

‘25년 하반기 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** | (상반기 리뷰) 미국 예외주의 후퇴
- 02** | 미·중 패권전쟁 1st Round
- 03** | 하반기 매크로 view (미국경제, 통화정책)
- 04** | 하반기 House view (금리, 주가, 환율)

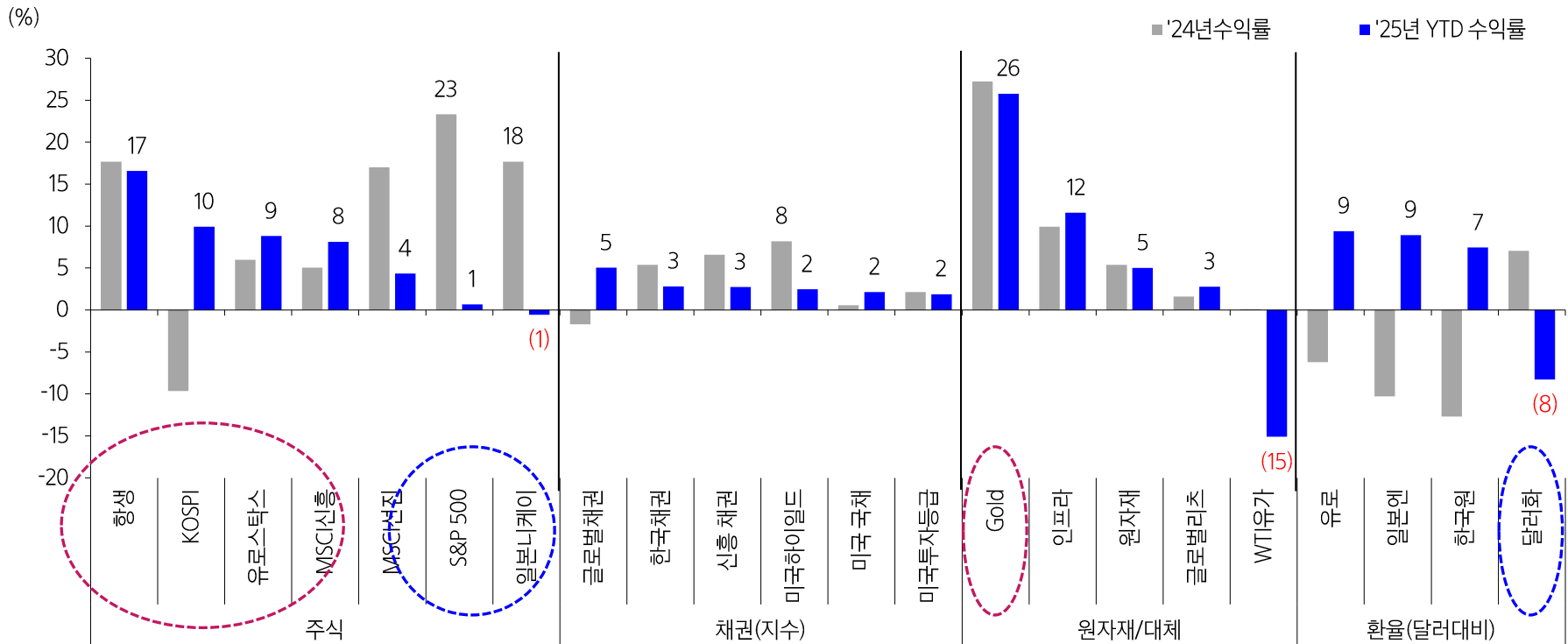
'25년 하반기 금융시장 전망

(상반기 리뷰) 미국 예외주의 후퇴

글로벌 금융시장 현황 '25년 자산별 수익률 (1~5월)

미국 주식 상승세는 약화, 중국/한국/유럽주식 상대적 강세, 달러화 약세 속 금값 급등

'25년 자산별 수익률 현황 ('24년과 비교)



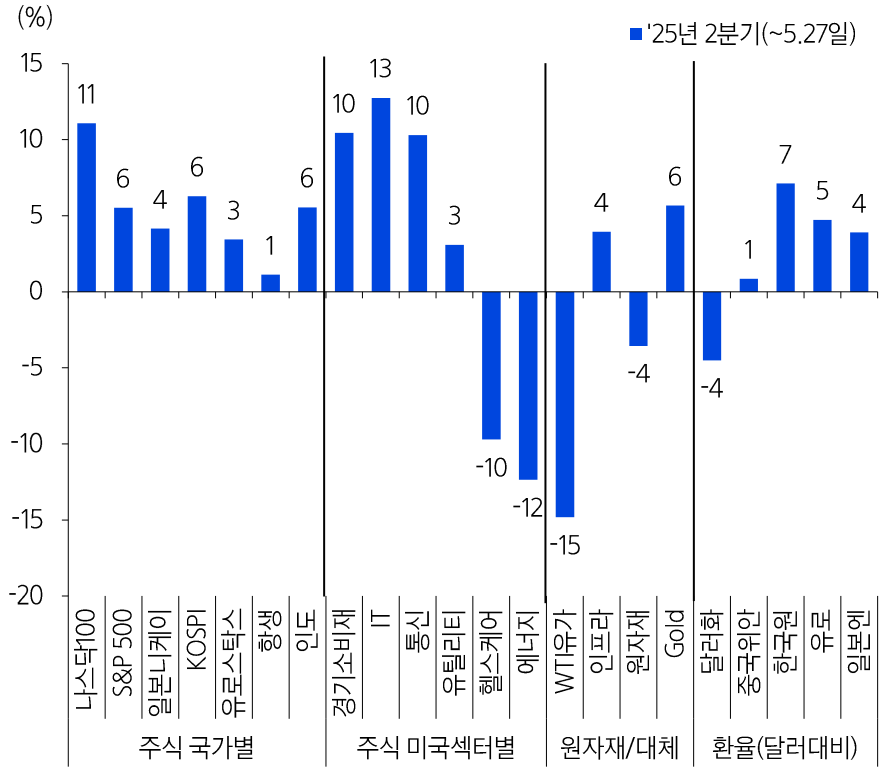
자료: Bloomberg(5.27일 기준), MSCI(Morgan Stanley Capital International 지수), 삼성자산운용 투자리서치센터

2분기 관세충격 후 글로벌 금융시장(4~5월) 주가는 관세유예로 빠른 회복, 금리는 높은 수준 지속

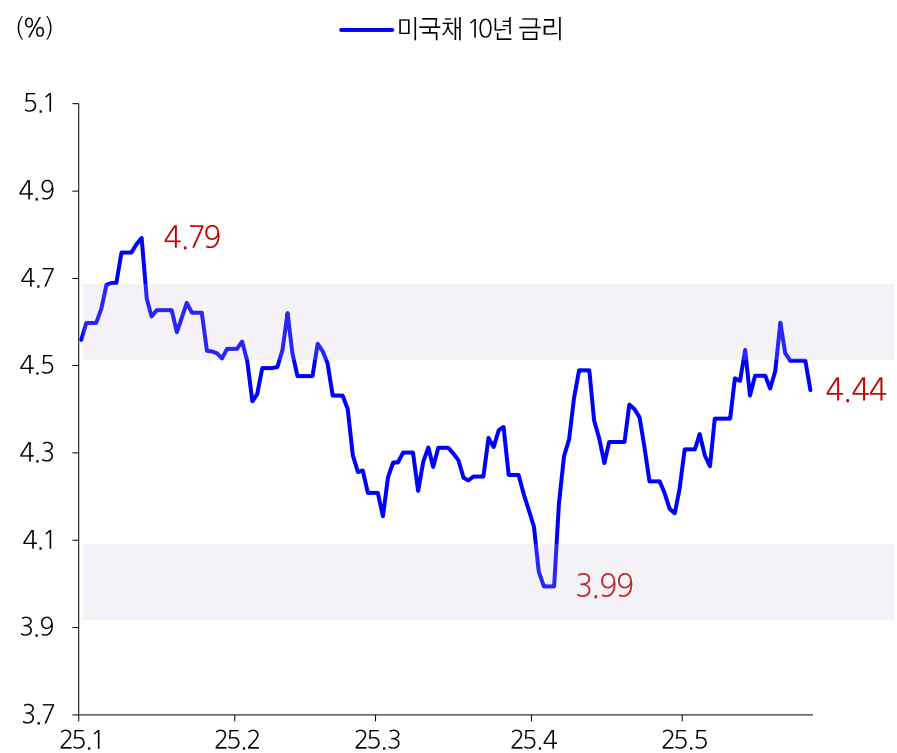
중국外 국가 상호관세 유예, 중국 관세인하 및 유예로 미국/기술주 중심의 강한 반등

유예 마감 시한 7.8일 145→ 30% 유예 마감 시한 8.11일

2분기 자산별 수익률(~5.20일)



주식 회복에도 금리는 여전히 높은 수준 지속



자료: Bloomberg(5.27일 기준), 삼성자산운용 투자리서치센터

미국증시 급락과 회복 경기침체 가능성 낮아, 단기간 20% 주가 조정에서 마무리

미국증시 고점대비 19% 급락 후 빠른 회복('18년과 유사), 추가 상승 위해서는 금리 안정 필요
 경기침체 가능성 낮고, 관세불확실성 정점 통과 인식 '19년 주가 추가 상승은 연준 피벗(완화적 통화정책)에 기인

'05년 이후 미국 S&P500 10% 이상 하락 사례

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	△19	2		무역전쟁/성장주 고평가

자료: Bloomberg('25년 고점 2.19일 → 저점 4.8일), 삼성자산운용 투자리서치센터

'18년 미·중 무역분쟁과 주가 비교



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

고금리 부담은 지속 금리상승 요인 분해, 재정 우려와 물가 불확실성에 금리 상승

트럼프 감세안 하원 통과, 무디스 신용등급 강등 맞물리며 미국채 10년 금리 상승

10년 명목금리 = 실질중립금리 + 기대인플레이션 + 기간프리미엄

실질성장률(경기)

물가 전망

재정/수급 *장기채 보유에 따른 위험 보상

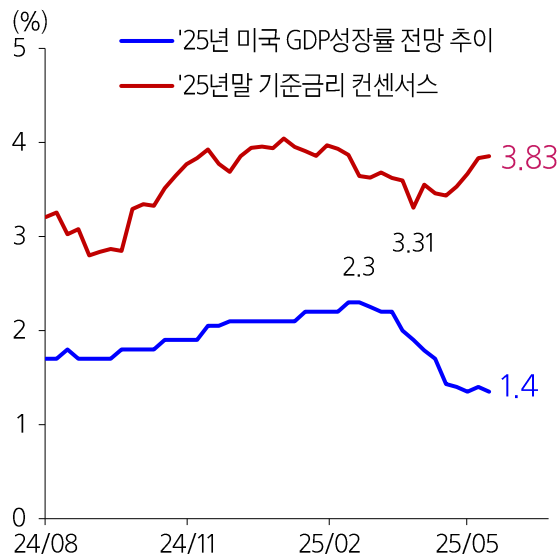
4.54%(+51bp) = 1.39%(△20bp)

2.35%(+17bp)

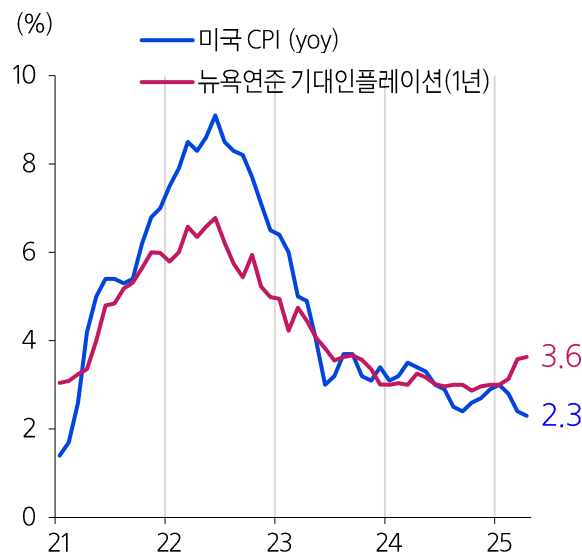
0.8%(+54bp)

'25.4월초대비 변화 (5.26일 기준)

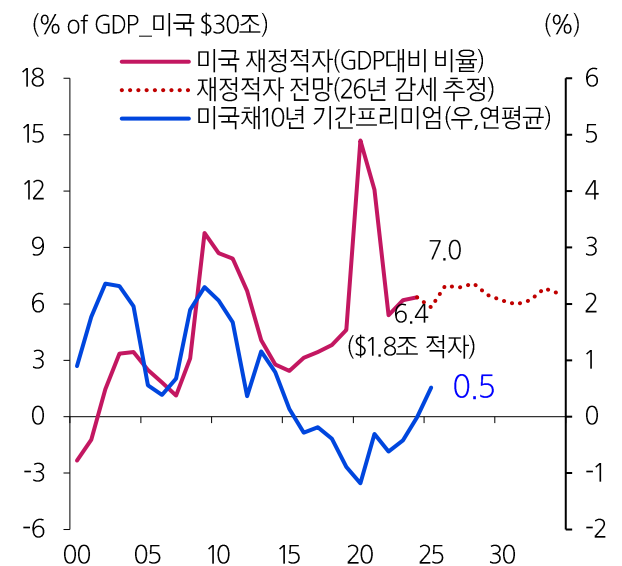
미 성장률 하향에도 인하 기대 축소



CPI는 안정, 물가기대는 상승



재정적자 확대시 텀프리미엄 상승

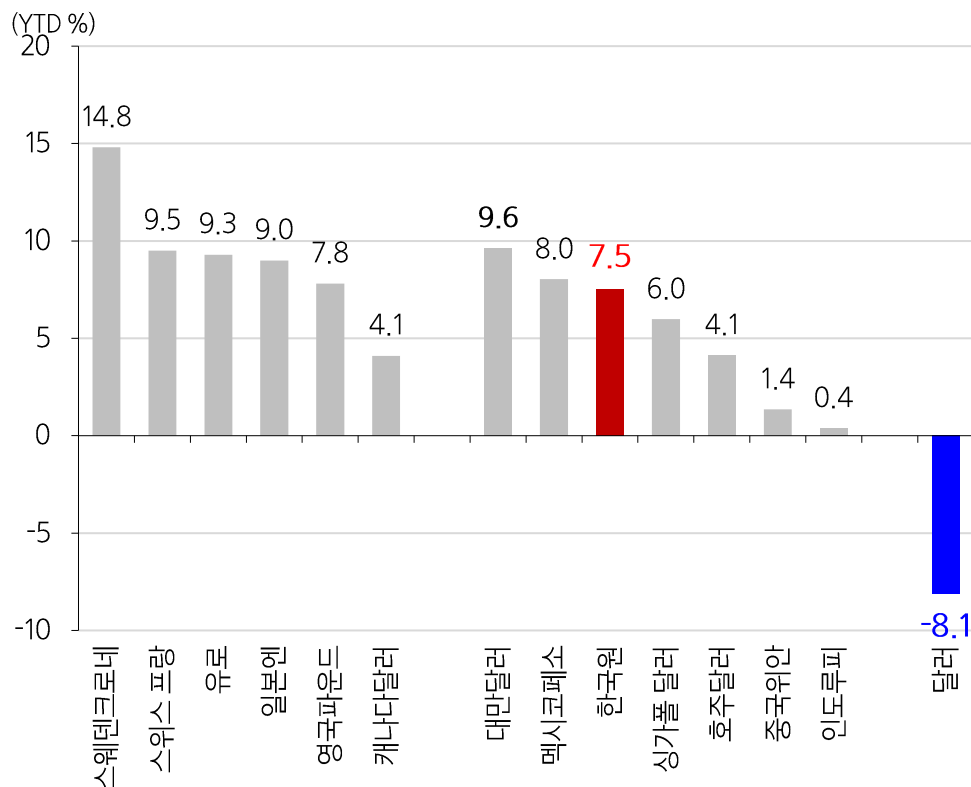


자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

이례적인 달러약세 (달러패권 의구심 vs 리밸런싱)

무역전쟁 격화, 달러자산 신뢰도 약화로 미국 달러화 큰 폭 하락

주요국 통화가치 달러대비 변화율 (연초 이후)



자료: Bloomberg(5.27일 기준), 삼성자산운용 투자리서치센터

달러화 고점대비 9% 하락

달러화 지수 109.3 (1.20일) → 99.5 (5.27일)

① 미국 정책 (관세, 재정, 통화) 불확실성

고율관세 지속 여부, 트럼프-연준 충돌
달러자산 신뢰도 약화

② 유럽/중국 경기 부양책 대응

‘경기회복 기대로 유로화 강세’

③ 4월 중순 이후 아시아 통화 강세

달러약세 추세 강화에 따른 환헷지 수요 증가

미국 예외주의(Exceptionalism) 후퇴 추세적 변화 vs 일시적 후퇴(○)

미국 예외주의 약화 : 성장률 둔화, 정책(관세) 신뢰도 하락 → 달러 노출 포지션 조정

미국 예외주의('22~'24년)		비교	'25년 트럼프 2기	
잠재 성장률 웃도는 고성장 지속 (‘22~‘24년 연 2.8% 성장) * 잠재성장률 1.8%		경 기	✓	미국 성장률 1%대로 둔화 예상 (성장률 컨센서스 1.7%)
재정 확대 기조 (GDP대비 6%대 재정적자) * ‘24년 △6.9%		재 정 정 책	✓	미국 재정 지출 효율화 유럽, 중국 재정확대 등 경기부양
미국 빅테크 주도 기술 패권 우위 (Scaling 법칙 확인, 경쟁적 자본지출 확대)	✓	기 술 패 권		중국 딥시크 모멘트 (저비용, 고효율 AI솔루션 등장)
차별화 된 인구구조 (80년 이후 출생자 전체 인구 50%↑)	✓	인 구 구 조		반이민 정책의 역풍 (年순이민 : 바이든 330만 vs 트럼프1기 40만)
달러강세 속 미국으로 자본 집중 (‘23~24년 미국외 플로우 국채 \$1.1조, 주식 0.3)	✓	자 본 이 동		달러약세, 미 주식/채권 동반 약세 비미국포지션(fx)으로 일부 이동
글로벌 동반 긴축 환경 (강달러/고금리 환경, 미국으로 자본 유입)		통 화 정 책	✓	통화정책 차별화 (미국 금리 동결 ↔ ECB 연속 인하)

