



2024년 4월

이달의 토픽

유럽 주식에 대한 기회의 창

글로벌 투자견해

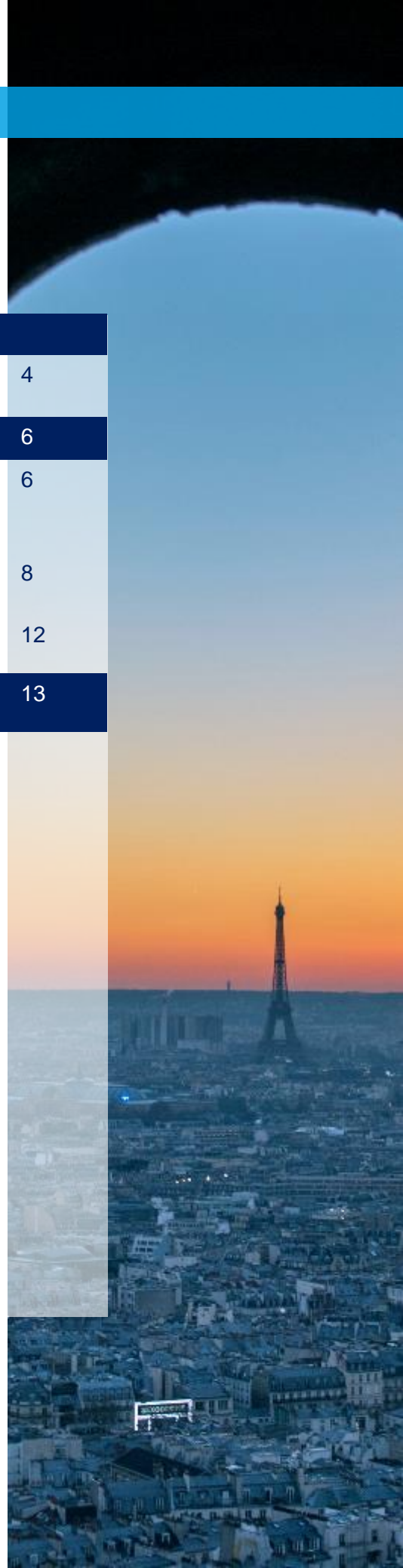
계속 진행 중인
경기사이클 후반 국면의 환경

Trust
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

차례

이달의 토픽	
유럽 주식에 대한 기회의 창	4
글로벌 투자견해	6
CIO 견해 계속 진행 중인 경기사이클 후반 국면의 환경	6
세 가지의 뜨거운 질문	8
자산종목 견해	12
거시경제 및 금융시장 예측	13





**MONICA
DEFEND**

HEAD OF AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

“경기둔화가 나타나지 않고 인플레이션에서도 서프라이즈가 발생하지 않는다면 시장 분위기는 긍정적으로 유지될 수도 있다. 하지만, 과잉적인 분야가 축적되고 있으며 경계 태세를 유지해야 할 필요성이 부각된다.”



**VINCENT
MORTIER**

GROUP CHIEF
INVESTMENT OFFICER

“우리는 위험자산이 강세 추세라고 인지하고 있지만, 높은 밸류에이션으로 인해 리스크 감수의 수준을 크게 상향 조정하지는 못하고 있다.”



**MATTEO
GERMANO**

DEPUTY GROUP CHIEF
INVESTMENT OFFICER

“주식 랠리가 확대되고 유럽 주식으로의 로테이션이 나타난다고 파악되고 있으며, 우리는 이제 유럽 주식에 중립적 견지를 취한다.”



이달의 토픽

유럽 주식에 대한 기회의 창

저자

ERIC MIJOT

HEAD OF GLOBAL
EQUITY STRATEGY -
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

핵심 요약

지난 5개월 동안 대형주에 의해 견인된 강세의 랠리를 보였던 글로벌 증시는 경기반등과 기업이익이 강력하게 될 것이라는 가정을 암묵적으로 반영하고 있다.

이러한 랠리 종목들의 숨고르기 및/또는 확대는 경기민감주 및 가치주에게 기회의 창을 열어준다는 의미를 가진다.

유럽 주식시장도 이러한 랠리에 편승할 수도 있으며, 궁극적으로는 소형주들도 역시 이에 동참할 수 있다. 유럽은 주가에서와는 다르게 기업이익에서는 아웃퍼포먼스를 나타내기 시작했으며, 이는 유럽 주식을 더욱 매력적으로 만들고 있다.

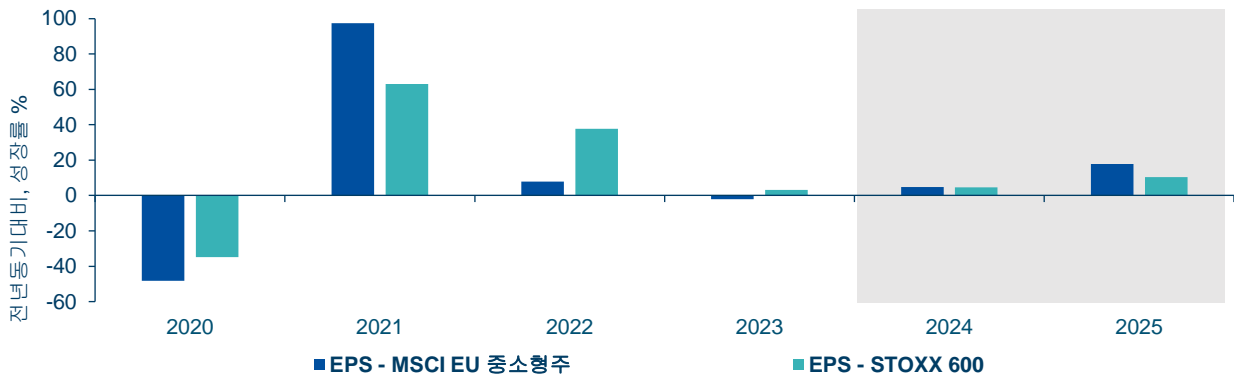
올해 1분기에 주식은 매우 좋은 퍼포먼스를 보였다. 그렇다면 여기에서 어디로 갈 것인가?

올해 들어 현재까지는 일본이 주요 주식시장을 주도(Topix +17%)하고 있다. 미국과 유럽은 지수에 따라 다르지만 어느 정도 동등한 상황을 나타내고 있다 - S&P500(+10.2%)은 Stoxx600 (+7.1%)보다 아웃퍼포먼스를 나타냈지만, EuroStoxx50(+12.4%)은 동일한 기간 동안에 Nasdaq100(+8.5%)를 앞질러서, 유럽 블루칩이 미국보다 더 나은 퍼포먼스를 내고 있음을 나타내고 있다. 이러한 랠리는 얼마나 지속될 수 있을까?

