

Investment Institute

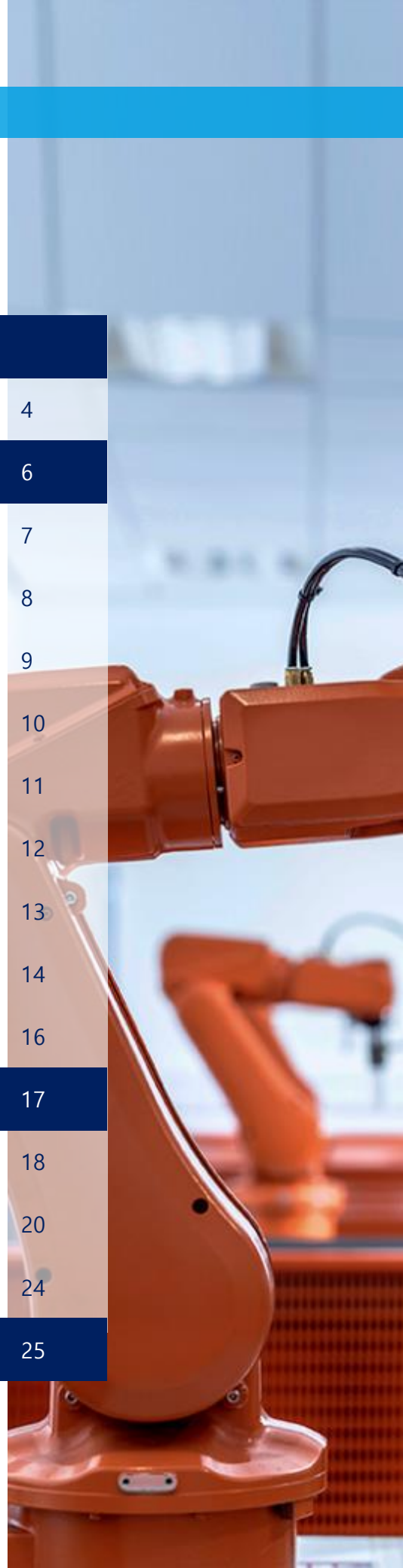
마리오 드라기 보고서: 유럽의 경쟁력을 위한 조치

CROSS ASSET INVESTMENT STRATEGY

2024년 10월 • Document for professional investors only

목차

이달의 주제	
마리오 드라기 보고서: 유럽의 경쟁력을 위한 조치	4
거시경제, 지정학 및 전략	6
거시 경제	7
신흥시장	8
거시 경제 스냅샷	9
중앙은행	10
지정학 및 정책	11
중앙 시나리오의 시나리오 및 리스크	12
아문디 투자 연구소 모델	13
주요 월별 차트	14
원자재 및 통화	16
글로벌 투자 전망	17
CIO 전망 연준의 금리 인하가 시장을 끌어올렸지만 얼마나 오래 지속될까?	18
세 가지 인기 질문	20
자산군별 전망	24
거시 경제 및 금융시장 전망	25





**MONICA
DEFEND**
HEAD OF AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

"연준은 금리에 대한 강력한 포워드 가이드를 제시했는데, 이는 (인플레이션) 데이터에 의존하는 최근의 접근 방식과 대조적임. 이는 성장에 대한 일부 우려와 맞물려 최종금리 (terminal rate) 기대치를 낮추게 됨."

"성장률의 하방 서프라이즈, 인플레이션의 상방 서프라이즈 또는 지정학적 리스크가 악화될 경우 상황이 빠르게 변할 수 있기 때문에 민첩성을 유지함."



**VINCENT
MORTIER**
GROUP CHIEF
INVESTMENT OFFICER

이달의 주제

마리오 드라기 보고서: 유럽의 경쟁력을 위한 조치

저자

MONICA DEFEND

HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

MAHMOOD PRADHAN

HEAD OF GLOBAL MACROECONOMICS - AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

주요 내용

유럽의 경쟁력 하락에 대한 마리오 드라기 총재의 보고서는 정책 입안자들에게 중대한 도전 과제를 제시함. 광범위한 지지를 받고 있지만, 분열과 정치적 합의 부족으로 인해 실행에 어려움을 겪을 것임.

낮은 투자와 낮은 생산성이 결합되어 유럽의 경쟁력이 약화되었음. 기업들은 낮은 기대 성장률로 인해 투자를 주저하고 있으며, 이는 경제 발전의 발목을 잡는 악순환을 줌.

드라기는 규제에 대한 금융시장 통합을 포함한 중대한 구조 개혁과 신기술 채택의 진전을 저해하지 않는 유연한 거버넌스 프레임워크를 EU 내 옹호함.

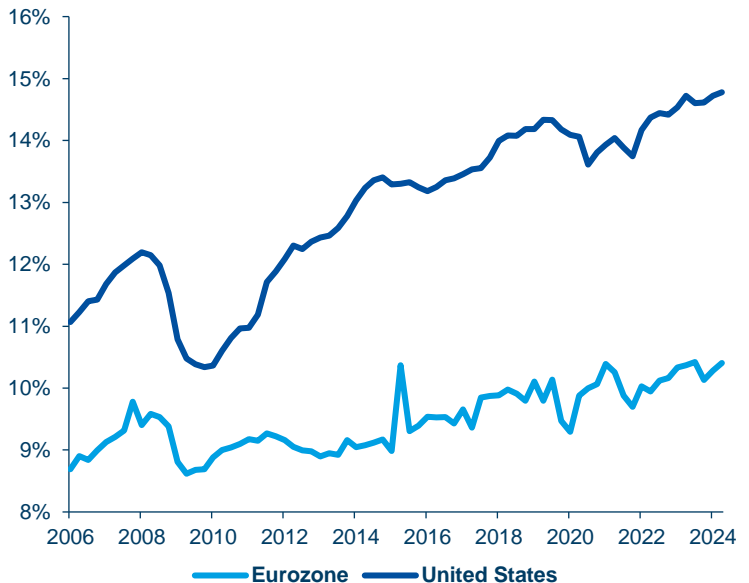
유럽의 경쟁력 하락에 대한 드라기의 보고서는 포괄적인 분석을 제공하지만, 그 내용 중 상당수는 새로운 내용은 아님. 하지만 드라기의 위상은 이러한 권고에 시급성을 부여할 수 있음. EU의 자금 지원이나 조약 변경이 필요한 사안은 상당한 정치적 저항에 부딪힐 가능성이 높음. 보고서는 명확한 추진 방향을 제시하고 있으며, 새로운 자금이 필요하지 않은 일부 개혁(예: 규제 변경)은 더 빨리 추진될 수 있음.

