

Investment
Institute

유럽 집중 조명: 독일의 전망과 유럽 채권

CROSS ASSET INVESTMENT STRATEGY

2025년 12월 전문 투자자 전용 마케팅 자료

목차

이달의 주제

독일: 위기 속에서 찾아온 기회

4

2026년 독일 주식, 매력적인 수익률 전망

7

2026년 유럽 채권 및 그 이후: 강한 공급, 강한 수요

8

글로벌 투자 전망

CIO 전망: 활황장 이후의 숨 고르기

9

채권: 애자일 드레이션: 변화하는 인플레이션, 정책

15

주식: 밸류에이션은 글로벌 접근을 선호

16

멀티에셋: 리스크에 대해 보다 균형 잡힌 스탠스 채택

17

자산군별 아문디 전망

18





“올해 유로존 성장을 전망을 상향 조정했지만, 내수 수요가 부진할 것으로 예상되며 이는 디스인플레이션과 맞물려 유럽중앙은행이 내년 두 차례에 걸쳐 기준금리를 인하할 수 있음을 시사함.”

MONICA DEFEND
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

“고평가 환경과 AI 투자에 대한 주목이 집중되는 상황에서 당사는 특히 생산성과 수익성 개선을 주목하고 있음.”



VINCENT MORTIER
GROUP CHIEF INVESTMENT OFFICER

이 달의 주제

독일: 위기에서 기회로

저자

DIDIER

BOROWSKI

HEAD OF MACRO
POLICY RESEARCH,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

핵심 요약

단기 경제 회복에는 몇 가지 위험 요소가 존재함. 독일은 2025년 저성장과 그 이전 2년간의 경기 침체 이후 산업과 수출 위기로 인한 구조적 정체 국면에 직면해 있음. 5,000억 유로 규모의 예산 외 기금과 국방 추가 차입을 포함한 대규모 재정 전환은 2026년부터 경제 재균형과 수요 촉진을 목표로 함. 장기적으로 개혁이 단호하게 가속화된다면 2027년부터 더 강력한 성장이 가능할 것으로 봄.

독일 주식은 2026년에도 매력적인 수익률을 지속할 여지가 있으며 유럽 주식 대비 우위를 점할 수 있을 것으로 봄. 재정 부양책과 통화 완화, 관세 위험 완화, 유리한 환율 환경에 힘입어 시장이 개선되는 기업 실적 전망을 반영하기 시작할 것임. 최대 규모 산업인 산업재와 금융주는 국방 및 인프라 지출 증가의 수혜를 볼 가능성성이 높음.

독일경제는 구조적 정체 국면에 접어들었음. 2025년 성장률은 2년 연속 경기 침체에 이어 여전히 부진했음. 수출 부문과 산업 전반이 위기에 처해 있음. 연초 재정 정책 전환과 부채 브레이크 규정 완화가 2026년 성장 촉진에 기여할 것으로 예상되나, 그 효과는 어느 정도일까? 경제학자들의 분석은 공공 기관(독일 연방은행, 연방정부, OECD 등) 내부와 민간 부문 모두에서 엇갈림. 이러한 분석은 (고전적 케인스 이론 효과에 따른) 신속한 효과를 기대하는 측과 구조적 과제 극복의 중요성과 어려움을 강조하는 측으로 나뉨. 당사는 이 어려움을 일반적인 현상이라기보다 일시적인 현상으로 봄.

독일의 구조적 과제

독일경제는 6년간 정체 상태를 유지해 왔음. 자동차 및 화학 산업을 중심으로 특정 분야의 에너지 비용 상승과 고품질 중국 제품의 경쟁 심화가 독일 산업의 경쟁력에 영향을 미쳤음. 독일의 산업 특화 현상은 경제에 부정적 영향을 미쳤음. 여기에 인구 고령화가 급속히 진행되며 경제 잠재 성장률을 억누르고 있는데, 이는 유로존 다른 국가들보다 더 빠른 속도임. 독일의 구조적 문제 목록은 다음과 같이 길음:

- 수출 모델의 피로도;
- 장기 실업;
- 과도한 관료주의;
- 상대적으로 높은 법인세;
- 높은 에너지 비용;
- 숙련된 노동력 부족; 그리고
- 유럽 다른 국가들에 비해 노동시장 성과 악화(낮은 실업률에도 불구하고 정체된 고용률).

독일 모델은 제2차 세계대전 종전 이후 유례없는 체계적 위기를 겪고 있음. 산업이 생산 체계를 조정하는 데는 수년이 걸릴 것이나, 위기 속에는 기회가 도사리고 있음. 2025년 초 재정 정책의 급격한 전환은 이 위기에 의해 촉발되었음. 인프라에 대한 공공 투자의 목적은 국내 공급을 활성화하고 수출 제조업 부문에 지나치게 의존하는 모델의 균형을 재조정하는 것임. 그러나 경기 부양책의 성공을 보장하는 데 필수적임에도 불구하고, 구조 개혁은 여전히 미뤄지고 있음.

화려한 재정 부양책

독일의 부채 제한 완화로 연방 정부는 상당한 재정적 여유를 확보함. 지난 봄, 향후 12년간 인프라 및 기후 투자 자금 조달을 위해 5,000억 유로(2025년 GDP의 11%에 해당) 규모의 새로운 예산 외 기금이 조성됨. 또한 정부는 GDP의 1%를 초과하는 국방 및 안보 지출을 신규 차입을 통해 조달할 수 있음. 주정부를 제외한 연방정부는 2025-29년 기간 동안 누적 순차입금 약 8,500억 유로를 계획 중임. 이는 총 연방 부채(2024년 말 기준 1.7조 유로)가 5년 만에 절반 가량 증가할 것임을 의미함.

경제 침체기에는 재정 부양 정책의 효과가 더 크다는 점(경기 순환의 저점에서 승수 효과가 높아짐)을 우리는 알고 있음. 정부가 최저임금 인상과 투자 세제 혜택 제공을 통해 민간 내수 수요를 직접 자극하는 조치를 동시에 시행하고 있다는 점을 고려하면 이 효과는 더욱 두드러질 것임. 다만, 증가한 수요를 국내 공급이 여전히 충족할 수 있어야 함. 국방 및 인프라 분야 노력은 주로 국가 산업 구조의 활성화와 다각화에 초점을 맞추고 있음. 그러나 **인프라를 비롯한 특정 분야의 숙련된 노동력 부족은 승수 효과를 제한할 것임**. 복잡한 관료주의와 지나치게 느린 의사 결정 과정 역시 마찬가지임.

"국방 및 인프라 분야 노력은 주로 국가 산업 구조의 활성화와 다각화에 집중되어 있음. 그러나 특정 분야, 특히 인프라 분야의 숙련된 노동력 부족은 파급 효과를 제한할 것임."

제조업체들의 재점화된 우려

독일산업연합회(BDI)의 최신 보고서는 특히 독일 산업의 핵심 분야인 화학, 기계공학, 철강 부문에서 낮은 가동률을 강조함. 화학 부문의 생산량은 현재 30년 만에 최저 수준이며, 공장 가동률은 72% 미만으로 1991년 이후 최저치를 기록중임. 올해 초부터 독일은 중국으로부터 기계류 수입량이 수출량을 초과함. 더욱이 방위산업이 급속히 확장되고 있음에도 불구하고, 자동차 산업의 쇠퇴를 상쇄하기에는 규모가 너무 작음. 산업 다각화의 부재가 회복을 저해하고 있음. 재정 부양책이 이러한 산업들의 쇠퇴를 막을 수 있을지 상상하기 어려움. 이러한 상황에서 봄철 경기 회복 이후 기업환경이 악화된 것은 놀랍지 않음. 설문조사에 따르면 산업 주문량이 증가하지 않았으며, 기업 경영진들은 회복 가능성에 의문을 제기하기 시작함.

