

'25년 8월

글로벌 매크로 및 자산시장 전망

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

삼성자산운용

Agenda

01 | 금융시장 리뷰

주가/금리 동향, 7월 변화 요인

02 | 주요 이슈

- 1) 미국 관세와 금융시장(기업이익, 물가)
- 2) 신정부 정책방향과 코스피(일본사례 비교)
- 3) 원/달러 환율 점검

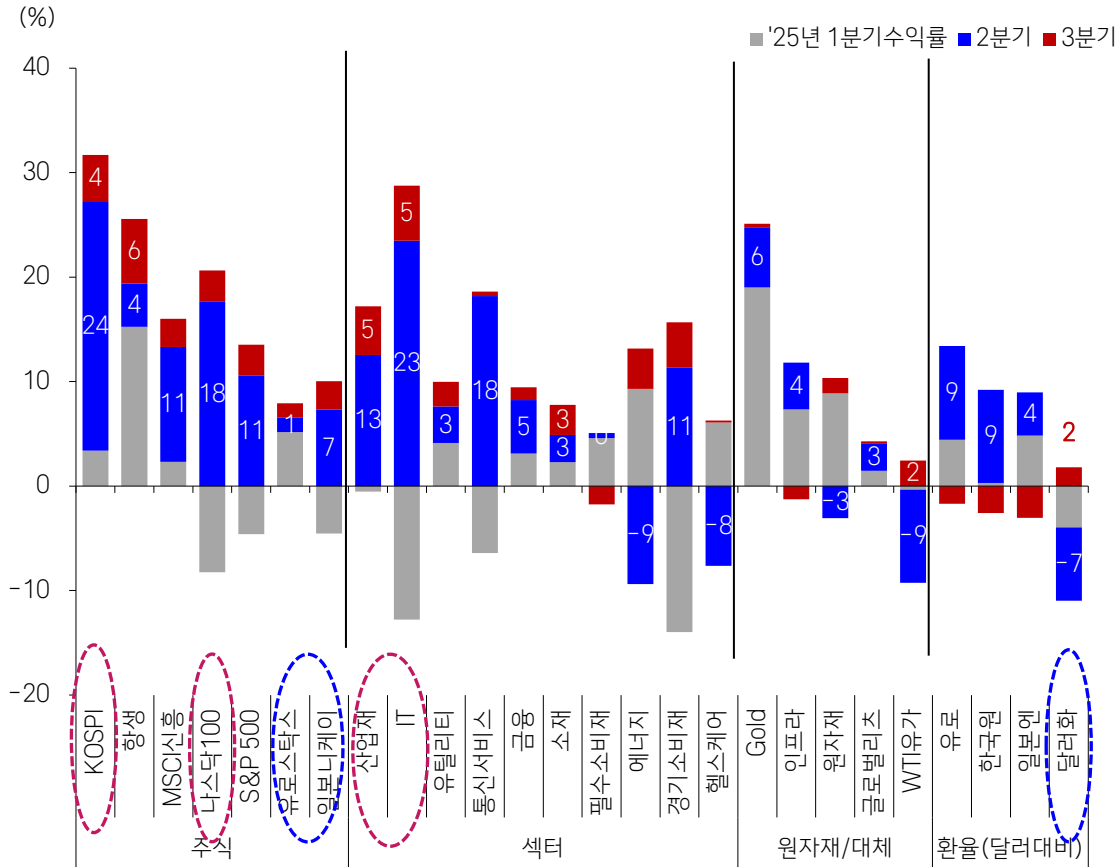
03 | House view

매크로 뷰, 자산별 투자의견

1.금융시장 _ 주가,환율

한국, 미국(기술주) 상승 주도, 7월 달러 소폭 강세(환율 상승) 전환

주요자산 수익률 (분기별 흐름)



자료: Bloomberg(7.28일 기준), 삼성자산운용 투자리서치센터

✓ 금융시장 동향

코스피 급등, 연초 이후 +32%

조선/방산/원자력+지주/금융/고배당

* 일본 밸류업(아베노믹스) 사례 유사

미국 나스닥, 빠른 회복 (4월 저점비)+30%

기술주,통신, 산업재 상승 주도

*자본재,운송,건설

1분기 주가 상승폭 컸던 **항생**, 유럽 부진

항생 4%, 유럽 1% (2분기 수익률)

2분기 **원화 강세**폭 커, 3분기 달러 반등

원/달러 1,350원 기록 후 반등

미국,한국, Big Tech 상승 주도

1.금융시장_ 금리 : 시중금리 **재상승**으로 채권 수익률 부진

재정우려, 미국금리 동결로 높은 금리수준 지속

[금리인하 마무리] 캐나다, 독일(유로존), 스위스

→ 추가 인하 기대 소멸, 재정확장 우려로 연초대비 금리 상승

[금리인하 1% 진행] 미국, 영국, 한국

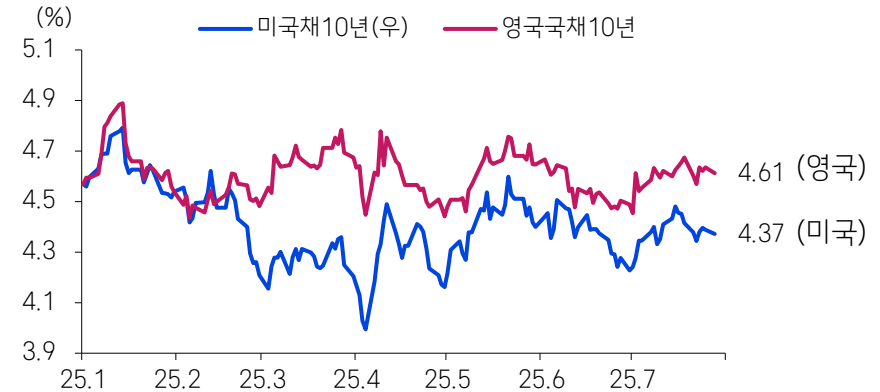
→ 시장 금리 연초 수준, 추가 금리인하 여력 감안 금리하락 가능

글로벌 금리 동반 상승

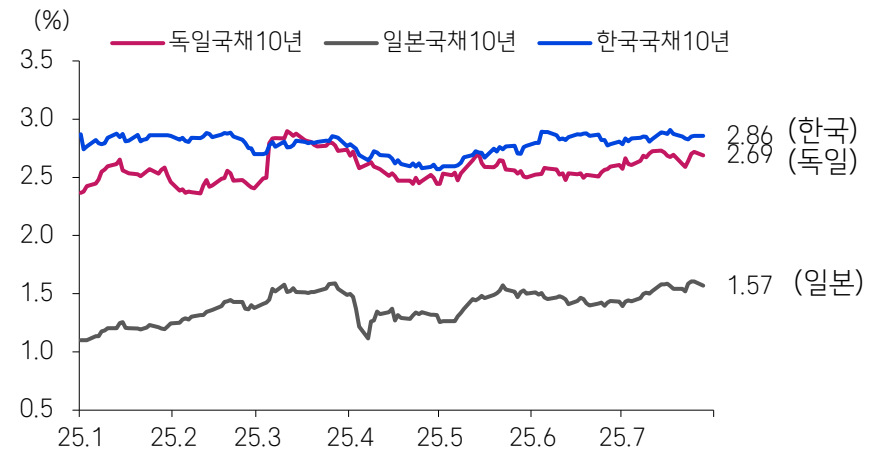
	기준금리(%)			국채10년금리 변동(연초비)	기준금리- 10년 스프레드
	고점	현재	인하폭		
캐나다	5.0	2.75	-2.25	+0.30	+0.78
독 일	4.0	2.0	-2.0	+0.32	+0.69
스위스	1.75	0.0	-1.75	+0.07	+0.42
미 국	5.5	4.5	-1.0	-0.20	-0.13
영 국	5.25	4.25	-1.0	+0.05	+0.36
한 국	3.5	2.5	-1.0	-0.02	+0.36
호 주	4.35	3.85	-0.5	-0.02	+0.49
중 국	2.0	1.4	-0.6	0.04	+0.31
일 본	-0.1	0.5	+0.6	+0.47	1.07

자료: Bloomberg(7.28일 기준), 중국 기준금리는 7일 Repo금리, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국/영국 국채 10년 국채금리 추이



독일/한국/일본 10년 국채금리 추이

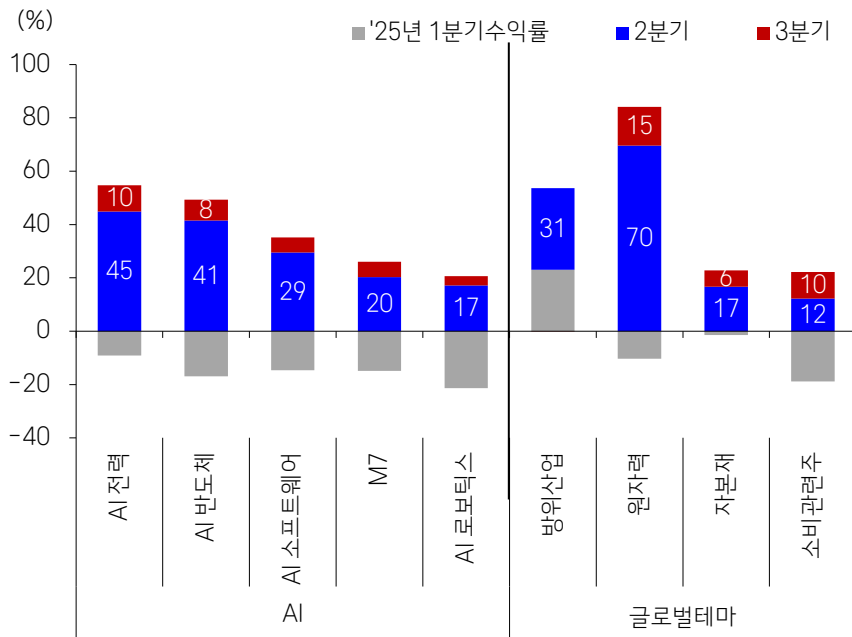


1.금융시장_주도섹터/테마 주도섹터 유지, 소외업종으로 순환

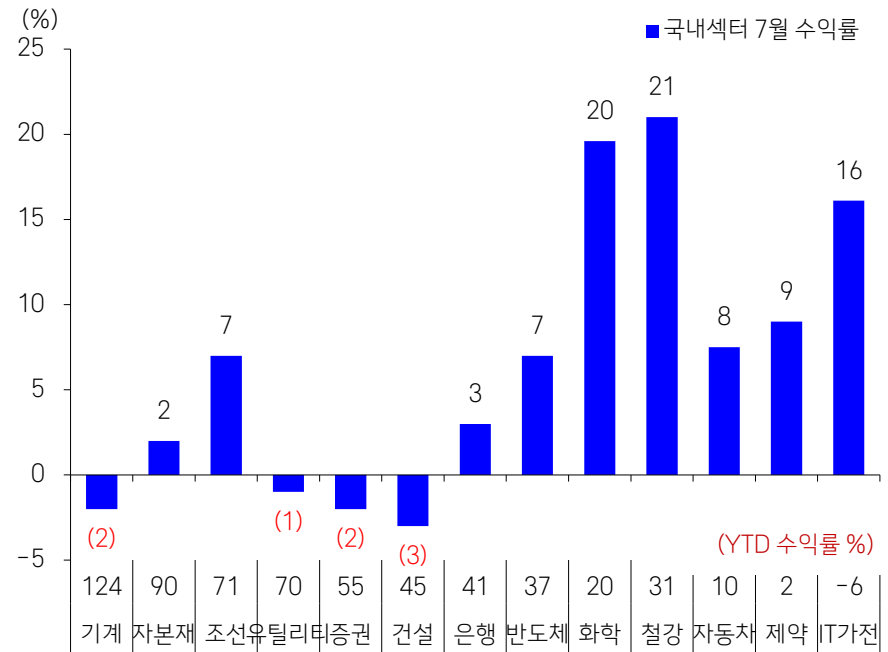
AI테마 강세 지속(전력,반도체), 글로벌테마 소비관련주 반등, 국내 부진업종 반등

