

Investment Institute

미국과 중국: 디 커플링의 균형 맞추기



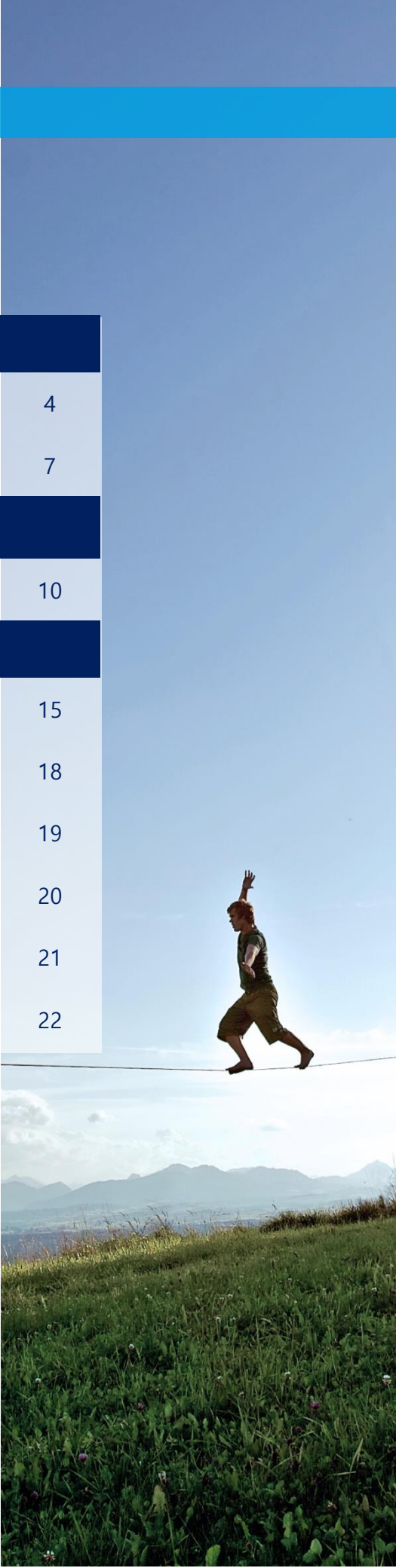
CROSS ASSET INVESTMENT STRATEGY

2025년 5월 • Document for professional investors only

Marketing material for the exclusive attention of professional clients, investment services providers and any other professional of the financial industry

목 차

이달의 주제	
중국: 협상 전 압박	4
미국과 중국: 악화되는 관계 관리하기	7
전략적 견해	
미국 국채시장은 어떻게 될까?	10
글로벌 투자 전망	
CIO 견해: 연준의 업무를 복잡하게 만드는 무역전쟁	15
채권: 유럽으로 듀레이션을 조정	18
주식: 매도세 속 로테이션 기회	19
신흥시장: 관세 혼란에 따른 신흥 국가관의 차이	20
멀티에셋: 위험에 처한 미국의 예외주의: 유연성 유지	21
자산군별 보기	22





**MONICA
DEFEND**

HEAD OF AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

"현재 미국과 중국 간의 징벌적 관세가 일부 완화되었지만, 새로운 무역 체제는 중국 원자재에 대한 의존도, 통합 공급망, 중국의 제품 전문화로 인해 양국의 소비자들과 기업이익에 영향을 미칠 것임."



**VINCENT
MORTIER**

GROUP CHIEF
INVESTMENT OFFICER

"미국으로부터의 자금 이탈이 계속되어 유럽, 신흥시장, 아시아 등 다른 지역에 도움이 되고 미국달러에 대한 신중한 시각으로 이어질 것으로 봄."

이 달의 주제

중국: 협상 전 압박

저자

CLAIRE HUANG
SENIOR EM MACRO
STRATEGIST, AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

**ALESSIA
BERARDI**
HEAD OF EMERGING
MACRO STRATEGY,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

주요 내용

무역전쟁에 대한 중국의 접근 방식은 극적으로 변했음. 트럼프 1기에는 자제와 대화를 선호했던 중국은 이제 단호한 보복으로 대응하고 있음.

워싱턴의 'strategic decoupling'라는 지속적인 압력은 신뢰를 떨어뜨렸고, 중국은 더욱 조심스럽고 주저하는 자세를 취해 의미 있는 협상의 가능성을 낮췄음.

여러 우발 상황에 직면한 중국은 국내경제 완충 장치 조정, 글로벌 사우스 파트너십 확대, 미국 동맹국과의 선별적 관여 등 전천후 전략으로 기울면서 미국과의 거래 우선순위를 낮출 가능성이 높음.

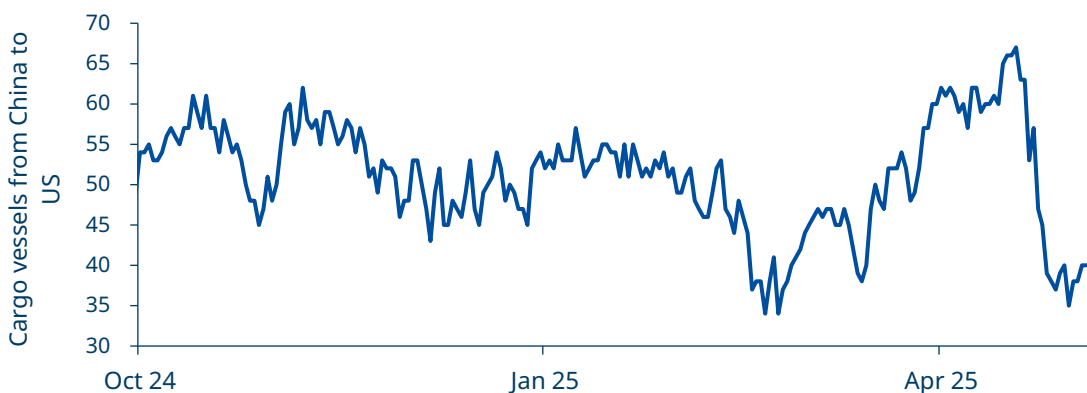
30% 관세의 경우 완화 계획이 효과가 있을 수 있지만, 마진이 높고 가격 결정력이 강한 기업이라 할지라도 100%를 초과하는 관세율 대한 부담을 경감시키기는 것은 불가능 함. 145%라는 높은 징벌적 관세율을 부과함으로써 미국은 경제 디커플링이라는 아이디어를 위험하게 유혹하고 있음. 이 지속 불가능한 관세율을 일시적으로 고수하는 것조차도 심각한 결과를 초래함.

그 영향은 세 가지임:

- **첫째, 한태평양 운송 중단 및 주문 취소로 인한 공급 충격**이지만, 이는 중국보다 미국이 더 많이 부담하고 있음. 미국으로 컨테이너를 운송하는 선박의 수는 급격히 감소할 것으로 예상되지만, 중국의 항만 처리량은 4월 9일 이후 2분기 및 연간 기준으로 모두 증가함. 베트남, 태국, 캄보디아의 해운 수요 증가와 유럽으로의 물동량 증가는 우연이 아니며, 중국 수출업체의 경로변경을 시사함.

"무역전쟁의 영향은 이제 막 전개되고 있으며, 일부는 기발한 정책 변화로 없앨 수 없음. 구조적인 결과가 없을 것이라고 가정하는 것은 안일한 생각임."

중국에서 미국으로 향하는 화물은 올해 최고치 대비 40% 감소함



Source: Amundi Investment Institute and Bloomberg, as of 5 May 2025.
Shows 15-day rolling average of dry cargo vessels leaving China with US as destination

- 둘째, 징벌적 관세가 미국과 중국 모두에서 소비자와 기업 이익에 타격을 입히기 시작하면서 수요 충격이 발생함. 관세비용은 중국 수출업체, 미국 수입업체(예: Walmart, Home Depot, Target), 미국 소비자가 부담하게 됨. 미국 수입품의 약 4분의 1에서 3분의 1은 중국산으로 대체하기 어려움. 이는 미국의 중국 공급에 대한 의존도가 높고, 특정 제품의 복잡성, 중국이 유일한 또는 몇 안 되는 생산국 중 하나라는 지위 때문임. 대체하기 가장 어려운 상위 100대 제품 중 중국은 전 세계 총 수출의 평균 57%를 차지함 (아래 표 참조).
- 마지막으로, 기업들이 보호무역주의 강화에 대응하기 위해 공급망을 조정하고 효율성을 정책 보안과 교환하면서 발생하는 구조적 충격임. 중국에서 소싱하는 미국 소매업체들은 공급 부족으로 인해 상당한 피해를 경험했기 때문에 이러한 위험은 더 이상 경제적으로 정당화될 수 없음.

