

Investment Institute

개학: 여름의
맑음에서 가을의
변화하는 바람으로

CROSS ASSET INVESTMENT STRATEGY

2025년 9월

• Document for professional investors only

목 차

이달의 주제

세계경제 회복력, 관세 시험대에 오르다	<u>4</u>
여름에서 얻은 교훈: 실적 투명성과 변화하는 수익률 곡선	<u>7</u>
다극화 세계의 현실화	<u>11</u>

글로벌 투자 전망

CIO 전망: 겉은 평온한 여름, 속은 격랑의 흐름	<u>14</u>
채권: 부채 우려 속 커브 스티프닝	<u>17</u>
주식: 집중리스크 시기에는 분산 투자	<u>18</u>
신흥시장: 신흥시장의 특유한 스토리 부활	<u>19</u>
멀티에셋: 신흥시장으로의 전환을 통한 위험 선호 태세	<u>20</u>
자산군별 전망	<u>21</u>



**MONICA
DEFEND**

HEAD OF AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

“여름 동안 관세 문제에 대한 명확성이 높아졌으며, 연준의 초점이 악화되는 고용시장으로 전환. 이는 긍정적인 시장 심리를 지속해서 뒷받침하며 주식과 크레딧시장에 유리하게 작용할 것.”



**VINCENT
MORTIER**

GROUP CHIEF
INVESTMENT OFFICER

“강력한 실적 시즌에 힘입어 미국 주식은 상승세를 이어가고 있음. 그러나 높은 밸류에이션과 시장 집중도를 고려할 때, 신흥시장, 유럽 및 일본에서 상승폭 확대의 기회를 모색함.”

이달의 주제

세계경제 회복력, 관세 시험대에 오르다

핵심 요약

미국: 평균 18%의 관세는 소비, 실질 소득, 고용성장에 부담을 주며 스태그플레이션 압력을 가중시키고, 인플레이션은 높은 수준을 유지하지만 서비스 부문 디플레이션으로 완화될 전망이다. 파월 의장의 잭슨홀 연설은 성장 리스크로 초점을 전환시켰으며, 시장에서는 경제가 악화될 경우 9월 금리 인하와 추가 완화 정책을 예상함.

유로존: 약 15%의 높은 관세는 2026년까지 성장을 억제할 것이며, 수출이 위축되는 가운데 회복은 내수 수요에 의존하게 될 전망이다. 디플레이션은 지속되고 있으나, 서비스 및 식품 물가 상승이 지속되면서 성장률은 약 1% 수준으로 소폭 유지되고 물가는 목표치로 수렴할 것으로 보임.

신흥시장: 중국과 인도의 성장 전망 상향 조정으로 신흥국들은 성장 프리미엄을 유지하며, 브릭스(BRICS) 국가들의 재정 개혁과 경기 부양책이 관세 충격을 완화할 전망이다. 중앙은행들은 연준으로부터의 독립성을 강화하고 있으나, 안정성 위험을 관리하면서 성장을 지속하는 것이 핵심 과제가 될 것임.

저자

**MAHMOOD
PRADHAN**

HEAD OF GLOBAL
MACROECONOMICS,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

**ANNALISA
USARDI**

SENIOR ECONOMIST,
HEAD OF ADVANCED
ECONOMY MODELLING,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

관세가 경제에 타격을 주면서 연준은 성장에 초점을 전환

전반적으로 예상보다 높은 관세율(평균 약 18%로, 당사 기준 기준치보다 약 3%포인트 상회)과 일부 예외 조항을 고려할 때, 단기 거시경제 전망에 다소 강한 스태그플레이션 성향이 나타날 것으로 봄.

관세가 실질적으로 소비세 인상 효과를 가져옴에 따라 미국경제는 2025년 하반기까지 경기 둔화 국면을 지속할 것으로 전망됨. 개인소비지출은 지난 2년간의 비정상적 호조세에 비해 현저히 낮은 수준으로 위축될 것으로 봄. 임금 및 고용 증가세가 완화되는 반면 인플레이션은 영구적이진 않더라도 높은 수준을 유지함에 따라 실질 소득 증가율도 둔화될 전망이다.

최근 고용 성장률에 대한 대규모 수정과 민간 고용의 극히 낮은 수준을 고려할 때, 관세가 마진을 압박하는 상황에서 기업들이 인원 확장에 신중한 태도를 유지함에 따라 고용 성장세가 악화될 것으로 봄. 현재 소비의 급격한 침체는 예상하지 않음. 가계 총자산 상태가 상대적으로 견고하고 이민 감소로 노동 공급 증가가 제한되기 때문임. 그러나 종합적으로 낮은 이익 마진은 고용 성장에 부담으로 작용할 것임.

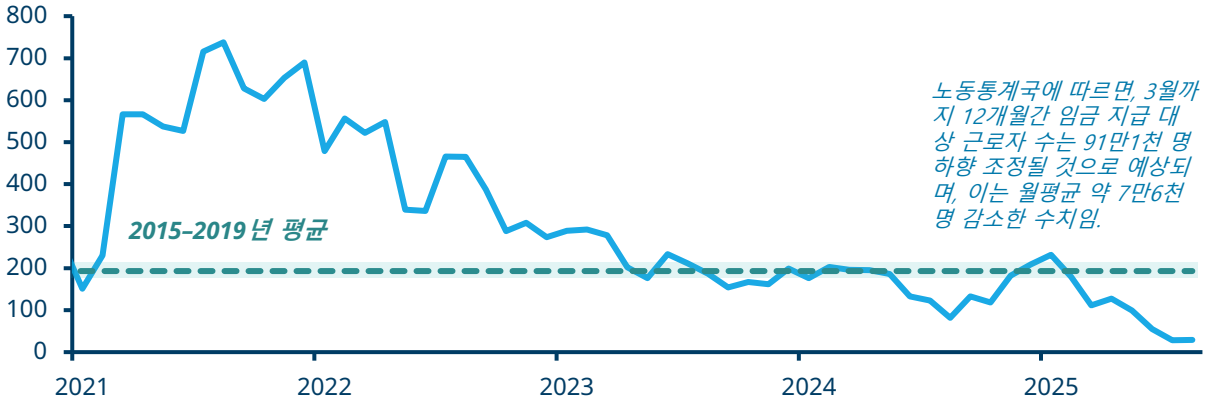
파월 의장이 잭슨홀에서 인정한 바와 같이, 기업들이 특히 상품 분야에서 일부 관세 비용을 소비자에게 전가하기 시작했다는 증거가 있지만, 상쇄 조치로 인해 총체적 인플레이션 효과는 완화될 수 있다고 봄.

최근 실적 발표 시즌 논평을 보면 기업들이 새로운 관세 환경에 대응하기 위해 다양한 전략을 구사함: 다수는 공급업체와 협상하거나 공급망을 재구성하는 반면, 약 절반은 비용을 고객에게 전가한다고 보고함. 이는 주로 관세 노출이 더 큰 고객들에게임.

더 균형 잡히고 약화된 노동시장에서는 2차적 인플레이션 효과가 증폭될 가능성이 낮아, 인플레이션 추세 정지에 핵심적 역할을 하는 서비스 부문에 대한 부정적 영향이 제한될 것임. 파월은 시기에 대한 불확실성에도 불구하고 관세가 인플레이션에 미치는 영향이 일시적임을 강조함.

연준의 딜레마: 고용시장 부진*

비농업부문 고용 변화 (3개월 평균, 단위: 천 명)



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg. US BLS Employees on Nonfarm Payrolls 3 Month Average Net Change, Seasonally Adjusted. Monthly data as of August 2025. * The number of workers on payrolls will likely be revised down by 911k for the 12 months through March, or almost 76k less each month on average, according to the Bureau of Labor Statistics.

종합적으로 서비스 부문 인플레이션은 관세로 인한 상품 가격 상승 압력을 부분적으로 상쇄할 수 있으나, 일부 서비스 분야 역시 원자재 가격 상승에 직면할 전망이다. CPI 및 PCE 바스켓에서 비중이 큰 소유주 등가 임대료 및 기타 서비스 항목은 완화세를 보이며 이러한 추세가 지속될 가능성이 있어, 상품 가격 상승 압력을 상쇄할 수 있음. 종합적으로, 전체 CPI와 PCE에 미치는 순 영향은 전가 정도, 재고 조정 속도, 상품과 서비스 물가 상승률 간의 균형에 달려 있을 것임.

" 기본 전망과 위험 균형의 변화는 정책 기조 조정이 필요할 수 있다 " 파월 의장의 잭슨홀 연설은 시장을 놀라게 하여 주식시장 상승과 2년물 국채 수익률의 현저한 하락을 촉발함. 그는 관세가 인플레이션에 미치는 영향이 가시화되고 있음을 인정했으며, 관세가 성장 둔화로 이어질 수 있다는 연준의 우려가 커지고 있음을 시사함. 연준은 인플레이션보다 성장 위험에 더 집중하는 모습으로, 장기 인플레이션 기대가 여전히 안정적이며 정책이 여전히 긴축적임을 강조함.

"파월의 잭슨홀 연설은 연준이 성장 우려로 선회했음을 시사하며, 시장은 이제 9월 금리 인하와 향후 더 완화적인 기조를 예상하고 있음."

