Samsung
Financial Networks

삼성자산운용 준법감시인 승인필 제250328-09호

'25년 4월

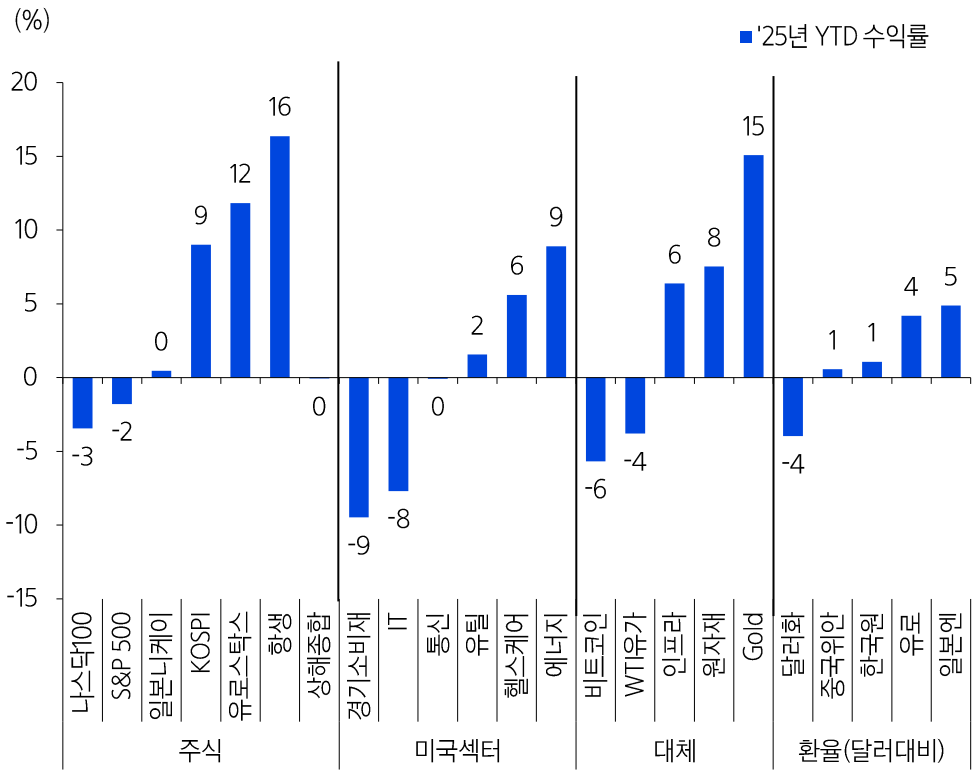
글로벌 매크로 및 자산시장 전망

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

1분기 글로벌 금융시장 리뷰 미국 부진, Non US 로테이션

미 국		유럽/중국
빅테크 수익성 검증 (이익전망 하향)		Deepseek 모멘트 (AI 글로벌 확산)
재정 지출 효율화 (재정긴축)		재정 지출 확대 (경기/관세 선제 대응)
연준 금리 동결 (4.5%)		유럽 금리인하 지속 (ECB 3.0→2.5%)
경기 둔화 우려 (관세, 소비심리 둔화)		재정, 통화정책 기대로 경기 영향 제한



자료: Bloomberg(3.25일 기준), 삼성자산운용 투자리서치센터

글로벌 매크로 현황 미국 성장률 하향 조정, 유럽/중국은 경기부양책 대응

주요 지표		'22년	'23년	'24년	'25년 추이				comment	IMF		잠재 성장률
					12월	25.1월	2월	3월		24년	25년	
성장률	미국 경제성장률	2.5%	2.9%	2.8%	2.1%	2.2%	2.3%	2.2%	성장률 하향 조정 시작, 골드만삭스 2.2%에서 1.7%로 하향	2.8%	2.7%	1.8%
	유로존	3.5%	0.4%	0.7%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	성장률 하향 조정에도 독일 재정확대 선회로 주가 호조	0.8%	1.0%	1.3%
	일본	0.9%	1.5%	-0.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	전년도 역성장에서 벗어나 잠재성장률 이상의 성장 예상	0.3%	1.1%	0.7%
	중국	3.1%	5.4%	5.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	부양책으로 소비 일부 회복, 투자/부동산/대출 부진 지속	4.8%	4.6%	4.5%
	한국	2.8%	1.4%	2.0%	1.8%	1.7%	1.6%	1.6%	3Q, 4Q 전분기비 0.1% 성장에 그쳐, 성장률 하향 조정 지속	2.5%	2.0%	2.2%
물 가	미국 CPI (기말)	6.5%	3.4%	2.9%	2.9%	3.0%	2.8%		1월 기점으로 물가 둔화, 5월까지 2%중반으로 둔화 예상	3.0%	1.9%	
	미국 Core PCE	4.9%	2.9%	2.8%	2.9%	2.6%			근원물가는 서비스 가격 둔화로 예상 하회			
	유로존 CPI	9.2%	2.9%	2.4%	2.4%	2.5%	2.4%		에너지 가격 반등으로 물가 예상 상회	2.4%	2.0%	
	일본 CPI	4.0%	2.6%	2.7%	3.6%	4.0%	3.7%		임금, 물가 선순환 신호 (3분기 실질임금 플러스 전환)	2.4%	2.1%	
	중국 CPI	1.8%	-0.3%	0.1%	0.1%	0.5%	-0.7%		물가 둔화 지속, 수요부진에 따른 디플레 상황은 지속	0.4%	0.7%	
	한국 CPI	5.0%	3.2%	1.9%	1.9%	2.2%	2.0%		12월 물가 환율 상승 영향으로 전망치 상회	2.2%	2.0%	
통화정책	미국 기준금리	4.5%	5.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	금리 동결 중이나 물가 및 경기둔화 감안시 6월 인하 예상			
	유로존 기준금리 (Deposit)	2.0%	4.0%	3.0%	3.0%	2.75%	2.75%	2.5%	5회 125bp인하, 재정정책 확대로 금리인하는 속도 조절 예상			
	일본 기준금리	-0.1%	-0.1%	0.25%	0.25%	0.5%	0.5%	0.5%	물가및 임금 상승으로 금리 추가 인상 기대 고조			
	중국 대출금리 (LPR 5y)	4.3%	4.2%	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%	3.0%	2.75%	2.75%	2월 인하, 5월, 8월 추가인하 예상(부동산, 환율은 부담요인)			
	QT(연준자산, $조)	$8.55	$7.80	$6.88	$6.88	$6.82	$6.77	$6.76	3월 국채 QT 월간 규모 250억달러에서 50억달러로 축소			

자료: Bloomberg 컨센서스(3.25일), IMF(WEO 2025.1월), 삼성자산운용 투자리서치센터

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%	2.2%
	한국 (GDP 성장률, 전망)	2.8%	1.4%	2.0%	1.6%	2.1%	1.6%
	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%	2.9%	2.5%	1.9%	2.5%
	미국 Core PCE (기말)	5.0%	3.1%	2.8%	2.3%		2.4%
통화정책	미국 기준금리	4.50%	5.50%	4.50%	4.0%		4.1%
	한국 기준금리	3.25%	3.50%	3.00%	2.25%		2.25%
	QT (연준자산, 조달러)	8.55	7.80	6.90	6.70	*25.3Q 종료	
(금리)	미국 국채금리 (10yr, 기말)	3.88%	3.88%	4.57%	4.2%		4.38%
	한국 국채금리 (10yr, 기말)	3.84%	3.18%	3.05%	2.6%		2.40%

자료: Bloomberg컨센서스(25.3.25일), IMF(25년 1월), 25년은 삼성자산운용 투자리서치센터 전망

① 미국 성장률 우위 지속되나 소비심리/서비스 둔화 신호 발생

- '25년 성장률 전망 2.2%
  * 성장률 하향조정으로 전환
- 한국성장률 1.9%→ 1.6으로 하향
  * 한국은행 성장률 1.9%에서 1.5로 하향

② 미국 소비자물가

- 물가는 예상보다 높게 진행중이나 근원물가 중심 둔화 흐름 유지

③ 기준금리

- 미국 인하 2회 예상
  * 연준점도표 4.0, 시장컨센 3.7
- 한국 2월 기준금리 인하 2.75%
  '25년말 2.25%(추가 2회 인하)

글로벌 매크로 모니터링 미국 성장률 하향 조정으로 전환, 기업이익 전망은 지속 하향

경기, 기준금리, 이익 모니터링

		'22년	'23년	'24년	'25년(e)	'25년 전망 변화					잠재성장률
						'24.11월	12월	'25.1월	2월	3월	10년 평균
경기	미국 성장률 추이 (%)	2.5	2.9	2.8		1.9	2.1	2.2	2.3	2.2	1.8
	한국 성장률 추이 (%)	2.8	1.4	2.1		2.0	1.8	1.7	1.6	1.6	2.2
	유로존 성장률 추이 (%)	3.5	0.4	0.8		1.2	1.1	1.0	1.0	0.9	1.3
금리	미국 기준금리 추이 (%)	4.5	5.5	4.5		4.75	4.5	4.5	4.5	4.5	*점도표
	* 25년말 기준금리 컨센서스					3.8	3.9	3.9	3.64	3.68	4.0
	* 26년말 기준금리 컨센서스					3.5	3.7	3.6	3.34	3.36	3.5
	한국 기준금리 추이 (%)	3.25	3.5	3.0		3.0	3.0	3.0	2.75	2.75	
	미국 10년 국채금리 (%)	3.87	3.88	4.57		4.17	4.57	4.53	4.21	4.24	
	한국 10년 국채금리 (%)	3.74	3.18	2.87		2.76	2.87	2.86	2.70	2.80	
기업이익	미국 이익증가율 (% 당해년 예상)	4.8	0.9	9.8	⋮	14.3	14.2	13.7	11.6	11.5	
	미국 PER (배, 당해년 예상)	16.8	19.7	22.1	⇢	22.3	22	22.1	21.7	20.0	10년평균 18
	미국 S&P500 상승률 (%)	-19.4	24.2	23.3				2.7	-1.4	-4.1	

- 미국 성장률 하향 조정
- 한국 성장률 하향
- 유럽 성장률 하향
- 미국 인하 2회 예상
  *기준금리 선물 3회
  내년 기준금리 추가 1.5회

*기준금리 4%에 상응하는
10년 국채 금리 4.2%

- 미국 기업이익은 하향 조정 지속

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 (25.3.19일 기준)

House view 및 이슈별 모니터링 2분기 미국 비중확대, 금리는 2분기 저점 예상

'25년 주요 이슈와 투자전략 (House view)		1분기	2분기
① 미국 매크로와 금리 (상반기 금리 하락)	**금리 레벨별 전략 중요** (변동 요인: 경기,물가,통화/재정) 미국채 10년 3.9~4.9%	미국 금리 하락 한국 금리 정체	고용/소비 둔화 미국/한국 채권 O/W 유지
② 미국 쏠림 완화 (AI 수익성 검증)	**상반기 주식 중립** 지수형 + 한국, 중국 O/W	항생, 유럽, 한국 상승 미국/Tech 부진	미국 주식 O/W으로 상향 중국 중립 하향
③ 트럼프 정책 (관세/이민/경제정책)	**(상반) 관세 + 관세 차등화** (하반) 환율 압박 + 경기부양	중국만 20% 관세 부과 철강 관세 부과	반도체/제약/자동차 관세 국가별 상호관세 차등화
④ 환율/금리 변동성 (상반기 엔강세)	**(상반) 엔화 강세 압력** (하반) 금리 텀프리미엄↑	엔화 강세 (달러/엔 △5%) 달러약세도 원/달러는 상승	환율 전쟁 격화 미, 달러강세 제어↔ 환율약세
⑤ 하반기 다시 미국 (정책효과, 2분기 저점)	**미국 경기 부양** 추가감세 + 규제완화	1분기 미국 선제적 하락 (S&P 고점대비 △6%)	감세 초안 2분기 협의

