

Institute

제1호
2023년 1월

CROSS ASSET 투자전략

CIO 견해

안도 랠리는 계속될 가능성이 낮다

AMUNDI INSTITUTE

- 중국: 실용주의로의 복귀
- 독일 경제의 경색은 유럽 전체에는 호재일 수 있다

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

제1호 - 2023년 1월 차례

글로벌 투자견해

CIO 견해

안도 랠리는 계속될 가능성이 낮다

p. 3

정책실수의 높은 리스크의 더불어 강력한 지역별 분화의 특성을 가지는 현재의 경제적 환경은 위험자산에서 신중한 견지를 요구하며, 특히 시장이 가격을 완벽하게 반영하고 있는 지금의 상황에서는 더욱 그러하여, 어떠한 부정적인 서프라이즈도 수용할 수 있는 여지를 남겨놓지 않고 있다. 우리는 채권(bond), 특히 국채와 높은 퀄리티의 크레딧에 건설적인 포지션을 유지하며, 미국 달러화가 약재로서 역할이 중단될 가능성이 높기 때문에 신흥국 시장에서 기회가 열리고 있다고 파악하고 있다.

Amundi Institute

빛을 잃고 있는 킹 달러

p. 4

미국의 실질금리 상승과 연준의 긴축적 견지가 지금까지 달러화 강세를 지탱시킨 주된 원인이었다. 2023년에는 이러한 상황에 대한 어떠한 변화도 달러화 강세를 저하시킬 수 있다.

멀티애셋

이식매를 취하면서 2023년을 신중하게 시작할 것

p. 5

현재의 랠리는 지속되지 않을 수도 있다는 우려로 인해서, 우리는 역동적 투자 접근방식을 기반으로 위험자산에 대한 견해를 하향 수정했다.

채권

듀레이션에 액티브한 포지션을 취하고

유동성 리스크를 주시할 것

p. 6

코어 서비스 인플레이션이 여전히 고착된 상태를 유지하고 있기 때문에 연준의 금리 인상은 종료되지 않았으며, 이에 따라 우리는 금리 인상에 따른 시장 유동성과 크레딧 스프레드에 대한 영향에 경계 태세를 유지한다.

주식

랠리를 쫓지 말고 균형을 유지할 것

p. 7

시장에서 예상하는 기대 기업이익이 너무 낙관적이어서 향후에는 이러한 수치가 낮춰질 것으로 보이며, 이에 따라 현재 수준에서 조정이 있을 것임을 시사한다.

이번 달의 토픽

중국: 실용주의로의 복귀

p. 8

2022년은 급작스러운 신속한 리오프닝의 방향으로 전환되면서 마감되었다. 이러한 발표 후에 1개월 이내에 중국은 코로나 관련 제약조치를 대부분 해제했으며, 주택시장에 대한 추가적인 지원과 성장 친화적인 정책의 구현을 약속했다. 우리는 2023년에 중국경제가 글로벌 경기둔화에서 분리되어서 낮은 기저에서 성장이 가속화할 것으로 예상된다.

테마

독일 경제의 경색은 유럽 전체에는 호재일 수 있다

p. 10

우크라이나 전쟁의 결과로 비롯된 에너지 위기는 유럽 경제의 성과와 전망을 크게 변화시켰다. 국가별로 러시아 가스 및 석유에 대한 의존도에 따라 불균형적으로 영향을 받고 있다. 독일 산업이 매우 강력한 충격을 받고 있다. 특히, 독일은 산업을 넘어서 이제는 그 경제 모델 전체가 위태로운 상태이다. 이러한 상황을 바탕으로 우리는 2023-24년의 독일경제에 대한 전망을 조정했다. 그리고, 해결해야 할 관련된 과제들이 유럽 전역에 산재해 있으며, 유럽연합 차원에서 조화된 접근방식을 통해서만이 회원국들이 이를 충족시킬 수 있다는 사실을 기억해야 할 것이다. 이러한 측면에서 최근의 관련 뉴스들은 올바른 방향으로 움직이고 있다.

시장 시나리오 및 리스크

> 중심 및 대안 시나리오	p. 12
> 상위 리스크	p. 13
> Cross asset 디스패치: 시장 변곡점 감지하기	p. 14
> 글로벌 리서치 클럽	p. 15
> Amundi 자산종목 견해	p. 16

거시경제적 현황

> 선진국 거시경제적 전망 - 시장예측	p. 17
> 신흥국 거시경제적 전망 - 시장예측	p. 18
> 매크로 및 시장 예측	p. 19
> 당사 예측 / 방법론에 대한 고지사항	p. 20
> Publications highlights	p. 21

CIO 견해

안도 랠리는 계속될 가능성이 낮다



Vincent MORTIER,
Group Chief Investment Officer



Matteo GERMANO,
Deputy Group Chief Investment Office

베어마켓 랠리가 현실화되었지만, 서비스 인플레이션 컴포넌트가 고착된 상태를 유지하여 미국 인플레이션을 혼재된 양상으로 만들어 내면서 미국에서는 11월의 강력한 일자리 시장 데이터는로 인해 시장의 비둘기파적 내러티브의 기초가 냉각되었다. 연준은 이러한 상황에 반응하여 금리인상의 폭을 낮추었지만, 금리를 인상한다는 기초가 전혀 변하지 않았음을 강조했다. 우리는 유럽중앙은행을 포함한 전세계의 중앙은행들이 정책실수의 리스크가 높기 때문에 향후에는 정책적인 줄타기를 할 것이라고 믿고 있다.

반면에 유럽과 미국에서는 지정학적 리스크의 상승이 나타나고 있다. 유럽은 리세션을 겪고 미국은 현저한 경기둔화가 나타날 것으로 여전히 예상되는 현 시기에 신흥국에서는 중국의 리오프닝 가속화로 인해 예상보다 이른 경기반등의 결과로 이어질 것이다. 이러한 상태가 2023년 경기전망에서 핵심적인 특징으로 부각될 것이다 - 경기사이클에서 지역별 강력한 무동조화(asynchrony) 나타나며 이는 투자자에게는 기회로 이어질 수 있다.

시장에서는 인플레이션이 둔화되지만 여전히 정상 수준을 상회하는 상황이 동반되는 이러한 경제적 배경이 2022년 말과 2023년 전반기에 조정장세 레짐의 반복이 나타날 것으로 예상된다. 이러한 조정장세 국면은 수익성 리세션에 의해 견인될 것이며, 특히 올 전반기에 현저하게 현실화될 것이다. 투자자는 리스크를 추가하지 않아야 하지만, 최근의 상방 리스크 발생을 감안하여 주식에 신중한 견지의 강화로 복귀하여 전반적으로 만전을 기하는 포지션을 취해야 할 것이다.

- 크로스셋 관점에서, 성장 둔화와 인플레이션 약세에 대한 대응으로 조만간 현실화될 통화정책에서 비롯되는 시장 불일치와 무동조화에서 기회를 포착함에 있어서 우리는 매우 액티브한 포지션을 취한다. 예상대로 반등세가 나타난 이후에, 우리는 이제 주식에 신중한 포지션으로 전환했으며, 미국에는 중립적 견지를, 유럽에는 여전히 신중한 포지션을 취한다. 또한, 우리는 랠리에 참여한 이후에 크레딧에 대한 기존의 긍정적인 견해를 줄였지만, 경미하게 건설적인 포지션을 유지하고 있다. 그리고, 우리는 투자자가 헤지, 미국 재무성증권, 금을 통해서 보호를 추구해야 한다고 믿고 있다.
- 미국 주식은 기업 펀더멘탈의 현저한 개선이 아니라 최근의 핵심 채권수익률 하향 움직임에 의해 견인되고 있다. 하방 리스크, 비대칭적 페이오프(asymmetric payoff)가 나타나고 있는 것으로 보이며, 우리는 현재의 밸류에이션이 리세션이 발생하는 경우의 기업이익 리스크를 반영하고 있지 않음을 감안하여 단기적으로 신중한 포지션이 되고 있다. 따라서, 우리는 미국 시장에 대해 중립적인 포지션으로 이동하고 있다. 스태그플레이션 충격에 더욱 크게 노출되어 있는 유럽의 경우에 우크라이나 전쟁과 관련된 불확실성이 계속되고 있다. 공통적인 정책대응의 부재와 인플레이션 압박으로 인해서 우리는 유럽에 대해서 기존의 방어적인 견해를 추가적으로 높였다. 상대적인 기준으로, 우리는 유럽보다는 미국에 대한 기존의 선호를 유지한다.
- 국채의 경우에 시장은 인플레이션과 이에 대한 연준의 대응을 살펴보고 있지만, 우리는 시장의 관심이 조만간 성장과 리세션 공포로 전환될 것이라고 믿고 있다. 당분간은 금리의 방향은 상승으로 여전히 유지될 것이다. 연준은 이제 최종 금리가 9월에 예상되었던 것보다 더 높을 것이라고 분명하게 밝혔다. 이러한 긴축적인 금리를 유지하는 기간이 더욱 중요성을 가질 것이다. 경제성장의 둔화와 금리 인상 폭의 변경과 관련된 사안들은 듀레이션에 액티브한 견지를 요구하고 있다.
- 크레딧 시장은 최근에 베어마켓 랠리를 누렸지만, 자금조달 비용 상승의 환경으로 전환되고 있기 때문에, 이러한 상황은 특히 저등급의 과도한 레버리지를 가진 HY 발행기업에 더욱 커다란 고통이 될 가능성이 크다. 기업 펀더멘탈은 강세를 유지하고 있지만, 현금 보유액이 하락하고 있다. 경제적 상황이 나빠지는 경우 캐시 플로우를 생성하고 리파이낸싱 압박을 견디는 기업의 능력이 영향을 받을 수 있다. 시중은행이 대출기준을 강화하면 이러한 기업의 능력이 더욱 악화될 수 있으며, 이는 리파이낸싱이 필요할 때 기업에서 유동성 고갈을 초래할 수 있다. 전반적으로, 크레딧의 경우 우리는 유럽보다는 미국 IG에서 상대적으로 나은 기회가 있다고 파악하고 있으며, 하이일드에 대해서는 신중한 포지션을 유지한다.
- USD는 신흥국 시장에서 기회를 포착하기 위해서 특히 주목해야 할 핵심적 변수이다. 우리는 2022년에 신흥국 채권을 불리하게 작동했던 악재가 2023년에는 점진적으로 잦아들고 국가별 동인이 포커스로 부각될 것이라고 믿고 있다. 우리는 경화표시 채권에 긍정적 포지션을 취하며, 선별적으로는 일부 현지화표시 채권이 매력적으로 되고 있다고 믿고 있다. 일반적으로 중국의 리오프닝 계획은 2023년 신흥국에 또 다른 긍정적인 촉매요인이 될 가능성이 크다. 코로나 제약조치의 일부를 해제하는 중국 정부의 최근 결정은 중국 경제가 더 이른게 반등하도록 떠받치게 될 것이다.

전반적인 리스크 분위기



지난 해 말에 접어들면서 우리는 주식에 대한 신중한 포지션을 증가시키고 있다.

이전 달 대비의 변화

- ▶ 크로스셋: 주식에서 신중한 포지션으로 이동, 미국 크레딧에 긍정적 포지션을 줄임, 헤지 강화.
- ▶ 주식: 선진국에 방어적 포지션을 늘림, 중국에 경미하게 상황 조정.
- ▶ 중국국채에 중립적 포지션.
- ▶ 전반적인 리스크 분위기는 리스크에 대해 정성적 견지를 취하고 있다.

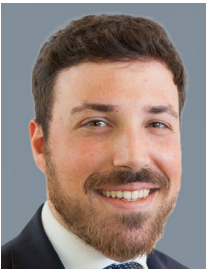
전반적인 리스크 분위기는 위험자산(크레딧, 주식, 원자재)에 대해 정성적 견지(qualitative view)를 취하고 있으며, 이는 다양한 투자 플랫폼에서 나타나고 당사의 글로벌 투자위원회에서도 공유되고 있다. 우리의 이러한 견지는 시장의 변화와 경제적 상황을 반영하기 위해 조정될 수 있다.

AMUNDI INSTITUTE

빛을 잃고 있는 킹 달러



Monica DEFEND,
Head of Amundi Institute



Federico CESARINI
Head of DM FX, Cross Asset
Research Strategist

미국의 실질금리 상승과 연준의 긴축적 견지가 지금까지 달러화 강세를 지탱시킨 주된 원인이었다. 2023년에는 이러한 상황에 대한 어떠한 변화도 달러화 강세를 저하시킬 수 있다

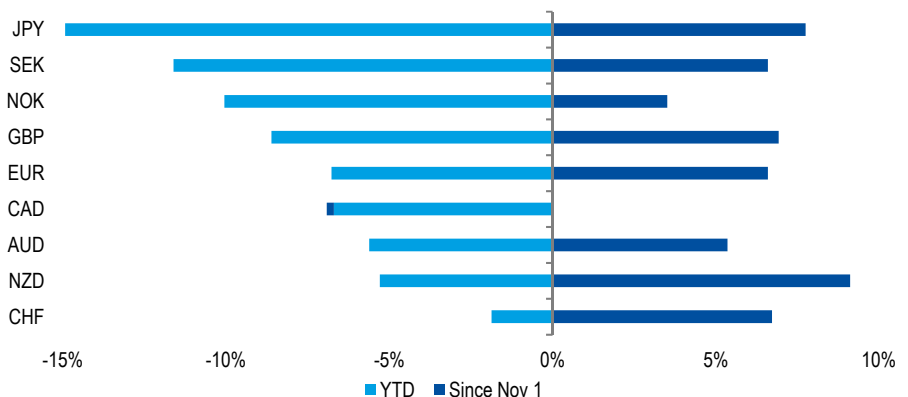
USD 강세 사이클이 스트레치 되고있다. 우리는 USD가 험난한 노정이 될 것으로 예상하며, 2023년에 더 강해진 평가절하가 있을 것이라는 포지션을 취하고 있다.

미국 달러화는 2022년에 크게 부각되었으며, 역사상 최강세의 랠리 중의 하나로 기록되는 한 해였다. 무위험자산은 하락하고, 불확실성이 변동성으로 전이되었으며, 모든 G10 FX가 예외 없이 악영향을 받았다. 하지만, 금리 인하의 가능성을 인정하는 연준과 더불어서 미국 인플레이션의 긍정적인 하방 서프라이즈는 최근에 차가운 리얼리티 체크로 작동했다. USD는 커다란 조정장세를 겪었으며, 현재의 질문은 이러한 하향추세가 2023년에도 지속될 수 있는지의 여부이다. 우선, 미국 달러화는 다음과 같은 세 가지의 주요 이유로 인해서 2022년 일년 동안 펀더멘털과 관련하여 프리미엄 가격으로 트레이딩 되었다. 이러한 조건들 중에 그 어느 것도 완전히 사라지지는 않았지만, 최근의 상황전개는 최대 스트레스 수준을 지나갔음을 이미 암시하고 있으며, 이는 2023년에는 USD에 대한 호재가 줄어들었음을 나타내고 있다.