주요 결과

드라기 총재의 보고서는 단순한 경제 분석 그 이상임. 기후 변화 대응과 대륙의 사회 모델 보존이라는 유럽의 광범위한 목표 내에서 구성됨. 드라기 총재의 권고의 중심에는 탈탄소화와 불평등이라는 주제가 있으며, 이는 나중에 고려할 사항이 아니라 유럽의 미래를 위한 필수적인 요소로 취급됨.

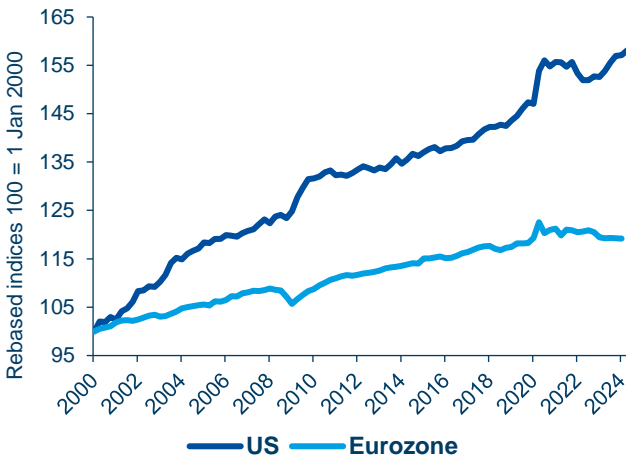
보고서는 유럽과 미국의 생산성 및 투자 격차가 클 뿐만 아니라 더욱 확대되고 있으며, 중국과도 비슷한 추세가 나타나고 있다는 심각한 딜레마를 강조함. 유럽이 뒤처질 위험은 이미 현실화되었으며, 특히 디지털 경제와 인공지능(AI)의 발전에 비추어 볼 때 도태될 위험은 더욱 커지고 있음. 보호무역주의의 부상, 공급망의 변화, 다른 선진시장의 더욱 공격적인 산업 정책 등 새로운 지정학적 현실에 대처하기 위한 유럽의 준비도 의문시되고 있음. 이러한 감소세를 반전시키려면 더 높은 성장이 필요하며, 이를 위해서는 혁신과 생산성 향상을 장려하는 거버넌스 및 규제 시스템을 통해 지속적인 성장을 도모할 수 있어야 함.

GDP 대비 투자 비율



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg. Date as of 24 September 2024.

노동 생산성



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg. Date as of 24 September 2024.

진단

드라기 총재의 분석의 핵심은 글로벌 금융위기 이후 유럽의 성장이 미국에 비해 크게 뒤쳐졌다는 점임. 이러한 격차는 1인당 소득과 생활수준의 낮은 증가로 이어짐. 가장 큰 원인은 미국에 비해 유럽의 투자 수준이 현저히 낮아 생산성 저하로 이어진 것으로 파악됨. 낮은 투자와 낮은 생산성의 조합은 궁극적으로 유럽의 경쟁력을 약화시킴. 드라기 총재의 메시지는 분명함. 실질적인 변화가 없다면 유럽의 경쟁력은 더욱 약화되어 심각한 경고음을 울리게 될 것임. 기업들은 기대 성장률의 부족으로 인해 투자를 주저하고 있으며, 이는 경제 발전을 저해하는 악순환을 낳고 있음.

경쟁력을 위한 도전 과제

보고서는 경쟁력을 약화시키는 주요 요인으로 혁신 부족을 꼽으며, 특히 EU가 중국보다 R&D에 덜 투자하고 있다고 강조함. 이 문제는 부분적으로 불완전한 단일시장 (single market), 특히 서비스 분야에서 미국과 중국에 비해 유럽의 시장 규모가 제한되어 있기 때문임.

러시아에 대한 에너지 의존도는 유럽의 경쟁력을 약화시켜 제조업 비중이 높은 회원국의 비용 증가로 이어짐. 통합 전력망의 부재로 인해 일부 국가에서는 최대 35% 더 많은 비용을 지불하는 등 전기 요금은 EU 전역에서 크게 차이가 남. 미국의 인플레이션 억제법(Inflation Reduction Act)은 유럽에서 투자를 유치하는것을 약화시켜 주요 기업들은 미국 내 더 나은 보조금을 받기 위해 EU 투자를 연기하게 됨.

금융 시장 통합이 개선되고 자본시장이 커지면 자본 비용을 줄일 수 있음

국경 간 유동성 및 합병을 촉진하여 은행 연합을 완성하면 은행 자금 조달 비용을 낮출 수 있음. 대형 은행은 일반적으로 차입 비용이 낮기 때문에 더 낮은 금리로 대출할 수 있으며, 이는 유럽 기업이 미국 은행에 비해 직면한 불이익을 해소하는 데 도움이 될 수 있음. 또한 유럽은 저축을 투자로 전환하고 은행 자금 조달에 대한 의존도를 줄이기 위해 통합 자본시장이 필요함.

