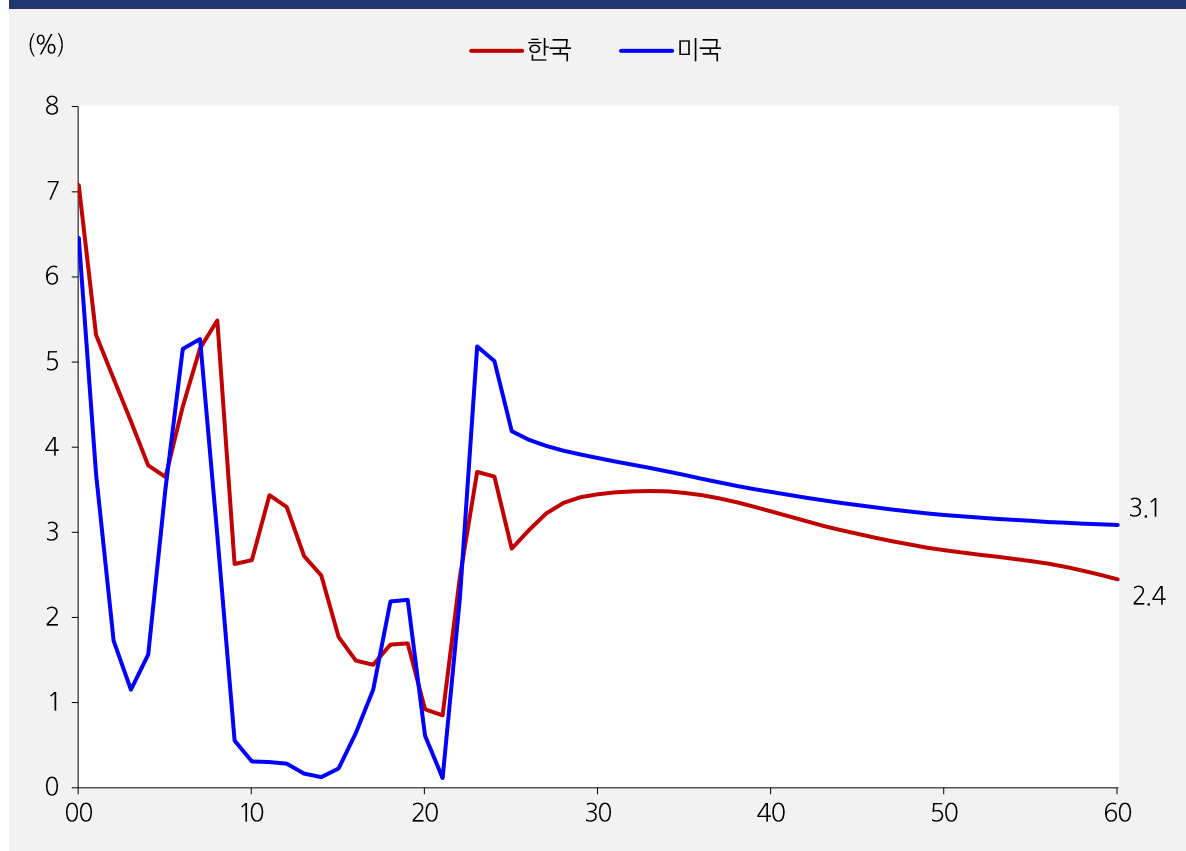
한국과 미국의 기준금리는 각각 3.25%, 4.75%로 150bp 역전돼 있다. OECD는 장기 전망을 참조하면 한국과 미국의 기준금리 및 잠재성장률 역전이 고착화 될 것으로 전망되고 있다. 중립금리 결정 변수(인구구조, 자본, 세계화)를 통해 한미 중립금리 수준과 방향성을 점검해본다.

한국경제는 다음 세 가지의 구조적 변화가 나타나고 있다. 1) 내수와 수출 성장률 격차가 확대되고, 2) 고용 유발 효과가 약화되고 있으며, 3) 해외투자가 확대되는 한편 투자는 부진하다. 한국의 고용 구조를 살펴보면, 고용의 질은 약화되고 있으며 이는 내수회복의 발목을 잡고 있다. 또한, 한국은 심각한 저출산으로 고령화가 가속 중이다.

미국의 추정 중립금리는 2.8~3.2% 수준이다. 장기적으로 인구구조와 추세 인플레이 영향 등에 상향 압력이 우세하다. 한국의 추정 중립금리는 1.8~3.3% 수준이다. 장기적으로 인구구조와 자본유출 등에 하향 압력이 우세하다.

한국과 미국의 기준금리 역전 현상이 되돌려지기 어려울 것으로 판단된다. 이에 연동되어 미국 시장금리는 하단이 견고한, 한국은 상방이 경직적인 흐름을 예상한다.

## OECD의 장기 전망 (단기물 명목금리 ≒ 정책금리 proxy)



- OECD의 초장기 전망은 한국의 정책금리가 장기적으로는 미국을 밀돌 것임을 시사
- 중립금리 결정 변수(인구구조, 불평등, 자본, 재정정책, 세계화)를 통해 한·미 중립금리 수준과 방향성 점검

자료: OECD, 삼성자산운용 리서치센터

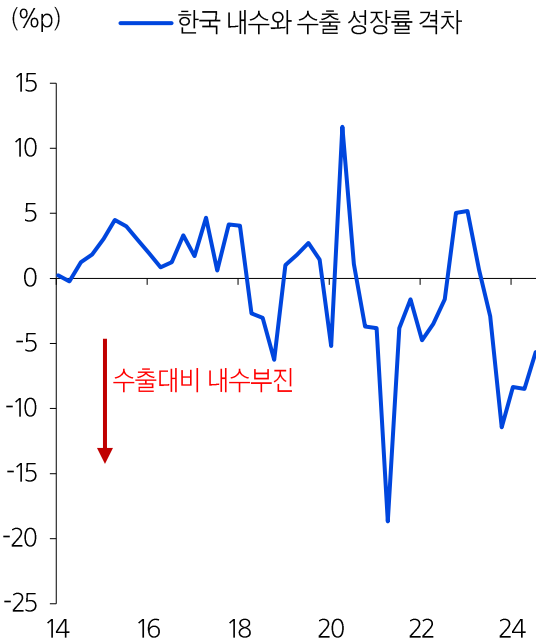


# 한국경제 구조적 변화

\* 사이클 변화 : 회복 탄력성 약화, 내수부진 장기화

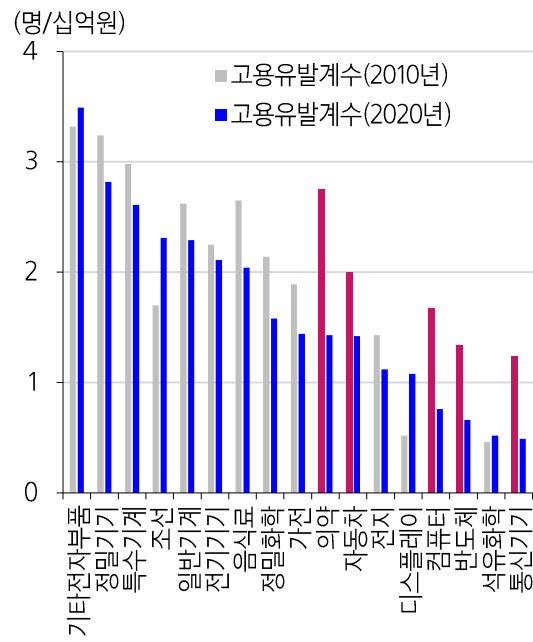
## 내수와 수출 성장률 격차 확대

- 내수 일부 회복, 수출과의 갭 여전
- 수출내 차별화 (반도체 vs 철강/화학)



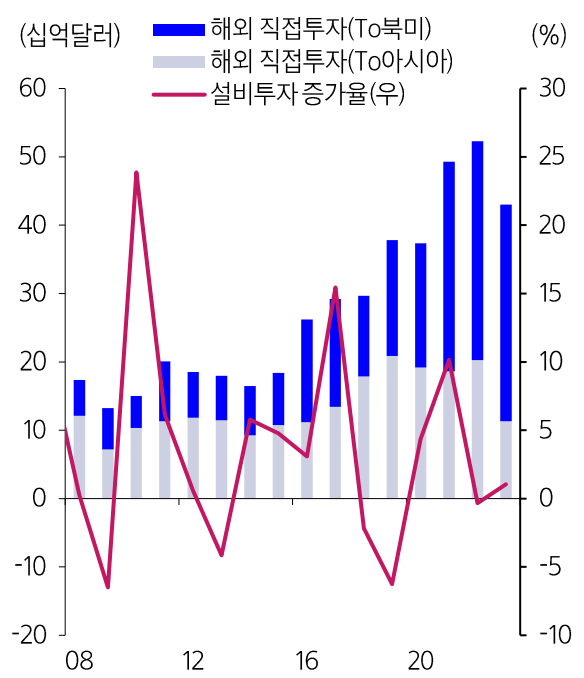
## 고용 유발 효과 약화

- 고용 유발 효과 큰 산업의 부진
- 주력 반도체/자동차의 고용 효과 약화



## 해외투자 확대와 투자 부진

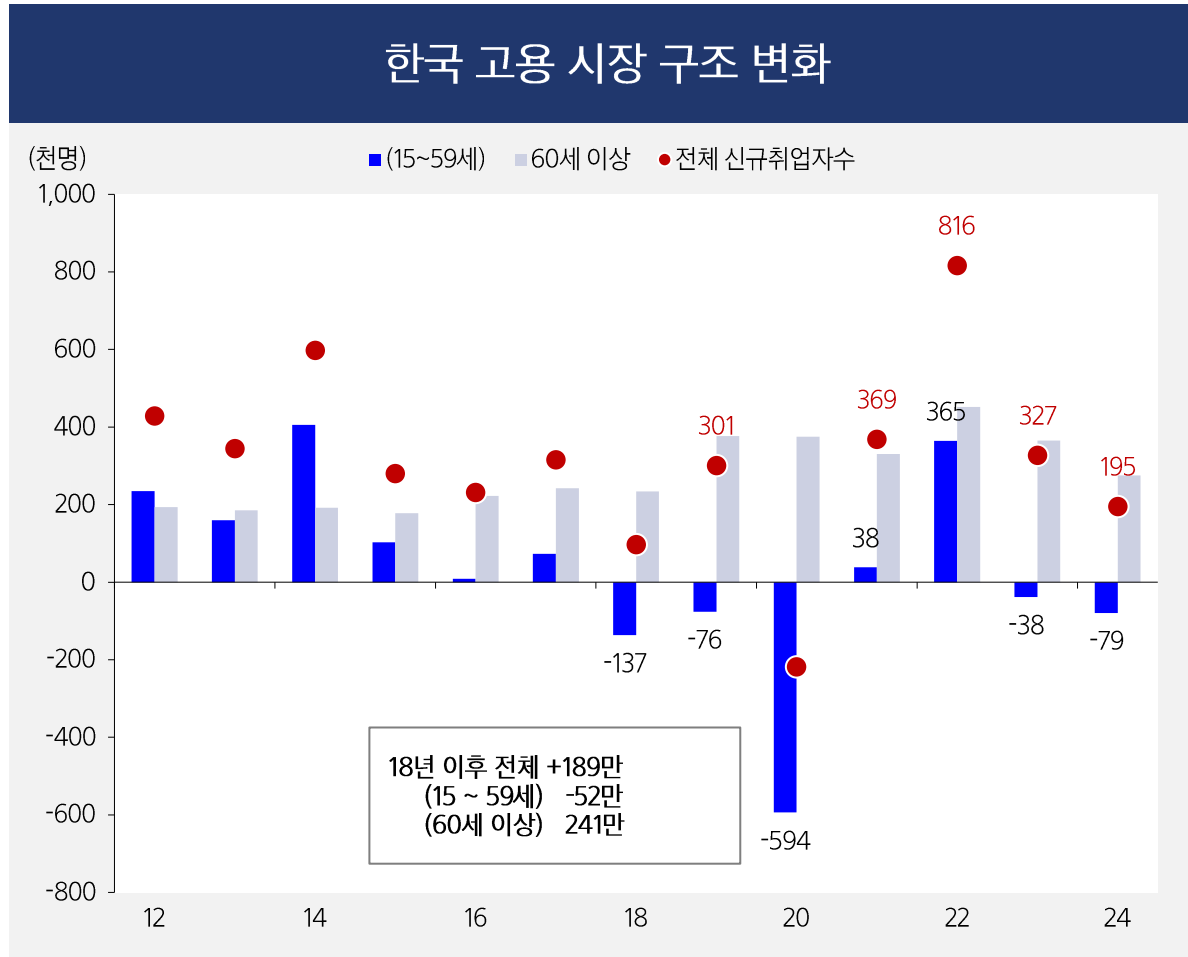
- 미국향 해외직접투자 큰 폭 증가
- 수출 낙수효과(설비투자)는 제한



자료: Bloomberg, 산업연구원, 수출입은행, 삼성전자산운용 투자리서치센터

# ① 내수 부진과 고용 구조

\* 고용의 질 약화, 내수회복의 걸림돌



- 2018년 이후 현재까지 누적으로 생산가능인구로 분류되는 15~59세 취업자수는 52만명 감소
- 생산성이 상대적으로 낮은 60세 이상 고령인구 취업자수는 해당 기간 동안 241만명 증가
- 고용시장 양적 성장은 지속되나 질적으로는 악화. 양호한 성장을 지속한 2000년대와는 상반된 환경

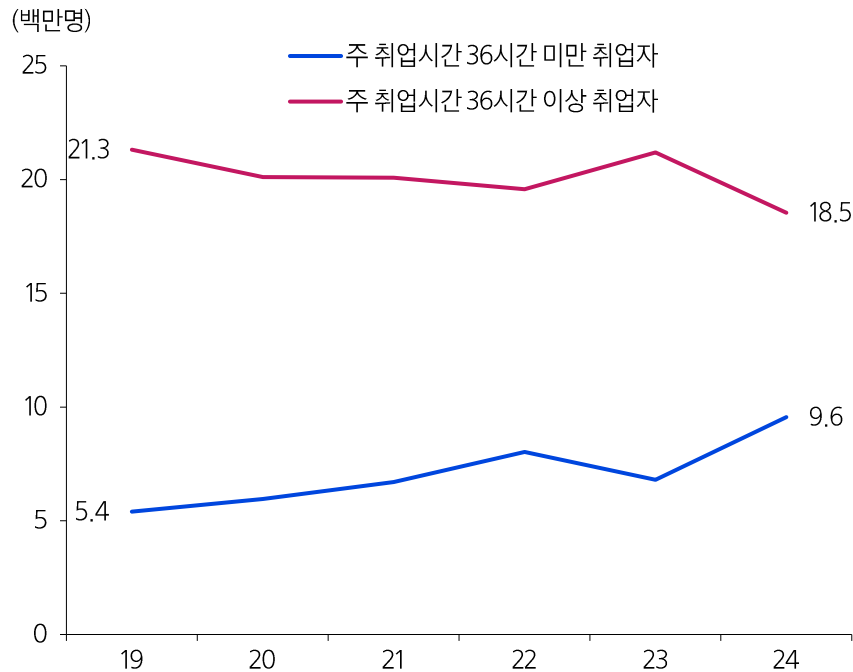
자료: 한국통계청, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

# ① 내수 부진과 고용 구조

\* 고용 구조의 변화

## 취업자는 늘었지만 총 근로시간 감소

- 취업시간 감소 (주당취업시간 19년 40.7...→ 24년 37시간)
- 연령별 특징, 고용구조 변화의 단면 (생산성은 하락 요인)



자료: 한국 통계청, 삼성자산운용 리서치센터

## 한국 업종별 취업자수 (보건/복지 큰 폭 증가)

(천명)	2018년	2024년	(증감)
한국 취업자 수	26,822	28,577	1,755
제조업	4,510	4,472	-38
도소매업	3,723	3,232	-491
보건/사회복지	2,046	2,945	898
레스토랑/호텔	2,243	2,319	77
건설업	2,034	2,069	35
교육서비스	1,847	1,881	34
운송업	1,407	1,700	293
농업/임업/어업	1,340	1,489	149
사업활동	1,096	1,411	315
사업시설 유지관리 서비스	1,311	1,383	72
공공행정국방/사회보장	1,110	1,278	168
기타 개인서비스	1,236	1,128	-107
정보통신	837	1,105	267
금융 및 보험	840	790	-50
문화/여가서비스	445	525	81
부동산/임대리스	528	518	-10
하수폐수	127	142	15
전기/가스/수도	70	92	22
가구내 고용	48	77	29
국제기구	7	16	9
광업	19	7	-12

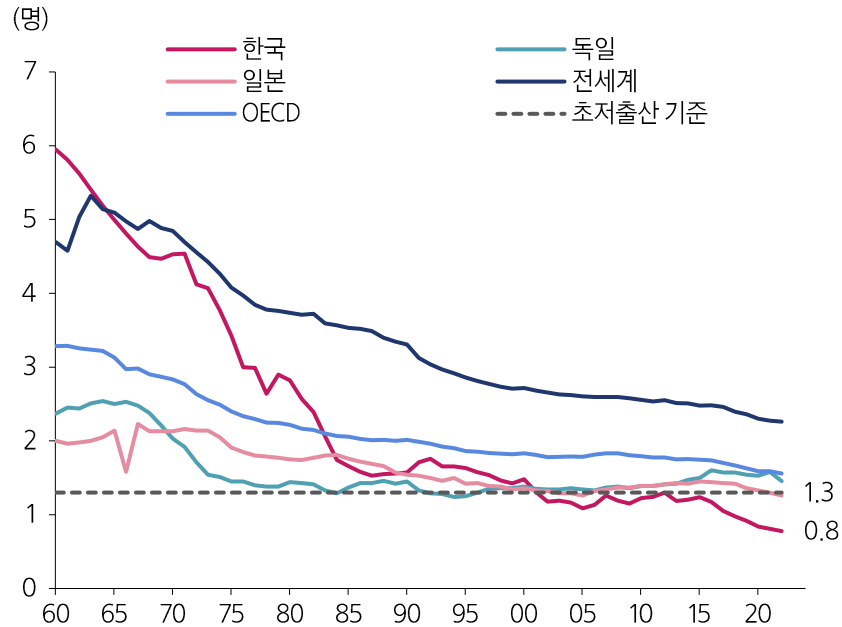
자료: 한국 통계청, 삼성자산운용 리서치센터

## ② 인구 감소와 잠재 성장률

\* 낮은 출산율, 급격한 고령화

### 심각한 저출산으로 고령화는 가속화 전망

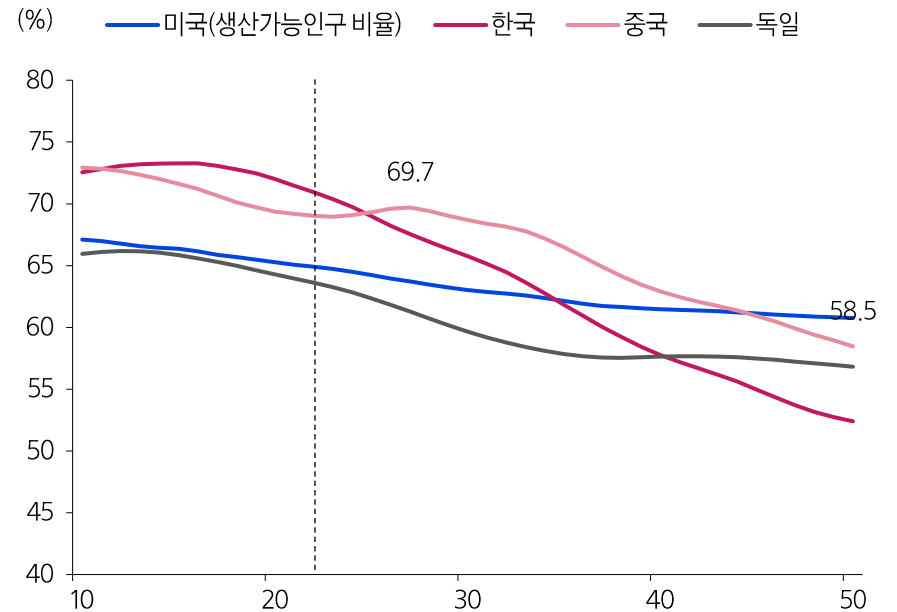
- 선진국의 출산율은 우하향 추세
- 한국은 초저출산 기준선 하회, 저출산 정도가 가장 심각



자료: OECD, 삼성자산운용 리서치센터

### 전체 인구 중 생산가능인구 (15~64세) 인구 비율

- 정해진 미래의 도래 : 한국, 독일, 일본, 중국 생산인구 감소
- 제조업 강국은 공급망 변화와 생산인구 감소의 충격이 중첩



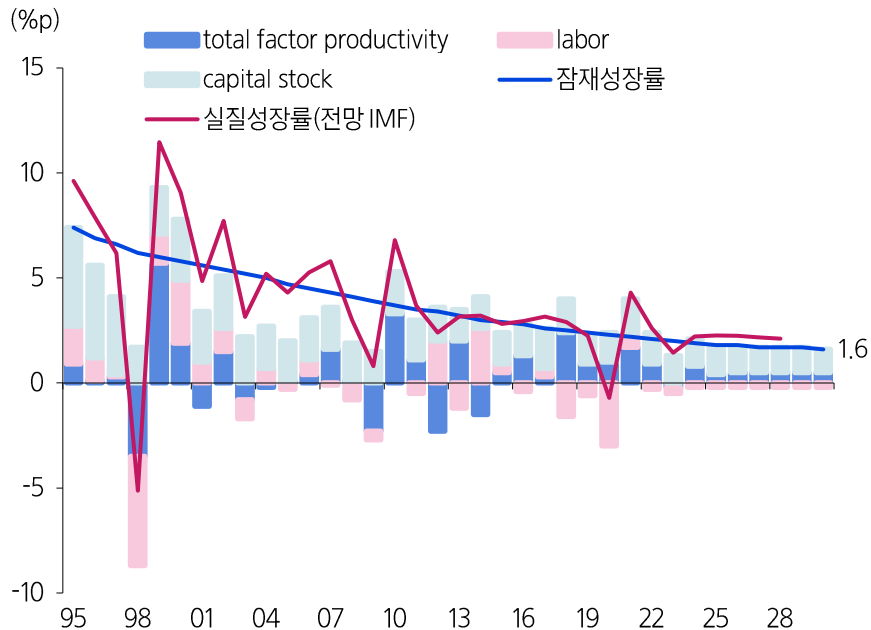
자료: UN, 삼성자산운용 투자리서치센터

## ② 인구 감소와 잠재 성장률

\* 한국과 중국, 인구감소가 성장률 하향 주도

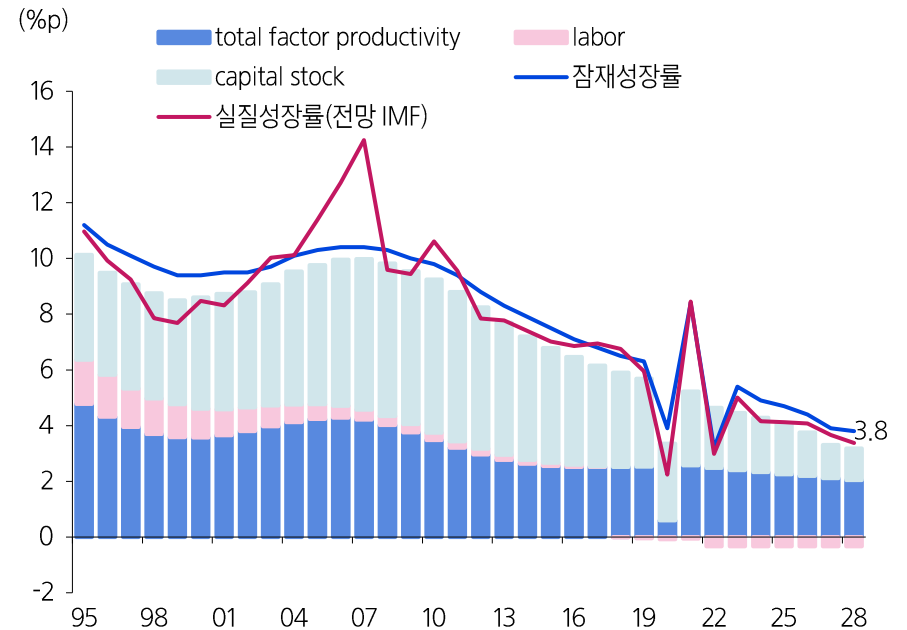
### 한국의 잠재성장률

- 잠재성장률 : 노동(인구구조) + 자본축적 + 생산성
- 한국의 잠재성장률 하락은 생산가능 인구 감소가 주도



### 중국의 잠재성장률

- 중국의 잠재성장률은 향후 3%대 진입 예상
- 중국도 생산가능 인구의 감소가 잠재성장률 하락의 주 요인



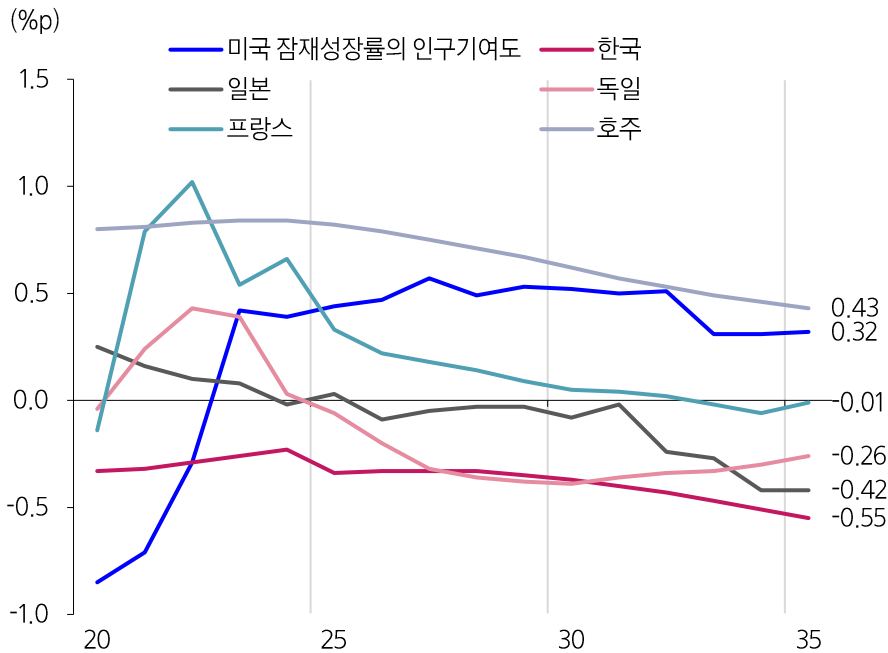
자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

## ② 인구 감소와 잠재 성장률

\* 인구 Bonus : 미국/호주/캐나다, 아세안/인도

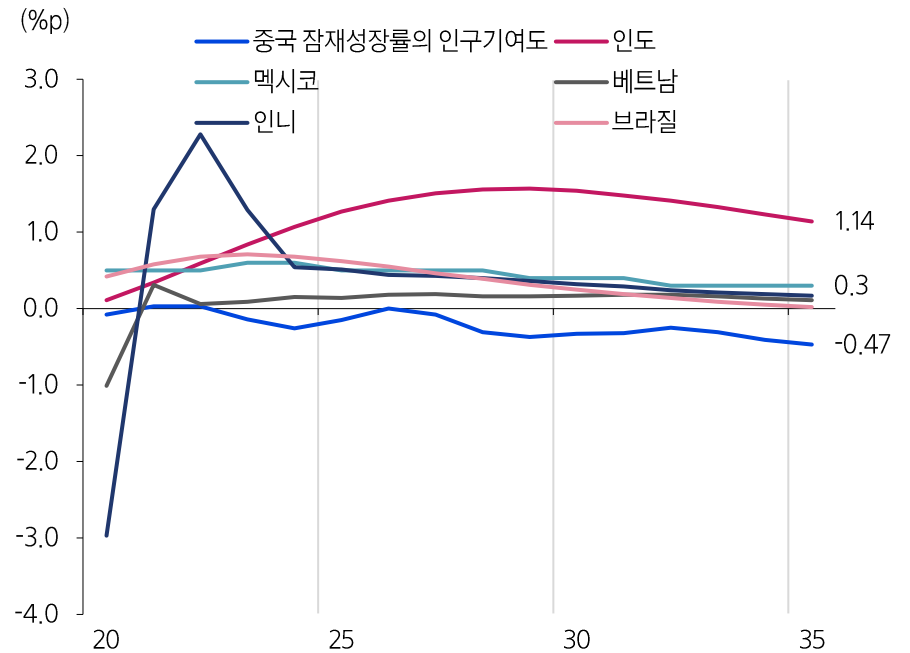
### 선진국, 인구 감소의 잠재성장률 영향

- 대부분 선진국, 인구 감소가 잠재성장률 하향의 주 요인
- 예외는 미국, 호주, 캐나다. 해당 국가의 인구증가는 이민영향



### 신흥국, 인구 감소의 잠재성장률 영향

- 중국은 생산인구 감소 현실화. 잠재성장률 3%대 진입 예상
- 인도/아세안, 멕시코는 아직 인구요인이 잠재성장률에 +요인



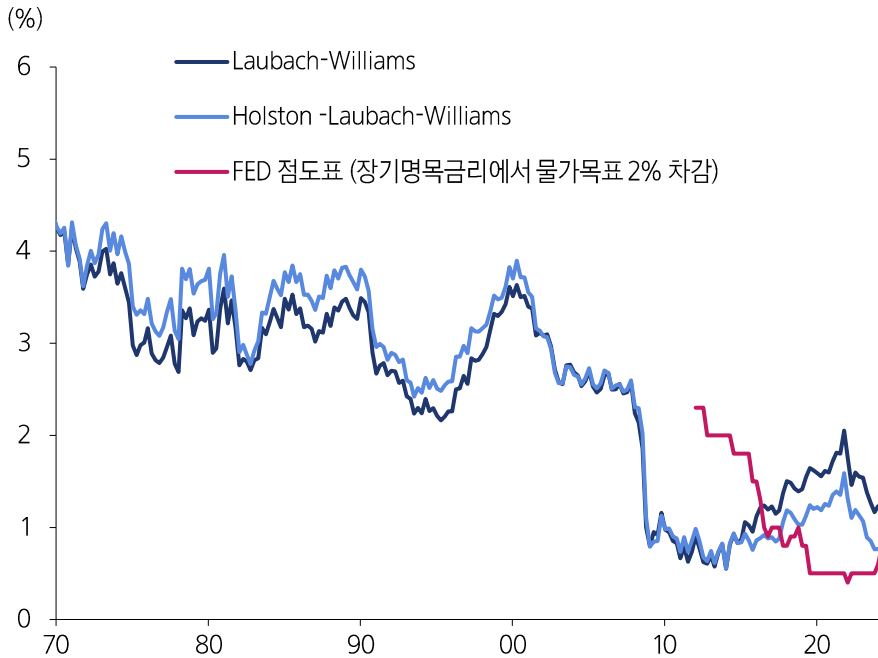
자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

