

'25년 9월

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 | 글로벌 금융시장 동향

주가/금리/환율 동향, 8월 변화 요인

02 | 주요 이슈

- 1) 미국 고용 둔화와 통화 정책
- 2) 트럼프라운드(미국주도 무역체제) 출범
- 3) 미·중 패권 전쟁과 금융 시장

03 | House view

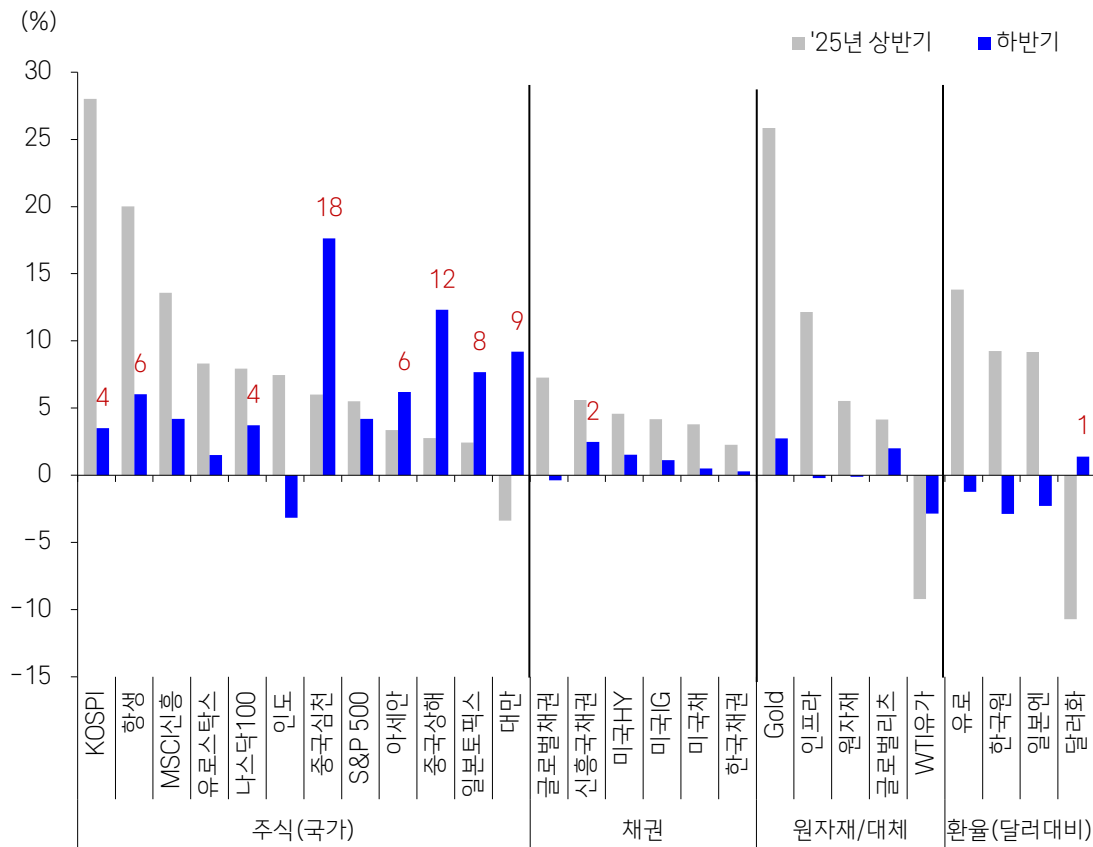
매크로 뷰, 자산별 투자의견

'25년 9월 금융시장 전망

8월 금융시장 동향

1. 금융시장_주가,금리,환율 중국/일본/대만 강세, 달러 소폭 강세 유지

글로벌 주요 자산 수익률



하반기 글로벌 금융시장

중국/일본/대만, 상반기 부진국가 상승

* 중국 본토/테크 중심 상승, 일본 엔화 약세

금리인하 기대로 채권 수익률 반등

* 글로벌 채권/한국 채권 상대적 부진

금리인하 기대로 금값, 리치 반등

달러화, 96수준에서 하방 경직성

* 원/달러 상승 (배당 역외송금 + 엔화 약세 연동)

**상반기 부진국가의 반등(중국본토)
달러 추가 약세 제한**

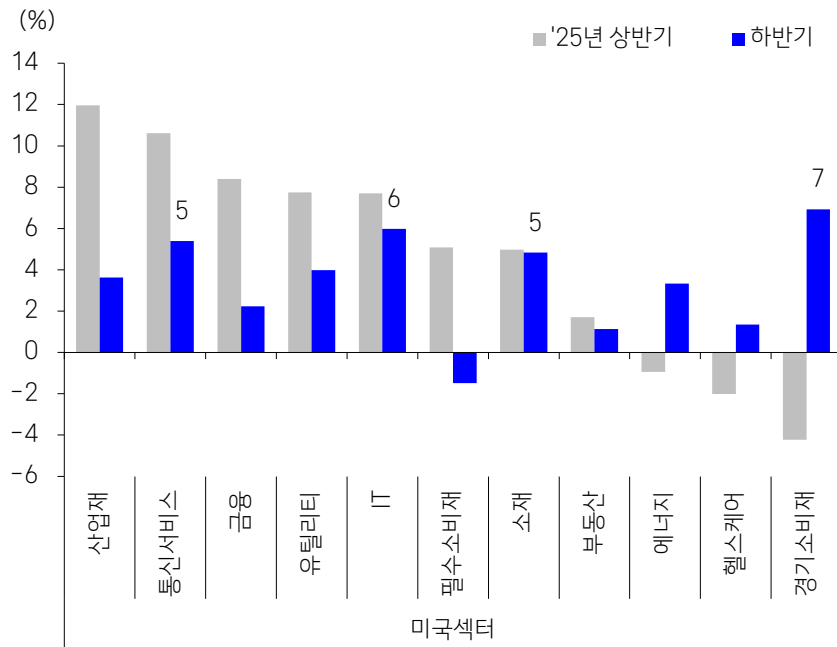
자료: Bloomberg(8.26일 기준), 삼성자산운용 투자리서치센터

1.금융시장_섹터/테마 주도섹터 유지, 소외업종으로 순환

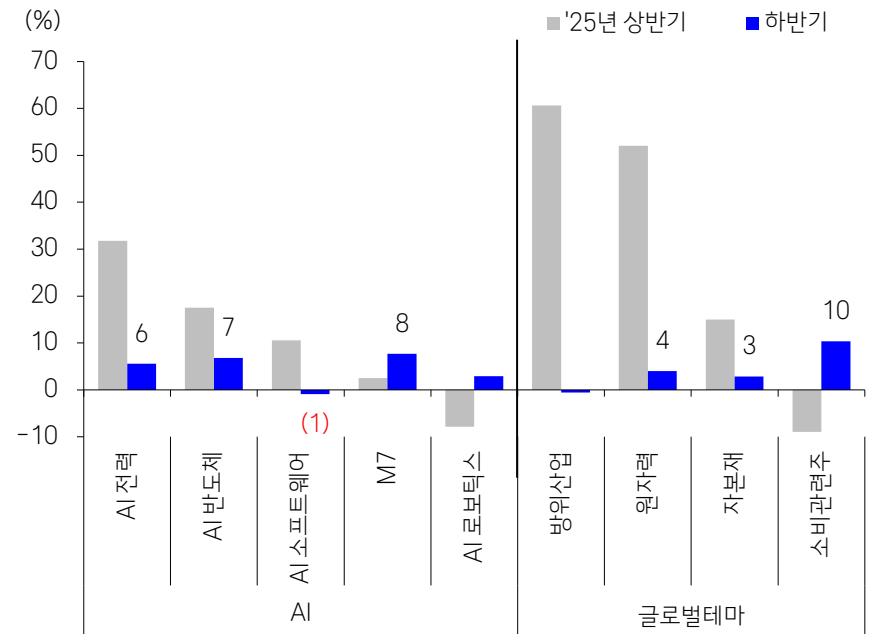
미국 산업재 상승세 둔화, 경기소비재 등 소비관련주 반등

- 미국 섹터 : 경기소비재, IT, 소재 강세
- AI 테마 : AI소프트웨어(팔란티어, 세일즈포스 등) 약세, M7등 대형테크 강세,

(미국섹터)AI, 원자력 강세 지속, 7월 글로벌 소비주 반등



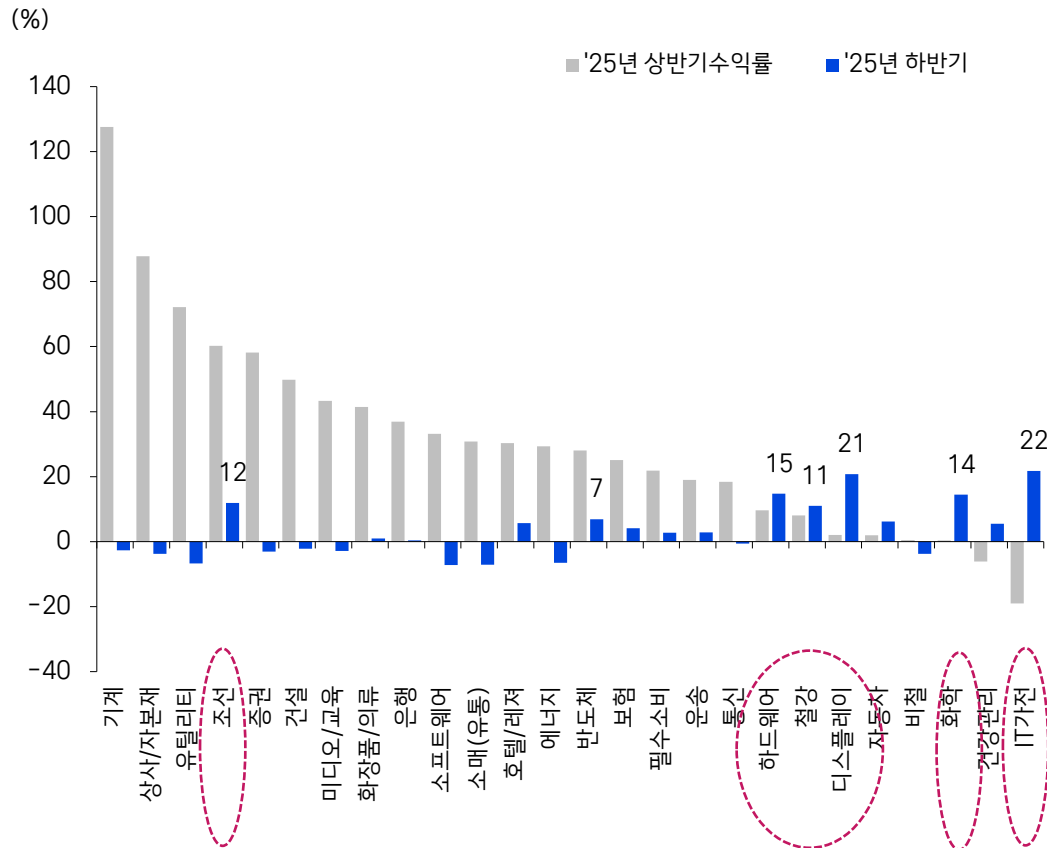
(글로벌)AI, 원자력 강세 지속, 7월 글로벌 소비주 반등



자료: Bloomberg(8.26일 기준), 삼성자산운용 투자리서치센터

1. 금융시장_국내 정책 기대 약화 + 미국 철강 품목관세 대상 확대

국내주식 섹터별 수익률 : 상반기 부진업종의 반등



자료: Bloomberg(8.26일 기준), 삼성자산운용 투자리서치센터

✓ 하반기 국내주식

코스피 지수 8월 +3.5%

* 정책기대 약화 + 밸류에이션 저평가 해소 + 품목관세

8월 외국인 순매도 전환

* 6~7월 9.8조 순매수 → 8월 0.7조 순매도

상반기 부진 업종의 반등(IT/소재)