드라기 보고서는 국경을 넘나드는 유동화를 가능하게 하는 데 필요한 통일된 파산 제도나 세금 시스템과 같은 어려운 개혁을 피함. EU의 지속 가능한 금융 및 ESG 규정을 완화하면 방위 산업과 같은 분야를 포함한 중소기업의 금융 접근성이 개선될 수 있음.

구조 개혁과 대폭적인 투자 확대의 필요성

드라기 총재는 GDP 대비 4%의 투자 격차로 인해 향후 10년간 매년 8,000억 유로의 추가 투자가 필요하다고 밝힘. 이러한 투자의 대부분은 민간 부문(private sector)에서 이루어져야 하지만, 이는 결국 경쟁력 향상과 더 높은 수익률에 달려 있기 때문에 개혁을 촉구함. 보고서는 국방 및 에너지 인프라와 같은 공공재를 위해 1,000억 유로의 EU 기여금을 제안하지만, EU 공동 부채에 대한 정치적 타당성은 여전히 불확실하여 2027년의 다음 Multi-Annual Financial Framework 까지 이니셔티브가 지연될 가능성이 높음.

모든 개혁에 막대한 자금이 필요한 것은 아님. 드라기 총재는 국가별로 지나치게 번거롭고 세분화된 규제가 투자를 저해하고 특히 AI와 디지털 경제 분야의 혁신에 대한 기업의 지출 의지를 제약한다고 주장함. 또한 엄격한 GDPR 제도는 지나치게 제한적일 수 있음.

EU의 반독점 중심의 경쟁 정책은 합병을 제한하여 소규모 기업의 지속시키고 있음. 보다 통합된 서비스 시장으로 나아가간다면 상당한 이점을 얻을 수 있음. 드라기는 의사 결정에 만장일치를 요구하고 개혁을 억압하는 EU의 거버넌스 프레임워크에 변화를 요구함. 그는 전체 합의 없이도 일부 국가 그룹이 합의를 이행할 수 있도록 허용해야 한다고 주장함.

미래 전망

드라기 총재의 보고서를 소화하고 실행하는 데는 시간이 걸리겠지만, 향후 5년간 유럽 위원회의 입법 의제에 상당한 영향을 미칠 것임. 단기적으로는 덜 부담스러운 권고안 중 일부가 채택될 경우 유럽에 대한 분위기가 반전될 수 있음.

글로벌 투자 전망



GLOBAL INVESTMENT VIEWS



연준의 금리 인하가 시장을 끌어올렸지만 얼마나 오래 지속될까?

자본시장은 미국 노동시장의 약화와 연준이 경제를 연착륙으로 이끌 것이라는 기대 사이에서 혼조세를 보임. 시장은 최근의 정책 조치를 낙관적으로 해석하고 있으며, 이는 잠재적으로 소비와 투자를 촉진할 수 있음. 또 다른 이야기는 연준이 경제에 대한 불안감이 없었다면 큰 폭의 금리 인하를 단행하지 않았을 것이라는 것임. 당사의 견해는 진실은 그 중간 어딘가에 있다고 봄. 상황에 따라 두 가지 시나리오가 조합되어 전개될 가능성이 있음:

- 미국은 경기 둔화 경로에 있으며 유로존에 대한 하향 조정. 당사는 경기 둔화가 완만할 것이라는 견해를 유지함. 노동시장, 소비 패턴, 저축률이 경기 둔화 정도를 모니터링하는 핵심 요소로 남아 있음. 유로존의 경우 내수 부진으로 인해 2025년 실질 GDP 성장률 전망치를 1.2%에서 1.0%로 하향 조정함.
- 연준이 더 큰 폭의 금리 인하를 단행하면 ECB와 BoE가 자체 금리를 인하할 수 있는 여지가 커짐. 연준의 금리 인하 횟수가 많을수록 연준의 최종 금리는 낮아지고 ECB와 BoE에 파급 효과가 나타남.
- 미국은 (현재로서는) 재정 적자에 대해 덜 걱정하는 것 같음. 카말라 해리스와 도널드 트럼프의 정치적 성향은 다르지만 두 사람 모두 높은 재정 적자에 신경 쓰지 않는 것. 유럽에서는 그 반대이며 수년 동안 미국과의 투자 및 생산성 격차가 발생했음.
- 중국의 통화 부양책이 시장 심리를 부추기고 있음. 통화 완화와 주택 정책의 변화는 경기 부양을 위한 중국의 새로운 노력을 시사하지만, 재정 부양책에 대한 명확한 발표를 기다리고 있음.