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

글로벌 금융시장 전망 2분기 미국주식 우위 예상

	'25년 1분기 현황	2분기 전망
금융시장 동향	• 주가 : 미국부진, 항생/유럽/한국 강세 (미국 관세 따른 경기 우려, 중국/유럽 부양책 대응) • 금리 : 미국 하락, 유럽 상승 • 달러화 약세 (트럼프 발언, 유로/엔 강세 영향)	• 비미국 주식 약세 전환 예상 (4.2일 관세 부과) • 미국주식 상대우위 > 유럽/중국주식 (경기침체 없는 미국 주가 조정은 10~15%에서 마무리) • 금리 추가하락, 달러 추가약세 제한
변동 원인	비미국, 관세영향 제한되고 부양책이 호재로 작용 이익 하향 지속되며 미국 Tech주 부진 지속	관세부과 충격 > 관세 대응 경기부양 (비미국 약세) 미국은 경기 둔화될수록 연준 인하 기대 상승
통화 정책	유럽 2회 인하(3.0→ 2.5%), 한국 1회 인하(3.0→ 2.75%) 미국 기준금리 동결 4.5% (연 2회 인하 예상)	미국 인하 시그널 : 연준 speech AI모델로 추적 CME*시카고상품거래소 금리 인하 확률 (5월 11%, 6월 63%)
경기	미국 성장률 둔화 예상 (골드만삭스 2.2→ 1.7%로 하향) 한국 성장률 1.6%로 둔화	4월 미국 고용지표 둔화 예상 (실업률 4.1→ 4.2%) 유럽/중국 부양책 기대 약화
정책	미국 중국관세율 2회에 걸쳐 20% 인상 멕시코/캐나다는 1개월 추가 유예	4.2일 품목별 관세, 국가별 상호관세 리스트 발표 안보 연계 국가별 관세 차별화 예상 (중국 압박은 지속)

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

국내 금융시장 전망 악재는 반영, 불확실성 해소에는 시간 필요

	국내 경기/금융시장 전망
주요 이슈	• 정치적 불확실성 완화 여부 • 트럼프 관세 본격화와 협상 진전 여부 • 추경 등 경기부양책 규모 및 시기
국내 경기	성장률 1.5% (추가 하락은 제한) 내수 부진은 지속, 반도체D램 가격 소폭 반등
정책	한국 기준금리 추가 2회 인하 2.75 → 2.25% 추경 편성 (시장 예상 추경 규모는 25조 내외)
국고채 10年	3.2~2.4%범위(현재 2.8%), 2분기 하락 예상
주가(KOSPI)	관세부과 영향, 2분기 주가 정체
환율(원/달러)	추가 상승은 제한, 1,400~1,500원 범위 등락

[리스크 요인]

① 미국의 무역 압박과 환율

'24년 한국 대미흑자 556억달러

'24년 이후 원/달러환율 절하폭은 12%로 주요국 중 큰 편

⇒ 환율절상 압박으로 원/달러 하락 가능성

② 금융 불안(부동산,환율) 재부각

2월 가계대출 급증 전환(1월 △1조 → 2월 4.4조)

서울 아파트 중심 상승폭 확대 (강남 토지허가거래제 이슈)

달러약세에도 원/달러 환율 상승세 지속

⇒ 금융불안 지속시 한국은행 금리인하 지연

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

① 미국 경기둔화와 연준 피봇 GDPNow 1분기 성장률 예측 -1.8%

미시간 소비자신뢰지수 2년래 최저, 개인소비지출 전월비 감소, 수입급증 및 순수출 악화 → 1분기 성장률 예상 악화

	주요 지표		24.1Q			24.2Q			24.3Q			24.4Q			25.1Q		
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3
성장률	GDP성장률	실질, 전분기연율		1.6			3.0			3.1			2.3			*2.1*	
	GDPNow Nowcasting	실질,전분기연율	3.0	2.9	2.3	3.8	2.7	2.2	2.8	1.9	2.9	2.3	2.7	2.4	2.9	-1.5	-1.7
	뉴욕연은 Nowcasting	실질,전분기연율	2.8	2.1	1.9	2.7	1.8	1.9	2.2	1.9	2.5	2.0	1.8	1.9	2.9	2.9	2.7
	소비지출			1.5			2.9			3.7			4.2			*-2.2*	
	정부지출			1.8			2.7			5.1			2.9			*0.3*	
	민간투자			4.4			7.5			0.8			-5.7			*1.2*	
	GDI성장률	실질,전분기연율		3.0			2.0			2.1							
물가	CPI	전년동월비	3.1	3.2	3.5	3.4	3.3	3.0	2.9	2.5	2.4	2.6	2.7	2.9	3.0	2.8	
	CPI Nowcasting		3.0	3.1	3.4	3.5	3.4	3.2	3.0	2.6	2.3	2.6	2.7	2.9	3.0	2.8	2.5
	CPI	전월비	0.2	0.4	0.3	0.4	0.1	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.2	
	Core PCE	전년동월비	3.1	2.9	3.0	2.9	2.7	2.6	2.6	2.7	2.7	2.8	2.8	2.9	2.6		
	Core PCE Nowcasting		2.7	2.7	2.7	2.7	2.6	2.6	2.7	2.6	2.6	2.6	2.8	2.9	2.6	2.6	
	Core PCE	전월비	0.5	0.2	0.3	0.3	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.1	0.2	0.3		
경기판단지표 (NBER)	개인소비지출	실질, MoM	-0.3	0.2	0.4	0.0	0.5	0.1	0.4	0.1	0.5	0.2	0.4	0.5	-0.5		
	개인소득(이전소득제외)	실질, MoM	0.6	0.0	0.2	-0.2	0.3	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.3	0.3	0.1	0.3		
	제조업/도소매판매	실질, MoM	-1.0	0.4	-0.1	-0.2	0.6	0.5	0.7	0.0	0.7	-0.2	0.4	0.7			
	산업생산	MoM	-1.1	1.2	-0.2	-0.2	0.6	0.3	-0.7	0.5	-0.4	-0.5	-0.1	1.0	0.5		
	비농업취업자수	3개월평균,천명	176	203	196	195	186	133	123	82	133	118	182	209	236	200	
	가계조사 고용	3개월평균,천명	-7	-291	100	102	50	-90	-92	87	216	79	-81	-47	813	708	
서베이	ISM제조업		49.1	47.8	50.3	49.2	48.7	48.5	46.8	47.2	47.2	46.5	48.4	49.2	50.9	50.3	
	ISM서비스		53.4	52.6	51.4	49.4	53.8	48.8	51.4	51.6	54.5	55.8	52.5	54.0	52.8	53.5	
	미시간 소비자신뢰		79.0	76.9	79.4	77.2	69.1	68.2	66.4	67.9	70.1	70.5	71.8	74.0	71.7	64.7	57.9

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

① 미국 경기둔화와 연준 피봇 견조했던 소비관련 지표 둔화, 관세대응 수입 급증

미시간 소비자신뢰지수 2년래 최저, 관세 대응 수입 급증으로 순수출 악화

경 제 지 표	24.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	25.1월	2월	3월
S&P 마킷 제조업	50.7	52.2	51.9	50.0	51.3	51.6	49.6	47.9	47.3	48.5	49.7	49.4	51.2	51.6	
S&P 마킷 서비스업	52.5	52.3	51.7	51.3	54.8	55.3	55.0	55.7	55.2	55	56.1	56.8	52.9	49.7	
ISM제조업	48.9	47.6	49.8	48.8	48.5	48.3	47.0	47.5	47.5	46.9	48.4	49.2	50.9	50.3	
ISM 서비스업	53.2	52.2	51.3	49.6	53.5	49.2	51.4	51.6	54.5	55.8	52.5	54	52.8	53.5	
미시간 소비자신뢰지수	79.0	76.9	79.4	77.2	69.1	68.2	66.4	67.9	70.1	70.5	71.8	74.0	71.1	64.7	57.9
소매판매 (yoy %)	0.1	2.1	3.6	2.8	2.6	2.0	2.9	2.0	2.0	3.0	4.0	4.4	3.9	3.1	
수출증가율 (상품 yoy %)	-2.7	3.5	-1.3	3.8	2.7	5.4	3.9	3.8	0.5	-1.1	5.2	-0.9	1.3		
수입증가율 (상품 yoy %)	-1.6	2.6	3.1	4.1	6.1	7.2	8.5	7.3	9.6	3.5	9.5	12.8	25.7		
무역수지 (상품, 십억달러)	-92	-93	-94	-100	-101	-98	-104	-96	-110	-99	-104	-123	-157		
대중국 수입 (yoy %)	-6.4	4.2	-2.7	-4.2	-2.3	-0.5	13.2	8.6	7.0	-0.2	6.4	10.1	16.3		
대캐나다 수입 (yoy %)	-3.3	3.6	-6.2	2.7	-2.5	-1.5	8.3	-9.0	-0.8	-5.3	-7.7	6.5	15.1		
대멕시코 수입 (yoy %)	2.8	12.8	-2.9	13.2	6.1	3.1	7.8	4.9	11.8	6.0	6.0	7.1	9.6		
월간 재정수지 (연율화, 십억달러)	-1767	-1801	-1659	-1626	-1732	-1575	-1598	-2068	-1832	-2023	-2076	-2033	-2140	-2151	
자본재 출하 (yoy %)	2.7	4.2	-1.5	3.3	-0.1	-2.9	2.0	-1.8	-1.0	0.3	-0.9	1.7	-1.2		
시간당 평균 임금 (yoy %)	4.3	4.2	4.2	4.0	4.1	3.9	3.6	4.0	3.9	4.1	4.2	4	3.9	4.0	
신규일자리수 (천명)	119	222	246	118	193	87	88	71	240	44	261	307	125	151	
기존주택 판매 (yoy %)	-2.0	-3.4	-3.3	-2.6	-3.1	-5.1	-2.5	-3.7	-3.0	3.1	6.7	9.7	2.3	-1.2	
신규주택 판매 (yoy %)	3.9	2.9	6.1	7.1	-9.3	0.9	1.0	6.0	4.6	-7.4	11.1	12.2	-1.1		
주택착공 (yoy %)	1.1	10.1	-3.2	0.7	-16.9	-6.1	-14.3	5.7	-0.6	-1.5	-13.6	-2.7	-1.9	-2.9	
주택가격지수 (yoy %)	4.9	5.6	4.7	5.4	5.2	4.1	3.9	2.5	3.6	3.9	4.3	5.8	3.9	3.8	

