Institute

2023년
6월

중간년도 전망

CROSS ASSET 투자전략 특별판

위태로운 성장의 경로
너머에 존재하는 기회

Trust
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

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

Monica DEFEND
Head of Amundi Institute

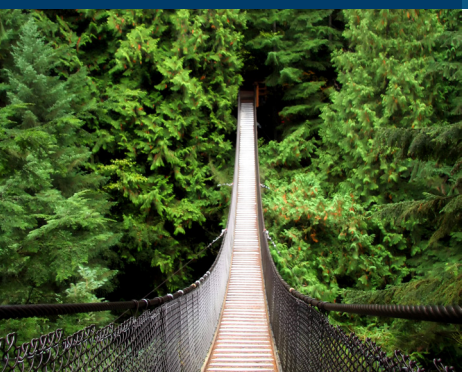
"중앙은행의 금리동결은 채권에 대한 투자 케이스를 떠받히고 있다. 투자자가 주식에서 기회를 모색하기 위해서는 2024년까지에 이르는 인플레이션 경로와 기업이익 전망을 평가해야만 할 것이다."

Vincent MORTIER
Group Chief Investment Officer

"경제전망의 낮은 가시성을 감안하여 (주식 및 채권 모두에서) 퀄리티는 지금과 같은 불확실한 국면을 헤쳐 나가는 나침반이다."

Matteo GERMANO
Deputy Group Chief Investment Officer

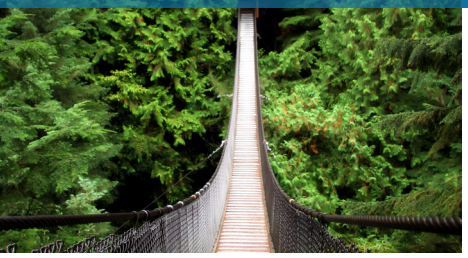
"신흥국 시장, 특히 아시아에 대한 포커스는 투자분산과 잠재수익률을 향상시키는 데에 있어서 핵심이다."



2023월 6월

차례

CIO의 2023년 후반기 핵심 투자확신감 4
인포그래픽 - 2023년 후반기 투자 테마 6
방어적인 자산배분으로 유지시키는 불확실한 성장 경로 7
인포그래픽 - 동적자산배분 9
시나리오 및 중심 시나리오에서 리스크 10
인포그래픽 - 매크로 허약성과 시장 취약성 11
넷제로 투자에서 주요 테마 12
Amundi 자산종목 견해 13
거시경제적 예측 14



CIO의 2023년 후반기 핵심 투자확신감

Vincent MORTIER
Group Chief Investment Officer

Matteo GERMANO
Deputy Group Chief Investment Officer

1. 바닥을 찍으면서 좁고 불확실한 성장 경로로 전망되는 2023년 후반기

실물경제 긴축의 후행효과는 미국의 온건한 리세션, 유럽의 저조한 경제성장, 신흥국의 더 나은 회복탄력성과 같은 분화를 동반하면서 추가적 성장둔화로 이어질 것이다. 플러스(유럽)와 마이너스(미국)라는 측면 모두에서 절대적인 그 수치가 낮기 때문에 향후의 경로는 여전히 매우 불확실하다.

2. 인플레이션의 점진적 둔화

인플레이션은 낮아지는 추세이지만, 코어 인플레이션은 여전히 고착화된 상태를 보이고 있고 완고하기 때문에 그 조정 속도는 느린 상태이다. 과거 미국의 높은 인플레이션 사례를 살펴보면, 코어 인플레이션의 정점에서 절반으로 낮추어지는 데에는 약 2년이 소요될 것으로 나타났다. 우리의 견해로는 현재의 코어 인플레이션도 역시 비슷할 것으로 생각한다.

3. 통화 긴축은 정점에 근접하고 있지만, 180도 전환이 예상되지는 않는다

우리는 연준(Fed)과 유럽중앙은행(ECB)의 기준금리가 금리인상 사이클의 정점에 근접했다고 믿고 있지만, 2023년 나머지 기간 동안에는 인플레이션이 중앙은행의 물가목표지를 상회하여 유지될 것이기 때문에 어떠한 금리인하도 있지는 않을 것으로 예상된다.

4. 신흥국 시장, 특히 아시아를 중심으로 성장 프리미엄은 여전히 광범하게 유지되고 있다

신흥국 시장(EM)의 성장에 대한 회복탄력성으로 인해 선진국 시장(DM)과의 경제성장률 격차가 크게 벌어지고 있다. 우리는 아시아가 계속해서 투자 유입을 이어 나가고, 중국과 인도의 보다 지속 가능하고 포용적인 성장 모델로의 장기적인 움직임에서도 수혜를 누릴 수 있을 것으로 예상한다.

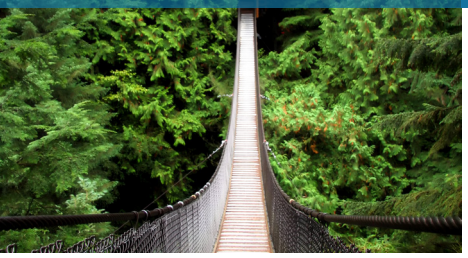
5. 미국 소비자 회복탄력성이 주목해야 할 핵심 변수이다

지금까지는 강력한 수요로 인해서 기업들이 비용 상승을 소비자에게 전가할 수 있었지만, 이와 같은 우호적인 환경을 사라질 것이다. 저축은 고갈될 것이며, 대출조건이 강화되면서 소비자에 대한 전망은 악화되고 있다. 우리는 미국 기업의 매출과 주당순이익(EPS)이 악화될 것으로 예상한다.

2023년 전반기: 중간년도 리뷰

	경제와 정치	금융시장
예상되었던 사안	▪ **미국 — 연준 피봇:** 인플레이션은 하락 추세에 있지만 코어 인플레이션은 고착화되었으며, 이로 인해 중앙은행이 2022년보다는 느리지만 긴축을 유지했다. 2023년 1분기-2분기 사이에 연준의 금리동결. ▪ **유럽 — 에너지 위기:** 에너지 위기로 인한 경제전망 약화. ▪ **중국 — 성장 경로:** 내수 주도 및 리오프닝.	▪ **채권, 특히 국채와 퀄리티 크레딧이 돌아왔음**이 확인되고 있다. ▪ **60:40의 포트폴리오**의 복귀. ▪ **위험자산 전망의 약세**, 2023년 1분기-2분기에 진입포인트. ▪ 다른 시장에 대비하여 **미국 주식이 선호됨.** ▪ **미국 달러화**의 약세 추이.
서프라이즈	▪ **미국 — 연준 피봇:** 미국 지역 은행의 파산: ▪ **유럽 — 에너지 위기:** 에너지 가격의 낮은 수준에서 안정화, 공급 다변화를 통한 리세션 방지. 영국도 회복탄력성 향상. ▪ **중국 — 성장 경로:** 부동산 침체에도 완만한 경기회복세를 동반하면서 예상보다 이른 리오프닝.	▪ **주식시장의 강력한 퍼포먼스,** 지역별로 서로 다른 내러티브 동반: 일본주식과 유럽주식 및 미국 기술주. 중국주식을 제외한 신흥국 자산의 회복탄력성. ▪ 금융 스트레스에도 불구하고 **크레딧 스프레드에서 광범위한 안정성.** ▪ 금을 제외한 **원자재 가격의 하향세.**

출처: Amundi Institute, 2023년 6월 13일 기준. DM: 선진국 시장. EM: 신흥국 시장. CB: 중앙은행. '경제와 정치'는 당사의 2023 investment outlook 참조.



