

Investment Institute

독일이 나아갈 길

CROSS ASSET INVESTMENT STRATEGY

2024년 12월

• 전문 투자자 전용 마케팅 자료

목차

독일 특별 포커스	
독일이 나아갈 길	4
독일 선거의 초점	6
독일 주식 시장: 유럽의 떠오르는 별	7
글로벌 투자 전망	8
CIO 전망 트럼프 당선 이후, 인플레이션에 대한 모든 시선	9
세 가지 인기 질문	11
자산군별 전망	15





**MONICA
DEFEND**

HEAD OF AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

"완화 모드에 있는 연준은 재정 정책이 지나치게 확장
적이어서 인플레이션 목표에 문제가 발생하면 금리
인하 속도와 시기를 재평가해야 할 수 있음."

"독일에서 2월 총선이 다가오면서 많은
정당이 국가부채 제동장치 규정의 개혁
을 제안하고 있음.
내년에는 대규모 재정 부양책이 예상되
지는 않지만, 소폭의 개혁이라도 투자
심리에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음."



**VINCENT
MORTIER**

GROUP CHIEF
INVESTMENT OFFICER

이달의 주제

독일이 나아갈 길

저자

**DIDIER
BOROWSKI**

 HEAD OF MACRO
POLICY RESEARCH,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

주요 내용

독일 경제는 경제 모델과 글로벌 무역의 구조적 변화로 인해 다른 유로존 국가들보다 뒤쳐져 있음. 이를 재도약하기 위해서는 막대한 투자가 필요함. 경제학자들은 10년 이내에 대규모 인프라 투자를 통해 잃어버린 기반을 만회할 것을 권장함.

2월 총선을 앞두고 많은 정당이 국가부채 제동장치 규정의 개혁을 제안하고 있음. 내년에 대규모 재정 부양책을 기대하기는 어렵지만, 특히 국방 지출을 위한 새로운 예산 외 기금과 결합할 경우 소폭의 개혁이라도 투자 심리에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음.

2023년 11월 헌법재판소의 판결은 독일에서 새로운 예산 외 기금이 조성될 가능성을 배제하지 않음. 법원은 특별 기금이 의도된 목적에 부합해야 한다고 강조했지만, 우크라이나 침공 이후 성공적으로 조성된 1천억 유로 규모의 국방 기금은 긴급한 수요를 해결하기 위해 유사한 이니셔티브를 추진할 수 있음을 시사함.

독일에서는 지난 2년간의 저조한 경제 성장이 주요 이슈로 부각되었음.

단기적으로 경제를 지탱할 수 있는 수요 요소는 없는 것으로 보임

3분기에 기록된 임금 상승은 상당한 수준(전년 동기 대비+8.8%)이지만, 이는 주로 과거 인플레이션을 상쇄하기 위한 일회성 보너스의 결과임. 야금과 같은 주요 부문에서 이미 임금 조정이 감지되고 있으며 노동 시장은 약화되기 시작함. 수출, 산업 생산, 건설 부문이 경제 활동에 부담을 주고 있음. **2025년 2월 23일에 총선이 예정되어 있어 정치적 불확실성이 연초 가계 지출과 기업 투자에 부담을 줄 것이며, 특히 신용 조건이 여전히 제한적인 상황임.** 독일 중앙은행은 2025년에 많은 수의 사업 실패가 발생할 것으로 예상하고 있음.

일시적인 단점이 아님

독일의 실질 GDP는 5년 동안 정체되어 있음 (2019년 이후 0.1% 증가에 그쳤음). 독일 경제는 구조적 변화로 인해 다른 유로존 경제에 비해 저조한 실적을 보이고 있음. 자동차 산업은 위기에 처해 있고 글로벌 무역은 더 이상 과거처럼 수출을 뒷받침하지 못하고 있음. **독일은 에너지 비용 상승과 중국산 고품질 제품과의 경쟁 심화로 산업 경쟁력이 약화되고 있으며, 다른 유로존 국가보다 빠른 인구 고령화로 인해 경제의 잠재 성장률도 0.8%로 추정되는 등 여러 도전에 동시에 직면하고 있음.**

도널드 트럼프와 독일 산업에 대한 위협

독일 중앙은행에 따르면 관세가 시행되면 독일 경제의 성장률이 0.6%p 하락할 수 있다고 봄. **위협과 도전에 대처하기 위해 취해야 할 예산 조치에 대한 의견 불일치가 집권 연정 해체의 주요 원인임.** 독일 정부는 실질 가처분 소득의 우호적인 추세에 힘입어 2024년 약 0.1% 감소했던 실질 GDP가 2025년에는 1.1%로 반등할 것으로 전망하고 있음. 하지만 하방 리스크도 커졌음. 유럽연합 집행위원회는 2025년 0.7% 성장을 예상하며 보다 신중한 입장을 취하고 있음. 12월 13일, 독일연방은행은 자체 GDP 성장률 전망치를 2025년 1.1%에서 0.2%로, 2026년 1.4%에서 0.8%로 수정함. 이러한 강력한 수정은 확장적 재정 정책을 장려하기 위한 것임.