5개월 동안 상승세를 보인 주식시장은 많은 호재를 이미 가격에 반영하고 있다. 미국의 경우에 채권 대비 주식의 퍼포먼스는 이제 ISM 제조업 지수 60*에 대체적으로 부합되고 있으며, 유럽의 경우에 경기방어주 대비 경기민감주의 퍼포먼스는 제조업 PMI가 약 55이라고 암묵적으로 나타내고 있다.

이와 같은 상황을 바탕으로 우리가 향후 몇 달 동안 주식 투자 선택에서 기준으로 삼을 세 가지 요소는 다음과 같다. 1) 랠리의 일시 중지나 횡보할 가능성(랠리를 추종하지 않음), 2) 랠리 종목의 확대(주가가 오르지 않은 종목 선호), 3) 예상되었던 경기둔화가 리세션이 아닌 경기사이클 중반에 나타나는 경기둔화일 뿐이라는 사실(경기방어적인 측면보다는 경기사이클 친화적인 측면에서 기회를 모색).

도표: 유럽 중소형주에 보다 우호적인 상황으로 전환된 유럽의 기업이익의 성장률



출처: Amundi Investment Institute, Factset. 2024년 3월 28일 기준 자료. *50 이상의 지수는 전월 대비하여 제조업 세그먼트가 확장되었음을 나타냄.



Mag 7을 넘어서는 랠리 종목의 확대는 미국의 동등가중지수(equal-weighted indices)에도 도움이 될 것이며, 유럽 시장도 이러한 기회의 창을 활용할 수 있는 좋은 후보가 된다. 유럽 시장에서 랠리의 수혜를 입은 주요 부문은 대형주였다 - 우리는 이러한 랠리 종목의 확대가 궁극적으로는 유럽 소형주에도 혜택을 줄 수 있다고 생각한다.

추가적인 언급이 필요한 세 가지 사안:

미국과 유럽 시장은 성장성과 밸류에이션 특성에서 서로 반대이기 때문에 우리는 두 지역 사이에서 중립적인 포지션을 취하고 있다.

미국 시장은 전세계 다른 어느 국가보다 역동적인 기업이 성장률로부터 수혜를 받고 있지만, 그 밸류에이션은 다른 어떤 시장보다도 훨씬 더 높다. 작년 4분기에 미국 기업이익은 10% 상승했으며, 이는 올해 1월1일 기준으로 예상된 수치인 4.4%를 훨씬 상회했다. Mag 7을 포함하고 있는 세 부문, 즉 IT, 경기소비재, 통신서비스의 기업이익은 각각 24%, 37%, 53% 상승했다. 하지만, 여기에는 대가가 따르는데, MSCI USA의 12개월 포워드 주가/기업이익의 수치는 21.4x이며 이는 2000년 이후 역사적 평균인 17.9x에 비해 표준편차 1 이상의 높은 수준이다(MSCI ACWI의 경우에는 17.9x).

이와는 달리, 유럽 시장은 주가는 매우 저렴하고 유럽의 기업이익 모멘텀도 역시 약세이다. 12개월 포워드 기업이익이 13.8x 수준인 MSCI Europe은 2000년 이후 역사적 평균과 비슷한 멀티플로 트레이딩되고 있다. 한편, 작년 4분기 Stoxx600 기업이익은 전년동기대비 6.5% 하락하여 세 분기 동안 연속 감소했으며, 예상치(1월1일 기준의 예상수치 -6.4%)에 부합하는 수준을 유지했다. 이와 더불어, 다음 분기에 대한 Ibes의 전망은 여전히 마이너스(-11%)인 반면, 미국 전망은 플러스(+5.1%)라는 점에 유의해야 할 것이다.

하지만, 단기적으로는 유럽 가치주가 가지는 특성이 이점이 될 수 있다.

MSCI World 지수에서 가치주에 대비한 성장주 지수는 트리플 톱(triple top)의 상태이다 - 성장주와 가치주 사이의 밸류에이션 차이도 2000년에 비해 훨씬 더 커졌다. 탄력성이 늘어나면 리세션이 없을 경우 미국 시장보다는 유럽 시장에서 가치주에 우호적으로 유리하게 작용할 것이라고 생각할 수 있으며, 이를 통해서 올해초 이후 유럽 지수가 미국에 대비하여 안정세를 보인 이유가 부분적으로 설명될 수 있다.

연준이 올해 금리를 인하할 것으로 예상되면 유럽중앙은행도 금리를 인하할 것이며, 이는 특히 유럽에서 소홀하게 취급했던 시가총액의 요인이 다시 부각될 수도 있다.

소형주는 경기민감성이 높음에도 불구하고 경기방어주보다 경기민감주를 선호하는 현재의 시장 분위기에 아직 합류하지 못하고 있으며, 이는 12월 연방공개시장위원회(FOMC) 회의가 게임체인저 역할을 하면서 더욱 강화되었다.

레버리지가 높고 시장에서 직접 자금을 조달하기보다는 은행에서 자금을 조달하는 소형주는 일반적으로 금리하락에 우호적으로 반응하며, 이는 결국 금리인하가 현실화될 때에는 촉매제 역할을 할 수 있다.

*가격괴리에
포커스를 두는
것이 다시
보상을 받을 수
있게 하며, 유럽
주식도 랠리
종목에 합류할
것이다.*

유럽 소형주를 특별히 살펴보는 이유는?

금리하락은 전반적인 사이즈 요인(즉, 소형주라는 요인)이 촉매제 역할을 할 수 있지만, 현재는 깊은 리세션에서 회복하는 단계가 아니라 경기사이클 중간 국면의 경기둔화에 있기 때문에 유럽에서는 강력한 기업이익 반전보다는 가격괴리(mispricing) 테마에 포커스를 두는 것이 좋은 포지션이 될 수 있으며, 미국에서는 동일비중지수에 더욱 포커스를 두면서 주식 랠리 종목의 확대라는 테마가 선호된다.

실제로 2022년 이후에는 대형주보다 더 강한 압박에 직면해 온 유럽 소형주의 기업이익은 미국과는 달리 2023년 중반 이후 유럽 대형주보다 아웃퍼포먼스를 기록하고 있다 - Factset은 이러한 추세가 계속될 것으로 예측하고 있다(이전 페이지의 도표 참조). 이는 우리가 예상하는 낮은 주가회복 프로필을 고려할 때 합당하다. 소형주의 주가는 언더퍼포먼스를 보여왔기 때문에 소형주는 밸류에이션 측면에서 더욱 매력적(대형주와의 P/E 격차는 2003년 이후 최고 수준)이며, 랠리에 뒤늦게 합류할 것으로 예상하는 경기민감형 가치주 종목 중에서 이러한 소형주는 흥미로운 옵션이 되고 있다.