2023년 후반기 핵심 투자확신감

"1980년대 이후 가장 빠른 금리인상 사이클을 시행했던 중앙은행들이 일시적으로 금리동결 버튼을 누르고 있기 때문에 시장은 중요한 분기점에 도달해 있다. 퀄리티는 이러한 국면을 헤쳐 나가는 데에 있어서 나침반이다."

6. 경기사이클적 전망에 따라 신중한 시작이 요구되는 올해 후반기

상승 여력이 불확실하고 하방 리스크가 지속되는 반면에 위험자산 밸류에이션은 비싸게 유지되고 있는 가운데 불확실한 거시경제 전망과 미약한 기업실적 성장은 자산배분에서 신중한 접근을 요구하고 있다. 3분기의 기업실적 발표를 통해서 기업들의 회복탄력성을 어는 정도 가늠해 볼 수 있을 것이다. 연준의 금리동결, 인플레이션 완화, 기업이익의 지속적 회복은 경기사이클의 후반 국면으로의 진입을 촉발하고 이는 올해 연말에 이르러서는 주식시장에 우호적으로 작동할 것이다.

7. 채권, 국채, 고퀄리티 크레딧에 우호적으로 작동하는 정점에 근접한 금리

'채권이 돌아왔다'가 2023년의 핵심 투자 테마이다. 인플레이션 완화, 성장 둔화 및 연준의 금리동결은 글로벌 고퀄리티 크레딧을 떠받힐 것이지만 인플레이션 대처에 대해서도 포커스를 유지해야 할 것이다. 투자자는 하이일드에 신중한 포지션을 유지하고 유동성리스크와 기업 레버리지에 유념해야 할 것이다.

8. 주식: 퀄리티에 포커스, 대형주 이외의 주식에서 투자 모색, 추구, 경기민감성이 높은 시장에 추가를 추구

미국 주식시장 상승세는 단지 소수의 종목에 의해 견인되고 있기 때문에 편중리스크가 높다. 이제 투자기회는 과도한 밸류에이션의 분야를 피하기 위해 기업이익 회복탄력성을 모색하는 퀄리티 투자공간과 시총 스펙트럼에서 아래쪽으로의 움직임에서 존재한다. 올해 후반기에는 경기사이클 후반 국면으로의 움직임이 있을 수 있으며, 이에 따라 유럽과 같은 경기에 민감한 시장이 선호될 수도 있다.

9. 주식과 채권에서 신흥국 시장의 경제성장률 우위에 플레이할 것

매력적인 밸류에이션, 연준의 긴축 종료, 미국 달러화의 약세 가능성은 신흥국 자산에 대해 호재로 작동하고 있다. 취약한 경제조건의 분야가 존재하고 인플레이션-통화정책 전망이 혼재한 상태이기 때문에 여전히 선별이 중요하다.

10. 주목을 받고 있는 인플레이션에 탄력적인 자산배분

인플레이션은 정상 수준을 상회하고 있고 사모시장(특히, 인프라)과 헤지펀드(글로벌 매크로)와 같은 추가적인 분산투자처가 요구되고 있다. 인플레이션의 방향성을 파악하는 것이 섹터 배분에 있어서 인플레이션에 더욱 탄력적인 분야로의 틸팅이 핵심이 될 것이다.

0
올해 후반기의 연준과 유럽중앙은행에서 예상되는 금리인하의 횟수
Amundi Institute 예측

4.2%
미국 연간 인플레이션, 2023년 평균 (CPI, 전년동기대비).
Amundi Institute 예측

3.3%
2023년 신흥국과 선진국 사이의 실질 GDP 성장률 예상 격차
(신흥국 +4.2% vs 선진국 +0.9%)
Amundi Institute 예측

20%
2023년 후반기 기업이윤 리세션 악화 확률
Amundi Institute 예측

2023년 후반기 투자 테마

포커스를 받고 있는 채권과 현금

금리의 수십 년 만에 최고치 상승과 더불어 경제가 둔화되고 있는 상황에서는 (퀄리티에 포커스를 둔) 채권과 현금이 선호된다.

주식에서 퀄리티 추구

계속되는 높은 인플레이션과 성장 악화는 기업이익을 압박할 것이다. 퀄리티가 회복탄력성을 포착함에 있어서 핵심이 될 것이다.

신흥국 시장: 西에서 東으로

투자자는 아시아 지역의 성장 이점(올해 글로벌 성장의 약 70%가 아시아에서 비롯될 것으로 예상됨)에서 수혜를 누리기 위해서 아시아를 전담하는 투자배분을 포용해야 할 것이다.

인플레이션에 대비한 동적자산배분

현 국면의 경기사이클에는 성장, 인플레이션, 밸류에이션에 대한 높은 불확실성이 수반되고 있다. 이러한 배경은 동적자산배분의 접근방식을 취할 수 있는 기회를 제공한다.

포커스를 받고 있는 ESG 테마

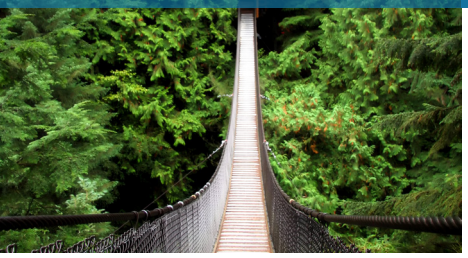
전략적 자율성 및 식량안보와 같은 다른 주제들도 주목을 받고 있는 현 시점에 넷제로(Net Zero) 방향성과 이것이 투자에 미치는 영향을 평가하는 것이 핵심적인 우선순위가 되고 있다.

전후반기 비교

현재 시점

	2023년 전반기	2023년 후반기
포커스를 받고 있는 채권과 현금	■미국에서 긴축화 사이클이 더 많이 진행된 상황을 감안하여 유로보다는 미국 채권 듀레이션이 선호된다. ■포커스를 받고 있는 글로벌 크레딧. ■우리는 HY에 대산 신중한 포지션을 점차적으로 늘렸다.	■현금, 미국 국채. ■퀄리티에 포커스를 두는 글로벌 크레딧, HY에 신중한 포지션. ■신흥국 경화표시 채권 및 진입포인트 추구(신흥국 현지화표시 채권에서).
주식시장에서 퀄리티 추구	■퀄리티주, 가치주, 고배당주에 플레이. ■미국 주식, 특히 대형주에 신중한 포지션을 점진적으로 증가시킴.	■글로벌 수준 및 각 지역 내에서 모두 퀄리티 추구.
신흥국 시장: 西에서 東으로	■우리는 중국의 리오프닝에서 수혜를 누리기 위해서 중국 주식을 추가하기 시작했다. ■2분기부터 신흥국 채권을 추가하기 시작.	■신흥국 통화가 연준의 금리동결에서 수혜를 누릴 것이기 때문에 신흥국 익스포져를 늘리기 시작. ■중기적 관점에서 아시아, 특히 중국 및 인도의 자산을 전담하는 자산배분 구축.
인플레이션에 대비한 동적자산배분	■인플레이션은 완화되고 있지만 중앙은행의 물가목표치를 상회하는 상황에서 인플레이션에 더욱 탄력적인 자산과 섹터(대표적으로 원자재와 위험자산)으로 틸팅이 동반된 급변하는 경제적 환경에서 비롯된 기회를 활용하기 위해서 동적자산배분에 플레이한다.	
포커스를 받고 있는 ESG 테마	■ESG 향상, 넷제로 포트폴리오 구축 및 보다 일반적으로는 기후변화 테마와 사회 지향적 전략을 가진 기업들을 모색한다.	