* 전기차(IT가전), 디스플레이 등 IT, 화학/철강

정책 기대 후퇴 (배당세제, 대주주요건)

* 대주주 요건 재검토 중

1. 금융시장_미국시장 동향 고용쇼크 ≪ 금리인하 기대 + AI투자 확대

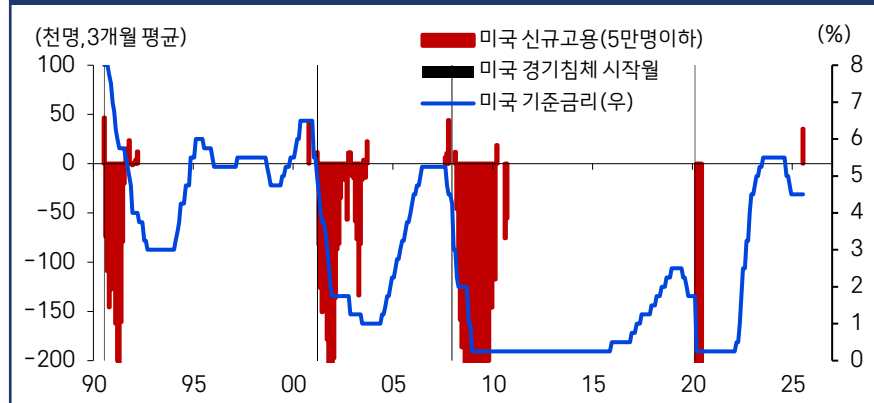
[경제] 미국 고용 쇼크 → 금리인하 기대 상승

- 5~6월 미 신규고용 25.8만 하향 * 29.1만 → 3.3만
 - 지표추가 둔화시 침체 우려 확대 → 변동성 요인
 - * 과거 신규고용 5만 하회 지속시 예외없이 경기침체 발생
 - 고용 둔화 : 경기순환 + 노동공급축소(반이민정책)
 - 경기침체 판단 지표의 둔화 신호도 점차 증가
 - * 8개 지표 중 2~5개 마이너스(소비, 소득, 가계고용 등)
- 주식시장은 경기우려보다는 인하 기대에 반응

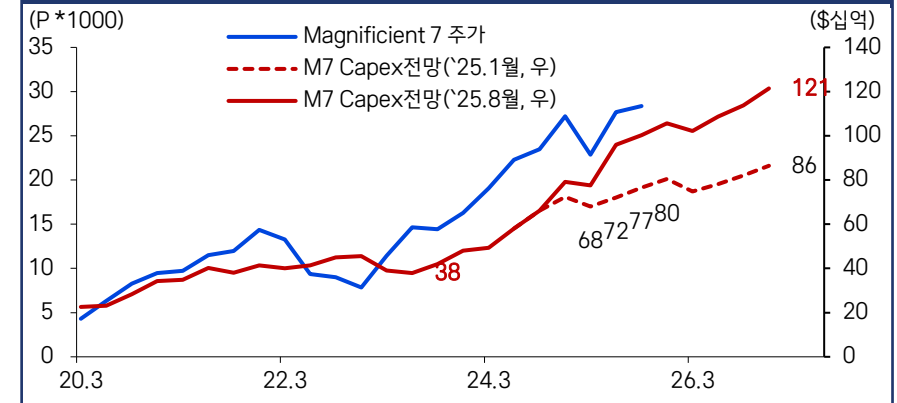
[실적] Big Tech 투자 확대 재가속

- 빅테크(Magnificent 7) 자본지출(Capex) 상향 조정
 - '25년 1월 '25년 8월
 - '25년 Capex 2,970 → 3,795억\$ (증가율, yoy 20.8 → 50.2%)
 - '26년 Capex 3,214 → 4,460억\$ (증가율, yoy 8.2 → 17.5%)
- AI 캐파 병목 심화 : AI 수요 > AI 인프라 공급
 - * 기업 AI 도입 가속, 클라우드 수요(MS Azure 39% 성장)
- AI 사이클: 하드웨어 → 인프라 → 소프트웨어 → 상용화
 - 반도체/데이터센터 전력 AI 모델/효율화 휴머노이드

신규고용 악화는 금리인하로 연결



미국 빅테크 자본지출 상향(분기 Capex 전망)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

'25년 9월 금융시장 전망

이슈 : 미국 고용 둔화와 통화정책

잭슨홀 연설과 통화정책 전망 고용 하방 위험 증가, 물가상승 경계 유지 → 9월 25bp 인하 예상

	'25.7월 FOMC (7.30일)	'25.8월 잭슨홀 연설 (8.22일)
고용시장	실업률 낮은 수준, 노동시장 여건 견고 노동시장 악화의 구체적 지표 아직 없음 수요/공급 동시감소에 따른 균형은 주시	고용, 하방 위험 증가 수요/공급 감소 → 특이한 균형(하방위험 ↑) 하방위험 현실화시 급격한 해고증가 가능성
물가	인플레이션은 여전히 다소 높은 수준 관세의 물가영향, 일회성 가격상승 유발효과 (지속성을 가질 위험도 상존) 관세 불확실성 해소에 상당기간 소요 기업, 가격인상 예상 → 현재 소비자 전가 초기	관세의 물가상승 영향 명확히 나타나는 중 관세의 물가 영향은 향후 몇 달간 누증 시기와 규모에 대한 불확실성 상존 일시적 가격조정에 그칠것이라는 뷰는 유지
정책 조정	2차례 고용과 물가 데이터 후 종합 판단 데이터 의존 기존 입장 유지 회의 이후 9월 금리인하 기대 축소	인하 가능성 시사, 신중한 어조는 유지 위험균형 변화(고용)에 대한 정책 대응 시사 연설 이후 추가상승, 금리하락, 달러약세
잭슨홀비교	'24.8월 '정책 조정의 시간이 왔다' 고용하방위험 증가 평가, 노동시장 지원 위해 어떠한 조치든 취할 수 있음	고용지표 안정돼 있어 정책 변경을 신중히 검토할 여건 마련, 그럼에도 정책은 여전히 제약적이며 기본전망과 리스크 균형 변화가 정책기조 조정을 정당화 할 수 있음

[글로벌 IB, 미국 기준금리 전망]

기준금리상단 (現 4.50%)	'25.9월 (9.17일)	'25.10월 (10.29일)	'25.12월 (12.10일)
골드만삭스	4.25	4.00	3.75
JP모건	4.25	4.00	3.75
모건스탠리	4.50	4.50	4.50
BofA*	4.50	4.50	4.50
Citi	4.25	4.00	3.75
바클레이즈	4.25	4.25	4.00
도이치뱅크	4.25	4.25	4.00
UBS	4.25	4.00	3.50
노무라	4.25	4.25	4.00

※ 동결 주장 논거

(BofA) 경제활동 건조로 노동시장 회복, 물가둔화 지연
(모건스탠리) 물가가 고용 대비 연준 목표에서 더 괴리

미국 연준 9월 금리인하 재개 예상, 9월, 12월 각 25bp 인하 예상 (연말 기준금리 4.0%)

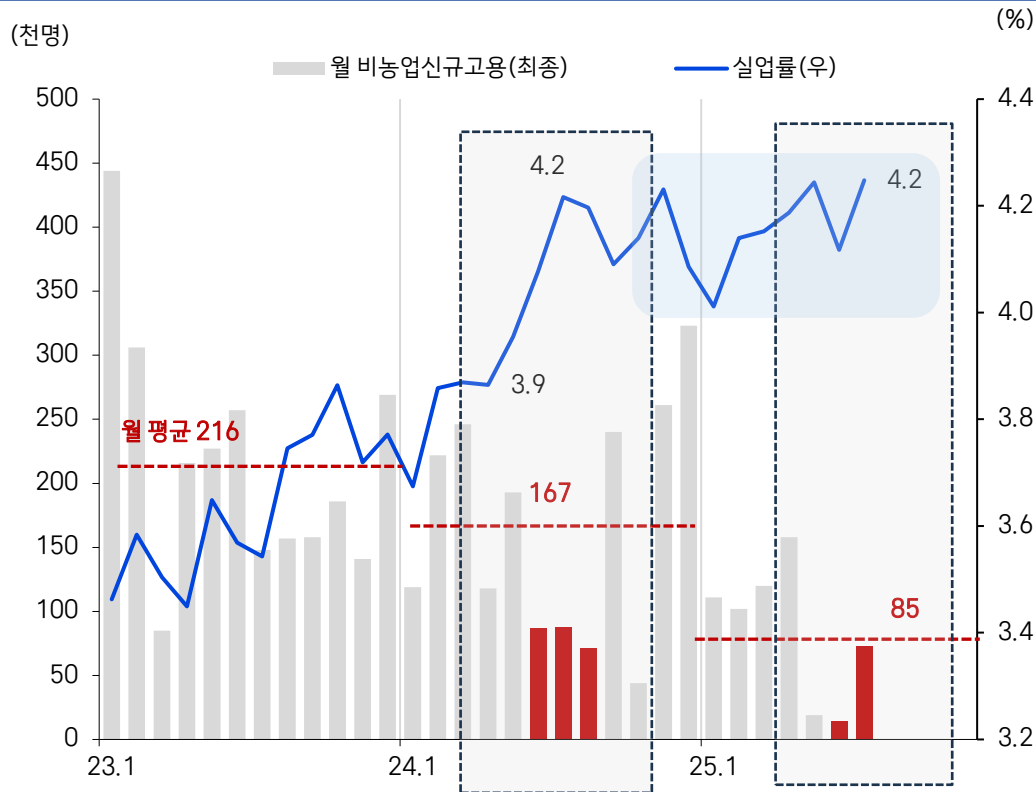
내년 상반기까지 100bp 인하 후 금리인하 종료 예상(최종 기준금리 3.5%), 최종 기준금리 상응한 미국채10년 수준은 3.8~3.9%로 예상

→) 미국 장기채 비중 확대 유지 (미국채 10년 30bp내외 금리 하락 여력, 4% 이하시 자본차익 관점의 투자 매력은 약화)

미국고용 하방 위험 '24년 8월(신규고용 급감) vs '25년 8월(수요,공급 동반 위축)

수요, 공급 동반감소로 실업률은 안정적이거나 고용 하강 위험은 누증

고용시장 특이한 균형 : 수요와 공급 동반 감소



- ('24.6~8월) 신규고용(수요) 급감
'24.8월 잭슨홀 연설, 고용 하방위험 증가 평가
→ 고용시장 지원위한 전방위조치 예고
- 고용시장 특이한 균형 → 하방 위험 상승
고용수요 감소 : 신규고용 감소, 실업자 증가
고용공급 감소 : 경제활동인구감소
→ 실업률 상승 제한 (7월 실업률 4.2%)
- 특이한 균형 상태, 지속되기 어려워
→ 고용 하방 위험 대비 필요

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국고용 하방 위험 '24년 8월 vs '25년 8월