- 인플레이션을 안정화 시키려는 연준과 그 통화정책** - 미국 경제가 작년 내내 성장 우위가 없는 상태를 보였기 때문에 연준이 2022년에 USD를 떠받치는 핵심 요인으로 작동했다. 미국 경제성장률이 다른 선진국보다 훨씬 아웃퍼포먼스를 보였던 2021년과는 달리, USD가 예외적으로 강세를 보였던 것은 2022년에 i) 실질금리 상승의 이점과 ii) 투자자산 특성의 상승이라는 두 가지 측면에 기능했다. 연준이 현 단계에서는 이러한 두 가지의 요인과 관련하여 주시해야 할 핵심 요인으로 유지되고 있다. 우리는 연준이 완화 바이어스(캐리 이점을 잠식시키기 때문에 USD에 전반적인 숏포지션을 만드는 분명한 촉발요인)로 전환할 수 있다고 지금 믿는 것은 너무 이르다고 생각한다. 하지만, 현재의 미국 수익률 곡선의 역전을 감안하면 인플레이션에 대한 추가적인 긍정적 서프라이즈가 연준의 다음 단계(연준 견지의 잠재적인 변경)에 대해서 그 포커스를 빠르게 전환시킬 수도 있다. 볼 스티프닝(bull steepening) 환경은 역사적인 관점에서는 일반적으로 USD 약세로 전이된다.
- 유럽의 에너지 위기와 지정학적 리스크** - 에너지 가격의 급상승이 2022년의 유로통화권에서 생산비 상승을 유발한 주요 요소였다. 우리의 「구매력평가지수」(Purchasing Power Parity) 프레임워크에 따르면, 작년 한 동안에 대해서 EUR/USD이 1:1 아래로의 움직임은 정당한 것으로 나타났다¹. 하지만, 작년 9월 이후로 가스 가격이 급락했고, 이에 반응하여 10월 PPI가 현저하게 하락했다². 우리는 이와 관련된 위험성에서 아직까지 완전히 벗어나지는 못했지만 (유로통화권은 에너지의 현재 가격에서 경쟁 열위에 있으며 나머지 겨울 기간 동안에도 관련된 리스크가 유지되고 있음), 이러한 관점에서 USD의 대규모 상승에 대한 장벽이 높아지고 있음을 알 수 있다.
- 중국의 리오프닝, 글로벌 경제성장 및 USD 영향** - 중국의 제로 코로나 정책은 분명 2022년 글로벌 경제성장의 저해 요인이었으며, 이러한 정책의 타성이 최근의 단기간 동안에 현저하게 변화할 수 있다는 사실이 믿기 힘든 수준으로 현실화되었다. 달러화는 성장이 둔화되고 중앙은행이 리플레이션적 팽창을 제공하지 않을 때에 일반적으로 강세의 경향을 보이는 경기사이클에 반하는 자산이다. 하지만, 2023년 하반기의 기본 시나리오로서 중국의 리오프닝 확대는 글로벌 경제에 긍정적일 수 있다. 따라서, 경기사이클이 바닥을 칠 때, USD는 일반적으로 약세로 돌아서게 된다.

투자함의: 미국 인플레이션의 긍정적인 서프라이즈가 선진국 FX 전반에 걸쳐서 격렬한 리플레이션적 반응을 촉발했다. USD가 경기사이클에 반하는 높은 수익률의 자산이기 때문에 우리는 향후에 USD에는 험난한 노정이 될 것으로 예상한다. 하지만, 미국 달러화의 빈약한 리스크/보상 프로파일은 최근 국면에서 이제는 제약적인 USD 리스크로 헤쳐 나가야 함을 시사하고 있다. 따라서, 우리는 USD 견지를 낮추며 JPY와 CHF가 가장 안전한 자산의 통화라는 기존의 견해를 유지한다. 우리는 2023년 하반기에 진입함에 따라 향후 더욱 현저한 평가절하가 있을 것으로 예상한다.

대다수의 G10 FX는 최근 USD 대비하여 상승했다



Source: Amundi Institute as of 14 December 2022. G10 FX spot performance vs the USD.

¹ 「구매력평가지수」 모델은 CPI, PPI 및 CPI/PPI 차이를 감안한다.

² 건설 부문을 제외한 유로통화권 산업의 Eurostat PPI는 전월대비 2.9% 하락했다.

멀티어셋

이식매를 취하면서 2023년을 신중하게 시작할 것



Francesco SANDRINI,
Head of Multi-Asset Strategies



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

현재의 랠리는 지속되지 않을 수도 있다는 우려로 인해서, 우리는 역동적 투자 접근방식을 기반으로 위험자산에 대한 견해를 하향 수정했다

인플레이션/경제성장을 추이와 통화 긴축에 대한 그 영향이 가장 중요한 시장 동인이 되어왔다. 내수수요가 특히 유럽에서 최근에 예상보다 더 강세를 보이고 있지만, 미국과 유럽에서 경제성장의 둔화에 대한 우려가 지속되고 있다. 수익성 리세션의 리스크와 결합된 이러한 상황은 투자자가 주식과 크레딧에 대해 신중한 포지션으로 전환하고 헤지를 향상시켜야 함을 의미한다. 반면에, 일부 선전국의 수익률곡선은 변화하는 통화정책의 내러티브를 바탕으로 기회를 제공하고 있으며, 또한 이는 USD에 대한 우리의 기존의 견해를 조정할 수 있게 만들어 주고 있다. 전반적으로, 투자자는 인플레이션과 잠재적인 경기 하향세에서 보호를 추구하는 투자분산의 견지를 유지하는 것을 고려해야 할 것이다.

투자확신감이 높은 아이디어

최근의 랠리 이후에, 우리는 미국 주식과 유럽 주식에 대한 견지를 하향 수정했다. 유럽은 경기민감성이 높은 지역이기 때문에 글로벌 경제성장 둔화와 에너지 위기에서 (미국보다) 더 커다란 영향을 받게 되며, 이로 인해서 우리는 유럽보다 미국을 계속 선호한다. 또한, 대형주보다 소형주의 가격이 극단적으로 할인되어 있다는 사실을 감안하여 우리는 대형주에 대비하여 소형주를 선호하는 기존의 포지션을 유지한다. 신흥국의 경우, 우리가 중국의 새로운 리오프닝 정책과 경제활동에 대한 그 영향을 평가하고 있기 때문에 당분간 중국에 중립적 견지를 유지한다.

듀레이션의 경우, 인플레이션 완화와 경제성장에 지속되고 있는 리스크를 감안하여 우리는 미국 재무성증권(UST)에 건설적인 포지션을 유지한다. 이와 동시에, 우리는 다른 국가의 수익률곡선 수준(예: 캐나다 국채의 수익률곡선)에서 기회를 포착하고 있다. 인플레이션 데이터에서 상승 궤적의 둔화와 글로벌 공급망 병목현상의 완화는 잠재적으로 통화정책에 영향을 줄 수 있다.

유럽의 경우, 우리는 10년물 이탈리아 국채-독일 국채 스프레드에 대한 기존의 경미하게 긍정적인 포지션을 유지한다. 이러한 견해는 이탈리아 국채수익률이 유럽 핵심국 국채수익률과 가지는 양의 상관관계(하향 움직임), 매력적인 밸류에이션 및 포지셔닝과 이탈리아 국채의 마이너스 순 발행량에 의해 뒷받침된다.

크레딧의 경우, 스프레드 타이팅 이후에, 우리는 미국 IG에 대한 견해를 하향 수정했으며 더 이상 긍정적인 포지션이 아니다. 인플레이션은 둔화되고 있지만 여전히 연준의 물가목표수치를 상회하고 있으며, 이는 연준이 금융조건에 영향을 주는 긴축사이클을 더 길게 끌고 갈 수도 있음을 의미한다. 유럽의 경우, HY가 경제환경의 잠재적인 악화와 채무불이행(부도) 전망에 더욱 취약하기 때문에 우리는 HY에 대비하여 IG에 대한 선호를 유지한다.

FX의 경우, 연준의 공격적인 통화긴축 접근방식이 완화될 징후(비둘기파적 견지로의 전환은 아님)가 나타남에 따라 우리는 USD/EUR에 기존 견해를 조정하여 더 이상 긍정적인 포지션일 취하지 않는다. 우리는 USD/GBP에 대한 건설적인 견지를 유지한다. 영국 파운드화의 경기민감성, 영국 경제성장의 약세, (미국과 비교하여) 영국의 낮은 실질금리가 약재이다. 경기민감성이 높은 또 다른 통화인 CAD도 경제성장 환경의 악화에서 압박을 받을 수 있으며, 이로 인해서 우리는 NOK/CAD에 대한 기존의 긍정적 견해를 유지한다. 또한, 우리는 투자안전 통화에 대해 기존의 긍정적 견해를 유지한다 - 특히 CHF/GBP와 JPY/EUR이 이에 해당된다. 급변하는 USD 역동성도 신흥국 FX에 대한 우리의 기존 견해에 영향을 주고 있다. BRL/ZAR의 경우에 우리는 ZAR에 더 이상 부정적인 포지션이 아니지만, 브라질은 긍정적인 장기적인 스토리를 유지하고 있기 때문에 우리는 투자자가 브라질 헤알화에 대한 익스포저의 유지를 고려해야 한다고 믿고 있다.

리스크 및 헤징

성장의 둔화와 높은 인플레이션은 효과적인 투자분산과 헤징을 요구하며, 이로 인해서 우리는 금에 대한 기존의 긍정적 견해를 유지하고 석유에 경미하게 건설적인 견지를 취한다. 또한, 투자자는 주식에 대한 안전장치를 유지하고 미국 HY에서 헤지를 강화해야 한다.

Amundi Cross Asset 투자확신

	1개월 변화	---	--	-	0	+	++	+++
주식	↘			■				
크레딧 및 신흥국 채권					■			
듀레이션						■		
석유						■		
금						■		

출처: Amundi. 표는 가장 최근의 글로벌 투자위원회에서 표명된 견해를 바탕으로 3개월에서 6개월 기간의 크로스어셋 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, IG = 투자등급, HY = 하이일드, CB = 중앙은행, BTP = 이탈리아 국채.

채권

듀레이션에 액티브한 포지션을 취하고
유동성 리스크를 주시할 것



Amaury D'ORSAY,
Head of Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES,
CIO of US Investment Management

코어 서비스 인플레이션이 여전히 고착된 상태를 유지하고 있기 때문에 연준의 금리 인상은 종료되지 않았으며, 이에 따라 우리는 금리 인상에 따른 시장 유동성과 크레딧 스프레드에 대한 영향에 경계 태세를 유지한다

인플레이션이 높은 수준으로 유지되고 있지만, 미국에서는 정점을 지났고 유럽에서는 약간 낮아지는 징후가 나타나고 있다. 연준과 유럽중앙은행의 금리에 대한 언급과 결합된 이러한 상황이 핵심 수익률과 위험자산을 견인하고 있다. 하지만, 중앙은행들이 인플레이션을 누그러뜨려 시도할 때 신뢰성을 상실하고 금융조건이 느슨해 질 리스크가 높다. 따라서, 중앙은행들이 약세의 경제전망에 당면하여 금리인상의 속도를 늦출 수는 있겠지만 통화긴축의 궤적은 그대로 유지할 가능성이 크다. 반면에, 기업 재무제표 상의 현금 보유량의 하락, 은행의 대출 기준 강화, 높은 레버리지의 기업에서 채무불이행(부도)의 리스크는 리파이낸싱이 문제가 될 수 있음을 의미한다. 그 결과, 우리는 전반적으로 신중한 견지에서 선별적인 포지션을 유지하며 미국 IG와 신흥국 경화표시 채권에서 바텀업 기회가 있는 것으로 파악하고 있다.

글로벌 및 유럽 채권(fixed income)

중앙은행의 통화정책 내러티브가 계속 변경되고 있기 때문에, 우리는 듀레이션에 액티브한 포지션을 유지하고 주로 미국, 유럽, 영국, 일본의 국채들을 통해서 경미하게 신중한 포지션을 취한다. 또한, 우리는 수익률곡선에 다양하게 걸쳐서 기회를 모색하고 있고 유럽에서는 기존의 수익률곡선 플래닝 견해를 경미하게 낮추고 있다. 유럽 주변국 국채의 경우에 우리는 중립에 근접한 견지를 유지하고 있다. 중앙은행들이 향후 금리인상의 폭을 낮출 의지를 드러내고 있기 때문에 긍정적인 시장분위기가 있지만, 우리는 크레딧에서 리스크를 상승시키는 것에 대해 회의적인 견지를 유지한다. 우리는 IG와 유로 후순위금융채에 대한 선호와 더불어서 기존의 경미하게 긍정적인 견지를 유지한다. 하지만, 기업의 현금 보유량이 악화되고 기업이익 우려가 지속되고 있기 때문에 우리는 높은 레버리지가 있는 종목을 피한다. 특히, 우리는 HY에 신중한 포지션을 유지한다.

미국 채권(fixed income)

회복탄력적인 고용 및 소비자의 재정상태와 약세의 통화량과 역전된 수익률곡선이라는 혼재된 양상의 신호가 함께 나타나고 있다. 코어 서비스 인플레이션은 고착된 상태를 유지하고 있으며, 이로 인해서 연준이 긴축통화적 궤적을 유지할 가능성이 높다. 이러한 환경에서 우리는 중립적 바이어스를 가지면서 듀레이션에 액티브한 포지션을 유지한다. 우리는 합리적 가격으로 형성된 것으로 보이는 물가연동국채(TIPS)에 대해서 유사한 액티브한 접근방식을 취한다. 크레딧의 경우, 우리는 산업체에 대비하여 금융채를 선호하면서 매우 선별적인 포지션을 유지하고 유동성에 강력한 포커스를 둔다. 또한, 우리는 일반적으로 높은 퀄리티의 세그먼트를 선호한다. 유동화 자산시장의 경우, 금리 변동성을 감안하여 투자자는 유연한 포지션을 취해야 할 것이며, 특히 공공기관발행의 부동산저당증권(agency MBS)에서 더욱 그러하다. 소비자 펀더멘탈은 현재 강세를 유지하고 있지만, 잉여 저축이 소진됨에 따라 소비자들은 압박을 느낄 수 있다.