출처: Amundi Institute, 2023년 6월 01일 기준. CB: 중앙은행.



방어적인 자산배분으로 유지시키는 불확실한 성장 경로

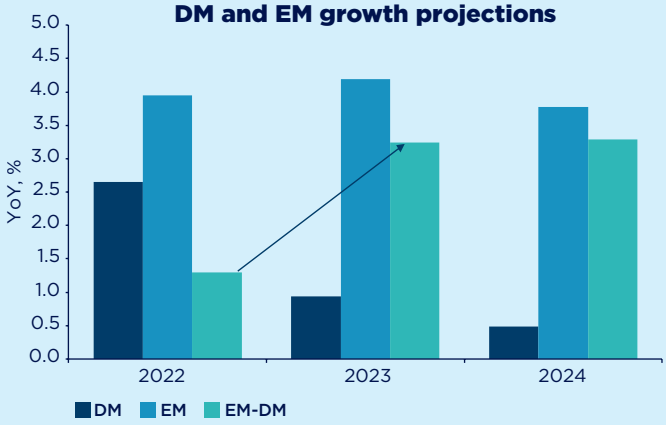
Monica DEFEND
Head of Amundi Institute

"지금은 방어적인 견지를 취하고 경기사이클적 둔화 이후의 기회를 모색해야 할 시기이다."

선진국과 신흥국 모두에서 경제적 회복탄력성과 공급망 및 공급처의 원활한 조정**(변혁적인 글로벌화)**으로 인해 우리는 **글로벌 경기약세의 배경에도 불구하고 단기적 성장 전망치를 상향 조정**하게 되었다. 우리는 2023년 글로벌 GDP 성장률을 2.9%로 예상한다. 선진국 경제성장률은 2022년 2.7%에서 0.9%로 둔화되어 기존 예상보다 더 둔화되는 반면에, 신흥국 경제성장률은 4.2%에 달하면서 신흥국과 선진국 사이의 경제성장률 격차가 확대될 것으로 예상된다. 그럼에도 불구하고, 제약적인 거시정책적 환경 속에서 높은 인플레이션과 지정학적 상황 악화로 인해서 **2023년의 전반적인 글로벌 경제성장률은 낮아질 것**으로 예상된다. 성장 전망은 지역별 및 국가별로 훨씬 더 혼재된 상황이며, 특히 향후 예상되는 순풍보다는 단기 모멘텀이 더 잘 반영된 상향 조정의 경우에 더욱 그러하다. 통화 긴축화는 정점에 가까워지고 그 지연된 효과는 아직도 나타나지는 않고 있지만, 우리는 제약적인 통화정책 기조가 장기간 유지될 것으로 예상한다. 그렇기 때문에, 유동성이 모니터링되어야 한다. 중앙은행은 인플레이션에 대응하기 위한 금리인상과 경기사이클에서 금융 안정성을 유지하기 위한 풍부한 보유자산이라는 두 가지 측면에서 참여하고 있다. **유럽에서는 저조한 성장이 예상**되는 반면에, 영국에서는 고용 강세와 세수 개선으로 리세션은 피할 것으로 보인다. 높은 인플레이션과 대출 조건의 강화는 가계 및 기업의 지출을 제한할 것이다. 잠재성장률을 밑도는 경제성장률에도 불구하고 인플레이션은 2024년 중반까지는 중앙은행의 물표목표치를 상회하여 유지될 것이다. 일부 회복탄력성의 징후에도 불구하고, 지역 은행 부문의 지속적인 스트레스로 인하여 크레딧 여건 악화와 긴축적 통화정책이 실물경제로 점진적으로 전이되는 가운데 우리는 **2023년 4분기부터 미국에서 온건한 리세션이 있을 것으로 예상한다**. 미국 인플레이션은 올해 내내 물가목표치를 상회할 것이다.

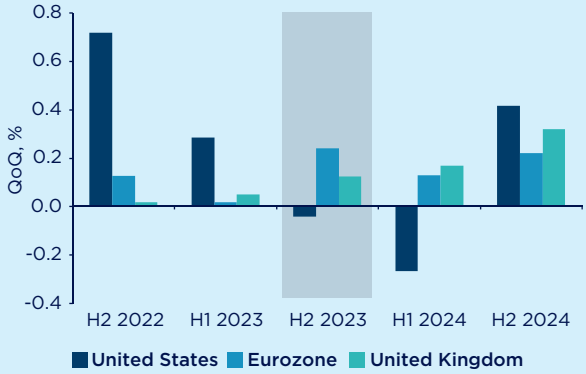
신흥국의 경우, 전반적인 거시경제적 모멘텀에 취약성이 있지만 (대부분 정책적 지원이 강한 국가에서는) 회복탄력적이다. 생계비 상승으로부터 소비자를 보호하는 대부분의 조치가 아직 단계적으로 폐지되지는 않았기 때문에 재정적 지원이 통화정책적 지원을 압도하고 있다. 2023년 후반기에는 신흥국 전역에서 안정적, 혹은 완화된 통화정책이 나타날 것이다. **중국**의 경우, 2023년 **GDP 실질성장률이 5.7%**일 것으로 보이며, 5월 중에 나타난 주택 부문의 약세가 구체화되는 징후가 동반될 것이다. 전반적으로 신흥국의 경제조건은 여전히 취약하며, 대부분의 경제적 강점은 2023년 1분기에 미리 혜택을 받았다.

DM and EM growth projections

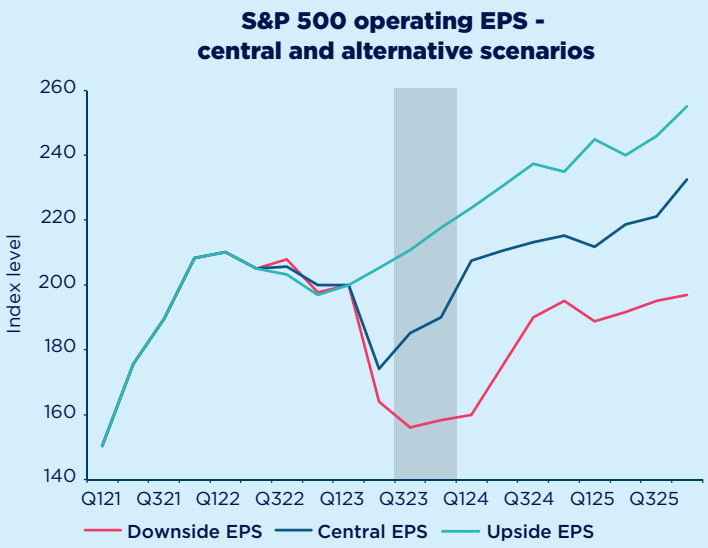


출처: Amundi Institute. 데이터 및 예측은 2023년 6월 13일 기준임.