막대한 공공 투자 적자

독일의 여러 기관에서는 연간 300억 유로(GDP의 0.7%)로 추정되는 국방비 지출을 고려하지 않고 2024년 투자 적자가 GDP의 14%에 해당하는 6,000억 유로에 달할 것으로 추산하고 있음. 이러한 투자 부족은 독일의 미래를 위협할 수 있음. 경제학자들은 10년 이내에 대규모 인프라 투자를 통해 잃어버린 기반을 만회할 것을 권장함.

이 목표를 달성하려면 정부는 매년 GDP의 1.5%씩 경제를 부양해야 하지만 현재 국가부채 제동 장치 규정으로 인해 이는 불가능함. 투자 부족 문제는 가용 자금 부족과 관련이 있을 뿐만 아니라 과도한 관료주의도 공공 투자 적체의 주요 원인으로 꼽힘.

점점 더 논란이 되고 있는 재정 규칙

독일은 현재 예산 교착 상태에 빠져 있음. 2009년 독일 헌법에 명시된 국가부채 제동 장치 규정은 구조적(즉, 주기적으로 조정되는) 예산 적자를 연간 GDP의 0.35%로 제한하고 있음. 2020년 이후 보건 위기로 인해 중단되었던 이 규정은 2024년 예산에서 다시 복원되었음. 경제가 침체된 상황에서 이 규칙을 개혁할 필요가 있음. 정도의 차이는 있지만 여러 가지 개혁안이 제시되었음. 2024년 공공 부채가 GDP의 63%(프랑스의 경우 약 110%)에 달하는 독일은 공공 부채를 지속 불가능한 수준으로 끌어올리지 않고도 투자를 늘릴 수 있는 예산적 여유가 많음.

투자 지출을 지원하기 위해 국가부채 제동을 개혁하자는 아이디어는 자유민주당(FDP)을 제외한 많은 정당으로부터 지지를 얻고 있음. 최근 여론조사에 따르면 연정 파트너로 유력한 기민당(CDU), 사민당(SPD), 녹색당(Greens)은 이 개혁에 찬성하고 있음 (다음 페이지 기사 참조). 내년에는 대규모 재정 부양책을 기대하기는 어렵겠지만, 재정 완화를 통해 2026년부터 매년 GDP의 0.5%~1.0%에 해당하는 자금을 확보할 수 있을 것으로 예상됨. 특히 국방 지출을 위한 새로운 예산 외 기금과 결합할 경우, 소폭의 개혁이라도 2025년 투자 심리에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음.

투자 부족을 해결하기 위해 독일은 향후 몇 년 동안 경제를 활성화해야 함.

예산 규정의 개혁 가능성과 국방 지출을 위한 예산 외 기금은 투자 심리를 개선할 수 있는 긍정적인 조치가 될 것임.

BOX: 새로운 특별 펀드를 향해?

2020년대에는 예산 외 자금의 사용이 상당히 증가함. 독일 중앙은행에 따르면 2022년 총 잠재적(다년간) 적자는 4,000억 유로에 달하며, 이는 2023년 GDP의 약 10%에 해당함. 이에 비해 국가부채 제동 장치 한도가 적용되었다면 2023년에는 130억 유로의 차입만 허용되었을 것임. 연방 예산법에서 예산 외 기금("특별 기금" 또는 "손더버미겐")은 특정 기능을 수행하기 위한 독립적인 추가 예산(그림자 예산)임. 이러한 특별 기금은 예산과 마찬가지로 국회의원 과반수의 찬성을 얻어야 하며 의회의 통제를 받음.

이러한 '예산 외' 기금은 재정 규칙, 특히 국가부채 제동을 우회하는 데 사용되었음. 2022년, 코로나19 위기의 결과에 대처하기 위한 600억 유로의 기금을 기후 및 전환 특별기금으로 이전하는 것에 대해 연방 헌법재판소에서 이의를 제기함. 2023년 11월, 현재는 예외적인 비상 상황과 차입 한도 초과 사이에 직접적인 인과관계가 있어야 한다는 이유로 이 재할당이 위헌이라고 선언함. 그러나 헌법재판소가 이러한 특수 목적 차량의 사용을 금지한 것은 아니라는 점에 유의해야 함. 다만 재배정 원칙에 위배된다는 판결을 내렸을 뿐임. 요컨대, 헌법재판소에 따르면 특수목적자금은 원래 목적대로만 사용할 수 있음.

2022년 우크라이나 침공 이후 독일의 국방력 강화를 위해 조성된 1,000억 유로의 특별 기금은 2023년 11월 헌법재판소의 결정에 영향을 받지 않았다는 점에 주목할 필요가 있음. 이는 국방 또는 다른 필요를 위한 자금 조달을 위해 동일한 유형의 새로운 기금이 조성될 수 있음을 시사함.

지정학

저자

독일 선거의 초점

ANNA ROSENBERG

HEAD OF
GEOPOLITICS -
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

2월 23일에 실시되는 독일과 유럽의 총선은 장단점이 있음. 긍정적인 측면은 정권이 바뀌면 독일이 정부 차입의 엄격한 제한을 규정하는 국가부채 제도 장치 규정(이전 기사 참조)을 개혁하는 등 경제 및 재정 개혁을 실행할 수 있는 보다 안정적인 정부를 구성하고 EU에서 더 강력한 리더십을 발휘할 수 있다는 점임. 부정적인 측면은 독일이 차기 미국 행정부의 영향에 대비해야 할 시기에 더 많은 불확실성에 직면하게 될 것이라는 점임. 또한 이번 총선은 또 다시 제한된 3당 연립정부와 강력한 야당의 등장으로 개혁을 가로막을 수 있는 위험도 있음.