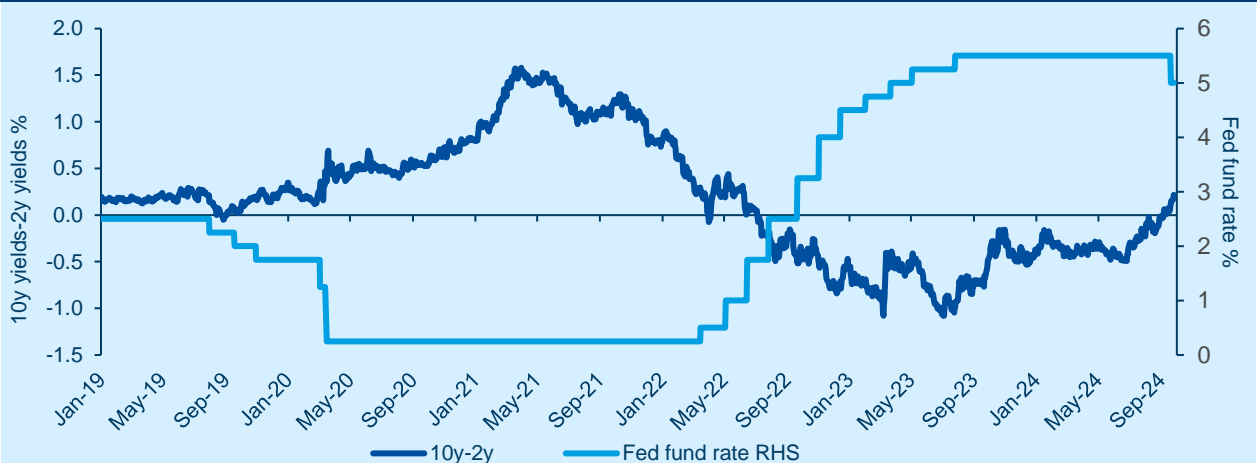


VINCENT MORTIER
GROUP CIO



MONICA DEFEND
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

연준의 금리 인하와 높은 재정 적자는 미국 곡선 steepening의 사례를 뒷받침함



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg, as of 25 September 2024. 10-2y above zero means steep yield curve.

*From beginning of September to the end of the year.

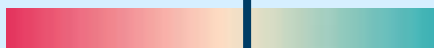
경제가 경기침체에 진입할 가능성이 낮고 인플레이션이 하락하여 중앙은행이 완화적 통화정책 주기를 진행할 가능성이 높기 때문에 다소 긍정적인 리스크 스탠스를 취하는 것이 앞으로의 방향임. 그러나 **통화 완화만으로는 시장을 지속하게 끌어올릴 수 없음**. 금리 인하는 경제 전반으로 확산되는 데 시간이 걸림. 장기적으로 시장 성과를 위해서는 양호한 성장, 기업 실적 호조, 생산성 향상을 위한 투자가 필요함. 다음과 같은 부문에서 기회가 있을 것으로 봄:

- **크로스에셋(Cross Asset)**. 당사는 듀레이션에 대해 건설적인 포지션을 취하고 글로벌 곡선 전반의 편차를 (divergence) 탐색함. 미국과 유럽에 대해서는 긍정적인 포지션을 유지하지만(이전보다 약간 축소), 영국에 대해서는 낙관적으로 전환했음. 일반적으로 선진국 채권 수익률 곡선은 계속 steepen할 것이지만 단기적으로 일부 차이가 있을 것. 신흥국 채권의 경우 수익률은 매력적이지만 미국 관세 관련 불확실성이 타이트한 밸류에이션 부문에 영향을 미칠 수 있음. 주식 매수 시기를 탐색 중이며 영국과 일본에 대해서는 소폭의 포지션을 유지함. 금은 지정학적 불확실성이 높은 시기, 특히 중앙은행이 금리를 인하할 때 안정성을 제공함.
- **국채에 전문적이고 적극적이며 크레딧 캐리에는 긍정적**. 장기적인 관점에서 미국 국채 수익률은 매력적이기 때문에 중립에 가까운 포지션을 유지. 미국과 유럽에서 중앙은행의 금리 정상화 속도가 서로 다르기 때문에 적극적인 접근이 중요함. 인플레이션 압력이 감소하고 성장 우려가 지속되는 가운데 영국 국채 듀레이션을 상향 조정함. 미국 크레딧에서는 비금융보다 금융을 선호하며, EU에서는 금융과 후순위채를 선호하지만 소비재와 소매업종에 대해서는 신중한 포지션을 유지함.
- **주식의 펀더멘털/밸류에이션에 우선순위를 둬**. 경기 회복으로의 전환은 시장에 도움이 될 것임. 그때까지 시장은 방향성보다는 로테이션과 밸류에이션에 더 많이 의존할 것임. 당사는 대형주 외의 종목으로 수익이 확대되기를 기다리며 미국에서는 성장주보다 방어주와 가치주에 관심을 두고 균형 잡힌 포지션을 유지함. 유럽에서도 경기순환주와 방어주를 통해 균형 잡힌 포지션을 목표로 함.
- **글로벌 정책 완화는 신흥국 투자에 호재로 작용하고 있음**. 당사는 경화(hard-currency) 채권을 선호하며 최근 과도한 매도가 발생하여 매력적인 시장을 탐색하고 있는 현지 통화에 더 선별적으로 투자하고 있음. 국가별로는 브라질, 콜롬비아, 페루를 선호함. 주식의 경우 아시아는 풍부한 기회를 제공하고 있으며 선별적인 포지션을 유지하고 있음.

성장률의 하방 서프라이즈, 인플레이션의 상방 서프라이즈 또는 지정학적 리스크가 악화될 경우 상황이 빠르게 변할 수 있기 때문에 민첩성을 유지함.

전반적인 위험 심리

Risk off Risk on



경기침체가 없고 중앙은행이 완화적 기조를 유지하는 환경에서는 위험자산에 대해 소폭의 긍정적인 포지션을 유지

전월 대비 변경 사항

- 채권: 일본 국채에는 덜 긍정적이고 영국 국채에는 더 건설적인 포지션
- 외환: GBP에 약간 긍정적

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 25 September 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, 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

9월 연준의 대폭적인 금리 인하 이후 정책 기대치가 변경됐는지?

당사는 연준이 올해 남은 두 차례 회의에서 동일한 확률로 총 50bp(기존 예상치 75bp)의 추가 정책 완화를 단행할 것으로 예상함. 또한 내년 예상에 한 차례의 금리 인하를 추가하여 최종금리 (terminal rate) 전망치를 3.50%에서 2025년 9월에 도달할 것으로 예상되는 3.00%로 낮춤. 비둘기파적인 연준은 ECB와 같은 다른 중앙은행의 금리 인하를 더 수월하게 만들. ECB의 경우, 내년에 추가로 25bp의 금리 인하를 예상하여 4월까지 최종금리 예상치를 2.25%로 낮춤. 또한 영란은행(BoE)의 최종금리도 2025년 말까지 3.50%로 25bp 낮춤.

