

# '25년 하반기 국내외 주식시장 전망

# Executive Summary

## 01 2025년 상반기 리뷰

- 트럼프 행정부의 관세 부과로 급락했던 글로벌 증시는 관세 90일 유예 발표이후 빠르게 반등
- 미국 증시는 AI 스케일 경쟁에 따른 ROIC 하락이 지속됨에 따라 IT 섹터를 중심으로 수익성 검증 시작
- 미국 외 지역은 관세 대응 경기부양책이 발표됨에 따라 증시 상방 압력 강화

## 02 AI 경량화와 활용 확대

- 성장 도태 우려감에 이어진 투자 스케일 경쟁은 수익성 눈높이 조정으로 이어져 : SW 및 M&E EPS 상향조정
- AI 보편화 가능성은 AI어플리케이션(AI에이전트와 물리적AI)으로의 발전 가속화 및 수익화 가능성을 부각
- 중국의 휴머노이드 굴기가 시작: 中 SW기업은 재무적 투자를, 완성차 기업은 자체 휴머노이드 개발에 도입
- 미국은 AI SW 및 서비스를 중심으로, 중국은 로보틱스를 중심으로 투자

## 03 하반기 주식시장

- [3분기] 美 증시 상승 여력 제한: ① 관세 노이즈+정책 동력 약화, ② 고금리 국면에서 밸류에이션 확장 제한, ③ 8월이후 관세 관련 이익 하향조정 본격화
- [4분기] 미국 재쏄림 현상 + 美 주도 장세: ① 이익 하향조정세 약화 + 기업 비용 공제, ② 기준금리 인하에 따른 밸류에이션 확장, ③ 일부 국가의 증시 자금 유입(한국, 인도)

## 04 국가별 주식시장

- 미국(5,300~6,300pt): 3Q, 관세 정책 노이즈 및 밸류 부담. 4Q, 이익 하향조정 마무리 + Policy Mix
- 유로존(4,850~5,500pt): 3Q, 경기부양 기대감 관세 리스크. 4Q, 미국 자금 재쏄림에 따른 자금 이탈 우려
- 중국(3,600~4,200pt): 3Q, 관세 노이즈, 정책 공백, 이익 하향조정. 4Q, 경기부양 및 하이테크 산업 육성 기대
- 한국(2,300~2,800pt): 3Q, 美 관세 영향이익 하향조정. 4Q, 증시 재평가에 따른 외인 자금 유입 + 추경 기대감

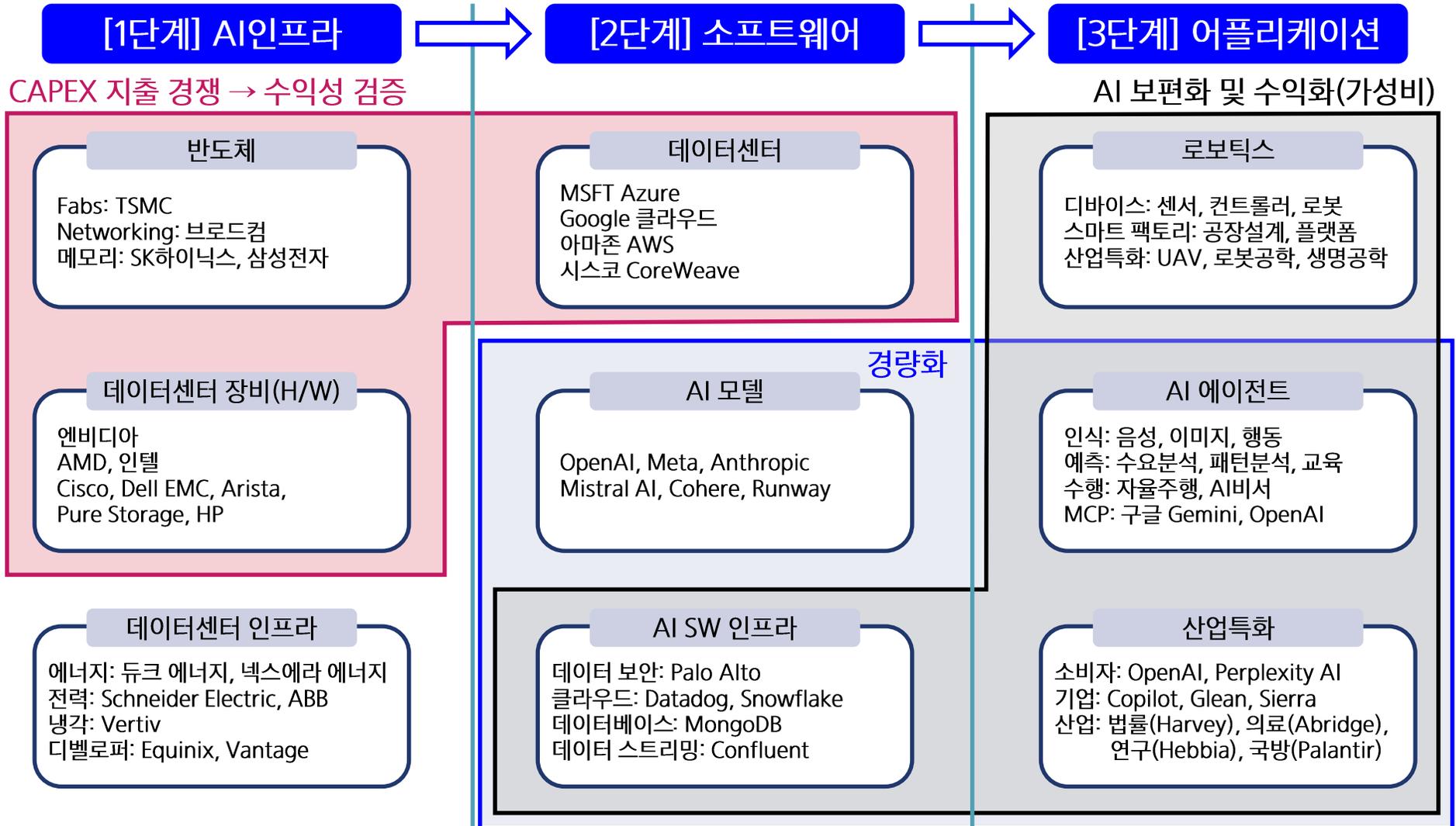
'25년 하반기 금융시장 전망

## AI 모델 경량화와 활용 확대

---

# AI 모델 경량화와 활용 확대

AI 발전 단계와 최근 이슈



# AI 모델 경량화와 활용 확대

빅테크의 지출경쟁 → 수익성 눈높이 조정

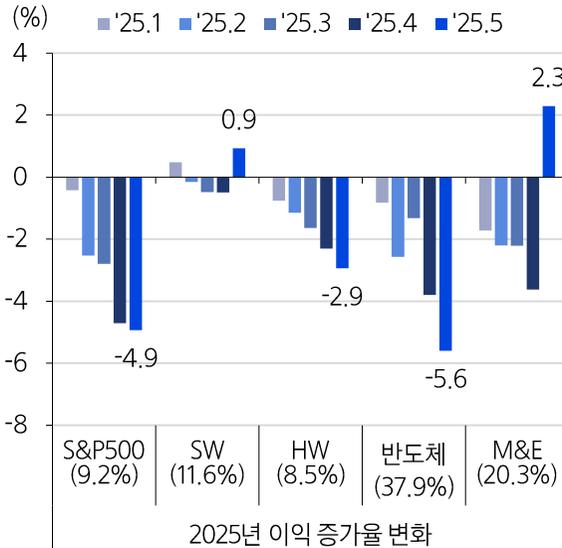
성장 도태 우려감에 이어진 투자 스케일 경쟁은 수익성 눈높이 조정으로 이어져 : 최근 SW 및 M&E의 EPS 상향조정

- 수익성 검증이 지속됨에 따라 AI 관련 섹터의 이익은 빠르게 하향조정
- 관세 부과에 따른 글로벌 IT 공급망 재편 우려, 중국향 반도체 수출 감소 등으로 HW 및 반도체 섹터 이익 하향 조정 지속
- 한편 SW 및 미디어&엔터 섹터는 최근 상향조정: AI 소프트웨어/서비스 섹터의 수익화 가능성 부각된 것으로 판단
- 자본지출 경쟁에 대한 필요성이 약화됨에 2025년을 피크로 CAPEX 사이클은 하향 : AI 경량화 및 수익화 가능성이 부각될 전망

