

Institute

제10호
2022년 10월

CROSS ASSET

투자전략

CIO 견해

이제 매력도가 더 높아진 채권수익률

AMUNDI INSTITUTE

미국: 구체화되고 있는 그린산업 정책

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

본 마케팅 자료는 시장 전문고객, 투자운용사 및 기타 금융산업 전문가에게 목적적 정보제공을 목적으로 한다.



제10호 - 2022년 10월 차례

글로벌 투자견해

CIO 견해

이제 매력도가 더 높아진 채권수익률 3

지정학적 리스크, 인플레이션, 중앙은행의 매파적 견지는 크레딧과 같은 위험자산에 대해서 우리의 포지션을 신중한 견지로 전환시켰으며, 이는 경제성장의 둔화가, 특히 하위 등급 기업들에게, 현금 흐름과 유동성에 대한 우려를 불러일으킬 수 있기 때문이다. 따라서, 우리는 미국 IG를 선호하며 HY에 대해서는 방어적 포지션을 취한다. 반면에, 미국 재무성증권(UST)는 현재의 수준에서는 매력적이지만, 투자자는 액티브한 포지션을 유지하고 유로통화권 채권수익률 곡선에서 선별적인 기회를 모색해야 할 것이다. 주식의 경우, 우리는 유럽에 대비하여 미국을 선호하며, 기업이익을 지탱하고 심지어는 경기둔화의 시기에도 주주에게 보상할 수 있는 우량가치주 종목을 선별적으로 선호한다.

Amundi Institute

인플레이션의 진화:

(코로나) 이전에는 바람직한 것, 이제는 골칫거리

p. 4

미국과 유럽에서의 인플레이션 요인은 약간 상이한 특성을 가지며, 유럽에서는 공급망 혼란이 더 커다란 고통을 유발하고 있다. 이는 유럽중앙은행이 당면한 과제를 더욱 어렵게 만든다.

멀티애셋

악화하는 경제 시나리오에서 신중한 포지션을 유지할 것

p. 5

위험자산에 대해 여전히 신중한 견해를 가지면서 우리는 주식에 대비하여 고등급의 크레딧을 선호하지만, 채무불이행(부도) 전망과 금융조건을 면밀하게 주시하고 있다.

채권

국채에 민첩한 포지션을 취하고, 크레딧에서는 리파이낸싱 리스크에 유념할 것

p. 6

급격한 금리인상 사이클로 인해 시장은 연준이 최종 연방기금금리를 더 높일 것이라는 전망을 가격에 반영하도록 이끌고 있으며, 이는 자본비용에, 특히 저등급의 기업들에 영향을 줄 수도 있다.

주식

기업이익 회복탄력성을 추종할 것

p. 7

우리는 시장이 다시 매력적으로 되기 시작하는 시점에는 아직 도착하지 않았다고 생각하며, 이에 따라 단기적 기간을 넘어 우리의 포커스는 선별 및 기업이익 회복탄력성에 유지된다.

글로벌 테마 견해

미국: 구체화되고 있는 그린산업 정책

p. 8

지난 8월에 미국 의회의 「인플레이션 감축법」(IRA)에 대한 승인은 많은 사람들에게 놀라움으로 다가왔다. 중간선거가 불과 수개월 앞으로 다가왔고 의회에서 절대적 다수당이 없는 상황에서, 아무도 새로운 법률이 제정될 것이라고 예상하지 못했다. 하지만, 민주당과 공화당은 가까스로 합의를 이끌어 낼 수 있었다. 우리는 아래에서 이번 법률의 중점적 사안인 환경적 전환을 촉진시키기 위해서 발표된 조치들에 대해서 논의하고 있다. 유럽은 미국의 새로운 그린산업 정책의 세부양태를 면밀하게 들여다보는 것을 통해 많은 것을 참고할 수 있을 것이다.

시장 시나리오 및 리스크

- > 중심 및 대안 시나리오 p. 10
- > 상위 리스크 p. 11
- > Cross asset 디스패치:
시장 변곡점 감지하기 p. 12
- > 글로벌 리서치 클럽 p. 13
- > Amundi 자산종목 견해 p. 14

거시경제적 현황

- > 신흥국
거시경제적 전망 - 시장예측 p. 15
- > 신흥국
거시경제적 전망 - 시장예측 p. 16
- > 매크로 및 시장 예측 p. 17
- > 당사 예측 / 방법론에 대한 고지사항 p. 18
- > Publications highlights p. 19



CIO 견해

이제 매력도가 더 높아진 채권수익률



Vincent MORTIER,
Group Chief Investment Officer



Matteo GERMANO,
Deputy Group Chief Investment Office

지정학적 리스크는 푸틴 러시아 대통령의 우크라이나 전쟁 확대와 더불어서 투자자의 레이다 화면으로 복귀했다. 이와 동시에 인플레이션은 이목을 집중시키고 있다 - 최근의 미국 인플레이션 수치는 우려를 자아내고 있으며, 이는 채권수익률 상승과 주식시장의 추락을 유발하고 있다. 우리는 미국 인플레이션의 상승세가 둔화될 것(헤드라인 인플레이션은 고점을 지난 것으로 보임)으로 전망하지만 연준의 물가목표수치를 훨씬 상회할 것으로 보고 있으며, 연준과 유럽중앙은행을 포함한 중앙은행들이 매파적 견지를 유지할 것으로 생각한다. **미국 중간 선거의 임박, 이탈리아의 새 정부 구성, 브라질의 대통령선거와 더불어서 정치와 관련된 사안도 부각되고 있다.**

반면에, **경제전망은 악화될 수도 있다.** 미국은 장기적인 평균 이하의 경제성장률에 당면해 있으며, 현재 진행 중인 에너지 위기와 결합되어 유로통화권의 경제전망은 더욱 암울해 진 것으로 보인다. 유럽연합에서는 잠재적인 세금, 가격 상한제 등과 같은 조율된 해결방안의 제안에 대한 논의는 있지만, 시장은 전면적인 대응책과 관련된 구체적인 세부내용을 아직까지는 보지 못하고 있다. 독일에서 발표된 에너지 위기에 대처하기 위한 2천억 유로 패키지와 영국 신임총리 트러스가 발표한 재정 패키지와 같이 개별 국가 수준의 이니셔티브가 여전히 대세를 이루고 있다. 지난 9월 23일 '미니' 예산의 발표 이후 영국 자산의 폭락은 영국중앙은행은 금리를 인상하고 있는 현 시기에 기존 양적완화를 복원하도록 유발시켰으며, 정책조합(폴리시믹스)에 있어서 균형상태 유지의 어려움과 유동성 경색의 리스크가 있음을 보여주고 있다. 시장에서 변동성은 계속될 것으로 보인다. 주목해야 할 핵심 테마에는 다음과 같은 사안들이 포함된다.

- 현 시점에 핵심국 채권수익률을 견인하고 있는 내러티브는 **매파적인 중앙은행이 금리를 인상을 계속하고 있다**는 점이다. 미국 재무성증권 10년물의 매력적인 밸류에이션, 경제성장률에 대한 글로벌 압박 강도(공급 및 수요의 측면) 및 지정학적 긴장은 **국채가 보호의 원천을 제공할 것이다.** 투자자는 '보다 장기간 동안에 더욱 높은 금리 인상'과 관련된 전술적인 움직임을 고려하는 액티브한 견해를 유지해야 할 것이다. 유럽의 경우, 매파적인 유럽중앙은행은 공급망 충격과 통제력이 없는 요인들에 대처해야만 한다. 이는 일부 유로 권역의 수익률곡선에서 단기를 채권수익률에 상방 압력을 줄 수도 있다.
- **크레딧의 경우, 특히 미국 IG와 같은 고우량의 세그먼트에서는 그 상황은 긍정적인 반면에, HY 공간에 대해서 우리는 신중한 견지를 유지한다.** IG 크레딧의 경우, 부채 증가율과 레버리지가 관리되고 있는 것으로 보이고 비용에 대한 상방 압박에도 불구하고 마진은 강세이다. 하지만, 현금보유고와 유동성은 향후에 특히 기업이익 환경이 악화될 경우에, 우려가 부각될 수 있는 분야이다. 이는 캐시플로우가 둔화된 때 현금보유고를 소진하고 회사채 발행을 통해 자금을 조달하기가 더욱 어려워질 가능성이 가장 높은 기업들인 저등급의 회사채 발행기업과 HY에 있는 기업들에게서 더욱 그러하다.
- **주식의 경우, 우리는 투자자가 퀄리티를 모색하면서 신중하고 매우 선별적인 포지션을 유지해야 한다고 믿고 있다.** 미국과 유럽의 기업이익 추산치는 악화되고 있는 실제의 경제상황을 완전하게 반영하고 있지 않으며, 우리는 기업이익 추산치의 하향 수정 경로에 접어들었다고 믿고 있다. 따라서, 우리는 기업이익의 측면에 대해서 매우 신중한 포지션을 유지한다. 이것이 바로 우리의 포커스를 퀄리티, 가치적 측면 및 이익배당을 통해 주주에게 보상하는 종목 등에 두는 이유이다. 지역적으로는, 미국이 유럽보다 성과가 나을 것이며, 우리는 이제 중국에 대해서 중립적 포지션을 취하고 중국의 제로 코로나 정책의 변천과 주택 부문과 관련하여 주시하고 있다.
- **신흥국 시장** 성장 모멘텀이 경미하게 개선되었지만, 인플레이션이 과도하게 높기 때문에 선별적이어야 할 필요성이 존재한다. 대통령선거 관련 변동성이 헤일화해 손상을 줄 수도 있는 브라질을 제외하면 인플레이션의 광범위한 하락은 아직 시작되지 않았다. 그 결과, 신흥국(칠레 등) 중앙은행들은 긴축적 견지를 유지하고 있다. **경화표시 채권**은 캐리와 밸류에이션이라는 측면에서 기회를 제공한다. 특히, 우리는 남미의 원자재 수출국(브라질, 멕시코)을 선호하지만, 신흥국 FX에 대해서는 신중한 포지션이다. 따라서, 투자자는 원자재 가격과 수출과 관련된 리세션 시나리오의 영향을 주시해야 할 것이다. **신흥국 주식**은 견조한 대기기업이익과 선별적으로 매력적인 밸류에이션을 가진 존재된 환경을 제공하고 있다. 중국 당국은 코로나 무관용 정책을 계속 추구하고 있고 이는 단기적으로 약세인 경제전망을 형성시키고 있지만, 중국은 정책을 경기부양적으로 전환하고 있는 소수의 국가 중의 하나이다.

향후의 경제 환경은 중앙은행들이 인플레이션을 통제하기 위해 얼마나 많은 고통을 경제에 가할 것인지에 의해 특징이 지어질 가능성이 크며, 특히 미국과 유럽의 인플레이션 동인이 상이한 현 시기에 더욱 그러하다. 하지만, 분명한 사실은 중앙은행들이 경제에 브레이크를 밟을 것이고, 이는 크레딧과 주식에서 보다 취약한 종목에 영향을 줄 것이라는 점이다. 우리는 지금이 채권과 고우량 크레딧을 포함시켜야 하는 시기라고 생각하지만, 실물자산(원자재, 금)과 관련해서는 투자자산의 접근방식을 유지해야 할 것이다. **따라서, 전반적인 테마는 경기 하향세에서 보호를 제공할 수 있고 동시에 인플레이션을 감안하여 수익성을 제공하는 분야를 모색해야 할 것이다.**

전반적인 리스크 분위기



경제성장률 둔화와 매파적인 중앙은행들이 수요, 기업이익, 시장 변동성에 영향을 줄 수 있으므로 위험자산에 신중한 포지션을 유지할 것.

이전 달 대비의 변화

- ▶ 유럽중앙은행의 긴축 사이클의 수행에서도 유로통화권 수익률곡선에 선별적인 기회가 존재함.
- ▶ 멀티에셋에서 미국 듀레이션에 긍정적 포지션.
- ▶ 중국 주식에 전술적으로 중립적 포지션.
- ▶ 크레딧 HY에 신중한 포지션, 헤지 유지

전반적인 리스크 분위기는 가장 최근의 글로벌 투자위원회의 정성적 관점에서 전체적인 리스크 평가이다.

AMUNDI INSTITUTE

인플레이션의 진화:
(코로나) 이전에는 바람직한 것이제는 골칫거리



Monica DEFEND,
Head of Amundi Institute



Alessia BERARDI
Head of EM Macro & Strategy
Research, Amundi Institute



Annalisa USARDI
Senior Macro Strategist
Cross Asset Research, Amundi
Institute

코로나 배경: 코로나19는 글로벌 경제에 커다란 충격을 유발했다 - 생산량은 사상 유례가 없는 3% 역성장을 했으며, 수요 역성장이 공급 제약을 압도했고 원자재 가격이 하락했기 때문에 인플레이션은 크게 하락했다. 그러나, 회복세가 본격적으로 시작되면서 수요 개선, 원자재 가격 반등, 공급망 혼란의 미해결 및 지속, 노동력 부족 등의 모든 요인들이 결합되고 여전히 완화적인 통화정책, 재정정책 및 거시건전성 정책과 맞물리면서 인플레이션의 극적인 귀환을 촉발시켰다. 성장 및 수요에 대한 하방 리스크를 줄이는 데에 적시에 효과적으로 시행되었던 전례가 없던 글로벌 정책 대응은 경제가 재개된 후에 나타난 공급망 제약에서 비롯된 불균형을 방지하는 데에는 실패했다.

재화에서 용역: 첫 번째로 상승했던 것은 소비재 인플레이션이었으며, 이는 수요-공급 불균형 때문이었다. 관대한 재정적 및 통화적 경기부양책에 떠받쳐져서 수요는 강력하게 회복되었다. 이동성 및 소비의 제약으로 인해 억눌려 있던 수요는 공급망 이슈가 더욱 첨예했던 재화 쪽으로 극적으로 쏠렸으며, 이는 재화 가격의 급격한 상승을 유발했다. 공급망 혼란은 지속적으로 유지되었으며, 최근에서야 완화되고 있다. **하지만, 인플레이션 급상승은 재화에 의해서만 견인되지는 않았다** - 2020년 팬데믹의 광범위하게 확산되는 동안에 위기 이전 수준으로 유지되었던 유가와 원자재 가격은 2021년 글로벌 경기회복이 탄력을 받기 시작할 때에 더 높아졌다. 그 결과, 식료품 인플레이션이 시작되었으며, 식료품이 소비 바구니에서 커다란 비중을 차지하고 있는 다수의 신흥국들에 영향을 주었다. 그 다음의 단계로 경기회복이 진척됨에 따라 서비스(용역) 인플레이션이 현실화되었으며, 이는 고착도가 높고 광범위하게 영향을 주는 코어 인플레이션을 밀어 올렸으며, 특히 노동시장이 더욱 타이튼 분야에서 인플레이션의 2차적 효과의 발생에 대한 우려를 낳게 되었다.