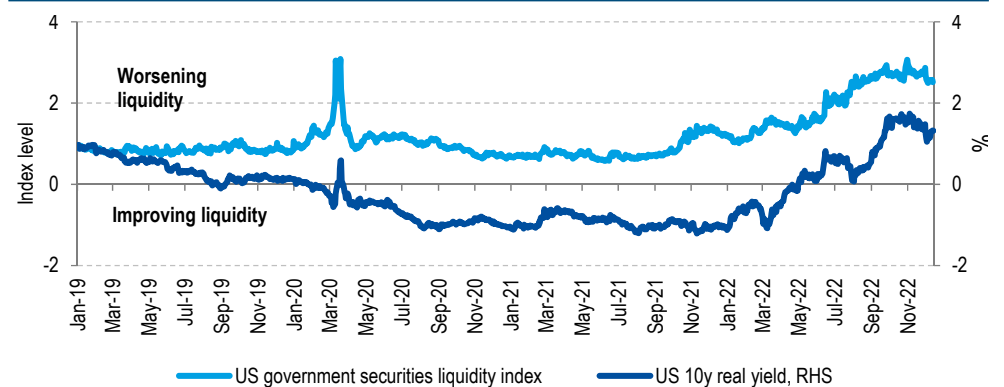
신흥국 채권

미국 핵심 금리의 일부 안정화 덕분에 2023년에 기회가 부상하고 있다. 현재 스프레드는 경화표시 신흥국 채권에 대해 설득력 있는 진입포인트를 제공하고 있고, 현지화표시 신흥국 채권의 경우에는 밸류에이션이 매력적이다. 우리는 잠재적인 USD 약세와 중국의 경제 리오프닝이 중국 채권에 어떠한 영향을 미칠 수 있는지를 평가하고 있다. 남미의 경우, 우리는 브라질을 선호하지만 브라질의 정책 변화를 모니터링하고 있다.

FX

우리는 USD에 긍정적인 포지션을 취하지만 인플레이션이 정점을 지났다는 내러티브로 인해서 기존의 투자확신감을 경미하게 낮추었다. 신흥국의 경우, 우리는 BRL/USD에 대한 기존의 투자확신감을 높였다. 남미 FX는 매력적인 캐리를 제공하며, USD 추이의 모든 변화에서 수혜를 누릴 것이다. 우리는 MXN에 긍정적 포지션을 취하지만, TWD와 HUF에 대해서는 방어적인 포지션이다.

유동성 조건의 악화 여부에 주목할 것



Source: Amundi Institute, Bloomberg. Data as of 13 December 2022.

GFI= 글로벌 채권(global fixed income), GEM/EM FX = 글로벌 신흥국 외환, HY = 하이일드, IG = 투자등급, EUR = 유로화, USD = 미국 재무성증권, RMBS = 주택저당증권, ABS = 자산유동화증권, HC = 경화, LC = 현지통화, MBS = 부동산저당증권, CRE = 상업용 부동산, QI = 양적긴축

주식

밸리를 쫓지 말고 균형을 유지할 것



Kasper ELMGREEN,
Head of Equities



Yerlan SYZDYKOV,
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES,
CIO of US Investment Management

시장에서 예상하는 기대
기업이익이 너무 낙관적이어서
향후에는 이러한 수치가 낮춰질
것으로 보이며, 이에 따라 현재
수준에서 조정이 있을 것임을
시사한다

종합적 평가

주식의 반등은 연준 정책의 변화 징후와 중국의 리오프닝과 관련된 낙관론으로 견인된 안도 밸리인 것으로 보인다. 하지만, 기업 마진에서 비롯된 약재와 수요 둔화(매출에 영향)로 인해서 이러한 회복탄력성이 사그라질 수도 있다. 기업 마진의 경우 우리는 구조적 및 경기사이클적 관점에서 비용의 상승 및 여전히 높은 인플레이션의 영향을 헤쳐 나가기 위한 소비자의 지출 감소에 기인하여 하락할 것이라고 믿고 있다. 이에 따라, 밸류에이션과 기업이익 전망에서 현저한 분화가 나타나고 있으며, 이는 선별적인 접근방식을 요구하고 있다. 이와 더불어, 우리는 가치주, 퀄리티주, 배당주를 선호하며, 이러한 종목의 선택은 강력한 바텀업 분석을 통해서 보완되어야 할 것이다.

유럽 주식

바벨형 접근방식을 기반으로 하면서, 우리는 산업 및 금융 부문과 같은 퀄리티가 높은경기민감 부문에 대한 긍정적 견해(건설적 포지션 증가)로 밸런스를 높였다. 하지만, 시장 움직임을 감안하여 우리는 기존 견해를 조정하는 데에 액티브한 포지션이다. 예를 들면, 일부 산업주의 여태까지 강력한 퍼포먼스를 감안하여 이 주식의 이식매를 취하고 있다. 반면에, 우리는 시장에 의해 과도하게 불이익을 받은 것으로 파악되는 특정한 종목도 모색해 보고 있다. 바벨형 스펙트럼의 다른 쪽 끝에서 우리는 필수소비재 부문 중에서 매력적인 가치의 방어주 종목에 건설적 포지션을 취하지만, 경기소비재 부문에는 신중한 견지를 증가시켰다. 중요한 점은 유럽이 에너지 위기로 어려움을 겪고 있기 때문에 유럽의 ESG 투자에 대한 진전이 계속될 것이라는 사실이다. 실제로 지금이 잠재적으로 ESG 수준을 향상시키고 그 과정에서 투자자에게 보상을 해 주는 종목을 파악해야 하는 시기이다. 전반적으로, 우리는 재무제표 상의 강점에 우선순위를 계속 둔다.

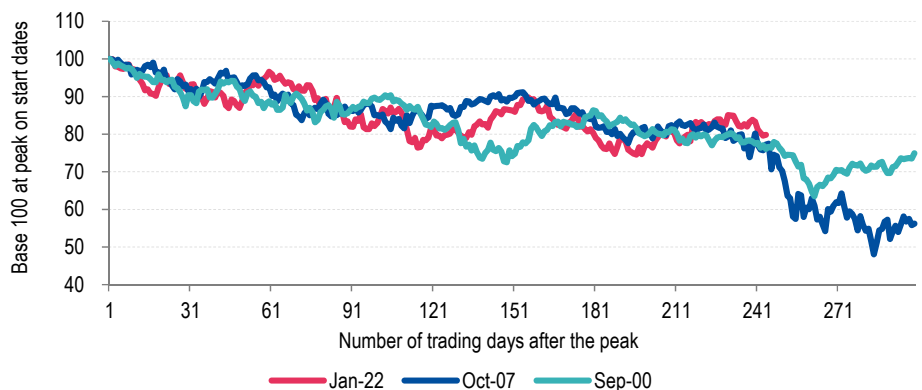
미국 주식

고용이 견조하게 유지되며 임금이 상승하고 달러화 약재가 지속되고 있기 때문에 기업들은 마진 압박에 당면할 수 있다. 재화의 디스인플레이션이 계속되는 경우, 이러한 압박들을 약화시킬 수 있다. 따라서, 시장의 2023년 기대 기업이익은 충분히 베어리시(bearish)하지 않다. 지금은 투자자들이 시가총액 스펙트럼의 아래로 내려가서 잠재적 기업이익과 사업모델의 회복탄력성을 신중하게 평가하여 비싼 종목의 선별이 필요한 시점이다. 이와 같이 평가한 밸류에이션 분산율은 성장주에 대비하여 가치주의 아웃퍼포먼스가 계속되고 있음을 뒷받침해 주게 될 것이다. 부문별 수준에서, 우리는 경기소비재 부문과 관련하여 밸런스를 점차 증가시키고 있으며, 특히 서비스와 소매 부문에 있어서 더욱 그러하다. 이는 일부 소비자 서비스가 여전히 강세를 나타냄에도 불구하고 소득에 대한 압박을 헤쳐 나가기 위해서 소비자들이 값이싼 재화로 쓸릴 것으로 예상되기 때문이다. 이와는 반대로, 우리는 안정적인 자기자본순이익률을 나타내는 은행주와 의료건강 부문의 일부 종목을 선호한다.

신중국 주식

예상보다 빠른 중국의 제로 코로나 정책의 철회는 신중국 주식에는 전환점이 될 수 있다. 이러한 상황은 매력적인 밸류에이션과 미국 달러화에서 비롯된 저해요인이 제한적으로 상태에 의해서 떠받쳐진다. 그럼에도 불구하고 우리는 매우 선별적인 포지션을 취하고 유연한 견지를 유지하면서 이를 통해 중국 주식에 대한 기존의 견지를 상향 조정하는 반면에, 브라질의 정치적 상황전개를 모니터링하고 있다. 부문별 수준에서, 우리는 소재 부문에 대비하여 에너지 부문을 선호한다. 우리는 부동산과 경기소비재도 우호적이며 코로나 정책 완화에서 비롯된 경기반등을 감안하여 특히 중국에서 더욱 그러하다.

고점 이후의 S&P 500 추이: 2022년 1월, 2007년 10월, 2000년 9월



Source: Amundi Institute, Bloomberg. Data as of 20 December 2022. Starting point of 100 shows the peak for the index on January 2022, October 2007 and September 2000.

이번 달의 토픽



Claire HUANG
Senior EM Macro Strategist, Amundi Institute

중국: 실용주의로의 복귀

2022년은 급작스러운 신속한 리오프닝의 방향으로 전환되면서 마감되었다. 이러한 발표 후에 1개월 이내에 중국은 코로나 관련 제약조치를 대부분 해제했으며, 주택시장에 대한 추가적인 지원과 성장 친화적인 정책의 구현을 약속했다. 우리는 2023년에 중국경제가 글로벌 경기둔화에서 분리되어서 낮은 기저에서 성장이 가속화할 것으로 예상된다.

신속한 리오프닝

조정된 (20개 새로운 조치를 동반한) 제로 코로나 정책은 처음에는 성장과 코로나 확산 사이의 균형을 이루기 위한 중국 지도부가 제시하는 새로운 효과적인 수단으로 간주되었다. 하지만, 이러한 새로운 조치들에도 불구하고 감염성이 매우 높은 오미كرون 변이와 더불어 코로나 바이러스는 빠르게 확산되었으며 중국 전역에 걸쳐 확진자 수가 계속 증가했다. 반면에, 지방 정부들은 새로운 정책의 이행하는 방법에 혼란을 겪었다. 대부분의 지방 정부들은 감염자 수 곡선을 안정화시키기 위해서 오히려 제한조치들을 강화하는 방식을 선택했다. 경제활동은 침체된 상태를 유지했으며 제대로 수행되지 않은 새로운 코로나 정책으로 인해 사회적 소요의 발생이 증가했다. 새롭게 조정된 제로 코로나 정책이 감염병 확산을 억제하는 데에 비효과적인 것으로 확인된 후에 중국 정부는 엄격한 봉쇄정책에서 방향을 틀어서 신속한 리오프닝을 착수하는 것으로 결정했다. 작년 11월말 이후에, 중국은 대부분의 여행에 대한 바이러스 검사 의무를 폐지했으며, 양성 감염자의 자택에서 격리를 허용하고 고령자에 대한 두 번째 부스터 접종을 도입했다. 예상보다 빠르고 이른 리오프닝은 중국의 의료체계가 전혀 준비되지 않은 상황에서 중국 대중 및 시장에게는 놀라움으로 다가왔다. 이와 관련하여, 리오프닝의

초기 단계는 입원환자 수의 급증과 침체된 이동성을 동반되면서 혼란을 초래할 것이다. 의약품 부족의 현상이 이미 나타나고 있다. 하지만, 우리는 이러한 혼란에도 불구하고 중국 정부가 향후에 리오프닝을 철회할 것으로는 예상하지 않는다. 중국은 이미 돌이킬 수 없는 지점을 넘어섰다. 이제 중국 정부의 우선순위는 가장 필요한 사람들을 위해 부족한 의료자원을 보존하고, 노년층에 대한 부스터 백신접종을 확대하는 것이다. 조만간 중국 정부는 대부분의 제한조치를 해제해야만 할 것이다. 중국 관료들은 해외 방문자의 격리 규정을 중국 춘절 연휴(1월 22일) 바로 직전인 1월 8일자로 폐지한다고 발표했으며, 이는 우리가 지난달 예상한 것보다 훨씬 이르게 폐지된다.

전면적인 리오프닝은 올해 1분기말이 될 가능성이 높아 보인다. 다양한 지역에서 순차적으로 감염병 확진자 수의 고점을 찍을 것이다. 예를 들면, 베이징은 확진자 수에서 먼저 고점을 찍었으며 먼저 안정화되고 있다. 그렇지만, 중국의 대다수 다른 도시들은 첫 번째의 감염병 대확산이 1월 중순에 시작되어 3월말까지 순차적으로 고점을 찍을 것으로 보인다. 우리는 대부분의 제한조치들이 중국 춘절 연휴 이후(1월말)에 해제될 것으로 예상된다. 직장으로 복귀는 2월부터 시작될 것으로 예상되며, 전면적인 생산은 3월에 시작될 가능성이 크다.

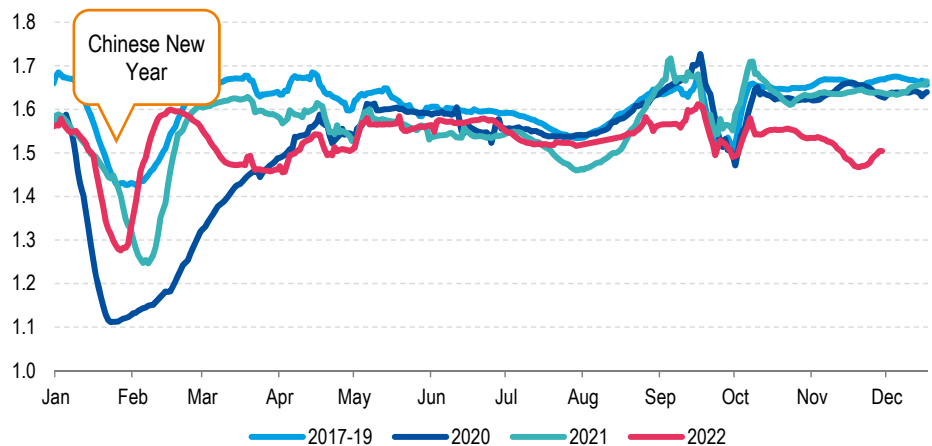
겨울철의 리세션 및 그 이후 봄철의 강력한 경기반등

현재의 중국경제 현실은 암울하다. 지방 정부가 『중국공산당대회』 직후에 시행한 추가적인 긴축 정책으로 인해 11월 경제성장률은 다시 급락했다. 소비 부문과 서비스 부문이 가장 큰 고통을 겪었다. 이동성 데이터(도표 1)는 11월말에 회복세를 나타내기 시작했지만, 이동성의 개선이 둔화되고 있으며 감염병 확진자의 급증으로 일시적으로 중단될 가능성이 크다. 다른 아시아 국가들의

경험에 따르면, 전면적인 리오프닝 과정에서 경제활동이 유의적인 수준으로 회복될 때까지는 2-3개월이 소요될 것으로 보인다. 또한, 중국 춘절 연휴 동안의 조용한 경제활동을 고려하면 2023년 2월 전체 동안에 경제성장은 약세를 보일 것으로 예상된다. 유의미한 경기회복이 3월 및 2023년 2분기에 뒤따를 것이다.

