



2024년 3월

이달의 토픽

미국의 회복탄력성 약화에 관련된 6가지 질문

글로벌 투자견해

시장, 경제, 밸류에이션: 계속되는 논쟁

Trust
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

차례

이달의 토픽	
미국의 회복탄력성 약화에 관련된 6가지 질문	4
글로벌 투자견해	6
CIO 견해	6
시장, 경제, 밸류에이션: 계속되는 논쟁	
세 가지의 뜨거운 질문	8
자산종목 견해	12
거시경제 및 금융시장 예측	13





**MONICA
DEFEND**

HEAD OF AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

“우리는 연준, 영국중앙은행, 유럽중앙은행이 6월경
금리인하를 시작할 것으로 예상하지만,
디스인플레이션의 속도를 주시하면서 서프라이즈
여부를 지켜볼 것이다.”



**VINCENT
MORTIER**

GROUP CHIEF
INVESTMENT OFFICER

“현 경기사이클의 확장으로 인해 우리는
리스크에 대해 중립에 근접한 포지션을
취하고 있지만, 미국 내수소비에 대한
불확실성과 일부 세그먼트의 극단적인
밸류에이션과 관련하여 모니터링하고 있다.”



**MATTEO
GERMANO**

DEPUTY GROUP CHIEF
INVESTMENT OFFICER

“우리는 선진국 주식에 대해서는 중립적 포지션을
유지하지만, 인도와 남미 등 신흥국은 경제성장,
내수소비, 수출의 견고한 펀더멘털을 바탕으로
투자기회를 제공하고 있다.”



이달의 토픽

저자

미국의 회복탄력성 약화에 관련된 6가지 질문

MAHMOOD PRADHAN

HEAD OF GLOBAL
MACROECONOMICS -
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

ANNALISA USARDI, CFA

SENIOR ECONOMIST -
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

핵심 요약

미국경제는 기업이윤 마진의 감소 및 향후 수분기 동안의 경기침체의 가능성을 나타내는 경기선행지수의 하락과 더불어서 경기둔화의 징후를 나타내고 있다.

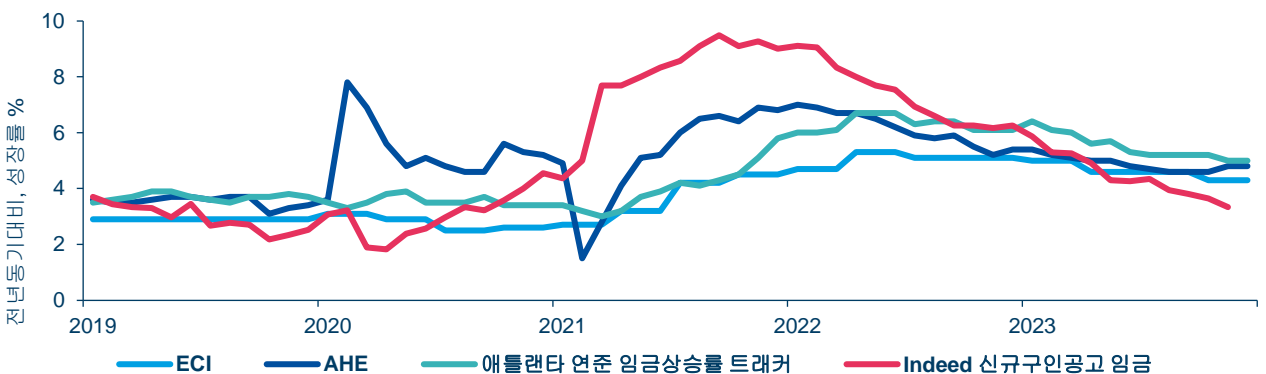
신용카드 및 자동차 대출의 연체율 상승은 특히 젊은 층과 저소득층 가구의 재정적 스트레스가 증가하고 있다는 신호이다.

긴축적 통화정책과 고금리의 주택담보대출은 주택시장의 활동 저하에 기여하고 있으며, 이러한 추세는 2024년에도 계속될 것이다.

최근 미국 데이터에서 인플레이션의 고착화를 가리키는가? 수입물가, 생산자물가, 헤드라인 및 코어 CPI와 PCE 디플레이터 등을 모두 아울러서 1월에는 일부 인플레이션 상승 서프라이즈가 있었다. 일반적인 계절적 조정으로는 충분히 설명되지 않는 계절적 요인으로 인해서 물가가 부분적으로 상승한 것으로 생각되며, 이러한 상황은 작년에도 발생했다. 코어 서비스 인플레이션은 부분적으로는 내수 호조에 힘입어 여전히 떠받혀지고 있지만, 서비스 인플레이션의 주요 구성요소에서, 특히 임대료 인플레이션이 낮아지면서 올해 남은 기간 동안 핵심적 디플레이션 요인으로 지속될 것으로 예상된다.

미국 경제는 2024년에 회복탄력성을 유지할 수 있을까? 소비는 어떠한가? 우리는 1월 소매판매의 약세 및 작년 11월 및 12월 수치의 하향 조정이 소비자 지출의 잠재적 감소를 시사한다고 생각한다. 미시간주 소비자신뢰도와 같은 일부 서베이 데이터는 6개월 만에 처음으로 하락했다. 일부 약세는 연말연시의 지출 증가에 따른 기저효과일 가능성이 높다. 그러나 우리는 지속적인 고물가와 물가 지수에 반영되지 않는 대출비용의 증가로 인해 실질임여저축이 압박을 받고 있고, 이는 향후 추가적인 소비 둔화로 이어질 것으로 예상된다.