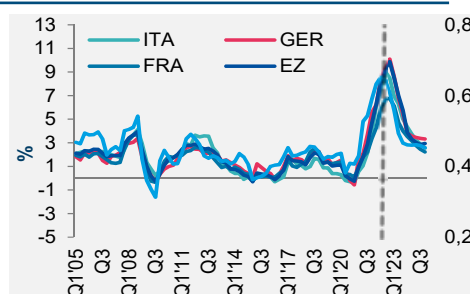
미국과 유럽 인플레이션 원인의 분화: 미국에서는 노동시장 불균형이 인플레이션 전망에서 핵심적 요인으로 유지되고 있다. 노동력의 경제활동참가율 하락으로 변화한 상황은 (완화적 통화정책에서 긴축적 통화정책으로) 정책 전환에서 그 내용 조정을 복잡하게 만들고 있다. 임금 상승은 초기에는 저숙련 일자리에 집중되어 있었지만, 지금은 미국 경제 전반으로 확산되고 있다 - 인플레이션은 서비스와 코어 인플레이션에서 광범위하게 나타나고 있으며, 이러한 리스크는 점차 고착화되고 있다. 이제 정책 우선순위는 임금 상승을 신속하게 안정화시키고 노동시장의 균형을 다시 맞추는 것이다. 유로통화권에서는 인플레이션이 초기에는 유럽 지역의 미국보다 느린 경기회복으로 인해 수요 강세가 아니라 공급 제약으로 인해 재화 측면에 의해 견인되었다. 하지만, 이제는 인플레이션의 핵심 동인은 에너지 가격이다. **우리는 유로통화권 인플레이션이 대부분은 수입 및 공급과 관련된 현상이며,** 이에 따라 유럽중앙은행은 쉽지 않은 과제에 당면해 있다고 생각한다 - 수요를 줄이는 것은 단기적으로는 인플레이션을 둔화시키는 데에 필수적이 아닌 것인 반면에, 타이튼한 금융조건은 공급을 더욱 크게 압박할 수도 있기 때문이다.

선진국과 별반 차이가 없는 신흥국: '하이플레이션'이 신흥국 대부분에 걸쳐서 커다란 위세를 떨치고 있지만, 중국과 아세안은 최소한 최근까지는 이러한 추이에서 예외였으며 그 강도도 또한 미약했다. 중국과 아세안에서는 인플레이션이 관리되고 있다. 이는 부분적으로는 코로나19 이후에 다른 지역에 비교하여 늦었던 점진적인 경제 재개가 모든 수요 압박을 둔화시켰고 일정 정도 더 효과적인 보조금 정책의 시행에서 기인했다. 이와는 반대로, 중앙유럽·동유럽·중동·아프리카(CEEMEA)와 남미에서는 인플레이션이 대체적으로 초반에 더 높게 상승했고, 이는 대외 요인 및 글로벌 충격으로 견인되었으며 현저한 수준의 FX 평가절하, 매우 건조한 내수수요 및 타이튼한 노동시장(중앙유럽·동유럽·중동)에 의해 확대되었다. 이에 더하여, 일부 신흥국들은 상기에 언급된 기저동인(수요/공급 불균형 등)과 결합된 각각의 고유리스크 요인(러시아의 전쟁, 튀르키예(터키)의 전통적이지 않은 통화정책, 아르헨티나의 정치적 위기와 페소화 폭락)에 의해 영향을 받고 있다. **적시에 대응한 신흥국 중앙은행:** 남미에서는 공격적인 중앙은행(예: 브라질중앙은행) 덕분에 재화의 코어 인플레이션이 진정되고 있다. 브라질에서 서비스 인플레이션은 여전히 상승하고 있으며, 이는 다른 인플레이션 움직임과 관련하여 약재가 되고 있다. 그리고, 브라질중앙은행의 정책 (및 세금 및 연료 가격 인하) 덕분에, 인플레이션은 수개월전부터 이미 하향세로 전환되기 시작되었지만, 경제성장률을 희생하는 비용을 치렀다.

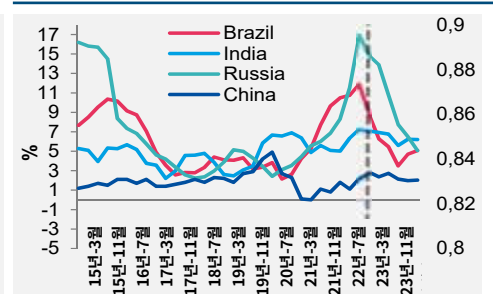
결론적으로, 인플레이션은 현재 정책입안자들에게 글로벌적으로 주된 우려사안이지만, 현재의 인플레이션 추세와 동인은 지역별로 다양한 것으로 생각된다. 미국을 비롯하여 일부 국가에서는 인플레이션이 그 정점을 지난 것으로 보이지만, 단기적으로는 인플레이션이 중앙은행들의 물가목표치를 여전히 상회할 것이다. 따라서, 투자자는 현재의 경제성장 둔화에도 불구하고 실질수익성에 그 목표를 두어야 할 것이다.

미국과 유럽에서의 인플레이션 요인은 약간 상이한 특성을 가지며, 유럽에서는 공급망 혼란이 더 커다란 고통을 유발하고 있다. 이는 유럽중앙은행이 당면한 과제를 더욱 어렵게 만든다

선진국 인플레이션



신흥국 인플레이션



Source: Amundi Institute, on 30 September 2022. BCB = Banco Central do Brasil. Charts show headline inflation, year-on-year growth (at quarterly frequency). LHS = forecasts start from Q3 2022, RHS = forecasts start from 30 September 2022.



멀티애셋

악화하는 경제 시나리오에서
신중한 포지션을 유지할 것



Francesco SANDRINI,
Head of Multi-Asset Strategies



John O'TOOLE,
Head of Multi-Asset Investment Solutions

위험자산에 대해 여전히 신중한 견해를 가지면서 우리는 주식에 대비하여 고등급의 크레딧을 선호하지만, 채무불이행(부도) 전망과 금융조건을 면밀하게 주시하고 있다

성장에 대한 우려가 밸류에이션에 스며들며 따라 시장 변동성은 평균 이상으로 유지되고 있으며, 특히 에너지 위기로 악화되는 리세션 공포와 높은 인플레이션에서 크게 영향을 받고 있는 지역인 유럽에서 더욱 그러하다. 유럽에서는 국가별 정부의 재정적 지원조치와 유럽연합의 집합적인 대응책이 게임체인저가 될 수도 있다. 하지만, 현재의 밸류에이션은 글로벌 경기악화 시나리오의 단지 일부만을 반영하고 있다. 실제로 기업이익 조정이 아직까지는 나타나지 않고 있으며, 따라서 우리는 시장 변동성이 계속될 것으로 예상한다. **그 결과, 우리는 듀레이션에 경미하게 건설적인 포지션을 유지하지만 우량 크레딧을 모색하고 있다.** 주식의 경우, 경제전망이 약세로 돌아섰음에도 불구하고 우리의 상대적 선호도는 여전히 미국에 있다. 반면에, 주식 헤지와 원자재와 FX를 포함하는 투자분산의 견지를 유지해야 할 필요성이 있다.

투자확신감이 높은 아이디어

지정학적 긴장과 중앙은행의 긴축화 궤적(자본비용의 증가)을 감안하여 우리는 신중한 포지션을 유지한다. 하지만, 우리는 지역별 분화에 플레이하며, 유럽 지역의 가스 배급제와 에너지 가격 상승에서 비롯된 하방 리스크를 감안하여 유로통화권에 대비하여 미국을 선호한다. 우리는 미국이 가진 더 많이 퀄리티 및 성장의 특징과 유럽 시장이 보이는 가치 및 경기사이클의 특성으로 이러한 견해가 떠받쳐 진다고 생각한다. 중국의 경우에는 단기적으로는 악재가 나타날 수도 있지만, 우리는 중국의 경제사이클의 글로벌 시장과의 탈동조화가 혜택을 줄 수도 있다고 믿고 있다. 따라서, 우리는 인도에 대비하여 중국에 대한 상대적 선호를 유지한다. **우리는 미국 재무성증권(UST)을 통해 듀레이션에 대해 경미하게 긍정적인 견지를 유지**하고 유럽 핵심국 국채에는 중립적 포지션이다. 미국 재무성증권의 밸류에이션은 최근의 움직임 이후 및 수익률곡선의 역전이 지속됨에 따라 매력적이다. 영국의 경우, 우리는 수익률의 급격한 상승 이후 5년물 명목스왑(nominalswap)에 대해 이제 직접적 견지를 취한다. 우리는 영국중앙은행이 시장의 안정성을 유지하기 위한 채권에 대한 지원이 영국중앙은행의 긴축화 궤적과 영국 경제성장률에 어떻게 영향을 주는 지를 모니터링하고 있다. 두 번째로, 유럽중앙은행의 매파적 견지를 감안하여 우리는 이탈리아에서 곡선 플래트닝 기회를 포착하고 있다. 리세션 리스크는 10년물보다는 2년물에 더욱 부정적으로 영향을 줄 수도 있으며, 이러한

사실이 우리의 견해를 뒷받침한다. 이와는 별도로, 우리는 독일국채(Bund)에 대비하여 이탈리아국채(BTP)에 경미하게 건설적인 기존의 견지를 유지하며, 이러한 견지는 유럽중앙은행의 파급효과 보호수단의 가용 및 새로운 정부가 기존의 재정 및 개혁 경로에서 너무 과도하게 이탈하지는 않을 것이라는 우리의 견해에 의해 뒷받침 된다. 하지만, 우리는 이와 관련된 상황전개를 모니터링하고 있다. **우리는 위험자산에 일반적으로 압박이 있다는 사실을 인지하고 있는 반면에, 미국 크레딧 IG가 비교적 사정이 낫다고 믿고 있으며, 이는 강력한 기업 펀더멘탈(높은 이자보상배율, 레버리지 안정화, 강력한 재무제표)과 비용 상승에도 불구하고 견조한 수익 마진 때문이다.** 반면에, 유럽의 크레딧의 경우, 우리는 대출 비용 상승과 이것이 저등급 회사채 발행기업의 재무제표에 미치는 영향에 대해서 모니터링하고 있다. **HY의 경우, 이 종목이 과잉적인 긴축화의 리스크에 가장 크게 노출된 분야라고 생각되기 때문에 우리는 신중한 포지션을 유지한다.**

FX의 경우, 우리는 PLN과 HUF에 대비한 BRL에 대해서는 최근의 평가절상 이후에 더 이상 긍정적 포지션이 아니다. 브라질 대통령선거 및 그 결선 투표의 요건은 BRL 변동성을 증가시킬 수도 있다. 이와 더불어서, 동유럽 통화는 다수의 부정적 뉴스 흐름을 반영하면서 상당히 과장된 밸류에이션 수준에 도달한 것으로 보이며, 이에 따라 반동의 가능성이 이제 설득력을 가지는 것으로 보인다. 반면에, 인도네시아의 재정상황 개선과 인도네시아 중앙은행의 금리인상 사이클은 IDR/CNH에 대해서 긍정적인 요인이다. 그 외에도, 선진국의 경우, 우리는 연준과 다른 선진국 중앙은행들 사이의 기준금리의 차이와 점차 구체화되고 있는 글로벌 경기둔화가 (CAD와 EUR에 대비하여) USD를 떠받치는 핵심적 요인으로 자리잡고 있다. 중기적 전략 및 투자안전처 플레이로서 CHF/EUR에 건설적 포지션이기 때문에 우리는 EUR/JPY에 경미하게 신중한 포지션을 유지한다.

리스크 및 헤징

경제적 리스크는 기업이익과 자산 가격으로 확산될 수도 있으며, 이로 인해서 우리는 투자자가 주식 및 HY 시장에 대해서 충분한 헤지를 유지해야 한다고 믿고 있다. 또한, EUR/USD에 대한 부정적 견해에서 수익을 창출할 수 있는 파생금융상품 시장에도 기회가 있다고 생각된다.

Amundi Cross Asset 투자확신								
	1개월 변화	---	--	-	0	+	++	+++
주식			■					
크레딧 및 신흥국 채권					■			
듀레이션						■		
석유					■			
금					■			

출처: Amundi. 표는 가장 최근의 글로벌 투자위원회에서 표명된 견해를 바탕으로 3개월에서 6개월 기간의 크로스애셋 평가를 나타낸다. 전망, 전망의 변화, 자산종목 평가 대한 견해는 기대 방향(+/)과 투자확신의 강도(+/**/++/**)를 반영하고 있다. 본 평가는 변경될 수 있다.

(GB = 중국국채, EM = 신흥국 시장, PBOC = 중국인민은행, FX = 외환, IG = 투자등급, HY = 하이일드, CB = 중앙은행, BTP = 이탈리아 국채, EMBI = 신흥국 채권지수, OI = 양적긴축)

채권

국채에 민첩한 포지션을 취하고, 크레딧에서는 리파이낸싱 리스크에 유념할 것



Amaury D'ORSAY,
Head of Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES,
CIO of US Investment Management

높은 인플레이션은 선진국 전체에 걸쳐서 매파적 모멘텀의 동조화를 만들어 내고 있으며, 이는 이전에 예상했던 것보다 더 높은 정책금리 인상을 가격에 반영하도록 시장을 이끌고 있다. 인플레이션이 현저하게 하락하지 않거나 또는 유로통화권에서 파편화가 발생하지 않는다(우리의 중심 시나리오에서는 상정하고 있지 않음)면 연준과 유럽중앙은행은 보다 장기적인 기간 동안에 높은 정책 금리를 유지할 것으로 보인다. 이에 따라서, 기업의 대출 비용은 상승할 수 있다. 또한, 은행이 기업에 대출을 하지 않고 회사채 발행시장의 작동도 중단되는 상황이 발생할 수도 있다. 이는 특히 저등급의 기업들에 발생할 수 있으며, 투자자는 이러한 상황이 발생할 수 있음에 유념해야 한다. 따라서, 우리는 위험자산과 유동성리스크에 신중한 포지션을 유지하면서 전반적으로 유연한 접근방식으로 고등급 채권을 선호한다. 또한 우리는 신흥국 경화표시 채권에서 선별적 기회를 포착하고 있다.