GLOBAL INVESTMENT VIEWS

계속 진행 중인 경기사이클 후반 국면의 환경

(소비 및 자산효과로 인해서) 회복탄력성이 높은 미국경제와 올해의 강력한 기대기업이익이 최근의 주가 랠리와 수익률 상승을 견인하고 있다. 현 시점의 가장 커다란 질문은 이미 강세인 시장 움직임을 고려할 때 현재와 같은 상황이 계속 될 수 있는지와 이러한 기대기업이익을 신뢰할 수 있는지의 여부이다.

경제적 측면에서는 이전부터 지속된 강세 추이로 인해서 미국의 경기둔화의 수준이 덜할 것으로 예상되며 경기사이클 후반 국면의 환경이 연장될 것으로 보인다. 하지만, 우리는 이를 새로운 경기사이클의 시작으로 보지 않으며, 올해 하반기에 경기둔화가 나타나고 디스인플레이션이 계속될 것으로 예상된다. 아래의 요인들이 경제 및 시장의 방향을 이해하는 데에 핵심적인 사안이 될 것이다.

- **미국 노동시장.** 수요는 잦아들 가능성이 높으며, 이는 저축의 증가, 소비의 감소, 노동시장의 약세(노동력의 대부분을 고용하는 중소기업(SME)*에 스트레스로 작동), 투자 침체에 의해서 주도될 것이다.
- **통화정책의 분화, 인플레이션에 포커스.** 일본은행(BoJ)은 17년만에 처음 금리를 인상한 반면에, 연준(Fed)과 유럽중앙은행(ECB)은 금리인하를 고려하고 있지만 이를 시행하기 위해서는 인플레이션의 향후 방향에 대한 확신이 우선적으로 필요할 것이다.
- **미국의 대통령 선거와 지정학.** 선거운동의 국면이 점차 과열되면 변동성이 상승할 수도 있다. 지정학 및 전세계적으로 높은 부채의 리스크는 금을 장기적으로 떠받칠 수도 있다.
- **신흥국 시장(EM)의 회복탄력성.** 우리는 신흥국에 대한 기존의 성장전망을 경미하게 상향 조정했으며, 이는 주로 아시아와 인도의 강력한 내수수요 및 수출에 기인했다. 하지만, 우리의 중국에 대한 기존 성장예측은 변경되지 않았다.

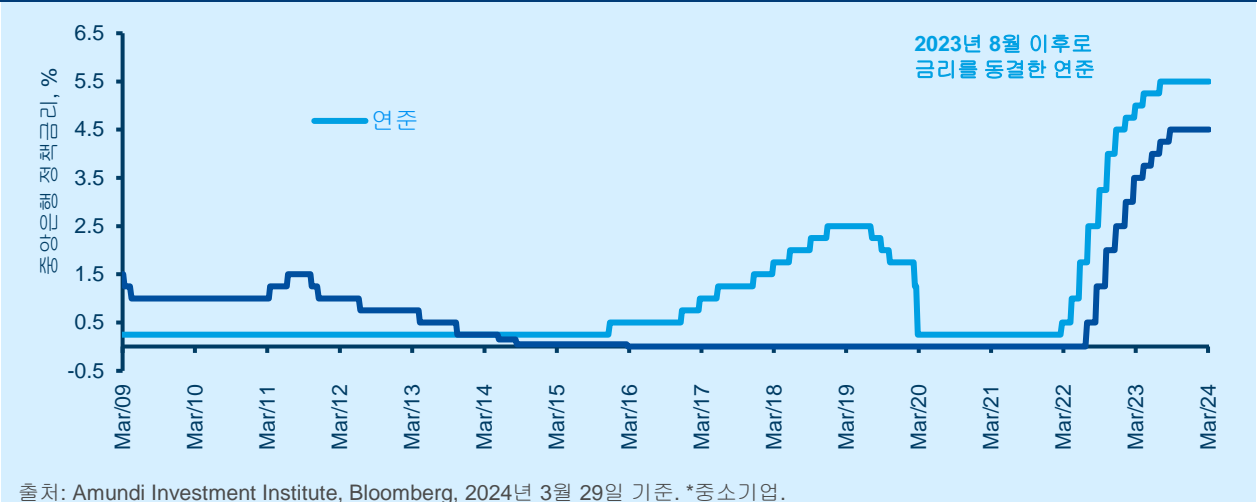


VINCENT MORTIER
GROUP CIO



MATTEO GERMANO
DEPUTY GROUP CIO

인플레이션이 물가목표수치의 방향으로 움직임에 따라, 연준과 유럽중앙은행은 금리를 인하할 가능성이 높다





이러한 상황을 감안하여 아래의 분야에 대한 우리의 견지는 다음과 같다.

- **크로스애셋.** 위험자산은 개선된 기업이익 전망과 경제성장률이 가격에 반영되어 있으며, 긍정적인 시장분위기에서도 계속 수혜를 입고 있다. 우리는 추가적인 리스크를 취하지 않으면서 기존의 긍정적인 듀레이션 포지션을 유지한다. 채권의 경우에 우리는 이탈리아 국채(BTP)에 대해서도 경미하게 긍정적인 포지션을 취하지만, 일본국채(JGB)에는 신중한 포지션이다. 주식의 경우, 우리는 전반적으로 긍정적인 포지션이다. 우리는 일본 주식에 경미하게 건설적인 포지션이지만, 이제 미국과 유럽에 대해서는 중립적 포지션을 취한다. 신흥국의 경우, 우리는 (인도, 인도네시아, 한국의) 채권과 주식 모두에 대해 긍정적 포지션을 취한다. FX의 경우, 우리는 USD, BRL, INR에서 일부 강세가 나타날 것으로 보지만, 최근의 움직임을 바탕으로 기존의 견해를 면밀하게 조정했다. 전반적으로 우리는 투자분산의 견지를 선호하며, 지정학적 긴장에 대비하여 충분한 보호기재(석유)를 갖추는 것이 핵심적 사안이라고 간주한다.
- **채권(fixed income)에 있어서는 인플레이션의 변동이 정책시행의 주된 동인이 될 것이며, 이를 염두에 두고 우리는 미국과 영국의 듀레이션에 대해 액티브하면서 긍정적인 포지션을 유지한다.** 유럽의 경우에 최근 수익률 상승과 유럽중앙은행의 비둘기파적 언급으로 인해 우리는 이제 중립에 근접한 포지션을 취하지만, 일본국채(JGB)에는 방어적 포지션을 취한다. 기업 크레딧의 경우에 투자등급(IG)의 펀더멘탈은 강력하게 유지되고 있지만, 특히 미국에서는 저등급(CCC) 크레딧의 채무불이행률(부도율)이 상승하고 있다. 따라서, 퀄리티를 바탕으로 분산률이 상승할 가능성이 크다. 그렇기 때문에, 우리는 퀄리티에 포커스를 두고 단기만기의 크레딧을 선별적으로 모색한다. 유럽의 경우에 우리는 하이일드(HY)에 대비하여 투자등급(IG)을 선호하며, 고퀄리티(BB)나 단기만기에 대한 선호를 유지한다.
- **미국 주식시장의 과도한 시장분위기로 인해 동일가중지수의 접근법이 부각된다.** 우리는 전통적인 특정 부문이 아니라 경기방어적인 부문에서 고유한 투자기회를 모색하면서 밸런스를 유지한다. 반면에, 산업주의 경우에는 고퀄리티의 소재주가 선별적으로 매력적인 하위부문이다. 유럽의 경우, 우리는 퀄리티 경기민감주에 경기방어적 견지를 혼합하는 방식을 선호한다. 유럽 지역에서는 침체된 성장이 계속되고 있기 때문에 우리는 필수소비재주를 상향 조정했지만, 기술주에 대해서는 신중한 포지션을 취한다. 전반적으로, 우리는 퀄리티주를 선호하며, 일본과 미국에서는 가치주를 선호한다.
- **우리의 신흥국 시장에 대한 구조적인 견지는 건설적 포지션이다.** 우리는 국가별 재정 리스크와 대외 취약성 등의 요인을 바탕으로 접근방식과 결합한다. 이를 바탕으로 우리는 인도, 인도네시아, 한국, 남미(브라질, 멕시코)에 긍정적인 포지션을 취할 수 있다. 신흥국에서 계속되고 있는 디스인플레이션과 더불어서 연준의 금리인하에서 신흥국 채권이 수혜를 입을 것이다. 하지만, 지정학적 리스크 및 고유리스크로 인해 우리가 경계 태세로 유지하도록 만든다.