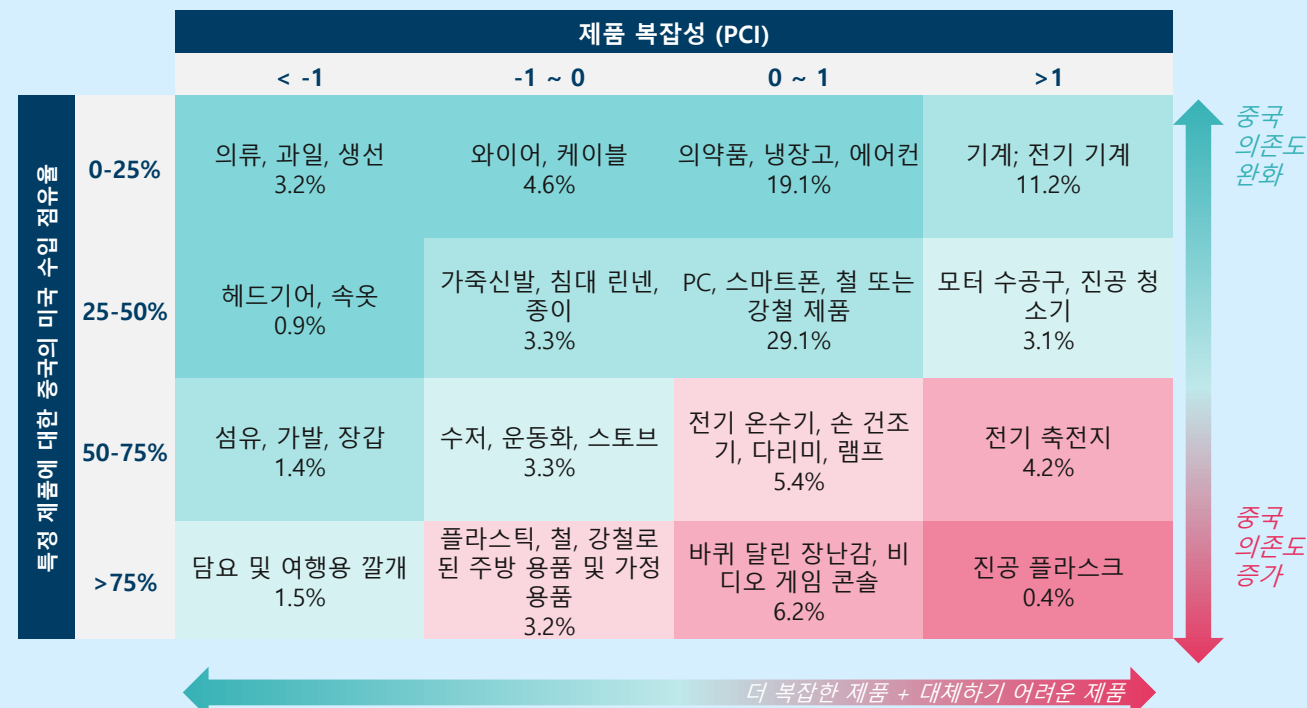
"대체하기 가장 어려운 상위 100대 제품 중 중국은 평균적으로 전 세계 총 수출의 57%를 차지함."

상호 감세가 빠르게 이루어지면서 관세가 매우 징벌적이었던 145%에서 30%로 떨어짐. 평균적으로 상대적으로 낮은 마진으로 운영되는 중국 수출업체들은 자체적으로 충격을 완화할 효과적인 방법이 없음.

여러 우발상황 속에서 완화: 관세환경이 변화하는 가운데 통화 정책 완화를 재개하기 위한 기준은 다른 조치에 비해 낮음. 트럼프 대통령이 취임하기 전부터 취약한 내수 회복을 지원하기 위해 금리인하는 이미 필요함. 미국의 제한적인 무역 정책은 중국 경제에 디스인플레이션 수요 충격으로 작용하여 기존의 디플레이션 문제를 더욱 악화시킬 것임.

미국이 중국산 제품을 쉽게 대체할 수 있는가?

중국으로부터의 미국 수입, 의존도 및 제품 복잡성별 분석 (전체 대비 %)



5월 7일 인민은행은 지급준비율을 50bp, 정책금리를 10bp 인하함. 7월과 9월에 각각 10bp씩 두 차례 더 인하할 것으로 예상됨.

그러나 재정 정책의 경우, 중국 정책 입안자들은 무역전쟁이 얼마나 큰 피해를 입히는지 지켜보고 결정적인 조치를 취하는 것을 선호할 수 있음. 전국인민대표대회에서 재정 부양책(GDP의 약 2%)을 발표한 지 두 달밖에 되지 않았음.

3분기는 추가 예산의 필요성을 평가할 수 있는 좋은 기회가 될 것이며, 5월과 6월의 데이터를 통해 영향을 더 잘 평가할 수 있을 것임.

장기전을 치르는 중국은 다가오는 중간 선거(mid-term election)를 앞둔 트럼프와 달리 이 싸움에서 **시간적 제약이 없기** 때문에 전략적 접근 방식을 채택할 수 있음.

중국의 경제 전쟁 무기는 세 가지 도구로 구성되어 있음:

- 1. 공세적 조치:** 희토류와 같은 주요 중국 공급품에 대한 접근 제한(예: 자체 수출 통제), 중국시장에 대한 게이트키핑(징벌적 보복 관세, 규제 조사, 정부 조달 규칙) 등 경쟁국에 보복하고 고통을 가하는 것을 목표로 함. 미국 재무부 보유 자산 매각은 시장 공격적 조치로서 효과적이지 않을 것임. 중국의 외환보유액(3조2천억 달러)을 모두 미국국채에 투자하더라도 일일 거래량이 9천억 달러를 넘는 국채시장의 규모를 고려하면 3~4일 이내에 빠르게 청산되어 시장에 미치는 영향은 제한적일 것임. 연준이 중국의 매도 압력을 완화할 수 있는 다양한 유동성 수단을 보유하고 있다는 것은 말할 것도 없음.
- 2. 방어적 조치:** 이는 특히 미국이 달러 중심의 글로벌 금융 시스템에 대한 중국의 접근을 차단하는 데 확실한 우위를 점하고 있는 금융시장에서 잠재적 공격의 부정적 영향을 완화하기 위해 고안된 것임. 외환 보유고 매각, 국경 간 결제 약정, 위안화 결제 인프라, 중앙은행 스왑 라인이 더욱 빠르게 진행될 것임.
- 3. 개선 조치:** 여기에는 미국과의 협상 재참여, CPTPP와 같은 다자간 협정을 통한 미국 동맹국과의 무역 관계 심화, 글로벌 사우스와의 파트너십 강화와 같은 양보와 긍정적인 움직임이 포함됨.

이러한 맥락에서 수출 보조금과 통화 평가절하 등 전략적 목표를 해칠 수 있는 기존의 전술적 도구는 제쳐두게 될 가능성이 높음.

금융업계에서 바라본 중국 주식 시장의 주요 시사점

최근 중국이 경기부양적 재정정책으로 크게 전환한 점을 고려할 때 장기적으로 중국에 대해 긍정적인 시각을 유지함. 그러나 관세 측면의 극심한 불확실성을 고려할 때 단기적으로는 더 신중해야 하며, 관세의 영향을 덜 받는 내수 및 방어적인 분야로 투자 방향을 전환해야 할 때라고 봄.

따라서 지정학적으로 더 탄력적인 역내 시장의 리스크 프리미엄과 내수 부양에 초점을 맞춘 중국 정부의 정책을 고려할 때 역외 시장(중국 H주)보다는 역내 시장(중국 A주)을, 수출 위주의 노출보다는 내수 및 배당 수익률을 선호함.

중국에서는 특히 AI 애플리케이션과 소비자 기술의 부상으로 기술 부문에서 긍정적인 수익 모멘텀이 나타나고 있음. 그럼에도 불구하고 중국의 과잉 생산량 증가와 글로벌 시장에서 기존 제품의 덤핑 또는 대체 가능성으로 인해 국내외 기업 모두에게 도전이 될 수 있는 위험에 대해서는 여전히 신중한 태도를 유지함.

NICHOLAS MCCONWAY, HEAD OF ASIA EX-JAPAN EQUITY, AMUNDI

이 달의 주제

미국과 중국: 악화되는 관계 관리

저자

**ANNA
ROSENBERG**

HEAD OF GEOPOLITICS,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

주요 내용

미국 안보기관에서는 2027년을 중국이 미국에 대항할 수 있는 중요한 시점으로 보고 있기 때문에 미국과 중국의 관계는 계속 악화될 가능성이 높음.

그러나 미국과 중국은 양국 관계가 완전히 냉각되는 것을 원치 않으며, 그 대신 양국이 모두 생존할 수 있는 경제적 관계를 유지하는 것을 선호함. 최근의 관세 인하는 이러한 역학 관계를 반영함.

현재 미국과 중국 간의 무역 긴장은 완화되었지만, 양국 간의 더 광범위한 역학 관계를 이해하는 것이 중요함. 향후 몇 년 동안 미중 관계는 계속 악화될 것이며, 2027년이 중요한 시점으로 여겨지고 있음. 미국 안보기관에서는 중국이 미국에 군사적으로 도전할 수 있는 위치에 오를 수 있는 해로 보고 있음. 이것이 정확하든 아니든, 이러한 두려움은 미국의 대중국 정책과 재산업화를 위한 미국의 노력을 이끌고 있음. 전쟁을 치르고 승리하기 위해서는 군사 장비를 만들고 수리할 수 있는 탄탄한 산업 기반이 있어야 함. 트럼프의 철강, 알루미늄 및 대중 관세는 이러한 관점에서 보아야 하며, 중국의 산업 역량을 약화시키는 것을 목표로 함.