글로벌 및 유럽 채권(fixed income)

우리는 매파적인 중앙은행과 경제성장 약세라는 채권수익률에 대한 상반된 압박을 인지하고 있으며, 이로 인해서 우리는 액티브/전략적인 접근방식을 유지한다. 듀레이션에 대해서는 경미하게 신중한 포지션을 취하며, 이는 주로 미국과 유럽 핵심국의 국채를 통해서 이루어진다. 하지만, 중국국채에는 긍정적 포지션, 최근의 급격한 움직임을 보인 영국국채에는 중립적 포지션이다. 곡선 전반에 걸쳐 경계 태세를 유지하는 접근방식을 통해 우리는 유로통화권 주변국 국채 스프레드의 안정화 여부를 평가하고 있으며, 파편화 및 정치적 리스크도 모니터링하고 있다. 우리는 미국과 유로통화권의 인플레이션 브레이크이븐에 대해 경미하게 건설적인 포지션을 취한다. 크레딧의 경우, 기업들이 강력한 재무제표와 축적된 현금을 통해 팬데믹에서 벗어나고 있다. 하지만, 비용 상승과 소비 둔화, 우크라이나 분쟁과 관련된 불확실성 및 유럽중앙은행의 매파적 견지는 변동성을 유발할 수 있다. 여기에서 마지막 요인은 HY의 자금조달 비용과 저등급 회사채에 영향을 줄 수 있다. 따라서, 우리는 채무불이행(부도율)과 잠재적인 구조조정예에 주시하고 있으며, 재무제표 약화의 징후를 모니터링하고 있다. 또한, 우리는 IG 및 은행, 자동차, 에너지 부문의 퀄리티 회사채를 선호한다.

미국 채권(fixed income)

시장이 금리 인상을 더 오랜 기간 동안 유지할 수 있다는 사실에 더욱 우려하게 되었기 때문에 인플레이션 스토리는 계속 모멘텀을 받고 있다. 당연하게도, 인플레이션과 매파적인 연준의 내러티브가 모멘텀을 받으면서 8월초 이후로 채권수익률은 상승했다. 이로 인해서, 우리가 듀레이션에 대해 전술적이고 중립에 가까운 견해를 유지함에도 불구하고, 우리는 이제 채권수익률 상승과 관련하여 긍정적인 바이어스를 가진다. 명목 채권수익률의 상승 움직임도 실질 채권수익률에서 반영되고 있으며, 이로 인해서 우리는 매력적인 진입포인트를 포착하기 위해 미국 물가연동국채(TIPS)를 모니터링하고 있다. 우리는 IG 스프레드가 장기적인 평균보다 경미하게 높다는 사실을 인지한다. 이는 유동성리스크의 일부, 특히 낮은 퀄리티에서 가격재조정이 나타날 수 있음을 의미한다. 따라서, 우리는 전반적으로 신중한 포지션을 취하지만 비판적인 견지는 아니며, 높은 퀄리티를 선호한다. 이와 더불어서, 유동성/적립금을 위해 사채시장에 의존하고 있는 기업들은 대출 비용의 상승에 따라 압박을 당할 수도 있다. 증권화된 크레딧의 경우, 우리는 밸류에이션으로 인해 공공기관발행의 부동산저당증권 (agency MBS)에서 포지션을 액티브하게 관리하고 있다.

신흥국 채권

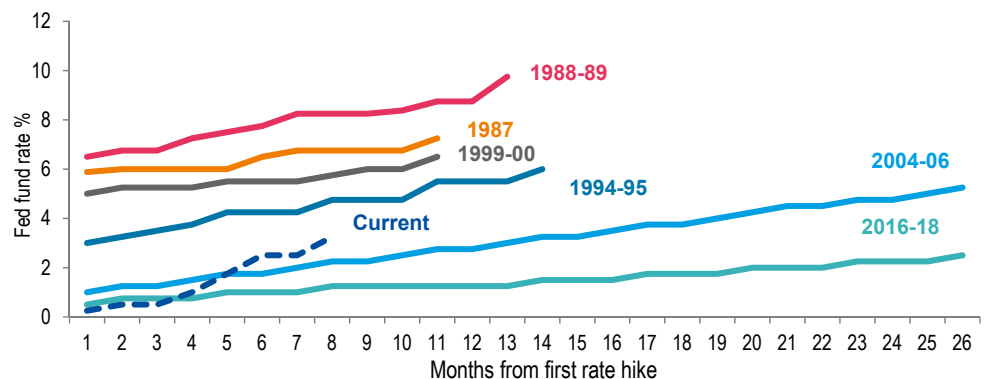
우리는 듀레이션에 대해 온건하게 방어적인 포지션을 취하지만, 신흥국 채권에 대한 시장분위기가 긍정적으로 전환되고 있다고 믿고 있다. 시장 환경은 현지화표시에 대비하여 경화표시에 더욱 우호적이지만, 고유리스크의 스토리를 감안하여 선별이 중요하게 유지된다. 우리는 신흥국 지역 전체에 걸쳐 나타난 침체된 수준에 유념하고 있다. 우리는 긴축화 사이클이 고점에 근접하고 설득력 있는 캐리와 결합된 국가(예: 브라질)를 선호한다. 우리는 신흥국 FX에 신중한 포지션을 유지한다.

FX

우리는 USD에 건설적 포지션, GBP(새로운 재정정책), EUR 및 CNH에 신중한 포지션이다. 하지만, 에너지 위기에 대한 유럽연합 차원의 대응책에 대한 논의는 EUR에 대한 일부 떠받침을 제공할 수 있으며, 이와 관련하여 유연한 접근방식을 유지한다. 신흥국의 경우, 우리는 MXN, CLP에 긍정적 포지션이지만, TWD에는 신중한 포지션이다.

급격한 금리인상 사이클로 인해 시장은 연준이 최종 연방기금금리를 더 높일 것이라는 전망을 가격에 반영하도록 이끌고 있으며, 이는 자본비용에, 특히 저등급의 기업들에 영향을 줄 수도 있다

현재의 금리인상 사이클은 1984년 이후로 가장 급격한 것으로 보인다.



Source: Amundi Institute, Bloomberg as of 30 September 2022.

GFI= 글로벌 채권(global fixed income), GEM/EM FX = 글로벌 신흥국 외환, HY = 하이일드, IG = 투자등급, EUR = 유로화, USD = 미국 재무성증권, RMBS = 주택저당증권, ABS = 자산유동화증권, HC = 경화, LC = 현지통화, MBS = 부동산저당증권, CRE = 상업용 부동산, QT = 양적긴축

주식

기업이익 회복탄력성을 추종할 것



Kasper ELMGREEN,
Head of Equities



Yerlan SYZDYKOV,
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES,
CIO of US Investment Management

우리는 시장이 다시 매력적으로 되기 시작하는 시점에는 아직 도착하지 않았다고 생각하며, 이에 따라 단기적 기간을 넘어 우리의 포커스는 선별 및 기업이익 회복탄력성에 유지된다

종합적 평가

우리는 경제 데이터의 약세를 목격하고 있는 반면에, 예상 기업이익 지표들은 너무 높은 것으로 보인다. 지금까지는 기업의 운영에 영향을 미치는 공급망 혼란, 공급 부족 및 에너지 공급이 발생했지만, 향후에는 시장의 기대 기업이익을 끌어내릴 수 있는 소비자 수요의 하락에서 유발된 서프라이즈가 나타날 가능성이 크다. 하지만, 모든 기업이 동일하게 영향을 받지 않을 것이다. 강력한 가격결정력과 안정적인 재무제표를 가진 기업들은 경기 둔화를 더욱 잘 극복할 수 있을 것이다. 따라서, 우리는 선별적인 포지션을 유지하고 자본비용의 상승과 경기 둔화라는 관점에서 재무제표 상에서 과도한 부채를 가진 기업들은 피한다. 전반적으로 우리는 미국에 대한 선호를 유지하지만, 급변하는 경제 환경과 관련하여 경제 태세를 유지한다.

유럽 주식

기업이익의 하향 수정에 대한 예상을 감안하여 우리는 방어적인 필수소비재와 우량경기민감주에 대한 긍정적 견해를 가지고 밸런스를 잡으면서 차별형 접근방식을 유지한다. 여기에서 핵심은 밸류에이션이 어디에 있는지를 감안하여 '이것이 현재 암묵적으로 의미하는 바가 무엇인지'를 이해하는 것이다. 선별이 핵심적 사안이다. 예를 들면, 매크로 펀더멘탈이 악화되는 경제환경에서도 일부 소매 은행의 암묵적인 기대 밸류에이션이 극단적으로 낮기 때문에 우리는 이 종목을 선호한다. 부문 전반에 걸쳐서 우리는 강력한 재무제표, 회복탄력성이 높은 사업 모델, 가격결정력을 가진 기업들을 선호한다. 중요한 사항은, 현재의 위기는 ESG에 대한 강조가 재개되는 시기라는 점이다. 이와는 반대로, 우리는 기술주에 신중한 포지션을 가진다.

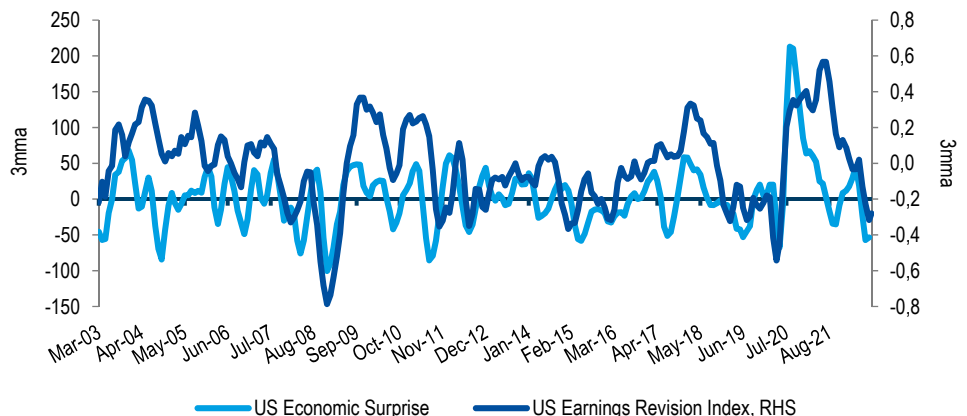
미국 주식

시장은 기업이익이 2022년과 2023년에 성장할 것으로 예상하고 있으며, 인플레이션은 명목수익률을 일정 정도 실질적으로 보호할 수 있을 것이다. 하지만, 우리는 시장이 리세션과 관련하여 기업이익 하향조정을 주가에 반영하는 데에 일반적으로 너무 느리다고 생각한다. 따라서, 시장에서 예상하는 내년의 기업이익을 낮추기 위해서 기업들은 다음 분기의 기업실적 발표 시즌을 이용할 수도 있다. 이는 역으로 주가에 영향을 줄 수도 있으며, 특히 취약하고 수익성이 없고 비싼 주식에 더욱 그러할 것이다. 따라서, 우리는 밸류에이션과 기업이익 회복탄력성에 우선순위를 두며, 향후에 예상되는 경기 둔화에도 배당이익을 실현할 수 있는 기업을 선호한다. 반면에, 과도한 레버리지와 비싼 밸류에이션이 결합되어 있는 매우 높은 경기민감도를 가진 종목은 피한다. 그럼에도 불구하고, 일부 우량경기민감주와 일부 우량성장주 세그먼트는 현저한 조정을 거쳤기 때문에 장기적인 관점에서 매력적으로 만들었다는 사실도 인지되고 있다. 부문별 수준에서 살펴보면, 우리는 은행주와 보험주와 같은 금융주를 선호한다. 미국의 시중은행들은 높은 자기자본순이익률을 나타내고 있고 신용 우려가 여전히 제한적이지만, 우리는 미국의 시중은행들에 선별적인 포지션을 유지한다. 마지막으로, 우리는 투자자가 포트폴리오에서 우량주 및 가치주 바이어스를 고려해야 한다고 생각한다.

신중국 주식

지정학적 리스크와 불확실성이 고조된 상태를 유지하고 있으며, 이로 인해 우리는 단기적으로 신중한 견지를 유지한다. 하지만 선진국-신중국 경제성장률 차이와 선별적으로 매력적인 신중국 밸류에이션은 긍정적이다. 우리는 브라질과 UAE를 선호하는 반면에, 중국에는 전술적으로 중립적 포지션, 튀르키예 은행주에는 신중한 포지션을 취한다. 부문별 수준에서 우리는 경기소비재 세그먼트의 가치주 종목을 모색(특히 중국에서는 내수소비에서 예상되는 반등을 감안함)하며, 소재 부문에 대비하여 에너지 부문을 선호한다.

기업이익 전망수정으로 이어질 수 있는 경제적 환경



Source: Amundi Institute, Bloomberg, as of 28 September 2022. Eco. surprise index = positive reading means data releases have been stronger than expected, whereas a negative number means data released has been worse than expected. 3 month moving averages shown above



글로벌 테마 견해



Didier BOROWSKI,
Head of Macro Policy Research,
Amundi Institute

「인플레이션 감축법」을 통해 유엔은 온실가스 배출량을 2005년과 비교하여 2030년까지 50% 감축하려는 목표를 성취할 수 있게 될 것이다

미국: 구체화되고 있는 그린산업 정책

지난 8월에 미국 의회의 「인플레이션 감축법」(IRA)에 대한 승인은 많은 사람들에게 놀라움으로 다가왔다. 중간선거가 불과 수개월 앞으로 다가왔고 의회에서 절대적 다수당이 없는 상황에서, 아무도 새로운 법률이 제정될 것이라고 예상하지 못했다. 하지만, 민주당과 공화당은 가까스로 합의를 이끌어 낼 수 있었다. 우리는 아래에서 이번 법률의 중심적 사안인 환경적 전환을 촉진시키기 위해서 발표된 조치들에 대해서 논의하고 있다. 유럽은 미국의 새로운 그린산업 정책의 세부양태를 면밀하게 들여다보는 것을 통해 많은 것을 참고할 수 있을 것이다.

「인플레이션 감축법」은 탈탄소화, 재생 에너지, 에너지 안보를 위해 10년의 기간 동안에 지출되는 3,690억달러를 포함하고 있다. 이는 2009년 「미국 경제회복 및 재투자법」의 재생 에너지와 그린 기술의 투자에 전용으로 배정된 금액의 4배가 넘는 금액으로, 이 분야에서 미국 역사 상 가장 커다란 규모의 연방 입법 패키지이다.