### ③ 한·미 중립 금리

\* 한국 < 미국 소폭 역전 시작

#### 미국의 실질중립금리 추정치

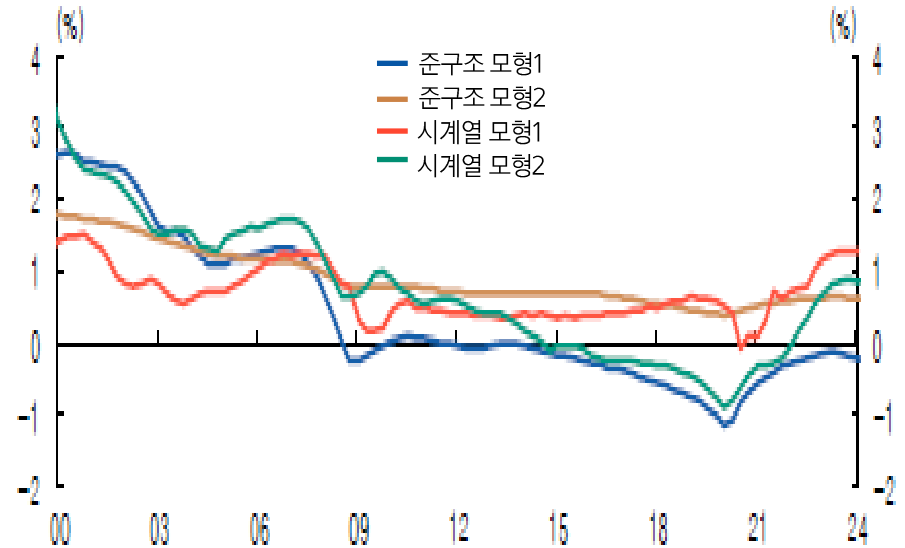
- 미국 연은: 미국 실질중립금리 추정치는 약 0.8~1.2%, 2000년 이후 약 260bp 하락. 명목은 2.8~3.2%



#### 한국의 실질중립금리 추정치

- 한국은행: 한국의 실질중립금리 추정치 -0.2~1.3%, 명목은 1.8~3.3%. 2000년 이후 약 160bp 하락

#### 모형별 중립금리 추정치

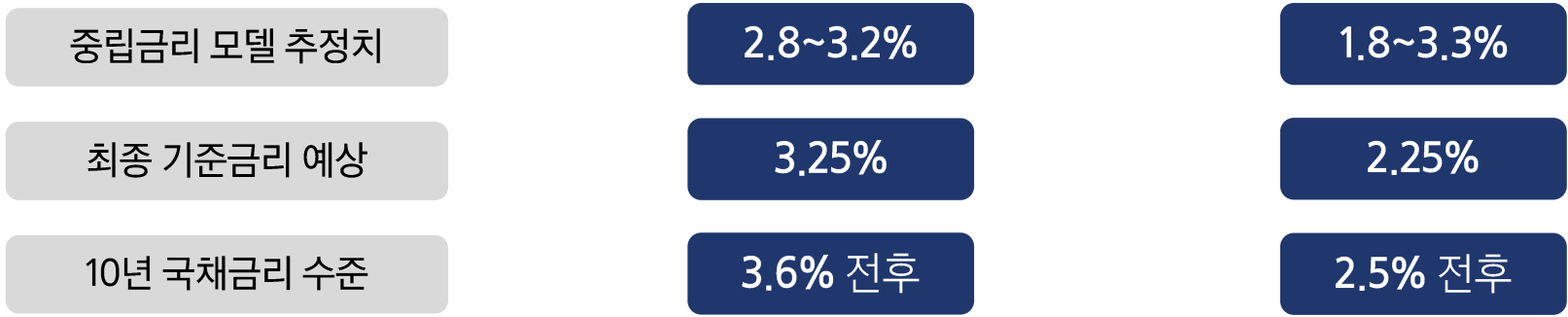


자료: 뉴욕 연은, 한국은행 BOK 컨퍼런스, 삼성자산운용 투자리서치센터

### ③ 한·미 중립 금리 추정

\* 한·미 중립금리 역전과 채권투자

		미국		한국	
		실질중립금리	추세 인플레이션	실질중립금리	추세인플레이션
	현재	1.0%	2.1%	0.8%	2.0%
변동 요인	인구구조	↓	↓ (초장기에는 ↑)	↓↓	↓ (초장기에는 ↑)
	불평등	↓		↓	
	자본유출입	-		↓	
	재정정책	↑		↑	
	세계화	-	↑ 및 불확실성 확대	-	↑ 및 불확실성 확대
	결론	↓	↑	↓↓	↑
	추정치(2050년)	0.5%	2.5%	0.2%	2.3%



자료: 삼성자산운용 투자리서치센터, 주: 실질 중립금리 현재 값은 각국 중앙은행 추정치의 중간값, 추세인플레이션은 내년까지 물가 전망 감안해서 HP 필터 적용한 현재 값



'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

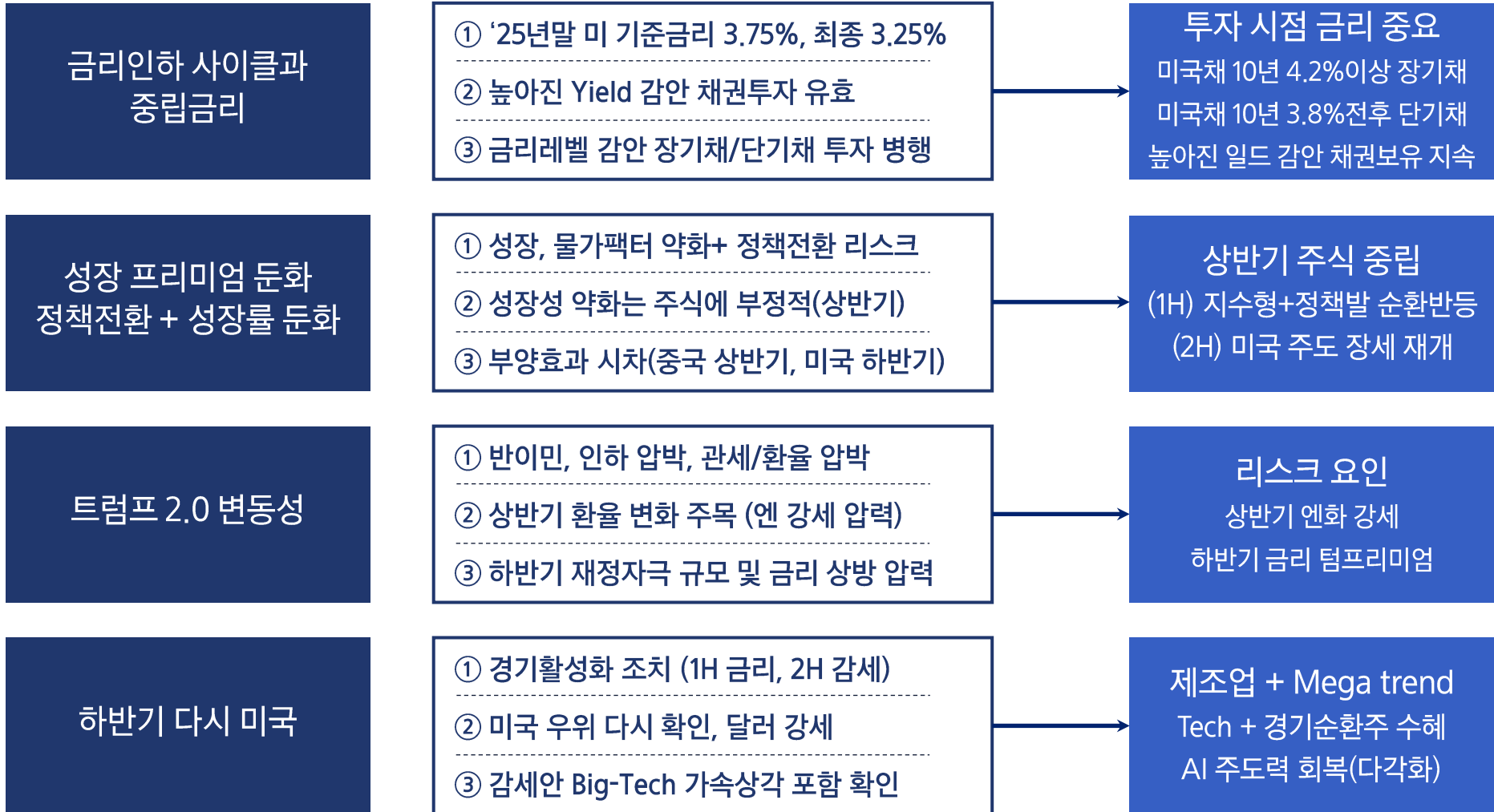
- ① 디리스팅 : 가치동맹 통한 중국 압박  
\* 프렌드쇼어링, 다자외교 대응
- ② 미국 성장률 우위 지속('22~24년)
- ③ 고금리 장기화 우려, 9월 인하 시작
- ④ 자금의 초단기화 (금리 위험 방어)
- ⑤ '23~24년 미국/Big Tech 주도 장세
- ⑥ 달러강세 지속 (3Q 일시적 약세)

## 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
<b>채 권</b>									
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
<b>주 식</b>									
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

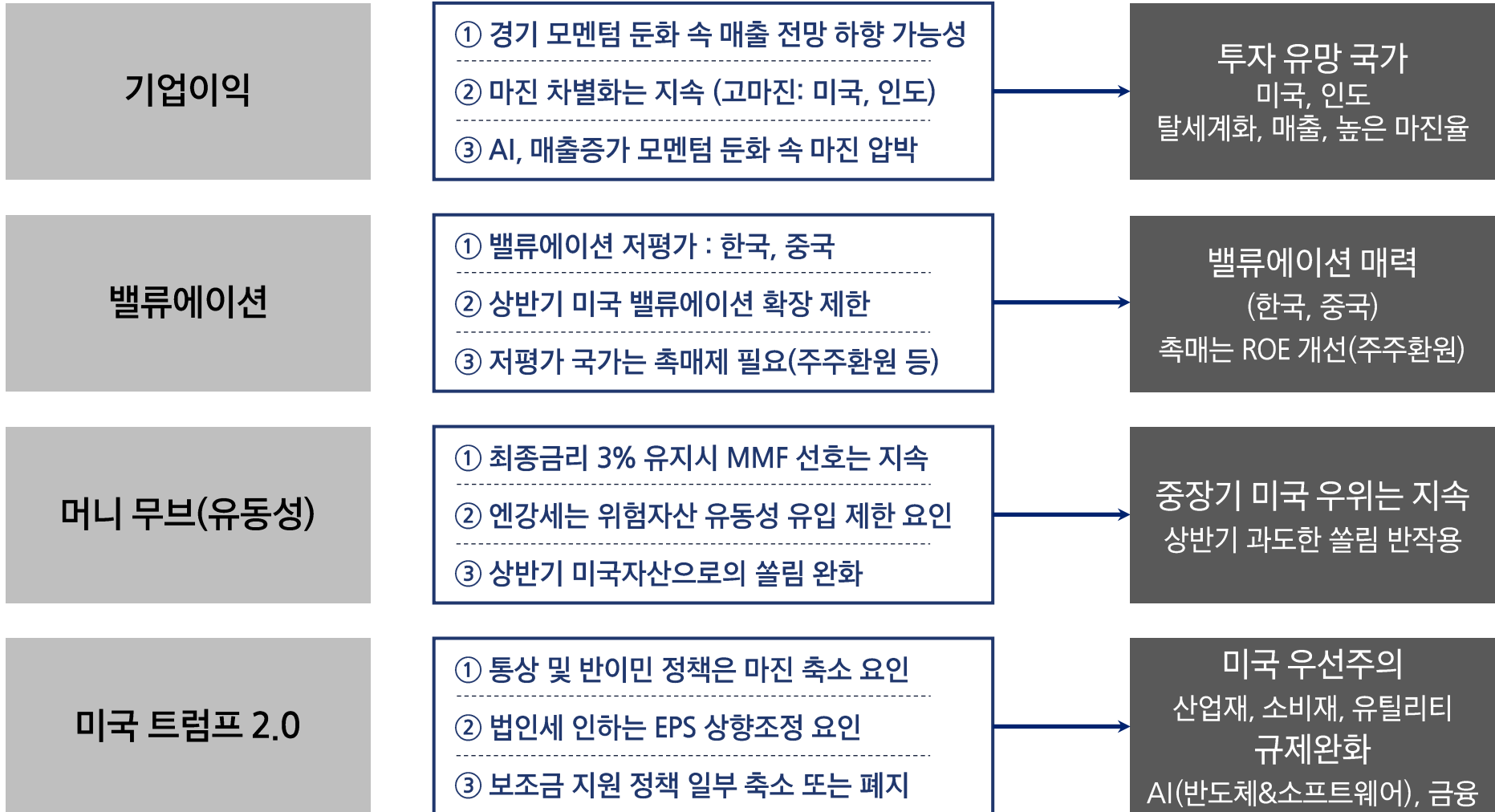
## 25년 하반기

- 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

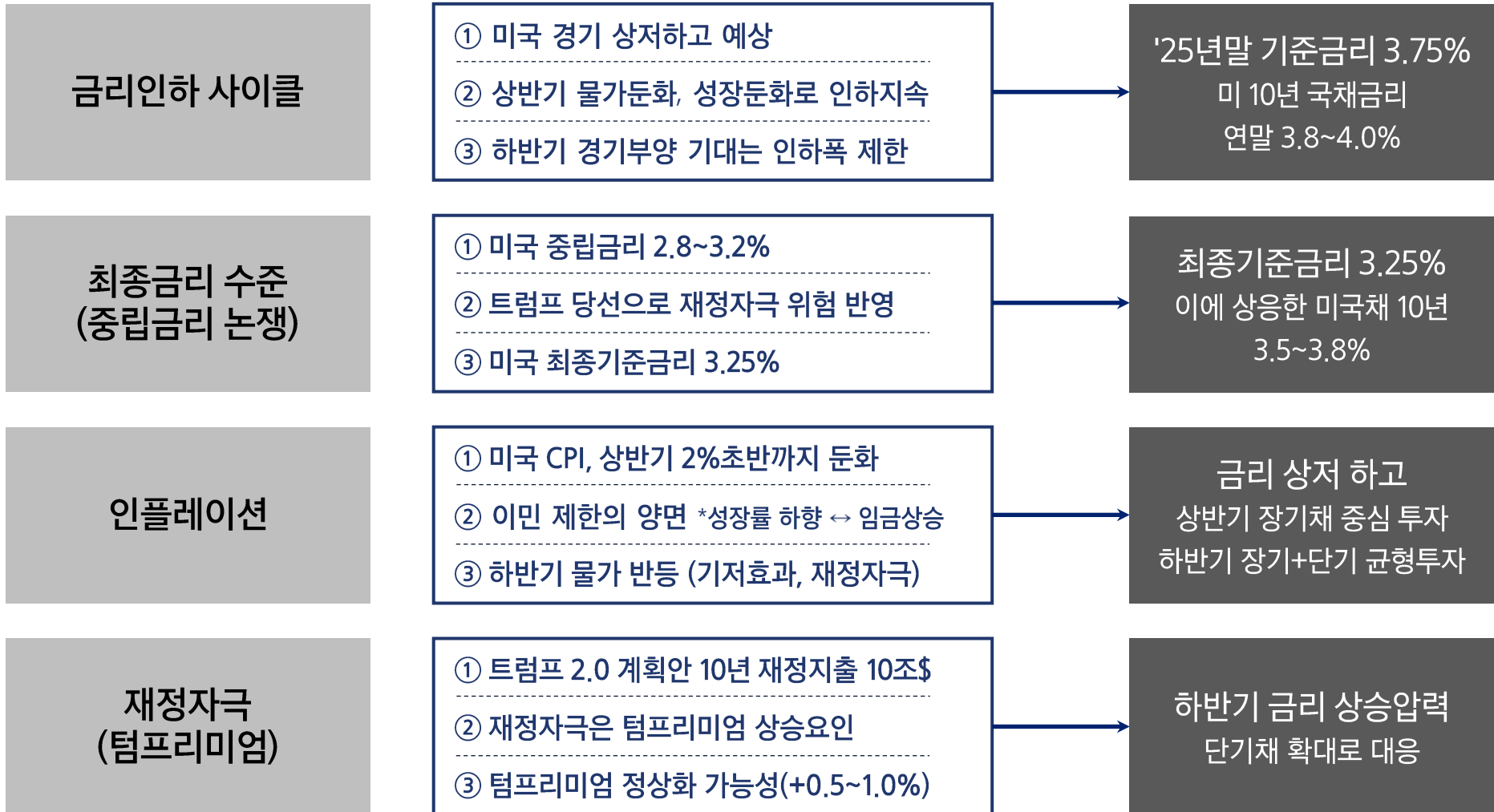
## ③ ROE (일본, 한국, 중국)

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



# '25년 미국금리 변동 요인 점검

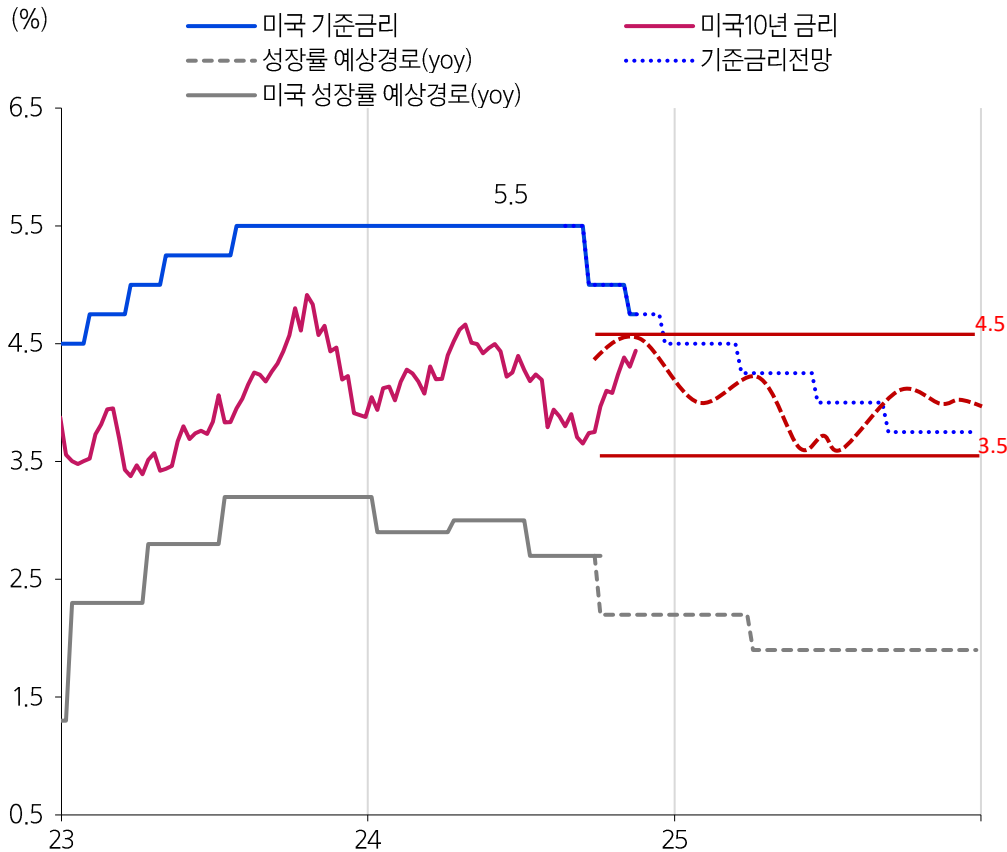
\* 경기, 인플레이, 재정자극



# '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%)

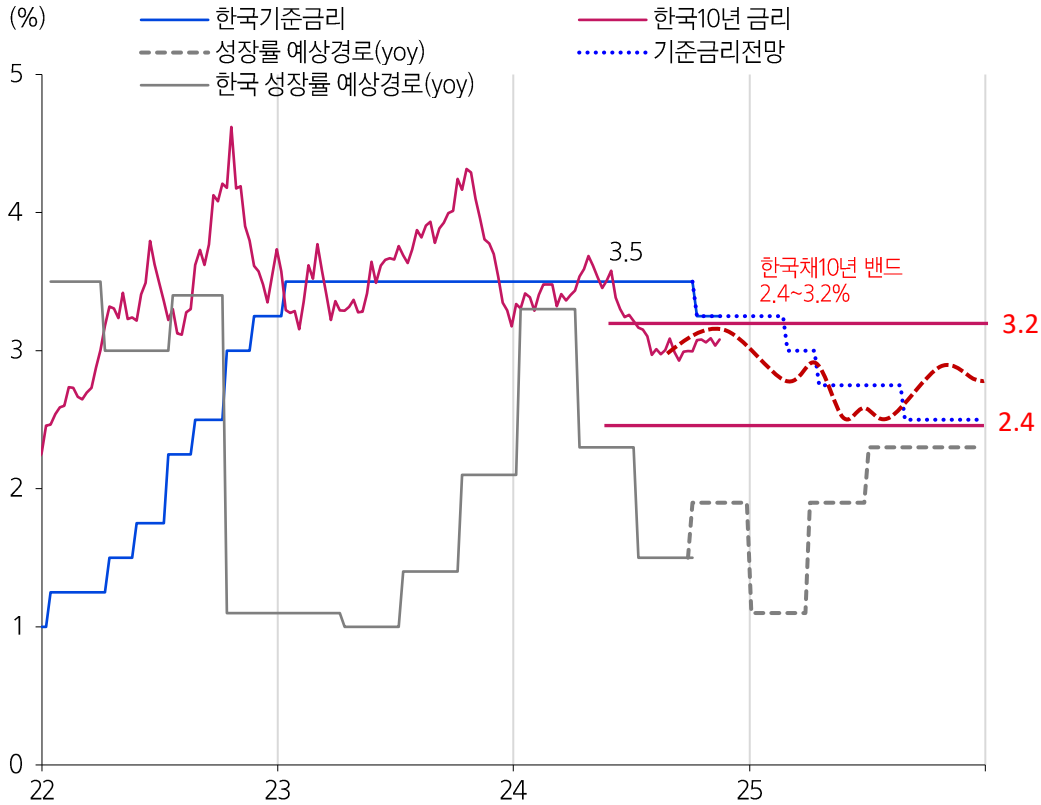
	미국채 10년 금리경로			
	25.1Q	25.2Q	25.3Q	25.4Q
성장	↓	→	↑	→
물가	↓	↓	↑	→
금리인하	↓	↓	↓	→
재정자극			◎	◎
기준금리	4.25%	4.00%	3.75%	3.75%
금리방향	하락	저점형성	반등	정체
금리상단			4.2~4.4%	3.8~4.0%
금리하단		3.6~3.8%		

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)

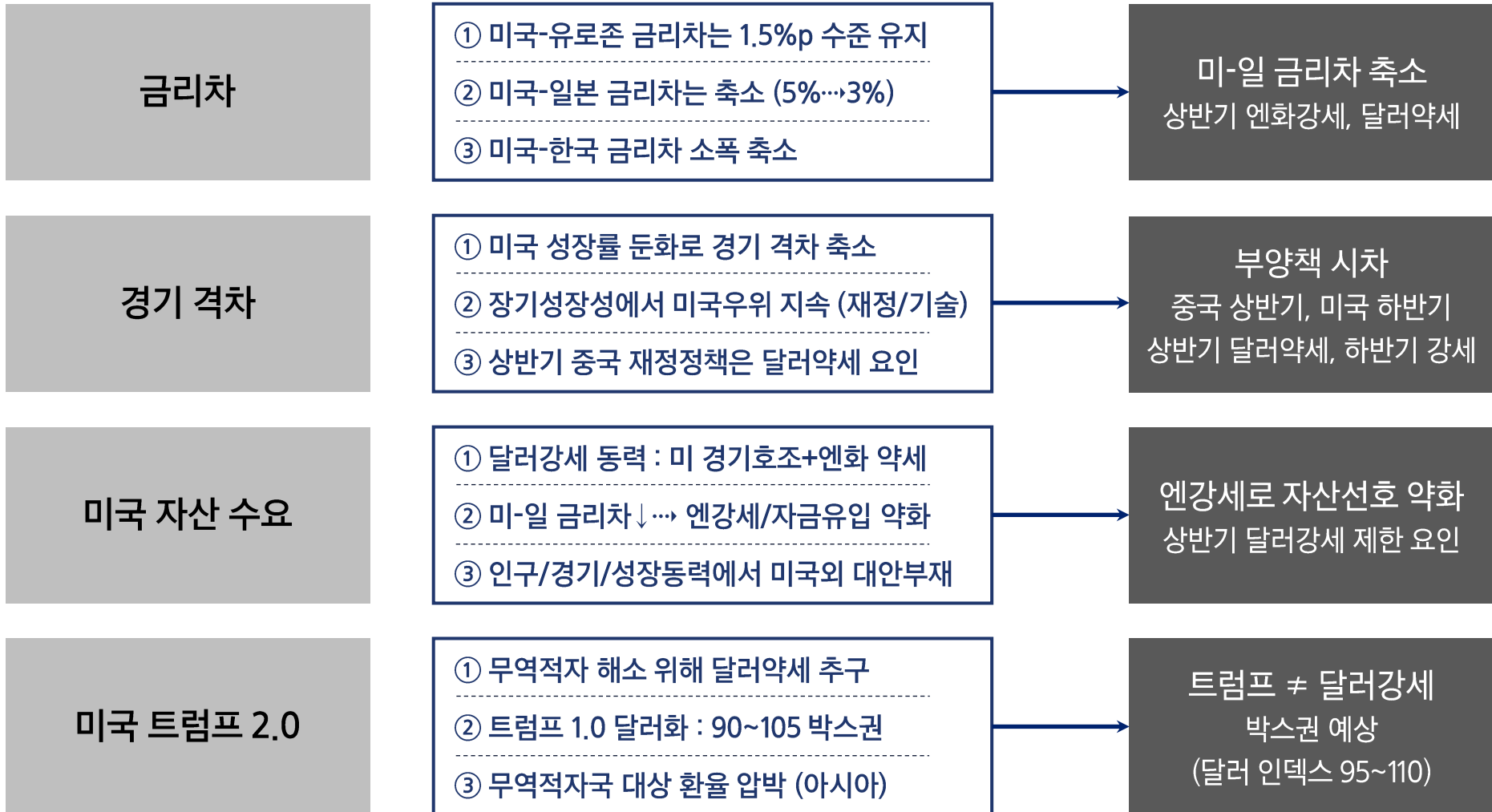
('25년말 2.5~2.7%)

	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

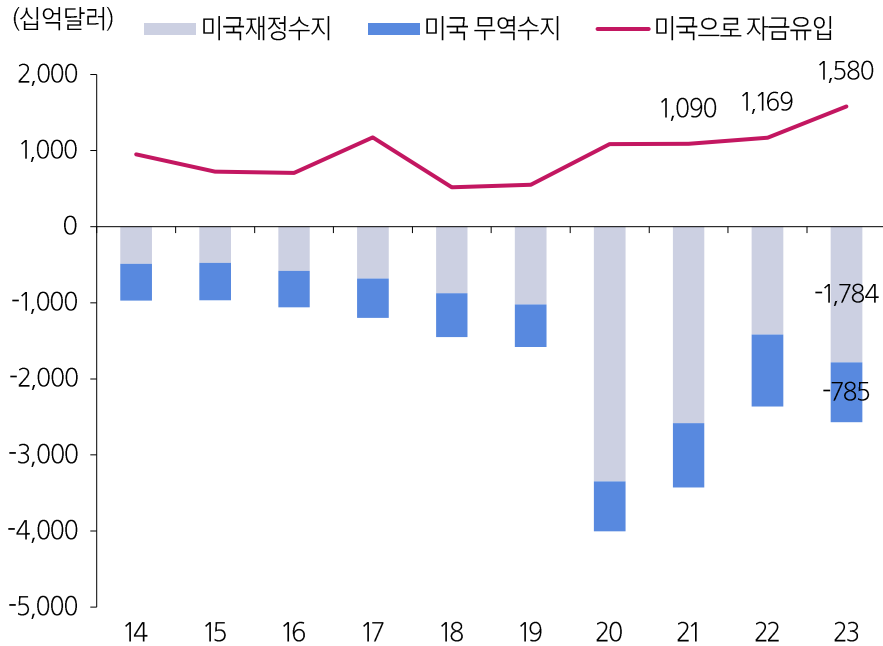
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 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)

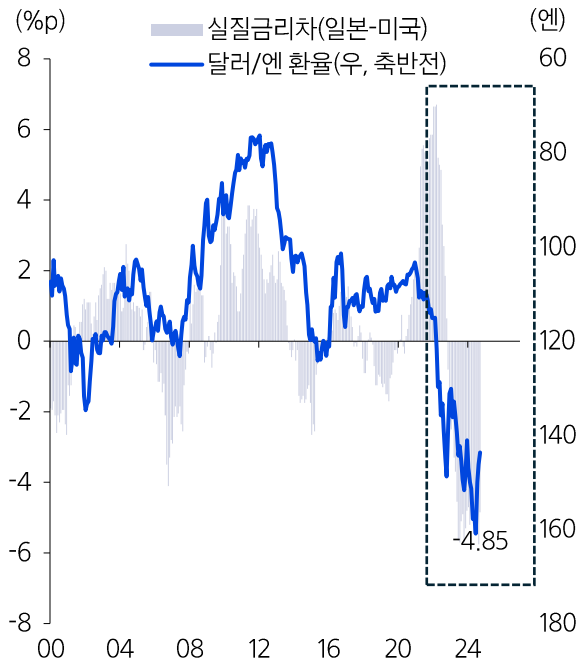


자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 미국 독주 장기화

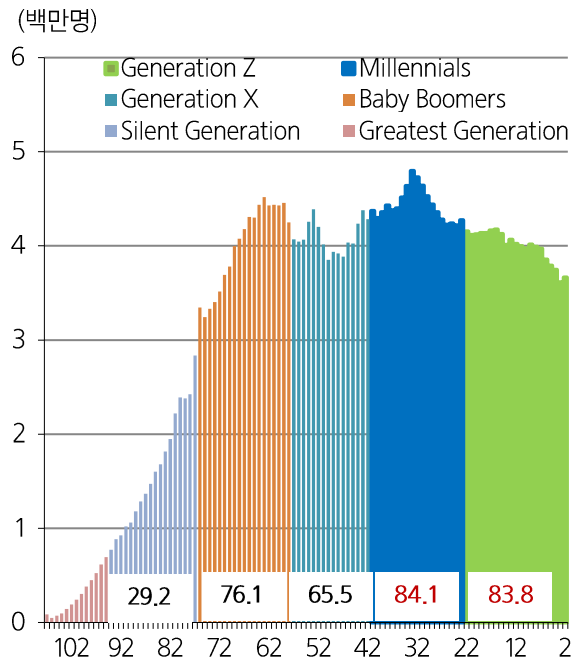
\* There Is No Alternative : 달러 강세는 지속

## 금리 매력(차별적 성장)



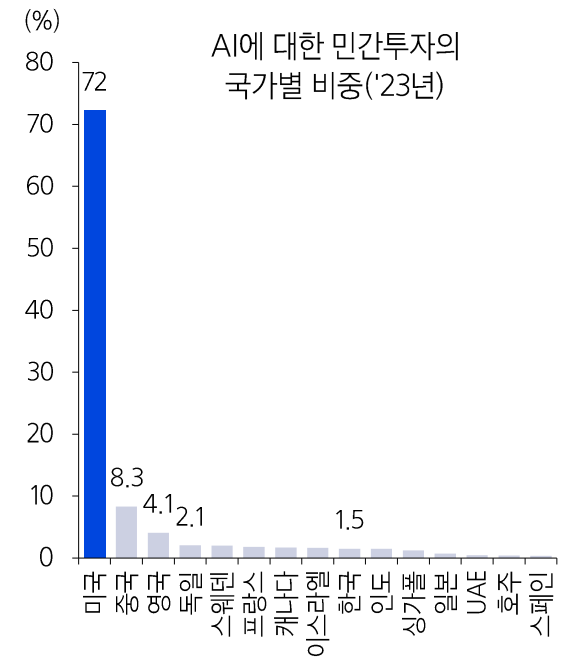
- 금리민감도 낮은 경제 체질 보유
- 상대적 높은 금리 유지 가능(자본유입)