전면적인 리오프닝은 올해 1분기의 말에 될 가능성이 높아 보인다

1/ 중국 가구의 이동성



Source: Amundi Institute, Wind. Data is as of 20 December 2022.



이번 달의 토픽

성장을 떠받치는 더욱 광범위한 정책 전환

2023년의 성장친화적 정책

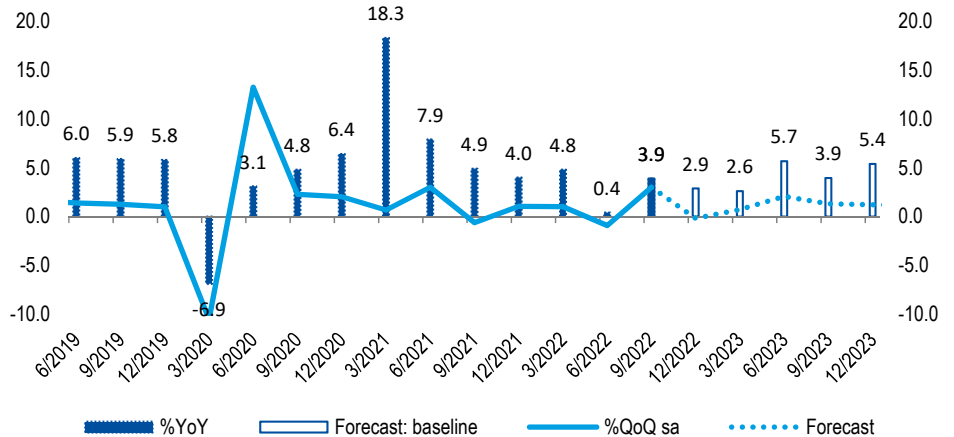
리오프닝의 소식과 더불어서 지난 11월 15-16일에 개최된 중국의 「중앙경제업무회의」(CEWC)은 성장을 떠받치는 광범위한 정책으로 방향 전환을 반영하고 있다. 중국의 지도자들은 기대감과 자신감을 되살리는 것이 기본이라고 언급하고 있다는 사실에 주목해야 할 필요가 있다. 보다 구체적으로, 일자리 창출에 있어서 플랫폼 기업의 역할을 인정하고 글로벌 경쟁을 지원함에 있어서 플랫폼 기업을 위한 정책의 급격한 전환에 주목할 필요가 있다.

거시경제 정책에 관련하여 「중앙경제업무회의」는 재정예산에서 지출을 강화할 것을 요구하면서, 비록 중소기업에 자금을 공급하여 기술혁신과 녹색전환을 통하는 것이 더욱 올바른 방식이긴 하지만, 완화적인 통화정책이 함께 유지해야 한다고 주장했다. 주택 개선 수요, 전기차, 노인 돌봄 서비스 등에 대한 지원을 포함하여 내수 확대를 위한 소비가 우선순위로 부각되고 있다. 이는 인프라 투자의 역할 축소를 의미하며, 성장에 대한 하방 압력을 완화하기 위한 완충제로 인프라 투자가 필요하지 않음을 나타낸다.

이와 동일한 맥락에서, 주택시장에 대한 긴축화 정책은 공식적으로 종료되었다. 이러한 정책기조는 주택시장의 안정화에 도움을 주었고 급격하게 둔화되었던 주택 판매와 건설 및 토지 거래를 회복시켰다. 주택 위기가 체계적이고 경제에서 부동산의 역할이 중요하다는 것을 인지하고 있는 중국의 관료들은 프로젝트 시행을 촉진하고, 기업의 인수합병(M&A)을 장려하며, 부동산 개발자의 파이낸싱 수요를 충족시키고, 높은 퀄리티 종목에 걸려 있는 리스크를 해결하는 방안을 모색하고 있다. 안정적인 주택시장으로 복귀 및 경제의 리오프닝과 더불어서 우리는 중국의 경제성장률이 2022년의 낮은 기저에서 성장이 가속화될 것으로 예상한다. 중국의 정책입안자들이 리오프닝을 어떻게 관리하느냐에 따라 중국의 경기회복의 궤적이 달라질 것이다. 현재까지 나타난 데이터에 따르면, 짧고 날카로운 단기적인 고통이 있는 후에 2023년 대부분의 기간 동안에는 보다 원활한 성장 궤도를 나타낼 가능성이 높은 것으로 보인다.

2022-12-20 작성 완료

2/ 중국 GDP 성장률 예측



Source: Amundi Institute, CEIC. Data is as of 20 December 2022.

테마

독일 경제의 경색은 유럽 전체에는 호재일 수 있다



Didier BOROWSKI,
Head of Macro Policy Research,
Amundi Institute

우크라이나 전쟁의 결과로 비롯된 에너지 위기는 유럽 경제의 성과와 전망을 크게 변화시켰다. 국가별로 러시아 가스 및 석유에 대한 의존도에 따라 불균형적으로 영향을 받고 있다. 독일 산업이 매우 강력한 충격을 받고 있다. 특히, 독일은 산업을 넘어서 이제는 그 경제 모델 전체가 위태로운 상태이다. 이러한 상황을 바탕으로 우리는 2023-24년의 독일경제에 대한 전망을 조정했다. 그리고, 해결해야 할 관련된 과제들이 유럽 전역에 산재해 있으며, 유럽연합 차원에서 조화된 접근방식을 통해서만이 회원국들이 이를 충족시킬 수 있다는 사실을 기억해야 할 것이다. 이러한 측면에서 최근의 관련 뉴스들은 올바른 방향으로 움직이고 있다.

에너지 위기 현황: 독일에는 복합방정식

독일의 경제는 러시아의 가스, 석유, 석탄에 과도하게 의존했다. 모든 유럽 국가들과 마찬가지로 독일은 기존의 에너지믹스를 재검토해야 할 것이다. 독일이 러시아에 다시 의존적으로 결코 되지 않을 것이라는 사실은 분명하다. 에너지 공급처를 다변화할 필요가 있지만, 이를 완수하기 위해서는 수년이 소요될 것이다. 100%의 가스 저장량도 불구하고, 단기적으로는 가계의 가스 소비를 20% 줄여야 할 필요가 있다. 그렇지 않은 경우, 겨울철

동안의 가스 부족은 피할 수 없을 것이다.

산업계에서는 일부 업종의 생산 감축을 통한 것을 포함하여 가스 소비량을 (2018-21년도와 비교하여) 약 25%를 이미 줄였다. 가스화력 발전이 축소되고 최근 재가동된 석탄화력소로 대체되었다. 2023년초에 폐쇄될 예정이었던 남은 세 곳의 원자력 발전소는 2023년 4월 중순까지 계속 운영될 예정이다.

리세션이 단기적으로 발생할 가능성이 매우 높지만, 그 지속 기간을 짧을 것이다

에너지 가격이 경제전망에서 주도적 위치를 계속 차지할 것이다. 높은 인플레이션과 가계신뢰도 및 기업신뢰도의 하락으로 인해서, 경제전망은 겨울철의 가스 배급제의 리스크를 동반하면서 불확실하게 유지되고 있으며, 가스 배급제가 시행되는 경우에는 산업 생산의 추가적인 하락을 유발할 수도 있다. 단기적으로 내수수요의 동인(소비 및 투자)이 악화되었다. 높은 에너지 가격이 산업, 건설 및 투자를 압박하고 있다. 반면에 인플레이션은 실질소득 및 저축을 줄이고 있으며, 이에 따라 높은 잉여 저축에도 불구하고 소비를 축소시키고 있다. 협상된 임금의 인상과 강력한 노동시장에도 불구하고 실질임금은 하락하고 있다. (독일은 우크라이나에서 독일 전체 인구의 1.2%

에 해당하는 100만명의 난민을 수용했음에도 불구하고 노동력 부족은 심화되었음)

대외적으로도 상황이 크게 좋지는 않다. 경쟁력 상실과 글로벌 경제성장의 약세는 수출을 압박하고 있는 반면에, 에너지 가격의 상승으로 수입총액은 증가했다. 경상수지 흑자는 2021년 GDP의 7.5%에서 2022년 약 3.5%로 절반으로 줄어들었으며, 2023년에는 더 줄어들 것으로 예상된다. 그 결과, 순 교역량 감소(올해 초 이후로 경제성장에도 부정적으로 기여함)는 2023년 동안에 계속 부담이 될 것이다. 2022년에 나타난 회복탄력성에도 불구하고 리세션은 단기적으로 불가피한 것으로 보인다¹.

하지만, 팽창적인 재정정책 덕분에 리세션은 제한적일 것이다

직접 지출로 추정액 950억 유로(GDP의 2.6%)인 세 가지의 에너지 지원 패키지가 시행되고 있으며, 가스 가격의 '상한제'를 포함하여 기업과 가계에 대한 에너지 비용 상승의 영향을 완화하기 위한 2,000억 유로(GDP의 5.5%)의 에너지 지원 기금이 마련되었다. 10월에 가스에 대한 부가가치세 세율을 19%에서 7%로 인하했다. 이러한

지원책에도 불구하고, 인플레이션과 명목 GDP 상승으로 생성된 추가적인 조세 수입 덕분에 정부의 부채는 약간만 악화되었다는 사실이 언급될 필요가 있다. 예산적자는 2022년에는 GDP의 약 3%, 2023년에는 경미하게만 높아질 것으로 추산되는 반면에, GDP 대비 부채 비율은 GDP의 69% 미만으로 하락할 것으로 예상된다.

중기적으로는 야심찬 기후 목표와 정책 목표가 경제성장을 뒷받침할 것이다

독일 정부는 2026년까지 민간투자를 유인하는 세금 인센티브와 더불어서 약 2,000억 유로를 투자하고 향후 수년 동안 군사 지출에 1,000억 유로를 증가시킬 계획을 하고 있다. 경제성장에도 대한 지원은 건설 부문의 역량 한계에 의해 제한적일 것이며, 매우 길고 복잡한 계획 및 승인의 절차로 인해서 해당 기금의 배정을 지연시킬

것이다.

에너지 지원 기금과 더불어서 부채로 자금이 조달된 이러한 투자는 그림자 예산(shadow budget)에 포함될 것이며, 그림자 예산에 포함된 지출은 2023년부터 부활될 것으로 예상되는 국가 채무 상한선에서 제외된다는 사실에 유의해야 할 것이다.

높은 인플레이션과 가계신뢰도 및 기업신뢰도의 하락으로 인해서, 경제전망은 겨울철의 가스 배급제의 리스크를 동반하면서 불확실하게 유지되고 있으며, 가스 배급제가 시행되는 경우에는 산업 생산의 추가적인 하락을 유발할 수도 있다

¹ 당사의 GDP 성장률 예측: 2022년 1.8%, 2023년 -0.7%, 2024년 0.9%. 당사의 인플레이션 예측: 2022년 9.0%, 2023년 7.6%, 2024년 2.9%. 예측 기준일자: 2022년 12월 28일.

테마

우크라이나의 분쟁의 중단으로 에너지 위기가 종료되지는 않을 것이다. 우리는 가스 가격이 높은 수요와 낮은 공급으로 인해서 2023년에 다시 상승할 것이라고 믿고 있다

유럽의 모든 과거 위기와 마찬가지로 에너지 위기는 향후 에너지 전환을 가속화할 가능성이 있음은 물론, 유럽연합의 기관들이 향후 발전해 나가는 데에 도움이 될 수도 있다

2023-24년에 가시화될 것으로 보이는 온건한 경기회복

첫 번째로, 인플레이션은 둔화되었지만 에너지와 생산자 비용 상승의 소비자로의 전가, 유로화 평가절하, 임금 압박의 상승으로 인해서 2023년에는 여전히 높게 유지될 것이다. 두 번째로, 기업의 높은 저축액, 가치사슬의 리쇼어링에 관련된 투자 필요성, 재생 에너지의 필수적인 개발 및 증가된 공공투자로 견인되어서 투자는 궁극적으로 반등할 것이다. 이와 더불어서, 2023년말까지 우크라이나

독일은 기존의 경제 모델을 재고해야 할 것이다

독일의 잠재성장률은 2023~24년 평균 0.5%에 불과한 것으로 추정되는 등 상당히 약화했다. 일부 기업들은 에너지 가격이 낮은 지역으로 이전을 고려하고 있다. 독일산업협회(BDI)가 수행한 서베이에 따르면, 중소기업(Mittelstand) 네 곳 중의 거의 하나는 생산 거점을 독일 밖으로 이전하는 것을 고려하고 있었다.

녹색 기술에 3,700억 달러의 보조금을 제공하는 미국 행정부의 「인플레이션감축법」(IRA)은 위협이다. 「인플레이션감축법」 하에서 전기차 구입에 대한 보조금은 북미 생산의 부품을 사용하여 미국에서 조립된 전기차로 제한되며, 이러한 보조금 지급제도는 독일의 탈산업화를 가속화시키고 유럽 산업을 저해할 것이다.

숙련된 일자리의 부족, 전면적 글로벌화의 퇴색(독일은 중국에 과도하게 의존적임), 구조적으로 높은 에너지 가격과 더불어서 독일은 기존의 경제모형을 재고해야 할 필요성이 있다. 유럽 경제는 서로 얽혀 있기 때문에, 독일만 혼자서 해결할 수는 없다.

상호 간의 긴장 관계가 있음에도 불구하고 유럽 전체의 수준에서 궁극적으로는 공통적인 이해가 대세로 형성되어야 한다.

재정정책의 측면에서 상이한 대응은 주요 유로통화권 국가들 사이에서 혼란과 분열을 야기했으며, 특히 프랑스와 독일 사이에서 더욱 그러했다. 또한, 『안정과 성장에 관한 협약』 개혁(2023년 봄/여름까지는 검토할 예정임)은 유럽연합 회원국 사이에서 여전히 긴장의 원인이 될 수 있다. 재정 및 예산의 거버넌스는 실제로 유럽연합의 구축에서 항상 가장 민감한 지점이 되어왔다. 하지만, 우리는 **2023-24년에 궁극적으로는 공통적인 이해가 대세로 형성될 것**이라고 믿고 있다. 이러한 상황은 다음과 같은 최근의 일부 합의에서 나타나고 있다.