대출을 받는다고 해서 반드시 즉각적인 지출로 이어지지는 않음. 투자할 만한 실행 가능한 프로젝트가 없다면, 그 자금은 단순히 정부 금고를 불릴 뿐임. 10월 설립 첫 달 동안 인프라 및 기후를 위한 특별 예산 외 기금은 약 130억 유로(2025년 계획액의 3분의 1)에 달하는 대출을 받음. 2022년 조성된 1000억 유로 규모의 군비 기금 중 350억 유로만 지출됨. 2025년 국방 지출은 450억 유로(연간 목표 대비 240억 유로 부족)에 그쳤음. 군사 장비 조달액은 100억 유로로, 목표치 220억 유로에 미달함. 한편 투자 지출은 총 440억 유로(2025년 투자 목표 대비 190억 유로 부족)를 기록함.

5000억 유로

신규 예산 외 기금 'off-budget fund'.

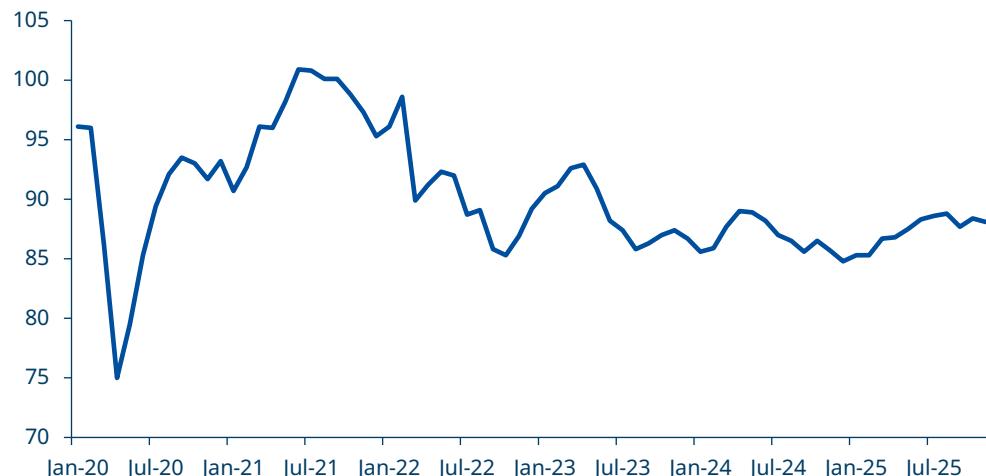
8500억 유로

2025-29년 기간 동안 계획된 누적 순차입금.

1.7조 유로

2024년 말 기준 연방 총 부채.

IFO 기업환경지수



"개혁 속도가 빨라
진다면 2027년부터
더 강력한 회복이
이루어질 것이라는
점에 대해 여전히
낙관적임."

Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg. Data is as of 10 December 2025.

이러한 상황에서 추가 자금이 현재 지출로 전환되고 있다는 징후가 점점 더 나타나고 있음. 이는 내년 성장에 영향을 미칠 수 있으나, 중기적으로 잠재 GDP를 증가시키기 위해서는 투자가 필요하다는 점을 유념해야 함. 전반적으로 우리는 단기적으로 성장에 대한 위험이 여전히 하방으로 치우쳐 있다고 판단함. 내년 예상되는 경제활동 회복세는 기대만큼 강하지 않을 것임. 그러나 중기적으로는 낙관적이며, 개혁 속도가 가속화된다면 2027년부터 더 실질적인 회복이 이루어질 것으로 봄.

증가된 국방 및 인프라 지출은 2026년 GDP 성장에 적정 수준의 부양 효과를 줄 것으로 봄. 이러한 지출은 내년 성장률에 약 0.3~0.5%포인트를 추가할 수 있으며, 정부 투자가 증가하고 승수 효과가 작용함에 따라 2027년 이후에도 추가적인 긍정적 효과가 나타날 것임. 인프라 개선은 경제 효율성을 높일 것이며, 국방 지출은 기술 혁신과 민간 부문 연구개발(R&D)을 촉진할 수 있음. 다만 2026년 초기 영향은 수입 비중이 높아 제한적일 것으로 예상됨. 전반적으로 단기적 위험 요인에도 불구하고, 2027~2028년에는 잠재적 상향 위험 요인이 도래할 전망임.

당사 시나리오 개요

- **독일경제는 정체에 가까우며**, 완만한 인플레이션과 증가하는 적자 및 부채를 보이고 있어 회복에 대한 회의적 시각을 유지함. 한편 가계는 높은 저축률을 유지하려는 의지가 강한 것으로 보이며, 재정 정책은 2025년 소폭 긴축적 기조에서 2026년 이후 훨씬 더 확장적 기조로 전환되고 있음. 그 결과 **독일은 점진적 안정화 단계에 진입하고 있음**.
- **실질 GDP는 산업 부문의 장기적 둔화와 약한 외부 수요로 인해 2025년 거의 정체 상태를 보일 전망임**.
- **내년부터 국방 및 인프라 지출이 증가하여 향후 몇 년간 성장을 견인할 전망임**. 주요 위험 요인은 산업 및 수출 부문의 장기적 침체, 글로벌 금융 여건 악화, 구조 개혁 부족 등으로, 이로 인해 성장률이 낮게 유지되고 부채가 증가 추세를 이어갈 수 있음.
- 예측 기관들은 공공 투자와 가계 소비에 힘입어 2026년 0.7~1.3%, 2027년 1.2~1.6%로 점진적인 성장 가속화를 예상함. 당사는 훨씬 더 신중한 전망을 제시하며, **2026년 0.8%, 2027년 1.1% 성장을 예상함**. 최근 설문조사에 따르면 기업들은 여전히 회복에 회의적인 태도를 보이고 있음. 한편 가계는 높은 저축률을 유지하려는 의지가 강한 것으로 보임.
- **헤드라인 인플레이션은 목표치에 근접했으나**, 핵심 인플레이션은 여전히 다소 높은 수준을 유지하고 있으나 둔화 추세임. 헤드라인 인플레이션은 2025년 2.1%에서 2026년과 2027년 모두 1.9%로 예상됨.
- **일반 정부 적자는 GDP 대비 약 2.5~3.0% 수준이며**, 공공 부채는 **GDP 대비 60~65%**로 코로나19 이후 증가세를 보이며 소폭 상승 추세에 있음.

주요 위험 요소

- **산업 정체**, 특히 화학, 기계 및 자동차 부문에서 두드러짐.
- **에너지 전환**: 높은 에너지 가격이 구조적 부담으로 남아 있으며 정책 불확실성이 지속됨.
- **재정 불확실성**: 새로운 특별 기금의 시행 위험과 헌법재판소와의 상호작용이 남아 있음.
- **대외 수요**: 중국의 경기 둔화 및 공급망 분절화.
- **인구 구조**: 노동력 감소가 중기 성장에 위협이 될 수 있음.

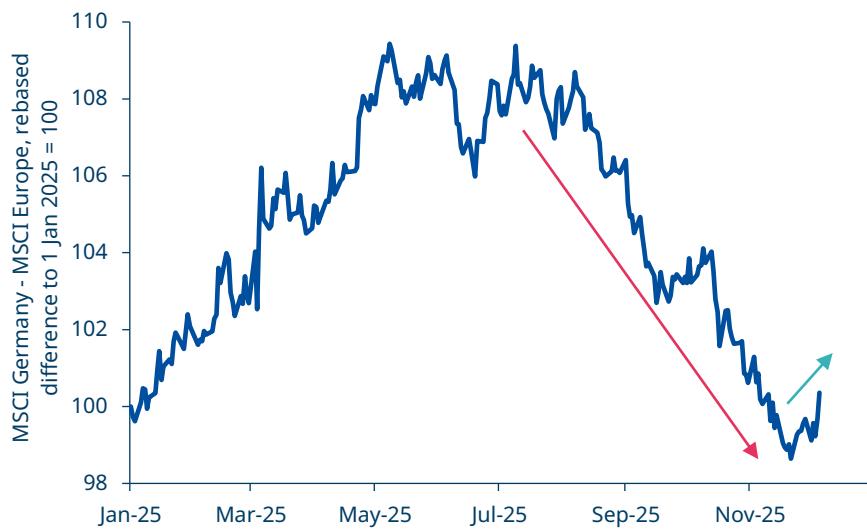
이 달의 주제

2026년 독일 주식, 매력적인 수익률 전망

독일주식은 올해 절대적 기준에서 좋은 성과를 보임 (MSCI 독일 총수익지수* 기준 +20%). 그러나 벤치마크(MSCI 유럽) 대비로는 지난 6개월간 정체 상태였으며, 실제로는 부진한 성과를 기록함. 이는 투자자들이 새 정부가 계획된 재정 부양책을 실행할 수 있을지에 대해 점점 회의적으로 변했기 때문임.