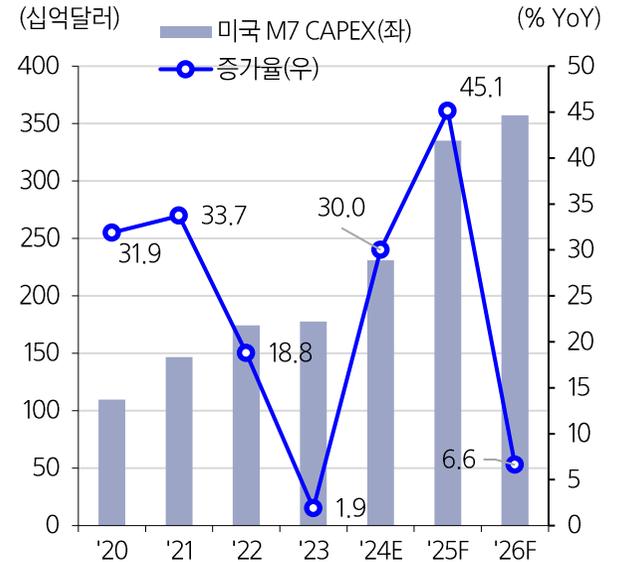
## SW 반등세가 두드러져



## 수익성 검증 진행(EPS 하향 조정)



## CAPEX 사이클은 2025년이 고점



주: 5월 21일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

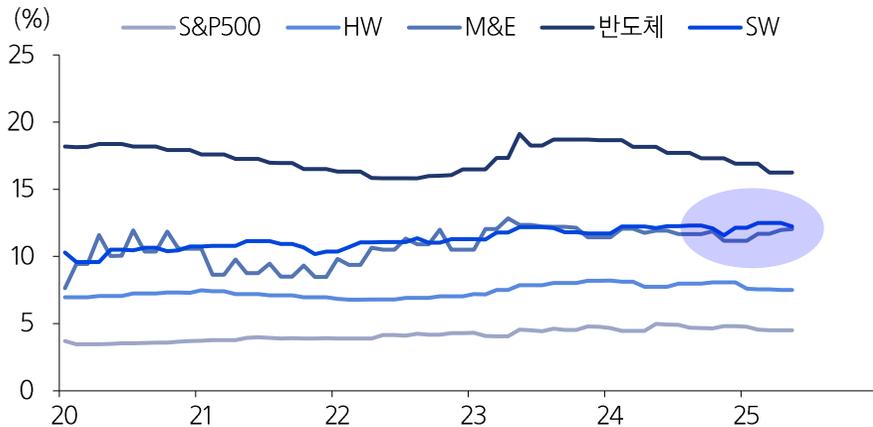
# AI 모델 경량화와 활용 확대

# AI 모델 경량화에 따른 AI 도입 가성비 상승

중국의 저비용-고성능 AI모델 개발로 AI인프라에서 AI 소프트웨어/서비스로의 발전이 가속화: 가성비 확대를 위한 R&D 기대

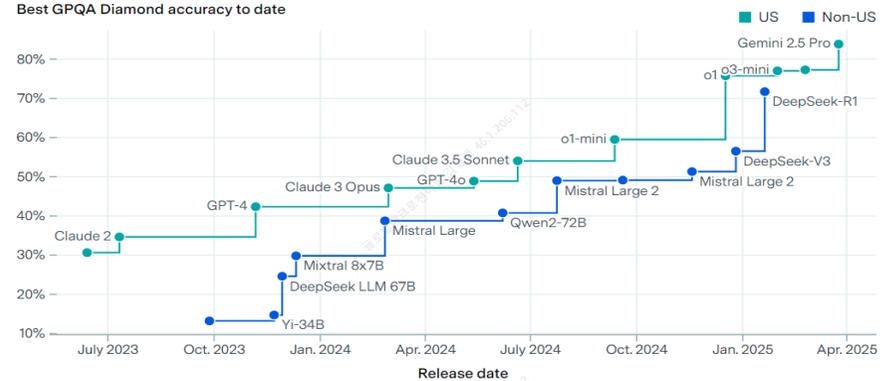
- AI 품질이 강화되는 가운데 BM 추론 가격(비용)은 감소
- 딥시크 사태 이후, AI 품질 상향조정 보다는 모델 경량화 및 AI 도입 가성비 상승, 이에 따른 AI 활용 확대가 부각
- 25년들어 SW 및 M&E 섹터의 매출 대비 R&D지출 비율 상승도 AI 가성비 확대를 통한 경량화/수익화 연구개발이 진행

## 매출 대비 R&D : 경량화 위한 SW/M&E의 R&D 확대

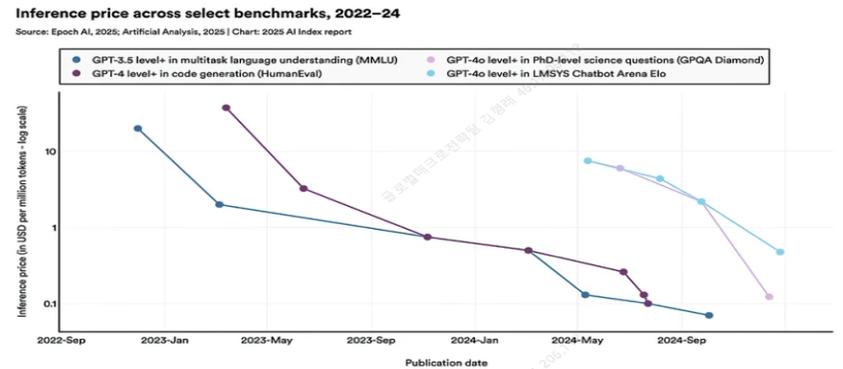


자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

## AI 품질은 지속 상승



## 벤치마크 추론가격은 하락세 지속



# AI 모델 경량화와 활용 확대

AI어플리케이션의 발전 가속화 및 수익화 가능성을 부각시킬 것

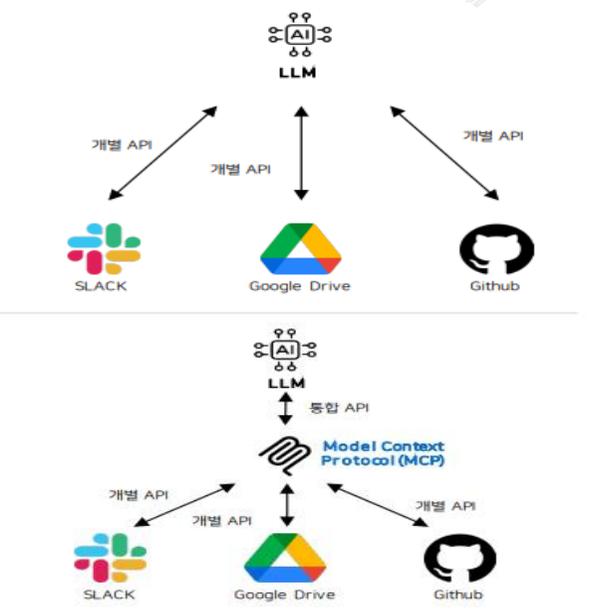
AI 보편화 가능성은 AI어플리케이션(AI에이전트와 물리적 AI)으로의 발전 가속화 및 수익화 가능성을 부각시킬 것

- 엔비디아 젠슨황은 2025년 CES에서 AI발전 단계를 발표: 향후 AI 에이전트와 물리적 AI 성장성을 강조
- 딥시크 이후, AI 경량화/보급화/수익화 등의 키워드가 부각되는 시점에서 미국 AI에이전트와 물리적AI 산업/섹터 발전 가속 전망
  - ↳ MCP는 생성형AI보다는 복잡한 네트워크를 요구하는 AI에이전트에서 효용성이 큼: MCP는 AI 확산 가속화 도구('87년 인터넷 사례)
  - ↳ 한편 물리적 AI로 구분되는 자율주행은 로보택시 출범을 기점으로 성장 가속화가 기대

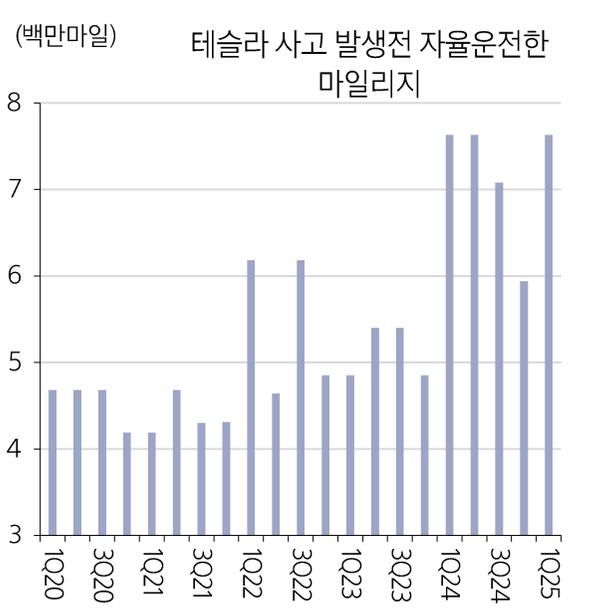
## 젠슨 황이 보는 AI발전 단계



## Model Context Protocol의 등장



## 로보택시 출범 이후 자율주행 모멘텀



주: 5월 21일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

2024년 하반기 이후 중국의 휴머노이드 로봇 육성 관련 정책이 다수 발표

### 중국의 휴머노이드 관련 정책

발표시기	주요 정책	주요내용
2015년	중국제조 2025' 전략 발표	- 로봇을 10대 핵심산업으로 지정 - 핵심 부품/소재 국산화율 2020년까지 40% 달성, 2025년에는 70% 달성 목표
2016~2025년	13차,14차 5개년 계획	- 로봇 핵심부품(감속기/모터/센서) 국산화 집중 투자 - 산업용 로봇 생산 확대, 스마트 제조 기반 구축
2023년 6월	베이징시 로봇산업 혁신발전 행동방안	- 중국 최초 성급 휴머노이드 산업혁신센터 설립 - 로봇 핵심산업 매출 300억위안 초과
2023년 10월	상하이시 스마트 로봇산업 고품질 혁신발전 행동방안	- 2025년까지 상해를 글로벌 로봇산업 혁신기지로 건설 - 로봇산업 규모와 응용산업 확대
2023년 11월	휴머노이드 로봇 혁신발전 지도의견 (공업정보화부)	- 2025년까지 휴머노이드 혁신 시스템 구축, 대뇌, 소뇌, 사지 등 일부 핵심기술 돌파 및 양산 - 2027년까지 휴머노이드 기술혁신능력 제고, 안정적인 공급망 구축, 글로벌 선두수준 달성
2024년 1월	미래산업 혁신발전 촉진에 관한 실시의견 (공업정보화부 등 7개부처)	- 휴머노이드 로봇 기술 혁신, 산업 육성, 보안 및 거버넌스 구축 목표 수립 - 휴머노이드, 양자컴퓨터, 차세대 대형 항공기에서 세계 선두 수준 구축
2024년 9월	저상성 휴머노이드 로봇 혁신 발전 실시 방안	- 휴머노이드 로봇산업 혁신발전 가속화
2024년 12월	안후이성 휴머노이드 로봇 산업 발전 행동계획	- 2027년까지 휴머노이드 로봇산업 혁신 시스템 및 생태계 구축
2025년 2월	베이징시 체화마 기술혁신 및 산업 육성 행동계획	- 2027년까지 100여개 핵심기술 육성, 10여개 글로벌 수준 제품 생산 - 2027년까지 1만대급 휴머노이드 로봇 산업 육성, 1000억위안대 산업 클러스터 육성
2025년 3월	2025년 정부 업무보고 (리창 총리)	- 휴머노이드 로봇과 '체화지능(embodied intelligence)' 첫 포함 - 바이오, 양자 기술, 체화지능, 6G 육성 천명/로봇플러스 강조