## 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

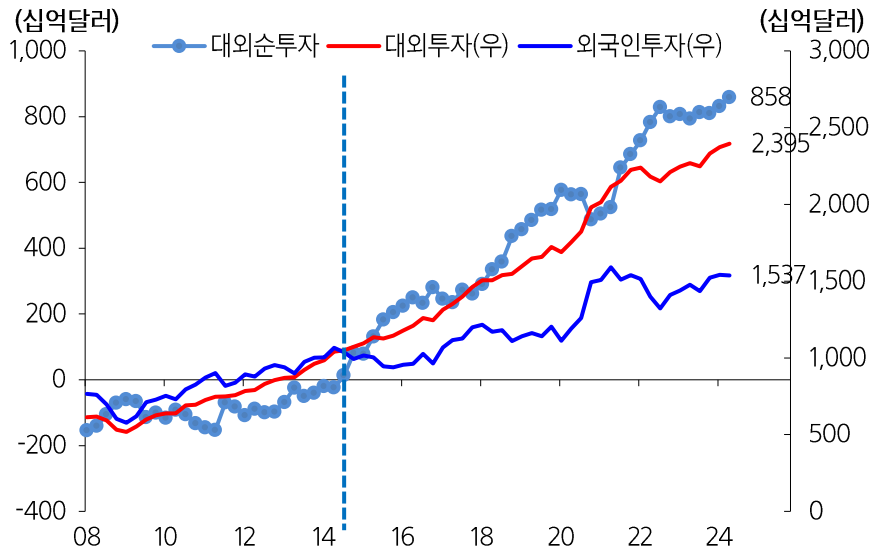
# 원/달러 균형점 상향

\* 해외투자 확대 효과, 외환수급 영향력 축소

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

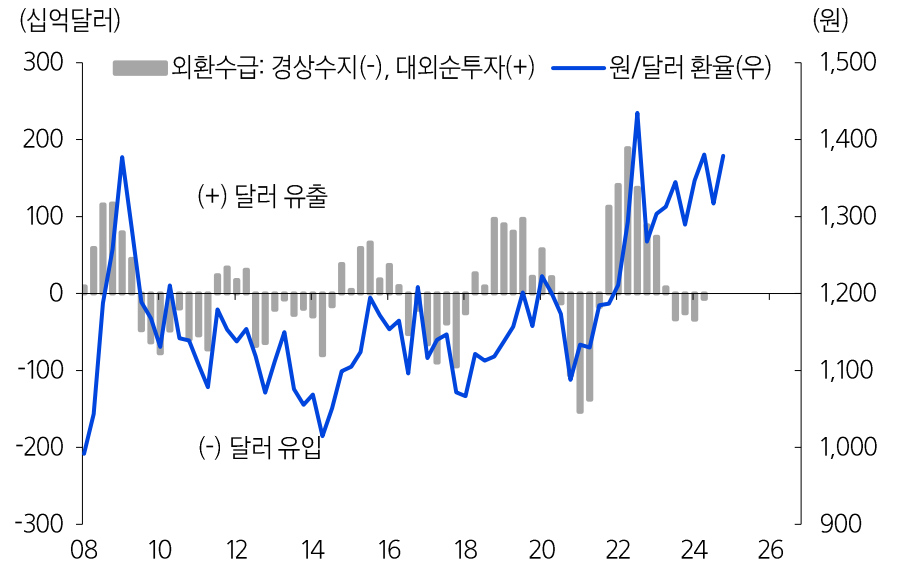
- '14년을 기점으로 한국은 대외 순채권국 대열에 합류 \* 대외금융자산 2.4조\$, 부채 1.5조\$, 순자산 0.86조\$
- 해외로 나가는 돈이 많아진 구조로 원/달러 환율 균형점 상승 (과거 평균 1,150원 대비 100원 이상 상향 된 것으로 판단)
- 올해 경상수지 대규모 흑자로 달러 유입 플로우가 강했지만 원화 강세 폭은 크지 않았음 (경상수지의 환율 영향력 축소)
- 외환 수급보다 인구감소, 잠재성장률 하락, 한국-미국 금리수준 역전 등 구조적 요인이 원/달러 상승 압력으로 작용
- '25년 원/달러 환율 1,300~1,440원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

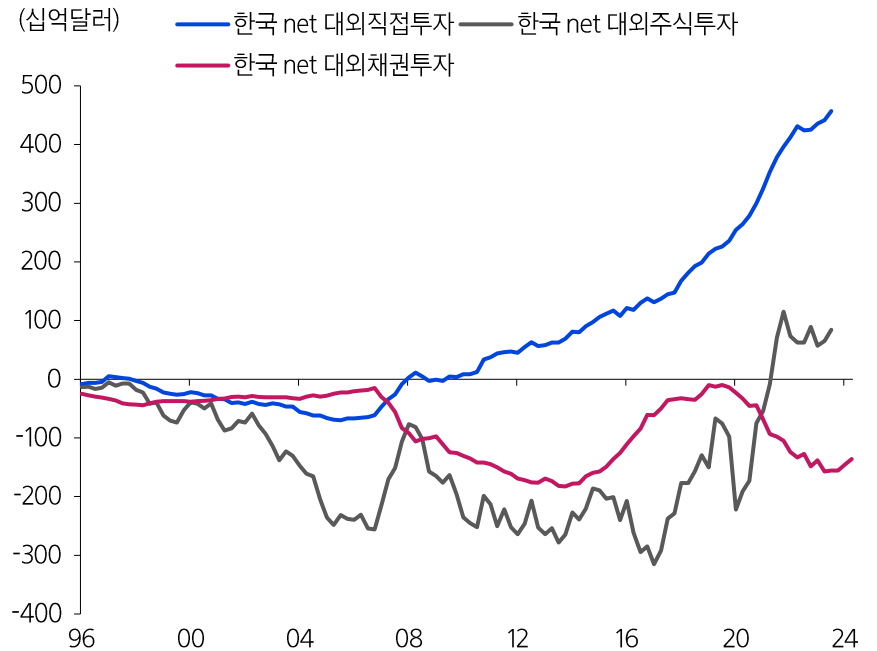
- 한국의 순 대외 금융자산 잔액은 8,600억달러
- 대외투자 자산: 직접투자 7,300억달러, PF투자 9,300억달러

(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

자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

## '16년 이후 직접투자 확대, '20년 이후 주식투자

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

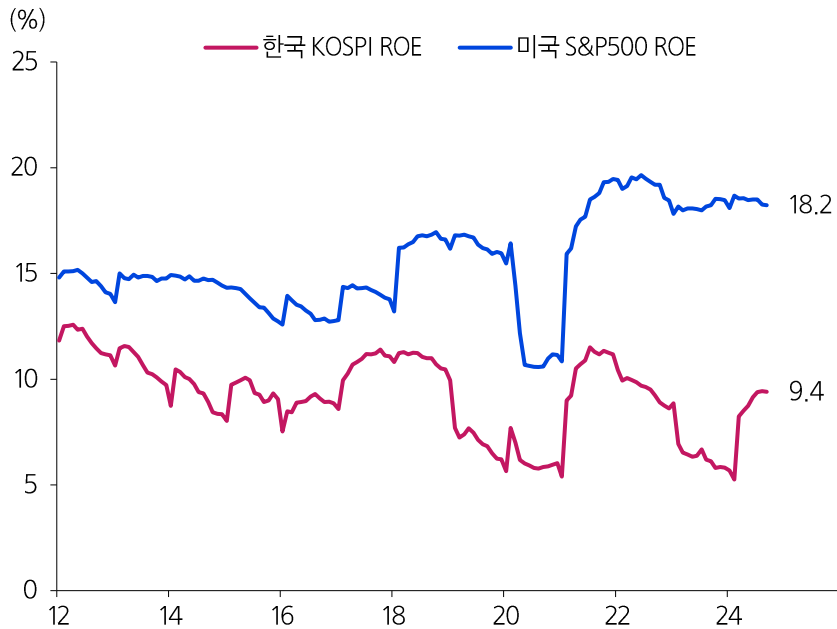


# 한국의 해외 투자 확대

\* 결국 자본이익률, 투자수익률로 귀결

## ROE 격차 확대

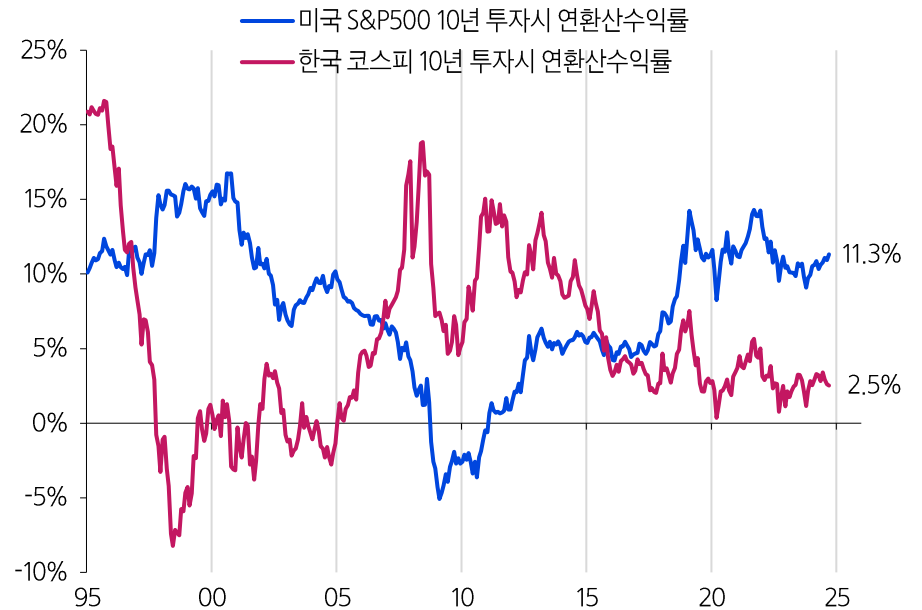
- 한국 코스피 ROE 9%, 미국 S&P500 ROE 18%
- 탈세계화, 공급망 변화로 재투자를 통한 ROE개선 어려워
- 밸류업, 주주환원정책을 통해 ROE 제고 노력 필요



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

'25년 금융시장 전망

## '25년 자산별 전망 (주식)

---

# Executive Summary

## 01 2024년 리뷰

- 2024년 주요 증시에서 가장 높은 수익률을 기록한 국가: 선진국 내 미국, 신흥국 내 대만
- AI 산업을 필두로 하는 경제성장 국면에서 AI밸류체인과 연관된 국가들에게 프리미엄이 부과
- 미국 외 지역 중에서는 부진했던 중국 증시가 2024년 하반기 이후 경기 부양 기대감에 큰 폭으로 상승

## 02 상반기 주식시장

- 경기 및 증시 할인율(밸류에이션) 불확실성 국면에서 주식시장의 화두는 기업의 이익이 될 것으로 예상
- 트럼프의 통상정책 전환에 따른 글로벌 무역량 감소는 미국을 포함한 글로벌 기업 매출 성장을 제한하는 요인
- 25년 상반기에는 AI인프라의 이익 하향 조정이 지속될 것으로 예상되어 수익성 검증의 시간이 될 것
- 美 성장을 둔화 국면에는 순환적 반등 기대 국가에 관심: 중국, 한국, 독일

## 03 하반기 주식시장

- 하반기, 미국 규제 완화 및 부양책 기대감에 미국 주도 장세 재개: 주식시장의 핵심 동력은 마진과 쓸림현상
- 트럼프 행정부의 법인세 인하 효과로 성장주들의 마진과 ROE가 상대적으로 빠르게 개선된다는 점에 주목
- 법인세 인하에 따른 잉여 현금으로 non-tech의 보완적 투자가 기대된다는 점도 증시 상방 압력 강화
- 미국우선주의적 통상정책, 상대적 경기 모멘텀 우위, AI 패권 등을 고려하면 자금 쓸림현상이 나타날 전망

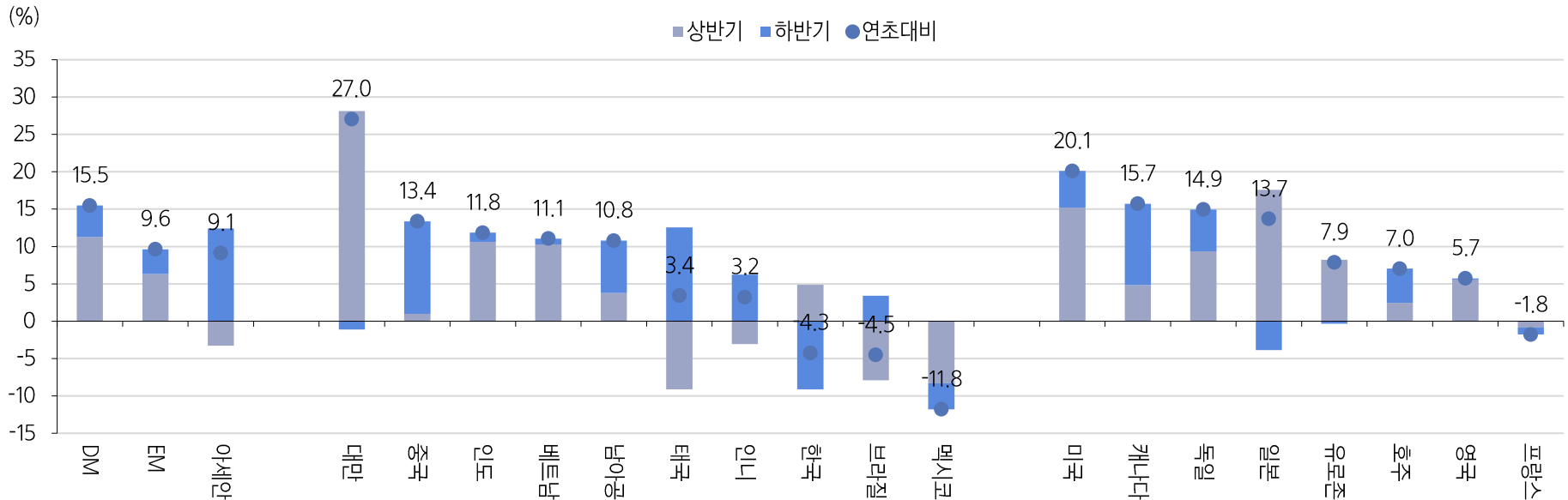
## 04 국가별 주식시장

- 미국: 상반기, 미국 정책 전환 노이즈 + AI 수익성 논란. 하반기, 규제 완화 + 경기 부양책 = 마진 개선 기대
- 유로존: 상반기, 관세 위협 vs 통화정책 기대감. 하반기, 中 부양책 기대감 + 기준금리 인하 가속화
- 일본: 상반기, AI 수익성 검증 + 정치/통화정책 불확실성. 하반기, 통화정책 정상화에 따른 내수 활성화 기대
- 중국: 상반기, 미 관세 vs. 증시 재평가 + 경기 부양책. 하반기, 미국 주도 장세에서의 하방 압력
- 한국: 미국발 관세 영향에 따른 섹터별 이익 하향 조정. 한편 중국 부양책과 증시 재평가에 따른 순환적 반등

### AI 밸류체인 연관 국가들에게 프리미엄이 부과

- 2024년 주요 증시에서 가장 높은 수익률을 기록한 국가: 선진국내 미국, 신흥국 내 대만
- AI 산업을 필두로 하는 경제성장 국면에서 AI밸류체인과 연관된 국가들에게 프리미엄이 부과
- 미국 외 지역 중에서는 부진했던 중국 증시가 2024년 하반기 이후 경기 부양 기대감에 큰 폭으로 상승

2024년 국가별 주식시장 수익률

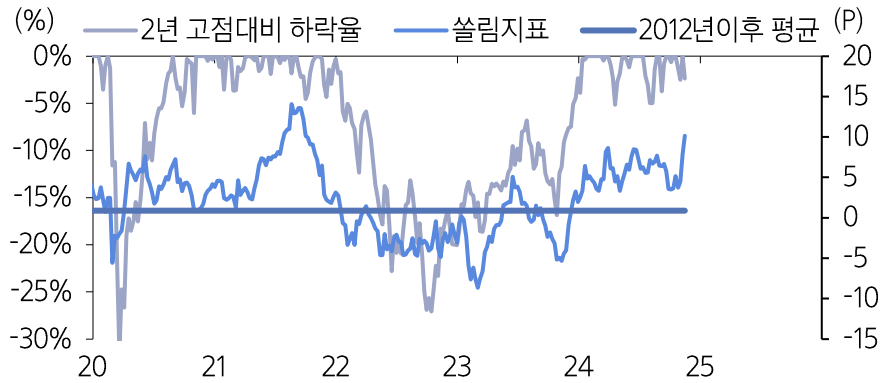


주: 2024년 11월 21일 기준  
 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

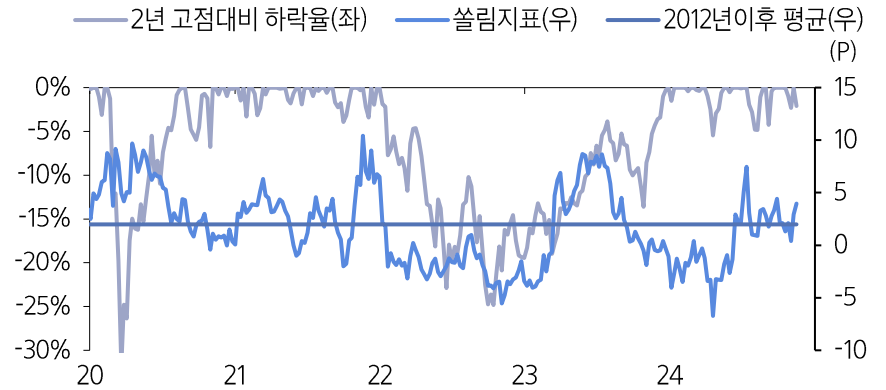
# 글로벌 주식시장

[쏟림현상] 상반기 쏟림현상이, 하반기에는 로테이션이 확인

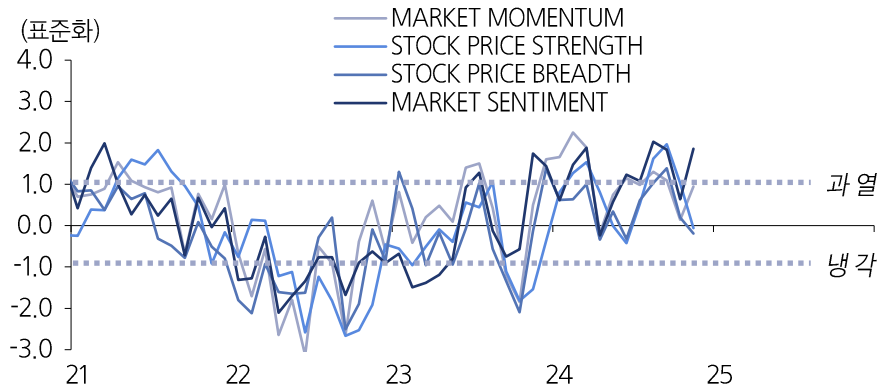
연초이후 미국 중심의 쏟림현상 지속



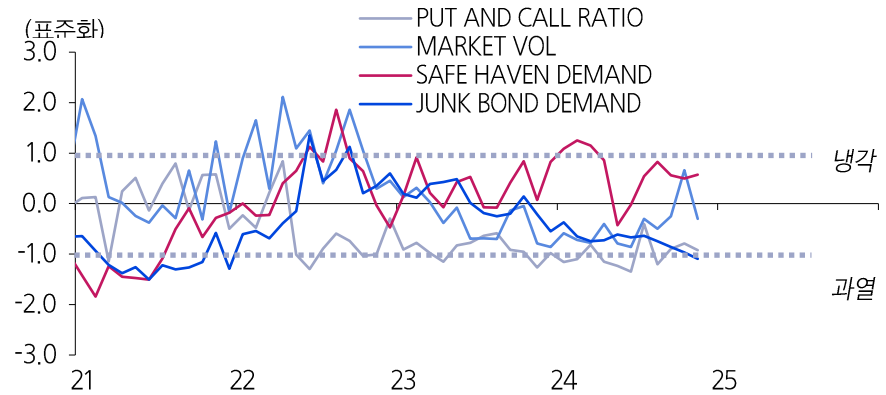
미국 내에서는 상반기 쏟림, 하반기 로테이션



가격 리스크 지표는 과열 완화



センチメント 지표는 여전히 과열 국면



자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 글로벌 주식시장

## [리뷰] 상반기 AI모멘텀, 하반기 트럼프 트레이드 발현

2024년 상반기에는 AI 모멘텀 지속되었으며, 하반기에는 트럼프 트레이드라는 명목 하에 섹터/스타일 로테이션이 나타나

- 미국은 2023년 이후 지속되던 IT섹터의 강세가 2024년 상반기까지 지속
- 하반기 들어 쏠림현상이 완화되며 섹터/스타일 로테이션이 나타남
- 섹터별로는 자본재, 자동차, 금융, 에너지 등 트럼프의 당선 가능성이 높아짐에 따라 트럼프 트레이드가 발현

미국 섹터별 수익률

	에너지	소재	자본재	상업/전문	항공/운송	자동차	의류&내구재	소매	대형마트	음식료	HH제품	H/C장비	제약	은행	다각화금융	보험	IT S/W	IT H/W	반도체	유무선	M&E	유틸리티
19년	8.0	23.7	31.8	38.6	20.3	20.0	33.0	25.9	27.6	21.4	33.1	26.7	18.7	37.8	26.1	28.7	44.7	57.6	52.0	23.0	29.6	-3.5
20년	-36.9	18.2	3.6	21.4	17.5	8.1	19.7	48.1	13.8	1.1	12.8	12.6	7.0	-17.4	8.3	-3.9	33.2	62.5	40.8	-11.8	29.4	15.0
21년	47.2	25.4	17.8	30.4	21.7	56.4	20.6	18.7	23.0	12.8	16.4	29.4	22.6	34.4	36.6	31.2	28.6	36.2	52.0	-10.9	-46.3	-0.5
22년	55.7	-14.2	-2.9	-11.2	-19.9	-64.2	-32.3	-36.1	-11.4	6.3	-11.3	-9.0	-0.9	-22.7	-14.2	7.3	-29.2	-29.0	-39.8	-12.9	71.5	-11.0
23년	-1.5	11.5	18.5	19.7	11.4	96.5	18.8	44.0	14.7	-8.1	-7.4	3.1	-0.9	8.5	15.7	6.9	52.3	45.7	104.6	-2.5	33.4	23.1
24년	10.2	9.5	28.2	24.9	8.5	10.5	-4.7	26.7	28.4	5.4	6.5	8.6	8.9	39.3	28.6	31.3	14.6	16.3	81.9	26.6	-20.4	-22.6
1월	-4.0	-5.5	-2.3	1.0	-0.6	-18.5	-5.4	1.3	0.9	-1.9	1.5	0.1	3.2	-0.2	1.3	7.3	6.4	0.9	12.6	5.5	-17.9	-20.4
2월	4.0	6.2	7.3	6.2	6.5	-0.7	4.9	10.0	9.3	0.6	5.3	3.9	5.9	4.5	5.6	4.3	1.0	-5.3	11.3	-0.5	6.3	5.6
3월	9.7	6.8	6.5	2.1	0.4	-7.5	-1.5	3.4	1.7	3.5	2.5	2.2	0.8	8.8	2.0	4.3	1.4	-2.5	10.3	2.5	1.0	2.4
4월	3.1	-4.7	-2.1	-3.0	-6.2	-8.1	-4.6	-4.8	-2.6	1.2	-0.1	-4.0	-5.2	-0.7	-2.1	-3.4	-4.1	-3.3	-9.3	3.3	4.2	5.1
5월	-6.3	1.4	0.3	-1.2	-5.1	5.8	-1.4	1.0	5.0	-2.2	-2.2	-2.2	2.2	-0.2	-1.5	0.0	2.5	10.8	27.3	0.8	5.0	-1.9
6월	0.6	-1.1	-0.6	2.9	3.7	9.4	-0.2	5.8	3.7	0.3	3.6	2.1	4.5	-0.6	1.4	1.1	4.8	10.1	7.5	6.3	-6.8	3.3
7월	-0.2	1.1	1.4	3.0	-1.1	9.1	-4.0	-3.8	-0.6	2.5	-0.8	3.6	1.7	7.9	2.2	3.1	-3.5	1.9	-8.1	-0.6	1.5	5.5
8월	-1.0	3.5	4.8	5.0	3.9	-4.7	3.1	-1.3	6.2	6.4	3.1	3.7	3.9	1.0	6.2	8.1	-0.8	3.2	4.4	6.3	3.2	6.9
9월	-2.2	2.9	5.4	0.2	1.7	19.6	2.3	9.2	2.1	-0.3	1.3	-0.9	-2.4	-3.7	1.0	1.5	4.9	0.8	0.9	6.2	5.8	-1.4
10월	0.9	-1.0	0.0	2.7	2.8	1.0	-3.5	-0.8	-2.1	-2.6	-4.1	-2.6	-3.5	8.8	5.0	0.0	1.2	1.8	6.3	-0.2	0.6	-2.0
11월	6.0	0.1	5.0	4.0	3.0	10.5	-0.2	5.2	2.3	-1.8	-3.5	2.7	-1.9	9.1	4.6	1.8	0.5	-1.8	3.1	1.4		
12월																						

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

# '25년 주가 경로

\* 글로벌 주식시장 상저하고 전망

## '25년 글로벌 주가지수 예상 경로



• 주가 경로 : 상저하고

### [상반기]

미국 모멘텀 약화 + Non-US 순환적 반등

- ① 정책전환 및 매출 성장 한계 우려
- ② AI 수익성 검증 과정 중 이익 하향 조정
- ③ 중국 경기/증시 부양책 + ROE 개선 기대  
중국부양책 수혜 (중국, 한국, 독일)

### [하반기]

미국 쓸림 현상 + 미국 주도 장세

- ① 산업 정책 + 법인세 인하 = 마진 확대
- ② Non-tech의 보완적 투자 기대
- ③ 자금 쓸림에 의한 미국 주도 장세 재개

자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터



# [Appendix]

## [2025년 증시 주요 요인] 글로벌 기업 이익

구분	국가 (대표지수)	실제치							예상치 FY24	코로나19사태 제 외 평균	전망치		25년 전망치			
		FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23			FY25 전망치	FY26 전망치	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
SPS 증가율	미국	5.6	9.4	2.3	-2.7	18.4	12.8	2.1	4.9	6.9	5.5	6.1	↓ 6.8	↓ 6.8	↑ 7.1	↑ 7.1
	유로존	-4.2	4.6	-7.0	-11.0	17.3	25.9	0.6	-1.8	5.0	3.3	3.8	↓ 1.0	↔ 2.0	↔ 2.2	↑ 4.4
	일본	-4.4	6.1	6.0	-1.4	-6.3	11.1	15.7	5.6	6.8	-1.2	3.0	↑ 4.0	↑ 3.3	↑ 1.9	↓ -4.9
	중국	8.2	12.1	-2.0	-4.1	16.1	1.6	-0.4	2.3	4.8	6.0	6.0	↓ -5.6	↓ -3.0	↑ 3.6	↑ 5.7
	인도	32.1	9.8	-6.1	-7.5	20.0	23.6	4.3	5.7	15.1	9.3	9.0	↓ 9.0	↑ 12.8	↔ 10.6	↑ 12.1
	아세안	5.7	8.2	-8.6	-23.2	9.6	16.5	1.1	5.4	7.4	4.5	5.5	↓ 4.4	↔ 7.2	↑ 10.9	↓ 3.3
	한국	9.5	4.8	-0.3	-6.7	20.4	18.0	-0.6	4.0	7.1	5.7	5.3	↓ 2.2	↑ 5.7	↑ 5.2	↑ 5.2
EPS 증가율	미국	10.1	22.9	-0.5	-14.5	51.0	4.8	1.3	9.6	9.7	14.5	13.0	↑ 15.5	↑ 15.7	↓ 14.5	↔ 15.2
	유로존	6.1	4.1	-9.8	-22.1	62.8	25.3	4.0	-2.9	7.3	8.3	10.1	↓ 3.0	↑ 5.7	↔ 5.2	↑ 6.3
	일본	17.4	21.2	-5.7	-28.0	10.5	52.9	3.6	18.4	22.7	8.0	9.0	↑ 7.9	↔ 5.8	↔ 4.3	↓ 3.1
	중국	10.9	5.5	0.0	-6.9	13.4	-3.0	-2.5	13.0	4.8	10.4	10.9	↓ -3.6	↔ 1.9	↑ 10.1	↑ 13.7
	인도	3.1	11.2	-3.0	8.9	35.0	9.0	24.1	5.5	10.6	15.9	12.6	↓ 17.9	↑ 20.3	↔ 18.9	↓ 18.0
	아세안	3.8	2.5	-7.2	-45.1	23.7	16.7	5.7	23.1	10.3	7.1	8.4	↔ 10.9	↑ 13.5	↑ 15.3	↓ 6.9
	한국	38.3	-1.3	-39.4	2.8	111.5	-21.2	-22.2	59.5	10.6	23.5	12.4	↑ 25.1	↑ 26.9	↔ 17.4	↓ 12.2
마진율	미국	10.5	11.8	11.5	10.1	12.9	12.0	11.9	12.4	11.7	13.5	14.3	↑ 13.7	↑ 13.9	↑ 14.1	↑ 14.3
	유로존	7.9	7.8	7.6	6.6	9.2	9.2	9.5	9.4	8.7	9.8	10.4	↓ 9.9	↔ 10.1	↔ 10.2	↔ 10.4
	일본	5.1	5.8	5.2	3.8	4.5	6.2	5.5	6.2	5.8	6.7	7.1	↓ 6.8	↔ 6.9	↔ 7.0	↓ 7.1
	중국	7.7	7.2	7.4	7.2	7.0	6.7	6.5	7.2	7.1	7.5	7.9	↓ 7.6	↔ 7.7	↔ 7.8	↓ 7.9
	인도	8.5	8.6	8.9	10.5	11.8	10.4	12.4	12.4	10.5	13.1	13.6	↓ 13.2	↔ 13.4	↔ 13.5	↑ 13.6
	아세안	14.1	13.4	13.6	9.7	11.0	11.0	11.5	13.4	12.7	13.7	14.1	↓ 13.9	↔ 14.0	↔ 14.1	↑ 14.2
	한국	7.3	6.9	4.2	4.6	8.1	5.4	4.2	6.5	6.0	7.6	8.1	↓ 7.2	↔ 7.3	↔ 7.4	↓ 7.5
ROE	미국	15.5	18.4	17.6	14.8	20.1	19.7	19.2	20.5	18.7	20.5	20.7				
	유로존	11.0	11.0	10.7	8.6	12.7	14.8	14.7	13.8	13.1	13.9	14.2				
	일본	8.6	9.7	8.7	6.2	6.4	9.0	8.4	9.3	9.0	9.1	9.3				
	중국	10.9	10.5	10.8	9.7	10.4	9.3	8.3	9.9	9.8	9.9	10.2				
	인도	12.5	12.9	12.7	11.9	14.9	14.9	16.4	15.9	14.5	16.0	16.1				
	아세안	10.8	11.1	10.3	6.8	8.2	9.5	10.0	11.6	10.6	11.6	11.9				
한국	10.2	8.7	4.3	4.9	10.1	7.2	2.8	9.8	7.7	10.0	10.2					