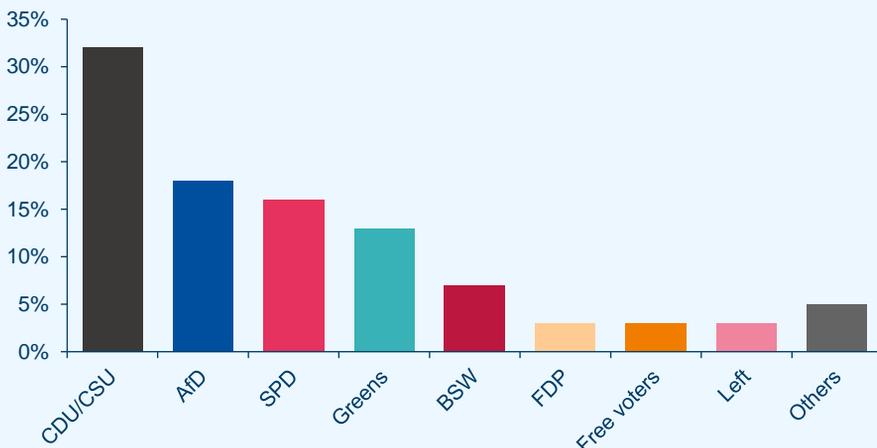
하방 리스크에도 불구하고 시장에서 호평을 받을 수 있는 결과가 나올 가능성이 높음. CDU/CSU가 중도 좌파(사민당) 또는 녹색당과 연정을 구성할 경우, 좌파 정당들이 연정 지지를 조건으로 재정 개혁에 대한 타협을 할 가능성이 높기 때문임. 기민당의 지도자이자 총리 후보인 프리드리히 메르츠는 아마도 이러한 타협에 동의할 것임. 앙겔라 메르켈 전 기민당 총리가 공개적으로 부채 브레이크 개혁에 대한 지지를 표명한 것도 주목할 만한 사실임. 선거 결과 기민당과 사민당의 대연정이 구성되면 부채 브레이크 개혁이나 경제에 재정 부양책을 투입하는 또 다른 창의적인 메커니즘이 도입될 가능성이 점점 더 높아질 것으로 보임. 이렇게 되면 공공 투자, 국방비 지출, 복지 지출 감소, 법인세 인하 등을 포함하는 개혁 패키지가 추진될 수 있음.

그러나 재정 개혁이 이루어지지 않고 독일이 현재 솔츠 총리 하에서와 같은 상황에 처할 수 있는 다양한 시나리오도 존재함. 예를 들어, 기민당이 자유민주당(FDP)을 포함한 또 다른 3자 연정을 구성해야 하고, FDP는 지금처럼 부채 브레이크 개혁을 막기 위해 최선을 다하거나 극우 및 좌파 정당이 의회 의석의 1/3 이상을 확보하여 부채 브레이크 개혁에 필요한 개혁을 저지할 수 있을 수도 있음.

이번 선거에서 극우 정당인 AfD가 강세를 보일 것으로 보이지만, 독일의 역사를 고려할 때 집권할 가능성은 낮음.

이번 선거에서
극우 정당인
AfD가 강세를
보일 것으로
보이지만, 독일
의 역사를 고
려할 때 집권
할 가능성은
낮음.

차트: 연방하원 선거, 최근 여론 조사



Source: Amundi Investment Institute, DAWUM, IPSOS. Data as of 5 December 2024.

주식 시장

저자

독일 주식 시장: 유럽의 떠오르는 별

ERIC MIJOT
 HEAD OF EQUITY
 STRATEGY, AMUNDI
 INVESTMENT INSTITUTE

2024년 독일 DAX 지수는 2024년 12월 16일 기준 연초 대비 21%의 괄목할 만한 상승률을 기록하며 유럽 증시에서 강세를 보이고 있음. 이러한 성과는 13%(총 수익률) 상승한 유로스톡스 50 지수와 11%(총 수익률)의 완만한 상승률을 기록한 스톡스 600 지수와 뚜렷한 대조를 이룸.

DAX의 성공 요인 중 하나는 국제적 위상(매출의 82%가 독일 외 지역에서 달성됨) 외에도 섹터 구성임. 이 지수는 산업(가중치의 25%)과 기술(19%)에 상당한 비중을 할당하고 있음. 이러한 집중 덕분에 DAX는 방위, 기후 변화, 지속적인 디지털 전환과 같은 장기적인 테마로부터 이익을 얻을 수 있었음.

또한 DAX의 금융 섹터 비중은 20%로 상당히 높기 때문에 성과를 더욱 뒷받침함. 올해 유럽 전역에서 금융 섹터는 강한 상승세를 보였고, DAX는 이러한 모멘텀을 효과적으로 활용했음. 향후 12개월 동안 DAX의 예상 수익률은 11%로, IBES에 따르면 약 7%로 예상되는 유럽 전체 시장의 예상 성장률을 훨씬 상회할 것으로 전망함.