자료: 언론보도, 삼성자산운용 투자리서치센터

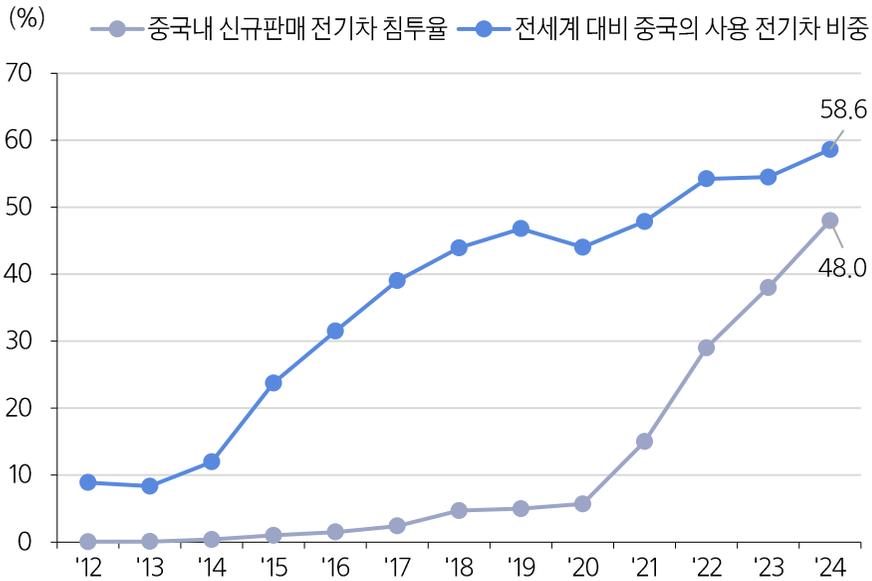
# AI 모델 경량화와 활용 확대

## 중국의 Physical AI는 제2의 전기차산업이 될 수 있을까

SW기업은 재무적 투자를, 완성차 기업은 자체 휴머노이드 개발에 집중 : 전기차 사례와 같은 국가적 차원의 육성 가속화 기대

- 중국은 정부 주도형 산업 육성과 빠른 기술 상용화를 기반으로 전기차 산업은 빠르게 성장: 2024년 기준, 자국내 신규 EV 판매량 비중은 48%, 전 세계 이용 전기차 중 중국이 60% 이상 차지
- 휴머노이드 로봇 생산시 완성차 기술을 도입할 수있기 때문에 중국은 생산자국화가 가능한 휴머노이드 산업 육성이 지속될 것
- 중국의 SW기업은 재무적 투자를, 완성차 기업은 자체 휴머노이드 개발에 도입: 전기차 사례와 같은 육성 가속화 기대

중국 전기차 굴기 성공 사례



자료: OurWorldinData, 삼성자산운용 투자리서치센터

중 휴머노이드 자국화: SW기업 투자 + 완성차 기업 개발

휴머노이드 주요 기업	주요 투자자
Unitree	메이완, 중신증권
UBTech	텐센트, BYD, 공상은행
Agibot	BYD, BAIC, SAIC, 바이두, 텐센트
Leju Robotics	텐센트, 홍타이캐피탈
Galbot	메이완, BAIC, 아이플라이텍
Xingdong	레노바, 알리바바, 진딩캐피탈

완성차 기업	개발현황
BYD	자체 AI연구소에서 휴머노이드 로봇 개발 중
LiAuto	휴머노이드 로봇 개발 계획
Nio	내부 로봇 개발팀 구성
장안자동차	2027년 휴머노이드 로봇 출시 목표

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

# AI 모델 경량화와 활용 확대

중국 AI 및 휴머노이드 산업 성장은 본토보다는 홍콩에 유리

- '25년 이후, 지수 구성의 차이로 본토 증시 대비 홍콩 증시가 상대적으로 아웃퍼폼
- AI 및 휴머노이드 산업 성장이 부각은 본토 증시 보다는 홍콩 증시가 상대적으로 유리하다고 판단

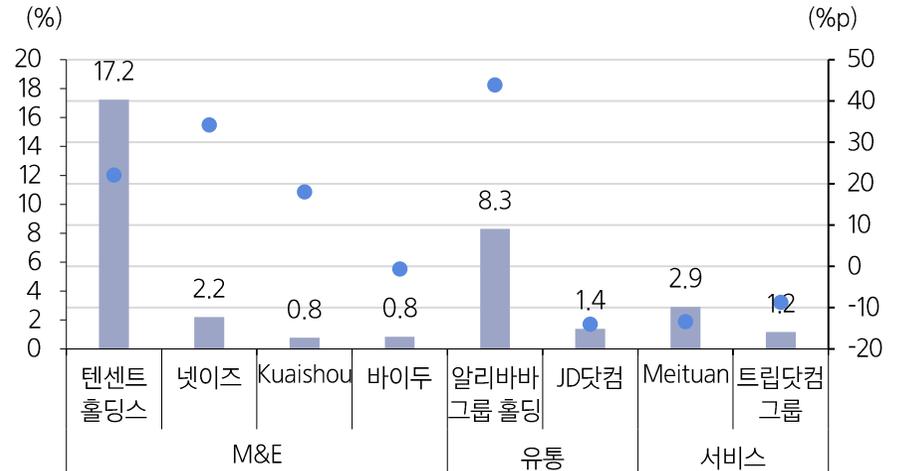
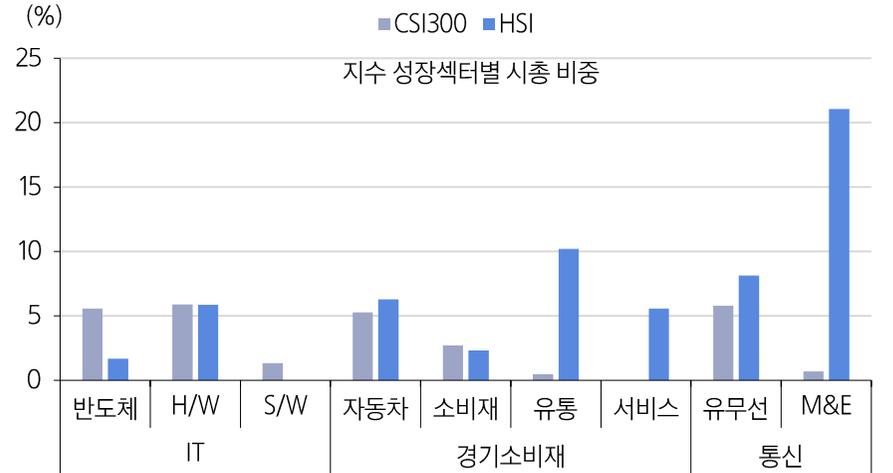
## 항생과 본토의 주가 디커플링



주: 5월 26일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 중국 AI 및 휴머노이드 산업 성장의 수혜 증시

## 중국 AI 산업 정책



주: 5월 26일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

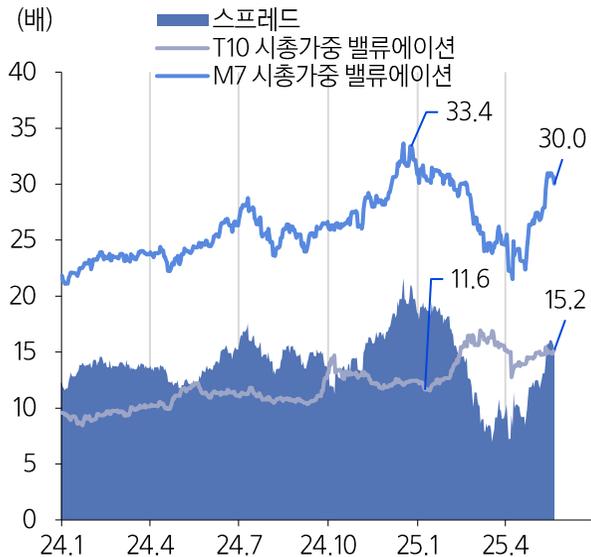
# AI 모델 경량화와 활용 확대

## 미-중 AI섹터 투자전략

미국은 AI SW 및 서비스를 중심으로, 중국은 로봇틱스를 중심으로 투자

- 미국과 중국의 지수 디커플링이 나타날 수 있는 가운데 지수 플레이보다는 섹터 플레이에 집중할 필요
- 미중 AI 패권 전환 보다는 각 국가가 지니고 있는 강점에 집중할 필요: 미국은 AI SW를 중심으로, 중국은 로봇틱스를 중심으로 투자
  - ↳ 미국: 이익 하향조정 강도가 약하며, AI 발전 가속 및시장 TAM 확대(보급화)가 기대되는 AI S/W 및 빅테크는 긍정적
  - ↳ 중국: 고밸류 부담 및 매크로 불확실성이 상존한 중국 지수 플레이보다는 강점이 부각되는 휴머노이드 중심투자 유효