아문디의 기본 시나리오는 9월 17일 FOMC 회의에서 25bp 금리 인하이며, 파월 발언 이후 시장 가격도 해당 결과로 이동 중임. 그러나 9월 고용 및 CPI 지표가 예상보다 강세를 보일 경우 완화 조치가 지연될 수 있음. 반면, 지난 회의에서 금리 동결을 주장했던 일부 FOMC 위원들은 당시 공개되지 않았던 악화된 고용 수정 지표에 의해 입장을 바꿀 수도 있음. 9월 이후에는 경제가 더 악화되고 연준 고위 인사 교체로 완화 기조가 강화되면서 점진적인 완화 전환이 예상됨.

관세 부담 속 유로존은 내수 수요에 의존해야

미국-유로존 관세 협정은 여전히 변동 가능성이 있으나 관세 관련 불확실성을 줄였음. 그러나 관세 수준이 당초 예상보다 높아짐에 따라(평균 관세율 약 12%에서 약 15%로 상향 조정) 2025년 말까지 및 2026년 초까지 성장 둔화 전망이 강화됨. 유럽중앙은행의 9월 전망 수정 역시 이를 반영함.

유럽경제 활동은 관세 마감일 전 무역 흐름의 선행적 증가로 인해 외부 수요와 유로존 수출이 일시적으로 부양되면서 소폭 상향 조정됨.

국내 수요, 특히 소비는 통화 완화에도 불구하고 강한 회복세를 보이지 못하고 있음: 가계 저축률은 여전히 높은 수준을 유지하고 있으며 소비자 신뢰도는 역사적 기준에 비해 낮은 상태임.

관세가 완전히 발효되고 순수출이 성장의 걸림돌이 되면서 2025년 하반기에도 성장세가 약세를 보일 것으로 예상됨. 향후 12~18개월 동안 국내 수요가 '주도적 역할을 해야' 함: 민간 소비는 점진적으로 정상화되어야 하며, 투자는 서서히 회복되어야 함. 당사의 전망은 다음과 같은 몇 가지 조건에 달려 있음:

- 국내 경제 활동을 지원하는 지속적인 통화 완화 정책;
- 재정 정책이 긴축적이지 않고 일부 국가(특히 독일)에서는 확장적이어야 함;
- 실업률이 대체로 안정된 상태에서 고용 증가세가 지속되되 속도는 둔화될 것; 신뢰도 개선과 저축률 하락에 따른 점진적 디플레이션으로 실질 가처분 소득이 지지되면서 임금 상승률은 완화될 것;
- 통화 조건 완화, 정책 불확실성 충격 완화, 인프라·방위산업·R&D 지원 재정 프로그램 시행에 따른 투자 및 자본지출(인프라, R&D, 주택 건설)의 점진적 회복.

인플레이션: 2024년 HICP 평균 2.4%로 서비스 부문이 주요 동인. 2025년에도 디플레이션이 지속되나 속도는 상이. 에너지·원자재 가격 하락, 관세 관련 디플레이션 압력, 유로화 강세, 비에너지 산업재에 대한 경쟁 압력이 2026년까지 디플레이션 추세를 지지할 전망. 다만 식품·서비스 부문 인플레이션 상승으로 일부 상쇄될 것. 2025년 GDP 성장률은 1.1%(ECB 9월 전망치: 1.2%), 2026년은 0.9%(ECB: 1.0%)로 전망함. HICP 인플레이션은 2025년 2.1%(ECB 9월 전망치: 2.1%), 2026년 1.7%(ECB: 1.7%)로 예상함.

신흥시장

신흥시장 전망 재평가를 위한 주요 여류 요인

여류가 끝나감에 따라 신흥시장 거시경제 전망을 재평가해야 할 두 가지 핵심 요인을 강조할 필요가 있음. 첫 번째 요인은 전 세계 관세율의 진전된 상황에 따라 달라지는 신흥시장의 성장 전망과 관련됨. 현재 상황은 미국 행정부와 특정 국가 간의 추가 협상을 통해 조정될 수 있으나, 관세 환경은 점차 명확해지고 있음. 두 번째 요인은 글로벌 통화 정책, 특히 시장이 연방준비제도(Fed)의 향후 경로를 더 비둘기파적으로 재평가하는 방식과 더 중요하게는 파월 의장의 미국 통화정책 조정 방향 전환에 의해 영향을 받는 방식과 관련됨.

성장 측면에서 올해 상반기 여러 지역의 경제 성과는 예상보다 탄력적이었음. 일부 변동에도 불구하고 글로벌 무역은 견조한 모습을 유지했음. 또한 신규 관세율(일부 예외 제외)은 기존 기준 대비 소폭 인상된 수준에 그쳤음. 이를 바탕으로 신흥국들은 역사적 평균을 상회하는 성장 프리미엄을 지속 누리고 있으며, 중국과 최근 인도 성장률 전망치도 상황 조정됨.

그러나 하반기 성장세는 완화될 것으로 예상되며, 이미 여러 국가에서 재정 지원 조치를 시행 중임. 관세 인상 폭이 가장 큰 국가들 중 하나인 BRICS 국가들 내에서 인도는 4단계 GST(상품·서비스세) 구간을 2단계로 축소하는 차세대 GST 개혁을 시행해 평균 GST 세율을 효과적으로 낮춤으로써 소비를 촉진하고 있음. 한편 브라질은 관세 영향 산업에 대한 크레딧 확대, 세금 납부 유예, 정부 조달 확대를 포함한 비상 대책을 발표함. 조만간 정책 여력과 거시금융 안정성 위험 평가로 초점이 전환될 전망이다. 특히 새로운 재정 부양책이 등장할 경우 더욱 그러함.

지난 금리 인상 및 후속 완화 사이클이 시작된 이후 신흥국 중앙은행들은 연방준비제도로부터 어느 정도 독립성을 보여왔음. Fed의 최근 논조 변화는 신흥국에서 이미 상당히 진행된 완화 사이클을 가속화하거나 연장하지는 않음. 지난 한 달간 시장이 Fed 완화 기대를 재조정하는 동안, 인도네시아 중앙은행은 성장 우려로 완화 속도를 높인 반면 콜롬비아 공화국은행과 한국은행은 인플레이션 우려로 완화 속도를 늦췄음.

ALESSIA BERARDI

HEAD OF EMERGING MACRO STRATEGY, AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

이달의 주제

여름에서 얻은 교훈: 실적 투명성과 변화하는 수익률 곡선

핵심 요약

4월 8일 시작된 강력한 주식시장 상승세는 여름에도 꺾이지 않았음. 실적 발표 시즌은 긍정적 분위기를 더욱 부채질했으며, 특히 미국과 빅테크 기업에서 그 효과가 두드러졌음. 유럽을 중심으로 한 금융주도 혜택을 봄. 그 결과 S&P500 지수는 연초보다 더 집중된 양상을 보이며, 주가수익비율(PER)은 다시 사상 최고 수준에 도달함. 이는 다른 시장들이 적어도 일시적으로 차별화될 기회를 제공할 수 있음. 이 경쟁에서 유럽은 현재의 PER 수준을 고려할 때 유력한 후보로 꼽임.

미국 국채는 여름 동안 강세를 보였는데, 고용지표 부진과 하향 조정으로 연준 금리 인하 기대감이 뒷받침되었기 때문임. 반면 유럽, 영국, 일본 국채 수익률은 일본의 재정 기대감과 독일의 공급 압력에 힘입어 상승함. 크레딧 시장은 탄력성을 유지했으며, 유로 투자등급은 장기간 평균에 근접했고 낮은 변동성으로 위험 조정 수익률이 지지됨.

주식시장은 올해 호조를 보이고 있음 (MSCI ACWI 달러 기준 13% 상승). 4월 2일 해방 기념일 이후 급락했으나, 관세에 대한 우려가 정점에 달했던 4월 8일 이후 반등함.

DeepSeek의 R1 모델 발표 이후 Mag7*은 연초 부진한 성과를 보였으며, 4월 초 스트레스 상황으로 하락세가 가속화됨. 이후 다시 S&P500을 상회하며 지수 내 집중도를 사상 최고 수준으로 끌어올렸음. 올해 초 정점에서는 BATMAAN 종목이 S&P500의 37%를 차지했으나, 4월 8일 34%로 하락했다가 현재는 38%를 차지하고 있음.

7월 초 미국 예산안(OBBBA) 표결과 유럽 및 일본을 비롯한 주요 관세 협상 합의가 시장의 우려를 해소하는 데 도움이 되었지만, 이번 여름에는 실적 발표에 관심이 집중되면서 이러한 추세가 더욱 강화됨.

전반적으로 실적은 양호했으며, 특히 미국과 빅테크 기업들뿐만 아니라 유럽 금융사들도 좋은 성과를 거두었음.

대부분의 관세가 아직 시행되지 않은 점을 고려하면 대서양 양측 모두에서 전반적으로 마진이 잘 유지되었음.

미국에서는 94%의 기업이 실적을 발표한 가운데 분기 이익이 12.9% 증가하여 7월 1일 기준 예상치인 5.8%를 크게 상회함. 모든 부문이 예상을 뛰어넘었는데, 통신 서비스(+48.8% 대 31.8%), IT(+23% 대 17.7%), 소비재(+6.9% 대 -3.5%), 금융(+13.9% 대 2.7%)이 그 선두를 달렸음. 에너지, 소재, 유틸리티 등 하락한 부문조차 예상보다 양호한 실적을 기록함.

72%의 기업이 실적을 발표한 유럽에서는 미국보다 낮은 수익 성장률(+4.6% vs. 0.6%)을 기록했지만, 여전히 기대치를 상회했으며, 이는 강력한 금융업(+14.4% vs. 2%)에 힘입은 결과임.