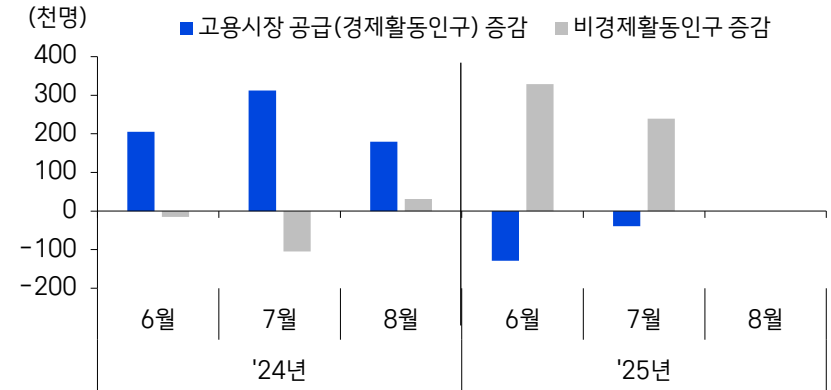
고용 공급 감소 : 경제활동인구 감소, 비경제활동 인구 증가

- 노동인구 증가는 월 20만명 내외 수준
- 경제활동 인구 3개월 연속 감소 (고용 공급 감소)
- 비경제활동 인구는 급증 (경기 및 이민단속 영향 구직 포기자 증가)

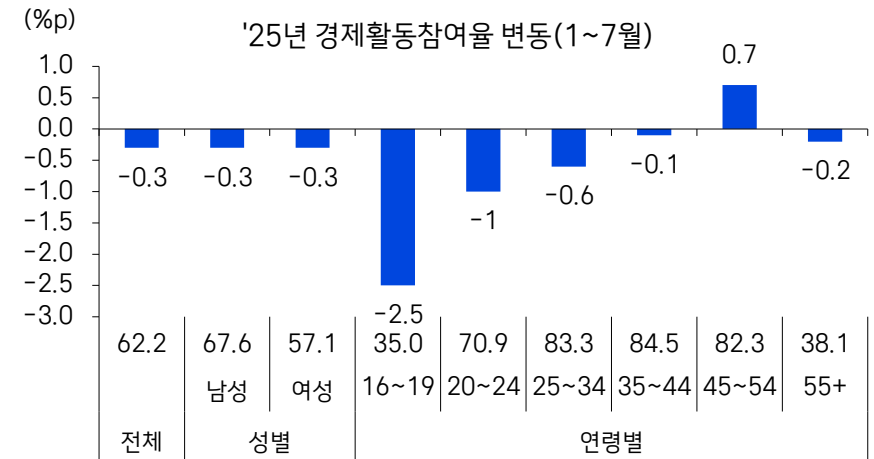
월별 노동인구 증감 추이

(천명)	25.4월	25.5월	25.6월	25.7월
노동가능인구 (15세 이상)	174	188	200	200
경제 활동 인구	544	△625	△130	△38
고용	461	△696	93	△260
실업	83	71	△222	221
비경제 활동 인구	△369	813	329	239

'24년과의 차이 : 경제활동 인구 감소(노동 공급 감소)



청년층 경제활동참여율 하락



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

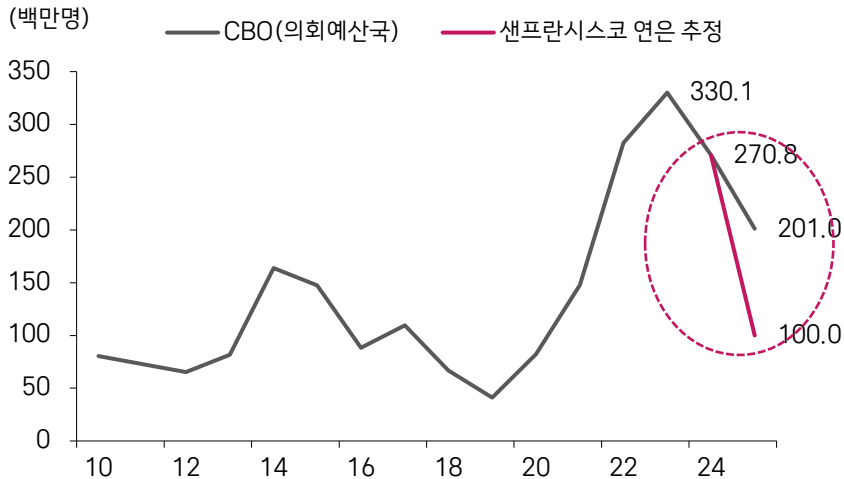
미국고용 하방 위험

강력한 이민 단속으로 순이민 급감 예상, 잠재 신규일자리 균형점 하락 예상

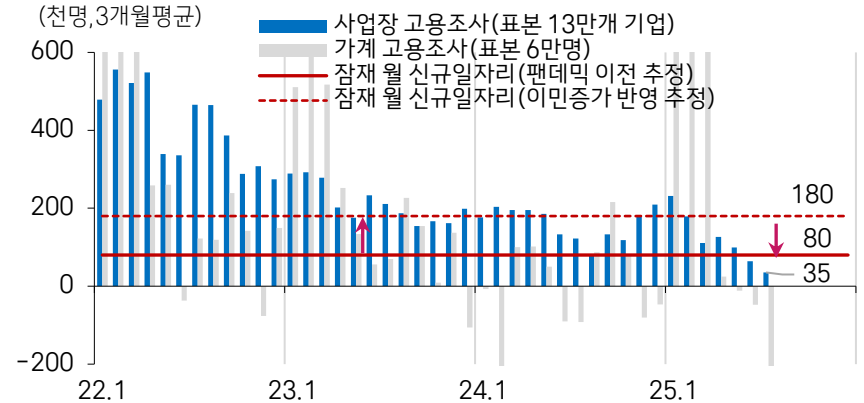
순이민 급감에 따른 노동공급 충격

- '25년 순이민 급감 예상(CBO 추정 201만명 → 100만) (샌프란시스코 연은)
* '24년 6월 이후 이민감소 추세, '25년 급격히 감소
- 신규일자리 : 이민감소, 노동공급 감소 → 잠재 신규일자리 균형점 하락
- 반이민 영향, 외국출생 취업자 수 급감 중
'22~'24년 외국태생 근로자가 전체 신규 노동인구의 절반이상 차지

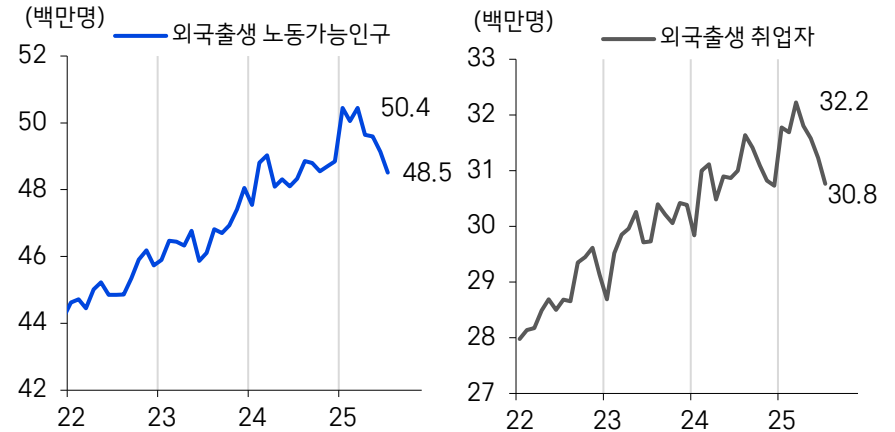
최근 이민 추정: 반이민 정책으로 순이민 하향



잠재 신규 일자리 하향 (18만 → 8만)



외국출생 취업자 급감



자료: Bloomberg, Brookings연구소, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국고용 하방 위험

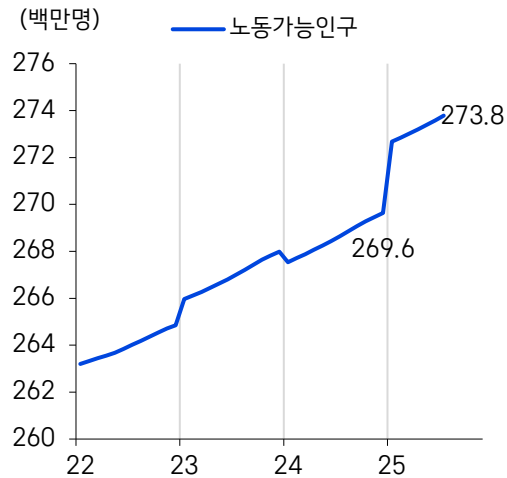
고용 시장내 이동 추이

비경제활동에서 경제활동 이동 인구 중 실업증가

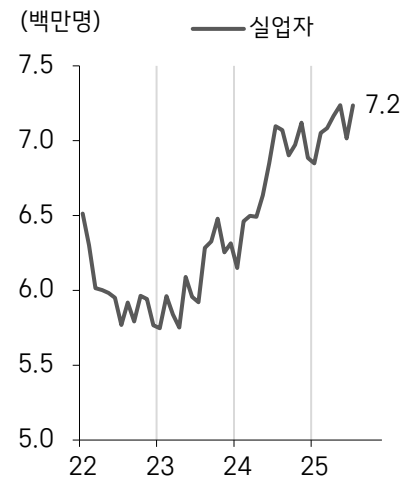
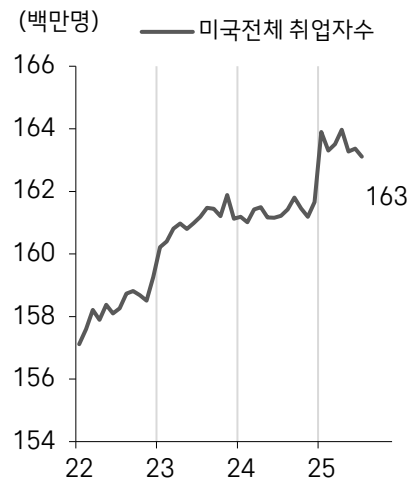
- '25년 경제활동 유입(비경제활동에서 유입 35만) 중 실업 31만
- 구직포기로 경제활동에서 비경제활동으로 이동한 인구도 증가

(천명)		22년	23년	24년	~25.7월
노동가능인구 (15세 이상) 증감		2,708	3,147	1,647	4,147
경제 활동 인구 증감		2,528	2,414	1,108	1,795
고용	고용	3,160	1,865	537	1,445
	비경제활동 → 고용	597	-1,252	423	41
	실업 → 고용	-632	549	571	350
실업	비경제활동 → 실업	-402	199	-35	308
	고용 → 실업	113	176	-666	387
	실업 → 실업	-296	98	115	35
비경제 활동 인구 증감		180	733	539	2,352
고용 → 비경제활동		113	176	-666	387
실업 → 비경제활동		-296	98	115	35
비경제활동 → 비경제활동		312	476	1,088	1,584
기타 → 비경제활동		51	-16	1	346

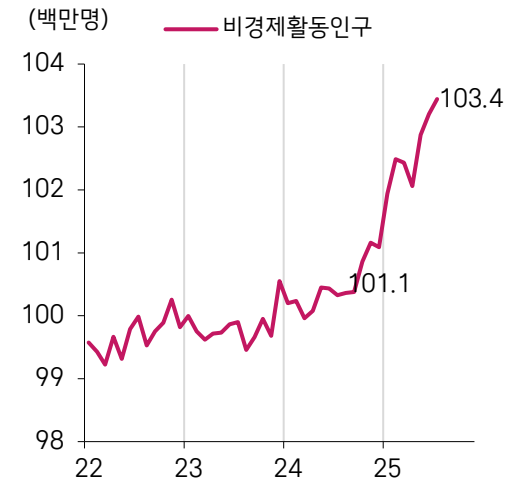
노동가능인구



경제활동인구 (취업자 + 실업자)