도표: 정상 수준으로 완화될 것으로 예상되는 임금상승률



출처: Amundi Investment Institute, Bureau of Labour Statistics, Indeed, Atlanta FED. 2024년 2월 29일 기준 자료. ECI = 고용비용지수, AHE = 시간당 평균임금.



가계의 대출비용 증가와 관련하여 최근의 추세는 어떠한가? 뉴욕 연준에 따르면, 신용카드 및 자동차 대출의 연체율이 계속 상승하고 있다 - 지금까지의 소비는 잉여 저축의 지출에 의해 뒷받침되어 왔지만, 이제 미국 가계는 부채가 늘어나고 있으며, 특히 신용카드 및 자동차 대출과 같은 일부 대출은 현재 코로나 이전 수준보다 높은 연체율을 나타내고 있다. 신용카드 잔액의 약 8.5%와 자동차 대출의 7.7%가 4분기에 연체 상태로 전환되었다. 이러한 연체율 상승 추이는 특히 젊은 층과 저소득층 가계의 재정적 스트레스가 증가하고 있음을 나타낸다. 금리 상승으로 인해 월별 지출액이 계속 상승하고 있으며 이는 구매력에 타격을 주고 있다.

노동시장에 대해 어떻게 평가하는가? 노동시장은 **혼재된 신호**를 나타내고 있다. 임금은 상승 서프라이즈를 기록했고 실업률은 사상 최저 수준을 유지하고 있지만, 경기사이클적 고용 둔화와 주당 근로시간의 하락(현재는 코로나 이전 수준으로 회복)은 노동수요 감소의 증거로 보인다. 실제로, 낮은 경제활동참가율로 인해서 노동축장(labour hoarding)이 확대되었을 수 있으며, 기업들은 인력감축을 미뤘을 수 있다. 그러나 근로자들의 노동시장 행태가 변화하고 있다 - 이직률의 감소는 전직이 어려워지고 있고 두 개 이상의 직업을 가진 경우가 많아지고 있음을 시사하며, 가구 조사에서 고용 증가세가 정체되고 있음이 나타나고, 구인 및 채용이 감소하고 있다. 이는 **향후 고용 증가세가 약화되고 임금상승률도 낮아질 것**임을 시사한다고 생각된다.

임금상승률이 어떻게 변동될 것으로 보는가? 중요한 사실은 고용비용이 누그러지고 있다는 점이다 - 고용비용지수(ECI)가 우리의 예상 및 이직률 움직임의 전망과 궤를 같이하면서 (느리게) 낮아지고 있고, 애틀랜타 연준이 측정한 임금상승률은 고점에서 상당한 완화되고 보이고 있으며, Indeed의 신규구인공고 데이터에 따르면 임금상승률은 이제 2019년 수준으로 회복되어 임금상승의 정상화가 지속될 것임을 나타내고 있다.

향후의 현저한 경기둔화를 가리키는 다른 징후는 무엇인가?

경기선행지수: Conference Board의 경기선행지수는 1월에 22개월 연속 하락하며 경기침체를 계속 가리키고 있다. 이러한 지수는 경기약세가 가시적으로 나타나기 시작할 수 있음을 시사한다. 일반적이라면 우리는 리세션이 더 일찍 발생한다고 예상하겠지만, 이번에는 가계의 잉여저축이 동반된 낮은 실업률로 인해 이례적으로 재정정책이 적극적으로 시행되고 있다.

산업생산의 정체: 컴퓨터와 방위산업 부문의 생산이 강세 및 증가세를 보였지만, 전반적인 제조업 생산은 특히 소비자 지향의 기업을 중심으로 약화되고 있다. 연준의 지역별 제조업지수는 부진한 추이를 유지하고 있으며, 최근 제조업 ISM은 16개월 연속 50 미만을 기록해 제조업의 어려움이 장기화될 조짐을 보이고 있다.

기업이윤 마진의 하락: 기업이윤 마진의 하락(예: S&P 500, FactSet 기준)은 기업들이 수익성 없는 투자와 불필요한 비용을 줄이도록 부추길 것이다. 또한, 미국 고용의 약 40%를 차지하는 중소기업의 기업이윤 전망은 약세로서 (NFIB 서베이에 따르면) 기업이윤 리세션에 빠진 것으로 나타났다. 이로 인해 비주거용 건물 투자, 설비 투자 및 고용의 감축으로 이어질 가능성이 높다.

국내총생산(GDP) vs 국내총소득(GDI): 실질 GDP는 다시 상승되고 있는 반면에, 수요를 견인해야 할 실질 GDI는 일곱 분기 동안 제자리걸음을 하고 있으며, 이는 매우 이례적인 현상이다. GDP와 GDI 사이의 분화는 수요를 충당하기 위해 대출에 대한 의존도 증가와 잉여저축이 고갈되고 있음을 시사하며, 우리는 이러한 상황이, 특히 고금리의 환경에서는 조정되어야 할 것으로 생각한다.

긴축적 통화정책: 2023년 주택시장 활동(매매 거래)은 고금리의 주택담보대출로 인해 20년 만에 최저치를 기록했다. 2024년에는 일부 회복될 것으로 예상된다. 30년 상환기간의 주택담보대출 금리가 다시 7% 이상으로 상승했다. 주택시장 활동은 반등할 가능성이 높지만 매우 낮은 수준에서 시작될 것이다.

노동시장은 주당
평균 근로시간의
감소,
경제활동참가율
의 하락, 구인 및
채용 감소를
동반하면서
둔화의 조짐을
보이고 있다.