저자

**ERIC
MIJOT**

 HEAD OF GLOBAL
EQUITY STRATEGY,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

**GUY
STEAR**

 HEAD OF DEVELOPED
MARKETS STRATEGY,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

*Mag7 stocks: The seven major tech giants—Microsoft, Apple, Google (Alphabet), Amazon, Meta, Nvidia, and Tesla
** BATMAAN stocks: MAG 7 + Broadcom.

"특히 미국 빅테크 기업들에게 유리한 실적 시즌이었음."

산업, IT, 헬스케어 부문도 예상치를 상회했으며, 특히 헬스케어는 이번 분기 유럽과 미국 모두에서 가장 탄력적인 방어 섹터로 입증됨.

그 결과, 2025년 IBES 컨센서스는 미국에서 +11.3%(6월 +9.4%에서 상향)로 상향 조정된 반면, 유럽, 일본, 일본을 제외한 태평양 지역 및 신흥시장에서는 소폭 하향 조정됨. 현재 모든 지역의 주가수익비율은 12년 평균을 상회함. 미국 P/E는 22.8x, 일본을 제외한 태평양 지역은 18.1x로, 둘 다 10년 이상 만에 최고치를 기록한 반면, 유럽은 장기 평균에 근접한 수준임.

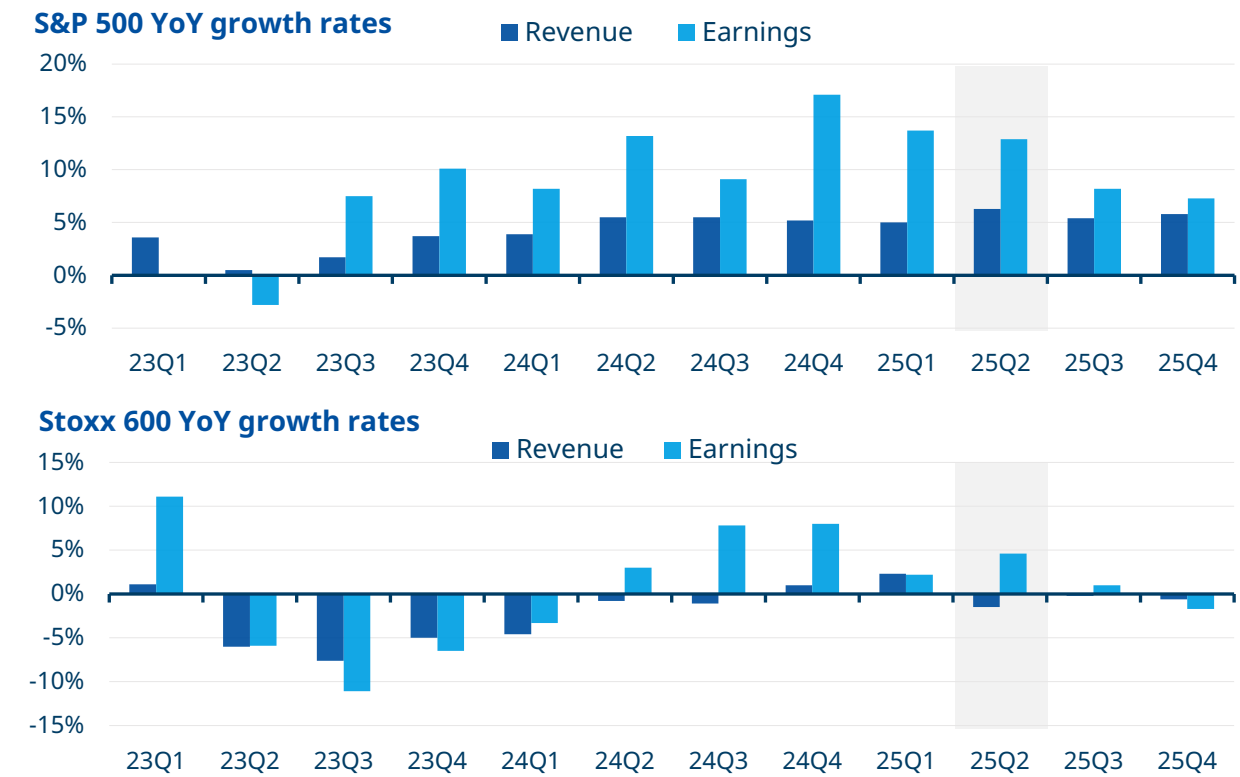
지역	2025년 IBES 컨센서스	P/E 비율 (12개월 선행)	12년 평균 대비
미국	+11.3% (전년 +9.4% 대비 상승)	22.8x	12년 만에 최고치
유럽	+0.2% (전분기 +2.7% 대비 하락)	14.8x	평균 수준
일본	+3.1% (전분기 +5.5% 대비 하락)	15.7x	평균 이상
일본 제외 태평양 지역	+0.2% (전분기 +1% 대비 하락)	18.1x	12년 만에 최고치
신흥시장	+10.3% (전분기 +11.6% 대비 하락)	13.2x	평균 이상

올해 미국달러의 약세는 수익과 성과에 결정적인 영향을 미쳤음.

8월 22일 기준 현지 통화 기준으로 MSCI 지수의 연초 대비 성과는 미국(+10%), 유럽(+11.5%), 일본(+9.9%), 심지어 신흥시장(+14.8%)까지 상당히 유사했으나, 달러 기준 성과(+10%, +24.8%, +17.6%, +17.8%)로 나타난 차이는 국제적 자산배분에서 통화가 핵심 역할을 한다는 점을 상기시켜 줌.

이러한 움직임은 순차적으로 진행됨. 먼저, 빅테크 열풍이 사그라들던 시기에 독일의 예산 개혁이 이루어지면서 유럽의 새로운 매력이 부각되었고, 이는 연초 유로화와 해당 지역 주식시장의 상승을 이끌었음. 이어 2분기 실적 발표와 함께 시장은 환율이 수익에 미치는 영향에 더 주목했는데, 이번에는 미국에 유리하게 작용하는 경향이 있었음. 하향식(실적 시즌)에 의해 주도된 순서가 끝난 후, 다음 순서는 거시적 요인의 영향을 더 많이 받을 가능성이 높으며, 적어도 일시적으로는 투자 기회가 확대될 여지가 생길 것임.

미국과 유럽의 매출 및 실적 — 이번에는 환율이 실적 영향이 미국에 유리하게 작용



Source: Amundi Investment Institute, IBES, LSEG, 19 and 25 August 2025

금리: 미국 국채 수익률 하락과 수익률 곡선 스티프닝의 여름

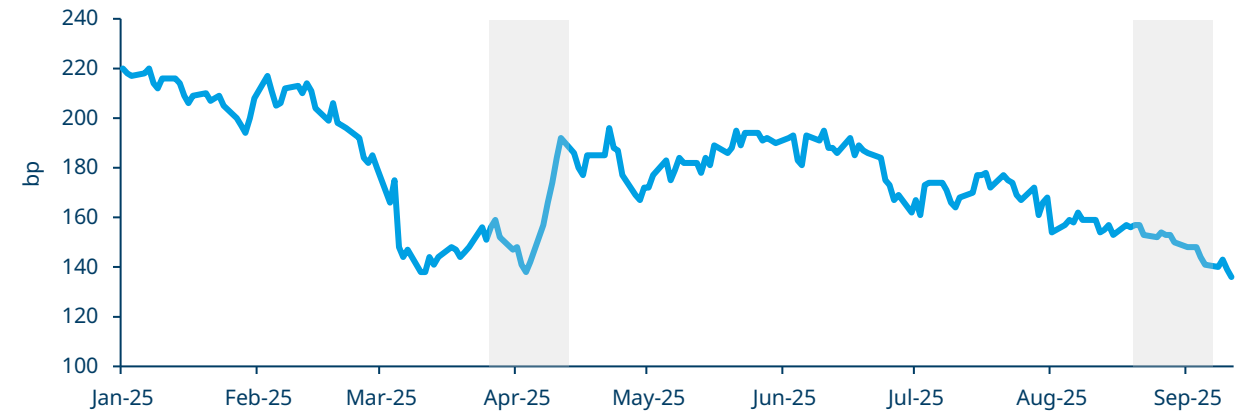
여름철 첫 번째 주요 추세는 미국 국채 움직임으로, 10년물 수익률은 현재 해방 기념일 이후 관측된 범위 하단인 4% 초반에 머물고 있음. 수익률 하락의 촉매제는 고용지표였으며, 7월과 8월의 부진한 수치와 지난 12개월간 데이터의 하향 조정이 영향을 미쳤음. 잭슨홀 연설에서 파월 연준 의장은 고용지표 둔화가 추가 금리 인하를 정당화할 수 있다고 강조함. 올해 9월부터 시작해 총 세 차례의 금리 인하가 있을 것으로 봄.

반면 유럽, 영국, 일본의 10년물 금리는 올여름 상승함. 일본 정부가 재정적 재팽창 정책을 추진할 것이라는 기대감으로 일본 10년물 국채 금리는 올해 처음으로 1.6%를 넘어섬. 이는 일본 투자자들이 유럽 채권을 포함한 해외 채권 포지션을 축소할 수 있다는 우려를 불러일으켰음. 독일 10년물 금리는 2.7% 선에서 등락하며 3월 중순 2.9% 정점보다는 낮았으나, 초여름 2.5% 수준보다는 여전히 크게 높았음. 독일 채권 공급량도 금리 상승 요인으로 작용함. 영국은 경제지표가 부진했음에도 금리가 미국보다는 독일을 따라가는 경향을 보였음.