「인플레이션 감축법」은 재생 에너지로의 전환을 가속화시키려는 목적을 가지고 있다. 탈탄소 전력 생산 및 신규 전기자동차 구입에 대한 여러 세액공제를 2031년까지 연장시키는 이번 입법 사항은 관련된 투자를 활성화하는 목적을 가지고 있다. 따라서, 「인플레이션 감축법」은 미국 산업정책과 민주당 노선에서 전환점을 나타낸다.

법률의 중심적 사안인 환경 관련 조항

환경 관련 조항에는 보조금, 세액공제, 환경정의조치 및 핵심 에너지 인프라에 대한 투자를 포함하고 있다.

그 목표는 미국의 온실가스(GHG) 배출량을 감축하는 것이다. 이번 법률은 기후변화에 대처하기 위해서 미국 연방 정부가 제안하는 최초의 종합적 계획이다.

탈탄소화 전력 생산과 더불어 「인플레이션 감축법」은 에너지 효율성 향상을 통해 온실가스 감축도 목적으로 하고 있다. 일부 연구(예: Energy Innovation의 연구)에 따르면, 「인플레이션 감축법」은 2030년까지 CO₂ 환산량(CO₂e)의 820-1200 메가뉴턴미터톤(백만미터톤) 온실가스 배출량을, 또는 2005년 수준과 비교하여 약 40% 감축시킬 것이다. 이를 통해서 유엔은 온실가스 배출량을 2005년과 비교하여 2030년까지 50% 감축하려는 목표를 성취할 수 있게 될 것이다. 온실가스의 주요 감축은 재생 에너지 및 전력 그리드에 대한 대규모 투자를 통해서 전기 부문에서 달성된다.

청정 에너지와 기타 기후 해결책에 대한 비용을 낮추는 과정을 통해 「인플레이션 감축법」은 미국의 주, 도시 및 기업들이 기후 관련 사업을 더욱 쉽게 추진할 수 있게 만들 것이다.

프린스턴 대학교의 에너지 및 기후 전문가(REPEAT 프로젝트)¹에 따르면, 「인플레이션 감축법」은 2030년에 미국의 연간 에너지 지출을 적어도 4% 줄이거나, 또는 가계, 기업, 산업의 연간 500억 달러를 절약할 수 있게

역설적이게도 그 법령명(인플레이션 감축)에도 불구하고, 이번 입법 사항은 우리가 일반적으로 설정하는 경제전망의 기간에는 인플레이션을 둔화시킬 가능성이 낮다. 물가를 낮추는 데에 어떠한 영향을 주더라도, 재정적자의 축소, 생산 및 기타 주요 인프라 투자를 통한 원자재 공급 확대, 의약품 가격의 인하(여기서 우리의 포커스는 에너지 전환에 유리한 조치에 있음)로 이어지는 효과는 최소한으로만 나타날 것이고 현실화되는 데에는 수년이 소요될 것이다. 소비의 감소로 인해서 유가와 가스 가격에 대한 추가적인 하향 압력이 예상된다. 프린스턴 대학교의 REPEAT에 따르면, 중기적(2030-35년)으로 원유 가격은 약 5%, 미국 천연가스 가격은 10-20% 하락할 것으로 추산된다.

할 것이다. 이는 미국 가구별로 에너지 비용을 연간 수백 달러를 절약하는 결과로 나타날 것이다. 연방 세액공제, 세금환급 및 투자는 전기자동차의 비용을 낮추고 건물의 에너지 효율성을 개선시키고 업계의 투자에 대한 자금 지원을 하게 될 것이다. 따라서, 「인플레이션 감축법」은 풍력 및 태양력을 통한 전력의 생산용량을 부양시킬 수 있을 것이다.

「인플레이션 감축법」은 향후 10년(2023-32)년 동안에 미국에서 새로운 에너지 공급 인프라에 대한 누적투자액 3.5조 달러를 이끌어 낼 것이다. 여기에는 교통/수송, CO₂ 격리 및 탄소 포집을 활용하는 화석연료 에너지 생산에 대한 2030년까지 연간 200억 달러 이상의 투자가 포함된다. 수소 생산에 대한 연간 투자액은 2030년까지 3배(연간 30억 달러)가 될 것으로 기대되며, 2035년까지는 누적 투자금액이 500억 달러가 될 것이다. 풍력 및 태양광 에너지에 대한 투자는 2030년에 현재보다 두 배인 3.21조 달러에 도달할 것으로 예상된다.

「인플레이션 감축법」은 전기자동차 및 기기와 효율성이 높고 전기로 작동하는 난방 시스템/산업공정 시스템의 설치와 같은 가계와 기업에 의한 추가적인 주요 에너지 시스템에 대한 투자를 견인할 것이다. 또한, 청정 에너지 및 그 사용을 확대하기 위해서 수백억 달러 규모의 보조금, 세액공제, 대출을 제공하게 된다. 이러한 모든 조치들은 추가적인 투자와 일자리를 부양시키게 된다. 그리고, 중요한 새로운 청정 기술에 대한 혁신과 원숙화,

¹ <https://www.princeton.edu/news/2022/08/25/princeton-energy-and-climate-experts-weigh-impactinflation-reduction-act>



글로벌 테마 견해

미국 당국이 채택한 전략은
탄소세에 중점을 두는 유럽이
선택한 접근방식과 상반된다

청정 에너지 공급망의 구축과 정착, 공중 보건의 개선 및 환경정의를 촉진시킬 것이다.

신기술은 지난 10년간 풍력 및 태양광 산업을 확대하고 비용을 절감(2009년 이후 70~90%)하는 데 도움을 주었던 생산 및 투자에 대한 세액공제와 유사한 영향을 미칠 것으로 예상되는 새로운 보조금에서 활력을 얻을 것이다. 마지막으로 「인플레이션 감축법」은 무엇보다도 태양광/풍력 에너지, 배터리, 무엇보다도 전기차의 부품 및 조립품을 미국에서 제조하는 발전을 지원할 것이다. 「인플레이션 감축법」은 2030년까지 누적 투자액이 수조

탄소세 제안 철회: 공화당과 민주당 사이의 타협 비용

공화당과 민주당 사이의 타협은 지금까지 기후 전환을 가속화시키는 핵심적 제안이었던 탄소세 아이디어를 철회하면서만 가능했다. 물론 탄소세는 다수의 미국인들이 반대했던 것은 사실이다. 미국인의 단 28%만이 탄소세에 찬성한 반면에, 절반 이상의 미국인들은 보조금이나 저탄소 기술과 그린 인프라에 대한 투자를 선호했다.

미국 당국이 채택한 전략은 탄소세와 탄소거래시장에 중점을 두는 유럽이 선택한 접근방식과 상반된다. 어떤 면에서는 세액공제(「인플레이션 감축법」의 주요한 금융적 수단)이 탄소세를 대체한 것으로 볼 수도 있다.

탈탄소화 기술 부문에 우선순위를 두는 것을 통해서 바이든 행정부는 진정한 그린 산업정책을 이행하고 있다. 관련된 조치들은 공급 측면의 조건을 전환시키는 것을 목적으로 하고 있으며, 이는 민주당 노선에서 전환점을 나타내고 있다. 대부분의 전문가들은 이번 입법을 통한 조치들이 2050년까지 탄소 중립을 달성하기에는 충분하지 않을 것이라고 믿고 있다. 하지만, 「인플레이션

달러에 이르는 보조금, 대출, 세금 인센티브를 제공하게 된다.

추산치에 따르면, 전체적으로는 이러한 조치들로 인해서 최대 130만개의 새로운 일자리가 특히 건설 및 서비스 부문에서 창출될 수 있으며, 2030년까지 GDP를 0.6-0.8% 추가 견인할 수 있다. 기후 관련 손실을 예방함으로써 약 510-740억 달러가 절감될 수 있다. (이번 입법에 포함된 다른 모든 조치들을 포함할 경우에는 관련된 총 절감금액은 3,290억-5,350억 달러로 증가함)

감축법」은 미국이 그린/환경 분야에서 리더십을 일부 되찾을 수 있게 만들 것이 분명하다. 그리고, 중간선거 불과 몇 개월을 남겨두지 않은 시점에 의회에서 초당적 합의에 도달했다는 사실은 차기 정부의 정치적 성과와는 상관없이 향후 수년 동안 안에 이와 관련된 새로운 조치들이 통과될 가능성을 높이고 있다.

이는 지구에 매우 좋은 소식이며, 이와 같은 실용적인 접근방식에 다른 국가들도 관심을 가져야 할 것이며, 특히 광범위한 투자가 이루어져야만 하는 유럽이 면밀하게 참고해야 할 사례이다. 유럽이 선택한 탄소거래시장의 경로는 유럽 전체 수준의 선제적인 재정적 조치에 의해 유용하게 보완될 수 있다. 유럽인들은 자신들의 목표를 달성함에 있어서 상상력도 발휘해야만 할 것이다. 현재의 에너지 위기는 유럽 지역에서 공동의 조화된 행동을 하게 하는 촉매제가 될 수 있으며, 그렇게 되어야만 한다. 이는 유럽의 경쟁력과 전략적 자율성에 관련된 사안이다.

2022-10-04 작성 완료



중심 시나리오 및 대안 시나리오 (12~18개월 기간)

월별 현황

우리는 기존 시나리오의 내용과 확률을 유지한다. 우리가 파악한 리스크요인의 일부는 중심 시나리오에서 발생할 수 있지만 시장에 의해 가격에 완전히 반영되지 않았을 수 있다는 사실에 유의해야 할 것이다. 다운사이드 시나리오가 현실화하려면 리스크요인들의 결합이 필요할 것이다. 다운사이드 시나리오는 업사이드 시나리오에 의해 반대편의 요인들(가스 가격의 완화 및/또는 글로벌 통화정책의 복합적인 긴축화 등으로 인한 인플레이션의 급격한 하락 및 과소평가될 수 있는 그 영향 등)로 균형을 잡아주고 있다.

다운사이드 시나리오 15%	중심 시나리오 70%	업사이드 시나리오 15%
심각한 글로벌 슬럼프	스태그플레이션 발생, 경제적 분화의 상승 동반	빠르게 찾아드는 인플레이션, 스태그플레이션 발생의 종료
분석	분석	분석
<ul style="list-style-type: none"> 우크라이나 전쟁의 악화/확대 에너지 위기 및 유럽의 심각한 리세션 코로나19의 재유행 기대 인플레이션의 디앵커링, 중앙은행의 무질서한 조정 정책 중국의 리세션 글로벌 경기둔화, 두 번째 단계로 재개되는 디플레이션 압력 동반 글로벌 금융위기/채무위기, 여러 신흥국의 디폴트 동반 정부의 경기사이클 대처적인 재정정책의 이행 실패. 금융억압에 대한 결정적 조치 기후 전환 조치의 연기 	<ul style="list-style-type: none"> 교착상태의 우크라이나 전쟁 높은 에너지 가격으로 인한 유럽연합에서 신뢰도 충격 코로나19의 엔데믹(풍토병)화 2024년까지 중앙은행의 물가목표치로 인플레이션이 복귀하지 못함 글로벌 GDP 명목성장률이 추이보다 높아짐, 기업이익에 대한 영향이 완화됨 경제성장률 분화: 유로통화권/영국의 리세션, 중국의 미진한 경기반등, 기대 이하의 미국 기대성장률 (2023년에는 잠재성장률보다 훨씬 낮음) 중앙은행의 분화: 긴축사이클을 계속(4분기에는 종료)하지만 비둘기파적 견지를 채택하는 연준(Fed), 소프트한 금리인상 사이클을 이행하는 영국중앙은행(BoE), 금리를 인상하고 TPI 도입한 유럽중앙은행(ECB), 완화적 바이어스를 가진 중국인민은행(PBoC) 분화된 재정정책: 온건한 확장정책의 유럽연합, 2022-23년 제한적인 정책의 미국 기후 변화가 원자재 사이클에 지장을 주고 스태그플레이션 추이를 가중시킴 	<ul style="list-style-type: none"> 우크라이나 전쟁이 종전되고 제재가 점진적으로 철회됨. 러시아는 가스 공급을 유지하고, 원자재 시장이 정상화됨 코로나19가 찾아들 인플레이션이 빠르게 하락하고, 공급 병목현상이 완화됨 리세션 공포가 사라지고, 인플레이션은 관리가 되어 중앙은행에 대한 압박이 완화됨 불확실성 감소, 잉여적인 저축, 구매력 상승은 기업 마진의 잠식이 없으면서 선진국에서 소비와 투자를 촉진시킬 수 있음 재정규율이 점진적으로 복원됨 기후변화 정책과 에너지 전환이 최우선순위가 됨
시장 함의	시장 함의	시장 함의
<ul style="list-style-type: none"> - 현금, USD 및 미국 재무성증권 선호할 것 - 최소 변동성 전략에 플레이할 것 - 금 	<ul style="list-style-type: none"> - 리스크 감안의 실질수익성의 하락이 예상됨. - 미국 재무성증권 및 유로통화권과 신흥국의 수익률곡선의 제한적인 스티프닝 - 금, 연계채권, 주식, 실물자산, 원자재를 통해 인플레이션 헤지 - EM: 단기적으로 신중한 포지션, 장기적인 실질수익 및 성장 스토리는 영향을 받지 않음 	<ul style="list-style-type: none"> - 미국 재무성증권 곡선의 베어 스티프닝 - 경기민감주와 가치주 익스포처로 위험자산에 대한 선호할 것 - 인플레이션 헤지로서 물가연동채권 및 주식에 대한 선호

지정학적 사안 코로나19 관련 토픽
 기대성장률과 기대인플레이션
 통화정책 및 재정정책

경기복구 계획 또는 금융조건
 민간 및 공공 채권발행인의 지급불능(부도)

경제레짐 또는 금융레짐
 사회적 또는 기후관련 토픽



상위 리스크

월별 현황

우리는 리스크의 세 가지 군에 대해 기존의 확률을 유지한다. 모든 측면에서 긴밀하게 연결되어 리스크가 상승하고 있음이 발견된다. 경제적 펀더멘탈은 글로벌적으로 악화되고 있다(이는 중심 시나리오에서 반영되어 있음). 우크라이나 전쟁의 진행 과정과 그 잠재적인 함의는 시나리오를 양쪽 어느 방향으로도 치우치게 만들 수도 있다. 우리는 코로나 관련 리스크(중국의 봉쇄조치 포함)를 경제적 리스크의 일부분으로 간주한다. 리스크는 헤징 전략의 파락이 용이하도록 그룹화되어 있으며, 이러한 그룹화된 리스크들 사이에는 분명한 관련성이 있다.