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

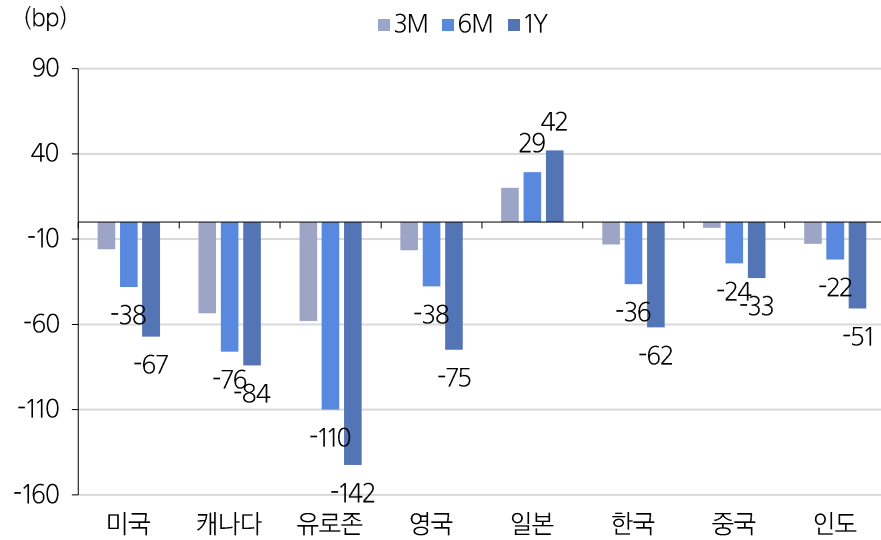
# 글로벌 주식시장

\* 통화정책 가변성은 증시 밸류에이션 확장 제한

경기 및 정책/재정 리스크에 따른 통화정책 가변성은 주식시장의 밸류에이션 확장 제한

- 통화정책 정상화가 예상되는 일본을 제외하면 대부분 완화적 통화정책 스탠스를 유지할 전망
- 한편 고용발 경기 모멘텀 둔화 및 트럼프의 관세/이민정책에 따른 물가 상방압력은 통화정책의 가변성을 높이는 요인
- 경기 불확실성 및 미국의 재정 리스크가 채권 금리의 하단을 지지할 가능성: 이에 주가 할인율의 큰 폭 하락을 기대하기는 어려워

## 2025년 통화정책 방향성은 지속될 전망



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

## 트럼프의 재정적자 리스크는 금리 변동성 요인

트럼프 정책 구분 ('26~'35년)	재정소요 규모 (십억달러)	트럼프 정책 구분 ('26~'35년)	재정소요 규모 (십억달러)
TCJA 연장 및 수정	-5,350	관세 증가	2,700
개인 소득공제 확대	-2,000	에너지/환경 정책 전환	700
사회보장연금 면세	-1,300	교육 관련 지출 축소	200
팁 면세	-300	기타	100
제조업 법인세 인하(15%)	-200	<b>재정 개선 요인 (B)</b>	<b>3,700</b>
사업자 소득공제 확대	-200	<b>순이자 (C)</b>	<b>-1,000</b>
국방비 지출 확대	-400	<b>재정적자 확대 (A) + (B) + (C)</b>	<b>-7,700</b>
국경보안 강화	-350		
주택 지출지출 증가	-150		
의료 관련 지원 확대	-150		
<b>재정 확대 요인 (A)</b>	<b>-10,400</b>		

자료: CRFB, 삼성자산운용 투자리서치센터

### 트럼프의 주요 경제 공약

구분	주요 경제 공약
세 금	법인세 21% → 15%
	감세와 일자리법(TCJA) 영구화(25년 만기 예정)
	연방 및 지방정부 세금(SALT) 공제 한도 철폐
	노령연금(Social Security) 면세 초과 노동 및 팁(tip) 면세
물 가	화석연료 규제 완화로 연료비 인하
	불법 이민자 추방으로 주택가격 압박 완화
통 상	외국산 수입품에 10~20% 보편적 관세 부과
	중국산 수입품에 60% 관세 부과
	중국/멕시코 생산 자동차 100%~200% 관세 부과

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

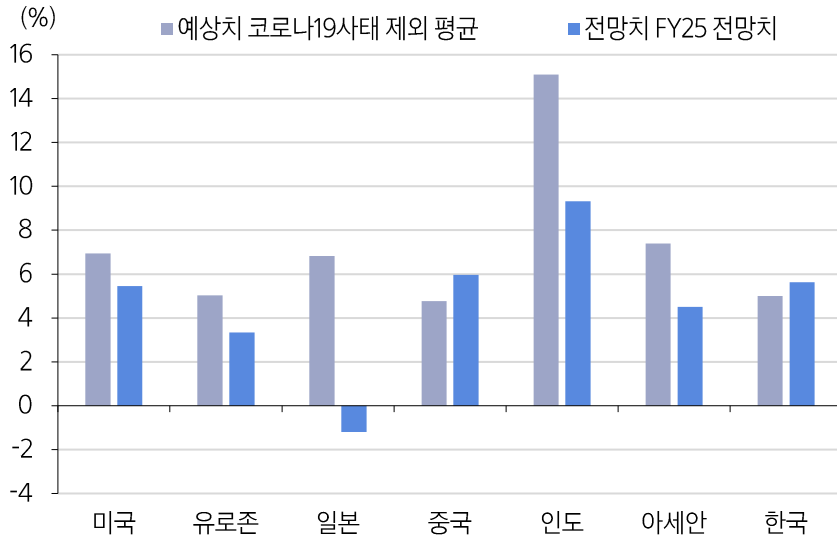
# 글로벌 주식시장

\* 이익 Top-Line의 성장은 한계 우려, Bottom-Line의 성장이 관건

높은 매출 성장과 마진 레벨을 유지하고 있는 미국과 인도가 타 국가 증시 대비 프리미엄을 받을 전망

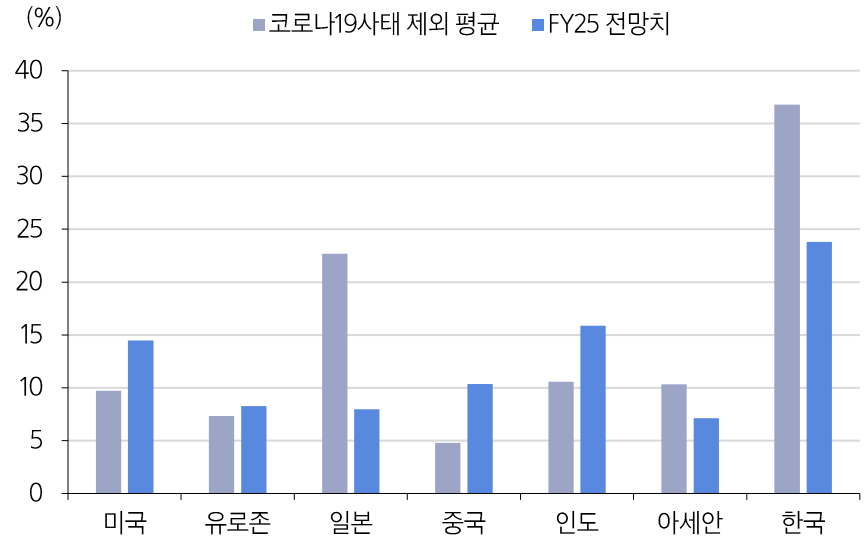
- 경기와 주식시장의 할인율(밸류에이션) 불확실성 국면에서 2025년 주식시장의 화두는 기업의 이익이 될 것으로 예상
- 기업이익의 탑라인(매출)단에서는 코로나19 사태 국면 제외 평균치를 하회하는 수준: 매출 성장의 한계 우려감이 부각될 수 있음
- 외적 성장의 한계 국면에서 중요한 것은 바텀라인(순이익)의 성장과 마진 개선이 될 가능성이 높음
- 미국과 인도는 높은 매출 성장과 마진 레벨을 유지하고 있다는 점에서 타 국가 증시 대비 프리미엄을 받을 전망

국가별 매출 증가율 비교



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

국가별 EPS 증가율 비교

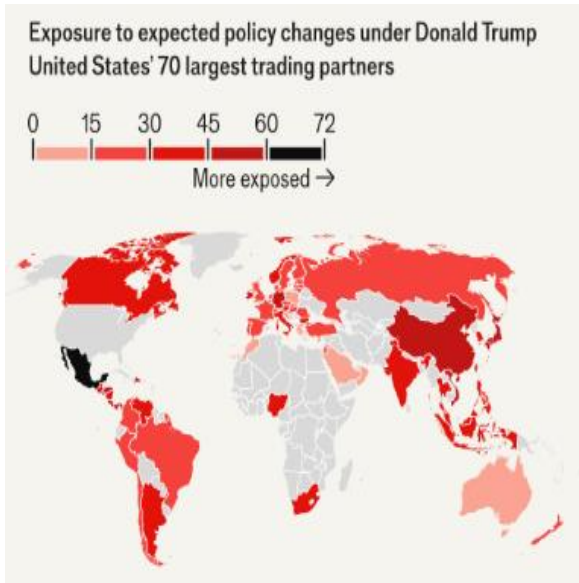


자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

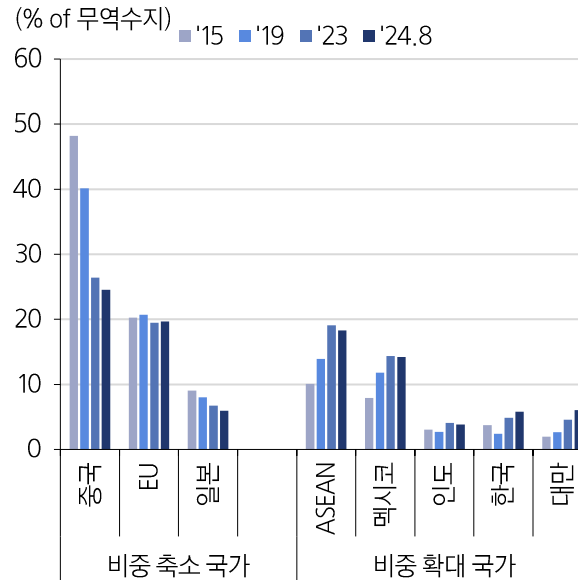
트럼프의 통상정책 전환은 글로벌 기업의 매출 성장을 제한하는 요인

- 2024년 상반기, 트럼프 2기 행정부가 출범 초반에 통상 및 이민정책에 집중 될 것으로 예상되는 가운데 정책 전환 노이즈 심화 전망
- 트럼프 1기 정부 집권 당 시 축소됐던 무역적자폭이 바이든 정부 집권 기간 중 프렌드 쇼어링 강화로 재차 확대
- 아세안, 멕시코, 한국, 대만 등을 대상으로 美 무역적자 큰 폭 증가: 트럼프는 무역적자 확대 국가를 대상으로 보호 무역 강화 예상
- 트럼프의 보편적 관세 부과에 따른 글로벌 무역량 감소는 글로벌 기업 매출 성장을 제한하는 요인

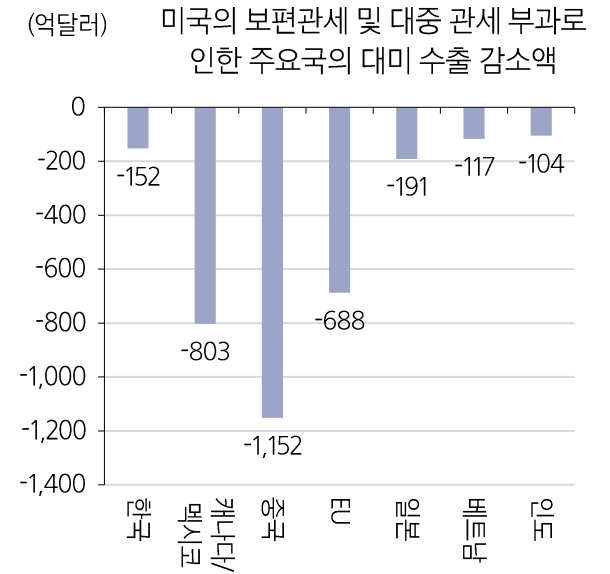
### 트럼프 인덱스



### 과거 무역수지 비중 비교

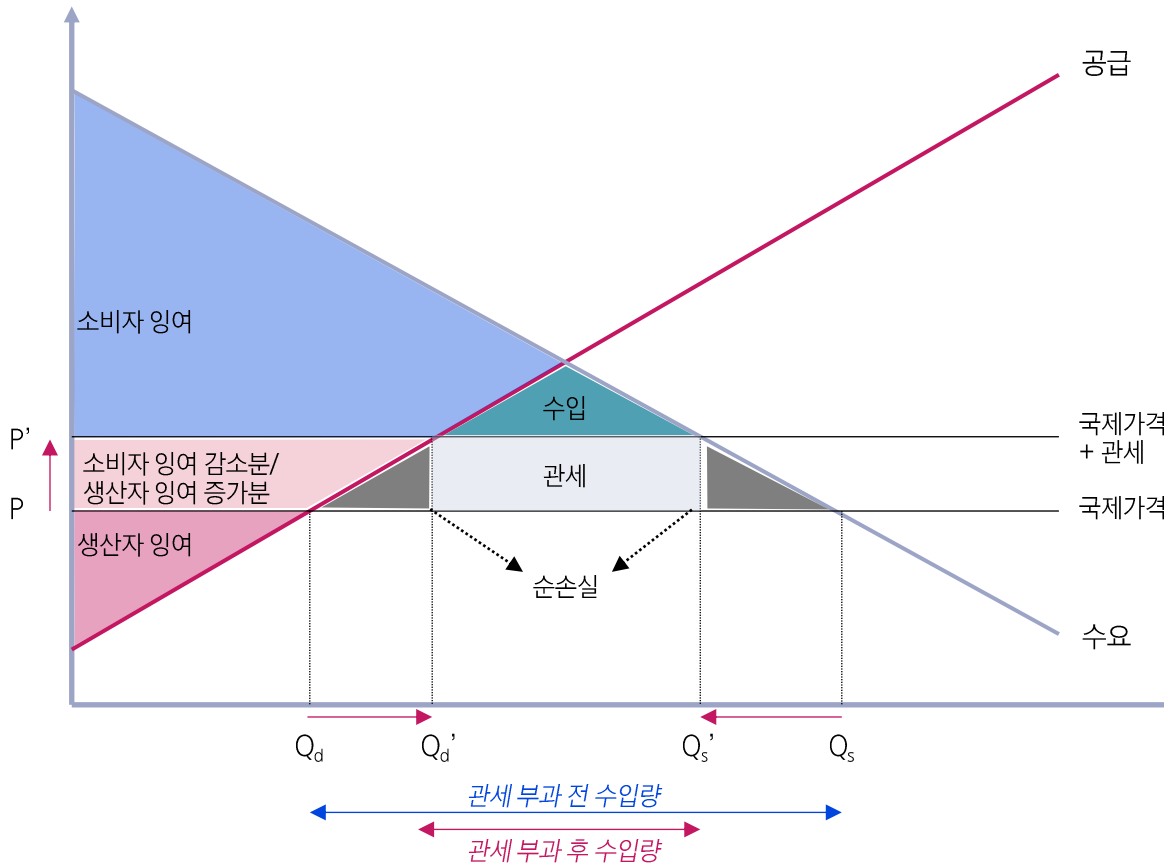


### 주요국의 대미 수출 감소액



자료: Bloomberg, EIU, Economists, KIEP, 삼성자산운용 투자리서치센터

관세 부과로 소비자 잉여는 줄고 공급자 잉여는 늘어



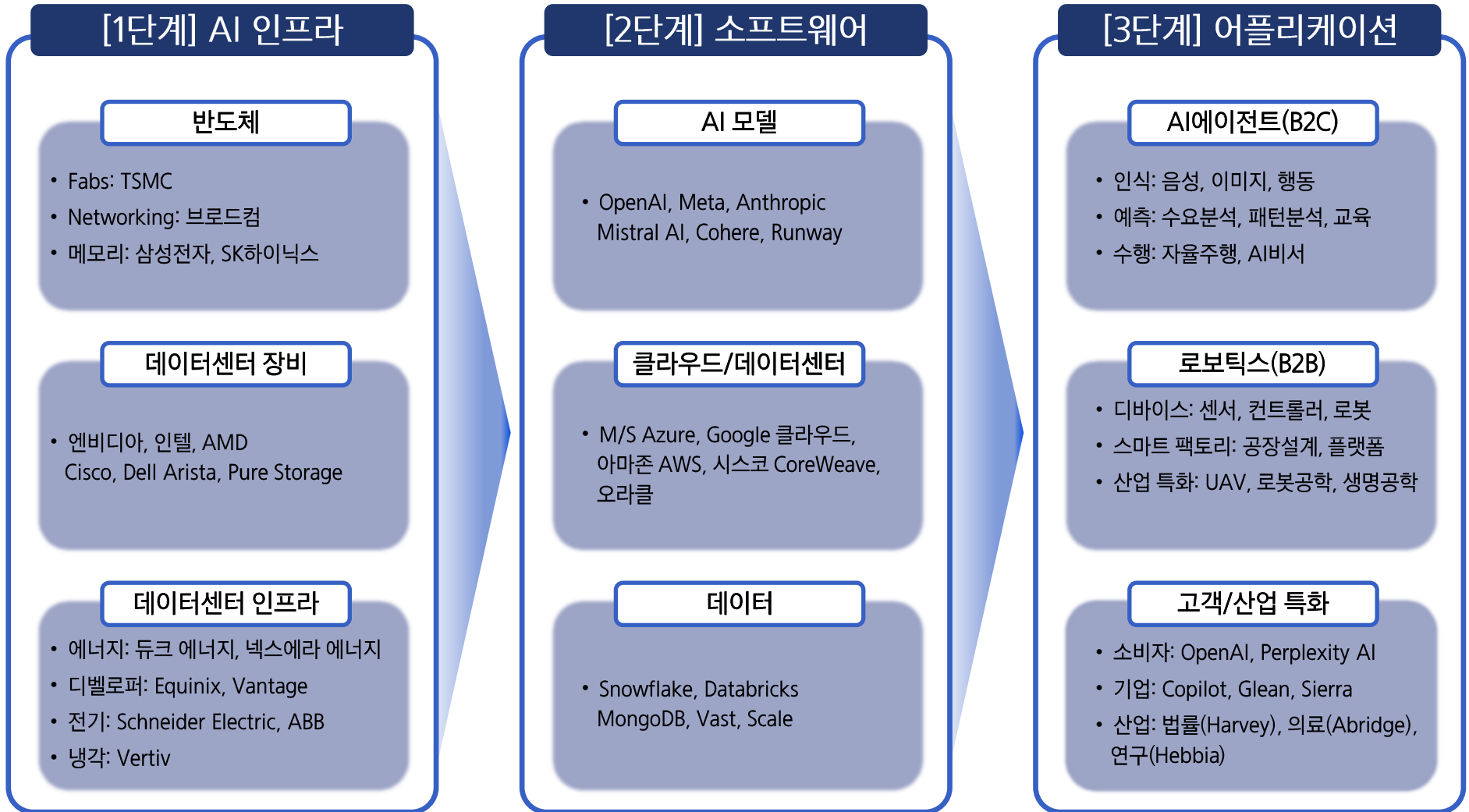
- 美 관세 정책 시행으로 국내 후생 규모는 증가할 수 있으나 GDP는 감소할 것
- 후생 효과는 생산자 잉여 감소분 보다 생산자 잉여 증가분이 더 크기 때문
- 한편 관세 부과에 따른 순손실 증가로 경제 성장률은 둔화될 것으로 전망

• 관세 부과를 통한 경기 악화로

**미국 기업의 매출 성장도 제한적**

		보편적 관세/대중국 관세		무역적자국/60%
		10%/25%	10%/60%	
관세 부과	경제성장률 (%)	-0.15	-0.35	-0.17
	후생 규모 (십억달러)	622	457	24
美 관세 + 보복 관세	경제성장률 (%)	-0.21		-0.17
	후생 규모 (십억달러)	3,369		37

자료: KIEP, 삼성자산운용 투자리서치센터



자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

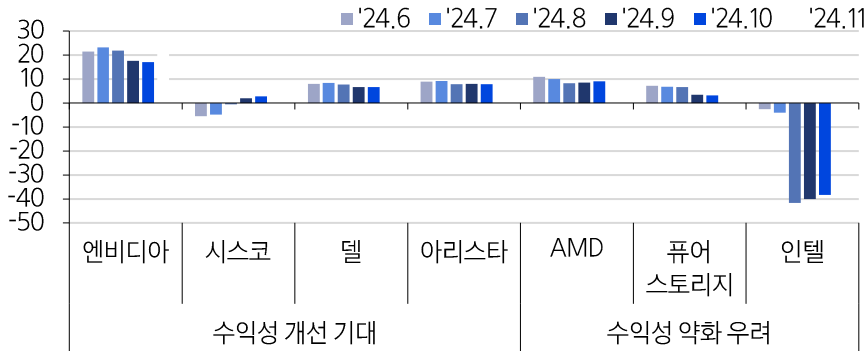
# 글로벌 주식시장

\* 수익성 기대감에 주가 차별화 진행중: 수익성 검증 심화 과정은 지수에 부담 요인

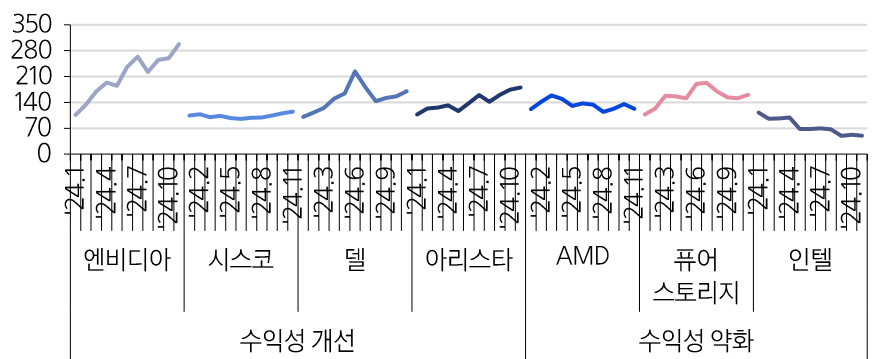
## AI 인프라 관련주의 수익성 차별화

## AI 인프라 관련주의 주가 차별화도 부각

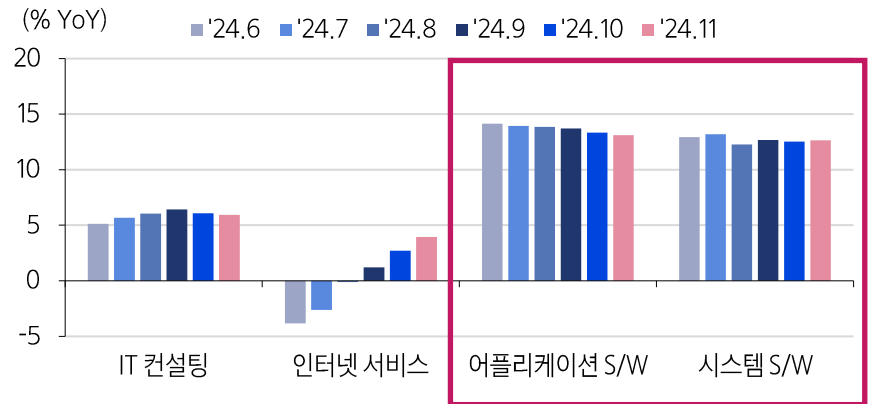
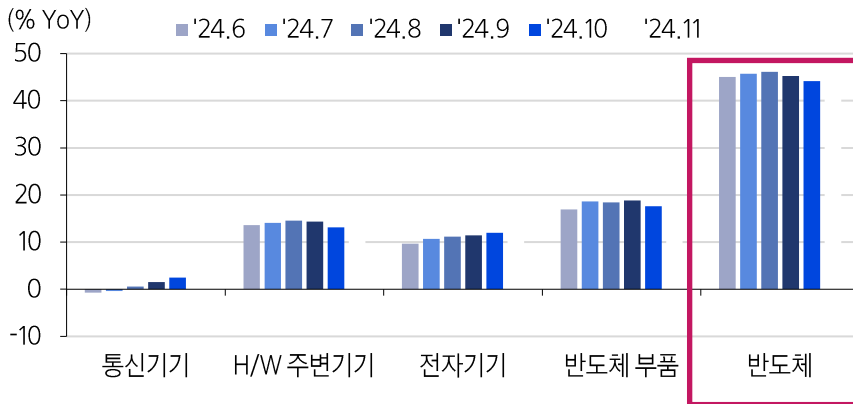
(3개월전 대비 EPS 변화율, %)



('24.1=100)



## H/W 와 S/W의 12MF EPS 증가율 추이 : 높은 이익 증가율이 예상되는 섹터 중심의 검증 예상



자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성전자산운용 투자리서치센터



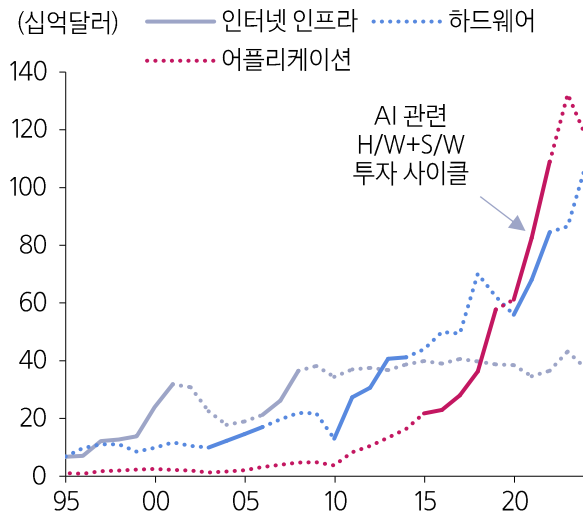
# 글로벌 주식시장

\* 멈추면 뒤쳐질 두려움으로 AI투자 지속: 수익 검증의 시간

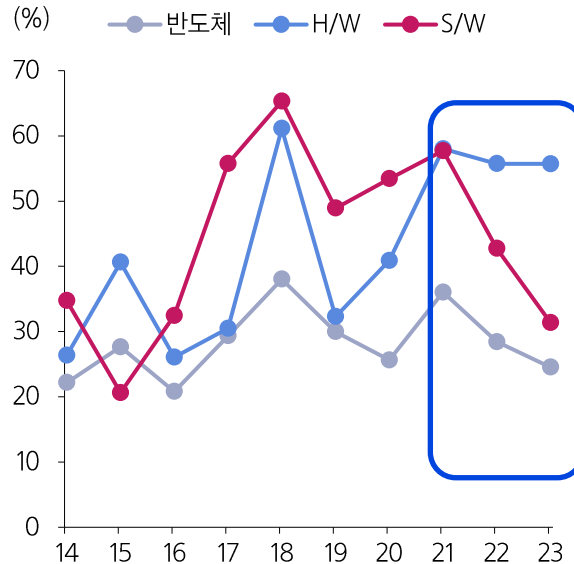
기술주의 ROIC 하락으로 AI 인프라 산업에 대한 수익성 검증 및 이익 하향 조정세가 나타날 가능성이 높음

- AI산업은 AI인프라(하드웨어)와 소프트웨어 단계에서 성장 도태에 대한 우려에 투자 스케일 경쟁이 지속
- 이에 기술주의 ROIC(투자자본이익률)가 하락하고 있다는 점에서 AI 인프라 단계를 중심으로 성장성에 대한 논란이 부각될 수 있음
- 상반기에는 AI인프라의 이익 하향 조정이 지속될 것으로 예상되어 수익성 검증의 시간이 될 전망

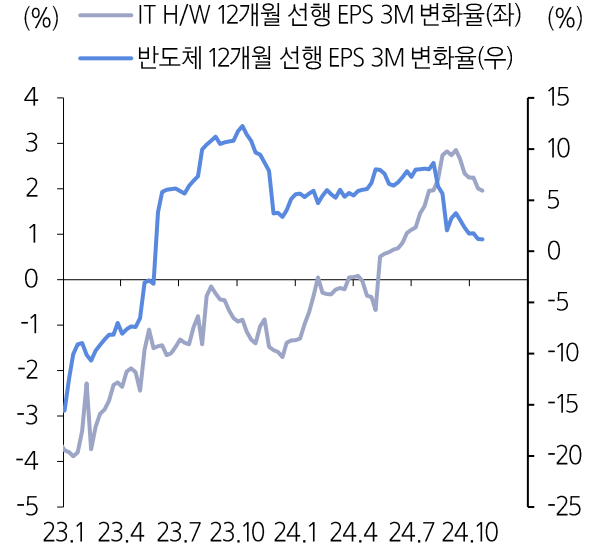
## 투자 스케일 경쟁



## 기술주의 ROIC 하락



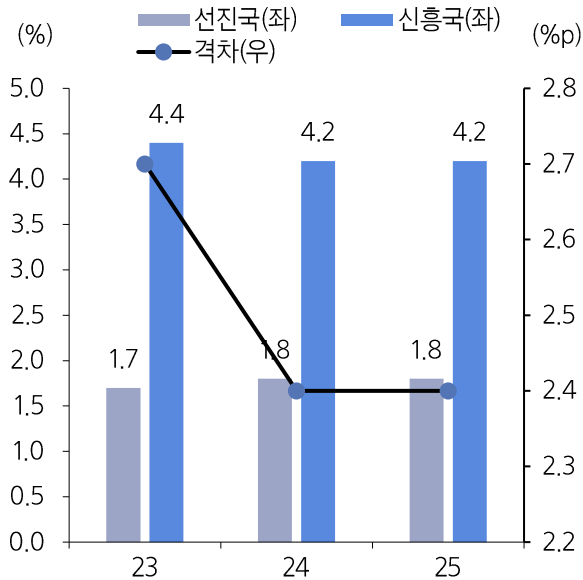
## AI인프라의 수익성 논란 부각



자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

- 미국을 포함한 글로벌 기업 매출 성장의 한계 우려가 부각될 수 있는 시점에서 미국 외 일부 국가의 순환적 반등을 기대
- 특히 상반기에는 관세효과를 상쇄시키기 위한 중국의 경기 부양책도 기대할 수 있는 시점이라는 점에 주목
- 한편 중국 가계 자산 증식을 위한 증시 부양책도 동반될 것으로 예상된다는 점도 중국 증시의 순환적 반등을 기대할 수 있는 요인
- 중국 경기/증시 부양책에 대한 기대감 부각 국면에서 소외 국가였던 한국과 유로존도 단기 반등이 가능하다고 판단
- 중국 기업의 매출 개선 기대는 유효하나, 장기 영향력은 제한적이라는 점에서 순환적 반등의 기간은 길지 않을 전망