이 과정에는 시간이 소요될 것임을 인지하지만, 모멘텀은 존재한다고 믿음. 따라서 독일주식은 현재 시점부터 매력적인 수익률을 보일 준비가 되어 있으며 유럽주식 대비 우수한 성과를 낼 가능성이 높음.

MSCI 독일 vs. MSCI 유럽



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg. Data is as of 8 December 2025.

"단기적 경제 부진
에도 불구하고,
2026년 독일 주식
은 매력적인 수익
률을 제공할 것으
로 예상되며, 특히
산업 및 금융 섹터
가 주목받을 것임."

MSCI 독일 지수는 현재 12개월 선행 주가수익비율 14.5배로 거래되고 있으며, 이는 15년 평균인 12.5배를 크게 상회하지만 벤치마크(MSCI 유럽 14.8배)보다는 약간 낮은 수준임. 이러한 수준에서 시장 성과를 이끌기 위해서는 이익이 큰 역할을 해야 할 것임. 2026년 IBES 컨센서스 EPS 성장률은 +14%(MSCI 유럽 +12%)로 다소 낙관적으로 보임. 그럼에도 독일 재정 완화 및 글로벌 통화 완화, 관세 우려 완화, 유리한 환율 환경 등을 고려할 때 내년 실적 전망은 올해보다 훨씬 긍정적임.

시장 내부를 살펴보면 독일 주식은 다양한 단기 및 장기 테마에 노출되어 있음. 가장 큰 두 부문은 산업(28%)과 금융(22%, MSCI GICS 기준)임. 전자는 다각화된 부문으로 국방 및 인프라 지출 증가와 전기화 추세로부터 호재를 받을 전망임. 금융업종, 특히 은행들은 매우 좋은 성과를 보였음에도 여전히 저평가되어 있음. 이들은 강력한 실적 상향 조정과 높은 주주 수익률을 기록함.

* Source: Bloomberg as of 11 December 2025.

저자

AYUSH TAMBI
SENIOR EQUITY
STRATEGIST, AMUNDI
INVESTMENT
INSTITUTE

PIERRE BROUSSE
EQUITY STRATEGIST,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

이 달의 주제

2026년 유럽 채권 및 그 이후: 강한 공급, 강한 수요

핵심 요약

2026년 유럽 정부 채권 공급은 급증할 전망임. 특히 독일과 프랑스의 대규모 재정 적자가 순발행 증가와 총발행액 약 1.4조 유로로 이어져 재융자 비용, 특히 5년물 채권 비용을 상승시킬 것임. 유럽중앙은행의 양적 긴축으로 매입 규모가 축소되면서 순순 발행량은 사상 최대를 기록하고 유통량도 크게 증가할 것임.

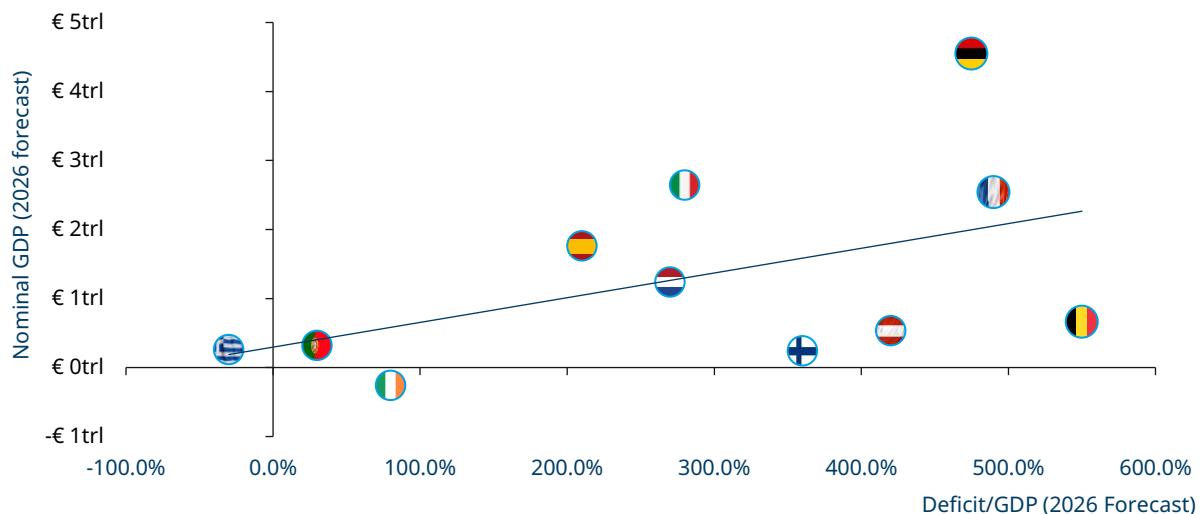
유로화 공공 발행 채권 지속, 단기 채권으로의 전환 가능성, 유럽 투자자·보험사·연금기금의 자국 투자 증가로 인한 수요 확대로 추가 공급량의 상당 부분이 흡수될 수 있음. 국가별 영향은 상이할 전망으로, 독일은 명목상 최대 규모이며 소규모 시장일수록 증가폭이 더 클 것임.

유럽 주요 경제국의 높은 재정 적자와 유로화 표시 공공 발행 증가 추세가 지속되면서 2026년 유럽 국채 지수는 확대될 전망임. 양적 긴축으로 인해 유럽중앙은행의 수요는 더욱 축소될 것임. 그러나 유럽 투자자들의 자국 자금 환류와 보험사 및 연금기금의 추가 매입이 증가한 공급량을 충당하기에 충분할 수 있음.

주요 경제국의 대규모 적자

국가 순부채 변동은 현금 잔고 변화에 일부 영향을 받지만, 주로 재정 적자에 의해 결정됨. 2026년 유럽 국가들의 재정 상황은 각기 다름. 벨기에의 적자 규모는 5.5%로 예상되는 반면, 그리스는 0.3%의 흑자를 기록할 전망임. 그러나 아래 차트에서 보듯이, 3대 경제국 중 독일과 프랑스 두 나라가 GDP 대비 적자 규모 상위 3위 안에 들 것으로 예상됨. 프랑스와 독일의 순발행 규모만으로도 2026년 유로존 정부 순발행 증가분의 절반을 차지할 전망임.

2026년 명목 GDP 성장률 및 GDP 대비 재정적자 비율



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg. Data is as of 26 November 2025.