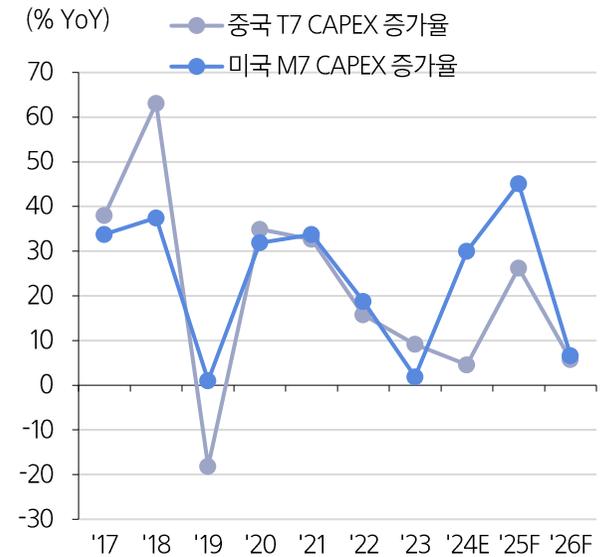
### 밸류에이션 비교



### 시가총액 비중 비교



### CAPEX 증가율 비교



주: 5월 21일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

'25년 하반기 금융시장 전망  
글로벌 주식시장 전망

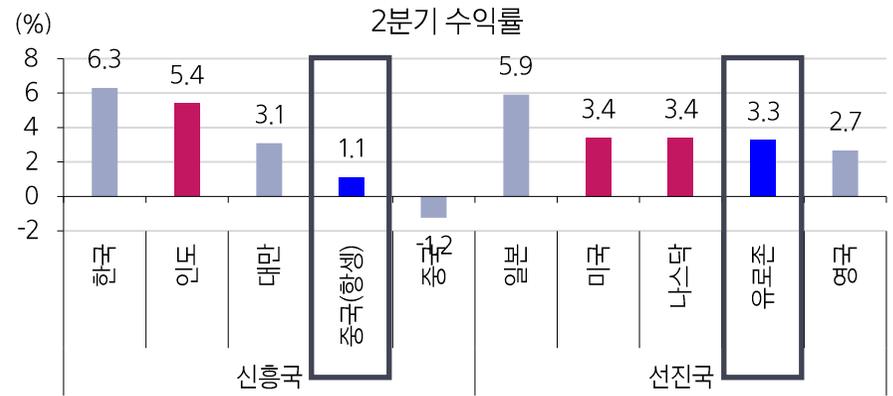
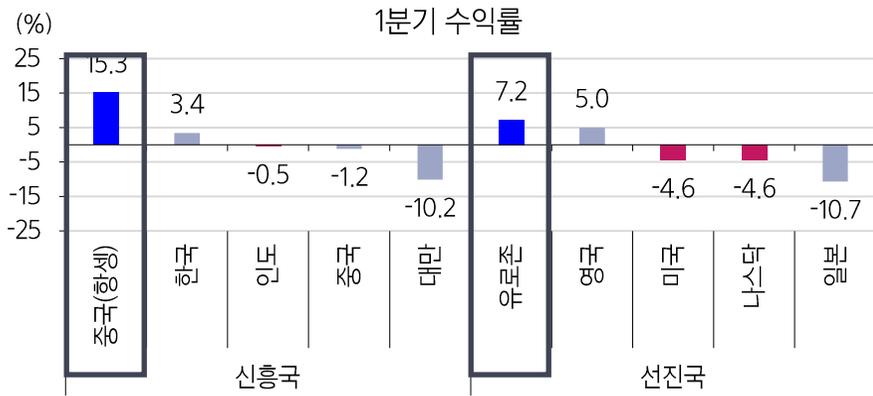
---

# 글로벌 주식시장

## [리뷰] 상반기 Non-US 및 US 증시 로테이션 확인

1분기 정책 + AI 소버린 기대감에 Non-US 강세, 2분기 미국 중심의 반등세 기록

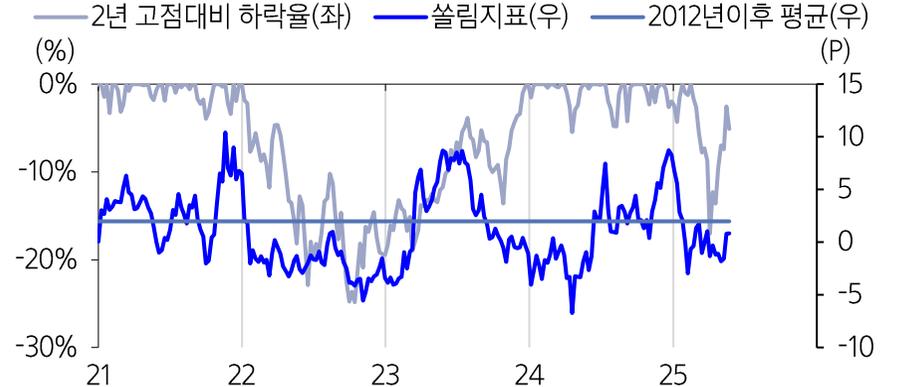
### 2025년 상반기 국가별 주식시장 수익률



### [국가별 쏠림현상] 연초이후 미국으로의 쏠림 현상 완화



### [미국 섹터 쏠림현상] AI 관련 섹터로의 쏠림현상 완화



주: 2025년 5월 27일 기준, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 미국 주식시장

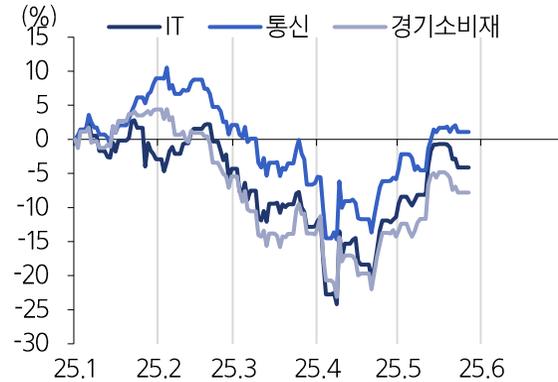
[리뷰] IT SW, 경기방어, 금융/산업재 섹터 반등

트럼프 관세 부과 정책 발표 이후 대부분의 섹터는 급락했으나 관세 유예 발표로 낙폭과대 및 경기방어 섹터가 빠르게 반등

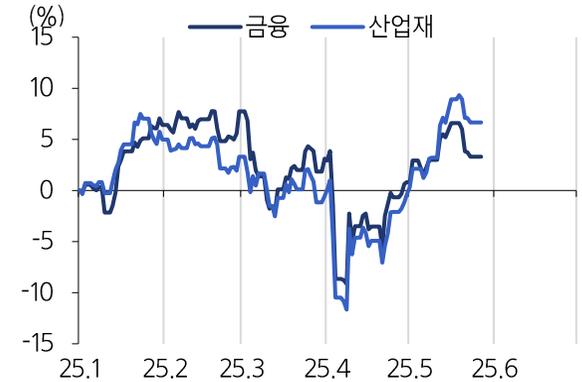
인플레/원자재 관련 섹터



성장 관련 섹터



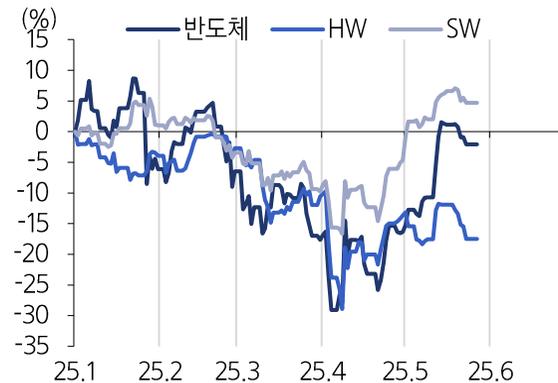
금융/산업재 섹터



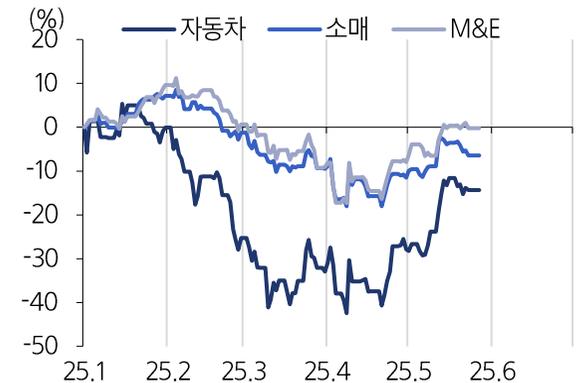
경기방어 관련 섹터



IT 섹터

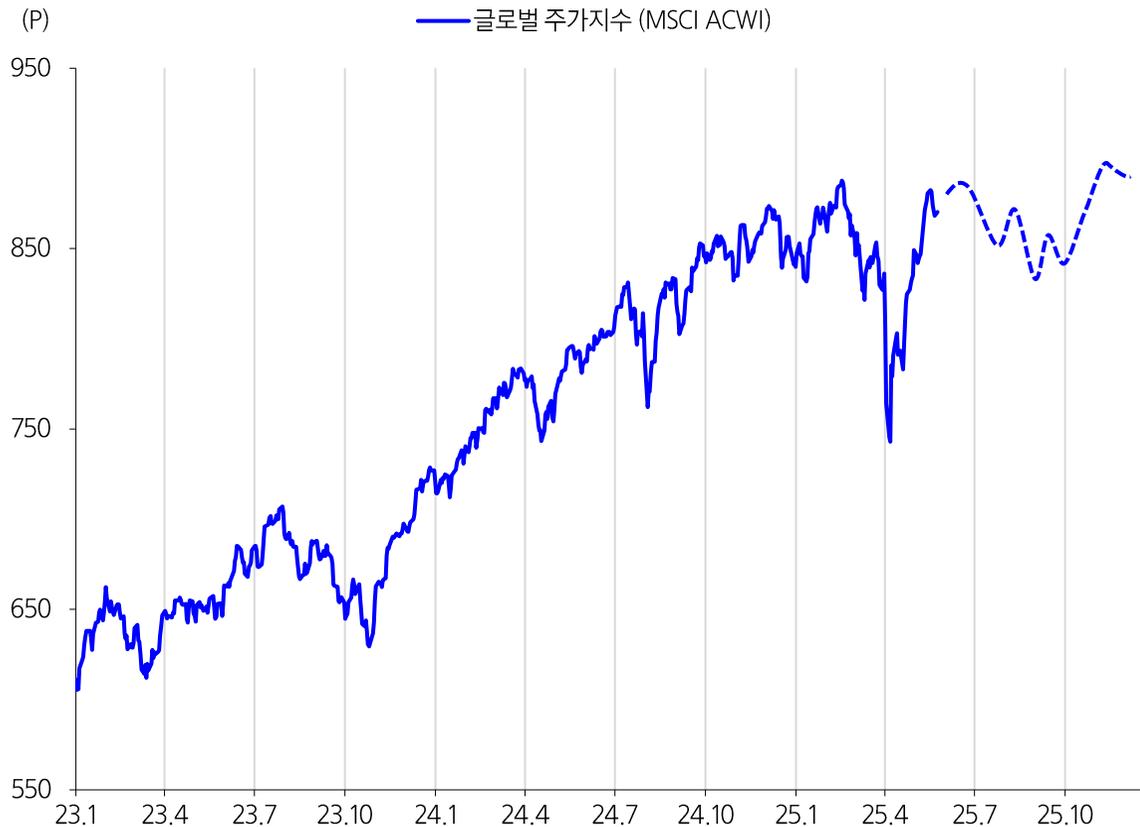


기타 성장 섹터



주: 5월 27일 기준, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

### '25년 글로벌 주가지수 예상 경로



### [주가 경로] 박스권 내 증시 흐름

- ☞ 美 하반기 S&P500 밴드 : 5,300~6,300pt
- ☞ 韓 하반기 KOSPI 밴드 : 2,300~2,800pt

### [3분기] 美 증시 상승 여력 제한

- ① 관세 노이즈 + 정책 동력 약화
- ② 고금리 국면에서 밸류에이션 확장 제한
- ③ 8월이후 관세 관련 이익 하향조정 본격화  
→) Non-US 국가 중심의 단기 대응