비경제활동인구



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

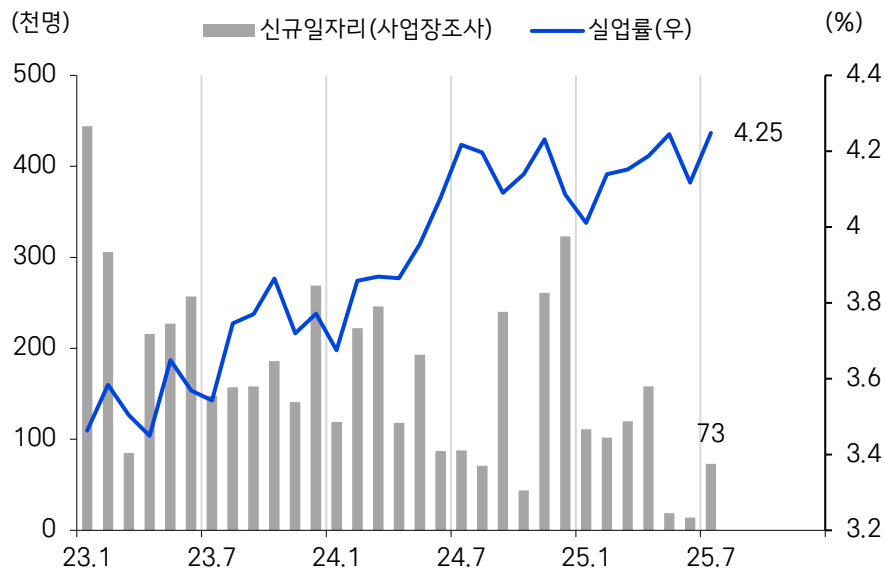
9월 고용 이벤트 9.5일 8월 고용지표, 9.9일 사업장 고용조사 벤치마크 연례조정(24.4월~25.3월)

고용 하강은 경기순환 요인과 구조적 요인이 결합 (→ 추가 둔화 예상)

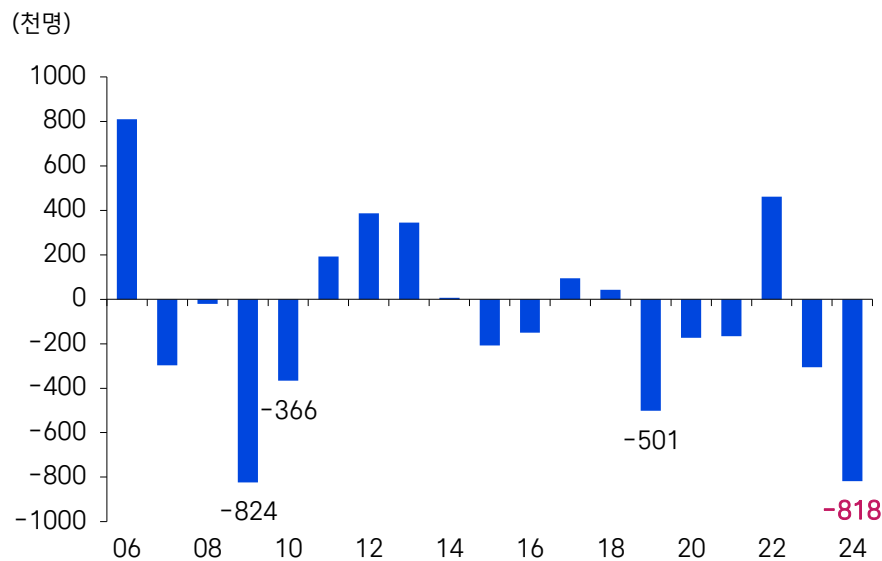
- 8월 고용지표 발표(9.5일) : 신규고용 7~8만(전월 7.3만), 실업률 4.3%(전월 4.24%) 예상
- 사업장 고용조사 연례조정 (9.9일) : '24년 연례조정 결과 기존 신규일자리수가 81.8만건 대폭 하향조정 (9월 금리인하로 연결)

* 매년 2월 고용보험 신고자료 바탕으로 과거 사업장조사 수치 대규모 조정 실시 (9.9일 조사는 '25년 수치의 예비조사로 내년 2월 최종 확정되어 반영)

8월 실업률 4.3%이상으로 상승 예상



사업장 고용 벤치마크 연례 조정 추이(9월 사전조사)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

고용 하강과 경기 고용 둔화 가능성 높아, 경기침체 우려 자극(실제 침체 가능성은 낮아)

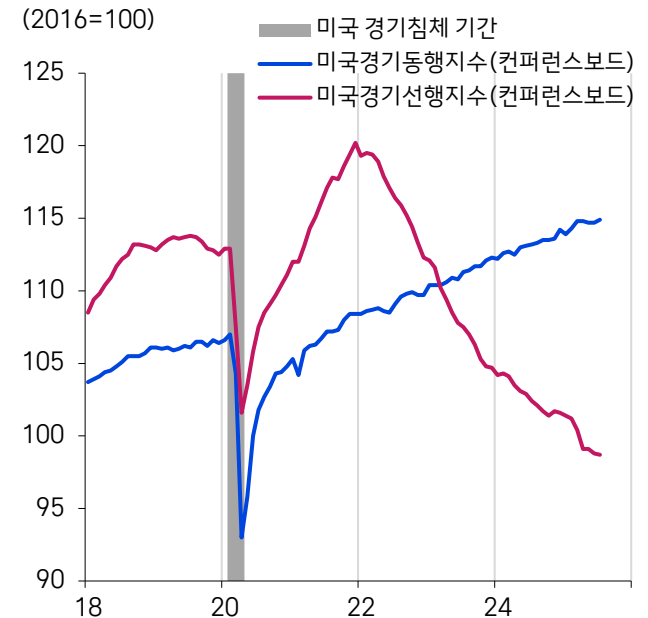
- 통상 2분기 연속 GDP성장률 역성장을 침체로 정의 (전미경제연구소)
- 8개 지표로 침체 판단(과거 8개 지표 중 6개 이상 전분기 대비 악화시 침체 선언)
※경기침체는 사후적 공표되며 침체 후 평균 7개월 소요 (월별 지표 트래킹 필요)
- 현재 지표중 전월비 마이너스 건은 월별 변동이 큰 편(1~5개)

- 고용 하강 시 동행지수 하락 예상
- 동행지수 상승은 미국 경제 차별적 성장을 상징
- * 미국경기동행지수 구성 (4개 지표)
신규일자리, 개인소득, 산업생산, 제조업 도소매판매

전미경제연구소의 경기침체 판단지표 추이 (고용지표 2개)

		25.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월
①실질GDP	(전분기비 연율화)	-0.50	-0.50	-0.50	3.00	3.00	3.00	
②실질GDI	(전분기비 연율화)	0.22	0.22	0.22				
③실질개인소비지출	(MoM)	-0.56	-0.10	0.68	0.05	-0.20	0.06	
④실질개인소득	(MoM, 이전소득제외)	-0.03	-0.01	0.57	0.18	-0.18	-0.16	
⑤실질도소매판매	(MoM, 제조업)	-0.97	0.70	1.35	-0.46	-0.34		
⑥산업생산	(MoM)	-0.16	0.96	-0.22	0.03	0.08	0.35	-0.12
⑦비농업취업자수	(월증감, 천명)	111	102	120	158	19	14	73
⑧가계조사 고용	(월증감, 천명)	2234	-588	201	461	-696	93	-260
경기침체 Count	(6 이상 침체)	5	4	2	1	4	1	2

동행지수내 고용지표 비중 높아



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

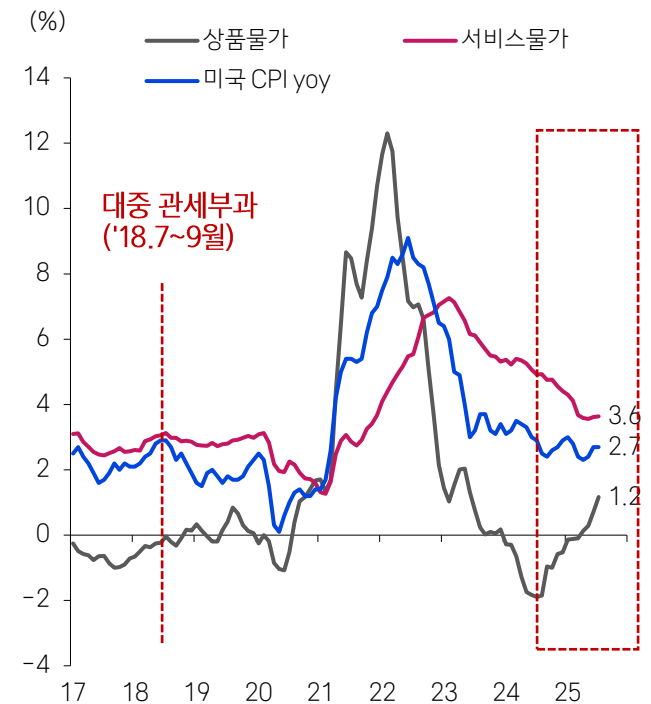
미국 물가 상품가격 반등 < 서비스 물가 둔화 → 하반기 반등하나 2% 후반에서 상승세 제한

관세 영향 받는 상품물가(비중 19%) 상승 지속, 서비스물가(비중 61%)도 전월비 반등(의료서비스, 운송서비스 가격 상승)

- 상품 부문에서 약 5.6%를 차지하는 가정용품, 여가용품 상승세 두드러져 (가정용품 3개월 연율 8.1% 속도, 여가용품 6.5%)

CPI (전월비 %)	비중 (%)	25.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	전년비 %	3개월 연율화
All items	100	0.5	0.2	-0.1	0.2	0.1	0.3	0.2	2.7	2.4
Food	13.6	0.4	0.2	0.4	-0.1	0.3	0.3	0.0	2.9	2.6
에너지	6.6	1.1	0.2	-2.4	0.7	-1.0	0.9	-1.1	-1.6	-4.4
Core	79.8	0.4	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3	3.1	2.7
상품	18.8	0.3	0.2	-0.1	0.1	0.0	0.2	0.2	1.2	1.5
가정용품	3.5	-0.2	0.2	0.0	0.2	0.3	1.0	0.7	2.4	8.1
의료	2.5	-1.4	0.6	0.4	-0.2	-0.4	0.4	0.1	-0.2	0.3
운송	6.1	0.8	0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.4	0.2	2.0	-1.9
(신차)	3.7	0.0	-0.1	0.1	0.0	-0.3	-0.3	0.0	0.4	-2.4
(중고차)	1.9	2.2	0.9	-0.7	-0.5	-0.5	-0.7	0.5	4.8	-2.9
의료	1.5	1.2	0.1	-1.1	0.4	0.6	0.1	0.1	0.1	3.0
여가	2.1	0.3	-0.7	-0.3	0.4	0.4	0.8	0.4	-0.1	6.5
교육/통신	0.9	0.1	-0.2	0.5	0.3	0.1	0.0	-1.3	-4.3	-5.0
주류	0.9	0.3	0.5	0.2	0.0	-0.1	0.1	0.1	1.4	0.4
기타상품	1.4	0.2	0.8	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	3.0	2.7
서비스	61.0	0.5	0.3	0.1	0.3	0.2	0.3	0.4	3.6	3.2
주거	36.2	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	3.7	2.7
의료	6.5	0.0	0.3	0.5	0.5	0.2	0.6	0.8	4.3	6.1
운송	6.3	1.8	-0.8	-1.4	0.1	-0.2	0.2	0.8	3.5	2.9
여가	3.3	1.4	0.8	0.1	-0.3	-0.1	0.2	0.4	3.9	2.2
교육/통신	5.0	0.3	0.3	0.2	-0.2	0.1	0.1	0.2	1.1	1.5
기타서비스	1.5	-0.5	0.9	1.6	0.2	0.4	0.6	0.5	4.5	6.0