투자 영향

- 듀레이션: 미국은 중립에 가깝고 핵심 유럽 (core Europe)에서는 약간 긍정적임. 영국에 대해 건설적으로 전환.

2

일본은행과 연준의 입장 차이를 어떻게 설명할 수 있을지?

일본의 핵심 CPI는 8월에 가속도가 붙었고, 이제 당사는 이전에 생각했던 것처럼 완만한 하락 대신 내년에는 2% 내외에서 안정될 것으로 예상함. 일본은행은 경제 전망치가 달성되면 금리를 인상하겠다는 의사를 밝혔음. 우에다 총재가 정책을 긴축하기 전에 고려해야 할 중요한 요소인 임금 상승률, 수신 데이터, 대외 시장 안정성을 모니터링할 것으로 예상함. 이에 따라 일본은행이 12월과 2025년 5월에 각각 25bp씩 금리를 인상할 것으로 예상하지만 최종금리 전망은 변경하지 않음.

투자 영향

- 일본 국채에 주의

3

중국의 통화 부양책이 중국 경제 성장에 미치는 영향은 무엇인지?

중국인민은행은 통화 완화 및 유동성 강화 조치를 시행함. 정책 금리를 인하하고 지급준비율(reserve requirement)을 인하했으며 사람들이 두번째 주택을 더 쉽게 구입할 수 있도록 했음. 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 개선되면 소비자 심리와 고용 상황이 개선되는 것이 필수적임.

투자 영향

- 당분간 중국 증시에 대해 중립에 가까운 포지션을 유지하며 상황을 면밀히 모니터링하고 있음.

연준은 금리에 대한 강력한 포워드 가이드를 제시했는데, 이는 (인플레이션) 데이터에 의존하는 최근의 접근 방식과 대조적임. 이는 성장에 대한 일부 우려와 맞물려 최종금리 기대치를 낮추게 됨.

멀티에셋 (MULTI ASSET)

저자

선진국 수익률 곡선 전반의 기회

선진국 전반의 경제 성장은 둔화되고 있지만 심각한 수준은 아니며 인플레이션은 중앙은행 목표치에 부합하는 수준으로 하락하고 있어 중앙은행의 통화정책이 확고하게 자리 잡고 있음을 보여줌. 따라서 당사는 리스크에 대해 다소 긍정적인 포지션을 취하고 있으며, 장기 수익률과 포트폴리오 탄력성(헤지 및 듀레이션)을 향상시키기 위한 모든 요소를 검토중임. **포트폴리오 탄력성의 경우, 수익률에 대한 상반된 압력(인플레이션, 성장률, 재정적자)을 고려하여 지역적 뉘앙스를 수용하기 위해 곡선 전반에 걸쳐 다각화하며 이러한 입장을 적극적으로 조정함.**

선진국 주식에 대해서는 영국과 일본에 대해 약간 건설적인 견해를 유지하지만 미국과 EU에 대해서는 중립 포지션을 유지함. 영국은 국내 및 국제적 역동성과 높은 배당이 균형을 이루고 있음. 에너지 부문에 노출되어 있어 중동의 긴장이 고조되는 시기에 도움이 될 수 있음. 아시아에서는 일본이 기업 지배구조 개선의 혜택을 받을 수 있으며 투자 다각화에도 도움이 될 수 있음. 밸류에이션, 변동성, 잠재적 보상이 균형을 이루는 다른 선진국 및 신흥국 시장을 탐색하고 있음.

당사는 미국 듀레이션과 핵심 유럽에 (core Europe) 대해서는 긍정적이지만 인플레이션 둔화와 재정 규율의 수혜가 예상되는 영국을 선호하여 핵심 유럽에 견해를 일부 축소했으며 이탈리아 BTP도 추가 상승 여지가 있음. 지난 몇 달간 캐나다 수익률 곡선의 움직임에 고려할 때 수익률 곡선이 더 steepen될 여지는 제한적이라고 봄. 중기적으로 주요 선진국의 수익률 곡선은 steepen될 것으로 예상함. 일본에서는 일본은행의 정책으로 채권 압력이 지속될 전망이다.

기업 크레딧에서는 유럽 투자등급은 펀더멘털이 강하고 레버리지가 낮다는 점에서 매력적임. 신흥국 채권은 특히 현지 통화 기준으로 미국 대비 수익률 우위를 유지함. 당사는 신흥국 채권에 대해 낙관적인 견해를 유지하지만, 이 견해를 소폭 낮춤. 일부에서는 미국의 트럼프 승리 가능성(보호무역주의)으로 인해 타이트한 밸류에이션이 압박을 받을 수 있음. 달러(USD)에 대해서는 소폭 긍정적인 포지션을 유지하지만 연준의 금리 인하에 영향을 받을 수 있으므로 주의가 필요. 호주달러(AUD)는 매력적인 가격대를 형성하고 있으며 중국 성장률 개선에 따른 수혜를 받을 수 있음. 신흥국에서는 BRL/EUR과 INR/CNH를 선호함.

금은 연준의 양적완화로 혜택을 받았으며 지정학적 긴장에 대한 강력한 보호 기능을 계속 제공함. 하지만 포트폴리오 안정성을 더욱 강화하려면 채권과 주식에 대한 헤지를 검토하는 것이 중요.

FRANCESCO SANDRINI
HEAD OF MULTI-ASSET STRATEGIES

JOHN O'TOOLE
HEAD OF MULTI-ASSET INVESTMENT SOLUTIONS

박스권 장세에서는 다각화된 포지션을 유지하며 risk-reward 대칭을 이루는 세그먼트에 투자함.

아문디 크로스 에셋 (Cross Asset) 전망

		--	-	=	+	++	
주식	DM				◆		◆ Current stance
	EM			◆			
크레딧				◆			◆ Change vs previous month
듀레이션	DM					◆	
	EM			◆			
오일				◆			
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 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.