저자

GUY STEARHEAD OF DEVELOPED MARKETS STRATEGY,
AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE**VALENTINE AINOUE**HEAD OF GLOBAL FIXED INCOME STRATEGY,
AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE**MICKAEL BELLAICHE**

FIXED INCOME STRATEGIST, AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

DELPHINE GEORGES

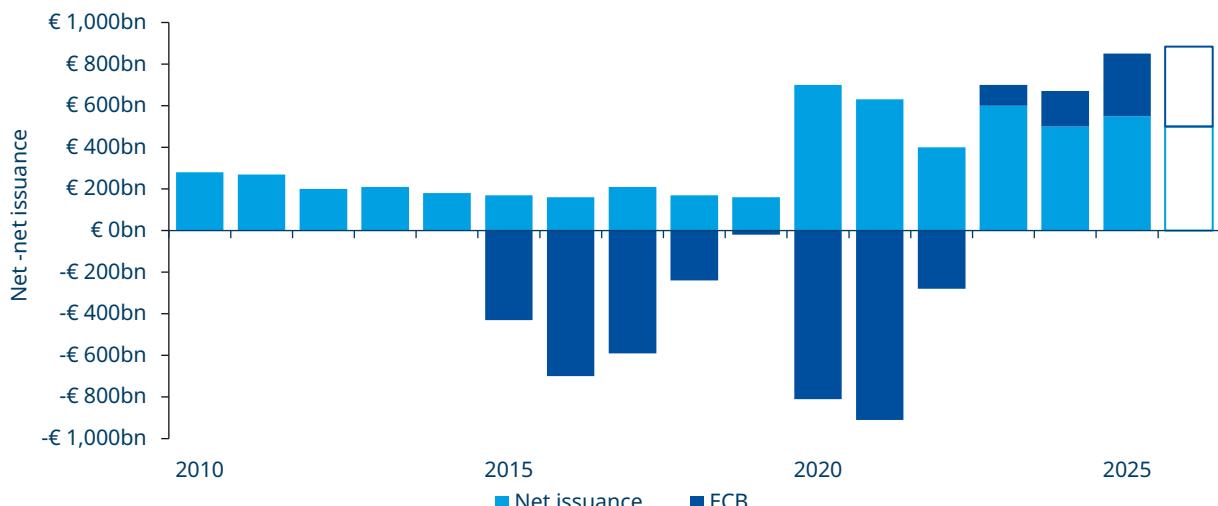
SENIOR FIXED INCOME STRATEGIST, AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

총 발행액 증가로 이자 비용 상승

총 발행액은 순 발행액에 상환액과 매입액을 더한 값임 (즉, 국가들이 2026년 이후 만기되는 채권을 매입해 상환 일정을 조정할 때 발생). 2026년 상반기 예상되는 수익률 곡선의 스티프닝과 2022년 이후 지속된 곡선 상승 추세를 고려할 때, 매입 규모는 전년 대비 축소될 것으로 봄. 그러나 매입이 전혀 이루어지지 않더라도 유럽 각국 정부의 총 발행 규모는 약 1조 4천억 유로에 달할 것으로 예상되며, 이는 특히 만기가 도래하는 5년물 채권(2021년 코로나 이후 사상 최저 금리 시기에 발행된 채권)의 자금 조달 비용이 크게 증가할 것임을 시사함.

순발행 증가라는 것은 유럽 정부들이 채권에 대한 새로운 투자자를 찾아야 함을 의미함. 일부 연도에는 유럽중앙은행이 그 역할을 수행함. 2015년부터 2021년까지 ECB의 매입 규모는 단 한 해를 제외하고 매년 순공급 증가분을 상회함. 그러나 2023년부터 ECB는 대차대조표를 축소해 왔으며, 이는 ECB를 제외한 순공급 증가분(순순 발행량)이 순발행량을 초과했음을 의미함. 2026년에는 ECB가 보유채권을 약 3,840억 유로(순발행량의 약 4분의 3 이상) 축소할 예정이어서 이 추세가 가속화될 것으로 봄. 따라서 순순 발행량은 사상 최고치를 기록할 것임.

순 발행액



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg. Data is as of 26 November 2025.

공공 발행 증가 및 어음 확대 가능성

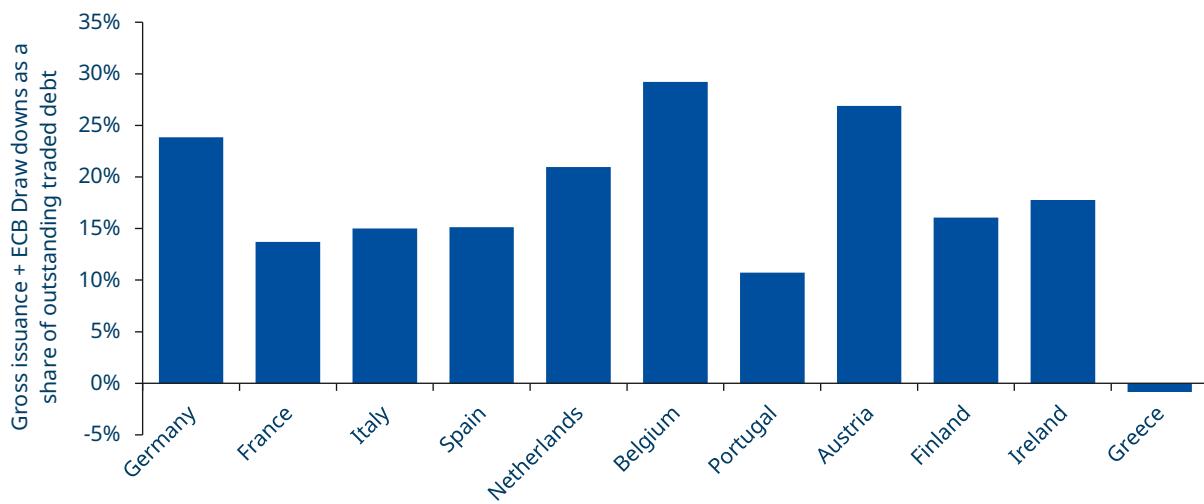
유럽 정부들은 다양한 방식으로 부채를 조달할 수 있음: 유로화 또는 기타 통화로, 어음 또는 채권으로, 고정금리, 변동금리, 가변금리 또는 인플레이션 연동 이자율로, 공개 판매 또는 소매 투자자에게 직접 판매하는 방식 등임. 장기적인 추세는 공개 유로화 표시시장을 통한 발행이 증가하는 것이었음. 2011년 이전에는 유럽 정부들이 부채의 50~60%를 유로화 표시 국채 및 어음 시장에서 조달함. 2011년 위기 이후 이 비율은 꾸준히 상승하여 2025년 3분기에는 전체 정부 부채의 69%에 달했음. **당사는 유로화 표시 채권 및 어음의 공개 판매 선호가 지속될 것으로 보며, 내년 순발행량의 90%가 이러한 공개 판매를 통해 이루어질 것으로 봄.**

그러나 다른 한 가지 오랜 추세는 이제 변화하기 시작할 수 있음. 지난 20년간 채권 발행은 어음에 비해 증가함. 2002년 단기채권은 정부 총 발행량의 약 10%를 차지했으나, 2025년에는 물가연동채권 증가로 인해 그 비중이 6%로 떨어짐. 수익률 곡선의 스티프닝을 고려할 때, 유럽 정부들도 미국 재무부가 시사한 바와 같이 단기 채권 발행량을 늘릴 수 있음. 이는 수익률 곡선의 추가적인 스티프닝을 막지는 못하겠지만, 그럼에도 불구하고 자금 조달 비용을 다소 낮출 수 있음.

이러한 분석을 종합하면, **순부채 증가 규모는 유럽 정부 채권 총발행액의 약 5%에 해당하는 수준(유럽 정부 채권 지수 기준으로는 더 높은 비율, 단 해당 지수는 모든 유럽 정부 채권을 포함하지 않음)이 될 것으로 전망됨.** 순수 수요 증가분, 즉 유럽 정부 채권의 'free float' 은 약 8%에 근접할 것으로 봄.

국가별로 증가폭은 상당히 다를 것임. 명목상 최대 증가국은 순자금조달이 1,200억 유로 증가하고 ECB 보유액이 1,000억 유로 이상 감소할 것으로 예상되는 독일일 것임. 그러나 미상환 채무 규모가 상대적으로 작은 벨기에와 오스트리아가 비율상 최대 증가율을 기록할 전망임. 아일랜드처럼 자금조달 수요가 적은 국가들조차 현재 시장 규모가 작다는 이유로 채권 유통량 증가를 경험할 것임.