우리는
위험자산이 강세
추세라는
인지하고 있지만,
높은
밸류에이션으로
인해 구조적인
관점에서 리스크
감수의 수준을
크게 상향
조정하지는
못하고 있다

전반적인 리스크 분위기

리스크오프 ▶ 리스크온



경제와 시장분위기는 예상보다는 양호하지만 기업이익과 밸류에이션에 대한 의구심은 여전히 남아 있다. 오른쪽으로 경미하게 이동, 경기사이클 후반 국면에 선별적으로 플레이.

전월 대비 변화

- **크로스애셋:** 유럽 주식에 중립적 포지션
- **채권(fixed income):** 기업 펀더멘탈과 기술적 요인의 개선을 바탕으로 유럽 HY를 경미하게 중립적 포지션으로 상향 조정. 신흥국의 경우, 인도 채권에 경미하게 긍정적 포지션.

전반적인 리스크 분위기는 위험자산(크레딧, 주식, 원자재)에 대해 정성적 견지(qualitative view)를 취하고 있으며, 이는 다양한 투자 플랫폼에서 나타나고 글로벌 투자위원회(GIC)에서도 공유되고 있다. 이는 하나의 GIC에서 다른 GIC까지의 1개월 기간에 대한 전반적인 리스크 분위기에 대한 견해를 반영하고 있다. 우리의 이러한 견지는 시장의 변화와 경제적 상황을 반영하기 위해 조정될 수 있다.

ECB= 유럽중앙은행, DM= 선진국 시장, EM= 신흥국 시장, CB= 중앙은행, IG= 투자등급, HY= 하이일드. BTP= 이탈리아 국채, JGB= 일본국채. 다른 약어에 대한 정의는 본 문서의 마지막 페이지를 참조할 것.



세 가지의 뜨거운 질문

1

지난 수주 동안의 주식 퍼포먼스를 어떻게 평가하는가?

시장은 디스인플레이션 과정이 계속될 것이고 연준의 피벗(통화정책 전환)이 거의 명약관화하다는 믿음 아래에서 작동하는 것처럼 보인다. 인플레이션 완화의 스토리는 여전히 유효하지만, 연준과 유럽중앙은행 모두 데이터 의존의 접근방식을 유지하고 있기 때문에 금리인하의 시기와 폭과 관련해서는 불확실성이 발생할 수 있다. 이러한 연준의 포지션 외에도 예상보다 양호한 경제활동과 기업이익 등 우호적인 펀더멘털이 주식을 포함한 위험자산을 부양시키고 있다. 디스인플레이션에 대한 심각한 의문이 제기되지 않는 한 시장은 계속해서 이와 관련하여 수혜를 입을 수 있다.

투자 중요 함의

- 크로스애셋의 관점에서, 주식, 경기민감형 원자재, 인플레이션 연계상품에 경미하게 건설적 포지션.

2

2023년 4분기에 미국 및 유럽 기업이익의 주요 추이는 어떠했는가?

3월 8일 기준으로 S&P 500 기업의 99%가 2023년 12월에 마감된 분기의 실적을 발표했다. 이 분기는 통신 서비스, 경기소비재 및 기술 부문을 중심으로 미국 시장이 매우 강세를 나타내고 있음을 보여주고 있다. 이러한 부문들의 기업이익 성장률은 각각 53%, 37%, 24%(전년동기대비)로 예상보다 훨씬 높은 수치를 기록했다. 하지만, 유럽의 모든 기업은 4분기에는 세 분기 연속으로 기업이익 마이너스 성장을 기록할 것으로 예상되기 때문에 유럽에서의 상황은 미국과는 상이하다.

투자 중요 함의

- 미국에서는 퀄리티주, 가치주, 동일가중형 시장에 바이어스
- 유럽과 일본에서는 퀄리티주를 선호

3

최근 중국 전국인민대표회의의 결과를 어떻게 바라보는가?

전국인민대표대회는 경제성장이라는 측면에서 우리에게 큰 도움이 되지 못했다. 우리는 중국의 올해 재정적자 목표수치인 8.2%가 2023년보다는 높지만, 온건하게 팽창적이고 수요를 되살리기에는 충분하지 않을 것으로 생각한다. 따라서, 중국 정부의 5% 경제성장률 목표에도 불구하고 우리는 컨센서스 보다 낮은 기존의 3.9%의 경제성장률 전망치를 고수한다. 인플레이션의 측면에서는 소비 약세는 CPI 인플레이션이 낮게 억제하고 과잉적인 제조 캐파가 기업이익 마진을 압박할 가능성이 높음을 의미한다.

투자 중요 함의

- 중국 주식에 대해 중립에 근접한 포지션
- 중국국채에 중립적 포지션

경기둔화가 나타나지 않고 인플레이션에서도 서프라이즈가 발생하지 않는다면 시장 분위기는 긍정적으로 유지될 수도 있다. 하지만, 과잉적인 분야가 축적되고 있으며 경계 태세를 유지해야 할 필요성이 부각된다.