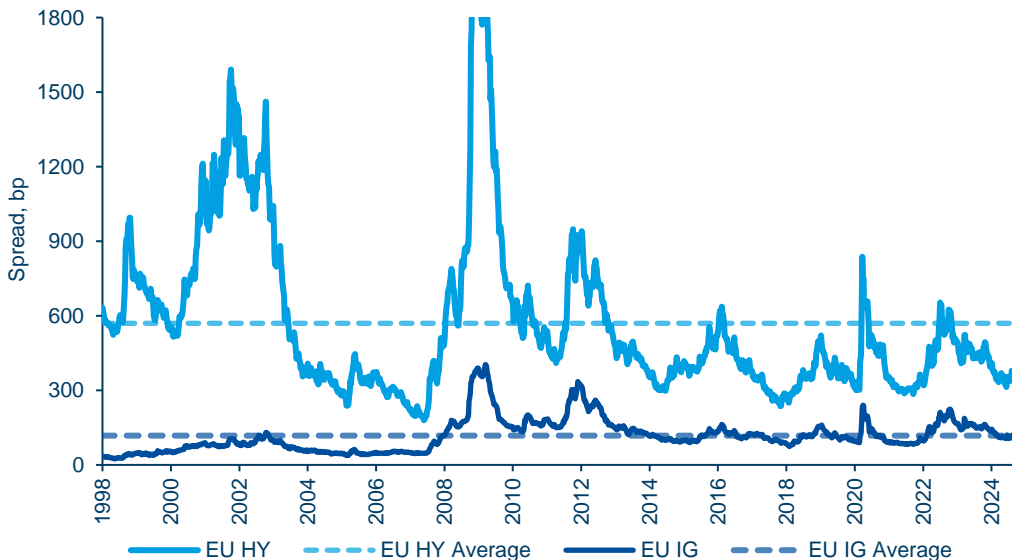
채권 (FIXED INCOME)

캐리는 (carry) 매력적이지만, 퀄리티에 중점을 둬

미국 대선으로 국내뿐 아니라 선진국의 다른 지역에서도 재정적자와 부채에 대한 관심이 재점화되고 있음. 따라서 장기적인 관점에서 듀레이션과 재정적자가 채권 수익률에 상승 압력을 가할 수 있다는 점에 초점을 맞추는 것이 중요하지만 단기적인 시장 흐름을 외면해서는 안됨. 통화정책 측면에서는 ECB, 영란은행, 연준의 금리 인하 사이클이 지속되고 있고 경기침체 시나리오가 나타나지 않고 있음. 이는 크레딧에 투자할 가치가 있다는 것을 의미하지만 변동성이 다시 나타날 수 있기 때문에 차별화의 필요성이 특히 강함. 잠재적인 시장 스트레스를 더 잘 견딜 수 있는 것은 탄탄한 펀더멘털을 갖춘 우량 기업임. 따라서 미국, 유럽, 신흥국 모두에서 캐리 필요성과 퀄리티 (quality) 및 유동성 간의 균형을 맞추는 것이 중요함.

글로벌 및 유럽 채권	미국 채권	신흥국 채권
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 당사는 국가별로 차이가 있지만 유럽에 대해 약간 긍정적인 견해를 가지고 듀레이션에 긍정적임. 영국은 인플레이션 하락을 감안하여 포지션을 긍정적으로 전환했지만, 일본은행은 조만간 금리 인상을 시사하고 있어 신중한 포지션을 취함. ▪ 금리 인하에 대한 기대감과 견고한 기업 펀더멘털로 인해 당사는 EU 금융을 통해 크레딧에 대해 긍정적인 포지션을 유지할 수 있음. ▪ 당사는 선택적 비주기적 (selective non-cyclicals) 세그먼트를 선호함. 	<ul style="list-style-type: none"> • 미국 장기물은 계속되는 적자 지출로 인해 여전히 비싸지만, 중기물은 매력적임. • 연준이 경제의 순조로운 향해를 설계할 수 있지만 당사는 크레딧에 대한 질적 편향성을 (quality bias) 유지하면서 대비하고 있음. 특히 비금융권보다 금융권을 선호함. • 유동화 크레딧(securitized credit)에서 agency MBS는 다른 퀄리티 (quality) 스프레드 섹터에 비해 매력적임. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 미국 인플레이션 하락과 연준의 금리 인하는 자산군에 긍정적이지만 신흥국 간 큰 격차, 연준 관련 변동성, 잠재적 관세 논의로 인해 선별적 투자에 나서야 함. ▪ 특히 신흥국 중앙은행은 통화 정책을 완화할 수 있는 유연성이 있음. ▪ 현지 통화로는 과매도된 멕시코의 high carry 부채를 예로 들 수 있음. 중남미에서는 브라질과 콜롬비아를 선호함. 경화로는 (hard currency) 하이일드를 선호함.

투자등급 스프레드는 하이일드 스프레드와 달리 여전히 장기 평균에 근접함



저자

AMAURY D'ORSAY
HEAD OF FIXED INCOME

YERLAN SYZDYKOV
GLOBAL HEAD OF EMERGING MARKETS

MARCO PIRODINI
CIO OF US INVESTMENT MANAGEMENT

주식

밸류에이션에 적극적 참여 및 최우선

미국 경제지표의 약세는 연착륙과 일치하지만, 환경 악화 가능성은 시장에 반영되지 않았음. 이러한 경기 둔화로 인해 마진 확대를 기대하기 어렵고 수익 전망치도 하향 조정될 가능성이 높다고 봄. 반면에 일부 기업은 강력한 현금 흐름을 창출하고 있으며, 이는 특히 미국에서 시장을 지지하고 긍정적인 심리를 부추기고 있는 자사주 매입을 뒷받침하고 있음. 그러나 중기적으로 볼 때 이러한 높은 밸류에이션은 지속 가능한 수익률의 강력한 기반이 되지 못함. 따라서 당사는 수익 가정, 가격 결정력, 배당 전망은 견고하지만 투자자가 과도한 비용을 지불하지 않도록 주의해야 하는 부문을 탐색함. 이러한 기업은 유럽, 일본, 신흥국에서 볼 수 있음.