경제적 리스크 30%

- 석유/가스 가격 상승의 충격, 금융조건의 긴축화 및 구매력 상실로 견인된 **글로벌 리세션**.
- 러시아에 의한 **가스 공급의 무기화**는 유럽에서 **극심한 에너지 위기**를 유발하고, **심각한 리세션** (신뢰도 충격)으로 이어짐.
- 러시아 경제의 붕괴, 상승된 에너지 가격, 관리되지 못하는 인플레이션, 및 이주민 위기에서 파급된 **동유럽의 경제적 위기**.
- **중앙은행의 무질서한 조정 정책**, 인플레이션을 견인한 공급 측면을 간과하고 인플레이션에 대한 통제력을 상실함.
- 지속적인 투입가격의 압박(마진 압박)이 동반된 글로벌 경기둔화가 촉발하는 **글로벌 기업수익성 리세션**.
- **중국의 리세션**. 통제 범위를 벗어나서 악화되는 주택 시장 위기와 결합된 제로 코로나19 정책.
- **‘거대한 일치’의 시대 종료**: 지속적인 스태그플레이션 압박과 더불어 중앙은행들과 정부들의 목표가 더 이상 서로 일치되지 않음: 경기사이클 대체적인 재정정책을 이행할 수 있는 여지가 줄어들.
- **팬데믹**:
 - 더욱 위험하고 백신 내성을 가진 변이의 등장할 리스크.
 - 새로운 봉쇄조치 또는 이동성 제한.
- **기후관련 자연재해**가 성장 가시성과 사회적 균형을 저해함.

금융적 리스크 30%

- **국제 위기**:
 - 우크라이나 전쟁의 장기화는 사상 최고인 공공부채 비율에 대한 선진국의 취약한 재정조달을 더욱 악화시킬 수 있음.
 - 기대인플레이션의 디앵커링이 통화긴축 강화와 채권시장 전위로 연결될 수 있음.
 - 대부분의 국가들은 신용등급의 하락과 금리인상에 취약하다.
 - 약세의 신흥국 시장이 국제수지 위기를 유발하고 채무불이행의 리스크를 증가시킬 수 있음.
- 펀더멘탈 악화, 불확실성 상승 및 압박을 받는 기업 마진(투입 비용 상승, 수익성 경교로 이어지는 이중 주문)으로 인한 **기업 지급불능 리스크의 상승**.
- **광범위한 그린워싱(위장환경주의)와 ESG 투자 거품이 에너지 전환 자금조달을 저해함**.
- **USD 급상승**이 불안정한 통화시장으로 이어짐.
- **환율전쟁**: 통화 평가절상은 중앙은행이 인플레이션 압박에 대처하는 하나의 방식임.

정치적/지정학적 리스크 30%

- **우크라이나 전쟁**:
 - 높은 강도의 분쟁 및 서구와 잠재적 군사적 대결의 확산으로 이어지는 군사적 대치의 장기화.
 - 러시아는 군사적으로 밀리게 되고, 이에 따라 러시아가 전술적 핵무기를 사용할 리스크가 증가함.
 - 우크라이나에서 핵 시설에서 사고 발생의 높은 리스크.
 - [그럼에도 불구하고, 이러한 사고 이후에는 향후 수개월 이내에 상황이 안정화되어 종전/휴전의 방향으로 이끌어질 수도 있음]
- 러시아와의 관계 설정에 대한 의견불일치를 가져오는 **유럽연합의 정치적 파편화** 또는 포퓰리스트 세력의 확대.
- 대만 침공의 차단을 시도하기 위해서 **중국에 강경노선을 취하는 미국**. 남중국해나 대만 해협에서의 우발적 충돌의 리스크.
- 일련의 사회적 소요 발생으로 이어지는 식품 및 에너지 가격의 상승이 견인하는 **신흥국의 정치적 불안정성**.
- 이란이나 북한의 핵무기 개발에 따른 우려 및 제재의 재부상.
- **에너지 전환이 다시 지연될 리스크가 글로벌한 측면에서 증가함**. 물부족 및 이주민 이동 등으로 견인되어 갈등 리스크를 상승시키는 **지구 온난화**.
- 보안, 에너지, 및 의료보존 서비스의 IT 시스템을 중단시키는 **사이버 공격 또는 데이터 유출**.

+ 현금, 연계채권, JPY, 금, USD, 성장주에 대비한 우량주, 경기민감주에 대비한 경기방어주.

+ CHF, JPY, 금, CDS, 옵션, Min Vol.

+ 선진국 국채, 현금, 금, USD, 변동성, 방어적 포지션, 석유.

- 위험자산, AUD CAD 또는 NZD, 신흥국 현지통화.

- 석유, 위험자산, 프런티어 시장, 신흥국.

- 크레딧 및 주식, 신흥국 채권지수.



CROSS ASSET 디스패치: 시장 변곡점 감지하기

● 변곡점에 도달함

● 변곡점에 접근 중

● 변곡점에 도달했다고 판단하기는 너무 이름

●●● 경제적 배경

- 지속적으로 높은 인플레이션 압박과 내수수요의 약세로 인해서 경기모멘텀이 둔화되고 있다. 우리는 미국경제가 연속적으로 여전히 예상하지만, 정책실수가 핵심적 리스크로 유지되면서 리세션 리스크가 2023년 중반까지 유지될 것이다. 유럽의 경우, 생활비와 인플레이션이 원인이 되는 리세션이 겨울에 발생할 것으로 예상되며, 우리는 이제 이러한 리세션이 이전에 예상했던 것보다 심각하고 미진한 회복이 뒤따를 것으로 생각한다.
- 스태그플레이션 모멘텀을 바탕으로 인플레이션과 성장 전망의 수정 방향은 분화되고 있다.
- 지정학적 측면의 장기화된 스트레스와 재정정책과 통화정책 사이의 줄다리기는 최종적인 경제적 결과를 불확실하게 만들어서 데이터 변동성을 악화시키고 있다.

●●● 펀더멘탈 및 밸류에이션

- 최근의 광폭적인 매도는 지난 여름 이후에 형성되었던 과대평가 밸류에이션을 말끔하게 지워버렸다. 하지만, 단기적으로는 여전히 진입포인트를 파악하는 것은 어렵다.
- 주식 멀티플은 현재의 인플레이션 환경과 긴축적 통화정책에 더욱 부합하게 된 것으로 보이지만, EPS 기대감은 낙관적으로 유지되고 있기 때문에 아직까지는 리세션을 가격에 반영하고 있지는 않고 있다.
- 스태그플레이션은 기업 수익성에 경종을 울릴 것이기 때문에 펀더멘탈은 지난 9월 비교하여 악화되고 있다.

중립적 + 자산배분

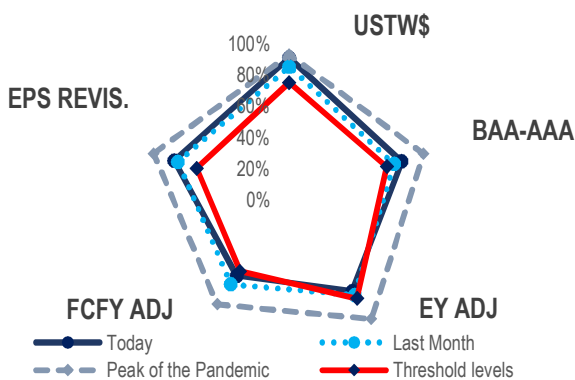
●●● 기술적 요인

- 기술적 요인은 멀티에셋 유니버스 전반에 걸쳐서 취약한 상황을 부각시키고 있다. 자산 추이는 고도로 파편화되어 있어, 시장에서 지속적인 숨통을 트이지 못하고 있다. 주식, 국채 및 크레딧은 추이를 추종하는 관점에서는 매력적이지 못한 상태를 유지하고 있지만, 역행투자 메트릭스(contrarian metrics)는 공격적인 리스크 저감(de-risking)을 저지하고 있고, 때때로는 급격한 샷스퀴즈의 유발요인이 되고 있다.

●●● 시장분위기

- 리스크 분위기가 9월에 크게 악화되었으며, 우리의 세 가지 모델 모두에서 심각한 리스크오프의 상태이다. 예상보다 악화된 9월 미국 CPI 이후로 모든 곳에서 금융조건이 타이트해진 반면에, USD와 리스크 편중 메트릭스는 우리의 CAST와 MoMo 각각에서 리스크오프 확률의 상승을 계속 부채질하고 있다. 무엇보다도, 리스크 분위기 측은 단기적으로 방어적인 자산배분이 필요할 수 있다고 계속 제시하고 있다.

여전히 부양적인 Cross Asset Sentinels Thresholds (CAST)



Source: Amundi Institute. Data as of 30 September 2022.

CAST 리스크 인식은 1분기에 구조적인 리스크의 증가를 보여주지 못했지만, 2분기 이후로는 우호적이니 않게 되었다. EPS 전망조정은 리세션 공포에 반응하여 부정적으로 변경되었으며, USD는 리스크오프가 크게 필요하다고 요구하고 있다. 크레딧 리스크프리미엄은 높게, 경고 이상으로 유지되고 있으며, 위험자산 전반에 걸쳐 방어적인 견지를 요구하고 있다.

방법론: 우리는 '전초징후(sentinel)'라고 불리는 5가지 변수, 즉 거래가중치 기준의 미국 달러화, 무디의 Baa-Aaa 스프레드, EPS 전망조정, 조정된 채권수익률 리스크, 조정된 현금 흐름 수익률 리스크를 고려한다. 이러한 전초징후는 우리의 전술적 자산배분의 리포지셔닝에 사용된다. 건전한 임계점이 감지되면, 이러한 5개의 변수는 특정한 확신 수준과 더불어서 모든 시장의 스트레스 조건을 예측하는 하나의 지수로 통합된다. 이 오각형은 5개의 전초징후를 시각화하며, 여기에서 적색 선은 경고 임계점을 나타낸다. 적색 선 위의 거리가 클 수록 리스크 인식이 높으며, 결국에는 방어적인 자산배분에 근접하도록 움직임 필요성이 높게 된다.



글로벌 리서치 클립

1 미국 인플레이션이 강세인 것으로 드러났지만, 정점을 지난 것으로 보임 - 연준은 매파적 견지를 유지할 것임

- 미국 8월 CPI 데이터는 업사이드의 서프라이즈를 보였다. 하지만 이미 정점을 지났을 수 있으며, 우리는 미국 헤드라인 인플레이션이 9% 정점에서 2022년 4분기에 7.5-7.0% 범위로 둔화될 것으로 예상하지만, 그 모멘텀은 단기적으로는 강세를 유지할 것이다.
- 다음 번의 수치에서 코어 인플레이션이 예상보다 더 강력한 상승세를 나타낸다면, 연준은 이후에 인플레이션 재발을 피하기 위해 훨씬 더 긴축적인 접근방식을 채택할 수 있으며, 이에 따라 과도한 긴축의 리스크를 증가시킬 수 있다.
- 이와 같은 상황을 바탕으로 연준은 인플레이션을 안정시키기 위해서 매파적 견지를 유지할 것이다. 우리는 연준이 금리를 공격적으로 계속 인상할 것으로 예상하며, 최종 연방기금금리는 2023년 3월에 5.0%가 될 것으로 보인다.
- 우리는 미국 재무성증권 수익률 예측을 12개월 지평을 기준으로 2년물은 4.3-4.5%로 10년물은 3.9-4.1%로 올렸다.

투자 중요 함의

- 주식에 대해 신중한 포지션을 유지.
- 미국 10년물 인플레이션 연계채권과 유통화권 명목채권의 투자비중 축소.
- 미국 브레이크이븐에 중립적 포지션.
- HY 크레딧에 대비하여 IG 선호.

2 유럽중앙은행이 매파적 견지를 취하는 와중에 2022년말에 리세션으로 진입할 것으로 보이는 유통화권

- 우리의 기본 시나리오에서는 천연가스 가격으로 인해 2022년 3분기-2023년 1분기에 역성장으로 이어지고 그 회복은 2023년 2분기에 시작되지만 더욱 미진할 상태로 이어지는 하방 리스크를 상정하고 있다. 우리는 2023년 실질 GDP 성장률 예측을 -0.5%로 낮추었다.
- 국가별 개별 정부들이 에너지 위기를 상쇄시키기 위해서 시행한 조치들의 영향은 긴축적 통화정책으로 인해 제한적일 것이다. 재정적 지원이 에너지 위기의 충격을 전면적으로 상쇄시킬 가능성은 낮다.
- 상황의 변화가 없다면 유통화권 인플레이션은 아직도 정점을 지나지 않은 상태에서 가을-겨울 시즌 동안에 급상승할 것이다.
- 이에 따라서, 유럽중앙은행은 매우 매파적인 견지로 전환했다. 우리는 추가적인 금리인상을 예상하며, 양적긴축에 논의가 진행되는 와중에 최종 수신금리는 2023년 5월에 2.75%가 될 것으로 보인다.
- 핵심국 국제수익률은 더욱 상승할 것이다. 우리는 독일국제 목표수익률을 12개월 지평을 기준으로 2년물은 1.8-2.0%로 10년물은 2.3-2.5%로 올렸다.

투자 중요 함의

- 유통화권 자산에 신중한 포지션 유지; 주식과 크레딧의 경우 유통화권보다 미국 선호.
- 핵심국 국제에 신중한 포지션.
- FX 시장의 경우, USD가 EUR에 대비하여 추가적으로 평가 절상될 수 있으며, 단기적으로는 0.94까지 될 가능성도 있음.