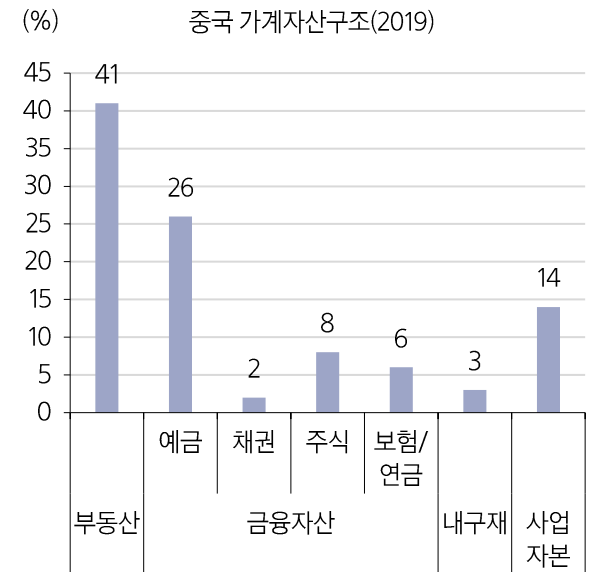
### DM과 EM의 성장률 스프레드



### 중국의 정책 이벤트

기간	이벤트
1~2월	지방양회(지방부채 차환)
3월	전인대(적자율 상향)
1분기내	재정 조기집행 예상
4월	중앙정치국회의
3분기 내	5개년 경제계획 초안
7월	중앙정치국회의
10월	5중전회
10월	전인대 상임위
12월	경제공작회의

### 증시 부양책도 기대



자료: CEIC, Ang Sun, 2023. "Housing Wealth Allocation and Household Decisions: Evidence from China", 삼성자산운용 투자리서치센터

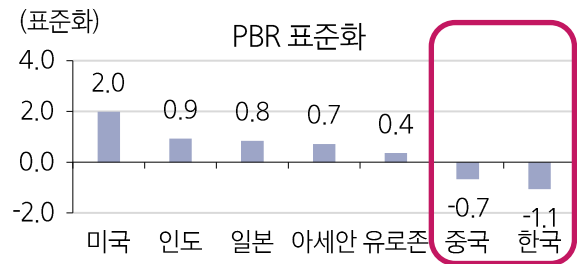
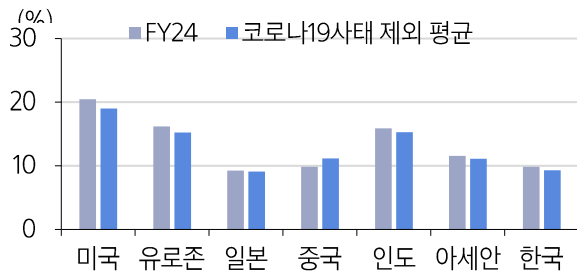
# 글로벌 주식시장

\* 미국 외 저평가 국가의 증시 가치 재평가(ROE) 시도가 반등의 주요 촉매제

미국이 쉬어가는 국면에서 미국 외 저평가 국가의 순환적 반등을 기대할 수 있음: 중국, 한국

- 상반기 미국의 정책적 전환 노이즈 국면에서 미국 외 저평가 국가의 증시 재평가 시도가 반등의 트리거로 작용할 것
- 중국과 한국은 순자산가치를 높이는 방법으로 ROE를 개선시키며, 투자 자금 유입을 유도할 가능성이 높음
- 중국과 한국은 타국가 대비 상대적으로 낮은 ROE 수준이 유지되고 있으며, PBR 수준도 역사적으로 낮아 재평가 여력이 높음
- 정부 중심의 증시 재평가 노력이 지속되고 있다는 점도 중국과 한국의 순환적 반등을 지지하는 요인

국가별 ROE 및 PBR비교



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

국가별 증시 재평가 정책

국가	정책명	주요정책
한국	자본시장 개혁과제: 기업가치 제고 방안	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 기업가치 제고 중심의 코리아디스카운트 해소</li> <li>- 상장사가 PBR(순자산비율)과 ROE(자기자본이익률)를 비교공시하고 기업가치 개선 계획 등을 공표 권고</li> <li>- 배당 확대 및 자사주 소각과 같은 조치를 취하도록 유도</li> </ul>
중국	자본시장 고품질 발전	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 감독 강화 및 위험 대비를 통해 자본시장의 '고품질 발전'</li> <li>- 투자자의 정당한 권익이 한층 효과적으로 보호</li> <li>- 상장·퇴출 규제 강화</li> <li>- 국유기업 개혁</li> </ul>

### 2025년 하반기, 미국 규제 완화 및 부양책 기대감에 미국 주도 장세 재개

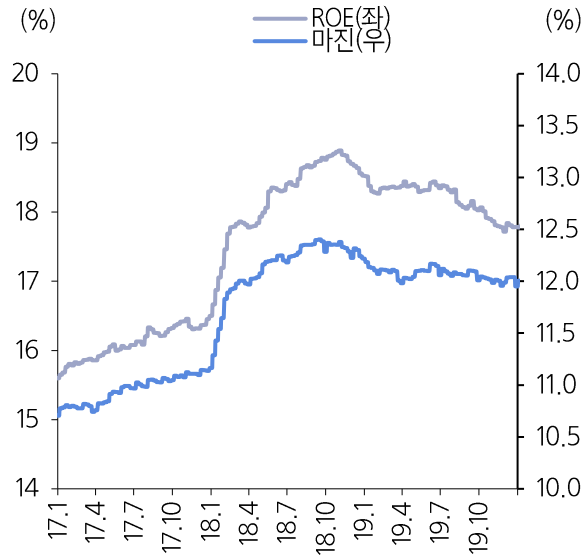
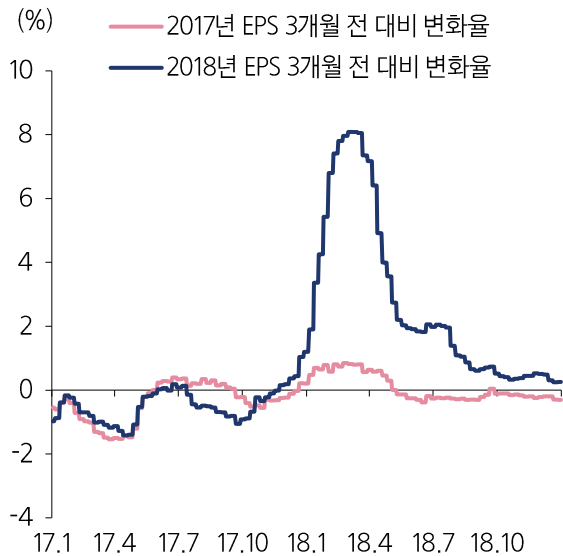
구분	세부 내역
보조금 지원 정책 축소/폐지 및 법인세 인하	<ul style="list-style-type: none"> <li>인플레이션감축법(IRA)을 폐지 또는 엄격한 지원 요건을 통해 지원 규모를 축소할 가능성(전기차 보조금 및 세액 공제 요건 축소)</li> <li>전기차 보조금과 첨단제조 생산세액공제(AMPC) 중 전기차 보조금 변화 및 IRA 배터리 분야 지원 정책을 축소</li> <li>반도체 지원법 관련 지원 축소</li> <li>법인세 인하(21%→15%)</li> </ul>
AI/빅테크	<ul style="list-style-type: none"> <li>유럽연합(EU) 등 여러 국가가 추진 중인 디지털 서비스세(DST) 부과에 대해 강경 대응을 시사</li> <li>AI와 기술 산업 전반에 있어서 윤리 및 안전 규제가 완화 (AI 행정명령 폐지): 정책 지원 확대를 위한 新AI행정명령 구상</li> <li>광대역 인터넷 서비스에 정부가 보조금을 지급</li> </ul>
전기차/자율주행	<ul style="list-style-type: none"> <li>전기차 의무화 및 자동차 탄소 배출량 감축 정책 철회</li> <li>자율주행 관련 주 단위 규제를 연방 차원의 통합 규제 체계를 마련할 계획</li> <li>미국고속도로안전국(NHTSA)는 연간 자율주행 차량 배치 수를 2,500대로 제한 중이며, 트럼프는 10만대까지 확대 계획</li> </ul>
에너지	<ul style="list-style-type: none"> <li>화석연료 생산을 늘리고, 파리 기후협약 재탈퇴와 함께 기후변화 대응에 소극적 입장</li> <li>친환경·에너지 관련 규제 완화를 통해 화석연료, 원전 지원 확대</li> <li>미국 내 연방 토지 내 시추 허가 확대 및 화석 에너지 인프라(발전소, 송유관, 항만, 정유시설 등) 건설 투자 및 지원</li> </ul>
금융	<ul style="list-style-type: none"> <li>불거릴 규제 완화: 대출 확대 및 중소기업들의 자금조달 규제 완화</li> <li>금융 규제 완화를 통해 금융기관들의 M&amp;A 장려</li> </ul>
우주산업	<ul style="list-style-type: none"> <li>아르테미스 계획을 통해 우주 탐사 목표 강화: NASA 예산 증액 및 민간 우주 기업들과의 협력 강화</li> <li>상업적 우주 활동을 위한 예산 지원</li> <li>Space Policy Directive-2와 같은 우주산업 행정 명령을 통해 민간 우주 기업들의 자유로운 사업 환경 조성</li> <li>우주자원 채굴법을 통해 민간 기업들이 우주 자원을 활용하는데 중요한 법적 기반을 제공</li> </ul>

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

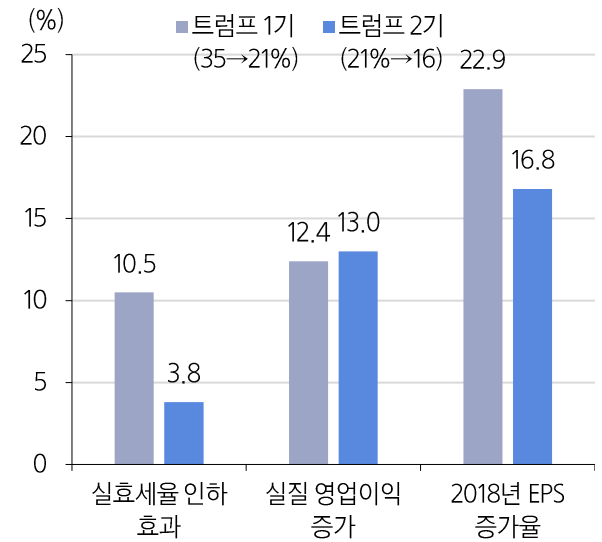
2025년 하반기부터 2026년에 시행될 법인세 인하를 반영하기 시작할 것: EPS의 상향 조정 가능성

- 정책 전환 불확실성 완화되는 시점은 하반기가 될 전망이며, 하반기 주식시장의 핵심 동력은 마진과 쓸림현상이 될 전망
- 미국의 마진은 트럼프 행정부의 법인세 인하로 개선될 가능성이 높음
- 2018년 법인세는 35%에서 21%로 인하되면서 미국 기업이익은 빠르게 상향조정, 미국기업의 마진 개선세와 ROE 확장도 확인
- 트럼프는 법인세를 21%에서 15%로 인하할 것: 실효세율 하락의 효과로 EPS 증가율은 3.8%p 상승할 것

2018년 법인세 인하로 EPS는 상향조정 : ROE 확장+마진 개선세



법인세 인하 효과 추정치



자료: Refinitiv, Institute on Taxation and Economic Policy, 삼성자산운용 투자리서치센터

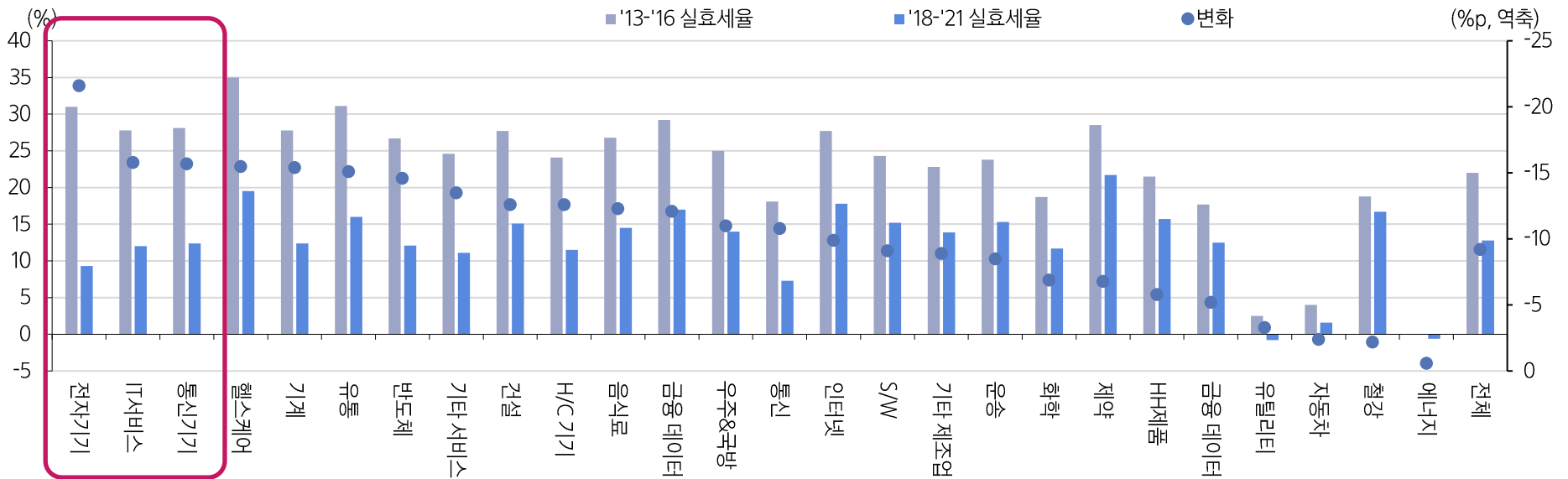
# 글로벌 주식시장

\* 법인세 인하 효과에 따른 수익성 개선이 예상되는 테크주

법인세 인하의 수혜를 많이 받는 섹터는 IT, 통신, 헬스케어

- 2016년 법인세 인하 당시 실효세율의 인하 폭이 가장 컸던 섹터는 IT, 통신, 헬스케어 등
- 법인세 인하로 성장주들의 마진과 ROE가 상대적으로 빠르게 개선된다는 점에 주목
- 수익성이 높아진 IT 섹터가 상대적으로 아웃퍼폼할 가능성이 높다고 판단

미국의 평균 실효세율 추이



자료: Institute on Taxation and Economic Policy, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 글로벌 주식시장

\* 하반기는 미국으로의 쏠림 현상이 강화될 수 있는 시점

마진 전망치 개선 섹터: 규제완화(에너지, 금융, IT) + 미국 우선주의(산업재, 소비재, 유틸리티)

섹터	실제치						예상치	전망치	
	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26
S&P500	10.5	11.8	11.5	10.1	12.9	12.0	11.9	12.4	13.5
에너지	4.3	7.1	5.3	-0.9	7.4	12.3	10.8	9.0	9.5
소재	9.9	10.5	9.3	9.1	12.8	12.4	10.8	9.8	11.3
산업재 (자본재)	8.8	9.6	9.8	7.7	9.2	9.5	10.3	10.2	11.6
산업재 (상업/전문 서비스)	12.3	12.8	13.6	11.6	11.7	13.3	14.1	16.0	16.2
산업재 (항공/운송)	8.0	8.9	9.4	-3.6	3.9	5.1	8.2	8.2	9.1
경기소비재 (자동차&부품)	5.9	5.2	4.2	4.1	7.3	7.6	6.0	5.9	6.3
경기소비재 (의류&내구재)	7.7	8.4	7.5	8.5	10.9	10.9	11.3	11.2	11.5
경기소비재 (소매)	5.4	6.4	6.5	6.3	6.7	4.4	6.9	8.5	8.9
필수소비재 (대형마트)	2.4	2.6	2.6	2.5	2.6	2.8	2.8	2.8	2.8
필수소비재 (음식료&담배)	12.8	13.7	13.2	13.3	13.3	11.7	11.7	12.2	12.5
필수소비재 (HH제품)	13.3	13.9	14.6	15.2	15.0	13.9	14.1	15.0	15.5
헬스케어 (장비&서비스)	5.0	5.6	5.2	4.9	5.1	4.8	4.5	4.3	4.5
헬스케어 (제약바이오)	27.5	28.9	31.1	29.8	30.9	30.6	23.1	23.3	28.8
금융 (은행)	21.1	24.6	25.7	17.0	31.0	23.5	24.1	24.1	24.6
금융 (다각화금융)	13.7	17.8	14.8	14.3	21.1	19.3	18.3	20.3	21.0
금융 (보험)	7.9	8.8	9.7	9.1	11.0	8.7	10.3	12.0	12.6
IT (소프트웨어)	19.9	21.7	22.4	22.9	25.6	25.0	26.0	27.6	27.5
IT (하드웨어&장비)	15.6	16.3	16.0	16.2	19.8	19.1	17.3	18.4	19.0
IT (반도체)	26.0	30.0	27.7	27.2	31.0	28.8	29.0	32.4	37.2
통신서비스 (유무선 통신)	13.0	14.0	13.8	13.1	14.0	14.1	14.0	13.7	13.9
통신서비스 (미디어&엔터)	14.7	17.1	15.0	14.8	18.6	12.2	15.2	18.3	19.9
유틸리티	12.1	12.9	13.8	14.9	13.0	12.1	12.5	13.7	14.3

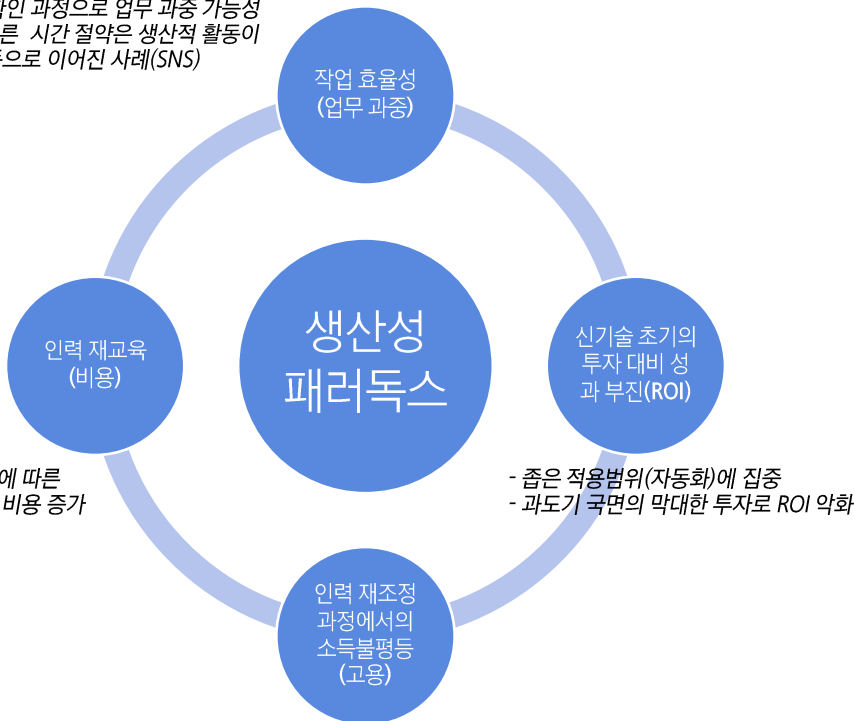
자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

# AI 산업 발전의 큰 그림

## ② 법인세 인하에 따른 잉여 현금으로 Non-Tech의 보완적 투자가 기대

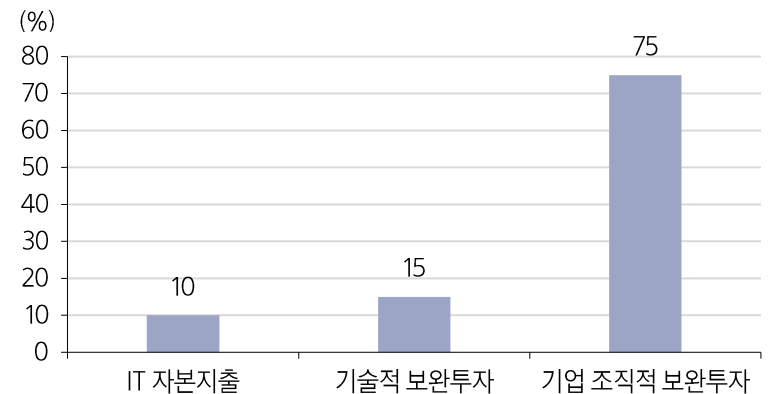
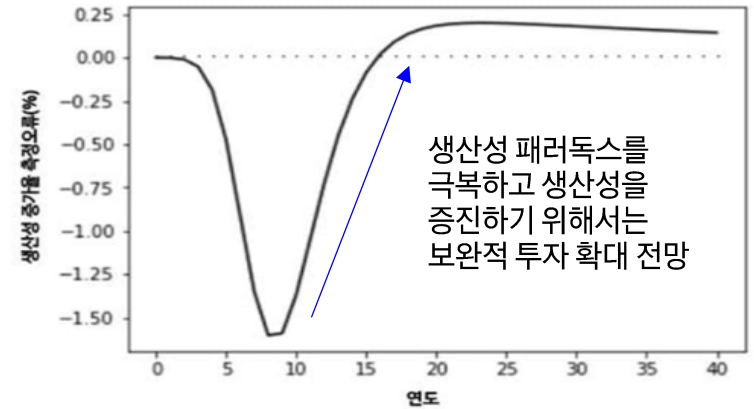
### 생산성 패러독스의 원인

- AI 작업의 재확인 과정으로 업무 과중 가능성
- 기술적용에 따른 시간 절약은 생산적 활동이 아닌 여가 활동으로 이어진 사례(SNS)



WEF는 8300만 직업은 소멸,  
6900만 직업이 신규로 생길 것으로 전망

### J-Curve와 보완적 투자



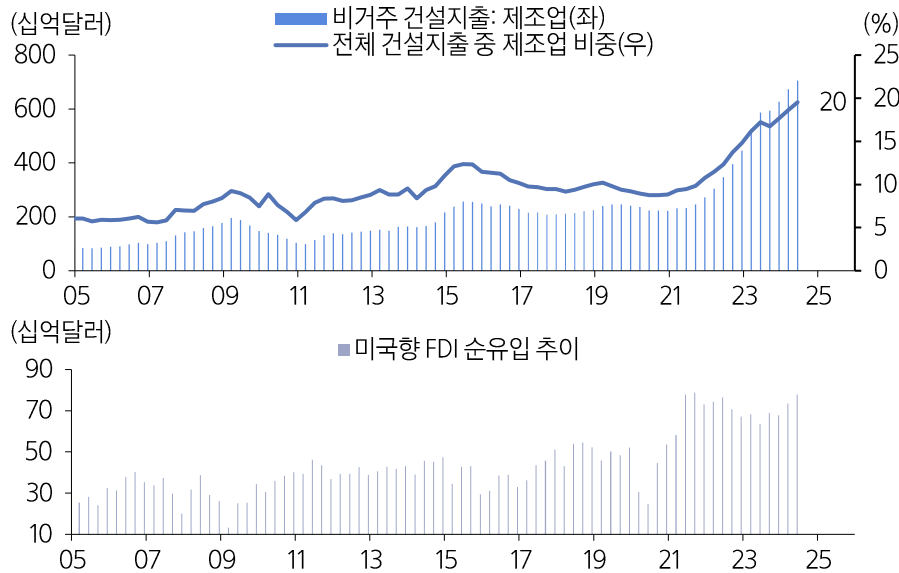
자료: Erik Brynjolfsson . 2018. "THE PRODUCTIVITY J-CURVE: HOW INTANGIBLES COMPLEMENT GENERAL PURPOSE TECHNOLOGIES", 삼성자산운용 투자리서치센터



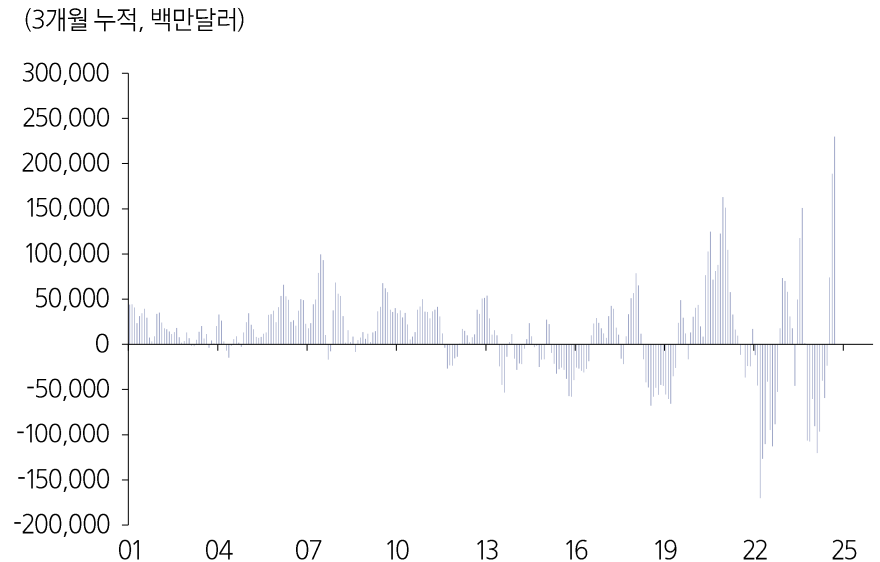
달러 강세 국면에서 미국으로의 자금 쏠림이 나타날 것으로 예상: 하반기 미국 주도 장세가 재현될 가능성이 높음

- 코로나19사태 이전 대비 美 제조업 건설 지출 및 FDI는 글로벌 공급망 재편 및 정책(IRA+CHIPS) 모멘텀에 빠르게 증가
- 트럼프의 통상정책, 상대적 경기 모멘텀 우위(인구 보너스), AI 패권 등을 고려하면 구조적 자금 쏠림현상이 나타날 전망
- 한편 트럼프의 재정적자 확대에 따른 미 국채 발행 증가는 금리 상승 및 달러화 강세 요인으로 작용
- 달러 강세 국면에서는 미국으로 자금이 쏠릴 가능성이 높음

### 외국인직접투자 추이



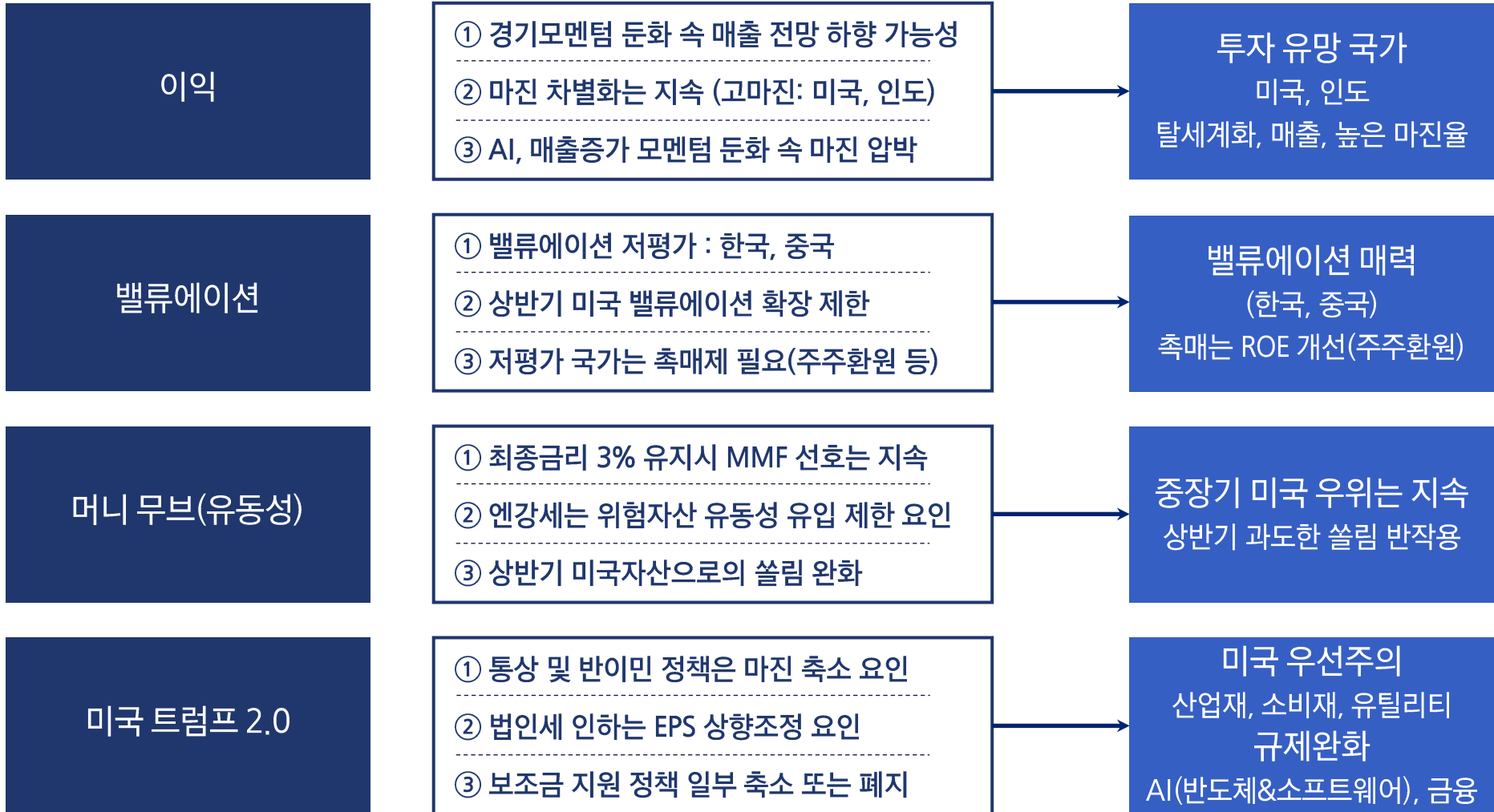
### 미국 주식시장 외국인 순매수 추이



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

# '25년 주식시장 변동 요인 점검

\* 이익, 밸류에이션, 트럼프



## '25년 House View (자산시장 뷰)

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

자산군		실제치			25년 전망				
		22년	23년	24년(E)	상단	하단	25년말	투자의견	
								3개월	12개월
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
국내	국내 (코스피)	2,236	2,655	2,472	2,800	2,300	2,600	OW	N

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

# 미국 주식시장

\* 연간 미국 증시 주도력은 유효

'25년 미국 주식시장 전망  
S&P500 연간 밴드: 5,600~6,500pt

- '24년 리뷰
  - 상반기 AI모멘텀 + 트럼프 트레이드(로테이션)
  - S&P500 연초대비 수익률: 25.1%

- '25년 전망 및 체크포인트
  - 상반기: 미국 정책 전환 노이즈 + AI 수익성 논란
  - 하반기: 규제 완화 + 경기 부양책 = 마진 개선 기대

- \* 주요 변수
  - ① IT 섹터 EPS의 연초대비 하향 조정 폭
  - ② 하반기, 미국 기업 EPS 증가율 상향 조정
  - ③ 미국으로의 자금 쏠림 현상