총 발행액 + ECB drawdowns



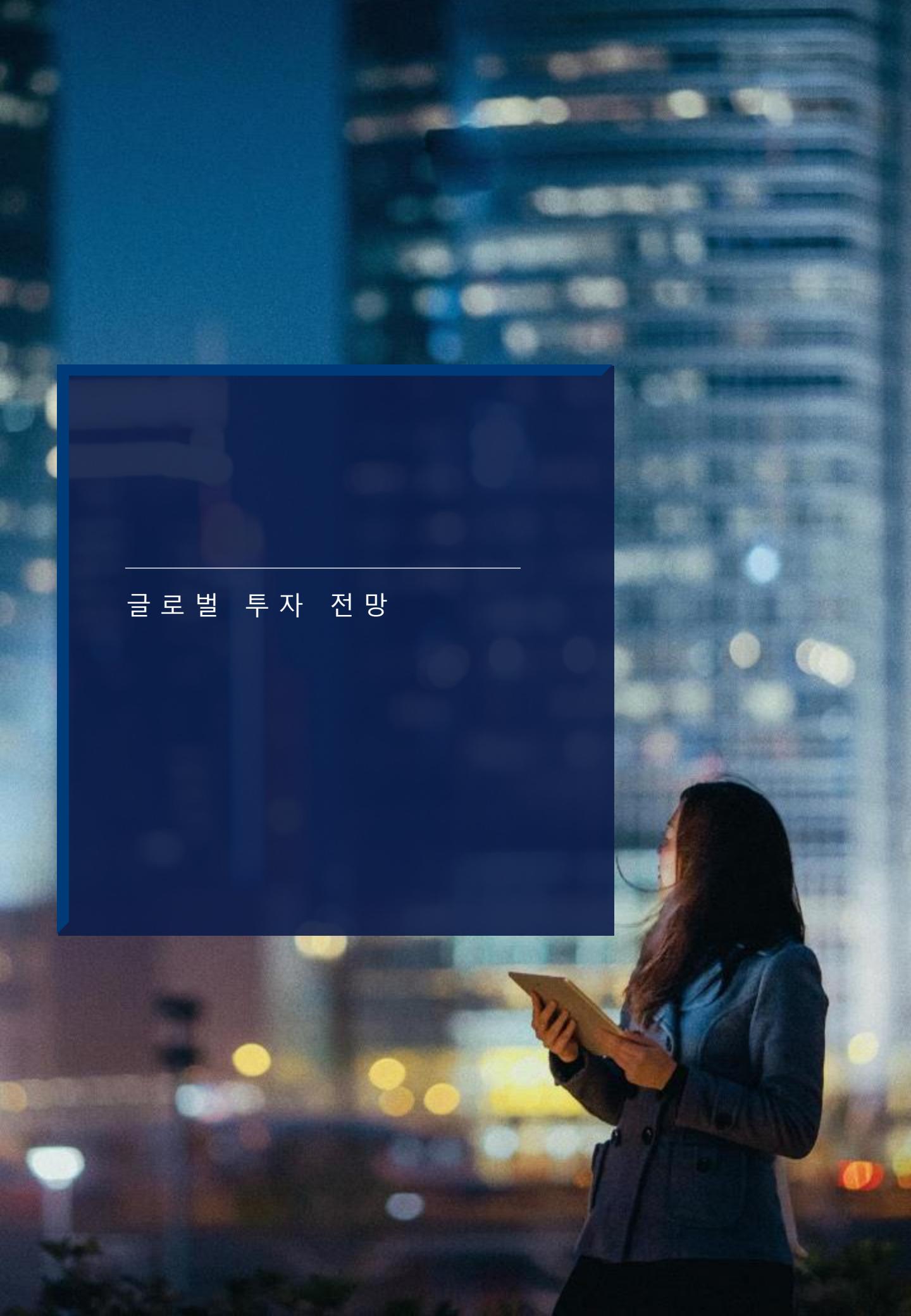
Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg. Data is as of 26 November 2025.

신규 채권 공급원

채권 발행 증가와 ECB 수요 감소로 인해 누가 이 모든 신규 채권을 매입할지 궁금해질 만함. 당사는 이 수요 증가를 충족시킬 수 있는 최소 세 가지 가능성을 확인함:

- 첫째, 유럽 투자자들이 다른 시장에서 일부 자금을 유럽채권으로 환원할 수 있다고 판단함. 현재 독일 10년물 수익률은 유로로 환산된 미국 10년물 수익률보다 약 40bp 높음. 반면 지난 10년간 대부분 기간 동안 미국 환산 수익률은 유럽 수익률보다 50bp 높았음. 따라서 유럽 수익률은 상대적으로 매력적으로 보임.
- 둘째, 전반적인 유럽 금리 상승이 보험사의 보장형 투자 계약으로의 자금 유입을 촉진해 유럽 채권 수요를 증가시킬 수 있다고 추정함. 2022년 금리 상승과 지난 2년간의 상대적 안정성이 결합되면 보험 계약으로의 자금 유입에 유리할 것임.
- 마지막으로, 네덜란드의 확정급여형(DB)에서 확정기여형(DC) 연금제도 전환이 역설적으로 채권 수요를 증가시킬 수 있다고 봄. 수혜자가 스스로 결정을 내릴 때 전문 자금 운용사보다 방어적인 성향을 보이는 경우가 많음. ECB 자료에 따르면 2022년 이후 금리 상승 이후에도 평균 DC 연금제도의 채권 비중은 평균 DB 연금제도보다 현저히 높음.

요약하면, 2026년 이후 순공급 증가로 유럽 국채 지수 규모가 크게 확대되겠지만, 자국으로의 자금 환류와 보험사·연금기금 유입이 이 수요를 충족시키기에 충분해 금리가 크게 상승하지 않을 수 있음.

The background of the image is a blurred night cityscape with bokeh lights from buildings and traffic. In the foreground, a woman with long dark hair, wearing a dark blazer, is seen from the side and back, looking down at a tablet device she is holding. A thin white horizontal line serves as a separator between the dark blue rectangular area and the city scene.

글로벌 투자 전망

GLOBAL INVESTMENT VIEWS



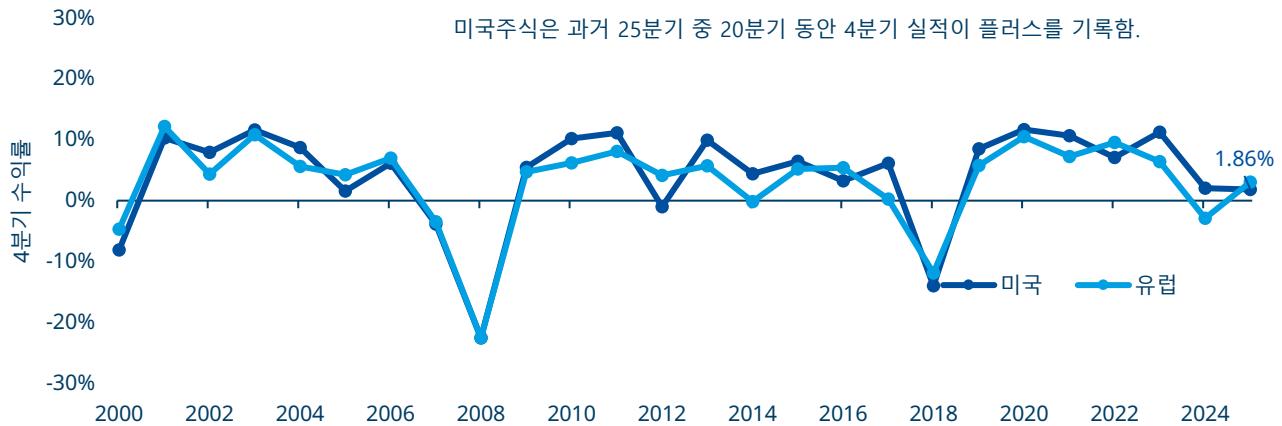
활황장 이후의 숨 고르기

올해가 마무리되면서 대부분의 위험자산이 플러스 영역을 유지하고 있으며, 글로벌 주식과 금속 가격은 여러 차례 최고치를 경신함. 역사상 가장 긴 미국 정부 셋다운조차 시장의 열기를 꺾지 못함. 당사는 시장이 통화 및 재정 정책 수단이 지원에 활용될 것이라는 믿음, AI 투자의 수익성이 거의 확실시된다는 점, 그리고 미국에서는 강력한 실적 시즌을, 유럽에서는 다소 덜하지만 기업 실적이 계속해서 기대치를 상회할 것이라는 점을 바탕으로 약점을 간과해 왔다고 봄. 관세가 소비에 미치는 영향도 대체로 무시되고 있음.