### [4분기] 미국 재솔림 현상 + 미국 주도 장세

- ① 이익 하향조정세 약화 + 기업 비용 공제
- ② 기준금리 인하에 따른 밸류에이션 확장
- ③ 일부 국가의 증시 자금 유입(한국, 인도)

자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

CIT 판결로 관세 대상국의 소극적인 협상 스탠스, 법적 리스크 장기화, 세수 확보 감소 등이 증시 하방요인으로 작용

- 무역 규제의 독점적인 권한은 의회에 있으며, 미국 경제를 보호하는 대통령의 비상 권한이 의회 권한보다 우선하지 않는다고 판결
- 10일간(6/8일) 행정적 절차 마련하여 관세부과를 정지하라 명령, 행정부는 즉각 항소(연방순회항소법원에 이어 연방대법원까지 갈 것)
- 대법원 판사 9명 중 6명이 보수성향이라는 점, 관세 부과 기반 법률 변경 가능성 등 고려 미국의 관세정책 지속 예상(전략품목 중심)
- 항소기간 중 가처분 신청으로 적용 관세가 지속될 수 있으나, 1) 판결까지 관세 협상에 소극적일 수 있다는 점, 2) 관세 관련 법적 리스크 장기화 가능성, 3) 세수 확보 감소 우려 등이 부각될 수 있음 : **Non-US 국가 중심으로 단기 대응 필요**

### 트럼프의 무역 제한 권한 관련 법안과 현재 관세 현황

관련 법안	사유	제재 방식	특징	시행 방법
관세법 제 338조	외국에 의한 미국 상거래 차별	최대 50% 관세	대통령과 ICT가 확인한 대미 상거래 차별의 존재	시행 후 협상
무역확장법 제 232조	국가 안보를 위협하는 수입	국가 안보 위협 제품 수입 조정	상무부 산업안보국의 보고서 필요	조사 후 시행
무역법 제122조	대규모이고 심각한 국제수지 적자	수입품에 대한 15% 관세 또는 쿼터 일시 부과	국제수지 적자 확인	시행 후 협상
무역법 제301조	불공정한 대외무역 관행	관세 또는 무역 제한 부과	USTR의 조사 선행, 4년마다 연장 결정	조사 후 시행
국제경제비상권한법 (IEEPA)	국가 안보, 외교정책 또는 경제에 대한 비정상적이거나 특별한 위협	수출입 금지 또는 제재 부과(관세)	의회가 국가 비상사태 종료 결정	시행 후 협상

국가	명분	관세	근거	현황
멕시코	펜타닐	25%	IEEPA (Trafficking Tariff)	적용 (Non-USMCA품목)
캐나다	펜타닐	25%	IEEPA (Trafficking Tariff)	적용 (Non-USMCA품목)
중국	펜타닐	20%	IEEPA (Trafficking Tariff)	적용
	보복관세	145%		유예
전세계	보편관세	10%	IEEPA	적용 중
기타국가별	상호관세	상이	IEEPA	유예
품목관세	철강/알루미늄	25%	무역확장법 232조	적용
	자동차	25%	무역확장법 232조	적용
	반도체		무역확장법 232조	조사중
	제약		무역확장법 232조	조사중

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

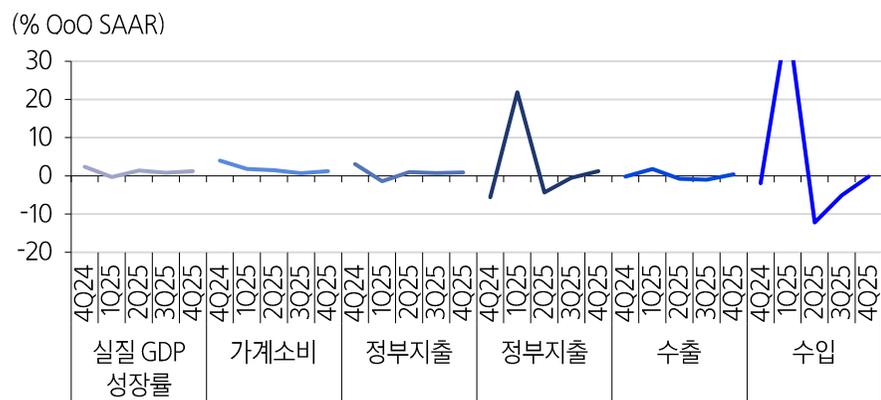
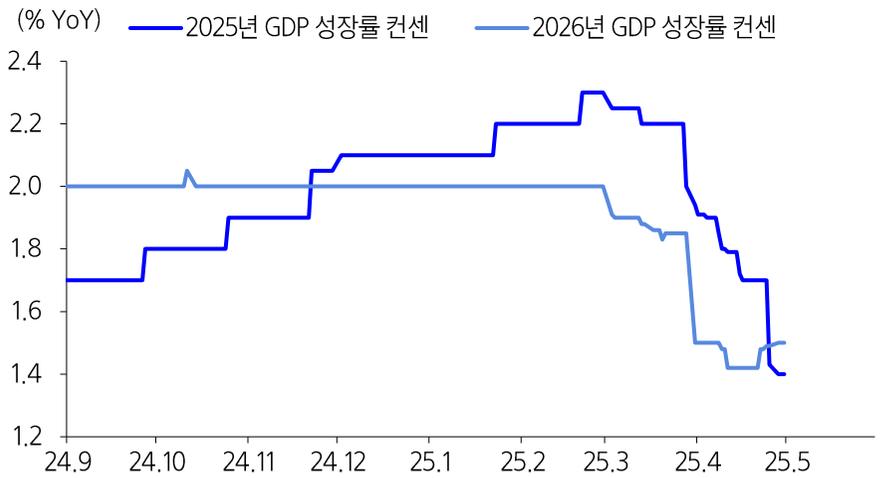
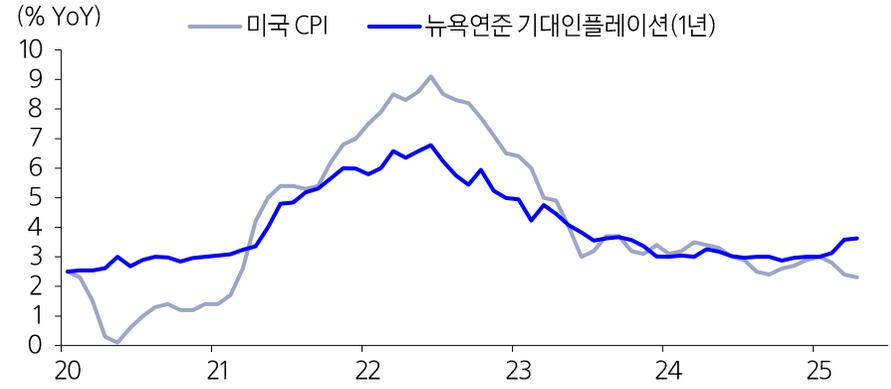
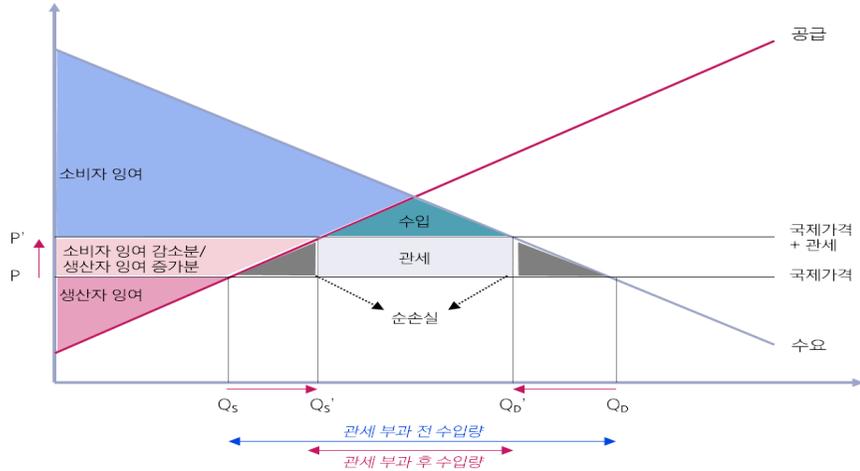
# 글로벌 주식시장