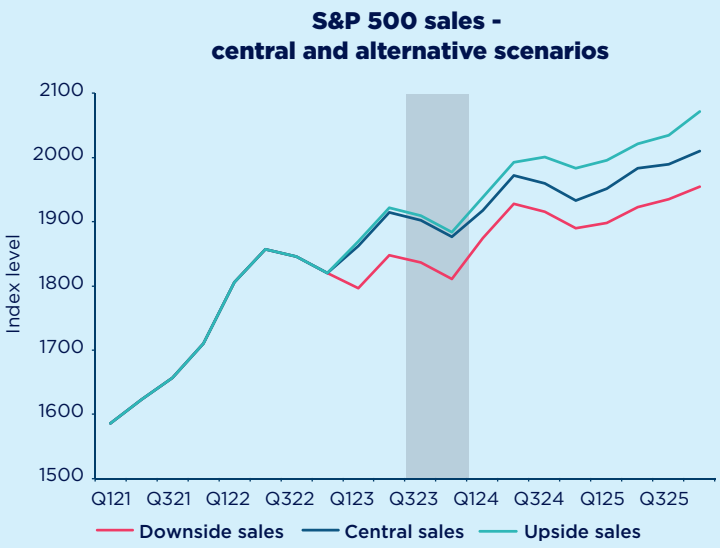
Sequential GDP growth



출처: Amundi Institute, Datastream, Bloomberg. 2023년 6월 13일 기준 자료. 예측은 Amundi Institute의 예측이며 2023년 6월 13일 기준임. 데이터는 연간 평균 경제성장률이 아니라 전분기대비 평균 경제성장률임.



출처: Amundi Institute, 역사적 데이터는 Bloomberg, 2023년 5월 31일 기준 자료. 다운사이드 및 중심적 예측은 Amundi Institute의 예측이며, 업사이드는 S&P Capital IQ 공식 컨센서스 예측임.



출처: Amundi Institute, 역사적 데이터는 Bloomberg, 2023년 5월 31일 기준 자료. 다운사이드 및 중심적 예측은 Amundi Institute의 예측이며, 업사이드는 S&P Capital IQ 공식 컨센서스 예측임.

조정 국면 동안에는 방어적 자산배분이 선호된다

Amundi Institute의 「Advanced Investment Phazer」(다음 페이지 참조)에 따르면, 미국 경제여건의 악화와 아직 바닥을 찍지 않은 기업이윤 리세션에 대한 확신감이 강화될 것으로 예상되는 경제적 상황은 금융시장에서는 현재의 **조정 국면**이 올해 말까지 지속하도록 촉진할 것이다. 시장은 1분기 기업이익을 바탕으로 활황세를 유지했다. 강력한 수요 속에서 기업들은 비용 상승을 소비자에게 전가하는 데에 성공했지만, **이와 같은 우호적인 조건은 2분기~3분기의 기업이익에서는 사라지고** 소비자에 대한 악화된 전망을 반영하게 될 것이다. 온건한 리세션이 현실화될 가능성이 있기 때문에 우리는 미국 매출과 주당순이익(EPS)이 악화될 것으로 예상한다. 향후 두 분기에 대한 기업실적 발표 시즌은 현재의 수준으로부터 시장조정으로 이어질 수 있으며, 이는 주식시장에 대한 진입포인트를 만들어낼 수 있다. 인플레이션 체제의 경우, Amundi Institute의 「Advanced Investment Phazer」에 따르면, 2022년 동안 지배적으로 나타났던 **하이퍼인플레이션 체제**(미국에서 전년동기대비 물가 변화가 10% 이상을 특징으로 함)가 2023년 전반기에는 보다 온건한 인플레이션 체제(전년동기대비 물가 변화가 3-6%)로 변환되었다. **2023년 후반기**에는 긴축적 통화정책, 원자재 가격 하락, 수요 약화 등이 복합적으로 작동하여, 헤드라인 인플레이션과 관련된 **물가의 추가적인 완화**이 예상된다. 하지만, 코어 인플레이션이 고착화된 상태이고 중앙은행의 물가목표치를 상회하여 유지할 것으로 예상되기 때문에, **정상적인 인플레이션 체제**(전년동기대비 인플레이션 변화 2-3%라는 특징)으로 복귀할 지의 여부는 **여전히 불확실**하다.

따라서, **자산배분**으로는 **자산종목 중에서 금과 듀레이션이 선호되는 방어적 접근방식**이 제시되며, 우리는 위험자산에 대한 신중한 견지를 유지한다. 2024년 전반기로 접어들면서는 점진적인 경기회복이 나타날 가능성이 높다. 하지만, 연준의 금리인상으로 인한 금융 긴축화의 누적된 영향의 수준에 대한 가시성이 제한적이기 때문에, 일반화된 리스크온이 요구된다고 판단하기에는 아직 이르다. **인플레이션 압박의 완화라는 시나리오는 현재의 밸류에이션을 보다 지속 가능하게 만들 것이다.** 업사이드(상방) 리스크는 기업이윤 리세션의 주요 원인인 기업매출에 긍정적인 영향을 동반하여 예상보다 고통이 덜한 거시경제적 시나리오에 의해 발생될 수 있다. 마진은 달러 약세와 더불어 생산자 가격 및 인건비의 정상화에서 수혜를 누릴 것이다. 다운사이드(하방) 리스크는 크레딧(신용/대출) 사건/사고 및 기업 및 경제 전체로의 파급 영향과 관련이 있을 것이다.

Francesco SANDRINI
Head of Multi-Asset Strategies

"저성장 및 높은 인플레이션은 신중한 자산배분의 필요성을 나타낸다. 올해 후반기에는 위험자산보다는 금과 채권이 선호된다. 2024년으로 넘어가면서 기업이익 전망이 개선되면 위험자산을 추가할 수 있는 기회가 열릴 수 있다."

John O'TOOLE
Multi-Asset Investment Solutions

주식의 추가 전에 신중한 시작이 요구되는 동적자산배분

Lorenzo PORTELLI
Head of Cross Asset Strategy - Amundi Institute

Amundi Institute의 「동적자산배분」(Dynamic Asset Allocation, 약자: DAA)은 중기적(6개월~3년)으로 최적의 자산배분을 결정하기 위해 다음과 같은 사항을 평가한다.