유럽 주식

- 당사는 경기방어주와 경기순환주 사이에서 최적의 균형을 이루는 것을 목표로 함. 경기방어주에서는 필수소비재에 대한 비중을 약간 줄였지만, 헬스케어가 하락하면서 전문 제약주에 대한 투자 기회가 나타나고 있음.
- 또한 강력한 프랜차이즈와 자본 완충력을 갖춘 견도한 은행을 선별적으로 선호함.
- 또한 전기화, 친환경 전환, 데이터 센터 용량 확장과 같은 테마는 좋은 기회를 제공함.

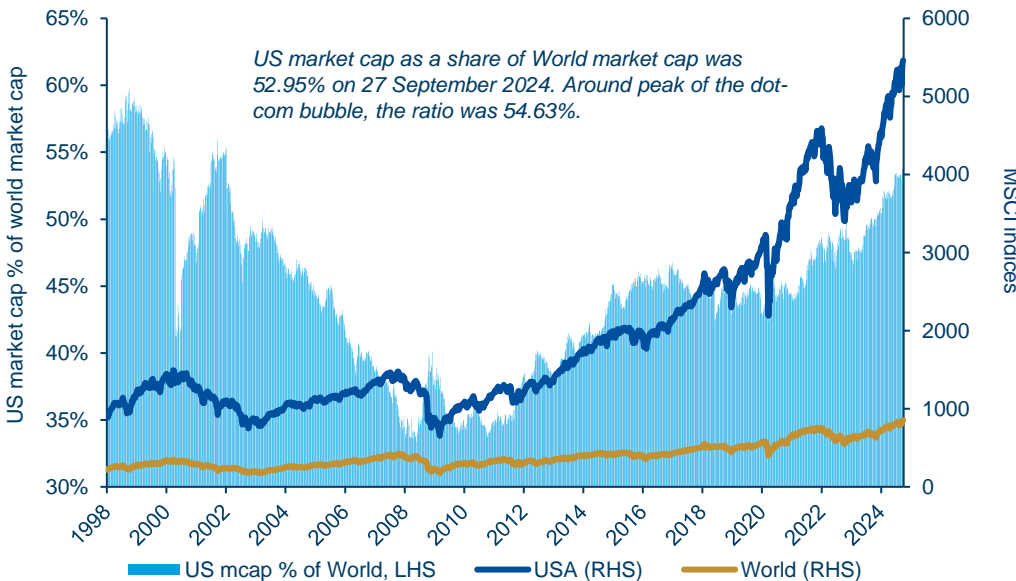
미국 및 글로벌 주식

- 낮은 경상성장률(nominal growth)과 높은 밸류에이션은 수익률에 좋은 조합이 아아님. 따라서 당사는 밸리의 수혜를 받으면서도 질적인 측면을 중시하는 전략을 취하고 있음.
- 이번 분기까지는 경기방어주가 경기순환주보다 높은 성과를 보였지만, 합리적인 밸류에이션으로 경기방어주를 선별하는 전략에 따라 상황이 바뀔 수 있음. 다른 한편으로는 우량 소재, 산업재, 은행을 선호함.
- 성장보다 밸류를 선호하며, 메가캡에 대해서는 신중한 포지션을 유지함.

신흥국 주식

- 중국 부양책이 국내 소비 패턴, 실물 경제, 브라질, 멕시코 등 다른 신흥국 수출국에 어떤 영향을 미칠지 계속 주시하고 있음. 현재로서는 중국에 대한 포지션을 유지함.
- 그 밖에도 인도네시아의 재정과 브라질의 재정 환경에 대한 일부 우려에도 불구하고 브라질에 대해서는 긍정적으로 평가함.
- 업종별로는 부동산과 필수 소비재를 선호함.

밸류에이션에는 신중, 수익 회복력에는 긍정적



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg as of 27 September 2024. MSCI Indices on right vertical axis.

저자

BARRY GLAVIN
HEAD OF EQUITY PLATFORM

YERLAN SYZDYKOV
GLOBAL HEAD OF EMERGING MARKETS

MARCO PIRONDINI
CIO OF US INVESTMENT MANAGEMENT

전 망

아문디의 자산군별 전망

이번 달의 초점

- **영국 국채:** 영란은행의 금리 인하 가능성은 시장에서 저평가되어 있고 CPI도 하락하고 있음. 따라서 영국 국채에 대한 포지션은 긍정적임. 전반적으로 G10 국가에 대해서는 중립 포지션임.