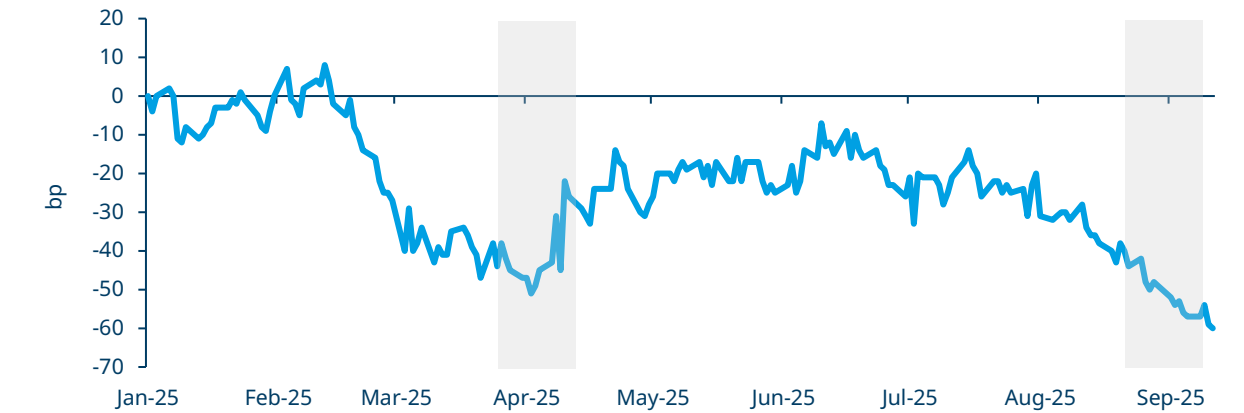
그 결과 미국-독일 및 미국-영국 간 금리 차이는 현재 매력적으로 보임. 미국 국채와 독일 국채 간 10년물 스프레드 차이는 올해 최저 수준과 비슷한데, 6월 초 190bp에서 하락했음. 미국 국채와 영국 국채 간 10년물 스프레드는 약 -60bp로 올해 최저 수준임.

"미국 국채는 이번 여름 강세를 보였으며, 고용지표 부진과 하향 조정으로 연준 금리 인하 기대감이 높아지면서 10년물 수익률이 약 4%까지 하락함"

미국-독일 금리 차이는 현재 매력적으로 보임
미국 국채 간 10년물 스프레드 차이는 올해 최저 수준과 유사



10년물 미국 국채-영국 국채 금리 차이는 올해 최저 수준



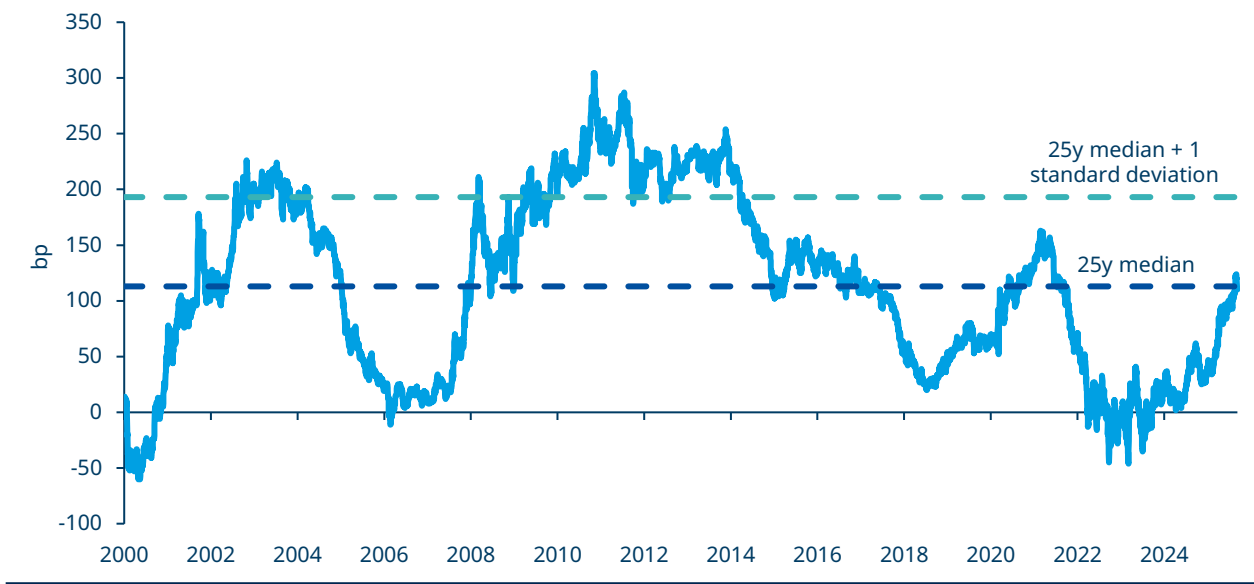
Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg. Data is as of 11 September 2025.

올여름 채권시장의 두 번째 주요 테마는 수익률 곡선의 스티프닝이었음. 미국과 유럽의 수익률 곡선은 1월부터 5월 사이 급격히 가팔라졌으나 이후 안정화됨. 최근 들어 미국 곡선은 평탄화되었으며, 5년-30년 스프레드가 축소됨.

당사는 금리 곡선 스티프닝이 곧 재개될 것으로 봄. 인플레이션 기대치 상승과 공급 증가로 장기 프리미엄이 확대될 것이며, 중앙은행의 완화 정책 기대감은 단기 금리를 하락시킬 것임. 결과적으로 금리 곡선은 장기 중간값 대비 최소 1표준편차 이상 상승할 것으로 봄.

아래 차트에서 보듯, 미국 5-30년물 기울기는 25년 중간값을 약간 상회하는 수준으로 추가 스티프닝 여지가 충분함.

미국 5-30년물 금리 스프레드는 25년물 중간값을 간신히 상회하는 수준이며, 현재부터 추가적인 스티프닝 여지가 충분



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg. Data is as of 11 September 2025



"미국 수익률 곡선이 다시 가팔라지고 있으며, 5년-30년물 금리 차가 장기 중간값을 크게 상회할 여지가 있음."

이 달의 주제

다극화 세계의 현실

저자

ANNA
ROSENBERGHEAD OF GEOPOLITICS,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

핵심 요약

지정학적 다극화는 지속될 전망이다, 오판 위험 증가, 동맹 관계 변화, 군사력 증강이 불확실성과 안보 위험을 부추길 것임.

미국은 관세를 통해 외교 정책 목표를 추구하고 있지만 여전히 제약이 존재함. 또한 중국의 희토류에 대한 의존도를 깨닫고 있는 반면, 대체로 자급자족이 가능한 러시아는 전쟁 종식을 요구하는 트럼프의 요구를 무시하고 있음. 이러한 역학은 다극화된 세계에서 미국의 영향력 한계점을 부각시킴.

유럽과 신흥 강대국들은 무역, 안보, 자원 분야에서 '대규모 다각화' 추세를 강화하며 입장을 재조정하고 있음.

지난 몇 달간 다극화 세계로의 전환이 가속화되면서, 이번 10년 남은 기간 동안 지정학적 위험 수준이 높아질 것이라는 당사의 오랜 전망이 입증됨.

다극체제는 가장 불안정한 정치 체제 중 하나임. 다른 국가들의 의도에 대한 높은 불확실성을 전제로 하기 때문에 오판과 경쟁이 증가하고 동맹 관계가 빈번히 변동하기 때문임. 또한 군사력 증강을 가속화함.

트럼프 대통령이 집권한 이후, 원자재(광물, 에너지, 식량) 통제권과 군사력이 핵심이라는 점이 명백해짐.

미국은 관세를 통해 외교 정책 목표를 달성하고 미국 파워를 증대시키며, 군사적 보호는 동맹국에 대한 지렛대로 활용되어 미국의 요구에 굴복하도록 강요함. 따라서 추가 관세 부과 가능성이 높아져 글로벌 성장, 인플레이션, 불확실성에 영향을 미칠 전망이다.

그러나 미국은 더 이상 패권국이 아니어서 할 수 있는 일이 제한됨. 대신 핵심 자원과 군사력을 보유한 국가들이 이제 미국의 요구를 상쇄할 수 있는 영향력을 갖게 되었음. 미국은 자신에 맞서는 동맹 형성이나 달러 탈피 시도를 저지하려 할 것이나 성공은 제한적일 것임.

결과적으로 미국은 중국에 대한 의존도를 깨닫고 있음. 중국은 올해 초 희토류 수출을 제한하기 시작했으며, 이는 미국과 유럽연합 제조업에 직접적인 영향을 미쳤음. 이러한 의존도는 단기적으로 미중 관계가 악화될 수 있는 정도를 제한함. 그러나 이는 강대국 간 경쟁이라는 점을 고려할 때, 결국 제한적인 무역 협정이 체결된다 하더라도 양국 관계가 현저히 변화할 가능성은 낮음.

"미국은 중국에 대한 의존도를 깨닫기 시작했다."

러시아는 대체로 자급자족하며 트럼프의 전쟁 종식 요구를 무시해왔음. 대신 러시아는 '회색지대' 위협 전술로 나토를 계속 시험할 것임. 향후 몇 달간 휴전은 없을 것으로 예상됨. 러시아가 극단적인 전쟁 목표를 포기할 가능성은 아직 낮음. 미국은 중간선거가 다가옴에 따라 고통스러운 2차 제재를 시행할 가능성은 여전히 낮음. 이는 미국이 2차 제재를 전혀 시행하지 않을 것이라는 뜻이 아니라, 미국 내 에너지 비용 상승을 피하기 위해 제한적으로 시행될 것이라는 의미임.