자료: Bloomberg, CEIC, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

## 미국 주식시장 주요 지표 현황 및 컨센서스

			22년	23년	24년	25년
이익	SPS	증가율	12.8	2.1	4.9	5.4
		연초대비 변화율	6.9	0.8	0.0	
	EPS	증가율	4.8	1.2	9.8	14.2
		연초대비 변화율	-3.2	-4.3	-1.3	
	마진	현재	12.0	11.9	12.4	13.5
		연초대비 변화율	1.2	0.6	0.2	
섹터 이익	S/W	EPS 증가율	8.2	9.6	16.7	10.5
		연초대비 변화율	-6.4	-3.6	1.9	
	H/W	EPS 증가율	10.4	-2.9	9.0	11.4
		연초대비 변화율	4.3	-1.4	2.2	
	반도체	EPS 증가율	1.4	1.2	37.7	43.8
		연초대비 변화율	-6.4	13.6	8.2	
밸류에이션	12MF PER	현재	17.3	22.15	25.35	22.2
		표준화(3년기준)	-1.4	0.3	1.6	
	12MF PBR	현재	2.2	2.6	3.2	3.0
		표준화(3년기준)	-1.3	0.1	1.7	
	12MF ROE	현재	21.0	19.7	19.9	20.5
		표준화(3년기준)	0.6	0.1	0.8	
유동성/수급	달러화		103.5	101.3	107.6	
	명목 금리(10년)		3.8	3.9	4.4	
	실질 금리(10년)		1.8	2.0	2.3	
	장단기 금리차		-0.6	-0.4	0.1	

# 유로존 주식시장

\* 미국발 불확실성 + 정치적 불확실성 vs. 중국 부양책 기대감

## '25년 유로존 주식시장 전망

유로스톡스 연간 밴드: 4,350 ~ 5,000pt

### · '24년 리뷰

- 정치적/경기 불확실성에도 통화정책이 하단 지지
- 유로스톡스50 연초대비 수익률 : 5.9%

### · '25년 전망 및 체크포인트

- 상반기: 관세 위협 vs 통화정책 기대감
- 하반기: 中 부양책 기대감 + 기준금리 인하 가속화

### \* 주요 변수

- ① 미국발 관세에 따른 매출의 연초대비 변화율
- ② 기준금리 인하에 따른 증시 할인율 하단 지지
- ③ 정치적/재정적 불확실성에 따른 유로화 변동성

## 유로존 주식시장 주요 지표 현황 및 컨센서스

			22년	23년	24년	25년
이익	SPS	증가율	25.9	0.7	-1.9	3.4
		연초대비 변화율	23.0	7.1	-3.3	
	EPS	증가율	25.3	4.1	-3.6	8.0
		연초대비 변화율	20.3	4.4	-7.5	
	마진율	증가율	9.2	9.5	9.3	9.8
		연초대비 변화율	0.2	0.2	0.4	
섹터 이익	자동차	EPS 증가율	12.2	5.0	-31.2	12.7
		연초대비 변화율	12.9	15.3	-29.5	
	소비재	EPS 증가율	8.4	-0.5	-3.0	15.7
		연초대비 변화율	-5.7	-14.4	-18.5	
	금융	EPS 증가율	7.3	20.0	11.2	4.2
		연초대비 변화율	8.2	12.0	5.8	
밸류에이션	12MF PER	현재	11.5	12.8	14.0	13.0
		표준화(3년기준)	-1.3	-0.4	0.9	
	12MF PBR	현재	1.1	1.2	1.3	1.3
		표준화(3년기준)	-0.8	-0.4	0.9	
	12MF ROE	현재	14.8	15.0	13.6	13.8
		표준화(3년기준)	1.2	0.9	-0.5	
유동성	유로화		1.06	1.10	1.04	
	대미 금리차		1.31	1.93	2.16	
	기준금리		2.00	1.00	1.35	

자료: Bloomberg, CEIC, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 일본 주식시장

\* 통화정책 정상화 및 내수 시장 활성화

'25년 일본 주식시장 전망  
토픽스 연간 밴드: 2,450 ~ 2,800pt

- '24년 리뷰
  - 실질소비 부진했으나, 엔저기조가 지수 상승 주도
  - 토픽스 연초대비 수익률: 14.0%

- '25년 전망 및 체크포인트
  - 상반기: AI 수익성 검증 + 정치/통화정책 불확실성
  - 하반기: 통화정책 정상화에 따른 내수 활성화 기대

**\* 주요 변수**

- ① 통화정책 정상화: 미-일 금리차 축소와 엔화 강세
- ② 기업 밸류업 프로그램에 따른 외국인 순매수
- ③ 美 관세 vs 내수 소비 강화에 따른 섹터 이익 변화

자료: Bloomberg, CEIC, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

## 일본 주식시장 주요 지표 현황 및 컨센서스

			FY23	FY24	FY25	FY26
이익	SPS	증가율	15.7	5.6	-1.2	2.9
		연초대비 변화율	17.6	10.6	2.5	
	EPS	증가율	3.6	17.7	7.7	9.3
		연초대비 변화율	-1.7	6.2	3.8	
	마진율	증가율	5.5	6.1	6.7	7.1
		연초대비 변화율	1.1	0.3	-0.1	
섹터 이익	자동차	EPS 증가율	0.4	70.3	-8.1	6.7
		연초대비 변화율	-13.4	36.0	-4.7	
	전자제품	EPS 증가율	-0.1	6.3	11.9	15.5
		연초대비 변화율	-4.8	-6.1	-0.2	
	도매	EPS 증가율	21.0	-7.1	6.5	-1.2
		연초대비 변화율	55.7	10.3	7.3	
밸류에이션	12MF PER	현재	12.4	14.3	14.9	13.7
		표준화(3년기준)	-1.2	-0.2	0.3	
	12MF PBR	현재	0.8	0.9	1.0	1.0
		표준화(3년기준)	-0.8	0.0	0.9	
	12MF ROE	현재	9.2	9.0	9.1	9.3
		표준화(3년기준)	0.8	0.6	0.9	
유동성/수급	엔달러		130	136	157	155
	대미 금리차		2.67	3.05	3.81	3.34
	외국인 (십억엔)			2,216.8	-8,749.0	5,739.4
	기관 (십억엔)			386.2	-4,294.7	-211.0
	개인 (십억엔)			-1,546.4	8,108.6	-1,853.0

# 중국 주식시장

\* 상반기, 경기부양책과 증시 재평가에 따른 순환적 반등 기대

'25년 중국 주식시장 전망  
CSI300 연간 밴드: 3,600~4,200pt

- '24년 리뷰
  - 경기 부진 우려 지속, 부양책 기대감에 하반기 반등
  - CSI300지수 연초대비 수익률 : 12.7%

- '25년 전망 및 체크포인트
  - 상반기: 미 관세 vs. 증시 재평가 + 경기 부양책
  - 하반기: 미국 주도 장세에서의 하방 압력

- \* 주요 변수
  - ① 美 관세와 경기부양책에 따른 SPS 연초대비 변화
  - ② 가계/기업 디레버리징 개선에 따른 유동성 확대
  - ③ 상반기, 증시 재평가 기조에 따른 ROE 확대 기조

자료: Bloomberg, CEIC, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

## 중국 주식시장 주요 지표 현황 및 컨센서스

			22년	23년	24년	25년
이익	SPS	증가율	10.7	12.5	-1.4	6.6
		연초대비 변화율	4.0	1.6	-7.6	
	EPS	증가율	5.8	12.5	10.7	9.6
		연초대비 변화율	-14.8	-13.0	-3.6	
	마진율	현재	11.0	11.0	12.3	12.7
		연초대비 변화율	2.6	1.8	-0.5	
밸류에이션	12MF PER	현재	15.6	12.6	14.0	12.8
		표준화(3년기준)	-0.6	-1.5	-0.3	
	12MF PBR	현재	1.9	1.4	1.7	1.6
		표준화(3년기준)	-0.7	-1.6	-0.4	
	12MF ROE	현재	14.6	13.7	13.4	13.4
		표준화(3년기준)	1.1	-2.5	-1.6	
유동성	신용자극지수		-0.07	2.19	-3.70	
	위안화 대출 증가율		14.4	13.2	10.1	
	소비자대출		3,828	4,326	2,100	
	금리	MLF 금리(1년)	2.8	2.5	2.0	
		1년 대출 금리(LPR)	3.7	3.5	3.1	
		은행지급준비율	7.8	7.4	6.6	
경기	부동산	시공면적 증가율	-7.3	-7.8	-12.9	
		준공면적 증가율	-14.3	15.8	-23.4	
		판매면적 증가율	-26.8	-17.3	-17.7	
		투자 증가율	-9.5	-16.7	-9.8	
	소매판매	전체	-0.2	7.2	3.3	
		자동차	9.7	10.5	3.0	

# 한국 주식시장

\* 미국발 관세에 따른 이익 하향 조정 불가피

'25년 한국 경제 전망  
코스피 연간 밴드: 2,300~2,800pt

## '24년 리뷰

- 반도체 피크아웃 우려에 외국인 순매도세 지속
- 코스피 연초대비 수익률 : -5.8%

## '25년 전망 및 체크포인트

- 미국발 관세 영향에 따른 섹터별 이익 하향 조정
- 중국 부양책과 증시 재평가에 따른 순환적 반등

## \* 주요 변수

- ① 美 정책 전환에 따른 보조금 폐지/관세부과 규모
- ② 상반기 중국 부양책에 따른 매출 하향조정 방어
- ③ 증시 재평가에 따른 PBR 및 ROE 반전

자료: Bloomberg, CEIC, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

## 한국 주식시장 주요 지표 현황 및 컨센서스

			22년	23년	24년	25년
이익	매출	증가율	13.0	23.8	1.0	6.8
		연초대비 변화율	15.5	-7.3	-7.5	-8.3
	영업이익	증가율	32.2	-11.5	20.3	20.0
		연초대비 변화율	-16.6	-22.3	-1.7	0.2
	순이익	현재	37.5	-16.1	19.4	21.5
		연초대비 변화율	-18.3	-24.2	1.8	2.5
섹터 이익	반도체	현재	23.4	-56.3	57.0	49.1
		연초대비 변화율	-18.1	-86.7	53.0	30.8
	자동차	현재	32.3	19.0	37.8	4.2
		연초대비 변화율	5.5	34.3	9.8	7.1
	은행	현재	40.2	10.7	0.7	4.6
		연초대비 변화율	7.7	-7.5	-2.9	-2.2
밸류에이션	12MF PER	현재	10.6	10.8	8.5	8.5
		표준화(3년기준)	-0.3	-0.2	-1.6	
	12MT PBR	현재	0.8	1.0	0.9	0.9
		표준화(3년기준)	-1.2	-0.6	-1.0	
	12MF ROE	현재	7.7	8.4	9.8	9.8
		표준화(3년기준)	-0.8	-0.4	1.1	
수급	외국인	지분율	31	33	33	
		순매수(십억원)	-7,183	11,285	6,072	
	기관+개인	기관(십억원)	-11,376	1,035	-2,820	
		개인(십억원)	16,680	-13,834	-3,758	
경기	원달러		1,266	1,288	1,406	
	반도체 수출 증가율		-27.8	19.0	39.8	
	반도체 재고		0.6	1.3	1.4	
	DRAM 가격		-45.5	-18.2	-0.6	



'25년 금융시장 전망

'25년 자산별 전망 (미국 국채)

---

---

# Executive Summary

## 01 미국 국채시장

- 25년말 10년 금리 3.90% 예상. 상저하고 흐름에 하반기로 갈수록 스틱
- 25년 기준금리 3Q까지 매분기 25bp 인하하여 연말 3.75%, 금번 인하 사이클 Terminal rate은 3.25% 예상
- 상반기: 고용 둔화와 물가 안정에 주목하며 볼 플랫, 하반기: 기저로 인한 물가 반등과 재정 자극에 베어 스틱
- 주목 포인트: 트럼프 정부 하 재정적자 확대에 따른 국채 발행 부담, 고용 등 경기 급랭 가능성에 대한 경계

---

## 02 한국 국채시장

- 25년말 10년 금리 2.60% 예상. 미국채와 마찬가지로 상저하고 흐름에 하반기로 갈수록 스틱
- 25년 기준금리 3Q까지 매분기 25bp 인하하여 연말 2.25%, 금번 인하 사이클 Terminal rate은 2.25% 예상
- 상반기: 내수 부진과 외인 수급 유입에 볼 플랫, 하반기: 대외 금리 영향과 고개를 드는 물가 압력에 베어 스틱
- 주목 포인트: 대내 경기 동력 공백기, 국고채 발행 부담 vs. WGBI 관련 외인 수요

---

## 03 크레딧과 신흥국

- 크레딧 스프레드 상고하저 경로 하, 연간 소폭 확대 전망
- 역사적 저점 수준까지 하락한 스프레드 레벨 부담에 확대 압력 우세하나 견조한 펀더멘탈에 확대폭 제한적
- 스프레드 확대에 의한 평가손실은 국채금리 하락 및 이자수익으로 상쇄되며 양호한 투자 성과 기대

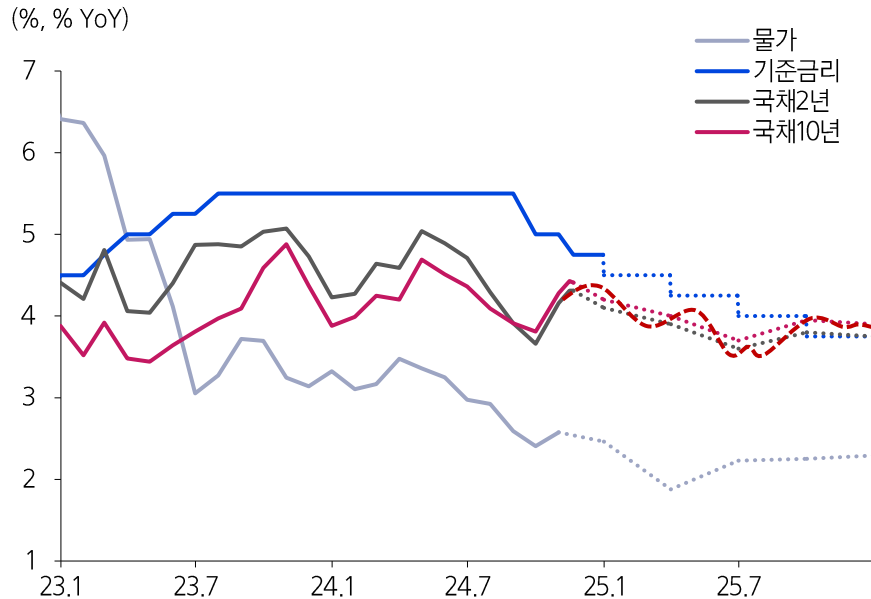
# 결론: 25년말 10년금리 3.90% 예상

\* 상저하고 흐름, 하반기로 갈수록 스틱

25년 기준금리 3분기까지 매분기 25bp 인하하여 연말 3.75%, 금번 인하 사이클 Terminal rate은 3.25% 예상

- 상반기는 고용 둔화와 물가 안정에 주목하며 불 플래트닝, 하반기는 기저로 인한 물가 반등과 재정 자극에 베어 스틱프닝
- 장기채 중심으로 담는 전략에서 하반기로 갈수록 장단기물 모두 담는 전략 적합
- 주목 포인트: 트럼프 정부 하 재정적자 확대에 따른 국채 발행 부담, 고용 등 경기 급랭 가능성에 대한 경계

## 미국 금리 경로



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

## 미국 금리 전망치

	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
기준금리	4.50	4.25	4.00	3.75	3.75
국채 2년	4.10	3.90	3.60	3.80	3.75
국채 10년	4.20	4.00	3.70	3.95	3.90
2/10 스프레드	0.10	0.10	0.10	0.15	0.15

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 분기말 전망치

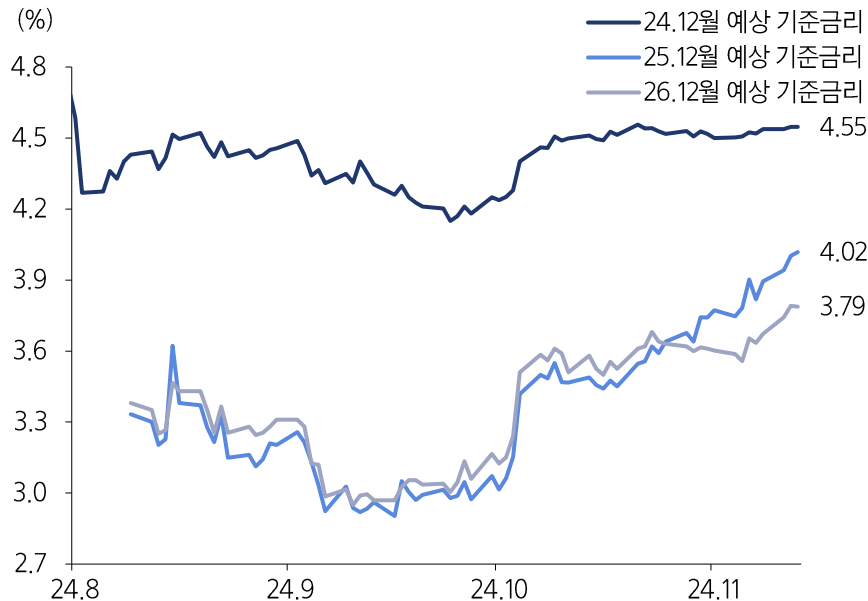
# 1. 너무 약한 기준금리 인하 기대

\* 시장은 내년 말 4.0% 예상

선도시장에서 예상하는 2025년 말 기준금리 예상치는 10월 초 3.0%에서 현재 4.0%까지 약 1%p 상승

- 최종 기준금리 수준으로 인식되는 2026년 말 기준금리 예상치 또한 3.8%에 불과
- 연준이 제시한 장기중립금리인 3.0%를 대폭 웃도는 수준. 9월만 하더라도 2.9%였던 점을 감안하면 시장 변동성 과도
- 10년 금리는 1년뒤 예상 기준금리와 동행해왔으나, 최근 들어 0.5%p 정도 상회 중

선도시장에 내재된 예상 기준금리



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

10년금리는 예상 기준금리도 상회



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

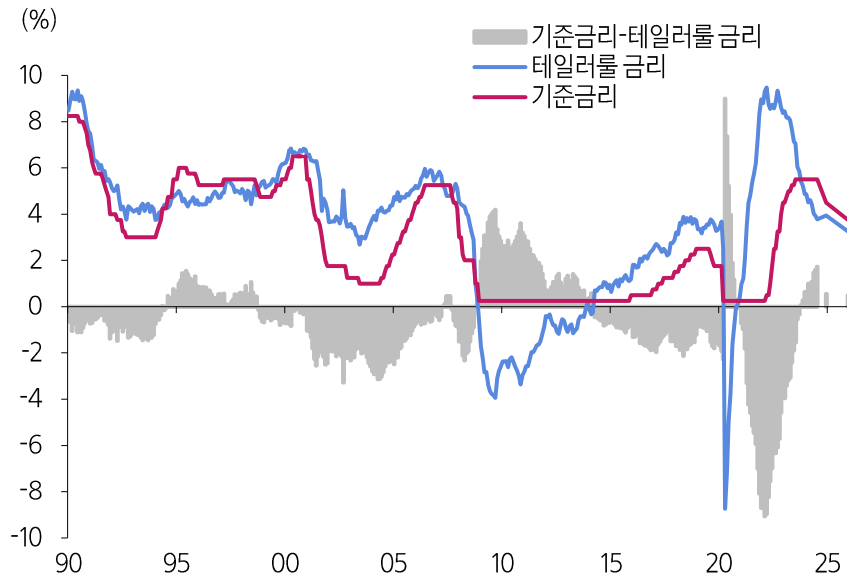
# 1. 너무 약한 기준금리 인하 기대

\* 테일러를 적정금리는 3.25% 근처

25년말까지 최소 3.5%나 3.75%까지 인하하는 것이 이론적으로 타당. 시장에서 예상하는 25년말 4.0%는 점차 조정될 듯

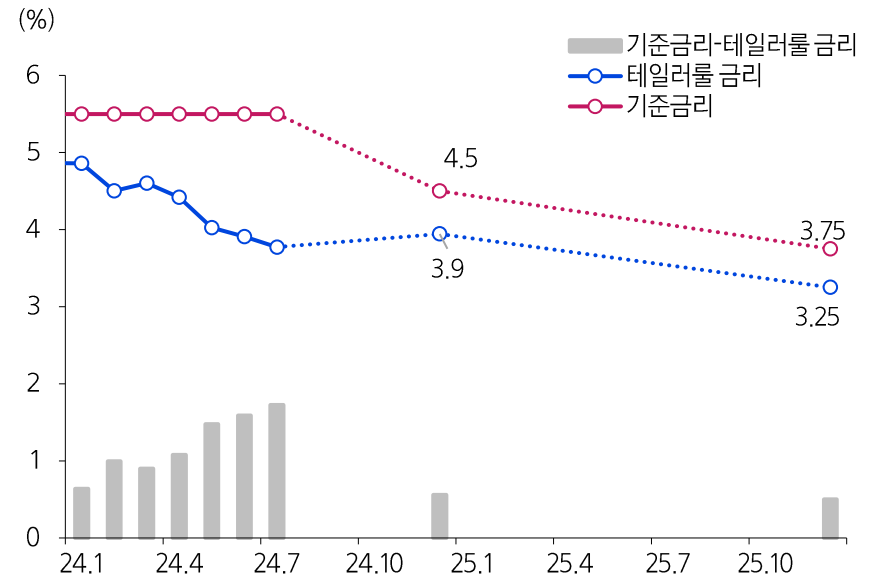
- 실질중립금리 0.73%(뉴욕 연은 추정치), 자연실업률(NAIRU) 4.4% (CBO) 추정치를 사용해서 테일러를 기준금리 계산
- 내년말 실업률과 핵심 PCE 물가를 4.4%, 2.3%로 적용. 실업률은 자연실업률 근처의 균형이며 물가는 목표치를 소폭 웃돌아 중립금리인 2%(물가 목표치) + 0.73% (실질중립금리) = 2.73% 보다 약간 높은 3.25%가 테일러를 적정금리

테일러를 장기시계열



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

테일러를 단기 예측 기준금리



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

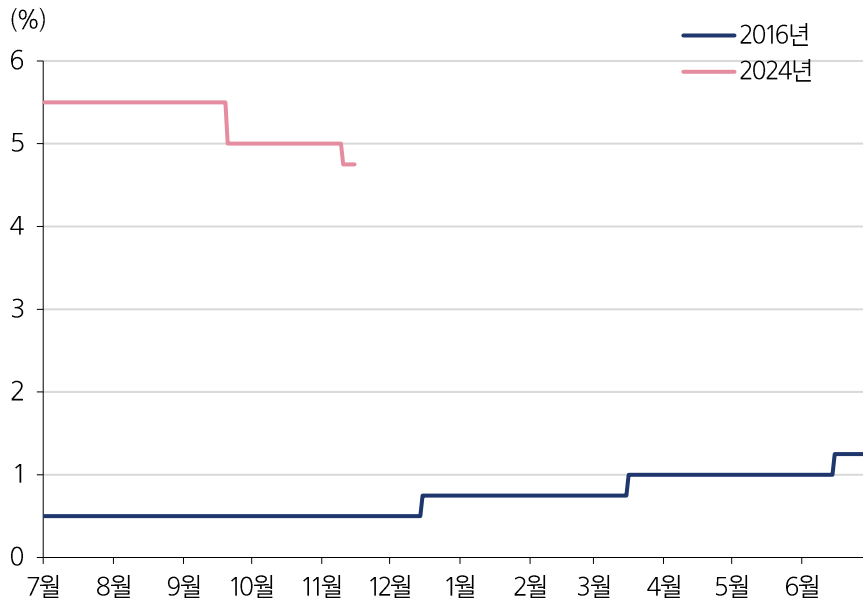
## 2. 트럼프효과: 2016년 복기

\* 그때와는 다른 통화정책 사이클

16년 트럼프 당선 직후 현재와 비슷하게 경기 경로 상향 가능성과 재정적자 확대 등에 금리 급등

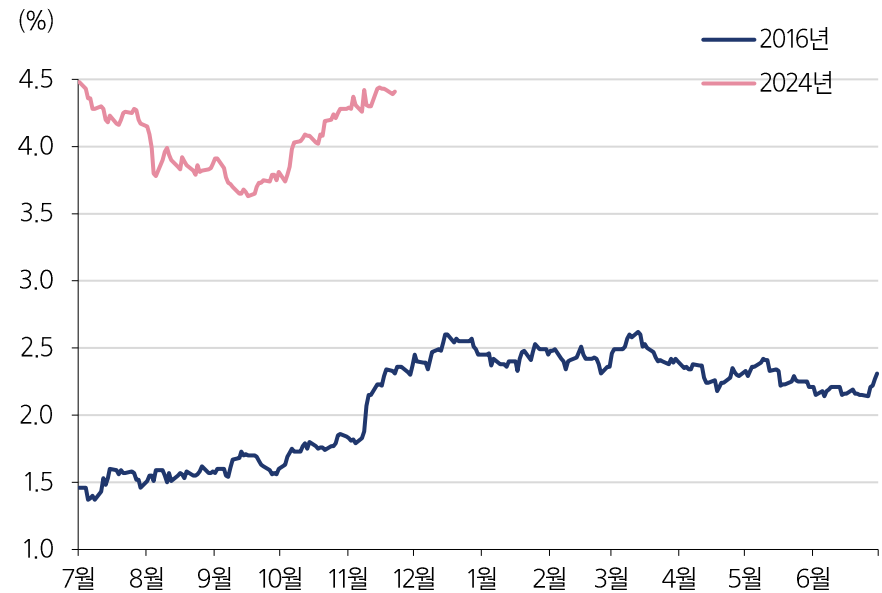
- 2016년에도 트럼프 당선 직후 10년 금리는 1.8%에서 2.6%까지 약 80bp 급등했던 경험
- 당시에와 현재와 비슷하게 경기 경로 상향 가능성과 재정적자 확대 등이 영향
- 다만 2016년에는 기준금리 인상 사이클의 초중반부였으며, 현재는 인하 사이클의 초반부라는 점이 차이점
- 현재 금리 상승폭은 통화정책 영향을 감안하면 오버슈팅의 영역

2016년과 현재 기준금리 경로 비교



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

2016년과 10년 금리 경로 비교



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

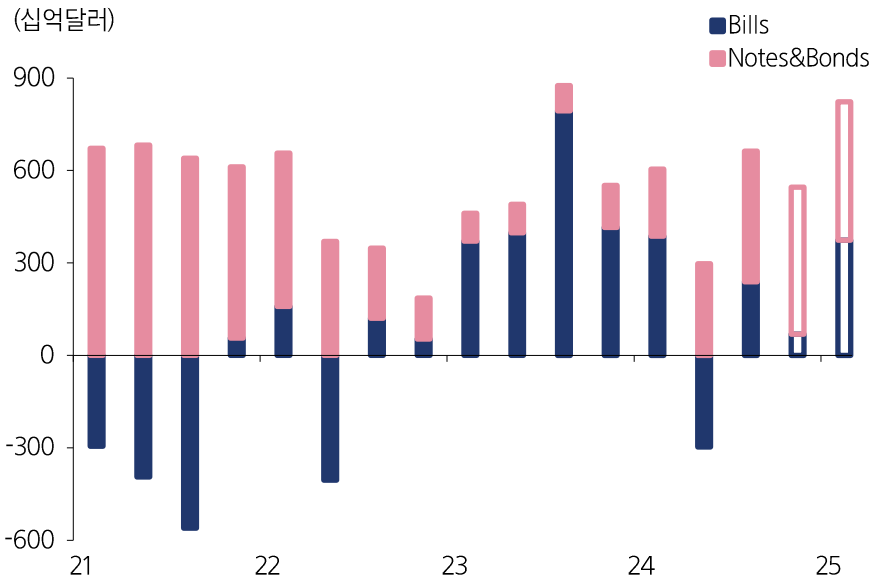
## 2. 트럼프효과: 2016년 복기

\* 단기채 중심의 자금조달 예상

트럼프 당선으로 재정적자 확대 우려 증가하나 취임 초기 단기채 중심으로 조달 전망

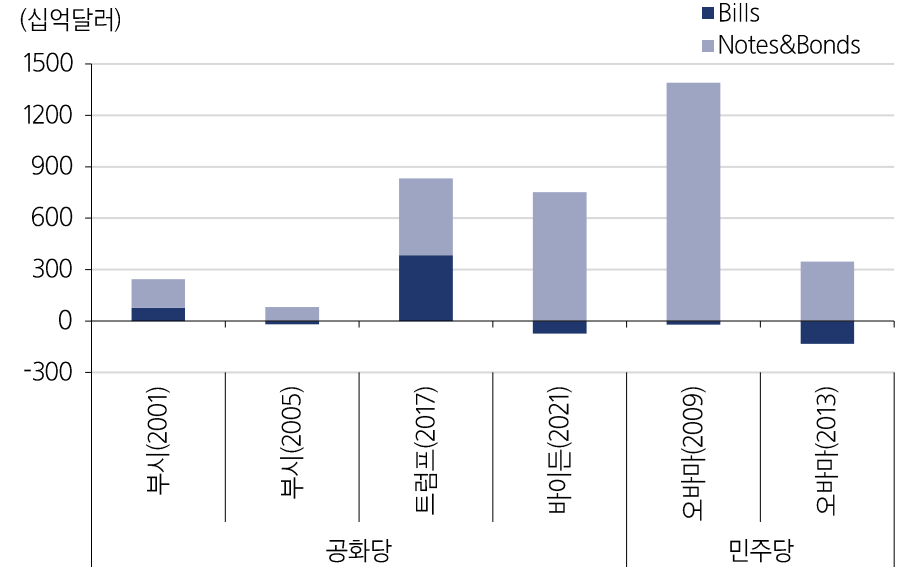
- 트럼프 당선과 레드 스위프로 10년간 누적 재정적자 약 8조달러 내외 확대될 것이라는 우려
- 과거 트럼프 취임 첫해 채권 발행이 여타 대통령 대비 많은 것은 사실이나, Notes와 Bonds보다는 단기채인 Bills 위주. 바이든 1기와 오바마 1기때에 비해서도 Notes, Bonds 발행량은 적은 편
- 현재 재무부의 채권 발행 기조도 Bills 위주이므로 실제 채권 수급에 악영향을 줄 Note, Bonds 발행량은 적정선에서 조절 예상