✓ 상품물가 반등 지속, 서비스는 안정



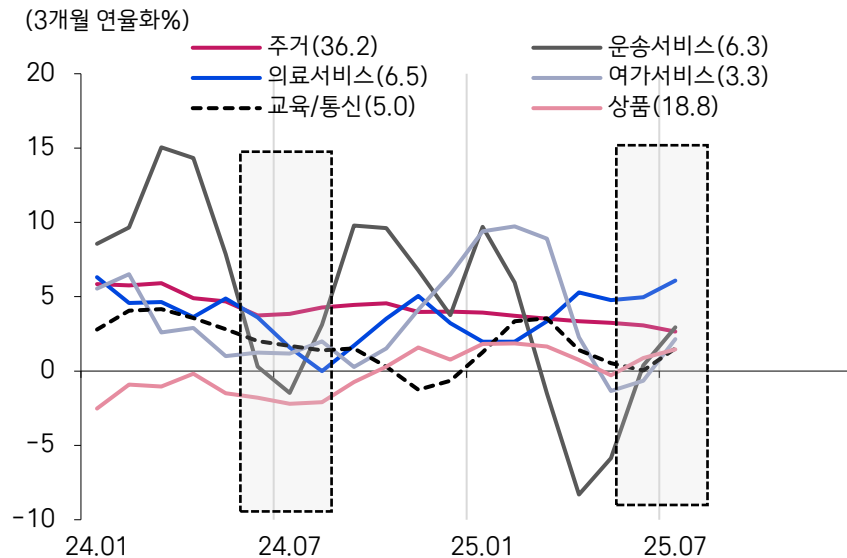
자료: Bloomberg, FRED, 삼성자산운용 리서치센터

미국 물가 경로 미국 CPI 연말 2.8% 경로 유지

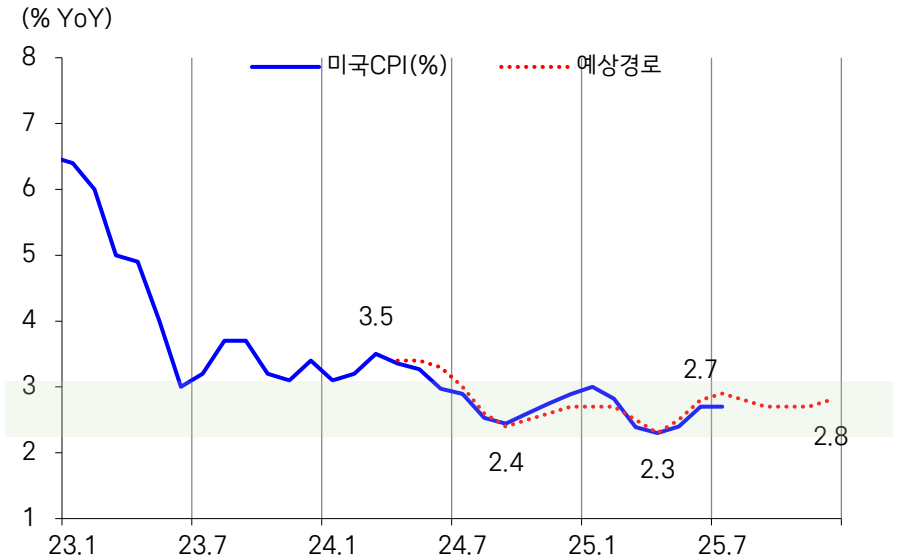
비중 큰 주거비 둔화는 지속, 물가 급등 제한 요인 (연말 CPI 2.8% 예상 유지)

- 관세 효과 반영되고 있으나 물가 점진적 상승 (재고 축적, 기업 부담)
- 비중이 큰 주거서비스 물가의 둔화세는 지속 (전년동월비 3.7%, 3개월 연율화 2.7%)
- 의료서비스는 치과서비스 급등, 운송서비스는 항공료 등 일회성 요인에 기인, 아직 추세적 상승으로 보기 어려워
- 물가 경로는 8~9월 소폭 둔화 후 연말 CPI 2.8% 예상 경로 유지

주거비 3개월 연율 2.7%로 둔화 지속



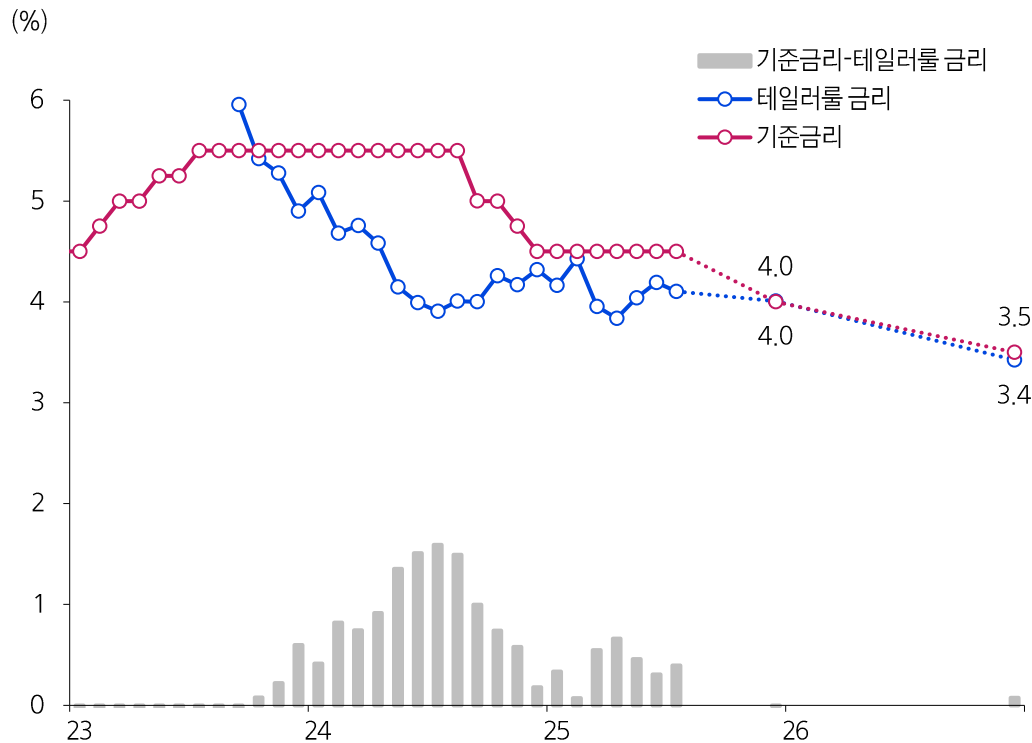
미국 CPI 경로 : 연말 2.8% 유지



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 적정기준금리 테일러를 기반 적정금리 3.4% (→100bp 인하 필요)

테일러를 기반 미국 적정 기준금리 추정



자료: Bloomberg 삼성자산운용 투자리서치센터

✓ 테일러를 준칙 기반 적정기준금리

• '25년말 적정기준금리 4.0%

→ 연말 핵심PCE 2.8% 가정 (현재 2.8%)

→ 연말 실업률 4.3% 가정

실업률 상승시 적정기준금리 하향 가능

• '26년말 적정기준금리 3.4%

→ 내년말 핵심PCE 2.5% 가정 (현재 2.8%)

→ 연말 실업률 4.4% 가정

실업률 상승시 적정기준금리 하향

'25년 9월 금융시장 전망

이슈 : 트럼프 라운드 (미국주도 무역체제) 출범

트럼프 무역정책 로드맵

스티브미런 보고서 '글로벌 무역시스템 재구축에 대한 가이드' 기준 점검

1분기

관세 압박

예상
(3월)

관세 우선 실행

중국 20% 추가관세 + 철강 25%
전방위 불공정 무역 조사(~3.31일)

2분기

관세 차등화

상호관세로 국가별 차등

무역/안보/투자 연계 차등화
중국 관세율 지속 상향 (target 60%)

하반기

환율압박 + 경기부양

달러강세 제어, 감세 및 규제완화
→ 품목관세, 투자유치

실제

- 캐나다, 멕시코, 중국 펜타닐 관세 부과
- 중국 관세 추가 인상 (145%)
- 품목관세 실행 (철강/알루미늄)

- 4.2일 상호관세 발표 → 90일 유예
- 미·중 제네바 합의 (관세 30%로 인하)
- 품목관세 실행(자동차, 자동차부품)
- OBBA 감세안 통과, 관세수입 급증

- 상호관세 실행 (8.7일)
- 품목관세 확대(제약, 반도체, 광물)
- 중국/멕시코 유예, IT 품목 예외조치
- 관세 영향 가시화(이익, 물가, 경기)

금융시장
영향

미국 경제 역성장
달러 약세, 금리 하락
Non US 주식 상대우위

상대국 보복관세 제한
급락 후 미국주식 상대강세
(미국 AI투자 재가속)

달러 강세 제한 속
미국 경제 우위 환경 구축

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

트럼프 라운드 출범 (미국주도 새로운 무역질서)

WTO중심 다자무역체계 → 미국중심 양자무역체계

✓ 상호관세 (8.7일 발효)

국가	미국 무역수지 (\$십억)	상호 관세율 (%)	
영국	12.4	10	*232조 일부 예외(자동차)
EU	△235.6	15	*최대 15%(품목 포함)
일본	△68.3		*232조 일부 예외(자동차)
한국	△65.8		*232조 일부 예외(자동차)
인니	△17.8	19	
태국	△8		
필리핀	△4.7		
베트남	△123.5	20	
대만	△74.1		
중국	△294.4	30	상호10+펜타닐 20, 90일 연장
남아공	△8.7		
스위스	△37.7	39	
미얀마	△0.6	40	
인도	△45.5	25+25	러시아 원유수입 → 25% 예고
브라질	7.4	50	
멕시코	△171.2	25	펜타닐 관세 유지, 90일 연장
캐나다	△63.0	35	펜타닐 관세 +10%

✓ 품목관세 (조사 후 순차발표, 적용품목 확대)

일자	품목	조사 개시일	관세율 (%)	조사 대상 및 범위
3.12일	철강/알루미늄	17~18년	25	예외조치 모두 취소 25% 관세 부과
4.3일	자동차	18.5.23	25	승용차, 경트럭 대상
5.3일	자동차부품		25	미국내 조립차량 수입조정 상쇄제도 도입(4.29일)
6.4일	철강/알루미늄		50	관세율 인상, 세탁기,냉장고등 파생제품 포함
8.1일	구리	25.3.10	50	구리 모든 형태 및 파생상품
8.18일	철강/알루미늄		50	407개 파생제품 추가 (변압기,가전,건설기계)
예고	반도체	25.4.1		반도체 기판, 웨이퍼, 레거시 칩, 최첨단 칩, 반도체 장비 등
예고	의약품	25.4.1		의약품, 의료대응 물품, 원료, 파생상품
예고	트럭	25.4.22		반도체,장비,파생상품)
예고	광물	25.4.22		50개 핵심광물, 17개 희토류, 가공된 핵심광물 및 파생상품
예고	상업용항공기	25.5.1		항공기, 주요구성 부품 포함
예고	폴리실리콘	25.7.1		고순도실리콘, 정제및 가공물 포함 태양광 부품 전반
예고	드론	25.7.1		무인항공기 및 파생상품 (소프트웨어, 제어시스템 포함)

• 국제비상경제수권법 (Internatinal Emergency Economic Power Act)

국가안보, 외교정책 또는 경제에 비상한 위협이 발생했다고 판단할 경우
국가비상사태 선포하고 경제 활동 통제 ('25.4월 IEEPA기반 국가비상사태 선포)

• 무역확장법 232조 (Trade Expansion Act)

특정 수입품이 미국 국가안보를 위협한다고 판단될 경우 대통령이 관세 인상
또는 수입량 제한 등 긴급조치 실행 (상무부 조사 후 긴급조치 실행)

자료: 언론 종합, Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

관세와 금융시장

새로운 무역질서(트럼프라운드) 출범 : 1단계 상호관세 마무리 → 2단계 품목관세 중심의 제조업 부흥

(장기) 미국 패권우위 재확인

안보, 무역에서 미국 우위 확인

- 관세부과 충격 예상보다 제한

상대국 보복관세 미미, 경기충격 제한
물가 영향 점진적 : 상품물가 반등, 서비스 제어

- 성장 동력 확보

관세협상에서 대규모 투자 유치
'26년 : 감세 + 리쇼어링(전략산업 유치)

- 정책 차별화(금리인하 + 재정)

유럽은 금리인하 사이클 마무리(금리상승)
미국은 금리인하 재개로 차별화
관세 급증에 따른 재정정책 여력도 더 우위

vs.