그러나 최근 미국에서 인공지능 주도 열풍에 대한 우려는 당사의 입장을 확고히 함. 인공지능 자본 지출이 미국 경제를 부양하고 있지만 일자리 창출로 이어지지는 않는다는 견해를 유지함. 또한 통화 및 재정 지원이 경제를 안정화시킬 수는 있으나, 재정 우위와 금융 억압 형태의 위험은 지속됨.

- 미국 성장 전망은 혼재되어 있음. AI 투자는 긍정적이지만 소비와 노동시장은 둔화되고 있음.** 올해 상위 소득층이 지출을 주도해 왔지만, 중하위 소득층 소비자가 어려움을 겪으면서 전체 소비는 영향을 받을 것임. 예를 들어 연말에 만료되는 의료 보조금으로 인해 해당 가구의 의료비 부담이 증가할 것임. 또한 미국 노동시장 둔화는 지속될 것이며 임금 상승률은 완만해질 전망임. 마지막으로, 연준의 독립성에 대한 위험은 여전히 존재함. 연준이 압력에 굴복할 경우 순수한 경제적 고려만으로 필요한 수준 이상으로 금리를 인하할 수 있음. 이는 인플레이션 기대를 불안정하게 만들 수 있음.

연준과 AI 심리가 역사적으로 긍정적이었던 4분기 추세가 유지될지 결정할 것



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg, as on 1 December 2025. S&P 500 and SXSP returns for three months ended December. Q4 2025 data as on 1 Dec.

고평가 환경과 AI 투자에 대한 감시가 강화된 상황에서 당사는 특히 생산성과 수익성 개선에 주목하고 있음.

- 유로존 2025년 성장을 전망을 1.1%에서 1.3%로 상향 조정함 (EC가을 전망치와 일치). 그러나 약한 내수 수요로 인해 질적 평가를 변경하지는 않음. 이번 수정은 주로 예상보다 강한 3분기 수치(프랑스와 스페인)에 기인하지만, 유로존 경제에 대한 평가 자체는 변경하지 않음. 수요 회복은 매우 더딘 속도로 진행될 것으로 보이며, 이는 높은 저축률과 일치함. 둘째, 독일 외 유럽 국가들의 재정 기조는 중립적임. 셋째, 미국 수출에 대한 외부 환경은 불확실함. 미국 대법원이 트럼프 대통령의 긴급 권한을 통한 관세 부과를 금지하더라도, 그는 부문별 관세 부과 옵션을 선택할 수 있음.
- 유로존 및 미국 인플레이션 전망치는 변경 없음. 미국 인플레이션은 단기적으로 연준 목표치를 상회할 전망임. 유로존에서는 디플레이션이 지속되며, 2026년 전체 CPI 전망치는 1.7%에 근접한 후 2027년에 아주 소폭 상승할 전망임. 중요한 점은 ECB가 2027년 인플레이션을 1.9%로 추정하지만, 이는 ETS2(Emissions Trading System 2) 시행에 달려 있다는 것임. ETS2가 2027년 이후로 지역될 경우, ECB는 해당 연도 인플레이션 전망치를 하향 조정할 가능성이 높음. 미국 인플레이션 전망은 핵심 서비스 부문 인플레이션 둔화 속도와 관세가 핵심 상품 가격에 얼마나 신속하고 강력하게 전가되는지에 달려 있음을 재확인함.

미국 성장세가 둔화되지만 급격하지 않은 환경에서 주식 밸류에이션은 높으나 기회는 여전히 존재함. 집중된 부문에서 벗어나 고수익 자산군으로의 다각화가 핵심 전략임. 여기에 미국 예외주의에 대한 도전이 더해져 장기적으로 달리 약세로 이어질 것으로 봄.

Amundi Investment Institute: 유로존 성장 둔화로 ECB 금리 인하 예상

현재 당사는 ECB가 내년 1분기와 2분기에 각각 한 차례씩 총 50bp의 기준금리 인하를 단행할 것으로 전망하며, 이는 성장률과 인플레이션 추이에 크게 좌우될 것임.* 또한 시장이 유럽 성장률의 하방 리스크를 고려하지 않고 있으며, 2026년 6월까지 상당한 금리 인하 가능성을 전혀 반영하지 않고 있다고 판단함. 이 점에서 당사는 시장과 견해를 달리함. 일본은행의 경우, 최종 금리 전망치를 0.75%에서 1.00%로 상향 조정했음. 12월에 한 차례, 내년에도 한 차례 추가 인상이 예상됨. 일본은행은 재정 확대에 따른 엔화 약세를 관리하려 할 것임. 엔화 약세는 수입품 가격을 상승시켜 인플레이션을 부추기므로, 일본은행은 이를 피하고자 할 것임.

연준과 연란은행에 대한 전망은 변경 없음. 여전히 12월 Fed 금리 인하를 예상하지만, 고착화된 인플레이션 우려와 경제 회복 신호로 인해 Fed 내부 논의를 주시하고 있음. 연란은행의 경우 전망을 변경하지 않았으며, 12월 금리 인하가 임박했다고 봄. 재정 측면에서는 파운드화와 금리 주변의 시장 변동성이 높은 수준을 유지할 것으로 보임.

올해 유로존 성장을 상향 조정했지만, 내수 수요가 약세를 보일 것으로 예상되며 이는 디스인플레이션과 맞물려 유럽중앙은행이 내년 두 차례에 걸쳐 기준금리를 인하할 수 있음을 시사함.

MONICA DEFEND
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

주요 자산군에 대한 당사의 견해는 다음과 같음:

- **채권 부문에서는** 전체적으로 듀레이션에 대해 중립적이며, 수익률 곡선 전반에 걸쳐 지역별 차이는 있음. EU 듀레이션을 긍정적으로 상향 조정했으나 영국에 대해서는 덜 긍정적으로 전환했으며, 미국은 중립/약간 신중한 수준에 가까움. 동시에 EU 투자등급 크레딧에 대해서는 여전히 긍정적이며, 수익과 선별의 필요성이 높은 신흥시장 채권 분야에도 긍정적임.
- **주식 부문에서는** 질적 사이클 섹터와 방어주 중심의 바벨 전략을 유지함. 핵심은 탄탄한 펀더멘털과 매력적인밸류에이션을 갖춘 기업 발굴에 있음. 유럽, 일본, 신흥시장에서 이러한 기업들을 조합해 투자하고 있음. 신흥시장 내 주식의 매력은 해당 지역의 강력한 내재적 경제 성장과 다각화 잠재력에서 비롯됨.
- **멀티에셋 부문에서는** 위험자산에 대한 보다 균형 잡힌 입장을 유지하기 위해 노력하고 있음. 주식시장에 대한 전반적인 긍정적 전망을 유지하면서도, 미국주식에 대한 확신을 낮추고 가격 매력이 더 큰 유럽주식의 비중을 높이는 등 일부 조정을 단행함. 또한 스프레드 축소에 따라 신흥국 채권에 대한 평가를 하향 조정함. 해당 부문은 현재 매우 제한적인 부정적 요인만을 보이고 있으며, 향후 기회가 나타날 수 있다고 봄.