즉, 2025년에 미국과 중국은 관계가 통제 불능상태가 되는 것을 허용하는데 관심이 거의 없으며, 양측이 여전히 경제적으로 부유한 상태를 유지할 수 있는 관계를 달성하는 것임. 이제 당사는 양측이 관세를 철회하는 것을 보고 있음. 아래에 설명된 시나리오는 미중 관세가 이전의 145% 수준에서 크게 하락할 것으로 예상했던 '에스컬레이션 시나리오'에서 당사의 기본 시나리오인 '긴장된 이해 시나리오'로 관계가 어떻게 발전해 왔는지 보여줌. 추가 협상은 가능하지만, 당분간 '대타협'은 기대하기 어려움. 트럼프의 첫 임기 동안 미중 무역 협상은 난항을 겪었고 완료하는 데 수년이 걸렸음.

"2025년에 미국과 중국은 관계가 통제 불능 상태가 되는 것을 허용하는데 관심이 거의 없다"며 "양측이 여전히 경제적으로 부유할 수 있는 해법을 찾는 것이 더 중요하다"고 말함.

미-중 경제 시나리오

전위치  이제 기대에 부응하여 이곳으로 이전 



시나리오:	에스컬레이션	긴장된 이해	대타협
가능성:	25%	55%	20%

Source: Amundi Investment Institute, as of 12 May 2025. These scenarios are not exhaustive.

시나리오 1: 에스컬레이션

시나리오	미중관계는 어느 쪽도 물러서지 않고 격화되어 관세가 100% 이상으로 올라가고 경제와 안보의 완전한 분리가 이루어짐.
주목해야 할 내용	미국이 중국의 미국 금융시장 접근을 제한하기 시작하거나 무역 협상 과정에서 제3국이 중국과의 관계를 축소하도록 강요하면 관계는 더욱 악화되고, 중국은 미국이 중국의 경제 전망을 영구적으로 해치려고 한다는 결론을 내리게 됨. 중국은 보복 조치를 강화하고, 희토류 및 의약품 수출을 대폭 제한하고, 미국 기업에 대한 위협을 강화하고, 주변 국가들이 어느 편을 선택하도록 강요함.
시사점	양측이 상호 교류를 제한하려는 냉전이 전개되어 양국의 세계가 펼쳐짐. 이 시나리오는 아시아와 그 밖의 지역에서 지정학적 위험을 증가시킬 것임. 남중국해의 위험이 증가하는 한편, 중국과 유럽의 관계 및 우크라이나 사태에 따라 중국이 러시아에 대한 군사적 지원을 강화하고 우주 및 북극에서 러시아와 더 긴밀하게 협력할 가능성이 높아지면서 세계 다른 지역의 긴장이 고조될 것임.

시나리오 2: 긴장된 이해 (기본 케이스)

시나리오	미국과 중국은 미국의 관세를 현재 수준에서 낮추되, 여전히 높은 수준을 유지하기로 합의함. 중국도 보복 조치를 줄임. 미국은 협상 중인 다른 모든 국가가 중국에 반대하는 편을 선택하도록 강요하지 않으므로 중국은 경제적으로 위축되지 않고 일부 무역을 미국으로 다시 경로 설정 하도록 할 수 있음. 민감한 부문에서 약간의 경제적 디커플링이 있지만 양국은 계속해서 경쟁하고 사업을 하고 있음.
주목해야 할 내용	미국과 중국은 관세를 낮추고 고위 관리들 간에 향후 협상에 대한 약속과 함께 회담이 이루어짐. 미국은 다른 국가와의 무역 거래에서 중국 편을 들지 않음. 적대적인 수사가 줄어들고 시 주석과 트럼프의 회동 가능성이 제기됨. 더 많은 관세를 양보하는 대가로 틱톡과 관련된 거래도 가능함.
시사점	공급망의 경로가 변경되고 중국의 대미 수출이 감소하고 있으며, 분리는 민감한 부문을 넘어서고 있지만 완전한 경제 분리에는 미치지 못하고 있음. 미중 관계는 계속해서 서로를 다변화하는 데 초점을 맞출 것임. 남중국해의 리스크는 계속 높아지겠지만 단기간에 상승하지는 않을 것임. 중국은 아시아와 유럽에서 미국과의 긴밀한 관계에서 멀어지려는 국가들을 계속 유인할 것임.

시나리오 3: 대타협

시나리오	미국과 중국은 2단계 무역 합의를 달성하기 위해 노력하고 있으며, 일부 중국산 수입품에 관세를 부과하지만 모든 부문에 관세를 부과하지는 않음. 중국은 경제를 소비 중심으로 재조정하고 미국 제품을 더 많이 구매하는 데 동의함. 미국은 다른 국가들이 중국에 반대하는 편을 선택하도록 강요하지 않으며, 중국은 일부 무역의 경로를 미국으로 변경할 수 있음. 중국은 보복 조치에서 한발 물러남. 전략적으로 민감한 부문에서 약간의 경제적 디커플링이 있지만 양국은 계속해서 경쟁하고 사업을 하고 있음. 미국은 대만을 둘러싼 현상 유지에 동의하고 중국의 지역적 이익을 인정함.
주목해야 할 내용	미국과 중국이 동시에 관세를 인하함. 틱톡과 CATL-포드 합작 투자에 관한 협상이 재개됨. 시진핑-트럼프 회담 발표, 무역 협상 재개가 이어짐.
시사점	공급망 재조정, 중국의 대미 수출 감소, 일부 부문의 분리와 함께 일부 시장 안정이 이루어지겠지만 완전한 경제분리는 아닐 것임. 남중국해를 포함한 지정학적 긴장이 완화될 것임. 또한 중국의 대미 FDI가 증가하거나 기술 이전과 관련된 합작 투자가 늘어날 수도 있음.

Source: Amundi Investment Institute, as of 12 May 2025. These scenarios are not exhaustive.



전략적 견해

전략적 견해

미국 국채시장은 어떻게 될까?

저자

GUY STEAR

HEAD OF DEVELOPED
MARKETS STRATEGY

SILVIA DI SILVIO

SENIOR CROSS ASSET
STRATEGIST

주요 내용

트럼프 대통령의 관세 발표는 성장 둔화와 인플레이션 상승에 대한 우려로 미국 금융 시장을 뒤흔들며 국채 수익률에 압력을 가하고 있음.

최근 투자자들이 국채 보유 시 기대하는 수익률과 스왑 보유 시 기대하는 수익률의 차이가 크게 증가하여 국채 보유의 위험성이 높아졌다고 인식하는 것으로 나타났음.

미국 금융시장의 예외주의가 끝날 것이라는 보장은 없지만, 국채 분야에서도 다각화를 강화하는 것이 점점 더 중요해지고 있다고 봄. 이러한 측면에서 유럽 국채시장은 가치 있는 옵션임.

최근까지만 해도 미국 달러(그리고 미국 자본시장)가 최고로 군림하는 것처럼 보였음. 달러는 글로벌 거래의 통화로서 점점 더 지배적인 위치를 차지해 왔음. 2010년 초에 전체의 30%를 조금 넘었던 달러화 표시 송금 비율은 2025년 1월에 50.2%로 사상 최고치를 기록함. 그리고 점점 더 많은 사람들이 미국 주식시장에 부를 저장하고 있음. 전 세계 지수에서 미국 지수가 차지하는 비중은 1995년 37%에서 작년 말 74%까지 상승함. 하지만 자세히 살펴보면 미국 금융시장의 지배력은 그다지 확고해 보이지 않음. 특히 미국 국채 시장은 압박의 조짐을 보이고 있음.

"미국 금융시장의 지배력이 확고하지 않음. 특히 미국 국채시장은 압박의 조짐을 보이고 있음."

미국 국채시장에서는 어떤 일이 일어나고 있는지?

4월 2일 트럼프 대통령의 전례 없는 대규모 관세발표는 경제에 충격을 주었고 금융시장 변동성이 치솟았음. 처음에는 경기침체 우려로 국채 수익률이 하락했지만, 투자자들이 인플레이션 상승을 예상하고 더 높은 위험을 가격에 반영하기 시작하면서 장기 수익률은 빠르게 반등함. 10년물 수익률은 불과 며칠 만에 4% 미만에서 4.5%로 급등했고, 30년물 수익률은 5%까지 상승함.

26%

전 세계 GDP에서 미국이 차지하는 비중

~70%

MSCI 세계 지수에서 미국 점유율

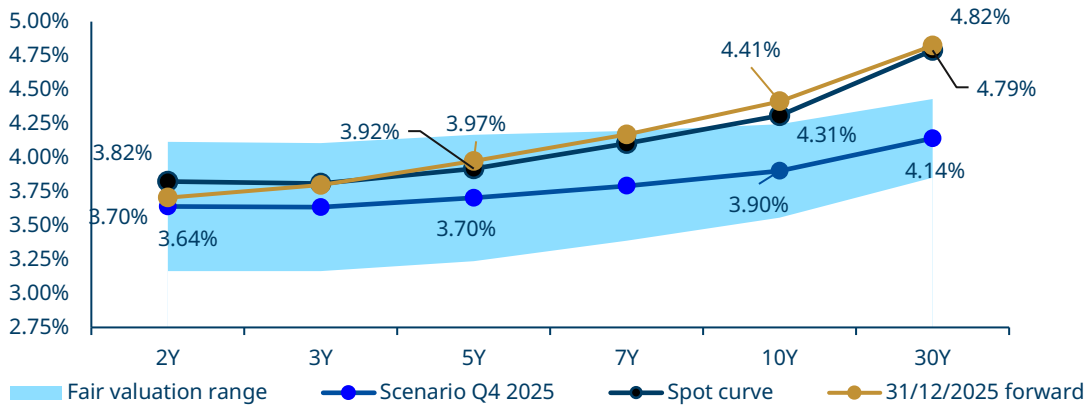
~40%

글로벌 채권 시가총액에서 미국이 차지하는 비중

~40%

Bloomberg Global Aggregate Bond Index미국 점유율

Nelson Siegel 곡선 분해와 현물 및 선물의 미국 곡선 공정가치 비교



Source: Amundi Investment Institute as of 2 May 2025. For illustrative purposes only. At Amundi Institute, our approach to the valuation analysis for bonds follows two steps: firstly, we leverage the Nelson-Siegel (NS) model to extrapolate different yield curve factors. Then, we model each component using sound and consistent macro-financial variables. The NS model is used extensively by fixed-income wealth managers in public organisations, investment banks, and central banks for fitting the term structure of interest rates.