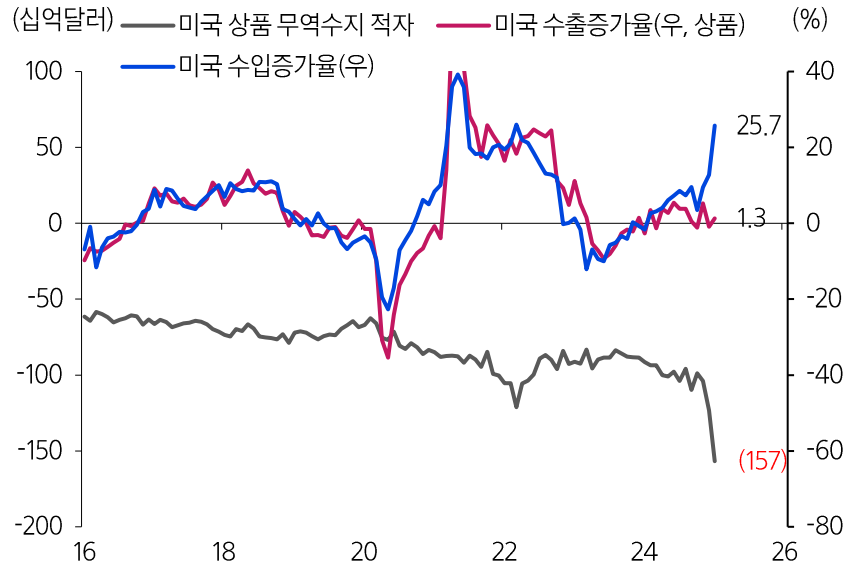
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

① 미국 경기둔화와 연준 피봇 수입 급증에 따른 1분기 성장률 충격은 일시적

관세 대응한 재고축적 수요로 1월 미국 대외수입 급증

- 1월 미국 수입은 25.7% 증가, 수출은 1.3%증가에 그쳐. 이에 따라 상품 무역수지 1,570억달러 적자 발생
- 수입 급증은 순수출 악화로 이어지고 1분기 성장률 큰 폭 둔화로 연결 (GDPNow 미국 1분기 성장률 전망 -1.8%)
- 품목별로 보면 산업금속류와 컴퓨터(부품), 제약 등 관세 부과 예고 품목 중심 수입 급증, 국가별로는 스위스, 호주/남아공, 대만
- 수입 급증은 1분기 미국성장률에 부정적, 비미국에는 긍정적으로 작용했으나 2분기는 미국 회복/비미국 수출 위축 등 반작용 예상

미국 수출과 수입증가율과 무역수지(상품 기준)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

지난 3개월 미국 수입 급증 품목 및 국가

품목(yoy %)	24.11월	12월	25.1월	국가(%)	24.11월	12월	25.1월
식품	16	15	19	홍콩	15	288	663
산업재	3	21	65	스위스	49	296	465
(완제품금속)	35	357	1048	호주	-3	121	271
(비화폐성금)	68	148	293	남아공	8	19	94
자본재	15	16	18	대만	18	50	36
(반도체)	25	19	-4	싱가폴	10	55	34
(컴퓨터)	13	41	68	인도	3	12	18
(컴퓨터부품)	44	76	74	멕시코	6	7	10
소비재	15	15	26	캐나다	-8	7	15
(제약)	34	26	56	한국	10	6	-3

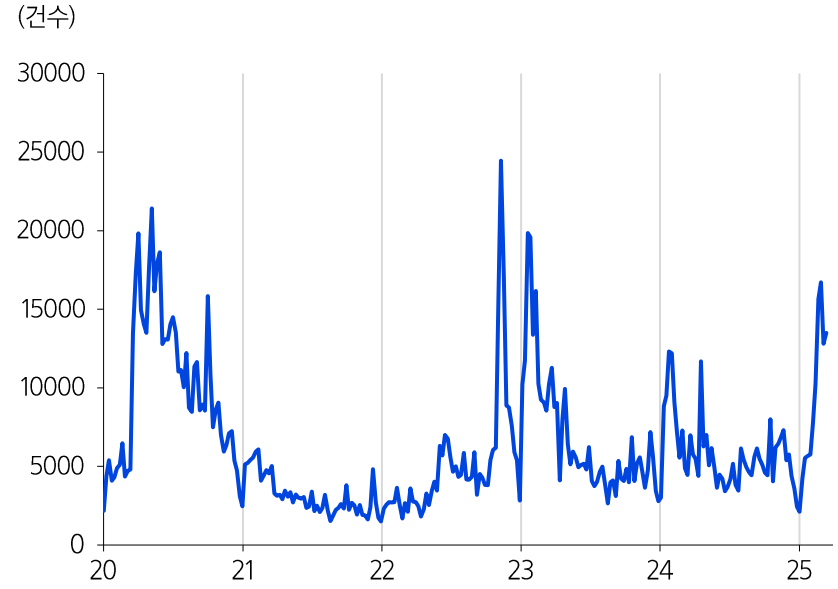
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

① 미국 경기둔화와 연준 피봇 예고된 고용 둔화 ('감원','해고' 뉴스 증가, 민간 해고데이타 상승)

2월 감원, 해고 등 고용 둔화 뉴스 플로우 급증

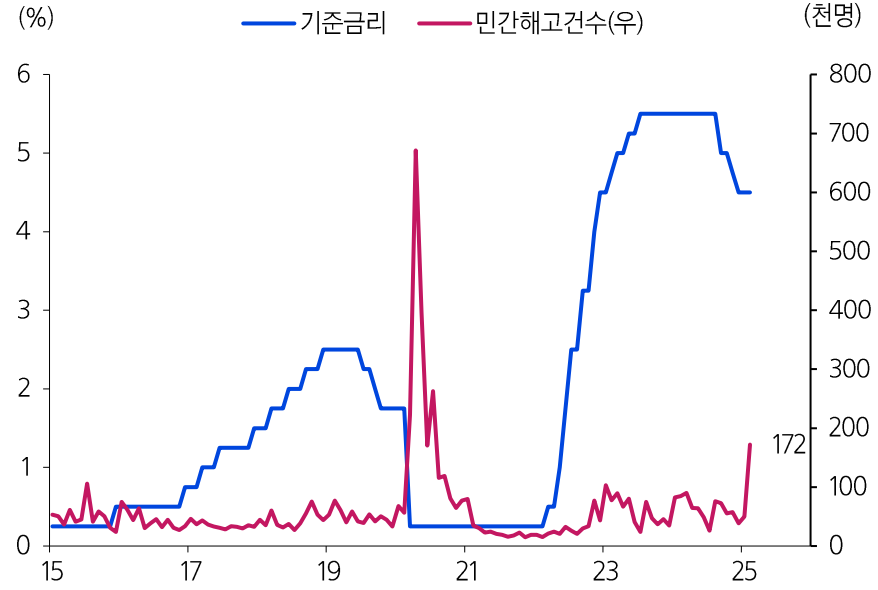
- 12월 고용지표는 견조한 흐름을 보여왔지만 주간 단위 고용 선행 데이터는 고용 둔화 신호를 보여주고 있음
- 감원, 해고 뉴스 건수는 2월 들어 급증(트럼프2기 공무원 감원, 스타벅스 등 외식업체, 항공사 감원 발표), 3월은 뉴스량 소폭 감소
- 민간조사 해고데이타 17.2만으로 전월비 12.2만 급증 (공무원 6.2만, 소매 3.3만이 주도)
- 3월 고용은 실업률은 4.1%에서 4.2%로 상승 예상, 신규일자리수도 전월비 축소된 11만 내외 예상

감원, 해고 뉴스 트렌드, 2월 들어 급증



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

2월 민간 해고조사 해고건수 급증



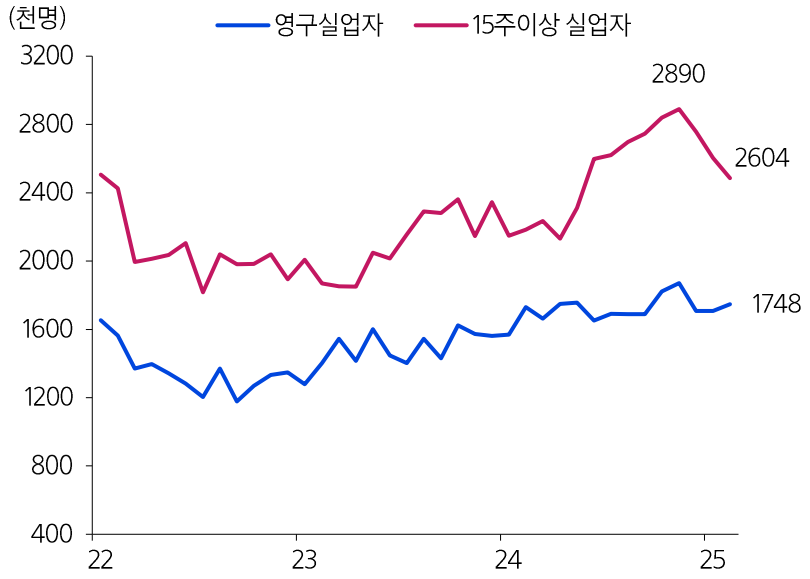
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

① 미국 경기둔화와 연준 피봇 미 실업률 변동 요인 (고용에서 실업으로 진입 증가)

정체되었던 실업률, 2분기 중 상승 예상

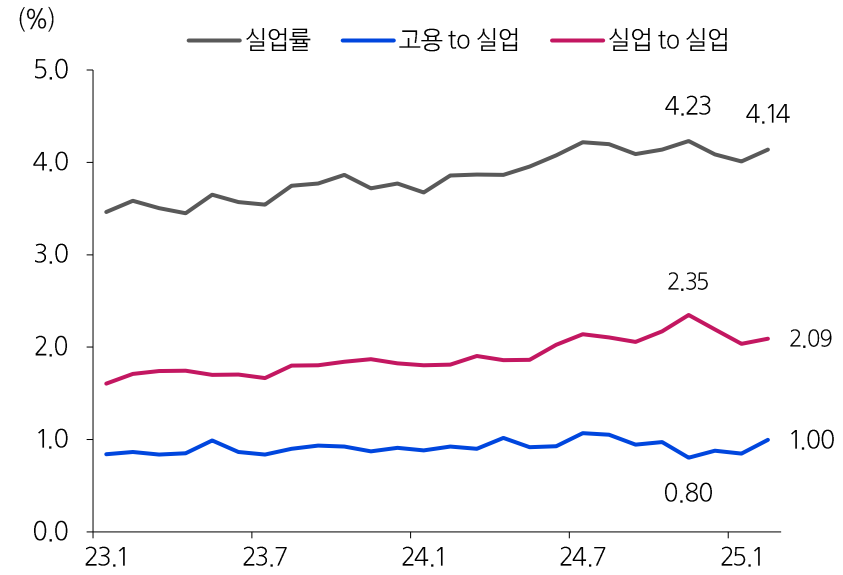
- 미국 고용 수요와 공급은 균형점에 근접, 트럼프 반이민 정책은 고용 둔화 예고
- 12~1월 실업률 하락은 장기실업자 감소가 주도 (일부는 고용시장으로, 일부는 비경제활동 인구로 유출)
- 2분기 실업률 상승이 재개될 것으로 예상 (반이민정책, 공무원 감축 결과가 시차를 두고 고용지표에 반영)
- 실업률의 구성 중 최근 고용상태에서 실업으로 진입하는 비율이 높아지는 점 주의 필요