다극화된 세계에서의 지정학적 헤징

중견국들(특히 신흥시장국)은 자국의 지정학적 관계를 헤징한 것이 정당화되었다고 느끼고 있음 (인도, 브라질). 인도는 중국의 대안으로 작용할 수 있는 영향력을 갖고 있음. 현재 미-인도 관계는 냉랭하지만, 모디 총리가 올해 말 미국을 방문할 예정이며 미국은 다른 강대국들이 중국에 더 가까워지는 것을 원치 않으므로 관계 개선의 여지는 있음.

EU는 이 새로운 지정학적 질서 속에서 입지를 다지기 위해 고군분투 중임. 군사력이 부족하고 핵심 자원을 타국에 의존하고 있음. EU는 피해 통제를 목적으로 트럼프에게 계속 영향력을 행사하거나, 경제·재정·정치 개혁을 추진할 것임. 정치적 제약으로 인해 첫 번째 선택지가 더 유력해 보임. 적어도 독일의 군사력 증강과 지정학적 변화가 대담한 개혁을 용이하게 할 때까지는 말임.

이러한 역학 관계(미국 내 정치적 혼란 심화도 포함)로 인해 정부와 투자자들은 계속해서 의존도를 낮추려 할 것임. 당사가 이전에 '대규모 다각화'라 명명한 지리적·자산군·통화·원자재·무역·안보 연계에 걸친 다각화 추세는 지속될 것임. 최근 미국의 콩고 희귀 광물 접근권 확보 노력과 유럽의 멕시코 및 메르코수르와의 무역 협정 체결 추진이 그 사례임.

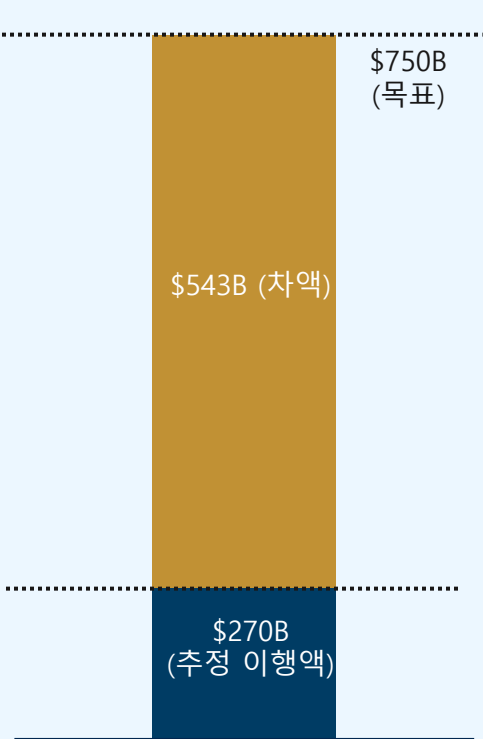
미국-EU 에너지 조달 협정: 상징적인가, 실현 가능한가?

유럽연합 집행위원회는 미국 에너지 구매에 대한 야심찬 약속을 발표함. 3년간 7,500억 달러(연간 2,500억 달러) 규모로, 이는 EU의 전 세계 에너지 수입 총액을 상회함. 이 목표는 매우 어려운 과제이며 연간 2,500억 달러 목표 달성에 1년 이상 소요될 가능성이 높음. 액화천연가스(LNG) 수입과 관련해서는 현재 EU가 2,500억 달러 규모로 요구되는 물량을 구매할 저장 용량을 갖추지 못했다는 점을 지적함. 마찬가지로 미국도 현재 요구되는 양의 LNG를 공급할 역량을 갖추지 못함.

이 목표는 매우 야심찬데, 2024년 EU의 미국 에너지 제품 수입액이 약 700억 달러였던 반면, 2026~2028년 미국 석유 및 천연가스 EU 수출 전망치는 약 2070억 달러에 그쳐 5430억 달러의 격차가 발생하기 때문임.

이 협정은 미국 에너지 수입을 늘려 EU의 러시아 화석 연료 의존도를 낮추는 것을 목표로 함. 그러나 미국 수출 인프라가 이미 최대 가동 중이며 확장에 수년간의 고비용 투자가 필요하다는 점 등 여러 도전 과제로 인해 이 목표는 비현실적임. 또한 EU의 러시아 에너지 수입 감소 규모는 상당하지만, 미국 공급업체로 전환될 수 있는 연간 약 200억 달러에 불과함. 이러한 요인들을 고려할 때, 7,500억 달러 규모의 에너지 구매 약속을 계획된 기간 내에 이행하는 것은 실현 가능성보다 상징적 의미가 더 큼.

LORENZO PORTELLI
HEAD OF CROSS ASSET STRATEGY, HEAD OF RESEARCH AT AMUNDI ITALY,
AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE



미국산 석유 및 천연가스 EU 수입 추정

Source: EIA, European Commission, US Census Bureau, AAF

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 it. 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 투자 전망

GLOBAL INVESTMENT VIEWS

겉은 평온한 여름, 속은 격랑의 흐름

미국주식은 8월 사상 최고치를 기록했고 유럽시장은 3월 수준에 근접한 거래를 보였으며, 기업 크레딧 스프레드는 여름 동안 축소됨. 시장 심리는 인공지능 자본 지출에 대한 기대, 강력한 미국 기업 실적 시즌, 잭슨홀미팅에서 상대적으로 비둘기파적인 연준의 태도에 이끌렸음. 시장은 경제 활동(예: 노동시장), 연준에 대한 정치적 압력, 재정 적자, 기업 마진 등 주변 위험을 무시하는 듯 보임.

현재 시장을 주도할 것으로 예상되는 테마는 다음과 같음:

- **관세는 인플레이션보다 미국 성장에 더 큰 영향을 미칠 것임.** 인플레이션 압력은 일시적일 가능성이 높으나, 서비스와 상품 부문 간 차이로 인해 동시에 나타나지 않을 수 있음. 노동시장 냉각과 임금 상승 둔화(아직 명확히 드러나지 않음)로 인해 올해와 2026년 성장세는 부진할 전망이다. 단기적 인플레이션 상승은 올해 남은 기간 소비에도 부담이 될 것임. 또한 유로존도 관세의 영향을 받겠지만, 유럽중앙은행은 지원을 지속할 것임. 하반기 성장률은 상반기에 비해 약화될 전망이다. 그럼에도 실질 임금 증가에 힘입어 내수 수요는 견조한 모습을 보일 것이나, 수출 위험은 높음.
- **연준의 초점은 인플레이션에서 성장으로 전환되고 있으며, 연준에 대한 정치적 압박도 증가함.** 전반적으로 당사는 연준이 고용으로 초점을 전환함에 따라 약화되는 경제에 힘입어 올해 세 차례 금리 인하(첫 인하는 9월)를 단행할 것이라는 전망을 유지함. ECB는 향후 몇 달 동안 지표에 의존하는 태도를 유지하며 금리 인하 가능성을 열어둘 것으로 봄.



VINCENT MORTIER
GROUP CIO

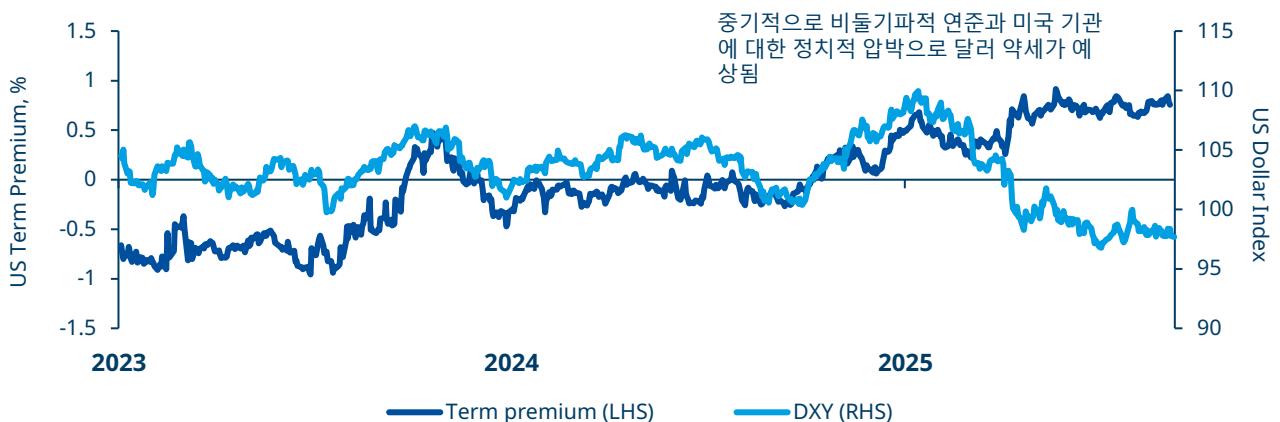


MONICA DEFEND
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE



PHILIPPE D'ORGEVAL
DEPUTY GROUP CIO

비둘기파적 연준과 미국자산의 높은 위험 프리미엄이 달러에 대한 압박을 지속할 것



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg as on 8 September 2025. Adrian Crump & Moench 10 Year Treasury Term Premium.

미국 자산(달러, 국채)에 대한 높은 위험 프리미엄은 자산 배분에서 전통적인 역할을 고려할 때 포트폴리오 구성에 영향을 미칠 것.