(3분기) 관세 증가의 역풍

고밸류, 기업 마진축소로 주가 정체

- 기업, 소비자 부담 증가(하반기)

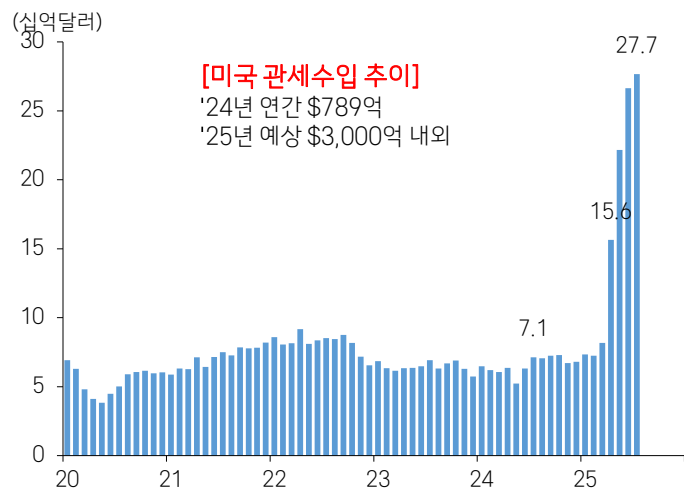
기업, 마진축소 및 비용효율화로 대응
*이익비중이 높은 Tech/헬스케어 관세영향
일부는 가격인상 통해 소비자에 전가
→ 이익비중 높은 테크/제약 관세부과는
기업이익 불확실성 요인

- 인하 사이클 재개와 인플레이 우려

연준 독립성 이슈 → 인플레이션 우려 자극

트럼프 라운드, 미국의 득실 미국 관세수입 급증, 물가/기업이익 부담은 지속

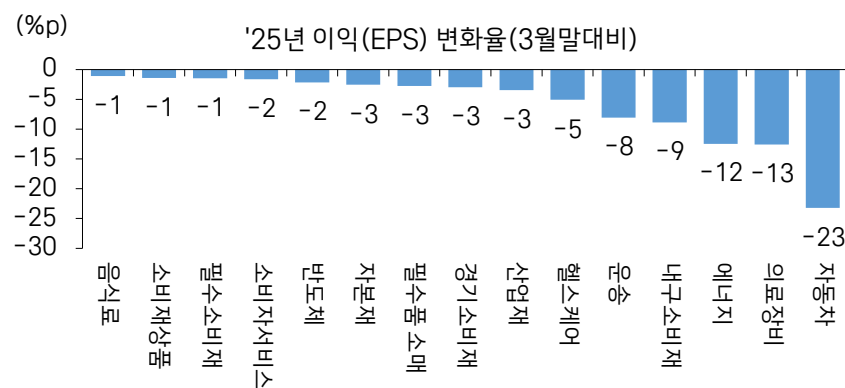
미국 관세 수입 급증(전년비 4배)



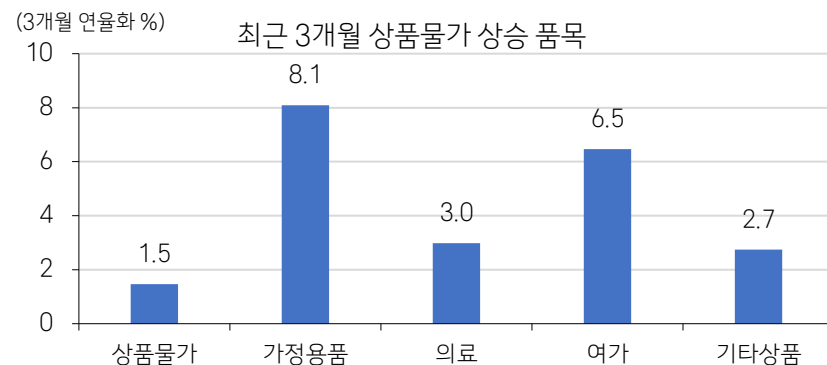
하반기 관세부담 가시화

- 관세 부담은 기업과 소비자의 몫으로 귀결
 - 자동차, 에너지, 운송업종 이익 하향조정 진행
 - 가정용품, 여가용품에서 물가 상승 뚜렷
- 반도체, 제약 품목관세 부과시
이익 하향 불가피

(미국 기업) 소비재 업종 중심 이익 하향 조정



(소비자물가) 일부 상품 품목에서 가시화



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

트럼프 2기 정책 목표 1단계, 대외불균형 해소에 집중 (→관세수입, 달러강세 제어, 투자유치)

정책 목표

- ① 대외 불균형 시정
(무역적자심화, 달러고평가)
- ② 미국 제조업 부활
(산업기반 약화, 안보위협)
- ③ 달러 패권 유지
(경제, 안보, 기술, 금융 우위)

① 대외 불균형 시정

- 무역적자 완화
기본관세+상호관세
평균관세율 15%이상
- 달러 고평가 해소
달러자산 신뢰 약화
미국 재정 리스크

② 미국 제조업 부활

- 품목관세 + 투자유치
철강, 자동차, 제약, 반도체
관세연계 투자 유치
- 중국 등 시장 개방
개방 통한 대외 시장 확보
관세 무기로 우회수출 차단

③ 달러 패권 유지

- 안보, 기술 패권 강화
중동, 러-우전쟁 개입
기술우위, 금융개방 압박
- 국채 대체 수요 확보
은행 규제 완화+스테이블코인
통화스왑연계 해외 국채수요 유치
관세수입 활용 (년 3,000억달러)

'22~'24년

연평균 무역적자 \$1.1조
3년간 달러화지수 14% 상승

'25년

무역적자 \$0.73조 (1~6월)
(전년비 +38%)
관세수입 \$0.3조 예상
달러약세 달러화 Δ 10%

'25년

전략산업 투자 유치
(EU, 일본, 한국 대미투자)
중국 소비/금융시장 개방

달러약세

제조업 부활과 달러패권 상충
달러약세 방향성이나
속도조절 예상(달러화90~105)
→ 점진적 달러 약세 추구

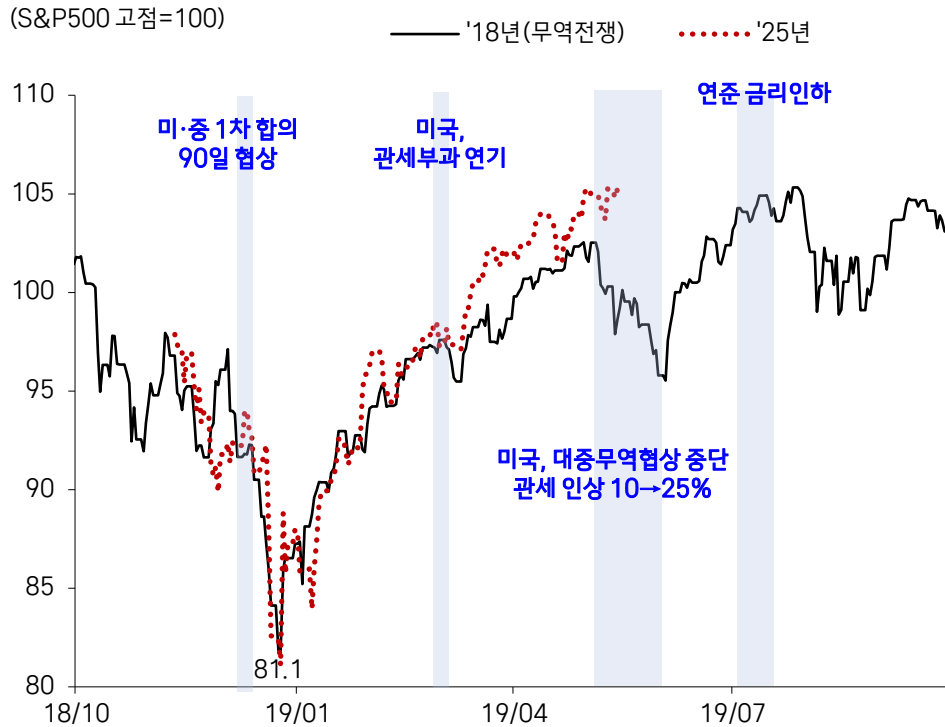
자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

'25년 9월 금융시장 전망

이슈 : 미·중 패권전쟁과 금융시장

금융시장 _무역협상과 미국 주가

'18년 미·중 무역분쟁과 비교



자료: Bloomberg(8.26일 기준), 삼성자산운용 투자리서치센터

✓ 미국의 협상 전략

중국과 휴전(5월), 주요국 우선 협상

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

→ 중국과 휴전, 금융시장 상승지속



중국 압박 재개가 최대 리스크

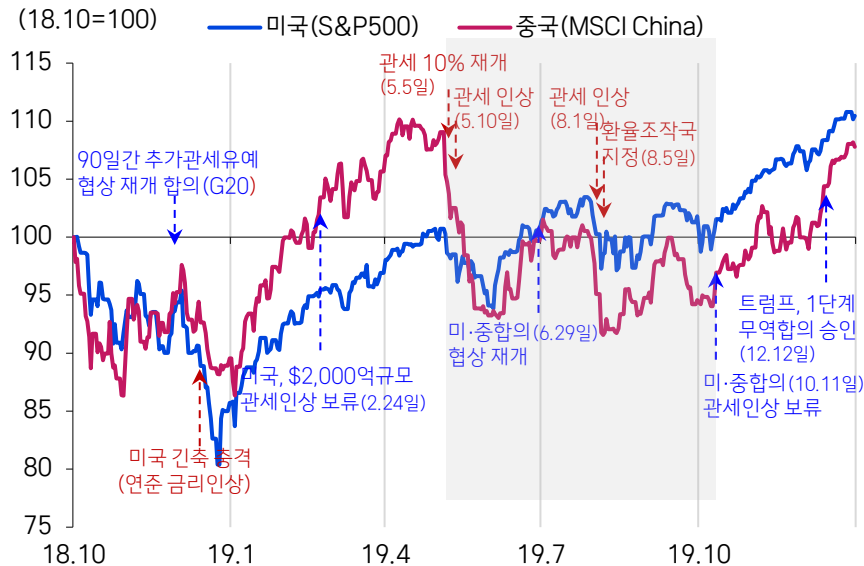
전략품목 관세 부과 (반도체, 제약)
전자제품 예외조치 중단 여부
중국 희토류 공급 지연(대두/LNG수입 등)
미국 내부 정리 진전(관세급증, 금리인하)