• 국내섹터는 부진 업종으로 순환매 뚜렷 : 철강/화학(2차전지), 제약, 반도체/자동차

(글로벌)AI, 원자력 강세 지속, 7월 글로벌 소비주 반등



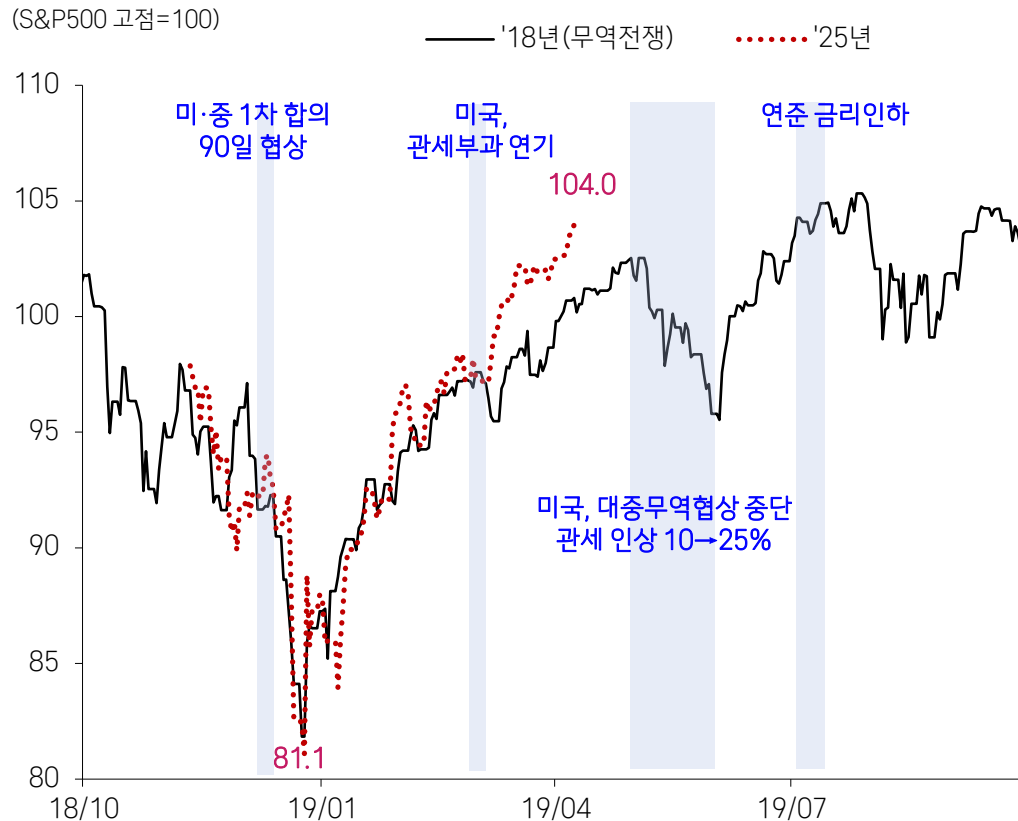
(국내섹터) 로테이션 : 반도체, 화학/철강, 자동차, 제약



자료: Bloomberg(7.28일 기준), 삼성자산운용 투자리서치센터

1.금융시장 _무역협상과 주가

'18년 미·중 무역분쟁과 비교



자료: Bloomberg(7.28일 기준), 삼성자산운용 투자리서치센터

✓ 미국의 협상 전략

중국은 일시 봉합, 주요국 우선 협상

중국 공급망 장악으로 미국 피해 확대
주요국 우선 협상 통해 우회수출 차단
우호적 협상 결과 통해 중국 압박



8월 이후 중국 압박 재개

시장 개방 요구 (금융시장)
위안화 강세 통한 소비부양 요구
농산물/에너지/항공기 등 미국제품 수입

2_1) 관세와 금융시장

관세 협상 통해 미국 이익 극대화(상대국 보복 최소화, 전략산업 유연 대응, 투자유치) → **민간의 관세 부담 ↑**

(장기) 미국 패권우위 재확인

안보, 무역에서 미국 우위 확인

- **관세부과 충격 제한적**

성장률 : 2분기 반등, 연 성장률 소폭 상향

물가 : 상품물가 반등, 서비스가 제어

*상대국의 보복 관세 대응 제한적

- **성장 동력 확보**

관세협상에서 대규모 투자 유치

'26년 : 감세 + 리쇼어링(전략산업 유치)

- **금리인하와 재정정책 공조**

9월 인하 재개로 정부와 연준 마찰음 해소

관세 급증에 따른 재정정책 여력 확보

vs.

(3분기) 관세 증가의 역풍

기업 마진축소 또는 가격 인상 불가피

- **기업, 소비자 부담 증가**

기업, 마진축소 및 비용효율화로 대응

*이익비중이 높은 Tech/헬스케어 관세영향

일부는 가격인상 통해 소비자에 전가

- **인하 재개 과정의 연준 독립성 훼손**

9월 인하 예상 (연준 내외부 의견 충돌 심화)

연준 독립성 이슈 → 인플레이션 우려 자극

미국 관세협상 현황

관세 타결국 주가 상승, 타결국 늘어나면서 상승 강도는 제한 (→환율은 달러대비 약세 흐름)

협상 타결 일자	국가	미국 무역수지	4.2일 관세율	합의 후 관세율	주가 수익률 %(7.28일 기준)			환율 (달러대비 %)		주요 합의 내용
		(\$십억)	(%)	(%)	YTD	4.9일~	타결 후	YTD	타결 후	
5.8일	영국	12.4	10	10	11.6	15.3	6.4	7.4	0.8	자동차 관세 10%(연10만대 쿼터), 철강관세 유예
5.12일	중국	△294.4	67	30	4.9	13		1.8		적대적 무역조치 90일 유예(8.11일)
6.10일	중국			30						합의 프레임워크 마련, 협상기간 연장 가능성 대두
7.2일	베트남	△123.5	46	20	20.9	35.2	12.5	-2.5	△0.1	우회수출에 40% 관세, 시장 개방, 항공기/농산물(\$109억)
7.15일	인니	△17.8	32	19	6.5	25.8	7.3	-1.2	△0.7	수입규제완화, 핵심광물 수출제한 예외, 미국산 구매(\$500억)
7.22일	필리핀	△4.7	17	19	-1.8	6.8	△1.8	1.7	0.1	군사적 협력 강조, 미국제품 무관세 개방
7.22일	일본	△68.3	24	15	6	21.4	3.3	6.4	△1.3	신규투자 기금 \$0.55조, 자동차/트럭/농산물시장 개방
7.27일	EU	△235.6	20	15	9.3	12.1	△0.3	13.6	△1.3	에너지수입 3년 \$0.75조, 신규투자 \$0.6조, 군사장비 수입
	한국	△65.8	25		32.1	39.5		6.7		
	대만	△74.1	32		1.4	26.6		11.4		
	인도	△45.5	26		4.3	9.7		△1.0		
	멕시코	△171.2	25		15.8	13.9		12.4		
	캐나다	△63.0	25		11.2	22.2		5.1		

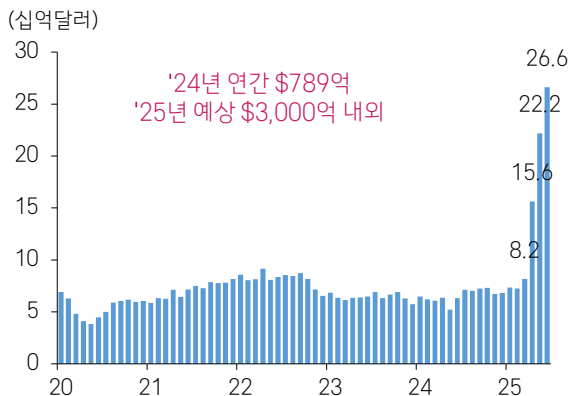
관세 협상 결과 → 최소 15%의 상호관세, 예고된 품목관세(반도체, 제약) 부과로 마무리 예상

자료: 언론 종합, Bloomberg(7.28일 기준), 삼성자산운용 투자리서치센터

관세 급증과 주체별 부담 미국 관세수입 → 1)미국 수입기업, 2)외국 수출기업, 3)미국 소비자

늘어난 관세, 누구의 부담인가?