- **신흥국 성장률은 올해 7월 전망치 대비 소폭 상향 조정(4.2%)됨.** 중국의 대외적 압박이 다소 완화되면서 올해 성장률 전망을 약 4.8%로 상향함. 이는 정부 목표치에 근접했으나 내수 부진이 지속될 것으로 예상돼 성장 둔화 추세는 이어질 전망이다. **관세를 포함한 트럼프의 거래적 접근 방식은 다자주의와 다극적 세계(예: BRICs)로의 전환을 가속화할 수 있으며,** 이는 그가 표명한 의도와 정반대임. 인도는 수출보다 내수 소비에 더 의존하는 성장 구조를 갖고 있음. 미국 관세의 성장 부정적 영향은 상품·서비스세(GST) 합리화 및 개혁을 포함한 재정 조치로 완화되고 있으며, 이는 내수 소비를 촉진할 것임.
- **선진국의 부채 증가 추세로 인한 재정 낭비 위험과 관세로 인한 미국 기업 마진 압박이 존재함.** 현 단계에서 기업 실적에 가장 중요한 것은 관세가 기업 마진에 미치는 영향, 특히 기업들이 마진 훼손을 피하기 위해 비용 전가를 지속할 수 있는지 여부임. 따라서 당사는 미국 생산자 물가와 소비자 물가 간의 역학 관계를 면밀히 모니터링하고 있음.

요약하자면, 선진국의 높은 부채 수준, 미국 제도에 대한 정치적 압박, 유럽의 추가 정책 필요성은 시장의 관심을 끌겠지만, 신흥국에서는 성장 스토리가 선별적으로 개선되고 있음. 또한 우리가 주목하는 위험 요인들을 외면하는 단일한 미국시장도 주목함. 이러한 배경 속에서 완만한 리스크 온(risk-on) 입장을 유지할 수 있음.

Amundi Investment Institute: 수익률 곡선 스티프닝, 기업 실적 주목

인플레이션 기대 상승, 재정 적자 확대, 장기 프리미엄 증가는 수익률 곡선의 장기 부문에 상승 압력을 가할 것이며, 통화 완화 정책은 단기 수익률을 낮출 것임. 미국, 일본, 영국 등 대부분의 주요 선진국 시장에서 수익률 곡선 스티프닝이 지속될 것으로 봄. 유럽에서는 독일의 재정 지출 계획과 특히 네덜란드의 연금 제도 개혁이 수익률 곡선의 장기 부문에 압박을 가할 가능성이 있음.

미국 기업들의 2분기 실적은 통신 서비스 및 정보 기술 부문을 중심으로 예상보다 훨씬 강세를 보임.* 이는 시장을 더욱 상승시켰음. 향후 전망을 보면, 당분간 시장 전망은 거시경제적 요인(노동 시장, 소비, 그리고 미국 내 인플레이션에 대한 잠재적 단기적 압력)과 통화 정책에 의해 주도될 것으로 보임.

재정 적자 우려, 인플레이션 기대, 통화 완화 정책이 선진국 시장, 특히 미국에서 수익률 곡선 스티프닝을 지속해서 주도할 것으로 봄.

MONICA DEFEND

HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

크레딧 여건은 안정적이며 시장 모멘텀은 강세지만, 실적 부진이 드러날 경우 변동 가능성이 있음. 위험자산에 대해 균형 잡힌 관점을 유지하며 소폭 긍정적임:

- **채권부문에서는 재정 지출 우려, 인플레이션, 중앙은행의 완화 정책이 시장의 초점이 될 것임.** 전체적으로 듀레이션에 대해 중립적이지만, 수익률 곡선 스티프닝 가능성을 봄. 기업 크레딧 부문에서는 유럽 고등급 채권에 대해 다소 덜 긍정적이지만, 여전히 가치평가 측면에서 매력적인 영역으로 남아 있음.
- **미국주식의 집중 위험은 높으며, 경제지표 약세는 변동성을 악화시킬 수 있음.** 따라서 유럽, 영국, 일본을 선호하는 다각화된 글로벌 접근 방식을 유지하고자 함. 또한 해당 지역의 변동성이 고품질 주식 선별 기회를 제공할 수 있는지 모니터링 중임.
- **신흥시장의 긍정적인 이익 성장 기대와 달러 약세는 무역 동향을 주시하면서도 구조적 신흥시장 스토리에 대한 당사의 건설적 관점을 유지함.** 또한 특이적 요인들이 여전히 당사 관점의 핵심임을 재확인함. 남미와 신흥아시아에 대한 긍정적 전망을 유지함. 채권 부문에서는 연준의 완화 정책과 전반적으로 통제된 신흥시장 인플레이션이 건설적 관점을 유지하게 됨.
- **멀티에셋 포트폴리오에서는 글로벌 경제에 미묘한 변화가 진행 중임을 인지하고, 신흥국 주식 등 위험자산에 약간 기울어진 균형 잡힌 접근을 유지함.** 반면 국채와 금 같은 원자재에 대해서는 긍정적 입장을 고수함.

가치평가, 올해 남은 기간 관세로 인한 잠재적 마진 압박, 그리고 잠재 성장을 미달의 미국 성장세는 우리가 위험자산에 대한 입장을 높이는 것을 막고 있음.

전반적인 리스크 선호도

Risk off

Risk on



경제성장이 둔화되지만 크게 악화되지는 않는 단계에 접어들면서, 시장 열기보다는 펀더멘털에 기반해 리스크 자산에 대한 글로벌 입장은 다소 긍정적임.

전월 대비 변화

- **채권:** EU 투자등급 채권에 대한 입장은 다소 완화되었으나 여전히 긍정적
- **멀티에셋:** 주식 부문에서 신흥시장에 대한 긍정적 전망을 강화했으며, 유럽에 대해서는 전술적 중립 입장을 유지
- **환:** 전술적으로 달러에 대해 중립적이며, 최근 지역 통화의 강세에 따라 유로에 대해 단기적으로 신중한 입장임. 달러의 경우 중기적 약세 전망에도 불구하고 현재 어느 정도 조정 여지가 있다고 봄

Overall risk sentiment is a qualitative view towards risk assets (credit, equity, commodities) expressed by the various investment platforms and shared at the global investment committee. Our stance may be adjusted to reflect any change in the market and economic backdrop.

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.

부채 우려 속 커브 스티프닝

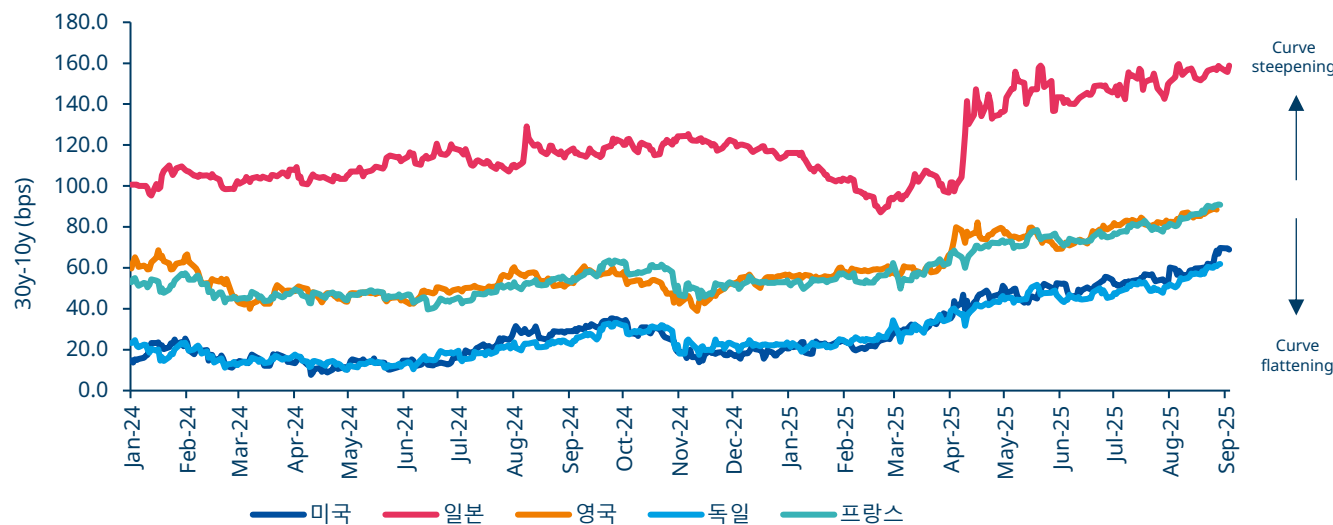
단기적으로 미국 인플레이션 기대치 상승, 미국 및 EU의 재정 지출 계획(즉, 채권 공급 증가), 지속적인 통화 완화 정책이 중기적으로 주목할 주요 테마임. 이러한 요인들이 종합적으로 작용하여 미국, 유럽, 영국, 일본의 금리가 상승했으며, 특히 장기 금리 구간에서 두드러졌음. 또한 유럽 일부 국가의 연금 제도 개혁은 장기 금리를 추가로 끌어올릴 것임.

AMAURY
D'ORSAY
HEAD OF
FIXED INCOME

영국에서는 인플레이션과 정부 예산안(11월 발표 예정)에 주목하고 있으며, 자금 조달이 문제가 되지 않을 것이라는 점을 시장에 안심시킬 수 있을지 여부가 관건임. 반면, 회사채 스프레드는 좁혀졌지만 유럽 high-quality 채권 등에서 선별적인 가치와 매력적인 캐리를 발견할 수 있음.