유럽 국가 지수를 매핑한 결과 독일이 눈에 띄었음. 실제로 독일은 다른 유럽 국가에 비해 상대 주당순이익 모멘텀이 긍정적이고 시장 추세도 긍정적인 순환적 국제 시장임. 단기적으로 과매수된 것 외에도 매력적인 섹터 구성과 함께 이러한 유리한 포지셔닝은 2025년에도 계속해서 투자자들의 관심을 끌 것으로 보임. 주요 리스크는 단 4개 종목이 시가총액의 41%를 차지하기 때문에 지수의 집중도가 높다는 점임.

DAX는 산업, 기술 및 금융 부문에 대한 상당한 비중과 우호적인 수익 전망으로 인해 투자자들에게 매력적인 시장임.

DAX 성과와 유로스톡스 50 및 STOXX600 비교



글로벌 투자 전망





트럼프 당선 이후, 인플레이션에 대한 모든 시선

미국 경제의 회복세, 도널드 트럼프의 당선에 대한 기대와 최종 승리, 최근 인플레이션 관련 리스크가 지난 몇 달 동안 명목 및 실질 수익률을 끌어올렸음. 그러나 미국 증시와 달리는 트럼프의 정책으로 인해 미국 경제가 유럽과 일부 아시아 국가 등 다른 국가를 희생시키면서 혜택을 볼 것이라는 믿음으로 상승함. 미국의 정책이 유럽 자산과 신흥국 시장에 반향을 일으킬 것이라는 데는 동의하지만, 실제 영향은 구체적인 조치와 대응책에 따라 달라질 수 있음. 당사는 다음과 같은 요인이 시장을 움직이는 주요 요인이 될 것으로 봄:

- **미국 정책(감세, 규제 완화 등)이 소비에 미치는 재정적 영향은 명확하지 않음.** 단기(2025년)에는 성장에 긍정적이지만 2026년에는 성장에 부담이 될 것이라는 전망이 있음. 그러나 높은 재정적자와 부채에 대한 우려는 채권 수익률에 추가적인 압력을 가할 수 있음.
- **연준은 인플레이션의 마지막 고비를 넘기 위해 아슬아슬한 줄타기를 하고 있음.** 이민 통제(이에 따른 임금 압박) 및 수입 관세 관련 정책은 인플레이션 상승 위험을 초래할 수 있음. 따라서 연준은 데이터에 더욱 의존하게 될 것이며 현재 예상보다 덜 완화할 수 있음. 이는 유럽중앙은행과 다른 글로벌 중앙은행에도 영향을 미칠 것임.
- **생산성 향상, 경쟁력 강화, 국방력 향상을 위해 더 많은 투자를 해야 할 필요성과 EU 재정 거버넌스 규칙의 균형을 맞추는 것은 쉽지 않을 것임.** 따라서 선거 이후 독일(슐텐브렙스), 프랑스, 이탈리아 등의 국가에서는 재정 정책이 더욱 중요해지고 있음.
- **중국은 트럼프와의 협상이 어렵다는 것을 알고 있음.** 중국은 미국에 비례하여 대응할 것임. 재정 부양, 주요 광물 수출 통제, 위안화 평가 절하 등이 잠재적인 대응책이 될 수 있음.