11월 미국 대선 이후 미국 국채가 하락 압력을 받은 것은 이번이 처음이 아님. 실제로 당사의 공정가치 모델에 따르면 지난 5개월 동안 미국 10년물 수익률은 여러 지점에서 저평가된 것으로 나타났으며, 현재도 저평가된 것으로 보임. 미국 10년물 수익률은 약한 성장과 고착화된 인플레이션의 균형 압력으로 인해 현재 시장 수준과 비슷한 4.3%를 유지하고 있음.

국채가 압박을 받는 이유는 무엇인지?

국채 수익률이 하락하는 이유를 평가하려면 명목수익률의 변화에 영향을 미치는 주요 요인을 살펴봐야 함:

- 1. 명목수익률 변화의 약 3분의 2를 차지하는 실질 경제 성장률에 대한 기대치임
- 2. 손익분기점 비율로 대표되는 인플레이션 기대치는 약 20%를 차지함
- 3. 그리고 명목수익률 변화의 약 10~15%를 차지하는 스왑 스프레드로 표시되는 국채의 내재적 특성임

"당사 모델에 따르면 미국 10년물, 특히 30년 만기 국채 수익률이 공정가치보다 높음."

초점: 자산 스왑 스프레드 이해

미국 국채의 내재적 특성은 스왑 스프레드를 사용하여 평가할 수 있음. 이는 미국 국채의 이자율(수익률)과 만기가 같은 스왑의* 이자율을 비교하는 것임.

- **포지티브 스왑 스프레드:** 국채 수익률이 스왑 금리보다 낮은 경우. 투자자들은 국채의 안전성과 안정성으로 인해 스왑보다 낮은 국채 수익률을 기꺼이 받아들임.
- **마이너스 스왑 스프레드:** 국채 수익률이 스왑 금리보다 높은 경우. 스왑이 변동금리로 SOFR을 사용하기 시작한 2020년부터는 일반적으로 이러한 현상이 발생함. 투자자들은 공급 과잉이나 수요 약화에 대한 우려로 인해 국채에 더 높은 수익률을 요구함.

최근 투자자들이 스왑 대비 국채 보유에 요구하는 수익률이 크게 증가함. 2021년부터 2023년까지 자산 스왑 금리는 -15bp에서 -35bp 사이였음. 2025년 4월 초에 이 금리는 평균 -55bp로 떨어졌으며, 이는 투자자들이 스왑 대비 국채 보유에 대해 더 높은 수익률을 요구하고 있음을 의미함.

*An interest rate swap is a financial agreement between two parties to exchange interest rate payments on a specified principal amount over a set period. Typically, one party pays a fixed interest rate while the other pays a variable rate based on a benchmark like the Secured Overnight Financing Rate (SOFR).

4월에는 국채 수익률과 이자율 스왑 간의 스프레드인 스왑 금리가 확대되면서 시장 기능 장애와 미국 국채의 안전자산 역할에 대한 우려가 커졌음. 당사는 두 가지 이유로 국채 수익률이 스왑 대비 계속 상승할 것으로 봄. **공급은 계속 증가할 가능성이 높음.** 미국은 2002년부터 재정 적자를 기록해 왔지만, 코로나19 기간 동안 재정 부족이 더욱 커졌음. GDP 대비 연방 부채는 2000년 56%에서 작년 말 124%로 세기 초 이후 두 배 이상 증가함. **적자 규모가 커질수록 국채 발행도 늘어날 수밖에 없음.** 미국 재무부는 채권 대비 국채 발행을 계속 늘릴 수 있지만, 국채 수익률은 전반적으로 스왑 대비 상승할 것으로 예상됨.

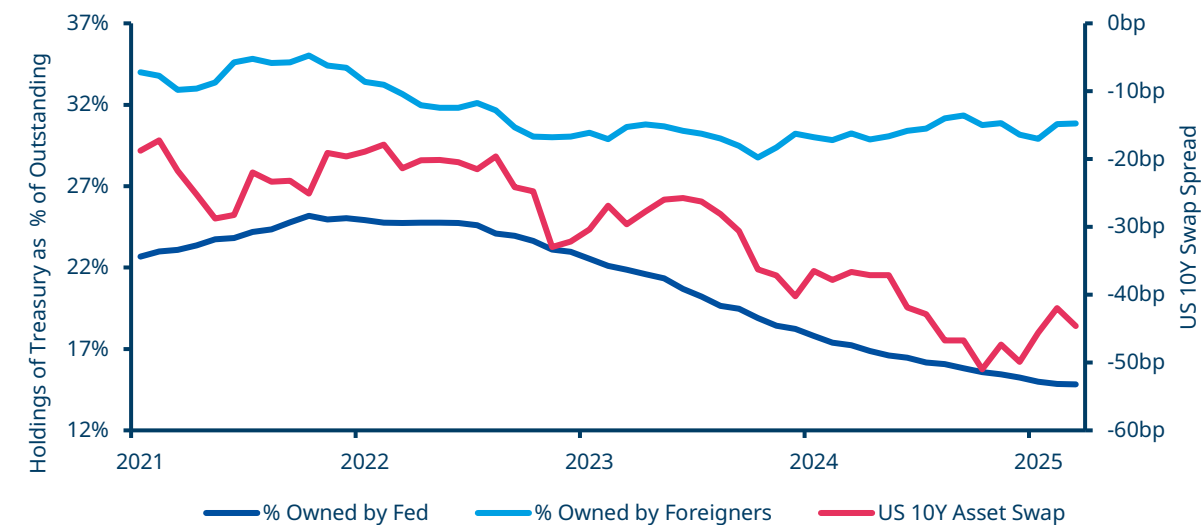
미국국채에 대한 수요는 특히 두 가지 유형의 주체로부터 계속 감소할 수 있음:

- **연준:** 2016년 중반 양적완화 프로그램이 절정에 달했을 때 연준은 대차대조표에 6조 3,000억 달러의 국채를 보유하고 있었음. 양적 완화가 양적 긴축으로 바뀌면서 그 규모가 축소되어 3월 말에는 4조 2,000억 달러로 떨어졌음.
- **주로 중앙은행과 국부펀드 등 외국인 거액 보유자들이** 주를 이룸: 이 투자자들이 보유한 국채는 명목상으로는 감소하지 않았지만 2001년 1조 달러에서 올해 3월에는 8조 달러 이상으로 증가함. 그러나 이는 국채시장의 성장 속도를 앞질렀기 때문에 **이러한 투자자들의 보유 비율은 2008년 중반 56%에 달했던 최고치에서 현재 30%를 약간 상회하는 수준으로 감소함.**

당분간 스왑 스프레드가 마이너스로 전환된 것은 연준 보유자산 감소에 따른 것으로 보임 (아래 차트 참조).

그러나 대규모 외국인 투자자가 보유 자산을 줄이면 국채 수익률이 스왑 금리에 비해 더 상승할 수 있다는 것은 쉽게 상상할 수 있음. 스왑금리가 하락하지 않는다면 미국 명목 수익률은 더 높아질 수 있음.

국채 보유량 감소로 국채가격이 하락함



Source: US Federal Reserve, US Treasury, Bloomberg, Amundi Investment Institute. Bloomberg Data as of 31 March 2025.

총 연방 공공 부채
USD 조 달러

2001년 1월 → 2025년 3월

2

28

Source: Amundi Investment Institute. Bloomberg.

채권시장의 불확실성 국면을 헤쳐나가는 방법

외국인 투자자의 미국채 대량 매도에 대한 명확한 증거는 없지만, 적어도 두 가지 이유에서 향후 스왑 스프레드 역학을 모니터링하는 것이 중요하다고 봄:

- 첫째, 국채는 여전히 회사채 등 많은 달러 표시 자산의 가격을 책정하는 데 사용되는 무위험 금리를 나타냄. 미국 국채금리가 계속 하락하는 환경이 지속되면 상대적인 가격 불일치가 발생할 수 있음.
- 둘째, 미 국채가 가치 저장 수단으로서의 매력을 잃게 되면 미국으로부터 자본이 이탈할 수 있으며, 미국 국채시장의 규모를 고려할 때 통화시장에 미치는 파급 효과는 매우 클 수 있음. 1978년 이후 무역 가중 달러 가치가 4배로 상승한 것이 역전되어 글로벌 금융 시스템 전체에 파장을 일으킬 수 있음.

