

Investment Institute

2025년 을사년

2025년과 이후의 중국 전망

CROSS ASSET INVESTMENT STRATEGY

2025년 1월

• Document for professional investors only

목차

중국 포커스

2025년의 중국: 저금리의 운명 4

중국: '3D' 도전 과제 6

글로벌 투자 전망 8

CIO 전망
트럼프 대통령 취임식을 앞둔 골디락스 상황 9

세 가지 인기 질문 11

자산군별 전망 15



**MONICA
DEFEND**
HEAD OF AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

"당사는 중국 지도부가 이제 진정으로 경제를 안정 시키려는 의지가 있다고 봄. 이는 1년 전의 소극적인 접근 방식에서 주목할 만한 변화임."

"실적 하향 조정, 성장률 약세, 예상보다 높은 인플레이션, 지정학 등 시장 심리에 영향을 미칠 수 있는 리스크를 고려할 때 주식에 대한 긍정적인 시각과 충분한 헤지를 통해 균형을 맞추는 것이 중요함."



**VINCENT
MORTIER**
GROUP CHIEF
INVESTMENT OFFICER

이달의 주제

2025년의 중국: 저금리의 운명

저자

ALESSIA
BERARDIHEAD OF
EMERGING MACRO
STRATEGY, AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

CLAIRE HUANG

SENIOR EM MACRO
STRATEGY,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

주요 내용

중국 지도부는 통화 완화와 확장적 재정 정책을 포함한 비전통적 정책을 명시적으로 지지함. 그러나 이러한 정책이 기존의 구조적 약재와 미국의 관세 영향을 완전히 상쇄하지는 못할 것으로 예상됨.

중국의 성장률은 2024년 5.0%에서 2025년 4.1%, 2026년 3.6%로 둔화되는 하향 추세를 이어갈 것으로 봄.

미국의 공격적인 무역 보호주의와 수출 통제의 경우 중국은 현재 예상보다 더 오랫동안 확장적 재정 기조를 유지해야 함.

중국 증시는 차기 트럼프 행정부의 외교정책에 영향을 받을 것이며, 추가 부양책은 중국 시장, 특히 내수 증시를 지지할 수 있음. 당사는 국내 시장에 대한 중립적 포지션을 유지함.

투자자들은 펀더멘탈에 대한 믿음 없이도 중국 주식시장에서 돈을 벌 수 있다는 사실을 뼈저리게 배웠음. 2024년 여름, 중국을 투자할 수 없는 자산군으로 규정하는 본격적인 실존적 위기인 'ABC'(Anything But China)가 지배적인 분위기였음. 9월 말, 중국 증시는 공식적인 발언에 힘입어 평균 25% 상승했고, 놓칠 수 있다는 공포가 시장 전체에 퍼지면서 '모든 것을 사자'는 분위기가 확산됨.

9월 24일 중국 인민은행은 주식시장 지원책을 발표했고, 이틀 뒤에는 정치국이 긴급 회의를 열어 경제 정책을 변경함. 펀더멘탈에만 의존하는 투자자들에게는 격렬한 랠리를 지켜보는 것이 고통스러운 일임. 결론은 분명함. 중국에 대한 하향식 투자는 전술적인 게임이 되었고 대부분의 경우 단기적인 판단을 내리는 경우가 많다는 것임.

마침내 깨어남

중국에 대한 의견은 종종 강세 또는 약세 진영으로 지나치게 단순화됨. 정책 발표에 대한 낙관적인 제목과 중국의 성장과 인플레이션에 대한 비관적인 견해가 모순적으로 보일 수 있음. **본질적으로 당사는 중국 지도부의 분명한 정책 전환 의도를 인정하지만, 그 효과에 대해서는 회의적인 시각을 유지함.**

1년 전만 해도 중국 지도부의 정책 기조를 소극적이라고 표현했던 것과 달리 이제는 모든 모호성을 제거함. **통화 완화와 확장적 재정 정책을 포함한 비전통적인 정책을 명시적으로 지지하고 있음.** 이러한 변화는 아마도 정부가 자금 부족으로 기업, 은행, 공무원에게 급여를 지급하는 데 어려움을 겪는 비정형적인 시스템적 위기에서 촉발된 것으로 보임. 게다가 도널드 트럼프가 미국 대통령으로 당선되면서 이러한 변화는 더욱 가속화되었음. 새로운 리더십이 명확해짐에 따라 다음과 같이 경제 안정을 위한 일련의 조치가 취해질 것으로 예상됨:

- **통화 정책:** 2월 25bp 인하를 시작으로 2025년 상반기에 총 50bp의 정책 금리 인하를 예상하며, 7일물 공개시장운영(OMO) 금리를 1%로 낮출 것임.
- **재정 정책:** 2%의 추가 재정 적자를 포함한 확장적 재정 정책으로 전체 재정 적자를 2024년 8%에서 2025년 GDP의 10%로 늘릴 것으로 예상함. 이 추가 지출 중 1%는 소비재 보상 판매 프로그램과 한 명 이상의 자녀를 둔 가정에 500~800위안 상당의 출산 보조금 등 소비에 투입될 예정임. 이는 2025년 3월 5일 전국 인민대표대회에서 발표될 예정임. 이는 **1월 20일에 발표될 트럼프 대통령의 발표 내용과 관계없이 내수 안정을 위해 필요한 최소한의 조치라고 봄.**

- **트럼프 행정부의 공격적인 보호무역주의 정책과 수출 규제로 인해 중국은 현재 예상보다 더 오랫동안 확장적 재정 기조를 유지할 가능성이 높음.** 2025~27년에는 아베 신조 전 일본 총리가 2012년부터 시작한 1, 2차 양적완화를 연상시키는 광범위한 양적완화를 예상할 수 있음. 이 경우 2026~27년에도 재정적자가 10%로 유지되는 등 재정건전화 시기가 늦춰질 가능성이 높음.

당사는 중국 지도부가 경제를 안정시키려는 의지가 있다고 보며, 이는 1년 전의 소극적인 접근 방식에서 주목할 만한 변화임.

그러나 이러한 정책의 영향이 기존의 구조적 요인을 완전히 상쇄하지는 못할 것으로 봄. 2012년 아베노믹스(Abenomics)가 시작된 후 일본이 제로 인플레이션에서 회복하는 데 걸린 시간을 고려하면 이를 쉽게 이해할 수 있음. 시장도 비슷한 양상을 보일 가능성이 높음.

중국의 성장률은 2024년 5.0%에서 2025년 4.1%, 2026년 3.6%로 둔화되는 하향 추세를 유지할 것으로 예상됨. 곧 발표될 패키지는 지난 몇 년간의 디레버리징으로 인한 부담을 완화하는 데 도움이 될 수 있지만 구조적인 경기 둔화의 흐름을 되돌리기는 어려울 것으로 보임. 최근 지표에서 알 수 있듯이, 정부의 소비재 보상 판매 프로그램의 직접적인 혜택을 받은 부문을 제외하면 소비자 수요는 여전히 약세를 보이고 있음.

요약하자면, 중국 지도부가 진정으로 경제를 안정시키려는 의지가 있다고 보며, 이는 1년 전의 소극적인 접근 방식에서 주목할 만한 변화임. 그러나 중국의 '3D' 장기적 과제(인구, 부채, 디커플링) 대한 빠른 해결책은 없음 (자세한 내용은 [여기](#)).

중국 주식에 대한 주요 시사점

- **정책 변화와 밸류에이션이 우호적임:** 부동산 부문을 뒷받침하고 민간 기업을 지원하며 소비를 장려하려는 정부의 친성장 정책 기조로 주목할 만한 정책 변화가 나타나고 있음. 이는 코로나19 팬데믹 기간 동안 축적된 상당한 초과 저축과 결합하여 장기 투자자에게 매력적인 기회를 제공할 수 있음. 밸류에이션과 포지셔닝도 이를 뒷받침함.
- **지정학적 리스크 상승으로 단기적으로는 중립적 포지션을 유지하며 국내증시를 선호함.** 트럼프 정책에 대한 불확실성이 높고 내각 인선에 모순된 인물이 포함되어 있어 전반적으로 중립적인 포지션이 필요함. 역외 시장은 어느 시점에서 긍정적인 지정학적 발전의 혜택을 받을 수 있지만, 기본 시나리오는 양적완화 축소가 될 것이며, 향후 경기부양책의 지원을 받을 수 있는 국내증시를 선호함.
- **구조 개혁과 재정 지원 규모는 주목해야 할 핵심 요소임.** 특히 다가오는 '양회' (two sessions) 정상회의에 비추어 재정 지원의 규모와 구성을 모니터링하는 것이 중요함. 사회보장, 연금, 후커우 개혁 등 구조적으로 성장 구성을 재조정할 수 있는 구조개혁 관련 발표를 관찰하는 것은 지속적인 시장 반등을 위해 필수적임. 그러나 개혁 없는 부양책은 일시적인 효과에 그칠 것이라는 인식이 없다면 이러한 개혁을 실행하는 데 있어 정치적 어려움이 진전을 저해할 수 있음.

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

거시 경제

중국의 '3D' 과제들



장기적인 관점에서 중국은 인구구조 변화, 부채 문제, 디커플링으로 대표되는 역풍에 직면해 있으며, 이를 통칭하여 '3D' 과제라고 부름. 이러한 요인들이 궁극적으로 중국의 성장률을 3%로 낮출 것으로 예상되며, 컨센서스와 IMF의 전망과는 달리 이러한 현상이 조만간 빨리 나타날 것으로 봄.

인구 통계학적 문제는 매우 장기적인 과제를 제시함

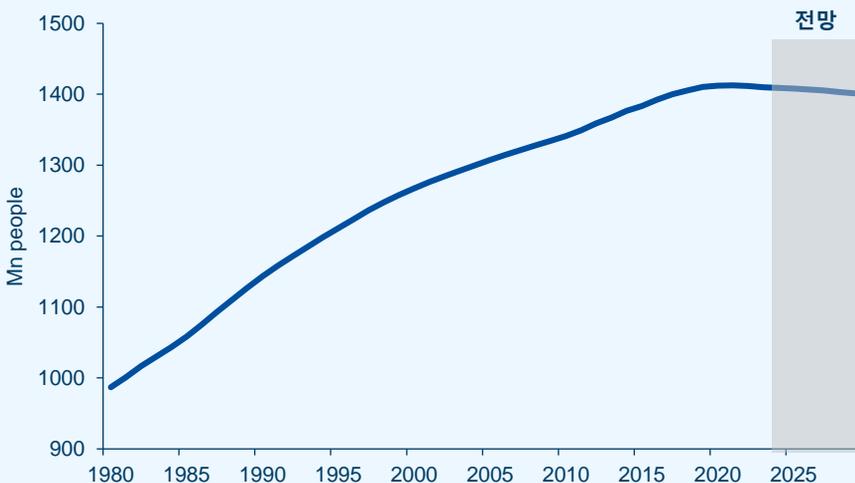
중국 정책 입안자들이 합계 출산율을 2023년 1.0%에서 2025년 1.5%, 2035년 1.8%로 올리는 데 성공하더라도 향후 10년 동안 노동 연령 인구는 더 감소할 것임. 그 결과, 노동력 증가가 경제 성장에 미치는 기여도는 향후 수십 년 동안 마이너스를 유지할 가능성이 높음.

미국과의 경제 디커플링은 생산성 성장을 저해할 것임

이는 특히 중국의 핵심 기술 발전을 억제하고 글로벌 공급망을 중국으로부터 다른 곳으로 돌리려는 미국의 정책에서 두드러짐. 전략 부문에 대한 공공 투자를 두 배로 늘리는 중국의 대응은 원하는 결과를 얻지 못할 수도 있음. 역사적으로 새로운 기술의 성공적인 도입을 위해서는 상용화와 최종 사용자의 수요가 중요하다는 것을 보여줌.

과거 중국이 글로벌 혁신 곡선을 따라 빠르게 발전할 수 있었던 것은 지속적인 시행착오를 통해 프로세스 혁신을 촉진하는 광범위한 제조 생태계 덕분이었음. 그러나 이제 기업들은 지정학적 이유나 더 높은 수익률을 위해 생산을 해외로 이전할 수밖에 없음.

차트: 중국 인구



Source: Amundi Investment Institute, IMF. Data is as of 10 January 2025. Forecasts are by the IMF.

저자

ALESSIA BERARDI

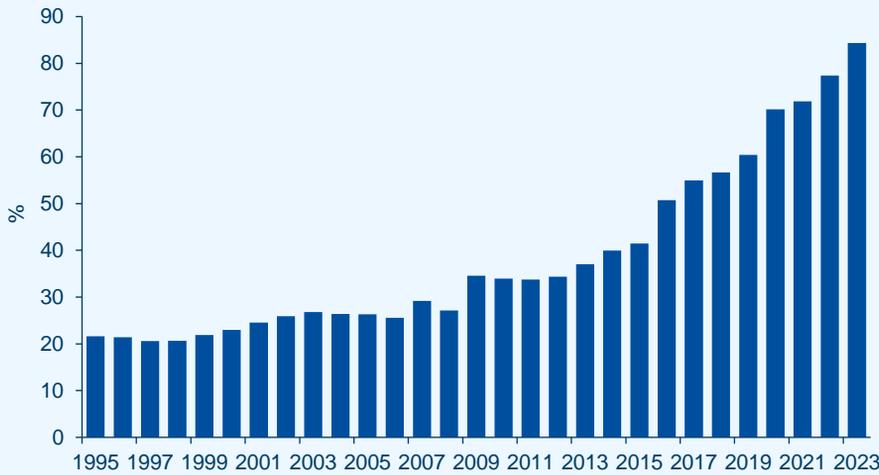
HEAD OF EMERGING MACRO STRATEGY, AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

CLAIRE HUANG

SENIOR EM MACRO STRATEGY, AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

이러한 '3D'의 요소들은 궁극적으로 중국의 성장률을 3%로 낮출 것으로 예상하며, 이 수렴현상이 곧 일어날 것으로 전망함.

차트: GDP 대비 중국 일반 정부 부채 비율



Source: Amundi Investment Institute, IMF. Data as of 8 January 2025.

정책 입안자들은 부채 문제를 해결하기 위해 점점 더 유연한 자세를 선호함.

2021년 말, 정책 입안자들은 부동산 부문의 디레버리징 과정을 시행하고 부동산과 비공식 지방 정부 자금 조달 수단 모두에서 부채를 줄이기 위한 다년간의 계획에 착수함. 이로 인해 이미 둔화되고 있던 경제에 추가적인 부담이 가중되었고, 2024년 여름에는 체계적인 재정 위기가 발생하여 9월 정책 전환이 이루어지게 되었음.

정책 입안자들은 부채 문제를 해결하기 위해 점점 더 유연한 자세를 선호하고 있음. 그럼에도 불구하고 투자자들은 경기 부양책 발표만으로 뿌리 깊은 문제를 해결할 수 있다고 믿지는 않는 것 같음. 부채에 대한 태도가 변화하고 관리 전략이 진화하고 있지만, 이러한 변화는 거래 가능한 기회를 창출할 것으로 예상함.

금리는 반드시 하락해야 함

얼마 전까지만 해도 중국 정책 입안자들은 성장률 5%, 재정적자 3%, 인플레이션 2%(5-3-2 법칙)를 유지할 수 있다는 착각 하에 정책을 운영함. 그러나 9월 이후 그들은 성장률이 3%에 가까워지고 인플레이션은 0%에 가까워졌으며 차기 미국 행정부의 무역 정책(3-10-0 설정으로 전환)으로 인해 일시적으로 적자가 10%까지 늘어날 수 있음을 인식하고 있음.

이 새로운 거시적 설정은 몇 년에 걸쳐 수행되더라도 부채의 지속 가능성을 저해할 수 있음. 공공 부채 관리 원칙에 따르면 국가는 GDP 대비 부채 비율을 관리할 수 있는 세 가지 주요 옵션이 있음:

1. 부채에서 벗어나기: 경제 성장률 상승;
2. 재정 통합: 지출을 줄이거나 세입을 늘려 주요 재정 적자 줄이기;
3. 부채 상환 부담 줄이기: 금리 낮추기.

중국은 구조적인 문제로 인해 성장률이 하락하고 있어 부채에서 벗어날 가능성이 낮음 (옵션 1). 선호하는 재정 통합 옵션(옵션 2)은 특히 부동산 및 자금 조달 문제로 어려움을 겪고 있는 지방 정부의 반발에 직면하여 세금 집행과 경제적 부담을 가중시켰음. 그 결과, 이 옵션은 현재 테이블에서 제외되었으며 중국은 성장률 하락을 억제하는 데 집중하고 있음.

성장률이 감소함에 따라 재정 지출과 재정 적자가 증가할 것으로 예상됨. GDP 대비 부채 비율이 치솟는 것을 막기 위해 중국은 부채 상환 부담, 특히 이자 지급을 줄여야 함. 금리, 특히 실질 금리를 낮추는 것이 필수적임. 채권 시장은 이미 장기 수익률을 낮추는 방식으로 대응하여 이러한 추세에 대한 자신감을 나타내고 있음.

정책금리가 1%에 도달하면 인민은행은 이 역사적으로 낮은 수준에서 멈출 수 있음. 그러나 국내 소비와 인플레이션이 예상대로 개선되지 않으면 금리를 더 낮춰 양적 완화로 이어질 수 있음.

글로벌 투자 전망



GLOBAL INVESTMENT VIEWS

트럼프 대통령 취임식을 앞둔 골디락스의 모습

시장은 2024년에 경제, 기업 실적, 정치 환경에서 좋은 소식이 나오면 환호했지만, 때때로 깜짝 놀라기도 했음. 앞으로는 기업 실적 모멘텀, 미국 성장 둔화 시나리오, 노동시장의 재균형, 급격한 약세는 아닐 것이라는 전망이 지배적임. 반면에 연준이 매파적으로 변하고 트럼프의 무역에 대한 접근 방식과 국제적 대응이 변동성을 키울 수 있음. 미국 밖에서는 유럽의 성장과 정책 결정, 중국의 국내 문제에 대한 대응이 시장을 주도할 것임.

특히 다음과 같은 요인이 글로벌 경제의 주요 동인으로 작용할 것으로 보고 있음:

- 미국 성장은 회복세를 보이고 있지만 여전히 하락세를 보이고 있으며 트럼프 정책의 불확실성에 영향을 받고 있음. 최근 데이터는 경제의 펀더멘털이 개선되고 있음을 가리키고 있지만 전반적인 성장 궤적은 변하지 않았음.
- 유럽의 성장이 제 궤도를 벗어나지 못하고 있음. 프랑스, 독일 등 각국 정부의 재정 긴축 시도가 성장 전망을 어둡게 하고 있음. 독일의 경우 부채 제동이 완화될 수 있지만 점진적으로 이루어질 것이며 경제적 영향은 2026년부터 나타날 것임.
- 연준에 대한 불확실성이 커지고 있고, 인플레이션이 빠르게 하락하고 있어 ECB는 더 비둘기파적일 것으로 예상됨. 2025년 7월에 도달할 것으로 예상되는 ECB의 최종 금리 전망치를 1.75%로 50bp 하향 조정했음. 연준은 매파적인 인하를 단행했는데, 이는 인플레이션을 매우 예의주시하고 있다는 의미임.
- 중국의 발표는 의도에 중점을 두고 있음. 재정 적자 확대와 내수 진작이 주요 골자이지만, 정부가 이를 어떻게 실행할 것인지에 대한 자세한 내용을 살펴보고자 함.



VINCENT MORTIER
GROUP CIO



MONICA DEFEND
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

차트: 미국 주식: 2024년은 강세, 2025년은 정책 조합과 성장에 미치는 영향에 따라 결정될 것



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg. *2024 data is year to date as on 18 December 2024.

시장의 유동성은 충분하고 신용 여건은 견조하며 수익 환경은 합리적이라고 봄. 하지만 리스크 스탠스에서 크게 상향 조정하지 못하는 가장 중요한 요인은 밸류에이션과 실적 하향 조정 리스크임. 아래에 요약된 바와 같이 다소 건설적인 견해를 유지함:

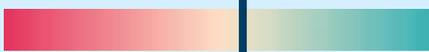
- **헤지를 통해 2025년까지 자산 전반에 걸쳐 소폭의 위험을 감수할 수 있음.** 미국과 유럽의 경제 성장은 적정 수준이고 인플레이션은 둔화되고 있어 위험자산을 지지하는 배경이 되고 있음. 미국 주식에 대한 긍정적인 포지션을 강화하고 유럽에 대해서는 건설적인 포지션으로 전환했으며 영국과 일본에 대해서도 소폭의 긍정적인 견해를 유지하고 있음. 또한 신흥국 채권, 특히 체코, 남아프리카공화국, 인도네시아에서 기회를 계속 찾고 있음. 이러한 전반적인 친위험 배분의 균형을 맞추기 위해 성장 전망의 잠재적 악화에 대한 헤지 수단으로 긍정적인 듀레이션 편향성을 유지하고 있음. 또한 일부 주식 헤지를 추가하고 금을 분산투자 수단으로 유지함.
- **자산군으로서 채권은 재정 및 통화정책에 대한 불확실성의 영향을 점점 더 많이 받을 것임.** 따라서 미국과 유럽에서 듀레이션에 대한 전술적 접근을 유지하며 수익률 곡선의 가파른 상승에 따른 기회를 모색하고 있음. 영국에 대해 긍정적이지만 최근 인플레이션과 임금 상승률을 모니터링하고 있으며, 일본 채권에 대해 신중한 포지션을 유지하고 있음. 크레딧 시장에서는 특히 밸류에이션이 더 매력적으로 보이는 유럽의 투자등급을 선호함. 반면, 미국 하이일드채권에 대해서는 신중한 포지션을 유지함.
- **주식에서는 집중 리스크가 여전히 가장 큰 관심사로 남아 있기 때문에 분산투자가 핵심임.** 미국에서는 메가캡에 대한 신중한 포지션을 유지하면서 산업 수요와 경제 성장의 재개로 혜택을 볼 수 있지만 밸류에이션이 아직 이를 반영하지 못하고 있는 기업에서 시가총액 하위 종목의 기회를 모색하고 있음. 또한 미국 가치주, 경기 순환주 랠리가 확대되면 경제 활동 증가에 따른 수혜를 받을 것으로 예상함. 유럽에서는 금리 인하에 민감한 은행보다 금리 변동에 덜 민감하고 자본 완충력이 강한 은행을 선호함.
- **달러 강세와 지정학적 리스크 상승은 신흥국 증시에 변동성을 야기할 수 있지만 성장 잠재력이 강하고 중앙은행은 신중한 자세를 취하고 있음.** 당사는 채권과 주식에서 내수 소비 테마가 주도하는 탄력적인 바텀업 전략을 탐색하고자 함.

실적 하향 조정, 성장을 약세, 예상보다 강한 인플레이션, 지정학 등 시장 심리에 영향을 미칠 수 있는 리스크를 고려할 때 주식에 대한 긍정적인 시각과 충분한 헤지 전략의 균형을 맞추는 것이 중요함.

전반적인 위험 심리

Risk off

Risk on



전반적으로 우호적인 성장 환경에서는 리스크에 대해 약간 더 긍정적이지만 여전히 퀄리티에 기울어져 있으며 주식 헤지를 통해 리스크 포지션의 균형을 맞추고 있음.

전월 대비 변경 사항

- 멀티에셋: 선진국 시장 주식에 대한 관점 강화
- 멀티에셋: 미국 주식에 대한 보호 기능이 추가되었음

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 (GIC) held on 18 December 2024. It reflects views over a one month horizon, from one GIC to the other. Our stance may be adjusted to reflect changes in the market and economic backdrop.

ECB= European Central Bank, DM= Developed Markets, EM = Emerging Markets, CB = central banks, IG = investment grade, HY = high yield, BTPs = Italian government bonds, JGBs = Japanese government bonds. For other definitions see the last page of this document.

세 가지 인기 질문

1 ECB에 대한 기대치를 수정했는데 그 이유는 무엇인지?

2025년 7월에 도달할 것으로 예상되는 ECB의 최종 금리 전망치를 1.75%로 50bp 하향 조정함. 이러한 변경의 근거는 i) 디플레이션이 ECB의 예상보다 빠르게 진행되고 있고(헤드라인 CPI는 현재 전년 동기 대비 2.2%, 핵심 CPI는 현재 2.7%, 예상 2.9%), ii) 예상보다 훨씬 부진한 PMI와 둔화되는 서비스 부문, iii) 2025년에 추가 부양책이 없을 것으로 보이는 재정 정책임. 이러한 예상에 대한 주요 리스크는 트럼프 관세 정책의 전면 시행으로 대표됨. 당사는 추정에 따르면 10~20%의 관세는 연간 기준으로 최소 0.2%의 성장률을 감소시킬 것이며, 단기적으로 인플레이션에 미치는 영향은 미미할 것으로 예상함. 이러한 시나리오에서 ECB는 금리를 중립 수준 이하로 인하할 수 있음.

투자 시사점

- 2025년 2분기에는 EURUSD 전망치를 1.13에서 1.08로, 2025년 4분기에는 1.16에서 1.11로 수정함.

2 연준의 12월 금리 인하에 대해 어떻게 보는지?

12월 회의에서 연준은 예상대로 금리를 25bp 인하했지만 전반적인 기조는 매파적이었음. 연준은 현재 인플레이션이 2026년에야 목표치에 도달할 것으로 예상하고 있으며 현재 정책 금리가 이전 예상보다 중립에 상당히 근접해 있다고 언급했음. 연준이 새 행정부에서 가능한 정책 변화를 명시적으로 반영하지는 않았지만, 리스크 평가에 따르면 불확실한 전망을 반영하고 있는 것으로 보임. 2025년 연방기금 금리 중간값은 9월의 3.4%에서 3.9%로 상향 조정되어 금리는 더 오랫동안 높은 수준을 유지할 것으로 예상됨.

투자 시사점

- 새 행정부의 정책과 그 영향에 대한 불확실성을 고려할 때 미국 국채에 대한 유연성이 핵심이 될 것임.

3 미국의 관세 부과 가능성이 다른 국가에 미치는 영향은 어떻게 보는지?

미국의 관세가 시행되면 여러 국가에 다양한 방식으로 타격을 줄 가능성이 높음. 유로존은 평균적으로 GDP의 약 50%를 차지할 정도로 수출에 대한 의존도가 높지만 국가별로 차이가 있음. 중국은 큰 타격을 받을 것으로 예상되며, 미국 관세의 영향을 상쇄하기 위해 최근 열린 경제 회의에서 2025년까지 친성장 및 친부양 기조를 설정했으며, 주로 국내 소비를 돕기 위한 추가 재정 지출이 이루어질 가능성이 높음. 자세한 내용은 3월에 열리는 전국인민대표대회에서 공개될 것임.

투자 시사점

- 당사는 중국 주식에 대해 중립에 가깝지만 유동적인 상황을 고려할 때 이는 변경될 수 있음. 크레딧에 대해서는 하이일드보다 투자등급을 선호함.

중국 지도부는 민간 소비를 지원하고 부동산 부문의 문제를 해결하기 위해 재정 지출을 늘리는 데 중점을 두고 미국의 관세 부과 가능성에 대처하는 실용적인 접근 방식을 채택해야 함

멀티에셋

저자

적절한 보호 조치를 통해 건설적인 활동 유지

2025년 글로벌 경제 전망은 미국의 완만한 경제 성장과 유럽의 회복세에 힘입어 양호한 수준을 유지할 것으로 보임. 인플레이션 하락이 이 지역의 소비를 뒷받침할 것임. 그러나 통화, 재정 및 국제 무역 정책이 전망을 흐리게 할 수 있음. 예로, 연준은 금리 인하에 신중을 기하고 인플레이션에 대해 경계할 가능성이 높아졌음. 또한 트럼프의 무역 정책과 이에 대한 유럽의 대응에 대해 보다 명확히 알 필요가 있음. 그때까지 투자자들은 안전자산과 기타 안정성을 유지하면서 동시에 시장 심리, 매력적인 밸류에이션 영역, 미국 경제의 회복력으로부터 이익을 노려야 한다고 봄.

당사는 미국에 대한 포지션을 상향 조정하고 유럽에 대해서는 건설적인 포지션으로 전환함으로써 선진국 증시에 대한 견해를 강화했음. 전자는 글로벌 수요 약세에 덜 취약한 반면 경제력과 신정부의 정책으로 뒷받침될 것임. 유럽은 가치투자로서 매력적이며 무역 환경 악화로 인한 어려움이 크게 부각되고 있음. 당사는 영국과 일본에 대해 긍정적인 포지션을 유지하고, 매력적인 밸류에이션에도 불구하고 중국에 대해서는 건설적인 포지션을 유지함. 최근 경제 회의는 국내 문제 해결을 위한 정책 입안자들의 입장을 확인시켜 주었음.

채권에서는 경기 전망 악화에 대한 헤지 수단으로 미국 국채에 대한 포지션을 유지함. 핵심 유럽 국가들 및 영국 듀레이션에 대해서도 긍정적이며, 독일 국채 대비 이탈리아 국채에 대한 포지션도 유지함. 일본 채권에 대해서는 소폭 방어적인 포지션임. 신흥국 채권의 경우 체코, 인도네시아, 남아프리카공화국을 포함한 일부 국가 채권 바스켓에 대해 긍정적인 포지션을 유지하지만 적절한 헤지는 유지해야 한다고 봄. 핵심 국가들 금리(미국, 유럽) 대비 체코의 리스크 프리미엄은 매력적으로 보임. 달러 강세에 따른 역풍을 모니터링하고 있음. 크레딧의 경우, EU 투자등급 채권은 건조한 펀더멘털을 제공함.

환에서는 USD 대 CHF 및 JPY 대 CHF에 대해 긍정적인 포지션을 유지함. 스위스 프랑은 G10에서 가장 비싼 통화 중 하나임. 또한 비둘기파적인 유럽중앙은행으로 인해 유로화 대비 일본 엔과 NOK에 대해서는 신중한 포지션을 유지함. 경기사이클 통화 중에서는 밸류에이션과 중국 경기 서프라이즈에 따른 수혜 가능성을 고려할 때 AUD를 선호함. 마지막으로 루피화에 대해서도 긍정적인 견해를 유지함.

균형 잡힌 포지션의 핵심은 금과 미국 주식에 대한 헤지에 대한 견해임.

FRANCESCO SANDRINI
HEAD OF MULTI-ASSET STRATEGIES

JOHN O'TOOLE
HEAD OF MULTI-ASSET INVESTMENT SOLUTIONS

당사는 주식에 대해 소폭의 건설적 포지션을 유지하고 있으며, 포트폴리오 안정성을 유지하면서 퀄리티 틸트를 통해 투자하는 것을 선호함.

아문디 교차 자산 신념

		--	-	=	+	++	
주식	DM				↔	◆	◆ 현재 입장 ↔ 전월 대비 변화
	EM			◆			
크레딧				◆			
듀레이션	DM					◆	
	EM			◆			
석유			◆				
골드				◆			

Source: Amundi. The table represents a cross-asset assessment on a three- to six-month horizon based on views expressed at the most recent global investment committee held on 18 December 2024. The outlook, changes in outlook and opinions on the asset class assessment reflect the expected direction (+/-) and the strength of the conviction (+/++). This assessment is subject to change and includes the effects of hedging components. FX = foreign exchange, BTP = Italian government bonds, BoJ = Bank of Japan, JGB = Japanese govt. bonds, BoE = Bank of England, NIRP = Negative interest rate policy, DM = Developed markets, EM = Emerging markets. For other definitions and currency abbreviations see the last page.

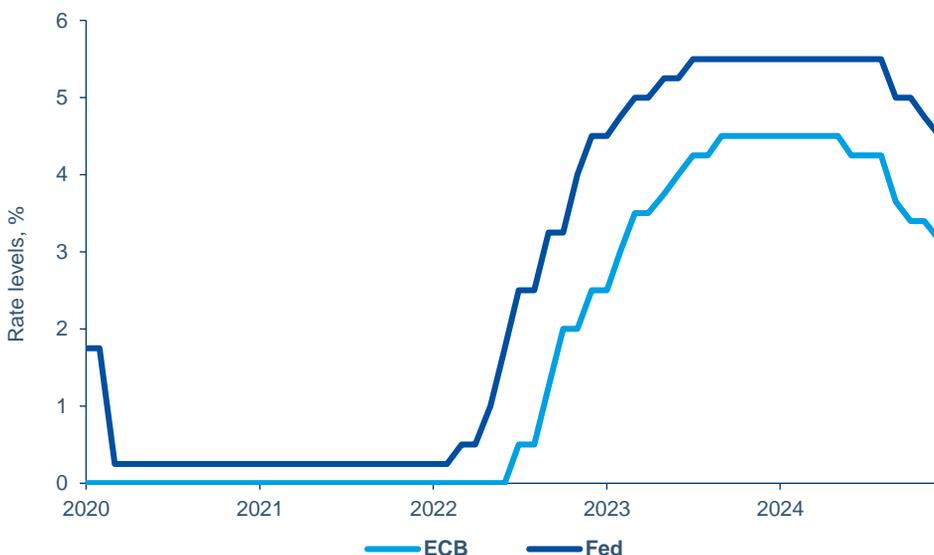
채권

모호한 정책 환경으로 인해 듀레이션에 대한 민첩성이 요구됨

도널드 트럼프의 재정 및 대외 무역 정책은 시장의 인플레이션 기대와 수익률 변동성, 특히 장기물에 영향을 미칠 수 있음. 이에 따라 연준은 자체 인플레이션 목표에 대한 리스크를 경계하고 있음. 유럽에서는 미국 정책에 대한 EU의 대응책이 역대 성장률 격차(예: 독일과 스페인) 상황을 복잡해지고 있음. 따라서 성장률도 걱정해야 하는 ECB의 과제가 쉽지 않을 것으로 보임. 하지만 긍정적인 소식은 인플레이션이 중앙은행이 예상했던 것보다 빠르게 하락할 가능성이 높으며, 이는 실질 소득을 뒷받침할 것임. 이 모든 것이 듀레이션에 대한 유연한 자세를 유지해야 한다는 점을 시사함. 그 외에도 유럽, 미국, 신흥국 기업의 기업 크레딧에서 수익 기회를 모색할 수 있음.

글로벌 및 유럽 채권	미국 채권	신흥국 채권
<ul style="list-style-type: none"> 유럽 핵심 국가에 대해서는 중립에 가까운 포지션, 영국에 대해서는 긍정적인 포지션을 유지하며 전반적으로 듀레이션에 대해 전술적인 포지션을 유지함. 일본의 경우, 방어적 포지션을 유지하되 가치를 제공하는 만기를 파악하기 위해 세분화된 포지션을 유지함. 당사가 조금 더 긍정적으로 평가하는 EU 투자등급은 특히 은행들 사이에서 양질의 독특한 기회를 제공함. 당사는 하이일드에 대해 중립적이며 유동성 위험을 염두에 두고 있음. 그러나 B등급 채권과 같은 분야는 수익률과 품질의 균형이 잘 잡혀 있음. 	<ul style="list-style-type: none"> 당사는 중기물을 선호하며 전략적인 듀레이션을 유지함. 물가연동채권은 장기 투자자에 매력적임. 크레딧에서는 스프레드가 더 넓거나 유동성 리스크를 잘 보상하는 영역을 찾음. 우량하며 단기물 채권을 선호함. 또한 하이일드보다 레버리지 대출을 선호함. Agency MBS는 잠재적인 규제 완화의 혜택을 받을 수 있음. 	<ul style="list-style-type: none"> 신흥국 성장은 여전히 견조하지만 달러 강세와 각국에 대한 잠재적 관세는 역풍이 될 수 있음. 남아공과 라틴아메리카 등의 국가를 중심으로 현지 통화 부채에 선별적으로 투자하고 있음. 기업 크레딧 평가는 합리적이며, 하이일드에서 기회를 발견할 수 있음. 유가 약세가 중동의 수출업체들을 압박할 수 있고, 유가가 하락하면 신용등급이 일부 하향 조정될 수 있기 때문에 유가를 예의주시하고 있음.

차트: 중앙은행들이 불확실한 전망을 점점 더 많이 고려하고 있음



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg, as of 20 December 2024. ECB Main Refinancing Operations Announcement Rate, Federal Funds Target Rate - Upper Bound..

저자

AMAURY D'ORSAY
HEAD OF
FIXED INCOME

YERLAN SYZDYKOV
GLOBAL HEAD OF
EMERGING MARKETS

MARCO PIRONDINI
CIO OF US
INVESTMENT
MANAGEMENT

주식

밸류에이션은 장기적으로 수익을 추구함

지난 몇 달간 미국과 유럽에서 나타난 경기 순환적 랠리는 경기 침체가 없다는 이야기의 연장선상에 있음. 기업 이익이 계속해서 기대치를 충족한다면 이는 시장에 긍정적인 시나리오임. 그러나 이 시나리오는 일각에서 투기와 과열로 이어질 수 있으며, 그렇게 되면 실적에 대한 실망감이 밸류에이션에 큰 타격을 줄 수 있음. 유럽에서는 인플레이션이 하락하면 실질 소득이 증가하고 결국 소비가 늘어날 수 있음. 이는 대부분의 악재가 이미 가격에 반영된 것으로 보이는 유럽 증시에 다소 건설적인 요인임. 하지만 미국, 유럽, 일본, 신흥시장의 대차대조표 강점, 가격 경쟁력, 수익성을 우선시하는 펀더멘털 중심 접근법으로 균형을 맞추려고 노력함.

유럽 주식

- 금리 하락과 인플레이션 하락은 유럽 경기 회복을 지지하고 있지만, 밸류에이션은 약한 경제 시나리오를 반영하고 있음.
- 전반적인 바벨 전략에서는 가격 결정력이 있는 필수소비재와 헬스케어 종목을 선호함. 또한 금리 변동에 제한적으로 반응하는 은행도 선호함.
- 당사는 기술 및 산업에 대해 신중하지만, 장기적인 전기화 테마와 관련된 산업 종목에서 기회를 보고 있음.

미국 및 글로벌 주식

- 밸류에이션이 극단적으로 높은 시장에서는 산업 수요와 경제 활동의 증가로 혜택을 받을 수 있는 매력적인 종목에 집중함.
- 당사는 기존의 이름보다 가치, 품질, 방어적인 측면을 더 선호함.
- 섹터별 관점에서는 규제 변화와 세금 인하에 따른 우호적인 혜택을 누릴 수 있는 구조적 승자인 소재와 대형 은행을 선호함.

신흥국 주식

- 당사는 신흥국 주식에 대해 건설적인 포지션을 취하고 있지만, 이견이 존재함.
- 예를 들어, 중국의 경우 최근 발표를 통해 재정 여력이 있음을 분명히 밝혔지만 이를 사용할 의지가 있는지는 의문임. 일부 세그먼트는 가격이 매력적이지만 당사는 중립을 유지함.
- 중국 이외 지역에서는 인도네시아, 멕시코, 브라질에 대해 긍정적인 평가를 내린 반면, 대만과 사우디아라비아에 대해서는 신중한 입장을 취하고 있음.

차트: 유럽의 이익이 밸류에이션이 따라잡을 가능성을 남김



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg, as of 16 December 2024.

저자

BARRY GLAVIN
HEAD OF EQUITY PLATFORM

YERLAN SYZDYKOV
GLOBAL HEAD OF EMERGING MARKETS

MARCO PIRONDINI
CIO OF US INVESTMENT MANAGEMENT

전망

아문디 자산군별 전망

이번 달의 초점

- **미국 증시:** 미국 증시는 혼조세로 일부 대형주는 비싸지만 다른 종목은 가격이 합리적이고 트럼프의 정책과 긍정적인 정서의 수혜를 받을 수 있는 종목이 있음.
- **EU 투자등급:** 크레딧은 견고한 기업 펀더멘털, 합리적인 밸류에이션, 매력적인 캐리 조짐을 보이고 있음.

주식 및 글로벌 요인

지역	전달과 비교	--	-	=	+	++	글로벌 요인별	전달과 비교	--	-	=	+	++
미국					◆		성장					◆	
동일 가중치					◆		가치						◆
유럽	▲				◆		소형주						◆
일본					◆		퀄리티						◆
신흥시장					◆		낮은 변동성					◆	
중국					◆		모멘텀					◆	
중국 외 EM					◆		고배당					◆	
인도					◆								

채권 및 외환

정부 채권	전달과 비교	--	-	=	+	++	크레딧	전달과 비교	--	-	=	+	++
미국					◆		미국 투자등급					◆	
EU 주요					◆		미국 하이일드					◆	
EU 주요 외					◆		EU 투자등급					◆	
영국					◆		EU 하이일드					◆	
일본			◆										
신흥국 채권	전달과 비교	--	-	=	+	++	외환	전달과 비교	--	-	=	+	++
중국 정부채					◆		USD					◆	
인도 정부채					◆		EUR					◆	
EM HC					◆		GBP					◆	
EM LC					◆		JPY					◆	
신흥시장 회사채					◆		CNY					◆	

Source: Summary of views expressed at the most recent global investment committee held on **18 December 2024**. Views relative to a EUR-based investor. Views range from double minus to double positive, = 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 Global Investment Committee.

AII* CONTRIBUTORS

SERGIO BERTONCINI

SENIOR FIXED INCOME STRATEGIST

POL CARULLA

INVESTMENT INSIGHTS AND CLIENT DIVISION SPECIALIST

UJJWAL DHINGRA

INVESTMENT INSIGHTS AND CLIENT DIVISION SPECIALIST

SILVIA DI SILVIO

CROSS ASSET MACRO STRATEGIST

PATRYK DROZDIK

SENIOR EM MACRO STRATEGIST

DELPHINE GEORGES

SENIOR FIXED INCOME STRATEGIST

KARINE HERVÉ

SENIOR EM MACRO STRATEGIST,

SOSI VARTANESYAN

SENIOR SOVEREIGN ANALYST

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 EDITORS

FRANCESCA PANELLI

INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION SPECIALIST

DESIGN & DATA VISUALIZATION

CHIARA BENETTI

DIGITAL ART DIRECTOR AND STRATEGY DESIGNER, AII *

VINCENT FLASSEUR

GRAPHICS AND DATA VISUALIZATION MANAGER, 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 17 January 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: 20 January 2025.

Document ID: 4171381.

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 - PonyWang

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

[Visit our Research Center](#)

Visit us on



Trust must be earned