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

Mega trend와 하반기 주요 이슈

하반기 금융시장 전망의 밑그림



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

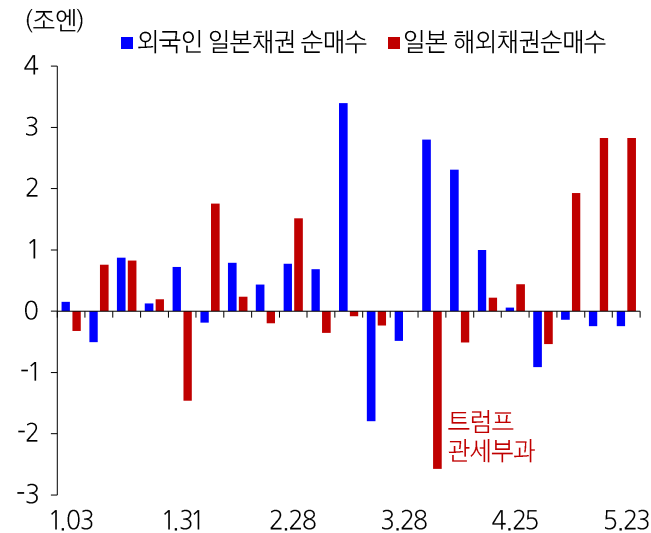
Sell America 본격화 가능성 미국외 투자자의 미국자산 보유 현황 (→미국외 선택지 제한적)

- 주식은 미국외에서 18% 보유, 잔고증가 90%는 가격효과→미증시 先조정, 미국외 대안부재 감안 급격한 청산가능성 低
 - ※ 미국외 대안 부재 : 시가총액('24년말) **미국 \$62.6조** ↔ 중국 15.8(본토10.2 + 홍콩5.6), 일본 6.4, 영국 3.1, 프랑스 3.0, 독일 2.4 ***한국 1.5**
- 채권은 지난 2년 \$1.2조 자금 유입, 유럽금리 상승 등 투자 환경 변화로 일부 포지션 조정(미국→유럽)이 나타난 것으로 추정
 -) 4월초 일본투자자가 미국채를 대량 매도 했으나 최근 매수로 전환, 순매수 강화

전체 잔고	미국자산 미국외 보유	'20.3말 (\$조)	'24년말 (\$조)	'20.3말~'24년말 증감 (\$조)		
				잔고 증감	시장 효과 (가격 변동)	flow 증감
134.9	미국 주요 자산 (국채+회사채+주식)	17.7	29.3 (占 22%)	+11.6	+8.1	+4.3
92.8	주 식	6.8	16.5 (18%)	+9.6	+8.7	+0.6
26.0	국 채	7.1	8.5 (33%)	+1.4	△0.8	+2.5
16.1	회 사 채	3.8	4.4 (27%)	+0.6	+0.2	+1.1

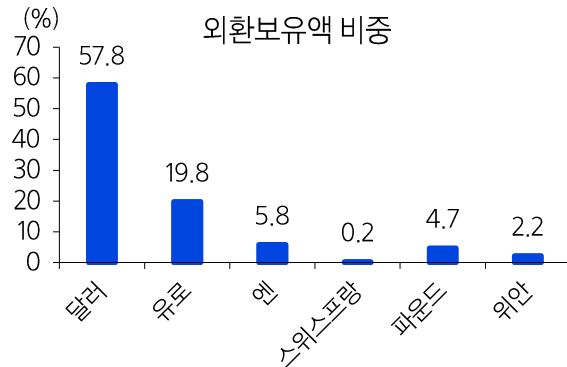
자료: Bloomberg, CEIC, 한국예탁결제원, 삼성자산운용 투자리서치센터

일본 자금, 해외채권 매수 재개

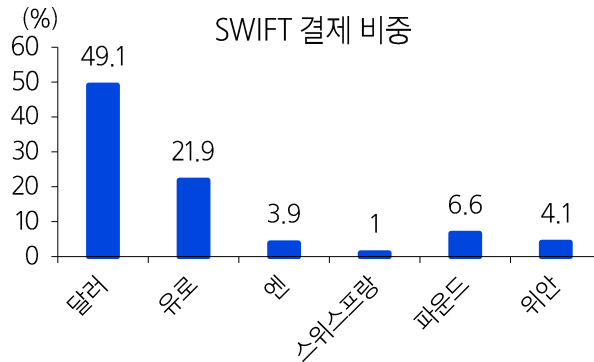


달러의 위상 당장 대체제가 나타나기 어려워

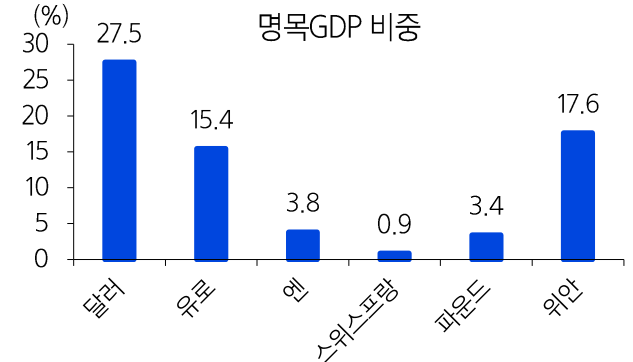
준비자산 역할



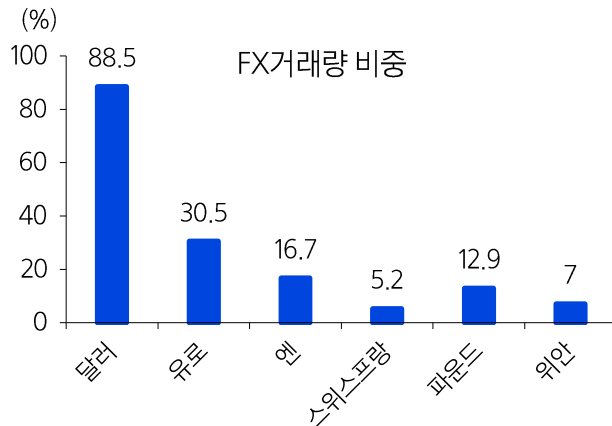
무역 결제 통화



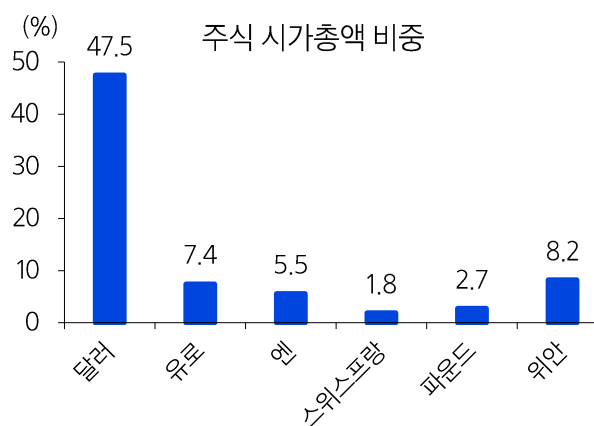
실물경제



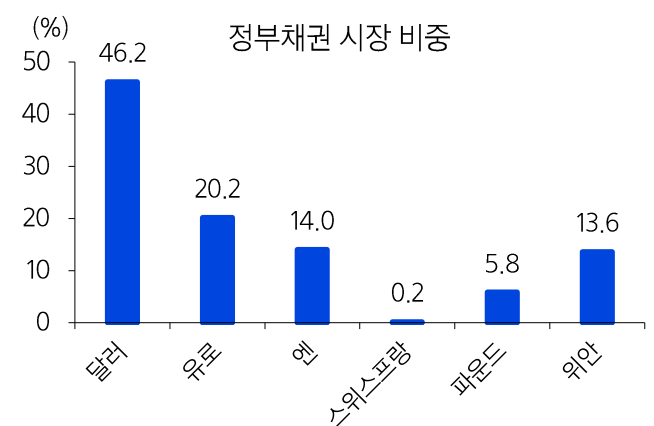
외환시장 거래량



주식시가총액 비중



정부채권 비중



자료: BofA리포트, Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

'25년 하반기 금융시장 전망

미·중 패권전쟁 1st Round

미·중 패권 전쟁 보이는 것은 관세지만 물밑 자원 확보, 환율, 기술, 안보 전쟁 치열

빙산의 일각 : 보이지 않는 물밑 전쟁의 결과에 따라, 향후 무역전쟁의 강도 결정, 1기때보다 **경기 불확실성↑**



1), 2), 3) : 1기 때 미미했던 변수

1기	2기
대중국 관세율 19%	철강, 알루미늄, 자동차 관세 실행
품목별 관세 철강, 알루미늄 등 일부품목	상4.2일 보편관세 10% 부과 실행 상호 관세는 90일 유예(~7.9일)
	대중국 관세 145% → 30%로 인하 90일 협상기간 설정(~8.11일)

전략자원 확보 경쟁	물가 (Fed와 충돌)	환율전쟁 / 영토분쟁
미, 전방위 희토류 확보 노력 중, 희토류 위협카드 활용	관세 → 물가 자극 요인 Fed, 금리 인하 쉽지 않음	미, 중국 환율 압박, 엔캐리 이슈 대만, 러·우, 중동 등

미·중 전방위 패권전쟁 (무역, 자원, 안보, 체제)
저금리/약달러 → 무역불균형 해소, 제조업 부흥

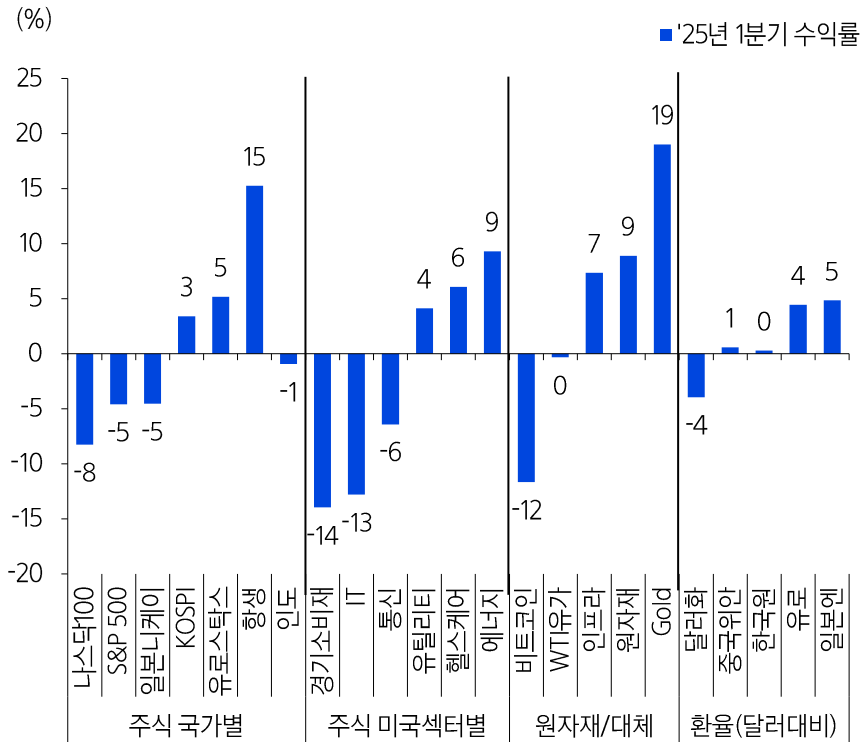
관세 부과와 금융시장 리뷰 정책 불확실성 확대 (고율 관세 → 예상보다 빠른 회복)

4월 보편관세 실행/상호관세 유예, 미·중 무역 전면전 ⇒ 주식하락, 달러약세 ⇒ 미·중 합의와 회복

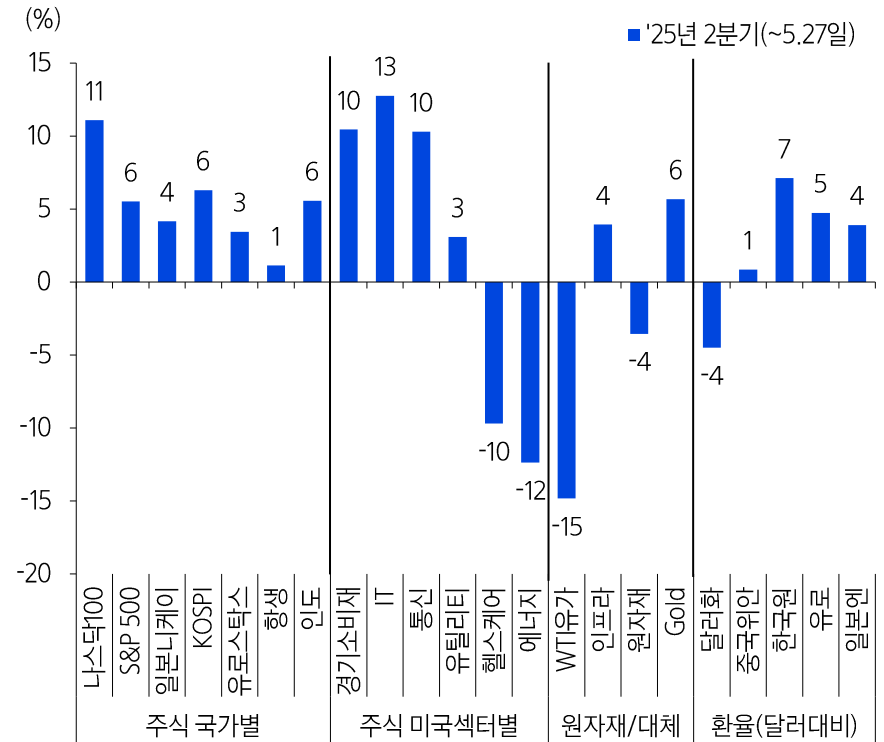
모든 국가 10% 90일 유예(개별 협상) 대중관세 145% 부과(일부 예외)

* 관세 145%에서 30로 인하, 90일 유예

'25년 1분기 수익률



2분기 수익률(~5.27일)



자료: Bloomberg(5.27일 기준), 삼성자산운용 투자리서치센터

트럼프 정책 로드맵

관세 최대 압박→ 관세 차등화→ 환율압박/경기부양 ⇒ 무역적자 해소/제조업 부흥

1분기

관세 압박

관세 선별 실행

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

- 관세 앞둔 수입 급증으로 성장 위축
- 유럽/중국은 재정지출 확대 선대응
- 개별기업 미국 투자 발표(TSMC,현대차)

달러 약세, 금리 하락
미국약세, 유럽/중국 강세

2분기

보편관세 + 관세차등화

상호관세로 국가별 차등

무역/안보/투자 연계 차등화
중국 관세율 지속 상향 (125%)

- 트럼프 상호관세 유예 배경
달러자산 수요 약화 (달러화 $\Delta 6\%$)
미국금리 텐트럼(미국10년 3.8%→4.5)
- 중국압박은 강화(관세+환율약세 경고)

금융시장 변동성 확대

하반기

환율합의 + 경기부양

달러강세 제어 감세 + 규제완화

- 환율 구두개입, 다자 합의 시도,
달러준비금 수요 억제(통화스왑 제공)
- 관세 재원으로 추가 감세 추진
- 3% 성장 목표로 한 규제 완화

미국 우위 경제환경 구축

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

중국은 전면 보복으로 대응 중국의 어려운 선택 : (디플레 심화) vs (내수부양 or 제조업패권)

'18~'19년 미·중 무역전쟁

- 중국 수입품 관세 17.9% 인상
- 위안화 13.7% 평가 절하
→ 실질가격인상 4.2%에 불과

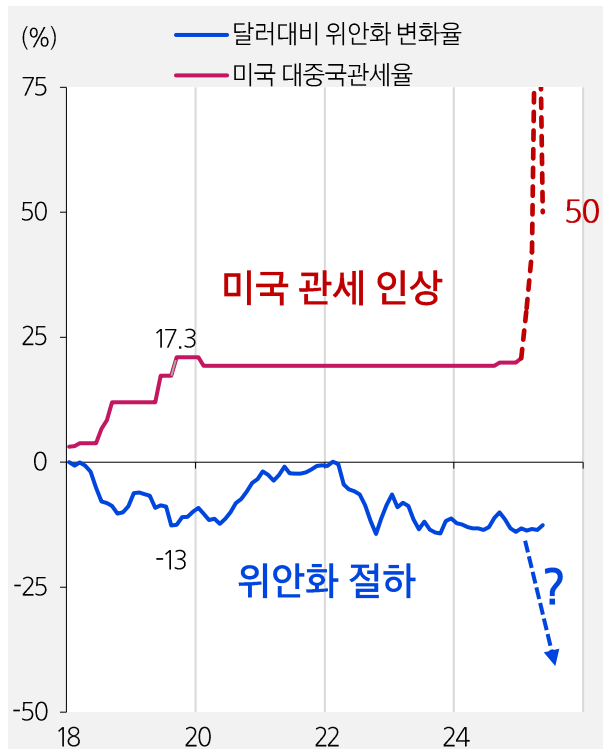
'18년 중국 GDP 성장률 6.7%
'18년 중국 CPI 상승률 2.1%

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)
관세율 145%까지 인상 후 50%로 인하
- 고율 관세부과로 환율절하 무력화
- 금융개방, 환율절상 동시 압박