## 관세 노이즈 및 정책 동력 약화로 미 증시 상단 제한

평균 관세율 하락, 물가/경기 부담은 완화될 수 있으나, 정책 동력 상실 및 전략품목 관세 부가 강화 등의 리스크 감안할 필요

**관세 대응 대외수입 급증으로 1분기 역성장**

**CPI는 안정되는 가운데 美 성장률 하향 조정**

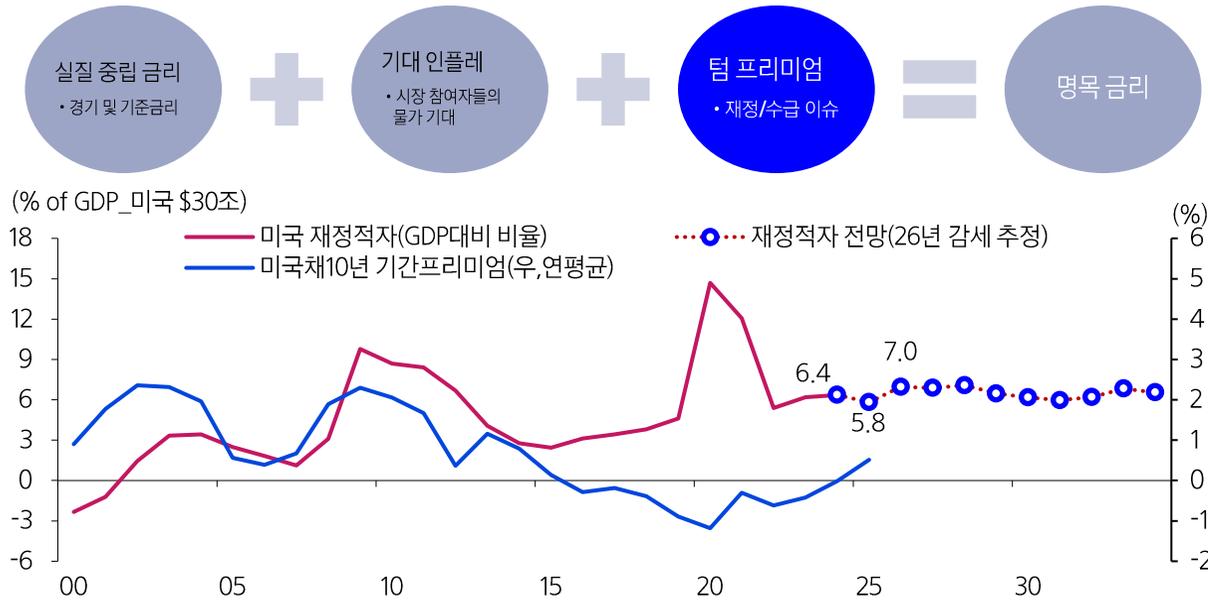


자료: Bloomberg, EIU, Economists, KIEP, 삼성자산운용 투자리서치센터

금리 상방압력 강화 국면에서는 미국 증시의 밸류에이션 확장이 어렵다는 점에서 지수 상승 여력은 크지 않을 것

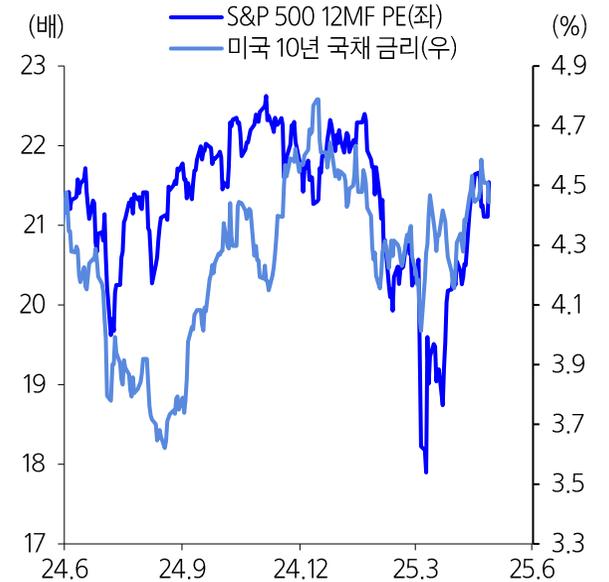
- Big Beautiful Bill의 영향으로 추가 적자에 대한 우려감이 확대될 수 있는 가운데 X-Date(부채상한, 8월) 우려까지 확대될 수 있어
- 재정 및 수급 이슈는 금리의 텀프리미엄을 자극한다는 점에서 금리 상방압력이 강해질 수 있는 국면이라고 판단
- 금리 상방압력 강화 국면에서는 미국 증시의 밸류에이션 확장이 어렵다는 점에서 지수 상승 여력은 크지 않을 것

### 재정적자 이슈 부각은 텀 프리미엄 상승에 따른 고금리 기조로 이어질 것



기준: 5월 28일, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

### 고금리 국면에서 밸류 확장 제한적



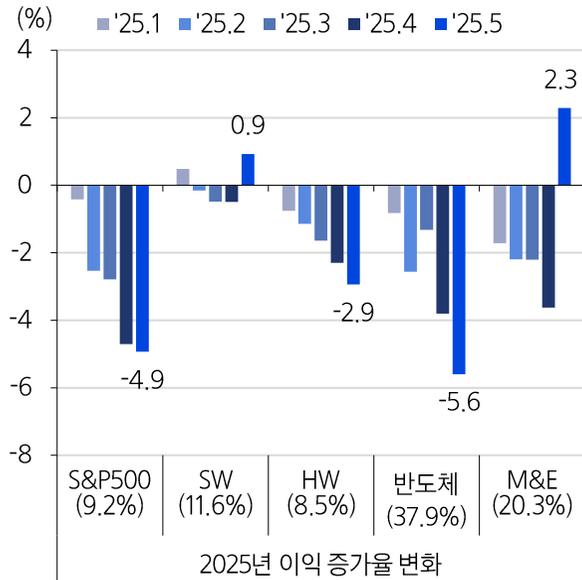
# 글로벌 주식시장

## ③ 3분기중순부터 본격화될 관세 영향 관련 이익 하향조정

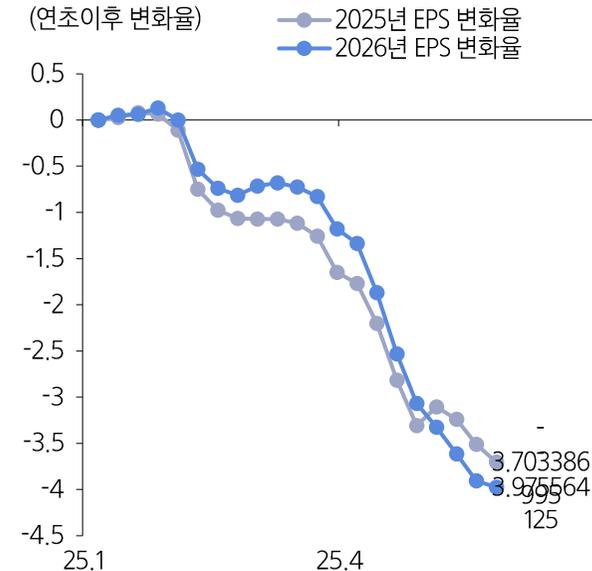
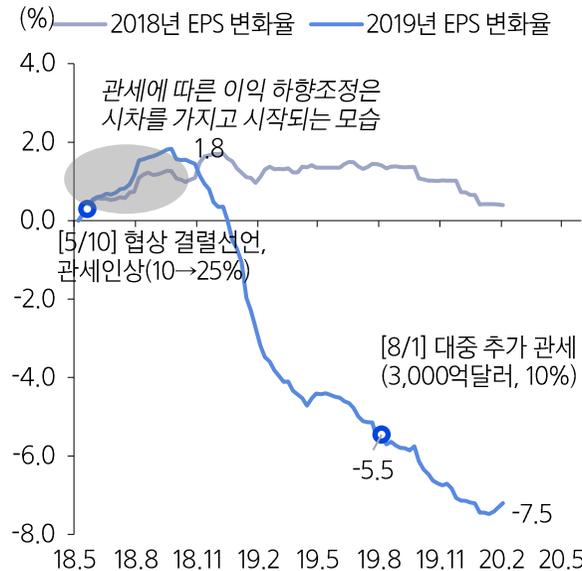
본격적인 美 증시 이익 하향조정은 관세 데드라인(8/11일) 및 법적 리스크 해소(연방순회항소법원 판결 이후) 이후 진행될 것

- 기존 미국 증시의 이익 전망치 하향조정은 관세에 따른 영향이 아닌 AI수익성 검증의 영향이라고 판단
- 트럼프 1기 당시 관세에 따른 이익 하향조정은 시차를 가지고 나타남: 관세 방향성/영향 가시화 전까지 이익 전망치 조정은 소극적
- 본격적인 애널리스트들의 이익 전망치 하향조정은 관세 데드라인(8월) 및 법적 리스크 해소 이후 진행될 전망

### AI 수익성 검증 → 이익 하향조정



### 관세에 따른 이익 하향조정은 8월 이후 본격적으로 시작될 가능성

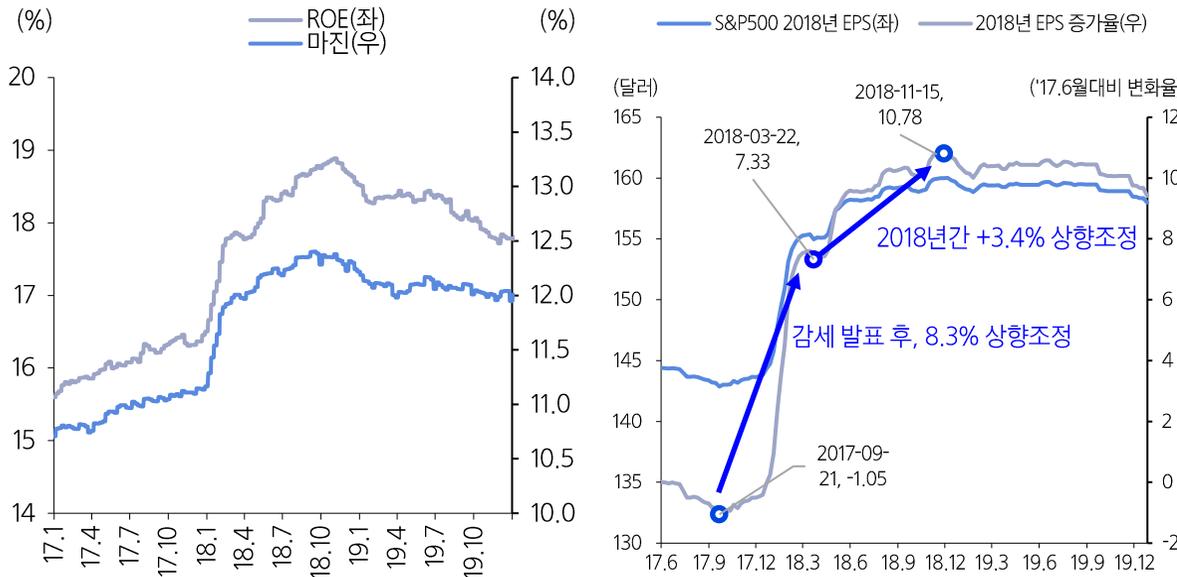


자료: CEIC, Ang Sun, 2023. "Housing Wealth Allocation and Household Decisions: Evidence from China", 삼성자산운용 투자리서치센터

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

- 정책 전환 불확실성 완화되는 시점은 4분기가 될 전망이며, 하반기 주식시장의 핵심 동력은 마진과 쓸림현상이 될 전망
- 트럼프 행정부의 공약과는 다르게(법인세 21%에서 15%로 인하) 가속상각제도 확대 기조 확인
- 2018년 신규 투자에 대한 가속상각 확대로 미국 기업이익은 빠르게 상향조정, 미국기업의 마진 개선세와 ROE 확장도 확인
- 가속상각제도는 테크주 이익에 긍정적인 영향을 미친다는 점에 주목

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



법인세 인하 보다는 비용공제

법인세 관련 조항 (십억달러)	공약	하원 예산위원회
미국 내 생산/판매 15% 법인세 (기존 21%)	100	-
미국 내 제조업 시설 비용 공제 (100%)	320	320
기계 100% 비용 공제 (기존 연도별 감가상각)	90	390
R&D 100% 비용 공제 (기존 연도별 감가상각)	90	250
기업 이자비용 공제 (한도 세전이익의 30%까지)	-	60