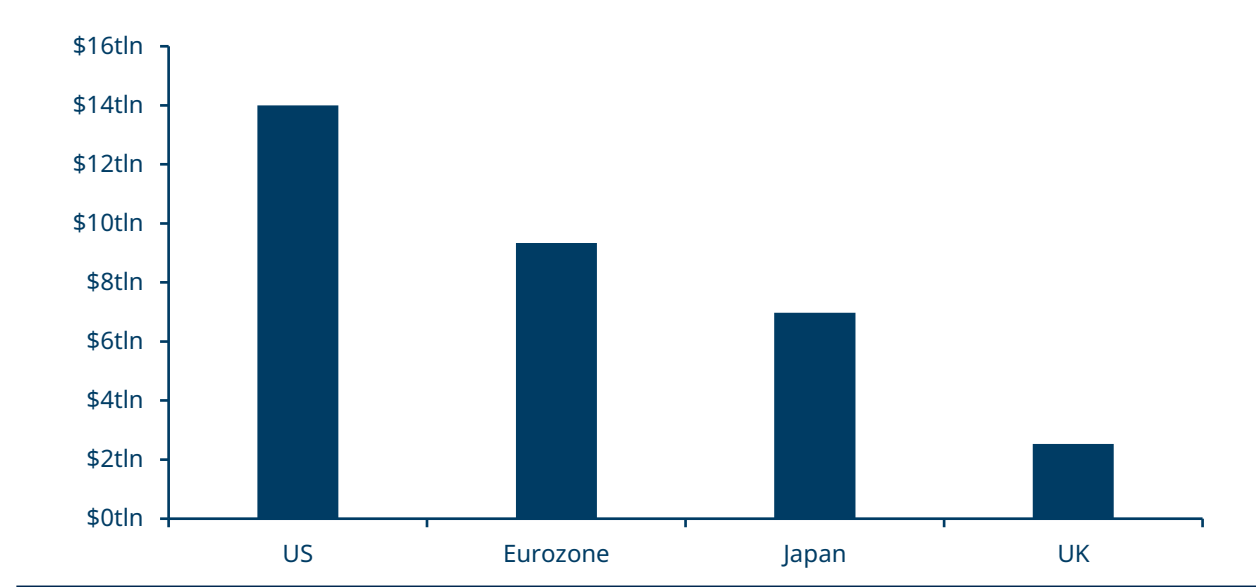
글로벌 인플레이션 압력으로 미국국채 금리가 상승하거나 글로벌 성장률 부진으로 하락하면 국채시장도 이를 따라 움직일 가능성이 높음. 그러나 크레딧 품질 악화로 미국 국채 수익률이 상승하면 다른 국채 수익률이 반드시 미국 수익률과 상관관계로 움직이지 않을 수 있음. 실제로 미국 국채시장에서 자금이 유출되면 다른 곳으로 자금이 이동해야 하고 스왑 스프레드(및 수익률)의 상관관계는 더 마이너스가 될 수 있음.

미국에 이어 두 번째로 큰 국채시장은 유로존임. 현재 미국시장의 3분의 2 정도 규모이며, 일본과 영국 시장은 각각 미국 국채시장의 절반과 5분의 1에 약간 못 미치는 규모임. 따라서 유럽은 규모가 작고 다양한 국가가 포함되어 있지만 미국 국채에서 다른 글로벌 채권시장으로 자금이 유입될 가능성이 가장 높다고 판단됨.

결론적으로, 미국 금융시장 예외주의의 종식은 결코 보장되지 않지만, 국채 분야에서도 다변화를 강화하는 것이 점점 더 중요해지고 있다고 봄.

유럽 국채시장은 만기 범위가 미국 국채시장과 비슷하고 시장이 20% 정도만 작다는 점에서 미국시장에 대한 유용한 대안이 될 수 있음.

유럽 국채 지수와 전 세계 국채 지수 비교



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg. Relative size of the Bloomberg Government Bond Indexes as of 6 May 2025.

A woman with long dark hair, wearing a blue coat, is shown in profile from the waist up. She is holding a tablet computer with both hands and looking at the screen. The background is a blurred city skyline at night, with many lights from buildings and streets. A large, dark blue rectangular area with a thin white line is overlaid on the left side of the image, containing the text.

글로벌 투자전망



GLOBAL INVESTMENT VIEWS

연준의 업무를 어렵게 만드는 무역전쟁

미국의 극심한 정책 불확실성이 급격한 움직임과 변동성 확대로 이어지고 있음. 최근 채권 수익률의 역학관계는 미국자산의 안전 추구에서 궁극적인 안전자산인 국채와 달러에 대한 재평가로 전환하고 있다는 신호임. 미국자산에 대한 신뢰를 의심하기에는 아직 이르다고 생각하지만, 연준의 독립성에 대한 도전과 정책 불확실성은 투자자의 신뢰를 약화시킬 수 있다고 봄. 예를 들어, 자본 유출에 대한 위험 인식과 시장의 일부 포지셔닝 조정으로 인해 최근 미국 수익률과 달러 간 괴리가 발생함. 앞으로 주목해야 할 주요 테마는 다음과 같음:

- 무역전쟁과 보호무역주의가 미국 성장에 영향을 미치겠지만, 관세로 인한 경기침체는 여전히 당사의 기본 시나리오가 아님. 올해 GDP 성장률은 작년의 3%에서 1% 내외로 예상됨. 관세와 소비 압박, 노동시장, 부정적인 부의 효과가 성장에 영향을 미칠 주요 요인임. 미국의 관세는 유럽 수출과 성장에 압력을 가하겠지만, 독일의 재정 지출, 저유가, 미국 관세에 대한 EU의 소극적인 대응 등 몇 가지 밝은 부분도 있음.
- 연준은 소비자의 인플레이션 기대에 대한 도전에 직면해 있지만 성장을 지지하는 방향으로 기울어질 가능성이 높음. 소비자의 인플레이션 기대가 고정되지 않고 임금 협상에 영향을 미치기 시작하면 이러한 기대는 실제 인플레이션을 강화할 것임. 연준의 움직임 시기가 중요할 것임. 현재로서는 연준이 올해 세 차례 금리를 인하할 것으로 예상함.



VINCENT MORTIER
GROUP CIO

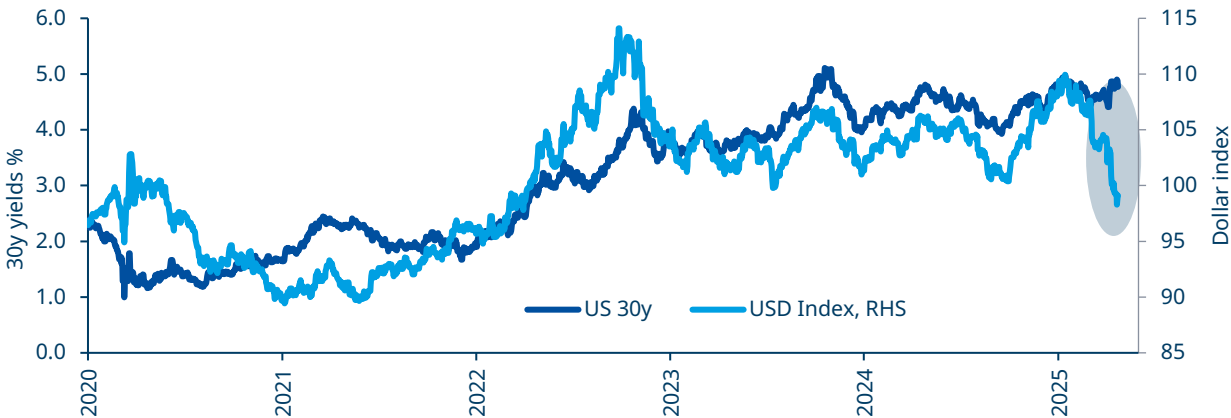


MONICA DEFEND
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE



PHILIPPE D'ORGEVAL
DEPUTY GROUP CIO

최근 미국 수익률과 달러의 괴리는 역사적으로 볼 때 드문 경우임



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg, as of 23 April 2025.

미국을 벗어나는 순환이 계속되어 유럽, 신흥시장, 아시아 등 다른 지역이 혜택을 받고 미국달러에 대한 신중한 시각이 이어질 것으로 봄.

- 유럽중앙은행이 이 지역의 성장률 전망 악화를 인정하고 있기 때문에 딜레마가 줄어드는 것임. 기준금리 예상치를 1.75%에서 1.50%로 하향 조정하여 올해 세 차례 추가 인하를 시사함. 영국에서는 노동시장 냉각, 파운드화 강세, 수입 관세 철폐로 인해 인플레이션에 하방 압력이 가해져 영란은행이 올해 세 차례 금리를 인하할 수 있을 것으로 전망함.
- 중국은 성장을 위해 국내 소비에 더 많이 의존하는 방법을 찾아야 할 것임. 중국 수출에 대한 미국의 관세는 당사의 예상을 뛰어넘었으며 당연히 중국의 성장에도 영향을 미칠 것임. 현재 중국 정책 입안자들은 보복 조치를 취하고 있지만, 통화 및 재정 도구를 모두 사용하여 내수와 소비자에 초점을 맞춰야 할 것으로 보임.

중기적 관점에서 볼 때 경제전망이 약해지면서 신중한 자산배분이 필요하다는 주장이 힘을 얻고 있음. 하지만 아직은 그 단계에 이르지 않았으며 현재로서는 약간의 위험 선호 포지션을 유지하고 있음.