분기별 국채 발행 계획



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

대통령 취임 첫해의 채권 발행량



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

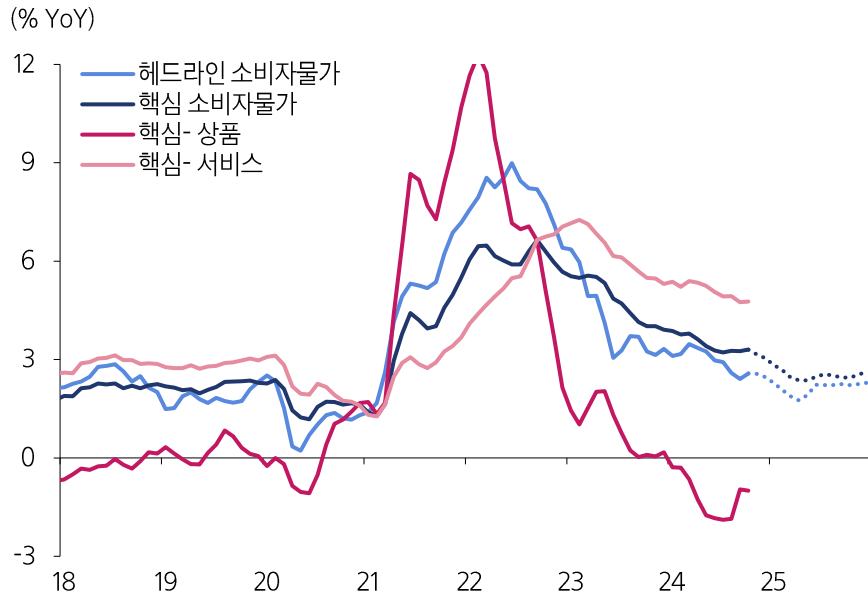
### 3. 펀더멘탈: 물가

\* 상품 중심으로 물가 하향 안정세

헤드라인 소비자물가 전년동월대비 2.6% 상승. 핵심 물가는 3.3% 수준

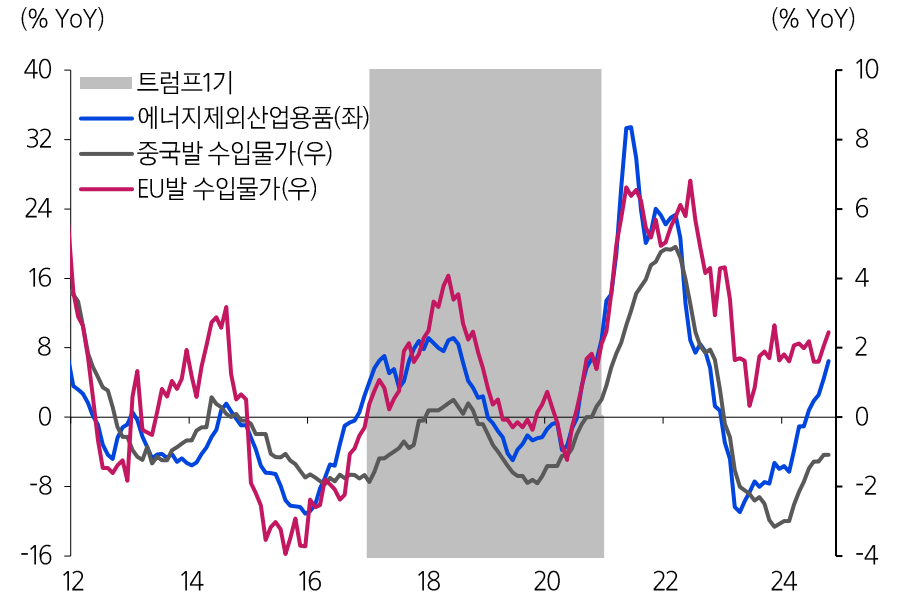
- 서비스 중심으로 일부 stickiness 이어지나 상품 중심으로 물가 하향 안정세 흐름은 유지되는 모습.
- 25년 전체와 핵심 소비자물가 상승률 각각 2.2%, 2.5% 내외 전망. 상반기 2% 초반 흐름 보이거나 하반기 기저효과 등에 2% 중반
- 트럼프 관세 현실화 시 16년 당시와 비슷한 물가 상승 압력 형성 가능

성질별 소비자물가



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 수입물가



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터



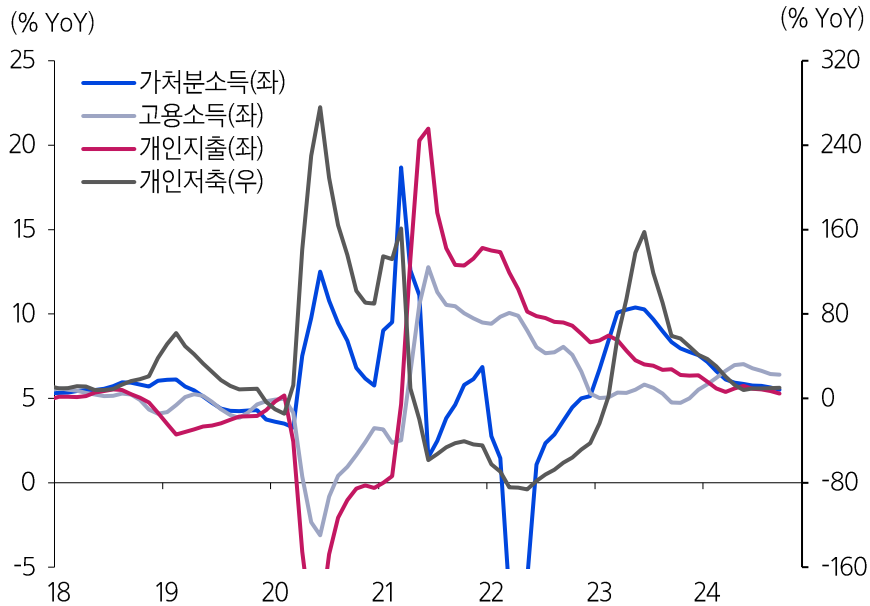
### 3. 펀더멘탈: 경기

\* 소비 완만한 둔화, 생산 더딘 개선

고용소득 증가세에 기반한 양호한 소비 경기 지속. 고용 추세는 뚜렷하게 둔화되는 모습

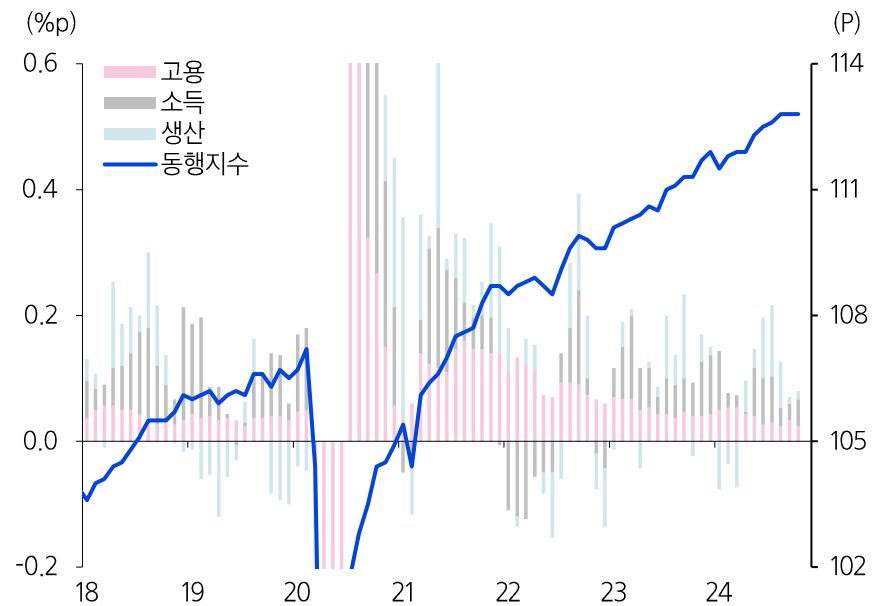
- 올해 미국 경기 확장세를 주도했던 고용과 소득 요인 영향은 일부 축소. 생산은 연중 잠시 개선되는 모습 보이나 4Q 이후 주춤
- 소비는 완만한 둔화를 이어가는 가운데 생산은 상대적으로 더딘 개선
- 제조업 PMI는 7개월 연속 기준치(50)를 밑도는 수축 국면

미국 소득과 지출, 저축



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 경기 모멘텀 요인 분해



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

### 3. 수급: 주체별 국채 순매수

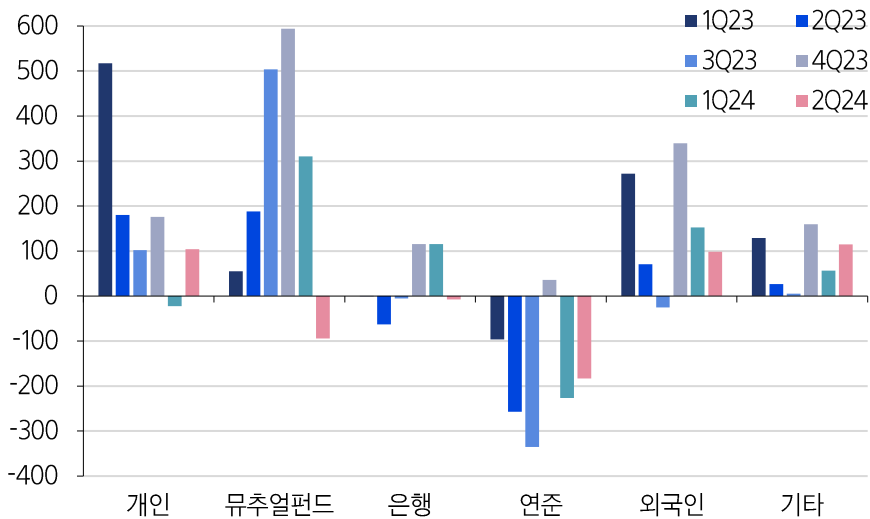
\* 채권의 높은 상대 매력

투자 주체별 국채 순매수에서는 최근 들어 뮤추얼 펀드의 순매수가 눈에 띄게 약화. 내년 매수세 강화 기대

- 11월 중순 기준 채권 10년 금리 4.46%로 S&P500의 Earnings yield인 4.48%와 비슷해진 수준
- 보통 주식대비 채권의 상대 매력이 강해지면 그 다음해의 뮤추얼 펀드 매입 강해지는 패턴
- 내년에는 뮤추얼펀드 중심으로 매수세 다시 강해질 전망

#### 분기별 미국 국채 순매수

(십억달러 QoQ)

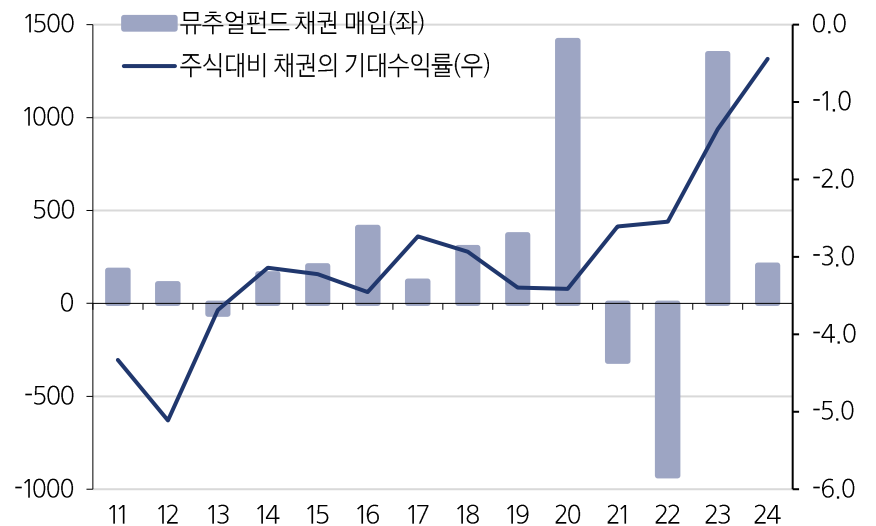


자료: SIFMA, 삼성자산운용 투자리서치센터

#### 높은 상대 수익률에도 낮은 매수 강도

(십억달러)

(%p)



주: 주식의 기대 수익은 S&P500의 Earning Yield, 채권은 10년 국채 금리  
 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

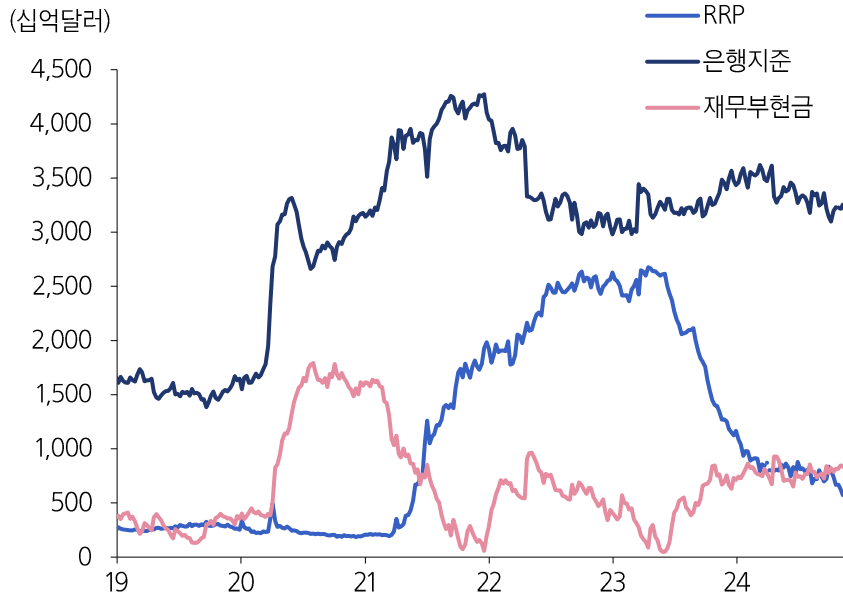
### 3. 수급: 주체별 국채 순매수

\* 국채 QT '25년 초 중단 예상

올해 주요 국채 순매도 주체였던 연준은 내년 초부터 자산긴축 중 국채의 자산긴축 중단 예정

- 자산긴축 지속으로 인해 역레포 시장의 자금은 이미 6,690억대까지 축소
- 지금까지는 역레포 시장에 머무르던 단기자금이 레포와 지준 시장으로 이동하면서 지준의 고갈을 방지
- 연말되면 역레포 자금 추가 감소 여력 더욱 줄어들면서 단기자금시장의 불안은 다시 확대될 수도. 내년 1분기경 QT 중단 논의될 것

연준의 부채변: RRP 예상보다 빠른 감소



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

은행 지준은 이미 QT 중단 임계점까지 감소



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

'25년 금융시장 전망

'25년 자산별 전망 (한국 국채)

---

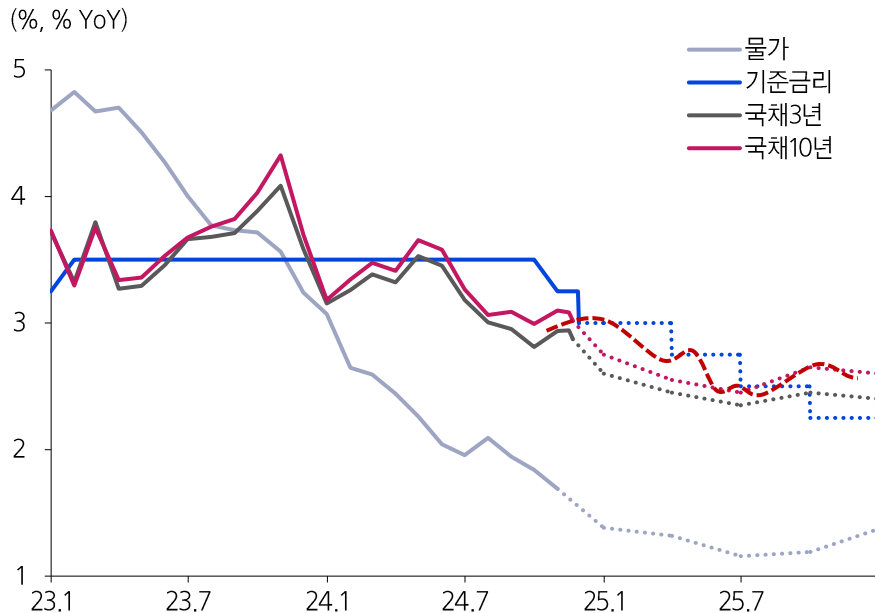
# 결론: 25년말 10년 금리 2.60% 예상

\* 상저하고 흐름, 하반기로 갈수록 스틱

25년 기준금리 3분기까지 매분기 25bp 인하하여 연말 2.25%, 금번 인하 사이클 Terminal rate은 2.25% 예상

- 상반기는 내수 부진과 외인 수급 유입에 불 플래트닝, 하반기는 대외 금리발 상승 압력과 고개를 드는 물가 압력에 베어 스틱프닝
- 미국채 대비 금리 하락 룬은 작으나 헤지비용 고려 시 충분히 매력적. 외인 수급 기대되는 중장기물 중심으로 담는 전략 적합
- 주목 포인트: 대내 경기 동력 공백기, 국고채 발행 부담 vs. WGBI 관련 외인 수요

### 한국 금리 경로



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

### 한국 금리 전망치

	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
기준금리	3.00	2.75	2.50	2.25	2.25
국고 3년	2.60	2.45	2.35	2.45	2.40
국고 10년	2.75	2.55	2.45	2.65	2.60
3/10 스프레드	0.15	0.10	0.10	0.20	0.20

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 분기말 전망치

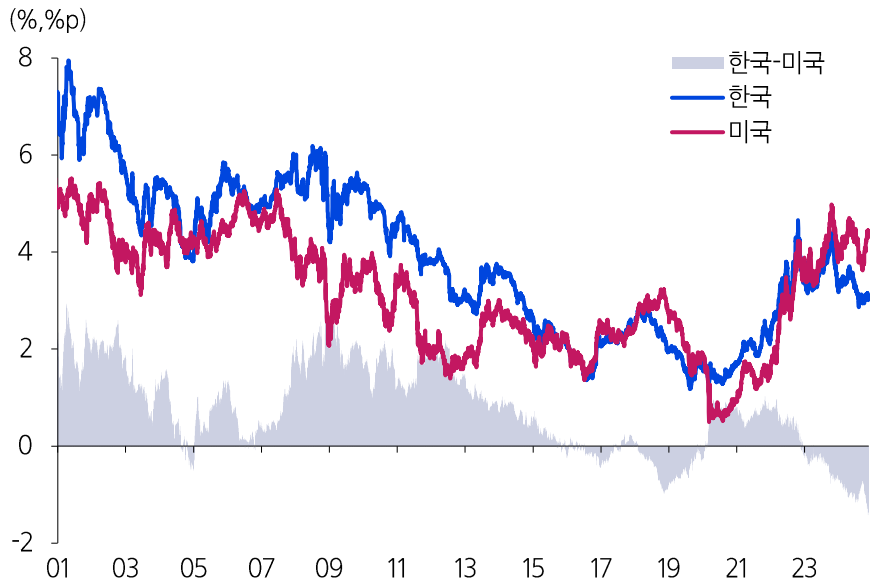
# 1. 한-미 중립금리 역전

\* 10년 금리 140bp 역전

미국과 한국 기준금리 역전은 '23년 최대를 달성한 가운데 10년 금리 역전도 최근 들어 사상 최대 폭 기록

- 트럼프 당선에 이어 레드 스윕으로 미국 10년 금리가 9월 저점 대비 80bp 넘게 급등한 반면 한국은 20bp 상승에 그친 영향
- 한국 금리는 대외 금리 연동돼 상승하면서도, 트럼프발 관세 부과에 따른 국내 성장률 둔화를 반영하며 상승폭 제한됐다 판단
- 내년을 포함해 중장기적으로도 한국의 성장률은 미국을 구조적으로 밀돌 가능성이 높아 기준금리와 10년 금리 역전 오래 지속될 듯

### 한국과 미국 10년 금리 차



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

### 한-미 기준금리 스프레드, 10년 금리 스프레드



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 1. 한-미 중립금리 역전

		미국		한국	
		실질중립금리	추세 인플레이션	실질중립금리	추세인플레이션
	현재	1.0%	2.1%	0.8%	2.0%
변동 요인	인구구조	↓	↓ (초장기에는 ↑)	↓↓	↓ (초장기에는 ↑)
	불평등	↓		↓	
	자본유출입	-		↓	
	재정정책	↑		↑	
	세계화	-	↑ 및 불확실성 확대	-	↑ 및 불확실성 확대
	결론	↓	↑	↓↓	↑
	추정치(2050년)	0.5%	2.5%	0.2%	2.3%

중립금리 모델 추정치

2.8~3.2%

1.8~3.3%

최종 기준금리 예상

3.25%

2.25%

10년 국채금리 수준

3.6% 전후

2.5% 전후

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터, 주: 실질 중립금리 현재 값은 각국 중앙은행 추정치의 중간값, 추세인플레이션은 내년까지 물가 전망 감안해서 HP 필터 적용한 현재 값

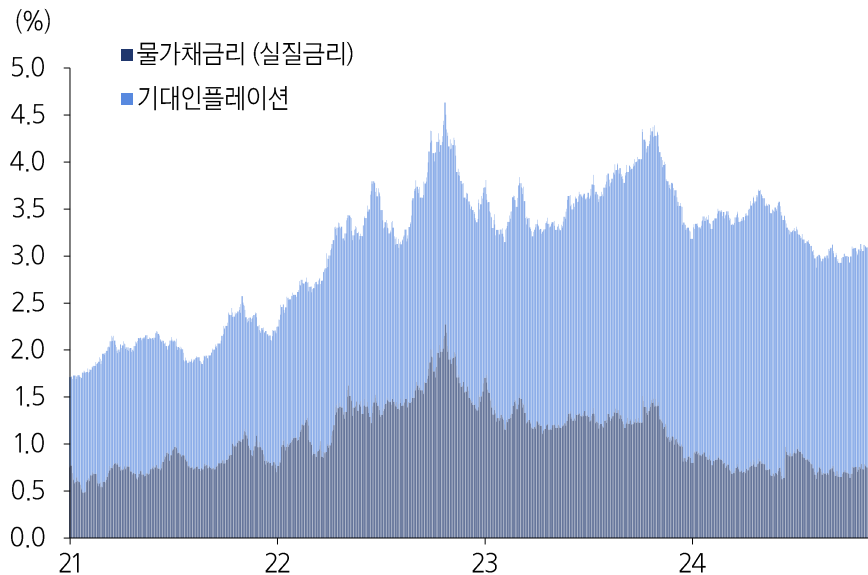
## 2. 펀더멘탈: 물가

\* 실제물가 1.5% < BEI 2.3%

한국 10월 물가 이미 1.3%대까지 하락. 올해 상반기 물가 상승을 견인했던 농산물 가격 안정의 효과가 상당

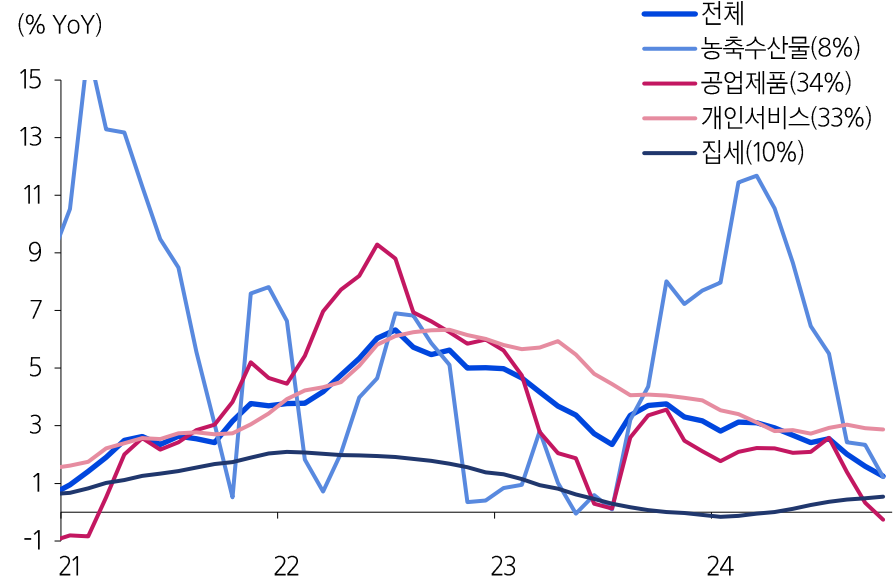
- 올해 상반기 평균 물가상승률 2.8% 중 농산물의 기여도 0.7%p 였으나 10월 0.05%p까지 기여도 축소. 내구재(-0.0%p)와 석유류(-0.6%p) 등 공급측 요인 기여도 대폭 축소. 아직 개인서비스(1.0%p)의 기여 높으나, 경기 둔화 진입으로 내년 후퇴 예상
- 내년 물가 상승률은 연평균 1.5% 내외를 예상하며 근원 물가도 마찬가지로
- 한편 채권금리에 내재된 기대 인플레이션은 2.3%(명목금리 - 물가채 금리 차)로 기대물가 측면에서도 하락 여력 존재

### 명목금리에 내재된 인플레이션은 2.4%



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

### 내년 물가는 1% 중반 예상



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터



## 2. 펀더멘탈: 경기

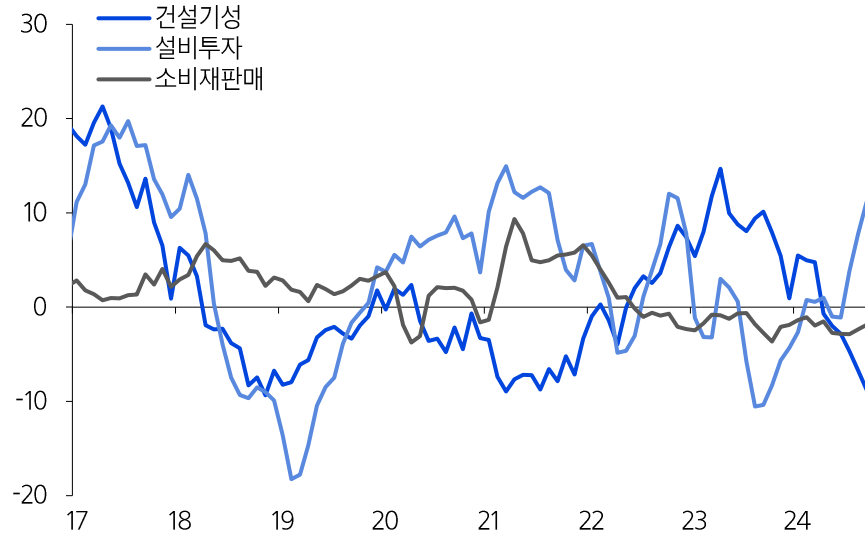
\* 내년 잠재성장률 근처로 둔화

한국 경제는 설비투자를 제외하고는 전 부문에서 부진한 상황

- 수출 경기는 상반기 피크 달성한 이후 현재까지 횡보 중이었으나, 미국향 수출이 빠르게 둔화 중이며 유로존과 중국도 내년의 경기 하강을 감안하면 수출 경기 내년부터는 후퇴 예상
- 고금리 여파로 건설 기성 증가는 3년만에 가장 낮은 상황이며, 소비경기도 약 3년째 YoY로 마이너스 증가흐름
- 내년 한국 경기는 잠재성장률 근처인 2% 내외 예상

### 건설, 설비, 소비

(% YoY, 3MMA)



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

### 국가별 수출

(% YoY, 3MMA)



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

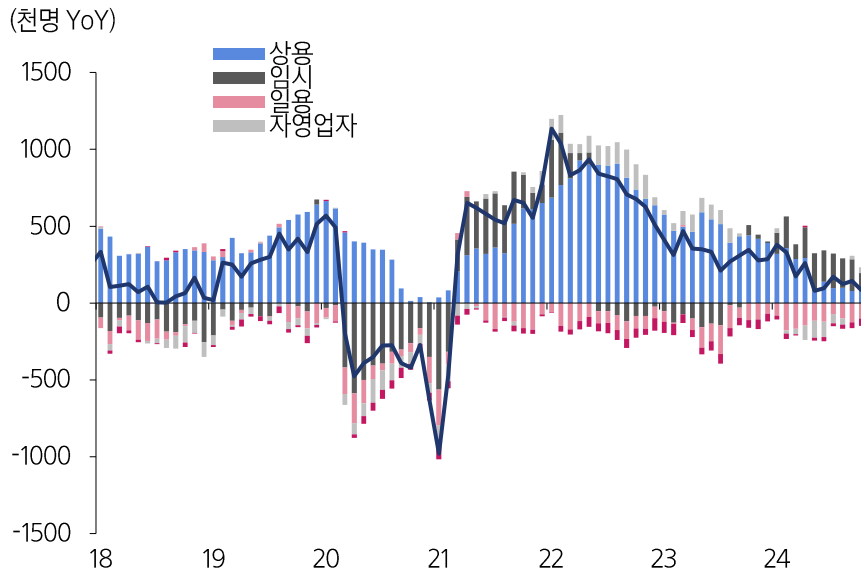
## 2. 펀더멘탈: 고용

\* 경기는 둔화 중

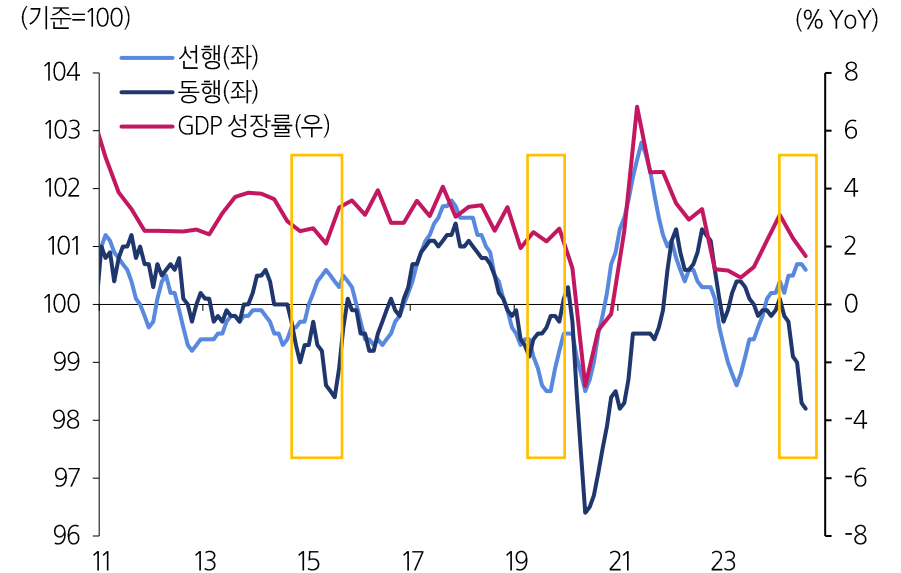
### 취업자수 증가폭은 양적 둔화 지속 중

- 고용 경기는 양적 둔화세. 질적 개선을 시사하는 상용직 증가폭은 또한 IMF와 코로나때를 제외하면 최저 증가속도
- 한편 선행과 동행지수 엇갈리며 경기 판단 혼란. 선행지수는 장단기금리차 홍보, 코스피/건설수주액/기계류 내수출하 하락에도 불구하고 재고순환/경기심리/수출입물가 비율 오름세를 지속하며 상승 중. 실물지표 반영하는 동행지수는 하락 반전 중
- 선행지표 상승은 환율과 과도하게 견고한 심리지표 때문으로, 동행지수에 따라 경기는 둔화 중이라고 판단

유형별 고용자수 증감



선행과 동행지수 (노란 박스는 엇갈릴 때)