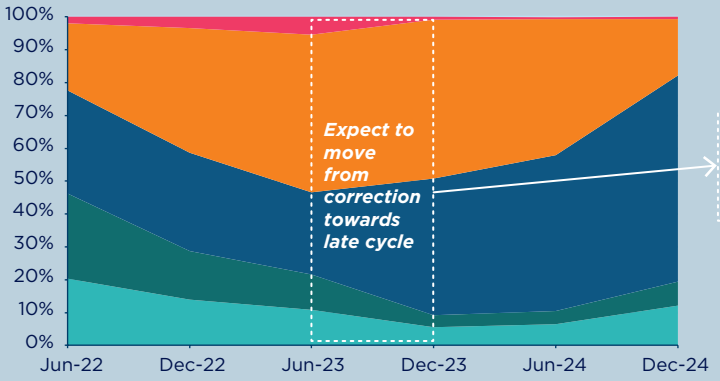
- **경제적 배경:** 예상되는 금융 레짐 및 인플레이션 체제에 따라 역사적으로 어떤 자산종목이 퍼포먼스를 보였는지를 파악한다*.
- **톱다운 밸류에이션:** 어떤 시장이 가격에 이를 반영하고 있고 그렇지 못하고 있는지를 파악한다. 이는 경제적 배경에 따른 자산배분을 미세 조정하는 데에 핵심적 요소이다.

경제적 배경을 평가하는 Amundi Institute의 모델(「Advanced Investment Phazer」와 「Inflation Phazer」)에 따르면, 2023년 후반기에는 조정 국면(기업이윤 리세션과 타이트한 금융조건이 특징임)에서 경기사이클 후반 국면(주당순이익 안정화, GDP 성장률 개선, 그러나 여전히 타이트한 금융조건)의 시나리오로 점진적으로 이동하는 것으로 나타나고 있지만, 인플레이션 압박은 2023년 상반기보다는 그 상승 폭이 완만하겠지만 지속될 가능성이 높다. 건설적인 시장 국면과 그렇지 않은 시장 국면의 확률이 비슷해 지는 불확실성이 확실해 지고 있기 때문에 주식시장(특히 전반적인 밸류에이션이 뒷받침되지 않는 경우)에서는 무엇보다도 신중한 자산배분의 견지가 필요하다. 일단 시장이 이러한 과잉적 밸류에이션의 일부를 조정하거나 경제적 배경이 경기사이클 후반 국면으로 빠르게 전화되는 경우에는 위험자산에 대한 익스포져를 재구성할 기회가 열리게 될 것이다.

경제적 배경 평가

Advanced Investment Phazer (금융 레짐의 확률):

이 모델은 매크로-금융적 변수 및 관련된 발생 확률에 기반하여 다섯 가지의 국면을 정의하고 있다. 각 국면에 대해서 이 모델은 우호적인 자산종목과 최적의 자산배분을 정의하고 있다.

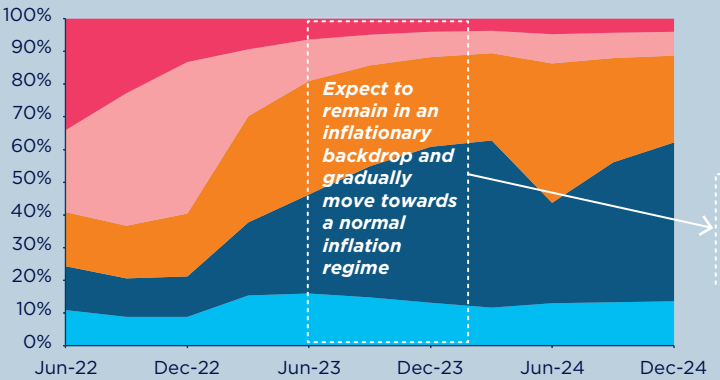


Phases, markets, and allocation implications

Contraction	• Risky assets unattractive. • **Favour:** Govies, gold, cash.
Correction	• Global equities down and volatility up. • **Favour:** Govies, Gold, Credit IG.
Late cycle	• Focus on high-quality risky assets. • **Favour:** DM equity, quality credit.
Recovery	• Risky assets are most attractive. • **Favour:** GEM assets, cyclical DM.
Asset reflation	• Low volatility, asset classes up (ex cash). • **Favour:** Global equities and credit.

Inflation Phazer (인플레이션 체제의 확률):

이 모델은 코어 인플레이션 메트릭에 기반하여 다섯 가지의 국면을 정의하고 각 국면의 발생 확률을 결정하고 있다. 인플레이션 국면이 발생할 가능성이 높으면 자산배분은 인플레이션에 더 탄력적인 자산종목과 섹터로의 틸팅으로 나타난다.



Inflation regimes, CPI YoY, core PCE YoY ranges

Hyperinflationary recession	CPI >10% - Core PCE >8%
Hyperinflationary recovery	6%< CPI <10% - 6% < Core PCE < 8%
Inflationary	3%< CPI <6% - 3% < Core PCE < 6%
Normal	2%< CPI <3% - 2% < Core PCE < 3%
Deflationary	CPI <2% - Core PCE < 2%

출처: Amundi Institute, Bloomberg. 2023년 6월 1일 기준 자료. **해당 정보는 예시적인 목적으로만 제공된다.*** 보다 자세한 내용은 Advanced Investment Phazer: a guide to dynamic asset allocation 참조.

중심 시나리오 및 대안 시나리오

	다운사이드 시나리오 (확률 20%) 글로벌 리세션을 유발하는 금융위기	중심 시나리오 (확률 70%) 지속적인 스태그플레이션 압박	업사이드 시나리오 (확률 10%) 경제적 회복탄력성
	■우크라이나 전쟁의 악화가 원자재 교역을 저해함. ■보호주의의 확산 및 보호주의 조치에 대한 보복이 증가.	■우크라이나 전쟁. 단기적으로는 확전될 리스크. 종전/휴전은 2023년말/2024년초가 될 가능성이 높음. ■중국-미국 긴장 ■보호주의 확산 (「인플레이션감축법」(IRA)와 이와 '유사한 법') ■유가에 하한가를 부과하는 OPEC+.	■우크라이나에서 종전/휴전. ■에너지/식량 가격의 하락.
	■타이트한 금융조건으로 이어지는 코어 인플레이션의 고착화. ■중앙은행의 예상보다 더 큰 폭으로 금리인상. ■금융 스트레스. ■기준 금리에서 상이한 경로를 가진 **두 가지의 하위 시나리오: 온건한 리세션:** 여전히 만연할 수 있는 인플레이션 리스크, **강력한 리세션:** 이르면 2023년 후반기에 큰 폭의 금리인하.	■인플레이션: 점진적 둔화. 고착화된 코어 인플레이션이 2024년말까지는 물가목표치에 근접하게 될 것이다. ■선진국 금융은행의 최고점에 근접한 기준금리, 2023년에는 금리인하 없음. ■2024년말까지 미국 연방기금금리는 3%로 복귀 (-225bp). 유럽중앙은행: 2024년 1분기말 이전에는 금리인하 없음. ■신흥국 전체에 걸친 통화정책은 더욱 혼재된 양태를 보이고 있음 - 다수의 신흥국에서 최고점 금리를 기록하고 있음. ■타이트해 지는 유럽연합 재정정책. 부채한도 협상의 결과인 향후 2년간 지출한도로 인해 미국의 재정적자는 마이너스를 유지할 것으로 예상됨. 신중한 견지로 인해서 신흥국에서 재정여력이 제약됨.	■중앙은행의 현상 유지, 장기간 동아 고금리 유지.
	■리세션 전망(글로벌 경제성장률 2% 미만)의 광범위한 확산	■분화가 동반된 침체된 글로벌 GDP 성장률(3% 미만): 유럽의 저조한 성장, 미국의 온건한 리세션, 중국의 리오프닝 경기반등. ■타이트해진 크레딧 조건은 2023년 후반기 선진국 경제활동에 영향을 미칠 것이다. ■2024년에는 대다수의 선진국 경제에서 평균 이하의 경제성장률. ■경제성장률 격차는 2024년에도 여전히 신흥국에 유리하겠지만, 그 격차의 폭이 늘어나지는 않을 것이다.	■경기사이클적 디스인플레이션이 뚜렷하게 나타날 경우 2024년에는 예상보다 빠르게 잠재성장률로 복귀할 수도 있다. ■IMF (또는 ECB형) 시나리오.
	■기후전환의 조치의 시행이 연기되고 공급망에 영향을 주는 기후 사건의 증가가 동반된다.	■기후전환의 조치의 시행이 연기되고 공급망과 식량안보에 영향에 주는 기후 사건의 증가가 동반된다.	■최우선 순위의 기후변화 정책과 에너지 전환.