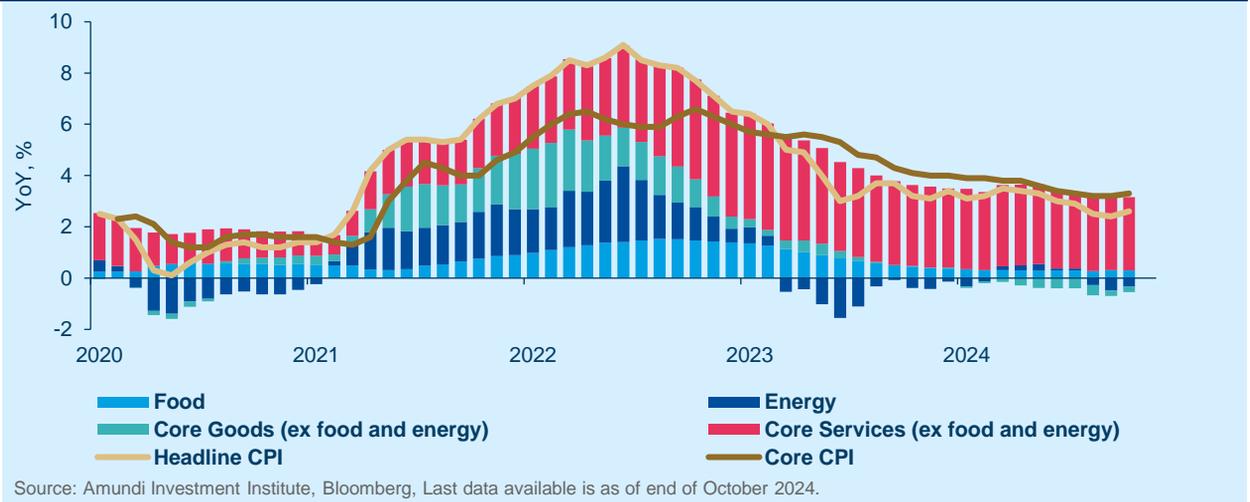


VINCENT MORTIER
GROUP CIO



MONICA DEFEND
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

미국의 디플레이션은 계속될 것이지만 관세와 이민 정책은 상방 위험을 초래함



이미 높은 위험자산 밸류에이션은 잠재적으로 높은 인플레이션과 예상보다 낮은 중앙은행의 양적 완화로 인한 채권 수익률 상승으로 역풍을 맞을 수 있음. 이는 결국 가격 매력이 더 높은 영역으로의 시장 순환이 지속되는 것을 선호함. 따라서 당사는 시장 펀더멘털과 밸류에이션, 정책 결정에 대한 기대 사이에서 신중하게 균형을 맞추는 것을 목표로 함.

- **교차 자산.** 미국 중형주에 대한 포지션을 긍정적으로 전환하여 미국 증시를 업그레이드함. 미국 증시는 성장 동력, 잠재적 규제 완화, 우호적인 세금 정책에서 비롯된 긍정적인 심리가 복합적으로 작용할 것으로 예상됨. 영국과 일본에 대해서도 소폭의 긍정적인 포지션을 유지함. 채권에서는 미국 및 유럽 듀레이션에 대해 건설적인 포지션을 유지하며 커브 스티프닝 기대치를 상향 조정했음. 금은 여전히 포트폴리오 안정성을 제공할 수 있는 잠재력을 보유하고 있다고 봄. 또한 투자자들은 미국 인플레이션이 상승세를 보일 경우 주식과 듀레이션에 대한 안전자산을 유지하는 것을 고려해야 함.
- **듀레이션은 세분화와 수익률 변동성을 고려하는 것이 중요함.** 듀레이션 중립에 가까운 미국의 경우, 중기물에 좋은 가치가 있다고 봄. 그러나 유럽 핵심 듀레이션에 대해서는 중립으로 하향 조정했으며 단기적으로 정치적 불확실성이 지속될 것으로 봄. 미국 크레딧은 여전히 우량 크레딧을 선호하며, 유동화 크레딧은 상업용 부동산의 AAA 등급 채권을 선호함. 유럽 크레딧에 대한 당사의 입장은 변함이 없음.
- **실질 수익률 상승에도 불구하고 미국 증시 상승세는 시장의 기대감이 높다는 것을 의미함.** 고평가된 주식을 넘어선 종목을 살펴볼 필요가 있음. 실제 성장에 미치는 영향은 트럼프의 의제가 어느 정도 실행되느냐에 따라 달라질 수 있음. 고가의 대형주보다는 S&P 동일가중, 가치, 퀄리티 등 밸류에이션이 양호한 종목에 투자하는 것이 좋음. 유럽에서는 내수 부진과 국제 무역의 불확실성이 맞물리면서 주식 종목 선택이 중요해질 것으로 보임.
- **신흥 시장에는 상관관계가 없는 상향식 스토리가 많지만 미국 금리는 리스크임.** 따라서 당사는 터키와 남아프리카공화국과 같은 국가를 선호하며 현지 통화 부채에 대해 경계를 늦추지 않고 선별적인 포지션을 유지함. 경화 및 기업 크레딧에 대해서는 긍정적인 포지션을 유지함. 주식의 경우, 브라질에 대해서는 건설적인 포지션을 약간 줄였지만 인도네시아와 인도에 대해서는 여전히 긍정적임.

미국 경제 회복과 연준 금리 인하는 위험자산에 소폭 건설적인 영향을 미치며, 실적 모멘텀이 양호하고 밸류에이션 우려가 적은 종목에 투자하는 것을 선호

전반적인 위험 심리

Risk off Risk on



위험자산에 대해 긍정적인 포지션을 유지하면서 미국의 정책이 전 세계 시장에 어떤 영향을 미칠지 모니터링하고 있음.

전월 대비 변경 사항

- **멀티 에셋:** 긍정적인 심리를 활용하기 위해 미국 중형주에 대해 건설적인 포지션을 취하고 있음. 또한 유럽 커브(미국 대비)에 대한 곡선 가파름 전망도 상향 조정함.
- **채권:** 전술적으로 핵심 유럽 듀레이션을 중립으로 하향 조정했음.

종합 투자심리는 다양한 위험자산(크레딧, 주식, 원자재)에 대한 다양한 투자 플랫폼의 의견을 조합하여 2024년 9월 25일에 글로벌 투자위원회(GIC)에서 공유됨. 이는 GIC에서 한 달 동안의 견해를 반영한 것임. 시장 및 경제적 배경의 변화를 반영하기 위해 당사의 입장은 조정될 수 있음.

ECB= European Central Bank, DM= Developed Markets, EM = Emerging Markets, CBs = 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

트럼프가 발표한 정책이 미국 경제와 연준의 경로에 미칠 수 있는 영향은 무엇인지?