미국 관세 수입 급증



✓ 연간 관세수입 \$3000억 내외 확보

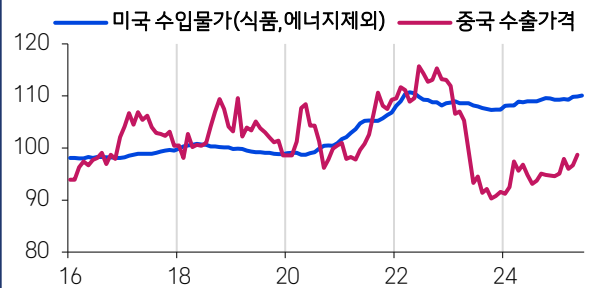
- 감세안에 따른 재정적자 부담 완화
- 재정지출 확대는 아직 나타나지 않아

(미국 기업) 자동차 등 일부 기업에 타격

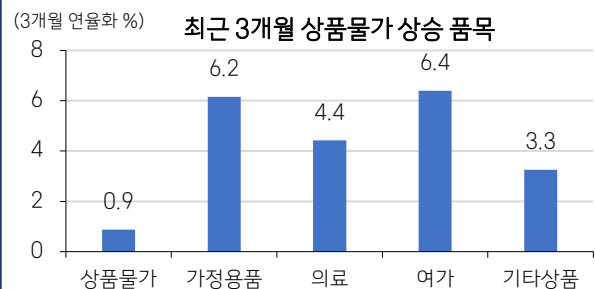
GM 실적 발표

2분기 매출 △1.8%, 매출원가 +1.7%
순이익 \$18.9억 (35% 감소)
관세영향 \$11억 (연말까지 50~60억 예상)

(외국 수출업자) 가격 인하 대응은 제한적



(소비자물가) 일부 상품 품목에서 가시화



4~6월 관세 충격 제한된 이유

(기업) 재고확충, 가격인상 자제
(해외) 미관세 대응 보복관세 제한
(물가) 서비스물가, 물가안정 기여

*협상 결과에서 미국 우위 확인

*미국, 민감품목(Tech, 제약) 유연한 대응

하반기 체크포인트

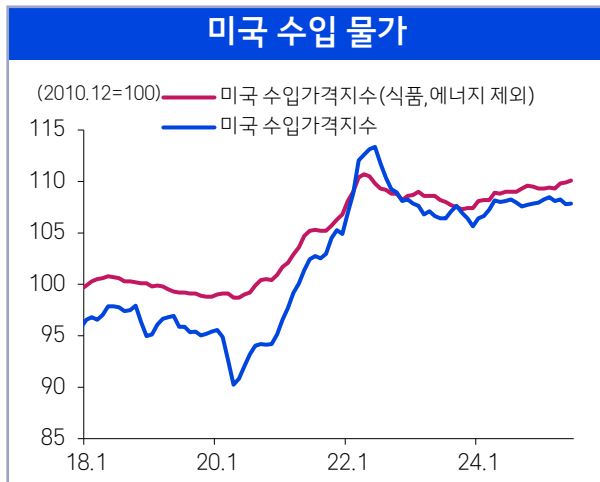
- 관세 급증의 부담은 상당부분 기업이 감내하게 될 가능성 높아
- 한국, 대만 관세 확정 및 반도체 등 품목관세 부과로 이익하향 불가피

* 이익비중 높은 Tech, 제약 관세 확정시
이전과 달리 부정적 영향 확대 가능

자료: 언론 종합, Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

관세와 기업이익 (외국기업) 가격인하 흐름은 제한적

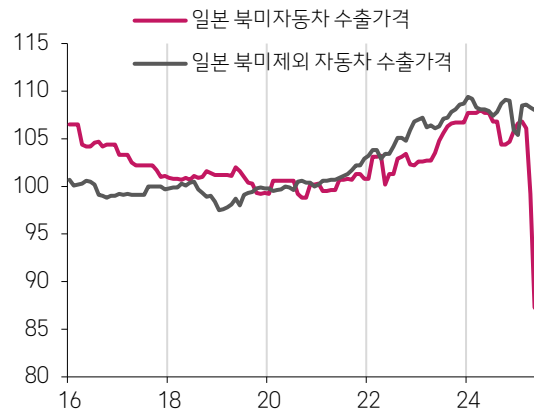
수입물가 상승 → 가격전가 제한



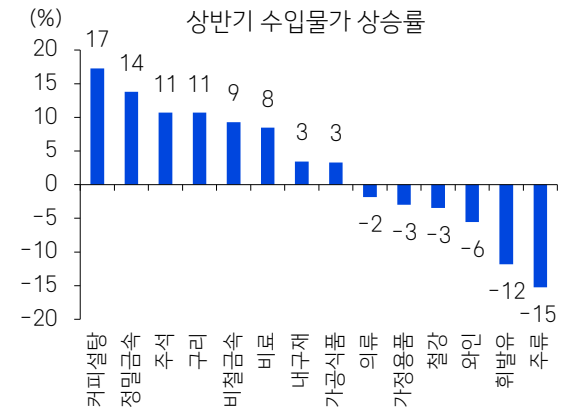
✓ 수입물가는 소폭 상승

- 식품/에너지 제외 수입물가 완만한 상승
- 국가별 차별화 진행(일본자동차 가격인하)
- 수입물가 상승 : 비철금속, 농산물, 비료
- 수입물가 하락 : 주류, 철강, 가정용품, 의류

일본 자동차는 가격인하로 대응



미 수입물가 상승률 상위/하위



✓ 품목 특성에 따라 대응 차별화 예상

관세 협상 일단락 후 국가별, 기업별 전략 차별화 예상

- 환율 상승은 제한적 : 트럼프 달러약세 언급 및 환율 압박 예고
- 가격인하 통한 점유율 수성 + 미국 현지 생산 증가
- 비용 절감 등 효율화

자료: 언론 종합, Bloomberg(7.28일 기준), 삼성자산운용 투자리서치센터

[참고] 한국 기업이익 (자동차, 반도체 전체 이익의 35% 차지)

국내자동차, 관세 악영향 본격화

현대차 2Q 실적 : 관세 영향 영업손실 8,282억

	24.2Q	25.2Q	증감
매출액 (십억)	45,021	48,287	+1,782
매출원가(십억)	35,284	39,177	+2,552
매출원가율	78.4%	81.1%	+2.7%p
영업이익(십억)	4,279	3,602	△677

* 환율 영향(영업익) +6,320억

기아차 2Q 실적 : 관세 영향 영업손실 7,860억

	24.2Q	25.2Q	증감
매출액 (십억)	27,568	29,350	+1,782
매출원가(십억)	20,922	23,474	+2,552
매출원가율	75.9%	80.0%	4.1%p
영업이익(십억)	3,644	2,765	△879

* 환율 영향(영업익) +5,010억

국내자동차, 관세 악영향 본격화

(억달러)	대미 무역흑자 (\$억)		대미 수출증가율 (%)	
	'24년	비중 (%)	'24년 1~6월	'25년 1~6월
대 미국 무역	556.7		10.4	△3.7
자동차	325.6	27.2	10.4	△16.5
자동차부품	79.0	6.4	1.7	△1.4
반도체	74.3	8.4	116.2	17.0
석유제품	43.1	4.0	△9.8	2.8
컴퓨터	51.1	4.5	202.6	38.8
건전지 및 축전지	38.4	3.1	△19.0	16.1
냉장고	17.1	1.3	△15.7	△37.1
건설광산기계	16.9	1.4	△31.4	△26.2
원동기펌프	15.7	1.8	4.2	12.7
전력용기기	16.6	1.8	△13.4	32.7
플라스틱제품	15.0	1.6	9.6	4.9
철강판	13.5	1.1	△0.7	△15.3
철강관및철강선	13.8	1.1	△15.8	4.4

✓ 한국 기업이익 영향

[관세 현황]

철강 알루미늄 50%

자동차(부품포함) 25%

*일본, EU 자동차관세 15% 합의

반도체 품목관세 예고

✓ 자동차

영업익 '25년 31.8조 (전체 11%)

*15~25% 관세부과시

영업익 3~7조가량 감익 예상

✓ 반도체

영업익 '25년 66조, '26년 82조

(관세 영향 미반영)

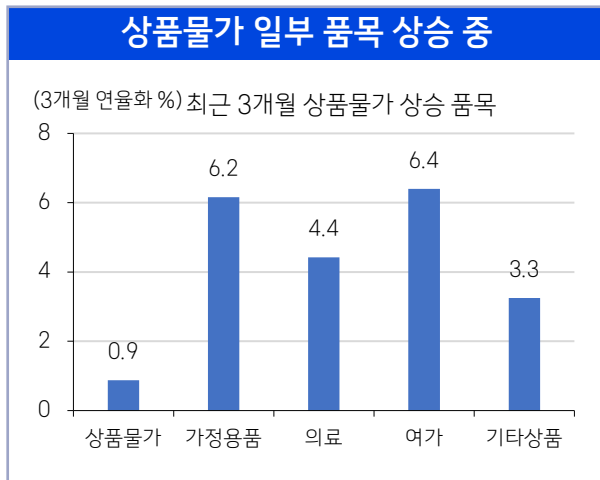
→ 자동차, 이익하향 반영
반도체는 반영 미미

자료: 언론 종합, Bloomberg(7.28일 기준), 삼성전자운용 투자리서치센터

관세와 미국물가

상품물가 상승 중이나 전체 물가 영향은 아직 제한적

일부 품목 연율 6%대로 상승



✓ 소비자물가 2.7%

- 상품물가 0.9% + 서비스 물가 3.6%
- * 비중 19%(상승 중) 61%(둔화 중)
- 상품물가에서 가격 상승 일부 나타나

CPI 전월비 상승률	비중(%)	4월	5월	6월	물가 상승 속도	
					전년동월비	3M연율화
All items	100.0	0.2	0.1	0.3	2.7	2.3
Food	13.6	-0.1	0.3	0.3	3.0	2.1
에너지	6.6	0.7	-1.0	0.9	-0.8	2.6
Core	79.8	0.2	0.1	0.2	2.9	2.4
상 품	18.8	0.1	0.0	0.2	0.7	0.9
가정용품	3.5	0.2	0.3	1.0	1.7	6.2
의류	2.5	-0.2	-0.4	0.4	-0.5	-0.8
운송	6.1	-0.2	-0.3	-0.4	1.2	-3.5
(신차)	3.7	0.0	-0.3	-0.3	0.2	-2.5
(중고차)	1.9	-0.5	-0.5	-0.7	2.8	-7.0
의료	1.5	0.4	0.6	0.1	0.2	4.4
여가	2.1	0.4	0.4	0.8	-0.8	6.4
교육/통신	0.9	0.3	0.1	0.0	-3.3	1.4
주류	0.9	0.0	-0.1	0.1	1.4	0.1
기타상품	1.4	0.3	0.2	0.3	3.0	3.3
서 비 스	61.0	0.3	0.2	0.3	3.6	2.9
주거	36.2	0.3	0.3	0.2	3.8	3.1
의료	6.5	0.5	0.2	0.6	3.4	5.0
운송	6.3	0.1	-0.2	0.2	3.4	0.4
여가	3.3	-0.3	-0.1	0.2	3.8	-0.6
교육/통신	5.0	-0.2	0.1	0.1	1.1	0.0
기타서비스	1.5	0.2	0.4	0.6	4.3	4.9

✓ 상품물가 상승 압력

[관세와 소비자 물가]