중심 시나리오에 대한 리스크

높음 ← 확률 → 낮음

25%	20%	20%	20%	10%
지정학적 리스크와 전쟁 확대	**글로벌 경제둔화와 심각한 기업이윤 리세션**	**지속적인 스태그플레이션 압박 (미국 / 유럽)**	**타이트한 크레딧 조건 및 유동성 조건으로 유발되는 매크로 금융 리스크**	**미국 연방정부 셧다운****
선진국 국채, 현금, 금, USD, 변동성, 방어적 자산, 석유에 **긍정적.**	현금, JPY, 금, 성장주에 대비한 퀄리티주, 경기민감주에 대비한 경기방어주에 **긍정적.**	TIPS, 금, 원자재 수출국 FX, 실물자산에 **긍정적.**	미국 재무성증권, 현금, 금에 **긍정적.**	EUR, JPY, CHF, 독일국채에 **긍정적.**
크레딧, 주식, 신흥국에 **부정적.**	위험자산, 원자재 수출국에 **부정적.**	채권, 주식, 선진국 FX, 신흥국 자산에 **부정적.**	크레딧에 **부정적.**	미국 재무성증권, 미국 주식, 위험자산에 **부정적.**

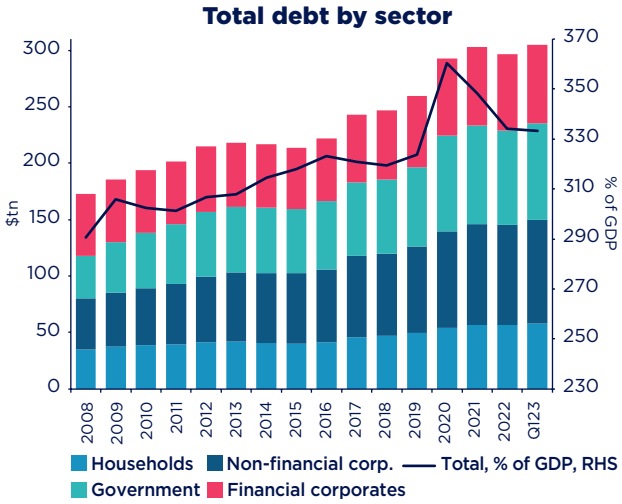
시장 영향 (+ / −)

출처: Amundi Institute, 2023년 6월 16일 기준. DM: 선진국 시장. EM: 신흥국 시장. CB: 중앙은행. USD: 미국 달러화. EUR: 유로화 CHF: 스위스 프랑화 JPY: 일본 엔화 TIPS: 물가연동 재무성증권. FX: 외환시장. **부채상한선 합의에도 불구하고 미국 의회는 10월 1일부터 시작되는 2024 회계년도의 연방 예산을 추인해야만 한다. 예산 협상은 치열할 것이며 추후에 셧다운이 발생할 가능성도 배제할 수 없다. 이러한 협상이 제대로 이루어지지 않는다면 재정정책은 예상보다 더 제약적일 수 있다.

매크로 허약성

부채로 넘쳐나는 세상

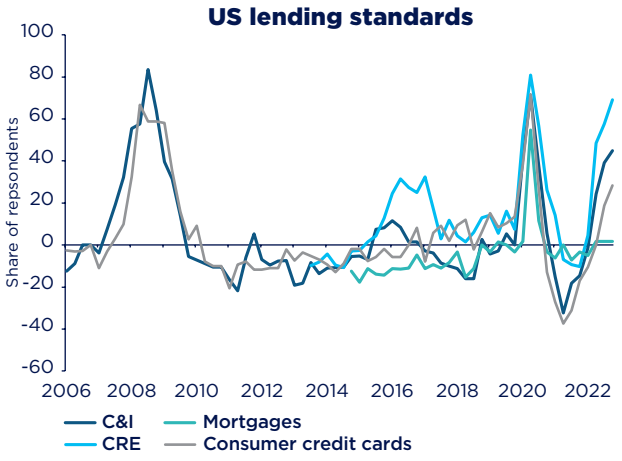
글로벌 부채는 2023년 1분기에 사상 최대인 300조 달러 또는 GDP의 333%를 기록했다. 높은 부채는 경기침체가 심화될 경우 재정지원을 제한하여 경제 전망을 더욱 취약하게 만들 수 있다.



출처: Amundi Institute의 IIF 데이터, 2023년 1분기말 기준. 참고: 총 부채는 정부 부채, 가계 부채, 금융 부문 부채 및 비금융사 부채의 합계이다.

대출 기준의 강화

기업과 가계의 차입 비용이 크게 상승하여 경기침체의 리스크가 높아짐에 따라 대출 조건이 타이트해 졌다.

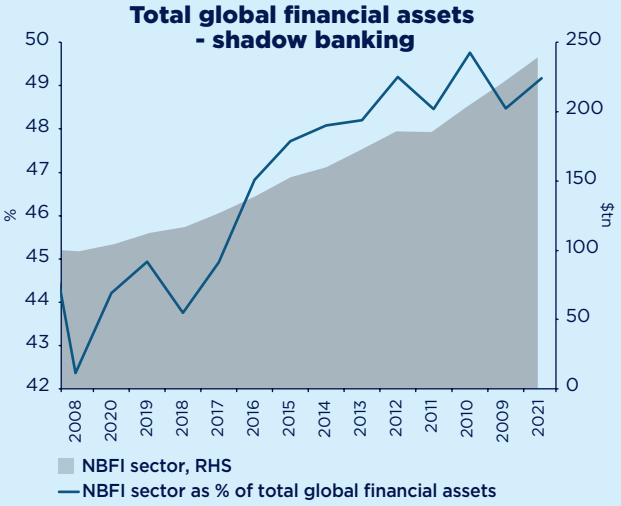


출처: Amundi Institute, Bloomberg. 2023년 5월 29일 기준 자료. C&I: 상업·산업 대출, CRE: 상업용 부동산. 지표는 서베이를 기반으로 하며, %는 기준 강화에 대한 국내 순 응답자 비율을 나타낸다. 이는 긍정적인 응답과 부정적인 응답을 한 응답자의 비율 차이로 계산된다.