MONICA DEFEND
HEAD OF AMUNDI
INVESTMENT
INSTITUTE





멀티애셋

저자

시장과열을 감안하여 절제된 포지션을 유지할 것

시장 분위기는 전술적으로 위험자산에 우호적이며, 우리는 미국에서 기업이익 리세션이 발생하지는 않을 것으로 본다. 하지만, 경제성장률의 측면이나 기업이익에서 실망감이 부각되면 안주하는 시장에 충격을 줄 수도 있다. 이와 동시에, 경제성장률에 대한 부정적인 뉴스가 없다는 것은 이번 랠리가 계속될 수 있다는 것을 의미한다. 따라서, 우리는 리스크를 크게 늘리는 것 대신에 **절제된 포지션을 유지하면서 기업이익 성장이 더욱 확연하게 나타나고 있는 아시아에서 선별적으로 기회를 모색한다.** 이와 더불어서, 투자자는 헤지와 투자분산의 견지를 유지해야만 할 것이다.

우리는 선진국 주식에 대해 중립에 근접한 견지를 취하지만, 전세계 수준에서는 미세한 **낙관**이 있음을 파악하고 있다. 예를 들면, 우리는 미국에 중립적 포지션을 취하고 유럽에는 주로 리스크 완화 목적으로 중립적 포지션으로 상향 조정했지만, 일본에 대해서는 경미하게 긍정적인 포지션을 취한다. 신흥국의 경우, 우리는 인도, 인도네시아, 한국을 통해서 건설적 포지션을 유지한다. 한국의 경우에는 기업이익 향상과 기업지배구조의 잠재적인 개선을 바탕으로 우리는 기존의 긍정적 견해를 경미하게 늘렸다.

매력적인 수익률, 금리인하의 가능성 및 투자분산의 이점을 감안하여 우리는 미국과 유럽의 듀레이션에 긍정적 포지션을 취한다. 하지만, 높은 정부채무와 향후의 발생할 수도 있는 인플레이션 서프라이즈라는 관점에서 우리는 액티브한 포지션을 유지하면서 수익률이 추가적으로 상승하는 것에 대비하여 경계 태세를 취한다. 또한, 유럽 핵심국 국채수익률이 더 낮아질 수 있기 때문에 우리는 이탈리아 국채(BTP)에 긍정적 포지션을 취한다. 하지만, 일본국채(JBT)에 대한 우리의 기존 신중한 전망은 일본은행(BoJ)의 최근 마이너스금리정책(NIRP)을 종료에 의해 정당화되었다. 우리는 일본은행의 향후 정책조치, 경제성장률, 인플레이션 추이를 모니터링하고 있다.

향후에는 차별화가 심화될 것으로 보고 있기 때문에 우리의 기업 크레딧에서 퀄리티와 매력적인 밸류에이션에 대한 선호는 변경되지 않았다. 따라서, 우리는 유럽 IG를 계속 선호한다. 신흥국 채권은 매력적인 캐리를 제공하며, 신흥국 디스인플레이션은 계속 진행되고 있다. 하지만, 마지막 순간에 인플레이션에서 어려움이 발생할 수 있다고 인식하고 있으며, 스프레드 압착의 여지가 점점 제한되고 있다고 생각한다. 이와 동시에, 단기적인 미국 달러화 강세가 수익률에 경미하게 영향을 줄 수 있기 때문에, 우리는 이에 대해 경계 태세를 유지한다.

전술적으로, 우리는 SEK 및 CHF와 대비하여 USD에 경미하게 낙관적인 포지션을 취하지만, 일본 엔화와 대비해서는 USD에 신중한 포지션을 취한다. 신흥국의 경우에, 우리는 BRL을 선호하며, 지금은 특히 EUR와 대비하여 BRL을 선호한다. INR/CNH의 경우, 강력한 퍼포먼스가 나타난 이후에 우리는 기존의 견지를 줄였지만, 여전히 양호한 캐리와 펀더멘탈을 제공한다.

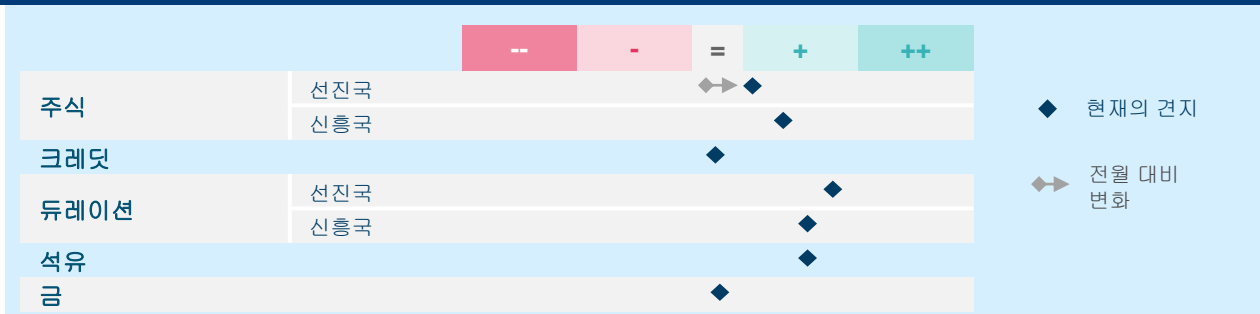
미국 인플레이션이 하락하고 있지만 일시적인 서프라이즈를 배제할 수 없기 때문에 미국 듀레이션에 대한 보호가 필요하다는 점이 부각된다. 이와 더불어서, 석유는 중동과 같은 지정학적 리스크에 대한 좋은 헤지 수단으로 유지된다.

FRANCESCO SANDRINI
HEAD OF MULTI-ASSET STRATEGIES

JOHN O'TOOLE
HEAD OF MULTI-ASSET INVESTMENT SOLUTIONS

우리는 선진국 주식과 최근에는 유럽 주식에 대해 중립적 포지션으로 전환했으며, 밸류에이션이 과장된 종목에 대해서는 리스크를 추가하지 않는다.

Amundi Cross-Asset 투자확신



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 있으며, 헤징 컴포넌트의 영향을 포함하고 있다. FX = 외환, BTP = 이탈리아 국채, BoJ = 일본은행, JGB = 일본국채, BoE = 영국중앙은행(영란은행), NIRP = 마이너스금리정책, DM = 선진국 시장, EM = 신흥국 시장. 다른 약어에 대한 정의 및 통화 약어는 마지막 페이지를 참조할 것.