- 채권에서는 주로 EU와 영국을 통해 듀레이션에 긍정적이지만 일본에서는 신중한 포지션을 취하고 있음. 미국의 경우, 인플레이션은 하락하고 있지만 소비자들의 인플레이션에 대한 기대감은 높기 때문에 중립 포지션임. 기업 크레딧 밸류에이션은 성장률 악화를 반영하고 있지만 펀더멘털은 여전히 건전함. 따라서, 당사는 유럽 투자등급 시장의 밸류에이션을 낙관적으로 보고 있으며, 재무적 가치도 양호하다고 판단함. 하지만 미국 하이일드에 대해서는 신중한 포지션을 유지함.
- 증시에서는 미국시장 매도세가 유럽, 영국, 일본 등 지역으로의 순환매를 재확인하고 있음. 밸류에이션 배수가 낮아진 상황에서 주요 리스크는 실적에 있음.

Amundi Investment Institute: 미국관세가 성장과 수익에 영향을 미칠 것으로 예상되는 이유

IMF는 4월에 발표한 최신 세계경제 전망에서 세계 및 미국 성장률 전망치를 하향 조정함. 올해 글로벌 성장률 전망은 IMF와 일치하지만, 미국에 대한 전망은 더 보수적임. 미국의 경기침체는 예상하지 않지만, 관세인상은 소비자의 가처분 소득과 궁극적으로 성장에 영향을 미칠 수 있음. 따라서 인플레이션 기대와 경제성장의 균형을 맞추려는 연준의 과제가 어려워지고 있음.

미국 기업들이 관세로 인한 실적 타격에 직면할 것으로 예상되며, 이미 많은 대기업들이 경기 침체에 대한 우려를 표명하고 있음. 미국의 예외주의가 위협을 받으면서 올해 S&P 500 주당순이익(EPS) 예상치를 5% 내외로 하향 조정함. 이런 점에서 기업들의 실적 가이드스가 매우 중요할 것임.

연준은 올해 세 차례 정책금리를 인하할 것으로 예상되며 실업률이 악화될 경우 추가 인하 가능성이 있음. 또한 미국성장에 대한 압박은 유럽에도 영향을 미치지만 주가에 미치는 영향은 밸류에이션 멀티플이 얼마나 높은지 여부에 따라 달라질 수 있음.

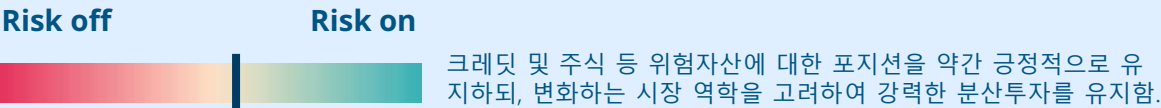
MONICA DEFEND
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

일반적으로 미국에 대해서는 신중한 포지션을 유지하되, 가치주, 우량주, 동일 가중지수 내에서는 합리적인 밸류에이션과 트럼프 정책으로부터 상대적으로 격리된 종목에서 선별적인 기회가 있을 것으로 봄. 유럽에서는 가격 경쟁력이 강하고 비즈니스 모델이 중단되지 않은 방어적 필수소비재와 헬스케어 종목을 선호함. 경기사이클주에서는 우량 유럽은행과 국내 익스포저가 있는 중소형주를 선호함.

정책 불확실성에도 불구하고 거시, 크레딧, 유동성 여건이 우호적이기 때문에 금과 헤지를 통한 온건한 리스크 온 포지션이 선호됨

- **신흥국 자산은 달러 약세, 연준 금리 인하 기대감, 매력적인 국내 수익률, 탄력적인 성장세 등으로 지지를 받고 있음.** 하지만 트럼프 정책에 대한 불확실성이 자산군에 부담을 줄 수 있음. 특히 절대 수익률이 매력적인 경화 및 회사채에 대해 건설적인 포지션을 유지하고 있음. 현지 통화에서는 남미와 프론티어 시장에서 선별적인 기회를 찾을 수 있음. 신흥국 주식에서 중국은 관세와 규제에 취약하지만 남미와 MENA 지역은 미국의 관세로부터 상대적으로 안전해 보이므로 남미와 인도에 대해 긍정적인 포지션을 유지함. 또한 신흥 유럽국가들에 대해서도 낙관적임.
- **멀티에셋의 경우 매크로, 크레딧, 유동성 여건이 여전히 상당히 우호적이기 때문에 전망 악화에도 불구하고 약간의 리스크 온 포지션을 유지함.** 선진국 주식에 대해서는 포지션을 축소하고 신흥국 채권에 대해서는 포지션을 확대하는 등 전술적으로 포지션을 조정하고 있음. 또한 미국의 특별성이 사라지고 연준의 금리 인하로 미국 자산으로의 유입이 줄어들고 유럽과 아시아로의 자본 송환이 증가할 수 있기 때문에 달러 대비 유로화에 대해서는 포지션을 긍정적으로 전환하고 있음. 지정학적 긴장과 인플레이션 위험에 대한 헤지 수단으로서 금에 대해서는 포지션을 유지함.

전반적인 리스크 심리



전월 대비 변경 사항

- **멀티에셋:** 현재 신흥국 채권에는 긍정적, 선진국 및 신흥국 주식에는 약간 덜 건설적인 포지션을 취하고 있음.
- **신흥국 시장:** 남미와 신흥 EMEA 주식은 건설적이지만 신흥 아시아 주식은 덜 건설적임. 채권의 경우 현지 통화에 대해 약간 더 낙관적임.
- **USD 주의**

전반적인 리스크センチメント는 다양한 투자 플랫폼에서 표현하고 Global Investment Committee에서 공유하는 위험 자산(크레딧, 주식, 원자재)에 대한 질적 관점임. 시장 및 경제적 배경의 변화를 반영하기 위해 당사의 포지션은 조정될 수 있음.

ECB= European Central Bank, DM= Developed Markets, EM = Emerging Markets, CBs = central banks, IG = investment grade, HY = high yield, HC = Hard Currency, LC = Local Currency. For other definitions see the last page of this document.

채 권

저 자

유럽으로 듀레이션을 조정

미국에서는 수입 관세에 대한 불확실성으로 인해 인플레이션 기대가 높아지면서 장기 프리미엄이 상승하는 것을 목격하고 있음. 연준은 단기적으로 이러한 인플레이션 압력에 대처해야 할 것이지만, ECB의 경우 인플레이션은 그다지 걱정거리가 되지 않음. 이로 인해 두 글로벌 중앙은행 간의 정책 차이가 발생할 수 있으며, 이로 인해 ECB에 대한 최종 금리 전망치를 하향 조정할 수 있음.

특히 에너지 가격 하락, 지금까지 관세에 대한 유럽연합의 미온적인 대응, 유럽의 완만한 임금 상승 등은 인플레이션 리스크가 제한적이라는 점을 시사함. 또한 경제성장 둔화는 특히 미국의 기업 펀더멘털에 영향을 미칠 수 있음. 따라서 당사는 크레딧과 듀레이션에 대해 글로벌하고 선별적인 접근법을 유지하며, 퀄리티에 대한 편향성을 유지함.

**AMAURY
D'ORSAY**
HEAD OF
FIXED INCOME

듀레이션 및 수익률 커브	기업 크레딧	FX
<ul style="list-style-type: none"> 특히 유럽과 영국의 성장률 약세와 중앙은행의 완화적 기조는 트럼프의 관세 정책이 경제에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상되는 가운데 전반적으로 듀레이션에 대한 건설적인 견해를 뒷받침함. 당사는 미국 듀레이션에 대해 중립적이며, 미국보다 EU를 선호함. 일본 듀레이션에 대한 신중한 입장은 구조적인 장기적 관점을 반영한 것임. 	<ul style="list-style-type: none"> 크레딧 스프레드의 급격한 확대는 시장이 어두운 경제전망을 반영하여 가격을 책정하고 있음을 나타냄. 미국 하이일드는 취약할 수 있음. 당사는 펀더멘털이 견고하고 밸류에이션이 매력적인 유럽 투자등급을 선호함. 전반적으로 펀더멘털이 다소 약화될 것으로 예상되므로 선별적으로 대응하고 있음. 섹터수준에서는 자본 완충력이 강하고 수익성이 높다는 점에서 금융업을 선호함. 	<ul style="list-style-type: none"> USD를 하향 조정함. 최근 미국 수익률과 달러의 상관관계가 깨진 것은 드문 일이며 시장에서의 자본 재분배의 결과일 수 있음. 이제 미국자산과 관련된 위험 프리미엄이 더 높아질 수 있음. 유로화는 잠재적인 'de-dollarisation'의 혜택을 받을 수 있음. 연말까지 EUR/USD는 1.16으로 전망함 (이전 1.13 대비). 추가 상승 여지가 있을 수 있음.

인플레이션 기대감이 높아지면서 4월 미국 기간 프리미엄(term premium)이 10년 만에 최고치를 기록함



Source: Amundi Investment Institute, Federal Reserve Bank of New York, Bloomberg, as of 29 April 2025. Adrian Crump & Moench term premium on 10Y Treasuries.

주식

저자

매도세 속 로테이션 기회

BARRY GLAVIN
HEAD OF EQUITY
PLATFORM

작년 말부터 시작된 순환매는 여전히 진행 중이며 무역전쟁으로 인해 더욱 가속화되고 있음. 그 결과 미국주식이 가장 큰 영향을 받아 밸류에이션 멀티플이 하락함. 그럼에도 불구하고 밸류에이션은 여전히 비싸고 다른 지역은 상대적으로 더 매력적임. 유럽에서는 재정 부양책과 인프라 지출이 관세로 인한 충격을 어느 정도 상쇄할 수 있는지 여부가 주요 모니터링 요소임.