듀레이션과 수익률 곡선	기업 크레딧	외환
<ul style="list-style-type: none">■ 미국을 포함한 전체 듀레이션에 대해 중립적 입장을 유지. 위험 대비 수익률이 매력적이지 않기 때문임. 그러나 수익률 곡선 스티프닝 현상은 지속될 것임.■ EU에 대해서도 중립적 입장. 전술적으로, 변화하는 재정 계획 속에서 핵심 듀레이션(독일과 프랑스)에 대해 다소 신중한 태도로 전환했으나, 주변국 채권(이탈리아와 스페인)에 대해서는 긍정적.■ 영국에서는 수익률 곡선 스티프닝이 매력적. 그러나 일본에서는 재정 악화와 인플레이션으로 인해 신중한 입장을 유지.	<ul style="list-style-type: none">■ 최근 스프레드 타이팅 이후 EU 투자등급 채권에 대한 긍정적 입장을 하향 조정. 해당 자산군은 여전히 매력적인 캐리를 제공하여 긍정적 견해를 유지. 고베타 및 은행 섹터 중목과 중기 만기(3-7년)에 대한 선호를 지속함.■ EU 하이일드 채권은 전반적으로 중립적이지만, 특히 금융 및 통신 부문의 단기 만기 채권에서 선별적 가치가 여전히 존재함.	<ul style="list-style-type: none">■ 미 달러화에 대해서는 급락 이후 현재 중립에 가까운 입장. 그러나 연준의 금리 인하와 국제 자본의 본국 유출 가능성은 중기적으로 통화 가치에 부담이 될 것이라는 견해를 유지.■ 지금까지의 EUR/USD 상승을 감안할 때 핵심 국가들의 성장 동력 약화와 정치적 환경을 고려하여 전술적으로 지역 외환에 대해 부정적인 입장을 취하고 있음.■ GBP에 대해서는 신중한 입장을 유지함.

재정적 낭비가 증가하고 채권 공급이 확대되면서 금리 곡선 스티프닝 지속에 유리



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg, as of 3 September 2025.

집중리스크 시기에는 분산 투자

지속적인 지정학적 불안과 정책 불확실성에도 불구하고 글로벌 주식시장은 계속 상승세를 이어가고 있음. 인공지능 관련 업종이 시장을 지지하고 있는 반면, 실제 데이터는 아직 관세 영향의 징후를 보이지 않고 있음. 미국 기업 실적은 예상보다 양호했으나 집중리스크가 증가하고 있음. 따라서 당사 미국시장에서 유럽 및 일본으로의 투자 전환이 지속될 것으로 전망함.

BARRY GLAVIN
HEAD OF EQUITY
PLATFORM

당사는 유럽이 재정 및 통화 정책을 통해 관세 관련 영향을 완화할 수 있는 더 나은 위치에 있다고 봄. 또한 EU 차원의 경쟁력 강화 개혁과 에너지 비용 하락의 혜택을 받을 것으로 봄. 시장 전반에 걸쳐 변동성이 지속될 것으로 전망되며, 우량주 중 주가 약세 시점을 활용할 계획임. 전반적으로 재무 건전성과 개별적 위험 요인에 대한 선호는 유지됨.

글로벌 확산

- 미국주식의 밸류에이션은 우려스럽다고 판단하며, 고평가된 기술주 부문은 피하는 것이 바람직함.
- 유럽에서는 특히 중소형주 부문에 대해 긍정적 입장을 유지함. 이들 기업은 국내시장에 노출되어 있으며 대형주 대비 매력적인 밸류에이션을 보이고 있기 때문임. 또한 영국에 대해서는 밸류에이션과 높은 배당금의 조합으로 인해 기존 입장을 유지하지만, 해당국의 재정적자 동향을 주시하고 있음.
- 일본에서는 우수한 국제 기업을 선별하며 기업 개혁 스토리에 대한 긍정적 전망을 유지함. 또한 견고한 실적과 합리적인 평가 수준을 고려해 중소형주에 대한 선호도를 유지함.

섹터 및 스타일 신념

- 방어적 기업 중에서는 국내 노출을 선호하고, 산업 및 소재 섹터 내 양질의 사이클릭 주식에 대한 바벨 전략을 유지함.
- 미국에서는 성장주에 대한 관세 영향으로 가치주 부문을 선호함. 트럼프 정책으로부터 상대적으로 보호받는 우량 기업들도 주목함. 금융업에서는 선별된 대형 은행들이 수익률 곡선 스티프닝, 완화된 규제 변화, 세금 감면으로 혜택을 볼 수 있음.
- 연말까지 단기 시장 변동성이 반복될 가능성이 높음. 따라서 낮은 변동성 요인에 대해 긍정적임.

역사적 관점에서 본 유럽 소형주 대비 대형주 매력도



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg as on 2 September 2025. P/E = 12m forward price earnings ratio

신 흥 시 장

저 자

신흥시장의 특유의 이야기들이 다시 등장

글로벌 신흥시장에서는 국가별 특유의 요인들이 재부상하고 있음. 중국(대외적 압박은 완화되었으나 내수 수요는 여전히 부진)과 인도에서는 경제 환경이 일부 개선된 반면, 브라질과 인도네시아에서는 정치적 요인이 다시 주목받고 있음. 그러나 무역 관련 변동성은 여전히 신흥시장 전반에 걸친 변수로 남아 있음. 인도와 같은 국가에서는 내부 세제 개혁이 성장의 주축인 내수 소비에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다.

**YERLAN
SYZDYKOV**
GLOBAL HEAD OF
EMERGING MARKETS

전반적으로, 완화적인 연준을 고려할 때, 글로벌 투자자들은 신흥시장의 더 나은 성장과 긍정적인 수익 모멘텀의 혜택을 받아 미국에서 벗어나 다각화를 이룰 수 있을 것임. 하지만, 당사는 지정학적 위험과 무역 전선의 발전을 주시하고 있음.

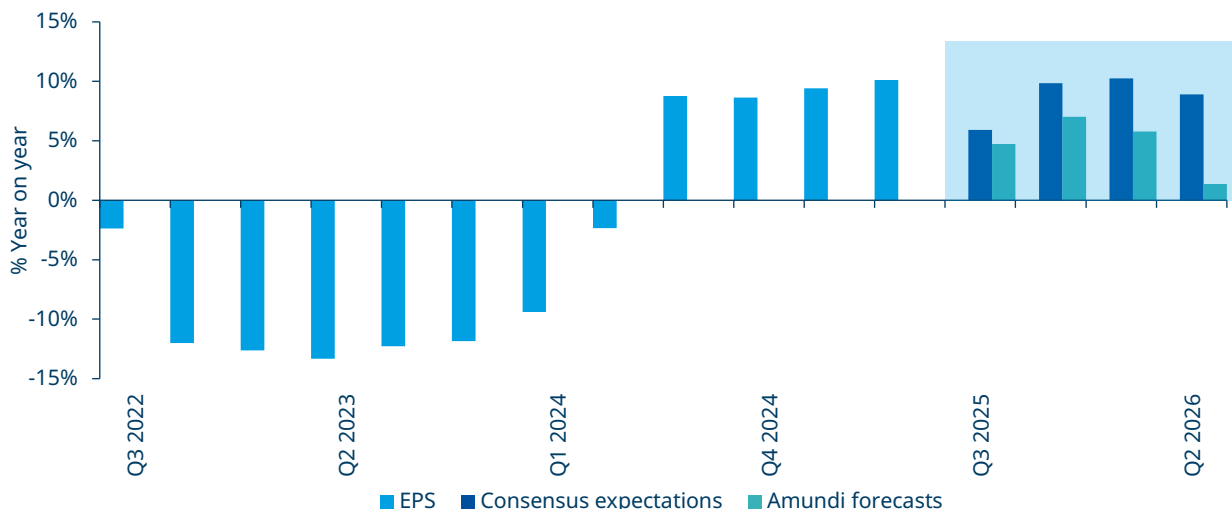
신흥국 채권

- 미국 금리 하락과 신흥국 인플레이션 억제 배경은 일반적으로 신흥국 채권에 긍정적임.
- 특히 브라질, 멕시코, 페루의 현지 통화 채권에 대해 긍정적으로 평가함. 또한 실질 수익률이 매력적이고 중앙은행의 조치가 지지적일 것으로 예상되는 헝가리와 남아프리카 공화국도 선호함.
- 선별적 접근을 통해 남미 및 유럽의 경화 채권에 대한 긍정적 전망을 유지함. 가치가 압축된 점은 인정하지만, 특히 하이일드 부문에서 추가 압축 여지가 있다고 판단됨.
- 아시아에서는 중국국채에 대한 중립적 입장은 변함없으며, 인도에 대해서는 긍정적 입장을 유지함.

신흥국 주식

- 중국에서는 시장 심리가 개선되고 있음을 인정하지만, 다수 산업에서 지속되는 과잉 생산 능력으로 인해 중립적 입장을 유지함. 정부의 과잉 생산 억제 정책이 기업 실적에 미치는 영향을 면밀히 모니터링하고 있음.
- 인도 기업들의 밸류에이션은 현재 더 매력적이며, 이익 성장 전망도 긍정적임. 민간 자본 지출과 관세 관련 불확실성이 지속되지만, 구조적 스토리에 대해서는 여전히 긍정적임.
- 지역별로는 남미와 신흥 EMEA 지역에 대해 긍정적임. 브라질의 밸류에이션은 매력적이지만, 재정 상황과 관세 영향을 주시하고 있음.

단기적으로 신흥국 기업 실적 모멘텀은 긍정적이며 지역별 차이를 보임



Source: Amundi Investment Institute, FactSet, Bloomberg, as on 1 September 2025. Quarterly data for MSCI Emerging Markets Index in USD. Shaded portion shows forecasts, which are internal calculations.