예상되는 감세, 규제 완화, 재정 적자 확대로 인해 2025년까지 성장세가 둔화되고 인플레이션이 상승할 수 있음. 관세가 인플레이션을 0.5%p 상승시킬 수 있지만 감세 효과를 완전히 상쇄하기는 어려울 것임. 관세의 순서와 시기는 경제적 영향을 평가하는 데 있어 핵심이 될 것임. 또한 이민 통제가 인플레이션을 가중시켜 연준의 인플레이션 목표 달성을 저해할 수 있음. 예상보다 높은 인플레이션은 매파적인 연준을 암시할 수 있지만, 관세는 2026년까지 성장을 저해할 수 있음. 결국 연준은 금리 인하 경로를 재평가해야 할 수도 있음. 2025년 2분기까지 10년 만기 미국 국채 수익률은 4.30%가 될 것으로 예상함.

투자 시사점

- 인플레이션 보호 및 미국 커브 스티프닝에 유리한 전략을 선호

2

미국의 관세에 대한 중국의 대응은 무엇일까?

당사는 세 가지 가능한 시나리오를 예상: i) 중국 경제에 대한 미국의 관세 부과로 인한 타격을 상쇄하기 위해 2025년 3월까지 GDP의 최대 2%에 달하는 재정 부양책 확대, ii) 전자 산업에 필수적인 주요 희귀 광물에 대한 수출 통제, iii) 특히 미국의 관세가 특히 심각한 경우 일회성 위안화 절하(devaluation). 이는 중국의 첫 번째 보복 옵션이 아니며, 재정 및 표적 보복이 더 일찍 이루어져야 함. 관세 인상이 트럼프의 두 번째 임기 동안 단계적으로 이루어진다면 중국은 수출 경로를 변경하여 다른 개발도상국과의 관계를 저울질하면서 신중하게 대응할 수 있음.

투자 시사점

- 중국에서는 채권보다는 주식을 선호함. 미국 대선 결과에도 불구하고 투자심리는 긍정적으로 유지되고 있지만 신중한 선택이 필요

3

미국 선거가 미국 달러에 어떤 영향을 미칠 수 있을까?

중국인민은행은 통화 완화 및 유동성 강화 조치를 시행함. 정책 금리를 인하하고 지급준비율(은행이 준비금으로 보유해야 하는 자본의 양)을 인하했으며 사람들이 세컨드 하우스를 더 쉽게 구입할 수 있도록 함. 이는 시장에 새로운 활력을 불어넣은 것으로 보임. 당사는 이러한 조치를 환영하며, 경제의 높은 레버리지 문제를 해결하고 소비자들이 더 많이 소비하도록 장려할 수 있는 재정 조치에 대한 보다 명확한 발표를 기다리고 있음. 성장과 시장 성과가 지속적으로 개선되려면 소비자 심리와 고용 상황이 개선되는 것이 필수적임.

투자 시사점

- 단기적으로 USD에 건설적. EURUSD는 패리티(Parity)에 도달할 것으로 예상되지 않음.

완화 모드에 있는 연준은 재정 정책이 지나치게 확장적이어서 인플레이션 목표에 문제가 발생하면 금리 인하 속도와 시기를 재평가해야 할 수도 있음.

멀티 에셋

저자

매력적인 세그먼트로 다각화

트럼프가 미국 대선에서 압승한 것은 미국의 단기 성장에 긍정적이며 시장의 관심을 계속 끌어올릴 것임. 연준이 금리를 인하하는 시점에 위험자산에는 다소 긍정적일 것임. 하지만 밸류에이션이 매력적인 주식 섹터를 통해 이로부터 이익을 얻고자 함. 흥미로운 점은 미국 자산을 상승시킬 수 있는 동일한 요인(성장, 높은 재정적자 등)이 미국 수익률에 상승 압력을 가하고 커브 스티프닝과 관련된 기회를 만들 수 있다는 점임. 또한 미국을 비롯한 세계 각국의 보호무역주의 성향은 시장에 역풍을 일으킬 수 있음. 따라서 당사는 변화하는 경제 환경 속에서 다각화된 포지션을 유지하는 것을 선호함.

당사는 미국, 일본, 영국 주식에 대해 긍정적인 포지션을 취하고 있음. 미국의 경우, 차기 행정부의 내수 중심 정책으로 수혜를 받을 가능성이 높은 중형주에 대해 건설적인 포지션으로 전환하여 전술적 비중을 높였음. 이를 통해 기존 주식 포지션에서 약간 다각화할 수 있었음. 신흥국 시장의 경우 현재 중국의 밸류에이션과 중국 정책 입안자들이 지원을 유지할 것이라는 기대감으로 인해 중국에 대해 낙관적인 포지션을 유지하고 있음.

채권에서는 성장, 재정적자, 인플레이션에 대한 우려로 인해 미국 국선의 장기물 수익률이 상승할 수 있다고 봄. 따라서 전반적으로 미국 듀레이션에 대해 긍정적인 포지션을 유지하지만, 미국 30년물에 대해서는 신중한 포지션으로 변경하고 유로 5년에 대해서는 긍정적인 포지션으로 변경함. 유럽의 경우, 성장 전망은 더 완만하고 인플레이션은 계속 하락하고 있으므로 듀레이션에 대해 약간 건설적인 포지션을 유지함. 또한 이탈리아 국채와 독일 국채를 선호하며 영국 국채에 대해서는 긍정적인 포지션을 유지함. 아시아에서는 일본 국채 수익률이 상승할 것으로 예상되며 이는 국채에 하방 압력을 가할 수 있음.