이러한 순환의 지속 가능성은 수익과 기업이 관세의 영향에 대해 얼마나 자신감을 갖고 있는지에 달려 있음. 가이던스는 암울할 것으로 예상되지만, 펀더멘털이 탄탄하고 유럽, 영국, 일본 등 내수 중심의 비즈니스에서 기회를 찾을 수 있을 것으로 봄.

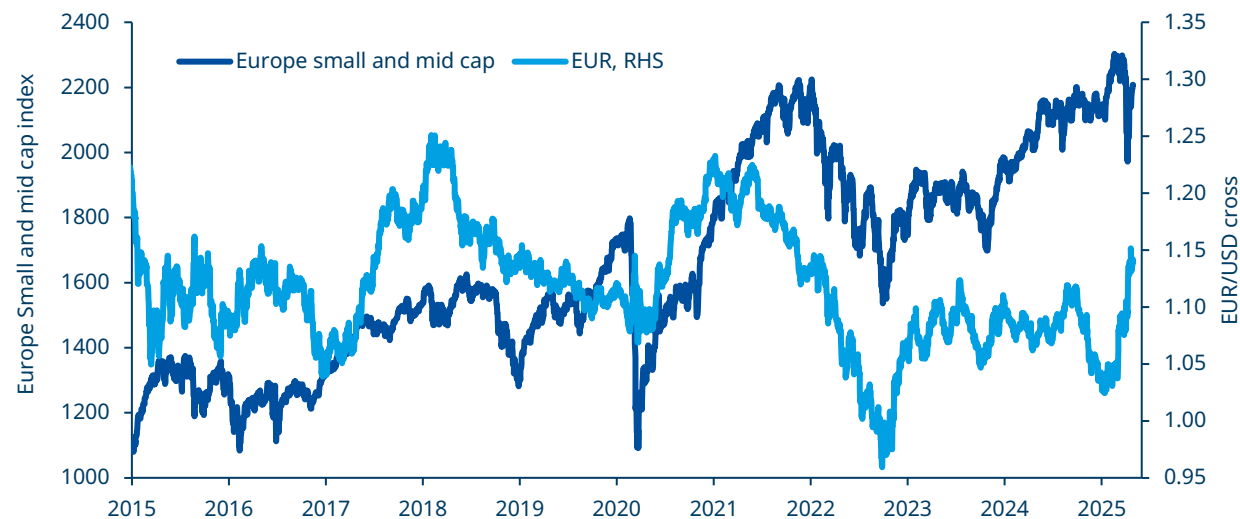
글로벌 신념

- 미국 외 유럽, 영국, 일본에서 더 많은 기회가 있을 것으로 봄. 미국에서는 변동성이 계속되겠지만, 일부 가치시장에서는 여전히 기회가 남아 있음.
- 유럽과 영국에서는 밸류에이션이 매력적임. 특히 영국은 국제 무역전쟁으로부터 상대적으로 보호받는 국내 기회를 제공함.
- 일본에서는 은행과 보험사를 통한 금리 정상화 가능성이 있다고 믿으며 긍정적인 전망을 유지함. 또한 우량한 해외 기업들도 있음.
- 당사는 전반적으로 균형 잡힌 접근 방식을 유지하며 견고한 대차대조표와 변동성이 없는 비즈니스 모델을 갖춘 기업을 찾음.

분야 및 스타일에 대한 신념

- 대형주는 밸류에이션이 높을 때 무역관세에 취약함. 성장성에 대해서는 신중한 포지션을 유지하며, 밸류에이션과 유럽내 익스포저가 큰 중소형주를 선호함. 유동성 리스크에 유의함.
- 업종별 관점에서는 고가의 기술주보다는 방어적 필수소비재와 헬스케어 기업을 선호함. 일반적으로 신중을 기하는 업종에서는 우량 경기 순환 기업과 대형주 금융에서 일부 기회를 포착할 수 있음.
- 전반적으로, 당사는 주주들에게 장기적인 수익을 제공하는 독특한 아이디어를 극대화하는 것을 목표로 함.

유럽의 재정지출 증가는 도움이 될 것임



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg, as of 29 April 2025. Europe small and mid cap index = MSCI Europe SMID Cap Index

신 흥 시 장

저 자

관세 혼란의 신흥국 격차

BARRY GLAVIN
HEAD OF EQUITY
PLATFORM

신흥시장은 세계무역의 발전, 미국 행정부의 정책, 지정학적 상황에 민감하지만, 일부 지역/국가는 다른 지역/국가보다 미국 관세의 영향을 더 많이 받는 것으로 보임. 동시에 일부 지역의 탄력적인 국내 경제성장과 (국제 무역과) 덜 연관된 경제 사이클은 장기적으로 다각화하고 소득을 창출할 수 있는 충분한 기회가 있음을 의미함.

예를 들어, 미국의 관세는 아시아의 일부 공급망에 영향을 미칠 가능성이 높은 반면 남미는 가장 적은 타격을 입을 수 있음. 우리에게 중요한 질문은 미국의 관세가 최종적으로 어디로 향할지, 보복은 무엇이며 중국과의 탈동조화 시도에서 누가 승자가 될 것인지임. 또 다른 중요한 점은 어느 국가가 양자 간 합의를 협상할 수 있을 것인가 하는 점임. 답은 복잡하지만, 상황이 유동적이기 때문에 극단적인 견해를 취하지 않도록 주의해야 함.

신흥국 채권

- 당사는 경화 및 기업부채에 대해 건설적인 포지션을 유지하지만, 장기 수익률의 핵심은 여전히 국가 및 섹터 선정이라는 매우 적극적인 입장을 견지하고 있음.
- 현지 통화 기준으로 명목 및 실질 수익률이 높고 무역 관세에 덜 취약한 국가에 긍정적으로 투자하고 있음. 특히 브라질을 비롯한 남미와 프론티어 시장을 선호함.
- 신흥국 통화의 경우, 일부 아시아 외환에 대해서는 신중한 포지션을 취하고 고수익 외환(BRL, MXN, TRY)에 대해서는 긍정적인 포지션을 유지함.

신흥국 주식

- 아시아에서는 중국의 약세가 중국과 밀접한 무역관계를 맺고 있는 국가의 성장에 영향을 미칠 수 있음. 인도경제의 국내적 특성과 무역 협정을 위한 미국과의 논의가 진전되고 있다는 점 때문에 인도에 대해서는 여전히 긍정적인 전망을 유지함.
- 당사는 신흥 유럽국가들에 대해 건설적인 포지션을 취하고 있음. 하지만 MENA(중동 및 북아프리카) 지역의 경우 유가와 유가가 증시에 미치는 영향을 모니터링하고 있음. 글로벌 성장에 민감한 섹터에 대해서는 다소 신중한 포지션을 취함.

아시아의 주요 신념

관세와 무역이 주요 주제임. 결국 일대일 무역 협상이 타결될 것으로 예상하지만, 시간이 걸리므로 당분간 시장은 불안한 모습을 보일 것임. 10%의 기본 부과금의 경제적 영향, 미국과 중국의 성장 둔화, 불확실성 증가는 모두 아시아 지역의 성장 전망에 부담을 줄 것임. **무역 의존도가 낮은 경제**는 수출에 민감한 경제보다 폭풍우를 더 잘 견뎌낼 수 있음.

아시아 금리는 좋은 가치를 제공함. 성장둔화와 인플레이션 둔화로 중앙은행이 정책 완화를 강화할 여지가 커지고 있음. 당사는 **인도채권을 선호하며** 통화 헤지를 통해 **중국과 한국의 커브에 대해 긍정적임.** 그러나 장기물은 재정 확대에 의해 국채 발행이 증가하기 때문에 어느 정도 주의가 필요함. 기업 크레딧의 경우, 특히 중화권과 인도에서 이익 창출 테마와 경기방어적 발행사를 선호함. 일본과 호주의 후순위 금융 및 보험회사에 대한 분산투자 기회도 고려할 만함.

주식에서는 인도, 중국 A주, 필리핀의 내수 테마에서 방어적인 기회를 모색하고 있음. 매우 유동적인 시장 환경에서는 위험을 감수하는 데 신중을 기해야 하며, 무역협상이 더 명확해질 때까지 인내심을 가질 것을 권장함. 무역전쟁이 지역시장에 미치는 상대적 영향을 평가하기 위해서는 수출 노출과 관세 차별화를 기반으로 한 선별이 중요함.

멀티에셋

위험에 처한 미국의 특별성: 유연성 유지

'해방기념일'은 미국의 정책이 보다 혼란스럽고 거래적인 접근 방식으로 전환된 날임. 미국의 성장둔화는 이러한 관세의 지속기간과 무역 파트너의 보복에 따라 달라질 것임. 투자자와 소비자 신뢰에 대한 타격은 이미 시작되었고 시장은 미국의 특별성에 문제를 제기하고 있음. 하지만 거시, 크레딧, 유동성 여건은 합리적임. 이러한 환경에서 당사는 신흥국 채권을 포함한 모든 수단을 검토하고 있으며, 외환에서 달러의 패권이 위험에 처해 있다고 봄. 동시에 투자자들은 금과 같은 포트폴리오 안전자산을 그대로 유지해야 한다고 봄.