미국 소비자 물가의 구성

식품/에너지 20%

상품물가 19%, 서비스 61%

*가격 상승 품목 비중

가정용품 3.5%, 여가용품 2.1%

의료용품 1.5%, 기타상품 1.4%

✓ 상품물가 추가 상승 가능

- 비중 높은 서비스물가가 물가 급등 제어 * 주거, 운송, 여가

✓ 물가, 9월 이후 안정화 예상

관세와 미국경기

성장률 충격 제한 1)상대국 보복 제한, 2)선별적 관세 부과로 미국 피해 최소화

관세로 인한 경제영향 제한

미국 관세율 상승에 따른 경제영향

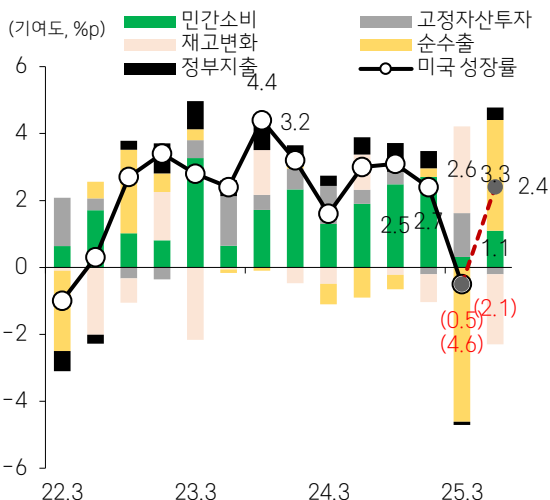
평균관세율 13%p이상 상승
(’25.2월말 2%→’25.7월 15%내외)

관세율 13%p 인상 영향
→ (2~3년간) GDP △1.8%
근원PCE물가 +1.2%
* 연준 추정

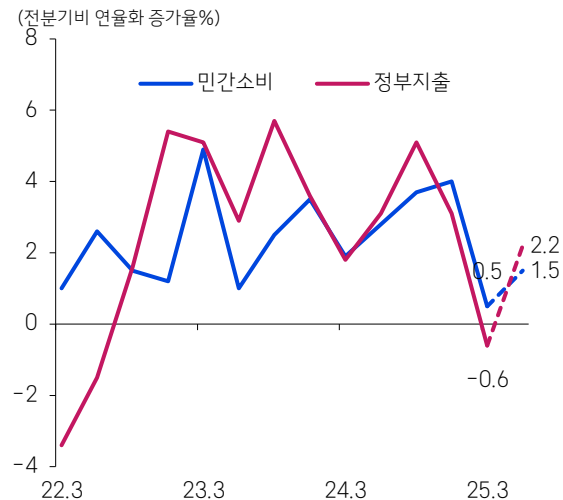
상대국 무역보복 예상보다 미미

- ✓ 성장률 1.4% 예상 (직전 3년 2.7%)
- 경제영향 추정은 무역 전면전 가정
- 보복관세 제한적, 투자효과 감안 필요
- 선별적 관세부과로 미국 피해 최소화

미국 분기 성장률 추이 (전분기 연율화)



민간소비/정부지출은 둔화중



✓ 지난 3년 경제성장을 견인했던 민간소비와 정부지출은 둔화 중

상반기 미국 성장률 1%내외 기록 예상 (전분기 연율화 성장률 기준)

- 상반기 순수출과 재고 변동성 확대→ 하반기 소비, 정부지출 영향력 확대 예상
- 민간소비는 지난 3년 2.7% 증가 속도에서 올해 1% 속도를 둔화
- 정부지출은 2분기 반등하나 예년보다 속도 둔화(상반기 재정지출 +4.1%수준)

2_2) 신정부 정책과 코스피

신정부 금융시장 정책 방향

1 주식시장 활성화

- **상법 개정안 통과**(7.3일)
이사충실의무, 감사위원 의결권 제한
- **세제개편안** (7월말 예상)
배당세제 분리과세, ISA 혜택 확대
- **추가 상법 개정안** (7월 논의)
집중투표제, 감사위원 분리선출
- **자사주 의무소각** (9월 정기국회)
자사주 1년내 의무소각 법제화

2 벤처투자 지원

- **年 40조 벤처투자시장 육성**
 - 전략형 국부펀드 형태 국민펀드 조성
 - *모펀드는 정부출연/국책은행/공적연금 조성, 자펀드로 국민투자 모집→ 모펀드에 투자
 - 중소벤처기업 AI 융합 펀드 조성
 - 퇴직연금, 연기금의 벤처투자 허용
- **기업성장 집합투자기구 도입**
(운용)자산운용사, 증권사, 벤처캐피탈
벤처/혁신기업 60%이상 투자
개인투자 가능, 폐쇄형, 90일내 상장
* 국회 정무위 통과, 내년 시행 예상

3 디지털자산 육성

- **원화 스테이블 코인**
디지털자산기본법 국회 논의 중
민간주도 vs 은행중심 모델 결정 필요
한국은행은 자본유출 우려로 반대입장
- **토큰증권**(증권형 디지털자산)
법안 국회 계류 중
(자본시장법, 전자증권법 개정 필요)
증권사 중심 인프라 구축
(조각투자 등 비정형증권에 우선 적용)
- **디지털자산 현물ETF**
자본시장법에 포함 또는
디지털자산법으로 별도지정 논의 중

세제 개편안 (7월말 발표 예정)

높아진 기대를 충족시킬 수 있을지가 관건 (세수확보 병행 추진은 부담 요인)

✓ 배당소득 분리과세 : 주주환원 강화 통한 증시 부양

연 금융소득	현행	분리과세안
2000만원 이하	15.4% 분리과세	15.4%
2000만원~3억 이하	6.6~49.5% 종합과세	22.0%
3억원 초과		27.5%

* 분리과세안은 더불어민주당 이소영 의원 발의안 기준

✓ ISA 혜택 확대 : 증시 수요기반 확충(저축→투자)

연 금융소득	현행	혜택 확대안
납입한도	연 2천만원 (5년간 총 1억원)	연 4천만원 (총 2억원)
비과세한도	200만원	500만원
한도 초과분	9.9% 분리과세	9.9% 분리과세
금융소득 종합과세자	가입제한	가입제한

* '24년 기획재정부 세법개정안 'ISA 확대안' 기준

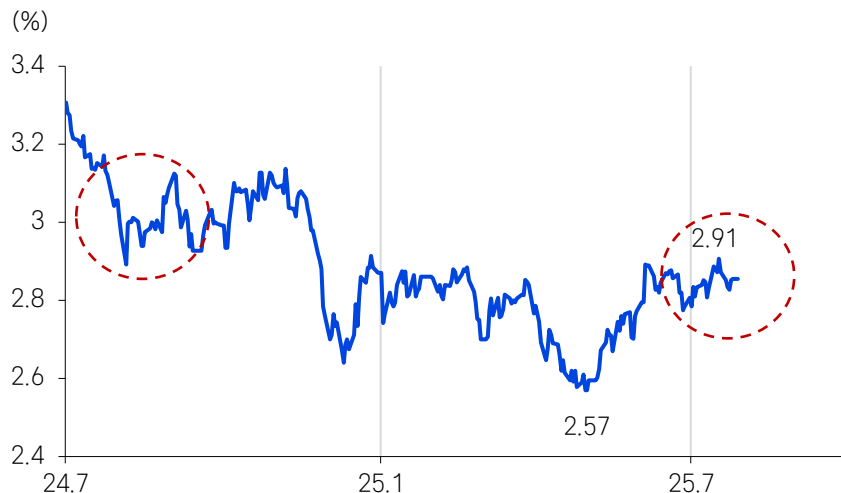
✓ 세수확보 검토 사항

- 분리과세 대상 늘리고, 감세폭은 축소 검토
* 배당성향기준 낮춰 대상기업은 확대, 금융소득 3억초과 세율은 상향
- 대주주 양도세 부과기준 하향 검토 * 기존 50억 → 10억
* 코스피 대주주 기준 : 지분 1%또는 50억 이상(세율 20~25%)
- 증권거래세 인상 검토 *금투세 도입 가정해 단계적 인하
* 현 증권거래세율 0.15% (19년 0.3%에서 단계적 인하)
- 대주주 감액배당 과세 검토
* 준비금 총액이 자본금 1.5배 초과시 주총결의로 감액 배당 가능
- 법인세 최고세율 1%p 인상 (24→25%)

재정 확대 (8월 발표 예정)

확장재정 기조 공식화, 8월말 내년 예산 지출 규모 및 국채 순발행 규모 발표 → **금리 상승 압력**

한국 국고채 10년 금리



확장재정에 따른 국채 순발행 확대 우려로 국내금리 상승

→ 올해 국채순발행 109.3조(전년비 두배 이상 증가)

신정부 확장재정 기조로 내년 국채순발행에 대한 우려 점증

8월 중순, 경제정책방향과 국가재정 전략회의 동시 개최 예정

→ 재정운용 원칙 '건전 재정'에서 '확장 재정'으로 변경 예상

확장재정 강화시 국채 순발행 높은 수준 지속

(조원)	'20년	'21년	'22년	'23년	'24년	'25년 본예산	'25년 추경반영	'26년 예상
국채 총발행	174.5	180.5	168.6	165.7	158.4	197.6	226.9	200~220
국채 순발행	115.3	120.6	97.3	61.5	49.9	80.0	109.3	80~110
적자국채	102.8	96.2	82.6	69.8	81.8	86.7	119.6	
기타(세입) *기금활용	12.5	24.4	14.7	-8.3	-31.9	-6.7	-10.3	
차환발행	59.2	59.9	71.4	104.2	108.5	117.5	117.5	120
만기상환	45.1	45.4	56.2	86.0	93.5	94.0	94.0	100
바이백 등	14.1	14.5	15.2	18.2	15.0	23.5	23.5	20

* 순발행 : 실질적인 국채공급 확대 요인

적자국채 : 일반회계 적자보전 목적 발행

※ 채권시장 영향

공급 : 2년 연속 순발행 100조원 상회 시 금리 상승 요인

* '24년 8월, 국채 순발행 전년비 큰 폭 증가, 발표후 국고채10년 10bp 상승

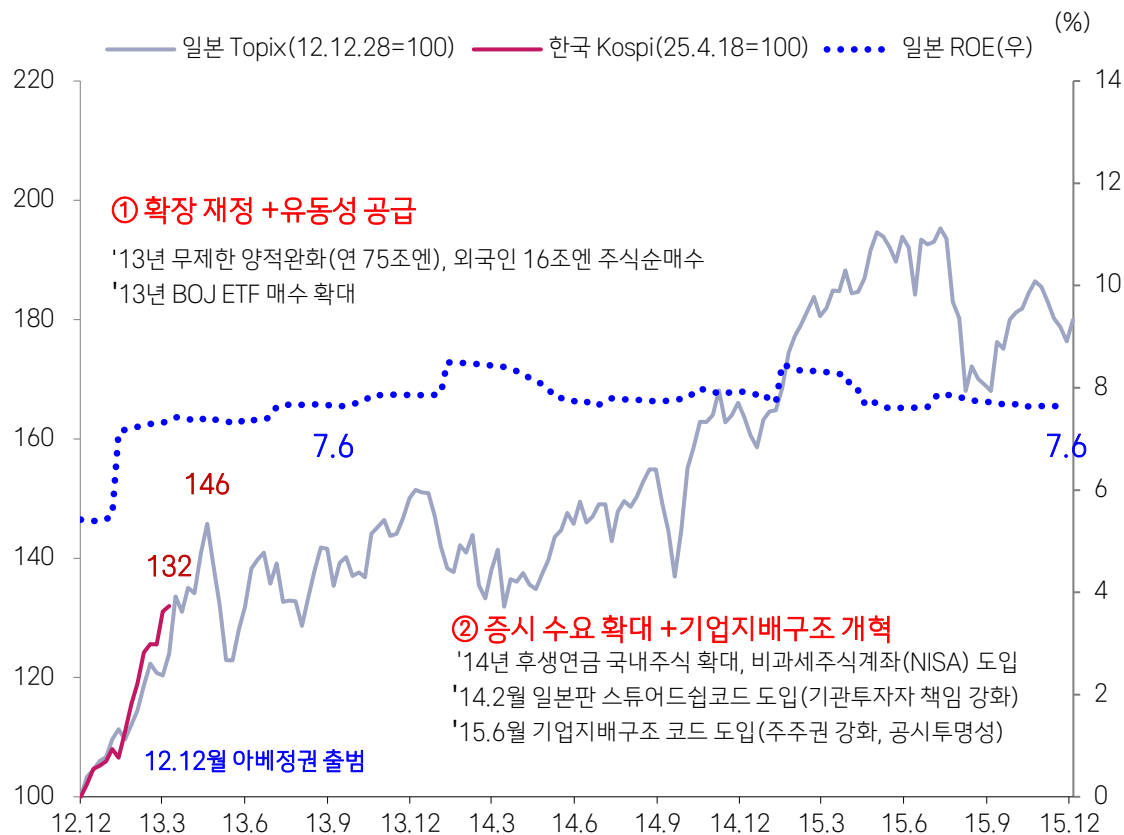
수요 : WGBI 편입 수요 ('26.4월~11월 편입, 60~80조 유입)

World Government Bond Index

자료: 한국은행, 국회예산처, 기획재정부, 삼성자산운용 투자리서치센터

(참고) 일본 사례 (아베노믹스) 꾸준한 정책 추진, 국내수급 확충으로 주가 추세적 상승

아베노믹스 초기('13~'15년), 일본 주식 단계적 주가 상승



자료: Bloomberg(7.28일 기준), 삼성자산운용 투자리서치센터

✓ 일본, 단계적 주가 상승

과감한 정책 전환 + 빠른 정책 실행

(1단계) 확장재정 → (2단계) 수요 확충, 지배구조 개혁

수익성(ROE) 개선은 미미

PER, PBR 등 주가 배수 높아지며 주가 상승

(1단계) 외국인 주도, (2단계) 국내수급 주도

중앙은행, 후생연금, NISA 통한 국내주식 매수

→ 1차 주가 랠리는 외국인 주도로 진행
이후 주가는 박스권 흐름 전개,
국내수급 확충되며 주가 우상향 유지

수익성(ROE) 개선은 미미,
정책전환, 수급개선으로 주가 우상향

→ 일본, 가용수단 총 동원 : 증앙은행 + 후생연금 + 일본ISA

일본, 증시 수요기반 확충으로 주가 상승 견인

- 초기('13년) 외국인 대규모 매수가 증시 상승 견인
- 2년차 이후 국내 수급 확충으로 단계적 주가 상승

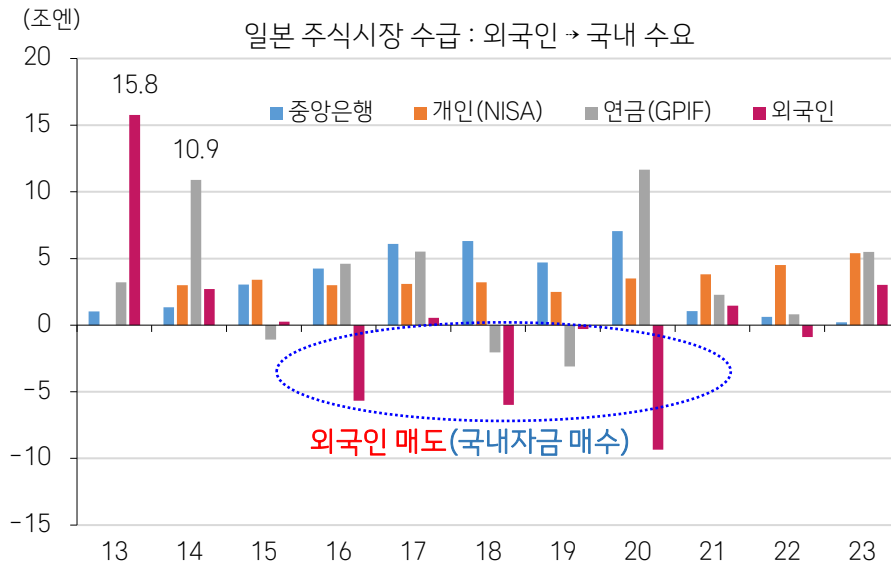
'13년 증앙은행 ETF투자, '14년 후생연금 국내주식 확대, NISA 도입

(한국 국면연금)

(Nippon Individual Savings Account)

* 13년말 일본 주식 시총 400조엔 ('13~15년 국내수급 +24.8조엔)

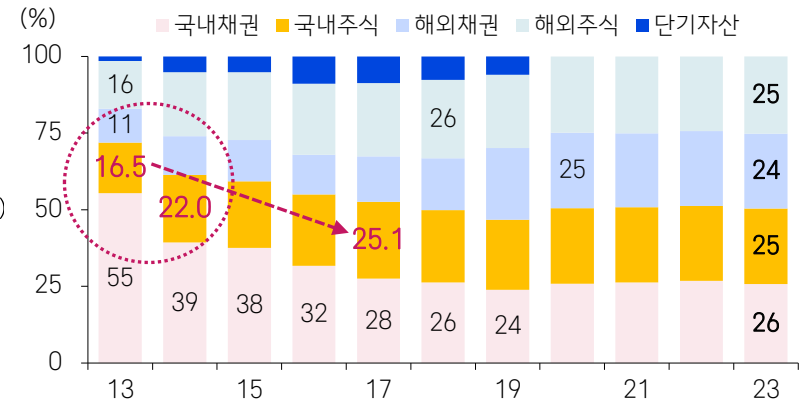
일본의 수요기반 확충 : 증앙은행, 연기금, 일본ISA



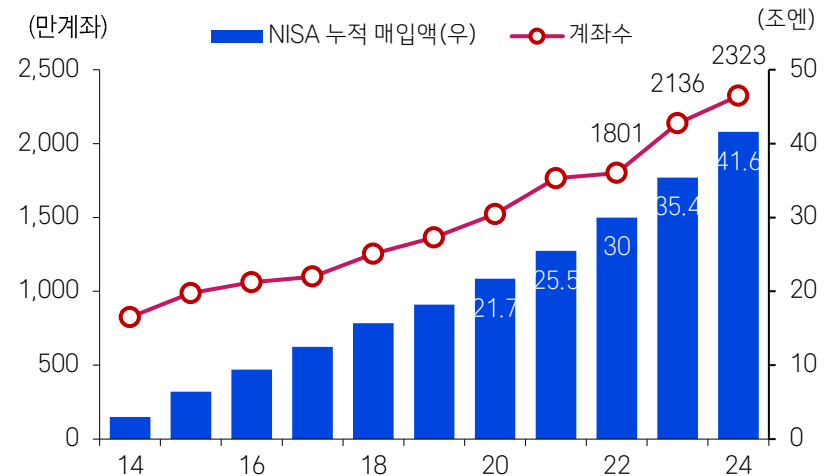
자료: Bloomberg, 일본증권협회, 일본 후생연금(GPIF), 삼성자산운용 투자리서치센터

*Government Pension Investment Fund

후생연금(GPIF)의 국내주식 확대 ('14년)



개인 세제 혜택 : 일본 ISA 도입 ('14년 도입)



한국증시 수급기반 확충 한국증시 추세적 상승 위해 증시 수급기반 확충 필요

✓ 가계자산 국제 비교

- 한국은 실물자산(부동산) 비중이 지나치게 높은 편
(가계자산 중 실물자산 비중 한국 65%, 미국 27%, 일본 37%)
- 한국 가계 금융자산 비중은 35% 수준
(가계자산 중 금융자산 비중 미국 72%, 일본 63%)

→ 자산배분 통한 안정적 현금흐름 및 자산증식 위해
부동산 비중을 줄이고 금융투자상품 확대 필요

가계자산 비중%	미국	일본	중국	한국
비금융자산	32.0	36.4	50.8	65.2
부동산	27.2	36.0	47.4	64.0
금융 자산	68.9	63.6	49.2	34.8
주식,펀드	27.0	10.9	15.4	7.5

✓ 한국 가계 금융자산 추이 (→ 단기저축성, 연금, 해외투자 증가)

- 지난 5년 가계금융자산 변화 특징

가계금융자산 ' 20년말 4,533조 → 5,574조 (+1,041조)

예금 +621조(단기저축성 +434조), 보험/연금준비금 +226조, 해외주식 +99조

(조원)	'20년	'21년	'22년	'23년	'24년	'25년 3월
가계 금융자산	4,533 (비중 %)	4,927	4,971	5,209	5,473	5,574 (비중 %)
현금 및 예금	1,967 43.4	2,139	2,286	2,414	2,537	2,587 46.4
단기저축성	1,074 23.7	1,147	1,309	1,395	1,486	1,508 27.0
장기저축성	311 6.9	316	335	337	331	337 6.0
보험, 연금준비금	1,399 30.9	1,498	1,545	1,458	1,579	1,625 29.2
채 권	148 3.3	117	133	169	200	192 3.4
단 기	48 1.1	45	47	50	65	67 1.2
장 기	99 2.2	73	81	116	133	122 2.2
해외채권	7 0.2	6	7	11	29	23 0.4
주 식	985 21.7	1,134	966	1,128	1,109	1,122 20.1
국내주식	837 18.5	945	804	936	831	840 15.1
해외주식	42 0.9	77	66	89	149	141 2.5
펀 드	106 2.3	112	96	104	130	142 2.5

→ 예금에서 주식으로(고배당), 실적배당형 확대로 연금 수익률 개선 필요

자료: 한국은행 자금순환통계, 각국 자금순환 통계, 삼성자산운용 투자리서치센터

국내증시 수급기반 확충 저축에서 투자로, 연금 수익률 개선

✓ 국내 증시 수요 기반 점검

- 일본사례처럼 중앙은행, 국민연금의 적극 참여는 의문

한국은행: 영리기업 소유, 경영참여 불가로 ETF투자 불가

국민연금: 장기자산배분계획 상 국내주식 축소 계획
(14.5→13%)

* 운용규모 1,227조 (비중: 국내주식 13%, 해외주식 35%, 대체 17%, 채권35%)



→ **저축에서 투자로** (금융자산내 예금비중 46%)

ISA 등 세제혜택 계좌 통한 장기 투자 문화 정착
고배당 세제혜택, 지배구조 개선 등 지속 추진

→ **연금수익률 개선 통한 노후자산 축적**

(퇴직연금 10년 연환산수익률 2.86%)

선진국 수준(6~8%) 수익률 제고로 안정적 노후 대비

① ISA 확대 등 세제지원 통한 투자 활성화

-ISA 39.4조 ('23년말 대비 16조 증가, 투자중개형 중심 성장)

투자중개형 '23말 9조 (주식비중 53%, ETF 20%) → 23.4조로 증가(33%, 42%)

ISA내 개별주식 비중은 줄고, ETF 투자 확대 (세제혜택은 국내상장 해외ETF유리)

※ 국내ISA는 국내주식 양도차익 비과세로 일본대비 메리트 低

일본 ISA는 주식 양도세율 20%에 비과세 혜택 적용 (10년간 42조엔 유입)

국내ISA의 경우 양도차익 과세되는 국내상장 해외ETF 투자가 유리

② 실적배당형 확대 통한 연금수익률 개선

-퇴직연금 431조(실적배당형 17.4%) *주식비중 5~10% (국민연금 48%)

'24년말 실적배당형 75조, 전년비 53% 증가(비중 '21년 11.3%→'24년17.4%)

실적배당형 운용 비중이 높은 DC/IRP(217조) 빠른 성장 긍정적 (5년 CAGR 21%)

'24년 수익률 : (운용방법별) 원리금보장 3.67%, 실적배당형 9.96%

(제도별) DB형 4.04%, DC형 5.18%, IRP 5.86%

-개인연금 389조(세제적격연금 180.1조) *연금펀드 40.4조

개인연금 시장도 주식 비중이 높은 연금펀드 중심으로 고성장(3년간 CAGR 22%)

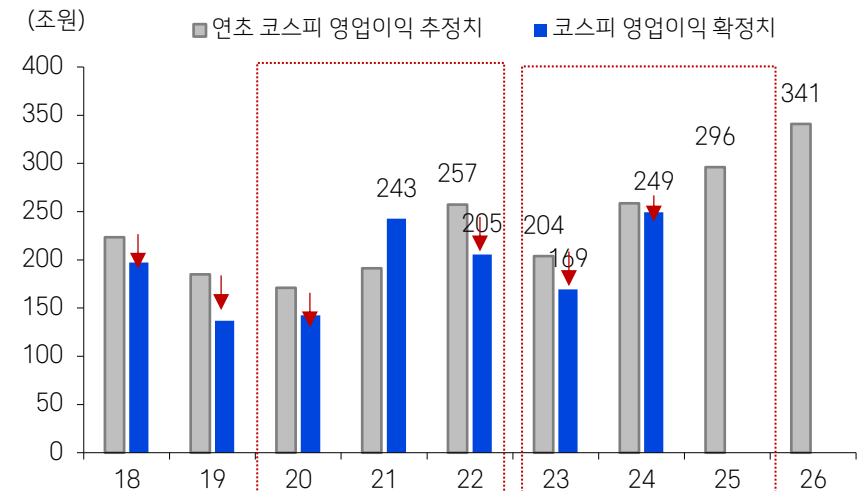
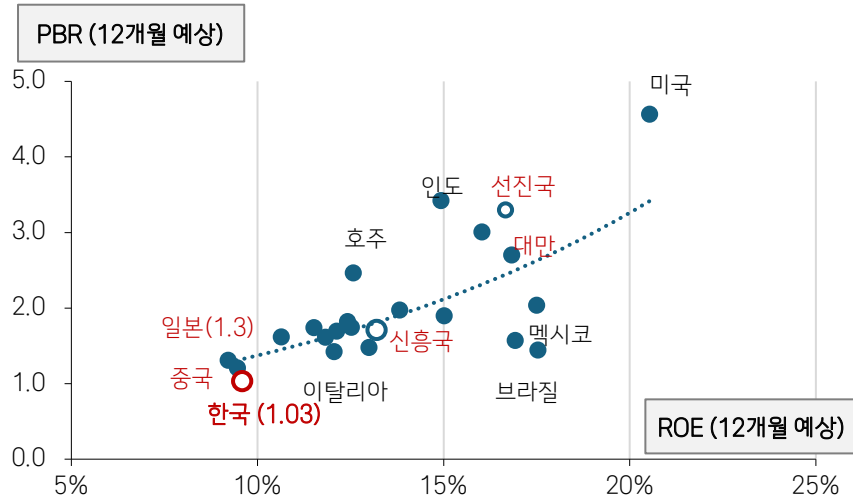
국내증시 전망

정부 정책 지속시 중장기 주가 레벨업 가능, 단기는 고평가 구간 진입

주주환원 정책 지속시 일본 수준의 주가배수(PBR 1.3배) 부여 가능 → 코스피 4,000

코스피 목표치 : 일본 주가배수 적용시 코스피 4000

단기 급등, 고평가구간 진입 (3분기 주가 정체 예상)



주주환원 정책 지속시 주가배수(PBR) 재평가 가능

- ① PBR (1.0→1.3배)→ KOSPI 4,000pt * 일본 PBR 1.3배 적용
 - ② 배당성향 40%로 상승→KOSPI 4,000pt * 현재 27%
- 국내증시 수요기반 확충을 위한 추가 대책 지속 추진 필요

저평가는 해소, 추가 모멘텀은 이익상승 (하반기 상단 3,300선)

주가 상승률 = 이익, PER(Price Earning Ratio)의 함수
 ('25년) +30% = +2% (EPS 295→299) +28% (8.2배→10.5배)
 ('21년) +36% = +37 (EPS 205→282) △1% (11.8배→11.7배)

→ 현재 PER 10.5배로 5년 평균 10.3 수준 회복(저평가 해소)

→ 자동차, 반도체 관세부과 따른 이익 하향은 부담요인

2_3) 환율 점검 7월 이후 달러 상승 전환, 원/달러 환율도 상승

관세 경제적 충격 제한 속 무역/안보에서 미국 우위 재확인 → 달러화 반등

주요국 통화가치 변동 : 7월 이후 달러화 반등

(YTD%, 달러대비)



자료: Bloomberg(7.28일 기준), 삼성자산운용 투자리서치센터

달러 약세 진정

① 미국 상대적 우위 확인

관세협상에서의 우위, 중동에서의 안보 우위 등

② 제한적인 관세 충격

미국 경제 및 기업이익 충격 제한, 물가우려 완화

③ 일본 엔, 유로화 약세 전환

일본 금리인상 지연, 유럽 관세타결과 재정역할 축소

※ 상반기 급격한 달러약세의 되돌리 성격

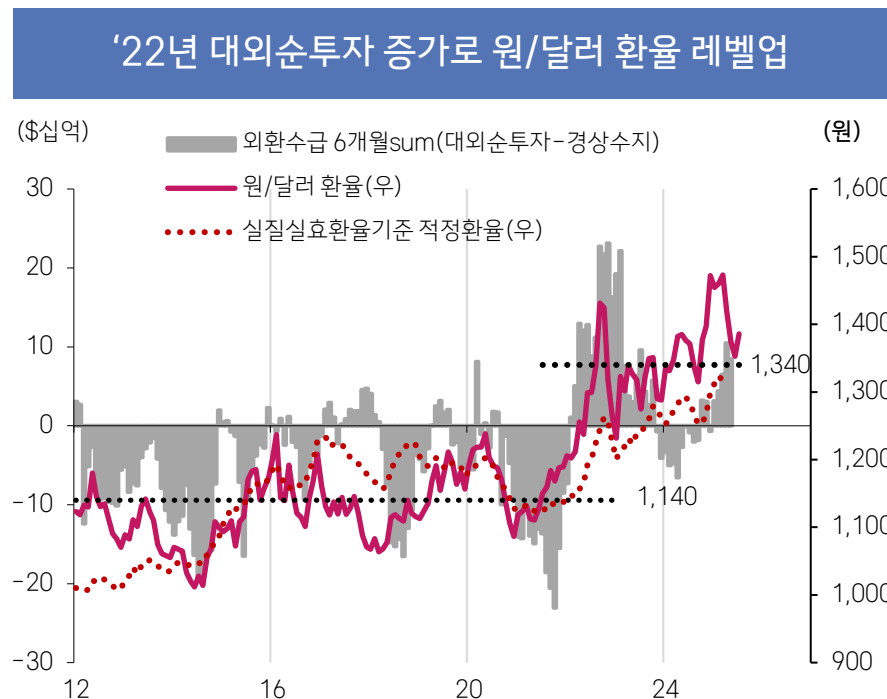
트럼프의 달러약세 추구 발언은 리스크

* '관세 타결 후 환율 카드 활용 언급'

원/달러 중장기 추세 점검 원/달러 장기균형점 1,340원→ 의미있는 하단으로 확인

- '22년 이후 나가는 자금(대외순투자) > 들어오는 자금(경상수지) → 원/달러 환율 레벨업 1,140 → **1,340원**
- 올해 외환수급도 대외순투자 우위 예상 : 대외순투자 \$1100억 내외 > 경상수지 \$800억 내외
(1~5월 \$480억) (\$351억)
- 대외순투자 우위 환경에서 원/달러 환율 균형점 1,340원은 환율 밴드 하단으로 작용

(\$십억)	경상수지(-) (달러유입)	대외순투자(+) (달러유출)	달러수급 (△ 유입, + 유출)
'18년	77.5	59.0	△18.5
'19년	59.7	57.6	△2.1
'20년	75.9	64.0	△11.9
'21년	85.2	63.6	△21.6
'22년	25.8	54.9	29.1
'23년	32.8	35.0	2.2
'24년	99.0	98.3	△0.8
'25년	(年 예상) 84.2	(年 예상) 115.1	30.8



자료: 한국은행, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터, 25년 1~5월 평균치로 연간 추정

원/달러 단기 변동요인

대내요인(외국인 한국주식 매수 vs 내국인 미국주식 매수)