경기선행지수,
산업생산,
지역별
제조지수는
모두
경기둔화의
가능성을
가리키고 있다.



GLOBAL INVESTMENT VIEWS

시장, 경제, 밸류에이션: 계속되는 논쟁

경제활동의 강세, 중앙은행 정책에 대한 시장의 기대감 및 기업이이익이 자산 가격을 견인해 오고 있다. 기업이윤 마진도 역시 대형주와 같은 일부 세그먼트에서의 밸류에이션은 과도하게 높다. 하지만 여기에서 핵심 질문은 이러한 높은 마진이 현재 밸류에이션을 정당화할 수 있는가 이다. 그리고, 글로벌 경쟁이 치열해지고 소비자들이 지쳐가는 상황에서 이러한 기업들이 마진을 유지하면서 톱라인(매출)을 빠르게 성장시킬 수 있을까? 반면에 경제의 방향을 판단하는 것은 점점 더 어려워지고 있다. 우리는 향후에 다음과 같은 요인들의 중요성이 커질 것으로 생각한다.

- **지연되고 있지만 뚜렷한 미국의 경기둔화:** 제한적/사라진 재정적 지원 및 기업 부문의 침체로 인해서 내수수요의 둔화가 나타나고 있다. 지금까지 소비는 저축분의 지출과 심지어는 과도한 대출에 의해 떠받쳐졌다. 하지만, 노동시장이 약화됨에 따라 이러한 회복탄력성이 낮아지고 경제에 영향을 줄 수 있다.
- **유럽에서 경제성장률의 분화/침체:** 수많은 구조적 어려움에 직면한 독일은 투자와 수출 부진으로 인해 올해 유럽경제를 저해하는 주요한 국가 중의 하나가 될 가능성이 높다. 스페인과 같은 국가들은 독일보다는 사정이 좀 더 나을 것으로 보인다. 이러한 상황에서 그린 전환은 유럽연합의 공동적인 재정적 및 정치적 역할의 중요성이 부각된다.
- **통화정책.** 전반기 말부터 연준, 유럽중앙은행, 영국중앙은행(영란은행)은 금리인하를 시작할 것으로 보이며, 올해 총 금리인하의 폭은 연준은 100bp, 유럽중앙은행과 영국중앙은행은 125bp가 될 것으로 보인다. 인플레이션이 계속 하락한다면 연준이 금리를 긴축적으로 유지할 이유가 거의 없다.

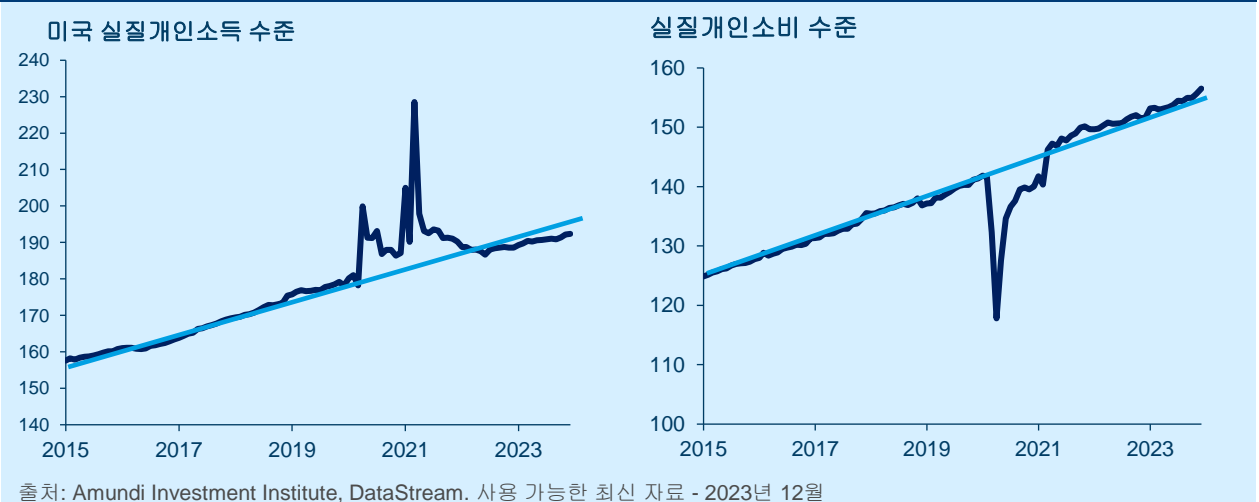


VINCENT MORTIER
GROUP CIO



MATTEO GERMANO
DEPUTY GROUP CIO

미국에서는 실질개인소득이 감소함에 따라 개인소비가 악화될 것이다





우리는 다음과 같은 네 가지의 주요 분야에서 가치를 파악하고 있다.