- **국방:** 프랑스, 독일, 스페인은 작년 11월 18일에 새로운 차세대 제트 전투기 개발(FACS)에 합의했다. 이는 추산비용 1,000유로 이상이 되는 유럽 최대의 방산

전쟁의 휴전이 성사된다면, 투자자, 기업, 가계의 신뢰성 회복에 도움이 될 것이다. 그렇지만, **우크라이나의 분쟁의 중단으로 에너지 위기가 종료되지는 않을 것이다. 우리는 가스 가격이 높은 수요와 낮은 공급으로 인해서 2023년에 다시 상승할 것이라고 믿고 있다.** 이러한 상황을 바탕으로 독일 산업의 미래와 독일 경제 모델의 지속가능성이 위태로운 상태이다.

프로젝트이다. 이 프로젝트는 원래 브렉시트 이후에 유럽연합 국가들을 단합하는 목적이었지만, 프랑스와 독일 정부들 사이의 프로젝트에 대한 대략적인 합의에도 불구하고 프랑스와 독일 사이의 긴장을 유발시키는 원인이 되어왔다.

- **에너지:** 프랑스와 독일은 작년 11월 25일에 에너지 공급을 확보함에 있어서 양국을 서로 지원한다는 합의를 체결했다. 프랑스는 가스 공급을 통해 독일을 지원하고 독일은 프랑스가 전력 공급을 확보할 수 있도록 지원하는 등 구체적인 방안이 명시되어 있다.

이와 더불어서, 유럽 국가들은 작년 12월 19일에 천연가스에 180유로/MWh의 가격상한제를 시행하기로 합의했으며, 이를 통해 에너지 위기에 개입할 것인지에 대한 수개월 간의 정치적 논쟁을 종결시켰다. 이러한 천연가스 가격상한제는 적극적으로 사용되는 수단이 아니라 억제 위한 것이다. 실제로도, 극단적인 가격 피크를 예방하는 것이 일차적인 목적이다. 독일과 일부 국가에서는 가격상한 설정이 전세계의 천연가스 판매자에게 유럽연합이 러시아 공급처로부터 대안을 모색하고 있는 현 시점에서 구매자로서 유럽의 매력을 떨어뜨릴 수 있다는 우려를 표시했다. 이번 합의로 인해 시장 변동성을 제한하기 위한 추가적인 비상조치의 도입이 가능하게 되었으며, 가격상한제에 대한 이견으로 보류됐던 가스의 공동구입의 물꼬가 트일 수도 있다.

결론적으로, 에너지 믹스를 정비하는 계획, 중국과의 관계 정립, 전략적 독립성 구축, 미국 「인플레이션감축법」의 여파에 대처하는 시행 조치 등과 같은 여러 사안들에서 유럽 국가들은 의견 차이보다는 공통의 이해를 가지고 있다. 결국, **유럽의 모든 과거 위기와 마찬가지로 에너지 위기는 향후 에너지 전환을 가속화할 가능성이 있음은 물론, 유럽연합의 기관들이 향후 발전해 나가는 데에 도움이 될 수도 있다.**

2022-12-19 작성 완료

중심 시나리오 및 대안 시나리오 (12~18개월 기간)

월별 현황

우리는 기존 시나리오의 확률을 변경하지 않고 유지한다. 우리가 파악한 리스크요인의 일부는 중심 시나리오에서 발생할 수 있지만 시장에 의해 가격에 완전히 반영되지 않았을 수 있다. 리스크는 단기적으로는 다운사이드 방향으로 치우쳐져 있지만, 12-18개월 기간 동안에 다운사이드 시나리오가 유발되려면 여러 리스크요인들의 결합이 있어야 할 것이다. 이러한 기간 동안에, 우리는 다운사이드 시나리오는 업사이드 시나리오에 의해 반대편의 요인들(가스 가격의 완화, 우크라이나 전쟁의 휴전, 및/또는 글로벌 통화정책의 복합적인 긴축화 등으로 인한 인플레이션의 급격한 하락 및 과소평가될 수 있는 그 영향 등)로 균형을 잡아주고 있다고 믿고 있다.

<p>다운사이드 시나리오 15%</p> <p>심각한 글로벌 슬럼프</p>	<p>중심 시나리오 70%</p> <p>스태그플레이션 발생, 경제적 분화의 상승 동반</p>	<p>업사이드 시나리오 15%</p> <p>빠르게 잦아드는 인플레이션, 스태그플레이션 발생의 종료</p>
<p>분석</p> <ul style="list-style-type: none"> 🌐 우크라이나 전쟁의 악화/확대. 🌐 에너지 위기 및 유럽의 심각한 리세션. 🔴 코로나19의 재유행. 🌟🕒 기대인플레이션의 디앵커링(de-anchoring). ● 중국의 리세션. ● 글로벌 경기둔화, 두 번째 단계로 재개되는 디플레이션 압력 동반. ● 글로벌 금융위기/채무위기, 여러 신흥국의 디폴트 동반. 🕒 정부의 경기사이클 대처적인 재정정책의 이행이 더 이상 불가능함. 리세션은 금융억압이 발생할 수 있는 여지를 열어 두게 됨. 🌱 기후 전환 조치의 연기. 	<p>분석</p> <ul style="list-style-type: none"> 🌐 교착상태의 우크라이나 전쟁. 우리는 2023년의 어느 시점에 휴전이 이루어질 것으로 예상하지만, 상황이 추가적으로 악화될 수도 있다. 🌐 계속되는 에너지 위기. 신뢰할 수 있는 유럽연합의 가격 상한제가 실현되지 않는 상황에서 재고보충의 국면에서 가스 가격이 상승할 것으로 예상됨. 🔴 코로나19의 엔데믹(풍토병)화. 🌟 2024년까지 중앙은행의 물가목표치로 인플레이션이 복귀하지 못함. 🌟 2023년의 심각한 글로벌 경기둔화: 유럽에서는 리세션 발생, 미국과 중국에서는 리세션 발생의 리스크 증가. 2024년에는 온건한 확장 및 평균 이하의 경제성장이 예상됨. 🌟 글로벌 GDP 명목성장률이 추이보다 높아짐, 이에 따라 기업이익에 대한 영향이 완화됨. 🕒 중앙은행 분화: 정책 정상화를 계속하지만 금리 인상의 폭을 줄이는 연준과 유럽중앙은행, 연준만큼 많은 것을 할 수 없으며 TPI를 활용해야만 하는 유럽중앙은행, 완화적인 바이어스를 가진 중국인민은행. 🕒 유럽연합 전반에 걸쳐 일관성을 가지지 못하는 정책조합(폴리시믹스): 경기부양적인 재정정책, 하지만 조화되지 않고 명확한 목표를 설정하지 못함. 이와는 반대로, 미국에서는 2022년에 재정충격지수가 마이너스로 되었지만, 2023-24년에는 보다 중립적일 것으로 예상됨. 🌱 기후 변화가 원자재 사이클에 지장을 주고 스태그플레이션 추이를 가중시킴. 	<p>분석</p> <ul style="list-style-type: none"> 🌐 평화회담의 초석을 제공하는 우크라이나 전쟁의 휴전. 🌐 러시아의 유럽에 가스 수출 부분적 재개, 원자재 시장 정상화. 🔴 코로나19가 잦아들. 🌟 인플레이션이 빠르게 하락하고, 공급 병목현상이 완화됨. 🌟 글로벌 리세션 공포가 사라지고, 인플레이션을 점진적으로 정상적 수준으로 복귀하여 중앙은행에 대한 압박이 완화됨. ● 불확실성 감소, 잉여적인 저축, 구매력 상승은 선진국에서 소비와 투자를 촉진시킬 수 있음. 🕒 재정규율이 점진적으로 복원됨. 유럽에서는 급변하는 에너지믹스에 대처하기 위해서 새로운 계획(공동 채무)이 시행됨. 🌱 기후변화 정책과 에너지 전환이 최우선순위가 됨.
<p>시장 함의</p> <ul style="list-style-type: none"> - 현금, USD 및 미국 재무성증권 선호할 것. - 최소 변동성 전략에 플레이할 것. - 금. 	<p>시장 함의</p> <ul style="list-style-type: none"> - 리스크 감안의 실질수익성의 하락이 예상됨. - 수익률 곡선의 제한적인 스티프닝, 국채는 리세션 심화에 대한 헤징 기능을 되찾음. - 금, 연계채권, 주식, 실물자산, 원자재를 통해 인플레이션 헤지. - EM: 단기적으로 신중한 포지션, 장기적인 실질수익 및 성장 스토리는 영향을 받지 않음. 	<p>시장 함의</p> <ul style="list-style-type: none"> - 미국 재무성증권 곡선의 베어 스티프닝. - 경기민감주와 가치주 익스포져로 위험자산을 선호할 것. - USD 평가절하. - 인플레이션 헤지로서 물가연동채권 및 주식을 선호할 것.

🌐 지정학적 사안 🔴 코로나19 관련 토픽
🌟 기대성장률과 기대인플레이션
🕒 통화정책 및 재정정책

▲ 경기복구 계획 또는 금융조건
● 민간 및 공공 채권발행인의 지급불능(부도)

● 경제레짐 또는 금융레짐
🌱 사회적 또는 기후관련 토픽

상위 리스크

월별 현황

모든 측면에서 리스크가 나타나고 있지만, 그 강도는 올해를 시작으로 약간 약해졌다. 따라서, 우리는 그 확률을 30%에서 25%로 낮추었다. 경제적 펀더멘탈은 글로벌적으로 악화되고 있으며, 이는 우리의 중심 시나리오에서 반영되어 있지만 주식 시장에서 가격으로 완전히 반영되어 있지는 않다. 우크라이나 전쟁의 상황 전개와 그 잠재적 함의는 시나리오를 다운사이드/업사이드의 어느 방향으로도 전환시킬 수 있다 - 단기적으로는 리스크가 다운사이드 방향으로 치우쳐 있지만 올해말까지의 휴전이 이루어질 가능성은 유의적으로 유지되고 있다. 우리는 코로나19 관련 리스크를 경제적 리스크의 일부분으로 간주한다. 리스크는 헤징 전략의 파악이 용이하도록 그룹화되어 있으며, 이러한 그룹화된 리스크들은 사이에는 관련성이 있다.

경제적 리스크 25%

- 석유/가스 가격 상승의 충격, 금융조건 긴축화 및 구매력 상실로 견인된 **글로벌 리세션**.
- 러시아에 의한 **가스 공급의 무기화**는 유럽에서 **극심한 에너지 위기**를 유발하고, **심각한 리세션**(신뢰도 충격)으로 이어짐.
- 러시아 경제의 붕괴, 상승된 에너지 가격, 관리되지 못하는 인플레이션, 및 이주된 위기에서 파급된 **동유럽의 경제적 위기**
- 중앙은행은 리세션 리스크에 대한 우려를 하지 않고 인플레이션에 대처에 우선순위를 부여하면서 금리를 계속 인상함. 지속적인 투입가격의 압박이 동반된 글로벌 경기둔화가 촉발하는 **글로벌 기업수익성 리세션**.
- 중국의 리세션: 코로나19의 새로운 대유행이 억제되지 않음.
- ‘거대한 일치’의 시대 종료: 스태그플레이션 압박과 더불어 중앙은행들과 정부들의 목표가 더 이상 서로 일치되지 않음: 경기사이클 대처적인 재정정책을 이행할 수 있는 여지가 줄어들.
- 유럽: 정책조합(폴리시믹스)의 비일관성 (제약적인 통화정책과 결합된 경기부양적인 재정정책의 기초)
- 팬데믹:
 - 더욱 위험하고 백신 내성을 가진 변이의 등장할 리스크.
 - 새로운 봉쇄조치 또는 이동성 제한.
- 기후관련 자연재해가 성장 가시성과 사회적 균형을 저해함.

금융적 리스크 25%

- **국제 위기:**
 - 우크라이나 전쟁의 장기화는 사상 최고인 공공부채 비율에 대한 선진국의 취약한 재정조달을 더욱 악화시킬 수 있음.
 - 기대인플레이션의 디앵커링이 통화긴축 강화와 채권시장 전위로 연결될 수 있음.
 - 대부분의 국가들은 신용등급의 하락과 금리인상에 취약하다.
 - 약세의 신흥국 시장이 국제수지 위기를 유발하고 채무불이행의 리스크를 증가시킬 수 있음.
- 펀더멘탈 악화, 불확실성 상승, 및 압박을 받는 기업 마진(투입 비용 상승, 수익성 경고로 이어지는 이중 주문)으로 인한 **기업 지급불능 리스크의 상승**.
- 광범위한 **그린워싱(위장환경주의)와 ESG 투자 거품이 에너지 전환 자금조달을 저해함**.
- **USD 급상승**이 불안정한 통화시장으로 이어짐.

정치적/지정학적 리스크 25%

- **우크라이나 전쟁:**
 - 리스크는 경기 하방으로 치우쳐 있다. 우크라이나 전쟁이 부정적으로 전개될 확률은 60%이며, 서방과 직접 전쟁이 일어날 확률은 25%이다 러시아가 군사적 패배를 더 많이 당면할 수록 이러한 리스크는 커진다.
 - 우리는 우크라이나 분쟁이 이와 같이 악화될 것이라고 예상하고 있지만, 우리의 기본 시나리오에서는 2023년(하반기가 될 가능성이 더 높음)에 종전될 확률은 35%로 상정하고 있다.
- 중간 선거 이후에 미국은 2023년 동안에 국내 정치적 사안에 초점을 맞출 것이며, 여기에서 민주당과 공화당은 높아지는 ‘대만’ 리스크를 다루기 위해 매파적인 견지를 선점하기 위해 경쟁할 것으로 보이기 때문에 중국과의 긴장을 높일 가능성이 크다.
- 일련의 사회적 소요 발생으로 이어지는 식품 및 에너지 가격의 상승이 견인하는 **신흥국의 정치적 불안정성**.
- 이란이나 북한의 핵무기 개발에 따른 우려 및 제재의 재부상.
- 러시아가 서방의 우크라이나 지원의 차단을 추구함에, 따라 보안, 에너지 및 의료보건 서비스의 IT 시스템을 중단시키는 **사이버 공격 또는 데이터 유출**이 심화됨.

+ 현금, 연계채권, JPY, 금, USD, 성장주에 대비한 켈리티주, 경기민감주에 대비한 경기방어주.

+ CHF, JPY, 금, CDS, 옵션, Min Vol.

+ 선진국 국채, 현금, 금, USD, 변동성, 방어적 포지션, 석유.

- 위험자산, AUD CAD 또는 NZD, 신흥국 현지통화.

- 석유, 위험자산, 프런티어 시장, 신흥국.

- 크레딧 및 주식, 신흥국 채권지수.

CROSS ASSET 디스패치: 시장 변곡점 감지하기

월별 현황: 기술적 요인의 신호등이 황색에서 적색으로 변경되었다.



경제적 배경

- 지속적으로 높은 인플레이션 압박과 내수수요의 약세로 인해서 경기모멘텀이 둔화되고 있다. 미국에서는 2023년 중반의 리세션 리스크가 현저한 수준으로 유지되고 있는 반면에, 유럽은 생활비와 인플레이션이 유발하는 리세션이 이번 겨울에 발생할 것이라는 기존의 예상이 재확인된다.
- 미국에서는 인플레이션이 정점을 지났다. 우리는 헤드라인과 코어 인플레이션 지수 모두가 점진적으로 둔화될 것으로 예상하지만, 정상 이상으로 장기간 지속될 징후가 유지되고 있다. 유로통화권의 경우에는 인플레이션이 정점에 근접하고 있을 수도 있지만, 향후 수개월 동안은 거의 두 자리 수에 가깝게 스트레스를 유발하는 수준으로 유지될 것으로 예상된다.
- 지정학적 측면의 장기화된 스트레스와 재정정책과 통화정책 사이의 줄다리기는 최종적인 경제적 결과를 불확실하게 만들어서 데이터 변동성을 악화시키고 있다.

펀더멘탈 및 밸류에이션

- 최근의 풀백(역주: 하락 돌파 후 다시 상승) 이후에 주식은 덜 비싸진 것으로 보이지만, 우리는 향후 수주 동안에는 진입포인트를 위한 어떠한 강력한 촉발요인도 포착하지 못하고 있다.
- 주식 멀티플은 현재의 인플레이션 환경과 긴축적 통화정책에 더욱 부합하게 된 것으로 보이지만 예상되는 수익성 리세션이 가격에 전면적으로 반영되어 있지는 않다. 상대적 기준으로 높은 금리를 고려하는 경우에 펀더멘탈은 위험자산에 우호적이지는 않다.
- 추가적으로 악화된 펀더멘탈 - 또한, 수익성 리세션이 2023년 전반기의 중심 시나리오다.

중립적 +
자산배분

기술적 요인

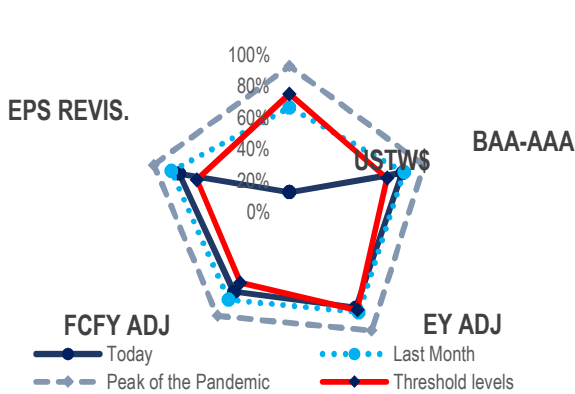
- 기술적 요인은 현 시점의 시황에서 높은 변동성으로 유지되고 있고 2022년 12월에 마이너스 구역으로 이동했다. 대부분의 추세가 12월에 파편화의 추세로 전환됨에 따라 우리의 추세지표는 위험자산에 대한 롱포지션에서 가치를 포착하지 못한다.

시장분위기

- 미국 인플레이션 압박의 하락으로 금리 변동성이 찾아들었고, 이에 대응하여 금융조건이 완화되었다. 리스크 분위기 매트릭스는 취약하게 유지되고 있다. 금융조건은 여전히 타이트하지만, 현저하게 완화되었다. 미국 달러화의 급격한 투매의 분위기가 CAST 모델로 스며들었으며, 이제 이 모델에서는 리스크오프의 가능성을 11월보다 훨씬 낮게 파악하고 있다.

Cross Asset Sentinels Thresholds (CAST)

- 11월의 USD의 투매가 강력하게 떠받치는 요인이다. CAST 방어적 견지를 낮추고 있다.



Source: Amundi Institute. Data as of 16 December 2022.

CAST 리스크 인식은 1분기에 구조적인 리스크의 증가를 보여주지 못했지만, 2분기 이후로는 우호적이지 않게 되었다. EPS 전망이 부정적으로 유지되고 있고 크레딧 리스크는 경고 수준 위로 높게 유지되고 있지만, USD의 움직임은 방어적 견지를 낮추는 것을 요구하고 있다. CAST OFF 확률은 고점에서 벗어나서 중립적 영역으로 진입하고 있다.

방법론: 우리는 '전초징후(sentinel)'라고 불리는 5가지 변수, 즉 거래가중치 기준의 미국 달러화, 무디의 Baa-Aaa 스프레드, EPS 전망조정, 조정된 채권수익률 리스크, 조정된 현금 흐름 수익률 리스크를 고려한다. 이러한 전초징후는 우리의 전술적 자산배분의 리포지셔닝에 사용된다. 건전한 임계점이 감지되면, 이러한 5개의 변수는 특정한 확산 수준과 더불어서 모든 시장의 스트레스 조건을 예측하는 하나의 지수로 통합된다. 이 오각형은 5개의 전초징후를 시각화하며, 여기에서 적색 선은 경고 임계점을 나타낸다. 적색 선 위의 거리가 클 수록 리스크 인식이 높으며, 결국에는 방어적인 자산배분에 근접하도록 움직임 필요성이 높게 된다.

AMUNDI INSTITUTE 클립

1 글로벌 성장전망

- 2023년 글로벌 GDP 예측은 전년동기대비 2.5%에서 2.2%로 하향 수정되었다. 코어 인플레이션은 선진국 전체에서 고착될 것이지만, 신흥국은 인플레이션과의 싸움에서 점진적으로 승리하고 있다.
- G3 중앙은행들은 자이언트/빅 스텝의 금리인상을 이제 마쳤을 수도 있지만, 신흥국 중앙은행의 약 40%는 긴축사이클을 이미 마무리했다.
- 미국의 경기연착륙으로 인해 매우 약세일 것으로 예상되는 2023년 하반기의 경제성장과 간과될 수 없는 리세션 리스크가 함께 확인되고 있다. 미국 헤드라인 인플레이션은 올해 전반기에 현저하게 둔화될 것이다. 코어 인플레이션 컴포넌트 중에서 코어 재화는 디플레이션으로 전환되는 반면에, 코어 서비스는 물가목표치를 상회하는 고착된 인플레이션을 견인하는 주된 동인이 될 것이다.
- 유통통화권 경제는 2022년 4분기-2023년 1분기에 온건한 마이너스 성장을 보일 것이다. 유럽에서 인플레이션이 정점을 찍었다고 판단하기에는 너무 이르다. 향후 수개월 동안에 헤드라인 인플레이션에서는 유의적인 완화가, 코어 인플레이션에서는 이보다는 덜하지만 점진적인 완화가 나타날 것으로 예상된다.
- 중국의 조기 리오프닝 가능성에도 불구하고 신흥국의 경제성장이 둔화되고 있다. 10월을 기준으로 약 60%의 신흥국 유니버스에서 인플레이션이 정점을 찍었다.

투자 중요 함의

- 경제적 환경과 수익사이클이 2023년 들어서도 취약하게 유지될 것임.
- 조정장세에서 크로스셋 포지셔닝은 방어적으로 유지될 것임: 글로벌 주식에 투자비중축소, 국채, 인플레이션연계채권, IG, 금에 투자비중확대,

2 연준 전망

- 연준은 금리 인상의 폭을 줄일 가능성이 크지만, 이것이 단기적으로 비둘기파로의 입장 전환을 의미하지는 않는다.
- 연준은 인플레이션 관리에 최우선 순위를 계속 부여하는 반면에, 이전의 긴축화 조치들이 노동시장에 타격을 줄 것이다.
- 우리는 미국 재무성증권 수익률의 12개월 목표수치를 3.9-4.1%에서 3.5-3.7%로 낮추었으며, 미국 수익률곡선이 2023년 하반기에 볼 스티프닝(bull steepen)으로 될 것으로 예상한다.

투자 중요 함의

- 중립적 견지로 이동하기 전에 미국 듀레이션에 대해 전술적인 투자비중축소.
- 재무성증권-독일국채 스프레드가 좁혀질 것임.

3 2023년 양적긴축 전망

- 연준은 기존의 양적긴축(QT) 프로그램을 월별 보유자산 축소 상한액으로 재무성증권 600억 달러 및 주택저당증권(MBS) 350억 달러라는 현재의 형태로 계속할 가능성이 크다 - 연준의 보유자산은 2023년에 약 1조달러 축소될 것이다.
- 유럽중앙은행의 경우, 양적긴축은 자산매입 프로그램(APP) 증권으로 제한되어 2023년 중반부터 시작될 가능성이 크다. 우리는 유럽중앙은행의 순 공급량 흐름이 크게 증가할 것으로 예상한다.

투자 중요 함의

- 유로 금리의 듀레이션에 투자비중축소.
- 주변국 국채 스프레드가 압박을 받을 수 있음.

4 금융조건에서 최근의 완화는 정당화되지 않는다

- 우리는 파월 연준의장의 연설에 대한 시장의 비둘기파적인 해석에 동의하지 않는다.
- 미국 경제의 다양한 세그먼트에서 대출 조건이 이미 타이트 해졌다 - 미국 시중은행은 산업자금에 대한 대출 기준을 리세션 환경에 부합되는 속도로 강화하고 있다.

투자 중요 함의

- 선진국 채권 밸류에이션은 밸리 이후에 과장된 것으로 변경되었다.
- 시장은 향후 연준의 비둘기파로 입장 전환에 자신들의 희망을 잘못 부여하고 있을 수 있다.

5 미국 달러화 강세 사이클이 점차 스트레치 되고있다

- 현재의 환경이 변화하고 있으며, 미국 인플레이션이 둔화되고 연준이 공격적인 금리 인상의 속도를 낮출 여지가 있기 때문에 달러화 강세를 떠받치는 몇 가지의 요인들이 사라지고 있다.
- 포커스가 연준에 대한 리스크프리미엄(연준이 2022년 동안에 달러화 강세의 동인이었음)에서 펀더멘탈에 대비한 달러화 프리미엄(하방 리스크)으로 급격하게 전환될 수 있다

투자 중요 함의

- 2023년 달러화 평가절하 심화: EUR/USD의 6개월 목표수치 0.92에서 1.00으로 상향 수정; 12개월 목표수치 1.04에서 1.10로 상향 수정.
- 우리는 현재 제한적인 달러화 익스포저를 유지하고 있음 (숏포지션 선호: EUR, GBP 및 CAD 대비)
- JPY와 CHF에 대비하여 USD에 숏포지션.

AMUNDI 자산종목 견해

	자산종목	견해	1개월 변화	근거
주식 플랫폼	미국	=	▼	시장은 경기연착륙 시나리오를 가격에 반영하고 있는 것으로 보이지만, 우리는 경기모멘텀 약화에 따른 수익에 대한 리스크가 있다고 생각한다. 수익 리세션이 연준이 기준을 견지를 변경하기에는 충분하지는 않으며, 연준의 견지 변경이 우리의 견해를 상향 조정하기 위한 핵심적 사안으로 유지된다. 우리는 바텀업의 선별적 견해를 유지하며, 가치주, 퀄리티주, 배당주에 포커스를 둔다.
	미국 가치주	+		우리는 회복탄력성이 높은 사업모델과 기업이익 성장 및 시장점유율을 유지하는 능력을 가진 기업의 가치주 종목을 선호한다. 우리는 가치주 투자와 퀄리티 특성을 결합하는 것이 경제적 리스크에 대해 헤지를 하여 변동성을 줄이는 방식이라고 생각한다.
	미국 성장주	-		대형성장주와 수익을 내지 못하는 성장주 부문은 자신의 밸류에이션을 통해 미래로부터 당겨서 쓰는 캐시플로우에 의존하고 있기 때문에 정책금리 인상에 영향을 받을 가능성이 크다. 하지만, 밸류에이션에서 조정을 겪은 세그먼트는 모니터링하고 있다.
	유럽	-		2023년의 높은 에너지 인플레이션은 소비 패턴과 이에 따른 기업이익에 대한 장기적인 스트레스를 의미할 수도 있다. 이는 최근의 밸리 및 계속되는 지정학적 긴장상태와 결합되어, 우리는 유럽 주식에 신중한 포지션을 취한다. 우리는 기업이익에 경계 태세를 유지하고, 강력한 재무제표와 제품 차별성의 특징을 가진 기업들을 모색하고 있다
	일본	=/+	▲	수출지향적 경제인 일본도 중국의 리오프닝(일본의 시장에 호재로 작용함)에 플레이하는 방법이다. 하지만, 글로벌 성장모멘텀의 둔화와 엔화 강세는 주목해야 할 요인들이다.
	중국	=/+	▲	제로 코로나 정책에서 벗어나려는 최근의 징후와 노인층의 백신 접종과 관련된 뉴스는 점진적인 경제적 리오프닝을 가리키고 있으며, 이는 이동성을 향상시키고 억제되었던 수요를 분출시킬 것이다. 우리는 중국의 리오프닝 경로가 단선적이지는 않을 것이라고 믿고 있으며, 지정학적 리스크와 수출에 대한 압박의 관점에서 선별적인 포지션을 유지한다.
	중국 이외의 신흥국 시장	=		신흥국 세계에 대한 선별은 내수수요, 통화정책, 재정 건정성과 같은 국가별 동인을 고려하는 것이 핵심적 사안이다. 우리는 브라질에 긍정적(하지만, 룰라 대통령의 경제정책을 주시하고 있음)이지만, 필리핀과 말레이시아(비싼 밸류에이션)에는 신중한 포지션이다. 부문별 관점에서, 우리는 소재 부문에 대비하여 에너지 부문을 선호한다.
채권 플랫폼	미국 국채	=/+		우리는 금리인상의 폭을 낮추고 있는 연준이 반드시 비둘기파로의 입장을 의미하는 것은 아니라고 생각한다. 대신에, 연준이 추가적인 조치를 취하기 전에 여태까지의 수행된 긴축화에서 누적된 영향을 평가할 것임을 나타내고 있다. 따라서, 우리는 경제 태세를 유지하고 듀레이션에 대해 액티브한 견지를 취한다. 이와 동시에, 우리는 경기둔화와 인플레이션 상승속도 완화는 미국 재무성증권(UST)에 긍정적이라고 생각한다. 또한 우리는 실질금리와 대해서도 건설적인 포지션이다.
	미국 IG 회사채	=/+		IG는 매력적인 캐리를 제공하고, 밸류에이션은 매력적이며, 기업 재무제표는 건전하기 때문에, 우리는 경미하게 건설적인 포지션을 취한다. 하지만, 기업의 현금 보유량 하락과 리세션 우려로 인해 우리는 선별적인 포지션을 취한다.
	미국 HY 회사채	-		레버리지와 이자보상배율과 같은 HY 펀더멘탈은 강세를 유지하고 있지만, 유동성 포지션이 약화되고 있다. 이 세그먼트는 자금조달비용이 높고 경제성장률이 하락하는 환경에서 영향을 받을 수 있다. 따라서, 우리는 신중한 포지션을 유지하며, 특히 저등급 세그먼트(CCC 등급)에 대해서 더욱 그러하다.
	유럽 국채	=		우리는 유럽중앙은행의 통화정책과 인플레이션 및 경제성장률에 대한 견해를 평가하고 있기 때문에 유럽 핵심국 듀레이션에 전반적으로 액티브한 견지에서 중립적 포지션을 유지한다. 유럽 중앙은행은 금리를 긴축적인 수준으로 계속 유지할 것이다. 우리는 주변국 채권에 신중한 포지션을 유지한다.
	유로 IG 회사채	=		시장에서는 유럽중앙은행이 금리인상의 속도를 늦출 것으로 예상하는 반면에, 우리는 약세의 경제성장, 높은 인플레이션, 지정학적 긴장상황(에너지 위기)으로 인해 IG 스프레드에 지속적인 리스크가 있다고 파악하고 있다. 따라서, 우리는 기업의 리파이낸싱 필요성 여부를 면밀하게 계속 주시한다.
	유로 HY 회사채	-		유로 HY는 유동성과 채무불이행(현재로서는 제한적임)의 잠재적인 리스크라는 관점에서 변동성 증가에 당면할 수도 있다. 금리가 높게 유지되고 소비는 침체된 상태이기 때문에, 자본비용의 상승과 약세의 기업이익 전망이 부정적으로 작동할 수 있다.
	중국국채	=	▼	미국으로부터 중국의 디커플링은 글로벌 투자자에게는 투자분산의 혜택을 주는 반면에, 제로 코로나 견지의 점진적인 변경은 이동성과 경제활동을 활성화시킬 것이다. 우리는 중립적 포지션을 취하며, 중국인민은행의 정책기조를 평가하고 있다.
	신흥국 채권 경화표시	=/+		미국 금리의 안정화는 매력적인 캐리 및 밸류에이션과 더불어서 우호적인 요인이다. 현재의 스프레드는 좋은 진입포인트를 제공하지만, 브라질과 중국을 포함하여 신흥국 세계 전반에 걸친 급변하는 경제성장 역동성이라는 관점에서 매우 선별적인 포지션이다.
	신흥국 채권 현지화표시	=		현지화표시 채권 밸류에이션이 선별적인 기준에서 점차 매력적으로 되고 있는 반면에, 우리는 전반적으로 아시아와 일반적으로 신흥국 FX에 대해서 신중한 포지션을 취한다. 하지만, USD 강세 궤적 및 중국의 코로나 정책의 변화는 MXN, IDR, INR와 같은 특정 FX의 캐리 트레이드 기회에서 미래에 긍정적일 수 있다. 우리는 현재로서는 유동성 추이를 바탕으로 중립적인 포지션으로 경계 태세를 유지한다.
	기타	원자재		
통화				연준의 긴축화 정책이 2022년 달러화 강세의 주된 동인이었지만, 이러한 정책의 잠재적인 변화에 대한 신호(하지만, 전반적인 긴축화 틀은 계속 유지)와 더불어서 우리는 미국 달러화에 대한 건설적 포지션을 경미하게 낮추고 있다.