다른 한편으로는 미국과의 금리 차이를 고려할 때 EU 투자등급 및 신흥국 부채, 특히 현지 통화에서 가치를 발견할 수 있음. 하지만 국제 무역과 관련된 미국의 잠재적 정책으로 인한 리스크는 경계하고 있음. 외환의 경우, 단기적으로 미 달러화가 계속 강세를 보일 것으로 예상되며, 특히 고가인 CHF에 대해서는 더욱 그렇음. 엔화 대비 CHF에 대해서도 신중한 포지션을 취하고 있음. 이와는 별도로 INR과 BRL에 대해서는 낙관적인 전망을 유지함.

중기적으로 강세를 유지할 가능성이 높은 금을 안정성의 핵심 축으로 삼아 자산 배분을 완료함. 또한 투자자는 인플레이션 위험을 방어하기 위해 주식 및 듀레이션 헤지를 유지해야 함.

FRANCESCO SANDRINI
HEAD OF MULTI-ASSET STRATEGIES

JOHN O'TOOLE
HEAD OF MULTI-ASSET INVESTMENT SOLUTIONS

미국 증시의 상승 잠재력이 제한적이라는 점은 인정하지만, 긍정적인 심리에 따라 전술적으로 이익을 얻을 수 있는 영역에 주목함.

아문디 교차 자산 신념

		--	-	=	+	++	
주식	DM				↔	◆	◆ 현 입장
	EM			◆			
크레딧				◆			
듀레이션	DM					◆	↔ 전월 대비 변화
	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 25 September 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 gov. 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

듀레이션에 전문적이며 세분화된 투자 전략 유지

트럼프 무역으로 채권 금리가 급격히 상승했으며 다음 상승은 세금, 국제 무역, 이민 등에 관한 트럼프의 의제가 실제로 이행되는 데서 비롯될 것임. 특히, 이 모든 것이 장기물 수익률을 얼마나 끌어올릴지에 대한 논쟁이 있었지만, 당사는 여전히 중기물에 가치가 있다고 봄. 최근 수익률 하락은 재정정책에 대한 시장의 인식이 얼마나 빨리 변할 수 있는지를 보여줌. 유럽에서는 일부 국가의 정치적 불확실성이 금리에 대한 ECB의 입장과 함께 수익률에 영향을 미칠 수 있음. 계속되는 변동성은 수익률 곡선에서 어느 지역에서 매력적인 무위험 수익률과 안정성을 제공하는지 파악하는 것이 중요함. 다른 한편으로는 투자자의 장기 수익률을 높일 수 있는 기업 크레딧과 신흥국 부채가 있음.

글로벌 및 유럽 채권	미국 채권	신흥국 채권
<ul style="list-style-type: none"> 당사의 듀레이션 포지션은 중립적이지만, 국가 및 지역 역학을 고려하기 때문에 수익률 곡선마다 다름. 유럽 듀레이션은 중립으로 소폭 하향 조정했으며, 영국에 대해서는 긍정적이지만 일본에 대해서는 신중한 포지션을 유지함. 당사는 유럽과 미국에서 커브 스티프닝(30Y-5Y)에 대한 입장을 유지함. 유럽 IG에서 은행 및 보험 섹터에 대한 선호도는 유지됨. 그러나 당사는 비경기민 감주에 편향된 HY에 선별적으로 투자하고 있음. 	<ul style="list-style-type: none"> 당사는 미국 국채에 대해 역동적인 포지션을 유지함. 현재로서는 중립적 포지션이지만 수익률이 크게 상승하면 장기적으로 매수 포지션이 강화될 수 있음. 곡선의 어느 부분이 가장 큰 가치를 제공하는지 파악하는 것이 중요함. 장기물은 재정적자와 잠재적 인플레이션의 영향을 받을 가능성이 높음. TIPS는 높은 실질 금리 속에서 매력적인 상품임. 유동화 크레딧에서 당사는 우량 상업용 부동산과 기관 MBS에서 기회를 발굴함. 	<ul style="list-style-type: none"> 트럼프 당선 이후, 그의 정책과 연준의 (예상보다 적은) 양적완화가 신흥국 부채에 어떤 영향을 미칠지 평가함. 당사의 전략은 상관관계가 낮은 스토리를 발굴하는 것임. 터키와 남아프리카공화국과 같은 국가의 LC 부채는 잠재력을 보여줌. 중남미에서는 멕시코와 같이 매각이 상당히 진행된 지역을 살펴봄. 당사는 밸류에이션과 매력적인 캐리로 인해 HC와 기업 크레딧, 특히 HY를 선호함.

재정 적자와 인플레이션 위험 속에서 커브 스티프닝은 지속될 전망



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg, as on 29 November 2024. Value above 0 means steeper yield curve, value below 0 means inverted yield curve.