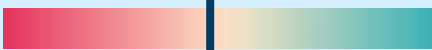
- **크로스애셋**. 선진국 경기사이클이 기존 예상보다 개선되고 있기 때문에 우리는 이제 선진국 주식에 대해 중립에 근접한 포지션을 취한다. 하지만, 현재의 높은 밸류에이션을 감안하여 우리는 증시가 지나치게 과열되는 것을 경계하면서 신흥국과 일본에서 지역별로 투자 기회를 모색한다. 우리는 미국에 중립적 포지션이 되었다. 듀레이션의 경우 우리는 일본에 신중한 포지션이지만, 미국과 유럽에는 긍정적 포지션을 취한다. 재정적 스트레스와 인플레이션 서프라이즈의 가능성을 고려하여 투자자는 듀레이션을 관리함에 있어서 액티브한 포지션을 취해야 한다. 이와 더불어서, 단기적인 미국 달러화의 강세는 신흥국 채권 수익률에 영향을 미칠 수 있으므로 이에 대해 경계 태세를 유지해야 한다. 마지막으로, 석유는 지정학적 스트레스와 단기적으로 공급이 타이트한 가운데 완만한 상승 가능성이 있는 상황이기 때문에 좋은 헤지 역할을 하는 종목이다.
- **채권(fixed income)의 경우**, 우리는 유럽과 일본의 듀레이션에 대해 기존의 경미하게 신중한 포지션을 유지하지만, 인플레이션은 하락세를 이어가고 있기 때문에 미국 및 글로벌 퀄리티 크레딧에 긍정적 포지션을 취한다. 유럽의 경우, 우리는 완화적 정책의 시행 징후가 있는 지를 파악하기 위해 유럽중앙은행의 역대 경제에 대한 평가를 모니터링하고 있다. 영국중앙은행(BoE, 영란은행)에 대한 금리인하의 압박을 감안하여 우리는 영국의 경우에 경미하게 건설적인 포지션을 취한다. 기업 크레딧은 여전히 캐리 영역이지만, 유동성을 고려하는 것이 중요하다. 특히 HY의 경우에 더욱 그러하다. 따라서, 우리는 미국 IG에 긍정적인 포지션을 취하며, 유럽 IG에는 더욱 그러하다. 미국의 경우, 우리는 단기 만기의 크레딧과 보험연계증권을 선호한다. 전반적으로 우리는 저등급 HY에 신중한 포지션이지만, 분산을 상승을 감안하여 경기민감적이지 않은 부문에 가치가 있다고 파악하고 있다.
- **미국 주식의 최근 움직임은 일부 대형주가 이끌었으며, 이는 편중리스크를 상승시키고 있다.** 이러한 현상은 일부 유럽에서도 역시 마찬가지로 발생했다. 경기사이클이 진화함에 따라 시장은 기업이익의 궤적에 더 집중하기 시작할 것이다. 우리는 선별적 견지를 유지하면서 미국 및 유럽의 가장 비싼 부분에 경미하게 신중한 포지션을 취한다. 하지만, 기업이익과 밸류에이션에 대한 시장의 이상징후는 고유스토리를 가진 기업을 통해 수혜를 입을 수 있는 기회이기도 하다. 스타일/지역별 관점에서, 우리는 높은 마진의 기업(퀄리티주), 미국 가치주 및 일본 주식에 긍정적 포지션을 유지한다.
- **매력적인 신흥국 채권수익률과 계속되는 디스인플레이션을 인해** 우리는 IG에 대비하여 HY를 선호하면서 경화표시 및 현지화표시 신흥국 채권 모두에 긍정적 포지션을 유지한다. 지역적으로는 우리는 남미를 선호하며 아시아 및 유럽·중동·아프리카(EMEA) 지역에서는 선별적 포지션을 증가시켰다. 당연히 이 지역에는 아르헨티나와 같은 국가들의 고유스토리가 부각된다. 또한, 우리는 주식에 건설적인 포지션을 취하며, 특히 아시아(인도, 인도네시아, 한국) 및 남미에서 더욱 그러하다.

현 경기사이클의 확장으로 인해 우리는 리스크에 대해 중립에 근접한 포지션을 취하지만, 미국 내수소비에 대한 불확실성과 일부 세그먼트의 극단적인 밸류에이션을 모니터링하고 있다.

전반적인 리스크 분위기

리스크오프

리스크온



시장 퍼포먼스/밸류에이션 사이의 분화와 향후 예상되는 경기약세라는 관점에서 우리는 리스크에 대해 중립에 근접한 포지션을 취한다.

전월 대비 변화

- 크로스애셋: 미국 주식에 중립적 포지션; 인플레이션의 잠재적인 서프라이즈에 대비하여 미국 듀레이션 보호 조치; 신흥국 채권에 긍정적 포지션을 유지하지만, USD의 전술적 강세는 이 종목의 수익률에 영향을 줄 수도 있음.

전반적인 리스크 분위기는 위험자산(크레딧, 주식, 원자재)에 대해 정성적 견지(qualitative view)를 취하고 있으며, 이는 다양한 투자 플랫폼에서 나타나고 당사의 글로벌 투자위원회에서도 공유되고 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, HC = 경화, LC = 현지통화. 다른 약어에 대한 정의는 본 문서의 마지막 페이지를 참조할 것.



세 가지의 뜨거운 질문

1

주요 선진국 중앙은행은 인플레이션 둔화에 어떻게 대응할까?

유럽에서 디스인플레이션이 진행 중이지만, 과잉적인 긴축과 유럽중앙은행의 금리인하 리스크는 시장에서 가격으로 반영되지 않고 있다. 유럽중앙은행은 최신의 데이터, 노동시장, 완화되고 있는 최근의 금융조건 등을 모니터링하고 있다. 우리는 유럽중앙은행이 전반기 말에 금리인하를 시작할 것으로 예상하며, 올해 금리인하의 폭은 100bp가 될 것으로 본다. 영국중앙은행(BoE, 영란은행)도 기존의 매파적인 포워드 가이드언스를 철회했으며, 올해 중순쯤 시작하여 금리를 125bp 낮출 가능성이 크지만, 우리는 더 이른 시점에 금리인하 서프라이즈의 가능성도 배제하지 않는다. 미국의 경우, 연준은 인플레이션 추이가 목표물가수치를 향해 나아가고 있는지 확인해야 할 필요성이 있다.