자료: KOSIS, 삼성자산운용 투자리서치센터

자료: ECOS, 삼성자산운용 투자리서치센터

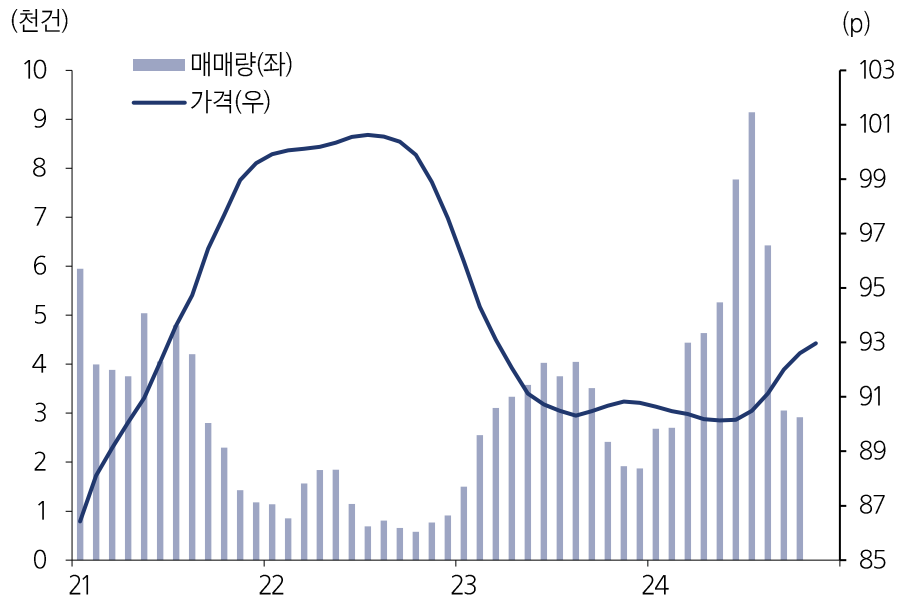
## 2. 펀더멘탈: 부동산

\* 소폭 진정된 금융불안

부동산 시장 불안 완화되며 통화정책 운신의 폭 확대

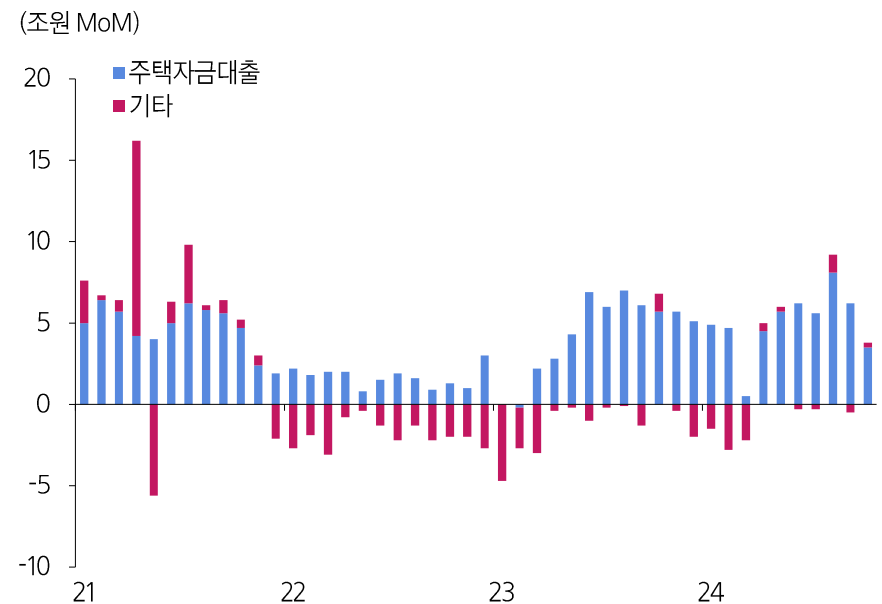
- 수도권 아파트 가격 상승 속도 진정된 가운데, 9~11월 아파트 매매량 또한 6~8월 대비 절반 미만으로 감소
- 지난 금통위에서 가계대출이 9월 한달 둔화됐으나 한달짜리 데이터로 확신할 수 없다고 언급됐는데, 10월 대출 데이터도 9월에 이어 둔화돼 금리 인하 운신의 폭 확대

수도권 아파트 매매량과 가격



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

가계대출 월간 증감



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

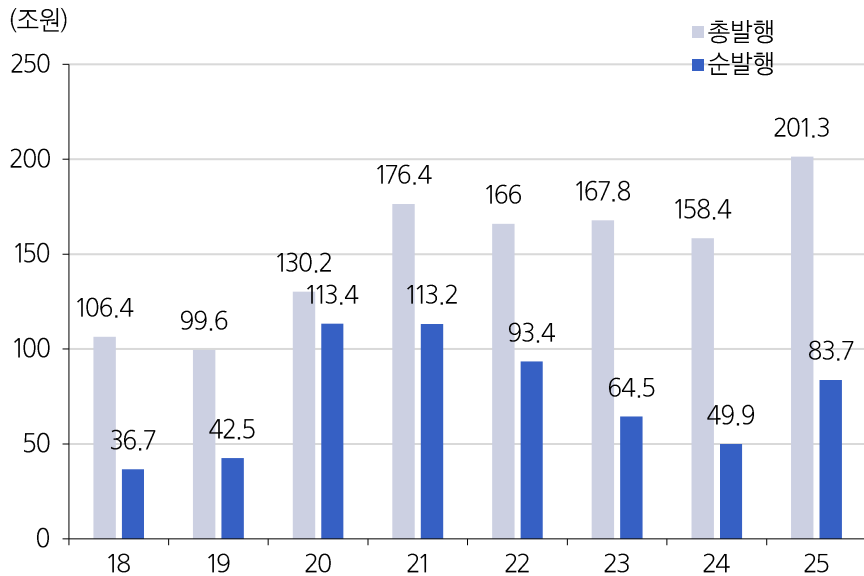
### 3. 수급: 국고채 발행

\* 중장기물 공급 부담 vs. 인하 사이클

내년도 국고채 발행량 증가액은 올해대비 약 30~40조원 증가

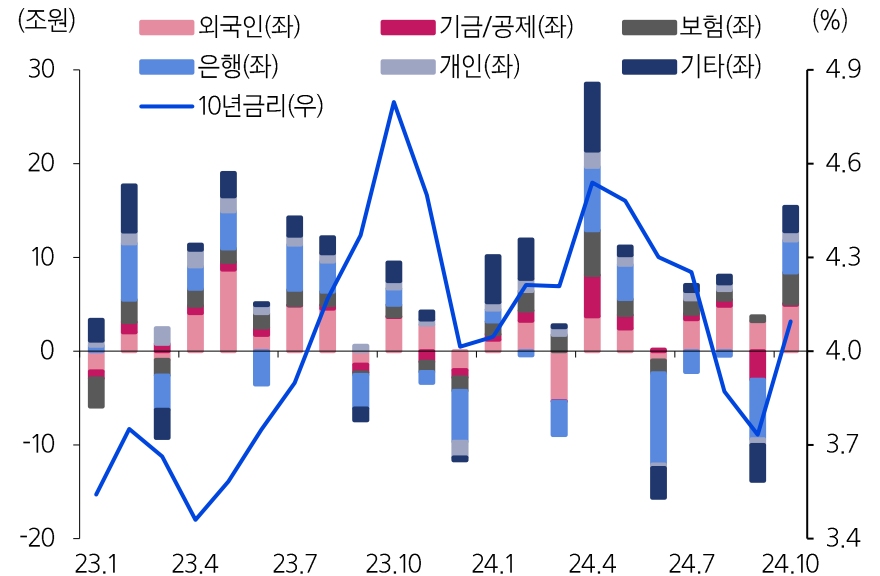
- 내년에도 만기별 국고채 발행기조가 올해와 비슷하다면 중장기 물량 공급 부담이 확대
- 내수 부진으로 정부가 추경 편성 가능성 언급하는 점 또한 공급 부담으로 가세
- 다만 기준금리 인하 사이클 시작 시그널 시작될 때 기관 매수세와 WGBI 관련 외인 수요가 발행 부담 일부 상쇄 가능

한국 국고채 발행 계획



자료: 기획재정부, 삼성자산운용 투자리서치센터

월간 한국 국고채 순매수와 금리



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

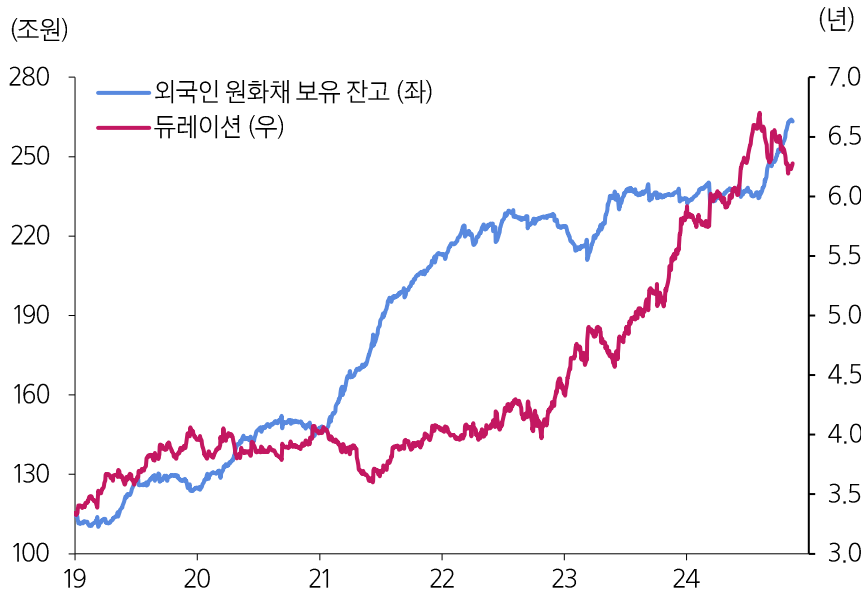
### 3. 수급: 외국인 수요

\* WGBI 관련 외인 수요 유효

한국 국채의 WGBI 편입 확정. 실제 편입은 내년 11월 실시

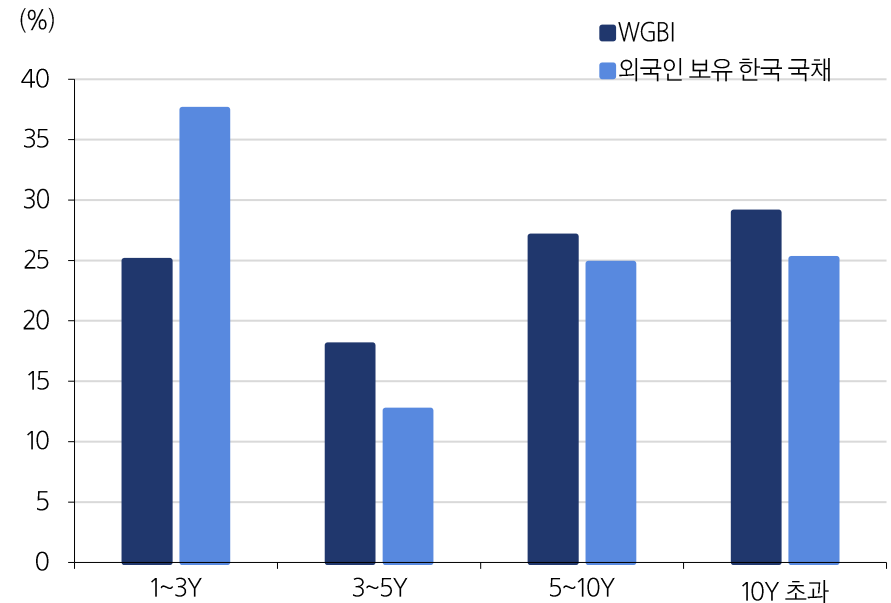
- WGBI 추종 자금 약 2.5~3조달러로 추정. FTSE에 따르면 한국 편입 비중은 약 2.22% 이므로 한국 시장으로의 외국인 유입 규모 약 550억~660억달러(=75~85조원). 내년도 국고채 발행량 증가액 또한 커버 가능한 규모
- 여타 국가들의 편입 사례를 감안하면 내년 초부터 자금 유입 가능하며, 통상 1년~1년 반 정도에 걸쳐 유입되므로 월간 3~6조원 정도로 추산. 최근 1년간 월평균 외국인 자금 유입액은 약 1.6조원. 월간 유입액이 2~3배 늘어나는 효과

외국인 보유 국채 잔고와 듀레이션



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

WGBI와 외국인이 보유한 국채 만기별 비중



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

'25년 금융시장 전망

## '25년 자산별 전망 (크레딧&EM)

---

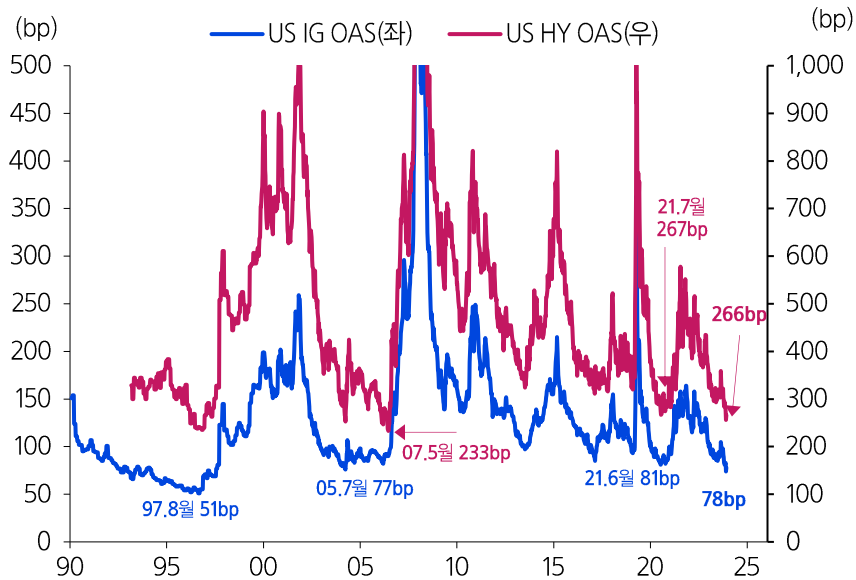
# 달러크레딧

\* 24년 스프레드 강세 지속

## 크레딧 스프레드 연중 강세 지속, 직전 저점 하회

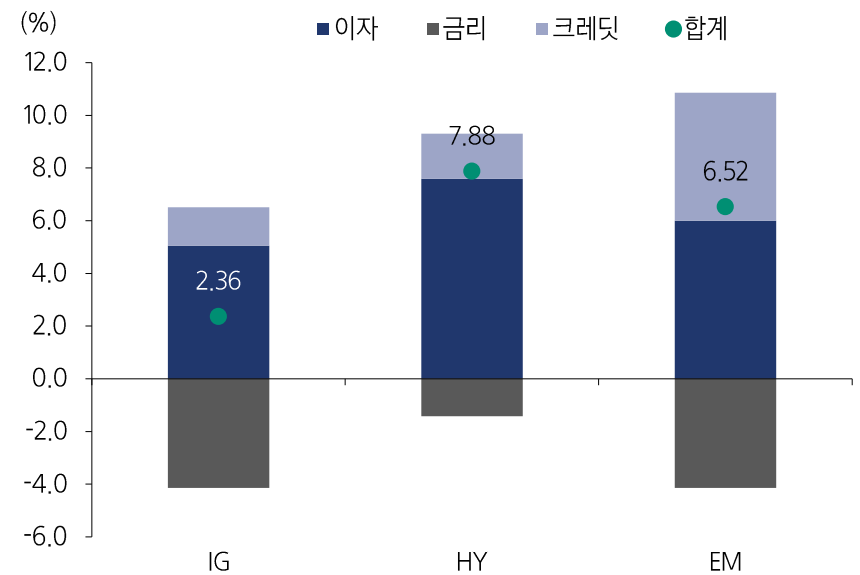
- 투자등급과 HY 모두 연중 강세 지속하면서 21년 저점을 하회. 투자등급은 97년 12월, HY는 07년 06월 이후 가장 낮은 수준
- 기준금리 대비 큰 폭 역전되어 있던 국채 대비 추가 이자수익 매력적인 가운데, 글로벌 경기 연착륙 및 통화정책 완화가 더해지며 지속적으로 자금이 유입
- 기업 이익 개선과 주가 상승 역시 크레딧 투자심리에 긍정적으로 작용

크레딧 스프레드 장기 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

크레딧 채권 수익률



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 11월 15일 기준

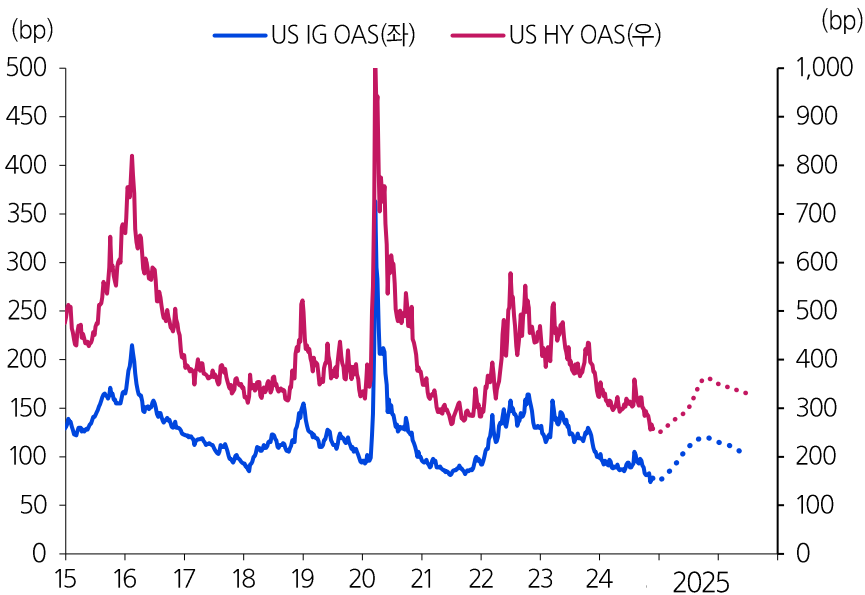
# 달러크레딧

\* 크레딧 스프레드 소폭 확대 전망

## 크레딧 스프레드 상반기 확대 후 하반기 축소, 연간으로는 소폭 확대 전망

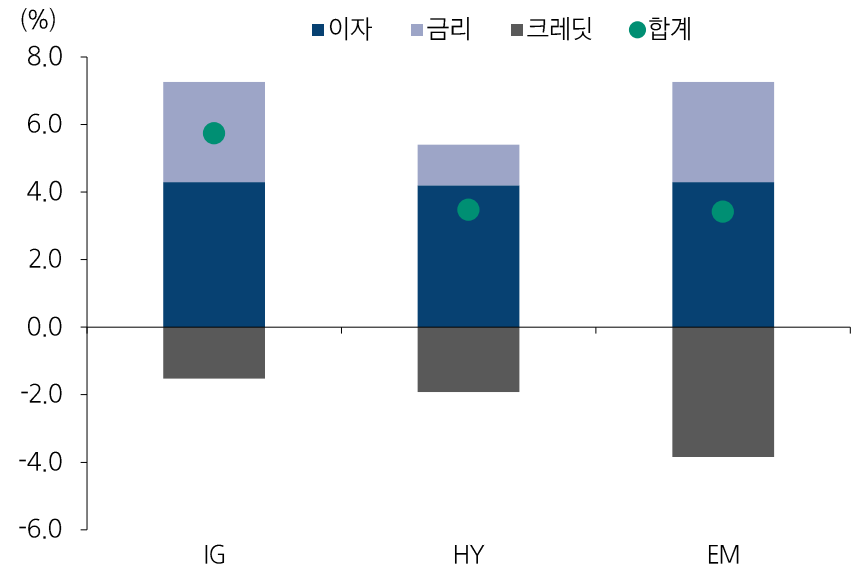
- 역사적 저점 수준에 있는 크레딧 스프레드 레벨 부담 상존하는 가운데, 상반기 중 미국 성장률 둔화 가시화 되면서 크레딧 스프레드 확대 압력
- 하반기 경기 연착륙 재확인 및 통화정책 완화로 크레딧 스프레드 확대폭은 줄어들 것으로 보이나, 연간으로는 스프레드 확대 전망
- 스프레드 변동폭은 제한적일 것으로 보이며, 이자 및 국채금리 하락에 따른 평가수익이 스프레드 확대 손실을 상쇄

크레딧 스프레드 경로



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

25년 달러 크레딧 요인별 성과 전망



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터



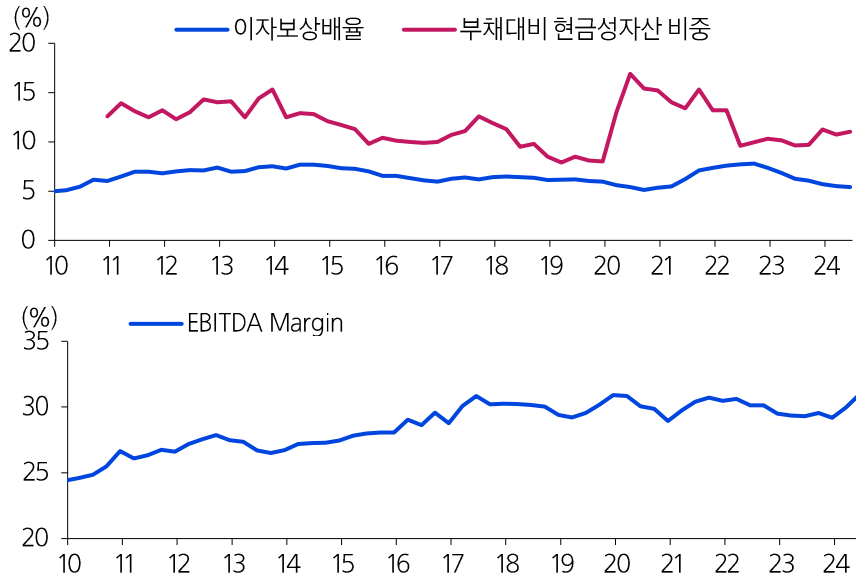
# 달러크레딧 (투자등급)

\* 투자등급 상고하저, 연간 확대 전망

## 투자등급 상반기 종립 → 하반기 비중확대

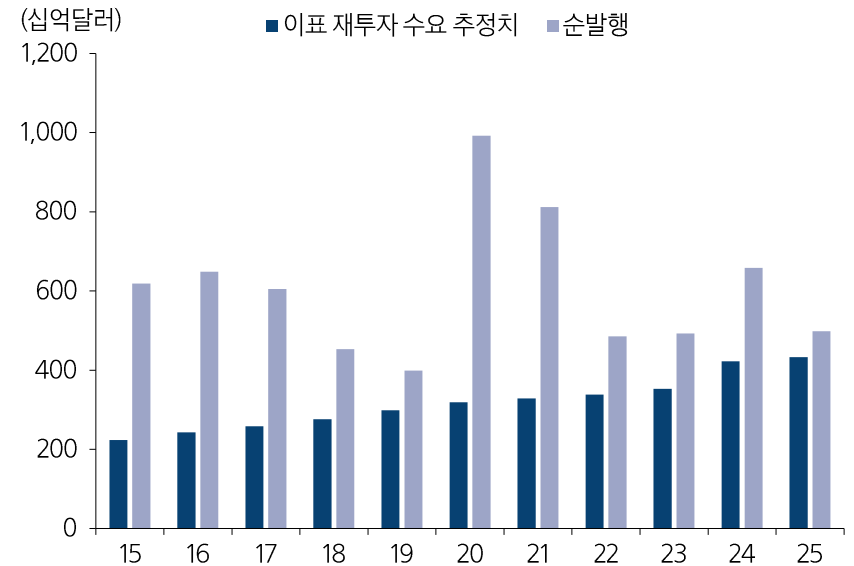
- 기업 이익 견조한 성장 지속하는 가운데 대체로 안정적인 재무비율 유지될 것으로 전망. 선진국 상업용 부동산 경기가 초기 회복 조짐을 보임에 따라 금융 기업 부실 우려 축소
- 미국 국채 발행 확대에 따른 구축효과와 크레딧 순발행 유지에도 불구하고, 이표 재투자 및 DB연금 수요 유입되며 수급 환경은 종립
- 크레딧 스프레드는 매크로 환경 변화에 따른 투자심리 영향을 크게 받을 것으로 보이며, 상반기 종립 후 하반기 비중확대 권고

### 펀더멘털 지표 양호할 것으로 판단



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

### 수급 환경은 종립



자료: JPMorgan Research, 삼성자산운용 투자리서치센터

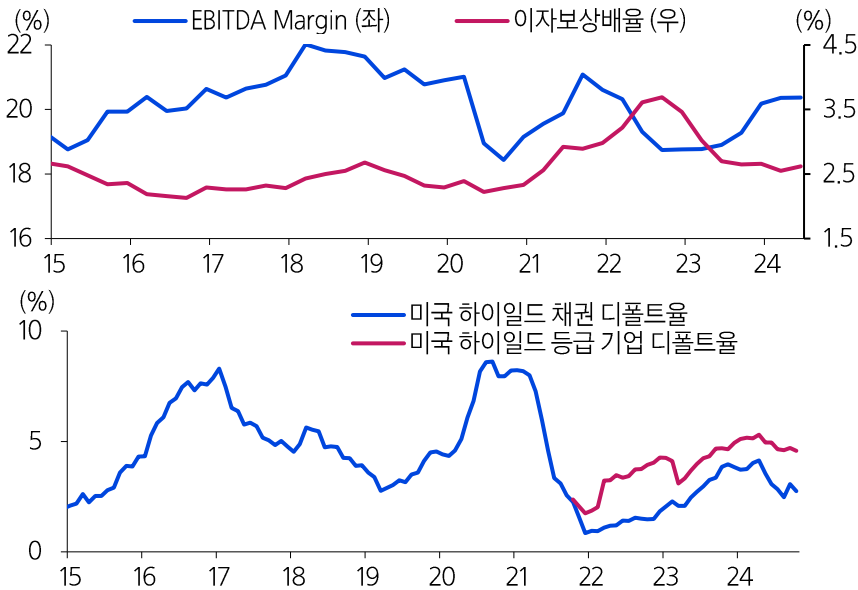
# 달러크레딧 (하이일드)

\* 하이일드 상고하저, 연간 확대 전망

하이일드 상반기 중립 → 하반기 비중확대

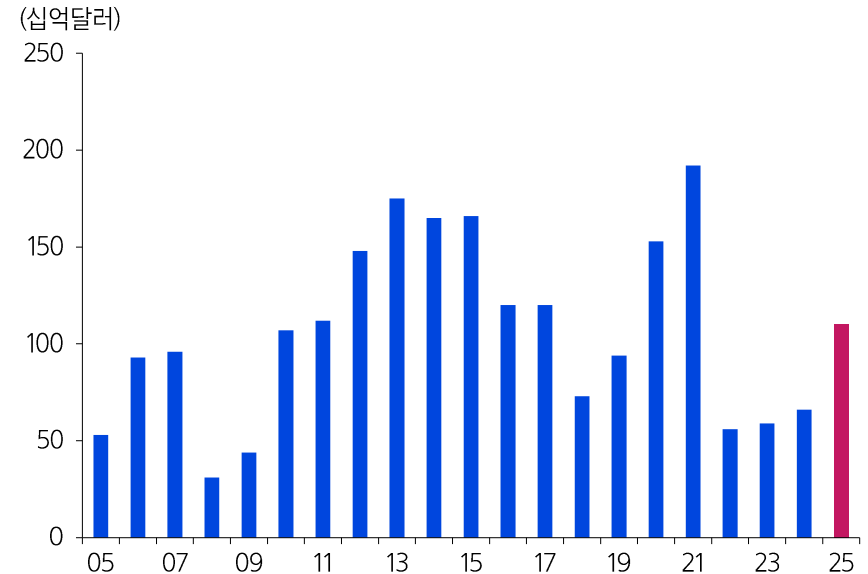
- 24.1분기 피크 지나며 부도율 하락, 재무지표 역시 안정적인 수준 유지할 전망. 리파이낸싱으로 차주 이자부담 축소 기대
- 그러나 밸류에이션 부담으로 하이일드 스프레드는 경기둔화 우려에 민감하게 반응할 것으로 보임. 트럼프 정부의 규제완화에 따라 M&A 확대되면서 2025년 순발행 증가 전망 역시 스프레드 확대 요소
- 하이일드 스프레드는 상저하고 경로 하에서 연간 소폭 확대하여 마감할 것으로 전망

펀더멘털 지표 안정



자료: Bloomberg, Moody's, 삼성자산운용 투자리서치센터

순발행 올해 대비 증가 전망



주: 2025년 수치는 JPMorgan Research 전망치

자료: JPMorgan Research, 삼성자산운용 투자리서치센터

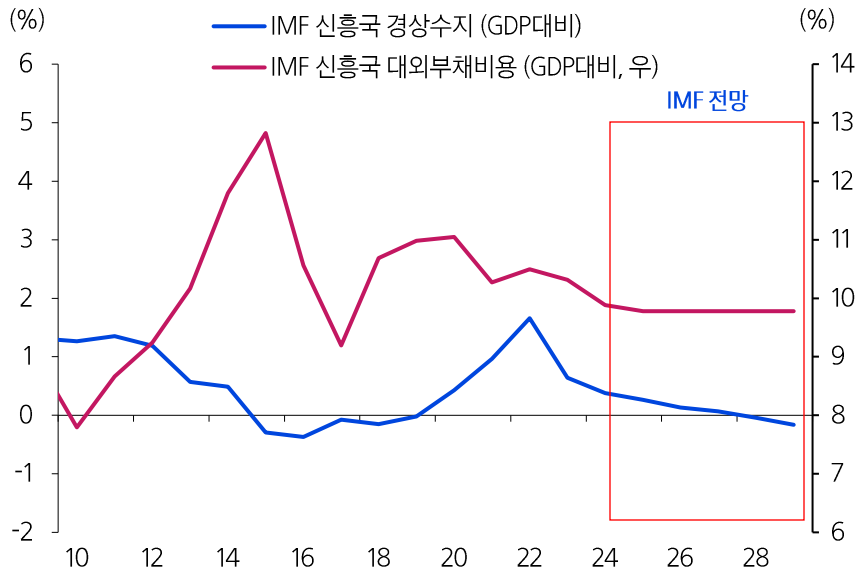
# 달러크레딧 (신흥국)

\* 신흥국 스프레드 연간 확대 전망

## 신흥국 중립 유지, 고등급 중심 국가 선별 투자 필요

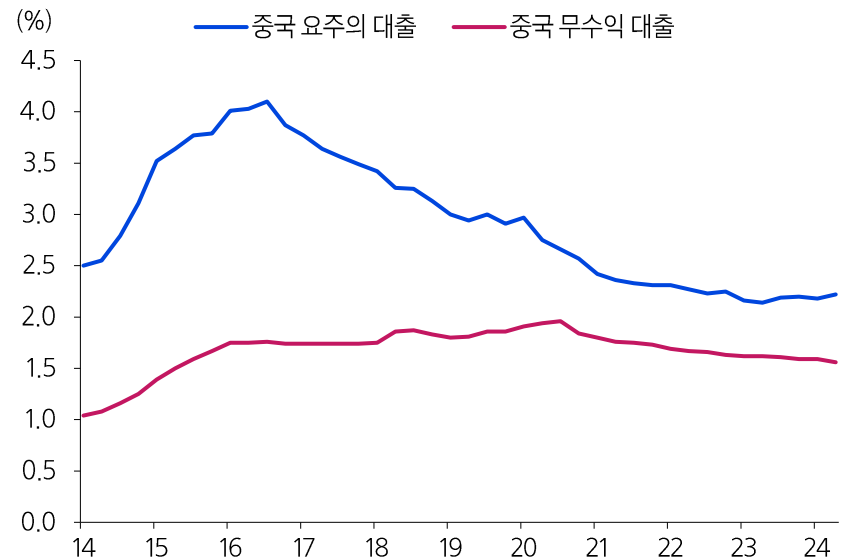
- 트럼프 1기 대중국 무역규제 중심에서 미국 우선주의로의 변화와 강달러 유지 전망에 따른 신흥국 대외 펀더멘털 약화 우려
- 중국의 경우, 지방정부 디레버리징을 포함한 내수중심의 부양책이 대형은행 및 AMC 건전성 악화로 이어질 수 있다는 우려와 부동산 경기 개선 기대가 상존하며 크레딧 스프레드 변동성 확대 경계
- 이자 수익을 중심으로 양(+의 성과 기대, 중국물 외 AA~A등급 국가 중심 투자 유효

### 신흥국 대외포지션 약화 전망



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

### 중국 은행 자산 내 부실 대출 비중



자료: Bloomberg, PBoC, 삼성자산운용 투자리서치센터

---

## 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]