범례



출처: Amundi, 2022년 12월 20일 기준, 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 제한되고 예고 없이 변경될 수 있다. 본 정보는 현재, 과거, 미래의 Amundi 상품의 실질적 자산배분이나 포트폴리오를 나타내지 않는다.

IG = 투자등급 회사채, HY = 하이일드 회사채, EM 채권 H/C = 경화표시/현지화표시 신흥국 채권, WTI = 텍사스 중질유, QE = 양적완화.

선진국

거시경제적 전망

2022년 12월 28일 기준 자료

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
전세계	3.4	2.2	2.8	8.2	6.2	4.0
선진국	2.6	0.4	0.9	7.5	5.1	2.5
미국	2.0	0.9	0.6	8.1	4.3	2.3
일본	1.3	0.5	1.2	2.4	0.5	0.4
영국	4.4	-0.9	0.8	9.2	8.2	3.9
유로	3.3	-0.5	0.8	8.5	7.3	3.2
독일	1.8	-0.7	0.9	9.0	7.6	2.9
프랑스	2.5	-0.1	0.9	6.0	5.4	2.9
이탈리아	3.8	-0.4	1.0	8.8	8.3	2.8
스페인	4.5	0.3	1.3	8.4	4.0	3.3

출처: Amundi Institute.

- **미국:** 긴축적인 통화정책의 경제활동에 대한 압박과 잠재성장률을 하회하는 경제성장률을 끌어내리기 시작함에 따라 미국 경제는 경기둔화의 신호를 보이고 있다. 우리는 2023년 하반기의 리세션 리스크의 증가를 예상하며, 이 시기 동안에는 침체된 성장률, 약세의 내수수요 구성, 리세션 리스크를 함의하는 수요가 있을 것으로 예측한다. 인플레이션은 정점을 지난 것으로 보이는 반면에, 코어 인플레이션은 느리게 하락하고 물가목표치에 상회하는 상태를 유지하는 기저 인플레이션의 경직성이 향후 수개월 동안에는 핵심적 특징으로 유지될 것이다.
- **유로통화권:** 인플레이션은 유럽중앙은행의 목표물가수치를 현저하게 상회하겠지만 일부 소비자에게는 안도적인 수준이 되기 시작함에 따라 우리는 유로통화권 GDP가 2022년 4분기-2023년 1분기 동안에는 생활비라는 저해요인으로 인해 역성장 하겠지만, 그 이후의 봄-여름 기간 동안에는 온건한 경기회복이 뒤따를 것으로 예상한다. 긴축화 통화정책도 약재가 될 것이다. 2023년의 평균 역동성은 이전에 예상했던 것보다 약해져서 2023-24년의 경제성장률 전망이 잠재성장률보다는 낮아지게 만들 것이다. 에너지 컴포넌트와 관련된 리스크는 인플레이션과 성장전망에 대해서 매우 높게 유지되고 있다.
- **영국:** 상향 조정된 예측과 더불어 인플레이션이 몇 달 동안 두 자릿수의 영역에서 그리고 수분기 동안 물가목표치를 초과하면서, 우리는 이번 겨울철 동안에 영국에서 생활비로 인한 리세션이 발생하여 몇 분기 동안 지속되고 타이트한 금융조건으로 인해 더욱 악화될 것으로 예상한다. 또한, 2024년으로 예상되는 경기회복에서 영국경제는 잠재성장률을 하회할 것으로 보인다. 에너지 컴포넌트가 인플레이션과 성장전망에 확연한 하방 리스크로 유지되고 있기 때문에 리스크는 다운사이드로 치우쳐 있다.
- **일본:** 우리는 컨센서스보다 0.5% 낮은 기존의 2023년 경제성장률 예측을 유지하며, 불균등한 경기회복이 계속될 것이라고 믿고 있다. 리오프닝 덕분에 서비스 부문이 12월 PMI의 향상을 주도했다. 하지만, 이 제조업 지수는 50 미만으로 머물렀으며, 2023년초의 선진국 수요의 약세로 인해서 그 하향 추이가 재개될 가능성이 높다. 리오프닝에 따른 캐치업(따라잡기) 효과는 글로벌 수요의 둔화를 부분적으로만 상쇄시킬 수 있다. GDP는 수출 둔화로 인해 2023년 상반기에 감소할 것으로 보인다. 반면에, 우리는 일본의 코어 인플레이션이 향후 수개월 동안에 추가적으로 상승하여 2023년 중반까지는 일본은행의 물가목표치 2%를 상회할 것으로 예상한다.

기준금리 전망

	2022 12-28	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	4.50	5.25	5.00	5.25	4.50
유로	2.00	3.25	3.30	3.25	3.50
일본	-0.10	0.00	0.08	0.00	0.30
영국	3.50	4.50	4.70	4.50	4.70

출처: Amundi Institute.

- **연준(Fed):** 연방공개시장위원회(FOMC)의 최근 회의에 따르면, 금리인상의 속도를 75bp에서 50bp로 늦추어 연방기금 목표금리를 4.25-4.50%로 만든 반면에, 2023년말까지 9월의 중위 최종 금리 예측은 4.625%에서 5.125%로 상향 수정되었다. 새로운 경제예측에서는 GDP 예측수치 급격한 하락 및 실업률과 근원 개인소비지출물가지수(Core PCE)의 상승을 동반하는 경기악화의 전망을 반영하고 있다. 연준위원들의 점도표와 인플레이션 대처에 전념하겠다는 제롬 파월 연준의장의 기자회견은 전반적으로 매파적인 기조를 띠고 있다. 이는 최종 금리가 5.25%가 될 것이라는 우리의 기존 예상과 부합한다.
- **유럽중앙은행(ECB):** 지난 12월 회의에서 유럽중앙은행은 금리(수신금리)를 50bp 인상하여 2.0%로 올렸다. 유럽중앙은행은 이전의 매파적인 언급을 실현했다. 인플레이션은 주된 우려 및 최우선과제로 유지되고 있다. 유럽중앙은행은 주로 에너지 가격으로 견인되는 유로통화권 인플레이션으로 인한 역내의 인플레이션 고착화를 예상하고 있다. 재정정책도 수요를 떠받치면서 핵심적 역할을 한다. 단기적으로 유럽 핵심국 국채 수익률과 주변국 국채 스프레드에 압박이 나타날 것이다. 우리는 현재의 금리인상 사이클에서 우리의 기존 수신금리를 2.5%에서 3.0%로 상향 조정했으며, 리스크는 추가적인 상향의 가능성으로 치우쳐 있다.
- **일본은행(BoJ):** 12월 회의에서 일본은행은 수익률곡선통제(YCC) 목표치 범위를 놀랍게도 예상보다 이르게 +/-0.25%에서 +/-0.5%로 넓혔다. 이러한 조치는 수익률이 상승 움직임을 보일 때에는 실질적으로 긴축에 해당된다. 통화정책에 대한 정치적 의지가 상승했다. 정부와 일본은행에 의한 '2013년 공동성명'이 개정될 것으로 보도되었다. 현재로서는 개정의 최종적인 목표가 불분명하지만 마이너스금리정책(NIRP)에서 벗어날 가능성이 크다. 이러한 개정 이전에 일본은행은 YCC 수익률목표를 완전하게 폐지하거나 또는 신속한 움직임의 일환으로 NIRP와 YCC를 한 번에 폐기해야 할 것이다.
- **영국중앙은행(BoE, 영란은행):** 최근 회의에서 영국중앙은행은 금리를 50bp 인상했다. 지난 번의 회의와 마찬가지로 표결에서 의견이 갈렸지만, 이번 회의에서는 두 명의 위원이 금리 인상에 반대했고 한 명의 위원은 75bp를 주장하는 등, 위원들 사이에 의견차가 더욱 커졌다. 이번 회의에서는 금리 가이던스에서 의미 있는 서프라이즈를 보여주지는 못했으며, 특히 최근의 재정관련 발표의 관점에서 예상되는 경제전망과 양적긴축(QT)에 변경을 가하지 않았다. 최근의 금리인상 이후에도 우리는 기존의 예상 금리 경로와 우리의 기본 시나리오에서 4.5%로 고점을 찍을 가능성이 높을 것으로 예상한 기존 최종 금리를 고수한다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
BoJ MPM	1월 18일
ECB 정책위	1월 25일
Fed FOMC	2월 1일
BoE MPC	2월 2일

출처: Amundi Institute.

신흥국

거시경제적 전망

2022년 12월 28일 기준 자료

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
전세계	3.4	2.2	2.8	8.2	6.2	4.0
신흥국	3.9	3.4	4.1	8.8	6.9	5.0
중국	3.0	4.4	4.9	2.0	2.2	2.1
브라질	3.1	0.5	1.7	9.3	4.5	4.2
멕시코	3.2	1.5	0.9	7.9	5.6	4.5
러시아	-3.3	-1.5	2.0	13.8	7.5	4.5
인도	7.0	5.4	6.0	6.7	5.4	5.9
인도네시아	5.2	4.5	4.8	4.2	4.4	4.1
남아공	2.4	1.2	1.5	6.9	5.9	4.9
튀르키예	4.9	3.1	4.3	72.5	55.2	29.8

출처: Amundi Institute.

- **중국:** 관련 당국자 관료들은 해외 방문자의 격리 규정을 중국 춘절 연휴(1월 22일) 바로 직전인 1월 8일자로 폐지한다고 발표했으며, 이는 우리가 지난달 예상한 것보다 훨씬 이르게 폐지된다. 전면적인 리오프닝은 올해 1분기말이 될 가능성이 높아 보인다. 현재의 경제 현실은 암울하다. 경제성장률은 11월에 다시 급락했다. 더욱 빨라진 리오프닝을 감안하여 우리는 생산이 2월에 재개되고 의미 있는 경기회복은 3월 및 2분기에 뒤따를 것으로 예상된다. 소비자 수요의 반동이 코어 인플레이션을 끌어올리겠지만, PPI와 에너지 디스인플레이션이 전반적인 인플레이션을 약 2%로 제한시킬 것이다.
- **아시아:** 동남아 중앙은행들은 긴축화 통화정책을 계속하고 있지만, 비로 이전의 결정과 비교하여 일부(예: 필리핀, 인도네시아)는 그 속도를 늦추고 있다. 아시아는 다른 신흥국 지역과 비교하여 인플레이션이 뒤늦게 상승하고 그 상승 폭도 그렇게 급격하지 않았기 때문에, 아시아는 통화정책 정상화라는 측면에서 현저하게 뒤쳐져 있다. 아시아의 어떠한 중앙은행들도 아직까지는 긴축화 통화정책의 중단을 발표하지는 않았지만, 우리는 아시아 전반에서 기존의 통화정책 시행이 거의 원숙화 국면에 접어들었고 단지 몇 번의 금리 인상만이 남아 있다고 생각한다.
- **CEE3:** GDP가 전분기대비 기준으로 안정화되고 전년동기대비로는 가속화하고 있는 루마니아를 제외하면, 이 지역 경제는 지난 3분기에 전분기대비 및 전년동기대비 기준 모두에서 실질 GDP 수치는 급격하게 계속 둔화되고 있다. 두 자리 수치의 인플레이션에 장기간 계속될 것으로 보이며, 이로 인해 이 지역의 중앙은행들은 조만간 금리를 인하할 가능성을 배제시키고 있다. 높은 인플레이션, 긴축적인 통화정책, 에너지 및 가스 가격에 대한 지원의 (부분적인) 폐지 및 일부 국가의 재정 건전화는 향후 수개월 동안에 경제성장에는 추가적인 악재가 될 것이다. 우리는 체코 공화국과 헝가리가 이르면 올해 4분기에 리세션을 겪을 것으로 예상된다.
- **남아공:** 3분기 실질 GDP 수치는 2분기보다 높았지만, 남아공은 채권과 FX 시장의 강력한 변동성으로 어려운 한 달을 보냈다. 시릴 라마포사 대통령은 “팜 게이트”(Farm gate)라고 알려진 부패 스캔들에 휘말렸다. 의회가 대통령 탄핵안을 부결시킨 이후에 남아공 자산은 안정을 찾았다. 라마포사 대통령은 아프리카 국민회의(ANC) 당대표로 재선출되었지만, 해당 사안에 대한 남아공중앙은행(SARB), 검찰 및 남아공 경찰의 조사가 진행되고 있기 때문에 아직까지 완전하게 혐의를 벗은 것은 아니다. 2023년에 모든 시선은 제압된 개혁의제가 진전을 보일지의 여부에 집중되고 있다.