투자 중요 함의

- 미국 및 영국 듀레이션: 경미하게 건설적 포지션

2

신고를 찍은 주식에 대한 견해는?

2월에 미국과 유럽의 증시가 사상 최고치를 기록함에 따라 지금이 밸류에이션을 재평가할 수 있는 적절한 시기이다. 시장은 광범위하게 과장되어 있는 것으로 보이며, 밸류에이션에 대한 추가 프리미엄이 빠르고 유의적으로 축적될 수 있다고 믿기 어렵다. 이와 더불어, 경제적 환경은 방어적 포지션을 줄이게 만들었지만, 타이트한 밸류에이션으로 인해 우리는 주식에 대해 우호적인 견해를 늘리지는 못했다. 전술적인 조정 국면이 발생한다면 주식을 자산종목에 더 많이 추가할 기회가 될 수 있다. 그때쯤이면 경제적 환경에 대해서도 더 명확히 파악할 수 있을 것이다.

투자 중요 함의

- 미국과 유럽에 대해 중립에 근접한 포지션
- 일본에 경미하게 긍정적인 포지션

3

원자재에 대한 단기적 전망은?

유가는 강력한 기술적 요인과 여전히 회복탄력적인 글로벌 성장으로 인해서 단기적으로는 일부 강세가 나타날 수도 있다. 하지만, OPEC의 여유 생산능력과 공급 제한의 규율의 부재 등의 요인들로 인해서 우리는 중기적으로 그 상승 폭이 제한적일 것으로 예상한다. 반면에, 금 가격은 관망적인 모드에 있는 것으로 보인다. 금속에 대한 온건한 밸류에이션과 연준의 조기 피벗(정책전환)에 대한 희망이 사라지고 있다는 점을 감안하여 우리는 원자재가 단기적으로 미미한 상승 여력이 있을 것으로 예상한다. 하지만, 연준이 금리를 예상보다 이르게 인하한다면, 보다 큰 상승 여력을 제공할 수도 있다.

투자 중요 함의

- 브렌트유 목표유가수치: 단기적으로 \$85/bbl
- 금: \$2050/oz

우리는 연준, 영국중앙은행, 유럽중앙은행이 6월경 금리인하를 시작할 것으로 예상하지만, 디스인플레이션의 속도를 주시하면서 서프라이즈 여부를 계속 지켜볼 것이다.

MONICA DEFEND
HEAD OF AMUNDI
INVESTMENT
INSTITUTE





멀티애셋

동적자산배분: 리스크에 중립적 포지션 및 경계 태세 유지

우리는 미국의 경기둔화를 예상하지만, 특히 기업이익과 위험자산 밸류에이션을 감안할 때 미국 경제의 상황은 간단하지는 않다. 따라서, 우리는 단기적인 취약성을 고려하고 장기적인 투자확신감에 균형을 맞추는 동적평가(dynamic assessment)를 유지한다. 우리가 선진국 주식에 대해 중립적 포지션으로 전환했지만, 이는 지리적 분화(선진국 vs 아시아)에 따른 투자확신감에 근거하고 있다. 이와 동시에, 우리는 원자재를 통한 적절한 투자분산을 유지하며, FX 견해와 헤지를 면밀하게 조정하고 있다.

미국의 경기사이클이 확장되고 있지만 향후 성장은 어려울 것으로 보이는 등, 글로벌 주식 환경의 불확실성이 점차 커지고 있다. 디스인플레이션과 견조한 성장세를 감안하여 우리는 미국에 중립적 포지션으로 전환했다. 그리고, 우리는 유럽에는 신중한 포지션을, 최근의 데이터에도 불구하고 일본에는 경미하게 긍정적 포지션을 취한다. 하지만, 우리는 신흥국(인도네시아, 한국, 인도)에 대한 기존의 건설적 견지를 늘렸다.

미래의 경제활동에 대한 불확실성과 금리인하의 기대감이라는 관점에서 우리는 미국과 유럽 듀레이션에 경미하게 건설적 포지션을 유지한다. 인플레이션과 (미국 대선으로 인한) 재정적 무분별함/스트레스가 연준의 조차와 수익률 움직임에 영향을 미칠 수 있다는 점을 감안하여, 우리는 매우 유연한 포지션을 유지한다. 이탈리아 국채(BTP)의 경우에 우리는 고유리스크가 제한적이며 추가적인 잠재력이 있다고 생각한다. 하지만 우리는 일본국채(JGB)에 신중한 포지션을 취하며, 최신 GDP 데이터가 일본은행(BoJ)이 마이너스금리정책(NIRP)를 종료하는 데 역풍으로 작용할 수 있는 지를 모니터링하고 있다.

선진국 크레딧의 경우, 높은 퀄리티와 매력적인 상대적 밸류에이션을 고려하여 우리는 유럽 IG를 선호한다. 신흥국의 디스인플레이션 추이와 신흥국 중앙은행의 완화정책 사이클 시작은 신흥국 채권에는 긍정적인 배경으로 작동하고 있다. 신흥국 채권 수익률은 매력적이지만, 예상보다 높은 미국 인플레이션, (다른 G10과 대비하여) 더 나은 미국의 성장전망, 미국 달러화에 반영된 비둘기파적 통화정책(평가절상의 여력)으로 인해 미국 달러화의 강세가 장기화될 수도 있다. 따라서, 투자자는 자산배분에 있어서 이러한 측면을 감안해야 할 것이다.

우리는 전술적으로 미국 달러화에 대해 긍정적인 포지션을 유지하지만, 이러한 추세가 지속될 가능성은 낮다고 생각한다. 또한, EUR/GBP와 JPY/CHF에도 건설적인 포지션이다. 미국의 통화정책과 성장률도 부수적으로 엔화에 영향을 미칠 것이다. 신흥국 FX의 경우, 우리는 아시아에 대비하여 남미(BRL)를 선호하는 기존 포지션을 유지한다.

미국 인플레이션은 하락하고 있지만, 서프라이즈가 발생하면 미국 재무성증권(UST)에 영향을 미칠 수 있기 때문에 이에 대한 일부 보호장치의 필요성이 부각된다. 반면에 석유는 강력한 기술적 요인을 바탕으로 지정학적 리스크에 대한 보호 기능을 제공한다.

저자

FRANCESCO SANDRINI

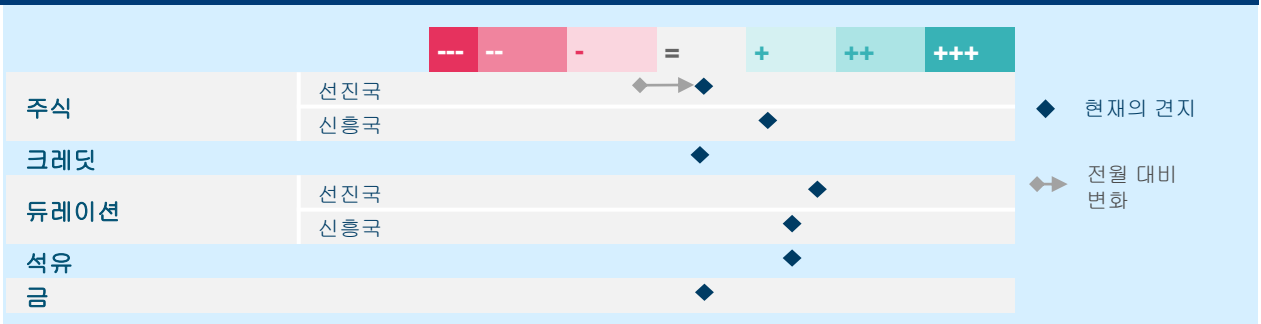
HEAD OF MULTI-ASSET STRATEGIES

JOHN O'TOOLE

HEAD OF MULTI-ASSET INVESTMENT SOLUTIONS

미국의 디스인플레이션/성장의 복합적 요인 및 금리인하의 기대감이 미국 주식에 상승 동력을 제공하고 있기 때문에 우리는 선진국 주식에 대해 전술적으로 중립적 포지션으로 전환했다.

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

‘최후 순간’의 인플레이션을 주시하면서, 채권에서 글로벌로 갈 것

시장은 연준의 언급과 미국 인플레이션 데이터에 힘입어 연준의 정책금리 인하에 대한 기대감을 (몇 달 전과 비교하여) 재평가하고 있다. 연준과 유럽중앙은행 모두는 첫 금리인하를 시작하기 전에 인플레이션에 대한 지속적인 진전이 나타나는 것을 보고자 한다. 미국에서 코어 서비스 인플레이션의 최근 추이를 감안하면, 중앙은행들이 이러한 측면에 인내심을 갖는 것이 합리적이다. 투자자의 관점에서는 현 수준의 무위험 수익률이 매력적임을 의미하며, 특히 미국에서 더욱 그러하다. 하지만, 경제의 변동에 대한 불확실성으로 인해 우리는 채권에 매우 민첩한 포지션을 취하고 글로벌 투자 기회를 모색하고 있다. 우리는 글로벌 퀄리티 크레딧과 신흥국 채권에 긍정적 포지션을 유지한다.

글로벌 및 유럽 채권	미국 채권	신흥국 채권
<ul style="list-style-type: none"> 우리는 유럽 핵심국 듀레이션에 경미하게 신중한 포지션을 유지한다. 하지만 유럽중앙은행의 조치가 더 명확해지면 이러한 포지션은 달라질 수 있다. 일본의 경우, 우리는 신중한 포지션을 취하고 일본은행의 조치를 모니터링하고 있다. 크레딧의 경우에 우리는 유럽 IG를 선호하지만, 시장 움직임에 대한 조정에 대해 민첩한 포지션을 유지한다. 우리는 금융채와 후순위채권 및 HY에 대비하여 IG를 선호한다. HY 세그먼트의 경우에는 높은 분산률이 파악되고 있으며, 단기만기의 유럽 크레딧에서 선별적인 투자 기회를 포착하고 있다. 	<ul style="list-style-type: none"> 우리는 인플레이션 추이를 감안하여 듀레이션에 긍정적 포지션을 취하지만, 유연한 견지를 취한다. 우리는 HY보다는 IG를 선호하며, IG 내에서는 금융채를 선호한다. 이와 더불어서, 크레딧 곡선의 중간 부분과 단기만기가 더 나은 가치를 제공한다고 믿고 있다. 우리는 HY에 신중한 포지션을 취하지만, 고등급의 크레딧과 보험연계증권을 모색하고 있다. 또한, 우리는 유동성에도 유념하고 있다. 	<ul style="list-style-type: none"> 계속되는 디스인플레이션, 견조한 신흥국 경제성장을 및 연준의 완화적 통화정책 가능성은 긍정적인 요인이다. 우리는 경화표시 신흥국 국채와 회사채를 선호하지만, 상대적으로 매력적인 밸류에이션과 더 나은 캐리로 인해서 IG에 대비하여 HY를 우선시한다. 현지화표시 신흥국 채권의 경우, 우리는 남미로의 기존 틈을 유지한다. 우리는 아르헨티나(강력한 작황 및 매력적인 캐리) 및 이집트 등에서 긍정적인 고유스토리 포착하고 있다. 하지만, 중동에는 신중한 포지션을 취하는 반면에 원자재 수출국은 선호한다.