투자자들은 유럽, 일본, 신흥시장 등 다양한 지역에서 가치를 포착할 수 있는 적정 수준의 위험 선호 태도를 유지하면서 다각화된 포트폴리오를 구성해야 한다고 봄.

전반적인 위험 선호도

Risk off

Risk on

미국 기술주 과열 현상 외에도 기회가 있는 분야가 존재하므로, 현재는 적정 수준의 리스크 온(risk-on) 자세를 취할 시기라고 판단함. 다만 금과 같은 적절한 안전장치와의 균형을 유지해야 함.

전월 대비 변화

- **채권:** 전술적으로 영국 채권 듀레이션에 대한 긍정적 전망을 낮추고, 미국 듀레이션을 하향 조정했으나 유럽 듀레이션을 상향 조정함.
- **멀티에셋:** 미국주식에 대한 전망을 하향 조정하고 유럽주식에 대한 전망을 상향 조정함. 스프레드 축소 이후 전술적 관점에서 신흥국 채권에 대한 전망을 중립으로 전환했음.

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.

애자일 드레이션: 변화하는 인플레이션, 정책

유럽 경제 성장은 디플레이션이 지속될 것으로 예상되는 가운데 신중한 소비자의 영향으로 영향을 받고 있음. 유로존의 헤드라인 인플레이션은 연말까지 ECB 목표치 아래에 머무를 가능성이 높음. 이 두 가지 요인은 ECB가 정책 금리를 인하하도록 이끌 것임. 미국에서는 내년 중간선거를 앞두고 재정적 자극이 시장에 일부 압박을 가할 수 있음.

AMAURY
D'ORSAY
HEAD OF
FIXED INCOME

영국에서도 정부가 세입과 세출 간의 격차를 메우려 노력하면서 재정 측면이 주목받고 있음. 재정 긴축은 성장 전망에 영향을 미칠 것임. 일본을 제외한 선진국 전반에 걸쳐 금리 상승 경향은 지속될 전망임. 전반적으로 선진국과 신흥국 모두에서 수익률 곡선 전반에 걸쳐 더 높은 수익을 추구하는 기회를 모색하고 있음.

드레이션과 수익률 곡선

- 전반적인 드레이션 입장은 중립적이지만 지역별로 약간의 차이를 들여지가 있음. 예를 들어 현재 EU에 대해 다소 긍정적임. 특히 이탈리아 BTP를 선호함.
- 미국 채권 드레이션 포지션은 소폭 축소했으나 인플레이션 물가연동채권에 대해서는 긍정적임. 영국 채권에 대한 긍정적 전망은 다소 완화되었으며, 재정 정책을 주시하고 있음.
- 일본의 경우 정부의 최근 재정 확대 정책으로 인해 당사의 신중한 입장이 확고해졌음.

크레딧 및 신흥국 채권

- 글로벌 차원에서 EU 크레딧 시장에 대해 긍정적이며, 미국과 영국에 대해서는 중립적임. EU 투자등급 채권에서는 기업 펀더멘털이 견고하며, 특히 금융 부문이 두드러짐. 3분기 실적도 이를 확인시켜 줌. 단기 채권, 후순위 금융채, 기업 하이브리드 채권을 선호함.
- 신흥국 채권에 대한 긍정적 입장은 변함없으며, 위험 요인은 균형 잡힌 상태임. 아르헨티나와 같은 특이한 사례에 대한 투자 기회가 충분하며, 당사는 여전히 아르헨티나 고수익 채권에 대해 긍정적임.

외환

- 미국 달러에 대해서는 중립적임. 달라는 2025년 6월 이후 조정 국면에 있으며, 연말 시즌성 요인으로 변동성이 발생할 수 있음. 일본의 재정 기조는 엔화 약세 압력을 지속 시킬 것이나, 재무성의 잠재적 개입과 일본은행의 금리 인상을 주시하고 있음.
- 신흥국에서는 브라질 해알 (BRL), 칠레 폐소(CLP) 등 남미 통화에 대해 긍정적임. 원자재 가격 상승 모멘텀이 약화되어 일부 원자재 수출국 통화에 영향을 미칠 수 있음.

유로지역의 수요 부진과 디스인플레이션으로 인해 유럽중앙은행은 금리를 인하할 수 있을 것



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg, as of 20 November 2025. Amundi projections refer to the ECB deposit facility rate.

주식

저자

밸류에이션은 글로벌 접근을 선호

올해 현재까지 주식은 미국과 유럽의 경제 활동에 대한 혼재된 신호에도 불구하고, 주로 인공지능에 대한 긍정적 심리와 견고한 기업 실적으로 인해 강력한 수익률을 기록함. 이제 우리에게 주된 질문은 호재가 얼마나 평가에 반영되었는가임. 높은 수준은 매출이나 마진이 실망스러울 경우 반전 가능성을 높임. 따라서 연말이나 내년 초에 발생할 수 있는 변동성은 구조적 성장 동력으로부터 혜택을 받는 우량 기업에 대한 기회를 제공할 수 있음.

BARRY GLAVIN
HEAD OF EQUITY
PLATFORM

예를 들어 유럽, 영국, 일본 및 신흥시장에서 그러한 기업들을 발견함. 유럽의 재정·통화 정책과 일본의 기업 개혁, 더불어 영국과 소형주에서 매력적인 밸류에이션 배수에 대한 집중은 여전히 우리의 중요한 테마임.

선진시장

- 일본의 밸류에이션 수준은 최근의 견조한 실적 시즌, 자사주 매입, 초기 단계의 구조 개혁 모멘텀을 아직 반영하지 못하고 있음. 당사는 계속해서 일본에서 선별된 고품질 국제 기업을 선호함.
- 유럽에서는 EU 경쟁력 강화를 위한 장기 개혁, 재정 부양책, 에너지 비용 하락이 미국 관세로 인한 단기적 영향을 상쇄하는 데 도움이 될 것임. 당사는 수익 성장 잠재력과 국내 노출도를 고려하여 중소형주 기업을 선호함. 영국도 긍정적으로 보지만 과도한 부채와 재정 적자에 대해서는 경계하고 있음.
- 미국은 밸류에이션이 높은 만큼, 특히 인공지능 관련 투자 사이클과 이들이 수익으로 전환되는 방식을 모니터링하는 것이 필수적임.

신흥시장

- 신흥국 주식은 경제 성장, 다각화 가능성, 그리고 다자주의로의 글로벌 전환에 힘입어 지지를 받을 것임.
- 중미 관계 개선에도 불구하고 장기적 경쟁은 지속될 것으로 전망함. 또한 무역 휴전 과정에서 중국이 무역 분쟁에서 더 강한 모습을 보였음. 경제적으로 중국 수출과 내수 모두 여전히 부진함.
- 인도의 경우 미국과의 관계가 점차 개선되고 있지만, 밸류에이션은 다소 높은 편이라고 판단됨. 그럼에도 인도의 장기적 구조적 성장과 안정성은 당사의 긍정적 입장을 정당화함.
- 기타 지역에서는 브라질과 멕시코를 포함한 남미 및 신흥 유럽시장에 대해 긍정적으로 평가함.

일본과 유럽의 상대적 밸류에이션이 미국 대비 하락세를 보이며 매력적인 수준



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg as on 21 November 2025. Forward Price/earnings ratio. Dashed line shows the historical average of Japan valuations divided by US valuations.