멀티에셋

저자

신흥시장으로 전환을 동반한 위험 선호 태도

여름 동안 미국이나 유럽에서 극단적인 거시경제 지표가 나오지 않아 시장은 비교적 안정세를 유지함. 다만 미국이 관세 인상을 확정했음에도 미국 노동 시장이 악화되는 양상을 보임. 이 두 가지 요인은 소비에 압박을 가할 것으로 보이며, 미국 성장 둔화 전망을 재확인함. 반면 통화정책은 미국과 유럽 모두 완화적 기조를 유지할 것으로 봄. 따라서 신흥국을 포함한 위험자산에 대해 다소 낙관적이며, 금(지정학적 리스크, 재정 악화)과 주식 헤지 수단 형태의 안전장치가 필요하다고 봄.

미국 주식(대형주와 중형주 균형)을 포함한 주식시장에 긍정적이며, 영국 주식에 대해서도 다소 긍정적임. 다만 신흥시장에 대한 전망을 상향하기 위해 유럽 주식은 전술적으로 중립으로 하향 조정함 (관세가 기업 실적에 부담될 수 있음). 신흥시장은 인도 등 다양한 시장으로 구성되어 있으며, 이에 대해 더 긍정적임. 달러 약세와 조만간 금리 인하가 예상되는 비둘기파적 연준 정책의 혜택을 볼 것으로 보임. 둘째, 중국에 대한 긍정적 전망은 유지하지만, 중국에서 신흥시장 전반으로 투자 비중을 부분적으로 전환함. 중국 내 급격한 시장 상승에 대한 규제 당국의 우려가 단기 조정 가능성을 열어둘 수 있음.

일반적인 디플레이션 추세와 완화적 중앙은행 정책 속에서 선진국 국채에 대해 수개월간 긍정적 입장을 유지해 왔음. 재정 적자 우려(예: 미국)를 고려할 때, 수익률곡선의 중간 부분(5년물)에 머무르는 것을 선호함. 유럽 및 영국 채권의 듀레이션에 대해서도 긍정적이며, 이탈리아 BTP를 선호함. 영국의 성장률은 컨센서스보다 낮을 것으로 예상되며, 영국 중앙은행의 결정은 영국국채와 미국국채 간 금리 차 축소에 기여할 것임. 그러나 일본국채에 대해서는 여전히 신중한 입장을 유지함. 유럽 투자등급 채권 및 신흥국 채권에 대한 다소 긍정적 입장은 유지됨.

집중리스크가 증가하는 가운데, 미국주식에 대한 보호 장치의 필요성이 더 커졌다고 판단하며, 위험자산의 변동성 발생 시 다른 헤지 수단에 대한 견해를 유지함. 외환시장에서는 달러에 대해 신중한 입장을 취하지만, 노르웨이 크로네와 엔화에 대해서는 긍정적임. 신흥국 통화 중에서는 위안화보다 남미 통화를 선호함.

FRANCESCO SANDRINI

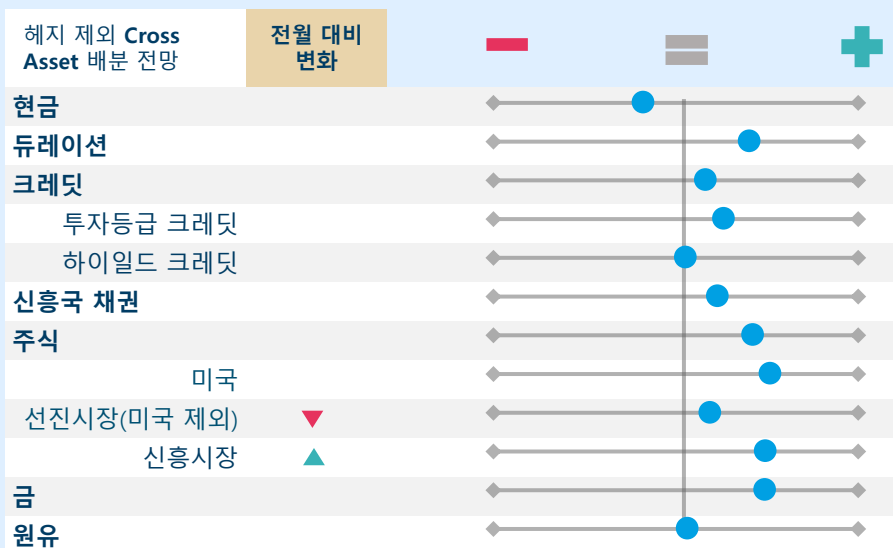
HEAD OF MULTI-ASSET STRATEGIES

JOHN O'TOOLE

HEAD OF MULTI-ASSET INVESTMENT SOLUTIONS

"위험자산에 대한 건설적 입장을 유지하면서도, 변화하는 거시경제 환경을 고려해 신흥시장 등 포트폴리오 전환 기회를 모색해야 함."

아문디 멀티에셋 투자 전망*



▼ 전월 대비 하락
▲ 전월 대비 상승

Source: Amundi, as of 3 September 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.

아문디 자산군별 전망

주식시장 전망

주식	전월 대비 변경	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
미국					◆					
미국 성장률			◆							
미국 가치주							◆			
유럽								◆		
유럽 SMID								◆		
일본							◆			
EM							◆			

글로벌 팩터	전월 대비 변경	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
성장					◆					
가치							◆			
소형주						◆				
퀄리티						◆				
낮은 변동성							◆			

채권 전망

듀레이션	전월 대비 변경	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
미국						◆				
EU						◆				
영국								◆		
일본				◆						
전체						◆				

크레딧	전월 대비 변경	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
미국 투자등급						◆				
미국 하이일드				◆						
EU 투자등급	▼						◆			
EU 하이일드						◆				
전체	▼						◆			

FX	전월 대비 변경	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
USD	▲					◆				
EUR*	▼				◆					
GBP					◆					
JPY								◆		
CNY					◆					

▼ 전월 대비 하향 조정
▲ 전월 대비 상향 조정

Source: Summary of views expressed at the most recent global investment committee (GIC) held 3 September 2025. The table shows absolute views on each asset class and are expressed on 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. *downgrade from =/+ to -/=

신흥시장 전망

신흥국 채권	전월 대비 변화	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
중국 정부						◆				
인도 정부								◆		
EM HC								◆		
EM LC									◆	
EM corp.								◆		
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 3 September 2025.

▼ 전월 대비 하향 조정
▲ 전월 대비 상향 조정

DEFINITION ABBREVIATIONS
Currency abbreviations: USD – US dollar, BRL – Brazilian real, JPY – Japanese yen, GBP – British pound sterling, EUR – Euro, CAD – Canadian dollar, SEK – Swedish krona, NOK – Norwegian krone, CHF – Swiss Franc, NZD – New Zealand dollar, AUD – Australian dollar, CNY – Chinese Renminbi, CLP – Chilean Peso, MXN – Mexican Peso, IDR – Indonesian Rupiah, RUB – Russian Ruble, ZAR – South African Rand, TRY – Turkish lira, KRW – South Korean Won, THB – Thai Baht, HUF – Hungarian Forint.

IMPORTANT INFORMATION
The MSCI information 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. None of the MSCI information is intended to constitute investment advice or a recommendation to make (or refrain from making) any kind of investment decision and may not be relied on as such. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The MSCI information is provided on an “as is” basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, each of its affiliates and each other person involved in or related to compiling, computing or creating any MSCI information (collectively, the “MSCI Parties”) expressly disclaims all warranties (including, without limitation, any warranty of originality, accuracy, completeness, timeliness, non-infringement, merchantability and fitness for a particular purpose) with respect to this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall any MSCI Party have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages. (www.msclubarra.com). The Global Industry Classification Standard (GICS) SM was developed by and is the exclusive property and a service mark of Standard & Poor’s and MSCI. Neither Standard & Poor’s, MSCI nor any other party involved in making or compiling any GICS classifications makes any express or implied warranties or representations with respect to such standard or classification (or the results to be obtained by the use thereof), and all such parties hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of such standard or classification. Without limiting any of the foregoing, in no event shall Standard & Poor’s, MSCI, any of their affiliates or any third party involved in making or compiling any GICS classification have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

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 S.A.S. and is as of 7 September 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 S.A.S. 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 Amundi have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages due to its use. Assumptions on tariffs as of 28 August 2025, countries face value tariffs are adjusted with sectoral tariffs (Section 232) and/or exemptions. On India, 25% Universal tariffs and 25% secondary sanctions on Russian Oil Imports; on China 20% Fentanyl and 10% reciprocal. Sectoral tariffs on Canada and Mexico only for non-USMCA-compliant imports.

Photo credit: Unya-MT @gettyimages

Marketing material for professional investors.

AII* CONTRIBUTORS

ALESSIA BERARDI

HEAD OF EMERGING MACRO STRATEGY

ANNA ROSENBERG

HEAD OF GEOPOLITICS

ANNALISA USARDI

SENIOR ECONOMIST, HEAD OF ADVANCED ECONOMY MODELLING

ERIC MIJOT

HEAD OF GLOBAL EQUITY STRATEGY

GUY STEAR

HEAD OF DEVELOPED MARKETS STRATEGY

LORENZO PORTELLI

HEAD OF CROSS ASSET STRATEGY

MAHMOOD PRADHAN

HEAD OF GLOBAL MACROECONOMICS

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, 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 15 September 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: 15 September 2025.

Document ID: 4821795

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 - DMP

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