헤드라인 인플레이션이 하락하고 있지만 고착화된 서비스 인플레이션에 유의할 것



출처: Amundi Investment Institute, Bloomberg, 2024년 2월 20일 기준.

저자

AMAURY D'ORSAY
HEAD OF FIXED INCOME

YERLAN SYZDYKOV
GLOBAL HEAD OF EMERGING MARKETS

MARCO PIRONDINI
CIO OF US INVESTMENT MANAGEMENT



주식

기업이익 회복탄력성과 밸류에이션에 포커스를 둘 것

미국과 유럽의 증시는 신고가를 찍었으며 편중리스크가 증가하고 있음에 따라, 우리는 매크로/성장 관점만으로 주가 상승이 지속 가능한지 평가하고 있다. 전체 밸류에이션을 고려할 때, 금리인하에 대한 실망감, 경제지표의 부진 등의 다운사이드 촉매 요인이 발생하면 비싼 밸류에이션 구간의 투자수익률이 저해될 수 있다. 따라서 여기에서 가장 큰 질문은 미국에서 경기둔화가 나타날 것인지와 이러한 경기둔화는 얼마나 심할 것인지이다. 만약 경기약세가 미국과 유럽에서 나타난다면, 기업이익이 영향을 받을 것이다. 그렇기 때문에, 투자자는 미국, 유럽, 일본, 신흥국에서 향후 잠재기업이익 성장과 밸류에이션이 적절한 균형을 이루는 세그먼트를 모색해야 할 것이다.

유럽 주식	미국 및 글로벌 주식	신흥국 주식
<ul style="list-style-type: none"> 우리는 바벨 스타일을 선호하면서 퀄리티 경기방어주와 경기민감주에 긍정적인 견해를 가진다. 부문별에 우리는 필수소비재주에 대한 건설적 포지션을 경미하게 증가시켰다. 또한, 투자자는 시장 변동성을 활용해 사치재 기업을 탐색하는 것도 고려해야 한다. 금융주의 경우, 우리는 높은 이익배당을 제공하고 시장 평균 이상의 기업이익 성장률을 나타내는 은행주를 선호한다. 하지만, 일부 반도체 기업의 밸류에이션은 과장되어 있는 것으로 보인다. 	<ul style="list-style-type: none"> 대형주에 치우친 시장에서 우리는 가치주 vs 성장주, 동일가중주 vs 대형주 사이의 불일치에서 수혜를 입을 것을 목표로 한다. 과잉공급의 우려로 인해서 에너지주에 대한 긍정적 포지션을 점진적으로 줄이고 있다. 우리는 합리적인 밸류에이션의 경기방어주를 선호하며, 최근의 기업이익 발표 이후에 매력적으로 되고 있는 퀄리티 경기민감주를 우선시한다. 일본의 경우, 바둑업 관점에서 조정 장세가 발생할 가능성이 있다. 	<ul style="list-style-type: none"> 분화된 신흥국 유니버스에 건설적 포지션 소비 약세로 인해서 우리는 중국에 경계 태세를 취하지만, 중국 정부의 시장 심리를 개선하겠다는 의지는 긍정적인 요인이다. 아시아의 다른 국가 중에서 한국 기업의 지배구조 개선을 감안하여 우리는 한국에 긍정적 포지션을 경미하게 늘렸다. 전반적으로, 우리는 아시아와 남미에서 구조적 트렌드를 살펴보고 있고 인도와 인도네시아를 계속 선호한다.

편중리스크에 대한 주의가 요구되는 S&P 500의 상대적 밸류에이션



출처: Amundi Investment Institute, Bloomberg, August 2024년 2월 19일 기준. S&P 500 및 S&P Equal Weighted 지수. SD = 표준편차.

저자

FABIO DIGIANSANTE
HEAD OF LARGE-CAP EQUITY

YERLAN SYZDYKOV
GLOBAL HEAD OF EMERGING MARKETS

MARCO PIRONDINI
CIO OF US INVESTMENT MANAGEMENT



견해

Amundi 자산종목 견해

이달의 포커스

- **미국 대형주:** 우리는 대형주에 회의적인 견지를 취하며, 미국 가치주 등과 같이 대형주 세그먼트 이외에서 투자 기회가 있다고 믿고 있다. 우리는 글로벌 경제성장에 대해 중립에 근접한 포지션이다.
- **영국 국채:** 헤드라인 인플레이션은 빠르게 하락할 가능성이 높으며, 영국중앙은행 통화정책위원회 위원들 대다수가 금리인하 진영에 속한 것으로 보인다. 따라서, 우리는 영국국채(Gilts)에 경미하게 긍정적인 포지션을 취한다.

주식과 글로벌 요인

지역	전월 대비 변화	--	-	=	+	++	글로벌 요인	전월 대비 변화	--	-	=	+	++
미국				◆			성장주				◆		
유럽				◆			가치주				◆		
일본					◆		소형주				◆		
신흥국					◆		퀄리티주					◆	
중국				◆			저변동성주				◆		
중국 제외 신흥국					◆		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			◆										
신흥국 채권	전월 대비 변화	--	-	=	+	++	FX	전월 대비 변화	--	-	=	+	++
중국 국채				◆			USD					◆	
인도 국채				◆			EUR			◆			
신흥국 경화					◆		GBP			◆			
신흥국 현지화					◆		JPY					◆	
신흥국 회사채					◆		CNY			◆			

출처: Amundi, 2024년 2월. EUR 기반 투자자에 대한 상대적 견해. 본 자료는 특정 시기의 시장환경에 대한 평가를 나타내며, 향후 사건의 예측이나 미래 실적에 대한 보증을 의도하지는 않는다. 본 정보는 이를 참조하는 자가 특히 펀드나 증권과 관련한 어떠한 연구, 투자자문, 권장사항을 마련하는 자료로 사용될 수 없다. 본 정보는 예시적 및 교육적 목적으로만 엄격히 제안되고 예고 없이 변경될 수 있다. 본 정보는 현재, 과거, 미래의 Amundi 상품의 실질적 자산배분이나 포트폴리오를 나타내지 않는다.