주식시장 움직임에 과민하게 반응하지 않고 선진국 주식에 대한 포지션을 소폭 축소했지만 미국, 유로존, 영국에 대해서는 여전히 건설적인 포지션을 유지함. 유로존 증시는 밸류에이션이 저렴하고 독일의 재정 부양책에 따른 실적 개선(중기적으로)으로 수혜를 볼 것임. 영국은 유럽 내에서 다각화할 수 있는 방법이며 방어적 특성이 좋은 시장임. 미국의 경우, 헤지 포지션을 유지하고 있으며, 규제완화와 내수 중심 기업에 대한 지원으로 수혜가 예상되는 섹터를 통해 소폭의 긍정적인 포지션을 유지함. 신흥국에서는 리스크 관리 차원에서 단기적인 불확실성으로 인해 인도에 대해 중립으로 전환함. 당사는 경계를 늦추지 않고 있으며 구조적인 성장 스토리는 온전하다고 봄.

채권에서는 글로벌 접근법을 유지하며 미국, 핵심 EU국가들, 영국, 이탈리아 국채에 대해 긍정적인 포지션을 유지하며 최근 이탈리아의 신용등급 상향은 긍정적임. 또한 EU 투자등급 채권에 대해서도 낙관적임. 일본채권의 경우 과도한 밸류에이션과 마이너스 실질 수익률로 인해 신중한 포지션을 취하고 있음. 신흥국 채권의 경우 4월에 시작된 매도세가 진정된 이후 건설적인 포지션을 유지하고 있음. 달러약세로 인해 이 부문의 단기적인 약세가 예상됨. 현지 금리에 대해서는 중립 포지션임. 외환의 경우 달러에 대해서는 신중한 포지션으로, 유로에 대해서는 긍정적인 포지션으로 포지션의 균형을 재조정함. USD vs JPY 및 NOK에 대해서는 부정적임. 신흥국에서는 브라질 헤알화(BRL)와 인도네시아어(MXN)에 대해 더욱 건설적인 포지션으로 변경함.

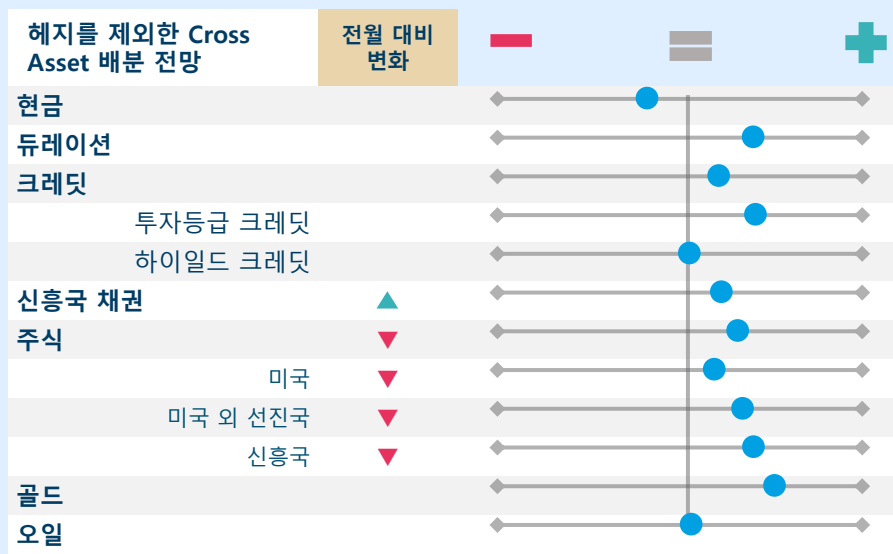
저자

FRANCESCO SANDRINI
HEAD OF MULTI-ASSET STRATEGIES

JOHN O'TOOLE
HEAD OF MULTI-ASSET INVESTMENT SOLUTIONS

"시장이 전통적인 포트폴리오 안정장치의 역할을 재평가하고 있는 상황에서 당사는 매력적인 기회를 찾기 위해 유연하게 대처하고 있음."

아문디 멀티에셋 투자 전망*



▼ 전월 대비 다운그레이드
▲ 전월 대비 업그레이드

Source: Amundi, as of 7 May 2025. Changes M-1 include from previous month. The table represents the main investment convictions (including hedging) of the Multi Asset Platforms. *The views are expressed relative to a Reference Asset Allocation (with benchmark 45% equity, 45% bonds, 5% commodities, 5% cash) with “=” being neutral. The + and - may not sum-up due to potential use of derivatives in the implementation. This is an assessment at a specific time, and it can be subject to change at any time. This information is not intended to be a forecast of future results and should not be relied upon by the reader as research, investment advice or a recommendation regarding any fund or any security in particular. This information is for illustrative purposes and does not represent the actual current, past or future asset allocation or portfolio of any Amundi product.

자산군별 아문디 전망

주식 전망

주식	전월 대비 변화	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
미국					◆					
미국 성장주			◆							
미국 가치주							◆			
유럽								◆		
유럽 SMID								◆		
일본							◆			
신흥시장							◆			
글로벌 요인	전월 대비 변화	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
성장주					◆					
가치주							◆			
스몰캡						◆				
퀄리티	▼					◆				

채권 전망

듀레이션	전월 대비 변화**	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
미국						◆				
EU								◆		
영국								◆		
일본					◆					
전체							◆			
크레딧	전월 대비 변화**	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
미국 IG						◆				
미국 HY				◆						
EU IG								◆		
EU HY						◆				
전체							◆			
FX	전월 대비 변화**	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
USD	▼				◆					
EUR						◆				
GBP							◆			
JPY								◆		
CNY				◆						

▼ 전월 대비 다운그레이드

▲ 전월 대비 업그레이드

Source: Summary of views expressed at the most recent global investment committee (GIC) held 23 April 2025. The table shows absolute views on each asset class and are expressed in a 9 scale range, where = refers to a neutral stance. This material represents an assessment of the market at a specific time and is not intended to be a forecast of future events or a guarantee of future results. This information should not be relied upon by the reader as research, investment advice or a recommendation regarding any fund or any security in particular. This information is strictly for illustrative and educational purposes and is subject to change. This information does not represent the actual current, past or future asset allocation or portfolio of any Amundi product. FX table shows absolute FX views of the GIC. *For this month the “Change vs M-1” may not be directly comparable with the previous month because of the change of the perimeter following the spin-off of the US operations into Victory Capital.

신흥시장 전망

신흥국 채권	전월 대비 변화**	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
중국 정부채						◆				
인도 정부채	▲							◆		
EM HC								◆		
EM LC	▲								◆	
EM 회사채	▲							◆		
신흥국 주식	전월 대비 변화**	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
신흥시장							◆			
아시아 신흥시장	▼				◆					
남미	▲							◆		
EMEA 신흥시장	▲							◆		
중국 외 신흥시장							◆			
중국	▼					◆				
인도								◆		

Source: Summary of views expressed at the most recent global investment committee (GIC) held 23 April 2025. *For this month the “Change vs M-1” may not be directly comparable with the previous month because of the change of the perimeter following the spin-off of the US operations into Victory Capital.

▼ 전월 대비 다운그레이드
▲ 전월 대비 업그레이드



AII* CONTRIBUTORS

ALESSIA BERARDI

HEAD OF EMERGING MACRO STRATEGY

CLAIRE HUANG

SENIOR EM MACRO STRATEGIST

ANNA ROSENBERG

HEAD OF GEOPOLITICS

SILVIA DI SILVIO

SENIOR CROSS ASSET STRATEGIST

GUY STEAR

HEAD OF DEVELOPED MARKETS STRATEGY

CHIEF EDITORS

MONICA DEFEND

HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

VINCENT MORTIER

GROUP CIO

EDITORS

CLAUDIA BERTINO

HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS AND PUBLISHING, AII*

LAURA FIOROT

HEAD OF INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION, AII*

DEPUTY EDITOR

CY CROSBY TREMMEL

INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION SPECIALIST, AII*

DESIGN EDITOR

CHIARA BENETTI

DIGITAL ART DIRECTOR AND STRATEGY DESIGNER, AII*

* Amundi Investment Institute

IMPORTANT INFORMATION

This document is solely for informational purposes.

This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction.

Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices.

Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice.

Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management SAS and is as of 9 May 2025. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management SAS and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks.

Furthermore, in no event shall any person involved in the production of this document have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages.

Date of first use: 9 May 2025.

Document ID: 4488269.

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 - Head office: 90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Photo credit: ©iStock/Getty Images Plus - Christoph Jorda

Amundi Investment Institute

In an increasing complex and changing world, investors need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios.

This environment spans across economic, financial, geopolitical, societal and environmental dimensions. To help meet this need, Amundi has created the Amundi Investment Institute. This independent research platform brings together Amundi's research, market strategy, investment themes and asset allocation advisory activities under one umbrella; the Amundi Investment Institute. Its aim is to produce and disseminate research and Thought Leadership publications which anticipate and innovate for the benefit of investment teams and clients alike.

Get the latest updates on:



- Geopolitics
- Economy and Markets
- Portfolio Strategy
- ESG Insights
- Capital Market Assumptions
- Cross Asset Research
- Real and Alternative Assets

Visit us on



[Visit the Research Center](#)

Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned