

## Investment Institute

# 정책의 변화와 노이즈에 대응

Cross Asset Investment Strategy Special Edition | MID-YEAR OUTLOOK

2025년 6월 • 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

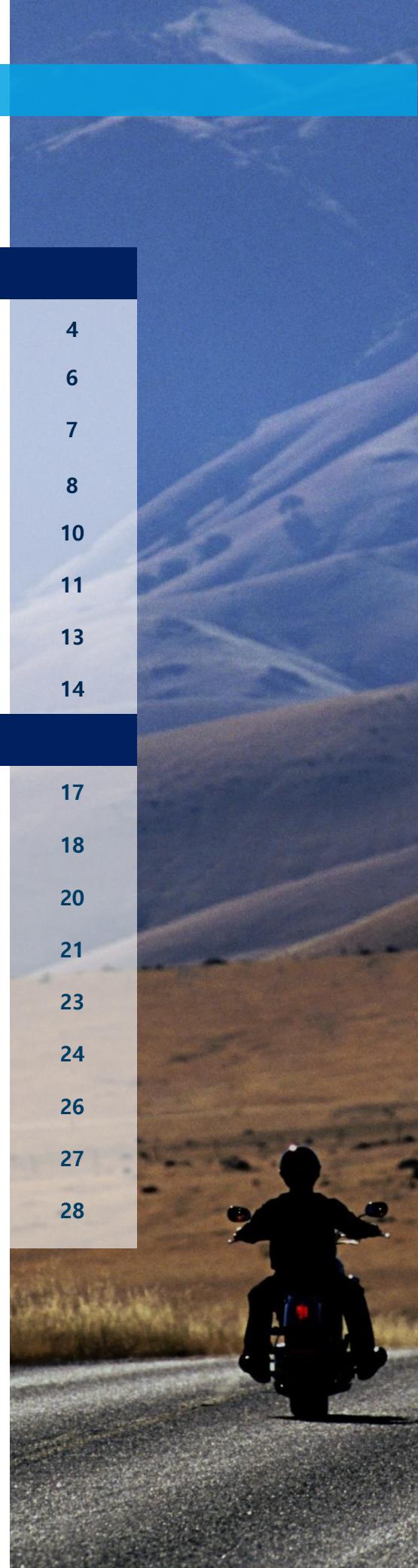
## 목차

### 2025년의 주요 신념

<b>주요 인사이트:</b> 2025년 하반기 전망 주요 신념	4
<b>인포그래픽:</b> 시퀀싱에 유의	6
<b>인포그래픽:</b> 메인 및 대안 시나리오	7
<b>환경 설정:</b> 정책의 변화와 노이즈에 대응	8
<b>다이나믹 자산배분:</b> 양극화된 세상에서 자산배분	10
<b>지정학:</b> 'The Great Diversification'가 진행 중	11
<b>매크로:</b> 주목해야 할 세 가지 테마	13
<b>인포그래픽:</b> 선진시장 및 신흥시장 전망	14

### 투자 테마

<b>자산군 전망</b>	17
<b>채권:</b> 글로벌 채권 투자자를 위한 전환점	18
<b>통화:</b> 미국 달러 약세 전망	20
<b>주식:</b> 글로벌 무역 재편에 따른 주식	21
<b>인포그래픽:</b> 유럽을 위한 시간	23
<b>신흥시장:</b> 경로 변경의 승자는 인도와 신흥시장	24
<b>사모시장:</b> 사모투자 분산은 여전히 매력적	26
<b>헤지 펀드:</b> 하반기의 더 건강한 배경	27
<b>전망</b>	28





**MONICA DEFEND**  
HEAD OF AMUNDI  
INVESTMENT INSTITUTE

## 대전환기의 기회

예측할 수 없는 정책 결정, 비즈니스 회복력, 글로벌 무역 및 금융 시스템 재편에도 불구하고 중앙은행의 금리 인하가 예상되면서 글로벌 증시에는 기회가 생길 것. 당사는 유럽의 국방비 지출, 미국의 규제 완화, 일본의 기업 지배 구조 개혁, 'Make in India' 아나서티브와 같은 테마에 집중함.



**PHILIPPE D'ORGEVAL**  
DEPUTY GROUP CHIEF  
INVESTMENT OFFICER

## 채권의 정책 노이즈에 대응

국채시장은 부채 증가와 인플레이션 우려로 인해 흔들리고 있으며 변동성이 계속 커지고 있음. 투자자들은 장기채권에 대한 더 큰 보상을 요구할 가능성이 높기 때문에 수익률이 매력적으로 보일 것임. 앞으로는 미국 국채에서 유럽 및 신흥국 채권으로 투자처가 다변화될 것임.



**VINCENT  
MORTIER**  
GROUP CHIEF  
INVESTMENT OFFICER

## 유럽의 시간

전략적 자율성 달성을 위한 개혁과 투자 계획이 예정되어 있어 유럽은 유로화 강세에 힘입어 투자자들에게 점점 더 매력적인 투자처로 변모하고 있음. 주식 밸류에이션은 특히 소형주를 중심으로 상대적으로 매력적이며, 국채는 성장과 인플레이션의 우호적인 조합으로 혜택을 볼 수 있고, 크레딧 공급과 수요가 균형을 이루고 있어 금융 부문이 더 나은 성과를 거둘 것으로 예상됨.

주요 인사이트

# 2025년 하반기 전망 주요 신념들



Per Breiehagen @Gettyimages

**1**

## 관세와 재정 정책이 미국경제에 미치는 영향

미국의 실질 GDP 성장률은 프라이빗 수요 약화로 인해 2023~24년 3%에서 2025년 1.6%로 둔화될 것으로 봄. 관세 인상은 물가를 상승시켜 소비 심리와 지출을 위축시키고, 불확실성은 투자에 부담을 줄 것임. 재정 조치와 규제 완화로 어느 정도 완화될 수 있지만, 평균 15% 내외의 관세(기본 사례 기준)로 인해 경제적 손실과 일시적인 인플레이션 상승으로 이어져 영향은 제한적일 것으로 보임. 성장둔화 속에서 연준은 하반기에 세 차례 금리를 인하할 것으로 봄.

**2**

## 지정학적 리스크가 높아질수록 다각화 필요

미국 행정부가 관세를 통해 긴장을 고조시키고 유럽안보에 대한 약속을 줄이면서 우리는 지금 더욱 논쟁적인 지정학적 환경에 처해 있음. 이는 새로운 무역협정을 통해 무역 파트너를 다변화하려는 지도자들이 집단 협상의 이점을 인식하면서 유럽을 더욱 통합할 수 있음. 미중 관계는 더욱 악화될 것으로 보이지만, 양국은 관계 악화를 피하려고 노력할 것임. 이러한 환경에서는 특히 유럽자산에 대한 선호도가 높아지면서 미국자산에서 벗어나는 다각화가 계속될 것으로 보임.

**3**

## 자산배분: 경미한 프로 리스크, 인플레이션 헤지로 조정

기대 이하의 성장전망에도 불구하고 기업들이 회복세를 보이고 있기 때문에 실적 불황은 예상하지 않음. 이는 연준의 예상되는 금리 인하와 함께 인플레이션에 대비한 완만한 건설적인 자산 배분을 지지함. 밸류에이션과 가격 결정력에 중점을 둔 글로벌 주식과 지정학적 불확실성으로 인한 성장 및 인플레이션 위험에 대비한 원자재, 금, 헤지 상품에 투자하는 것을 선호함. 인프라 투자는 안정적인 현금 흐름을 제공할 수 있음. 달러, 주식, 채권 간의 상관관계가 변화하는 가운데 통화다변화는 매우 중요할 것임.

**4**

## 채권 티핑포인트는 유럽 크레딧 및 신흥국 채권에 유리할 것

투자자들은 무역정책의 불확실성, 공공부채 증가, 막대한 채권 공급으로 인해 미국채에 더 높은 프리미엄을 요구할 것임. 선진국 시장에서는 장기물 수익률이 계속 하락 압력을 받을 것임. 중앙은행의 금리 인하는 단기물을 계속 선호하며 커브 스티프닝을 견인할 것임. 투자자들은 유럽과 신흥국 채권을 선호하며 시장 전반에서 다변화를 추구할 것임. 유로 투자등급(금융 및 후순위 채권)을 선호하면서 우량 크레딧에 대한 선호가 지속될 것임.

## 5

## 주식의 경우 관세 영향이 섹터선정을 주도

하반기에 주식은 한 자릿수의 낮은 수익률을 기록할 수 있지만 로테이션은 계속될 것임. 유럽의 매력은 구조적 테마가 될 것이며 밸류에이션 매력이 여전히 높은 중소형주를 선호할 것임. 전 세계적으로는 섹터선정이 핵심이 될 것임. 관세로 인한 리스크를 줄이기 위해 내수 및 서비스 중심 섹터를 선호하며, 미국 규제 완화, 유럽 방위 및 인프라, 투자자 친화적인 환경을 조성하고 있는 도쿄증권거래소 개혁과 같은 테마에 초점을 맞추고 있음.

## 6

## 경로 전환의 승자는 인도와 신흥시장

2025년 하반기에는 매크로 모멘텀 회복과 인플레이션 안정화에 힘입어 신흥국 주식이 선호될 것임. 미국의 예외주의가 사라지면서 인도와 ASEAN이 글로벌 공급망 재편의 주요 수혜국으로 부상하고 있음. 인도의 'Make in India' 이니셔티브는 특히 방산과 IT 분야에서 다국적 기업을 끌어들이고 있음. 내수 중심의 부문에 초점을 맞춘 이들 시장은 단순한 제조 허브가 아니라 구조적 변화와 소비자 기반 확대를 활용할 수 있는 역동적인 성장 동력임.

## 7

## 실물 및 대체 자산으로 계속 다각화

이러한 부문에 투자되는 자본의 급증으로 인해 추가적인 선별이 필요함. 전반적으로 어려운 지정학적 경제적 배경은 사모자산을 통한 다각화를 촉진하여 탄력적인 국내 스토리에 도움이 될 것임. 사모부채와 인프라는 여전히 가장 매력적일 것으로 봄. 사모부채는 강력한 직접 대출과 자금 조달의 혜택을 받을 수 있고 인프라는 인플레이션 방어를 원하는 투자자들의 관심을 끌 것임.

### 2025년 상반기: 연도 증반 검토

#### 거시적 관점 vs 2025년 상반기 전망 기대치 비교



- 지속적인 지정학적 긴장
- 미국 경제 예외주의에 대한 도전
- 미국의 소프트 지표와 하드 지표의 차이 (탄력성, 연준의 일시 중단)
- 유럽의 완만한 회복
- 중국에서의 정책 지원 확대. 인도의 강력한 성장. 탄력적인 신흥국가들
- 특히 유럽에서 디스인플레이션이 지속. 미국의 인플레이션 위험

#### 금융시장 전망 vs 2025년 상반기 예상치 비교

- 주식: 긍정적 전망; 미국 대형주를 넘어 스몰캡 및 기타 시장으로의 순환매
- 유럽자산에 건설적
- 채권: 커브 스티프닝; 우량 크레딧에 긍정적
- 금리 변동성 및 주식 변동성 상승
- 금의 지정학적 해지 효과는 계속
- USD 약세



- 무역전쟁으로 인해 불확실성이 크게 높아짐. 관세 flip-flops
- 유럽의 새로운 국방 패러다임. 독일의 재정 추진
- 재정위험 증가로 인한 채권 경계론자 복귀(미국)

- 미국자산의 '안전자산' 지위에 대한 도전: 달러는 이제 주식과 상관관계가 있으며 미국채와 디커플링되고 있음
- 선진국의 30년 국채 수익률은 수년 만에 최고치를 기록한 반면, 중국은 역사적으로 낮은 수익률 기록
- DeepSeek와 중국과 미국의 기술경쟁이 가속화되면서 중국증시가 반등

## 2025년 하반기 | 순서에 유의

 주목해야 할 주요 이벤트



2025년 6월

**미국 성장/인플레 믹스에 대한 시장의 초점**  
관세유예에 대한 긍정적 인 분위기와 재정 궤도에 대한 우려 사이의 불안정한 균형

양호한 관세 및 재정 혼합



**여를 전환점**  
재정 패키지 및 관세유예 종료에 따라 결과가 달라질 수 있음

관세가 뉴노멀이 되고 예산법이 저소득층에 영향을 미침



과도한 재정 압박 및/또는 관세 인상



**생산성 향상으로 디플레이션을 해소:**  
추가관세가 없고 재정지출이 줄어드는 긍정적인 조합은 2026년의 성장률/인플레 믹스 전망을 개선함 (2025년은 여전히 둔화 중).

→ **시장 영향:** 위험자산에 긍정적, 장기금리는 어느 정도 진입점을 제공할 수 있으며, 인플레이션이 둔화되면 연준은 금리 인하를 시작할 수 있음.

여러나라 드라이브  
정책

여러나라 시장  
예상

여러나라 드라이브  
정책

**고착화된 인플레이션으로 평균 이하의 성장률:**  
관세는 현재 수준으로 유지되며, 지출 삭감은 저소득층에 영향을 미침

→ **시장 영향:** 커브 스티프닝, 투자등급 크레딧에 긍정적, 인플레이션 방어, 위험자산에 소폭 긍정적, 달러 약세.

**파편화된 스태그플레이션 환경:**  
실질 수익률과 기대 인플레이션은 더 상승하고 소비는 둔화하며 연준은 동결 기조를 유지

→ **시장 영향:** 미국자산과 국채에는 부정적, 금, 원자재, 배당주, 물가연동채권에는 긍정적

## 2025년 하반기 | 투자 테마

### 채권의 티핑 포인트

미국의 재정 리스크가 높아지면서 미국채와 달러의 변동성이 커지고 있음. 민첩성을 유지하면서 유럽 및 신흥국 채권에 투자해 더 나은 수익과 리스크 프로필을 찾아보기



### 글로벌 무역 재편에 따른 주식

미국 대형주의 집중 리스크가 여전히 높고 밸류에이션이 높아진 상황에서 글로벌 재편, 정책 변화, 공급망 재편에서 떠오르는 테마를 살펴보기



### 유럽을 위한 시간

유럽의 전략적 자율성에 대한 관심이 높아지면서 주식, 중형주, 방위산업 투자자들에게 장기적인 기회가 열리고 있음



### 경로 변경의 승자는 인도와 신흥시장임

인도와 인도네시아는 장기적으로 승자가 될 것임. 단기적으로는 중국이 추가 부양책의 혜택을 받을 수 있음. 신흥국은 선진국을 능가할 것으로 봄



### 파편화된 세상의 장기적인 테마

분열되고 갈등이 심화되는 세계는 국방비 지출 증가, 전략적 자율성 강화, 히토류에 대한 새로운 관심, 기술경쟁의 격화를 가져올 수 있음



### 실물 및 대체 자산으로 계속 다각화

이러한 자산은 불확실성과 인플레이션 위험이 높은 세상에서 핵심적인 역할을 함. 이러한 부문에 투자되는 자본이 급증하는 것을 고려할 때 추가적인 선별이 필요함

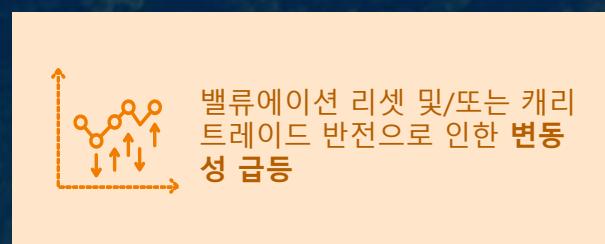
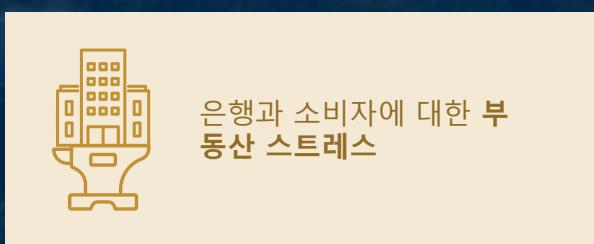
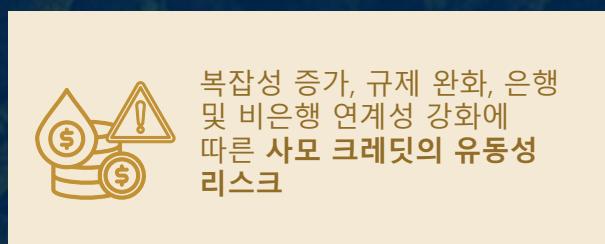
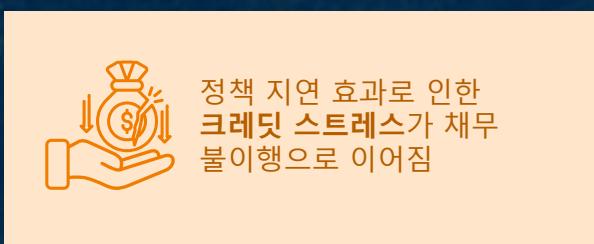


## 주요 및 대안 시나리오

2025년 시나리오들	다운사이드 위험 시나리오	아문디 메인 시나리오	업사이드 위험 시나리오
	파편화된 스태그플레이션 환경	고착화된 인플레이션으로 평균 이하의 성장	생산성 향상을 통한 디스인플레이션 완화
확률	20%	70%	10%
시나리오	<p>지정학적 및/또는 무역전쟁의 격화(광복절까지), 심각한 공급망 중단, 수익 침체, 노동시장에 대한 영향.</p> <p>저성장에 따른 추가 악화로 인한 미국 재정적자 업사이드 리스크.</p>	<p>관세율이 상당히 높은 세계(미국의 평균 관세는 15%)에서도 공급망이 질서 있게 재배치되면서 정책 불확실성은 시간이 지나면서 가라앉음. 큰 차질 없이 성장이 둔화됨.</p> <p>미국 재정적자 약 6.5%.</p>	<p>글로벌 무역 역학 관계의 회복으로 정책 불확실성이 크게 감소하고 디스인플레이션으로 통화 정책 정상화가 가능해짐.(미국의 평균 관세가 10% 미만으로 하락).</p> <p>성장세 강화로 인한 미국 재정적자 다운사이드 리스크.</p>
세계 GDP	2.6-2.8%	2.8-3.0%	3.1-3.3%
미국 GDP	1.0%-1.3%	1.4%-1.8%	1.9%-2.1%
유로 GDP	0.3%-0.7%	0.8%-1.0%	1.2%-1.5%
중국 GDP	3.5%-4.0%	4.0%-4.5%	4.6%-5.0%
미국 CPI	3.2% - 3.5%	2.8% - 3.3%	2.4% - 2.7%
유로 CPI	1.5%-1.8%	1.8% - 2.2%	1.8% - 2.2%
중국 CPI	(-0.7%) - (-0.4%)	(-0.4%) - 0%	0% - 0.5%
연준 금리	3.00%	3.75%	3.75%
ECB 금리	1.0%	1.5%	1.50%
투자 시사점	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Risk off</li> <li>▪ 물가연동채권</li> <li>▪ 골드</li> <li>▪ 현금</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Mildly risk on</li> <li>▪ 주식 및 크레딧 IG 긍정적, 크레딧 HY 신중</li> <li>▪ 브레이션에 대한 전술적 접근</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Risk on</li> <li>▪ 주식, 크레딧 IG 및 HY에 긍정적</li> <li>▪ 증립적 브레이션</li> </ul>

Amundi Investment Institute, IMF, Bloomberg. The table shows reference projections based on information available as of 10 June of 2025. Assumptions on tariffs as of 10 June of 2025, at face value, tariffs are 10% universal, 30% on China (20% Fentanyl and 10% reciprocal); under the section 232, 25% sectoral tariffs on Auto & Auto Parts, 50% on Steel and Aluminum (since the 4th of June). Sectoral tariffs on Canada and Mexico only for non-USMCA-compliant imports.

## 모니터링해야 할 요소들



## 환경 설정

## 정책의 변화와 노이즈에 대응

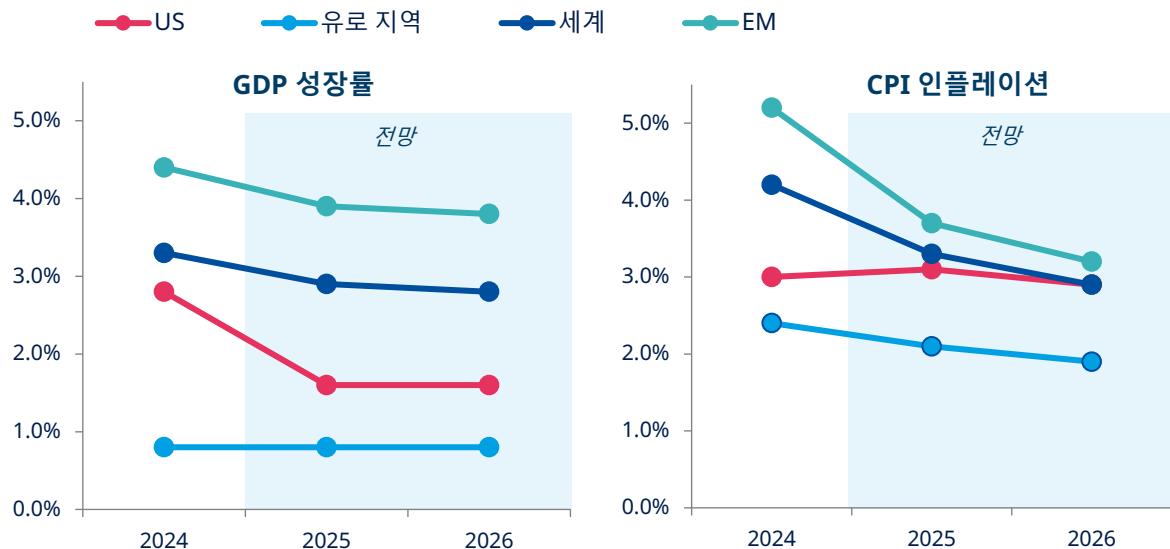
글로벌 경제의 재편으로 인해 투자자와 정책 입안자들은 신중한 접근이 요구되고 있음. 이러한 신중함은 정당한 것임. 팬데믹으로 인한 무역 충격과 표면적인 유사점이 있을 수 있지만, 10년 초에 발생한 일시적인 혼란에서 제한적인 교훈을 얻을 수 있음. 오늘날 미국 행정부의 통상, 안보, 국제 관계에 대한 접근 방식은 임기 내내 지속될 구조적 변화를 예고함.

이러한 변화의 부정적인 측면에 집중하기는 너무 쉬움. 예측할 수 없는 정책 결정은 투자와 소비에 불리한 배경이 되고 경제가 어떻게 될지 예측하기 어렵게 만드는 것은 사실임. 국제통화기금(IMF)도 이제 예측이 아닌 '참조 궤적'을 제시하고 있음. 경제전망에 대한 불확실성, 심지어 국제 무역과 외교에 관한 교전 규칙도 시장 변동성을 높이는 원인이 되고 있음.

하지만 자산가격에 영향을 미칠 몇 가지 긍정적인 요인도 있음. 지금까지 대부분의 주요 경제는 변동성에도 불구하고 상대적으로 회복력이 있는 것으로 나타남. 예를 들어 올해 미국 성장률은 잠재성장률보다 낮은 1.6%로 둔화될 수 있지만, 연방준비제도이사회는 인플레이션을 억제하면서 경기침체를 피하는 데 필요한 섬세한 균형을 유지할 것임. 또한 미국 행정부는 관세와 안보를 최우선 과제로 삼고 있지만, 감세와 규제 완화를 계획하고 있어 내년에는 무역 부과금이 미국경제 활동에 미칠 수 있는 타격을 완화할 수 있을 것으로 보임. 따라서 기업 수익의 침체는 없을 것으로 보임.

유럽은 또 다른 낙관론의 원천임. 독일이 투자와 국방비 지출을 늘리겠다는 약속은 판도를 바꾸었음. 또한 유럽은 시간이 다소 걸리더라도 경제적 영향력에 걸맞은 국제적 영향력을 확보하기 위해 필요한 변화를 추진해야 한다는 광범위한 정치적 공감대가 형성되어 있습니다. 그럼에도 불구하고 유럽 중앙은행은 대서양 양쪽의 인플레이션 전망을 고려할 때 연방준비제도보다 성장을 지원할 수 있는 여력이 더 많음. 지속될 것으로 보이는 단일 통화의 부양력은 유로화 표시 수입을 더 저렴하게 만들어 이러한 역동성을 강화함.

## 기대이하의 성장과 더 큰 디플레이션이 다가오고 있음



Amundi Investment Institute, IMF, Bloomberg. The table shows reference projections based on information available as of 10 June of 2025. Assumptions on tariffs as of 10 June of 2025, at face value, tariffs are 10% universal, 30% on China (20% Fentanyl and 10% reciprocal); under the section 232, 25% sectoral tariffs on Auto & Auto Parts, 50% on Steel and Aluminum (since the 4th of June). Sectoral tariffs on Canada and Mexico only for non-USMCA-compliant imports.

현재 환경에서는  
포트폴리오의 복  
원력을 높이고 다  
각화하는 것이 무  
엇보다 중요함

## 달러와 미국주식의 상관관계가 플러스로 전환됨



Source: Amundi Investment Institute and Bloomberg, as of 2 June 2025. Chart shows rolling correlation on daily data of DXY index vs S&P500.

하지만 몇 가지 측면에서 주의가 필요함. 유럽에서는 정치인들의 고무적인 수사를 따르기 위해 구체적인 조치를 취해야 할 것임. 예를 들어, 독일은 추가 재정 부양책이 내년 성장에 도움이 되려면 예산 법안 통과를 서둘러야 할 것임. 그리고 절실히 필요한 저축 및 투자 연합을 만들기 위해 국내정치는 제쳐두어야 할 것임.

또한 모든 국가가 독일과 같은 재정정책을 펼칠 수 있는 여력이 있는 것은 아님. 투자자들은 재정 부담 증가에 점점 더 민감해지고 있으며, 벤치마크인 미국채를 포함한 장기물 채권의 보유에 대해 더 높은 프리미엄을 요구함. 정부는 이러한 부채의 공급을 줄이기 위해 발행 계획을 조정할 수 있음. 그러나 공공부채의 평균 만기를 줄이는 것은 자체적인 위험을 수반하므로 공급량을 조정하는 데 한계가 있을 수 있음. 이는 **벤치마크 커브가 더욱 스티프닝 될 수 있음**을 시사함. 또한 중앙은행은 인플레이션이 완만하고 무역 마찰이 적었던 지난 수십 년 동안과 같은 채권 매입에 나설 수 있는 범위가 제한될 것임.

**자산가격 간의 익숙한 관계가 무너지면서 포트폴리오 배분도 더욱 복잡해지고 있음.** 예를 들어, 최근 몇 달 동안 위험 자산과 달러화는 동반 하락하는 경향이 있었기 때문에 투자자들은 더 이상 주식 하락 시 미국 달러가 자연스러운 해지 수단으로 작용할 것이라고 기대할 수 없음. 또한 주식과 채권가 서로 반대 방향으로 움직인다고 믿을 수도 없음.

이러한 환경에서는 **포트폴리오의 복원력을 높이는 것이 무엇보다 중요함.** 특히 비달러 투자자에게는 환 리스크를 줄이기 위한 혜정의 중요성이 점점 커지고 있음. 그리고 다각화는 그 어느 때보다 필수적임.

이는 포트폴리오뿐만 아니라 자산군 내에서도 마찬가지임. 일일 시장 변동을 쫓기보다 장기적인 테마에 집중하면 현재의 혼란을 가장 잘 견딜 수 있는 주식시장 부문을 파악하는 데 도움이 될 수 있음. 이러한 추세에는 **유럽의 국방비 지출 증가, 미국의 규제 완화, 일본의 기업 지배구조 개혁 등**이 있음. 또한 강력한 내수전망을 바탕으로 무역 마찰에 대한 어느 정도 완충 역할을 하는 신흥 경제국에서 투자 기회를 찾을 가치가 있음. 인도는 이러한 경제의 대표적인 사례 중 하나임.

새로운 지정학적 질서가 형성되면서 당분간 시장의 혼란이 지속될 수 있음. 하지만 **불확실성과 정책적 잡음은 이미 분명한 기회를 창출하고 있음.**

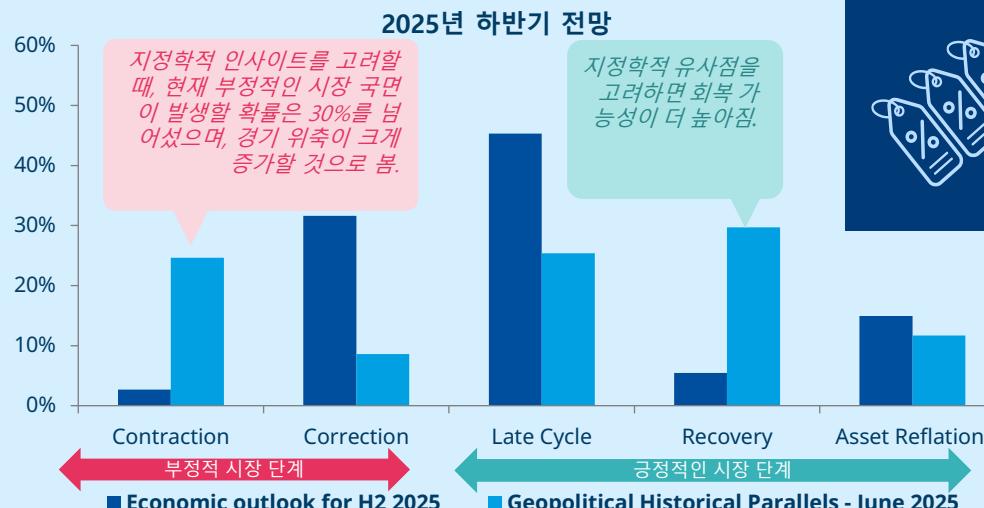
## 다이나믹 자산 배분

## 양극화된 세상에서 자산배분

당사의 경제-금융 사이클 모델(아래 차트 참조)에 따르면 경기 사이클 후반 시나리오가 가장 가능성이 높은 결과이며, 이는 약간의 리스크에 대한 배분이 필요함을 나타냄. 과거 유사 사례에서 얻은 지정학적 인사이트를 통합하면 양극화된 결과가 나타날 가능성이 더 커지며, 긍정적인 회복 국면으로의 전환 가능성과 부정적인 국면(위축)의 상당한 확률(34%)을 자산 배분에 고려해야 함. 관세의 뉴노멀은\* 지속적인 인플레이션 배경에 기여하여 스태그플레이션 또는 더 높은 인플레이션(하이퍼인플레이션)과 같은 불리한 결과의 위험을 증가시킴. 인플레이션 상승은 구매 가격 상승을 통해 생산 비용에 영향을 미치고 수익 마진에 압력을 가하기 때문에 취약성이 높아짐. 따라서 수익 성장률은 6%로 둔화될 것으로 예상되지만, 최근의 실적이 여전히 고무적이기 때문에 수익 침체까지는 가지 않을 것으로 봄.

당사는 높은 시장 밸류에이션과 성장 우려를 고려해 하방 위험이 있는 인플레이션 체제를 견딜 수 있도록 설계된 온건한 Risk-On 배분을 선호함. 여기에는 전술적 듀레이션 관리와 함께 인플레이션 압력을 견딜 수 있는 영역을 파악하기 위해 밸류에이션, 가격결정력, 마진에 중점을 둔 다각화된 주식 접근법이 포함됨. 크레딧에서는 특히 위험 대비 수익률이 매력적인 유럽 지역의 우량 채권에 선호함. 스태그플레이션 위험이 있는 경우 주가 하락에 대한 헤지를 고려해야 하며, 하이퍼인플레이션의 경우 원자재와 금이 주요 헤지 상품이 되고 있음. 또한 안정적인 현금 흐름과 정부 지출의 혜택을 제공하는 인프라 등 인플레이션에 잘 견디는 자산군도 살펴봄. 달러 상관관계 패턴의 변화로 인해 통화 다변화와 혜정의 필요성이 높아짐에 따라 외환의 역할도 점점 더 중요해질 것임.

## 잠재적 사이클 진화에 대한 지정학적 관점



~ 20%

지정학적 전망을 고려한  
하이퍼인플레이션\*\* 가  
능성

**지정학적 역사적 유사점:** 이 주기가 어떻게 진화할 수 있는지에 대한 인사이트를 얻기 위해 과거의 지정학적 유사점을 분석함. 이러한 과거의 시기는 2025년 예상되는 역학 관계와 유사점을 공유하지만, 각각 고유한 맥락을 가지고 있음. 또한 2025년의 세계는 특히 AI, 기후 변화, 글로벌 파워 역학 관계의 변화 등 새로운 도전과 기회에 직면할 가능성이 높음.

Source: Amundi Investment Institute. Probabilities derived from Amundi proprietary models "Advanced Investment Phazer" and "Inflation Phazer." \*Tariffs as detailed in the assumption of our macro trajectories on page 28. \*\*Hyperinflationary with US CPI >6%. For phases definition see our paper "[Advanced Investment Phazer: a guide to dynamic asset allocation](#)".

## 코모디티 포커스

## 건설적인 전망:

향후 몇 분기 동안 경기침체가 없을 것으로 예상되는 다중 속도 성장이라는 기본 시나리오 내에서 원자재는 구조적 및 경기 순환적 요인으로부터 계속 혜택을 받을 것으로 봄.

## 석유 시장 변동성:

현재 공급 역학에 근거하여 브렌트 유는 63~68달러, WTI는 60~65달러의 목표가를 유지함. 이스라엘의 이란 공격 이후 유가 변동성이 높은 수준을 유지할 것으로 예상되며, 긴장이 고조될 경우 상승 리스크가 있음. 그러나 이는 미국과 OPEC이 인플레이션 압력을 억제하기 위해 생산량을 늘리도록 유도할 수 있음.

## 비금속 회복:

비금속 섹터는 재고가 과거 평균 이하로 감소하면서 수요와 공급의 재조정이 가격 상승 압력으로 이어질 수 있다는 점에서 한 자릿수 중반의 상승세를 보일 것으로 봄.

## 금을 전략적 자산으로서:

금은 미국의 재정 및 통화 정책, 잠재적인 달러 약세, 미국자산의 과잉 공급에 대한 주요 헤지 수단으로 사용됨. 이스라엘-이란 분쟁으로 인한 지정학적 리스크가 고조되는 가운데 금 가격은 목표치인 3,400달러를 넘어서도 지지력을 유지할 수 있음.

## 지정학

# 'The Great Diversification'가 진행 중

우리는 지금 예상했던 것보다 더 위험하고, 더 혼란스럽고, 더 사실적인 세상에 살고 [있음](#). 미국 대통령이 지난 몇 년 동안 진행 중인 지정학적 변화의 원인은 아니지만, 그의 행정부는 일부 동인을 가속화하고 있음. 예를 들어, 관세는 경제적 마찰을 심화시키고 있으며, 유럽의 안보에 대한 미국의 약속과 우주에 대한 야망의 감소는 새로운 군비 경쟁에 기여하고 있음. 트럼프 정부 하에서 미국도 또 다른 파괴자로 부상함.

### 지정학이 거시 및 시장 환경을 변화시키고 있음

투자자로서 당사는 부채를 보는 것처럼 지정학적 리스크를 살펴볼 필요가 있음. 부채 수준이 높다고 해서 반드시 부채 위기로 이어질 필요는 없지만 취약성이 높아짐. 지정학은 거시 및 시장 환경도 변화시키고 있음. **지정학적 리스크와 함께 현재 미국 국내 정치적 불확실성의 수준은 기업, 소비자, 투자자의 의사 결정 방식을 바꾸고**, 이는 경제적, 그리고 다시 정치적 영향을 미침. 이러한 불확실한 배경이 향후 12개월을 좌우할 것임.

**정치는 글로벌 투자자들이 가장 많이 노출되어 있는 미국자산에 계속 타격을 줄 것임.** 미국의 재정상태에 대한 우려와 함께 미국이 현재 진행 중인 변화를 어떻게 극복할지에 대한 의구심이 지속될 것임. 트럼프 대통령은 중간선거가 다가오면서 공화당 지지층을 결집하는 사회적 이슈를 두 배로 강화할 것이므로 **국내 정치는 여전히 불안정할 것임**.

트럼프의 관세 야망이 금융시장과 법원의 반발에 직면한 후 많은 지도자들은 협상에서 많은 것을 양보하기를 꺼릴 것임. 이로 인해 **관세 관련 압박이 더 커질 가능성이 높음**. 협상은 시간이 걸리고 실패할 경우 보복을 촉발할 수 있음. 현재의 경제 가정은 미국의 평균 관세율 15%를 기준으로 하고 있지만, 이 관세율은 계속 변동될 가능성이 높음.

### 정부, 기업, 투자자들은 미국을 벗어나 다각화할 것임

그 결과 정부, 기업, 투자자들이 미국을 벗어나 다각화하면서 'The Great Diversification' 가 진행될 것임. 각국 정부는 새로운 무역 및 안보 협정을 체결하려고 노력할 것이며, 중앙은행은 외환 보유고를 다각화할 것임. **기업들은 관세 협상이 어떻게 진행되는지 지켜보면서 공급망과 최종 생산지를 조정하는 방법과 트럼프의 미국 내 온쇼어링 요구를 충족시키기 위한 최소한의 조치에서 벗어나는 방법을 결정할 것임**.

## 자산군 및 지역 전반에 걸쳐 다각화 추세가 나타나고 있음

- 중앙은행 준비금 관리자들은 향후 10년간 글로벌 준비금에서 달러 비중이 약 55%까지 하락하고 위안화의 비중은 5.6%까지 증가할 것으로 봄 ([OMFIF](#)).
- 위안화는 이제 중국의 국경 간 거래에서 달러화를 넘어섰음.
- 아시아에서 USD와 SWIFT를 우회하는 결제 시스템과 플랫폼이 급증하고 있으며, 브릭스 회원국들이 이를 개발 중임.
- 금값이 사상 최고치를 경신하고 있음.
- 유로존 채권에 대한 수요는 꾸준히 증가하고 있으며, 유럽자산에 더 많은 자본이 유입되고 있음.
- 2024년 중국 FDI의 64%가 신흥시장에 배정되었지만, 고소득 국가에 대한 중국의 투자 중 53.2%는 유럽에 배정됨.

관세 협상과 노선 변경 절차가 완료될 때까지는 '승자와 패자'가 명확하지 않지만, 유럽은 미국의 불확실성에서 순승 자로 남을 가능성이 높음. **정치적 리스크가 남아 있지만, 유럽은 개별 회원국보다 함께할 때 더 강하다는 것을 지도자들이 인식하면서 더욱 단합하고 있음.** 유럽연합과 영국의 관계 개선이 대표적인 사례임. 다가오는 2026년 4월 형 가리 총선에서는 Viktor Orbán의 집권당이 여론조사에서 뒤처지고 있는 가운데 권력 교체가 이루어질 수 있어 EU의 가장 큰 정치적 장애물 중 하나가 제거될 수도 있음. 최근 영국 및 메르코수르와의 협정, 인도와의 무역 협정 진전에서 알 수 있듯이 EU는 무역 관계를 확대하고 있음. **단일시장 및 금융시장 통합과 유로화의 매력을 높일 수 있는 환경 조성을 향한 모멘텀이 있음.**

그러나 EU는 제한된 재정공간에도 불구하고 국방, 인프라, 기술 등의 지출 수요를 어떻게 조달할 것인지에 대해 보다 명확하게 제시해야 할 것임. 개혁과 관료주의 축소는 통합을 위해 필수적이지만 정치적 장애물이 산적해 있음.

**정치적 리스크는 여전하지만, 유럽은 개별 회원국보다 함께할 때 더 강하다는 것을 지도자들이 이 인식하면서 더욱 단합하고 있음.**

러시아-우크라이나 전쟁의 진전은 유럽이 자체 방어를 강화해야 할 필요성을 더욱 강조할 것임. 향후 몇 달 동안은 대화와 함께 분쟁이 지속되는 것이 가장 유력한 시나리오임. 푸틴과 우크라이나의 전쟁 목표는 서로 겹치지 않으며, 쉽게 상륙할 수 있는 지역도 없음. 휴전이 이루어지면 러시아의 추가 군사 활동의 문이 열릴 가능성이 높음. 대부분의 시나리오는 유럽이 자신과 우크라이나의 안보를 위해 무거운 짐을 짊어져야 하는 상황으로 이어짐.

중국이 미국에 전략적 경제, 군사, 기술적 위협을 가하는 한 **미중 관계는 계속 악화될 것임.** 기술부터 산업 및 군사 능력에 이르기까지 **다양한 분야에서 미국과 중국을 비교한 분석에 따르면 중국은 많은 분야에서 미국을 따라잡고 있으며 희토류와 같은 일부 분야에서는 앞서고 있는 것으로 나타남.** 연구기관을 약화시키고 이민자를 추방하는 등 **트럼프의 일부 조치는 매력적인 인구 통계와 연구 혁신 등 중국에 대한 미국의 경쟁 우위를 약화시키고 있음.**

**미국과 중국은 향후 몇 달 동안 '긴장된 상황'의 시나리오를 유지할 가능성이 높음.** 양측 모두 추가적인 확장을 피하고 싶겠지만, 강대국 경쟁으로 인해 관계가 크게 개선될 여지가 많지 않다는 점도 인정할 것임. **미국은 계속해서 중국을 경제적으로 압박할 것이며, 이는 관세 수준이 급격히 낮아지는 그랜드 바겐의 가능성이 낮다는 것을 의미함.** 그렇다고 해서 '미니 딜'이 없을 수도 있음. 예를 들어, 협상의 일환으로 펜타닐 관세가 인하되더라도 미국은 경제적 압박을 유지하기 위해 다른 분야에서 추가 관세나 수출 통제를 부과할 가능성이 높음. **한편 중국은 최근 미국의 '뒷 마당'인 남미의 협상이 보여주듯이 글로벌 무대에서 자신감을 키우며 미국에 공개적으로 도전하고 있음.**

**중동은 계속해서 큰 변화를 겪을 것이지만, 최근 이란과 이스라엘 간의 갈등이 어떻게 전개되느냐에 따라 많은 것이 달라질 것임.** 이란이 협상을 통해 정권의 생존 가능성이 가장 높다는 것을 깨닫고 외교를 재개하는 시나리오가 있음. 이란이 보복하여 다른 강대국과 미국이 참여하는 광범위한 지역 전쟁이 발발하는 등 다양한 확대 가능성이 있음. 이스라엘은 지금이 이란의 정치적 변화를 완전히 강제할 때라고 판단할 수도 있음. 이 글을 쓰는 현재로서는 이란과 이스라엘 간의 보복이 마무리된 후에 외교가 재개될 가능성이 높다는 것이 당사의 견해임.

제재 완화에도 불구하고 **시리아는 어려운 국내 상황과 다양한 지정학적 이해관계로 인해 여전히 불안정할 것임.** 마찬가지로 후티 반군과의 휴전도 취약한 상태로 남아 있어 홍해에서의 해운에 대한 우려가 지속될 것임.

당사는 **사우디아라비아가 트럼프 정부 하에서 이 지역에서 더 많은 정치적 영향력을 가질 것으로 예상했고, 실제로 그렇게 되었음.** 사우디아라비아는 이란을 두려워하지만 걸프 지역은 무엇보다도 경제적 목표를 달성하기 위해 정치적 안정에 관심이 있음.

## 매크로

## 2025년 하반기에 주목해야 할 세 가지 맥크로 테마

## 1 | 부채와 저소득층에 대한 '크고 아름다운 하나의 법안(OBBA)'의 영향

예산 조정 절차는 늦여름까지 해결될 것 같지는 않지만, 세입세출위원회의 제안은 두 가지 주요 우려를 불러일으킴. 첫째, 특정 감세의 영구화에 따라 향후 10년간 부채가 3조에서 5조 달러까지 증가할 것으로 예상함. 둘째, 지출 삭감은 주로 Medicaid 및 SNAP\*와 같은 저소득층에 영향을 미칠 것임.

두 가지 중요한 의미가 있음. 첫째, 어떤 예산안이 승인되든 지출과 세금에 영향을 미칠 것임. 둘째, 지출 삭감은 저소득층에 영향을 미치고 감세는 고소득층에 혜택을 주면 총 소비가 더욱 감소할 것임. 부채 증가는 장기 수익률에 계속 위험을 초래할 것이며, 금리 인하로 금융 상황이 완화되지 않으면 연준의 과제가 더욱 어려워질 수 있음.

크고 아름다운 하나의 법안(OBBA)이 통과되면 향후 10년간 부채가 **3조 ~5조 달러** 증가할 것으로 봄.



## 2 | 수요 약세 속 연준의 딜레마



사모 수요가 올해와 내년 미국경제 성장의 주요 동력이 될 것임. 관세와 정책 불확실성으로 촉발된 소비 심리 약화가 지난 2년간의 연간 3% 성장률의 절반 수준인 소비 지출 약세로 장기화되어 성장을 전망에 하방 리스크로 작용할 것으로 봄.

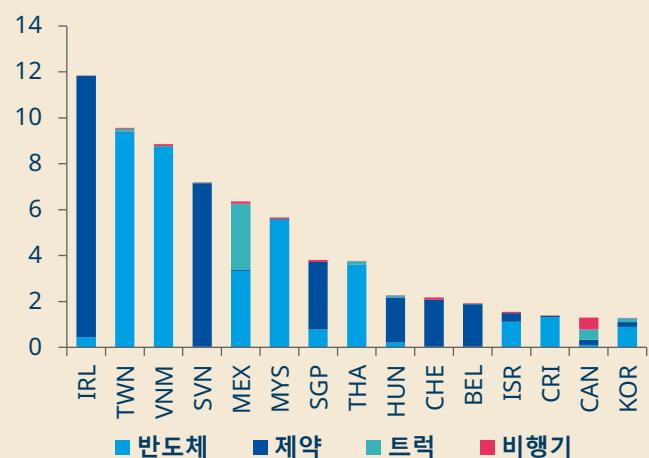
관세 불확실성은 또한 투자 지출에 대한 리스크를 악화시켜 규제 완화가 더 많은 투자를 촉진할 것이라는 초기 기대에 실망감을 안겨줄 것임. 단기 인플레이션 리스크는 상승세에 있지만 현재 소비자 기대치만큼 높지는 않음. 관세가 인플레이션에 더 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높기 때문에 금융시장의 기대는 더 합리적임. 이는 높은 명목 수익률이 높은 실질 금리를 반영한다는 것을 의미하며, 이는 다시 성장에 더 큰 우려를 불러일으킴.

연준의 딜레마는 더 복잡하지만, 성장둔화가 임박한 상황에서 연준은 일시적으로 높은 인플레이션을 극복하고(인플레이션 기대가 고정되어 있다면) 올해 금리를 크게 인하할 수 있을 것임.

## 3 | 업종 및 국가별 관세

무역협상의 복잡성으로 인해 관세 수준에 대한 불확실성이 지속될 것으로 봄. 상호 관세는 대부분의 국가에서 광복절 관세율에서 10%의 보편적 기준선으로 낮아짐. 법원 판결에 따라 관세 부과를 위한 IEEPA 사용에 이의를 제기했지만, 트럼프는 이를 122조 행정권으로 대체할 수 있음.

전략적으로 때 관세 불확실성은 계속될 가능성이 높음. 중요한 산업에 대한 부문별 관세는 232조(Section 232) 조사를 받고 있음. 구리, 목재, 주요 광물과 같은 필수 자원은 영구적으로 면제될 수 있지만 반도체, 제약, 트럭, 상업용 항공기 등 주요 제조 부문은 25%의 높은 관세가 부과될 수 있음. 이러한 복잡성을 고려할 기본 사례에서는 평균 관세를 15%로 가정함.

보류 중인 부문별 관세 노출  
대미 수출, GDP 대비 %

UN Comtrade, IMF. Data of 2024 are used.  
Data as of 10 June 2025.

\*SNAP: Supplemental Nutrition Assistance Program.

## 매크로

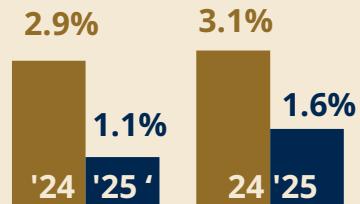
## 거시경제 전망 | 선진국



## 관세와 부채 – 잘못된 조합

2023~24년 성장률은 프라이빗 수요에 힘입어 3%에 육박하던 속도에서 잠재성장을 이하로 크게 둔화될 것으로 봄. 이는 1. 관세가 소비에 미치는 직접적인 영향(이미 소비 심리가 약화된 상황에서 물가 상승으로 인한 소비세 인상으로 지출 둔화)과 2. 불확실성이 투자에 악영향을 미치기 때문임. 미국의 재정확대와 향후 규제 완화로 투자가 늘어날 수 있지만 전반적인 순 효과는 미미할 것으로 봄.

미국의 평균 관세율이 우려했던 것보다 낮아지더라도 지난 수십 년보다 훨씬 높은 수준을 유지할 것이며, 이는 물가와 비용 측면에서 상당한 경제적 손실을 의미하며, 일시적이기는 하지만 인플레이션이 다시 목표치에서 벗어나게 될 것임. 이러한 배경에서 당사는 하반기에 연준이 세 차례의 금리 인하를 단행할 것으로 봄.



2025년 평균 실질 GDP와 실질 개인 소비 지출은 모두 2023~2024년 평균에 비해 둔화됨

Source: AII, Refinitiv Eikon Datastream

10%

2%

Q4 2024

Q1 2025

유로 지역 은행들은 소비자 신용 및 기타 가계 대출에 대한 수요가 완만하게 순증했다고 보고하고 있음.

Source: ECB



## 유럽의 수요 회복

현재 무역의 불확실성이 높아지면서 내수의 점진적인 회복이 난관에 직면해 있음. 그러나 점진적으로 완화되는 통화정책이 성장을 뒷받침할 것으로 봄. 크레딧 흐름과 수요는 1년도 채 되지 않아 최고점 대비 누적 175bps 인하에도 불구하고 1분기 25분기까지 비교적 안정세를 보였지만, 사모 크레딧 성장률의 상승 추세가 지속될 것으로 예상됨에 따라 낙관적인 조짐이 나타나고 있음.

소비는 완만한 회복세를 보일 것으로 봄. 높은 자본 비용과 지속적인 불확실성으로 인해 투자가 주춤하고 있지만, 무역 불확실성의 감소와 금리 인하가 2025년 하반기에는 더 강력한 회복의 촉매제 역할을 할 것임.



## 일본: 정권 교체기

최근 임금 성장률 약세, 미국 관세 충격, 1분기 GDP 감소라는 세 가지 악재가 겹쳤지만, 일본에 대한 전망은 근본적으로 달라졌다고 봄. 2025 회계연도 순토 협상 결과를 반영하여 임금 성장률은 3%로 반등할 것으로 보임. 쌀 가격 하락으로 인해 헤드라인 인플레이션이 완화될 것으로 예상됨에 따라 실질 임금 상승률이 다시 플러스로 전환되어 소비를 뒷받침할 것임. 민간 소비의 회복은 주로 최근 임금 인상의 혜택을 가장 많이 받은 젊은 층이 주도하고 있음. 또한 고령층은 완만한 금리 인상으로 은행 저축 수익률이 개선될 수 있음. 하반기에는 일본은행이 대차대조표를 계속 축소할 것으로 봄.

51%

의 가계 금융자산을 통화와 예금으로 보유함 (2024년 말 기준). 가계 부채는 금융자산의 1/6임.

Source: BoJ, Amundi Investment Institute.

매크로

## 거시경제 전망 | 신흥국



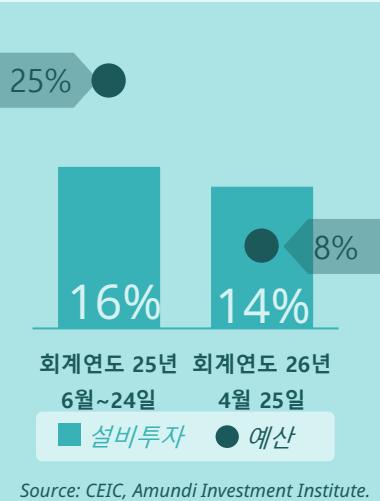
### 중국: 약화될 정책 추진

중국의 성장은 올해까지 수출과 소비에 의해 잘 뒷받침됨. 145% 관세 기간 동안 태평양 횡단 무역이 잠시 중단되었지만, 미국과 중국의 긴장 완화 이후 출하량은 강력하게 반등함. 이 중 일부는 하반기 주문에 대한 2차 선적이 될 수 있음. 국내에서는 소비자 보상 판매 보조금으로 인해 가전제품, 가구, 가전제품 판매가 급증함. 하지만 추가경정 예산 없이 재정지출을 앞당겨 집행한 것이 종료되고 있음. 또한 하반기에 기준 정책금리가 20bp 인하될 것으로 봄. 하반기에는 수출과 소비 증가세가 정상화되면서 디플레이션 압력과 주택가격 약세 등 기존 경제의 취약점이 해소될 것으로 봄.

전년대비 +39%

소비재 보상 판매에 대한 정부 보조금에 힘입어 가전 제품 소매 판매 성장세가 더욱 가속화됨.

*Source: CEIC, Amundi Investment Institute.*



### 인도의 설비 투자와 예산 목표가 수렴하고 있음

25년 1분기 매크로 모멘텀이 예상보다 강했지만, 글로벌 정책 불확실성이 지속된다는 가정 하에 올해 성장을 전망치를 6.3%에서 6.6%로 소폭 상향 조정함. 특히 건설 및 공공 자본 지출을 중심으로 투자가 크게 증가했으며, 우호적인 인플레이션 환경이 소비를 뒷받침하고 있음.

가장 변동성이 큰 요소인 식품 가격이 헤드라인 인플레이션을 끌어내리고 있는 반면, 근원 물가는 완만한 상승세를 보이고 있음. 내년 초에 예상되는 불리한 기저효과를 제외하면 인플레이션은 여전히 양호한 흐름을 보이고 있어 RBI가 추가 완화를 고려할 수 있지만, 6월에 50bp 전격 인하한 이후에는 그 여지가 훨씬 더 제한적임.



### 중남미 - 브라질과 멕시코의 두 가지 궤적

브라질 중앙은행(BCB)은 탄력적인 노동시장과 매우 견조한 농업 생산량 덕분에 연간 기준금리(YTD)가 강세를 보였음에도 불구하고 기준금리를 14.75%로 인상할 가능성이 높음. 그러나 하반기에는 여전히 경제활동이 완만해져 올해 평균 2.5%의 성장률을 기록할 것으로 예상되며, 고금리 효과가 나타날 것으로 보임. 재정 기조가 다시 실망스럽지 않다면 2026년 초에 중앙은행이 고금리 기조를 완화하기 시작할 것으로 봄.

한편, 멕시코은행(Banxico)은 경제전망이 완만해짐에 따라 여전히 긴축적인 스탠스를 빠르게 완화하고 있음. 2025년에는 미국과의 무역관계의 높은 불확실성과 상당한 재정 긴축으로 인해 경제가 정체(0%)될 것으로 봄.

2.5%

올해 브라질의 성장

0%

올해 멕시코의 성장

*Source: CEIC, Amundi Investment Institute.*

# 2025년 하반기 투자 전망

자산군별 전망

채권

통화

주식

유럽을 위한 시간 | 인포그래픽

신흥시장

사모시장

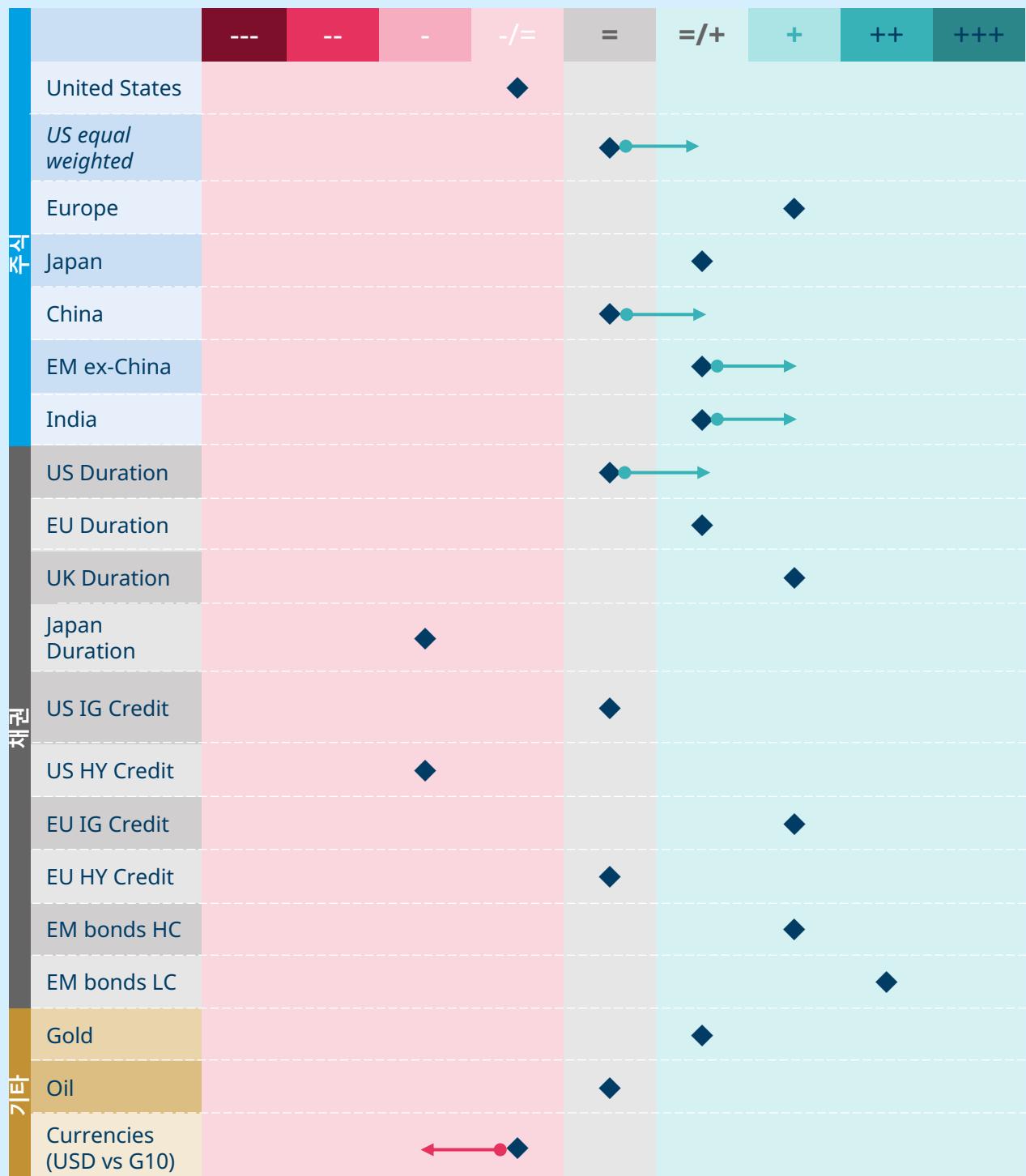
헤지펀드

전망

**Amundi**  
Investment Solutions

Trust must be earned

# 아문디 자산군별 전망



◆ 2025년 6월의 스탠스 ← → 하반기 전망 방향

Source: Summary of views expressed at the most recent global investment committee (GIC) and updated as of 11 June 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.

## 채권

## 글로벌 채권 투자자를 위한 전환점

## 주요 내용

국채시장은 부채 증가와 잠재적 인플레이션 상승의 위협으로 흔들리고 있으며, 적어도 더 명확해질 때까지는 변동성이 높게 유지될 것으로 예상됨. 이에 따라 투자자들은 장기 채권에 대해 더 높은 보상을 요구할 것으로 봄.

올해 하반기에는 금리 상승과 성장 둔화로 투기적 크레딧이 약화될 수 있지만, 견고한 펀더멘털과 균형 잡힌 수급 덕분에 투자등급에 대한 전망은 더 밝음.

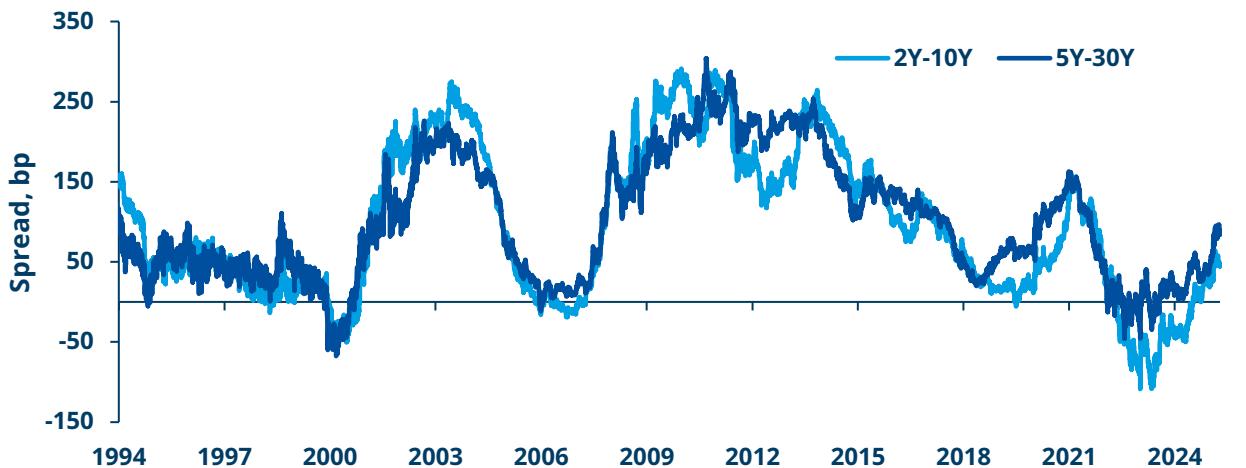
세계경제 질서의 변화로 글로벌 자본이 재분배됨에 따라 달러 약세가 장기적으로 이어질 가능성이 높음. 비 미국 달러 투자자는 통화 리스크를 완화하기 위해 포트폴리오 헤징을 고려해야 함.

## 국채: 커브 스티프닝에 모든 것

글로벌 금융위기 이후 투자자들은 장기간의 대규모 양적 완화와 금리 통제에 직면함. 이제 중앙은행의 양적 긴축과 각국 정부의 막대한 국채 발행으로 인한 부채 증가가 맞물리면서 수익률이 상승하고 있음. 중국채권은 디플레이션 환경에서 역사적 최저치를 기록하고 있는 반면, 선진국 시장의 장기 수익률은 역사적으로 높은 수준의 공공 부채로 인해 수십 년 동안 볼 수 없었던 수준에 도달하고 있음.

하반기 미국국채는 두 가지 대조적인 요인에 영향을 받을 가능성이 높음. 한편으로는 관세와 관세 불확실성이 성장에 부담으로 작용할 가능성이 높음. 하반기에는 소프트한 설문조사 데이터가 소프트한 경제지표로 이어질 수 있음. 반면에 고질적인 재정 적자로 인해 채권 발행은 여전히 높은 수준을 유지할 것으로 보이며, 경제 및 부채 궤도에 대한 불확실성이 투자자의 신뢰를 약화시키고 있어 새로운 세계 경제 체제에서 미국 국채에 대한 외국인 수요가 증가할 것으로 예상하지 않음.

## 미국 커브 스티프닝 상승세는 지속될 전망



Source: Amundi Investment Institute and Bloomberg, as of 12 June 2025

그 결과 미국 수익률 커브가 피벗되어 수익률은 10년물 아래로 떨어지고 15년물 만기 이상에서 상승할 것으로 봄. 이는 2-10년물과 5-30년물 스프레드 모두 시간이 지남에 따라 2021년 초에 보였던 160bp 영역까지 상승할 수 있음을 시사함. 10년 만기 국채 수익률은 향후 6개월 동안 4%~4.75% 범위에서 유지될 것으로 보이며, 4.5% 수준은 고수익을 원하는 투자자에게 매력적인 진입점이 될 것임. 저성장 및 고착화된 인플레이션 환경에서 커브에 중간 부분(5년)에 있는 명목 및 인플레이션 조정 채권 모두 연말까지 각각 3.6%와 1.2%로 수익률이 하락하면서 혜택을 볼 수 있음.

**10년 만기 미국채 수익률은 박스권에서 움직일 가능성이 높지만, 커브는 스티프닝 될 것으로 봄.**

유럽과 영국에서는 성장세가 더 빠르게 둔화되고 있으며 인플레이션 압력이 완화되고 있음. 이로 인해 불확실한 인플레이션 전망으로 인해 연준이 관망세를 보이고 있는 미국보다 중앙은행이 더 많은 여지를 남겨두고 있음. 독일에서는 재정 확대 계획으로 인해 공급이 증가하고 있지만 유럽 일부 국가에서는 재정 적자가 지출을 제한하고 있음. 그 결과 수익률은 커브 전반에서 하락하고 있음 (10Y와 30Y 영역보다 단기물이 더 많음). 독일 국채 2년물 수익률은 연말까지 1.55%까지 하락하고, 10년물 수익률은 약 2.35%까지 떨어질 것으로 봄. 우호적인 수급 전망을 고려할 때 주변국 수익률은 더 하락할 수 있음.

반면 일본 국채 수익률(2~10년)은 여전히 상승세를 보이고 있는데, 이는 일본은행이 특히 5~10년물 JGB를 통해 대차 대조표를 계속 축소할 것으로 예상하기 때문임. 연말까지 2년물 국채 수익률은 0.8%까지 상승하고, 10년물 수익률은 1.6%까지 상승할 것으로 봄.

### 크레딧 시장에 대한 글로벌 상황은 여전히 긍정적

**투자등급 회사채는** 역사적으로 타이트한 스프레드가 자본 이득의 범위를 제한하고 크레딧이 인컴 및 캐리 스토리로 유지되더라도 현재 경제 환경에서 양호한 성과를 거둘 가능성이 높음. **당사는 미국보다 유럽 우량 크레딧을 선호하며**, 하이일드에 대해서는 중립적인 견해를 갖고 있음. 성장세 약화로 연말까지 스프레드가 상승할 수 있지만 부도율은 낮은 수준을 유지하고 가장 낮은 등급 카테고리에 집중될 것이기 때문임. 하반기에는 중앙은행 완화가 회사채 수요를 뒷받침하더라도 (1) 관세 인상과 (2) 성장을 하방 리스크가 크레딧 펀더멘털에 영향을 미칠 수 있음. 유럽 크레딧의 순 공급 규모가 감소하면서 수급 전망도 균형을 이루고 있음. 상환 규모가 높기 때문에 대부분의 총 발행은 차환을 위해 이루어질 것임. 업종별로는 은행이 관세 위험으로부터 더 격리되어 있고 수익과 대차대조표가 건전하기 때문에 **매력적인 기회를 제공할 수 있다고** 봄. 후순위 은행 채권은 가장 흥미로운 부문 중 하나가 될 수 있음.

### 주요 투자 시사점



#### 더 가파른 커브

앞으로 커브가 스티프닝될 것으로 보며 금리 변동성이 더 커질것으로 봄. 이는 성장과 인플레이션 믹스에서 선호되는 유럽채권(국채 및 주변국 채권)으로 분산 투자할 수 있는 기회를 제공함.



#### 소득에 대한 품질 크레딧

유로 투자등급을 선호하면서 우량 크레딧에 대한 투자를 지속함. 금융 및 후순위 크레딧은 여전히 당사의 부문 신념임.



#### 유연한 글로벌 접근 방식

수익률 곡선 기회에 유연하게 대응하고, 선진국 및 신흥국 시장으로 다각화하며, 유연한 드레이션 접근 방식을 유지할 수 있음.

## 통화

### 미달러 약세 전망

역사적으로 미국의 높은 금리, 기간 프리미엄 상승, 글로벌 성장을 하락은 FX 투자자에게 달러가 하락할 때마다 매수하라는 매우 간단한 메시지를 전달해 옴. 달러 자금이 고갈된 경우가 많았고 달러 자체가 글로벌 자산 배분을 안정화해 변동성을 줄였기 때문임. 하지만 2025년은 과거의 멜로디가 때때로 새로운 곡조를 연주한다는 것을 시사함. 'Liberation Day' 이후 달러 상관관계 구조가 크게 바뀌었기 때문임.

처음에는 성장률과 기업실적 전망치 하향 조정으로 미국 중시와 함께 달러가 하락했지만, 미국채에 대한 매도 압력이 강화되면서 달러는 강세를 보이지 못함. 당사는 이러한 상관관계 단절이 지속될 것으로 봄:

- **미국은 더 이상 신규 부채의 비용이 정당화되지 않는 시점에 도달하고 있음.** 미국의 금리 상승은 이제 건전한 경제 펀더멘털보다는 재정 리스크의 증가를 반영함.
- **전 세계적으로 달러가 부족하다는 증거는 거의 없음.** 2024년 외국인 달러 자산 보유액은 31조 달러에 달했고, 미국의 순국제투자포지션(NIIP)은 사상 최저치인 26조 달러를 기록함. 여기서부터 자본 송환이나 해외 다각화가 가속화될 수 있음.
- **해지 활동이 강화될 가능성이 높음.** 과거에는 달러화를 해지하지 않은 채로 두는 것이 수익률 변동성을 완화하는 데 도움이 되었지만 이제는 상황이 달라지고 있음. 외국인 투자자들은 해지 비율을 재고할 가능성이 높으며, 환해지 기준으로 미국 국채를 대체할 수 있는 상품이 많음.

특히 해외 투자 포지션이 상당히 긍정적인 국가를 중심으로 저평가된 통화에 집중하는 한편 글로벌 성장 리스크를 감안해 외환 비중의 베타를 동적으로 운용함. JPY와 EUR가 가장 양호하고 CHF는 이미 풍부한 반면, 스칸디나비아와 AUD는 경기사이클에 따라 상대적으로 더 매력적으로 보임.

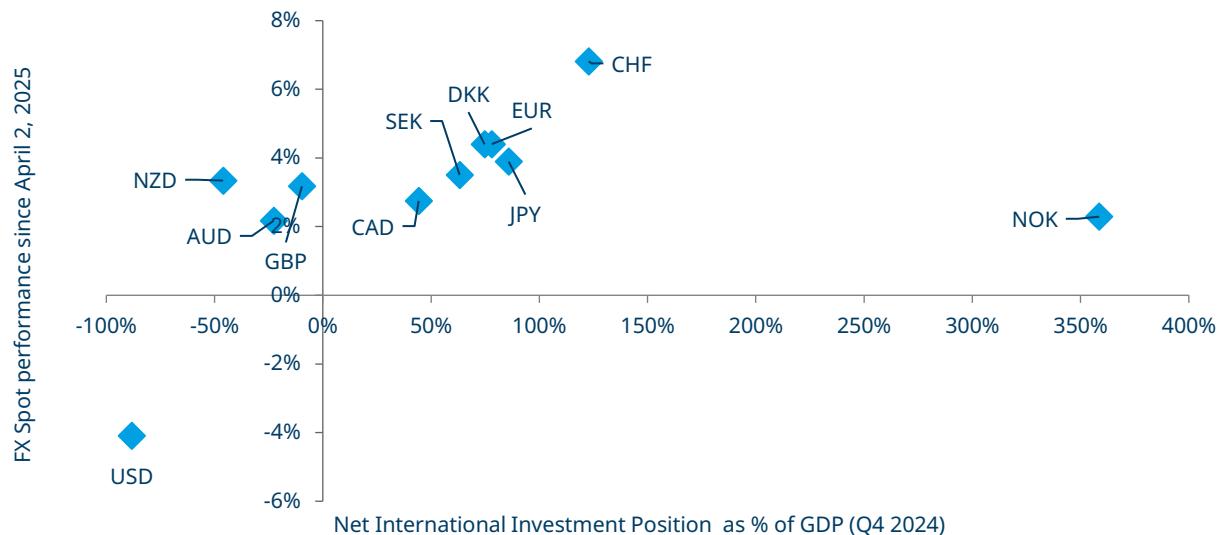
### 달러 약세로 신흥국 통화 선호

신흥시장과 선진시장 간의 성장 격차는 여전히 신흥 경제에 우호적이며 과거 평균을 약간 상회하고 있음. 이러한 맥락에서 이머징 통화가 수혜를 받을 수 있음.

당사는 무역에 덜 노출된 경제, 특히 인도와 인도네시아처럼 내수의 혜택을 받는 국가에 대해 긍정적인 전망을 유지함. 두 국가 모두 강력한 내수 수요와 호황을 누리고 있는 기술 부문의 지원을 받고 있음. 중국 정책 입안자들이 RMB를 적극적으로 평가절하할 유인이 낮다고 판단하기 때문에 CNY가 강세를 유지할 것으로 봄. 위안화 평가절하의 결과는 대미 수출 감소를 상쇄하는 데 중요한 다른 경제 블록과의 잠재적 거래에 타격을 줄 수 있기 때문임.

원자재 수출국의 통화는 외부 충격으로 인해 가격 변동이 계속될 것임. 일시적인 유가 상승은 MXN과 COP를 지지할 수 있음. 브라질에서는 보다 신중한 재정과 긴축적인 통화정책이 하반기 성장을 둔화로 이어질 것임. 브라질과 콜롬비아는 주요 예산 목표를 달성하기 위해 재정 감시를 받고 있으며, 멕시코의 예산은 성장 둔화로 인한 세수 압박으로 인해 어려움에 직면할 것임.

### 미국 국제 순투자 포지션 및 FX 현물 성과



Source: Amundi Investment Institute, LSEG, Workspace, Datastream, as of 26 May 2025. Net International Investment Position measures the gap between a nation's stock of foreign assets and a foreigner's stock of that nation's assets.

## 주식

## 글로벌 무역 재편에 따른 주식

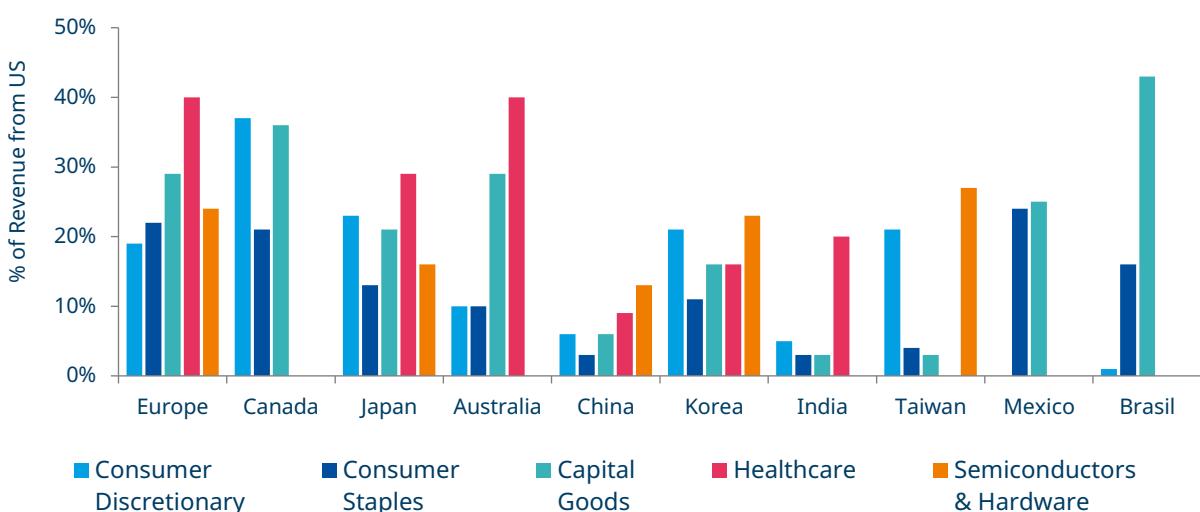
주식은 2025년 하반기에 한 자릿수의 낮은 수익률을 기록할 수 있지만 섹터선정이 가장 중요함. 당사는 관세로 인한 리스크를 줄이기 위해 내수 및 서비스 중심 섹터를 선호함.

규제 완화와 중앙은행 완화가 관세와 재정 정책의 역풍을 상쇄하면서 선진국 증시는 2025년 하반기에도 한 자릿수의 낮은 수익률을 기록할 것으로 봄. 하지만 투자자에게 가장 큰 기회는 베타보다는 섹터선정에 있음. 관세가 일부 섹터에는 혜택을 주고 다른 섹터에는 불이익을 주면서 스타일과 섹터별 차별화가 심화될 것으로 예상됨. 당사는 관세 영향을 완화하기 위해 내수 및 서비스 중심 섹터를 선호하며, 유럽 중형주, 동일가중 미국 주식, 일본 고배당주에 대해 긍정적으로 보고 있음.

높은 관세로 인해 생산자 가격이 상승하고 마진이 감소할 수 있더라도 수익 침체는 당사의 기본 사례가 아님. 미국의 경우 2025년과 2026년에 1.6%의 경제 성장이 예상되는 가운데 달러 약세에 힘입어 연간 약 6%의 주당순이익 성장이 가능할 것으로 봄. 그러나 자동차, 제약 등 수입에 크게 의존하는 미국 부문은 마진 하락으로 성장세가 약화될 수 있음. 글로벌 2.9% 성장은 유럽에서 2%의 수익 성장으로 이어질 것이지만 미국에 크게 의존하는 부문(예: 의료, 일부 산업, 기술)은 압박에 직면할 것임.

밸류에이션이 더 풍부해짐. 미국의 주가수익비율은 4월에 적정 가치로 간주되는 수준까지 하락했지만 이후 다시 사상 최고치를 기록함. 유럽과 일본의 P/E는 12년 최저치에서 평균 수준으로 반등했으며, 미국 예산안 899조에 따라 외국인 투자자에 대한 세금이 인상되어 자본이 미국 밖으로 유출될 경우 추가 상승할 수 있음. 섹터는 수익뿐만 아니라 밸류에이션에도 중요함. 전 세계적으로 투자자들이 관세로부터 수익을 보호받는 기업에 프리미엄을 부여함에 따라 내수 중심의 섹터는 멀티플이 확대될 수 있음.

## 미국에서 벌어들인 평균 기업 매출 비율



Source: Amundi Investment Institute on Bloomberg Intelligence. Data as of 31 May 2025.

## 하반기 주요 선진국 시장 주식 신념



## 미국 집중에서 벗어나 균형 잡기

MSCI ACWI는 미국 주식에 집중되어 있으며(64%), 일부 종목이 시장을 지배하고 있음. MSCI ACWI 미국 제외 지수 대비 미국시장의 P/E 프리미엄은 50% 이상으로 상당히 높은 수준임. 최근 'sell America' 거래는 미국 증시가 하락할 때 달러가 외국인 투자자를 보호하는 역할을 상실한다는 점을 강조함. 따라서 동일한 가중치를 부여하는 지수를 사용하여 이러한 집중 위험을 점진적으로 줄이는 것이 현명함.

## 지역적 기회 활용

당사는 점진적이고 기회주의적인 접근 방식을 통해 다른 지역으로 다각화하는 것을 선호함. 유럽은 독일 정부의 국방 및 인프라 예산 발표에 힘입어 1분기에 좋은 성과를 거두었음. 연간 실적 호조를 감안할 때 일부 지역이 통합될 수도 있음. 하지만 상대적, 절대적 벨류에이션이 매력적이고 수익 동인이 진화하고 있기 때문에 장기 투자자는 유럽시장에서 기회를 계속 찾아야 함. 일본은 디플레이션에서 벗어나고 기업 개혁이 진행 중이므로 환해지 없이도 일본 외 지역과의 벨류에이션 격차를 탐색할 가치가 있음.

글로벌 성장과 변동성이 안정되면 신흥시장도 번창할 것임.

## 지역별 강점에 맞게 스타일 조정

지역별 스타일 선정은 그에 따라 맞춤화됨. 미국에서는 동일가중을 선호함. 유럽에서는 중형주가 대형주보다 높은 수익 성장률에도 불구하고 내수 및 산업재 비중이 높고 할인된 가격에 거래되는 등 양호한 포지션을 보이고 있음. 일본에서는 엔화 상승으로 소형주가 양호한 성과를 보이고 있으며, 기업개혁으로 가치주와 고배당주 스타일이 수혜를 받고 있음.

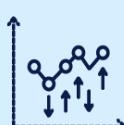
## 순환과 방어의 균형

업종별로는 경기 순환주와 방어주의 혼합을 선호하며, 관세 영향을 완화하기 위해 내수 및 서비스 중심 업종에 우선순위를 둠. 에너지 및 원자재보다는 금융 및 통신 서비스를 선호하며 유ти리티는 해지 역할을 함. 주요 테마로는 AI, 방위, 인프라, 미국 규제 완화, 일본 도쿄증권거래소(TSE) 개혁이 있음.

## 탄력적인 마진에 집중

마지막으로, 관세 상승을 흡수할 수 있는 강력하고 안정적인 마진을 보유한 기업에 집중할 것임.

## 주요 투자 신념



## 주가 상승, 변동성 확대

경기침체가 없다면 1년 이내에 주가지수가 현재 수준 이상으로 상승할 것으로 예상하는 것이 합리적임. 그러나 시장은 완벽한 미국 연착륙 시나리오에 맞춰 가격을 책정하고 있고 연준은 여전히 반응적이기 때문에 당분간 변동성이 있을 것으로 봄.



## 다각화를 통한 위험 감소

당사의 접근 방식은 관세 영향으로부터 보호하는 동시에 집중 위험으로부터 다각화하는 것을 목표로 함. 당사는 미국의 규제 완화, 유럽의 재무장 및 인프라, 그리고 현재 진행 중인 일본의 TSE 개혁에 초점을 맞추고 있음.



## 유럽과 일본 선호

지역적으로 일본은 특히 태평양 지역 출신 일본과 비교했을 때 전술적으로 흥미로운 기회를 제공함. 유럽은 장기 투자자에게 매력적임. 또한 중형주를 선호하며 원자재보다 금융 및 통신 서비스를 선호함.

# 유럽을 위한 시간

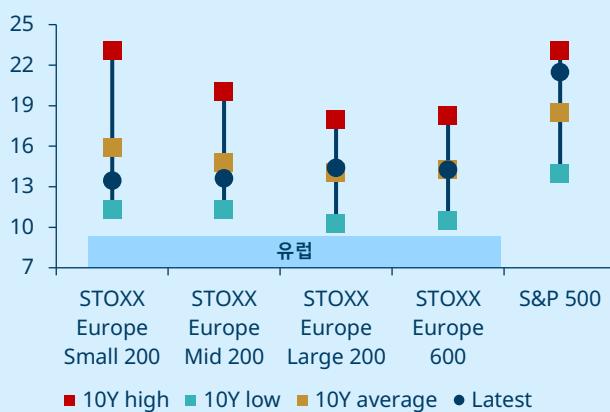
## 주식

유럽으로의 회귀는 독일의 재정 정책 유턴과 역내 파급 효과로 뒷받침되는 구조적인 주제임

중형주(내수 및 산업주)는 유럽 설비투자에 따른 수혜와 매력적인 베뉴에이션을 제공할 것임

장기 플레이에 집중  
특히 방위산업과 전기화라는 테마를 통한 산업은 유럽에서 장기적인 핵심 테마임

### 사이즈별 유럽 주식 가치 평가 12개월 forward PE vs 미국



Source: Amundi Investment Institute, LSEG, Datastream. Data as of 11 June 2025.

### 독일 인프라 지출이 독일 및 EU에 미치는 영향(2035년까지 GDP 증가)



Source: Amundi Investment Institute on European Commission. Assumptions are that the infrastructure fund is fully debt-financed and allocated to productive projects, and factoring in a linear spending profile starting in the second half of 2025, the model simulations show that compared to the baseline. Data as of 19 May 2025.

## 채권

기대 이하의 성장률과 ECB의 완화적 스탠스는 유럽 채권의 드레이션에 대한 긍정적인 전망을 강화

회사채의 펀더멘털은 여전히 견고함. 스프레드는 타이트할 수 있지만 매력적인 캐리는 투자자에게 매력적인 진입 지점을 제공

최근 유로화가 안전자산으로 인기를 끌면서 미국 채권 투자 변동성이 커지는 가운데 유럽 채권에 대한 포트폴리오 리밸런싱이 확대

### 해지 후 미국 및 유럽에서 유사한 캐리 발생



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

### 유로 크레딧의 견고한 펀더멘털



Source: Amundi Investment Institute, Datastream. US IG and Euro IG exclude energy, utilities and basic materials. Quarterly data as of Q4 2024.

## 경로 변경의 승자는 인도와 신흥시장

매크로 모멘텀 회복, 인플레이션 안정화, 중앙은행의 완화적 통화정책에 힘입어 **2025년 하반기 신흥시장(EM) 주식에 대한 긍정적인 전망을 유지함**. 성장률은 여전히 긍정적이고 수익률은 한 자릿수로 둔화되지만, 달러 약세와 미국 정책에 대한 신뢰도 하락으로 부각되는 미국 예외주의가 사라지고 있으며, 이는 역송금 및 다변화 자금 유입을 통해 신흥국의 매력을 높이고 있음.

계류 중인 부문별 관세는 위험을 내포하고 있지만, 신흥국에 도움이 되는 현지화된 공급망 이니셔티브를 촉진하기도 함.

**당사는 여러 지역에서 내수 중심의 섹터에 선별적으로 포지셔닝하는 것을 선호함:** 터키와 남아프리카공화국은 소매 및 자동차 부문에서 매력적인 내수 소비를 제공하고 있으며, 한국, 인도네시아, 필리핀과 같은 저평가된 아시아 시장은 젊은 인구와 중산층 확대에 힘입어 기회를 제공함. 원자재 가격 안정화는 중남미 수출업체에 대한 지원을 제한하여 해외 경쟁 감소로 혜택을 받는 국내 산업에 대한 선호를 강화함.

글로벌 공급망의 재편으로 신흥국의 역학관계가 계속 변화하고 있으며, 인도와 아세안이 주요 수혜국으로 부상하고 있음. 인도의 제조업 육성 정책인 'Make in India'는 특히 방산, IT 서비스, 소비재 분야에서 다국적 기업을 끌어들이고 있음. 아세안 경제는 미국과의 전략적 관계와 중산층 소비 확대의 혜택을 누리고 있음. 한편, 터키와 멕시코는 전략적 위치 덕분에 리라우팅 핫스팟으로 각광받고 있음.

경로 재조정 추세는 신흥국이 제조 허브로서뿐만 아니라 소비 기반이 성장하는 역동적인 시장으로서도 중요하다는 점을 강조함. 이러한 배경에서 투자자들이 글로벌 경제 재편에 적응하는 회복력 있는 섹터와 국가에 집중한다면 신흥국 주식은 구조적 변화의 혜택을 누릴 수 있는 좋은 위치에 있음.

### 인도: 글로벌 공급망 변화의 확고한 승자

최근 몇 달간 인도 주식시장의 급격한 회복으로 인해 단기 시장 밸류에이션은 신흥국 전체에 비해 여전히 높은 수준이지만, 대형주를 포함한 특정 섹터는 현재 시점에서 상대적 가치가 더 높은 것으로 보고 있음.

당사는 산업재, 소비자재량소비재, 금융업종에 대해 긍정적으로 보고 있는데, 이는 소비 및 공공투자 추세의 근본적인 회복과 경제 전반의 국내 유동성 여건이 완화되고 있기 때문임.

소비 회복은 지원 정책(예: 공무원 임금 인상)과 인플레이션 압력의 눈에 띠는 감소로 뒷받침되고 있으며, 설비투자 의향은 증가 추세에 있음.

국내 사례를 선호하는 한편, 인도가 퍼스트 무버의 이점을 활용하여 미국과의 다자간 무역 협정을 추진하려는 노력도 주목할 만함.

### 중국: 국내 과제와 글로벌 열망의 균형 맞추기

중국기업은 지속적인 국내 디플레이션으로 수익성이 저하되고 미국과의 경쟁이 심화되면서 고소득 시장에 대한 접근이 제한되는 이중의 압박에 직면해 있음.

이러한 환경에서는 정책 입안자들이 신뢰도를 높이고 내수 소비를 촉진하기 위한 노력을 지속하기 때문에 내수 중심의 방어적 포지셔닝을 선호함. 장기적으로 중국기업은 국내적으로 '일본화' 리스크를 줄이기 위해 시장을 다각화하고, 제재로 인한 지정학적 리스크를 완화하기 위해 글로벌 기업으로 거듭나야 함.

글로벌 시장을 성공적으로 개척하고 활용하는 기업이 승자로 부상할 것이며, 헬스케어(인구 고령화의 수혜), 재생 에너지, 소비자 서비스 등 국내 중심의 부문은 외부 압력에 대한 방어적 포지셔닝을 제공할 것임.

### 신흥국 - 선진국 성장을 차이와 달러 약세 수혜를 누릴 수 있는 신흥국 채권

경화와 현지 통화를 모두 아우르는 신흥시장(EM) 채권의 향후 6개월 전망은 조심스럽게 낙관적임. 인플레이션 완화, 경기 모멘텀 개선, 통화정책 완화 등 여러 요인으로 인해 신흥국 채권에 우호적인 환경이 유지될 것으로 봄. 미국 달러 약세도 신흥국에 호재로 작용하여 달러화 부채 상환을 용이하게 하고 잠재 수익률을 높일 것으로 봄. 그러나 지정학적 긴장과 무역관세와 같은 문제는 인플레이션 재가속화를 통해 계속해서 큰 우려를 낳고 있음.

경화채권은 신흥시장과 선진시장(DM) 간 성장을 격차로 인해 수혜를 볼 수 있으며, 향후 몇 달 동안 과거 평균보다 약간 높은 수준으로 안정될 것으로 봄. 신흥국 채권은 여전히 선진국보다 높은 수익률을 제공하고 있어 상승 중인 미국 국채 수익률의 변동성에 대한 완충 역할을 하고 있음. 신흥국 수익률과 미국채의 스프레드는 타이트하지만 높은 캐리 환경은 잠재적 손실에 대한 어느 정도 보호 기능을 제공함. 또한 낮은 변동성은 이 자산군의 위험조정 기대수익률을 높여줌. 기본 금리는 동결될 것으로 예상됨.

특히 재정 규율이 강하고 정치 상황이 안정적이며 크레딧 프로필이 개선되고 있는 국가를 선호함. 신흥국의 평균 인플레이션은 2025년 하반기에 안정화될 것으로 예상되며 기저효과로 인해 2026년 1분기에 정점을 찍을 가능성이 있음. 이 시나리오는 실질 금리가 매력적인 브라질, 멕시코, 콜롬비아, 남아프리카공화국에서 발행한 채권을 지지할 수 있음.

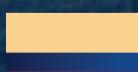
## 신흥국 현지 통화 채권 전망



**브라질에서는** 중앙은행이 금리 인상을 마무리하고 경제와 인플레이션의 뚜렷한 개선에 따라 2026년 초에 14.75%의 높은 금리를 반전시킬 가능성성이 높음. 2025년에는 상대적으로 보수적인 재정 기조를 유지할 것으로 예상되지만, 2026년의 재정 접근 방식은 2026년 10월 대선의 영향을 받을 것임.



**멕시코에서는** 멕시코 중앙은행의 관망세에도 불구하고 뚜렷한 재정 통합에 힘입어 인플레이션이 대부분 목표 범위 내에서 유지되는 가운데 성장률이 기술적 경기 침체에 근접하는 등 완만한 경제전망에 대응하고 있음.



**콜롬비아에서는** 인플레이션이 점진적으로 감소하고 있어 중앙은행이 금리 인하를 시행할 수 있는 여건이 조성되고 있음. 그러나 느슨한 재정 기조에 대한 우려로 인해 당국은 추가 조치를 취하기 전에 올바른 신호를 기다리는 등 신중한 태도를 보이고 있음. 조만간 일부 지출 삭감이 있을 것으로 예상되지만, 재정 리스크를 완전히 완화하지는 못할 수 있으므로 통화 당국은 때때로 금리 인하를 일시 중단하고 계속할 수 있음.



**남아공에서는** 세 번의 시도 끝에 마침내 예산안이 채택되어 남아공 자산을 둘러싼 긴장이 완화됨. 또한 트럼프 행정부와의 관세 협상도 긍정적으로 진행되고 있는 것으로 보임. 통화 측면에서는 당국이 3%를 중심으로 한 새로운 인플레이션 목표를 발표하여 현재 목표인 3%~6%를 대체하고 있음. SARB는 경제에 영향을 미친 다양한 대내외적 충격을 성공적으로 극복해 왔으며, 그 신뢰성은 여전히 강함. 새로운 목표치가 채택되면 시장은 긍정적으로 반응할 가능성이 높음.



**터키의** 명목 수익률은 상당히 높지만 실질 수익률은 마이너스를 유지하고 있음. 4월 회의에서와 마찬가지로 중앙은행은 디스인플레이션 과정의 위험을 조래하는 인플레이션 기대, 외환 가치 하락 및 통과 효과, 내수 회복에 따른 핵심 상품 가격 상승, 외환 보유고 고갈, 글로벌 무역 긴장으로 인한 리스크 등을 염두에 두고 보다 정통적인 통화정책 기조를 유지하고 있음. 당사는 계속해서 중앙은행이 신중한 입장을 유지하고 인플레이션 하락을 전제로 여름에만 양적완화를 재개할 것으로 봄.

## 사모시장

# 여전히 매력적인 사모 다각화

**사모시장: 인프라 및 사모부채는 계속해서 자금이 유입되고 성과를 낼 수 있을 것임.**

**하반기에는 부동산과 사모펀드가 바닥을 다지는 과정을 거칠 것임.**

여름이 지나면 정책 변화로 인한 소음은 줄어들 수 있지만 불확실성은 여전히 높아서 변동성은 평년보다 높을 것으로 봄. 관세가 더욱 표적화되어 글로벌 성장에 타격을 줄 수 있지만, 트럼프가 중간선거를 앞두고 **미국에서 보다 기업 친화적인 정책으로 전환함에 따라 경기 침체는 피할 수 있을 것으로 보임**. 인플레이션은 무역, 재정, 이민 정책의 변화로 인해 여전히 불확실할 것으로 보임. 이로 인해 연준의 양적완화가 지연될 수 있으며, 다른 중앙은행은 보다 유연하게 대응할 수 있을 것임.

따라서 제한적이기는 하지만 기업의 위험 선호도가 점진적으로 회복되면서 기업 활동과 거래 흐름이 증가할 것으로 봄. 미국의 금리가 다른 지역보다 높은 수준을 유지할 수 있지만 유동성 및 크레딧 여건은 양호한 수준을 유지할 것으로 예상됨. 투자자들은 정책 변화의 영향을 받는 부문과 그렇지 않은 부문을 차별화하면서 더욱 선별적인 투자에 나설 것임. 투자자들은 계속해서 포트폴리오 다각화를 추구할 것이며, 이는 사모자산에 도움이 될 것임. 업계는 더 많은 유동성과 역동적인 배분을 제공하기 위해 에버그린 펀드나 세컨더리 같은 새로운 수단을 통해 증가하는 수요에 더욱 적응할 것으로 봄. 이러한 시장으로 막대한 자본이 유입되는 가운데 선별성이 게임의 승자가 될 것임.

**사모펀드는 제한된 딜 흐름과 완만한 기업 활동으로 인해 여전히 압박을 받고 있지만, 밸류에이션 기회가 바닥을 다지는 데 도움이 될 수 있음. 불확실성으로 인해 자금 조달이 제약을 받고 있으며, 특히 IPO를 통한 엑시트 활동이 저조한 가운데 소규모 딜에 대한 추세는 계속될 것으로 봄. 그러나 투자자들이 유동성을 추구함에 따라 유통 시장은 더욱 확대될 것으로 보임. 기업의 위험 선호도가 안정화되면 비공개 거래가 증가할 수 있음.**

**사모부채는 변동성이 큰 상장 채권 시장 속에서도 금리 하락과 우호적인 크레딧 여건 덕분에 회복세를 보일 것으로 예상되며, 특히 EU의 경우 더욱 그렇음. 올해 자금 조달은 특히 EU에서 직접 대출과 부실채권으로 인해 강하게 시작됨. 정책 환경이 여전히 걸림돌이지만, 사모 크레딧의 변동금리, 높은 선순위, 강력한 보호 장치가 계속 관심을 끌 것으로 보임.**

**부동산의 경우, 특히 EU를 중심으로 바닥을 다지는 과정이 점차 구체화되면서 밸류에이션 기회가 창출되고 있음.** 주요 위치의 수익률은 안정세를 보이고 있음. 리테일 부문은 탄력성을 유지할 것으로 보이며, 오피스 부문은 입지가 좋은 자산의 경우 안정세를 보일 것임. 반면 물류는 공급망 및 무역 스트레스로 인해 어려움을 겪고 있음. 인구통계학적 추세의 혜택을 받는 주거 및 헬스케어 부문은 계속해서 견고한 펀더멘털을 보이고 있음.

**인프라는 에너지 안보, 리쇼어링, AI의 추세에 힘입어 인플레이션에 대비하려는 투자자의 관심을 계속 받고 있음.** 지정학적 변화와 미국의 정책 변화가 거래 활동에 영향을 미칠 수 있지만, 특히 유럽에서 사모자본이 중요한 프로젝트의 핵심이기 때문에 이 부문은 회복력을 유지할 것임.

## 2025년 하반기 사모시장 전망

	인프라	사모펀드	사모부채	부동산
2025년 전망	+	=	+	+/=
인플레이션 방어	++	=	++	+
다각화 이점	+++	+	+	++

Source: Amundi Investment Institute, as of 11 June 2025.

## 해지 펀드

## 하반기에 더 탄탄한 배경

해지펀드 수익률은 전년 대비 거의 보합세를 유지함 (4월 기준 HFRI FoHF는 -0.3%). CTA 및 특수 상황 전략은 부진한 반면, 글로벌 매크로, L/S 주식 중립 (neutral), 신흥국 중심 전략은 우수한 성과를 보였음. 정책 불확실성 완화는 펀더멘털이 강화된 광범위한 테마를 촉진할 수 있지만 투자자의 경계심은 시장 방향성을 제한할 수 있음. **전반적으로 알파 배경은 제약이 있기는 하지만 상반기보다는 나아질 것으로 보임.** 당사는 여전히 주식 중립, 신흥국 FI, 글로벌 매크로를 선호하며, 이제 L/S 크레딧에 더 많은 매력을 느끼고 있음.

**L/S 에퀴티:** 정상으로 돌아오면 더 많은 미시적 추세가 나타나지만 잠재력은 제한적임. 주식 상관관계가 평균으로 회복되어 더 많은 동력을 제공하지만 투자자들의 주저로 인해 분산도 제한적임. 결과적으로 종목선정의 기회는 개선되었지만 여전히 깊이가 부족함. 미국정책의 변화로 섹터 트레이딩이 늘어날 것으로 예상하며 중립적인 스타일을 선호함.

**인수합병 차익거래:** M&A 활동은 회복세를 보였으며, 특히 기술 분야에서 평균 거래 규모가 회복되었지만 보다 전통적인 사업 분야에 집중됨. 더 타이트해진 딜 스프레드는 하반기의 평균 환경을 가리킴.

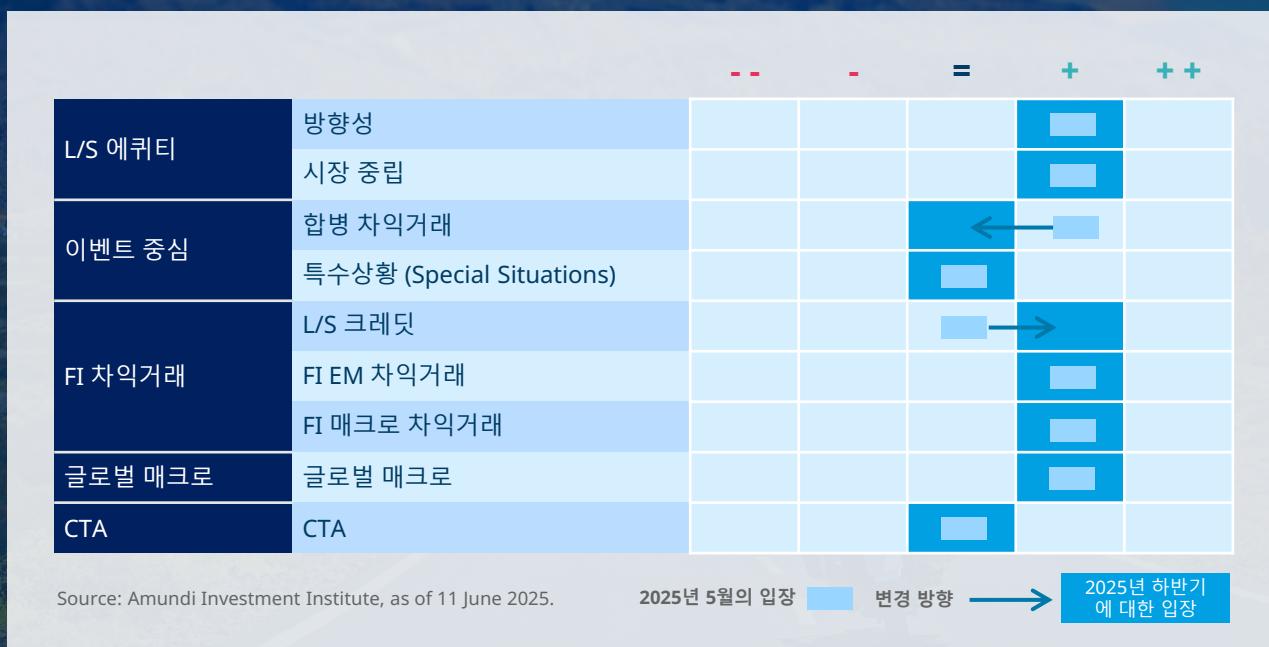
**L/S 크레딧:** 크레딧 스트레스가 교차 상관관계를 줄이면서 알파가 개선되고 있음. 벨류에이션 기회는 크지 않아 보이지만 순캐리는 여전히 지지력을 유지함. 당사는 더 큰 자신감을 보이고 더 안전한 채권에 집중하면서 가치주 투자에 집중하는 유럽연합 매니저들을 선호함.

**신흥국 크레딧:** 무역 불확실성 완화, 신흥국 금리 완화 전망, 달러 약세 속에서 매력적인 위험/보상으로 베타에 투자 할 수 있는 상품임. 순캐리도 여전히 매력적임. 그러나 특정 신흥국보다는 광범위한 지수에 집중된 자금 흐름에서 알 수 있듯이 순 알파 잠재력은 평범할 것으로 봄.

**글로벌 매크로:** 전통적인 매크로 동인에 초점을 맞춘 보다 우호적인 배경이 예상됨. 채권과 금이 박스권에서 움직이면서 상관관계 이상이 많은 외환시장에서 시장 타이밍이 더 좋아질 것으로 보임. 보수적인 매니저의 포지션은 하방 리스크를 제한함.

**CTA:** 하반기에는 시장의 방향성이 개선되고 반대되는 행동이 줄어들어 더욱 지지될 것임. 그러나 투자자들의 주의가 추세 추종적 트레이딩을 제한할 수 있음. 향후 몇 개월 동안 시장 추세의 질에 대한 확신이 낮기 때문에 중립 포지션을 유지함.

## 2025년 하반기 해지펀드 전망



전망

## 거시경제 궤적

연평균, %	거시경제 전망					
	실질 GDP 성장률, 전년 대비, %			인플레이션(CPI), 전년 대비, %		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
<b>선진국</b>	<b>1.7</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>2.7</b>	<b>2.6</b>	<b>2.4</b>
미국	2.8	1.6	1.6	3.0	3.1	2.9
유로존	0.8	0.8	0.8	2.4	2.1	1.9
독일	-0.2	0.2	0.5	2.5	2.0	1.8
프랑스	1.1	0.6	0.8	2.3	1.4	1.7
이탈리아	0.5	0.6	0.6	1.1	1.7	1.9
스페인	3.2	2.4	1.5	2.9	2.3	1.9
영국	1.1	0.8	0.8	2.5	2.8	2.4
일본	0.1	1.2	0.6	2.7	2.8	2.3
<b>신흥국가</b>	<b>4.4</b>	<b>3.9</b>	<b>3.8</b>	<b>5.2</b>	<b>3.7</b>	<b>3.2</b>
중국	5.0	4.3	3.9	0.2	-0.2	-0.2
인도	6.7	6.6	6.4	4.9	3.5	5.6
인도네시아	5.0	4.8	5.2	2.3	2.0	3.3
브라질	3.4	2.5	1.5	4.4	5.4	4.7
멕시코	1.5	0.0	1.0	4.7	3.8	3.6
러시아	4.4	1.3	1.5	8.4	9.0	5.7
남아프리카 공화국	0.6	1.0	1.3	4.4	3.6	4.5
터키	3.2	3.0	3.4	60.0	34.6	21.4
<b>세계</b>	<b>3.3</b>	<b>2.9</b>	<b>2.8</b>	<b>4.2</b>	<b>3.3</b>	<b>2.9</b>

	중앙은행의 공식 금리 전망치, %				
	2025년 6월 10일	아문디	컨센서스	아문디	컨센서스
		Q4 2025	Q4 2025	Q2 2026	Q2 2026
<b>미국*</b>	4.50	3.75	4.00	3.25	3.50
<b>유로존**</b>	2.00	1.50	1.75	1.50	1.75
<b>영국</b>	4.25	3.75	3.75	3.75	3.75
<b>일본</b>	0.50	0.75	0.75	0.75	0.75
<b>중국***</b>	1.40	1.20	1.33	1.20	1.32
<b>인도</b>	5.50	5.25	5.45	5.25	5.40
<b>브라질</b>	14.75	14.75	14.75	12.75	13.25
<b>러시아</b>	20.00	16.00	17.00	14.00	13.50

Amundi Investment Institute, IMF, Bloomberg. The table shows reference projections based on information available as of 10 June of 2025. Assumptions on tariffs as of 10 June of 2025, at face value, tariffs are 10% universal, 30% on China (20% Fentanyl and 10% reciprocal); under the section 232, 25% sectoral tariffs on Auto & Auto Parts, 50% on Steel and Aluminum (since the 4th of June). Sectoral tariffs on Canada and Mexico only for non USMCA compliant imports.

## 전망

## 금융시장 전망

## 채권 수익률

## 2년 만기 채권 수익률 전망, %

	2025년 6월 12일	아문디 4분기 25년	향후 6개월	아문디 2분기 26년	향후 1년
미국	3.91	3.5	3.92	3.5	3.9
독일	1.82	1.6	1.89	1.6	2.0
영국	3.87	4.0	4.0	3.9	4.0
일본	0.76	0.85	0.86	0.85	1.0

## 10년 만기 채권 수익률 전망, %

	2025년 6월 12일	아문디 4분기 25년	향후 6개월	아문디 2분기 26년	향후 1년
미국	4.36	4.35	4.3	4.5	4.6
독일	2.48	2.4	2.4	2.5	2.7
영국	4.48	4.5	4.5	4.5	4.8
일본	1.45	1.55	1.5	1.65	1.7

## 2025년 4분기 주식 전망

MSCI 지수	미국	유럽	경제통화 동맹	영국	일본	일본 외 태평양	전세계	전세계 AC
2025년 6월 5일	5 680	2 193	327	2 507	1 678	1 495	3 890	887
하한	5 200	2 040	300	2 320	1 490	1 330	3 590	830
상한	6 270	2 390	360	2 660	1 920	1 590	4 250	1010

## 환율

## 2025년 6월 12일 아문디 4분기 25년 컨센서스 4분기 25년 아문디 2분기 26년 컨센서스 2분기 26년

	2025년 6월 12일	아문디 4분기 25년	컨센서스 4분기 25년	아문디 2분기 26년	컨센서스 2분기 26년
EUR/USD	1.16	1.16	1.15	1.20	1.17
EUR/JPY	166	161	161	157	160
EUR/GBP	0.85	0.86	0.86	0.85	0.86
EUR/CHF	0.94	0.96	0.94	0.99	0.95
EUR/NOK	11.51	11.39	11.47	11.14	11.12
EUR/SEK	10.94	10.95	10.80	10.60	10.70
USD/JPY	143	138	140	135	136
AUD/USD	0.65	0.67	0.66	0.70	0.68
NZD/USD	0.61	0.60	0.61	0.62	0.62
USD/CNY	7.17	7.20	7.20	7.00	7.15

Source: Amundi Investment Institute. Forecasts are as of 10 June 2025. Q4 2025 indicates end of December 2025; Q2 2026 indicates end of June 2026.

## AUTHORS

## CHIEF EDITORS



**MONICA DEFEND**  
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE



**VINCENT MORTIER**  
GROUP CIO



**PHILIPPE D'ORGEVAL**  
DEPUTY GROUP CIO

## EDITORS



**CLAUDIA BERTINO**  
HEAD OF INVESTMENT INSIGHTS, PUBLISHING AND CLIENT DEVELOPMENT, AII\*



**LAURA FIOROT**  
HEAD OF INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION, AII\*



**SWAHA PATTANAIK**  
HEAD OF PUBLISHING AND DIGITAL STRATEGY, AII\*

## AUTHORS

## VALENTINEAINOUZ

HEAD OF GLOBAL FIXED INCOME STRATEGY, AII\*

## ALESSIA BERARDI

HEAD OF EMERGING MACRO STRATEGY, AII\*

## JEAN-BAPTISTE BERTHON

SENIOR INVESTMENT STRATEGIST, AII\*

## DIDIER BOROWSKI

HEAD OF MACRO POLICY RESEARCH, AII\*

## FEDERICO CESARINI

HEAD OF DM FX STRATEGY, AII\*

## DEBORA DELBÒ

SENIOR EM MACRO STRATEGIST, AII\*

## CLAUDE HUANG

SENIOR EM MACRO STRATEGIST, AII\*

## ERIC MIJOT

HEAD OF GLOBAL EQUITY STRATEGY, AII\*

## LORENZO PORTELLI

HEAD OF CROSS ASSET STRATEGY, AII\*

## MAHMOOD PRADHAN

HEAD OF GLOBAL MACROECONOMICS, AII\*

## ANNA ROSENBERG

HEAD OF GEOPOLITICS, AII\*

## GUY STEAR

HEAD OF DEVELOPED MARKETS STRATEGY, AII\*

## AYUSH TAMBÉ

SENIOR EQUITY STRATEGIST, AII\*

## ANALISA USARDI, CFA

SENIOR ECONOMIST, HEAD OF ADVANCED ECONOMY MODELLING, AII\*

## DESIGN &amp; DATA VISUALIZATION

## CHIARA BENETTI

DIGITAL ART DIRECTOR AND STRATEGY DESIGNER, AII \*

## VINCENT FLASSEUR

GRAPHICS AND DATA VISUALIZATION MANAGER, AII\*

## DEPUTY EDITOR

## CY CROSBY TREMMEL

INVESTMENT INSIGHTS SPECIALIST, AII\*

## LEADERHIP TEAM

## DOMINIQUE CARREL-BILLIARD

HEAD OF REAL &amp; ALTERNATIVE ASSETS

## AMAURY D'ORSAY

HEAD OF FIXED INCOME

## BARRY GLAVIN

HEAD OF EQUITIES

## JOHN O'TOOLE

HEAD OF MULTI-ASSET INVESTMENT SOLUTIONS

## FRANCESCO SANDRINI

HEAD OF MULTI-ASSET STRATEGIES

## YERLAN SYZDYKOV

GLOBAL HEAD OF EMERGING MARKETS

## ACKNOWLEDGMENTS

We also would like to thank Mickael Bellaïche, Sergio Bertoncini, Pierre Brousse, Pol Carulla, Ujjwal Dhingra, Silvia Di Silvio, Patryk Drozdzik, Delphine Georges, Lauren Stagnol.

Always get  
the latest data

View the digital version of this  
document, scan the code with  
your smartphone or

[CLICK HERE](#)



SCAN ME

# 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:



NEW: June 2025

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

[Visit our Research Center](#)

*Visit us on*





## Trust must be earned

### 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, COP – Columbian Peso.

### 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.mscibarra.com](http://www.mscibarra.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 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 16 June 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: 17 June 2025.**

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](http://www.amundi.com).

DOC ID : 4588037

Cover image by Per Breiehagen @Gettyimages

Additional images: Istockphoto @ GettyImages: bluejayphoto, Kesu01, Paulo Hoeper, poco\_bw, Sanjay Dey / EyeEm

Amundi Investment Institute photo by Marco Bottigelli @Gettyimages

Icons from TheNounProject.com