기준금리 전망

	2022 12-20	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
인도	6.25	6.50	6.45	6.50	6.30
브라질	13.75	13.50	13.55	11.50	11.60
러시아	7.50	7.50	7.15	7.50	7.00

출처: Amundi Institute.

- **중국인민은행(PBoC):** 중국인민은행은 12월에 정책금리를 동결했다. 리오프닝의 경로가 확정되었기 때문에, 우리는 더 이상 금리인하를 예상하지는 않는다. 또한, 중국인민은행은 금리를 인상해야 할 긴급한 사유도 가지고 있지 않다. 인플레이션은 2023년 동안에 3% 미만으로 관리될 것이다. 성장전망의 향상에 따라 실외금리의 상승의 가능성 높으며, 이는 온건하게 타이트한 금융조건으로 이어질 것이다. 연례 「중앙경제업무회의」의 언급에 따르면, 중국인민은행이 광범위한 완화적 바이어스에서 물러날 것이라고 시사하고 있다. 타겟형 통화완화는 구조적 대출수단과 특별융자 프로그램을 통해 계속될 것이다.
- **인도중앙은행(RBI):** 예상했던 대로 인도중앙은행은 그 속도는 줄어들었지만 12월에도 금리인상 사이클을 계속했다. 환매조정이자율은 35bp 인상하여 6.25%로 올렸다. 인도중앙은행 총재는 기대인플레이션 기대치를 앵커링 시키고, 코어 인플레이션 지속성을 무너뜨리고, 2차 효과를 억제하기 위해 조정된 통화정책 추가적인 시행이 분명하게 있을 것이라고 언급했다. 실질 정책금리가 이미 인도중앙은행이 5월 금리인상 사이클을 시작하면서 설정했던 목표금리에 부합되는 수치인 온건한 플러스나 중립에 근접하기 때문에 우리는 인도중앙은행이 2월에 금리를 25bp 인상하여 6.5%로 올릴 것으로 예상된다.
- **브라질중앙은행(BCB):** 브라질중앙은행은 12월에 기준금리(Selic)를 13.75%에서 변경하지 않고 동결했으며 완화 사이클에 착수하지 않았다. 인플레이션 전망을 둘러싼 리스크가 균형이 잡힌 것처럼 보임에도 불구하고, 브라질통화위원회(Copom)는 재정 정책 프레임워크와 관련된 불확실성을 강조했다 - 추가적인 재정 부양책을 통해 총 수요를 떠받치고 기대인플레이션이 높아지는 것은 긍정적인 요인이며, 아직 불확실하지만 예상되는 감세 조치의 철회는 부정적인 요인이다. 분명한 사실은, 다음 번의 통화정책 조치는 향후의 재정 프레임워크에 의해 좌우될 것이다.
- **러시아중앙은행(CBR):** 지난 12월 회의에서 러시아중앙은행은 정책금리를 동결하여 7.5%로 유지했으며, 점차 비둘기파적 견지가 줄어드는 것 같은 신호를 내었다. 인플레이션 예측을 변경하지 않고 그대로 상태에서 러시아중앙은행은 인플레이션 상승에 친화적인 요인들(타이트한 노동시장, 기대인플레이션 상승, 루블화 약세, 잠재적으로 완화적인 재정정책)이 디스인플레이션 요인들보다 우월하다고 강조했다. 인플레이션은 10월 전년동기대비 12.6%에서 계속 하락하여 11월 전년동기대비 12.0%였다. 이와 같은 신중성이 증가한 분위기와 인플레이션 압박을 감안하여, 우리는 향후 6개월 동안에는 더 이상의 금리인하는 없고 2023년 하반기에는 잠재적으로 금리인상 사이클이 있을 것으로 예상된다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
PBoC	1월 20일
BCB	2월 1일
RBI	2월 8일
CBR	2월 10일

출처: Amundi Institute.

매크로 및 시장예측

거시경제적 예측

2022-12-28

연 평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
미국	2.0	0.9	0.6	8.1	4.3	2.3
일본	1.3	0.5	1.2	2.4	0.5	0.4
유로통화권	3.3	-0.5	0.8	8.5	7.3	3.2
독일	1.8	-0.7	0.9	9.0	7.6	2.9
프랑스	2.5	-0.1	0.9	6.0	5.4	2.9
이탈리아	3.8	-0.4	1.0	8.8	8.3	2.8
스페인	4.5	0.3	1.3	8.4	4.0	3.3
영국	4.4	-0.9	0.8	9.2	8.2	3.9
중국	3.0	4.4	4.9	2.0	2.2	2.1
브라질	3.1	0.5	1.7	9.3	4.5	4.2
멕시코	3.2	1.5	0.9	7.9	5.6	4.5
러시아	-3.3	-1.5	2.0	13.8	7.5	4.5
인도	7.0	5.4	6.0	6.7	5.4	5.9
인도네시아	5.2	4.5	4.8	4.2	4.4	4.1
남아공	2.4	1.2	1.5	6.9	5.9	4.9
튀르키예	4.9	3.1	4.3	72.5	55.2	29.8
선진국	2.6	0.4	0.9	7.5	5.1	2.5
신흥국	3.9	3.4	4.1	8.8	6.9	5.0
전세계	3.4	2.2	2.8	8.2	6.2	4.0

기준금리 전망

선진국

	2022 12-28	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	4.50	5.25	5.00	5.25	4.50
유로통화권	2.00	3.25	3.30	3.25	3.50
일본	-0.10	0.00	0.08	0.00	0.30
영국	3.50	4.50	4.70	4.50	4.70

신흥국

	2022 12-20	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
인도	6.25	6.50	6.45	6.50	6.30
브라질	13.75	13.50	13.55	11.50	11.60
러시아	7.50	7.50	7.15	7.50	7.00

장기금리 전망

2년물 채권수익률

	2022 12-28	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	4.34	4.0/4.20	4.09	3.40/3.60	3.86
독일	2.64	2.40/2.60	2.61	2.40/2.60	2.42
일본	0.01	0.1/0.20	0.08	0.1/0.2	0.13
영국	3.52	3.20/3.40	3.48	3.30/3.50	3.67

10년물 채권수익률

	2022 12-28	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	3.83	3.60/3.80	3.80	3.50/3.70	3.77
독일	2.49	2.30/2.50	2.48	2.30/2.50	2.46
일본	0.45	0.40/0.60	0.59	0.40/0.60	0.67
영국	3.69	3.60/3.80	3.76	3.60/3.80	3.84

통화 전망

	2022 12-29	Amundi 2023년 2분기	컨센서스 2023년 2분기	Amundi 2023년 4분기	컨센서스 2023년 4분기		2022 12-29	Amundi 2023년 2분기	컨센서스 2023년 2분기	Amundi 2023년 4분기	컨센서스 2023년 4분기
EUR/USD	1.07	1.02	1.05	1.10	1.08	EUR/SEK	11.16	11.02	10.80	10.31	10.50
USD/JPY	133	132	135	123	131	USD/CAD	1.35	1.37	1.32	1.28	1.30
EUR/GBP	0.88	0.89	0.88	0.90	0.88	AUD/USD	0.68	0.65	0.67	0.75	0.70
EUR/CHF	0.98	0.94	0.99	1.03	1.01	NZD/USD	0.63	0.60	0.62	0.66	0.65
EUR/NOK	10.53	10.43	10.15	9.74	9.85	USD/CNY	6.96	7.10	7.00	6.80	6.85

출처: Amundi Institute

당사 예측에 대한 고지사항

매크로 예측에 관련된 불확실성은 매우 높으며, 이는 고차 주기의 새로운 데이터가 발표될 때마다 빈번한 재평가를 유발하게 된다. 현 시점에서 우리의 거시경제적 예측에는 통계적 정확성을 낮추고 이와 관련된 광범위한 범위의 불확실성을 증가시켜서 정성적 컴포넌트를 높게 포함하고 있다.

방법론

– 시나리오

확률은 우리의 거시적-금융적 예측의 조건과 정의에 따른 금융적 시나리오(중심, 다운사이드, 업사이드 시나리오)의 가능성을 반영하고 있다.

– 리스크

리스크의 확률은 내부 서베이의 결과이다. 모니터링이 필요한 리스크는 세 가지의 범주, 경제적, 금융적, 정치적/지정학적 리스크로 그룹화되어 있다. 이 세 가지의 범주는 상호 연관되어 있지만, 세 개의 동인과 연관된 특정한 진원지를 가지게 된다. 가중치(백분율)는 분기별로 투자 플로어에 수행으로 도출된 가장 높은 영향 시나리오의 구성이다.

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

THEMATIC PAPERS PORTFOLIO STRATEGY



How do institutions segment their investment universe? (25-10-2022)

PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research - Amundi Institute -TAZÉ-BERNARD Eric, Senior Advisor - Amundi Institute

Articulating asset allocation across different time horizons (6-09-2022)

FRANCERIES Karin, Head of OCIO advisory - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research - Amundi Institute - Tazé-Bernard Eric, Senior Advisor - Amundi Institute

THEMATIC PAPERS GREEN & SOCIAL



Themes in depth/ Artificial intelligence for sustainable finance: why it may help (13-10-2022)

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center, Amundi Institute - KEIP Matthieu, Innovation Lead, Amundi Technology - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology

Themes at a glance/ Artificial Intelligence and ESG: How do they fit? (13-10-2022)

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center, Amundi Institute - KEIP Matthieu, Innovation Lead, Amundi Technology - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology

COMPASS



Inflationary era demands new approach from pension plans (08-12-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

DISCUSSION PAPERS



Pension funds: reorienting asset allocation in an inflation-fuelled world (1-12-2022)

RAJAN Amin, CEO, CREATE-Research

INVESTMENT INSIGHTS MARKET STORIES



Emerging Markets Charts and Views - EM investing after the great repricing (27-10-2022)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

INSIGHTS PAPERS



Time to refocus on bonds - Rethinking portfolios after the great repricing (28-09-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT TALKS



Hawkish surprise from the ECB (19-12-2022)

AINOUZ Valentine, Head of Global Fixed Income Strategy – Amundi Institute - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income

Fed: Staying the course until the job is done (16-12-2022)

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROWE Timothy, Director of Multi-Sector Fixed Income - UPADHYAYA Paresh, Director of Fixed Income and Currency Strategy - GEORGES Delphine, Senior Fixed Income Research Strategist, Amundi Institute

UK Fiscal Budget: main political, social and market implications (21-11-2022)

BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Strategy Research - CESARINI Federico, Head of DM FX, Cross Asset Research Strategist - MIJOT Eric, Head of Global Equity Strategy - ROSENBERG Anna, Head of Geopolitics, Amundi Institute

US mid-term election: no red tide (10-11-2022)

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROSENBERG Anna, Head of Geopolitics - Amundi Institute - UPADHYAYA Paresh, Director of Fixed Income and Currency Strategy

WORKING PAPERS



The Market Effect of Acute Biodiversity Risk: the Case of Corporate Bonds (30-11-2022)

Amina CHERIEF, Takaya SEKINE, Lauren STAGNOL, Quantitative Portfolio Strategy, Amundi Institute

Net Zero Investment Portfolios - Part 1. The Comprehensive Integrated Approach (23-11-2022)

BARAHHOU Inès, BEN SLIMANE Mohamed, OULID AZOUZ Noureddine - Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute
RONCALLI Thierry, Head of Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute

Incorporating ESG Risk In Fundamental Market Risk Models (18-11-2022)

Dr. SCHWEIMAYER Gerhard, Amundi Germany - STOYANOVA Niya, LMU (University of Munich)

INVESTMENT OUTLOOK



2023 Investment Outlook - Some light for investors after the storm (21-11-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

ASSET CLASS VIEWS



Asset Class Return Forecasts - Q4 2022 (04-11-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions, OCIO Solutions, - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute - WALSH Tom, Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions

ESG



ESG Thema - Special COP15 - The Paris moment for biodiversity? (22-12-2022)

CHAMPOLLION MOREL Hélène, Head of Advocacy - DE VECCHI Viola, ESG Advocacy Analyst - DUTTA Basundhara, ESG Advocacy Analyst - DAY Apolline, Institutional Marketing Analyst

Biodiversity : It's Time to Protect Our Only Home (07-12-2022)

**Amundi 간행물
알아보기**

research-center.amundi.com



Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

중요 정보

본 문서는 정보 제공의 목적으로만 제공됩니다.

본 문서는 매도 제한, 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 2022년 12월 29일 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 참여한 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: 2023-01-02

문서 발행자: Amundi Asset Management, 자본금 €1,143,615,555의 “société par actions simplifiée” - 프랑스 금융감독기관 규제대상의 포트폴리오 운용사: 등록번호 GPO4000036 - 본사 주소: 90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

사진 저작권: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - bjd1zx;

대표 편집인

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute
MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer

편집인

BERTINO Claudia, Head of Amundi Investment Insights & Publishing
FIOROT Laura, Head of Investment Insights & Client Division

Amundi Institute 기여자

AINOUZ Valentine, Head of Global Fixed Income Strategy, CFA
BERARDI Alessia, Head of Emerging Macro and Strategy Research
BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Research Strategist
BOROWSKI Didier, Head of Macro Policy Research
CESARINI Federico, Head of DM FX, Cross Asset Research Strategist
DROZDZIK Patryk, Senior EM Macro Strategist
GEORGES Delphine, Senior Fixed Income Research Strategist

부편집인

BOROWSKI Didier, Head of Macro Policy Research
PANELLI Francesca, Investment Insights and Client Division Specialist
PERRIER Tristan, Macroeconomist and Investment Insights Specialist

HERVÉ Karine, Senior EM Macro Strategist
HUANG Claire, Senior EM Macro Strategist
PANELLI Francesca, Investment Insights and Client Division Specialist
PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Strategy, Head of Research at Amundi Italy
USARDI Annalisa, Senior Economist
VARTANESYAN Sosi, Senior Sovereign Analyst

Amundi Investment Insights 기여자

CARULLA Pol, Investment Insights and Client Division Specialist
DHINGRA Ujjwal, Investment Insights and Client Division Specialist

NIALL Paula, Investment Insights and Client Divisions

개념정립 및 생산책임

BERGER Pia, Communication Specialist
PONCET Benoit, Communication Specialist