시장 취약성

그림자금융의 부상

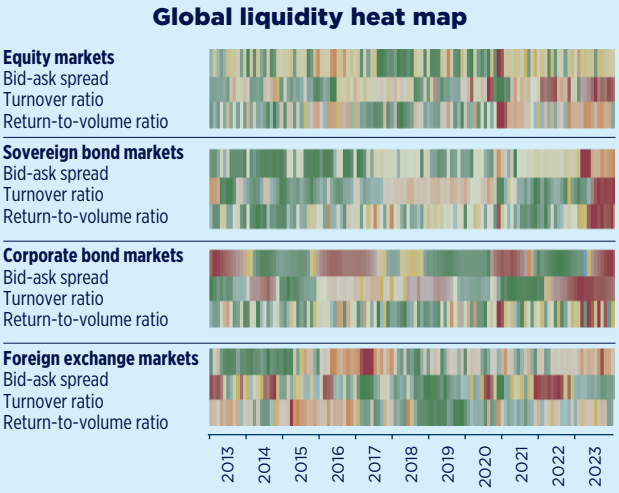
주목해야 할 유의적인 리스크는 그림자금융의 부상이며, 그림자금융은 규제를 덜 받고 숨겨진 리스크가 될 수 있기 때문에 금융시스템의 안정성을 위협할 수 있다.



출처: Amundi Institute의 2022년도 관할권 관련 제출 자료(국가 부문 재무제표 및 기타 데이터) 및 2021년도 러시아 관련 제출 자료; FSB 계산. 2023년 5월 29일 기준 자료. NBFI: 비은행금융기관.

일부 시장 세그먼트에서 유동성 악화

통화 긴축화의 빠른 속도로 인해서 일부 주요 금융시장은 유동성 조건의 뚜렷한 악화에서 타격을 입고 있다.



출처: Amundi Institute의 IMF 출처 자료, 여기에는 Bloomberg Finance L.P., JPMorgan Big Data, and AI Strategies, JPMorgan Chase & Co., Market Axess, Refinitiv Datastream, IMF 계산 자료 등이 포함됨. 적색(녹색) 칸은 가장 낮은(높은) 유동성 수준을 나타냄. 2023년 5월 31일 기준 자료.

넷제로(Net Zero) 투자에서 주요 테마

우리는 **물 부족** 리스크가 높고 기술적 혁신을 통해 해결되어야만 한다고 믿고 있다. 물을 재활용함으로써 제조업체는 담수 자원에 대한 의존도를 낮추고, 추출의 필요성을 없애 결과적으로 천연 자원을 보존할 수 있다. 폐수를 처리하여 재활용하면 배출량을 33%까지 줄일 수 있다. 우리는 상수도 공급과 폐수 처리를 함께 운영하는 상하수도 유틸리티(water utilities)와 수처리 장비 및 서비스를 제공하는 수질관리회사(water quality companies)를 모두 선호한다

33%

폐수를 처리하여 재활용하면 배출량을 33%까지 줄일 수있다.

출처: International Water Association, 2020년 5월.

x3

2050년까지 넷제로 배출량을 달성하기 위해서는 글로벌 연별 청정에너지 투자가 2030년까지 3배 이상 증가해야 한다.

출처: International Water Association, 2020년 5월.

국제에너지기구에 따르면, **재생 에너지**가 2030년까지 전세계 총 전력 생산량의 60%를, 2050년까지 90%를 담당해야 한다. 투자자는 풍력, 태양열, 수력 시장의 재생 에너지 사업자/유틸리티 및 재생 에너지 장비 공급업체에 투자함으로써 이러한 테마에 익스포져 할 수 있다.

또 다른 우려되는 분야는 **소비되지 않은 음식의 생산**과 관련된 온실가스(GHG) 배출량이다. 냉장 보관이 부족하거나 운송 중의 부패로 인해 공급망에서 상당한 양의 음식이 손실된다. 우리의 견해로는, 음식물 쓰레기 배출을 줄일 수 있는 혁신적인 기업에는 매우 우호적인 상황이다. 투자자는 가치사슬 전반에 걸쳐 이와 같은 테마에 플레이할 수 있으며, 높은 연료 효율의 냉동 장치를 생산하는 회사가 좋은 예가 될 수 있다.

6%

음식물 쓰레기는 글로벌 온실가스(GHG) 배출량의 6%를 차지한다.

출처: 당사의 World In Data, 2020년 3월.

39%

건물은 글로벌 연간 총 탄소 배출량의 39%를 차지한다.

출처: 당사의 World In Data, 2020년 3월.

부동산은 에너지 효율성, 대기질, 수질 및 폐기물 관리, 생물다양성 보존에 영향을 미친다. 이러한 투자 공간에서 투자자는 건물 단열 사업과 같이 전환을 촉진하는 데 핵심적인 역할을 하는 기업들을 찾을 수 있다. 이러한 기업들은 공급업체와 협력하여 가치사슬 전반에서 탄소 배출량을 줄이는 데 중요한 역할을 할 수 있다.

정부나 초국가적 기관이 발행하는 **그린본드**는 자금을 그린 프로젝트, 특히 신흥국에 투자하게 된다. 이러한 프로젝트는 에너지 효율성, 청정 에너지, 기후변화 적응 등과 같은 분야에 중점을 두고 있다. 기존 채권보다 변동성이 적기 때문에 그린본드는 매력적인 투자 수단으로 간주된다. **지속가능연계채권(SLB)**은 사전에 정의된 기간 내에 KPI와 지속가능성 성과목표를 통해 미리 정의된 지속가능성/ESG 목표를 달성하도록 SLB 발생사는 인센티브를 부여한다. 이러한 수단은 에너지 전환에 자금을 조달하는 또 다른 방식이다.

>60%

SLB KPI의 60% 이상이 온실가스(GHG) 배출량과 연계되어 있다.

출처: CMS study of the KPIs used in SLBs, 2023년 5월.

Amundi 자산종목 견해

	자산종목	2023년 6월 기준의 견해	2023년 후반기에 대한 견해의 방향성	
주식 플랫폼	미국	–	=	바닥을 침.
	미국 가치주	+	+	안정적
	미국 성장주	––	–	바닥을 침.
	유럽	–/=	=	바닥을 침.
	일본	=	=	안정적
	중국	+	+	안정적
	중국 이외의 신흥국 시장	=	=/+	개선되고 있음
채권 플랫폼	미국 국채	=/+	=/+	안정적
	미국 IG 회사채	=/+	=/+	안정적
	미국 HY 회사채	–	––	악화되고 있음
	유럽 국채 (핵심국)	–/=	=	개선되고 있음
	유럽 국채 (주변국)	-/=	=	개선되고 있음
	유로 IG 회사채	=/+	=/+	개선되고 있음
	유로 HY 회사채	–	––	악화되고 있음
	중국국채	=	=/+	안정적
	신흥국 채권 경화표시	=/+	=/+	안정적
	신흥국 채권 현지화표시	+	+	안정적
기타	원자재	=/+	=	악화되고 있음
	통화 (G10에 대비한 USD)	–	–	안정적

–– – = + ++

부정적 중립적 긍정적

출처: Amundi 2023년 06월 12일 기준. '2023년 후반기에 대한 견해의 방향성'은 해당 기간 동안에 각 자산종목에 대한 견지의 변화 가능성을 나타낸다. '바닥을 침'은 먼저 악화된 후에 회복됨을 의미한다.