원/달러 환율 대내요인 : 외국인 한국주식 순매수 > 개인의 미국주식 순매수

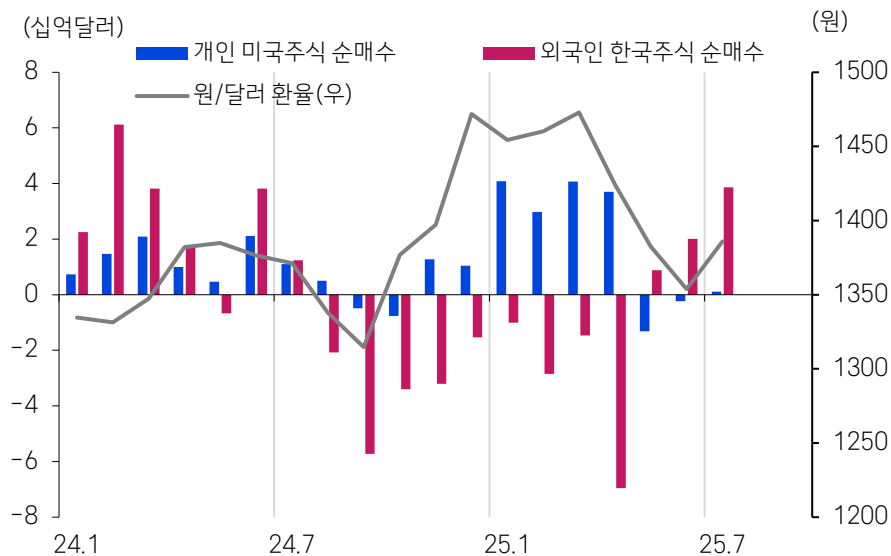
- 5~6월 개인투자자는 미국주식을 15억달러 순매도, 7월들어 순매도는 진정되었으나 순매수 규모는 미미

* 7월 중순이후 일단 순매도 다시 확대. 미국증시 밸류에이션 및 가격 부담 영향

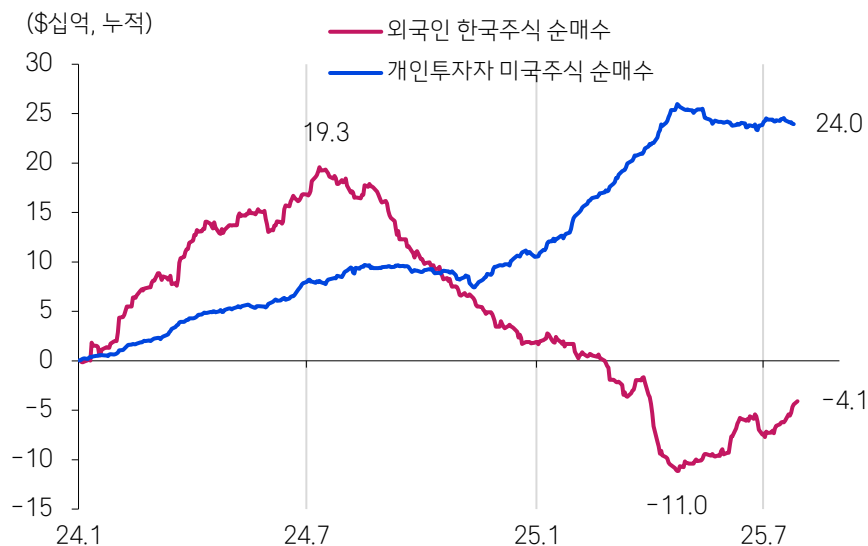
- 반면 외국인의 한국주식 순매수는 7월 이후 재차 강화되고 있음

→ 현재 대내외 주식 플로우는 원/달러 환율 하락 요인이거나 대외요인 영향으로 원/달러 환율 상승 (→ 원/달러 급등 가능성 제한)

주식시장 대내외 플로우는 원/달러 하락 압력



미국주식 순매수 정체 속 외국인 한국주식 매수 확대 중



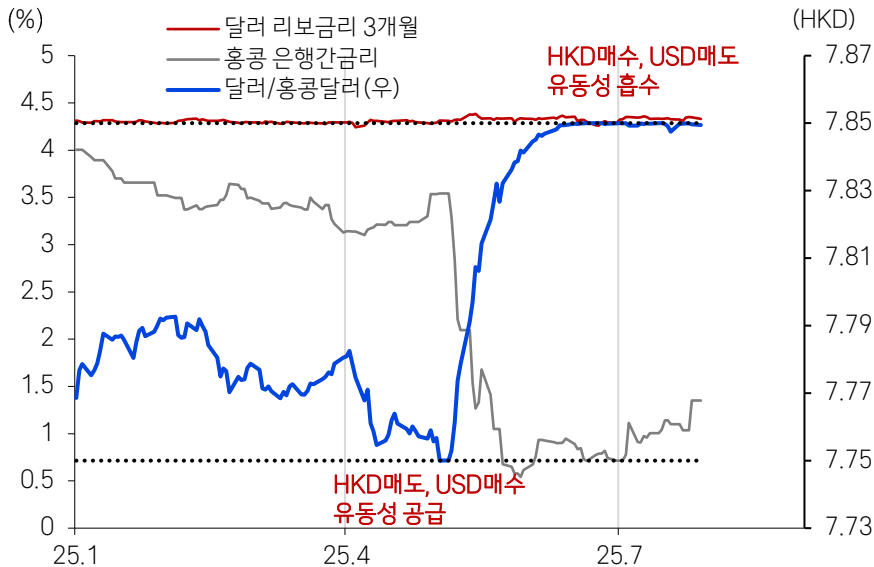
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

원/달러 단기 변동요인 홍콩달러 페그제 위협

홍콩달러 페그제 상단 위협으로 홍콩금융당국은 시장 개입(달러매도, HKD매수)

- 달러페그제를 운영중인 홍콩달러는 4주째 밴드 상단에서 거래중, 홍콩 금융당국은 5차례 \$110억달러 규모 시장개입 중
* 홍콩의 달러페그제는 2005년부터 시행중이며 홍콩이 금융시장 허브 역할을 하게 하는 핵심 요소 (상단위협시 홍콩달러 흡수, 달러공급 통해 환율 방어)
 - 홍콩달러 약세 배경 : 5월 대규모 유동성 공급(달러흡수) 후 홍콩 은행간 금리 급락, 미국과 금리차 확대로 홍콩달러 약세 압력 심화
 - 홍콩의 외환보유고는 4,100억달러로 풍부. 다만 페그제 방어를 위해 외환보유고 소진 및 시중유동성 흡수는 경기회복에 부정적
- 과거 홍콩 페그제가 공격받았던 시기 홍콩주식은 약세, 달러/위안과 원/달러는 동반 상승했다는 점에서 주의 필요

홍콩달러 달러페그제 : 달러당 7.75~7.85HKD에 고정



과거 페그제 상단 위협시, 달러/위안도 상승(위안화 약세)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

원/달러 환율 전망 원/달러 1,370~1,420원 등락 예상

원/달러 환율 전망					
원/달러 환율	'24년말	'25.3월말	6월말	환율 전망 * 7.28일 1,388원	
				9월말	12월말
삼성자산 (전망 유지)				1,400	1,420
산업은행				1,370	1,360
신한은행				1,350	1,330
우리은행	1,471	1,473	1,352	1,360	1,350
노무라				1,310	1,300
JP모건				1,325	1,310
SC				1,375	1,400

상·하방 요인 상존

[원/달러 상승 요인]

- ① 달러 반등(무역/안보/경제에서 미국우위 확인)
- ② 외환수급 : 대외순투자 > 경상수지 → 상승 압력
- ② 홍콩달러 페그제 위협등 미국의 금융시장 변동성

[원/달러 하락 요인]

- ① 외국인의 한국주식 순매수 확대 (외환수급 개선)
- ② 관세 타결 이후 미국의 약달러 추구(환율절상 압력)

환율 대응 전략

→ **1,370~1,420원 범위 등락 예상**

변동성 확대시 환 포지션 탄력적 조정

1,370원 이하 헷지 축소 / 1,420원 이상 헷지 확대

자료: 연합인포맥스 7.1일 전망, Bloomberg 컨센서스, 삼성자산운용 투자리서치센터

3. House View (매크로 뷰)

주요 지표		실제치		전망		'25년 컨센서스	
		'22년	'23년	'24년	'25년(E)	IMF	Bloomberg
경 기	미국 (GDP 성장률, 전망)	2.5%	2.9%	2.7%	1.4%	1.8%	1.5%
	유로존 (GDP 성장률, 전망)	3.5%	0.4%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%
	한국 (GDP 성장률, 전망)	2.8%	1.4%	2.0%	1.1%	1.0%	1.0%
	중국 (GDP 성장률, 전망)	3.1%	5.4%	5.0%	4.1%	4.0%	4.7%
물 가	미국 CPI (기말)	6.5%	3.4%	2.9%	2.8%	3.0%	2.9%
	미국 Core PCE (기말)	5.0%	3.1%	2.8%	2.7%		2.9%
통화정책	미국 기준금리	4.5%	5.5%	4.5%	4.0%		4.1%
	한국 기준금리	3.25%	3.5%	3.0%	2.0%		2.15%
	QT (연준자산, 조달러)	8.55	7.80	6.90	6.70	*25.3Q 종료 예상	
(금리)	미국 국채금리 (10yr, 기말)	3.88%	3.88%	4.57%	4.1%		4.29%
	한국 국채금리 (10yr, 기말)	3.84%	3.18%	3.05%	2.5%		2.66%