멀티에셋

저자

리스크에 대해 보다 균형 잡힌 스탠스 채택

현재 경기 후반 단계에서 우리는 미중 간 글로벌 경쟁이 지속되는 가운데 지역별로 미묘한 배경차이를 목격하고 있음. 예를 들어 유럽의 경우 경제성장은 양호할 전망이지만 잠재 성장률에는 미치지 못할 것이며, 미국 소비는 당분간 괜찮은 수준을 유지하겠지만 노동시장이 약화되면서 이 추세가 지속되기 어려울 것임. 따라서 당사는 이러한 미묘한 차이에 맞춰 자산 배분 전략을 조정하고 있으며, 다양한 자산군에서 가치 투자 기회를 모색하고 있음. 이를 위해 수익성, 밸류에이션, 거시경제 환경이 양호한 위험-보상 비율을 제공하는 지역에 대해 다각화된 접근을 유지함. 따라서 당사는 금에 대한 긍정적 전망과 함께, 경미한 조정과 안전장치를 통해 위험을 감수하는 자세를 유지함.

당사는 주식시장에 대해 긍정적이며, 올해 강력한 시장 움직임 이후 미국 외 지역으로의 다각화 추세를 활용할 가능성이 더 높아졌다고 봄. 미국 중형주에 대한 긍정적 입장을 종료함. 수익 동력이 약화되고 연준 금리 인하를 둘러싼 변동성 가능성이 높아졌기 때문임. 또한 S&P 500에 대한 긍정적 전망을 축소함. 밸류에이션 우려와 AI 관련 종목의 과열된 분위기 때문임. 반면 영국에 대해서는 긍정적 입장을 유지하며, 유럽에 대해서는 내년을 앞두고 밸류에이션과 강력한 수익 전망 덕분에 낙관적으로 전환함. 신흥국 주식 전반, 특히 중국 주식에 대한 선호도 지속함.

채권 부문에서는 전체적으로 듀레이션에 대해 소폭 긍정적이며, 이탈리아 국채에 대해서도 독일 국채 대비 긍정적 입장을 유지함. 이탈리아의 정치적 안정성과 부채 경로 안정화 노력이 당사의 입장을 뒷받침함. 크레딧 부문에서는 EU 투자등급 채권이 기업 펀더멘털과 기술적 측면에서 강세를 보임. 신흥국 채권 스프레드는 이미 크게 축소되었으므로 전술적으로 등급을 하향 조정함. 신흥국에 대한 부정적 측면제는 제한적이며 전반적인 금융 여건은 여전히 양호하다는 점을 재차 강조함.

외환시장에서는 유로/달러, 그리고 유로 대비 노르웨이 크로네와 일본 엔에 대해 긍정적임. 구조적 요인이 달러에 부담을 줄 가능성은 있지만, 위험 선호 국면에서의 노르웨이 크로네와 일본은행의 정상화 정책 속 엔화는 유로 대비 선전할 것으로 봄.

아문디 멀티에셋 투자 전망*



▼ 전월 대비 하락 조정
▲ 전월 대비 상향 조정

Source: Amundi, as of 24 November 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.

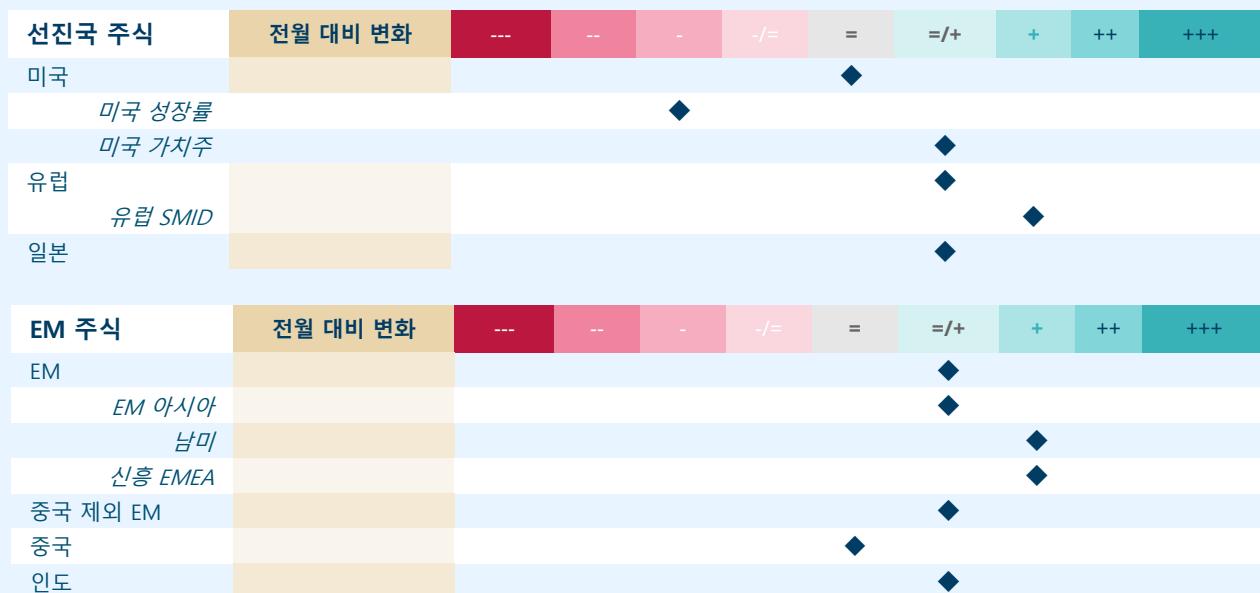
**FRANCESCO
SANDRINI**
CIO ITALY & GLOBAL
HEAD OF MULTI-ASSET

**JOHN
O'TOOLE**
GLOBAL HEAD - CIO
SOLUTIONS

"미국 중형주의 수익
동향 변화와 대형주
의 밸류에이션 우려
로 인해, 당사는 미국
에 대한 긍정적 전망
을 부분적으로 유럽
주식으로 전환함."

자산군별 아문디 전망

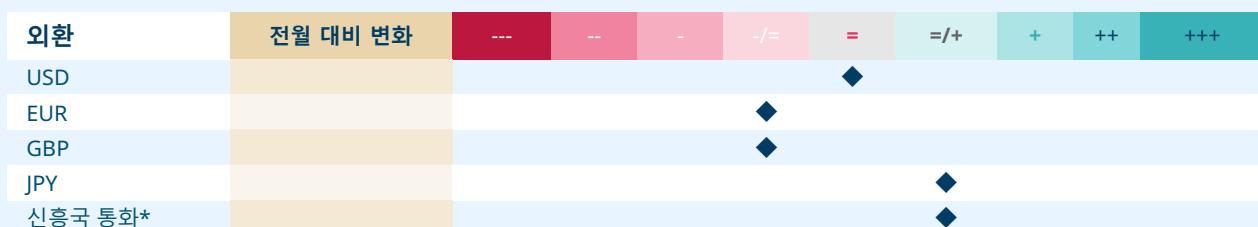
주식시장 전망



채권 전망



글로벌 외환 전망



Source: Summary of views expressed at the most recent **global investment committee (GIC) held on 19 November 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. * Represents a consolidated view of multiple EM currencies.

▼ 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.msccibarra.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, incidental, 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 redistributed 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 30 November 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.

Date of first use: 30 November 2025. DOC ID: 4951757

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: 91-93 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com.

Photo credit: Unya-MT @gettyimages

Marketing material for professional investors.

AII* CONTRIBUTORS**VALENTINE AINOZ**

HEAD OF GLOBAL FIXED INCOME STRATEGY, AII*

MICKAEL BELLAICHE

FIXED INCOME STRATEGIST, AII*

DIDIER BOROWSKI

HEAD OF MACRO POLICY RESEARCH, AII*

PIERRE BROUSSE

EQUITY STRATEGIST, AII*

DELPHINE GEORGES

SENIOR FIXED INCOME STRATEGIST, AII*

GUY STEAR

HEAD OF DEVELOPED MARKETS STRATEGY, AII*

AYUSH TAMBI

SENIOR EQUITY STRATEGIST, AII*

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**FRANCESCA PANELLI**

INVESTMENT INSIGHTS AND 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 redistributed 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 10 December 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 December 2025.

Document ID: 5064494.

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 - Ekaterina Chizhevskaya

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