장기실업자 감소는 긍정적



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

고용에서 실업상태로 진입하는 인원은 증가



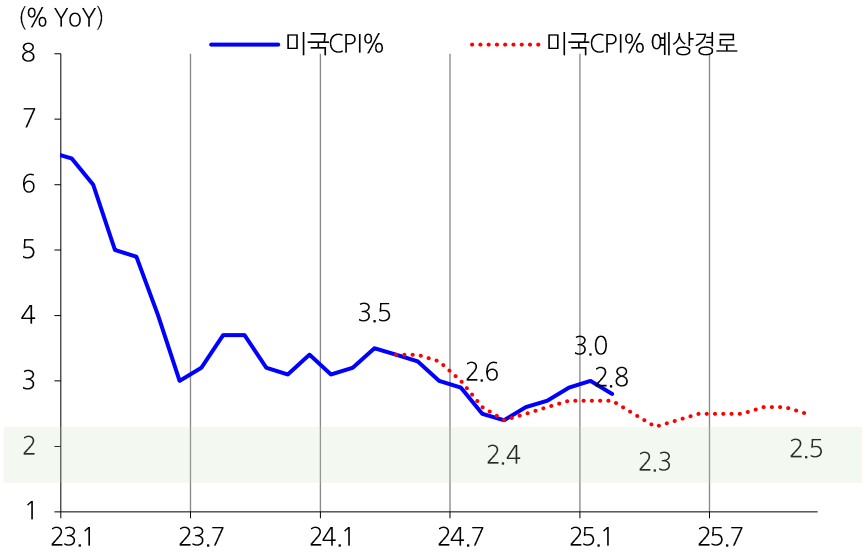
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

① 미국 경기둔화와 연준 피봇 미 CPI는 2%대로 둔화, 2분기는 둔화 흐름 지속

2분기 물가 둔화는 연준 피봇(금리인하)을 지지

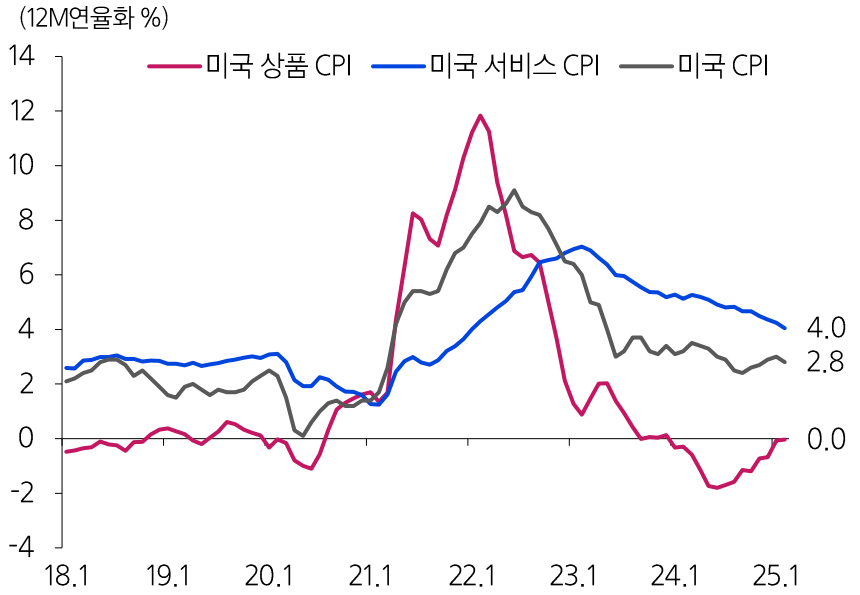
- 2월 CPI는 1월 3.0%대비 둔화된 2.8% 기록. 예상치도 하회하면서 물가 우려 완화 (예상 2.9%)
- 전월비 유가 하락, 서비스 가격 둔화세 지속이 물가 안정에 기여, 다만 인플레기대는 관세 우려로 상승 중 *미시간 1년 기대인플레 4.9%
- 최근 물가 구성 중 상품 물가의 반등이 두드러지고 있음. 이는 관세 우려가 소비자의 기대인플레 심리에 투영됨을 의미
- 3월 미국 CPI 상승률은 2월 2.8%에서 2.5~2.6% 수준으로 추가 둔화. 5월까지 둔화 흐름 지속 예상되어 2분기 연준 피봇을 지지

CPI 경로 : 5월까지 물가 둔화 흐름



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

관세 영향력을 반영한 상품 물가 반등



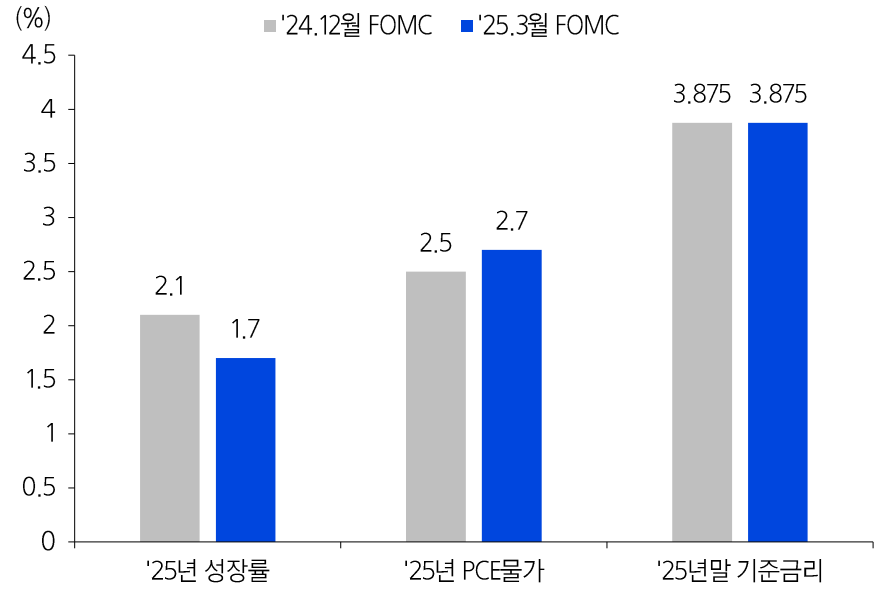
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

① 미국 경기둔화와 연준 피봇 3월 FOMC 경기 불확실성 언급(성장률 하향 조정)

금리 동결에도 시장은 올해 3번 이상의 금리인하를 프라이싱 중

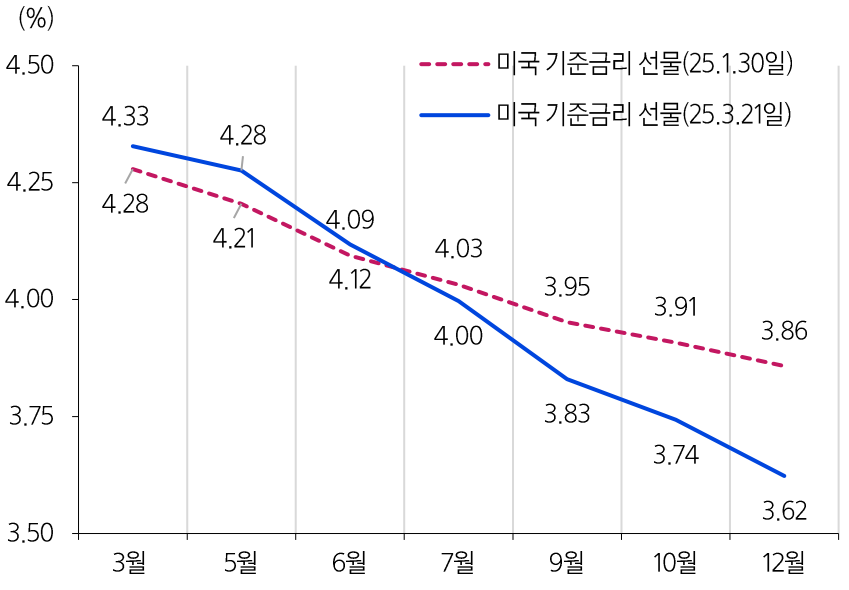
- 경제 불확실성 증대 언급, 양적긴축 축소 등 Dovish 발언 (피봇 가능성↑) * 성장률은 2.1%에서 1.7%로 하향, PCE물가는 2.5%에서 2.7%로 상향
- 성장률(하향)과 물가(상향)에 엇갈린 신호를 주었으나 물가 상승은 일시적이라고 언급
- 연준 점도표는 올해 2회 인하 유지, 기준금리 선물은 3회 이상을 프라이싱 중 * 금리인하 확률(CME Fed Watch) 5월 14%, 6월 67%

성장률 하향, 물가 상승…점도표 금리전망은 유지



자료: 미FRB SEP (성장율 물가는 4분기 yoy 전망), 삼성자산운용 투자리서치센터

시장의 금리인하 기대는 올해 3회 이상으로 확대



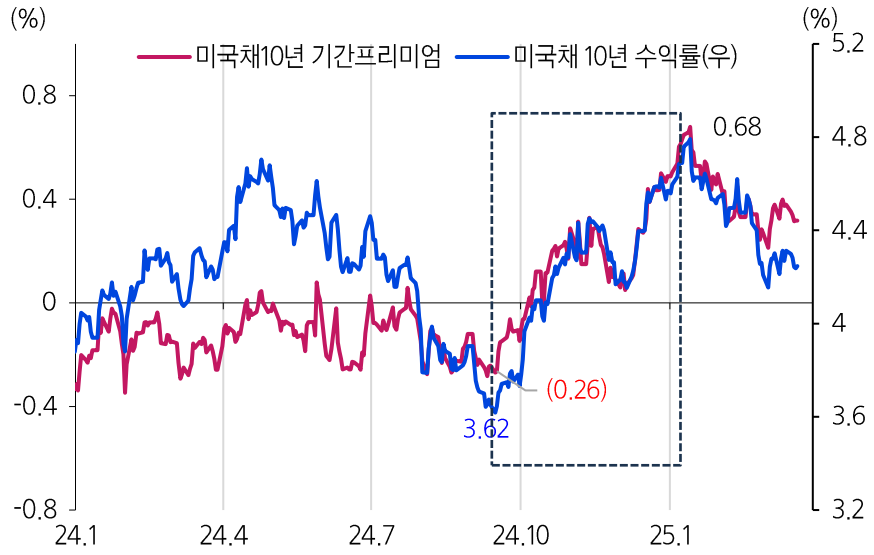
자료: Bloomberg(3.24일 기준), 삼성자산운용 투자리서치센터

① 미국 경기둔화와 연준 피봇 경기 둔화 커질수록 연준의 피봇 기대는 상승

이번 연준 피봇의 영향력은 그 어느때보다 클 듯 (트럼프 정책과의 공조로 해석 가능)