주: '17.7.21~'18.2.2 기준, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

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

- '18년 관세부과/긴축 국면에서 12MF PER 27% 하락(18.8→13.6배). 현 밸류에이션 수준, 관세 우려 대부분 반영한 후 반등  
\* 12개월 선행 PER 22.4배(2/17일)에서 17.9배(3년 평균치의 -1표준편차 수준 인접)까지 20.1% 하락 후 반등
- 관세 불확실성에도 연준의 피벗팅은 증시의 밸류에이션을 확대시키는 요인으로 작용
- 높은 밸류에이션 매력도 및 연준 피벗 감안하여 성장 섹터(Big Tech) 및 고마진 섹터(미디어/엔터, SW, 금융 등) 중심으로 대응 필요

기준금리 인하와 더불어 Policy Mix 부각은 증시 밸류에이션 확장으로 이어져



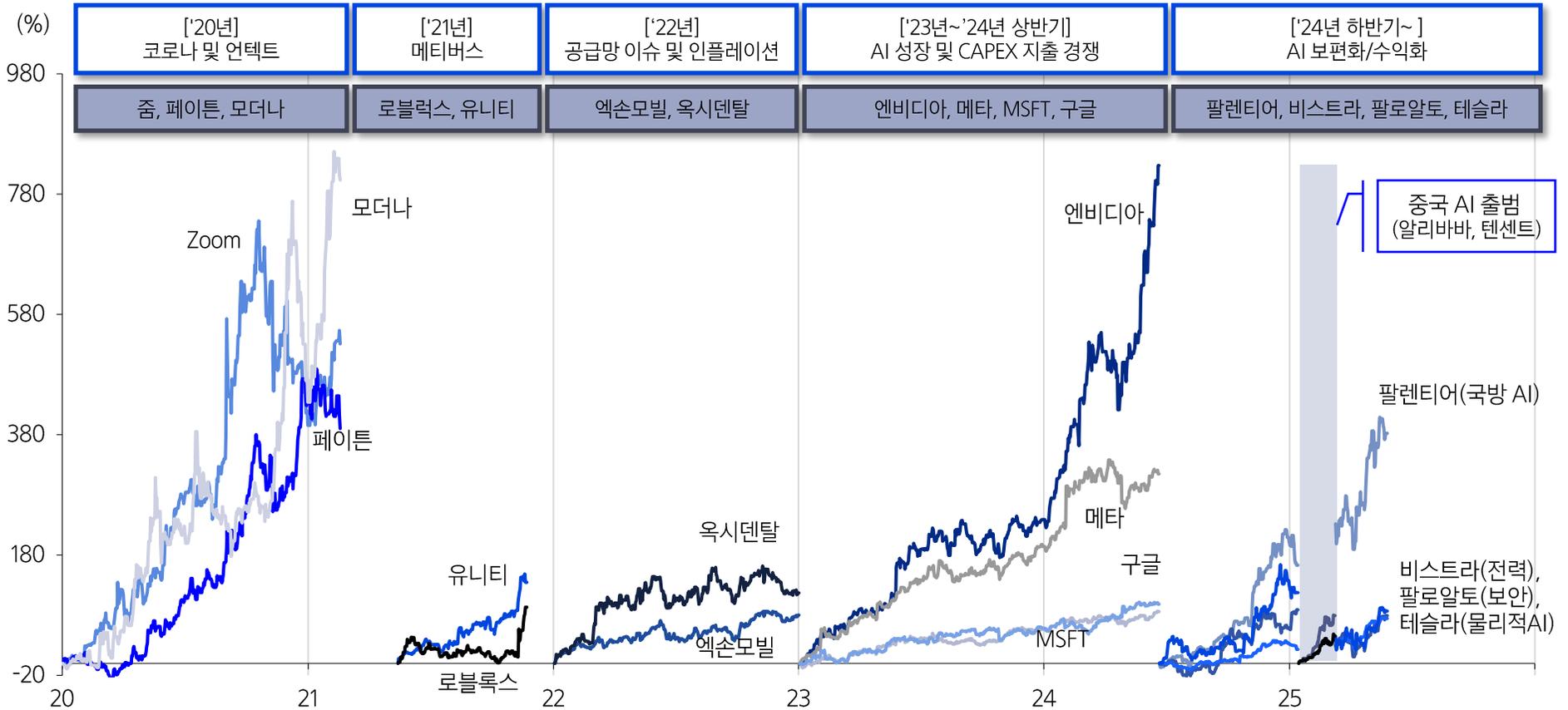
자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 글로벌 주식시장

밸류 확장 국면에서는 성장주가 유리: AI 수익화 가능 기업으로 수익률 쏠림

밸류에이션 확장 국면에서 성장주 중심의 반등 기대 : AI 수익화 가능 기업으로 수익률 쏠림 예상

'25년 패러다임은 CAPEX 지출경쟁을 넘어, AI 활용 확대를 통한 수익화 및 보편화 기대감 확대 지속

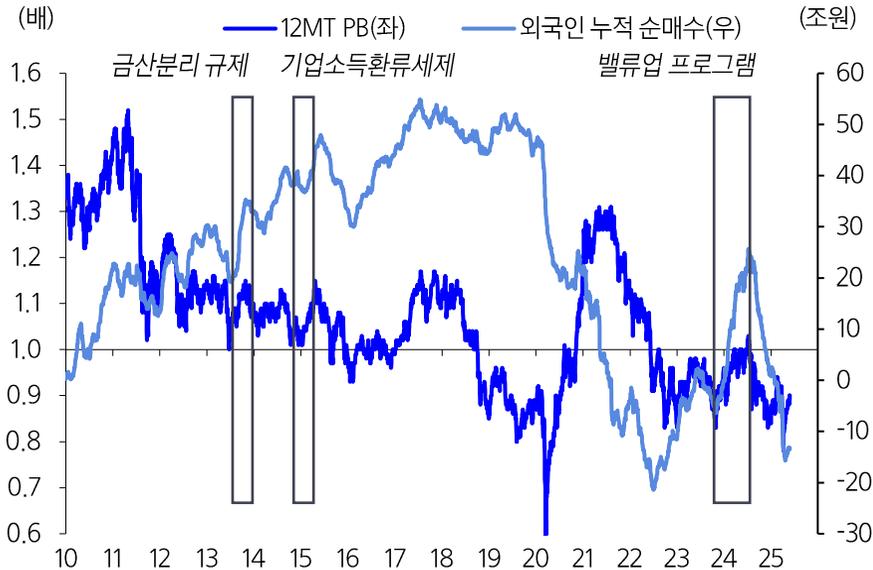


주: 5월 26일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

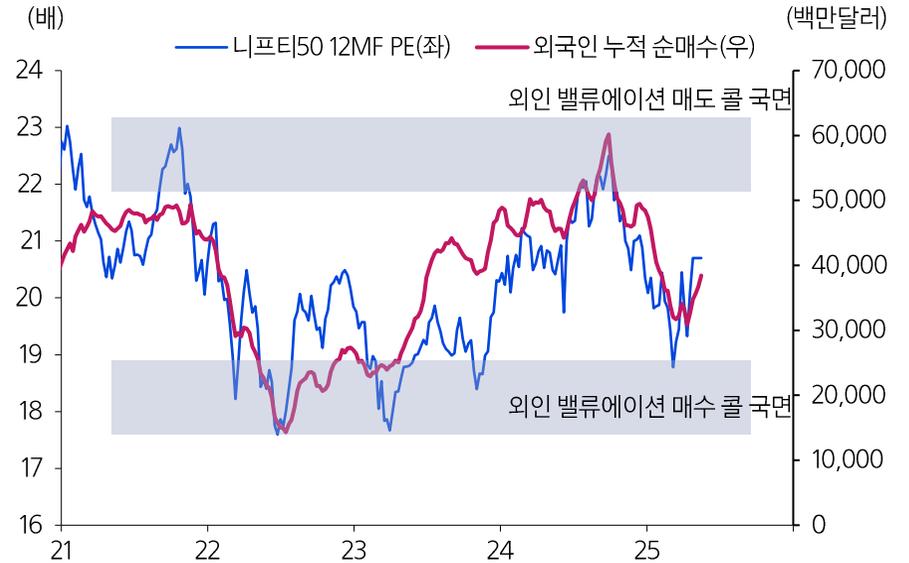
달러 강세 국면에서 미국으로의 자금 쏠림이 나타날 것으로 예상: 하반기 미국 주도 장세가 재현될 가능성이 높음

- 과거 경기 사이클과는 무관하게 주주가치 제고 정책이 강화 시 한국 증시로 외국인 자금이 유인된 사례가 있음
- 韓 대선이후 상법 개정, 기업신뢰 제고, 자본시장 효율화 등의 정책이 단행되어 PBR 상향 기대: 외인 자금이 증시 상승을 견인할 것
- 인도는 여전히 밸류에이션 콜 국면이라고 판단되며, 자국 뮤추얼펀드자금 유입강도는 외국인 자금 누적 유입세의 3개월 후행
- 4분기부터 인도 뮤추얼펀드 자금 유입 강도 강화 기대되어 인도 증시의 상승 모멘텀 강화 기대

### 한국의 상법개정 및 기업지배구조 투명성 향성의 효과



### 인도, 외인 밸류 콜 : 4Q 자국 자금 유입강도 강화 예상



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 증시 내러티브 변화

2025년 상반기 리뷰 및 하반기 전망

<p>Non-US 로테이션</p>	<p>관세 대응 목적의 경기 부양책 발표</p> <hr/> <p>미국 수입 증가에 따른 Non-US 경기 개선</p> <hr/> <p>Non-US 상대적 밸류에이션 매력도 부각</p>		<p>관세 불확실성 완화 美 정책 모멘텀 약화 <small>다</small> 미국의 전략품목 중심 관세 압박 예상</p> <hr/> <p>관세 관련 이익 하향조정 본격화</p> <hr/> <p>금리 상방압력 강화 국면 美 증시 상단 제한</p>	<p>3분기초 단기 Non-US 로테이션</p> <hr/> <p>4분기 美 증시 주도 장세 전망</p>
<p>AI 수익성 검증</p>	<p>AI 인프라(HW 및 반도체) 중심 이익 하향조정</p> <hr/> <p>CAPEX 지출 경쟁 약화</p> <hr/> <p>딥시크 이후, AI 경량화/수익화 필요성 부각</p>		<p>IT SW 및 M&amp;E 이익 상향조정(수익 가능 섹터)</p> <hr/> <p>AI모델 경량화/수익화 목적 R&amp;D 지출 부각</p> <hr/> <p>국가별 AI 강점에 따른 투자전략 차별화</p>	<p>미국: AI SW 및 서비스</p> <hr/> <p>중국: 휴머노이드/ 로보틱스</p>
<p>중국-인도 대체효과</p>	<p>외인 자금 로테이션 기대 국면 진입</p> <hr/> <p>중국 대비 인도의 관세의 영향은 미미</p> <hr/> <p>인도 자국 자금의 증시 유입 강도 강화 기대</p>		<p>인도 증시 밸류에이션 콜 국면에 위치</p> <hr/> <p>중국 대비 견조한 미국과의 통상관계 유지</p> <hr/> <p>외인 자금에 후행하는 자국 자금 유입 강도</p>	<p>중국-인도 대체효과 유효</p> <hr/> <p>인도 증시가 상대적으로 유리한 국면</p>