거시경제적 예측

거시경제적 예측, 2023년 6월 13일 기준						
연 평균, %	GDP 실질성장률, 전년동기대비, %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
선진국	**2.7**	**0.9**	**0.5**	**7.4**	**4.7**	**2.6**
미국	2.1	1.3	-0.2	8.0	4.2	2.6
유로통화권	3.5	0.5	0.7	8.4	5.4	2.8
독일	*1.9*	*-0.3*	*0.7*	*8.7*	*6.0*	*2.6*
프랑스	*2.5*	*0.6*	*0.7*	*5.9*	*5.7*	*2.7*
이탈리아	*3.8*	*1.2*	*0.7*	*8.7*	*6.5*	*2.3*
스페인	*5.5*	*1.8*	*0.7*	*8.3*	*3.0*	*2.5*
영국	4.1	0.3	0.7	9.0	7.6	3.2
일본	1.0	0.6	1.0	2.5	3.0	1.3
신흥국	**4.0**	**4.2**	**3.8**	**8.7**	**6.0**	**5.3**
중국	3.0	5.7	4.3	2.0	1.1	2.4
인도	6.9	6.0	5.5	6.7	5.5	5.9
인도네시아	5.3	5.1	5.0	4.2	4.2	3.9
브라질	2.9	2.6	1.3	9.3	4.8	4.0
멕시코	3.0	2.3	0.6	7.9	5.6	4.4
러시아	-2.1	1.2	1.5	13.8	5.5	4.5
남아공	2.1	0.2	1.0	6.9	6.1	5.2
튀르키예	5.5	2.8	3.9	72.0	46.0	35.4
전세계	**3.4**	**2.9**	**2.5**	**8.2**	**5.5**	**4.2**

중앙은행 공식금리 예측, %					
	2023-06-20	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국*	5.25	5.25	5.16	3.75	4.49
유로통화권**	3.50	3.75	3.79	3.50	3.46
영국	4.50	5.00	5.75	4.75	5.75
일본	-0.10	0.00	0.00	0.00	0.10
중국***	3.55	3.55	3.50	3.55	3.50
인도****	6.50	6.50	6.65	6.00	6.45
브라질	13.75	12.00	13.35	10.00	11.70
러시아	7.50	7.75	7.55	7.00	7.25

출처: Amundi Institute. 예측은 2023년 6월 20일 기준임. CPI: 소비자물가지수. *: 연방기금금리 목표금리 범위의 상단 수치 **: 수신금리. ***: 1년 대출우대금리. ****: 환매조건부금리.

금융시장 예측

채권수익률

2년물 채권수익률 예측, %

	2023-06-16	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	4.68	3.40-3.60	4.22	2.90-3.10	3.80
독일	3.12	2.60-2.80	2.82	2.30-2.50	2.54
영국	4.89	3.60-4.10	4.76	3.60-3.80	4.61
일본	-0.06	0.10-0.20	-0.04	0.10-0.20	-0.01

10년물 채권수익률 예측, %

	2023-06-16	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	3.73	3.30-3.50	3.70	3.10-3.30	3.65
독일	2.48	2.40-2.60	2.51	2.30-2.50	2.48
영국	4.35	3.80-4.00	4.39	3.60-3.80	4.38
일본	0.41	0.50-0.70	0.50	0.60-0.80	0.58

환율

	2023-06-20	Amundi 23년 3분기	컨센서스 23년 3분기	Amundi 24년 1분기	컨센서스 24년 1분기
EUR/USD	1.07	1.08	1.10	1.18	1.12
EUR/JPY	150	144	146	143	142
EUR/GBP	0.85	0.87	0.88	0.90	0.88
EUR/CHF	0.97	0.96	0.99	1.04	1.01
EUR/NOK	11.57	11.48	11.43	10.79	10.94
EUR/SEK	11.64	11.46	11.35	11.04	11.00
USD/JPY	139	133	132	121	127
AUD/USD	0.67	0.67	0.68	0.74	0.71
NZD/USD	0.61	0.61	0.62	0.65	0.64
USD/CNY	7.13	7.00	6.90	6.50	6.75

출처: Amundi Institute. 예측은 2023년 6월 16일 기준임.

중요 정보

본 문서는 정보 제공의 목적으로만 제공된다.

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 2023년 6월 20일 기준이다. 투자분산이 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 관여한 모든 이는 직접적, 간접적, 특별적, 사고적, 징벌적, 결과적 또는 다른 유형의 손해(이익 상실 포함, 이에 한정되지는 않음)에 대해서 책임이 있지 않다.

최초 사용 일자: 2023년 6월 22일.

문서 발행자: Amundi Asset Management, 자본금 €1,143,615,555의 "société par actions simplifiée" - 프랑스 금융감독기관 규제대상의 포트폴리오 운용사: 등록번호 GP04000036 – 본사 주소: 90-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com

사진 저작권: ©iStock/Getty Images Plus – Robin Thom.

Amundi Institute 기여자

AINOUZ Valentine,
Head of Global Fixed Income Strategy, CFA

BERARDI Alessia,
Head of Emerging Macro and Strategy Research

BERTHON Jean-Baptiste,
Senior Cross-Asset Strategist

BERTONCINI Sergio,
Senior Fixed Income Strategist

BOROWSKI Didier,
Head of Macro Policy

CARULLA Pol,
Investment Insights and Client Division Specialist

CESARINI Federico,
Head of DM FX, Cross Asset Strategist

DHINGRA Ujjwal,
Investment Insights and Client Division Specialist

DI SILVIO Silvia,
Cross Asset Research Macro Strategist

DROZDZIK Patryk,
Senior EM Macro Strategist

GEORGES Delphine,
Senior Fixed Income Strategist

HERVÉ Karine,
Senior EM Macro Strategist

HUANG Claire,
Senior EM Macro Strategist

MIJOT Éric
Head of Global Equity Strategy

PORTELLI Lorenzo,
Head of Cross Asset Strategy, Head of Research at Amundi Italy

PRADHAN Mahmood
Head of Global Macroeconomics

ROSENBERG Anna,
Head of Geopolitics

USARDI Annalisa,
Senior Economist, CFA

VARTANESYAN Sosi,
Senior Sovereign Analyst

대표 편집인

DEFEND Monica,
Head of Amundi Institute

MORTIER Vincent,
Group Chief Investment Officer

GERMANO Matteo,
Deputy Group Chief Investment Officer

편집인

BERTINO Claudia,
Head of Amundi Investment Insights & Publishing

FIOROT Laura,
Head of Investment Insights & Client Division

부편집인

PANELLI Francesca,
Investment Insights and Client Division Specialist

PERRIER Tristan,
Macroeconomist and Investment Insights Specialist

투자 플랫폼 리더십 팀

Amaury D'ORSAY,
Head of Fixed Income

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

Francesco SANDRINI,
Head of Multi-Asset Strategies

Yerlan SYZDYKOV,
Head of Emerging Markets

Kenneth J. TAUBES,
CIO of US Investment Management

Amundi ASSET MANAGEMENT | Institute