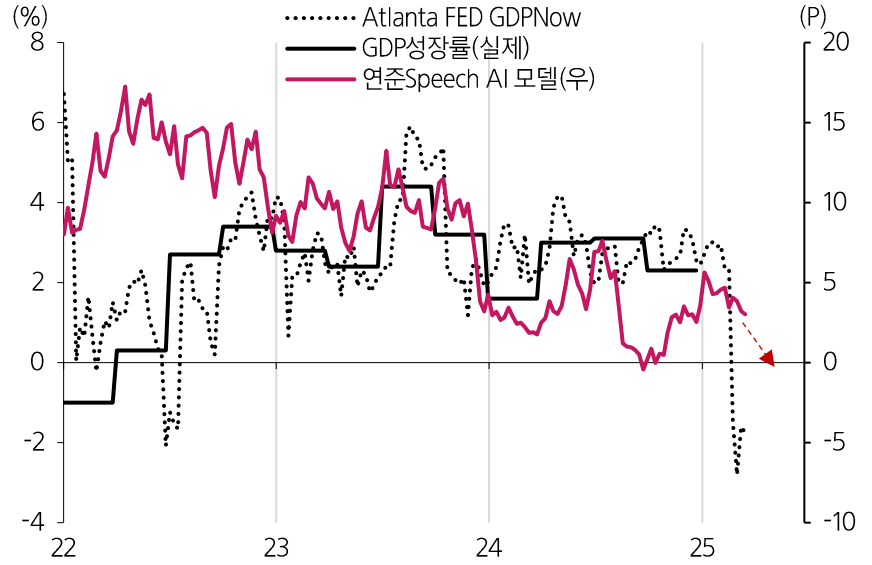
- 1분기 미국의 상대적 부진은 트럼프와 연준의 대립에도 그 이유가 있음
- 관세의 경기/물가 영향을 확인하고자 하는 연준의 의지 강해. 트럼프 정부도 연준 압박 보다 재정 효율화 등 재정우려를 낮추는 노력 전개
- 이러한 점에서 연준 피봇이 나타날 경우 경기둔화 대응 성격뿐 아니라 트럼프 정부와의 정책 공조 기대도 같이 높아지게 될 것
- 연준 피봇 신호는 연준 Speech모델(Bloomberg)로 모니터링 * 언어 모델은 연준위원의 과거 성명서 분석, 완화/매파 여부를 지수화(하락시 완화적)

재정효율화 노력으로 10년 금리 텀 프리미엄 하락



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

연준 피봇 모니터링 지표 : 연준 인사 Speech AI모델



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

① 미국 경기둔화와 연준 피봇 미국 경기침체 가능성 점검 (경기침체 정의와 판단 기준)

	실질GDP	실질GDI	실질개인소비지출	실질개인소득 (이전소득제외)	실질제조업 도소매판매	산업생산	비농업 취업자수	가계조사 고용	침체지표 개수
	(전분기비 연율화)	(전분기비 연율화)	(QoQ)	(QoQ)	(QoQ)	(QoQ)	(월평균 증감, 천명)	(월평균 증감, 천명)	
20.1Q	-5.5	-2.4	-1.6	0.6	-1.6	-1.6	60	-356	6
2Q	-28.1	-30.6	-8.6	-5.3	-7.1	-12.8	-6034	-6676	8
3Q	35.2	28.7	8.9	4.4	11.1	9.4	2280	2883	0
4Q	4.4	15.1	1.4	2.6	1.6	1.6	675	1238	0
21.1Q	5.6	4.2	2.1	-0.1	2.0	0.4	349	120	0
2Q	6.4	5.3	3.2	1.8	0.5	1.6	518	390	0
3Q	3.5	4.4	0.7	0.7	0.2	0.8	673	614	1
4Q	7.4	6.4	1.0	0.3	1.1	1.0	657	683	0
22.1Q	-1.0	1.7	-0.0	-1.1	-0.5	0.9	563	781	2
2Q	0.3	-0.3	0.5	-0.5	-1.7	1.0	399	144	3
3Q	2.7	3.9	0.4	0.9	0.7	0.5	429	164	0
4Q	3.4	-1.4	0.3	-0.1	0.4	-0.6	316	61	2
23.1Q	2.8	1.7	1.2	0.9	0.9	-0.0	286	553	1
2Q	2.5	2.1	0.2	0.7	-0.4	0.1	204	147	1
3Q	4.4	2.7	0.6	0.7	1.2	0.3	184	150	0
4Q	3.2	5.1	0.9	1.0	1.0	-0.4	176	13	1
24.1Q	1.6	3.0	0.5	1.0	-0.0	-0.4	192	-66	3
2Q	3.0	2.0	0.7	0.2	0.4	0.6	171	21	0
3Q	3.1	1.4	0.9	0.0	1.5	-0.2	112	70	1
4Q	2.3		1.0	0.6	0.8	-0.3	170	-16	2

- 경기침체 판단 기관은 전미경제연구소(NBER)
- 통상 2분기 연속 GDP성장률 역성장을 침체로 정의
- NBER은 GDP등 8개지표로 경기하강 및 침체 판단
- 과거 8개 지표 중 6개 이상 전분기 대비 악화시 경기침체 선언

※경기침체 선언은 사후적 선언으로 평균 7개월 소요

자료: FRED, 삼성자산운용 리서치센터

① 미국 경기둔화와 연준 피봇 경기침체 가능성은 낮아

	실질GDP	실질GDI	실질개인소비지출	실질개인소득 (이전소득제외)	실질제조업 도소매판매	산업생산	비농업 취업자수	가계조사 고용	침체지표 개수
	(전분기비 연율화)	(전분기비 연율화)	(MoM)	(MoM)	(MoM)	(MoM)	(월 증감, 천명)	(월 증감, 천명)	
22.1월	-1.0	1.7	0.2	-0.6	1.3	0.0	225	1016	2
2	-1.0	1.7	0.1	-0.1	-0.8	0.6	869	483	3
3	-1.0	1.7	0.5	-0.4	-0.4	0.8	471	608	3
4	0.3	-0.3	0.4	-0.0	-0.1	0.2	305	-315	4
5	0.3	-0.3	-0.2	-0.0	-1.4	0.1	241	487	4
6	0.3	-0.3	0.1	-0.3	-0.3	-0.1	461	-284	5
7	2.7	3.9	-0.0	1.1	0.5	0.2	696	164	1
8	2.7	3.9	0.6	0.4	1.3	0.1	237	477	0
9	2.7	3.9	0.2	0.4	-0.3	0.4	227	75	1
24.8월	3.1	1.4	0.1	-0.0	0.0	0.5	71	206	1
9	3.1	1.4	0.5	0.0	0.7	-0.4	240	377	1
10	2.3		0.2	0.3	-0.2	-0.5	44	-346	3
11	2.3		0.4	0.3	0.4	-0.1	261	-273	2
12	2.3		0.5	0.1	0.7	1.0	323	478	0
25.1월			-0.5	0.3		0.5	125	2234	1
2							151	-588	1

- 월 지표를 보면 현재 1개 지표만 전월비 감소
- GDP성장률, 소비지출 감소 가능성 있지만 광범위한 경기둔화 및 침체 가능성은 낮아

※경기침체 선언의 사후성 감안시 주간 단위 침체 선행 지표에 대한 모니터링 필요

자료: FRED, 삼성자산운용 리서치센터

① 미국 경기둔화와 연준 피봇 주간 지표 모니터링 통해 경제지표 후행성 보완

경기침체 모니터링 선행지표	'25년 추이												비고
	1.3일	1.10일	1.17일	1.24일	1.31일	2.7일	2.14일	2.21일	2.28일	3.7일	3.14일	3.21일	
GDPNow 1Q 성장률 예측 모델	2.4	2.7	3.0	3.0	2.9	2.9	2.3	2.3	-1.5	-1.6	-1.6	-1.76	애틀란타 연준 GDP 추적 모델 (%)
감원/해고 기사 카운트	2119	4241	5537	5655	5763	7751	10237	15651	16705	12806	13501	8895	블룸버그 기사 카운트 (건)
주간실업수당청구건수	203	217	223	208	220	214	220	242	222	221	223		(천건)
연간 GDP 전망	2.2	2.4	2.7	2.6	4.3	3.2	3.3	3.3	2.9	1.7	1.8	1.9	Bloomberg Economic 전망 (%)
연간 GDP 전망(컨센)	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2	2.3	2.3	2.25	2.2	2.2	Bloomberg 컨센서스 (%)
25년말 기준금리 선물	3.94	4.04	3.95	3.91	3.86	3.97	3.93	3.87	3.64	3.63	3.68	3.62	연방기금 선물시장 (%)
연준 Speech AI모델	3.56	5.64	5.1	4.27	4.33	4.56	4.67	3.43	4.06	3.83	3.21	2.95	언어모델 활용, 연준인사 발언 계량화
개인 불/베어 스프레드	1.2	-2.7	-15.2	14	7	-9.6	-18.9	-11.3	-41.2	-37.8	-40.1	-38.5	개인투자자 강세/약세 심리 측정
경제 서프라이즈 지수	-0.04	-0.07	0.10	0.07	0.17	0.18	0.12	0.05	0.00	-0.04	-0.05	-0.04	Bloomberg

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 리서치센터

① 미국 경기둔화와 연준 피봇 경기침체 없다면 미국 S&P500지수 하락은 10~15%에서 제한

'05년 이후 미국 S&P500 10% 이상 하락 사례 점검

고점 시기	최대하락폭 (%)	기간 (개월)	경기침체 여부	하락 원인
'08. 8	△48	6	○	경기침체/신용위기
'10. 4	△16	2		유럽 재정위기
'11. 7	△18	3		미국 신용등급 강등
'15. 8	△11	1		중국 위안화 쇼크
'16. 1	△12	1		유가 급락
'18. 1	△10	1		연준 긴축우려
'18.10	△19	3		1차 미/중 무역 전쟁, 연준 긴축
'20. 2	△34	1	○	경기침체/코로나 팬데믹
'22. 1	△25	10		경기둔화/성장주 고평가
'23. 7	△10	3		고금리 지속우려
'25. 2	△7	1		무역전쟁/성장주 고평가

자료: Bloomberg(3.26일 기준), 삼성자산운용 투자리서치센터 정리

2005년 이후 경기침체 2차례 ('08년, '20년)
→ 주가 30% 이상 급락

경기침체 없으면 10~15% 하락

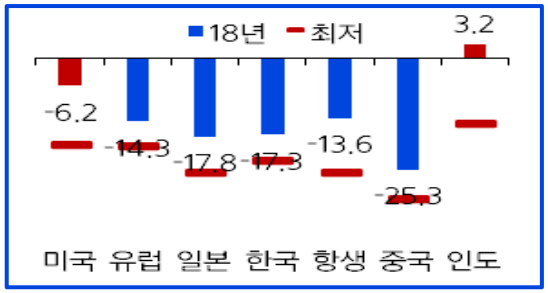
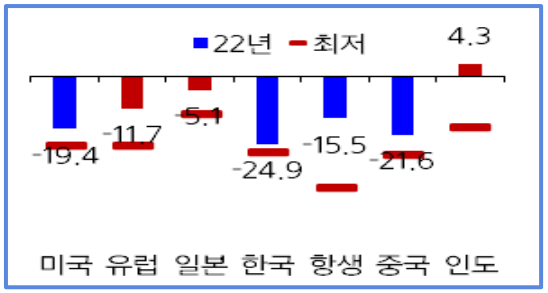
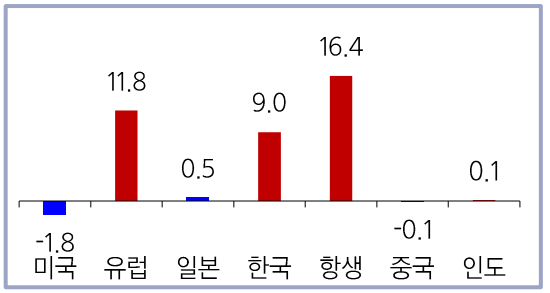
예외적으로 22년 25% 하락