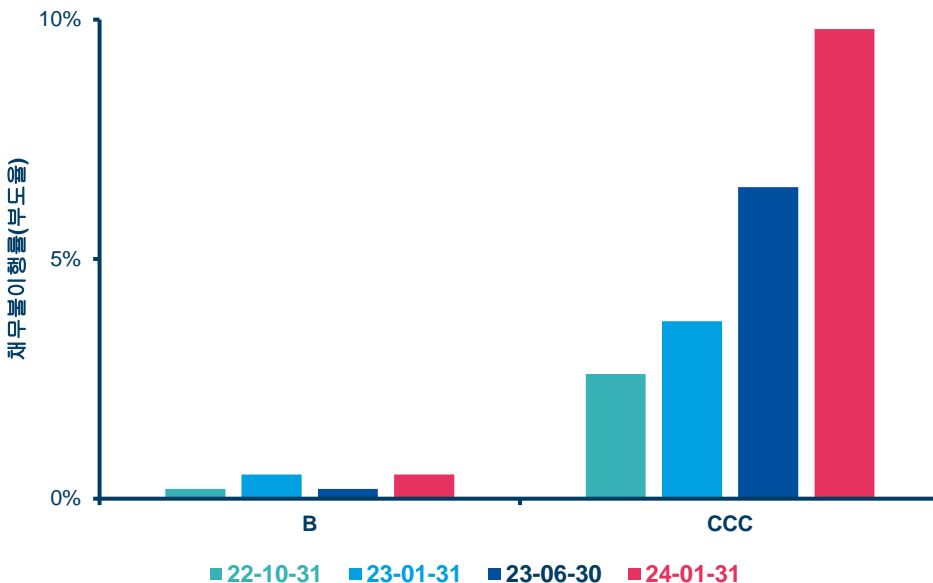
채권

캐리는 매력적이지만, 크레딧에서 퀄리티로 밸런스를 맞출 것

연준과 ECB에서 나오는 일련의 메시지들은 중립금리의 수준에 대한 논쟁이 계속됨에도 불구하고 금리인하가 단행되기 위해서는 인플레이션 하락이 얼마나 중요한지에 그 주안점을 두고 있다. 핵심 채권수익률이 상승하고 경제활동에 대한 긍정적인 분위기가 지속됨에 따라 시장의 입장에서는 금리인하에 대한 기대감을 조정했다. 특히, 경제활동에 대한 긍정적인 분위기는 기업 크레딧 시장에도 영향을 미쳤지만, 특히 저등급 세그먼트에서 고유한 크레딧 이벤트가 향후에 발생할 리스크를 무시할 수 없다. 따라서, 우리는 과도한 이자 비용에 직면한 고부채 기업에 대해서는 신중하고 절제하는 포지션을 취한다. 그러나, 우리는 선진국 및 신흥국 채권에서 견조한 캐리를 제공하는 퀄리티 채권에는 긍정적 포지션을 취한다.

글로벌 및 유럽 채권	미국 채권	신흥국 채권
<ul style="list-style-type: none"> 유럽중앙은행이 상대적으로 비둘기파적으로 전환된 이후에 우리는 유럽 듀레이션에 대해 중립적인 포지션으로 되돌아 갔으며 영국에 대해서는 긍정적 포지션을 유지한다. 하지만, 일본에 대해서는 신중한 포지션을 유지된다. 크레딧의 경우, 경기가 둔화되면 산업채가 더욱 타격을 입을 것이기 때문에 우리는 비은행채와 대비하여 은행채를 선호하며, 또한 IG를 선호한다. HY의 경우, 우리는 신중한 포지션이다. 저등급 크레딧이 경기둔화에서 더욱 타격을 입을 것이다. 하지만, 매력적인 캐리를 제공하고 펀더멘탈이 상대적으로 양호한 단기만기의 채권을 선별적으로 선호한다. 	<ul style="list-style-type: none"> 우리는 경미하게 긍정적이지만 유연한 포지션을 유지하지만, 인플레이션과 금리 변동성을 모니터링하고 있다. 국채의 수익률은 여전히 매력적이다. 기업 크레딧의 경우에 우리는 HY에 대비하여 IG를, 비금융채에 대비하여 금융채를 선호한다. 일반적으로 단기만기의 크레딧에 더 나은 가치가 있다. 유동화 크레딧의 스프레드가 낮아지고 있지만, 여전히 장기적인 가치를 제공한다. 	<ul style="list-style-type: none"> 인플레이션이 둔화되고 연준의 금리인하로 자산종목이 상승할 가능성이 있는 지역에 대해서 우리는 건설적인 포지션을 유지한다. 하지만, 인도(매력적인 캐리, 신중한 중앙은행), 이집트(다자간 기구와의 합의), 아르헨티나 등 수많은 고유스토리가 제시되고 있다. 우리는 경화표시채권과 회사채를 선호하지만, 캐리와 제한된 변동성을 감안하여 HY를 선호한다.

경계 태세를 취할 것: 상승하고 있는 미국 CCC 등급 채권 채무불이행률(부도율)



출처: Amundi Investment Institute, Moody's Investor Service, 2024년 3월 26일 기준 최신 자료. 12개월 롤링 데이터.

저자

AMAURY D'ORSAY
HEAD OF FIXED INCOME

YERLAN SYZDYKOV
GLOBAL HEAD OF EMERGING MARKETS

MARCO PIRODINI
CIO OF US INVESTMENT MANAGEMENT



주식

일관성 없는 시장에서 나침반의 역할을 하는 펀더멘탈

주식은 경제성장의 측면에서 장미빛 시나리오를 가격에 반영하고 있으며, 이로 인해 올해 이미 매우 강한 상승세를 보였고 최근 이러한 랠리가 일부 확대되는 모습을 보이고 있다. 이러한 움직임은 특히 미국에서 풍부한 유동성과 견조한 기업이익에 힘입어 더욱 힘을 얻고 있다. 하지만 좀 더 자세히 살펴보면, 대형주의 기업이익이 시장 나머지 부분보다도 우량했으며, 이로 인한 수익률 상승에도 불구하고 일부에서는 극단적인 밸류에이션이 형성되는 등 세그먼트 사이에서 극명한 차이가 나타나고 있다. 따라서, 높은 분산률을 감안하여 우리는 전반적으로 밸런스한 견지를 가지면서 펀더멘탈을 강화한 관점으로 투자기회를 파악하고 있다. 부문별로는 미국 가치주, 일본과 더 넓게는 유럽 및 신흥국을 포함한 퀄리티주(높은 마진, 차별화된 제품 등) 및 고배당주에 대한 선호도가 높다.