3 이탈리아 총선 결과에 온건하게 긍정적인 반응을 보인 시장

- 중도우파 연합이 약 44%의 득표율로 승리했다. 안정적인 정부를 구성하기에 충분한 의석이지만, 2/3 이상의 의석이 필요한 헌법 개정을 통과시키기에는 충분하지 않다.
- 이탈리아의 신임 총리는 「이탈리아 형제들」의 조르지아 멜로니 당대표가 될 것으로 보인다. 마리오 Дра기의 과도기 정부는 예산법과 관련된 일부 사안들을 처리하게 될 것이다.
- 새로운 정부는 공공재정 수치를 일부 조정하고 「국가복구 및 회복계획」(NRRP)의 개정에 대한 협상을 시도할 수도 있다. 유럽연합 재정목표를 고수하여 이탈리아 경제정책에 대해서 유럽연합 기구들과의 충돌을 피할 가능성이 크다.
- 스프레드(가산금리)의 최근 상승세는 유럽중앙은행 최종금리에 대한 강력한 가격재조정 및 핵심국 국제수익률의 상승과 같은 외부요인에 의해 견인된 것으로 보인다. 기술적 요인들은 향상되었고 이는 유럽중앙은행 매파적 견지를 상쇄시키는 데에 도움을 줄 수도 있다.
- 주식의 경우, 우리는 일부 단기적인 안도 랠리가 있을 것으로 예상된다. 구조적인 랠리가 있기 위해서는 정부 인사, 2023년 예산법 승인 및 「차세대 유럽연합」(NGEU) 계획의 변경 가능성에 대한 명확성이 확실해질 할 필요가 있다.

투자 중요 함의

- 변동성이 높게 유지될 수 있기 때문에 이탈리아 국제에 신중한 포지션 유지.
- 이탈리아 주식의 경우, 강력한 인플레이션에서 일부 보호를 확보하면서 미래 성장에 대한 가시성이 높은 기업에 포커스 및 부문별로 밸런스 있는 익스포져 유지.

4 FX 시장: 기술적 숏스위즈 랠리 및 높은 변동성의 리스크

- USD에 대해서는 2021년 중반 이후로 투기세력과 기관투자자들이 롱포지션을 취하고 있다.
- USD 롱포지션은 광범위하게 퍼져 있지만, EUR, GBP, JPY는 지난 2-5년에서 가장 낮은 수준에 있지만, 아직까지는 사상 최저점을 근접한 수준은 전혀 아니다.
- G4 FX에 대한 과장된 포지셔닝에도 불구하고, 우리는 전략적 견해에서 전환을 아직은 고려하지 않을 것이다.

투자 중요 함의

- USD 롱포지션에 추가하기 위해 숏포지셔닝 통화의 모든 형태의 반등을 활용할 것, 특히 EUR, GBP, CAD, SEK, NZD에 대비하여 반등하는 통화 활용.
- JPY는 우리가 숏포지션을 취하지 않을 유일한 통화이며, 2022년말까지 상방 리스크가 있을 것으로 파악하고 있음.
- 중국 수출 성장세의 완화, 미국에 대비하여 마이너스인 금리 차이, 양안의 긴장 관계가 긍정적인 요인들(플러스의 경제성장률 차이, 포트폴리오 흐름의 안정화 포함)을 짓누르고 있기 때문에 CNY는 평가절하가 추가적으로 이루어질 수 있음.



AMUNDI 자산종목 견해

	자산종목	견해	1개월 변화	근거
주식 플랫폼	미국	=/+		미국에서 주요 테마는 연준이 어느 정도까지 금리를 인상할 의지가 있는지의 여부와 기업이이익이 경제둔화에 어떻게 영향을 받을 것인가라는 사안들로 유지되고 있다. 우리는 강력한 소비자 수요, 타이트한 노동시장, 소비자동향지수의 개선이 기업이이익을 떠받치고 있다고 생각한다. 우리는 선별적인 포지션을 유지하고 이익배당, 자사주 매입 등을 통해서 주주에게 보상하는 기업들을 모색하고 있다.
	미국 가치주	+		향후에 예상되는 성장둔화는 가치주에 경기민감성이 덜 한 종목(우량주의 특성과 지속 가능한 마진을 보여주는 종목)을 보완해야 할 필요성을 부각시키고 있다. 반면에, 투자자는 밸류에이션이 기업이이익 잠재력을 정당화시키지 못하는 세그먼트, 예를 들면 성장 부문에 있는 비싼 가치주는 피해야 할 것이다.
	미국 성장주	-		금리 인상 및 이것이 자본비용에 영향을 주는 상황에서, 밸류에이션이 캐시플로우에 대한 의존성이 증가일로에 있는 주식은 이러한 상황에서 더욱 영향을 받을 것이다. 이와 더불어서, 일부 세그먼트의 현재의 밸류에이션은 펀더멘탈에서는 정당화되지 않는다. 따라서, 우리는 신중한 포지션을 유지하지만, 가격이 합리적인 것으로 보이는 우량성장주와 같은 분야를 관찰하고 있다.
	유럽	--		리세션 불확실성과 지정학적 상황으로 인한 생활비의 상승을 감안하여 우리는 유럽에 신중한 포지션을 유지한다. 유럽은 경기민감의 시장이기 때문에, 글로벌 경기둔화는 유럽 기업이이익에 부정적이다. 하지만, 경기둔화가 종료될 때 유럽 지역은 가장 먼저 수혜를 누릴 수 있는 지역이다. 우리는 장기적 기업이이익 회복탄력성과 재무제표 강점에 포커스를 유지한다.
	일본	=		글로벌 경제성장 둔화와 일본시장의 상대적으로 매력적인 밸류에이션이라는 관점에서 일본에 대해 중립적 포지션을 취한다.
	중국	=	▼	통화정책과 재정정책은 경기부양적인 반면에, 주택 부문의 문제와 코로나 봉쇄지역의 확산이 가계의 소득과 지출에 영향을 주고 있다. 균형 잡히고 질 높은 성장의 형태에 대한 장기적인 추진이 시행되고 있다.
	중국 이외의 신흥국 시장	=		신흥국 투자 공간은 국내 및 고위험 스토크가 글로벌 약세 및 지정학적 긴장이 결합되어 복합적으로 영향을 받고 있다. 따라서, 우리는 한 편으로는 UAE, 브라질과 같은 원자재 수출국을 선호하지만, 다른 편으로는 태국, 대만, 튀르키예와 같은 국가들에는 신중한 포지션이다. 우리는 전반적으로 선별적인 견지를 유지한다.
채권 플랫폼	미국 국채	=		연준은 최근에 경제성장 전망을 하향 수정했지만, 금리 상승을 통해 인플레이션을 안정화시키겠다는 기존의 의지를 재반복했다. 매력적인 수익률 수준과 결합된 이러한 상황으로 인해서 우리는 채권이 보호를 제공할 수 있다고 믿게 되었다. 우리는 긍정적인 바이어스와 민첩한 견지를 가지면서 듀레이션에 중립적 포지션을 유지한다. 실질수익률의 최근 급상승을 감안하여, 우리는 진입포인트를 위해 물가연동국채(TIPS)를 모니터링하고 있다.
	미국 IG 회사채	=/+		견조한 기업의 재무제표 및 소비자의 재정상태, 매력적인 캐리와 밸류에이션으로 인해서 우리는 다른 약세의 크레딧 보다는 미국 IG를 선호한다. 하지만, 우리는 '경각'의 리스크를 견딜 수 있고 기업이이익 회복탄력성을 보여주는 일부 종목을 파악하고 있다.
	미국 HY 회사채	-	▼	채무불이행(부도) 상황은 현재로서는 제한적인 것으로 보이지만, 인플레이션 안정화를 위한 금리 인상에 대한 연준의 의지(이는 궁극적으로 캐시플로우 생성에서 약세인 기업들에게는 유동성 상황에 영향을 줄 수 있음)를 감안하여 우리는 스프레드(가산금리)를 주목하고 있다. 따라서, 우리는 신중한 포지션을 유지하고 수익률을 유동성 및 펀더멘탈로 균형을 잡는 것을 목표로 하고 있다.
	유럽 국채	=		물가를 통제할 수 있는 수준으로 끌어내리겠다는 유럽중앙은행의 약속에도 불구하고, 유럽에서의 경제적 압박은 유럽중앙은행이 금리 인하를 최대한 할 수 있는 한도를 제한할 수도 있다. 우리는 유럽 핵심국 국채에 중립적 포지션을 유지하면서도 유연한 견지를 유지하고 지리적 및 곡선 전체에 걸쳐서 기회를 모색한다. 주변국 국채의 경우, 우리는 파편화와 정치적 리스크에 유념하고 있다.
	유로 IG 회사채	=		최근의 스프레드(가산금리) 상승은 기업의 펀더멘탈을 견고하지만 높은 인플레이션 및 성장 우려와 결합된 매파적인 유럽중앙은행의 견지를 반영하고 있는 것으로 보인다. 우리는 과도한 레버리지를 가진 분야는 피하고, 대신에 전반적으로 중립적 접근방식으로 유럽 크레딧에서 퀄리티 자산을 모색한다.
	유로 HY 회사채	-	▼	우리는 궁극적으로는 자금조달 비용의 상승(특히 저등급의 회사채 발행기업에게)으로 이어질 수 있는 금융조건의 온건한 약화를 인지하고 있다. 따라서, 우리는 전반적으로 신중한 견지에서 유동성, 캐시플로우 상황 및 채무불이행(부도) 전망을 모니터링하고 있다.
	중국국채	=/+		중국은 정책을 경기부양적으로 전환하고 있는 소수의 국가 중의 하나이다. 이는 글로벌 투자자들에게는 중국국채가 주는 분산투자의 혜택 및 미래에 봉쇄정책이 잠재적으로 완화될 가능성과 결합하여 우리가 중국국채에 경미하게 긍정적인 포지션을 취하도록 했다.
	신흥국 채권 경화표시	=/+		선진국의 정책금리 긴축하는 신흥국 채권에 압박을 주고 있지만, 신흥국 지역은 커다란 분화를 나타내고 있다. HY는 연준의 금리인상에 대해 완충기제의 역할을 할 수도 있기 때문에 우리는 IG에 대비하여 HY에서 가치가 있다고 보고 있다. 우리는 남미 및 중동·북아프리카(MENA)의 원자재 수출국(전자: 멕시코, 브라질, 후자: 바레인)을 선호하지만, 이러한 견지를 조정함에 있어서 매우 액티브한 포지션이다.
	신흥국 채권 현지화표시	=		상황이 호전되고 있는 반면에, 여전히 경미하게 신중한/중립적 견지가 요구된다. 우리는 높은 캐리의 국가(남아공, 브라질)를 선호하면서 선별적인 포지션을 취한다. 신흥국 FX는 USD의 강세로 인해서 단기적으로는 계속 압박을 받을 것이다.
기타	원자재			글로벌 경제성장 둔화와 이에 따른 수요에 대한 영향(중국에 대한 것도 포함)은 경기민감성의 원자재와 석유를 떠받치지 않는다. 우리는 WTI에 대한 3개월 목표가격을 \$90/bbl로 하향 수정했지만, 장기적으로는 공급 측면의 이슈가 유지될 것으로 예상된다. 매파적인 연준으로 인한 실질금리의 상승은 금을 보유함에 따른 기회비용을 증가시키며, 이는 단기적으로는 금 가격에 압박을 주게 된다.
	통화			미국 코어 인플레이션에서 나타나는 고착화의 특징은 연준이 비둘기파적인 전환을 단행할 것이고 달러화가 권좌에서 내려온다고 판단하기에는 너무 이르다는 사실을 의미한다. 우리는 미국 달러화가 향후 6개월 이내에 신고가를 찍을 것으로 예상된다.

범례



출처: Amundi, 2022년 10월 03일 기준. EUR 기반 투자자에 대한 상대적 견해. 본 자료는 특정 시기의 시장환경에 대한 평가를 나타내며, 향후 사건의 예측이나 미래 실적에 대한 보증을 의도하지는 않는다. 본 정보는 이를 참조하는 자가 특히 펀드나 증권과 관련한 어떠한 연구, 투자자문, 권장사항을 마련하는 자료로 사용될 수 없다. 본 정보는 예시적 및 교육적 목적으로만 엄격히 제한되고 예고 없이 변경될 수 있다. 본 정보는 현재, 과거, 미래의 Amundi 상품의 실질적 자산배분이나 포트폴리오를 나타내지 않는다.
IG = 투자등급 회사채, HY = 하이일드 회사채, EM 채권 HC/LC = 경화표시/현지화표시 신흥국 채권, WTI = 텍사스 중질유, QE = 양적완화.



선진국

거시경제적 전망

2022년 09월 30일 기준 자료

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (PI, 전년동기대비 %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
전세계	6.2	3.2	2.5	3.9	8.0	5.3
선진국	5.2	2.3	0.5	3.2	7.2	4.3
미국	5.8	1.6	0.9	4.7	8.0	3.8
일본	1.7	1.6	0.5	-0.2	1.9	0.3
영국	7.4	3.4	-0.5	2.6	9.1	7.6
유로통화권	5.2	2.9	-0.5	2.6	8.4	6.3
독일	2.6	1.5	-0.7	3.2	8.6	6.1
프랑스	6.8	2.5	0.0	2.1	6.0	4.6
이탈리	6.6	3.2	-0.5	1.9	7.9	5.6
스페인	5.1	4.5	0.3	3.1	9.5	5.3

출처: Amundi Institute

- 미국: 경제성장률.** 우리는 여전히 미국에서 2023년과 2024년에 평균 이하의 경제성장률을 장기간 가지는 경기연착륙이 있을 것으로 보고 있다. 미국 경제는 2023년에 0.9%(4분기의 전년동기대비 기준으로는 1.1%), 2024년에 1.3%(4분기의 전년동기대비 기준으로는 1.3%)가 될 것으로 예상된다. **인플레이션.** 미국에서는 헤드라인 인플레이션이 정점을 지났으며, 미국 경제가 잠재성장률 이하로 작동하기 때문에 이제 점차 둔화되기 시작할 것이다. 코어 인플레이션은 약간 늦은 2022년 3분기와 4분기 사이에 정점을 칠 것이며, 그 이후에 목표물가수치보다는 상회하겠지만 점진적으로 하락할 것이다. 연준은 인플레이션의 현재지표와 선행지표가 분명하게 원하는 방향을 가리킬 때까지는 긴축화 사이클을 고수할 것이다.
- 유로통화권: 경제성장률.** 우리는 이제 2022년 가을/겨울과 2023년에 예상보다 약간 더 심각한 리세션이 있고 그 이후에는 이전보다 미진한 회복이 뒤따를 것으로 보고 있다. 우리는 유로통화권 경제성장률은 2023년에는 -0.5% 역성장하고, 2024년에는 1.5%로 느린 속도로 회복될 것으로 예상된다. **인플레이션.** 우리는 인플레이션이 2022년 4분기에 10%에 약간 미치지 못한 수치로 정점에 이를 것이라는 기존의 우리 주장을 확인한다. 가스 공급과 가스 가격과 관련된 최근의 지정학적 사건에 커다란 영향을 받아 인플레이션 전망은 고도로 불확실한 상태를 유지하고 있다. 유럽중앙은행은 인플레이션 억제와 관련하여 단호한 입장을 유지하고 있지만, 스태그플레이션 상황에서는 긴축화 정책을 조정해야 할 필요성도 있을 것이다.
- 영국: 경제성장률.** 우리는 여전히 영국에서 온건한 리세션이 발생한다고 보고 있다. 우리는 영국경제가 2023년 약 -0.5% 역성장하고 2024년에는 회복되어 1.3% 성장할 것으로 예상된다. **인플레이션.** 우리는 2022년과 2023년의 인플레이션 정점 수치를 낮추었지만, 새로운 미니 예산이 중기적으로는 더욱 지속적인 인플레이션 압박을 생성할 것으로 예상되기 때문에 2024년 코어 인플레이션 예측은 높였다. 최근 발표된 재정 패키지는 공급이 제약적인 영국경제에서 수요를 촉진시킬 것이며, 경제성장률의 향상에는 도움이 되겠지만 인플레이션 압박도 떠날 것이기 때문에, 영국중앙은행(BoE, 영란은행)은 더욱 과감한 조치를 해야만 할 가능성을 높인다.
- 일본: 정부는** 일본유입 여행규정을 9월에 추가적으로 완화했다. 하지만, 중국 본토에서 유입되는 여행(팬데믹 이전에 일본 방문객의 30%를 차지했음)에 대한 규제는 여전히 존재한다. 하지만, 재개된 자국민 국내여행 보조금과 초약세의 완화와 결합된 이러한 궁극 재개방은 향후 수개월 동안에 서비스 소비를 떠받쳐 주게 될 것이다. 가계 기대인플레이션은 사상 최고를 유지하고 있다. 우리는 코어 인플레이션이 추가적으로 상승하여 2022년 4분기-2023년 1분기에는 일본은행(BoJ)의 물가목표치인 2%를 훨씬 상회할 것으로 예상된다. 일본은행은 이러한 급상승을 무시하고 지속되는 상황이 아니라는 기존의 주장을 반복할 가능성이 크다.

기준금리 전망

	2022 10-06	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	3.13	5.00	4.50	5.00	4.50
유로	0.75	2.50	2.64	2.75	2.98
일본	0.00	-0.1	0.02	-0.1	0.09
영국	2.25	4.5	5.5	4.75	5.7

출처: Amundi Institute

- 연준(Fed):** 광범위하게 예상되었듯이 연방공개시장위원회(FOMC)는 지난 9월에 연속 세 번째의 75bp 금리 인상을 단행하여, 연방기금금리를 3.25%로 올렸다. 「경제전망보고서」(Summary of Economic Projections)에서는 매파적인 건지가 점진적인 강화되고 있음을 나타내고 있으며, 여기에서는 연방기금금리 예측에서 놀라게도 급격한 상승을 보여주고 있다. 실제로, 연방공개시장위원회는 회복탄력성이 매우 높고 견고한 노동시장으로 떠받쳐지는 경제에서 지속적으로 인플레이션의 압박을 받는 상황을 고려하여 금리의 공격적인 인상을 공언하고 있다. 미국 경제의 회복탄력성, 지속적인 인플레이션, 고도로 제약적인 금리 수준으로 갈수도 있다는 연준의 의지라는 관점에서, 우리는 이제 연준이 금리를 4.75%-5% 범위의 최종 금리까지 올릴 확률이 높다고 보고 있다.
- 유럽중앙은행(ECB):** 9월 회의에서 유럽중앙은행은 세 가지의 기준금리의 75bp 인상을 만장일치로 결정했다. 이러한 결정은 기대인플레이션이 디앵커링(de-anchored)될 리스크에 대한 우려에서 비롯되었다. 매우 높은 인플레이션을 감안할 때 유럽중앙은행이 전면적인 금리의 인상과 정책금리의 신속한 정상화에 단호한 입장을 취하기 때문에 우리는 유럽중앙은행이 매파적 건지를 향후 수개월 동안 유지할 것으로 예상된다. 유럽중앙은행의 기본 시나리오에서는 2022년 4분기/2023년 1분기를 리세션이 아니라 경기침체로 상정하고 있다. 우리는 유럽중앙은행이 매파적인 건지를 유지하고 다음 회의에서 추가적으로 금리를 인상할 것으로 예상된다.
- 일본은행(BoJ):** 일본은행은 9월 회의에서 기존의 정책과 포워드 가이드를 변경하지 않았으며, 다른 국가들의 공격적인 긴축화와 급격한 완화 약세에서 비롯된 압력에 저항하고 있다. 회의 바로 이후에, 재무성은 외환시장 개입에 2.8조엔을 사용했다. 외환시장 개입 이후에 일본은행은 일본국채(JGB)를 계속 매입하여, 수익률곡선통제(YCC)와 초완화 통화정책을 방어하고 싶다는 강력한 신호를 시장에 주었다. 일본은행은 미국의 금리가 정점을 찍을 때까지 시간을 벌면서 정책 간극이 자동적으로 줄어들 것으로 기다리고 있는 것으로 보이기 때문에 우리는 가까운 미래에 일본 은행의 입장에 어떠한 변화가 있지 않을 것이라고 예상된다.
- 영국중앙은행(BoE, 영란은행):** 시장에서는 50bp보다는 75bp의 금리 인상이 있을 유의적인 확률이 있다고 암시했지만, 지난 영국중앙은행의 회의에서는 그 어떠한 매파적인 서프라이즈도 발생하지 않았다. 이와 동시에, 통화정책위원회(MPC)는 양적긴축(QT)의 시작을 만장일치로 찬성했다. 하지만, 이 회의 이후에 발표된 예상보다 강력한 재정패키지는 영국중앙은행이 이전에 예상했던 것보다 더 강력한 금리 인상으로 대응해야만 하고, 이는 궁극적으로 더 높은 최종 금리로 이어지게 된다는 사실을 의미한다. 이와 동시에, 영국중앙은행은 시장을 안정화시키기 위해서 일시적으로 곡선 롭은드의 영국국채를 매입에 개입한다고 발표했다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
ECB 정책위	10월 27일
BoJ MPM	10월 28일
Fed FOMC	11월 2일
BoE MPC	11월 3일

출처: Amundi Institute



신흥국

거시경제적 전망

2022년 09월 30일 기준 자료

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비 %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
전세계	6.2	3.2	2.5	3.9	8.0	5.3
신흥국	6.9	3.8	3.8	4.4	8.6	5.9
중국	8.1	2.9	5.2	0.9	2.2	2.3
브라질	4.6	3.1	1.4	8.3	9.4	4.6
멕시코	4.8	2.3	0.7	5.7	8.0	5.9
러시아	4.7	-3.3	-1.5	6.7	13.9	7.5
인도	9.1	7.3	5.7	5.1	6.8	6.1
인도네시아	3.7	5.2	4.5	1.6	4.5	5.5
남아공	5.5	1.7	1.1	4.6	6.9	5.8
튀르키예	11.9	5.3	3.0	19.4	71.7	30.6

출처: Amundi Institute

- **중국:** 주택 매매와 이동성을 포함하는 고차 주기의 데이터는 코로나 제한조치의 일부 완화 덕분에 9월말에 이르러서 개선되었다. 『제20차 중국공산당대회』를 앞두고 지방정부들이 관련된 조치들이 배가시키고 있기 때문에 우리는 코로나 제한조치가 10월에 엄격하게 유지될 것으로 예상한다. 하지만, 하지만 추가적으로 강화된 이러한 제한조치의 대부분은 11월에는 완화될 가능성이 크며, 이는 11월부터는 소프트한 경기회복의 방향으로 이끌게 될 것이다. 돼지고기와 에너지 가격 상승이 정체를 보였고 코로나 통제로 인한 서비스 부문의 반복적인 중단이 근원 인플레이션을 제약했기 때문에 소비자물가지수(CPI)는 3% 미만으로 낮은 상태를 유지하고 있다.
- **인도네시아:** 9월에 인도네시아중앙은행(BI)은 금리를 50bp (vs 컨센서스 및 우리의 예상은 25bp였음) 인상했다. 서프라이즈는 인상 쪽에 있었지만, 지난 달에 전년동기대비 4.7%에서 9월에는 전년동기대비 5.9%가 된 헤드라인 인플레이션 수치는 9월초에 시행된 보조금 삭감의 영향이 나타나고 있음을 증명하고 있다는 점을 지적해야 할 것이다. 이러한 수치들을 바탕으로, 우리는 인플레이션이 2023년 4분기에 더 높은 추이인 약 7.0% 이상이 될 것으로 예상하며, 이는 인도네시아중앙은행에 추가적인 금리 인상의 압박을 주게 되어 이전에 예상했던 것보다 더 높은 100bp의 인상이 고려하게 될 것이지만, 내년 말까지는 일부 완화의 가능성도 있다.
- **CEE4:** (헝가리, 체코, 폴란드, 루마니아) 에너지 위기의 인플레이션 효과가 경제성장률에 영향을 주기 시작했으며, 그 강도도 세질 것으로 예상된다 이 국가들은 적어도 기술적 리세션을 피하는 것은 어려울 것이다. 또한, 유럽 및 유럽 자금의 가용성과 관련하여 경제적으로 및/또는 정치적으로 가장 취약한 국가(즉, 헝가리 및 폴란드)는 자국 통화화에 대한 주요 압력에 직면하고 있으며, 더욱 불이익을 줄 것이다. 이 국가들의 중앙은행은 금리인상 사이클의 종료했거나 종료에 근접했음에도 불구하고, 높은 수준의 인플레이션, 기대인플레이션에 대한 불확실성 및 주요 중앙은행들(즉, 연준 및 유럽중앙은행)의 긴축화를 감안하면 우리는 이들 국가의 중앙은행들이 조만간 금리인하를 할 것이라고 예상할 수 없다.
- **튀르키예:** 튀르키예(터키)에서는 인플레이션이 정점(전년동기대비 약 85%)을 치고 있고 대다수의 중앙은행들이 통화정책을 긴축화하고 있는 반면에, 튀르키예중앙은행(CBRT)은 금리를 100bp 다시 인하하여 12%로 낮추었고, 이는 리라화(TRY)의 폭락을 유발시켰다. 튀르키예중앙은행은 TRY 평가절하를 크게 관여치 않는 것으로 보이기 때문에 우리는 튀르키예중앙은행이 금리를 더 낮출 수도 있고, 20TRY/USD가 완화적 견지를 중단하는 임계점이 될 가능성이 클 것으로 생각한다. 유로통화권에서는 리세션에 대한 예상이 있는 반면에, 대출 증가 및 특히 내년 선거를 앞두고 시행되고 있는 초안화적인 재정정책 덕분에 터키는 2023년에 전년동기대비 3% 성장할 수도 있다.

기준금리 전망

	2022 10-06	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
인도	5.90	6.15	6.20	6.15	6.15
브라질	13.75	13	13.75	10.50	12.20
러시아	7.50	7.00	7.40	6.50	7.25

출처: Amundi Institute

- **중국인민은행(PBoC):** 지난 달에 깜짝스럽게 정책금리를 인하했던 중국인민은행은 9월에는 정책금리를 변경하지 않고 동결했다. 중국인민은행은 최초주택구매자에 대해서는 주택자금기금을 통해서 주택담보대출금리를 15bp를 낮추어 주고 일부 요건을 갖춘 지역에서는 은행이 주택담보대출 하한금리를 낮출 수 있도록 허용하여 흔들리고 있는 주택부문에 대한 지원을 강화했다. 제로 코로나 정책 및 중국경제 전체를 압박하고 있는 주택시장의 둔화를 감안하여, 우리는 중국인민은행이 기존의 경기부양적인 통화정책을 계속할 것이라 예상한다. 추가적인 금리인하는 주택매매가 안정화되는 지의 여부에 달려있다.
- **인도중앙은행(RBI):** 예상대로 인도중앙은행은 9월에 정책금리를 50bp 인상하여 5.9%로 올렸다. 2022년 5월 이후로 인도중앙은행은 기대인플레이션을 통제하기 위해서 전면적인 조치를 추구하고 있으며, 대외환경의 약화에 대한 대응으로 INR 평가절하를 제한하기 위해서 개입하고 있다. 실제로, 2022년 2분기의 경상수지 적자는 GDP의 거의 3%에 다다랐다. 우리는 인플레이션은 2023년 1분기까지는 6%를 상회하여 유지되고, 그 이후에는 6%대의 상위 수치 아래로 천천히 온건해 질 것으로 예상한다. 인도중앙은행은 금리를 25bp 추가 인상하여 환매고정이자율을 6.15%로 올릴 것으로 예상된다.
- **브라질중앙은행(BCB):** 신흥국 중에서 금리 인상 사이클을 마친 최초의 국가이다. 미국 연준이 여전히 전면적인 금리인상을 단행하여 경제와 노동시장을 수축시키고 있는 반면에, 브라질중앙은행은 지난 1.5년 동안 지속되었던 디젤 가격 인상을 마무리하고 금리를 거의 50bp인상하여 13.75% 올림으로써 이제 긴축 사이클을 완료한 것으로 보인다. 하지만, 금리인상의 종결을 가져온 결정은 일반적인 결정 과정과는 거리가 멀다. 2016년 이후로 처음으로 결정에 대한 표결이 갈라졌으며(7-2), 발표문에는 매파적인 언급으로 주류를 이루고 있다. 실제로 브라질통화위원회(COPOM)는 이 발표문에서 필요할 경우에 "긴축 사이클을 재개하는 데에 주저하지 않고 그렇지 않은 경우에는" 충분히 장기간 동안에" 관망적인 전략을 취할 수 있다고 언급하며, 금리인상을 일시적으로 중단한 것처럼 들리게 만들었다.
- **러시아 중앙은행(CBR):** 러시아중앙은행은 9월 16일에 정책금리를 다시 50bp 인하하여 7.5%로 내렸다. 금리 인하는 시장의 예상에 부합되는 수준이었다. 이번 금리 인하의 주된 이유는 인플레이션의 하락과 미진한 소비자 수요 때문이었다. 러시아중앙은행의 메시지는 재정정책의 잠재적인 방향성과 대외시장의 반응에서 비롯되는 리스크를 언급하면서 대체적으로 균형(금리인하의 바이어스가 줄어듦)을 이루고 있다. 우리는 러시아중앙은행이 향후 6개월 동안에 추가적으로 50bp 인하하고, 그 이후 한 차례 더 50bp 인하할 가능성이 있어서, 향후 12개월 기간 동안에 정책 금리를 6.5% 근처로 끌어내릴 것이라고 예상한다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
PBoC	10월20일
CBR	10월28일
RBI	12월5일
BCB	12월7일