22년과 달리 올해는 미국 인하사이클로
연준의 금리인하 대응 가능해

10~15% 하락으로 마무리 예상

현재 7% 하락해 **추가 하락시**
미국 비중 적극 확대 필요

① 미국 경기둔화와 연준 피봇 미국증시 하락 국면 비교 (유사점과 차이점)

	'18년 사례 (고점대비 △19%)	'22년 사례 (고점대비 △25%)	'25년 (고점대비 △7%)
주요국 대표지수 수익률			
하락요인	미·중 무역전쟁(3월) 연준 긴축사이클 (금리인상)	고물가(미물가 8%상회)/고강도긴축 경기둔화, 성장주 고평가 부담	미·중 무역전쟁 본격화 미국 빅테크 고평가 부담
하락국면 수혜자산	인도, 미국, 대만 헬스케어/유틸리티/Tech	인도, 영국, 일본 헬스케어/필수소비/유틸리티	항생, 유럽, 한국 헬스케어/금융/에너지
터닝 포인트	19년초 미국 연준 피봇 (긴축→완화)	22.11월 오픈AI의 Chat GPT 공개	연준 피봇 → 트럼프 경기부양(감세)
반전후 주도주	미국/중국본토/유럽/대만 Tech/통신/금융/산업재	대만/일본/미국/인도 Tech/통신/금융/산업재	미국 주도력 회복 AI, Tech/금융, 경기소비재(감세)

자료: Bloomberg(3.25일), 삼성자산운용 투자리서치센터

② 미국 쏠림 완화 달러 약세, 미국주식 상대 열위 나타나며 지난 4년간 다른 연간 패턴 전개 중

한국, 미국 주식/채권, 달러화 연간 수익률 패턴

수익률(%)		'17년	'18년	'19년	'20년	'21년	'22년	'23년	'24년	'25년
미국국채	(국채지수)	2.3	0.9	6.9	8.0	-2.3	-12.5	4.1	0.6	2.3
한국채권	(KAP채권지수)	0.6	4.7	3.5	1.6	-1.4	-5.6	7.9	5.4	1.8
미국주식	(S&P500)	19.4	-6.2	28.9	16.3	26.9	-19.4	24.2	23.3	-1.8
한국주식	(KOSPI)	21.8	-17.3	7.7	30.8	3.6	-24.9	18.7	-9.6	9.0
미-한 10년 금리 변동차(bp)		-41	79	-48	-105	6	88	56	99	-20
미국-한국 채권수익률차(%p)		1.7	-3.9	3.3	6.4	-1.0	-6.9	-3.9	-4.8	+0.5
달러화 변동 (%)		-9.9	4.4	0.2	-6.7	6.4	8.2	-2.1	7.1	-4.0
미국-한국 주식수익률차(%p)		-2.3	11.0	21.2	-14.5	23.3	5.5	5.5	32.9	-10.8

- '21~24년
  (채권) 미금리상승, 한국>미국
  (환율) 달러 강세
  (주식) 미국주식 우위

- '25년 쏠림 완화
  (주식) 한국 > 미국
  (환율) 달러약세 전환

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 (25.3.25일 기준)

② 미국 쏠림 완화 유럽은 경기 하향 지속, 재정 확대 카드 선택

유로존 경제 현황과 컨센서스 변화

	22년	23년	24년	25년(e)		잠재
				24.11월	25.3월	성장률
유로존 성장률 (yoy)	3.5%	0.4%	0.7%	1.2%	0.9%	1.3%
(독일)	1.4%	-0.3%	-0.2%	0.8%	0.3%	1.1%
(프랑스)	2.6%	0.9%	1.2%	1.0%	0.7%	1.2%
(이탈리아)	4.7%	0.7%	0.7%	1.0%	0.6%	0.8%
(스페인)	6.2%	2.7%	3.2%	2.2%	2.5%	1.4%
유로존 가계소비 (yoy)	4.9%	0.5%	0.9%	1.1%	1.3%	
정부지출	1.1%	0.2%	2.3%	0.9%	1.2%	
총고정자본 형성	2.0%	0.7%	-2.1%	0.9%	1.0%	
순수출	-1.0%	0.5%	1.0%	-0.1%	-0.8%	
(수출)	7.2%	-0.7%	1.0%	2.5%	1.1%	
(수입)	8.2%	-1.2%	0.0%	2.6%	1.9%	
유로존 CPI	8.4%	5.5%	2.4%	2.0%	2.0%	
유로존 기준금리(Deposit)	2.5%	4.0%	3.3%	2.0%	2.2%	
독일 재정수지(%ofGDP)	-2.1%	-2.6%	-2.3%	-1.5%	-2.1%	
프랑스재정수지(%ofGDP)	-4.7%	-5.5%	-6.1%	-5.3%	-5.7%	

자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

경제성장률 하향 지속에 선제적 부양카드 실행 (독일의 변화)

① 금리인하 (4.0→ 2.5%) * deposit 기준

추가 2회 2.0%까지 인하 (인하 속도 조절)

② 재정정책 (유럽 재무장화 + 인프라투자)

유럽재무장화 4년간 8천억유로

독일 인프라투자 12년간 5천억유로

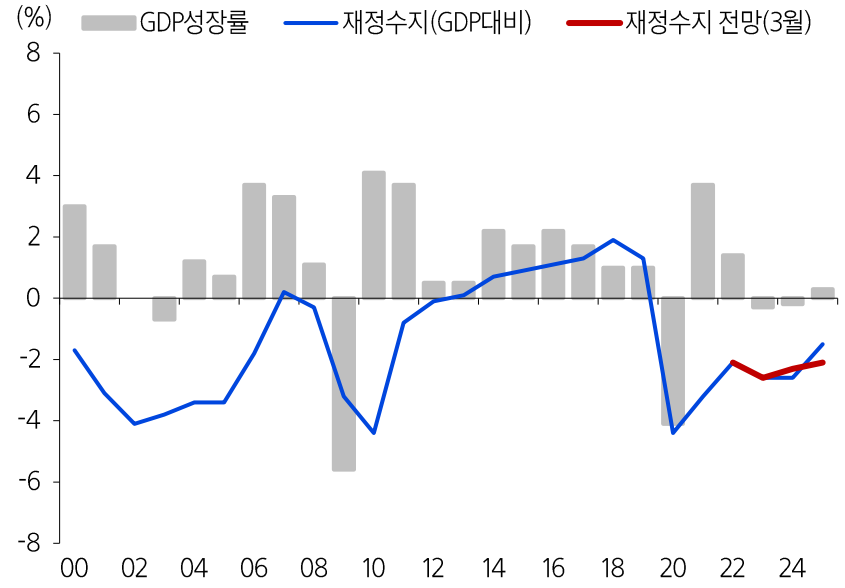
③ 관세 전쟁

제약, 화장품, 항공기, 자동차(독일) 타격

② 미국 쏠림 완화 독일 재정 확대로 선회, 성장률 개선은 '26년 본격화

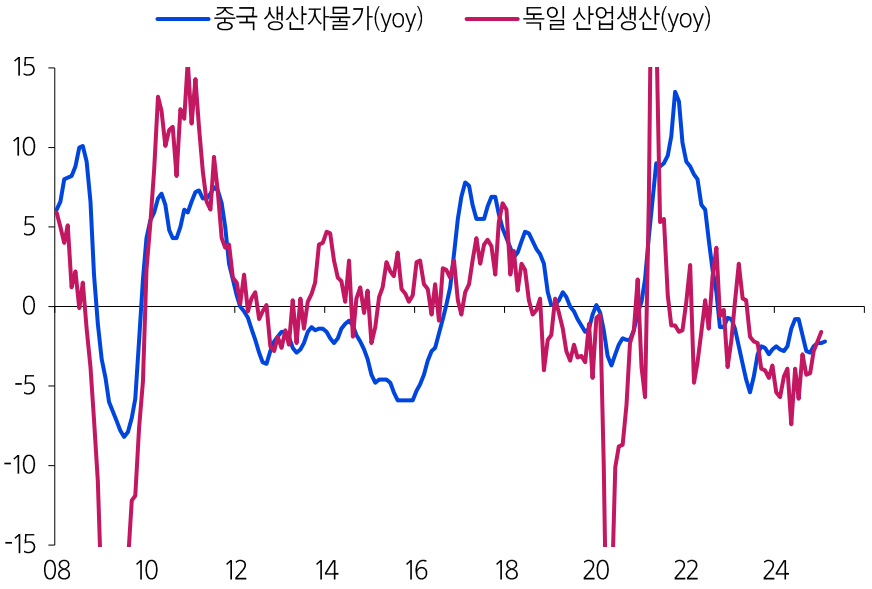
- 독일 의회, 재정준칙 완화 포함한 헌법 개정안 통과(3.18일)
- 재정패키지 : 1)인프라 예산 5천억유로(12년간 사용), 2)국방지출 재정규약 제외, 3)독일 16개주 차입한도 부여(최대 GDP 0.35%)
  * 독일 24년 연방정부 예산 4,657억유로, 명목GDP 4.18조 유로
- 인프라는 연간 약 420억유로(GDP의 1%내외) + 지방정부 재정여력 연간 약 150억유로 ⇒ '26년 성장에 1%이상 기여
- 올해는 재정 패키지의 성장률 기여가 크지 않고 미국 관세부과의 부정적 영향이 대기하고 있는 점 감안, 성장률 상향 폭은 제한될 것

독일 성장률과 재정수지 적자 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

독일, 중국 회복이 중요 (중국 실물 경기 부진은 지속)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