(GDP) '24년 5.0% → '25년 4.2% 예상
(CPI) '24년 0.2% → '25년 0.6% 예상

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

위안화 (달러대비)
'24년 7.3 → '25년 7.2로 **절상**

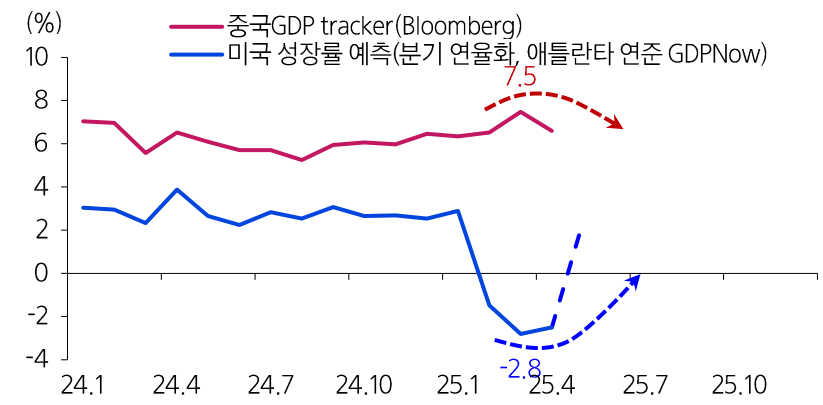
약해진 체력 (경기둔화, 디플레)
→ 디플레 심화로 경기활력 저하
→ 무역전쟁 국면, 내수부양 여력 한계

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

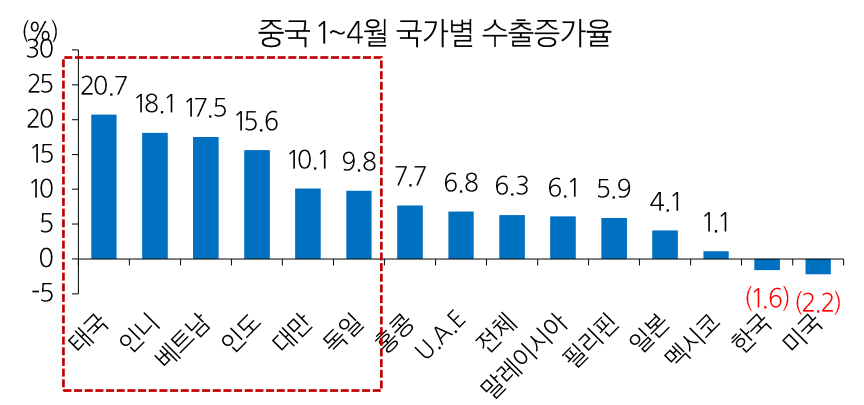
관세의 경기 영향 중국지표 예상 상회 vs 미국은 1분기 역성장 (매크로 실질 영향은 하반기에 확인)

중국지표 서프라이즈↔ 미국 1분기 역성장 (관세 선수요 영향), 2분기는 다시 반대로 (중국 둔화, 미국 반등)

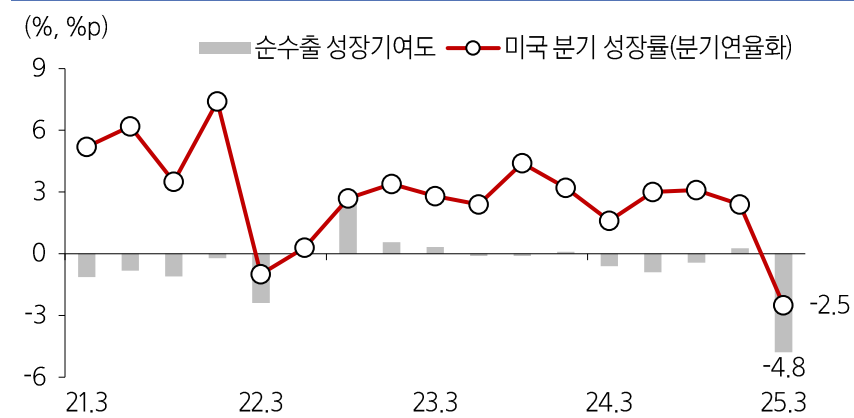
중국 성장률 상회, 미국 1분기 역성장 예상



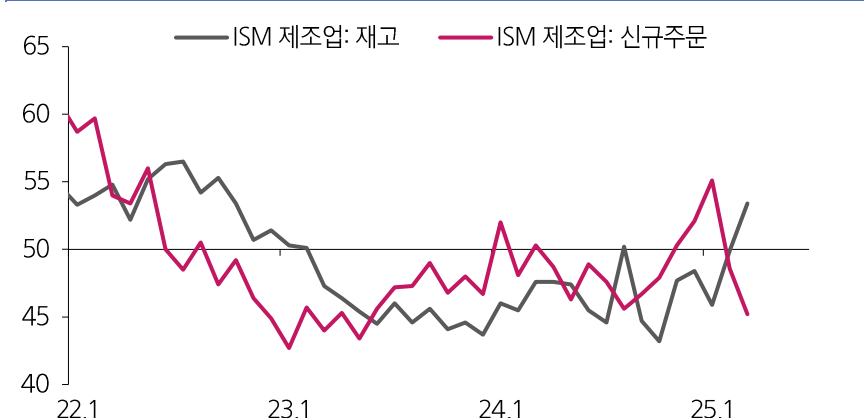
중국 수출, 대미국 감소, 아시아 통한 우회수출 증가



미국 수입급증, 순수출 성장 기여도 급락 예상

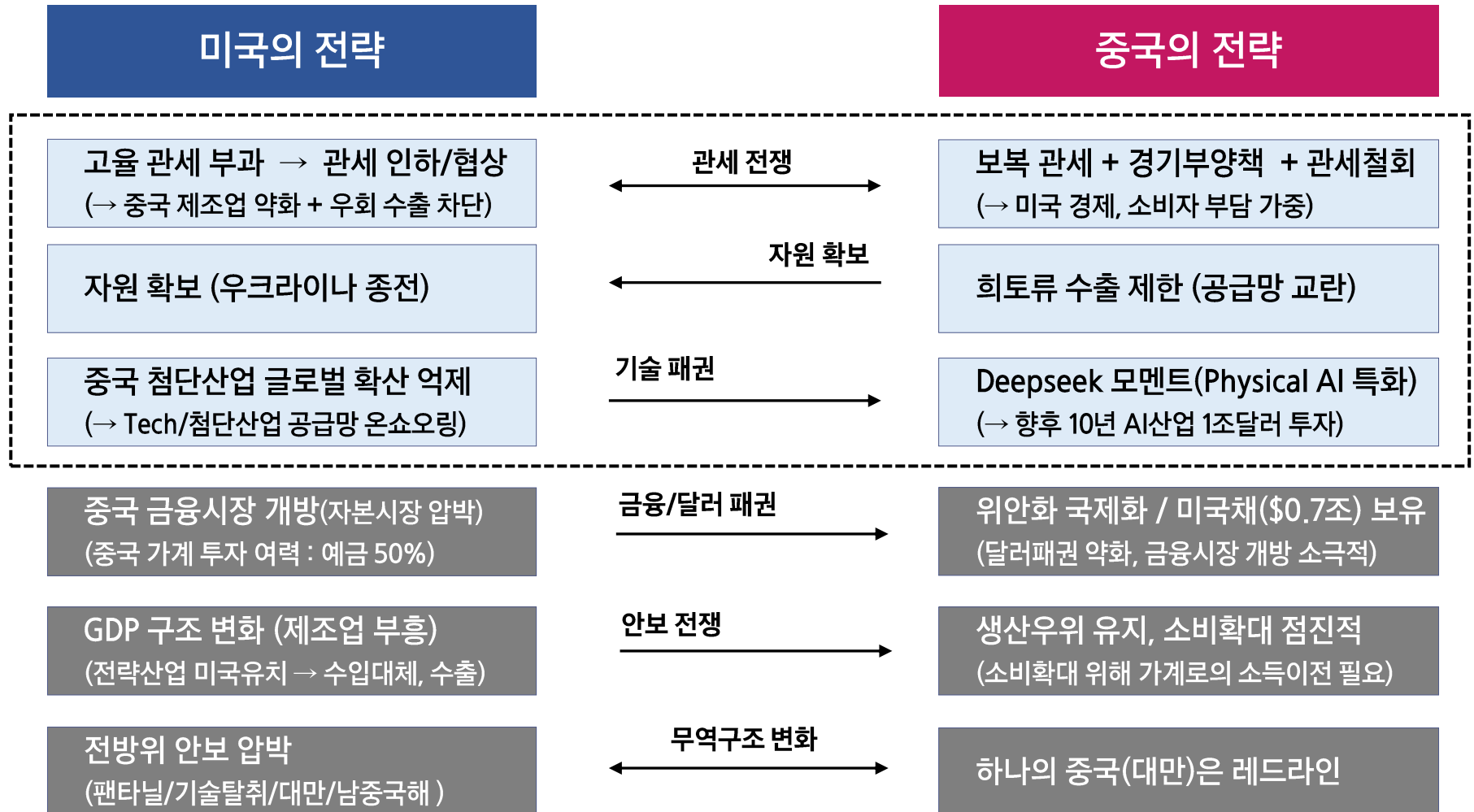


미국, 주문감소 속 재고 급증(재고 축적)



자료: 무역협회, Bloomberg, 삼성전자산운용 투자리서치센터

미·중 패권전쟁 1st Round 미국의 고율관세 후퇴, 미국·중국 각자의 약점 노출



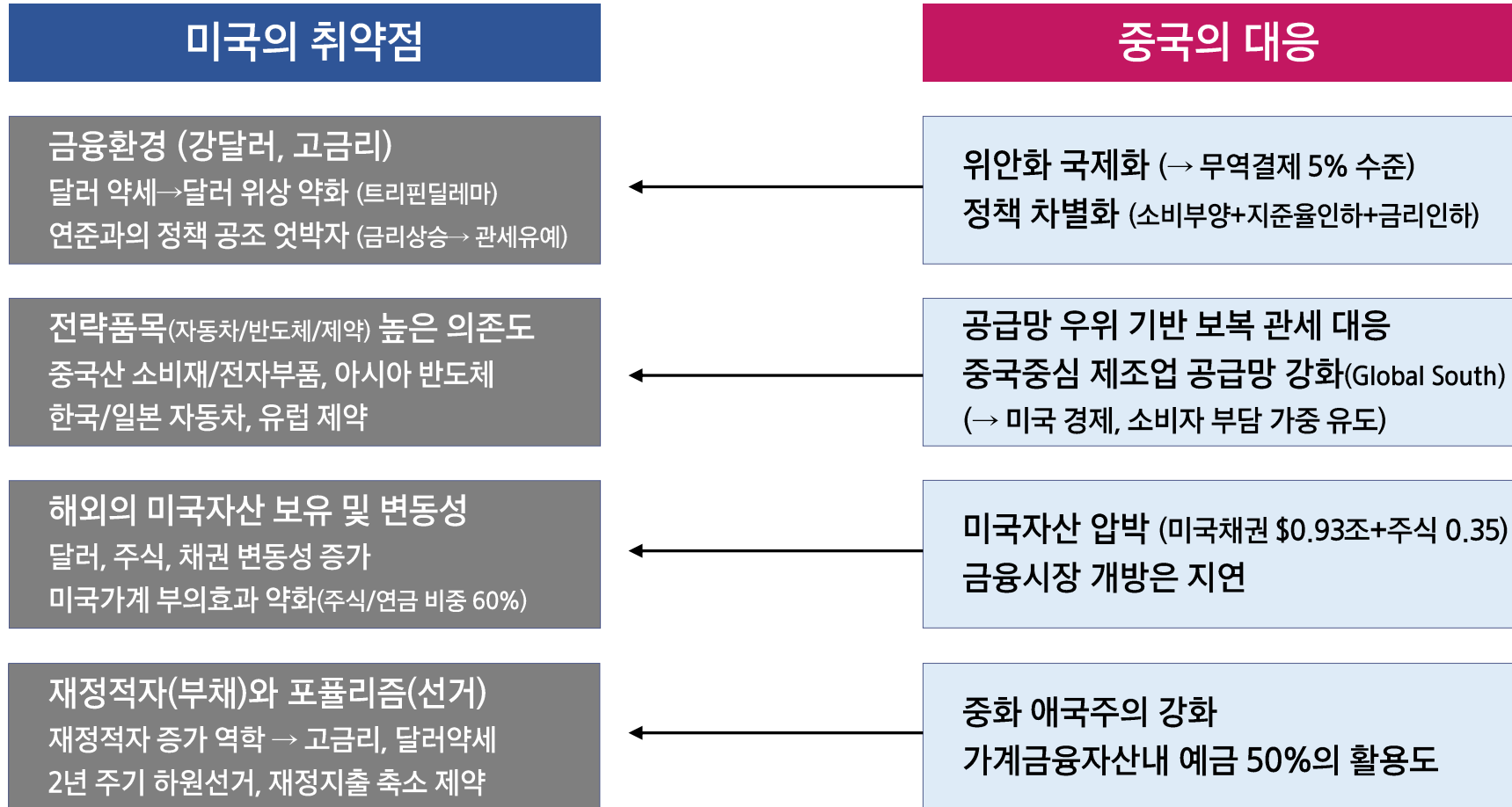
자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 vs 중국 비교 (기초 펀더멘탈 비교 : 경제, 산업구조, 인구, 금융자산, 시가총액)

미 국		비 교	중 국	
제조업 \$2.9조(10%) 도소매 3.6(12%) 부동산/금융 6.3(21%) 정보기술 1.6(5.4%)	\$29.2조	명 목 GDP	\$18.7조	제조업 \$4.6조(25%) 도소매 1.9(10%) 부동산/금융 2.5(14%) 정보기술 0.8(4.7%)
가계소비 \$20.3조(68%占) 정부 \$5.1조(17%) 서비스지출 \$13.9조(47%)	소비 중심	경 제 구 조	투자 제조업	가계소비 \$7.2조(40%占), 정부 \$3.1조(17%) 투자 \$7.4조(41%)
직전3년 인구 年 +0.5% 성장 (이민 영향) (‘81년 이후 출생자 전체 인구 50%↑)	3.4억명	인 구 구 조	14억명	'22년부터 인구성장률 마이너스 진입 (‘22년 -0.6%, 23년 -1.5%, 24년 -1%)
순금융자산 △\$26.2조 '18년~ 직접투자, '20년~ PF투자 큰 폭 유입	\$35.9조	대외금융자산	\$10.2조	순금융자산 +\$3.3조 (외환보유고 3.5) 직접투자△0.5, 주식/채권△0.5,대출 0.5
막대한 해외자금 미국으로 유입 직접투자 17.5조, PF투자 32.5(주식 17.5+채권 14.9)	\$62.1조	대외금융부채	\$6.9조	중국으로 유입된 투자 직접투자 \$3.6조, PF투자 1.9(주식 1.2+채권 0.7)
세계 시총의 절반 차지 (외국인 18% 보유)	\$58조	시 가 총 액	\$16.1조	외국인 본토시장 접근은 제한적 상해 \$7.1조 + 심천 4.7 + 항생 5.8
'24년 증가분 +\$144bil	\$687 bil	금 보 유 량	\$191 bil	'24년 증가분 +\$43bil
대중 수입 주요 품목 전자제품, 기계류, 가구/의류/장난감	\$435 bil	수 입	\$147 bil	대미 수입 주요 품목 항공기/부품, 반도체, 농산물/식품

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미·중 패권전쟁 1st Round 미국의 취약점과 중국의 대응



자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

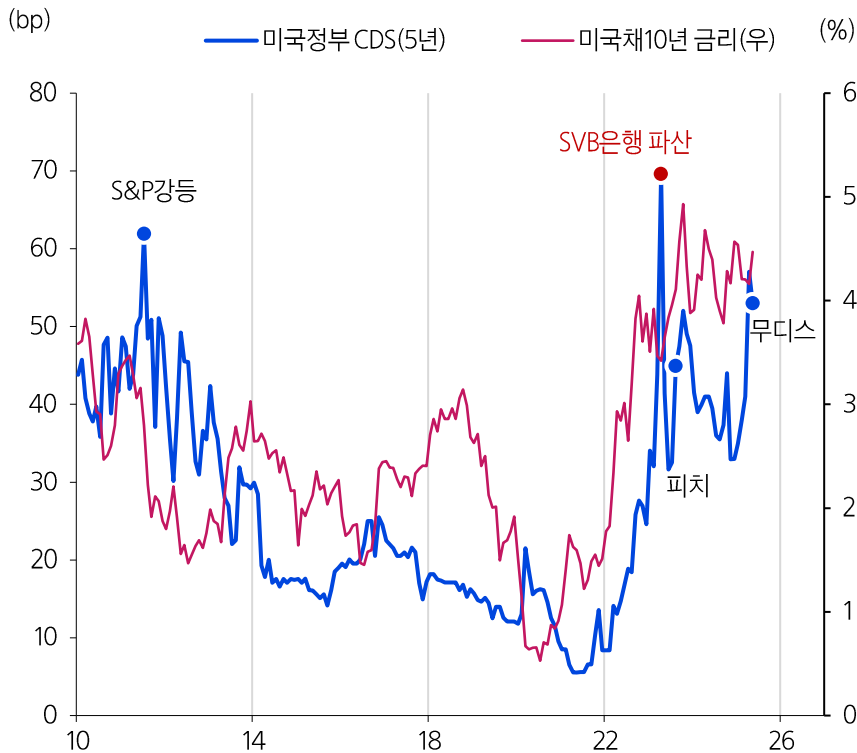
미국의 약점 ① 고금리에서 관세 후퇴 미국채 10년 4.5%에서 관세 유예 발표