미·중 패권전쟁 핵심 이슈 중국, 희토류 제한 ↔ 미국, 반도체 기술 통제

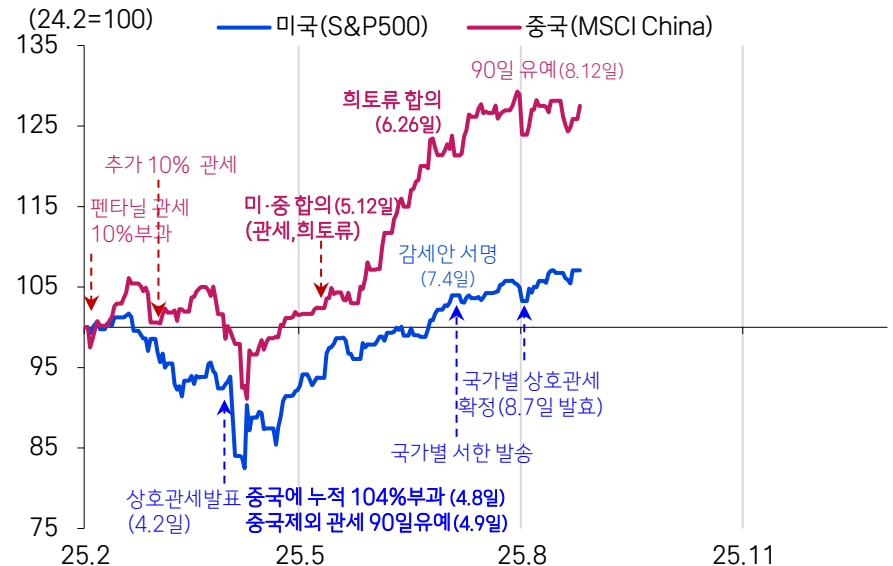
대중국 압박 재개 시점에 주가 변동성 확대 (→미국/중국 주가 단기조정 요인)

- 5.12일 제네바 합의 : 90일간 관세인하 합의 (미국 대중국 30%, 중국 대미국 10%)
 - 6.26일 런던 합의 : 제네바 합의 후속 조치 논의 → 중국 희토류 대미수출 재개, 미국 반도체 기술통제 완화 및 중국 유학생 문제 완화
 - 7.31일 스톡홀름 합의 : 관세 휴전 90일 연장. 중국 미국기업 보복조치 중단/미국산 대두 수입 확대, 미국 H2O 수출통제 해제
- 모니터링 지표 : 희토류 대미수출, 중국 대미 대두/LNG 수입, 중국 반도체 수입(H20등) * 일정 :APEC (경주, 10.31~11.1)

'18~'19년 무역전쟁당시 미,중국 주가 흐름



'25년 주가 흐름 (중국 상대적 강세 : 19년과 유사)



자료: Bloomberg(8.26일 기준), 삼성자산운용 투자리서치센터

미·중 패권전쟁(희토류) 대중 압박은 언제라도 재개될 수 있어

중국의 희토류 공급 재개 됐지만 예년수준에 못미쳐

- 4월 미국 관세 대응으로 중국정부 희토류 수출 제한 조치
- 5월 제네바 합의(관세율 인하, 비관세조치 중단) 이후 희토류 대미수출 재개, 예년 수준에는 못미쳐
- 미국, 희토류 자체 공급망 구축 진행 : 미 국방부, 희토류 기업 MP머트리얼즈 우선주 지분 15% 인수, 시가대비 2배 가격으로 구매
* 중국 희토류 생산의 90%, 영구자석 생산 94% 장악
- 미국 내부적 여건 개선도 대중압박 재개의 계기가 될 수 있음 (금리인하 사이클 재개, 품목관세 실행 및 테크 예외조치 중단 등)

중국 수출통제 대상 희토류 (수출통제법 근거, 4.4일)

	주요 용도	주요 산업
사마륨	사마륨-코발트 영구자석, 핵반응제어봉, 적외선 흡수유리	전자, 방위산업, 원자력
가돌리늄	MRI조영제, 원자로 제어봉, 자기 냉각시스템, 형광체	의료, 에너지, 전자
테르븀	녹색 형광체, 고성능 자석, 연료전지 안정화제, 디스플레이	전자, 전기차, 에너지
디스프로슘	고온용 영구자석, 원자로 제어봉, 레이저소재, 자석안정화제	전자, 전기차, 에너지
루테튬	석유정제 촉매, PET 스캐너, 고급합금	에너지, 의료, 정밀계측
스칸듐	항공기 구조용 합금, 연료전지 전해질	항공우주, 에너지
이트륨	세라믹, 형광체, 금속 합금, 레이저	전자, 의료

자료: 언론보도 종합, Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

중국의 대미 희토류 수출 추이(일부 회복)



중국 본토증시 유동성 랠리

본토중심, 본토내 심천, 대형주보다 테크/혁신기업이 상승 주도

(수익률, %)	24.3Q	24.4Q	25.1Q	25.2Q	25.3Q
본토 상해종합지수	12.4	0.5	△0.5	3.3	12.3
상해대형주	15.1	△2.6	△0.7	1.7	9.5
과학혁신판(STAR50)	22.5	13.4	3.4	△1.9	26.7
본토 심천종합지수	19.1	1.6	2.4	3.5	17.6
심천대형주	14.3	△1.5	0.6	1.1	7.8
창업판 (ChiNext)	29.2	△1.5	△1.8	2.3	27.4
CSI300(상해+심천)	16.1	△2.1	△1.2	1.3	13.1
항생종합지수	18.1	△4.7	14.7	4.8	9.5
항생H (중국기업)	18.6	△2.9	16.8	1.9	5.4
항생 테크 (T10 포함)	33.7	△6.0	20.7	△1.7	9.0
T10 (중국판 M7)	31.6	△8.2	26.5	△3.7	10.3
미국 M7	1.5	10.0	△15.0	20.0	8.9



하반기 중국증시 상승 특징

본토 > 항생, 심천 >상해, 중소형 > 대형

- 본토 기술주(과창판,창업판) > 항생테크

· 본토 기술주: 첨단장비,차세대IT,신소재,신에너지,제약

· 항생테크: 플랫폼/전자상거래 중심 (경기 연동 大)

업종: IT(상해+16%), 통신(심천 +45) 상승 주도

- 상승동력: 유동성 랠리(저금리 +신용융자 급증)

산업 개혁(저가경쟁 제한), 미/중 무역휴전 지속

※ 미국 Tech, 중국 T10 상반된 주가 방향성

- M7 자본지출 확대 > 항생테크(매크로 둔화)

T10: 알리바바,텐센트,메이탄,샤오미,BYD,넷이즈,길리,JD닷컴,바이두,SMIC

자료: Bloomberg(8.26일 기준), 삼성자산운용 투자리서치센터

중국 유동성 랠리의 확산 가능성 본토 매크로개선 미미, 홍콩은 금융긴축 환경으로 선회

본토 증시, 저금리 및 정책(저가 과잉경쟁 제한) 기대로 상승

- 중국 본토 신용융자 급증(15년 최고치 육박), 본토 증시 및 혁신기업 중심 상승세 전개
- 과거 본토증시 유동성 랠리(신용융자 급증) 국면에서 항생 주가의 동조화는 강하지 않아 (본토증시 외국인 접근 제한 때문)
- 홍콩은 본토와 달리 홍콩달러 페그제 유지를 위해 시중유동성을 회수하고 있으며, 이에 따라 단기금리 상승하는 긴축 환경으로 변화

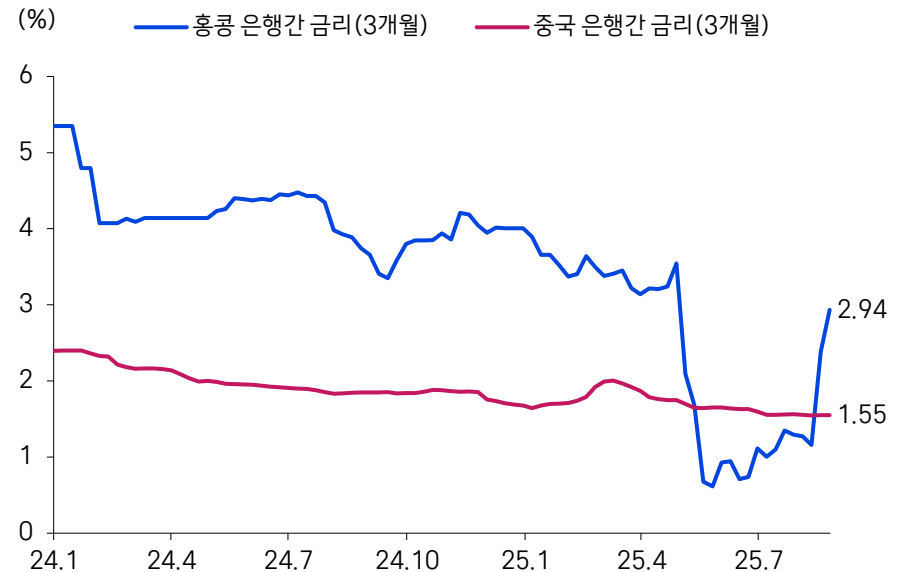
→ 본토증시 상승이 중화권(홍콩) 전반으로 확산되기는 어려운 환경

본토 주식 신용융자는 15년 수준까지 상승



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

홍콩, 홍콩달러 방어위해 금융시장 긴축(시장자금 회수)



중국 매크로 현황

- 매크로 개선은 미미 : 디플레 환경 지속, 가계대출 전년비 45% 감소(가계 디레버리징 지속)
- 2분기 호조를 보였던 소매판매, 산업생산도 다시 둔화 신호 나타나