② 미국 쏠림 완화 유럽의 미국 수입시장 노출도, 관세 영향 아직 반영되지 않음

미국 수입시장에서의 유럽 주요국 품목별 비중

미국 총수입 (억달러)		독일	아일랜드	이탈리아	영국	스위스	프랑스	6개국 합산
미국 총수입(억달러)	32,674	1,604	1,033	764	681	634	599	5,315
품목별 미국 수입금액(억달러)		국가별 품목별 비중 (%)						
기계부품류	5,211	6.4	0.2	2.7	2.5	0.7	2.0	14.5
전기기기	4,776	2.4	0.6	0.8	0.8	0.4	0.7	5.6
일반차량	3,856	8.9	0.0	1.4	3.0	0.0	0.3	13.6
광물성연료	2,407	0.2	0.0	0.4	1.3	0.0	0.4	2.3
의료용품	2,118	8.1	23.7	5.4	3.4	9.0	1.9	51.6
광학/정밀기기	1,230	11.0	7.2	2.0	2.9	3.7	2.3	29.1
미분류	1,024	8.5	6.9	3.2	5.0	3.0	3.6	30.3
귀금속	891	1.9	0.0	2.7	1.3	16.8	2.2	25.0
플라스틱	736	5.0	0.4	1.2	1.4	0.5	1.2	9.8
유기화합물	695	3.9	36.8	1.6	1.7	6.6	1.6	52.2
가구	670	1.3	0.0	3.0	1.3	0.0	0.4	6.1
철강제품	497	5.2	0.0	2.8	1.2	0.0	1.0	10.3
의류	454	0.0	0.0	1.5	0.0	0.0	0.0	1.5
의류2	349	0.0	0.0	4.0	0.0	0.0	0.9	4.9
항공기	354	15.5	0.0	0.0	6.8	2.8	17.5	42.7
고무제품	343	3.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.2
철강	314	4.8	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	5.7
음료주류	314	1.0	0.0	10.8	6.1	0.0	15.6	33.4
알루미늄	274	2.2	0.0	6.9	0.0	0.0	0.0	9.1
기타화학제품	235	13.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	13.6
화장품	235	0.0	0.0	8.5	2.6	0.0	18.3	29.4

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

- 미국 수입시장 국가별 노출도
  독일 4.9%, 아일랜드 3.2, 이탈리아 2.3
  영국 2.1, 스위스 1.9, 프랑스 1.8
- 미국 수입시장 품목별 노출도
  의료용품(유기화합물 포함), 항공기,
  음료/주류, 화장품, 광학기기
- 상호관세 및 제약/자동차 관세 부과시 타격 불가피
- 유럽 자체 안보재무장을 선언, 미국 안보기반 무역구상과 배치

③ 트럼프 정책 금리 하락, 물가 둔화, 달러 약세로 매크로 여건은 취임초 대비 개선

트럼프 정책 성공을 위해서는 금리, 달러 등 금융지표 안정이 필수 → 달러, 금리 일부 안정

트럼프 1기 ('17년)	주요 매크로 환경	2기 ('25년)
잠재성장률 전후 (잠재성장률 1.8%)	성장률	높은 성장세 지속 (직전 3년 年 2.8% 성장)
저물가 (안정적)	물가수준	물가 3%대 재진입
저금리 (연준 완화적 스탠스)	금리	고금리 (연준 인하 지연)
GDP대비 76% (통제 가능 수준)	정부부채	GDP대비 100%
비교적 안정적	공급망 상황	관세 전면전, 불안 심화
중동, 러시아 상대적 안정	지정학적리스크	러-우 전쟁 지속 중동 대립 심화

'25.3월
미국 성장률 하향 조정 * 골드만삭스 2.2% → 1.7
물가 다시 2%대로 * CPI 1월 3.0% → 2월 2.8
시중금리 하락 *미국채10년 연초 4.6%→4.3
재정지출 효율화 * 부서폐지, 공무원감축 등
재고축적 목적 1월 수입 급증
러-우 종전 협상 지연 미-중 무역전쟁 재개

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

③ 트럼프 정책 로드맵 관세압박→관세 차등화→환율압박/경기부양 ⇒ 무역적자 해소/제조업 부흥

	1분기	2분기	하반기
	관세 압박	**관세 차등화**	**환율압박 +경기부양**
	관세 우선 실행 중국 20% 추가관세 + 철강 25% 전방위 불공정 무역 조사(~3.31일)	**상호관세로 국가별 차등** 무역/안보/투자 연계 차등화 중국 관세율 지속 상향 (target 60%)	**달러강세 제어** **감세 + 규제완화**
국가별 영향	• 미국 관세 우려→ 수입 급증, 심리 위축 • 유럽/중국 → 재정지출 확대 선대응 • 캐나다/멕시코 관세 유예 및 협상 • 개별기업 미국 투자 발표(TSMC,현대차)	• 유럽 재무장 ↔ 미국 안보연계 관세 차등 • 관세 대비 목적 미국 수입 수요 약화 • 국가별, 품목별 관세 영향 명확화 • 환율 절하를 통한 관세 상쇄 시도	• 환율 구두개입, 다자 합의 시도, 달러준비금 수요 억제(통화스왑 제공) • 관세 재원으로 추가 감세 추진 • 3% 성장 목표로 한 규제 완화
금융시장 영향	**달러 약세, 금리 하락** **Non US 주식 상대우위**	**상대국 환율 절하 ↔ 미국 절상 압박** **미국 주식 상대우위**	**달러 강세 제한 속** **미국 경제 우위 환경 구축**

자료: 백악관 경제자문위원장 스티븐 미런 리포트 '글로벌 무역시스템 재구축에 대한 가이드' 재구성(24.11월), 삼성자산운용 투자리서치센터

③ 트럼프 정책 중국 압박은 더 세고 강하게 (→ 중국 어려운 선택지 : 통화절하 vs 자본유출)

'18~19년 미·중 무역전쟁

- 중국 수입품 관세 17.9% 인상
- 위안화 13.7% 평가 절하

→ 실질가격인상 4.2%에 불과

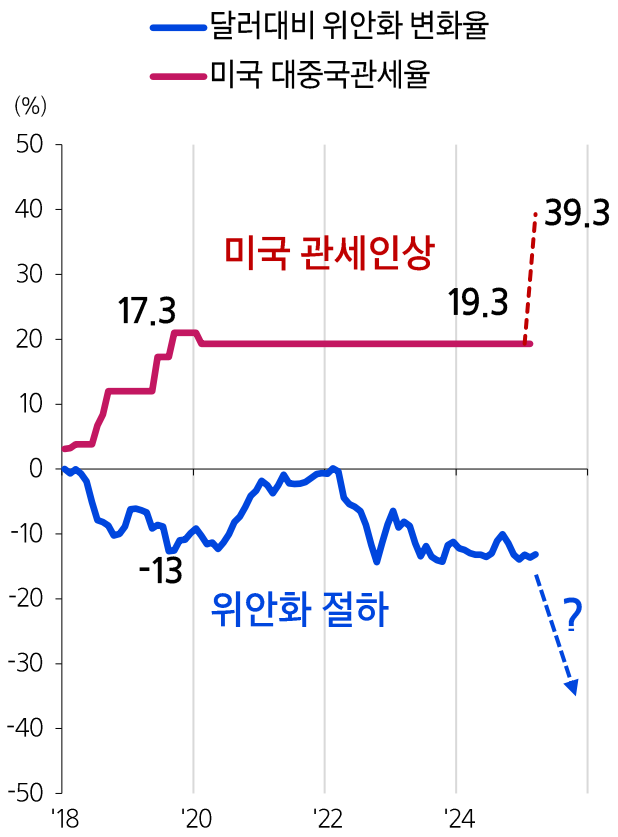
'18년 중국 GDP 성장률 6.7%
'18년 중국 CPI 상승률 2.1%

중국 재정지출 (GDP대비)
'18년 △4.1%

위안화 (달러대비)
'17년 6.5 → '18년 6.9 위안 (평가절하)

중국 경제 타격 제한적
(환율절하로 1회성 충격 흡수)

대중국 관세율과 통화 상쇄 효과



'25년 미·중 무역전쟁

(미국의 전략)
- 협상 없이 즉시 추가관세 (+20%p)
  대중 관세율 39%, 임기중 60%까지 인상
- 60% 관세로 환율 절하 시도 무력화
- 관세와 환율카드로 동시 압박

(GDP) '24년 5.0% → '25년 4.5% 예상
(CPI) '24년 0.2% → '25년 0.6% 예상

재정지출 (GDP대비)
'24년 △4.5% → '25년 △5.5% 예상

위안화 (달러대비)
'24년 7.3 → '25년 7.23 위안

약해진 체력 (경기둔화, 디플레)
→ 높은 관세로 환율 절하 활용 불가
→ 절하시 자본유출 등 금융위험 증가

④ 환율 전망 관세 우려에도 달러화가 약해진 이유 (환율 전쟁의 서막)

트럼프의 무역상대국 환율약세 경고 발언, 유럽/중국의 경기부양책에 기인

'24년 이후 환율 흐름 (달러대비 주요국 통화가치)

자료: Bloomberg(3.25일 기준), 삼성자산운용 투자리서치센터 정리

달러화 지수 109.3(1.20일) → 104.3 (3.25일)

[달러화 고점대비 5% 하락]

① **트럼프 환율 발언 (강달러 제어 발언)**

'일본, 중국이 통화가치를 낮추면 미국이 손해'

② **유럽/중국 부양책과 경기회복 기대**

'경기회복 기대로 **유로화 강세**' *위안화도 소폭강세

(독일, 헌법개정 통해 인프라/국방 지출 확대)

③ **금리인상 기대로 엔화 강세**

'현재 기준금리 0.5%, 올해 추가 2회 인상 예상'

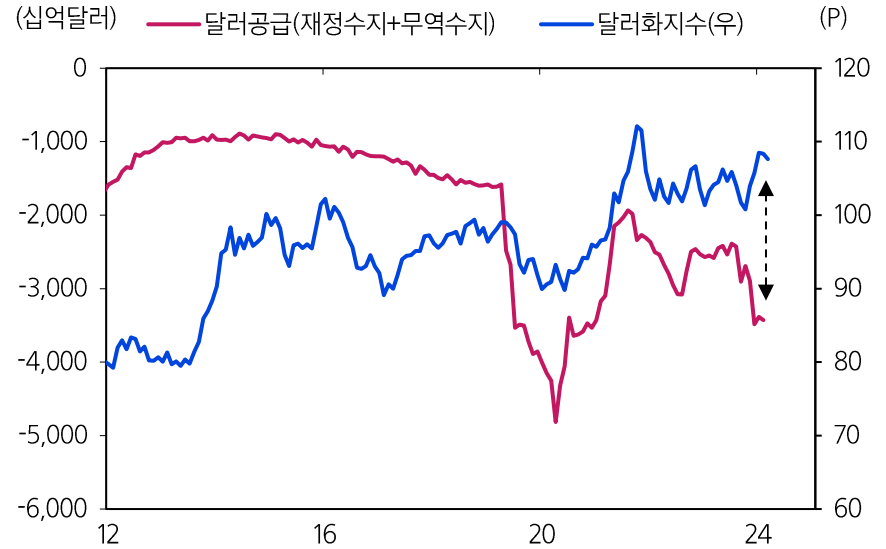
※ 달러약세에도 정치 불확실성으로 **원화는 약세**(원/달러 1월말 1,454→1,468원)