고율관세, 부채/재정적자 이슈 → 기간프리미엄 상승, 장기금리 레벨 업

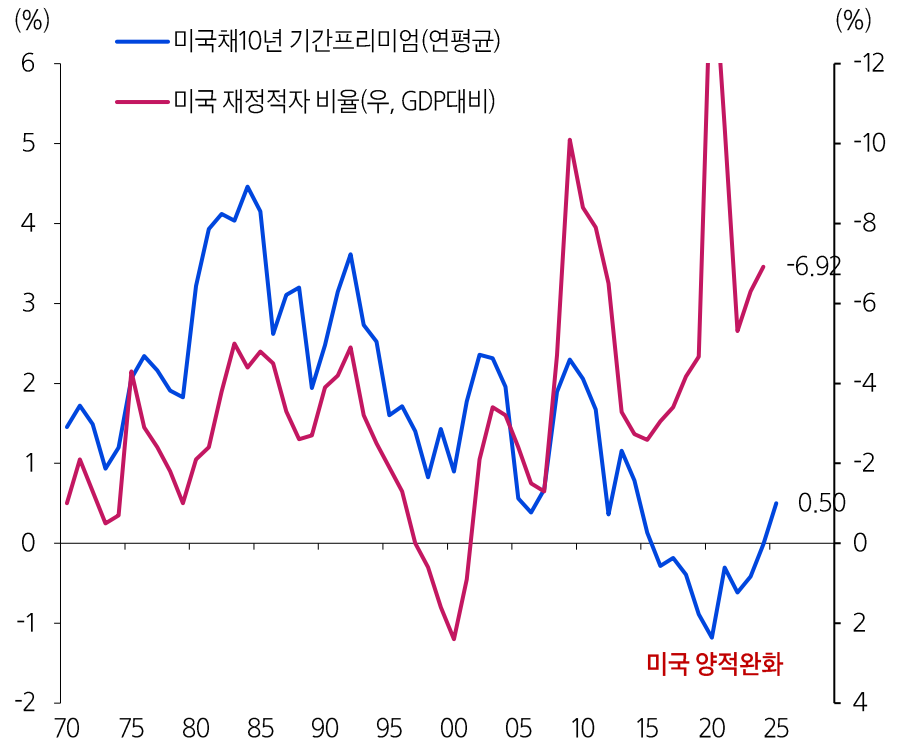
감세안 하원 통과, 7월까지 상원 논의

양적완화 시기 기간프리미엄은 마이너스, 올해 평균 기간프리미엄 50bp 수준 (과거로 회귀)

미 신용등급 강등과 CDS프리미엄



재정 우려와 텀프리미엄의 귀환



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국의 약점 ② 전략품목 아시아 의존 미국이 무역 불균형을 국가안보 이슈로 보는 이유

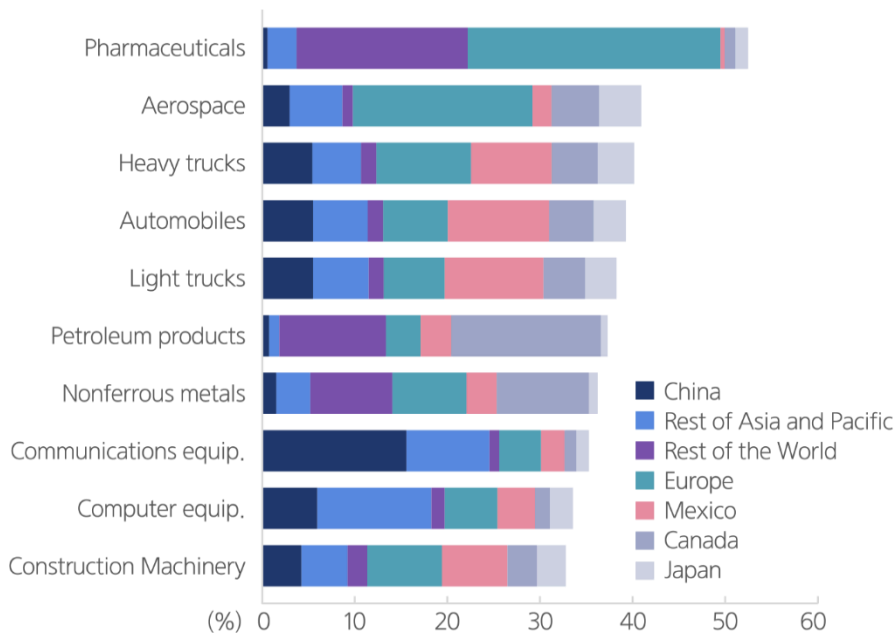
팬데믹 당시 부품조달 차질 → 미국은 아시아 지역 부품조달을 국가 안보 이슈로 인식

차량용 반도체 부족 → 자동차 생산 차질

미국 수입품 글로벌 의존도 : 제약은 유럽, 반도체/컴퓨터부품은 아시아

미국의 대외의존도 : 중간재 투입별 지역 점유율

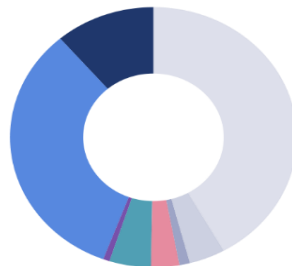
- 미국이 보는 지정학적 리스크 : 중국/아시아퍼시픽 *일본 제외
- 지정학적 소싱 위험 : 자동차, 통신장비, 컴퓨터장비



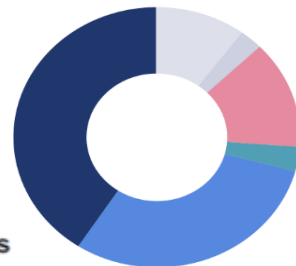
미국 취약 고리 : 전자/자동차 부품 아시아 의존도

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

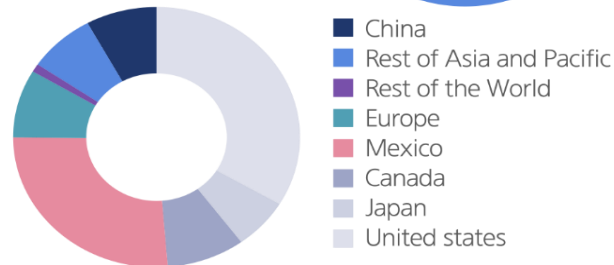
Semiconductor Inputs



Computer Equipment



Motor-Vehicle Parts



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

미국의 약점 ③ 미국자산 해외 노출도 환율절상 압박의 반대 급부 (→달러노출 축소)

달러약세 심리 강화 및 채권금리 상승으로 미국 채권에 대한 환노출 포지션 축소(→대만달러 급등)

국가별 대외 금융자산과 미국자산 보유

	(\$십억)	유로존	일 본	한 국	대 만	싱가폴	중 국
대외 금융자산		40,139	10,647	2,498	2,909	5,911	10,216
직 접 투 자		13,320	2,288	748	500	1,799	3,133
주 식		7,454	2,170	743	394	1,149	859
채 권		7,069	2,276	251	992	829	557
준 비 자 산		1,356	1,240	416	576	365	3,456
(미국 증권)		8,487	2,668	737	833	1,019	1,294
채 권		3,819	1,594	202	675	351	933
(장기국채)		1,501	1,008	116	292	238	707
(기관보증)		186	271	35	190	16	207
(회 사 채)		2,132	315	51	193	97	19
주 식		4,668	1,074	535	158	668	361

자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국의 약점 ④ 경제구조 미국 소비자의 과잉소비, 미국 정부의 과잉 지출

소비자 : 근로소득 대비 약 1.3배 지출 (→ 소비자 신용 + Wealth effect)

정부 재정적자 매년 \$1.6조~2.0조 발생, 경상수지 적자 매년 \$0.8~1.1조 수준 발생

국민총소득	29,544 (십억\$)	(비중,%)
근로소득	15,246	51.6
순영업이익	7,473	25.3
투자(감가상각)	4,916	16.6
세금	2,098	7.1

※ 명목근로소득 \$15.2조

명목 개인소비지출 \$20.2조

→ 추가 소비 재원

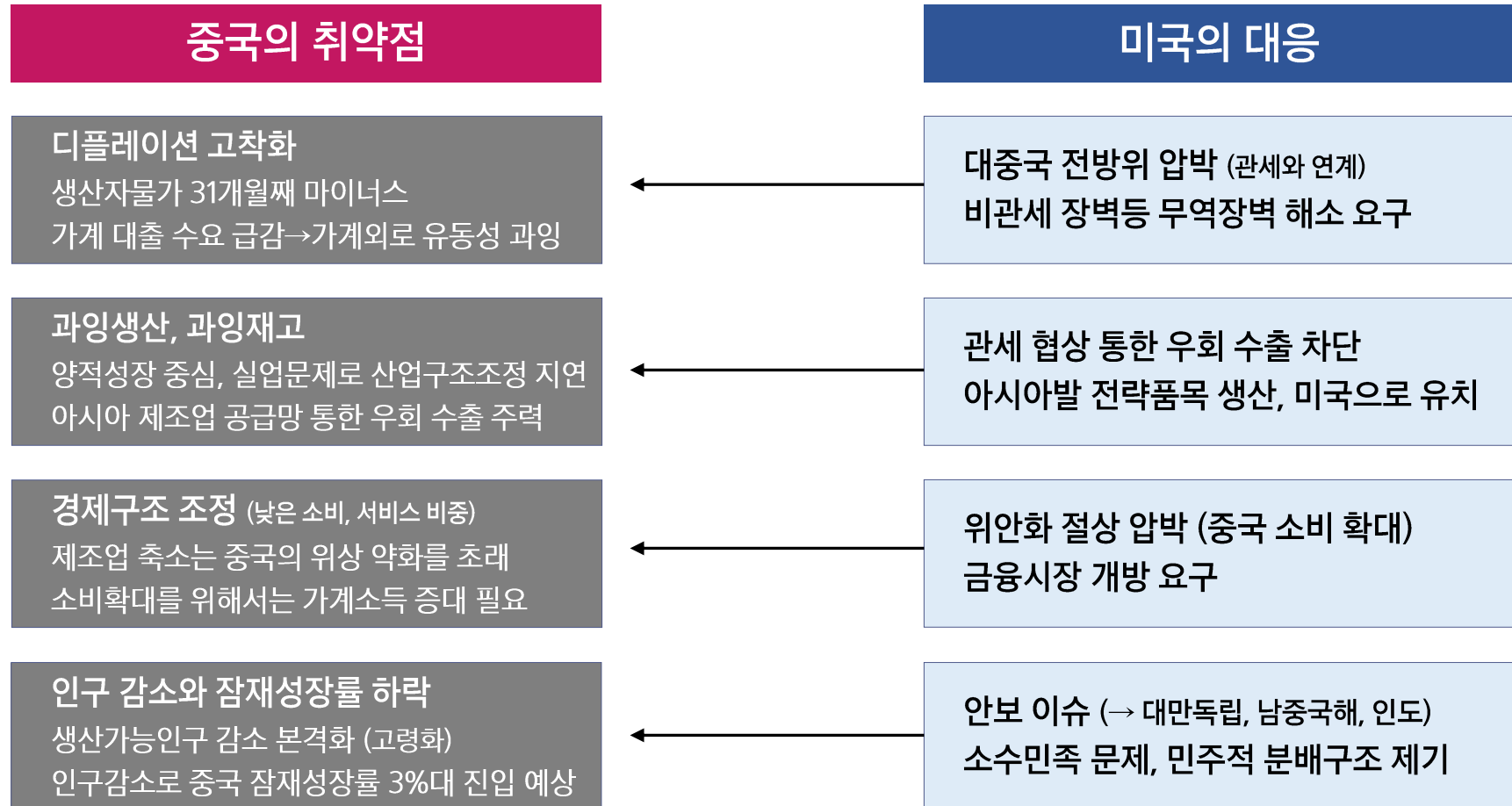
- 소비자 신용 (年 \$0.3~0.7조)

- 부의효과 (주식/부동산)

국민총지출	29,724 (십억\$)	(비중,%)
개인소비	20,255	68.1
상품	6,355	21.4
서비스	13,901	46.8
고정자산 투자	5,275	17.9
재고투자	14	0.0
순수출	△920	-3.1
수출	3,221	10.8
(상품)	(2,058)	(6.9)
(서비스)	(1,163)	(3.9)
수입	4,141	13.9
(상품)	(3,289)	(11.1)
(서비스)	(852)	(2.9)
정부지출	5,100	17.2

자료: CEIC, '24년말 명목기준, 삼성자산운용 리서치센터

미·중 패권전쟁 1st Round 중국의 취약점과 미국의 대응



자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

중국의 약점 ① 디플레 심화, 가계 구매력 약화

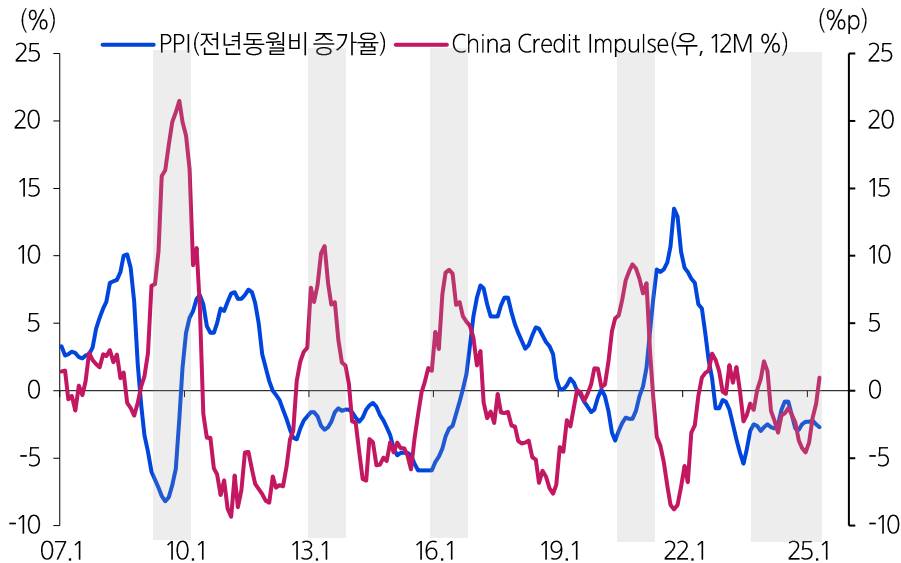
* 소비자물가 0%, 가계의 대출수요 급감

중국 생산자 물가는 31개월째 마이너스, 최근 신용증가에도 디플레 지속 이례적

신용증가(사회용자 총액, 위안화 대출)의 절대 규모는 증가했지만 기업부실 처리 및 지방정부 리파이낸싱에 대부분 투입

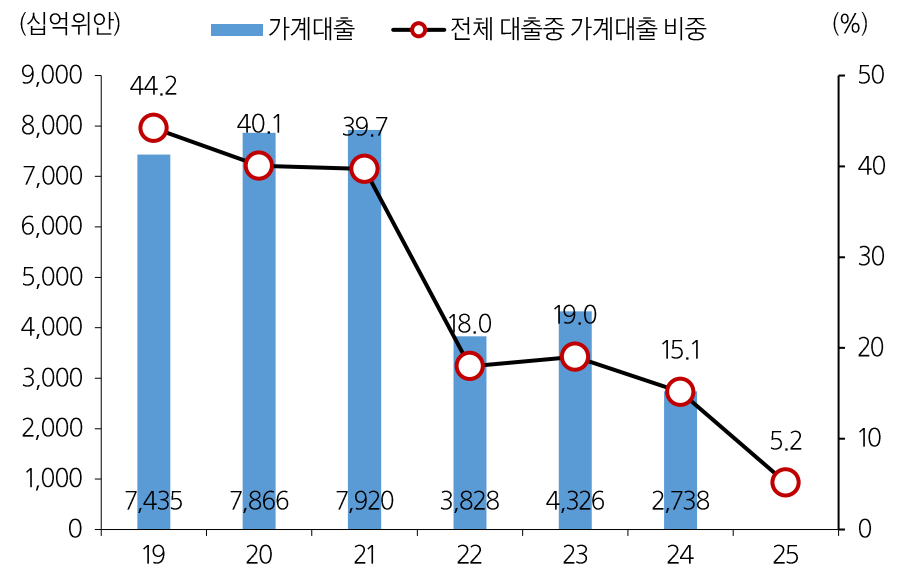
가계의 대출 수요 급감이 디플레 심화 신용증가 가계의 대출 비중은 '19~21년 40% 수준에서 10%로 급락

신용증가에도 생산자물가 31개월 연속 마이너스



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

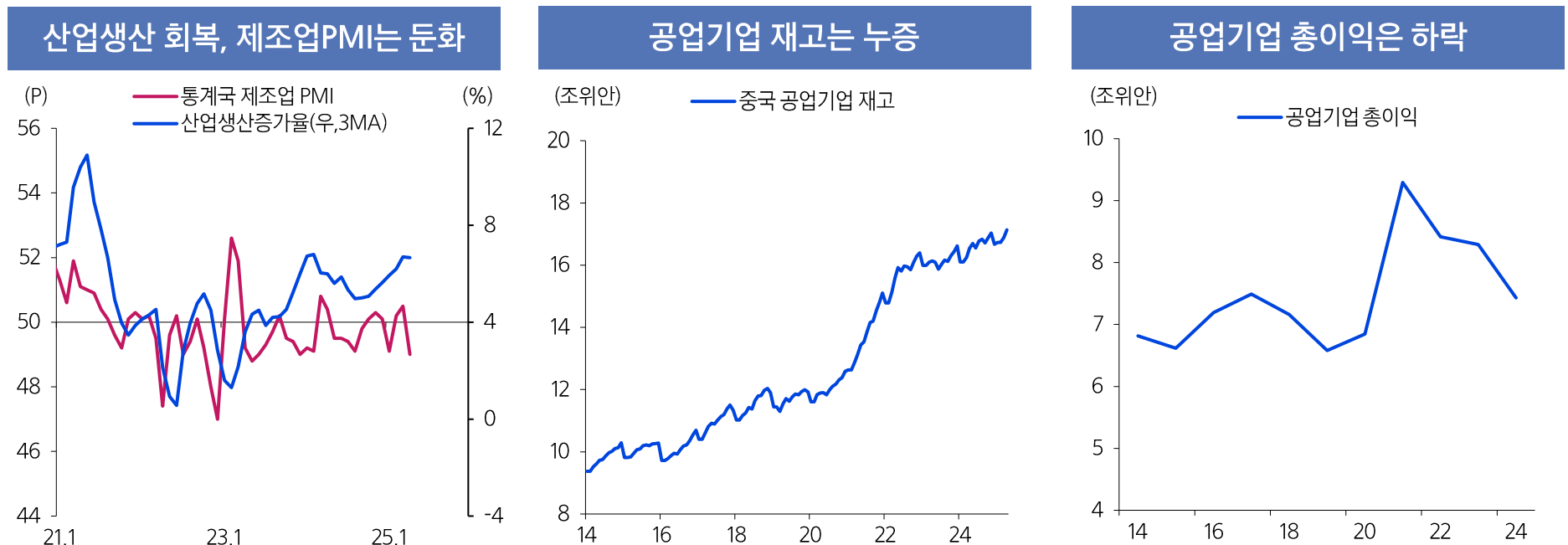
가계의 대출수요 부진은 지속



중국의 약점 ② 과잉생산, 과잉재고 중국 디플레가 지속되는 이유

산업생산 증가로 1분기 성장률 예상 상회, 재고누증 및 수익 악화는 더 심화

- 중국 산업생산 6% 증가, 제조업 서베이 지표는 4월에 다시 급락
- 과잉 생산된 기업 재고는 지속적으로 증가, 기업 이익 둔화로 연결



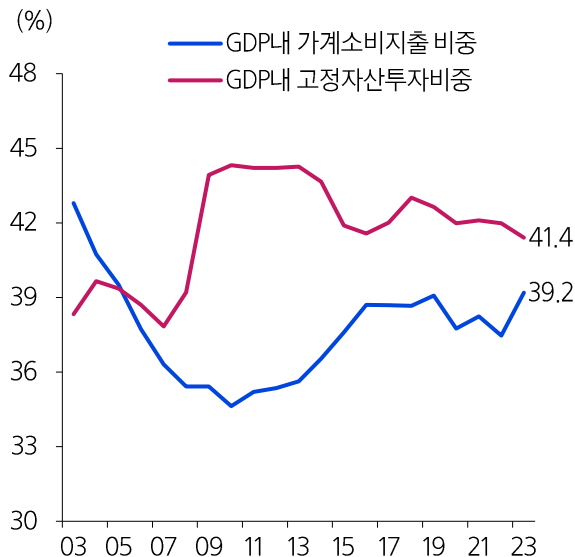
자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

중국의 약점 ③ 험난한 중국夢 중국 경제 구조는 10년째 제자리 (낮은 소비비중, 서비스비중)

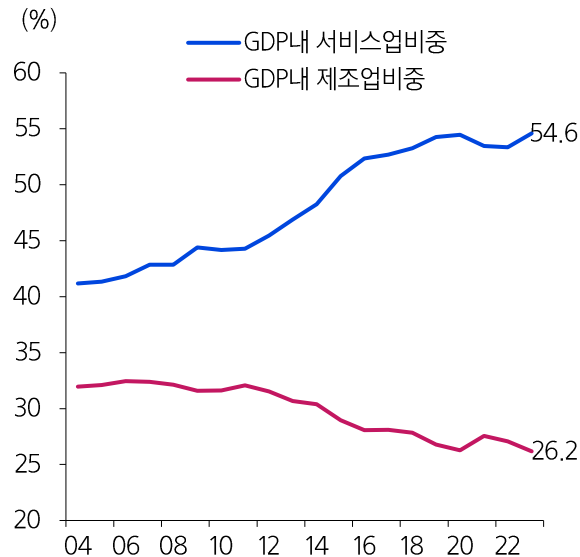
투자/수출 중심에서 내수/소비 중심 경제로의 전환을 시도했으나 효과는 미미

- 중국 GDP내 가계소비 비중 39%, 투자는 41%로 여전히 높아. 서비스업 비중도 50%대에서 정체
- 가계소비 비중이 낮은 이유는 GDP 소득구조에 기인. **비용자보수(임금), 기업이익(국유기업), 세금(정부)간 조정 실패**

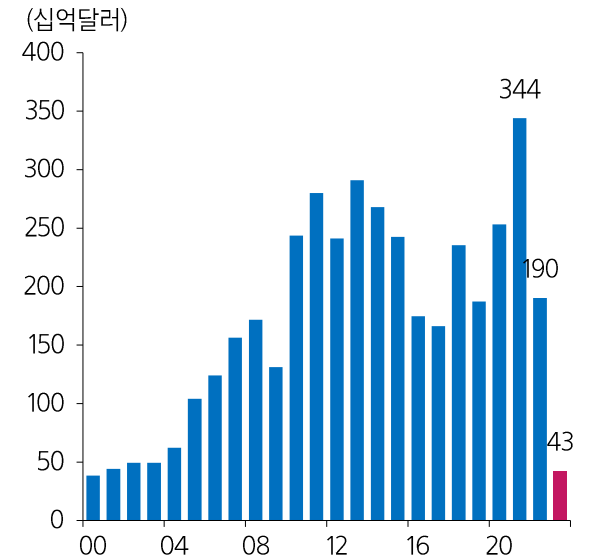
소비, 투자 구조 변화 실패



제조업 비중 여전히 높고



패권전쟁에 외국인투자 급감



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

중국의 약점 ③ 험난한 중국夢 중국의 소득, 지출, 산업구조

중국 소비자 : 소비지출 확대보다 예비적 저축을 늘리고 있음 (→ 소비 부진으로 연결)

['20년 기준 비교]

'20년 국내총소득	101.6 (조위안)	(비중,%)
근로소득	53.0	52.1
세금	8.9	24.3
순영업이익	24.6	8.8
투자(감가상각)	15.1	14.8

※ 저축의 역설

명목근로소득 53조위안

개인소비지출 39.5조

→ 잉여소득 저축으로

'20년 GDP 지출	104.2 (조위안)	(비중,%)
개인 소비 지출	39.5	37.9
정부 지출	18.2	17.5
고정자산 투자	43.3	41.6
재고투자	0.7	0.7
순수출	2.4	2.3

'23년 GDP 지출	129.4 (조위안)	(비중,%)
개인 소비 지출	51.2	39.6
정부 지출	22.2	17.21
고정자산 투자	52.3	40.5
재고투자	0.9	0.7
순수출	2.7	2.1

['24년 기준]

국내총생산	134.9 (조위안)	(비중,%)
1차 산업	9.1	11.3
2차 산업	49.2	11.3
제조업	33.6	24.9
건설업	9.0	6.7
3차 산업	76.6	56.7
도소매업	13.8	10.2
운송/보관/우편	5.9	4.4
호텔/케이터링	2.5	1.8
금융중개업	9.8	7.3
부동산	8.5	6.3
정보통신	6.3	4.7
임대/사업서비스	5.78	4.2
기타	23.2	17.2

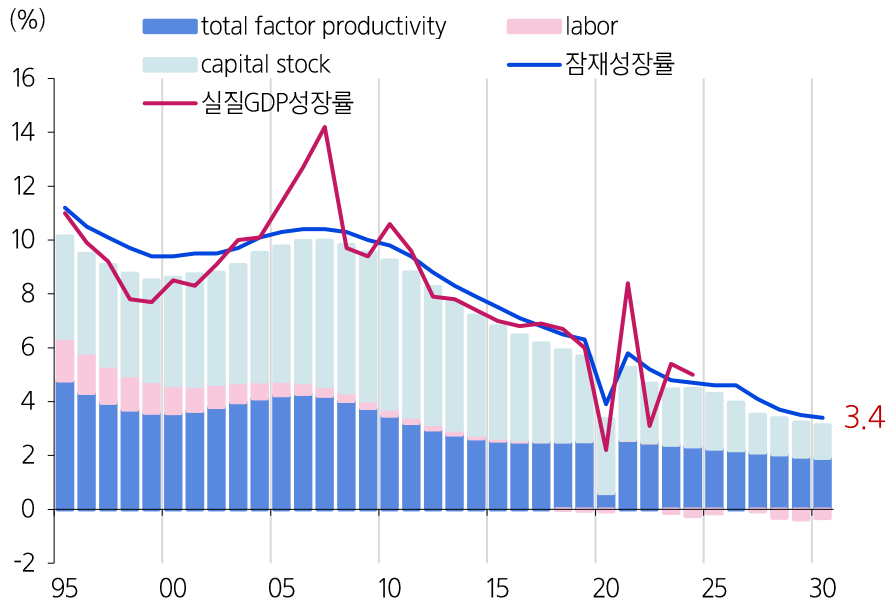
자료: CEIC, '24년말 명목기준, 삼성자산운용 리서치센터

중국의 약점 ④ 인구감소와 잠재성장률 하락

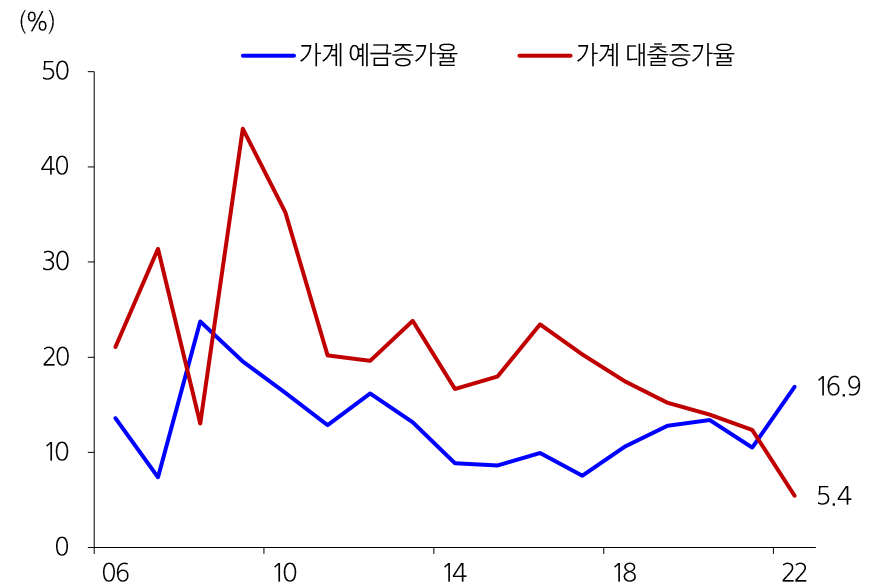
중국의 잠재성장률은 3년후 3%대 진입 (→인구감소의 영향 본격화)

- 시진핑 집권 이후 경제 효율화를 통한 경기 연착륙 시도. 대내외 변수(코로나, 미국규제)로 구조 변화 미흡
- 중국 가계는 대출을 줄이고 예금을 급격히 늘리면서 대응

중국 잠재성장률 2030년 3%대로 ('24년 실질성장률 5.0%)



중국 가계, 대출 줄이고 예금 크게 늘려



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

트럼프 고율관세 파급 경로 금융시장 충격(4월) → 정책 조정(4~6월) → 매크로 둔화(3분기)

	1분기	2분기	하반기
관세	관세 예고 및 압박 대중 관세 20% ↑ 4.2일 관세 부과 예고	보편관세, 상호관세 부과 상호관세 90일 유예 미·중 합의, 협상 재개	관세 부과 지속 보편관세 10% 유지 + 품목별관세 전략품목 관세 본격화
금융시장	유럽,중국(항생) 주가 호조 미국, 일본, 빅테크 부진	주가 하락 (△19%) 후 회복 달러 패권 약화 흐름 (금리상승, 달러약세)	주가 박스권 흐름 6~7월 관세/경기둔화 마찰음 하반기 대비 : 미국,인도,일본
통화정책	중국/유럽 경기부양 대응 미국, 재정효율화, 물가안정 대응	연준 금리인하 지연 트럼프, 연준 대립 지속 (통화정책 불확실성 확대)	연준 9월 금리인하 재개 연준 경기후행적 대응 예상 (통화정책 불확실성 확대)
매크로	관세 대비 수입 급증 미국 성장률 부진 ↔ 중국 호조	유예기간 추가 설정으로 2Q 성장률 회복 강도 제한 (재고 확보 목적 수입 수요 지속)	6월부터 관세 영향 가시화 미, 소비지출과 상품물가 주목 중국, 수출 둔화/재고 증가 예상

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

관세 정책 경로 세수확보 목적 보편관세/상호관세 (법적 논란 제기) → 전략품목 관세에 초점을 맞출 듯

미국 관세 정책 방향 (선택과 집중 예상)

① 전략품목 관세 (국가안보 연계) → **미국으로 생산유치(리쇼어링)**

철강/알루미늄 25%(3.12일)

자동차 25%(4.3일, 부품은 일부 유예, 영국 수입물량 쿼터제 도입)

제약(조사중), 반도체/전자부품 (조사중)

② 보편관세 10% (4.9일 시행) → **관세수입 확보, 국내생산 지원**

③ 국가별 상호관세 → **무역흑자 축소 등 불균형 시정 목적**

→ **상호관세 부작용 확인**(미국 공급망 타격), **협상카드로 국한**

→ **보편관세는 당분간 유지** (관세수입으로 재정적자 일부 보전)

→ **전략품목 관세는 적극 활용** (제조업 부흥에 필수)

※ 전략품목(자동차, 반도체) 비중은 높은 한국에 부정적(대미 흑자 축소)

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

관세율 상승과 미국 경제 영향

미국 평균관세율 15%로 상승

(’25.1월말 2% → ’25.5월 15%)

관세율 13%p 인상 영향

→ (2~3년간) **GDP △1.8%**

근원PCE물가 +1.2%

* ’18년 미·중 무역분쟁 사례를 통해 추정
(출처: 미국 연준 의사록)

'25년 하반기 금융시장 전망

하반기 매크로 View

글로벌 매크로 (성장률) 1분기 성장률, 미국과 한국 역성장 기록

잠재성장률은 국가별 기초체력
생산성, 인구, 자본투입으로 산출

주요 지표		'22년	'23년	'24년	'25년 성장률 추정치					'25년 1분기 성장률	comment	IMF 전망		잠재 성장률 (IMF)
					25.1월	2월	3월	4월	5월			25.1월	25.4월	
성장률	미 국	2.5%	2.9%	2.8%	2.2%	2.3%	1.9%	1.4%	1.4%	△0.3%	글로벌IB 성장률 전망 하향, 골드만삭스 +1.0% 전망	2.7%	1.8%	1.8%
	한 국	2.8%	1.4%	2.1%	1.7%	1.6%	1.6%	1.3%	1.0%	△0.2%	3Q, 4Q 전분기비 0.1% 성장에 이어 25.1Q △0.2% 역성장	2.0%	1.0%	2.2%
	유로존	3.5%	0.4%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	+0.3%	금리인하, 재정정책에도 불구하고 성장률 하향 조정 지속	1.0%	0.8%	1.3%
	일 본	0.9%	1.4%	0.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.0%	0.8%	△0.2%	전년도 역성장장에서 벗어나 잠재성장률 이상의 성장 예상	1.1%	0.6%	0.7%
	중 국	3.1%	5.4%	5.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.2%	4.2%	+1.2%	부양책으로 소비 일부 회복, 투자/부동산/대출 부진은 지속	4.6%	4.0%	4.5%

* 1분기 성장률: 미국 전분기비 연율, 한/유럽/일본/중국 전분기비

미국/한국/일본 1분기 역성장 : 미국 △0.2%(수입급증), 한국 △0.2%(투자/내수부진) 일본 △0.2%(통상압박 이슈)

① 미국 성장률 직전 3년 평균 2.7%에서 1.4% 전후로 둔화 예상 미국 잠재성장률 1.8% 하회

※ 1분기는 관세에 따른 일시적 수입 급증으로 부진, 하반기는 핵심지표인 소비, 고용의 둔화 가능성 大

② 한국 성장률 전년 2.1%에서 올해 1% 전후로 큰 폭 하향 금리 3회 인하 및 2차 추경(15~25조 예상) 불가피

③ 유럽 잠재성장률 하회 지속, 중국은 4월 고율 관세 부과 후 성장률 하향

자료: Bloomberg 컨센서스(5.27일), IMF(WEO 2025.4월), 삼성자산운용 투자리서치센터

글로벌 매크로 (물가) 관세의 물가 영향은 아직 제한적. 중국은 디플레 상황 심화

주요 지표		'22년	'23년	'24년	'25년 추이				comment	IMF 전망		물가 목표
					25.1월	2월	3월	4월		25.1월	25.4월	
물가	미CPI (기말)	6.5%	3.4%	2.9%	3.0%	2.8%	2.4%	2.3%	1월 기점으로 물가 둔화, 상반기 2%초반까지 둔화	2.0%	3.0%	2.0%
	미 근원PCE	4.9%	2.9%	2.9%	2.7%	3.0%	2.6%	2.5%	근원 물가는 서비스 가격 둔화로 예상 하회			2.0%
	한국 CPI	5.0%	3.2%	1.9%	2.2%	2.0%	2.1%	2.1%	환율 상승 영향으로 전망치 상회했으나 2% 초반 유지		1.8%	2.0%
	유로존 CPI	9.2%	2.9%	2.4%	2.5%	2.3%	2.2%	2.2%	2%초반에서 안정, 전월비 상승했으나 기저효과 영향	2.1%	2.1%	2.0%
	일본 CPI	4.0%	2.6%	2.7%	4.0%	3.7%	3.6%	3.5%	식품가격 상승으로 물가 상승, 임금/물가 선순환 신호		2.4%	2.0%
	중국 CPI	1.8%	△0.3%	0.1%	0.5%	△0.7%	△0.1%	△0.1%	물가 둔화 지속, 수요 부진에 따른 디플레 상황 심화	0.8%	0.0%	3.0→2.0%

* CPI (Consumer Price Index, 소비자물가지수)

* PCE (Personal Consumption Expenditures, 개인소비지출), 근원PCE는 변동성 큰 식품, 에너지 제외 물가 → 미국 중앙은행은 근원PCE 물가를 물가 참조 지표로 활용

① 미국 CPI는 2.3%까지 하락, 근원PCE 물가도 둔화 관세 영향을 받는 상품물가 상승에도 비중이 큰 서비스물가 둔화에 기인

미국 4월 CPI +2.3% : 상품(19%占) +0.1%, 서비스(61%) +3.6% * 서비스물가 추이 4.6% → 4.4 → 3.6
'23년말 '24년말 '25.4월
기타 비중 : 식품 13%, 에너지 7%

※ 실제 물가는 2%대 유지하고 있으나 관세 불확실성으로 기대물가는 높게 유지 (미 뉴욕연준 1년 기대물가 3.6%)

② 한국 물가는 2% 초반에서 안정화 환율 하락, 저유가에 따른 수입물가 하락 영향

③ 중국은 디플레 상황 지속 소비자물가 26개월째 0%대, 생산자물가 31개월 연속 마이너스('25.4월 △2.7%)

자료: Bloomberg 컨센서스(5.27일), IMF(WEO 2025.4월), 삼성자산운용 투자리서치센터

글로벌 매크로 (통화정책) 미국은 금리 동결, 유로존/한국은 금리인하 지속

주요국 기준금리		'22년	'23년	'24년	'25년 추이					comment	시장 컨센서스		10년 국채 금리
					25.1월	2월	3월	4월	5월		'25년말	'26년말	
통화 정책	미국 기준금리	4.5%	5.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	금리동결 중이나 물가 및 경기 둔화 감안시 9월 인하 예상	3.8%	3.33%	4.53%
	한국 기준금리	3.25%	3.5%	3.0%	3.0%	2.75%	2.75%	2.75%	2.5%	8월/11월 추가 2회 인하 예상 (1Q 역성장으로 인하폭 확대)	2.0%		2.77%
	유로존 기준금리	2.0%	4.0%	3.0%	2.75%	2.75%	2.5%	2.25%	2.25%	7회 175bp인하(4.0%→2.25), 추가 1~2회 인하 예상	1.75%		2.61%
	일본 기준금리	△0.1%	△0.1%	0.25%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	물가상승으로 금리인상 압력 높으나, 통상 이슈로 인상 지연	0.65%		1.51%
	중국 대출금리	4.3%	4.2%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	5월, 기준율 인하와 중앙은행 대출금리 인하			1.66%
	QT(연준자산, \$조)	\$8.55	\$7.80	\$6.90	\$6.86	\$6.82	\$6.79	\$6.78	\$6.78	3월 국채 QT 50억달러로 축소, 하반기 종료 예상			

* QT(Quantative Tightening) : 미국 중앙은행 유동성 회수 위한 통화 정책 수단(중앙은행 보유 국채 만기시 재투자 하지 않고 상환, 결국 중앙은행 자산은 축소)

① 미 연준, wait & see 입장(관세 영향 확인까지 시간 필요) → 하반기 고용, 소비 둔화 확인 후 인하 (연 2회, 9,12월)

※ 소비/고용 둔화가 금리인하 재개의 트리거, 금리인하 재개시 1% 내외 인하 예상(최종금리 3.25~3.5%)
'25년, '26년 각 50bp 인하

② 한국 1분기 역성장, 연간 1% 내외 성장 예상 → 기준금리 추가 2회 인하 예상 (연말 2.0%)

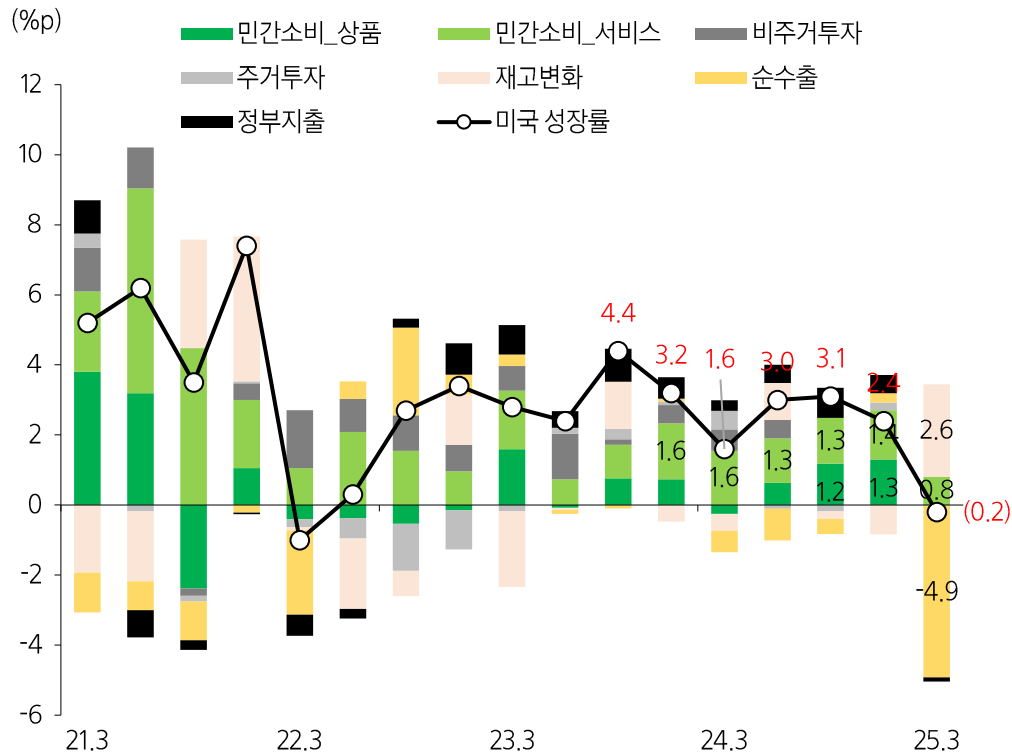
③ 중국은 기준율 인하 등 통화 부양정책 지속 실시에도 가계의 대출 수요 증가는 미미한 상황 (디플레 환경)
* 은행 지급준비율 (9.5→ 9.0%로 50bp 인하, 5.15일 적용)

자료: Bloomberg 컨센서스(5.27일), IMF(WEO 2025.4월), 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 경제 1분기 역성장 순수출/재고발 변동성, 핵심은 소비가 약해지고 있다는 점

관세로 인한 수입급증으로 미국 1분기 성장률 역성장, 관세유예로 순수출 변동성은 지속 예상

미국 성장률 추이 : 순수출 부진으로 1분기 0.2% 역성장



① 1분기 순수출 성장 기여도 $\Delta 4.9\%p$
1분기 수입 37.9% 급증, 수출증가는 2.4%에 그쳐
수입확대 따른 재고 축적으로 재고기여도 +2.6%

② 정부지출 기여도도 $\Delta 0.1\%p$ 기록
재정 지출 효율화로 1분기 정부지출 $\Delta 0.7\%$ 기록

③ 소비는 견조하나 전년대비 둔화
직전 3년 민간소비 +2.8% → 1분기 1.2%로 둔화

→ 순수출/재고 변동성 지속

→ 소비 둔화 가시화되는 점이 부담요인

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

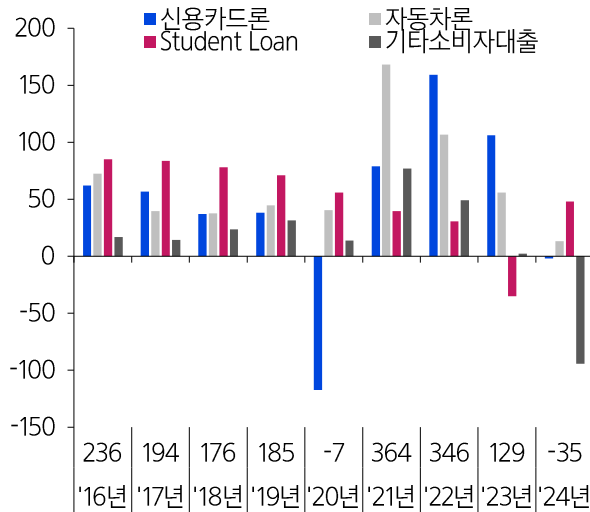
약해지는 미국소비 환경 고용(임금소득)은 양호하나 소비자신용, 부의효과, 재정은 동시에 약화

직전 3년 실질 민간소비 증가율 +2.8%, 미국경제 고성장 견인 → 1분기 1.2%로 둔화

- ① 미국 소비자 신용은 팬데믹 이후 월 \$700억 급증 → '23년 이후 월 \$300억 수준으로 감소
- ② 지난 4년 주식시장 호황도 소비에 긍정적 → 주가 정체 또는 하락시 부정적 가계자산내 주식 39%, 연금 25%
- ③ 재정지출 내 소득보장 지출 급감, 이자지출은 급증 소득보장 주요 항목 : 실업수당, 저소득층 소득지원, Food stamp 등

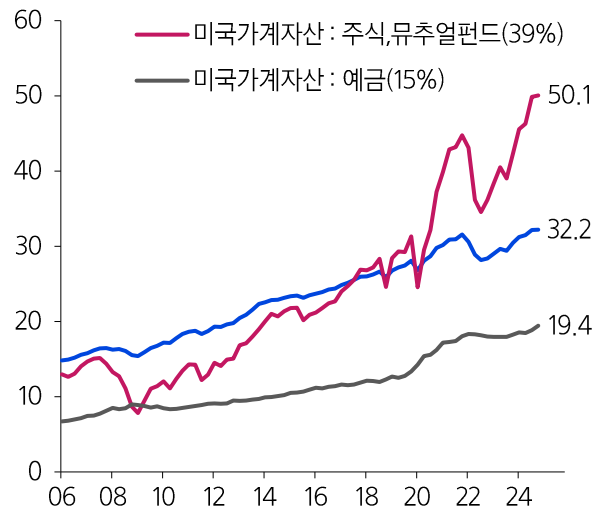
① 미국 소비자 신용 둔화

(年증감, \$십억) 미국 소비자신용 부분별 연간 증감



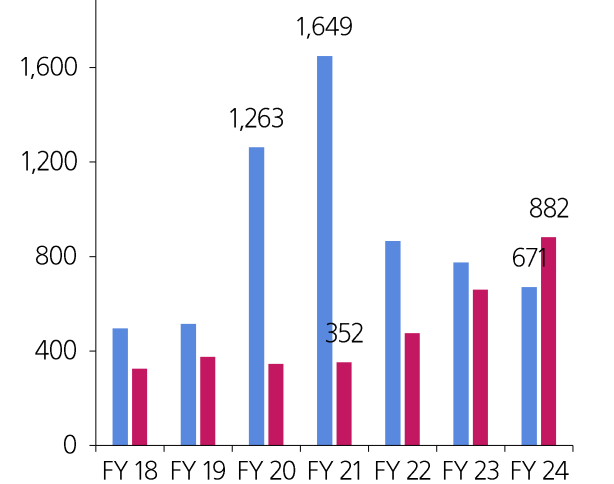
② 가계자산 64%는 주식과 연금

(조달러) 미국가계자산 : 연금(25%)
미국가계자산 : 주식,뮤추얼펀드(39%)
미국가계자산 : 예금(15%)



③ 재정지출 내 소득보장 축소

(\$십억) 미국 정부 소득보장 지출
미국 정부 이자 지출



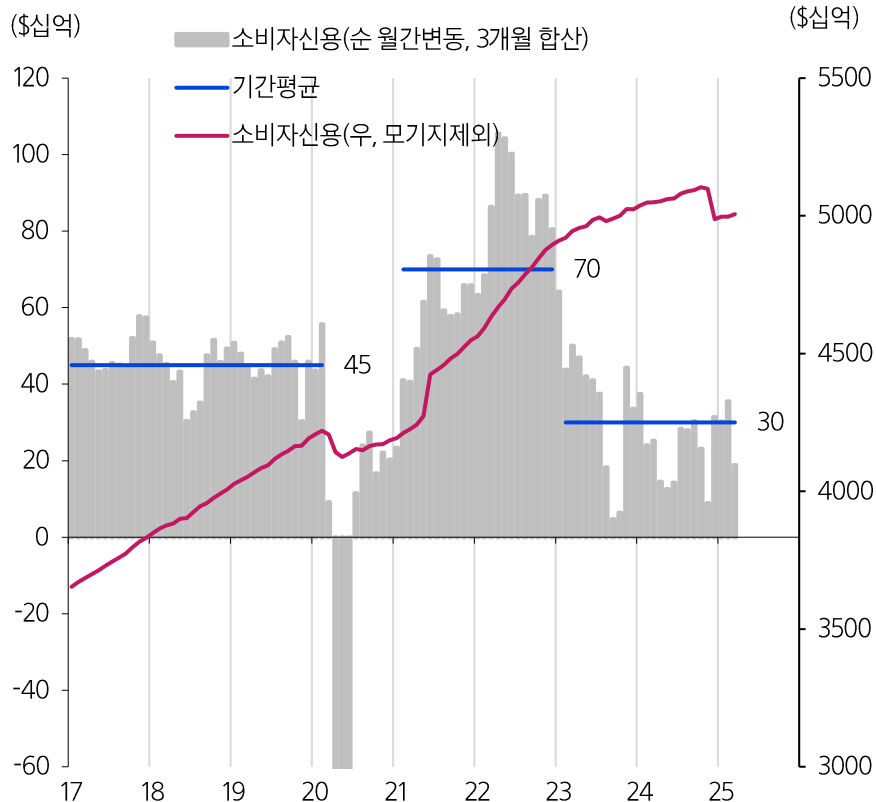
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

약해지는 미국소비 환경

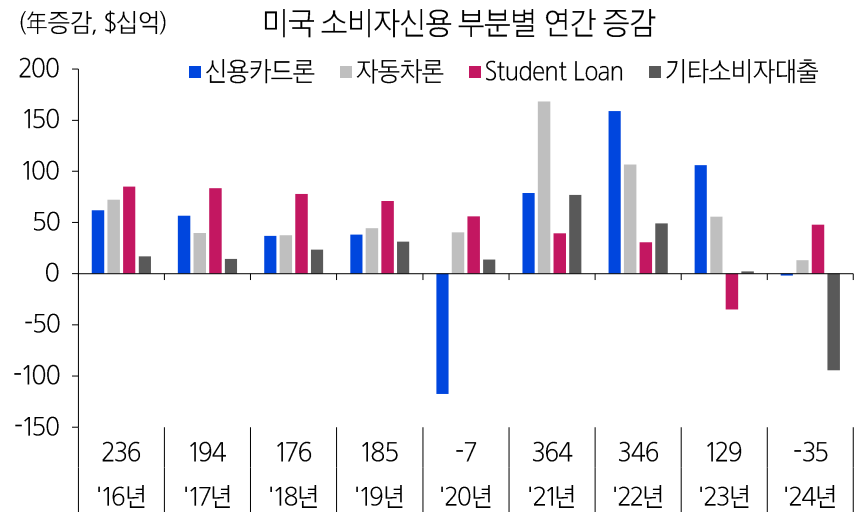
소비를 지탱했던 소비자 신용 약화 (→신용카드, 학자금 대출 연체율 상승)

23년 하반기 이후 소비자 신용은 레벨 다운 '21~22년 월 평균 700억 → '23년 하반기 이후 300억 수준으로 감소

미국 소비자 신용 추이 및 월 증감



	비중(%) (24년말)	미국 소비자신용 잔액(십억\$)			
		'16년말	'19년말	'23년말	'24년말
신용카드론	26	960	1,092	1,319	1,317
자동차론	31	1,062	1,184	1,555	1,569
학자금 대출	36	1,405	1,638	1,729	1,777
기타소비자대출	7	209	278	420	326
총계		3,636	4,192	5,024	4,989



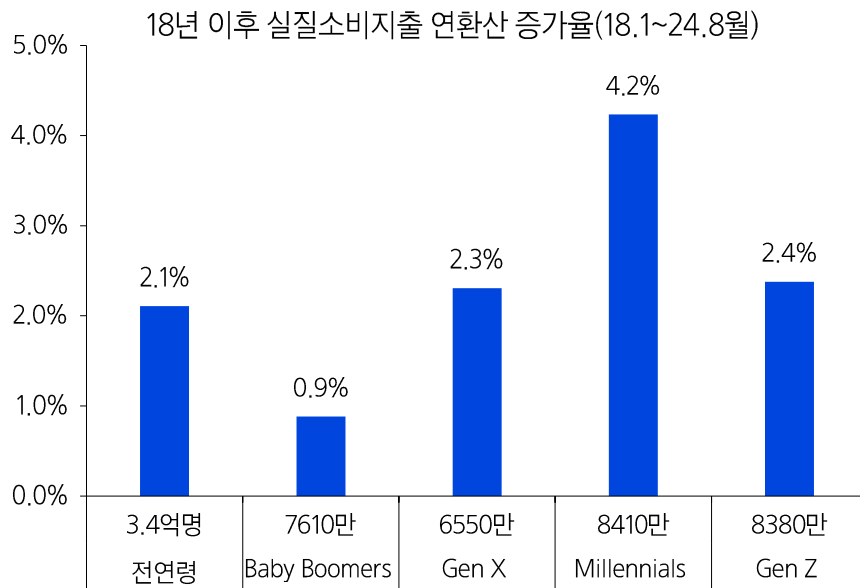
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 리서치센터

약해지는 미국소비 환경 연체율 상승은 미국 소비를 이끌었던 밀레니얼 소비지출에 부정적

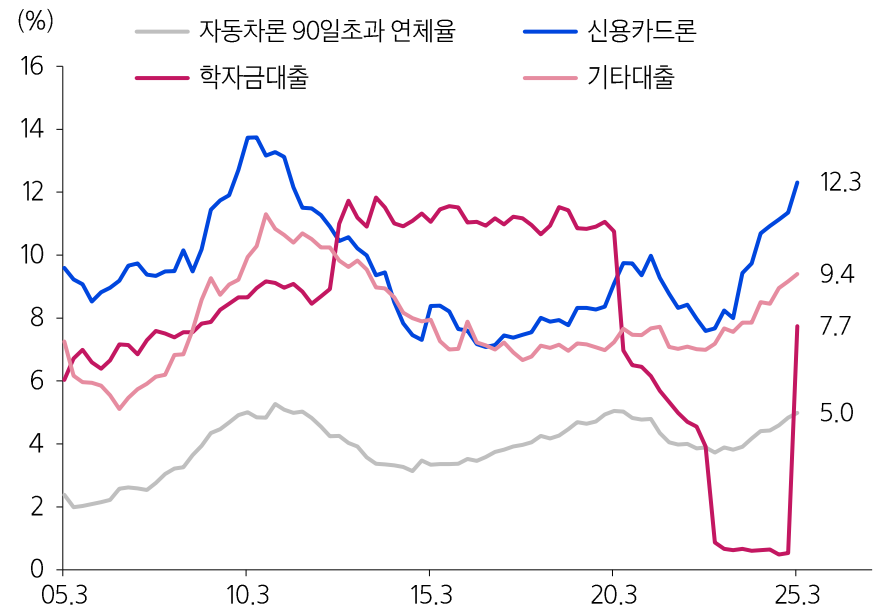
밀레니얼 세대(8,400만)의 강력한 소비지출은 약화될 듯

- '18년 이후 미국 소비지출 증가의 핵심 주체는 밀레니얼, 베이비부머의 역할은 제한
- 학자금 연체 유예기간 종료후 연체율 급등 (잔액 \$1.7조, 대출자 4270만명), 신용카드 연체율도 상승 중