주요 경제 지표	24.10월	11월	12월	25.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월
GDP tracker 예상(%)	6.1	6.0	6.5	6.4	6.5	7.5	6.6	6.7	7.0	6.3
년 성장률 추이 (Bloomberg)	4.8	4.8	4.8	4.5	4.5	4.5	4.2	4.5	4.5	4.7
리커창 지수 (YoY)	4.1	3.9	4.0	4.0	4.0	4.3	4.9	3.5	3.5	
GDP 분기 성장률 (YoY)	5.4			5.4			5.0			
중국금융상황지수*	57.8	55.6	55.1	56.7	49.8	54.9	58.6	58.1	60.6	
Credit Impulse (YoY)	-3.7	-4.3	-4.6	-3.8	-2.0	-1.0	1.0	0.7	1.9	1.9
사회용자총액 (십억위안)	1400	2326	2851	7055	2233	5889	1159	2290	4225	1132
위안화대출 (십억위안)	494	578	998	5130	1009	3636	285	623	2238	△49
가계대출	160	270	358	444	△389	989	△525	54	598	△489
그림자금융 (net, 십억위안)	△144	82	△120	573	△355	371	△287	△116	△148	△167
지방채발행 (net, 십억위안)	683	1314	1091	558	1306	978	693	779	1175	1213
수출증가율 (YoY)	12.7	6.7	10.7	6.0	-3.0	12.3	8.1	4.7	5.9	7.2
수입증가율 (YoY)	-2.3	-3.9	1.0	-16.4	1.4	-4.3	-0.2	-3.4	1.1	4.1
무역수지 (십억\$)	95.7	97.4	104.8	138.6	31.7	102.6	96.2	103.2	114.7	98.2
통계국 PMI (기준선 50)	50.1	50.3	50.1	49.1	50.2	50.5	49.0	49.5	49.7	49.3
HSBC PMI (기준선 50)	50.3	51.5	50.5	50.1	50.8	51.2	50.4	48.3	50.4	49.5
산업생산 증가율 (YoY)	5.3	5.4	6.2	6.2	6.2	7.7	6.1	5.8	6.8	5.7
고정자산 투자 (YTD %)	3.4	3.3	3.2	3.2	4.1	4.2	4.0	3.7	2.8	1.6
부동산 투자증가율 (YTD %)	-10.3	-10.4	-10.6	-10.6	-9.8	-9.9	-10.3	-10.7	-11.2	-12.0
주택판매증가율 (YTD %)	-22.0	-20.0	-17.6	-17.6	-0.4	-0.4	-1.9	-2.8	-5.2	-6.2
신규주택가격 (YoY)	-6.2	-6.1	-5.7	-5.4	-5.2	-5.0	-4.6	-4.1	-3.7	-3.4
소매판매 (YoY)	4.8	3.0	3.7	3.7	3.7	5.9	5.1	6.4	4.8	3.7
자동차 판매 (YoY)	3.7	6.6	0.5	0.5	0.5	5.5	0.7	1.1	4.6	-1.5
소비자물가 (YoY)	0.3	0.2	0.1	0.5	-0.7	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.0
생산자물가 (YoY)	-2.9	-2.5	-2.3	-2.3	-2.2	-2.5	-2.7	-3.3	-3.6	-3.6

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

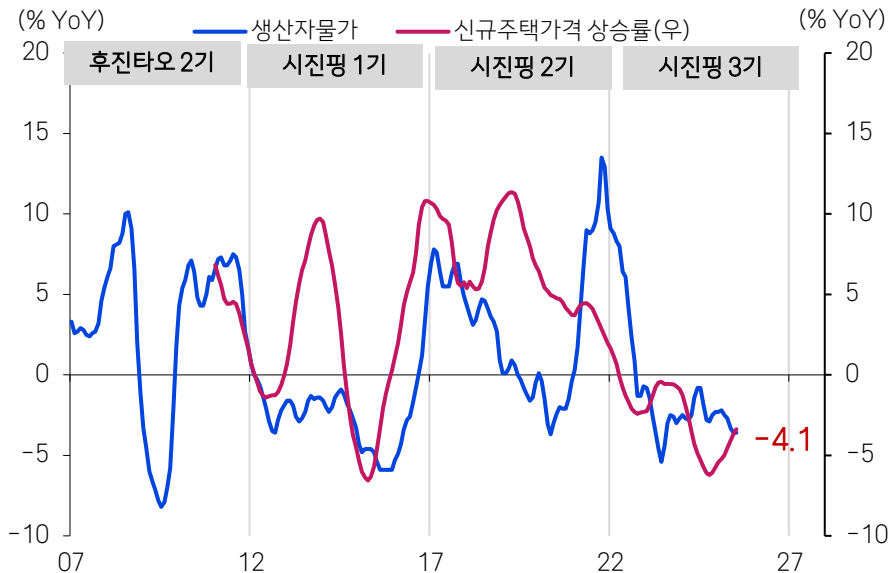
중국 매크로 핵심 지표 디플레, 가계대출 개선 미미

디플레 심화 (주택시장 부진 → 생산자물가 34개월 연속 마이너스 → 가계 대출 급감)

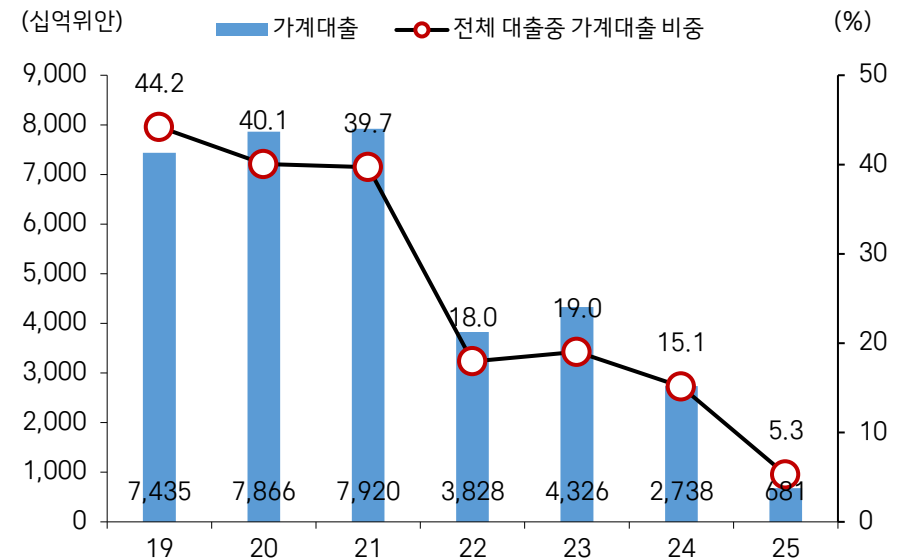
- 생산자물가와 소비자 물가의 부진은 지속 (부동산 투자 등 투자수요 위축에 기인)
- 가계대출, 전년비 47% 감소 (전체대출내 비중도 5%), 유동성 공급의 대부분이 기업(국유기업/지방)으로 이동

→ 매크로 개선 미미, 유동성 랠리의 추가 동력 부족

디플레 상황 지속 : 디플레는 주택시장 부진에 기인



가계 대출 부진은 지속



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

'25년 9월 금융시장 전망

House view(금융시장 전망)

글로벌 매크로 현황

미국/한국 성장률 소폭 상향, 미국 금리동결은 지속

주요 지표		'22년	'23년	'24년	'25년 추이					comment	IMF		잠재 성장률
					25.1월	5월	6월	7월	8월		25년 (1월)	25년 (4월)	
성장률	미국 경제성장률	2.5%	2.9%	2.8%	2.2%	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%	성장률 하향 조정 멈추고 소폭 반등	2.7%	1.8%	1.8%
	유로존	3.5%	0.4%	0.7%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%	금리인하 및 재정정책 효과로 2분기 성장률 소폭 반등	1.0%	0.8%	1.3%
	일본	0.9%	1.5%	△0.2%	1.2%	0.8%	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%	4.5%	4.5%	4.7%	4.8%	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%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	2분기 성장률 전분기 +0.6%로 반등(민간소비, 수출 증가)	2.0%	1.0%	2.2%
물가	미국 CPI (기말)	6.5%	3.4%	2.9%	3.0%	2.4%	2.7%	2.7%		7월 물가 전월비 동일. 생산자물가 급등으로 물가불안 지속	2.0%	3.0%	
	미국 Core PCE	4.9%	2.9%	2.9%	2.7%	2.8%	2.8%			근원물가는 서비스 가격 둔화로 안정 흐름 지속			
	유로존 CPI	9.2%	2.9%	2.4%	2.5%	1.9%	2.0%	2.0%		물가 목표내 안정세 지속 (영국 CPI 3.8%로 높은 편)	2.1%	2.1%	
	일본 CPI	4.0%	2.6%	2.7%	4.0%	3.5%	3.3%	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%	0.0%		수요 부진에 따른 디플레이 심화, PPI 36개월 연속 마이너스	0.8%	0.0%	
	한국 CPI	5.0%	3.2%	1.9%	2.2%	1.9%	2.2%	2.1%		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%	9월 금리인하 재개 예상			
	유로존 기준금리 (Deposit)	2.0%	4.0%	3.0%	2.75%	2.25%	2.0%	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%	2.5%	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	\$6.72	\$6.71	\$6.71	\$6.70	3월 국채 QT 월간 규모 250억달러에서 50억달러로 축소			

자료: Bloomberg 컨센서스(8.26일 기준), IMF(WEO 2025.4월), 삼성자산운용 투자리서치센터

House View (매크로 뷰)

- 미국 기준금리, 금리인하 재개 (9,12월 2회 인하 예상)
- 한국 기준금리, 8월 동결. 10월 인하 예상 (연말 기준금리 2.25%)

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%	1.6%
	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%	*25.3Q 종료 예상	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		
(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(25.8.26일), IMF(25년 4월), 25년은 삼성자산운용 투자리서치센터 전망

House View(자산시장 뷰 요약)

* 주요 자산 하반기 밴드, 경로, 투자 의견

	현재 (8.26일)	'25년 하반기 전망 밴드	하반기 경로	투자 의견	
				3개월	12개월
한국 10년 국채금리	2.86%	2.5~2.9%	상고하저	O/W	O/W
미국 10년 국채금리	4.26%	4.0~4.7%	상고하저	O/W	O/W
미국 S&P	6,466	5,800~6,600	상저하고	N	O/W
한국 코스피	3,179	2,800~3,300	상저하고	N	O/W
원/달러 환율	1,394	1,320~1,470	상저하고	1,390	1,400

[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, 한국, 인도 확대

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

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 (25.8.26일 기준)

House View (자산시장 뷰)

- 주식 (중립) : 단기 고평가 영역 진입, 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	5월	6월	7월	8월		
채 권										
국내 채권	한국 국채 10년 금리	3.74	3.18	2.87	2.77	2.81	2.79	2.86	O/W	O/W
	한국 크레딧 spread (AA-)	147	74	68	55	50	48	47	O/W	O/W
해외 채권	미국 국채 10년 금리	3.87	3.88	4.57	4.40	4.23	4.37	4.26	O/W	O/W
	회사채 spread(BB 미국 IG)	297	322	329	336	343	343	347	Neutral	Neutral
	하이일드 spread(BB 미국HY)	219	248	268	276	281	282	285	Neutral	Neutral
	신흥국 spread(JPM EMBIGD)	514	569	605	623	639	646	654	Neutral	U/W
주 식										
선진국	미국 (S&P500)	3,840	4,770	5,907	5,912	6,205	6,339	6,466	Neutral	O/W
	유럽 (Euro stoxx 50)	3,794	4,521	4,896	5,367	5,303	5,320	5,384	Neutral	Neutral
	일본 (TOPIX)	1,892	2,366	2,785	2,802	2,853	2,943	3,072	Neutral	O/W
신흥국	중국 (상해종합)	3,089	2,975	3,407	3,840	3,936	4,076	4,453	Neutral	Neutral
	인도 (Nifty50)	18,105	21,731	23,645	24,751	25,517	24,768	24,712	O/W	O/W
국 내	국내 (코스피)	2,236	2,655	2,400	2,698	3,072	3,245	3,179	Neutral	O/W
원자재 (Bloomberg Commodity Index)		246	226	239	246	252	251	252	Neutral	Neutral
부동산 (Global REIT)		2,529	2,772	2,801	2,926	2,933	2,912	2,992	O/W	O/W
원/달러 환율 (기말)		1,266	1,288	1,472	1,383	1,354	1,393	1,394	1,400	1,420

자료: Bloomberg(8.26일 기준), 삼성자산운용 리서치센터 투자 의견

삼성자산운용

삼성자산운용 주식회사

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