유럽 주식

- 우리는 유럽 주식시장에서 퀄리티 경기민감주와 경기방어주를 혼합하는 것이 중요하다고 생각한다. 특히, 우리는 필수소비재주를 통해 경기방어주에 대한 기존의 견해를 상향 조정했다.
- 다른 한편으로는 고배당주와 기업이익 성장으로 인해 은행주를 선호한다. 하지만, 우리는 경기소비재주와 기술주에 신중한 포지션(이전보다는 경미하게 줄어들었음)을 취한다.
- 전반적으로 밸류에이션에 실망할 여지가 거의 없다는 점을 감안하여 기업이익이 중요하다.

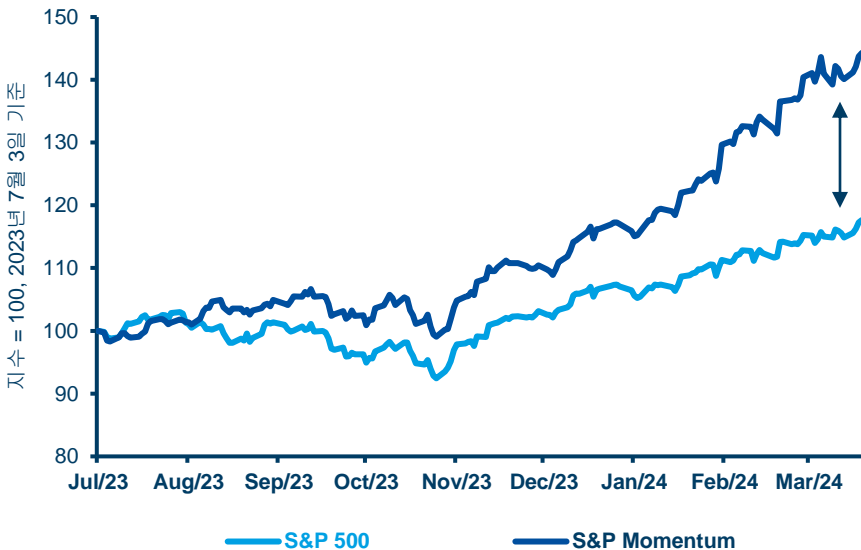
미국 및 글로벌 주식

- 랠리가 확대되고 있지만, 우리는 지금이 리스크를 늘릴 시기라고 생각하지 않는다. 우리는 대형주에 신중한 포지션을 유지하며, 가치주를 선호한다.
- 밸런스한 접근법과 더불어서 우리는 매력적인 밸류에이션을 가진 세그먼트를 모색하며, 동일가중형 접근방식을 선호한다. 한편으로 우리는 경기방어주를 좋아하지만, 전통적인 부문을 통해 우리의 견해에 대한 틀을 짜기보다는 기업별 고우스토리를 선호한다.
- 우리는 퀄리티 금융주와 소재주도 선호한다.

신흥국 주식

- 신흥국 전체, 예를 들어 아시아(인도네시아, 인도)에서 구조적 기회가 포착되지만, 선별의 필요성이 높다.
- 국가별로는 이익배당 및 기업지배구조의 개선으로 인해서 우리는 한국에 긍정적 포지션을 취한다. 중국의 경우에 차사주 매입과 관련된 추이가 나타나고 있지만, 우리는 기존의 견해를 아직 변경하지 않는다.
- 브라질의 경우, 우리는 기업 부문에 대한 정부의 간섭을 경계하고 있다.
- 하지만, 우리는 대만과 말레이시아 신중한 포지션을 취한다.

모멘텀은 강력하지만, 얼마나 계속될 수 있을까?



출처: Amundi Investment Institute, Bloomberg, August 2024년 3월 25일 기준.

저자

BARRY GLAVIN
HEAD OF EQUITY PLATFORM

YERLAN SYZDYKOV
GLOBAL HEAD OF EMERGING MARKETS

MARCO PIRONDINI
CIO OF US INVESTMENT MANAGEMENT



견해

Amundi 자산종목 견해

이달의 포커스

- **신중국 FX:** 우리는 신중국 FX에 중기적인 관점에서 긍정적인 포지션이다. 최근에 페루, 브라질, 헝가리 등 신중국의 중앙은행들이 온건한 속도의 통화완화를 채택하면서 자신들 통화의 강세를 유지하고, 신중하게 행동하고 있는 것으로 파악되고 있다.

주식과 글로벌 요인

지역	전월 대비 변화	--	-	=	+	++	글로벌 요인	전월 대비 변화	--	-	=	+	++
미국				◆			성장률			◆			
유럽				◆			가치주					◆	
일본					◆		소형주					◆	
신중국						◆	퀄리티주						◆
중국				◆			지변동성주				◆		
신중국, (중국제외)						◆	모멘텀주				◆		
인도						◆	고배당주	▼			◆		

채권 및 FX

국채	전월 대비 변화	--	-	=	+	++	크레딧	전월 대비 변화	--	-	=	+	++
미국					◆		미국 IG				◆		
유럽 핵심국					◆		미국 HY			◆			
유럽 주변국					◆		유럽 IG					◆	
영국					◆		유럽 HY	▲			◆		
일본			◆										
신중국 채권	전월 대비 변화	--	-	=	+	++	FX	전월 대비 변화	--	-	=	+	++
중국 국채				◆			USD					◆	
인도 국채	▲				◆		EUR			◆			
신중국 HC					◆		GBP			◆			
신중국 LC					◆		JPY					◆	
신중국 회사채					◆		CNY			◆			

출처: Amundi, 2024년 03월 25일. EUR 기반 투자자에 대한 상대적 견해. 견해는 '-/-'에서 '+/++'까지 다양하며, 각 카테고리에서 왼쪽 또는 오른쪽 정렬이 가능하다. '='는 중립적 견해를 나타낸다. 본 자료는 특정 시기의 시장에 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. FX 표는 글로벌 투자 위원회의 절대적 FX 견해를 나타낸다.



예측

거시경제적 예측

거시경제적 예측, 2024년 4월 12일 기준						
연 평균, %	GDP 실질성장률, 전년동기대비, %			인플레이션 (CPI), 전년동기대비, %		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
선진국	1.6	1.3	1.3	4.7	2.7	2.2
미국	2.5	2.3	1.3	4.1	3.0	2.4
유로통화권	0.5	0.4	1.1	5.4	2.3	2.2
독일	-0.1	0.1	0.9	6.1	2.4	2.2
프랑스	0.9	0.5	1.3	5.7	2.7	2.0
이탈리아	0.7	0.5	1.1	5.9	1.5	2.2
스페인	2.5	1.3	1.5	3.4	2.8	2.2
영국	0.1	0.0	1.0	7.5	2.5	2.3
일본	1.9	1.1	1.5	3.3	2.0	1.5
신흥국	4.3	3.7	3.7	5.8	5.4	4.0
중국	5.2	3.9	3.4	0.2	0.2	0.4
인도	7.7	6.3	6.0	5.7	5.3	5.8
인도네시아	5.0	5.1	4.8	3.7	3.4	3.7
브라질	2.9	1.8	2.2	4.6	3.9	3.5
멕시코	3.2	1.6	1.9	5.6	4.4	3.8
러시아	3.2	1.6	2.0	6.0	6.4	4.5
남아공	0.5	1.0	1.3	5.9	4.7	3.3
터키	4.5	3.2	3.6	53.4	59.0	29.0
전세계	3.2	2.8	2.8	5.3	4.3	3.3