출처: Amundi Institute

매크로 및 시장예측

거시경제적 예측

2022-09-30

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
미국	5.8	1.6	0.9	4.7	8.0	3.8
일본	1.7	1.6	0.5	-0.2	1.9	0.3
유로통화권	5.2	2.9	-0.5	2.6	8.4	6.3
독일	2.6	1.5	-0.7	3.2	8.6	6.1
프랑스	6.8	2.5	0.0	2.1	6.0	4.6
이탈리아	6.6	3.2	-0.5	1.9	7.9	5.6
스페인	5.1	4.5	0.3	3.1	9.5	5.3
영국	7.4	3.4	-0.5	2.6	9.1	7.6
중국	8.1	2.9	5.2	0.9	2.2	2.3
브라질	4.6	3.1	1.4	8.3	9.4	4.6
멕시코	4.8	2.3	0.7	5.7	8.0	5.9
러시아	4.7	-3.3	-1.5	6.7	13.9	7.5
인도	9.1	7.3	5.7	5.1	6.8	6.1
인도네시아	3.7	5.2	4.5	1.6	4.5	5.5
남아공	5.5	1.7	1.1	4.6	6.9	5.8
튀르키예	11.9	5.3	3.0	19.4	71.7	30.6
선진국	5.2	2.3	0.5	3.2	7.2	4.3
신흥국	6.9	3.8	3.8	4.4	8.6	5.9
전세계	6.2	3.2	2.5	3.9	8.0	5.3

기준금리 전망

선진국

	2022-10-6	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	3.13	5.00	4.50	5.00	4.50
유로통화권	0.75	2.50	2.64	2.75	2.98
일본	0.00	-0.10	0.02	-0.1	0.09
영국	2.25	4.50	5.50	4.75	5.70

신흥국

	2022-10-6	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
인도	5.90	6.15	6.20	6.15	6.15
브라질	13.75	13.00	13.75	10.50	12.20
러시아	7.50	7.00	7.40	6.50	7.25

장기금리 전망

2년물 채권수익률

	2022-10-6	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	4.19	4.50/4.70	4.23	4.30/4.50	4.20
독일	1.78	1.8/2.00	1.85	1.80/2.00	1.73
일본	-0.07	-0.10/0.00	-0.04	-0.10/0.00	-0.03
영국	4.13	3.9/4.10	4.34	3.9/4.10	4.50

10년물 채권수익률

	2022-10-6	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	3.80	4.00/4.20	3.80	3.90/4.10	3.80
독일	2.08	2.30/2.50	2.11	2.30/2.50	2.12
일본	0.25	0.10/0.30	0.33	0.10/0.30	0.41
영국	4.20	3.70/3.90	4.22	3.70/3.90	4.26

통화 전망

	2022-9-23	Amundi 2023년 1분기	컨센서스 2023년 1분기	Amundi 2023년 3분기	컨센서스 2023년 3분기		2022-9-23	Amundi 2023년 1분기	컨센서스 2023년 1분기	Amundi 2023년 3분기	컨센서스 2023년 3분기
EUR/USD	0.97	0.92	1.02	1.02	1.05	EUR/SEK	10.95	11.02	10.53	10.67	10.40
USD/JPY	143	137	134	127	130	USD/CAD	1.36	1.40	1.29	1.30	1.26
EUR/GBP	0.89	0.90	0.86	0.89	0.87	AUD/USD	0.65	0.62	0.70	0.69	0.72
EUR/CHF	0.95	0.91	0.97	0.97	0.99	NZD/USD	0.57	0.53	0.62	0.60	0.65
EUR/NOK	10.30	10.38	9.85	9.94	9.70	USD/CNY	7.13	7.20	6.92	6.60	6.90

출처: Amundi Institute



당사 예측에 대한 고지사항

매크로 예측에 관련된 불확실성은 매우 높으며, 이는 고차 주기의 새로운 데이터가 발표될 때마다 빈번한 재평가를 유발하게 된다. 현 시점에서 우리의 거시경제적 예측에는 통계적 정확성을 낮추고 이와 관련된 광범위한 범위의 불확실성을 증가시켜서 정성적 컴포넌트를 높게 포함하고 있다.

방법론

– 시나리오

확률은 우리의 거시적-금융적 예측의 조건과 정의에 따른 금융적 시나리오(중심, 다운사이드, 업사이드 시나리오)의 가능성을 반영하고 있다.

– 리스크

리스크의 확률은 내부 서베이의 결과이다. 모니터링이 필요한 리스크는 세 가지의 범주, 경제적, 금융적, 정치적/지정학적 리스크로 그룹화되어 있다. 이 세 가지의 범주는 상호 연관되어 있지만, 세 개의 동인과 연관된 특정한 진원지를 가지게 된다. 가중치(백분율)는 분기별로 투자 플로어에 수행으로 도출된 가장 높은 영향 시나리오의 구성이다.

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

THEMATIC PAPERS MACROECONOMICS



Themes at a glance: Only a new policy regime can stop rampant inflation, but don't count on it yet (26-08-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

Themes at a glance: Gas rationing impact on European economy (29-07-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - SANDRINI Francesco, Head of Multi-Asset Strategies - USARDI Annalisa, Cross Asset Research, Senior Macro Strategist Amundi Institute

Themes in depth: Towards a new set of fiscal rules in Europe: an investor view (25-07-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute - PERRIER Tristan, Macroeconomist and Investment Insights, Amundi Institute

Themes at a glance: Towards new fiscal rules in Europe (25-07-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute - PERRIER Tristan, Macroeconomist and Investment Insights, Amundi Institute

THEMATIC PAPERS PORTFOLIO STRATEGY



Articulating asset allocation across different time horizons (6-09-2022)

FRANCERIES Karin, Head of OCIO advisory - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research - Amundi Institute - TAZÉ-BERNARD Éric, Senior Advisor - Amundi Institute

Advanced Investment Phazer: a guide to dynamic asset allocation (01-09-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research - Amundi Institute - CESARINI Federico, Head of DM FX - Cross Asset Strategist - Amundi Institute - DI SILVIO Silvia, Cross Asset Research Macro - Amundi Institute

THEMATIC PAPERS GEOPOLITICS



Themes in depth: Angst in the global FX village (30-09-2022)

Pascal BLANQUÉ, Chairman, Amundi Institute - Tristan PERRIER, Macroeconomist and Investment Insights, Amundi Institute

Themes at a glance: Upheaval in the global FX regime (30-09-2022)

Pascal BLANQUÉ, Chairman, Amundi Institute - Tristan PERRIER, Macroeconomist and Investment Insights, Amundi Institute

COMPASS



Global foreign exchange regime faces winds of change (30-09-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

How to overhaul Europe's outdated budget rules (31-08-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

Mind the lag: recession fears flare too fast (16-08-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

INSIGHTS PAPERS



Time to refocus on bonds - Rethinking portfolios after the great repricing (28-09-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT TALKS



UK market turmoil points towards further volatility in global currencies (28-09-2022)

BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Research Strategist - Amundi Institute - CESARINI Federico, Head of DM FX, Cross Asset Research Strategist - Amundi Institute - CROSNIER Laurent, Global Head of FX - USARDI Annalisa, Cross Asset Research Senior Macro Strategist - Amundi Institute

Italy election: no major surprise from the polls, maybe positive for markets (27-09-2022)

BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Research Strategist - FERRARESE Elena, Head of Italian Equity - MARASCIULO Cosimo, Deputy Head Alpha Fixed Income Euro - USARDI Annalisa, Cross Asset Research, Senior Macro Strategist Amundi Institute

20-21 September FOMC meeting: the move into restrictive territory (23-09-2022)

Jonathan DUENSING, Head of US Fixed Income - Timothy ROWE, Director of Multi-Sector Fixed Income - Paresh UPADHYAYA, Director of Fixed Income and Currency Strategy - Alessia BERARDI, Head of Emerging Macro & Strategy Research, Amundi Institute

ECB meeting: bold rate hike; watch out for more to come (13-09-2022)

AINOUZ Valentine, Deputy Head of Developed Markets Strategy Research, Amundi Institute - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income

Reassessing the view on Europe: hot questions for investors (13-09-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

WORKING PAPERS



Fast Filtering with Large Option Panels: Implications for Asset Pricing (04-10-2022)

DUFAYS Arnaud, EDHEC - JACOBS Kris, Bauer College of Business, University of Houston - LIU Yuguo, University of Houston - ROMBOUTS Jeroen V.K., ESSEC Business School, France

Real-Time Macro Information and Bond Return Predictability: A Weighted Group Deep Learning Approach (22-09-2022)

FAN Yinghua, City University of Hong Kong - FENG Guanhao, City University of Hong Kong - FULOP Andras, ESSEC Business School, Paris-Singapore - LI Junye, Fudan University

Altruism or Self-Interest? ESG and Participation in Employee Share Plan (19-09-2022)

Marie BRIERE, Head of Investor Intelligence and Academic Partnerships, Amundi Institute - Maxime BONELLI, HEC Paris - François DERRIEN, HEC Paris

INVESTMENT OUTLOOK



H2 2022 Investment Outlook - Life above zero: investors' journey at a time of rising rates (01-07-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - BLANQUE Pascal, Chairman of Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

ASSET CLASS VIEWS



Asset Class Return Forecasts - Q3 2022 (08-08-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions, OCIO Solutions - KIM MOON Jung Hun, CFA, Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute



메모

**Amundi 간행물
알아보기**

research-center.amundi.com



Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Quant Investment Real Estate
Strategies Asset Allocation

중요 정보

본 문서는 정보 제공의 목적으로만 제공됩니다.

본 문서는 매도 제안, 매수 제안 권고, 어떠한 증권, 상품, 서비스의 추천으로 구성되지는 않는다. 언급된 어떠한 증권, 상품, 서비스도 독자의 관할지역에서 관계 당국에 판매 목적으로 등록되어 있지 않으며, 독자의 관할지역에서 어떠한 정부나 유사한 관계 당국에 의해 규제되거나 감독되지 않을 수 있다.

본 문서에 포함된 정보는 독자의 내부적 용도에만 사용될 수 있으며, 어떠한 형태로도 재생산되거나 재배포 될 수 없고, 어떠한 금융상품, 제품, 지표를 구성하는 자료로도 사용될 수 없다.

또한, 본 문서의 어떠한 내용도 세금, 법률, 투자의 자문을 제공하려는 의도가 없다.

별도로 언급하지 않는 한, 본 문서에 포함된 모든 정보의 출처는 Amundi Asset Management SAS이며 2022년 10월 6일 기준이다. 투자본산이 수익성이나 손실에 대한 보호를 보장하지는 않는다. 본 문서는 “있는 그대로”의 원칙하에서 제공되며, 이러한 정보의 이용자가 이러한 정보의 이용에 따르는 리스크를 전적으로 감수해야 한다. 과거 데이터와 분석은 향후 실적분석, 전망, 예측에 대한 지표나 보증으로 간주되지 않아야 한다. 시장 및 경제적 추이와 관련되어 표현된 견해는 해당 저자의 것이고 반드시 Amundi Asset Management SAS의 견해가 되지는 않고 시장 및 다른 조건에 따라 변경될 수 있으며, 국가, 시장, 부문이 예상한 것과 같은 성과를 낼 것이라는 어떠한 보장도 있지 아니한다. 이러한 견해들은 투자 조언, 증권 추천 또는 모든 Amundi 상품의 거래 예시로써 의존되지 않아야 한다. 투자는 시장, 정치, 유동성, 통화 리스크를 포함하여 각종 리스크를 동반하게 된다.

또한, 그 어떠한 경우에도 본 문서의 생산에 참여한 모든 이는 직접적, 간접적, 특별적, 사교적, 징벌적, 결과적 또는 다른 유형의 손해(이익 상실 포함, 이에 한정되지는 않음)에 대해서 책임이 있지 않다.

최초 사용 일자: 2022-10-10

문서 발행자: Amundi Asset Management, 자본금 €1,143,615,555의 “société par actions simplifiée” - 프랑스 금융감독기관 규제대상의 포트폴리오 운용사: 등록번호 GPO400036 - 본사 주소: 90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

사진 저작권: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - 2018 Bill Dickinson

대표 편집인

BLANQUÉ Pascal, *Chairman of Amundi Institute*

편집인

DEFEND Monica, *Head of Amundi Institute*

Amundi Institute 기여자

AINOUZ Valentine, *Deputy Head of Developed Markets Strategy Research, CFA*
BERARDI Alessia, *Head of Emerging Macro and Strategy Research*
BERTONCINI Sergio, *Senior Fixed Income Research Strategist*
BOROWSKI Didier, *Head of Macro Policy Research*
CESARINI Federico, *Head of DM FX, Cross Asset Research Strategist*
DI SILVIO Silvia, *Cross Asset Research Macro Strategist*
DROZDZIK Patryk, *Senior EM Macro Strategist*

Amundi Investment Platforms 기여자

LEMONNIER Patrice, *Head of EM Equity*
STRIGO Sergei, *Co-Head of EM Fixed Income*

Amundi Investment Insights 기여자

BERTINO Claudia, *Head of Amundi Investment Insights & Publishing*
CARULLA Pol, *Investment Insights and Client Division Specialist*

개념정립 및 생산책임

BERGER Pia, *Communication Specialist*
PONCET Benoit, *Communication Specialist*

부편집인

BOROWSKI Didier, *Head of Macro Policy Research*
PANELLI Francesca, *Investment Insights and Client Division Specialist*
PERRIER Tristan, *Macroeconomist and Investment Insights Specialist*

GEORGES Delphine, *Senior Fixed Income Research Strategist*
HERVÉ Karine, *Senior EM Macro Strategist*
HUANG Claire, *Senior EM Macro Strategist*
PANELLI Francesca, *Investment Insights and Client Division Specialist*
PORTELLI Lorenzo, *Head of Cross Asset Research*
USARDI Annalisa, *Cross Asset Research Senior Macro Strategist*
VARTANESYAN Sosi, *Senior Sovereign Analyst*

DHINGRA Ujjwal, *Investment Insights and Client Division Specialist*
FIOROT Laura, *Head of Investment Insights & Client Division*