예측

거시경제적 예측

거시경제적 예측, 2024년 3월 07일 기준						
연 평균, %	GDP 실질성장률, 전년동기대비, %			인플레이션 (CPI), 전년동기대비, %		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
선진국	1.6	1.1	1.2	4.7	2.5	2.1
미국	2.5	1.8	1.1	4.2	2.7	2.1
유로통화권	0.5	0.2	1.0	5.4	2.4	2.1
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	1.4
신흥국	4.3	3.7	3.7	5.8	5.4	4.0
중국	5.2	3.9	3.4	0.2	0.2	0.2
인도	7.7	6.3	6.0	5.7	5.4	6.0
인도네시아	5.0	5.1	4.8	3.7	3.1	3.9
브라질	2.9	1.8	2.2	4.6	3.7	3.6
멕시코	3.2	1.7	1.9	5.6	4.5	3.8
러시아	3.2	1.6	2.0	6.0	6.4	4.5
남아공	0.5	1.0	1.3	5.9	4.8	3.5
터키	4.1	2.8	3.6	53.4	59.0	29.0
전세계	3.2	2.7	2.7	5.3	4.3	3.2

중앙은행의 공식금리 예측, %					
	2024-03-07	Amundi 24년 2분기	컨센서스 24년 2분기	Amundi 24년 4분기	컨센서스 24년 4분기
미국*	5.50	5.25	5.10	4.50	4.50
유로통화권**	4.00	3.75	3.70	2.75	3.00
영국	5.25	5.00	5.10	4.00	4.50
일본	-0.10	0.00	0.09	0.00	0.27
중국***	3.45	3.25	3.30	3.25	3.20
인도****	6.50	6.50	6.40	6.00	6.00
브라질	11.25	9.75	9.75	8.75	9.00
러시아	16.00	16.00	15.05	12.00	11.50

출처: Amundi Investment Institute. 예측은 2024년 3월 07일 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, %

	2024-03-03	Amundi 24년 2분기	포워드 +6개월	Amundi 24년 4분기	포워드 +12개월
미국	4.56	3.80-4.00	4.20	3.70-3.90	4.03
독일	2.89	2.30-2.50	2.47	1.90-2.10	2.21
영국	4.29	3.60-3.80	3.91	3.40-3.60	3.84
일본	0.18	0.10-0.20	0.24	0.10-0.20	0.28

10년물 채권수익률 예측, %

	2024-03-03	Amundi 24년 2분기	포워드 +6개월	Amundi 24년 4분기	포워드 +12개월
미국	4.21	3.70-3.90	4.17	3.80-4.00	4.18
독일	2.41	2.20-2.40	2.37	2.00-2.20	2.35
영국	4.11	3.80-4.00	4.06	3.70-3.90	4.09
일본	0.72	0.80-1.00	0.83	0.80-1.00	0.92

환율

	2024-03-07	Amundi 24년 2분기	컨센서스 24년 2분기	Amundi 24년 4분기	컨센서스 24년 4분기
EUR/USD	1.09	1.08	1.09	1.14	1.11
EUR/JPY	162	154	159	154	156
EUR/GBP	0.85	0.87	0.86	0.87	0.87
EUR/CHF	0.96	0.96	0.97	1.01	0.98
EUR/NOK	11.39	11.28	11.20	11.31	11.12
EUR/SEK	11.20	11.37	11.20	11.46	11.13
USD/JPY	148	142	145	135	139
AUD/USD	0.66	0.65	0.67	0.70	0.69
NZD/USD	0.62	0.60	0.62	0.63	0.64
USD/CNY	7.19	7.10	7.15	7.00	7.06

출처: Amundi Investment Institute. 예측은 2024년 3월 7일 기준임.



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 3월 8일 기준이다. 투자본산이 수익성이나 손실에 대한 보호를 보장하지는 않는다. 본 문서는 “있는 그대로”의 원칙하에서 제공되며, 이러한 정보의 이용자가 이러한 정보의 이용에 따르는 리스크를 전적으로 감수해야 한다. 과거 데이터와 분석은 향후 실적분석, 전망, 예측에 대한 지표나 보증으로 간주되지 않아야 한다. 시장 및 경제적 추이와 관련되어 표현된 견해는 해당 저자의 것이고 반드시 Amundi Asset Management SAS의 견해가 되지는 않고 시장 및 다른 조건에 따라 변경될 수 있으며, 국가, 시장, 부문이 예상한 것과 같은 성과를 낼 것이라는 어떠한 보장도 있지 아니한다. 이러한 견해들은 투자 조언, 증권 추천 또는 모든 Amundi 상품의 거래 예시로써 의도되지 않아야 한다. 투자는 시장, 정치, 유동성, 통화 리스크를 포함하여 각종 리스크를 동반하게 된다.

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

최초 사용 일자: 2024년 3월 11일.

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 – Matthias Clamer.



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