미국의 세대별 실질소비 : 밀레니얼이 주도



미국 소비자 신용 연체율 추이 : 학자금 연체율 급등

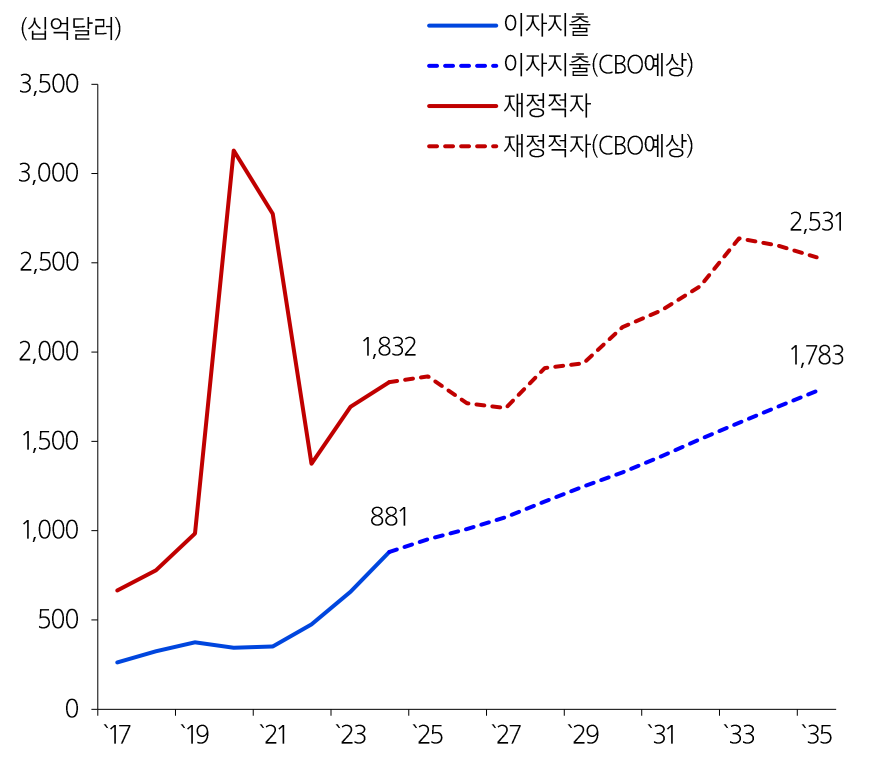


자료: Fed notes, Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

높아진 이자 부담, 정부 재정지출 효과 제약 금리 상승으로 미국정부 이자지출 급증

미국 재정적자 \$1.8조, 이자지출 \$0.9조로 48% 비중, ‘35년에는 재정적자의 70%수준까지 상승

재정지출 내 이자부담은 계속 증가



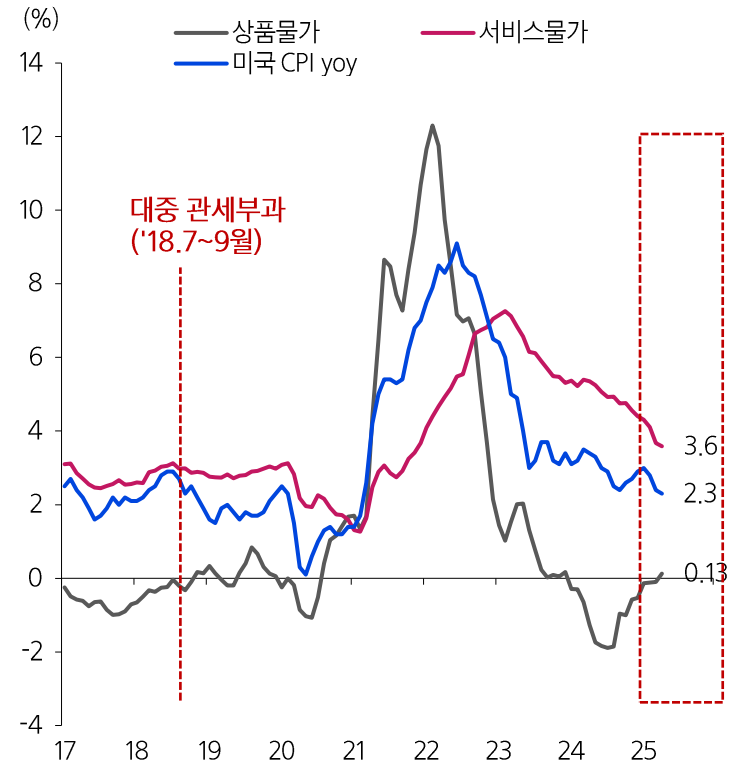
자료: CBO(의회예산국) 추정치, 삼성자산운용 리서치센터

미국 재정지출 항목별 비교	비중 (%)	24.1~4월 재정지출	25.1~4월 재정지출	증감 (\$십억)	증가율 (%)
사회보장 지출	22.6	486.8	533.4	46.6	9.6
순이자	14.3	298.6	337.2	38.6	12.9
메디케어	13.4	296.8	317.8	21.0	7.1
건강	13.1	293.3	308.9	15.6	5.3
소득보장	12.1	271.9	285.6	13.6	5.0
국방	11.6	259.3	274.2	14.9	5.7
퇴역군인서비스	4.6	102.4	108.2	5.7	5.6
교육/고용/사회서비스	2.4	77.7	57.5	-20.2	-26.0
운송	1.7	37.6	41.0	3.4	9.0
커뮤니티/지역개발	1.2	18.4	29.4	11.1	60.4
사법행정	1.2	28.1	29.4	1.3	4.8
천연자원/환경	0.9	18.0	20.8	2.8	15.5
농업	0.7	10.8	16.6	5.7	52.6
외교	0.6	19.8	15.1	-4.7	-23.8
일반과학/우주기술	0.5	12.6	12.9	0.2	1.8
일반예산	0.5	4.1	11.3	7.2	175.0
에너지	0.2	4.7	5.7	0.9	19.5
세 출	100.0	2201.7	2365.3	163.6	7.4
세 입		1856.7	2027.5	170.8	9.2
재정적자		-345.0	-337.8	7.2	-2.1
차 입		540.8	18.0	-522.8	-96.7

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

관세 영향 받는 상품물가(비중 19%) 상승, 서비스물가(비중 61%)는 둔화

CPI (yoy %)	비중(%)	20년	21년	22년	23년	24년	25.4월
All items	100.0	1.4	7.0	6.5	3.4	2.9	2.3
Food	13.6	3.9	6.3	10.4	2.7	2.5	2.8
에너지	6.6	-7.0	29.3	7.3	-2.0	-0.5	-3.7
Core	79.8	1.6	5.5	5.7	3.9	3.2	
상품	18.8	1.7	10.7	2.1	0.2	-0.5	0.1
가정용품	3.5	2.9	7.4	7.3	-0.9	-0.9	0.3
의류	2.5	-3.9	5.8	2.9	1.0	1.2	-0.7
운송	6.1	5.0	21.8	-0.9	0.0	-1.2	0.8
(신차)	3.7	2.0	11.8	5.9	1.0	-0.4	0.3
(중고차)	1.9	10.0	37.3	-8.8	-1.3	-3.3	1.5
의료	1.5	-2.5	0.4	3.2	4.7	0.5	1.0
여가	2.1	-0.2	3.3	4.1	-1.2	-1.5	-1.8
교육/통신	0.9	-2.5	0.2	-10.1	-7.2	-6.1	-5.3
주류	0.9	2.8	2.3	5.8	2.5	1.4	1.8
기타상품	1.4	1.8	4.6	7.2	4.6	2.7	3.2
서비스	61.0	1.6	3.7	7.0	5.3	4.4	3.6
주거	36.2	1.8	4.1	7.5	6.2	4.6	4.0
의료	6.5	2.8	2.5	4.1	-0.5	3.4	3.1
운송	6.3	-3.5	4.2	14.6	9.7	7.3	2.5
여가	3.3	1.6	3.3	5.7	5.6	2.7	3.6
교육/통신	5.0	2.3	1.7	2.4	1.3	1.8	1.2
기타서비스	1.5	2.9	4.3	5.5	6.4	3.7	3.9

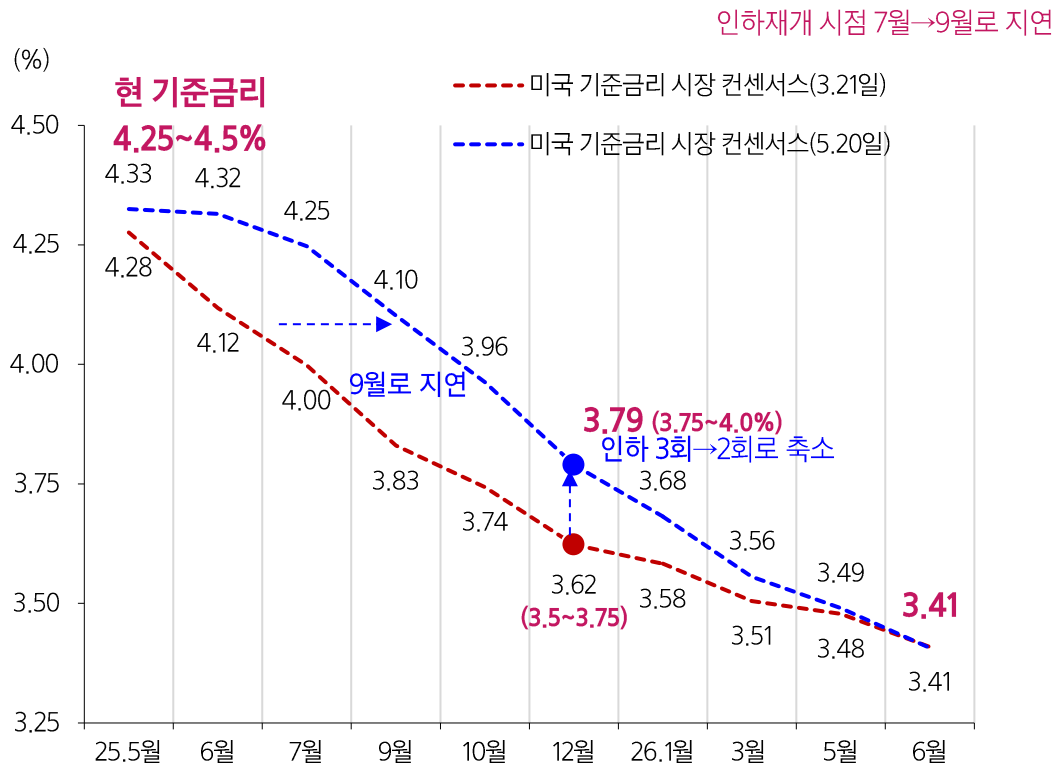


자료: Bloomberg, FRED, 삼성자산운용 리서치센터

미국 기준금리 전망 연준의 금리동결 스탠스 지속, 높은 금리 지속시 주가 추가 상승 제한

관세로 인한 불확실성 증가, 실물지표 확인까지 시간 필요 → 미국 연준, Wait & See 스탠스

미국 기준금리 컨센서스 : 인하 기대 축소(연 2회, 3.75~4.0%)



기준금리 최고/최저 '24년말 '25.5월 '25년말(e)

미 국	5.5% → 4.5 → 4.5 → 4.0 (2회)
한 국	3.5% → 3.0 → 2.75 → 2.0 (3회)
유 럽	4.0% → 3.0 → 2.25 → 1.75 (1~2회)
일 본	△0.1% → 0.25 → 0.5 → 0.65

① 연준, 기준금리 4.5% 동결 지속
불확실성 증가했지만 경기둔화 증가는 아직 미미

② 시장의 금리인하 기대는 2회로 축소
금리인하 시점도 7월에서 9월로 지연

→ 9월, 경기지표 확인 후 금리인하 예상

- 소비/고용 둔화 예상, 하반기 2회 인하
 - 민간 소비지출 둔화 +2.8%('24년) → +1.2%('25.1Q)
 - 고용 초과수요 정상화 (227만 → 62만 → 10만)
- '23년말 '24년말 '25.4월

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

House View (매크로 뷰) 성장률 전망 하향, 미국 물가 소폭 상향, 미 기준금리 2회 인하 유지

주요 지표		실제치			전망	'25년 컨센서스	
		'22년	'23년	'24년(E)	'25년(E)	IMF	Bloomberg
경 기	미국 (GDP 성장률, 전망)	2.5%	2.9%	2.7%	1.8→1.4%	2.7→1.8%	1.3%
	유로존 (GDP 성장률, 전망)	3.5%	0.4%	0.7%	1.0→0.9%	1.0→0.8%	0.8%
	한국 (GDP 성장률, 전망)	2.8%	1.4%	2.0%	1.6→1.1%	2.0→1.0%	1.3%
	중국 (GDP 성장률, 전망)	3.1%	5.4%	5.0%	4.3→4.1%	4.6→4.0%	4.5%
물 가	미국 CPI (기말)	6.5%	3.4%	2.9%	2.5→2.8%	3.0%	3.2%
	미국 Core PCE (기말)	5.0%	3.1%	2.8%	2.3→2.7%		2.8%
통화정책	미국 기준금리	4.5%	5.5%	4.5%	4.0%		4.0%
	한국 기준금리	3.25%	3.5%	3.0%	2.0%		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%	4.1%		4.23%
	한국 국채금리 (10yr, 기말)	3.84%	3.18%	3.05%	2.4%		2.46%

① 미국 성장률 1.8%에서 1.4로 하향
관세 충격 예상되나 연착륙전망 유지
- 한국 성장률 1.1%로 하향
* 1분기 역성장 반영, 추경 총 30조 추정

② 미국 소비자물가
- 연말 CPI 2.8%, 근원PCE 2.7% 상향
관세 충격으로 상품물가 상승압력 있으나
서비스물가 둔화가 물가 상승 제한

③ 기준금리
- 미국 인하 2회 예상 유지
* 연준점도표 4.0, 시장 선물 3.5
- 한국 금리인하 추가 3회로 변경
(5월, 8월, 11월)
'25년말 기준금리 2.0%

자료: Bloomberg컨센서스(25.5.27일), IMF(25년 4월), 25년은 삼성자산운용 투자리서치센터 전망

'25년 하반기 금융시장 전망

하반기 House View

하반기 경기 및 금융시장 전망

	글로벌	국내
주요 이슈	• 미국 관세 및 고금리 불확실성 8월까지 지속 • 9월 이후 불확실성 완화(금리인하+경기부양) • 전략품목 관세(리쇼어링)+저금리 정책 집중	• 정치적 불확실성 해소, 2차 추경 실행 예상 • 정책조합(금리인하+재정)에도 1%초반 저성장 • 저성장 극복 위한 구조개혁/성장동력 모색
경기	미국 성장률 1.4% 전후 (전년 2.8%대비 둔화) 하반기 고용, 소비 둔화 (하반기 순수출/재고 변동성지속)	성장률 1.1% 예상 (2차 추경 15조원 감안 수치) 수출경기 회복 신호 있으나 관세협상 결과가 복병
정책	(통화) 연준, 3분기 금리 인하 재개 (재정) 3분기 감세안 확정 + 연준과 정책 공조 중요	(통화) 기준금리 추가 2회 인하 2.5 → 2.0% (8,11월) (재정) 2차 추경 규모(15~25조) 및 연내 조기 집행 여부 * '25년 1차 추경 14.8조(5.7일 국회 통과)
국고채 10年	4.0~4.7% 범위 등락(現 4.54%), '25년말 4.1% 예상	2.3~2.9% 범위 등락(現 2.77%), '25년말 2.3% 예상
주가	미국 박스권 상단 근접, 8월 이후 재상승(하반기 확대) * S&P500 6,000 (現 5,844) * 상단 6,300으로 상향	하반기 코스피 박스권 흐름 지속 2,300~2,800 (現 2,593)
환율	달러화 95~110박스권 (現 99.7), 하반기 점진적 강세	2분기 1,350원 수준 하락 → 하반기 1,400원대 복귀 * 실질실효환율 기준 적정수준 1,340원 (現 1,381원)

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

House View(자산시장 뷰 요약)

* 주요 자산 연간 밴드, 경로, 투자의견

	현재 (5.27)	'25년 하반기 전망 밴드	경로	투자의견	
				3개월	12개월
한국10년 국채금리	2.72%	2.3~2.9%	상저하고	O/W	O/W
미국10년 국채금리	4.45%	4.0~4.7%	상저하고	O/W	O/W
미국 S&P	5,921	5,300~6,300	상저하고	N	O/W
한국 코스피	2,637	2,300~2,800	상고하저	N	O/W
원/달러 환율	1,375	1,350~1,500	상저하고	1,410	1,430

[채권] 금리 하락 예상, 장기채 유효
연말 미국채 10년 4.1% 전후 (2회 인하 가정)
4.5% 전후 장기채 투자 유효
밴드 하단(3.9~4.1%)에서 단기채 확대 전략

[주식] 관세발 경기둔화, 박스권 예상
주가 조정시 미국, 인도, 한국 확대
미국 경기둔화 속 섹터는 바벨전략
(성장) AI SW/전력/휴머노이드
(규제완화) 금융
(방어) 유틸리티/필수소비재

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 (25.5.27일 기준)

House View기반 자산배분 전략

* Mega trend, 시기별 전략

Mega trend

① 채권 수익제고 역할 : 높아진 금리 수준 + 트럼프 발 변동성

② 탈세계화, 인구변화, 기술패권 수혜 : 미국 + 인도

③ 미-중 기술경쟁: AI 발전 가속 및 상용화

4%대 Yield 확보 : 미국 장기채
금리변동성 : 단기채 확대 병행

미국 (S&P500+나스닥100) + 인도
환율 구간 별 환헷지 투자 병행

미국 : AI SW + 전력 + 휴머노이드
중국 : Physical AI (휴머노이드)