저자

AMAURY D'ORSAY
HEAD OF
FIXED INCOME

YERLAN SYZDYKOV
GLOBAL HEAD OF
EMERGING MARKETS

MARCO PIRODINI
CIO OF US
INVESTMENT
MANAGEMENT

주식

미국 메가캡 이상의 주식 플레이

시장은 미국의 단기 명목 경제성장률을 가격에 반영하기 위해 빠르게 움직였지만, 2016년과 비교했을 때 이번에는 '트럼프 무역'의 시작점이 다르기 때문에 이러한 내러티브에 의문을 제기하고자 함. 트럼프가 처음 대통령에 당선되었을 때는 미국의 주식 밸류에이션, 재정적자, 공공부채가 지금처럼 높지 않았음. 하지만 이번에는 연준이 완화적 기조를 유지하고 있지만 인플레이션 변동성이 커질 경우 어려움을 겪을 수 있음. 결과적으로 주식은 상승할 수 있지만, 저가 업종과 실적 회복력을 보이는 종목을 선호하는 로테이션이 특징임. 특히 중소형주, 유럽, 일본, 신흥시장에서는 가격 결정력과 대차대조표의 강점을 보이는 기업에서 선별적인 기회가 있을 것으로 보임.

유럽 주식

- 시장이 매파적인 트럼프에 대한 두려움에 휩싸여 있지만, 기업 펀더멘털에 기반한 충분한 기회가 있다고 봄.
- 가격 책정력이 핵심이며, 지금은 대차대조표의 건전성을 위해 타협할 때가 아님.
- 유럽에서는 생필품과 헬스케어에 대해 더욱 긍정적으로 기회가 있다고 봄.
- 반대로, 당사는 이제 기술주와 산업주에 대해 더 신중하게 접근함.

미국 및 글로벌 주식

- 당사는 재정 정책이 단기적으로 증시에 활력을 불어넣을 수 있다는 데는 동의하지만, 밸류에이션이 매력적이고 운영 효율성이 아직 가격에 반영되지 않은 섹터에 대해서는 동의하지 않음.
- 중요한 것은 인플레이션이나 재정적자 우려로 국채 금리가 크게 상승하면 밸류에이션이 영향을 받을 수 있다는 점임.
- 당사는 시가총액 대형주는 피하지만 가치와 품질은 선호함. 시가총액의 하락은 여전히 당사에겐 중요한 요소임.

신흥국 주식

- 중국 경우 중립적인 입장을 취하고 있으며, 트럼프가 관세 부과를 강행할 경우 수출업체를 지원하기 위한 재정 패키지가 나올 수 있음.
- 글로벌 신흥국 주식의 경우 인도와 같이 지정학적 경쟁에서 상대적으로 자유로울 수 있는 국가에 주목함. 인도네시아는 구조적 추세로 인해 선호하며, 한국은 중립으로 하향 조정함.
- 브라질, 멕시코는 매력적이지만 재정 리스크와 USMCA 재협상으로 인한 변동성을 모니터링중*.

메가캡을 넘어 미국 주식의 기회



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg, 15 November 2024. *United States-Mexico-Canada Agreement.

저자

BARRY GLAVIN

HEAD OF EQUITY PLATFORM

YERLAN SYZDYKOV

GLOBAL HEAD OF EMERGING MARKETS

MARCO PIRONDINI

CIO OF US INVESTMENT MANAGEMENT

전 망

아문디 자산군별 전망

이번 달의 초점

- **투자자들은** 미국 대선의 영향을 전반적으로 평가하고 있음. 트럼프 정책의 속도와 범위에 대한 불확실성이 남아 있기 때문에 특히 채권에서 변동성이 높게 유지될 것으로 예상함.
- **EU 핵심 듀레이션:** 국내 정치 상황을 평가함에 따라 EU 핵심 듀레이션을 중립으로 하향 조정함.

주식 및 글로벌 요인들

지역	전월 대비 변화	--	-	=	+	++	글로벌 요인	전월 대비 변화	--	-	=	+	++
미국				◆			성장				◆		
유럽					◆		가치						◆
일본					◆		소형주	▲					◆
EM						◆	퀄리티	▼					◆
중국				◆			낮은 변동성				◆		
중국 외 EM						◆	모멘텀				◆		
인도						◆	고배당				◆		

채권 및 환

정부채	전월 대비 변화	--	-	=	+	++	크레딧	전월 대비 변화	--	-	=	+	++
미국				◆			미국 IG				◆		
EU 핵심	▼			◆			미국 HY			◆			
핵심 외 EU				◆			EU IG						◆
영국					◆		EU HY			◆			
일본			◆										
신중국 채권	전월 대비 변화	--	-	=	+	++	FX (환)	전월 대비 변화	--	-	=	+	++
중국 정부				◆			USD	▲					◆
인도 정부					◆		EUR	▼		◆			
신흥 HC					◆		GBP					◆	
신흥 LC				◆			JPY					◆	
신흥 회사채				◆			CNY	▼		◆			

Source: Summary of views expressed at the most recent global investment committee held on **20 November 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.

▼ 전월 대비 다운그레이드
▲ 전월 대비 업그레이드

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 16 December 2024. 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: 17 December 2024.

Document ID: 4105132.

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 – pawel.gaul

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