# 미국 주식시장

\* 미국 증시 주도력은 유효

'25년 하반기 미국 주식시장 전망  
S&P500 연간 밴드: 5,300~6,300pt

- '25년 상반기 리뷰
  - 관세 부과 및 AI 수익성 검증 시작
  - S&P500 연초대비 수익률: 0.1% (5/29일 기준)

- '25년 하반기 전망 및 체크포인트
  - 3Q: 관세 노이즈 + 밸류 부담 + 관세 관련 이익 조정
  - 4Q: Policy Mix + 이익 하향조정 마무리

- \* 주요 변수
  - ① 미국 기업 EPS 증가율 상향 조정
  - ② 연준 피벗팅(9월, 12월 인하 전망)
  - ③ 4분기 미국으로의 자금 쏠림 현상

자료: Bloomberg, CEIC, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

## 미국 주식시장 주요 지표 현황 및 컨센서스

KEY 지표		21년	22년	23년	24년	25년	
지수	S&P500	4,766	3,840	4,770	5,882	5,958	
	수익률	26.9	-19.4	24.2	23.3	1.3	
이익	EPS 증가율	50.6	7.4	1.5	10.1	9.5	
	연초대비 변화율(%P)	27.7	-1.3	-1.7	-0.7	-4.6	
섹터 이익	S/W	EPS 증가율	23.3	13.8	11.1	16.6	11.5
		연초대비 변화율(%P)	8.3	-0.5	3.0	3.6	0.9
	H/W	EPS 증가율	52.5	9.8	-2.3	9.2	8.3
		연초대비 변화율(%P)	36.2	4.2	-1.4	3.5	-3.1
반도체	EPS 증가율	41.9	1.0	-0.5	40.5	38.5	
	연초대비 변화율(%P)	26.1	-9.0	10.5	10.3	-5.0	
M&E	EPS 증가율	53.2	-18.1	36.0	34.5	20.4	
	연초대비 변화율(%P)	36.1	-27.5	28.0	14.6	2.4	
밸류에이션	PER	21.7	16.7	19.8	22.3	20.4	
	PBR	4.8	3.6	4.3	5.1	4.6	
	ROE	20.3	19.7	19.8	20.6	20.4	
유동성	달러화	96.54	104.2	101.3	108.5	101.1	
	명목 금리(10년)	1.8	3.8	3.9	4.6	4.4	
	실질 금리(10년)	-0.2	1.8	2.0	2.5	2.5	
	장단기 금리차	0.6	-0.6	-0.4	0.3	0.4	

# 유로존 주식시장

\* 미국발 불확실성 + 정치적 불확실성

## '25년 하반기 유로존 주식시장 전망

유로스톡스 연간 밴드: 4,850 ~ 5,500pt

### · '25년 상반기 리뷰

- 관세 대응 경기 부양책 발표 및 관세 유예로 상승
- 유로스톡스50 연초대비 수익률 : 9.9%(5/29일 기준)

### · '25년 하반기 전망 및 체크포인트

- 3Q: 독 중심 경기부양책 단행 + 관세 협상 노이즈
- 4Q: 미국 자금 재쏄림에 따른 유럽 증시 자금 이탈

### \* 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

		21년	22년	23년	24년	25년
지수	EuroStoxx50	4,298	3,794	4,522	4,896	5,428
	수익률	21.0	-11.7	19.2	8.3	10.9
이익	증가율	59.5	22.4	5.2	-3.4	2.9
	연초대비 변화율(%P)	25.3	14.9	4.3	-6.7	-4.7
자동차	증가율		15.0	5.6	-33.1	-9.3
	연초대비 변화율(%P)		8.9	17.0	-28.9	-21.4
섹터 이익	금융		-3.6	19.2	10.7	2.7
	연초대비 변화율(%P)		-4.0	2.0	4.6	-1.7
소비재	증가율		29.8	9.5	-16.3	0.9
	연초대비 변화율(%P)		4.3	10.0	-19.6	-11.5
밸류에이션	PER	15.3	11.3	12.4	13.5	14.5
	PBR	2.1	1.7	1.9	2.0	2.2
	ROE	13.0	14.0	14.4	13.7	14.0
유동성	유로화	1.1372	1.1	1.1	1.0	1.1
	독일 명목 금리(10년)	-0.2	2.6	2.0	2.4	2.6
	대미 금리차	1.7	1.3	1.8	2.2	1.9
	대미 기준금리차	0.3	2.0	1.0	1.4	2.1

자료: Bloomberg, CEIC, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 중국 주식시장

\* 관세 리스크 vs 경기부양책

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

- '25년 상반기 리뷰
  - 경기 부진 + 미 관세부과 등이 하방압력 요인
  - CSI300지수 연초대비 수익률 : -2.5% (5/29일 기준)

- '25년 하반기 전망 및 체크포인트
  - 3Q: 관세 협상 노이즈, 정책 공백, 이익 하향조정
  - 4Q: 경기부양 및 하이테크 산업 육성 기대감

- \* 주요 변수
  - ① 美 관세와 경기부양책에 따른 SPS 연초대비 변화
  - ② 가계/기업 디레버리징 개선에 따른 유동성 확대
  - ③ 내수시장 회복 여부

자료: Bloomberg, CEIC, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

## 중국 주식시장 주요 지표 현황 및 컨센서스

		21년	22년	23년	24년	25년	
지수	CSI300	4,940.4	3,872	3,431	3,935	3,889	
	수익률	-5.2	-21.6	-11.4	14.7	-1.2	
이익	EPS 증가율	16.5	14.0	10.9	9.9	8.4	
	연초대비 변화율(%P)	1.4	-1.1	-4.6	-3.8	-1.0	
밸류에이션	PER	18.9	13.5	11.1	12.7	11.8	
	PBR	3.2	2.3	1.7	1.9	1.6	
	ROE	14.9	15.1	14.0	13.4	12.6	
경기	내수	소매판매 증가율	12.5	-0.2	7.2	3.5	4.7
		자동차 판매율	2.0	-6.5	23.3	11.7	11.0
	부동산	1선도시 가격 상승률	4.4	2.5	-0.1	-3.8	-2.1
		2선도시 가격 상승률	2.9	-1.1	0.0	-5.4	-3.9
		시공 증가율	5.3	-7.3	-7.8	-13.0	-10.1
		준공 증가율	10.8	-14.3	15.8	-25.8	-16.9
		판매 증가율	1.1	-26.8	-17.3	-14.1	-2.7
		투자증가율	6.4	-9.5	-16.7	-9.3	-9.5
유동성	금리	MLF 금리(1년)	3.0	2.8	2.5	2.0	2.0
		1년 대출 금리(LPR)	3.8	3.7	3.5	3.1	3.1
		은행지급준비율	8.4	7.8	7.4	6.6	6.2
	유동성	신용자극지수 변화분	-7.1	-0.1	2.2	-4.6	1.0
		위안화 대출 증가율	14.1	14.7	16.0	10.2	8.8
	소비자대출 (3M 롤링 합계, 십억위안)	3.1	3.0	2.7	1.7	4.6	

# 한국 주식시장

\* 미국발 관세에 따른 이익 하향 조정 불가피

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

- '25년 상반기 리뷰
  - 관세 및 대내 정치적 불확실성 완화에 반등
  - 코스피 연초대비 수익률 : +11.3% (5월29일 기준)

- '25년 하반기 전망 및 체크포인트
  - 3Q: 美 관세 영향에 따른 섹터별 이익 하향 조정
  - 4Q: 대선 이후 증시 재평가 및 추경 기대감 형성

\* 주요 변수

- ① 美 정책 전환에 따른 보조금 폐지/관세부과 규모
- ② 증시 재평가에 따른 PBR 및 ROE 반전
- ③ 추경 통한 경기부양책 단행: 이익 상향조정 여부

## 한국 주식시장 주요 지표 현황 및 컨센서스

		21년	22년	23년	24년	25년	
지수	KOSPI	2,978	2,236	2,655	2,399	2,627	
	수익률	3.6	-24.9	18.7	-9.6	9.5	
지수/섹터 수익	코스피	증가율	111.5	-21.2	-22.2	53.3	18.9
		연초대비 변화율(%P)	100.6	-58.6	-6.0	33.8	-3.1
	반도체	증가율	65.6	-17.2	-92.9	1,575.3	23.2
		연초대비 변화율(%P)	44.6	-40.6	-36.7	1,518.4	3.3
	자동차	증가율	158.8	24.0	51.4	10.2	-4.8
		연초대비 변화율(%P)	136.5	-8.3	32.4	-27.6	-6.5
은행	증가율	37.3	14.3	-5.0	5.0	3.1	
	연초대비 변화율(%P)	35.9	-25.9	-15.6	4.3	0.2	
밸류에이션	PER	11.0	11.6	10.6	8.4	8.7	
	PBR	1.2	0.9	1.0	0.9	0.9	
	ROE	10.0	7.6	8.6	9.8	9.5	
수급	외국인	평균 지분율	34.5	31.4	31.9	34.0	32.3
		순매수(십억원)	-25,539	-7,183	11,285	1,317	-1,952
	기관+개인	기관(십억원)	38,949	-11,376	1,035	1,525	1,061
		개인(십억원)	65,902	16,680	-13,834	-5,355	-948

자료: Bloomberg, CEIC, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 삼성자산운용

---

삼성자산운용 주식회사

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