자료: Bloomberg컨센서스(25.7.29일), IMF(25년 4월), 25년은 삼성자산운용 투자리서치센터 전망

글로벌 매크로 현황

미국/한국/중국 성장률 상향, 미국 금리동결은 지속

주요 지표		'22년	'23년	'24년	'25년 추이					comment	IMF		잠재 성장률
					25.1월	4월	5월	6월	7월		25년 (1월)	25년 (4월)	
성장률	미국 경제성장률	2.5%	2.9%	2.8%	2.2%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	성장률 하향 조정 멈추고 소폭 반등	2.7%	1.8%	1.8%
	유로존	3.5%	0.4%	0.7%	1.0%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	금리인하 및 재정정책 효과로 2분기 성장률 소폭 반등	1.0%	0.8%	1.3%
	일본	0.9%	1.5%	△0.2%	1.2%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	1분기 역성장으로 연간 성장률 하향 조정 진행	1.1%	0.6%	0.7%
	중국	3.1%	5.4%	5.0%	4.5%	4.2%	4.5%	4.5%	4.7%	5월 양호한 지표 발표(생산, 소비 예상상회)로 성장률 상향	4.6%	4.0%	4.5%
	한국	2.8%	1.4%	2.0%	1.7%	1.3%	0.9%	1.0%	1.0%	2분기 성장률 전분기 +0.6%로 반등(민간소비, 수출 증가)	2.0%	1.0%	2.2%
물 가	미국 CPI (기말)	6.5%	3.4%	2.9%	3.0%	2.3%	2.4%	2.7%		6~8월은 소비자물가 반등 예상, 폭은 크지 않을 듯	2.0%	3.0%	
	미국 Core PCE	4.9%	2.9%	2.9%	2.7%	2.6%	2.7%			근원물가는 서비스 가격 둔화로 안정 흐름 지속			
	유로존 CPI	9.2%	2.9%	2.4%	2.5%	2.2%	1.9%	2.0%		물가 목표내 안정세 지속 (6월은 일시 반등 예상)	2.1%	2.1%	
	일본 CPI	4.0%	2.6%	2.7%	4.0%	3.6%	3.5%	3.3%		식품가격 상승 효과 지속되며 3%대 지속, 금리인상은 지연		2.4%	
	중국 CPI	1.8%	△0.3%	0.1%	0.5%	△0.1%	△0.1%	0.1%		수요 부진에 따른 디플레이 심화, PPI 34개월 연속 마이너스	0.8%	0.0%	
	한국 CPI	5.0%	3.2%	1.9%	2.2%	2.1%	1.9%	2.2%		물가 목표내 안정 흐름 지속(3분기 일시 반등 후 안정 예상)		1.8%	
통화정책	미국 기준금리	4.5%	5.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	금리 동결 지속, 연준내 조기인하 의견 대두(월러, 보우만)			
	유로존 기준금리 (Deposit)	2.0%	4.0%	3.0%	2.75%	2.25%	2.25%	2.0%	2.0%	8회 200bp인하, 추가 1회 인하 후 금리인하는 마무리 예상			
	일본 기준금리	△0.1%	△0.1%	0.25%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	물가 상승에도 금리 동결 지속(엔고 우려, 정치 불확실성)			
	중국 대출금리 (LPR 5y)	4.3%	4.2%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	10월 이후 추가 인하 없음, 재정정책 활동도 높아져			
	한국 기준금리	3.25%	3.5%	3.0%	3.0%	2.75%	2.5%	2.5%	2.5%	8월, 11월 추가인하 예상(6월말 고강도 부동산 규제 실시)			
	QT(연준자산, \$조)	\$8.55	\$7.80	\$6.90	\$6.86	\$6.78	\$6.72	\$6.71	\$6.71	3월 국채 QT 월간 규모 250억달러에서 50억달러로 축소			

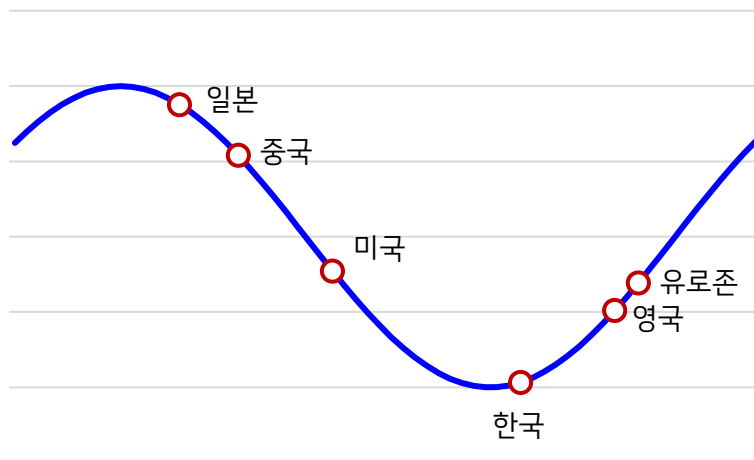
자료: Bloomberg 컨센서스(7.28일), IMF(WEO 2025.4월), 삼성자산운용 투자리서치센터

글로벌 경기사이클

하반기 주요 선진국 경기 동반 둔화, 한국 회복

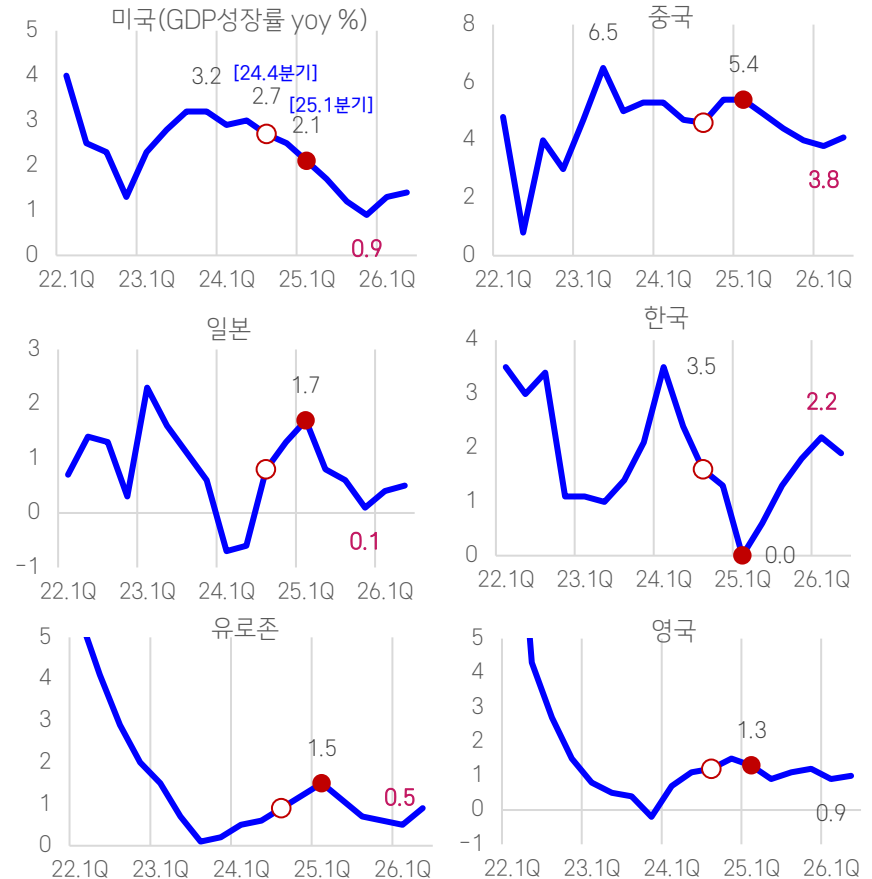
- 국가별 경기 사이클 * 전년동기비 성장률로 비교
(정점에서 둔화) 일본, 중국, 미국
(바닥에서 회복) 한국, (회복 후 정체) 유로존, 영국
- 미국 : 하반기 경기둔화 지속, 4분기 저점 형성 예상

국가별 경기 사이클 (GDP 전년동기비 성장률 기준)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

국가별 GDP 성장률(전년동기비) 추이



자료: Bloomberg 컨센서스(25.6.20일), 삼성자산운용 투자리서치센터

House View(자산시장 뷰 요약)

* 주요 자산 하반기 밴드, 경로, 투자의견

	현재 (7.29일)	'25년 하반기 전망 밴드	하반기 경로	투자의견	
				3개월	12개월
한국10년 국채금리	2.82%	2.3~2.9%	상고하저	O/W	O/W
미국10년 국채금리	4.32%	4.0~4.7%	상고하저	O/W	O/W
미국 S&P	6,371	5,800~6,600 (밴드 상향)	상저하고	N	O/W
한국 코스피	3,231	2,800~3,300	상저하고	N	O/W
원/달러 환율	1,390	1,320~1,470	상저하고	1,400	1,420

[채권] 금리 하락 예상, 장기채 유효
연말 미국채 10년 4.0% 전후 (2회 인하 가정)
밴드 하단(3.9~4.1%)에서 단기채 확대 전략

[주식] 밸류에이션 고평가 영역 진입
주가 조정시 미국, 인도, 한국 확대

(성장) AI SW/전력/휴머노이드 순환 지속
(미국 규제완화/리쇼어링) 금융, 산업재
(중국 선별 접근) AI/Tech

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 (25.7.29일 기준)

House View (자산시장 뷰)

- 주식 (중립) : 단기 고평가 영역 진입, 관세협상 마무리로 관세의 기업이익 영향(마진 축소) 확대 예상, 3분기 주가 정체 예상
- 채권 (비중확대) : 9월 미국 금리인하 재개 예상. 미국채 10년 기준 4.0%전후 하단 형성 예상

자 산 군		실제치			25년				3개월 전망	12개월 전망
		22년	23년	24년	4월	5월	6월	7월		
채 권										
국내 채권	한국 국채 10년 금리	3.74	3.18	2.87	2.57	2.77	2.81	2.82	O/W	O/W
	한국 크레딧 spread (AA-)	147	74	68	58	55	50	49	O/W	O/W
해외 채권	미국 국채 10년 금리	3.87	3.88	4.57	4.16	4.40	4.23	4.32	O/W	O/W
	회사채 spread(BB 미국 IG)	297	322	329	336	336	343	344	Neutral	Neutral
	하이일드 spread(BB 미국HY)	219	248	268	271	276	281	282	Neutral	Neutral
	신흥국 spread(JPM EMBIGD)	514	569	605	617	623	639	646	Neutral	U/W
주 식										
선진국	미국 (S&P500)	3,840	4,770	5,907	5,569	5,912	6,205	6,371	Neutral	O/W
	유럽 (Euro stoxx 50)	3,794	4,521	4,896	5,160	5,367	5,303	5,379	Neutral	Neutral
	일본 (TOPIX)	1,892	2,366	2,785	2,667	2,802	2,853	2,909	Neutral	O/W
신흥국	중국 (상해종합)	3,089	2,975	3,407	3,771	3,840	3,936	4,152	Neutral	Neutral
	인도 (Nifty50)	18,105	21,731	23,645	24,334	24,751	25,517	24,821	O/W	O/W
	아세안 (MSCI Asean)	653	633	681	2,557	2,698	3,072	3,231	Neutral	Neutral
국 내	국내 (코스피)	2,236	2,655	2,400	247	246	252	257	Neutral	O/W
원자재 (Bloomberg Commodity Index)		246	226	239	2,853	2,926	2,933	2,979	Neutral	Neutral
부동산 (Global REIT)		2,529	2,772	2,801	1,424	1,383	1,354	1,390	O/W	O/W
원/달러 환율 (기말)		1,266	1,288	1,472	2.57	2.77	2.81	2.82	1,400	1,420

자료: Bloomberg(7.28일 기준), 삼성자산운용 전망치

삼성자산운용

삼성자산운용 주식회사

06620 서울특별시 서초구 서초대로74길 11 CS센터 : 1533-0300 [상담시간안내 : 평일 오전 9시~오후 5시]