단기 전망

① 관세의 경기영향 6~7월 가시화, 미국 추가상승 제한

② 미국10년 4.5% 이상 장기채 확대

③ 달러 약세, 무역 협상으로 원/달러 하락 예상

- 미국 지수형 분할 매수
- 수급 악화로 美 금리 상승, 펀더멘털은 하방 우세 → 장기채
- 원/달러 2분기 저점 (1,350원 하단), 환오픈 투자 유효

하반기 전망

① 미국 금리인하 재개, 감세 실시로 미국 성장성 재부각

② 미국 장기채 하단은 4%전후, 4%초반에서 단기채 병행

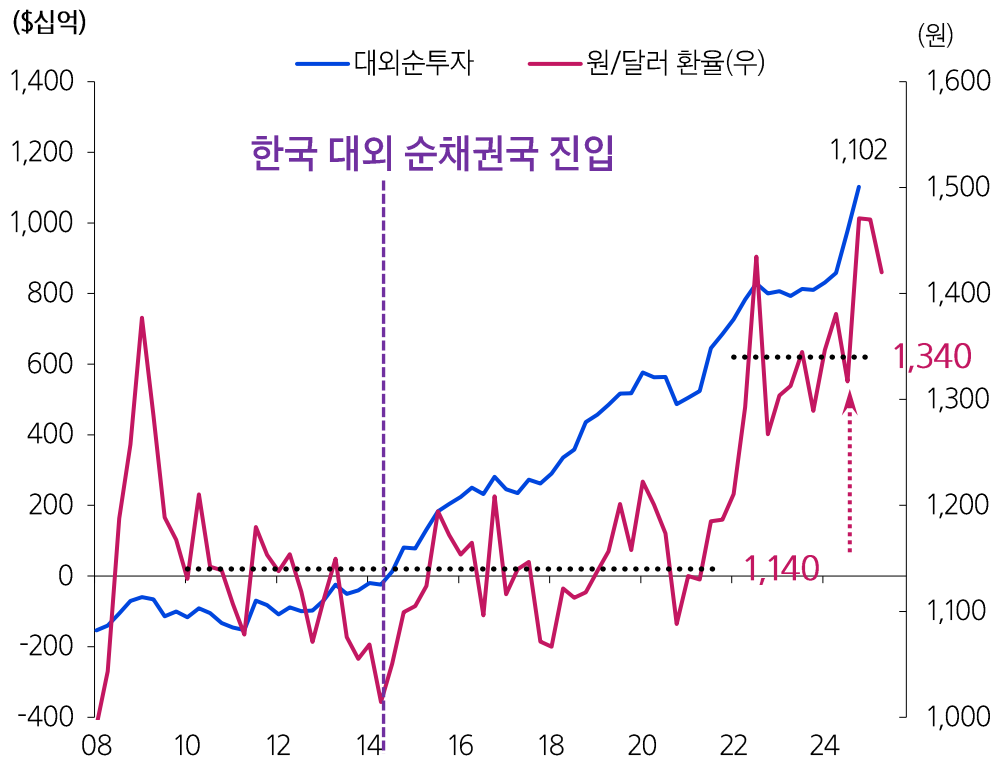
③ 한국 저성장, 한-미 금리차 확대로 원/달러 반등 예상

- 경기둔화/경기부양책 → 유틸리티, 필수소비재, 금융
- 금리 상승 압력(물가반등, 미국 감세이슈) → 달러 단기채 확대
- 자산배분형 투자 유효, 장기 P/F (달러 단기+성장주)

원/달러 환율 구조적 변화 해외투자 증가로 나가는 돈이 많아진 환경 (→원/달러 환율 레벨 업)

해외투자 증가로 원/달러 환율 균형점 상승

환율 구조적 변화 : 해외로 나가는 돈이 많아졌다



자료: 한국은행, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

환율 구조적 변화

- 14년 기점으로 대외 순채권국 대열에 합류
한국인 해외투자 잔고(직접투자/주식·채권/대출 등)가
외국인의 대내투자 잔고를 앞서기 시작

('24년말)

순 대외금융자산 = 대외 금융자산 - 대내 금융부채

\$1.1조

2.5

1.4

※순 대외금융자산 상위국 : 독일 \$3.5조, 일본 3.4

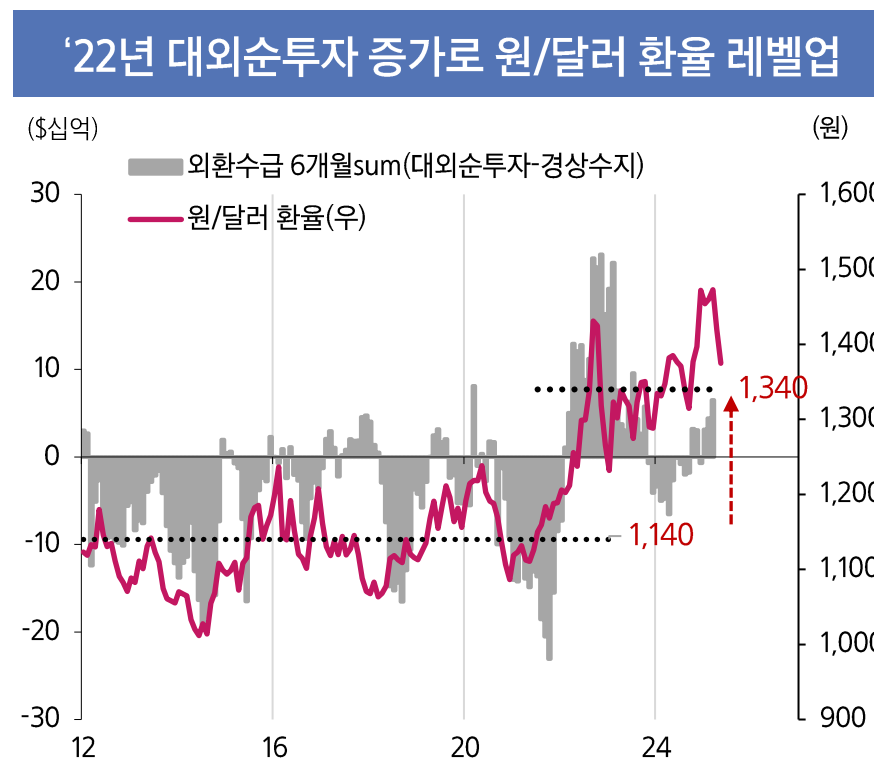
- 해외투자 증가는 원/달러 구조적 상승 압력
'22년 이후 해외투자 플로우 급증하며 환율 큰 폭 상승

원/달러 환율 구조적 변화 경상수지 유입보다 대외투자 유출이 더 많이진 구조(원/달러 상승압력)

- 외환 수급의 변화 : 경상수지(달러유입) 중심 → '20년 이후 대외투자 플로우도(달러유출) 중요
- '22년 이후 대외순투자 유출 규모 > 경상수지 유입 → 원/달러 레벨업 1,140 → 1,340원
(‘12~‘21년 평균) (‘22년 이후)

(\$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 (1~3월)	(年 예상) 19.3	(1~3월) 26.3	7.0

자료: 한국은행, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터



한국 해외투자는 더 확대 예상 기업의 해외직접투자, 개인의 해외주식투자 확대 기조 지속 예상

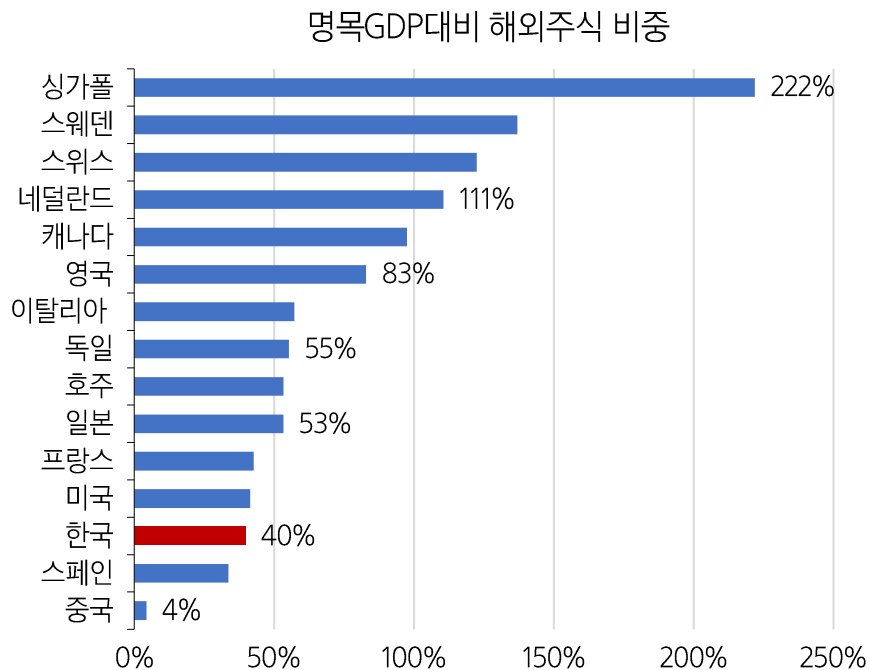
한국 대외금융자산 **\$2.5조**, 순 금융자산 **\$1.1조** * 한국 '24년 명목GDP \$1.9조

한국 해외주식 비중(GDP대비 40%) 증가했지만 선진국 대비 낮은 편 (일본 53%, 독일 55, 영국 83, 캐나다 97)

한국 대외 금융자산/부채 현황

'24년말 잔고 (\$십억)	대외 금융자산	대외 금융부채	순 대외 금융자산
직 접 투 자	748	270	478
포트폴리오 투자	994	838	156
주 식	743	451	292
채 권	251	387	△135
금 융 파 생	46	60	△14
기 타 투 자	294	228	67
대 출	135	142	△8
준 비 자 산	416		416
총 계	2,498	1,396	1,102

한국의 해외주식 비중은 여전히 낮은 편



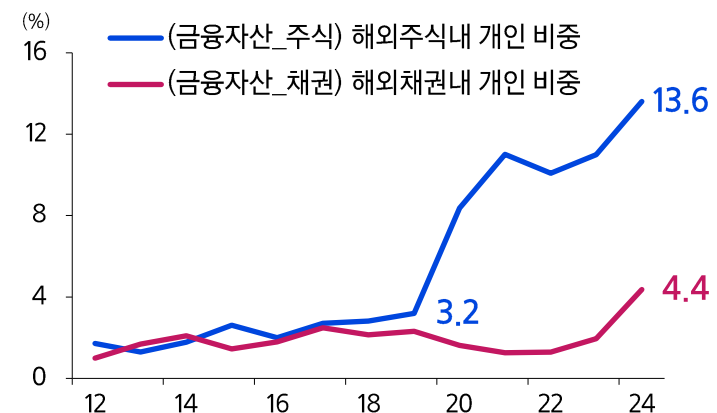
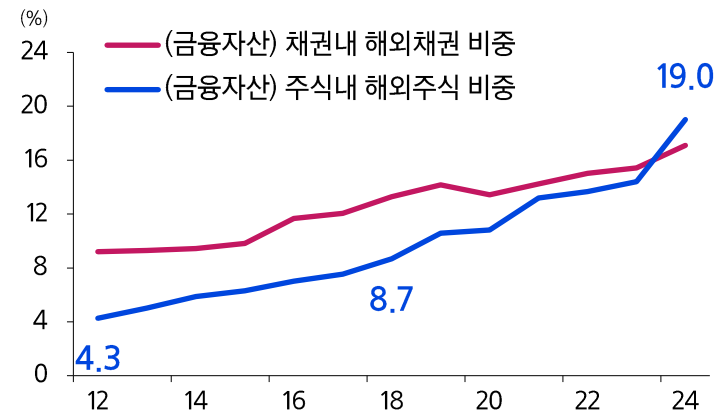
자료: 한국은행, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

[참고] 한국인의 해외 투자

전체 금융자산 주식내 해외주식 비중 19%로 급증 (국민연금과 개인이 주도)

* 전체 금융자산 내 해외주식 비중 4.1% (금융자산 총계 2경 6,389조원, 주식 5,744조, 해외주식 1,092)

대외 금융자산 (\$십억)	잔고 (‘24년말)	Money flow				
		‘21년	‘22년	‘23년	‘24년	‘25년
해 외 주 식	743	68.5	40.6	29.9	42.2	20.1
정부 NPS포함	392	18.1	16.6	25.6	7.6	4.2
예탁기관	7	1.6	1.0	△1.1	0.7	0.4
기타금융	227	27.9	11.1	6.9	23.6	8.3
가 계	116	20.9	11.9	△1.6	10.3	7.1
해 외 채 권	251	9.9	5.0	15.5	30.0	5.6
정 부	34	5.4	1.6	5.4	5.0	0.6
예탁기관	56	2.8	7.5	2.5	5.4	△1.7
기타금융	138	2.1	△4.2	3.9	6.1	1.3
가 계	24	△0.5	0	3.7	13.5	5.4
해 외 직접투자	748	66.0	65.8	32.2	48.6	3.6



자료: 한국은행, 삼성자산운용 투자리서치센터, 주)해외주식 정보보유분 중 국민연금 해외주식 투자 \$3000억

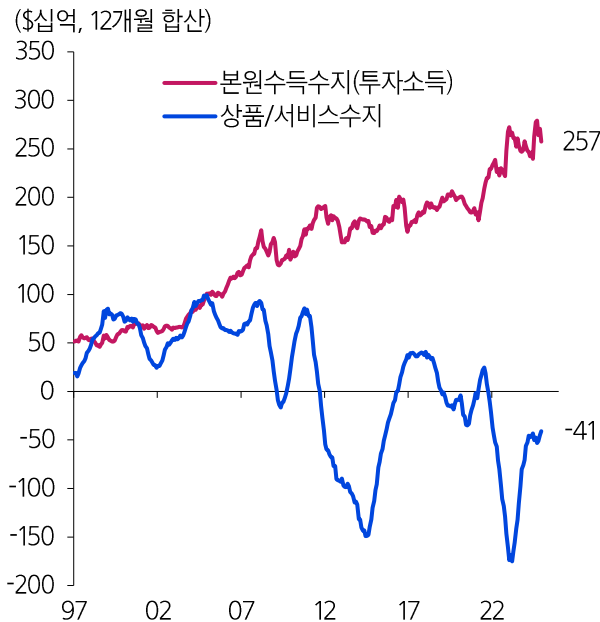
일본의 변화(투자 대국화)

안정적 본원소득수지(투자소득) 수취로 경상수지 흑자 확대

* 해외투자(직접투자/포트폴리오투자/기타)에서 발생한 이자/배당/재투자/임대소득

- 일본은 상품/서비스수지 적자 기록중이나 막대한 투자소득으로 경상수지 흑자 지속
- 일본 경상수지 '24년 **\$1,937억** : 상품/서비스 △\$409억, 본원소득수지 \$2,574 (직접투자소득 1,640 + 포트폴리오투자 740)
- 한국 경상수지 '24년 **\$990억** : 상품/서비스 \$764억, 본원소득수지 \$266 (직접투자소득 307 + 포트폴리오투자 223)

일본 경상수지 구조 : 투자소득 급증



(\$십억)	일본 해외투자 잔액과 투자소득				한국 해외투자 잔액과 투자소득			
	해외직접투자 (잔고)	직접투자소득 (연간)	해외PI투자 (잔고)	PI투자 소득 (연간)	해외직접투자 (잔고)	직접투자소득 (연간)	해외PI투자 (잔고)	PI투자 소득 (연간)
'16년	1,360	139	3,779	45	310	11.5	305	6.7
'17년	1,551	138	4,106	45	361	12.6	425	8.3
'18년	1,641	144	4,069	56	405	13.1	465	11.2
'19년	1,871	149	4,536	61	456	16.7	578	13.7
'20년	2,023	143	5,072	57	515	13.8	708	15.4
'21년	2,051	139	5,078	63	605	30.6	836	16.3
'22년	2,083	140	4,005	62	689	30.4	739	17.1
'23년	2,168	150	4,350	63	725	34.4	858	18.4
'24년	2,288	164	4,446	74	748	30.7	994	22.3

자료: 한국은행, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

하반기 환율 전망 2분기 저점 형성, 하반기 원/달러 완만한 상승 예상

원/달러 환율 전망

원/달러 환율	'24년말	'25.3월말	환율 전망(기말) * 5.27일 1,375원		
			'25.6월	9월	12월
삼성자산	1,471	1,465	1,370	1,400	1,420
삼성선물			1,410	1,390	1,370
산업은행			1,440	1,430	1,420
신한은행			1,440	1,420	1,400
우리은행			1,420	1,400	1,430
Bloomberg 컨센서스			1,420	1,400	1,390

자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

주: 국내 타기관 전망은 5.1일 전망, Bloomberg 컨센서스는 5월 전망 업데이트한 외사 14개 기관 중간값

원/달러 환율 체크 포인트

[2분기] 원/달러 하락 예상

- ① 2~3분기중 무역협상에서 환율 절상 압박 예상
- ② 미 증시 안정 시 해외투자 유입세 약화 (과거패턴 감안)

[하반기] 원/달러 완만한 상승 (1,400원대)

- ① 대외투자 증가 구조적 변화 → 레벨업(1,150→1,350원)
- ② 경기부진, 무역협상 결과로 경상수지 축소
* 2월 한은 경상수지 예상 \$700억(' 24년 \$990억)→전망 하향 예상
- ③ 한미금리차 확대, 대외투자 증가 지속(직접/해외주식/채권)
* 한미 기준금리차 (5월) 1.75%p → (연말) 2.0%p

→) 1,350~1,500원 범위 등락 예상(2분기 저점)

1,450원 이상 환헤지 확대,

1,350~1,400원 환오픈 전략으로 유연한 대응 필요

삼성자산운용

삼성자산운용 주식회사

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