중앙은행의 공식금리 예측, %					
	2024-04-12	Amundi 24년 2분기	컨센서스 24년 2분기	Amundi 24년 4분기	컨센서스 24년 4분기
미국*	5.50	5.25	5.00	4.75	4.50
유로**	4.00	3.75	3.40	2.75	2.90
영국	5.25	5.00	4.80	4.00	4.30
일본	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25
중국***	3.45	3.30	3.35	3.00	3.25
인도****	6.50	6.50	6.50	6.00	6.00
브라질	10.75	9.75	9.75	8.75	9.00
러시아	16.00	16.00	15.50	12.00	13.00

출처: Amundi Investment Institute. 예측은 2024년 4월 12일 기준임. CPI: 소비자물가지수. *: 연방기금금리 목표금리 범위의 상단 수치 **: 수신금리. ***: 1년 대출우대금리. ****: 환매조건부금리. 2024년 2분기는 2024년 6월말, 2024년 4분기는 2024년 12월말을 나타냄.



예측

금융시장 예측

채권수익률

2년물 채권수익률 예측, %

	2024-04-15	Amundi 24년 3분기	포워드 +6개월	Amundi 25년 1분기	포워드 +12개월
미국	4.74	4.00-4.20	4.44	3.80-4.00	4.31
독일	2.88	2.30-2.50	2.43	1.90-2.10	2.18
영국	4.22	3.60-3.80	3.81	3.40-3.60	3.73
일본	0.23	0.10-0.20	0.29	0.10-0.20	0.35

10년물 채권수익률 예측, %

	2024-04-15	Amundi 24년 3분기	포워드 +6개월	Amundi 25년 1분기	포워드 +12개월
미국	4.36	3.90-4.10	4.34	3.90-4.10	4.34
독일	2.36	2.20-2.40	2.33	2.00-2.20	2.32
영국	4.04	3.80-4.00	4.00	3.70-3.90	4.03
일본	0.81	0.80-1.00	0.90	0.80-1.00	0.99

환율

	2024-04-15	Amundi 24년 3분기	컨센서스 24년 3분기	Amundi 25년 1분기	컨센서스 25년 1분기
EUR/USD	1.09	1.05	1.09	1.12	1.11
EUR/JPY	165	156	158	156	154
EUR/GBP	0.86	0.86	0.86	0.87	0.87
EUR/CHF	0.98	0.98	0.98	1.03	1.00
EUR/NOK	11.61	11.50	11.20	11.47	11.05
EUR/SEK	11.46	11.52	11.20	11.48	11.05
USD/JPY	152	148	145	139	140
AUD/USD	0.66	0.65	0.68	0.69	0.69
NZD/USD	0.60	0.59	0.62	0.63	0.64
USD/CNY	7.23	7.20	7.15	7.20	7.10

출처: Amundi Investment Institute. 예측은 2024년 4월 15일 기준임. 2024년 3분기는 2024년 9월말, 2025년 1분기는 2025년 3월말을 나타냄.



모든* 기여자

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

GIAUSA GABRIELE
JUNIOR MACRO STRATEGIST

KARINE HERVÉ
SENIOR EM MACRO STRATEGIST

SOSI VARTANESYAN
SENIOR SOVEREIGN ANALYST

대표 편집인

MONICA DEFEND
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

VINCENT MORTIER
GROUP CIO

MATTEO GERMANO
DEPUTY GROUP CIO

편집인

CLAUDIA BERTINO
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS AND PUBLISHING, AII*

LAURA FIOROT
HEAD OF INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION, AII*

부편집인

FRANCESCA PANELLI
INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION SPECIALIST

TRISTAN PERRIER
MACROECONOMIST AND INVESTMENT INSIGHTS SPECIALIST

GIANLUCA GALLARATE
INVESTMENT INSIGHTS & PUBLISHING

디자인 및 데이터 시각화

CHIARA BENETTI
DIGITAL ART DIRECTOR AND STRATEGY DESIGNER, AII*

VINCENT FLASSEUR
GRAPHICS AND DATA VISUALIZATION MANAGER, AII*

* Amundi Investment Institute

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 SAS** 이며 2024년 4월 12일 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 SAS**의 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 의도되지 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, 사교적, 징벌적, 결과적 또는 다른 유형의 손해(이익 상실 포함, 이에 한정되지는 않음)에 대해서 책임이 있지 않다.

최초 사용 일자: 2024년 4월 15일.

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

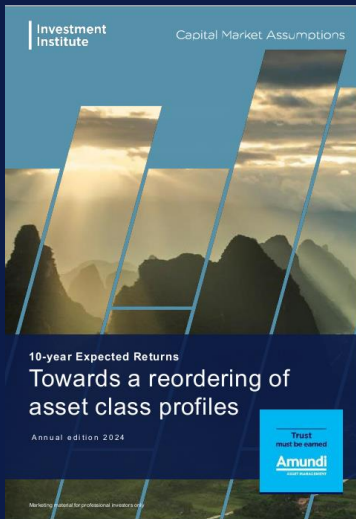
사진 저작권: ©iStock/Getty Images Plus – Luke Mackenzie.



Amundi Investment Institute

더욱 복잡해지고 급변하는 세상에서 투자자는 자산배분을 정의하고 포트폴리오의 구성에 도움을 받기 위해서는 그 상황과 투자관행의 진화를 더욱 잘 이해해야 합니다.

이러한 상황은 경제적, 금융적, 지정학적, 사회적, 환경적 측면 등과 같은 다양한 차원에 걸쳐져 있습니다. Amundi는 이러한 요구를 충족하기 위해 Amundi Institute를 설립했습니다. 독립적인 연구조사 플랫폼인 Amundi Institute는 Amundi의 연구조사, 시장전략, 투자테마 및 자산배분 자문활동을 하나의 우산 아래로 통합하고 있습니다. 본 기관의 목표는 투자팀과 고객 모두를 위해 전망과 예측, 혁신적인 조사연구의 수행 및 **Thought Leadership** 간행물의 제작, 배포하는 것입니다.



최신 업데이트:

- 지정학
- 경제 및 시장
- 포트폴리오 전략
- ESG 인사이트
- 자본시장전망
- 크로스애셋 리서치

[Visit our Research Center](#)



당사의 SNS