주식 및 글로벌 요인

지역	변경 대 m-1	--	-	=	+	++	글로벌 요인	변경 대 m-1	--	-	=	+	++
미국				◆			성장				◆		
유럽				◆			밸류					◆	
일본				◆			소형주					◆	
EM				◆			퀄리티					◆	
중국				◆			낮은 변동성				◆		
중국 외 EM				◆			모멘텀				◆		
인도				◆			고배당				◆		

채권 및 외환

국채	변경 대 m-1	--	-	=	+	++	크레딧	변경 대 m-1	--	-	=	+	++
미국				◆			US 투자등급				◆		
EU 핵심				◆			US 하이일드			◆			
EU 핵심 외				◆			EU 투자등급					◆	
영국	▲			◆			EU 하이일드			◆			
일본	▼			◆									
신흥국 채권	변경 대 m-1	--	-	=	+	++	FX	변경 대 m-1	--	-	=	+	++
중국 정부채				◆			USD					◆	
인도 정부채				◆			EUR				◆		
EM HC				◆			GBP	▲				◆	
EM LC				◆			JPY					◆	
EM 회사채				◆			CNY				◆		

Source: Summary of views expressed at the most recent global investment committee held on **25 September 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

예 측

거시 경제 예측

2024년 10월 4일 기준 거시 경제 전망						
연평균, %	실질 GDP 성장률, 전년 대비, %			인플레이션(CPI), 전년 대비, %		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
선진국	1.5	1.6	1.6	4.7	2.8	2.2
미국	2.5	2.5	1.9	4.1	3.0	2.2
유로존	0.5	0.8	1.0	5.4	2.5	2.2
독일	-0.1	0.1	0.7	6.1	2.4	2.3
프랑스	1.1	1.1	0.9	5.7	2.6	2.0
이탈리아	1.0	0.8	0.8	5.9	1.3	1.8
스페인	2.5	2.7	1.8	3.4	3.3	2.3
영국	0.1	1.1	1.6	7.3	2.5	2.1
일본	1.7	0.5	1.4	3.3	2.6	2.4
신흥국가	4.3	4.3	3.8	5.8	5.5	4.1
중국	5.2	4.8	3.7	0.2	0.4	0.5
인도	7.8	6.8	6.2	5.7	4.9	6.0
인도네시아	5.0	5.2	4.9	3.7	2.4	2.7
브라질	2.9	3.0	2.1	4.6	4.3	3.8
멕시코	3.2	1.3	1.3	5.6	4.9	3.9
러시아	3.6	3.5	1.0	6.0	8	6.2
남아프리카 공화국	0.7	0.9	1.2	5.9	4.7	4.1
터키	5.1	4.5	2.8	53.4	59.9	30.0
세계	3.2	3.2	2.9	5.3	4.4	3.4

중앙은행 공식 환율 예측 %					
	2024년 10월 4일	아문디	컨센서스	아문디	컨센서스
		Q1 2025	Q1 2025	Q3 2025	Q3 2025
미국*	5.00	4.50	4.05	3.00	3.45
유로존**	3.50	2.50	3.15	2.25	2.65
영국	5.00	4.25	4.40	3.75	3.85
일본	0.25	0.50	0.40	0.75	0.60
중국***	1.50	1.15	1.35	1.00	1.30
인도****	6.50	6.25	6.10	6.00	5.85
브라질	10.75	12.00	11.75	11.75	11.00
러시아	19.00	17.00	18.20	14.00	14.85

Source: Amundi Investment Institute. Forecasts are as of 4 October 2024. Q1 2025 indicates end of March 2025; Q3 2025 indicates end of September 2025. Current yields/rates and Consensus are from Bloomberg.

예측

금융시장 예측

채권 수익률

2년 만기 채권 수익률 전망, %

	2024년 10월 4일	아문디 Q1 2025	향후 + 6m.	아문디 Q3 2025	향후 + 12m.
미국	3.96	3.40	3.76	3.20	3.71
독일	2.22	2.00	1.90	1.90	1.77
영국	0.41	3.40	0.47	3.30	0.51
일본	4.17	0.90	3.96	0.95	3.73

10년 만기 채권 수익률 전망, %

	2024년 10월 4일	아문디 Q1 2025	향후 + 6m.	아문디 Q3 2025	향후 + 12m.
미국	4.02	3.95	4.04	3.75	4.08
독일	2.23	2.05	2.24	2.00	2.28
영국	4.17	3.80	4.19	3.40	4.21
일본	0.94	1.20	1.05	1.30	1.15

환율

	2024년 10월 4일	아문디 Q1 2025	컨센서스 Q1 2025	아문디 Q3 2025	컨센서스 Q3 2025
EUR/USD	1.10	1.13	1.12	1.16	1.12
EUR/JPY	163	159.00	157	151.00	157
EUR/GBP	0.84	0.85	0.84	0.84	0.84
EUR/CHF	0.94	1.02	0.96	1.03	0.96
EUR/NOK	11.78	11.57	11.17	11.31	11.17
EUR/SEK	11.37	11.58	11.12	11.37	11.12
USD/JPY	149	140.00	138	130.00	138
AUD/USD	0.67	0.70	0.70	0.73	0.70
NZD/USD	0.61	0.62	0.63	0.63	0.63
USD/CNY	7.07	6.92	7.06	6.75	7.06

Source: Amundi Investment Institute. Forecasts are as of 4 October 2024. Q1 2025 indicates end of March 2025; Q3 2025 indicates end of September 2025. Current yields/rates and Consensus are from Bloomberg.

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

GUY STEAR

HEAD OF DEVELOPED MARKETS STRATEGY

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 EDITOR

FRANCESCA PANELLI

INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION SPECIALIST

DESIGN EDITOR

CHIARA BENETTI

DIGITAL ART DIRECTOR AND STRATEGY DESIGNER, AII*

* Amundi Investment Institute

IMPORTANT INFORMATION

This document is solely for informational purposes.

This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction.

Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or 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 4 October 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: 9 October 2024

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 - Monty Rakusen.

Amundi Investment Institute

In an increasing complex and changing world, investors need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios.

This environment spans across economic, financial, geopolitical, societal and environmental dimensions. To help meet this need, Amundi has created the Amundi Investment Institute. This independent research platform brings together Amundi's research, market strategy, investment themes and asset allocation advisory activities under one umbrella; the Amundi Investment Institute. Its aim is to produce and disseminate research and Thought Leadership publications which anticipate and innovate for the benefit of investment teams and clients alike.

Get the latest updates on:



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

[Visit our Research Center](#)



Visit us on



Trust must be earned