④ 환율 전망 미국의 환율 스탠스는 달러 강세 억제

트럼프 2기는 달러강세를 무역상대국의 불공정 환율 조작 때문으로 인식

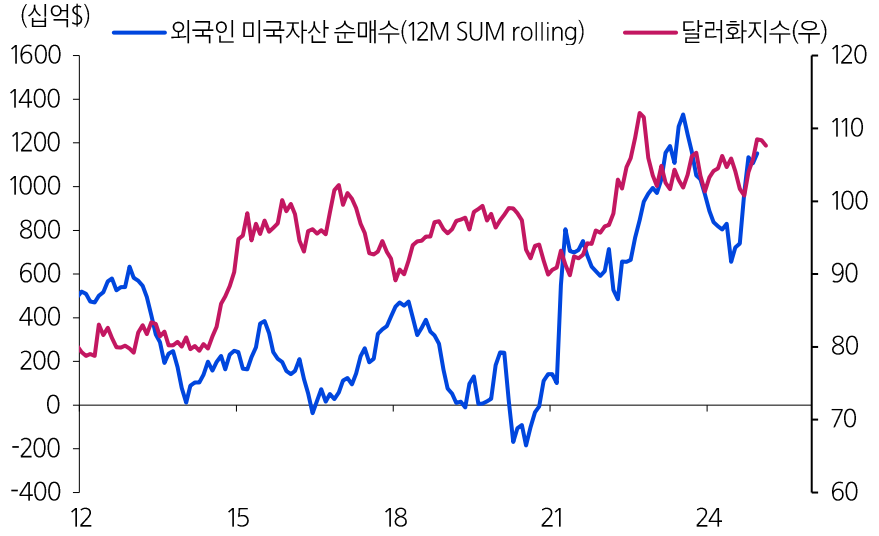
- 트럼프 무역정책의 궁극적 목표는 무역적자 해소와 미국 제조업 부활, 이를 위해 달러강세 제어 필요 (무역적자에도 달러강세 지속)
- 트럼프 2기는 1기와 달리 관세정책과 환율조정을 병행 → 무역상대국이 환율 약세 통해 관세충격을 완화하는 것을 차단
- 달러강세 지속시 무역 상대국에 대한 환율 절상 압박 통해 달러강세 제어할 가능성 커
- 달러 강세 제어 수단 : 구두 환율 압박, 환율 합의, 달러준비금 수요 억제(해외 공공의 초장기채 매입 ↔ 안보우산 및 통화스왑 제공)
- 2분기 달러약세 진정 예상되나 달러강세 폭은 크지 않을 듯

쌍둥이 적자 확대에도 달러는 강세



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

급증한 미국자산 수요, 달러강세 영향력 커져



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

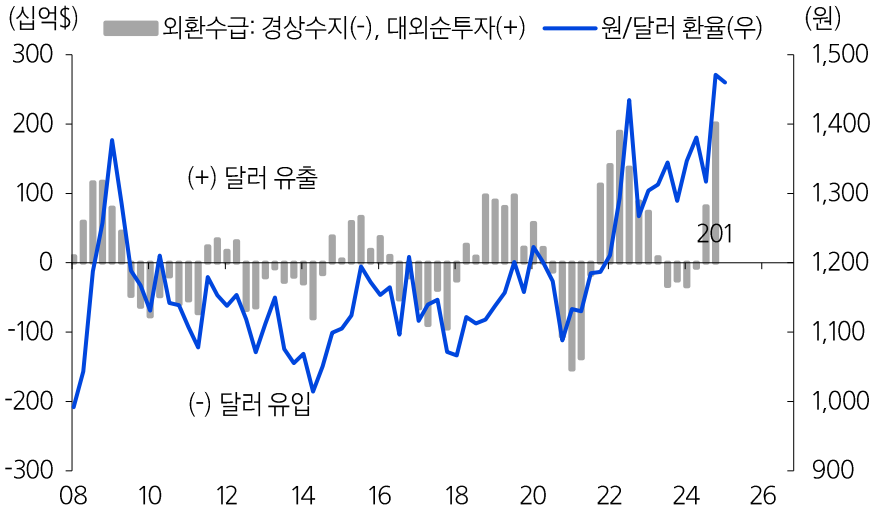
④ 환율 전망 원화가 약한 이유(수급) : 해외주식 투자(유출, 원/달러 상승)가 경상수지(유입)를 압도

해외투자 급증으로 외환수급은 유출 우위로 변화

- 달러약세에도 원/달러 환율이 상승하는 것은 유출 우위의 외환 수급 플로우에 기인
- 지난해 하반기 이후 대외투자(유출)가 경상수지(유입)를 압도. 24년말 기준 대외투자는 2919억달러, 경상수지는 908억달러
- 특히 지난해 11월 이후 급증하기 시작한 개인의 해외투자는 가속. 연초 이후 미국증시 조정에도 해외주식 순매수는 지속 확대

(11월 이후 해외주식 누적 체결금액 134억달러) * 3.20일 기준 예탁원 해외주식, 채권 보관액 잔액은 해외주식 1074억달러, 해외채권 414억달러

외환수급(4분기누적):대외투자(2919억$)>경상수지(908)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

예탁원기준 개인 해외주식 투자 가속도 환율 상승 압력

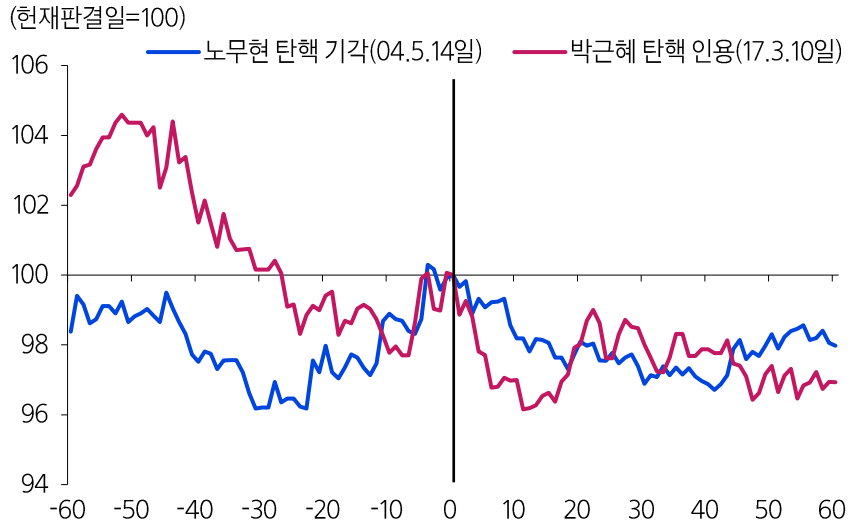
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

④ 환율 전망 원/달러 추가 상승 제한, 2분기 하락 예상

정치적 불확실성 완화, 미국의 환율압박은 원/달러환율 하락 요인(원화 강세)

- 외환 수급 외에도 국내 정치적 불확실성 지속 및 경기/대외정책 컨트롤 타워 부재가 원화 약세 요인으로 작용
- 과거 탄핵 결정 시기에도 정치적 불확실성 확대되며 원/달러 환율은 상승, 불확실성 완화시 달러약세를 후행적으로 반영할 수 있음
- 트럼프 2기 무역정책은 관세 뿐 아니라 환율 압박 통한 무역상대국 환율절하를 막는 방향으로 전개 예상
- 대미무역흑자('24년 556억달러), 타국가 대비 큰 환율절하율('24년 이후 달러대비 12% 절하) 감안시 환율압박에 의한 원/달러 하락이 일시에 크게 나타날 수 있음 (2분기 원/달러 환율 밴드 1,390~1,500)

탄핵 결정 전 반복된 불확실성 (결정 이후 원/달러 하락)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

환율 전망 : 달러약세는 예상부합, 원화 나홀로 약세

	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
원/달러	1,471	1,390	1,370	1,400	1,420
(수정전망)		*1,465*	1,390	1,410	1,430
달러인덱스	108.5	104	102	105	106
(수정전망)		*104*	103	105	106
엔/달러	157	148	141	146	148
(수정전망)		*149*	146	148	149
달러/유로	1.04	1.06	1.08	1.06	1.04
(수정전망)		*1.08*	1.09	1.06	1.05

자료: 분기말 전망, 삼성자산운용 투자리서치센터

House View(요약)

* 주요 자산 연간 밴드, 경로, 투자의견

	현재 (3.21일)	'25년 전망 밴드	경로	투자의견	
				3개월	12개월
한국10년 국채금리	2.81%	2.4~3.2%	상저하고	O/W	O/W
미국10년 국채금리	4.31%	3.9~4.9%	상저하고	O/W	O/W
미국 S&P	5,776	5,600~6,500	상저하고	O/W	O/W
한국 코스피	2,643	2,300~2,800	상고하저	N	N
원/달러 환율	1,468	1,350~1,500	상저하고	1,390	1,430

(채권전략) 금리 추가 하락 예상
미국채 10년 적정수준 4.2%(2회 인하 가정)
연간 밴드 하단 3.9~4.2%
2분기 연간 저점 형성, 단기채 확대 병행

(주식전략) 미국 비중 확대로 상향
중국 중립으로 하향
2분기 비미국으로의 로테이션 약화

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 (25.3.25일 기준)

House View (자산시장 뷰)

- 주식 (미국 비중확대로 상향) : 1분기 비미국으로의 로테이션은 일단락, 2분기는 미국의 상대우위 예상(밸류부담 완화, 연준 피봇기대 강화)
- 채권 (비중 확대 유지) : 경기 및 물가 둔화, 이에 따른 금리인하 기대로 미국 금리 추가 하락 예상, 미10년 4% 전후에서는 단기채 확대 병행

자산군		연도별 흐름				'25년 추이			3개월 전망 (현금대비)	12개월 전망 (현금대비)
		21년	22년	23년	24년	1월	2월	3월		
채 권										
국내 채권	한국 국채 10년 금리	2.26	3.74	3.18	2.87	2.86	2.70	2.81	O/W	O/W
	한국 크레딧 spread (AA-)	62	147	74	68	60	58	56	Neutral	Neutral
해외 채권	미국 국채 10년 금리	1.51	3.87	3.88	4.57	4.54	4.21	4.31	O/W	O/W
	회사채 spread(BB 미국 IG)	352	297	322	329	331	338	336	Neutral	O/W
	하이일드 spread(BB 미국HY)	246	219	248	268	272	274	273	Neutral	O/W
	신흥국 spread(JPM EMBIGD)	629	514	569	605	613	622	620	Neutral	Neutral
주 식										
선진국	미국 (S&P500)	4,766	3,840	4,770	5,882	6,041	5,955	5,777	N → O/W	O/W
	유럽 (Euro stoxx 50)	4,298	3,794	4,521	4,896	5,287	5,464	5,475	Neutral	Neutral
	일본 (TOPIX)	1,992	1,892	2,366	2,785	2,789	2,682	2,798	Neutral	O/W
신흥국	중국 (상해종합)	3,640	3,089	2,975	3,352	3,251	3,321	3,370	O/W→ N	Neutral
	인도 (Nifty50)	17,354	18,105	21,731	23,645	23,508	22,125	23,669	Neutral	O/W
	아세안 (MSCI Asean)	703	653	633	681	679	660	662	Neutral	Neutral
국 내	국내 (코스피)	2,978	2,236	2,655	2,399	2,517	2,533	2,616	Neutral	Neutral
원자재 (Bloomberg Commodity Index)		212	246	226	239	248	250	257	Neutral	Neutral
부동산 (Global REIT)		3,348	2,529	2,772	2,817	2,862	2,934	2,851	O/W	O/W
원달러 환율 (기말)		1,189	1,266	1,288	1,472	1,454	1,460	1,463	1,390	1,430

자료: Bloomberg(25.3.25일 기준), 삼성자산운용 전망치

삼성자산운용

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